

拥抱新消费的浪潮

证券分析师： 郭梦婕

分析师登记编号： S1190523080002

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

报告摘要

贸易战背景下出口贡献减弱，提振内需成为中长期主线。中国过去依靠出口和投资拉动经济增长，居民资产中房产占比较重，2023年中国居民家庭住房资产占总资产约61%，高于英国的50%、日本的38%、美国的28%，居民消费比例偏低，中国居民消费占GDP比重为38-40%，对比发达国家仍有差距，如美国和日本分别占比68-70%和55-60%，较其他国家中长期仍有巨大提升空间，贸易战背景下出口贡献减弱，提振消费和扩大内需是必然进程。促消费政策持续落地，2025年3月召开的两会国家对于消费提及次数高于之前，政策层首次将提高居民财产性收入写入报告。消费刺激政策从我们去年看到的国补、消费券已经开始逐步落到实处如提升公务员薪资、为骑手缴纳社保、发放新生儿补贴等，更多从居民实际收入和现金补贴着手。呼和浩特新生儿补贴政策超预期，深圳陆续跟进，后续有望扩大到更多城市。2025年1-3月经济演绎弱复苏趋势，2025Q1社零总额同比增长4.6%，增速稳定趋势向好。

他山之石鉴往来：我们回顾日本过去40年的消费发展史发现了以下趋势，1) 性价比消费崛起，以百元店为代表的折扣店迎来繁荣期，无印良品、优衣库凭借舒适和高性价比迅速突围实现长达20年的高速增长。2) 随着老龄化和健康意识的提升，日本消费者更加关注健康和功能属性，饮料无糖化、酒饮低度化以及食品零添加趋势明显，功能化的细分健康品类实现高速增长。3) 随着家庭小型化和单身人口比例提升，消费者更倾向于精神消费而非单纯的物质满足，催生了游戏机、动漫、扭蛋和盲盒等品类的繁荣。4) 日本人均GDP在20世纪80年代超过1万美元后，国货消费开始崛起。

■ **趋势1：消费分层和需求分化的时代，捕捉差异化细分需求的好产品是稀缺的，供给创新引领细分领域繁荣。**在当下中国消费总需求不足的情况下，消费品面临供给过剩和同质化严重的问题，而真正的需求恰恰是没有被满足到的细分需求。过去是需求决定供给，而未来将是供给创新决定需求。当我们日常生活的基础需求被满足后，大家更加追求产品的品质、健康、创新和差异化，我们的产品从原先的从无到有需要迈入从有到好的阶段。山姆、胖东来的崛起也是凭借极致的选品俘获人心，未来将关注山姆链以及寻找细分化、差异化和健康化的创新机会。

■ **趋势2：消费理念回归理性，追求性价比和质价比，背后是去中间化和效率的提升。**性价比的机会将助推渠道变革，向去中间化和提升效率转型，近年来衍生了大量软硬折扣业态的机会。2021年开始零食量贩业态开始加速扩张，2022-2024年行业门店数量从1.3万家增长至4万家，CAGR达45%。同时品牌端孕育大量高性价比的机会，东鹏凭借红牛一半的价格在蓝领人群中迅速突围，实现连续4年复合增长31%的神话，目前销量已赶超红牛。

■ **趋势3：看好品牌出海的机会，背后是强大供应链的支撑和国力&文化的输出。**我们看好出海东南亚市场的机会，东南亚大多数国家如越南、马来、柬埔寨等类似于15年前的中国，消费需求未被充分满足和挖掘，同时当地供应制造能力偏弱，需要中国优质和高性价比的产品输入。中国消费品品牌出海已迈出东南亚出海重要一步，典型代表包括蜜雪、名创优品、泡泡玛特。

■ **趋势4：个性化时代下的悦己型消费，愿意为情绪价值买单。**中国消费市场正经历从“生存型”向“悦己型”的深刻转型，核心特征为消费者从满足基础需求转向追求情感价值与自我表达，类似于日本1975-2004年的第三消费时代。悦己消费表彰的是小而美，更加垂类满足细分人群的情绪价值。

投资建议：推荐山姆链的投资机会，关注有友食品和立高食品。看好食品健康化的趋势，魔芋等健康辣味零食持续爆发，看好卫龙美味。长期看好功能饮料龙头东鹏饮料，凭借性价比突围，平台化能力凸显打造第二第三曲线，叠加出海打开长期空间。看好连锁龙头达势股份和古茗，未来成长空间广阔。啤酒建议关注燕京啤酒，U8成长势能充足，利润弹性逐步兑现。

目录

A g e n d a



01 提振内需成为主线

02 他山之石鉴往来

03 供给创新引领需求

04 消费回归性价比

06 品牌出海大有可为

07 悦己型消费崛起

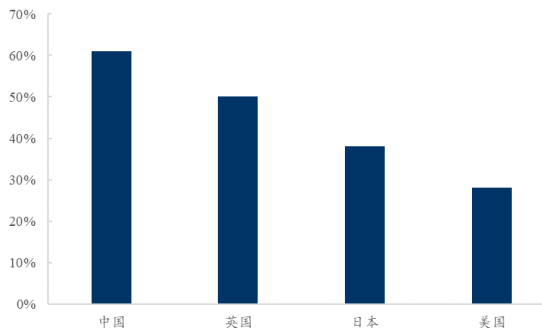
01

提振内需成为主线

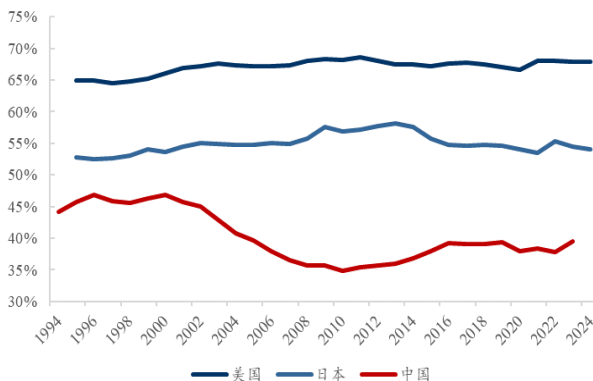
1.1 出口贡献减弱，扩内需成为中长期主线

► **贸易战背景下出口贡献减弱，提振内需成为中长期主线。**2024年中国对美出口额约为4400亿美元，占中国总出口额的12%，但受关税影响2025年3月中国对美出口量与去年同期相比骤降25%，若贸易谈判失败则影响将进一步显现。中国过去依靠出口和房地产拉动经济增长，居民资产中房产占比较重，2023年中国居民家庭住房资产占总资产约61%，高于英国的50%、日本的38%、美国的28%，居民消费比例偏低，中国居民消费占GDP比重为38-40%，对比发达国家仍有差距，如美国和日本分别占比68-70%和55-60%，较其他国家中长期仍有巨大提升空间，贸易战背景下出口贡献减弱，提振消费和扩大内需是必然进程。

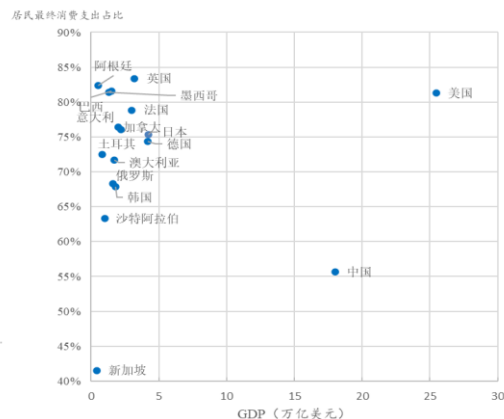
图表1：2023年各国家庭住房资产占总资产比重



图表2：中美日居民消费占GDP比重趋势



图表3：各国居民最终消费占GDP比重

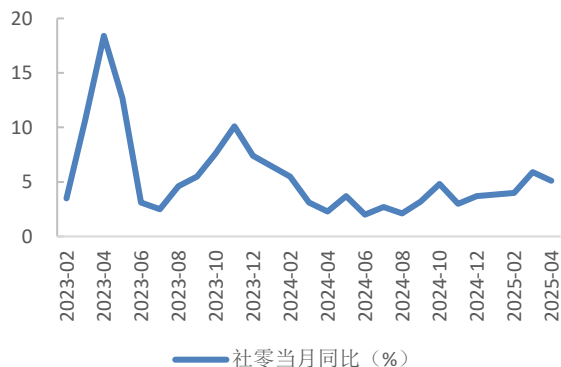


资料来源：CDMNet数据库，太平洋证券

1.1 促消费政策持续落地，中国居民消费占比有望上升

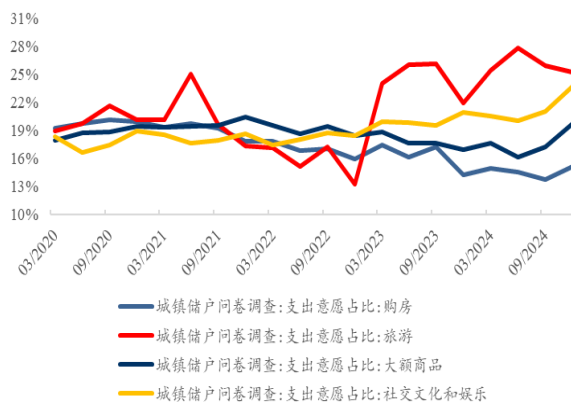
► 促消费政策持续落地，努力提高居民财产性收入和刺激新生儿数量，25Q1经济呈现弱复苏趋势。2024年有关部门主导“两新”政策，地方安排1500亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，带动了汽车、家电等销售额超过1.3万亿元，国家部分地区发放餐饮、旅游消费券等拉动消费。2025年将持续加码至3000亿元并扩充补贴范围。2025年3月召开的两会国家对于消费提及次数高于之前，政策层首次将提高居民财产性收入写入报告。呼和浩特新生儿补贴超预期，二胎三胎补贴力度大，深圳陆续跟进，后续有望扩大到更多城市。湖北天门发放生育补贴后，直接扭转7年人口持续下滑颓势，2024年新生儿激增17%。消费刺激政策从我们去年看到的国补、消费券已经开始逐步落到实处如提升公务员薪资、为骑手缴纳社保、发放新生儿补贴等，更多从居民实际收入和现金补贴着手。如果此轮系列生育和刺激政策带来人口和经济预期扭转，将迎来消费中期价值重估。2025年1-3月经济演绎弱复苏趋势，2025Q1社零总额为124671亿元，同比增长4.6%，增速稳定趋势向好。

图表4：中国社零同比增速



资料来源：国家统计局，太平洋证券

图表5：中国城镇储户支出意愿



资料来源：CDMNet数据库，太平洋证券

1.3 消费市场中长期趋势展望

供给创新挖掘细分需求

消费分层和需求分化的时代，捕捉差异化细分需求的好产品是稀缺的，供给创新引领细分领域繁荣。

性价比消费

消费理念回归理性消费，追求性价比和质价比，背后是去中间环节和效率的提升。

品牌出海

看好品牌出海的机会，背后是强大供应链的支撑和国力与文化的输出。

悦己型消费

个性化时代下悦己型消费崛起，年轻人愿意为情绪价值买单。



02

他山之石鉴往来

2.1 中国当下经济现状与90年代后期日本经济有一定相似

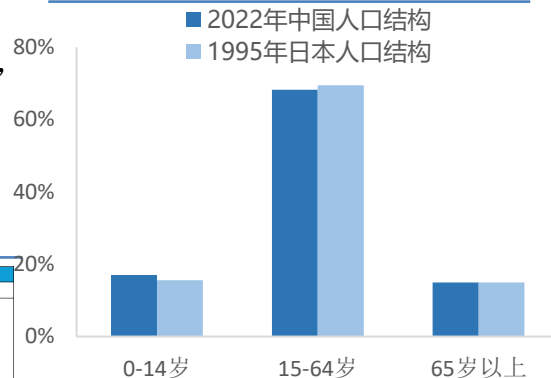
■ 从宏观经济背景来看，中国和90年代日本经济具备一定相似性。据世界银行数据，1) 人均GDP水平接近，2022年我国人均GDP为1.27万美元，与1985年日本接近。2) 老龄化比例相近。2022年我国超过65岁年龄的人口比例为15%，与1995年的日本水平相当，彼时日本0-14岁人口年龄占比15.59%，中国该比例为16.94%。3) 均经历房地产低迷期。中国提出“住房不炒”，房地产开发投资以及新建商品房销售额均持续下降，90年代日本经济泡沫破灭，房地产经济陷入低迷。

图表6：中国与日本代际变化对比

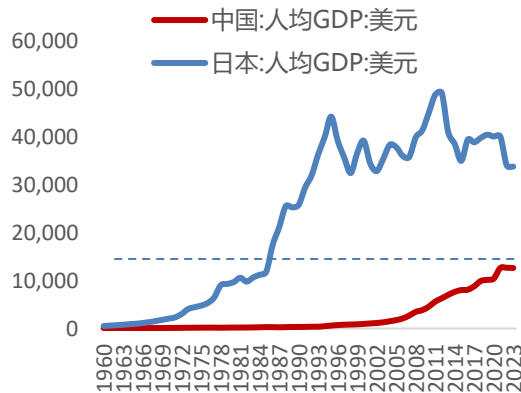
		中国代际变化					日本代际变化			
		文革一代	转型一代	“幸运”一代	E世代	Z世代	战后婴儿潮一代			
成长背景	1945-1960 出生、童年、公有制经济、条件匮乏	1960-1970 出生、童年、三年自然灾害、文革早期；公有制、集体经济、计划经济，物质条件比较匮乏					1946-1964 年出生、成长城市化开始。自民党五五年体制，政治环境稳定。日本经济开始工业化发展。日本消费品走进家庭，企业快速增长，收入增加，形成“一亿总中流”的中产阶级社会，汽车、改善型家电消费增多			
	1960-1985，青年，历经三年自然灾害、文革和改革开放、公有、集体经济、计划经济、物质	青年到中青年，文革结束，恢复高考，改革开放，开始城市化。公有经济、集体经济为主，一部分选择下海创业经商。	青年，开始受到西方文化、消费观念的影响。一部分分配到国有、集体经济，一部分下海经商	青年，生产力开始进步，经济双轨制，计划生育。家电、工业消费品开始走进家庭，并且开始消费来自海外的现代化文化产品			1965 年到 1980 年出生、成长。多出生在物质条件良好的城市化家庭			
第二消费社会 1985-2015	1985-2001 以公有经济、集体经济为主，消费习惯相对保守、消费仍以满足基本需求为主。	计划经济向市场经济转轨，消费品商品逐渐增加。工业品供应增加，满足基本需求的家电走进城市家庭，及其少量家庭开始拥有私家车。					1975-1989 石油危机之后，日本经济迅速发展，制造业、地产和金融业发达			
	2001-2015 中老年，逐步走入退休阶段。保健消费、高档耐用品消费开始增多。	中年，享受经济增长红利，高端消费、享受型消费增加，汽车、改善型的家电开始走进城市家庭；基础性的家电走进农村家庭。	青年，开始受到互联网影响，开始看世界，形成了早期基于互联网的交流社群。	青年，多独生子女，生于互联网时代，物质条件丰富。			1989-2004 泡沫经济时代终结，进入“失去的十年”，经济在艰难中修复			
第三消费社会 2015至今	经济总量世界第二，经济发展步入新常态	老年，退休。文化娱乐、医疗保健消费增多。	中年，消费习惯开始受到互联网的影响，为下一代教育、住房等储蓄，健康消费增加。	中年，购房压力增大，结婚率下降，独居、丁克增加，与之对应则是养宠物增多。基于互联网的个性化消费增多。中年危机出现，开始关注健康消费。	青年，互联网影响加深，尤其是移动互联网的媒介传播和社群交流，消费观念独立，亚文化消费开始兴起。		08 次贷危机，11 东日本大地震，20 新冠疫情。经济艰难修复			
							老年，退休，医疗保健收入增加，受到泡沫破裂的影响多和子女同住养老。			
							中老年阶段，由于人口老龄化而尚未步入退休阶段，由于难以支付购房，多和父母同住。			
							中老年阶段，受到泡沫经济破裂的影响，消费趋于务实。结婚率下降，生育年龄推迟。			
							1980 年到 1996 年出生，经历泡沫经济破裂和阪神大地震，成长于互联网、电子信息技术兴起，基于互联网和电子信息技术而形成的社群消费增加。			
							结婚率下降、社交需求减弱、独居/和父母同居增多。由于经济预期不佳而消费降低，电子商务发展，线上消费增多。			

