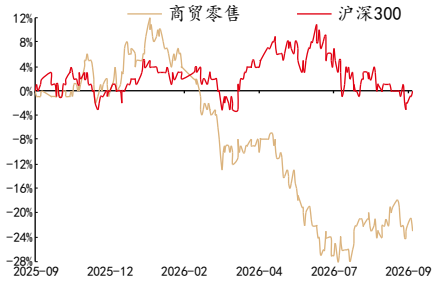
行业投资评级

强于大市 |维持

行业基本情况

收盘点位	1784.19
52 周最高	2584.65
52 周最低	1666.68

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师:李鑫鑫
SAC 登记编号:S1340525010006
Email:lixinxin@cnpsec.com

近期研究报告

《26 年 8 月社零数据如何？》 - 2026.09.18

消费复盘系列之一

东风西渐：中国消费品的国内崛起

● 投资要点

中国经济飞速发展，四十年实现了发达国家一百年甚至两百年的发展，与此同时，中国的消费也走出了与发达国家相似却不同的道路，我们撰写此专题对中国消费品进行复盘，以此挖掘中国消费当下及中长期的投资机会。

一、学徒年代：从计划到市场，中国消费的重启（1949-2002）

尽管一度站在全球消费市场之巅，近代以后中国的消费故事一度按下了暂停键。1949 年之后，中国用计划经济的方式重建了一套供给体系，凭借票证配给模式总体解决了人民的温饱问题。改革开放后计划体制松动，国有企业带着“保供给、稳物价、创汇、就业”的政治责任成为供给主体，中国迎来第一轮耐用品井喷。1992 年以后，社会主义市场经济体制确立，国内市场的消费需求全面爆发；纺织服装行业则借助国家政策的需求与改革开放的春风，打响了中国消费品出海的第一枪。

二、黄金时代：从量价齐升到消费升级，中国品牌的惊险一跃（2003-2022）

2003-2022 年这二十余年，中国消费完成了三次跃迁：入世十年解决了“量”的问题，靠 WTO、地产与基建的三重红利把耐用品普及到城乡每一个角落；2013-2017 年解决了“渠道”的问题，用互联网把商品与人重新连接；2018-2022 年解决了“品牌”的问题，让中国消费者第一次愿意为本土品牌的设计、品质与文化含义支付溢价。

三、新消费时代：后周期的 K 型分化（2022-至今）

伴随着房价见顶与疫情放开，中国经济进入了新常态，这一阶段互联网行业在经过整顿后重新焕发新的生机。国内消费市场整体呈现清晰的 K 型分化格局：一条向上是小额情绪、文化悦己类消费持续高景气，即便大宗耐用品、大额可选消费承压，该赛道依旧具备极强需求韧性；另一条向下是全民质价比共识成型，平价折扣、循环二手、刚需简餐赛道持续扩容，消费者主动剥离品牌、场景、营销附加溢价，回归商品核心使用价值。

这些新趋势出现在消费的各个行业里面，整体来看更多出现在食品饮料、美妆个护、社会服务、文化消费行业，而传统偏制造的轻工纺服和家电行业走向了国际化出海的道路。

● 投资建议

历经四十年的发展，中国消费品的一半以上的行业已进入成熟

期，那么站在当下，中国消费的机会在哪儿？我们认为有两个方向：

1）国内消费：目前渗透率不高、尚处于成长期阶段的子行业，未来将持续受益于居民收入的提升，如医美、酒店、餐饮等服务型消费行业。

2）消费出海：国内成熟的消费行业已具备出海的能力和条件，未来将持续受益于全球化的发展，如家电、纺织服装、轻工等。

● 投资标的

基于我们的分析及判断，我们中短期看好政策相关板块机会，中长期看好两类消费的长期机会，建议关注攻守兼备两类机会：

攻之新消费机会：潮玩、黄金珠宝、新茶饮等赛道建议积极关注，一方面符合当下消费个性化、悦己化等趋势，另一方面文化出海氛围正浓，赛道公司或从中受益。

相关标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品；古茗等。

守之顺周期赛道：若各种刺激消费政策继续推出，经济逐步迎来复苏，则白酒、餐酒旅等顺周期公司将迎来行情，以及受益于政策的服务消费公司也将迎来行情，建议积极关注。

相关标的：百胜中国；华住集团-S；携程集团-S、同程旅行等。

● 风险提示：

市场竞争加剧风险；全球形势超预期风险；政策超预期风险；相关公司业绩不及预期等。

目录

1 学徒年代：从计划到市场，中国消费的重启（1949-2002）.....6
1.1 计划经济：重工业优先与票证时代（1949-1977）.....6
1.2 计划松动：国有企业与第一次消费井喷（1978-1992）.....7
1.3 市场经济：民营经济与产能过剩（1993-2002）.....10
1.4 外资入华：消费市场培育与制造“家底”建设.....15
2 黄金时代：从量价齐升到消费升级，中国品牌的惊险一跃（2003-2022）.....16
2.1 量价齐升：WTO、地产与大基建的三重红利（2003-2012）.....16
2.2 渠道重构：万众创业的时代，互联网蓬勃发展（2013-2016）.....23
2.3 消费升级：电商模式变化与品牌重塑（2017-2022）.....28
3 新消费时代：后周期下的K型分化（2022-至今）.....37
4 投资建议.....45
5 风险提示.....46

图表目录

图表 1： 中国与主要经济体消费发展阶段对照时间轴 6
图表 2： 居民消费结构呈现“温饱型”特征 7
图表 3： 1978 年每百户耐用品拥有量较低 7
图表 4： 1980-1990 年代中国轻工业代表品牌 8
图表 5： 居民收入快速上行，经历物价冲击 9
图表 6： 上游化纤的技术突破为纺服产能扩张奠定基础 10
图表 7： 1990 年代社会消费品总额高增 11
图表 8： 1998 年私营经济占零售大头 11
图表 9： 城镇居民“三大件”拥有量 12
图表 10： 1990-2000 年中国自行车行业产量 13
图表 11： 1990 年代 VCD 广告 14
图表 12： 1996 年黑电行业由盛转衰 14
图表 13： 1990 年代家电产量爆发 15
图表 14： 外资品牌入华的关键节点与输入路径 15
图表 15： 外资入华留下的三类“家底”为中国制造坚定了坚实基础 16
图表 16： 入世红利：关税下降、出口十年扩张 8 倍 17
图表 17： 交通基建高速发展 18
图表 18： 快递业务随基建扩张而放量 18
图表 19： 消费能力和市场容量同步提升 18
图表 20： 成衣消费需求增加 18
图表 21： 多品类品牌的全球化（2011） 19
图表 22： 地产后周期在不同行业的传导时序不同 20
图表 23： 商品房销售面积与城镇化率同步上升 20
图表 24： 城市与农村空调拥有量快速抬升 21
图表 25： 家电下乡推动农村耐用品快速补齐 21
图表 26： 白酒量价齐升 22
图表 27： 2007-2012 年投资额高增 22
图表 28： 利乐无菌包装示意图 23
图表 29： 伊利和蒙牛迅速做大 23
图表 30： 国家颁发系列政策以实现房地产去库存 24
图表 31： 天猫“双 11”当日成交额逐年攀升 24
图表 32： 互联网成为零售的重要渠道 24
图表 33： 货架电商渠道中标准消费品的特征 25
图表 34： 棚改货币化带来大量需求 26
图表 35： 定制家居龙头收入高增 26

图表 36：乳制品行业升级趋势明确，高端白奶与常温酸奶市场规模不断扩大 27
图表 37：酱油功能不断细分，产品高端化升级 28
图表 38：居民消费能力持续提升 28
图表 39：直播电商规模与行业渗透率同增 29
图表 40：第一批“线上原生品牌”诞生 29
图表 41：互联网行业流量分化权力的四次转移 30
图表 42：电商推动食品饮料消费渠道扩容 31
图表 43：居民收入与吃类网零保持增长 31
图表 44：白酒行业“量增价减” 31
图表 45：次高端白酒规模扩容 31
图表 46：休闲零食品类多元化 33
图表 47：电商平台成为零食消费的重要渠道 33
图表 48：美护行业发展初期势头充足 34
图表 49：功能性护肤产品需求高增 34
图表 50：餐饮连锁化率变化 35
图表 51：酒店连锁化率变化 35
图表 52：李宁带动“国潮”风尚 36
图表 53：“国潮”热度高增 36
图表 54：社消零售总额突破 50 万亿元 38
图表 55：疫情后居民存款余额逐年增加 38
图表 56：零食量贩门店数量高增 39
图表 57：零食量贩市占率 39
图表 58：新式奶茶客单价排行（单位：元） 40
图表 59：新式奶茶门店数量对比 40
图表 60：喜茶内蒙古限定流行后全国发售 41
图表 61：喜茶上海限定 41
图表 62：C 端预制菜市场规模（单位：亿元） 42
图表 63：海底捞北京昌平首家社区店 42
图表 64：Labubu 获授“神奇泰国体验官” 43
图表 65：Labubu 限定系列 43
图表 66：古法黄金特殊工艺 44
图表 67：曼卡龙方回春堂草本系列金饰 44
图表 68：中国消费历程梳理 45

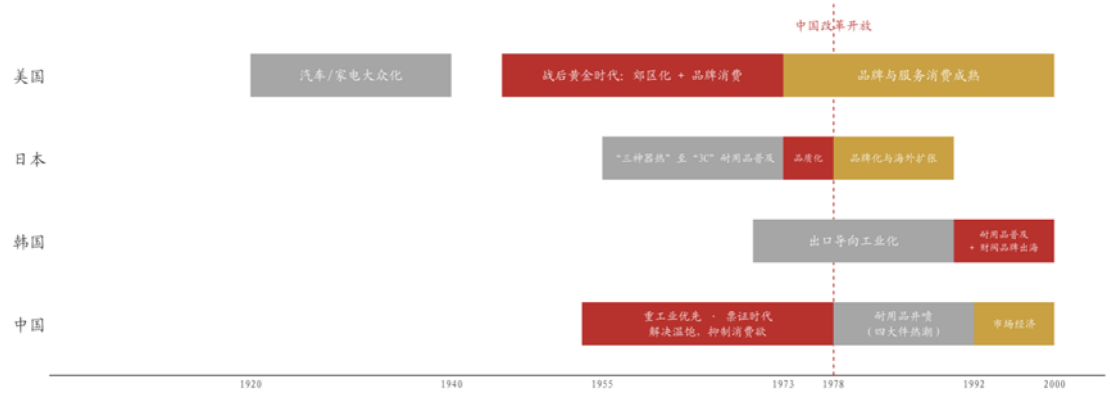
1 学徒年代：从计划到市场，中国消费的重启（1949-2002）

尽管一度站在全球消费市场之巅，近代以后中国的消费故事一度按下了暂停键。1949 年之后，中国用计划经济的方式重建了一套供给体系，凭借票证配给模式总体解决了人民的温饱问题。改革开放后计划体制松动，国有企业带着"保供给、稳物价、创汇、就业"的政治责任成为供给主体，中国迎来第一轮耐用品井喷。1992 年以后，社会主义市场经济体制确立，国内市场的消费需求全面爆发；纺织服装行业则借助国家政策的需求与改革开放的春风，打响了中国消费品出海的第一枪。

1.1 计划经济：重工业优先与票证时代（1949-1977）

大部分经济体的消费发展总体符合"温饱解决→耐用品普及→品牌与服务消费"的历程，而中国走的是一条折叠路径。1949 至 1978 年间，中国事实上以非市场化的方式基本解决了温饱问题，与此同时耐用品的需求则被完全压抑。

图表1：中国与主要经济体消费发展阶段对照时间轴



资料来源：中邮证券研究所整理

建国伊始，中国便开启了工业化进程，借鉴苏联经验优先发展重工业。从"一五"时期的 156 项重点工程开始，各种资源被系统性地导向钢铁、机械、化工、能源等生产资料部门。消费品工业从未被放进优先序列，它既缺原料配额，也缺技改投资、外汇额度和运力保障。这种"重重工业、轻轻工业"的结构，虽然在短时间内推动了重工业的高速发展，但也导致了轻重失衡。

与重工业优先战略配套的，是一整套统购统销与票证配给制度。1953 年国家对粮食实行统购统销，1955 年全国粮票正式启用，此后布票、油票、肉票、糖

票、工业券层层叠加，覆盖了从主副食到交通工具、生活用品的几乎全部消费领域。票证制度的推行目的是在总量严重不足的条件下，用行政手段替代价格来完成分配；这一制度实现了基本生存资料相对均等的分配，在人均收入极低、总供给极紧的条件下，避免了大面积的绝对贫困与结构性饥荒的长期化。

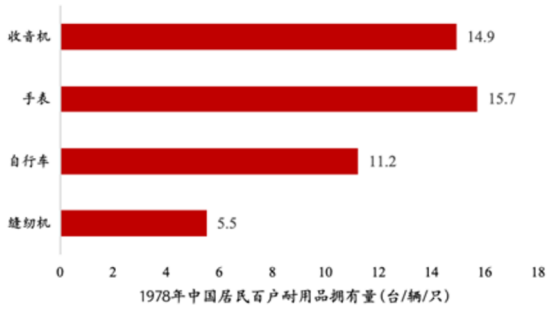
到 1978 年，中国居民的消费结构呈现出鲜明的"温饱型"特征，恩格尔系数高达 60%，即城乡家庭六成左右的支出用于食品，而耐用消费品的保有水平几乎为零。全国居民每百户缝纫机、自行车、手表、收音机的拥有量分别只有 5.5 台、11.2 辆、15.7 只和 14.9 台，电视机、电冰箱、洗衣机的百户拥有量则不足 1 台。

图表2：居民消费结构呈现"温饱型"特征



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图表3：1978 年每百户耐用品拥有量较低



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

1.2 计划松动：国有企业与第一次消费井喷（1978-1992）

1978 年改革开放的闸门打开时，中国面对的不是一个需要从头培育的初级市场，而是一个温饱已经解决、耐用品需求却被积压了整整三十年的高压罐。与此同时，供给端由于政策的放宽，轻工业为主的消费品企业进入蓬勃发展期。

供给端：轻工业黄金期。1979 年 9 月的全国计划会议对轻工业提出"六个优先"，即原材料燃料电力供应、革新改造、基本建设、银行贷款、外汇及技术引进、交通运输六个方面一律优先，轻工业由此进入了它的第一个黄金期。1984 年王石、张瑞敏、柳传志等人投身第一次下海经商浪潮，万科、海尔、联想的前身接连成立，任正非也在这一年离开了部队，复员转业南下深圳，因此这一年也被称为"企业家元年"。