资料来源：世界银行，ifind，《第四消费时代》，太平洋证券整理

图表7：中国人口结构与1995年日本相似



图表8：中国人均GDP与90年代日本接近

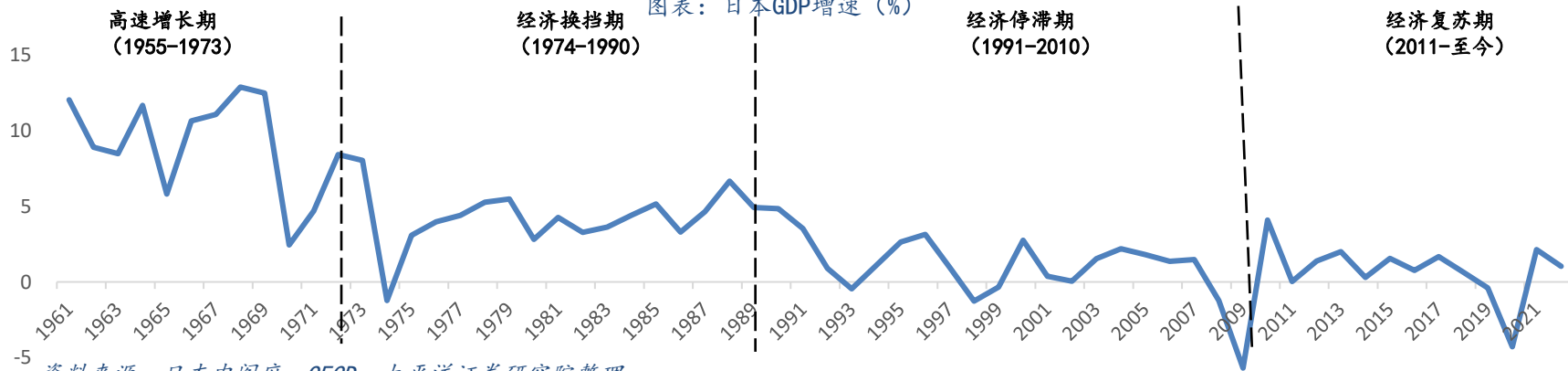


2.1 日本经历四个发展阶段，90年代经济泡沫破灭

图表9：二战后日本宏观经济分为四个阶段

发展阶段 时间	高速增长 1955-1973年	稳定经济增长 1974-1990年	经济衰退 1991-2010年	经济缓慢修复 2011年-至今
经济背景	日本政府推出了“国民收入倍增计划”	尼克松冲击、石油危机	地产泡沫破裂，股市和楼市大幅回落	13年，日本央行推出量化与质化宽松政策
劳动人口	人口增加	人口微增	人口减少	人口减少
老年人比例	5.3%上升到7.9%	7.5%上升到23.0%	12.1%上升到23.0%	23.0%上升到28.4%
政治导向	生产至上、倡导资本积累	福祉元年	年金改革	安倍经济学
消费趋势	大量生产、大量消费、大城市倾向、美食倾向	消费偏好由量向质升级，个性化、多样化、差异化、品牌倾向	消费回归理性，追求性价比，无品牌倾向、休闲倾向、本土倾向	推崇简约与环保，中高端消费环境好转，但经过两次消费税增税后，消费意愿重回低迷
人均GDP	CAGR (1960-1973) =17.7% 由508.7美元提升至4061.0美元	CAGR (1974-1990) =11.6% 由4448.3美元提升至25801.4美元	CAGR (1991-2010) =2.4% 由29428.4美元提升至44968.2美元	CAGR (2011-2023) =-3.0% 由48760.2美元提升至33766.5美元
房价指数HPI (2015=100)	1960-1973年，HPI持续上涨，涨幅接近400%	1974-1990年，HPI增速放缓，涨幅超过30%	1991年3月，HPI达到高点168.31，此后持续下跌，1991-2010年跌幅超过40%	HPI逐步回升，2020年末HPI=109

图表：日本GDP增速（%）



资料来源：日本内阁府，OECD，太平洋证券研究院整理

2.1 日本社会变迁：进入第四消费时代，消费逐步趋于理性化

- 日本作家三浦展在其著作《第四消费时代》中将日本消费分为四个阶段，本文重点从90年代日本经济放缓后的阶段展开研究，经历90年代经济泡沫破灭的日本处于第三消费社会往第四消费社会转型的阶段，消费倾向从个性化、多样化向无品牌、极简主义转变，消费更加理性。
- **第一消费时代**，城市化进程加快，中产阶级诞生，西方文化开始影响本土消费。
- **第二消费时代**，日本经历了战后经济恢复的高速发展阶段，人口规模快速提升，以家庭为主体的大量消费成为常态，消费者更多追求和别人一样的标准化产品，消费缺乏个性化。
- **第三消费时代**，日本经济结构从“出口导向”向“内需导向”转变，商家开始主导个人消费，经历过欧美文化影响的消费群体追求个性化，不再选择千篇一律的产品。
- **当下日本已进入第四消费时代**：经济经历长期低迷后，人口结构呈现出少子化和老龄化特征，消费呈现出便捷化、去品牌化和高性价比的特点，本土消费品迎来了快速发展。

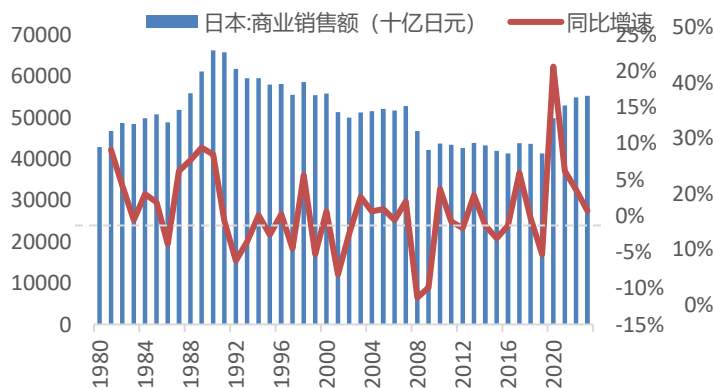
图表10：日本消费时代划分

时代划分	第一消费社会（1912-1941）	第二消费社会（1945-1974）	第三消费社会（1975-2004）	第四消费社会（2005-2034）
社会背景	从日俄战争胜利开始至日本侵华战争，以东京、大阪等大城市为中心的中产阶级诞生	从战败、复兴、经济高度增长长期开始至石油危机；全国1亿人口中产阶级化；生产和消费大量增加	从石油危机开始到低增长；经历了泡沫经济、金融破产、小泉改革，社会贫富差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气等导致收入减少，人口减少进一步导致消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%→2%	2%→1.3-1.4%	1.3-1.4%
老年人比例	5%	5%→6%	6%→20%	20%→30%
国民价值观	national	Family	Individual	Social
消费倾向	西洋化，大城市倾向	大量消费，大的就是好的，大城市倾向，美食倾向	个性化、多样化、差别化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车，私人住宅，三大神器，3C	从量变到质变，出现每家数辆、每人一辆、每人数辆的现象	重视人与人之间的联系，出现汽车分享、住宅分享
消费群体	中产阶级家庭时尚男女	小家庭家庭主妇	单身者	所有年龄层里单一化的个人

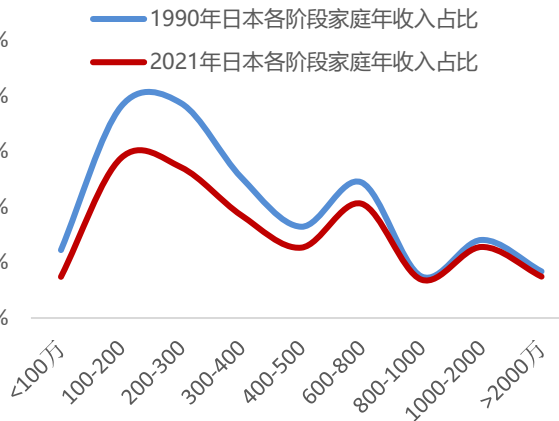
2.1 日本社会变迁：商业销售额持续负增，M型特征明显

- ▶ **经济泡沫破裂，商品销售总额进入十余年负增长阶段，M型社会特征明显。**90年代后日本经济泡沫破裂，导致家庭可支配收入停滞不前，90-10年间家庭可支配收入年均CAGR仅为0.31%，同时商品销售数据出现连续负增长，90-02年日本商业销售额CAGR为-2.3%。居民收入停滞不前，股市、房产等资产急剧下跌进一步导致了家庭财富下降。1997年可支配收入阶段性见顶，日本各个阶层间收入差距扩大，整体呈现M型分化，家庭年收入低于300万日元的比例从1990年27.2%提升到2010年的39.0%；而2010年收入300-1000万的家庭占比为31.0%，较1990年下跌8.8pct。从就业市场来看，宏观经济扰动下日本失业率从1990年的2.1%提升到2010年的5.1%，非正式雇佣人员比例从1984年的15.3%提升到2010年的34.3%，居民的收入稳定性受到影响，消费理念更加谨慎。
- ▶ **居民消费出现回归理性和注重性价比特点。**日本珠宝首饰市场规模从1991年30150亿日元下跌到2010年的9104亿日元，CAGR为-12.46%；高尔夫市场规模也从1995年的26030亿日元下降到2011年的13920亿日元，CAGR为-3.8%。与之形成对比的是，优衣库、SERIA、无印良品等高性价比品牌实现快速增长，优衣库国内销售收入从1992年的143亿日元提升到2010年的6151亿日元，年均复合增速高达21.9%。

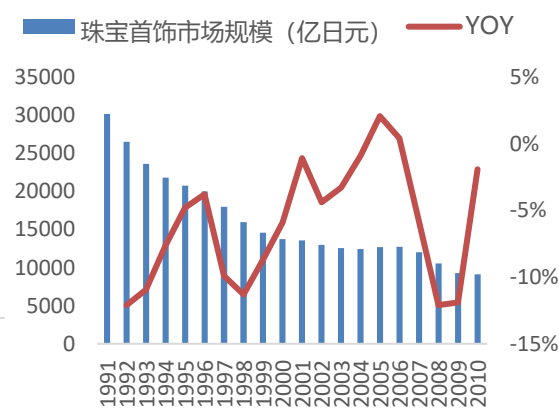
图表11：日本商业销售额增长变化



图表12：日本进入M型社会



图表13：日本珠宝消费90年持续下行



资料来源：wind，日本厚生劳务省，欧睿，太平洋证券研究院整理

2.2 日本消费变迁总览：消费追求健康化和性价比，精神消费崛起

- **消费降级**：消费趋势呈现理性化和无标签化特点，购买时更关注性价比不再为高品牌溢价买单，优衣库和无印良品为代表的性价比消费兴起，折扣零售百元店兴起，如大创、堂吉诃德。
- **渠道变革**：居民消费更加理性，而代表消费升级的商场表现萧条，而便利店和药妆店则快速兴起。由于大型卖场通常提供广泛的商品组合，而在经济低迷期消费者可能更倾向于购买基本的生活必需品，因此消费更多发生在就近的便利店完成。同时随着女性从业者比例提升和旅日游客增加，提供廉价化妆品的药妆店渠道也迎来了爆发。
- **健康化**：随着老龄化和健康意识的提升，日本消费者更加关注健康和功能属性，比如保健品、无糖茶、功能性酸奶的崛起。口味朝着清淡化方向发展，如酒类逐步往低度化方向演变，啤酒逐步过渡到发泡酒和第三啤酒再到无酒精啤酒。
- **精神消费**：单身比例显著提高，带来买房买车的人群变少，取而代之的是精神类消费，比如宠物经济，动漫手办等。20世纪美国的好莱坞电影崛起和1935年的大富翁游戏风靡全美，都是经济低迷期间下人们寻找精神娱乐和满足的方式。
- **消费本土化**：日本人均GDP在20世纪80年代超过1万美元后，居民消费表现出日本倾向和本土倾向，对舶来品的偏好降低，而本土品牌更能把握消费趋势变化和国内消费者的偏好，从而逐步赢得市场份额，例如日式快餐店、日式复合调味料、茶饮料等符合日本本土消费习惯的产品迎来了快速发展。

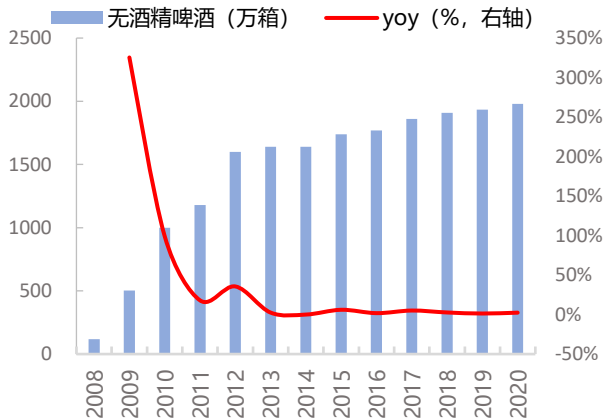
图表15：经济低迷期日本消费特点



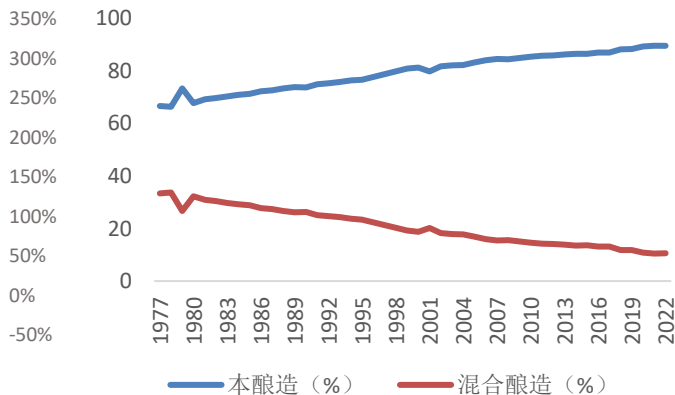
2.3.1 消费变迁：符合健康化趋势的赛道快速成长

- **健康意识持续觉醒，符合健康化趋势的消费赛道快速成长。**随着老龄化和健康意识的提升，日本消费者更加关注健康和功能属性，开始增强对于产品成分和品质的追求，整体消费向健康化转型，消费者也愿意为具有健康属性的产品提供更高溢价。其中，1) 酒饮呈现低度化，朝日、麒麟、三得利等啤酒龙头都推出了低度啤酒产品，日本无酒精啤酒销量从2008年的118万箱提升到2020年的1980万箱，CAGR=26.49%。2) 调味品企业也顺应健康化趋势，推出了低盐、有机和鲜榨产品，“零添加”的本酿造酱油占比也从1977年的66.6%提升到2022年89.5%。3) 软饮料行业无糖化率从1980年的1%提升到2022年的55%，而无糖茶也逐步取代碳酸饮料成为日本最大的软饮料品类。4) 日本的乳制品企业也加快了功能性乳品的开发力度，推出了益生菌酸奶等产品，加速产品持续向有机化、高端化方向发展。

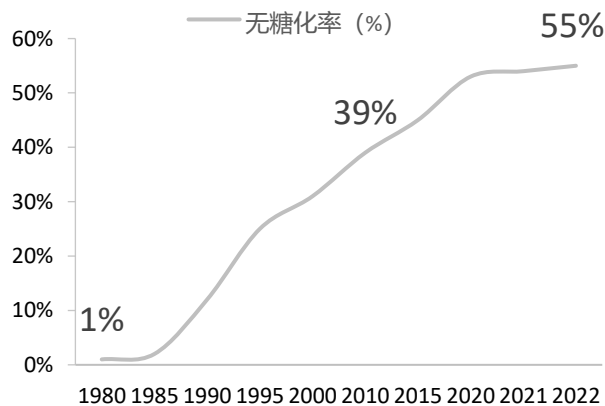
图表14：日本酒饮消费呈现低度化趋势



图表15：本酿造酱油占比持续提升 (%)



图表16：日本饮料无糖化率加速提升

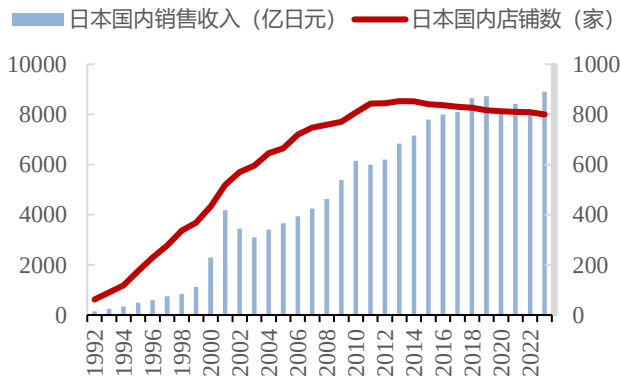


资料来源：三得利无酒精饮料报告，日本酱油协会，伊藤园，太平洋证券研究院整理

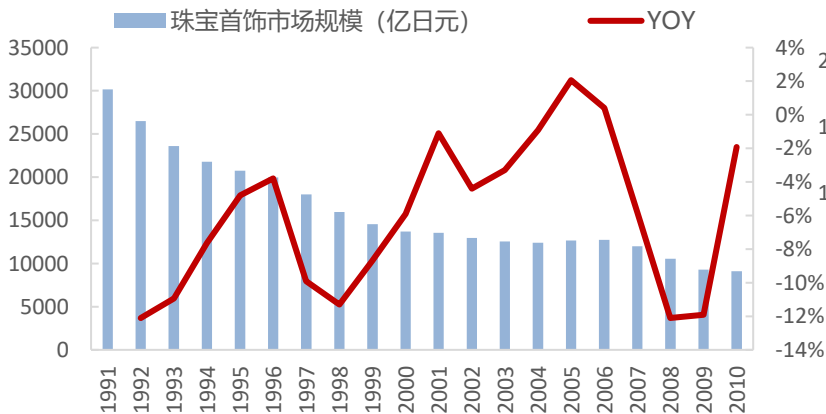
2.3.2 消费变迁：日本高端消费降速换挡，平价与大众类消费崛起

- ▶ **1990年后高端消费降速换挡。**日本珠宝首饰市场规模从1991年30150亿日元逐步下跌，91-20年CAGR为-12.46%，奢侈品消费同样放缓，90-96年人均GDP、高收入人群GDP降速换挡，奢侈品销售额CAGR为2.4%，进入低欲望的第四消费时代，96-11年奢侈品销售额CAGR下降至-4.9%，恢复至90年代前水平。
- ▶ **经济疲软期间消费仍有结构化机会，高性价比品牌崛起。**与之形成对比的是，高性价比品牌继续保持了可观的业绩增长，优衣库国内销售收入2010年的6151亿日元，92-10年CAGR高达21.9%，同期国内门店数增长至808家，增幅超过1200%。优衣库自97年上市至01年高点股价上涨17倍，虽此后股价有所回落但在07年后又重回2000元，高点突破5000元，相比上市股价翻了近30倍。

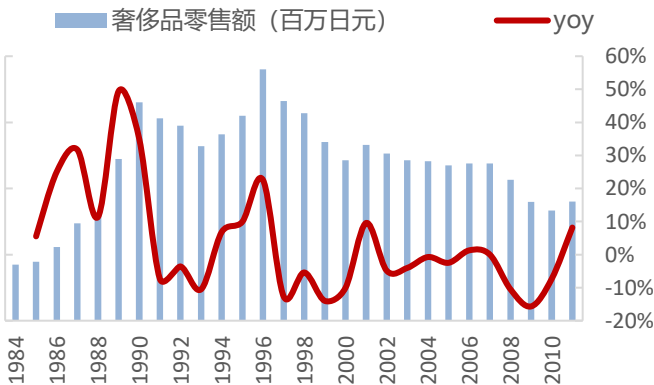
图表17：优衣库国内销售额和门店数快速增长



图表18：日本珠宝消费90年持续下行



图表19：1984-2011年日本奢侈品市场规模（百万日元）

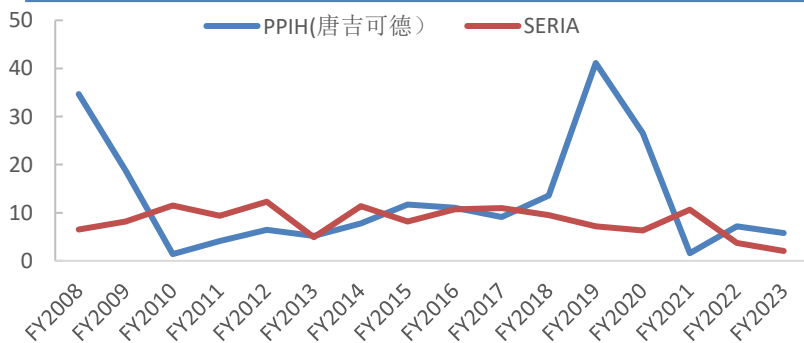


资料来源：迅销集团官网，欧睿，麦肯锡，太平洋证券研究院整理

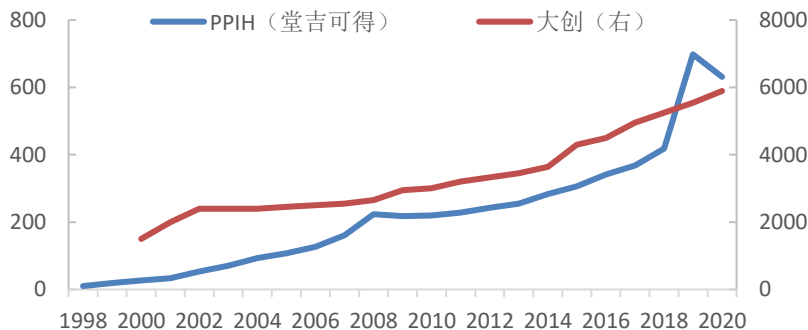
2.3.2 消费变迁：消费趋于理性化，折扣店业态及性价比品牌兴起

- **90年代经济泡沫后，百元店、折扣店等主打性价比的平价零售崛起：**百元店是指以每件100日元（折合人民币5-6元）的统一价格销售商品的零售店，产品覆盖加工食品、化妆品配件、厨房用品、日用品以及文具等多个品类，最初出现于1960年代的日本，却受益于经济泡沫破碎后人们对商品价格和性价比的追求，成为“衰退时代的成长行业”。1990s前后，折扣店唐吉可德和百元店Daiso（大创）、Seria、Watts、Cando先后成立，销售高性价比杂货的折扣店业态迅速普及。截至2012年，Daiso、Seria、Cando、Watts（Meets Silk）四大百元店公司总共拥有约5,500家商店，销售额约5,500亿日元，唐吉可德门店数从2000年的27家提升至2020年的631家，大创门店数从2000年的1500家提升至2020年的5892家，CAGR达7.1%。
- **大创：**1972-1999年受益消费降级，在日本国内快速扩张，截至1999年日本门店超过1000家，1997-2000年收入CAGR达61%；而借助东风，通过供应链精耕以及全球化发展，开店从00年的1500家至2020年的5892家，CAGR达5.6%，目前已覆盖28个国家和地区。
- **Seria：**日本第二大百元店，公司营业收入连续二十二年维持增长，从2001年的139亿日元提升至2021年的2007亿日元，CAGR达14.3%，2022-2023年受疫情影响增速有所放缓，2023年公司营业收入达2124亿日元，其日本国内门店数从2007年的838家增长至2023年的1961家，门店数仅次于龙头大创，单店收入稳步从2007年的7082万日元提升至2023年的10829亿元。

图表20：折扣店唐吉可德及百元店SERIA收入同比增速



图表21：折扣店唐吉可德及百元店大创历年店铺数量

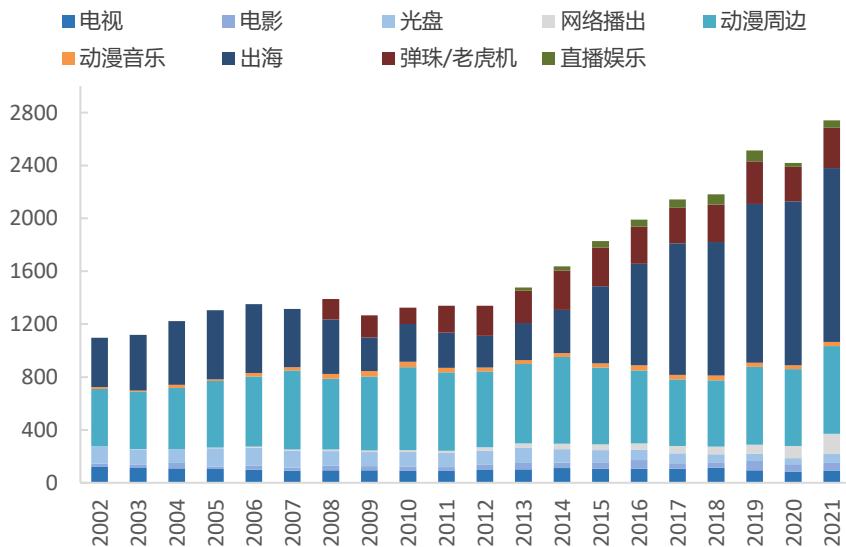


资料来源：Bloomberg，唐吉可德官网，Seria官网，大创官网，太平洋证券研究院整理

2.3.3 消费变迁：家庭小型化+单身比例增加，精神消费快速增长

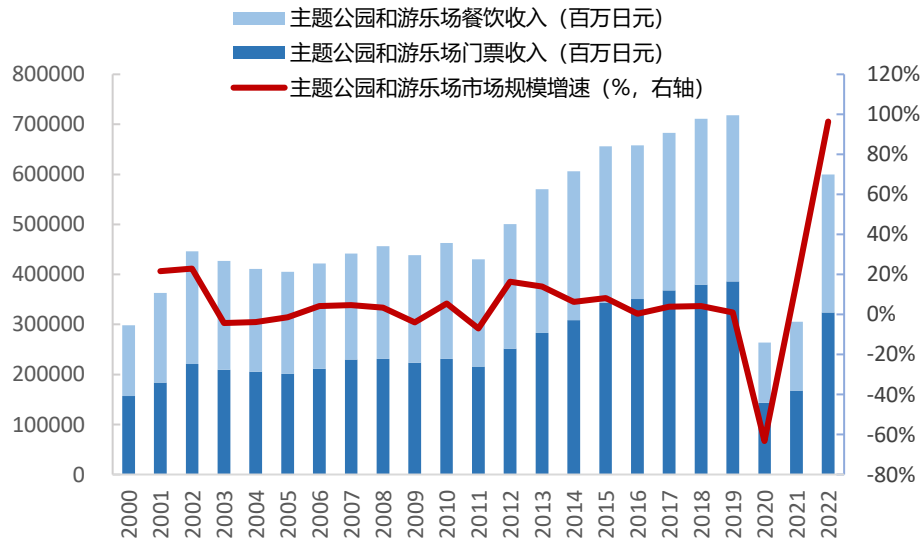
► **精神类消费增加，文娱类行业快速发展。**随着家庭小型化和单身人口比例提升，消费者更倾向于精神充实，而非单纯的物质满足，因此带动文娱类精神消费的快速增长。其中，单身群体的宅家偏好催生了宅经济的发展，而游戏机、动漫、扭蛋和盲盒等产品迅速成为了一种廉价但又能提供精神愉悦的消费方式。其中，满足闲暇时间放松需求的动漫行业迎来了快速的发展，市场规模从2002年的10978亿日元提升到2010年的13239亿日元，CAGR=2.38%。而适合家庭出游的主题公园和游乐场行业市场规模也从2000年的2985亿日元提升到2010年的4626亿日元，CAGR=4.48%。