需求端：积压的需求伴随着收入的增长。家庭联产承包责任制释放了农民的积极性，收入快速上涨；为提高企业和职工的积极性，政府增发了工资、奖金和

补贴，促使社会购买力快速增长。农村居民家庭人均纯收入在 6 年间增长 1.7 倍，城镇居民人均可支配收入年均增长 11.3%。

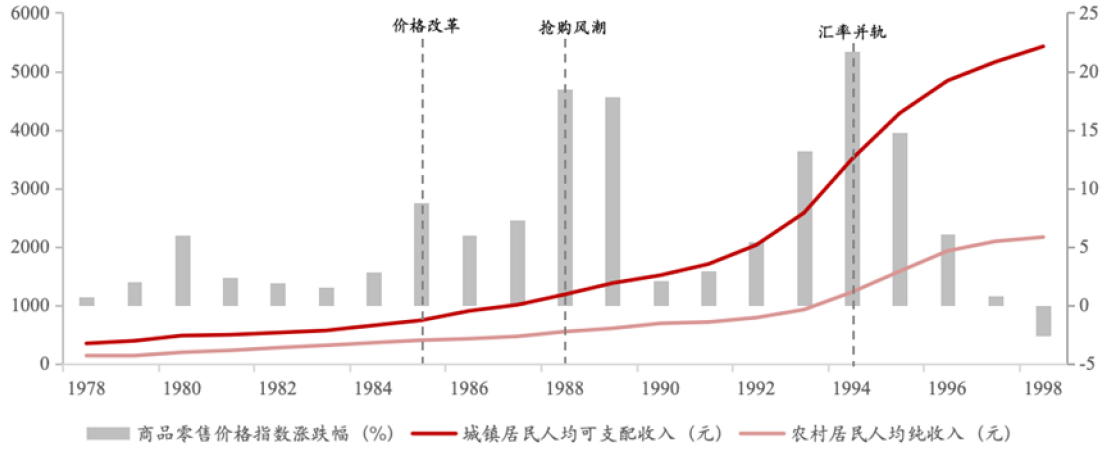
图表4：1980-1990 年代中国轻工业代表品牌

品类	代表品牌	所在地	初始所有制形态	备注
自行车	永久、凤凰	上海	地方国营	"凤永飞"分别达到日产销万辆规模
自行车	飞鸽	天津	地方国营	1987 年年产 368 万辆，居世界单厂首位
缝纫机	蝴蝶、蜜蜂	上海	地方国营	"四大件"核心品类
手表	上海牌、海鸥	上海、天津	地方国营	国产机械表工业起点
电视	牡丹、金星、熊猫	北京、上海、南京	地方国营	1990 年代价格战中大面积退出
电视	长虹	四川绵阳	国营军工转民	1996 年价格战主导者
电视	康佳、TCL	深圳、惠州	合资 / 地方国有	沿海新兴力量
冰箱 / 洗衣机	万宝、雪花、香雪海	广州、北京、苏州	地方国营	1980 年代引进生产线的主力
冰箱 / 洗衣机	海尔（琴岛 - 利勃海尔）、容声	青岛、顺德	集体 / 乡镇企业	后成为白电龙头
日化	美加净、中华牙膏	上海	地方国营	1990 年前后先后合资
日化	熊猫、活力 28	北京、湖北沙市	地方国营	洗涤剂"南白猫、北熊猫"
食品饮料	健力宝、娃哈哈、椰树	三水、杭州、海口	县办 / 校办 / 国营	体制外增量的早期样本
白酒	茅台、五粮液、汾酒、泸州老窖、剑南春	贵州、四川、山西	地方国营	1988 年名酒价格放开受益者
纺织服装	上海纺织系统、雅戈尔、杉杉	上海、宁波	国营 / 乡镇企业	后转为出口与代工主力

资料来源：中邮证券研究所整理

需求快速爆发的同时，消费品的供给主体却仍以国有和集体企业为绝对主导，这就造成了中国消费当时呈现典型的卖方市场，轻工品、食品、日化、家电全都处在供不应求的状态。随着居民收入水平和消费意愿的水涨船高，供不应求的情况愈发严重；国家因此调高了多种产品的价格，1980 年商品零售价格上涨率达 6%，1984 年价格改革全面推行，这也意味着往日稀缺的制品开始走向大众化。

图表5：居民收入快速上行，经历物价冲击



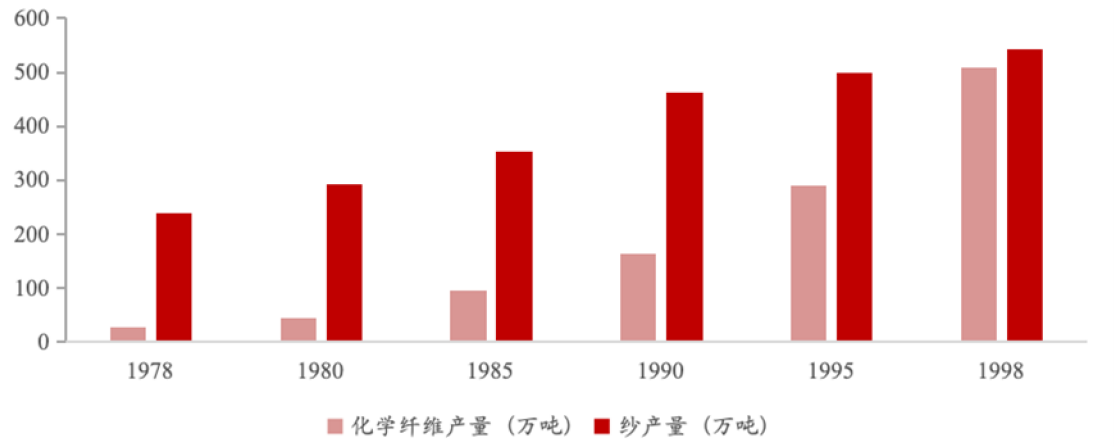
资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

这一时期的典型代表行业是轻工纺织和家电行业。一方面自行车、缝纫机、手表、收音机这"四大件"开始进入寻常农家；另一方面随着下海潮的出现，家电行业逐步萌芽，城市中掀起了家用电器的第一波普及潮，彩电、冰箱、洗衣机这"三大件"成了每个家庭梦寐以求的目标。

（1）轻工纺织行业：蓬勃发展

作为轻工业的典型，纺织服装行业在这一时期取得了亮眼成绩。1972 年国务院引进“四套大化纤”项目后，涤纶开始规模化生产，到 1980 年涤纶混纺布产量已较 1960 年代末增长逾 30 倍；纺织原料的技术进步为纺服行业的产能扩张奠定了坚实基础，也第一次让中国摆脱了“棉花产量决定穿衣水平”的硬约束。1986 年，国家将服装行业归口纺织系统管理，“大纺织”格局由此形成；通过国家拨款和企业自筹资金，改造了 500 多个服装鞋帽企业，建设了 13 个西服、羽绒、时装、童装等样板厂。

图表6：上游化纤的技术突破为纺服产能扩张奠定基础



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

到 1990 年，全国有服装鞋帽企业约 3 万个、职工近 300 万人，产量 31.75 亿件，国内衣着类零售总额 1182.2 亿元。中国社会长期存在的缺衣少穿问题，至此基本得到解决。

（2）家电行业：萌芽起步

中国家电产业的起步，基本上是一次集体的"买图纸"行动。1978 年改革开放之后，各地方政府和国有企业竞相从日本引进成套生产线——松下、日立、三洋的彩电和冰箱生产技术在 80 年代初密集落地，形成了"百厂大战"的格局。仅彩电行业，高峰期全国整机厂超过 100 家，产能严重过剩早在这一阶段就已埋下。

这一阶段，电视机、冰箱、洗衣机取代了之前的缝纫机、手表、自行车，成为新的“三大件”。家电渗透率从接近于零爬升到 80 年代末的城镇初步普及，是这一阶段最重要的产业事实。以彩电为例，1985 年城镇家庭彩电拥有量约 17 台/百户，到 1992 年已突破 75 台/百户，十年内翻了四倍多。冰箱同期从不足 10 台/百户增至 68 台/百户。农村的渗透率则远低于城镇，这一城乡落差将在此后二十年持续释放补课需求。

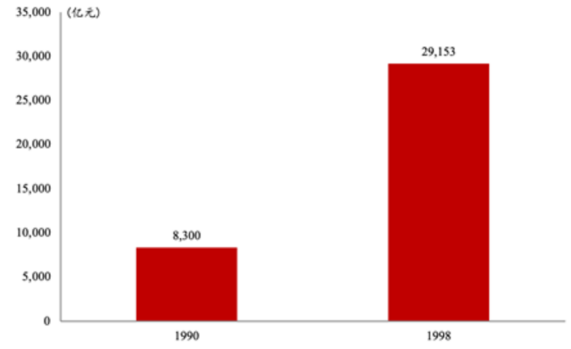
1.3 市场经济：民营经济与产能过剩（1993-2002）

1992 年初邓小平南方谈话为改革定调，同年党的十四大明确建立社会主义市场经济体制，真正把短缺经济推向了竞争市场。1993 年十四届三中全会将现代企业制度列为国企改革方向，1996-1997 年前后国有工业整体效益跌入低谷，

随后国企改革淘汰落后产能与冗余员工，最终实现了行业的扭亏为盈。国企改革巨大阵痛的同时，释放出了土地、厂房、设备、渠道和产业工人，为民营企业的快速扩张腾出了空间与要素。

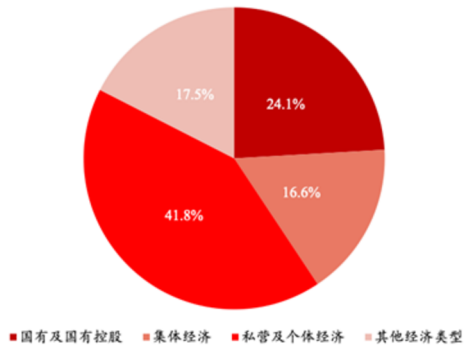
供给端：民营经济加入供给。市场经济推行与国企改革的风潮下，乡镇企业、个体私营企业、股份制企业和外资企业共同加入供给端；与此同时，以央视为核心的电视广告体系初步成型。卖方市场的逻辑逐步转向"消费者和效率为王"的充分竞争，世纪之交的制造业因此开始告别单一供给，转向多层次、差异化的产品竞争。

图表7：1990 年代社会消费品总额高增



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

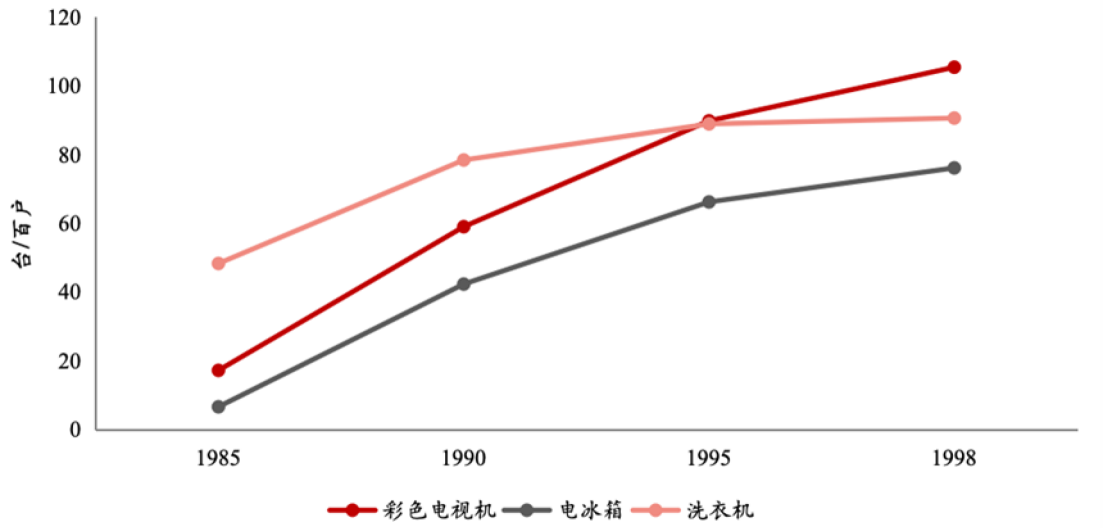
图表8：1998 年私营经济占零售大头



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

需求端：耐用品在这个阶段有了基本的普及。1998 年，每百户城镇居民已拥有 105.43 台彩色电视机、76.31 台电冰箱和 90.56 台洗衣机；农村每百户也分别达到 33.24 台、9.25 台和 22.56 台。当量的增长到达该阶段的天花板后，真正抬升的是消费者对可靠质量、更多功能、品牌信誉和售后服务的支付意愿。当基础耐用品从"有没有"走向"买哪种、买多好"，企业便有了以品质和品牌拉开价格带的空间；这正是进入 WTO 后消费总量继续扩张、品牌溢价逐步形成的前奏。

图表9：城镇居民“三大件”拥有量



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

这一时期的典型代表行业依旧是轻工纺织和家电行业，可圈可点的还有在混沌中成长的白酒行业。轻工纺织由盛转衰，产能见顶后出现了第一次出清；家电随着供给增加进入崛起的十年；白酒行业则在乱中企稳，品牌价值初步确立。

（1）轻工纺织：产能见顶与第一次出清

依托于乡镇企业体制的前期积累与市场经济的发展，服装、鞋帽、自行车等对技术需求较低的劳动密集型轻工品类率先取得突破。

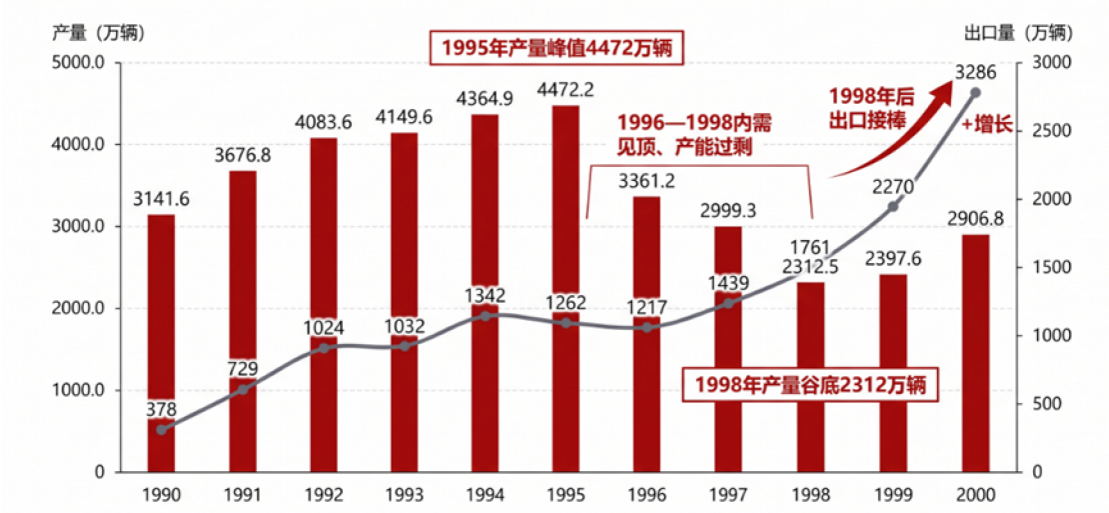
自行车产量持续攀升，见顶后产能过剩回落。随着多地生产许可证管制开放，民营资本和外资的涌入使得自行车市场出现分化：捷安特等台资品牌进入中高端产线，带来了山地车、变速车等新品类；民营资本则主打中低端市场，在珠三角地区建立产业集群并承接出口代工业务。1995 年自行车产量达到 4472.2 万辆的历史顶峰，而与此同时自行车的国内需求趋于饱和，1996 年产量回落至 3361 万辆，行业进入产能过剩阶段。飞鸽、永久、凤凰三大国有品牌普遍存在“规模大、批量大、品种少”的结构性问题，对市场需求变化反应迟钝，在 90 年代中后期全面滑坡。

纺织业成为出口支柱，后产能过剩纺织工人下岗再就业。90 年代，纺织业确立了“出口换汇”的战略定位，凭借中国劳动力成本远低于欧美等发达国家，国内纺织行业订单完全不愁，1995 年棉纱、棉布产量双双登顶世界第一。因产能盲目扩张和内需放缓，国有纺织企业 1996 年全年亏损额高达 106 亿元。1997 年亚洲

金融危机叠加纺织业产能过剩，国内纺织企业集体陷入困境。1998 年国家实施“大压锭改革”，政府主导关停并转国有纺织企业，目标是压缩 1000 万锭纺纱能力（实际超额完成），130 余万纺织工人下岗再就业。这是中国制造业史上规模最大的一次国企出清。

与此同时，这一阶段有了品牌服饰的概念。1995 年棉纱、棉布产量双双登顶世界第一，叠加短缺经济结束后消费需求的升级，国民品牌意识开始觉醒，宁波、温州、泉州等地诞生了第一批市场化服装品牌。杉杉借 1990 年在央视投放的第一条服装广告快速打开全国市场，雅戈尔则聚焦衬衫品类打造了男装经典品牌。1995 年全国衣着商品市场零售额 3200 亿元，比 1990 年增加了 1.7 倍。

图表10：1990-2000 年中国自行车行业产量



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

（2）家电：黑电的出清与 VCD 的昙花一现

家电经过十余年的上产能，彩电在 90 年代中期迎来了阶段性高点；同时，用于改善生活的白电形成了初步的格局分化，VCD、DVD 因门槛太低昙花一现成为了历史的眼泪。

彩电经过十年大规模的上产能，供给严重过剩，而此时显示技术的迭代节点（从 CRT 到液晶）尚未到来，各厂商陷入同质化竞争。1996 年长虹“降价 8%”，发动了彩电史上最著名的价格战，价格战的后果是行业整体利润率接近消失，中小彩电厂商在 1997-2000 年间相继退出或兼并，行业从 100 余家的盛况整合到仅剩 20 家左右的规模。

VCD 影碟机由于整机组装门槛低、且未申请整机专利，珠三角小电子厂的生产规模迅速铺开，1996 年全国约有 600 家企业在产、总产能约 1200 万台；市场销量也从 1995 年的 60 万台增至 1997 年的 1000 万台。但 1998 年后 DVD 的替代极为迅速，VCD 行业逐步衰落。

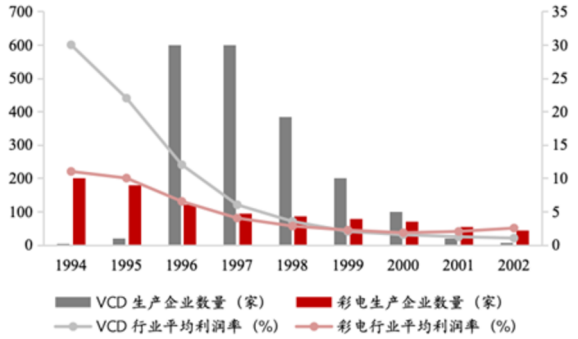
这场洗牌确立了黑电行业“规模制造、薄利多销”的基本商业逻辑，同时也暴露了该阶段中国黑电企业的结构性弱点：企业只完成了整机组装环节，而显像管、集成电路乃至后来的液晶面板等核心部件长期依赖进口。直到 2009 年之后这一“缺芯少屏”的困局才逐步缓解。

图表11：1990 年代 VCD 广告



资料来源：今日头条，中邮证券研究所

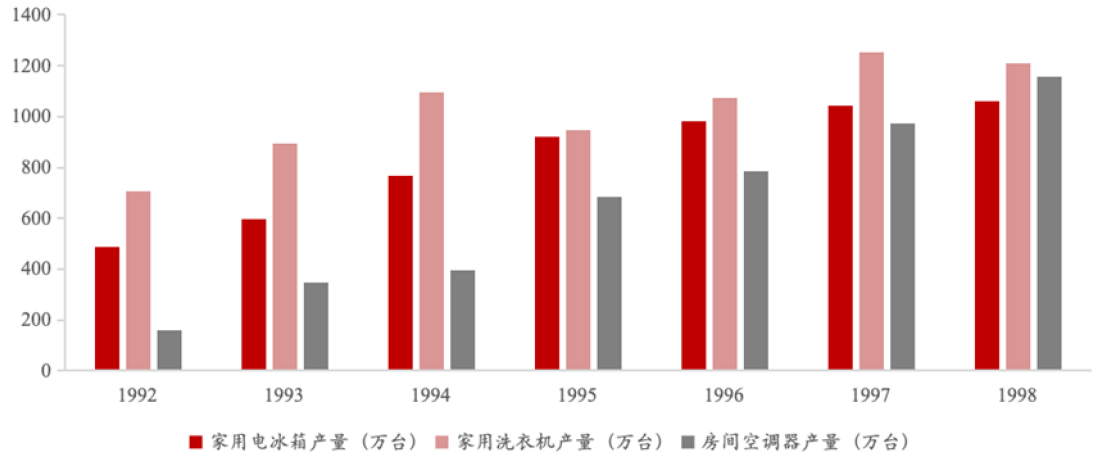
图表12：1996 年黑电行业由盛转衰



资料来源：中国家用电器协会、中国电子视像行业协会，中邮证券研究所

白电在这一阶段逐渐建立了专业化分工格局，形成较为稳定的市场秩序：格力主打空调品类，1997 年创立“区域销售公司”模式将渠道收益与厂商利益绑定，助力了此后十余年间市场份额的扩大；美的聚焦风扇、小家电和空调，通过 OEM 代工积累制造能力；海尔则依托冰箱建立质量口碑，后逐渐向白电全品类延伸。该时期的白电制造在珠三角沉淀了配套完整、响应极快、成本极低的产业集群；这一产业带此后成为中国家电出口与代工的主力，也是“世界工厂”最早成型的样板之一。

图表13：1990 年代家电产量爆发

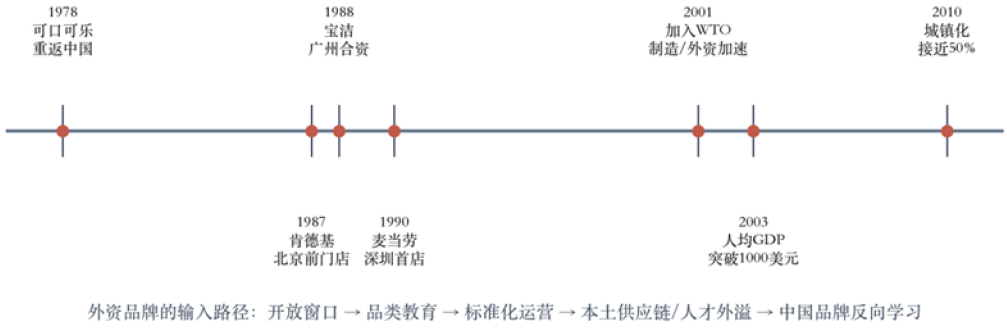


资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

1.4 外资入华：消费市场培育与制造“家底”建设

短缺的市场，自然成了跨国品牌眼里的一块大蛋糕。1978 年底，可口可乐就与中粮等达成合作，成为改革开放后最早重返中国的外资消费品牌；它带来的不只是一瓶汽水，而是一整套由浓缩液、灌装体系、广告符号和渠道铺货组成的全球化打法。餐饮消费也迅速跟进：1987 年，肯德基在北京前门开出第一家店；1990 年，麦当劳落地深圳。它们带来的也不只是炸鸡汉堡，更多是明亮的门店、标准化的服务、干净的后厨和连锁管理的整套流程。

图表14：外资品牌入华的关键节点与输入路径



资料来源：中邮证券研究所整理

宝洁则在消费品类上细化了中国市场的消费需求。1988 年宝洁在广州设立合资企业，用海飞丝、飘柔、潘婷、玉兰油等品牌，把中国人的洗护消费划分为去屑、柔顺、修护、护肤的功能细节。它还把消费者研究、品牌经理制、广告投

放和终端陈列这一整套现代营销方法带进中国，实实在在地给本土快消行业上了一堂教科书级别的课。

在短缺经济向市场经济转轨的阶段，外资品牌的高定价与受欢迎更多来自确定性溢价：消费者愿意为更稳定的质量、更卫生的门店、更现代的包装、更清晰的广告和更体面的社交场景付费。早期"洋品牌等价于高端"的认知并不是单纯崇洋，而是在本土供给不稳定、服务标准不足、品牌选择稀缺时形成的理性偏好。

但外资入华绝不是单向的占领与倾销，整个过程更像一场"雁阵转移"。这些沉淀下来的能力，日后都变成了中国制造转身出海时的底气。

图表15：外资入华留下的三类"家底"为中国制造坚定了坚实基础

	代表主体	输入的具体能力	后续外溢结果
供应链标准	肯德基、麦当劳、可口可乐	原料溯源、冷链、食品安全、灌装与保质期管理	一批本土供应商被拉进现代化体系，成为后来餐饮连锁与预制食品的产能基础。
人才与管理	宝洁、联合利华、玛氏	品牌经理制、消费者研究、广告投放、终端陈列	被称作中国营销与管理人才的"黄埔军校"，职业经理人后来撒向整个快消行业。
消费认知	全体外资消费品牌	产品只是入场券，渠道、组织、广告、洞察与复购体系才是根本	本土企业开始有意识地投入品牌建设，为1990年代后期的国产品牌崛起铺路。

资料来源：中邮证券研究所整理

2 黄金时代：从量价齐升到消费升级，中国品牌的惊险一跃（2003-2022）

进入21世纪后，中国消费的变化是一场有先后顺序的接力，其宏观驱动力也发生了叙事主线的切换。前一阶段以轻工产业为主要增量的逻辑在入世后仍在运行，但逐渐退居为国内消费与出海的存量底盘；新的主线则是地产后周期与大基建的落地。中间阶段，住房把装修建材、家电、家具、家纺等消费打包纳入家庭预算，形成最强的需求传导链；大基建在创造交运、物流、互联网等发展条件的同时，扩大了消费场景。后一阶段，随着地产带动经济与收入双增，食品饮料、美妆个护、社会服务作为可选项进入更多人的消费清单。当国内市场把企业的产能、供应链、渠道和品牌能力锻造成熟后，海外市场逐步成为新的增长空间。

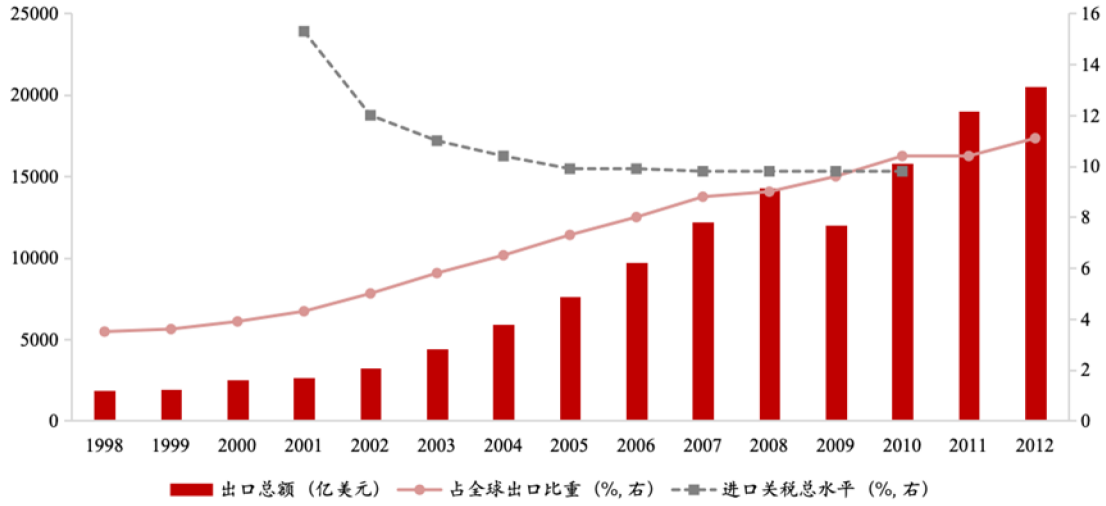
2.1 量价齐升：WTO、地产与大基建的三重红利（2003-2012）

宏观背景：三个引擎同时启动

（1）WTO：出口扩张与规则接轨的双重影响

2001 年 12 月，中国正式加入世界贸易组织（WTO），由此正式进入全球产业链并成为关键一环。加入 WTO 后，中国获得了多边最惠国待遇，进口关税总水平下降。因“多纤协议”（MFA）原因，纺服出口数量约束晚了四年，于 2005 年 1 月解除，自此沿海地区大规模承接了日本、欧美转移而来的纺织服装、家电、玩具等劳动密集型产业，工厂就业和外贸创汇带动大量农村劳动力进入城市。

图表16：入世红利：关税下降、出口十年扩张 8 倍



资料来源：海关总署、财政部，中邮证券研究所

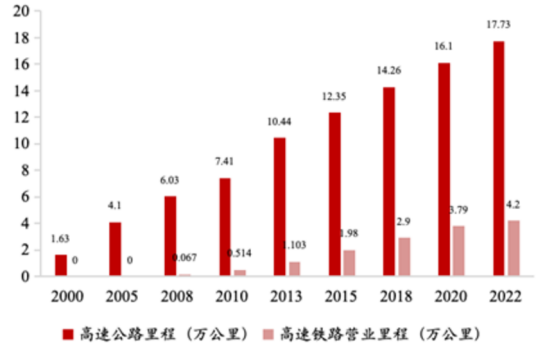
（2）房地产：中国消费的“总开关”

1998 年 7 月，国务院宣布逐步实行住房分配货币化，并提出建立以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系；同年 5 月，中国人民银行推出按揭制度，为住房货币化改革提供了金融配套。2003 年，国务院首次明确房地产业已成为国民经济的支柱产业，此后近二十年，地产由此成为中国宏观周期的“总开关”。