图表22：日本动漫行业市场规模（单位：十亿日元）



资料来源：日本动画协会，日本经济产业省，太平洋证券研究院整理

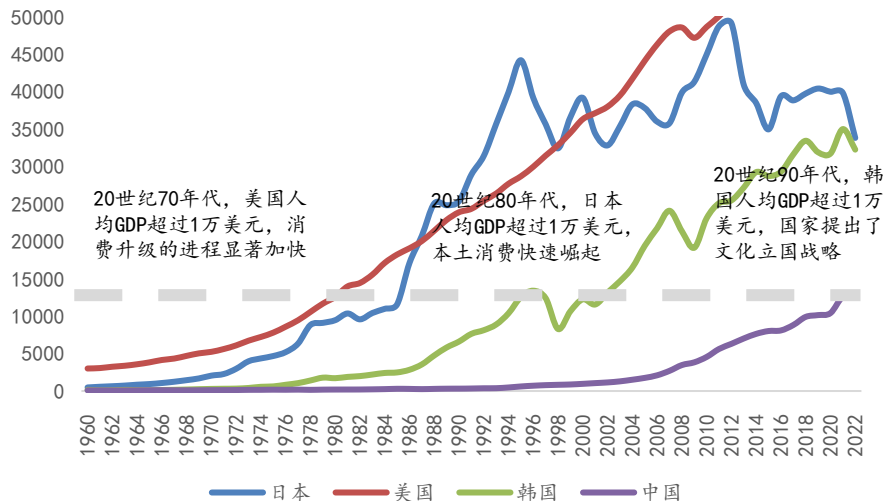
图表23：主题公园和游乐场市场规模（单位：百万日元）



2.3.4 消费变迁：消费本土意识兴起，国内品牌强势崛起

► **人均GDP超过1万美元后，国货消费开始崛起。**随着日本逐渐进入第四消费社会，居民消费表现出日本倾向和本土倾向，对舶来品的偏好降低，逐步摆脱了对欧美文化的崇拜。同样，随着国内生产水平和技术能力的提升，本土品牌更能把握消费趋势变化和国内消费者的偏好，从而逐步赢得市场份额。其中，日式快餐店、日式复合调味料、茶饮料等符合日本本土消费习惯的产品迎来了快速发展，本土品牌在美妆/零售/服装等行业中也实现了较快的份额提升。

图表24：人均GDP超过1万美元后，国货消费浪潮崛起



图表25：无印良品和优衣库顺应国潮消费趋势



资料来源：世界银行，无印良品官网，优衣库官网、太平洋证券研究院整理

03

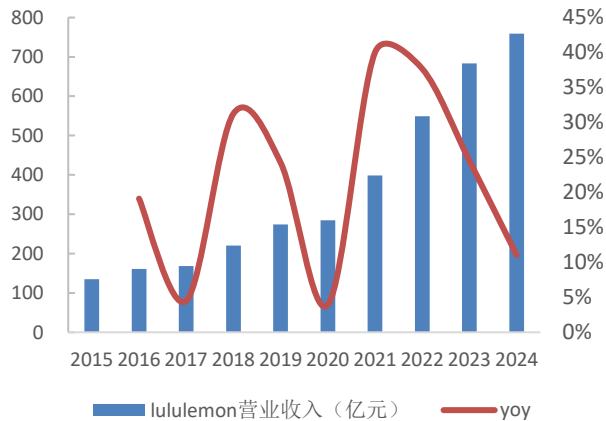
供给创新引领需求

3 消费分层和需求分化的时代，抓住真正未被满足的需求

➤ **什么才是真正的需求？**在当下中国消费总需求不足的情况下，消费品面临供给过剩和同质化严重的问题，而真正的需求恰恰是没有被满足到的细分需求。如lululemon精准把握年轻健身女性对于布料舒适和裁剪版型彰显运动美感的需求，理想汽车提供了多孩家庭用车过程中对于冰箱和彩电的多元化需求，运动饮料提供了健身运动大量出汗后补充多种维生素的需求，过去是需求决定供给，而未来将是供给创新决定需求。

➤ **什么才是真正的好产品？从无到有变成从有到好。**过去20多年中国经历了经济高速发展和居民生活水平快速提升的阶段，需求的爆发和供应链水平提升实现了从无到有的产品供给。当我们日常生活的基础需求被满足后，大家更加追求产品的品质、健康、创新和差异化，现在我们的产品需要迈入从有到好的阶段。山姆、胖东来的崛起也是凭借极致的选品俘获人心，我们看到传统大卖场和早期凭借收取条码费和入场费商业模式由于后续缺乏精心选品和提升购物体验逐步迈入衰退，2024年大卖场渠道下滑11.4%，已经连续4年下滑，2024年全国样本超市中关店数量达994家。山姆在满足中产阶级对于高品质、差异化创新和性价比的诉求，在全球供应链和新奇特战略的支持下2019年开始进入发展快车道，山姆零售额从2022年的660亿增长至2024年的1005亿，CAGR达23%，2024年胖东来规模增长58.5%至170亿元。

图表26: lululemon营收（亿元）和增速

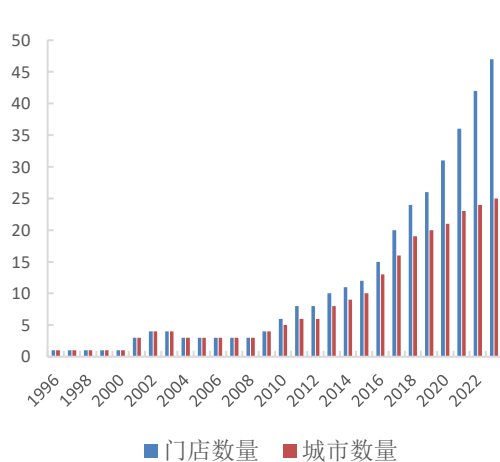


资料来源: ifnd, 太平洋证券研究院整理

图表27: 理想L9配备的冰箱彩电



图表28: 山姆中国门店数量



3.1 什么造就山姆的好产品--新奇特战略&采购遵从产品经理原则

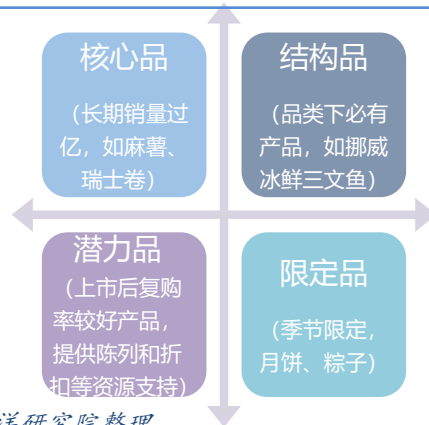
- **山姆的成功主要来自于精选的好产品，得益于新奇特战略的实行。**首先山姆根据深度的用户调查和大量的消费者需求研究，以产品经理视角进行选品，再优选头部供应商共同优化和设计产品，并且借助全球化供应链和采购优势，将产品品质、成本和价格上综合做到最优，山姆的产品有来自全球各地的优选产品、独创的差异化产品以及结合当地口味的本地化商品，遵循相同价格带内品质最优，或相同品质下单价最低的核心原则，通过高品质和高性价比获取产品在消费者心中的高价值感。山姆产品分为鲜食类、干货类、非食品类，分别占40%+、30%、30%。
- **深度用户调研和消费者洞察，基于产品经理视角选品。**首先我们来看山姆的选品，选品的成功采购功不可没，内部针对采购设置了支持部门，可以提供最前沿的行业趋势研究和消费者洞察数据调研，可以帮助采购进行调研，帮助其做决策前能深度了解消费者真实需求和喜好以及流行趋势。采购基于用户调研和市场研究后，找到消费者关注的核心要素和流行趋势，在多种要素中找到最优组合。通过需求来寻找优质头部供应商，后续和供应商共同改进优化产品。山姆在产品开发主要考虑生命周期和消费场景，完成产品概念设计后将通过山姆产品评审会，由CMO和内部四大部门进行评审，需要符合山姆内部选品对于独特性、品质和价格优势的要求，需得到内部人员全员认可才能通过。采购更多是基于产品经理视角，从消费者需求、产品生命周期、客户体验和预期销售等多方面需要进行大量的调研和思考。产品生产出来后需要进行内部试错、消费者盲测、小范围试卖等多个步骤，其中不断进行调研、评审、优化。山姆内部对于选品极为重视，每年均有年度、月度和周度的选品复盘和策略制定会议，年度制定品类策略和方向，每月选择最适合的季节性产品，周度对商品进行复盘。另外在采购人员选择上，优先选择拥有较强产品审美和见识过海外丰富高品质商品的人群。

图表29：山姆产品设计流程

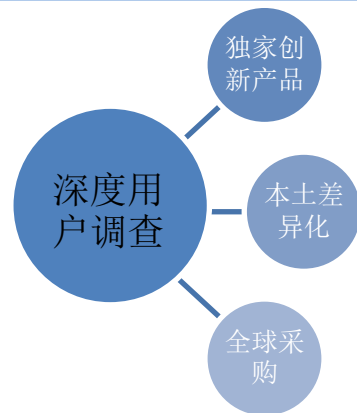
一款 Member's Mark 商品是如何开发设计的？



图表30：山姆四大产品



图表31：山姆产品优势



资料来源：新浪新闻，山姆官网、公开资料整理，太平洋研究院整理

3.1 什么造就山姆的好产品——自营和定制为主，差异化创新并重

■ **差异化创新，打造独创、高品质和性价比产品。**山姆通过三种方式打造产品的差异化和质价比：①寻找一些独家供应产品，追求差异化创新和更高品质，如牛奶为山姆专供。②当需求产品没有清晰行业标准或者外部供应链利润率过高，山姆会选择开发自有品牌，目前自有品牌占比30%，2022年销售额占40%。③精选标品差异化改良，通过大量采购拿到更优惠价格，如服装、家电等标品价格普遍低于商超和部分电商平台。山姆通过更优的品质，大包装高性价比打造众多爆款，比如瑞士卷、青柠汁、烤鸡、麻薯等。如山姆和恩喜村合作的瑞士卷，山姆要求将配方中植物奶油更换为动物奶油，并且要求不添加香精，传统小麦粉换成更干净的烘焙预拌粉，原材料品质好于同行，单片只需3.7元，瑞士卷一经推出立马成为爆款。山姆麻薯为专供产品，单只仅需1.24元，远低于大润发的1.49元和沃尔玛的1.6元。另外山姆会开发定制产品，如山姆要求霸蛮招牌牛肉米粉比京东和盒马等渠道增加四种配料包和牛肉的分量。

图表32：麻薯和瑞士卷配方对比

麻薯	山姆-原味麻薯 29.8元/24个	1.24元/个	鸡蛋液、水、植物油、白砂糖、小麦粉、乳粉、芝麻、食用盐、酿造酱油、食品添加剂（增稠剂150a、乳化剂471、着色剂160a、食用香精）
	盒马-原味麻薯 14.9元/12个	1.24元/个	麻薯面包预拌粉（羟丙基二淀粉磷酸酯、白砂糖、小麦粉、植物油、乳粉、食用盐、单双甘油脂肪酸酯）、水、全蛋液、食用油脂制品、植物油、黑芝麻、蛋黄液、酿造酱油、蔗糖酯脂肪酸酯
	麦德龙-黑芝麻麻薯 35.8元/24个	1.49元/个	麻薯面包预拌粉（羟丙基二淀粉磷酸酯、白砂糖、小麦粉、植物油、乳粉、食用盐、单双甘油脂肪酸酯）、水、全蛋液、食用油脂制品、植物油、黑芝麻、蛋黄液、酿造酱油、蔗糖酯脂肪酸酯
瑞士卷	山姆-原味伯爵瑞士卷 59.8元/12kg约16片	3.74元/片	鸡蛋、预拌粉（白砂糖、小麦粉、鸡蛋蛋白粉、食用盐、增稠剂、乳化剂、稳定剂）稀奶油、饮用水、大豆油、纯牛奶、复配乳化剂、牛乳风味固体饮料、干酪、白砂糖、防潮糖粉（食用葡萄糖、精炼植物油、增稠剂）、伯爵红茶加香调味茶、香草豆荚
	盒马-瑞士卷 （原味+伯爵红茶味） 26.9元/8片	3.36元/片	全蛋液、蛋糕预拌粉（小麦粉、白砂糖、淀粉、食用盐、鸡蛋蛋白粉、葡萄糖酸淀粉、单、双甘油脂肪酸酯、按甲基纤维素、黄原胶、柠檬酸、硬脂酰乳酸钠）、稀奶油、大豆油、水、蛋黄味油夹心、纯牛奶、干酪、卡仕达粉（白砂糖、乙氧化二淀粉磷酸酯、海藻酸钠、葡萄糖内酯、柠檬酸钠、双甘氨酸钠、乳粉、食用盐）、白砂糖、糖粉、食品添加剂、伯爵红茶、食用香精、防潮糖粉
	麦德龙-瑞士卷 （牛乳味+可可饼干味） 81.6元/16片	5.1元/片	全蛋液、蛋糕预拌粉（白砂糖、小麦粉、蛋白粉、食用盐、增稠剂、乳化剂、稳定剂、着色剂、食品用香精）、稀奶油、大豆油、水、纯牛奶、巧克力味可可豆酱（水、白砂糖、大豆油、全脂乳粉、可可粉、乳清蛋白粉、食用盐、增稠剂、食用香精、防腐剂、酸度调节剂、乳化剂、调味剂、白砂糖、大豆油、麦芽糖醇、全脂乳粉、单双甘油脂肪酸酯、海藻酸钠、葡萄糖内酯、柠檬酸钠、双甘氨酸钠、乳粉、食用盐）、白砂糖、糖粉、食品添加剂、可可饼干粉、卡仕达粉（白砂糖、增稠剂、稳定剂、着色剂、乳粉、食用盐）、白砂糖

资料来源：新浪新闻，公开资料整理，晚点制图、36氪、太平洋研究院整理

图表33：山姆爆款产品



图表34：山姆家电和电商价格对比

随机抽样 15 款山姆日化、数码、电器标品与三大电商的价格比较

商品名称	山姆	京东	天猫	拼多多
松下吹风机	129.9	179	149	129
快霸无油辣油 125ml	158	257.5	298	179
多芬空气保湿洗发水 480g	135	157	155	129
丝芙兰洁面乳 591ml	99	99	99	49
欧宝一级滤芯净水器	149	167.3	209	136.9
大疆 Osmo Pocket 2	2499	2499	2499	2299
绿联快充充电器 65w	129	129	129	111
雷蛇 R500pro 无线游戏鼠标	89	89	89	89.1
iPad Pro 2	1699	1799	1849	1599
华为 P60 256G	4788	4438	4888	4057
三星 T5 5寸 4K 智能电视	4999	6299	5599	5399
索尼 WH-1000XM4 降噪耳机	1999	2289	2299	1758
戴森 A407 循环风扇	2559	2999	2999	2568
小米全自动咖啡机	1199	1599	1599	1089
松下 NP-USW5K2 洗碗机	1399	1899	1898	1558

备注1：商品价格为随机抽取。

备注2：统计时间为2023.09.03，山姆数据来自山姆 App，京东、天猫、拼多多数据分别来自京东、天猫、拼多多官方旗舰店、拼多多官方旗舰店/百亿补贴专区。

资料来源：晚点公开资料整理

晚点

LATE POST

3.1 关注山姆链投资机会

- **山姆选品已成为行业风向标，关注差异化创新的强产品型公司。**山姆2024年销售额已达1000亿，在商超2.5万亿大盘中占比达4%，山姆计划至2030年门店数量突破100家，届时国内销售额预估将超过2000亿，届时将占商超大盘接近10%。当下山姆和胖东来已然成为国内产品的风向标，当下食品安全事件频发，消费者对食品安全、健康化、好的品质和差异化创新提出了更高的要求。未来仍会有很多机会来自于山姆产业链，对于极强产品力和善于创新研发但渠道力相对薄弱的企业一旦和山姆深度合作实现单品的爆发，对于企业而言是拓品类和流量外溢到其他渠道的红利。如山姆和满记甜品合作的杨枝甘露包装化甜品，带动满记24年新零售业务实现GMV2.4亿，同比+395%。未来山姆可能将先前小食、烘焙、甜点等餐饮已有品类实现包装化打造爆品。山姆当下对于国产品牌的合作意愿明显加强，近两年均和细分领域头部国内品牌逐步达成合作。同时山姆普遍单品体量较大，部分MM产品年销售额突破5亿，24年和有友合作的脱骨鸭掌半年销售额已经破亿，甘源前期合作的芥末味夏果曾年销售额突破2亿。我们积极关注山姆链投资机会，如有友、立高等，以及关注山姆后续有望入驻新品的公司。