（3）大基建：消费品渠道下沉的物理基础

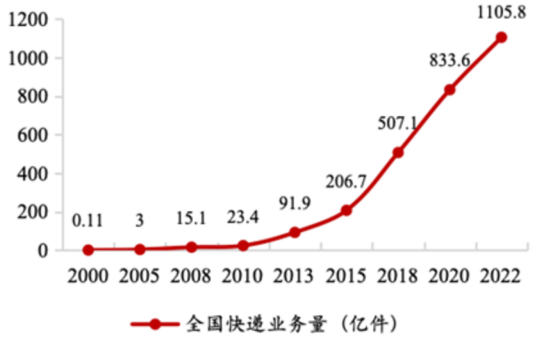
地产与出口的高速增长推动城镇化率快速提升，基建投资从“优先解决能源、交通瓶颈问题”进入常态化高增长通道。“四万亿”政策后的 5 年间，全国公路总里程由约 373 万公里增至约 436 万公里，其中农村公路成为增量主体。

图表17：交通基建高速发展



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图表18：快递业务随基建扩张而放量



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

1. 国内市场：消费第一轮“量价齐升”

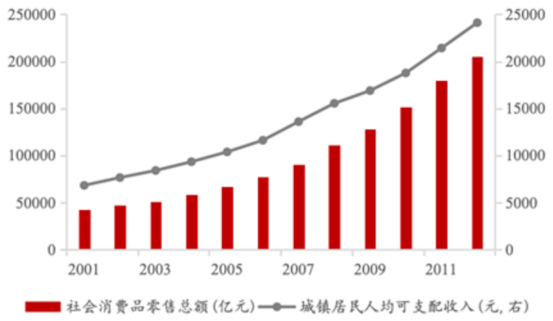
这一阶段家电行业迎来了“黄金十年”，实现了产量和品类的双重爆发；纺织服装凭借品牌和渠道的打造迎来了“第二春”；食品饮料行业，白酒进入“量价齐升”阶段，大众品则刚开始萌芽。其他国内发展较弱的行业，外资仍占据主导地位。

（1）纺织服装：国内市场“第二春”，品牌成衣时代

2001-2012 年，中国纺织服装行业迎来向“面向大众消费者的品牌零售行业”转型的关键阶段。此前，中国纺服产业已具备较强的制造和供应链基础，但终端市场仍以区域品牌、批发流通和低品牌化供给为主；进入新世纪后，行业增长的核心驱动力开始向需求端延伸。

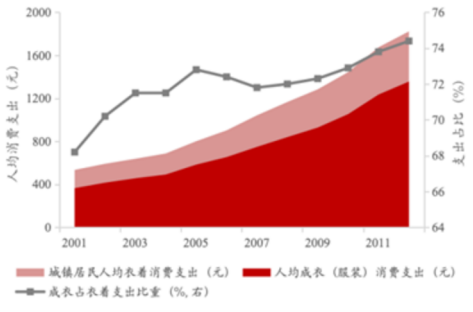
这一变化首先体现在消费能力和市场容量的同步提升，服装消费的增长更多来自更频繁的购买、更细的场景划分和更高的品质要求。品牌企业通过产品设计、门店形象、广告传播、加盟管理和供应链，将原本分散的服装生产能力组织为可复制的全国零售网络。

图表19：消费能力和市场容量同步提升



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

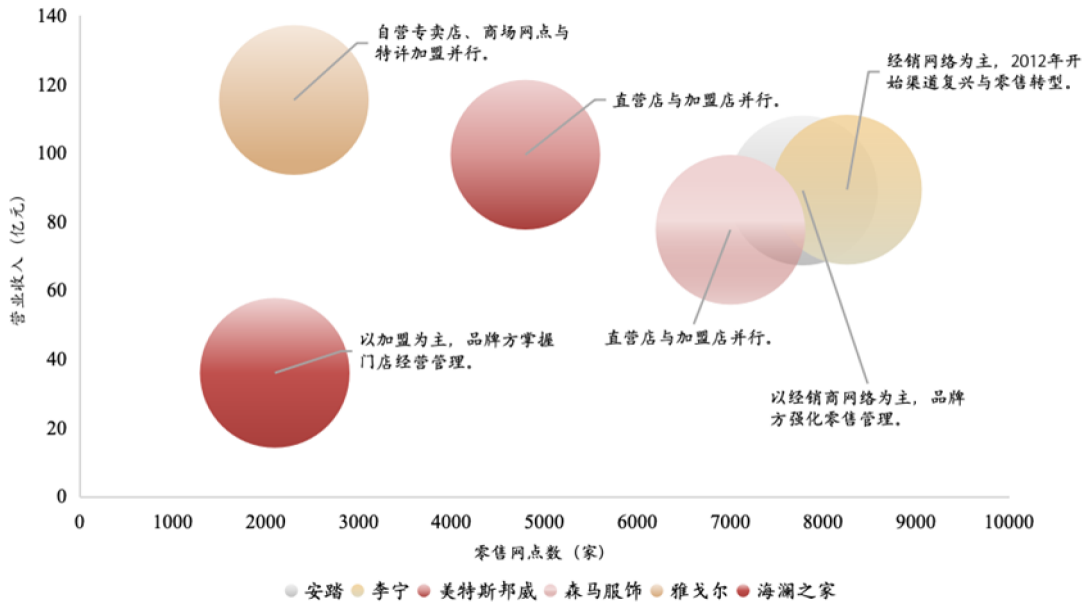
图表20：成衣消费需求增加



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

不同服装品类也在该阶段迎来了快速发展。伴随着 2008 年北京奥运会的举办，运动服饰渗透率迎来重要转折点。李宁、安踏得以借助赛事资源、明星传播和大规模门店网络实现全国化。男装满足的则是职业化、商务化和品质化需求，雅戈尔、海澜之家通过渠道管理提升覆盖密度。休闲服饰则更多承接年轻消费者的款式更新和价格带需求，美特斯邦威、森马服饰等依托加盟体系快速进入低线城市。

图表21：多品类品牌的全球化（2011）



资料来源：上市公司年报，中邮证券研究所绘制

（2）家电：白电的“黄金十年”

受益于房地产后周期与“城乡接力发展”的系列政策，家电的需求经历了两轮主要爆发。

图表22：地产后周期在不同行业的传导时序不同

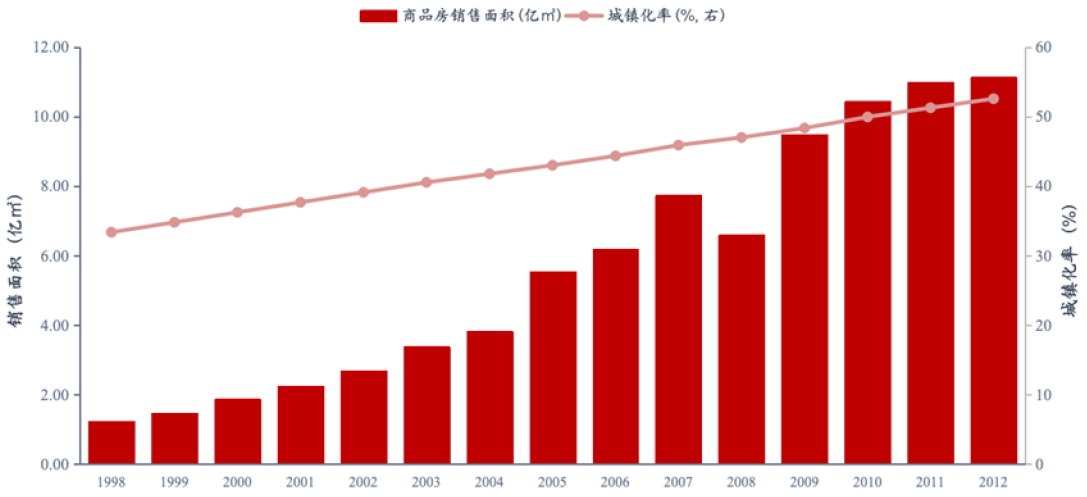
时点（以购房为T0）	家庭行为	受益品类	需求性质
T0—T+3月	签约、贷款、交付	金融、家装设计、搬家服务	服务型，金额小
T+6—T+12月	硬装施工	水泥涂料、瓷砖、管材、防水、门窗、卫浴、照明	工程属性强，价格敏感
T+9—T+15月	软装与大家电进场	空调、冰箱、洗衣机、彩电、厨电	标准化耐用品，渠道与售后决定成交
T+12—T+18月	家具家纺配齐	沙发、床垫、衣柜、窗帘、床品	低频重决策，卖场信任度关键
T+18月以后	改善与更新	小家电、智能家居、清洁电器、收纳	可选升级，进入品牌与设计竞争

资料来源：中邮证券研究所整理

第一轮需求来自城市：毛坯房交付后，冰箱、洗衣机、彩电、空调等"新大四件"是家庭现代生活的入口。这一轮的关键词是"配齐"，其核心诉求是从无到有、从旧到新。随后，住房消费从首次置业延伸到换房、二次装修和家庭改善，量的扩张与价格带上移开始同时出现。

第二轮需求则来自农村：2007 年 12 月“家电下乡”政策在山东、河南、四川试点，2009 年 2 月推向全国，财政补贴 13%；叠加 2009-2011 年“以旧换新”、2012 年“节能惠民工程”等配套政策，至政策退出时，全国累计销售家电下乡产品 2.98 亿台、实现销售额 7204 亿元。农村家电保有量在五年内走完了城镇十五年的普及路。

图表23：商品房销售面积与城镇化率同步上升

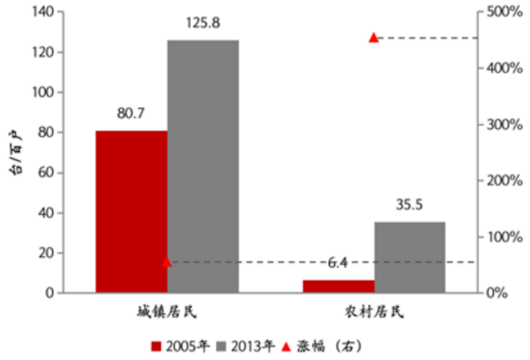


资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

需求的集中释放反过来改造了供给端。空调、冰箱、洗衣机等行业先经历价格战，再由海尔、美的、格力等企业凭规模、渠道和质量完成集中。伴随着家电下乡进程的推进，本土白电企业将供货网络推向全国市场，形成了覆盖销售、配送和售后的全国网络，在大众价格带上确立优势。

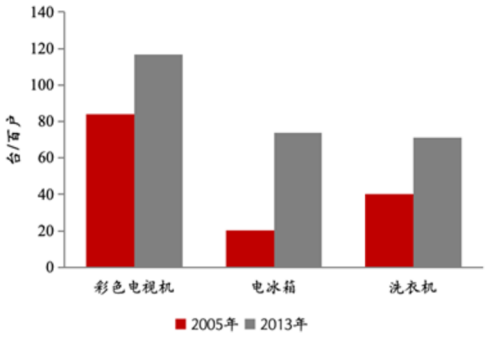
渠道侧同步发生革命。国美于1987年创立，至2007年已有726家门店；苏宁则以企业资源与信息化为抓手稳步扩张；到2006年前后两者合计控制了全国约60%的家电零售份额。

图表24：城市与农村空调拥有量快速抬升



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图表25：家电下乡推动农村耐用品快速补齐



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

（3）食品饮料：白酒黄金十年量价齐升，乳肉制品蓬勃发展

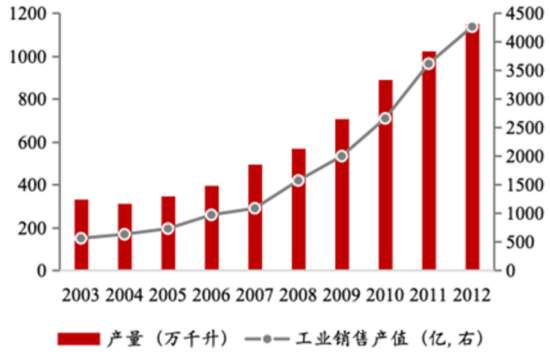
在纺服与家电的光环之外，一批日后主导中国消费市场的食品饮料企业，也在这十年里或飞速发展、或初具雏形。

1）白酒：黄金十年，量价齐升

2003-2012年白酒行业迎来跨越式发展，白酒产量、售价和行业收入均节节高升。2003-2007年为这十年的上半程，社会经济高速发展，政商务消费繁荣、居民消费支出增加以及品牌消费升级为白酒行业提供了广阔的潜在市场；主要白酒品牌纷纷聚焦品牌力和渠道建设，消费量价均高涨。

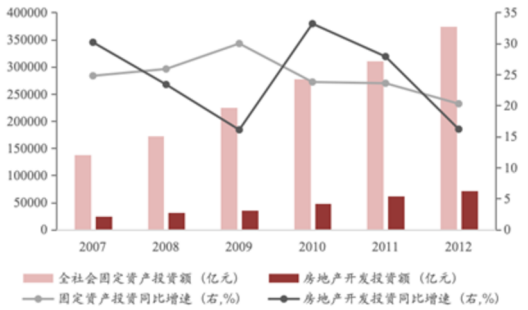
2008年金融危机后白酒行业增速逐渐放缓；但"四万亿"计划推出后迅速复苏。土地财政与地产行业的扩大，叠加白酒的社交与收藏属性，由政务消费、商务消费与财富效应推动的需求持续攀升，白酒行业经历了中国消费品历史上最壮观的扩张：行业收入增速一度在2011年接近50%，产量从2005年约350万千升扩张至2016年峰值约1,300万千升。飞天茅台批发价从2005年前后的不足200元，一路飙升至2012年的1,800-2,000元区间。

图表26：白酒量价齐升



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图表27：2007-2012 年投资额高增



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

当 2012 年底“八项规定”出台、叠加 2013 年初的塑化剂风波时，需求迅速收缩，行业整体量价齐跌。此后白酒行业逐步从“政商消费驱动”转向“大众消费驱动”，转向打造真正的品牌认知和广泛的终端覆盖。

2）大众品：初级农产品加工类必需品率先发展

彼时的民营经济热潮叠加国企下岗人员的再创业，使内资企业在快消领域大量涌现。崛起的企业高度集中于食品饮料行业，因其技术门槛与资本门槛相对最低，偏初级农产品加工的生活必需品类率先得到发展，如乳制品、肉制品，也得益于食品饮料天然具有的“高复购”与“区域市场分割”属性，许多区域品牌拥有了从生存并逐步全国化的窗口。娃哈哈、农夫山泉、伊利、蒙牛、双汇、海天、达利、洽洽等企业，正是在 2000 年代陆续完成了初步的全国化布局。

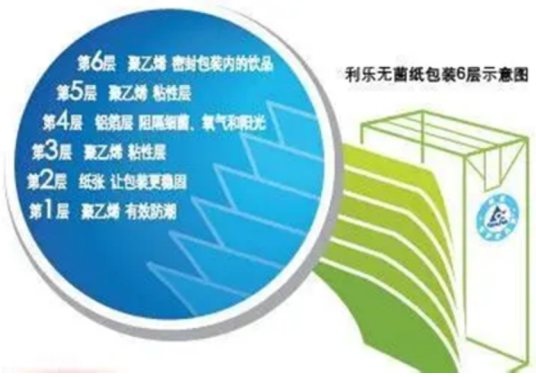
常温流通、单价低廉的火腿肠是肉制品全国化的第一个突破口。1987 年中国第一支火腿肠“春都”在洛阳诞生，1992 年“双汇”牌问世，1995 年金锣以低价切入。真正拉开代差的是世纪之交的产品与渠道升级：2000 年双汇率先引进国内第一条冷鲜肉生产线，并以“六大区域发展战略”在全国建成 30 个肉类加工基地，由此确立“屠宰+肉制品”一体化优势，其营业收入在 2012 年已接近 400 亿元；雨润则以低温肉制品与冷鲜肉渠道见长，形成与双汇错位的另一条路径。

乳制品也凭借常温包装技术实现了全国化进程。在利乐无菌包装普及之前，牛奶是典型的区域生意：巴氏奶保质期仅数天，销售半径受制于冷链，全国因而分布着数百家地方性乳企。1997 年，伊利首次与利乐公司开展合作；得益于该项包装技术，常温奶成功将保质期延长到 6 个月以上，乳业第一次具备了全国化的可能。伊利与蒙牛正是抓住这一窗口，以“常温奶 + 央视广告 + 全国经销”的组

合迅速做大。2008 年 9 月的三聚氰胺事件是乳制品行业的分水岭，2009 年《食品安全法》正式施行，小型乳企被迫退出市场，行业集中加速。伊利和蒙牛等幸存的大型乳企借机整合上游牧场资源、建立自有奶源基地，日后稳固的"乳业双雄"格局就此形成。

与此同时，产业集群也正常产生。福建晋江、漳州一带的产业集群则以休闲食品见长，达利、盼盼、雅客、亲亲等品牌，纷纷对标外资爆品打造蛋黄派、小面包、薯片等品类，迅速在 2000 年代中后期通过央视广告与经销商体系完成全国化。山东的食品产业则依托农业与养殖资源形成了肉制品、花生制品、油脂与冷冻食品的产业带，长期接手代工、出口分割肉、速冻半成品等业务，为二十年后预制菜、餐饮供应链兴起打下产业链基础。

图表28：利乐无菌包装示意图



资料来源：中国环境网，中邮证券研究所

图表29：伊利和蒙牛迅速做大



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

2.2 渠道重构：万众创业的时代，互联网蓬勃发展（2013-2016）

1. 宏观背景：房地产与互联网共同塑造经济

（1）房地产：白银十年，几波上涨，房价见顶

2014 年房地产市场一度面临高库存，政策转向去库存，其抓手是一整套金融与财政组合拳。2016 年后棚改货币化、按揭宽松和三四线城市补涨，再次把新房销售与家庭置家需求推向高位。

图表30：国家颁发系列政策以实现房地产去库存

金融/财政政策	具体内容
“930新政”（2014年9月30日）	央行、银监会明确对已结清首套房贷的家庭再次申请贷款购房，执行首套房贷政策（“认贷不认房”），首套房贷利率下限放宽至基准利率的0.7倍。
“330新政”（2015年3月30日）	二套房最低首付比例降至40%，个人住房转让营业税免征年限由5年调整为2年。
连续降息降准	2014年11月至2015年10月，央行连续6次下调基准利率、5次下调存款准备金率，五年期以上贷款基准利率由6.55%降至4.90%。
棚改货币化与PSL	2015年起棚户区改造大规模采用货币化安置，由国开行等通过抵押补充贷款（PSL）提供资金，直接向三四线城市注入购买力。

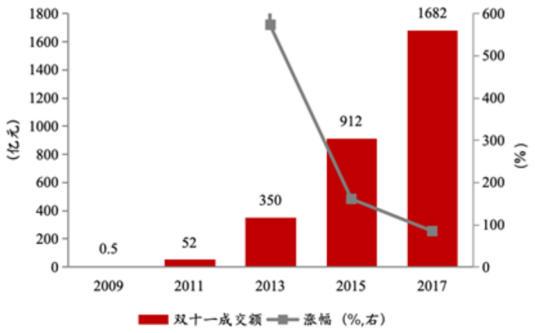
资料来源：中邮证券研究所整理

受系列地产消费政策推动，地产后周期行业迎来最密集的一轮订单。与此同时，2014-2015 年股市的一轮快速上涨与其后房价的普遍抬升，共同抬高了城市家庭的账面财富，提升了边际消费倾向；“中产阶级”作为一个消费叙事概念在 2012 年前后被系统性提出。消费心理的升级同时影响了企业决策，更多行业转向“做品牌”；消费的第一驱动力地位也在这五年间确立。

（2）互联网：以基建形式重塑渠道供给

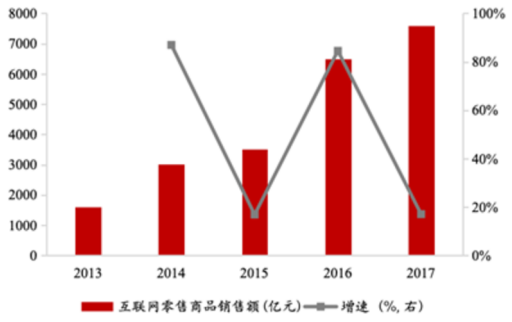
2013 年被视为互联网承前启后的关键之年：国内创投、政府引导基金大规模设立；几大消费互联网基础设施同时落地。移动终端上，4G 牌照于 2013 年底发放，智能手机迅速普及，2013 年中国互联网用户突破 6 亿，微信月活突破 2 亿。同期物流网络和电商模式也迎来重大突破：菜鸟体系初步建成，快递物流逐步向乡镇下沉；2013 年“双 11”交易额达 362 亿元，标志着电商作为全国性主流消费渠道的地位正式确立。

图表31：天猫“双 11”当日成交额逐年攀升



资料来源：阿里巴巴，中邮证券研究所

图表32：互联网成为零售的重要渠道



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

自此进入货架电商时代，货架电商对消费渠道进行了彻底的重构。货架电商有三方面重要影响：最重要的影响是货架电商打破了信息不对称，比价成为常态，传统渠道的地理垄断优势大幅削弱，品牌溢价受到压缩。其次是上一代实体渠道的商业模式根基被动摇，百货、家电连锁、家居建材卖场逐渐失势。更深层的变化在于供给体系的数字化：电商平台、移动支付、快递网络、仓配体系快速完善，让企业可以更低成本地测试新品、触达低线城市并获得消费者反馈。

货架电商影响下涌现出一批"淘品牌"。货架电商模式下标品更容易运行，因此也涌现出一批淘品牌，如服饰领域的韩都衣舍、茵曼、裂帛等，美妆领域的御泥坊、芳草集，小家电领域的小熊电器，休闲食品领域的三只松鼠、箱包领域的卖包包等。

图表33：货架电商渠道中标准消费品的特征

标品品类	特征
家电与3C	型号即参数，线上比价优势最直接，也最早出现“线上专供机型”。
服装鞋帽	尺码与款式虽有不确定性，但客单价适中、退换成本可控，成为淘系最大的类目之一。
非耐用快消品	纸品、洗护、零食等复购型标品借助包邮与囤货逻辑迅速线上化。

资料来源：中邮证券研究所整理

2. 国内市场：行业转型与升级

2013-2016 年是网络消费业态的奠基阶段：货架电商经历了爆发式增长，一批"淘品牌"也应运而生；房地产的拉动下，厨电行业凭借渠道效率的红利进入高端化加速期，定制家居借"柔性制造"进入高速发展期；食品饮料虽然白酒在调整期，但大众品行业迎来缓缓升级。

（1）家电家居：厨电一体化、定制家居迎来发展黄金期

地产行业的系列政策大大提升了改善型置业与二次装修的需求；尤其是棚改货币化安置，释放了大量三四线城市的置家需求。受益于居民生活水平的提高，厨电一体化和定制家居迎来行业黄金发展期。

厨电是地产后周期景气的直接受益者。该阶段消费者更关心性能、便利度、外观风格等方面，烟灶消费由基础配置逐步转向功能升级。洗碗机、嵌入式蒸箱、烤箱等新品类也开始进入中产家庭的装修清单，厨房从单一烹饪空间逐步变成改

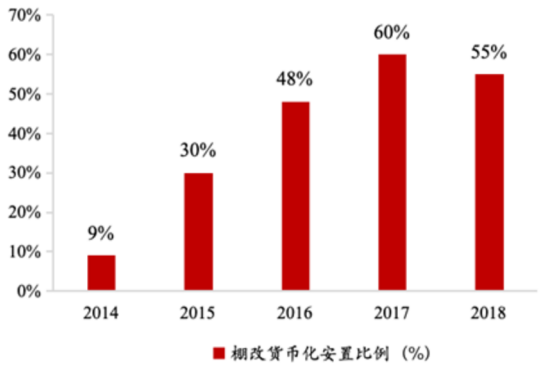
善型家居消费的重要场景。2016 年将油烟机、燃气灶、消毒柜、蒸烤箱整合为一体的集成灶以“空间利用率”和“厨房一体化”的特点迅速全国化扩散，成为年轻一代装修的首选之一，成为传统烟灶之外最具增量弹性的厨房方案，也为此后行业从单品竞争转向整体厨房竞争埋下伏笔。

渠道变化进一步放大了龙头优势。电商平台的兴起降低了消费者比价和了解参数的门槛，专卖店则承担了嵌入式安装、整体设计和高客单成交的功能。老板、方太凭借产品、品牌与渠道的协同，逐渐拉开与第二梯队的差距，二者合计份额从 2010 年初不足 15%提升至 2013 年末超过 25%，此后继续领先。

定制家居方面，一方面是消费者对空间利用率、收纳与整体风格的要求上升，标准成品家具的适配性难以满足需求；另一方面家居行业发展，板式家具连接件标准化、拆单软件与信息化系统成熟，使“柔性设计”在成本上变得可行。同时，经销商专卖店将家具消费变成可比较、可成交的标准化服务，由此定制家居的市场开始逐渐扩大。

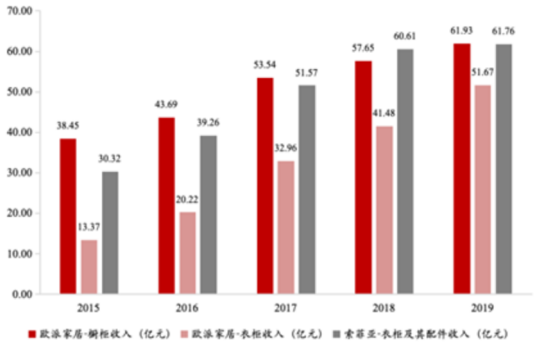
2012-2017 年，定制家居行业进入加速成长期，营收增速显著高于家具制造业整体水平，“全屋定制”成为家居行业的热点。2017 年，尚品宅配、皮阿诺、欧派家居、金牌橱柜、我乐家居、志邦家居 6 家定制家居企业集中上市，行业竞争进入白热化，也标志着这一赛道的成型。以欧派与索菲亚为例，欧派橱柜收入从 2015 年的 38.45 亿元增至 2019 年的 61.93 亿元，衣柜收入从 13.37 亿元增至 51.67 亿元；索菲亚衣柜收入从 30.74 亿元增至 61.76 亿元。

图表34：棚改货币化带来大量需求



资料来源：住建部，中邮证券研究所

图表35：定制家居龙头收入高增



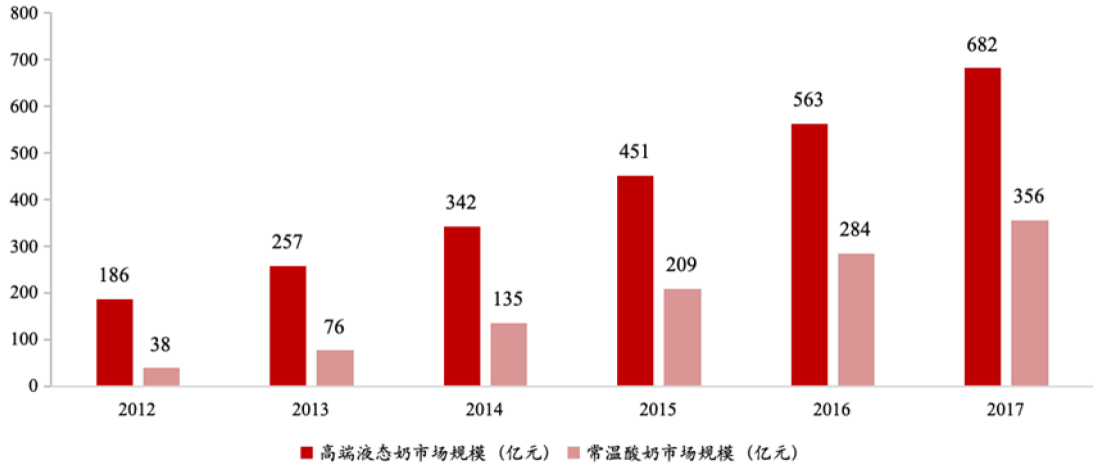
资料来源：上市公司财报，中邮证券研究所

（2） 食品饮料：大众品慢慢升级

这一阶段虽然白酒受政策影响，处于调整期，但大众品发展不乏亮点，整体呈现三大特征：一是基础品类分化出清晰的高端价格带，品质溢价被消费者广泛接受；二是品类细分加速，功能化、场景化产品层出不穷；三是龙头企业凭借大单品创新抢占升级红利，行业品牌集中度持续提升。

乳制品升级趋势是最明确、标杆效应最强的，形成了多梯队升级矩阵。高端白奶领域，伊利金典、蒙牛特仑苏完成消费者教育后进入全国放量期，成为礼品与家庭品质消费的标配。常温酸奶是现象级创新品类，光明莫斯利安率先突破低温保质期限制，2013 年起伊利安慕希、蒙牛纯甄相继入局，依托渠道下沉实现爆发式增长，将酸奶消费从冷藏场景拓展至户外、通勤、礼品等多元场景。低温酸奶同步向益生菌、风味化方向升级，冠益乳、畅优等功能型产品渗透率稳步提升。

图表36：乳制品行业升级趋势明确，高端白奶与常温酸奶市场规模不断扩大



资料来源：iFind，中邮证券研究所

调味品升级最先从初级调味品开始。家用酱油从“通用散装”逐步向“功能细分瓶装”迭代。2012 年之前生抽、老抽的功能区分仅在餐饮端普及，2012-2016 年海天、厨邦、李锦记等龙头通过渠道下沉与消费者教育，推动“生抽提鲜、老抽调色”的认知走进家庭，同时衍生出味极鲜、蒸鱼豉油等更高阶的细分品类，带动行业整体价格带上移。