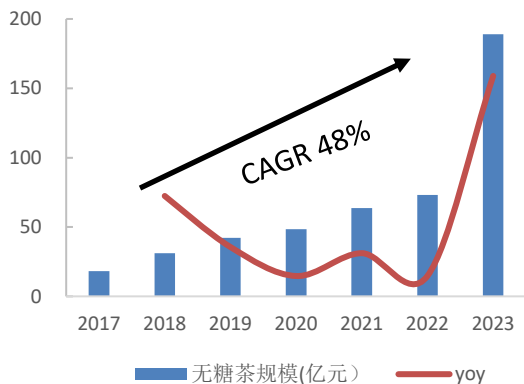
图表35：山姆链相关合作品牌情况

山姆链相关合作品牌情况		
山姆链相关上市公司	产品	入驻时间
盐津铺子	蛋皇无抗鹌鹑蛋	2024年6月
甘源食品	翡翠豆	2024年7月
	MM芥末味夏威夷果	2021年12月
有友食品	脱骨鸭掌	2024年7月
	轻享时光蔬菜包	2025年4月
好想你	灰枣	2024年
洽洽食品	葵珍瓜子	2023年
周黑鸭	卤料包	2025年3月
立高食品	麻薯	2021年
	杂粮奶酪包	2022年5月
	无花果乳酪面包	2025年1月
	奶油小方	2025年1月

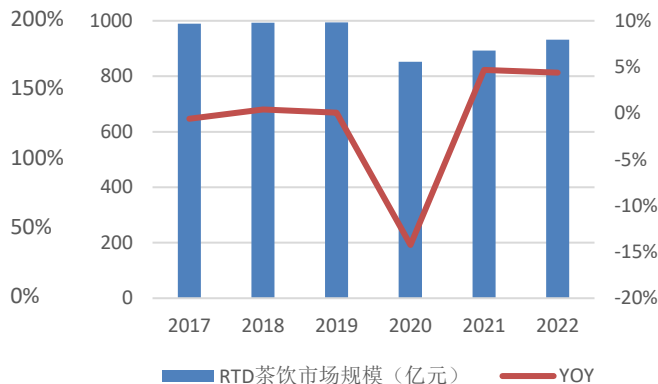
3.2 关注健康化趋势—无糖茶饮料的爆发

➤ 22年起无糖茶行业开始爆发，对标日本仍有3-5倍增长空间。日本自90年代后步入无糖饮料时代，无糖茶接力咖啡成为最快成长赛道，茶饮料市场规模从1985年的475亿日元增长至2000年的7965亿日元，CAGR约为20.7%，同期软饮料大盘规模CAGR约4.3%。2020年茶饮料成为日本第一大软饮品类，占软饮料比例从1985年的2.5%提升至2020年的26.0%，背后驱动为健康化老龄化趋势下对含糖饮料和瓶装水的替代。与日本人常年饮用绿茶的文化相似，中国茶文化深远悠久，长久的饮茶习惯以及丰富的茶底种类（传统六大茶类）为无糖茶饮发展打下基础。2017年起随着减糖概念兴起带动无糖茶行业进入快速发展期，2022年起行业开始爆发连续实现翻倍以上增长，2017年-2023年无糖茶行业规模从18亿增长至189亿元，6年规模增长超10倍，CAGR达48%，同期国内即饮茶大盘CAGR仅为-1%。对标日本，我国2024年即饮茶无糖化率为15%，较日本的85%仍有较大提升空间。未来我国即饮茶占比以及无糖化率有望向日本靠拢，中长期无糖茶市场规模或有3-5倍增长空间。

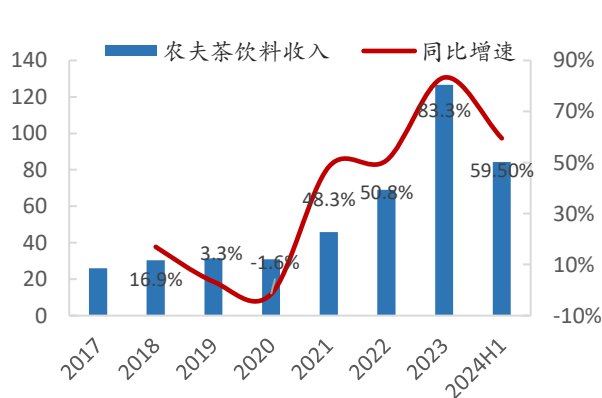
图表36：无糖茶行业规模（亿元）和增速



图表37：国内RTD茶饮市场规模（亿元）和增速



图表38：农夫茶饮料收入（亿元）和增速

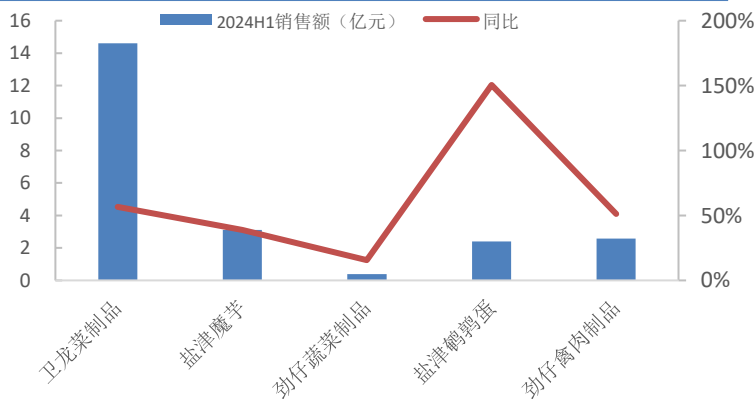


资料来源：FBIF，欧睿，魔镜市场情报，太平洋证券研究院整理

3.2 关注健康化趋势—辣味零食健康化的机会

▶ **辣味零食健康化趋势明显，魔芋、鹌鹑蛋中式创新品类增速亮眼。**近年来随着消费者对于健康功能要求逐步提升，低热量的魔芋和高蛋白的鹌鹑蛋成为零食新宠。鹌鹑蛋行业规模从22年的10亿成长至23年的30亿，增速为200%。魔芋零食由卫龙在14年推出，卫龙魔芋爽历经十年发展成为30+亿规模的大单品。2024年卫龙/盐津魔芋制品增速达50%/40%，最新月销分别为3亿和1.5亿左右，2024H1盐津/劲仔鹌鹑蛋增速为151%/51.1%(禽类制品)。公司持续推新进行口味和产品形态的创新，如盐津推出大魔王麻酱味素毛肚，大魔王在抖音上快速起量。劲仔推出七个博士溏心鹌鹑蛋等，盐津今年上新鹌鹑蛋零食子品牌“蛋皇”，2024Q3入驻山姆，渠道反馈终端月销售额超过2000万。有友推出无骨鸭掌新品，2024年7月进入山姆，月销突破2500万。

图表39：鹌鹑蛋和魔芋品类规模及其增速



资料来源： ，太平洋证券研究院整理

图表40：盐津鹌鹑蛋和卫龙魔芋爽



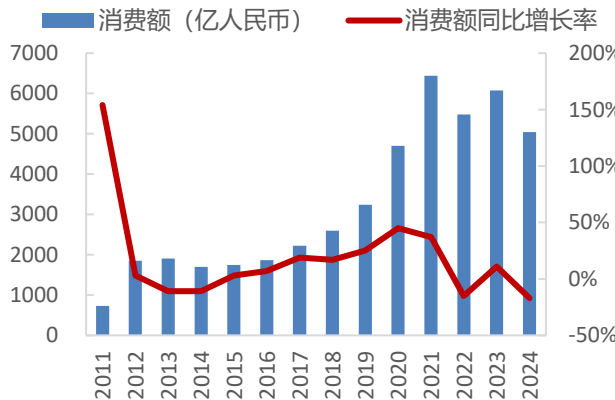
04

消费回归性价比

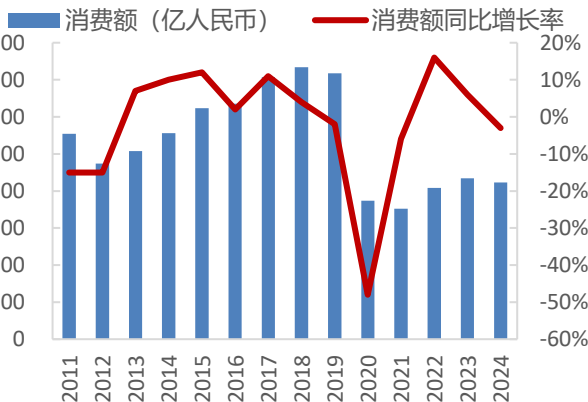
4 消费理念回归理性，质价比成为消费主流诉求

- **消费理念回归理性，为品牌高溢价买单意愿下降，奢侈品消费下滑。**近年来高端奢侈品行业规模明显降速，据要客研究院统计，2024年中国境内/境外奢侈品消费额分别为5044/4230亿元，19-24年全境奢侈品消费额CAGR为-2.3%。顶级高净值人群仍然选择购买稀缺、最贵的奢侈品，如爱马仕除日本外的亚洲市场录得了显著增长，大中华区Q4增速回升至9%。而中产阶级对奢侈品的消费趋于理性，中国年轻消费者的消费观念更加开放、包容，与其重金购买包包不如花在自己喜欢的生活方式、潮流文化上，从而导致整体奢侈品消费出现下滑，
- **产品回归品质本身，质价比成为主流诉求。**消费者也在追求质价比产品，终端渠道上软折扣、硬折扣零售涌现，包括万辰的好想来、零食很忙、好特卖、奥乐齐等折扣超市兴起，取代BC商超和KA卖场。保值与设计兼具的老铺黄金承接梵克雅宝和卡地亚的“消费降级”，设计高端、更具科技感的小米su7成为保时捷平替，食品中符合质价比趋势的包括东鹏饮料、蜜雪冰城，以及万辰集团、零食很忙等折扣渠道涌现带来的零食品类放量。

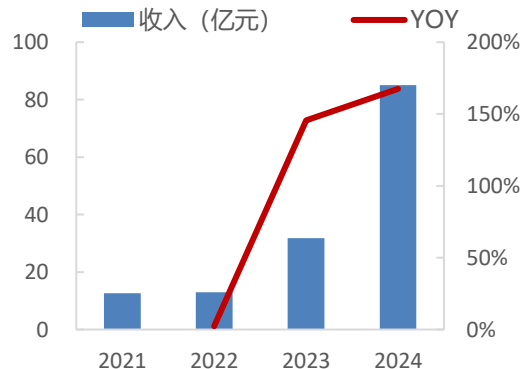
图表41：中国全球奢侈品境内消费额及增速



图表42：中国全球奢侈品境外消费额及增速



图表43：老铺黄金收入及增速表现

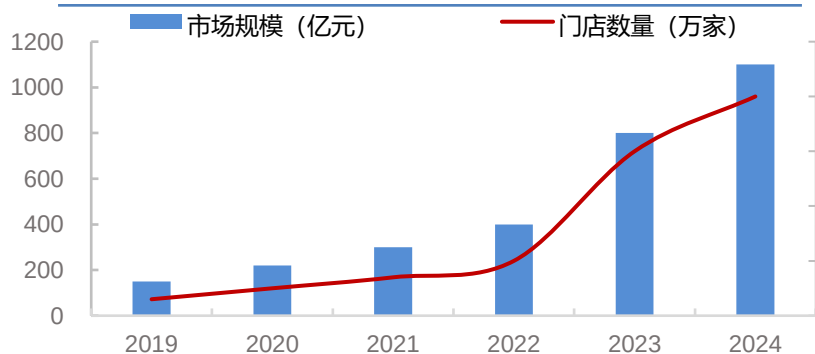


资料来源：要客研究院，老铺黄金公告，太平洋证券研究院整理

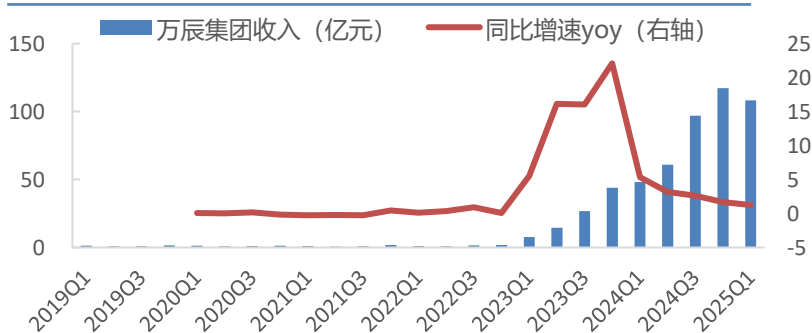
4.1 零食量贩快速崛起，以高效运营以及缩减渠道加价环节让利消费者

- **折扣店业态逐渐兴起，零食量贩加速扩张。**2011年以来系列以社区作为主要渠道的品牌，例如绝味食品、蜜雪冰城等在这一阶段开始加速扩张，同时大量品类从商超系统中独立出来，便利性、高效率、低价格推动垂直零售业态出现并快速扩张。目前头部零食量贩品牌包括零食很忙、零食有鸣、零食优选、赵一鸣等也多诞生于2011年后，并在2022年开始实现快速扩张，结合灼识咨询以及头部零食量贩官网统计，预计2024年零食量贩市场规模1100亿元，门店数量达4万家，19-24年CAGR分别为49%/68%。零食量贩多选择社区门店，租金成本不仅比商圈低30%-50%，且满足休闲食品“即时性、冲动性”消费需求，天然适配折扣业态的“便利+低价”模型。
- **万辰、零食很忙、好特卖疫后门店数量实现十倍以上扩张。**据鸣鸣很忙发布会信息，截至2025年2月公司门店数已超1.5万家，2024年完成销售额550亿元，门店数量相比22年初的1000家门店实现10倍数量扩张，公司发源于湖南，目前已覆盖湖南、湖北、广东、江西等二十余个省市地区，以南方市场为核心。万辰集团旗下包括好想来、来优品、老婆大人等品牌，2024年公司门店数达1.4万家，实现收入323亿元，门店数量相比22年的232家扩张数十倍，公司以华东及北方市场为大本营向全国扩张。软折扣代表好特卖成立于2020年，至2024年底全国门店突破900家，公司推出“超级仓”模式，通过仓储式折扣综合体整合全球3000+品牌尾货资源，单店面积近万平，全品类商品均价低于市场价60%-90%。