图表37：酱油功能不断细分，产品高端化升级



资料来源：欧赛斯，中邮证券研究所

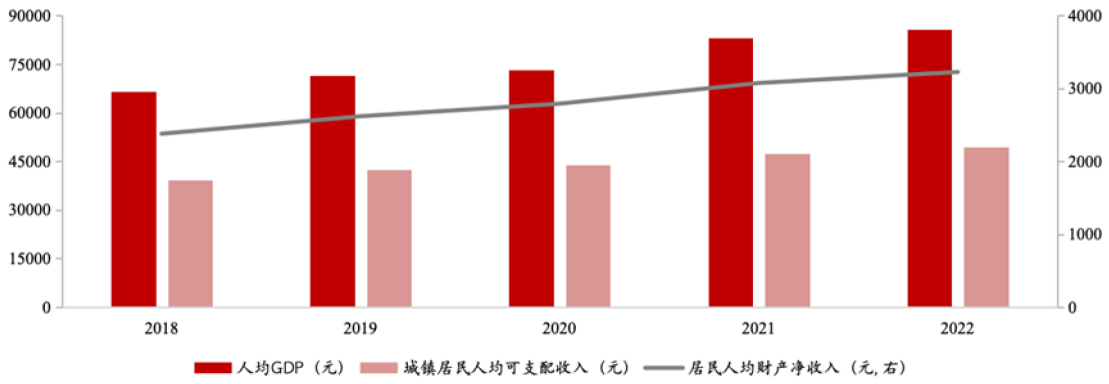
2.3 消费升级：电商模式变化与品牌重塑（2017-2022）

1. 宏观背景：居民消费能力与意愿持续提升

（1）房地产：房价的最后一跳

2017-2022 年是中国消费升级从“品类扩容”向“结构深化”转型的关键周期。2019 年我国人均 GDP 突破 1 万美元大关，叠加前期棚改货币化安置的滞后影响持续释放，居民消费购买力持续提升；同时资本市场结构性行情带动居民财产性收入增长，中产群体消费预算进一步扩容。城镇化率从 2018 年的 61.5%提升至 2022 年的 65.22%，城镇消费场景持续完善，下沉市场消费潜力逐步释放，为大众品升级提供了广阔的市场纵深。

图表38：居民消费能力持续提升



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

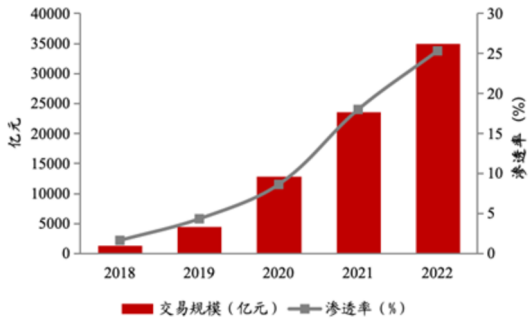
与上一轮龙头主导的品类升级不同，这一轮消费升级呈现出“渠道迭代驱动、消费观念分化”的鲜明特征。直播电商推动优质平价产品快速触达下沉市场，实现“物美价廉”式的普惠升级；同时“健康化、悦己化、国潮化”成为核心消费方向，推动细分赛道、个性化产品快速起量。

（2）互联网：下沉市场渗透，抖品牌、白牌纷纷崛起

2016 年淘宝直播上线被视为直播电商的开端，2018 年后抖音、快手加速商业化，电商的底层逻辑由此发生根本转变：从以搜索为核心的“人找货”，转向以内容与算法推荐为核心的“货找人”。与此同时，拼多多 2015 年成立，与短视频平台一起共同实现了下沉市场的快速渗透。

直播电商交易规模由 2017 年的 196.4 亿元增至 2019 年的 4437.5 亿元，两年增长逾 20 倍，并在 2022 年达到约 3.5 万亿元量级。这一转变的意义不只是交易效率的提升，更在于渠道属性的扩展：线上不再只承担销售功能，同时成为新品类教育、内容传播和用户运营的场域。

图表39：直播电商规模与行业渗透率同增



资料来源：网经社，中邮证券研究所

图表40：第一批“线上原生品牌”诞生

领域	代表品牌	起量逻辑
食品饮料	三只松鼠、良品铺子	打破线下零食货架的地理壁垒，用低廉流量成本替代高昂渠道费用
纺织服装	韩都衣社、茵曼等淘品牌	小批量、多 SKU、快速上新，与电商的长尾展示能力天然匹配
个护美妆	御泥坊、膜法世家、完美日记	社媒种草→直播转化的新范式：完美日记以“平替大牌+超高颜值包装+社媒轰炸”成为现象级品牌
消费电子/家居	小米生态链系列品牌	以互联网模式定义高性价比新品类，用生态位替代单品竞争

资料来源：中邮证券研究所整理

直播带货尤其重塑了可选消费品的转化路径。美妆个护、休闲零食、服饰配饰这类“需要被讲解、需要被演示、需要被冲动触发”的品类，在直播场景中的转化效率远高于货架电商模式。与此同时，社交媒体也进入全方位、多维度的快速迭代阶段：抖音、快手短视频“双雄”崛起，小红书、Bilibili 等垂直社区破圈，内容型社媒的社区生态让年轻一代消费者有了更多表达观点、展现风格的空间。

图表41：互联网行业流量分化权力的四次转移



资料来源：中邮证券研究所绘制

抖品牌、红品牌、白牌崛起。当供给者与需求者同时被改写，第一批“线上原生品牌”也由此诞生。这些高度集中于轻工制造相关领域的品牌，开创了社媒营销的新范式，依托流量和平台的新打法也逐渐成型与迭代。功能属性强、可被演示的品类走抖音路线，成就了一批“抖品牌”，审美属性强、需要种草的品类走小红书路线，一批“红品牌”应运而生，农副产品、小商品走拼多多路线，一批白牌应运而生。

2. 国内市场：新一轮的消费升级

消费升级在这一轮变得更具结构性，表现为消费领域的细分化，以及对高品质、健康、便利和体验导向的升级需求。线上零售行业借助内容直播与算法推荐，重塑了消费范式，进入第二阶段的爆发期；食品饮料行业迎来第二轮升级，以品牌、健康和多元为竞争重点；国牌美妆个护崛起，一批线上品牌借助互联网消费场景转换的热潮起家，细化的功能需求推动市场持续扩容；纺织轻工行业则乘着“国潮”东风开启复苏进程；受电商渠道与居家场景的驱动，小家电行业也在2020年前后进入爆发期。

（1） 食品饮料：白酒品牌升级，大众品“健康”与“多元”化

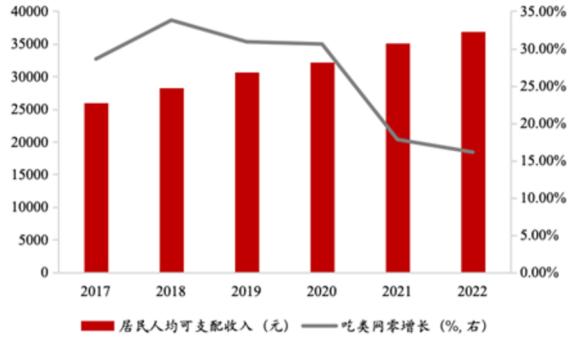
2017-2022年，居民收入保持增长，移动互联网和电商平台扩大了食品消费的触达范围，线上消费的履约效率和覆盖能力明显提升。该阶段，食品饮料行业进入由品牌塑造、渠道扩容、电商渗透和消费场景重构共同推动的增长阶段，2018-2019年“吃类”实物商品网上零售额分别增长33.8%和30.9%，食品饮料较早成为线上化、品牌化和即时化的重要品类。

图表42：电商推动食品饮料消费渠道扩容



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图表43：居民收入与吃类网零保持增长



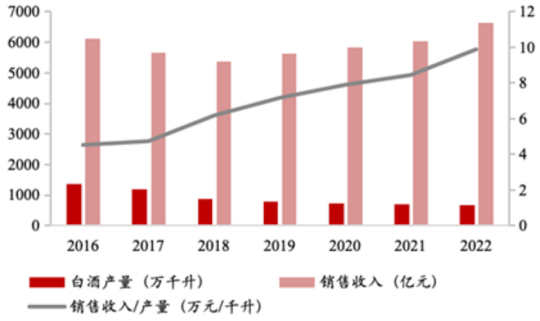
资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

1） 白酒：品牌持续升级

2016 年，白酒行业逐步进入以茅台为价格锚、以量减价增和结构性升级为主要特征的发展阶段。随着居民收入提升、城市化推进和商务、宴请、礼赠等消费场景升级，白酒消费的逻辑转向以品牌和消费场景为核心。

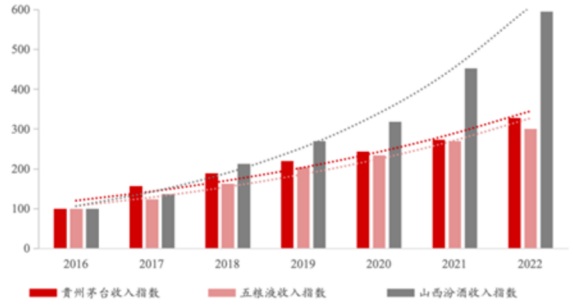
茅台的高端价格体系和稀缺性强化了白酒的价值标杆作用，并带动五粮液、国窖 1573 等高端品牌，以及汾酒、洋河、古井贡酒、今世缘等次高端品牌持续向更高价格带靠拢。由此，行业增长不再主要依赖销售总量扩张，而更多依靠产品结构优化、主力单品提价、品牌集中度提升，高端、次高端产品占比提高。

图表44：白酒行业“量增价减”



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表45：次高端白酒规模扩容



资料来源：iFind，中邮证券研究所

这一阶段的高端化具有明显的消费驱动特征：居民收入增长扩大了中高收入群体，数字化基础设施的发展则提升了品牌传播、价格信息流通、产品防伪和厂家直达消费者的效率。但白酒的最终打法仍取决于渠道控制、终端动销、库存管理和区域市场运营能力：高端品牌能够借助品牌势能和稀缺性维持较强的价格稳定性，而中低端品牌则更容易受到消费场景变化、渠道库存和价格竞争的影响。

2020-2022 年疫情对婚宴、商务宴请和大型聚会等传统消费场景造成冲击，但也进一步暴露了白酒行业的结构性差异。高端白酒由于具备较强的礼赠、收藏和商务属性，需求韧性相对较强；次高端和区域白酒则更依赖大众宴请、地方商务和线下聚饮，市场波动更为明显。

2）大众品：消费升级多点开花，“健康”与“多元”理念兴起

调味品行业零添加、有机、减盐等概念逐渐走向大众货架，复合调味品进入大家视野。消费者对配料表、添加剂、钠含量和原料来源的关注明显提升，酱油、食醋、酱料等基础调味品开始从单纯满足“调味功能”转向强调原料品质、营养结构和家庭健康管理。与此同时，复合调味料快速发展，火锅底料、酸汤调料、复合调味粉等产品降低了家庭烹饪的时间和技术门槛，适应了年轻消费者、小家庭和快节奏生活方式。

乳制品是“健康化”升级较早、也较典型的领域。低温鲜奶、低温酸奶、益生菌、A2 蛋白和 0 蔗糖等产品，将乳制品从基础营养品延伸为日常健康管理产品，消费者开始更愿意为“新鲜”、“健康配方”、“营养价值”等要素支付溢价。其中，2—6℃冷链、短保供应链、区域仓配和终端冷柜等低温技术的进步尤为关键，低温奶销售的覆盖范围得以持续扩大。

酒饮行业的升级更多表现为口味、场景和功能的多元化。预调鸡尾酒以低门槛、低酒精、社交和女性消费场景切入；啤酒则向精酿、果味、低醇和高端化延展；能量饮料则将“提神”需求扩展到运动、工作和高强度生活方式。东鹏饮料营业收入由 2020 年的 49.59 亿元增长至 2022 年的 85.05 亿元，反映出能量饮料在渠道下沉、终端网点建设、品牌认知和消费场景扩展上的综合优势。

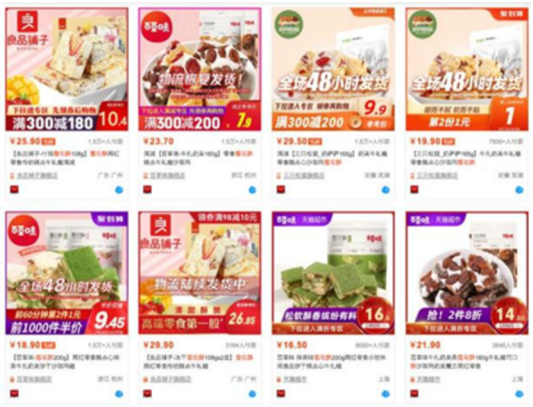
零食与休闲食品则体现了健康化和多元化的并行推进。奶酪棒将“高钙、营养、儿童零食”组合成新的家庭消费场景；每日坚果则将坚果由节庆消费和散装零食转化为定量、便携、轻负担的日常食品。三只松鼠、良品铺子等零食品牌借助电商平台流量红利建立国民口碑，同时通过代工体系、柔性供应链和包装口味创新快速打开市场。

图表46：休闲零食品类多元化



资料来源：界面新闻，中邮证券研究所

图表47：电商平台成为零食消费的重要渠道



资料来源：天猫商城，中邮证券研究所

（2） 美妆个护：新产品和新渠道推动，国货进入黄金期

2017 年至 2022 年是美妆个护由渠道红利驱动转向产品与技术驱动的过渡阶段，可大致划分为流量红利释放期、线上渗透加速期与出清分化期三个子周期。

借助电商直播的不断壮大和社交媒体的流量变现，美护品牌格局变动与线上流量分发方式高度相关。2018-2019 年，内容种草平台的崛起，小红书、微博、哔哩哔哩等平台形成以图文测评与短视频教程为核心的内容生态，品牌可通过大量中腰部创作者的分层投放完成冷启动。这一机制显著降低了新品牌的初始渠道成本，使不具备百货专柜与经销网络的品牌得以直接触达目标人群。完美日记在 2018 年天猫大促中登顶彩妆品类，2019 年成为首个位居天猫双十一彩妆榜首的国货品牌，其扩张路径依赖的正是这一结构。

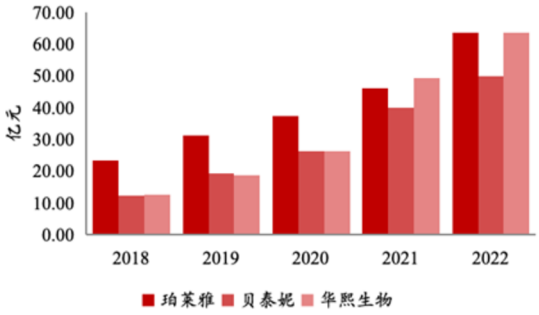
2020 年后，直播电商成为主渠道，美妆个护因具备演示性强、客单价适中、库存周转快的特点，成为直播场景中占比最高的品类之一。头部主播在这一阶段获得了较强的价格谈判能力，品牌以让利换取曝光，短期销量放大的同时压缩了毛利空间。2021 年末，流量成本上行与头部主播风险事件则推动了个护渠道的去中心化与品牌自播，推动品牌将投放重心由达人分销转向店铺自播、兴趣电商内容运营与私域复购。