图表44：零食量贩行业规模及门店数量变化



图表45：2022-2024年万辰集团收入表现



资料来源：灼识咨询，零食很忙公众号，万辰集团公告，太平洋证券研究院整理

4.1 零食量贩渠道本质是效率革命，重塑休闲食品价值链

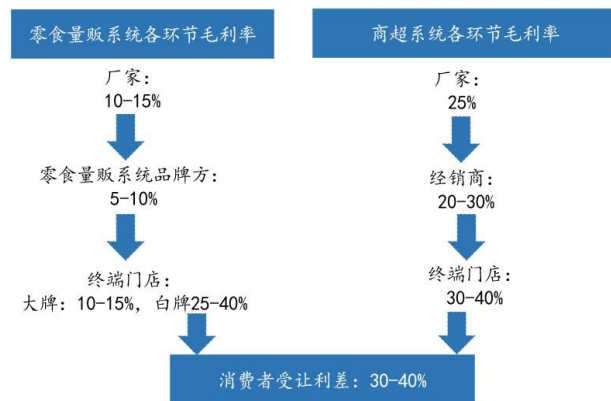
- **零食量贩打造极致效率，低价的同时提供良好的服务体验：**与商超相比，零食量贩渠道兼具低价和便利优势，与传统流通渠道相比，零食量贩渠道具备低价和门店管理优势，能够提供更多的休闲食品SKU和更好的购物体验。与便利店相比，由于不存在很多短保产品，损耗和管理难度相对较低，低价优势更加明显。零食量贩的产品售价相比市场透明价低20-30%，低价催生高周转，平均商品周转天数约15天，显著低于商超的40-50天。围绕低价高周转，零食量贩渠道在门店运营、渠道布局、供应链管理和价值链重构等方面修炼内功打造极致效率，最终在低价高周转的基础上跑通单店模型并实现快速复制扩张。
- **低价模式下，零食量贩重塑价值链：**零食量贩渠道上下游分别直接面向厂家和消费者，减少了中间环节，集中采购的规模效应凸显。从实际情况看，供应商、加盟商、品牌方、消费者各环节均有利可图，重新构筑了更具效率的价值链生态。以零食很忙的价值链各方环节为例，与其合作的大牌供应商能将费用率降低在个位数；白牌供应商虽毛利较低，但胜在规模效应；加盟门店毛利率分别在5-8%和20%左右，确保加盟单店模型跑通并有合理的投资回报周期；消费者受益利差甚至可高达30-40%。

图表46：各零食销售渠道同类产品价格对比

产品	零食有鸣	社区夫妻老婆店	沃尔玛	天猫	罗森便利店
红牛（250ml）	4.9	6	5.8	4.8	8.5
王老吉（310ml）	2.4	3	3.2	2.4	3.7
元气森林白桃味气泡水480ml	3.8	4.5	5.5	5.1	6
怡宝555ml/瓶	1.2	2	1.4	1.4	2
旺仔牛奶调制乳245ml/罐	4.2	5	5.7	5.5	7.2

资料来源：各品牌小程序，京东，天猫，渠道调研，太平洋证券研究院整理

图表47：商超VS零食量贩系统价值链分配



4.2 社会内卷+灵活就业人群增加带动能量饮料消费，东鹏饮料高性价比突围

- **功能性诉求以及工作效率要求的提升，能量饮料饮用人群扩张。**从国家统计局数据来看，我国就业人员周工作时间、工作强度呈现逐步上升趋势，加班、升学压力不断攀升。据人社部数据，中国灵活用工的劳动者超过了2亿人，其中全国外卖骑手人数1300万人，美团骑手以745万人占据首位，4年复合增速达17%，网约车平台注册司机总数已经超过1亿，据中国网约车分会统计，2023年网约车驾驶证件数相比2021年增长5倍，93.8%的专职网约车司机每天工作时长在8小时以上，其中，工作12小时及以上的专职网约车司机比例高达46.5%。同时2021年中国快递从业人员总数约490万。包括外卖骑手、网约车司机等在内的灵活就业岗位多需要倒夜班、高体力输出，契合能量饮料所能满足的提神充能特点，因此能量饮料的核心人群由过去的蓝领逐步向灵活就业人员、加班及升学压力较大的白领、学生人群扩张。
- **东鹏饮料：定位红牛半价平替，低线市场的性价比饮料。**公司500ml金瓶零售价为5元，相比红牛250ml金罐经典大单品单瓶便宜1元，但单瓶容量增加1倍。同时相比提神、补充体力的效果来看东鹏500ml金瓶会优于红牛250ml红罐，而能量饮料功能效果需求大于口感口味需求，大容量、高性价比、强功效的东鹏更能满足长时间工作的蓝领人群需求。公司瓶产品相比其他能量饮料品牌常用的金罐产品，包装原材料上成本更低，相比250ml金罐单位成本减少64%，同时公司目前已拥有十大生产基地，整体来看随规模效应的持续提升，公司单位成本逐步下行。2021-2024年公司收入从70亿增长至158亿，CAGR达31%。

图表48：中国能量饮料主要消费人群及消费场景逐步扩容



资料来源：Questmobile，天猫，太平洋证券研究院整理

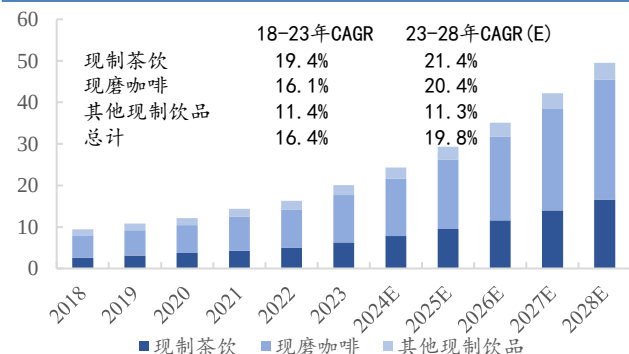
图表49：东鹏与其他品牌价格及产品内容物对比（单瓶含量）

	规格	价格	蓝帽子	牛磺酸	咖啡因	肌醇	精氨酸	烟酰胺	维生素	其他
红牛(维生素功能饮料)	250ml	5-6元	有	125mg	50mg	50mg	50mg	10mg	B6、B16	/
红牛(功能饮料牛磺酸版)	250ml	5-6元	有	925mg	32.5mg	42.5mg	40mg	8.8mg	B6、B16	/
红牛(安泰吉)	250ml	5元左右	有	375mg	37.5mg	20mg	/	7.5mg	B6	泛酸 1.5mg, 总皂苷 2.5mg
奥地利红牛	250ml	12元左右	有	800mg	40mg	40mg	/	7.8mg	B6、B16	泛酸 0.5mg
东鹏 500ML 金瓶	500ml	3.5-4元	有	250mg	100mg	100mg	100mg	/	B6、B16、PP	/
东鹏 250ML 金罐	250ml	4元左右	有	125mg	50mg	50mg	50mg	/	B6、B16、PP	/
体质能量(牛磺酸强化版)	420ml	4元左右	无	252mg	/	/	/	2.1mg	B1、B6、B16	泛酸 0.1mg, 速溶咖啡粉 5mg、人参 0.3mg、玛咖粉 0.3mg
乐虎	380ml	4元左右	有	684mg	45.6mg	34.2mg	197.6mg	24.7mg	B6、B16	/
战马	310ml	5-6元	有	124mg	/	/	/	1.5mg	B6、B16	速溶咖啡粉

4.3 平价现制茶饮领先行业增长，蜜雪冰城成为现制饮品的平价王者

- **茶饮行业平价产品增速领跑、下沉市场扩张加速是当前趋势。**根据灼识咨询预测，2024年现制茶饮市场规模达3127亿元，同比增长21.0%。按价格带划分，2023年10元以下平价现制饮品市场规模达1366亿元，同比增27.5%，高于中价现制饮品的26.6%以及高价现制饮品的13.1%。以蜜雪冰城为例，其客单价长期稳定在6-8元区间，但单店日均销量超600杯，2023年GMV同比增速达40%，“以价换量”逻辑持续验证，预计平价赛道将持续扩容，23-28年平价现制饮品市场规模CAGR将达22.2%，头部品牌通过“极致性价比+供应链复用”持续巩固优势。
- **蜜雪冰城：极致性价比定位，现制饮品的平价王者。**蜜雪冰城成立于1997年，截至2024年末公司门店数量达4.6万家，中国内地/内地以外门店数量分别为41584/4895家，同比净增8350/564家门店，公司全球市占率（按门店数）达19%，领先第二名约3倍。蜜雪冰城以“高质平价”为核心战略，聚焦大众消费市场，产品价格带集中于6-8元，以低价高周转获利。同时秉承“蜜雪冰城”的成功经验，公司于2017年推出“幸运咖”，致力于为消费者提供高质平价的咖啡饮品，核心产品价格均控制在5-10元之间。店型主要为面积20-30平方米的小型自提店，门店分布以河南为核心并持续向全国下沉市场扩张，截至2024年10月31日，全国门店突破4000家，其中河南门店突破1000家。2021-2024年公司收入从104亿增长至248亿，CAGR达34%。

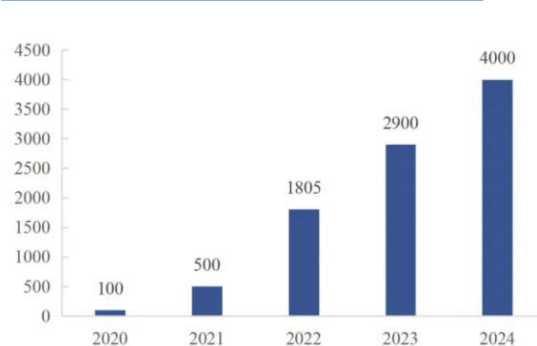
图表50：中国现制茶饮终端零售额（十亿元）



图表51：蜜雪冰城国内及海外门店分布



图表52：幸运咖门店数量及变化



资料来源：灼识咨询，国家统计局，国际货币基金组织，蜜雪冰城招股书，太平洋证券研究院整理

05

品牌出海大有可为

5 看好品牌出海的机会，背后是强大供应链的支撑和国力&文化的输出

- 东南亚相比中国较落后的制造业远为满足其日益增长的消费力，对外来品牌的接受度高。随着国力强大后，海外市场对于中国文化和品牌更为认可，同时在强大供应链的支持下产品具备较高性价比。我们主要看好出海东南亚市场的机会，东南亚大多数国家如越南、马来、柬埔寨等类似于15年前的中国，消费需求未被充分满足和挖掘，同时当地供应制造能力偏弱，需要中国优质和高性价比的产品输入。以饮料行业为例，东南亚主要国家的饮料龙头多为外来品牌，全球品牌占据市场主要份额，包括可口可乐、百事、雀巢等品牌，新加坡市场日本品牌的Pokka果汁市占率为14.8%，印尼市场法国品牌达能包装水市占率为18.3%，菲律宾市场美国品牌可口可乐碳酸饮料市占率为18.7%。
- 中国消费品已迈出东南亚出海第一步，典型代表包括蜜雪、名创优品、泡泡玛特。目前蜜雪冰城为东南亚门店规模最大的茶饮品牌，截至2024年海外门店数4895家，2024年前三季度印尼/越南门店数量达2667/1304家，占比海外门店56%/27%。2024年8月名创优品全球最大的MINISO LAND 在印尼雅加达开业。“买肯德基，逛名创优品”成为了当地的一个热点话题。截至2025年名创优品在泰国拥有门店57家，马来西亚26家，新加坡20家，印尼392家。2024年全年营收130.4亿元，同比增长106.9%，其中海外及港澳台业务贡献50.7亿元，同比暴增375.2%，占整体营收的38.9%。东南亚市场以24亿元营收、619%的增速成为泡泡玛特海外最大市场，贡献近半海外收入。

图表53：东南亚不同国家全渠道饮料品牌CR5

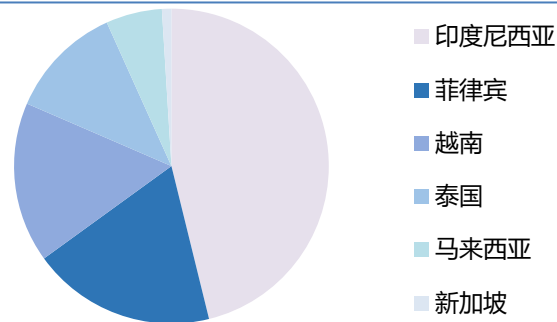
新加坡				马来西亚			
Pokka	14.8%	果汁	日本	100 Plus	11.7%	碳酸饮料	马来西亚
100 Plus	6.1%	碳酸饮料	马来西亚	可口可乐雪碧	9.3%	碳酸饮料	美国
F&N Ice Mountain	5.1%	碳酸饮料	马来西亚	Sea Master	6.9%	包装水	马来西亚
可口可乐零卡	5.1%	碳酸饮料	美国	Cactus	6.8%	碳酸饮料	美国
可口可乐	4.7%	碳酸饮料	美国	可口可乐	4.8%	碳酸饮料	美国
印尼				菲律宾			
达能Aqua	18.3%	包装水	法国	可口可乐	18.7%	碳酸饮料	美国
Le Minerale	8.5%	包装水	法国	Nature's Spring	10.9%	包装水	菲律宾
Vit	6.4%	柠檬茶	中国	Royal Tru-Orange	8.3%	碳酸饮料	菲律宾
Ale Ale	4.6%	碳酸饮料	英国	可口可乐雪碧	8.0%	碳酸饮料	美国
Teh Gelas	3.4%	红茶	印尼	百事Mountain Dew	7.7%	碳酸饮料	美国
泰国				越南			
Singha	11.9%	碳酸饮料	泰国	百事Aquafina	8.5%	包装水	美国
可口可乐	9.5%	碳酸饮料	美国	红牛	7.0%	能量饮料	泰国
Crystal	9.4%	速溶冲饮	美国	魔爪Twister	6.9%	能量饮料	美国
百事可乐	5.2%	碳酸饮料	美国	雀巢La Vie	5.8%	包装水	瑞士
雀巢	4.7%	/	瑞士	雀巢Number 1	4.8%	能量饮料	瑞士

资料来源：欧睿，太平洋证券研究院整理

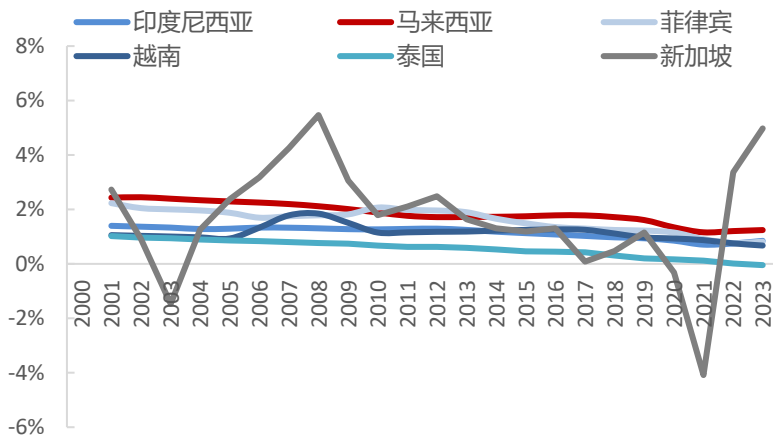
5.1 东南亚消费人群偏年轻化，处于消费升级阶段

■ 东南亚人口结构正处红利期，消费者平均年龄较年轻。东盟6国共计6.1亿人口，其中印尼、菲律宾、越南分别占总人口的46%/19%/17%。从各国总人口增速来看，印尼、马来西亚、菲律宾、越南、泰国、新加坡13-23年人口数量CAGR分别为1%/2%/1%/1%/持平/1%，人口总数呈现正增长趋势。年龄结构来看，印尼、菲律宾、越南、马来西亚的年龄中位数均在30岁左右，30岁以下人口分布占比分别为47%/55%/42%/43%。同时，东南亚有3000多万华裔群体，对国内品牌的认知度相对较高。

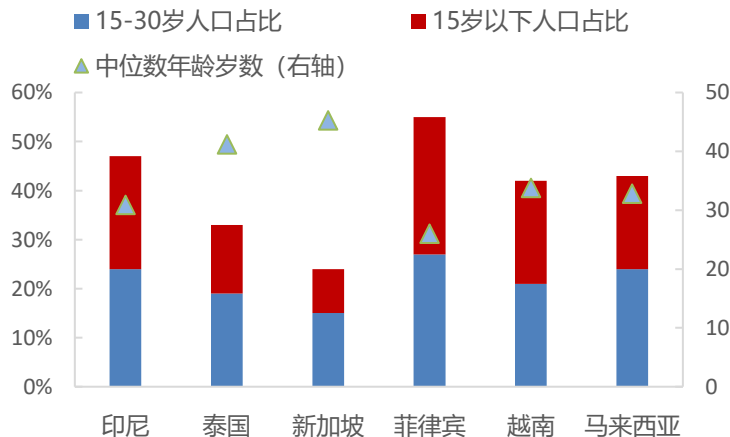
图表54：东盟主要国家人口占比结构



图表55：东盟主要国家人口增速



图表56：东盟主要国家零售规模对比

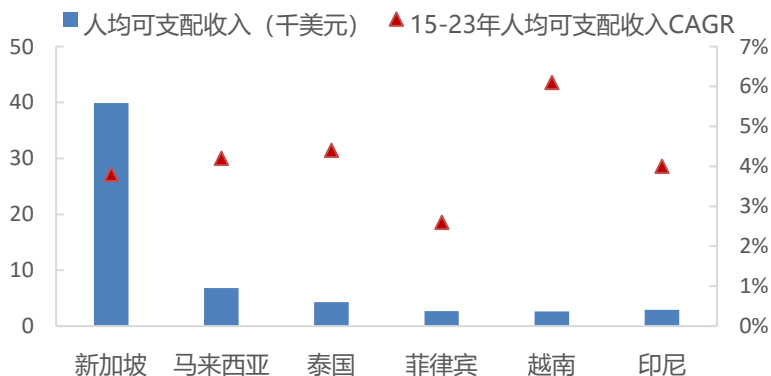


资料来源：ifind，太平洋证券研究院整理

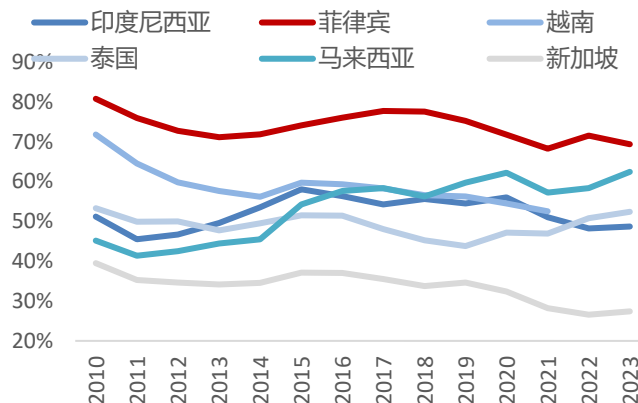
5.2 东南亚消费人群偏年轻化，处于消费升级阶段

■ 东盟各国人均可支配收入以及零售消费规模保持个位数增长，其中越南增长速度最快。1) 人均可支配收入：新加坡以4万美元的人均可支配收入，远领先于其他东南亚国家，其他5国人均可支配收入在2.5-7千美元左右，其中越南人均可支配收入增长最快，15-23年CAGR为6%，其余保持2%-4%左右复合增速。2) 人均消费：除新加坡以外其余5国人均家庭消费支出占GDP比例均在50%以上，其中印尼、马来西亚和泰国消费支出占比逐步提升。3) 零售规模：2023年东盟6国整体零售规模达6285亿美元，其中印尼由于人口数量较多，零售规模领先与其他东南亚国家；越南是近5年零售增长最快的东南亚国家，18-23年零售规模CGAR为5%，其余各国复合增速均在低个位数左右。

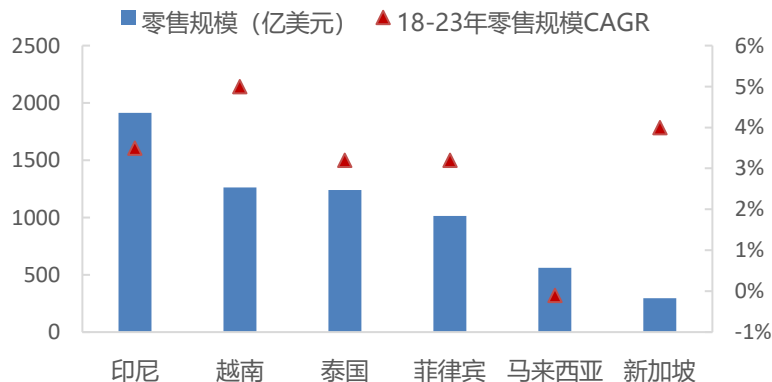
图表58：2023年东盟主要国家人均可支配收入对比



图表57：东盟国家人均家庭最终消费支出/GDP占比对比



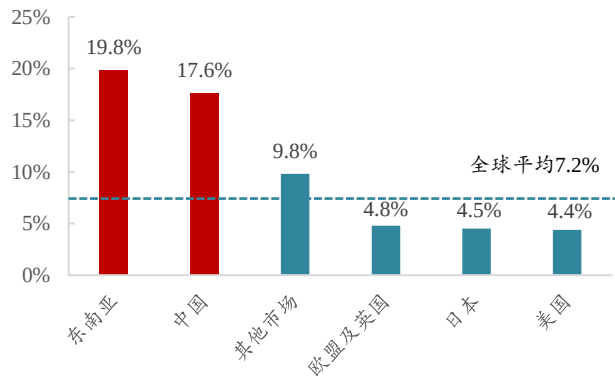
图表59：2023年东盟主要国家零售规模对比



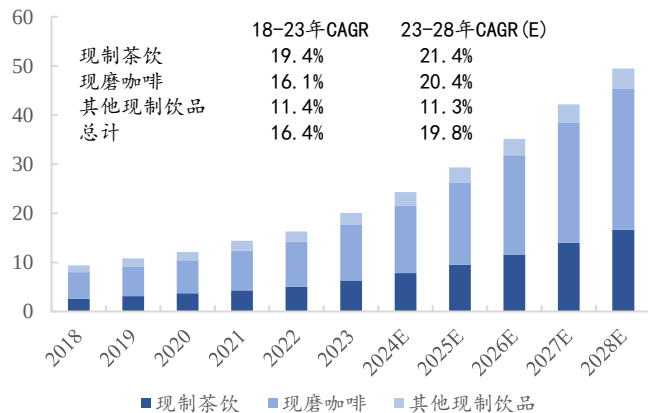
5.3 东南亚茶饮快速发展，增速领跑全球

► **东南亚现制饮品市场当前处于高速发展期，预计23-28年CAGR达19.8%，领先全球其他区域。**2023年东南亚现制饮品终端零售额达201亿美元，同比增长23.3%，其中现制茶饮/现制咖啡/其他现制饮品终端零售额分别达63/114/24亿美元，同比增长26.0%/23.9%/14.3%，现制茶饮处于快速增长阶段，预计2028年终端零售额将达166亿美元，23-28年CAGR达21.3%。核心驱动因素包括：1) 城市化与消费升级：东南亚城镇化率持续提升，人均可支配收入增长带动现制茶饮渗透率提升。2) 文化相似性：华人社群占比高（如新加坡、马来西亚），茶饮消费习惯与中国市场高度契合；3) 低连锁化率：当前东南亚现制茶饮连锁化率不足10%，远低于中国（约40%），增量空间显著。

图表60：全球现制饮品市场以终端零售额计的23-28（E）复合增长率



图表61：东南亚现制饮品市场以终端零售额计的市场规模



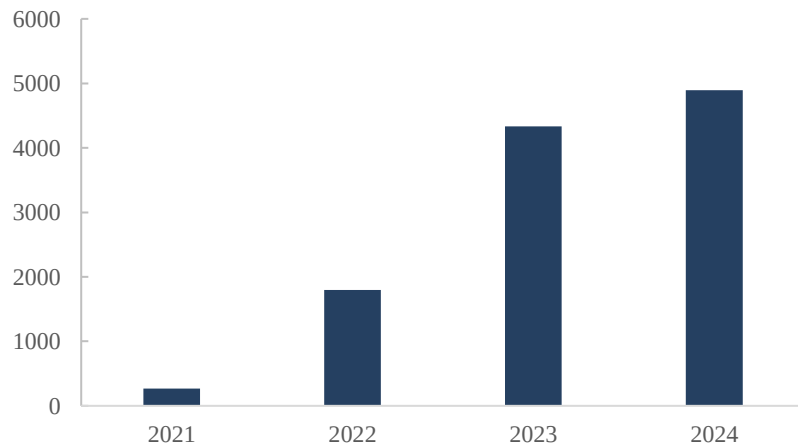
	18-23年CAGR	23-28年CAGR (E)
现制茶饮	19.4%	21.4%
现磨咖啡	16.1%	20.4%
其他现制饮品	11.4%	11.3%
总计	16.4%	19.8%

资料来源：蜜雪冰城招股说明书，灼识咨询，国家统计局，国际货币基金组织，太平洋证券研究院整理

5.4 蜜雪冰城发力海外市场，打造第二增长曲线

➤蜜雪冰城出海前景广阔，当前海外门店主要集中在印尼和越南。蜜雪冰城为东南亚门店规模最大的茶饮品牌，截至2024年海外门店数4895家，2022/2023/2024分别新增1794/4330/564家，海外因处于调整期24年开店数量较慢。从区域来看，公司当前聚焦印尼、越南等人口大国，实现“一城多店”覆盖，2024年前三季度印尼/越南门店数量达2667/1304家，占比海外门店56%/27%。我们根据人口密度测算东南亚开店空间较大，中性假设下东南亚门店数可达15723家，开店空间+230%，公司同时布局日韩澳等发达国家，海外空间广阔，有望成为公司第二增长曲线。

图表62：蜜雪冰城海外门店数（单位：家）



资料来源：蜜雪冰城招股说明书，太平洋证券

图表63：蜜雪冰城海外分地区门店数

地区	门店数 (家)
印尼	2667
越南	1304
马来西亚	337
泰国	272
菲律宾	98
柬埔寨	40
老挝	22
新加坡	22
澳大利亚	12
韩国	7
日本	5

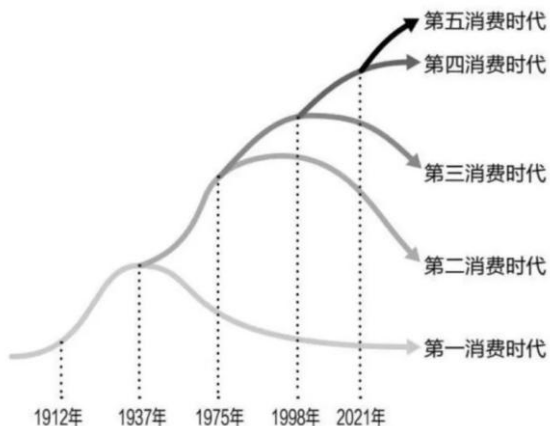
06

悦己型消费崛起

6 个性化时代下的悦己型消费，愿意为情绪价值买单

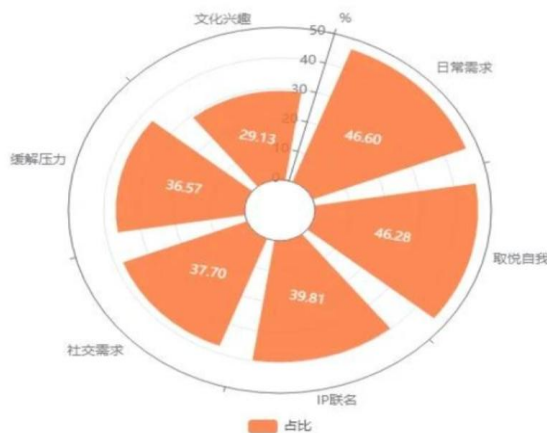
➤ 消费者倾向“悦己”型消费，从追求“物质富足”步入“精神满足”。中国消费市场正经历从“生存型”向“悦己型”的深刻转型，核心特征为消费者从满足基础需求转向追求情感价值与自我表达，类似于日本1975-2004年的第三消费时代。参考日本社会学家三浦展的理论，第三消费时代以个性化、差异化需求为核心，消费者从追求“物质富足”转向“精神满足”。在家电、汽车等基础消费品完成普及后，消费趋势从生活必需品的满足转向对自我认知和追求的投射，即所谓“悦己”。根据艾媒咨询发布的调研数据，46.28%的中国新青年以“取悦自我”为消费核心动机，64%的消费者更倾向精神消费，表明中国已进入类似阶段。2024年中国悦己消费规模突破4.5万亿，占居民消费比重达32%，同比+18%。悦己消费表彰的是小而美，更加垂类捕捉消费者真实需求和满足情绪价值的一类消费。