图表48：美护行业发展初期势头充足



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图表49：功能性护肤产品需求高增



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

供给端的核心变化是功能细化，具体沿功效护肤、品类颗粒度细分与监管规范化三条主线展开。需求由基础清洁保湿转向敏感肌修护、屏障修复与抗初老等细分场景，产品叙事的重心由品牌故事转向成分与作用机理；彩妆与个护的细分位置增多，扩大了新品牌绕开成熟品类正面竞争的空间。

同期，“国货崛起”的消费风潮也为个护品牌的崛起提供了良好市场环境。最突出的表现为消费者对国潮文化、传统东方元素的消费意愿大大增强，为本土品牌提供了超出功能价值的情感附加。毛戈平、花西子、林清轩等美护品牌凭借东方美学符号与东方成分叙事，逐步占领市场份额与用户心智。

（3） 社会服务：外卖平台、OTA 平台重塑业态，餐饮、酒店连锁化率快速提升

—餐饮：外卖平台重塑业态，洗牌后连锁化率快速提升

2013-2015 年，美团外卖和饿了么快速崛起，到 2010 年代末外卖日均单量突破 2 亿单。平台对餐饮业的改造是双刃剑：一方面，经营半径从 3 公里商圈扩展至全城覆盖，新增了外卖专营厨房（幽灵厨房/云厨房）业态，打破了实体门店面积对营业额的约束；另一方面，佣金率 15-25%持续侵蚀利润，中小品牌愈发依赖平台流量而失去定价主动权。

这一阶段另一重大变化是供应链基础设施建设加速：中央厨房开始规模化，预制菜工业化萌芽，数字化订单系统普及。2015 年后，人口红利和商场红利同步消退，人工与租金成本持续抬升，产业重心从"增收"转向"降本"。

2020 年疫情是一次强制性压力测试：全国餐饮收入同比下降约 16%，是改革开放以来最大单年跌幅。反而是连锁品牌和具备外卖能力的企业存活率更高，加

速了市场的优胜劣汰。2023 年放开后报复性开店，行业供给非理性扩张，随之而来的是史无前例的出清压力。

洗牌的另一面是连锁化率的历史性跃升：中国餐饮连锁化率从 2018 年的约 12%、2020 年的 15%提升至 2025 年的约 25%，年均提升约 1.9pct。但对标国际，差距仍显著：中国餐饮连锁化率 23.3% vs 美国 59.2%、日本 52.3%，说明餐饮工业化进程远未完成。

—酒店：OTA 加速连锁化，疫后出清集中度再次提升

2002 年是中国经济型酒店的元年，2010 年"四万亿"刺激下商旅市场繁荣，与经济型酒店的规模扩张形成供需共振，行业景气度达到阶段性高点。2012 年经济型连锁的渗透率高地（一线城市核心商圈）已趋饱和。2012 年底"八项规定"出台，行业进入了长达四年多的下行期。

2013 年成为中高端酒店的元年式节点，亚朵等陆续成立。2016 年宏观环境回暖，八项规定影响被消化，休闲游需求接力，行业逐步进入上行期，中端升级成为了行业的主旋律。与此同时行业并购接连发生，锦江、华住、首旅如家三大集团格局确立。

2015 年线上渠道完成了权力集中。携程经过与去哪儿、艺龙的整合，确立了在酒店线上分销中的主导地位，并形成分层佣金体系：基础合作佣金约 10%、金牌酒店 12%、特牌酒店 15%且往往伴随排他条款与流量扶持。对于海量单体酒店和中小连锁而言，OTA 是不可替代的客源命脉；对头部集团而言，佣金侵蚀与客源主权旁落的焦虑日益上升。

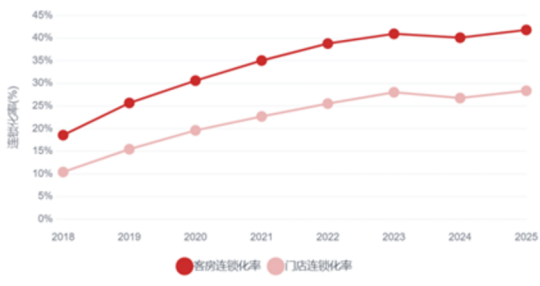
2020 年初爆发的新冠疫情，把处于下行通道的酒店业推入了行业史上最深的一次供给出清。几重因素叠加，酒店连锁化率快速提升，2018-2024 年，中国酒店客房连锁化率从 18.56%提升至 40.09%。

图表50：餐饮连锁化率变化



资料来源：《中国餐饮大数据》，中邮证券研究所

图表51：酒店连锁化率变化



资料来源：《中国酒店业发展报告》，中邮证券研究所

（4） 轻工纺织家电：“国潮”风尚兴起，小家电爆发增长

—轻工纺织：国潮兴起

国力与文化自信同步提升的背景下，以Z世代为代表的年轻一代开始主动从传统文化里寻找审美和身份认同。因此，服装鞋帽行业的消费升级从单纯追求国际品牌，逐步转向品牌认同、文化表达与产品品质并重，“国潮”成为本土品牌重新获得年轻消费者关注的重要现象。

2018年前后，李宁等品牌通过纽约时装周、联名款和复古运动风重新塑造品牌形象，使“国产品牌”从过去强调性价比，转向强调设计感、文化符号和时尚表达。与此同时，安踏、特步、鸿星尔克、波司登、李宁等品牌也通过运动、户外、羽绒服和休闲服饰等细分赛道提升产品专业性，国产服装鞋帽品牌开始形成兼具文化认同与功能实用的竞争优势。

图表52：李宁带动“国潮”风尚



资料来源：李宁官网，中邮证券研究所

图表53：“国潮”热度高增



资料来源：车讯网，中邮证券研究所

“国潮”兴起的背后，一方面是年轻消费者消费观念变化；另一方面也受益于国内供应链和电商平台的发展。短视频、社交媒体、直播电商和购物节为本土品牌提供了更低成本的新品传播和销售渠道，品牌可以通过联名、限量、IP合作和社交话题快速触达年轻群体。与此同时，国内纺织面料、运动鞋服制造和供应链管理能力持续提升，使本土品牌能够在功能面料、鞋服科技、版型设计和快速反应能力上缩小与国际品牌的差距。

—小家电：内容电商和居家需求驱动的爆发式增长

20世纪初，小家电消费品随着城镇居民收入提升启动普及进程，微波炉、电饭煲、电风扇为三大核心品类。此时的竞争格局呈现“一品类一龙头”的分散态势：格兰仕凭借持续价格战垄断微波炉市场；美的依托电风扇品类稳居行业首位。

但该阶段小家电品类主要集中于家庭场景，且产品功能尚未形成细分，行业发展仍有较大空间。

该阶段，小家电进入由渠道重构与场景创新共同推动的快速变化期。短视频、直播和内容种草等销售方式，推火了空气炸锅、破壁机、多功能锅等品类。小熊电器以煮蛋器、酸奶机等创意厨房小电切入，在传统"美苏九"主导的核心品类之外开辟长尾需求；北鼎、摩飞等品牌则通过设计感、配色和精致生活方式叙事，尝试把小家电从工具型商品提升为兼具颜值与情绪价值的消费品。2021 年小家电线上销售额占比超过 77%，线上已成为新品孵化、爆款传播和品牌运营的主阵地。

2020-2022 年的居家生活则将这一趋势推向高点。"在家做饭"带动空气炸锅、破壁机、电蒸锅等厨房小电快速放量，2020 年电蒸锅同比增长 277%；"减少家务"的需求则带动扫地机器人、洗地机等清洁电器升级。云鲸 2019 年推出自清洁拖扫一体机，科沃斯 2021 年推出带自清洁基站的 X1 Omni，清洁电器由单纯工具转向高端智能家居。

到 2022 年末，居家红利消退、爆款供给增加和平台低价竞争加剧，行业开始分化。空气炸锅、破壁机等已普及品类承压，而咖啡机、养生壶、电蒸锅及高端清洁电器则更多依赖健康、悦己、智能化和明确生活方式场景来维持增长。

3 新消费时代：后周期下的 K 型分化（2022-至今）

伴随着房价见顶与疫情放开，中国经济进入了新常态，这一阶段互联网行业在经过整顿后重新焕发新的生机。国内消费市场整体呈现清晰的 K 型分化格局：一条向上是小额情绪、文化悦己类消费持续高景气，即便大宗耐用品、大额可选消费承压，该赛道依旧具备极强需求韧性；另一条向下是全民质价比共识成型，平价折扣、循环二手、刚需简餐赛道持续扩容，消费者主动剥离品牌、场景、营销附加溢价，回归商品核心使用价值。

这些新趋势出现在消费的各个行业里面，整体来看更多出现在食品饮料、美妆个护、社会服务、文化消费行业，而传统偏制造的轻工纺服和家电行业走向了国际化出海的道路。

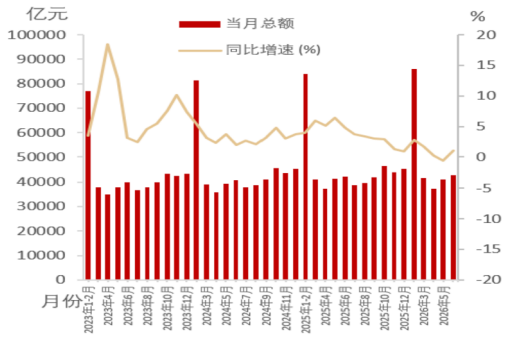
1. 宏观背景：地产周期走弱，进入第四消费时代

2023 年防疫放开后，期待中的消费热潮并未如期而至，地产周期走弱与疫情留下的不安感，共同重塑了所有人的消费习惯。

曾经房产是多数家庭的财富底气，房价稳步上涨时，大家愿意借贷消费、为场景与品牌溢价买单；但地产行情降温后，房产增值的预期彻底消散，不少家庭账面资产缩水，大家不约而同开始主动降低负债、储备存款，家装、买房、大型家电这类大额开销被普遍搁置[1][2]。三年疫情带来的就业、收入波动记忆，进一步放大了大众对未来的谨慎心态。

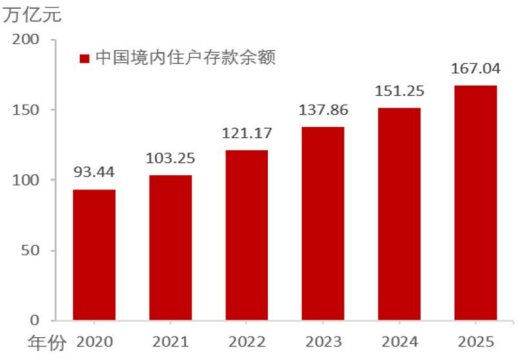
居民存款规模持续走高，借贷消费的意愿持续走低。国内消费大盘体量依旧庞大，却再也回不到从前高速增长的增量时代，市场蛋糕不再持续做大，各行各业只能在存量里相互竞争，本土赛道内卷压力陡增。

图表54：社消零售总额突破 50 万亿元



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

图表55：疫情后居民存款余额逐年增加



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

80、90 后中年群体是消费市场的中坚力量，身上背负长期房贷，还要同时承担养老、育儿双重固定开支，现金流长期紧绷。资产缩水叠加收入不确定性，让他们摒弃附加溢价消费，只有医疗、教育这类躲不开的刚需愿意稳定投入。

Z 世代并非不愿消费，而是整体收入有限、实际可支配预算承压，即便暂未背负房贷、赡养家庭的重担，日常生存开销依旧挤压着他们的钱包。成长过程中多次遭遇外部环境波动，让他们形成了预算优先排序的消费逻辑：在有限收入约束下，对衣食住行等刚需支出极致压缩，把结余的预算倾斜给国风好物、线下体验、情绪治愈等能够带来精神回馈的消费领域。这种看似割裂的消费行为，本质是预算受限之下的被动取舍，而非主动的消费偏好选择。

2. 国内市场：K 型格局的消费分级

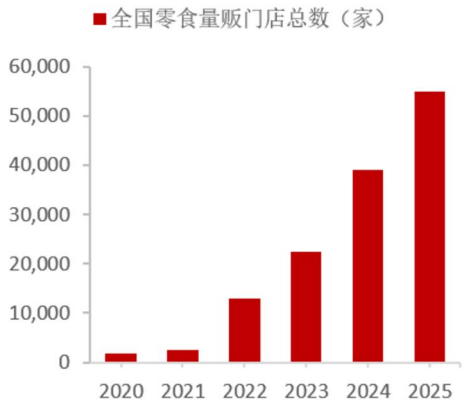
（1）食品饮料：零食饮料从小众走向大众，零食量贩业态成时代宠儿

—零食量贩：新供给下低价空间的快速抢占

传统零食流通体系长期依托多层级代理商分销，工厂到终端层层加价，叠加头部品牌全国统一控价，终端售价附加高额渠道利润。2023 年仓储物流、数字化供应链基础设施成熟，零食量贩赛道顺势爆发，重构“工厂—区域中心仓—门店”极简流通链路，彻底砍掉中间商分润环节；叠加上游食品行业产能过剩、库存积压，工厂愿意大宗让利走货，为极致低价模式筑牢盈利基础。

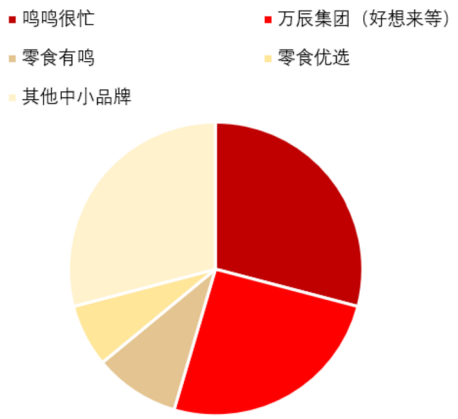
2023—2025 年行业迎来野蛮扩张周期，全国零食量贩门店突破 4.5 万家，赛道双寡头格局快速成型，鸣鸣很忙、万辰集团（好想来）合计市占率超 75%，牢牢掌握行业议价与供应链话语权；高速拓店浪潮下大量中小品牌扎堆入局，市场快速趋于饱和。同期，临期尾货折扣赛道同步崛起，以好特卖为代表的折扣卖场依托品牌库存、临期货品，实现 1-6 折常态化销售，2024 年门店规模逼近千家，全年营收 48.5 亿元，沉淀超 2500 万线上会员，成为一二线白领、下沉居民平价采购日化零食的核心渠道。

图表56：零食量贩门店数量高增



资料来源：每日食品，中邮证券研究所

图表57：零食量贩市占率



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

2026 年行业粗放扩张泡沫彻底出清，一季度全业态闭店率达到 25%-30%，承压退出主体均为无供应链优势的中小尾部品牌[8]。赛道竞争逻辑全面切换，从拼拓店速度、门店数量，转向供应链精细化运营、自有品牌孵化、数字化门店管理综合实力比拼。零食量贩赛道崛起本质是消费 K 型分化的必然产物：大众主动压缩非必要大额开支，但保留小额零食悦己需求，短链路平价模式精准匹配全民质价比诉求，完成对传统商超零食业态的全面替代。

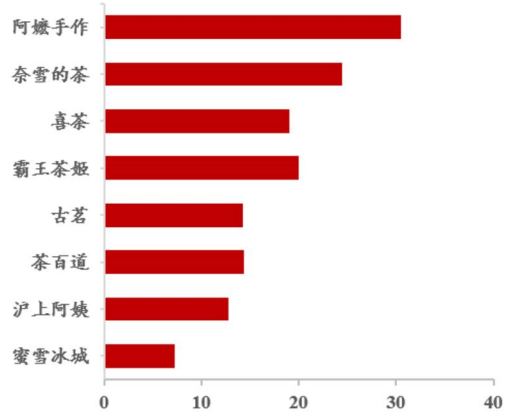
（2）社会服务：新式茶饮跑马圈地，平价餐饮回归食材本身

—新式茶饮：国风社交场景驱动全球化分层布局

2023 年是新式茶饮的转型分水岭，行业结束野蛮拓店的红利期，全面进入存量竞争。消费理性化、行业内卷加剧，倒逼头部品牌战略调整，喜茶、奈雪陆续放开加盟，走出一线高端市场，下沉抢占二三线城市份额。与此同时，霸王茶姬凭借国风原叶茶赛道快速突围，靠爆款单品站稳脚跟，以轻量化门店快速扩张，并率先深耕东南亚市场，与主攻欧美高端市场的喜茶形成清晰的出海差异化格局。

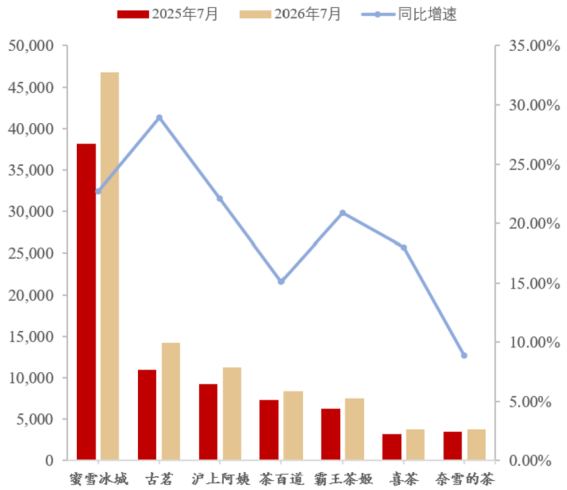
2024 年国内门店趋于饱和，规模扩张的增长逻辑失效，行业进入精细化内卷阶段。13-20 元主流价格带竞争白热化，为打破增长瓶颈，各大品牌集体跨界茶咖赛道，挖掘全时段消费潜力。喜茶聚焦产品迭代与供应链优化，降本增效稳固基本盘；霸王茶姬持续加码海外布局，依托国风茶饮的独特调性，不断提升海外营收占比，拉开差异化竞争优势。

图表58：新式奶茶客单价排行（单位：元）



资料来源：窄门餐眼、今日头条，中邮证券研究所

图表59：新式奶茶门店数量对比



资料来源：官方网站，中邮证券研究所

2025 年资本成为行业洗牌的核心力量，赛道格局彻底固化。蜜雪冰城港股上市、霸王茶姬冲刺美股，头部品牌集中资本化。资本市场告别唯门店规模论，转而看重单店盈利、运营效率与供应链壁垒。大批中小杂牌被市场淘汰，行业加速出清。消费者偏好也彻底转变，堆砌小料的网红款降温，清爽低脂的原叶茶饮成为主流消费趋势。

如今，新式茶饮告别规模竞赛，迈入价值深耕新阶段。国内拓店节奏放缓，行业核心竞争力转向品类创新与全球化深耕。喜茶深耕冰品等新品类开拓增量，霸王茶姬持续打磨海外运营体系，深耕东南亚、北美市场。四年迭代，新式茶饮

摆脱低价内卷与网红泡沫，完成从粗放扩张到产品提质、品牌出海、长期价值竞争的全面升级。

图表60：喜茶内蒙古限定流行后全国发售



资料来源：公司官方微博，中邮证券研究所

图表61：喜茶上海限定



资料来源：公司官方微博，中邮证券研究所

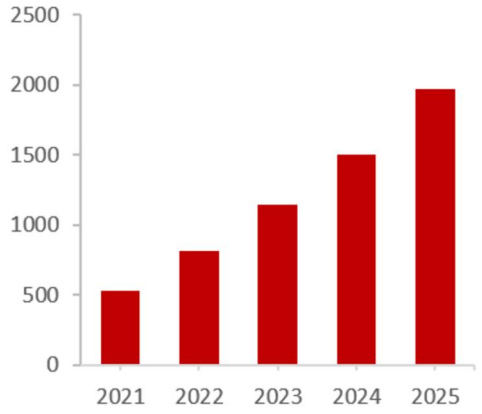
—平价餐饮：去溢价回归食材核心价值

2023 年开始，国人的吃饭消费悄悄变了风向。曾经靠商圈氛围、网红场景、社交仪式感撑起的高端餐饮热度逐步退潮，大众不再愿意为装修、地段、服务溢价买单。消费心态全面趋于务实，能在家吃就不外出聚餐、能平价替代就不追求精致顶配，餐饮市场就此拉开鲜明的 K 型分化，也催生出两条截然不同的平价逆袭赛道：无名草根刚需业态悄悄崛起，老牌餐饮大牌主动放下身段下沉。

近几年，社区折扣生鲜、家常预制菜慢慢走进普通家庭生活。它们摒弃传统商超层层加价的分销模式，通过产地直采、短链仓储压缩流通成本，让果蔬、鲜肉等日常食材售价较传统商超低 30%-45%，用实打实的性价比打动普通消费者。消费者不再为精致包装、商圈租金、门店环境、服务体验等附加溢价付费，仅聚焦食材本身的食用价值，贴合“去溢价、重刚需”的下行消费特征。

随着务实消费风潮持续蔓延，这条草根赛道在 2025 年迎来全面爆发。国内 C 端预制菜市场规模突破 1973 亿元，同比大涨 41.2%[11]。这类业态不靠品牌造势、不做流量营销，只靠供应链效率和亲民定价站稳脚跟，精准接住了大众缩减外出就餐、严控饮食开支的预算转移，成为消费理性浪潮里最稳健的增量市场。

图表62：C端预制菜市场规模（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中邮证券研究所

图表63：海底捞北京昌平首家社区店



资料来源：36Kr，中邮证券研究所

与此同时，头部连锁餐饮同步推进社区化转型，各品牌纷纷落地轻量化社区小店。海底捞于2025年9月在北京市昌平区开出全国首家社区店，门店面积更小、装修更简约、运营更轻便，削减花哨的高价社交菜品和非必须的服务配置，主打平价家庭套餐、全时段便民简餐。曾经主营节日聚餐、仪式感消费的大牌餐饮，褪去社交滤镜，变身服务邻里日常用餐的刚需门店。

短短数年，餐饮行业完成了一次深刻的价值回归。无名草根业态守住居家刚需基本盘，头部大牌下沉抢夺平民市场，双线并行彻底终结了餐饮靠溢价、靠场景炒作的时代，让行业正式迈入重实用、高性价比的刚需发展新阶段。

（3）文化消费：国潮再度回归，悦己消费风靡

经济环境、居民收支预期变化下，大额改善型消费收缩，但千元以内小额悦己、情感陪伴、国风审美类支出具备刚性，潮玩、古法黄金、新式茶饮四大赛道走出独立景气周期，同时完成国内品牌成熟、海外市场破圈的双重跃迁。

—潮玩IP：情绪收藏价值打通海内外增长曲线

潮玩行业告别早期盲盒投机炒作泡沫，结束粗放铺货、流量投机的初级阶段，行业供给侧迎来深度洗牌：缺乏IP长线运营能力、产品同质化严重的中小厂商受高库存拖累持续出清，赛道增长逻辑彻底由“抽奖猎奇”转向“情绪陪伴、潮流符号”。国内成熟完整塑胶、毛绒产业链为IP快速落地、多SKU柔性量产提供底层支撑，海外市场则成为头部企业对冲国内内卷、打开第二增长极的核心抓手。

2023年末泡泡玛特完成产品形态关键迭代，将硬质收藏手办Labubu改造为搪胶毛绒随身挂件，打破潮玩仅局限陈列柜的单一消费场景，延伸日常穿搭、随

身配饰高频使用场景，把它当作专属精神陪伴载体。海外社交平台成为引爆增长的核心推手：2024 年初 BLACKPINK 成员 Lisa 在 Ins、TikTok 高频晒出 Labubu 毛绒挂件，海量粉丝流量快速渗透东南亚市场；后续 Labubu 获授“神奇泰国体验官”，泰国皇室公开佩戴带动线下门店持续排队抢购，海外热度反向回流国内抖音、小红书，形成海内外双向传播闭环。

图表64：Labubu 获授“神奇泰国体验官”



资料来源：央广网，中邮证券研究所

图表65：Labubu 限定系列



资料来源：小红书，中邮证券研究所

紧随 2024 年的全球流量热潮，2025-2026 年潮玩行业加速洗牌，Labubu 成长为百亿级超级 IP，搪胶毛绒挂件成为核心增长品类。泡泡玛特持续加码 IP 精细化运营：批量推出地域限定、国际艺术联名款，先后落地米兰时装周、卢浮宫限定系列，将 Labubu 从普通盲盒单品升级为全球通用潮流情绪符号。业绩数据直观验证转型成效，2024 年 THE MONSTERS（Labubu）系列全年营收 30.41 亿元，同比暴涨 726.56%，海外市场增量成为核心驱动，成为 K 型分化周期中小额悦己消费的标杆样本。

Labubu 能成长为百亿级超级 IP，核心密码在于丑萌叛逆人设精准承接当代年轻人无处释放的负面情绪，区别于传统玩偶甜美的标准化治愈路线。Labubu 尖耳、外露尖牙、带狡黠疏离感的坏笑，形成“不完美、带棱角”的独特视觉，外表自带一丝“不好惹”的叛逆感，内心又保有柔软纯粹的精灵内核，完美投射都市青年不甘顺从、偶尔想宣泄戾气的复杂心理。

—古法黄金：东方工艺溢价实现高端扩容

实物黄金的保值避险属性是古法黄金行业的需求底座。地产预期走弱背景下，黄金成为居民对冲经济不确定性的配置选择，按克计价的素圈、基础婚嫁手镯依托资产属性形成稳定基本盘。年轻消费群体的收入预期承压、职场内耗与亚健康焦虑常态化，催生全新精神消费诉求，情绪慰藉、文化认同等软性需求，成为拉动古法黄金增量的核心驱动力。

品牌精准捕捉青年群体养生焦虑，打造具备情绪疗愈属性的主题古法金产品，曼卡龙与方回春堂联名本草系列为典型范例。品牌将人参、藿香、生姜等草本意象转化为迷你足金转运珠，赋予舒缓疲惫、消解负面情绪的文化寓意，单品定位千元左右，适配小额悦己消费。消费者购置该系列并非侧重贵金属增值，而是将随身金饰作为心理安抚载体，草本养生叙事带来稳定产品溢价，弱化原料价格波动对终端需求的冲击。

图表66：古法黄金特殊工艺



资料来源：老铺黄金官网、今日头条，中邮证券研究所

图表67：曼卡龙方回春堂草本系列金饰



资料来源：今日头条，中邮证券研究所

除养生疗愈外，故宫 IP、宋韵、敦煌等国风纹样一口价金饰，承载大众国潮文化归属感；老铺黄金手工花丝、錾刻藏品，则满足消费者彰显审美、划分圈层的自我表达需求。此类一口价产品定价核心为工艺与文化叙事，与金价解绑度更高。反观仅售卖基础素金、缺乏情绪设计的中小厂商，2026 年初金价冲高阶段受原料成本挤压批量出清，凸显情绪叙事构筑的行业竞争壁垒。

2026 年年中金价回落，大件按克金饰需求降温，但轻量化养生、国风主题小金饰仍保持稳定销量。保值属性仅能提供行业需求底线，情绪价值才是打开年轻消费市场、穿越大宗商品周期的关键。品牌脱离单纯贵金属售卖逻辑，围绕当代人群精神痛点搭建产品叙事，是古法黄金实现长期稳健发展的核心路径。

4 投资建议

回望改革开放的四十多年，1978-2002 年这二十年是混乱的年代，也是筑基的二十多年，这一时期纺织行业因政策和优势原因成为消费行业绝对的佼佼者，并成为出海的主力，家电行业亦然。这期间民营企业在萌芽，一批批优秀的企业诞生。

而回望 2003-2022 年这二十余年，中国消费完成了三次跃迁：入世十年解决了“量”的问题，靠 WTO、地产与基建的三重红利把耐用品普及到城乡每一个角落；2013-2017 年解决了“渠道”的问题，用互联网把商品与人重新连接；2018-2022 年解决了“品牌”的问题，让中国消费者第一次愿意为本土品牌的设计、品质与文化含义支付溢价。而 2022 年之后，中国消费逐步走向了高端化与高性价比的 K 型分化。

而出海也在这二十年里走完了“代工—规模—品牌”的前三程。当它开始向“文化生态”迈进时，中国消费品的故事，就从“国内如何长大”变成了“如何重新走向世界”，这也是留给未来的任务和话题。

图表68：中国消费历程梳理

		1978-1992	1993-2002	2003-2012	2013-2021	2022-至今
轻工纺织		纺织发展	产能见顶	品牌服饰		
家电			黑电（入门）	白电（升级）	小家电（可选）	
食品饮料				白酒&肉奶（基础）	调味品（升级）	零食饮料（可选）
美护				个护（基础）	护肤品（升级）	彩妆（可选）
服务消费	酒店			经济型（入门）	中档型（基础）	高档型（升级）
	餐饮				外卖主导（基础）	连锁餐饮（升级）

资料来源：中邮证券研究所绘制

历经四十年的发展，中国消费品的一半以上的行业已进入成熟期，那么站在当下，中国消费的机会在哪儿？我们认为有两个方向：

1）国内消费：目前渗透率不高、尚处于成长期阶段的子行业，未来将持续受益于居民收入的提升，如医美、酒店、餐饮等服务型消费行业。

2）消费出海：国内成熟的消费行业已具备出海的能力和条件，未来将持续受益于全球化的发展，如家电、纺织服装、轻工等。

5 风险提示

市场竞争加剧风险；全球形势超预期风险；政策超预期风险；相关公司业绩不及预期等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048