图表66：日本消费变迁



资料来源：《孤独社会》，太平洋证券

图表67：2024年中国新青年消费需求类型

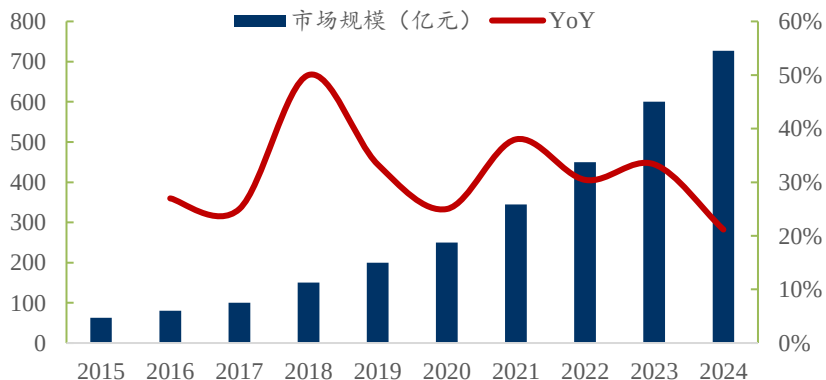


资料来源：艾媒咨询，太平洋证券

6 个性化时代下的悦己型消费，愿意为情绪价值买单

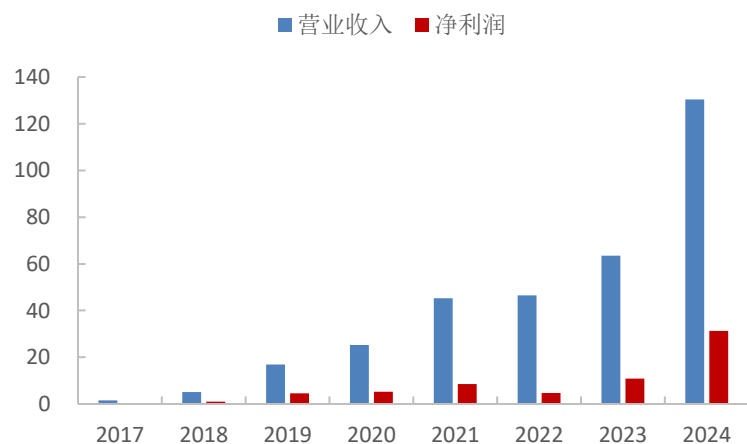
- **案例一：盲盒与潮玩：**潮玩通过IP故事、艺术设计成为用户的情感寄托，消费者愿意为IP联名、限量款、个性化设计支付溢价。2015-2023年我国潮玩市场规模从63亿元增长至600亿元，CAGR超过30%，预计2026年将突破1100亿元，2024-2026年CAGR约为20%。龙头泡泡玛特营收从2017年的1.6亿元增长至2024年的130.4亿元，CAGR达88%。此外2024年潮玩相关社交内容播放量增长超150%。
- **案例二：演唱会经济：**从“观看”到“参与”的体验升级，2024年中国演唱会票房达180亿元，同比增长35%，单场票房记录突破10亿元。
- **案例三：宠物经济：**从“功能性”到“情感陪伴”的升维，2024年中国宠物经济规模达3500亿元，2020-2024年CAGR达18%，其中宠物医疗、保险等高附加值服务占比提升至35%。

图表68：中国潮玩市场规模及变化情况



资料来源：前瞻产业研究院、《中国潮玩和动漫产业发展报告》，太平洋证券

图表69：泡泡玛特营收及利润情况（亿元）

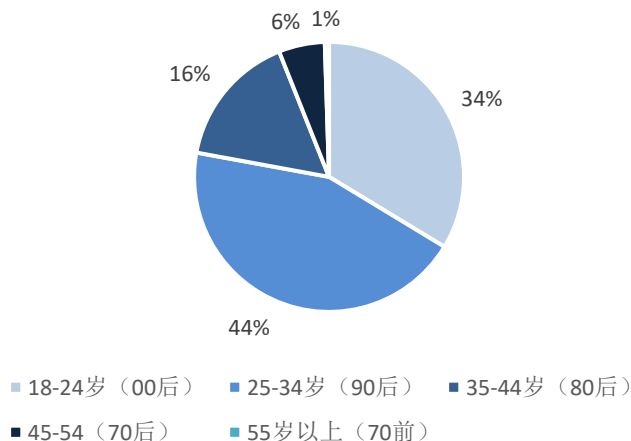


资料来源：，太平洋证券

6 个性化时代下的悦己型消费，愿意为情绪价值买单

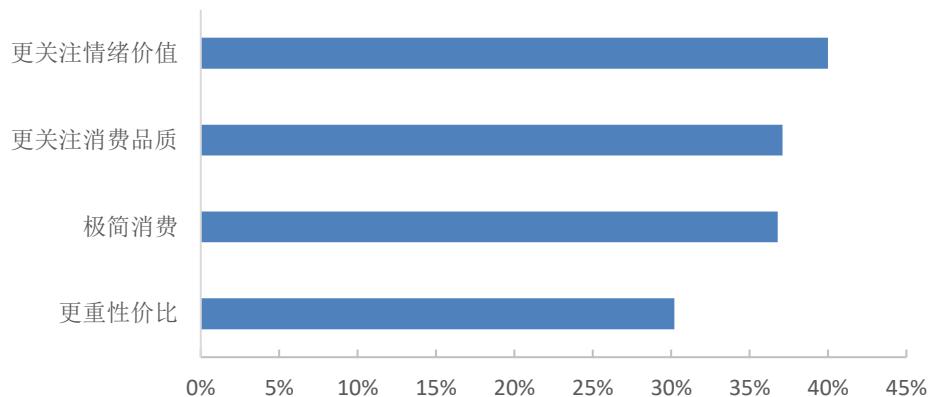
►从需求主体看，青年群体是情绪消费的主力。情绪消费中，18-34岁青年群体占比高达77.5%、显著超过其他年龄层。且该部分人群的消费偏好呈现明显的情绪价值导向，20-40岁人口在首饰手表、美容美发等其他用品及服务消费方面的支出意愿较高。相比之下，青年群体对质价比和性价比的重视度相对较低，2024年关注比重分别是37.1%、30.2%。

图表70：2024年情绪消费人群画像



资料来源：Just So Soul研究院，太平洋证券

图表71：2024年年轻人消费心态

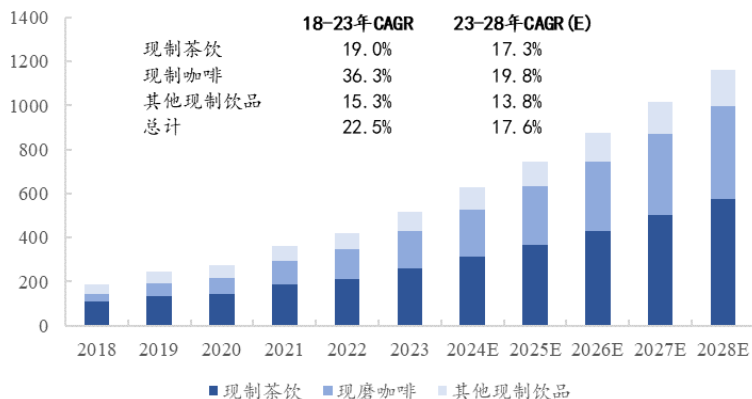


资料来源：，太平洋证券

6 个性化时代下的悦己型消费，愿意为情绪价值买单

- 探索食品饮料板块的悦己型消费——1、现制茶饮高速增长，目前处于成长期。2018-2023年现制茶饮行业规模CAGR达19.0%，预估2024年规模达3127亿元，同比增长21.0%，预估23-28年CAGR达17.3%，预计中国人均现制茶饮年消费量将从2023年的约11杯提升到2028年的约26杯，2028年市场规模将达5732亿元，23-28年CAGR达17.3%。
- 现饮行业叠加仪式感，情绪价值锁定悦己型消费者。目前市场的消费习惯正在向悦己型转变，消费者愿意为情绪和生活的仪式感买单，高颜值的照片分享与稀有的联名款都在为产品附加新价值。现饮行业如瑞幸咖啡从包装入手，精美设计吸引消费者打卡甚至收集不同的杯套、贴纸、纸袋。推出限量款产品给予用户稀缺感，吸引消费者尝鲜并放大获得感。周边产品提升品牌形象巩固核心用户，霸王茶姬通过演绎东方茶和戏曲文化，推出手机壳、手提包等爆款周边掀起热潮。

图表72：中国现制饮品以终端零售额计的市场规模（按品类划分，十亿元）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券

图片73：霸王茶姬周边产品



资料来源：太平洋证券

6 个性化时代下的悦己型消费，愿意为情绪价值买单

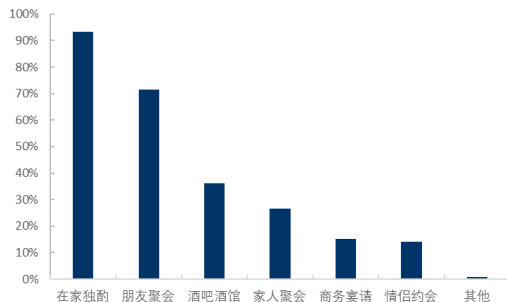
- **蜜雪冰城——全球现制饮品龙头。**蜜雪冰城于1997年创立于郑州，通过“极致性价比+供应链垂直整合+轻资产加盟”模式实现快速扩张，截至2024年公司全球门店数达46,479家，全球市占率（按门店数）达19%，成为全球门店规模最大的现制饮品企业。2021-2023年营收/归母净利润CAGR为40.1%/28.2%，业绩增长迅速主因门店快速扩张，2021-2023门店数量CAGR达37.0%。2024前三季度公司营收186.6亿元，同比增长21.2%，归母净利润达34.9亿元，同比增长45.2%。蜜雪冰城是顺应消费降级时代的平价小确幸，其投资价值核心在于门店商业模式稳定优秀、供应链壁垒和规模效应以及出海长期空间。
- **古茗——下沉市场平价奶茶之王。**古茗于2010年创立浙江大溪镇，是目前中国最大的平价现制茶饮品牌，门店数量超万家，凭借“属地深耕”策略稳健开店与供应链效率构建核心壁垒，单店模型健康且盈利能力突出。2021-2024年古茗营业收入分别为43.8/55.6/76.8/87.9亿元，CAGR达26.14%，归母净利润分别为0.2/3.8/10.5/14.8亿元，CAGR达319%。古茗40%生意来自乡镇深耕下沉市场，自建高效供应链用新鲜产品俘获消费者，产品研发上紧跟市场风口紧抓性价比，门店扩张采取小区域高占有策略，目前4个省份均市占第一（30-40%），加盟商体系稳固且忠诚。我们看好古茗未来中长期份额提高和利润率爬坡的投资逻辑。

6 个性化时代下的悦己型消费，愿意为情绪价值买单

➤探索食品饮料板块的悦己型消费——2、威士忌消费年轻化，中国市场潜力巨大。中国威士忌市场的消费群体呈现出明显的年轻化特征。数据显示35岁以下的消费者占比高达60%，其中25-29岁的消费者占比最高达到24%。这一消费群体具有较高的消费能力，月收入在9000元以上的消费者占比达到50.8%，对新事物的接受度和尝试意愿较强。同时威士忌饮用场景以独酌为主，强调悦己与放松。从消费趋势来看，年轻化、个性化将成为未来威士忌市场的主要发展方向，国产威士忌品牌通过结合中国传统文化与现代消费需求有望在这一趋势中脱颖而出。

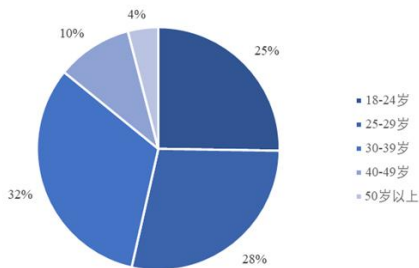
➤威士忌市场仍处于早期发展阶段，未来市场将继续增长。2022年中国内地威士忌进口额达到37.62亿元人民币，年复合增长率高达26.23%，成为进口额第二大的洋酒品类，中国消费者对威士忌的需求正在迅速上升，2018-2023年中国威士忌消费量增速超9%，市场销售额从2015年的80.04亿元增长至2023年的153.65亿元，CAGR达8.5%，从进口额来看，我国威士忌进口额2017-2023年从9.20亿元增至41.26亿元，CAGR为28.42%，在整进口体烈酒市场中处于较高水平。随着消费者教育的不断推进和消费文化的逐步形成，中国威士忌市场有望迎来更大的增长空间。

图表74： 中国威士忌饮用场景



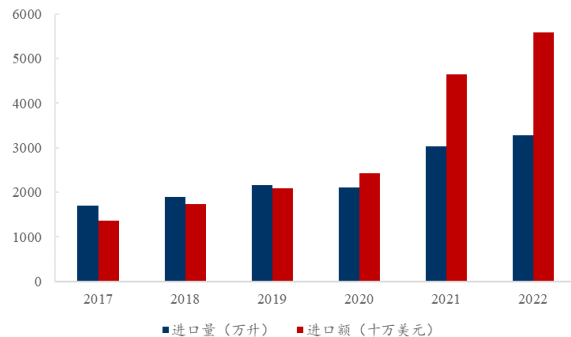
资料来源：百瓶，太平洋证券

图表75： 2023年中国威士忌消费人群年龄分布



资料来源：Fine Whisky，太平洋证券

图表76： 2017-2022中国威士忌进口情况



资料来源：百瓶，太平洋证券

6 个性化时代下的悦己型消费，愿意为情绪价值买单

► 百润股份——国内预调酒龙头布局威士忌。

- 1) 充足的产能支撑：公司自2016年开始筹备威士忌项目，并于2021年完成四川邛崃威士忌生产基地建设投产，规划包括伏特加、以及3.1万吨谷物类威士忌新酒、0.4万吨麦芽威士忌新酒产能。公司的邛崃蒸馏厂是目前国内威士忌产能最大、产品线最全的现代化蒸馏厂。
- 2) 单一麦芽+调和酒全覆盖，锚定不同消费人群与消费场景。2024年11月公司正式推出创世版产品——“邛崃”（单一麦芽）、“百利得”（调和），单瓶700ml定价399元，限量发售的1万瓶于当年12月全部售罄。并于2025年推出百利得“22”、“66”系列调和口粮酒，“22”系列500ml定价99元、700ml定价119元，“66”系列500ml定价219元，700ml定价259元。以流通渠道铺设为主，旨在满足大众市场的需求，打造高性价比的产品矩阵，覆盖多元化的消费场景，市场反馈较好。公司凭借原有的预调酒经销商渠道，以及在预调酒业务中积累的扎实基础，有望将威士忌业务打造为公司下一个收入增长点。

图表77：百润邛崃创世版产品



资料来源：邛崃蒸馏厂公众号，烈酒商业，太平洋证券研究院

图表78：百利得22、66系列单一调和威士忌产品



7 投资建议

► **投资建议：**推荐山姆链的投资机会，关注有友食品和立高食品。看好食品健康化的趋势，魔芋等健康辣味零食持续爆发，看好卫龙美味。长期看好功能饮料龙头东鹏饮料，凭借性价比突围，平台化能力凸显打造第二第三曲线，叠加出海打开长期空间。看好连锁龙头达势股份和古茗，未来成长空间广阔。啤酒建议关注燕京啤酒，U8成长势能充足，利润弹性逐步兑现。

代码	名称	最新评级	EPS				PE			股价 2025/5/28
			2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
605499	东鹏饮料	买入	6.4	8.75	11.27	13.49	36	28	23	311.47
603697	有友食品	买入	0.37	0.48	0.57	0.66	29	25	21	14.05
9985	卫龙美味	买入	0.46	0.56	0.73	0.86	25	19	16	15.10
300973	立高食品	买入	1.59	2.01	2.41	2.86	27	22	19	54.10
000729	燕京啤酒	增持	0.38	0.49	0.58	0.64	29	25	22	14.22
1364	古茗	增持	0.71	0.8	0.96	1.13	31	26	22	27.00
1405	达势	增持	0.42	0.7	1	1.48	124	87	59	94.9

风险提示

- 宏观经济不及预期；
- 出海政策不确定性；
- 消费信心不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。