

性价比消费系列研究之品牌篇

紧扣质价比思路，探寻品牌逆势突围之密钥

行业研究 · 行业专题

商贸零售

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxul@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

- 2023年全年社零总额47.15万亿元，同比+7.2%，消费大盘有所回暖，但在当前宏观经济及收入预期水平下，居民消费呈现出“价格预算先行，品质追求延续”的特征。对比成熟国家消费市场，随着人均收入水平发展，社会人口结构固化，及居民消费理念成熟，长期来看理性消费趋势也将成为常态。因此消费品牌企业未来也需就新的消费环境，以**缩减消费者对于品牌“价格-价值”间体验差的质价比思路为核心，调整品牌运营策略。**
- **围绕品质做加法：**围绕消费者的需求提升产品价值。一是提升产品实用价值，通过功效及功能性升级，更有效解决消费实际需求痛点；二是夯实品牌的情绪、社交价值，满足当前经济疗愈期中，消费者以低成本方式获得社交情感和安全健康需求。这需要品牌具备三位一体的能力：1）**研发端**，具备差异化和持续迭代能力以建立壁垒；2）**渠道端**，搭建消费者互动式链路以紧握需求；3）**营销端**，精准传递并夯实产品服务心智。
- **围绕价格做减法：**并不是追求价格战，而是通过从生产到销售的全链路流通革命，打造适应中低消费层的成本结构模型，削减没有附加值的流通价差，在不损害产品核心价值的基础上创造低价毛利空间。这也需要品牌贯穿产业链全过程的运营提效：1）**前端**，搭建能够对扁平化且精准直达消费者的DTC渠道；2）**后端**，建设快速反应迭代的研发型供应链；3）**中端**，能够构建全面赋能企业自我迭代成长的内容和数据处理中台。
- **投资建议：**在当前行业供给端竞争加剧和需求端消费力承压下，品牌企业量价均有所被冲击，因此更需要优选具备上述论证能力的企业，才能在财务运营端实现对毛销差及周转率的维护，从而在逆势环境下维持乃至提升企业ROE水平。首先，建议关注当前已在产品升级和运营优化中证明自身能力，未来有望沿着质价比路径持续成长的国货龙头。包括美妆品牌龙头**珀莱雅**、创意家居零售龙头**名创优品**，以及黄金珠宝龙头**周大生**等。其次，积极关注定价合理，已有差异化产品竞争优势，正通过运营端快速发力突围的国货黑马，包括**福瑞达**、**上美股份**等。此外，也可关注具备性价比产品基础，存在升级成长潜质的标的。如口腔护理龙头**登康口腔**、婴童护理龙头**润本股份**等。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，品牌新品推出不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力等。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 02-05	总市值（亿元） 02-05	EPS				PE			
					2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	买入	78.24	311	2.88	2.91	3.69	4.51	58.09	26.92	21.21	17.35
9896.HK	名创优品	买入	32.95	416	1.40	1.81	2.25	2.72	21.77	18.17	14.65	12.11
600223.SH	福瑞达	买入	6.68	68	0.04	0.28	0.40	0.51	236.84	23.71	16.75	13.04
002867.SZ	周大生	买入	16.40	180	1.00	1.30	1.58	1.83	14.10	12.62	10.38	8.96

资料来源:Wind一致预测、国信证券经济研究所整理预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

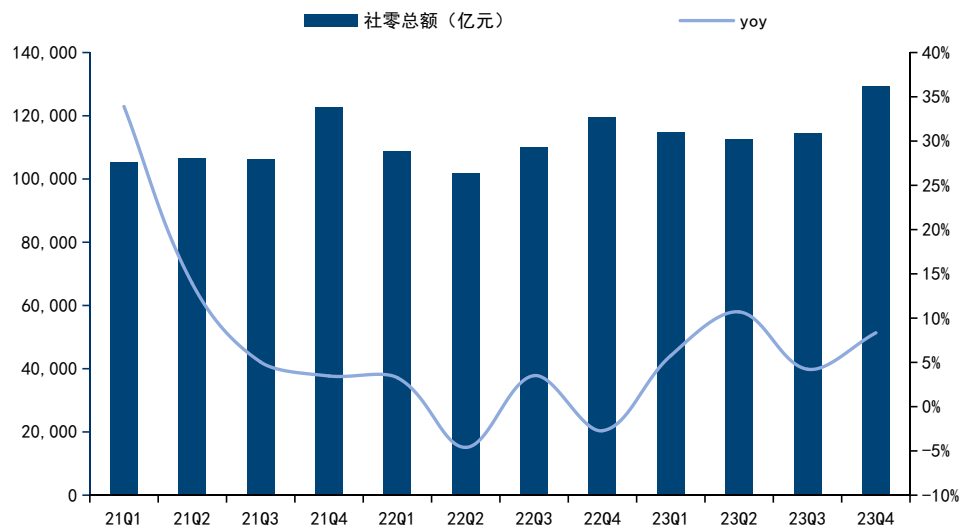
- 【 01 】 消费趋势综述：国内品牌消费步入质价比时代
- 【 02 】 围绕品质做加法：以洞察需求下的产品升级夯实品牌价值
- 【 03 】 围绕价格做减法：以全链路的流通革命重塑企业成本模型
- 【 04 】 投资建议：紧扣质价比思维择股，高品质国货有望突围

一、国内品牌消费步入质价比时代

1.1 消费数据回顾：23年社零增速稳步回暖，性价比趋势持续突显

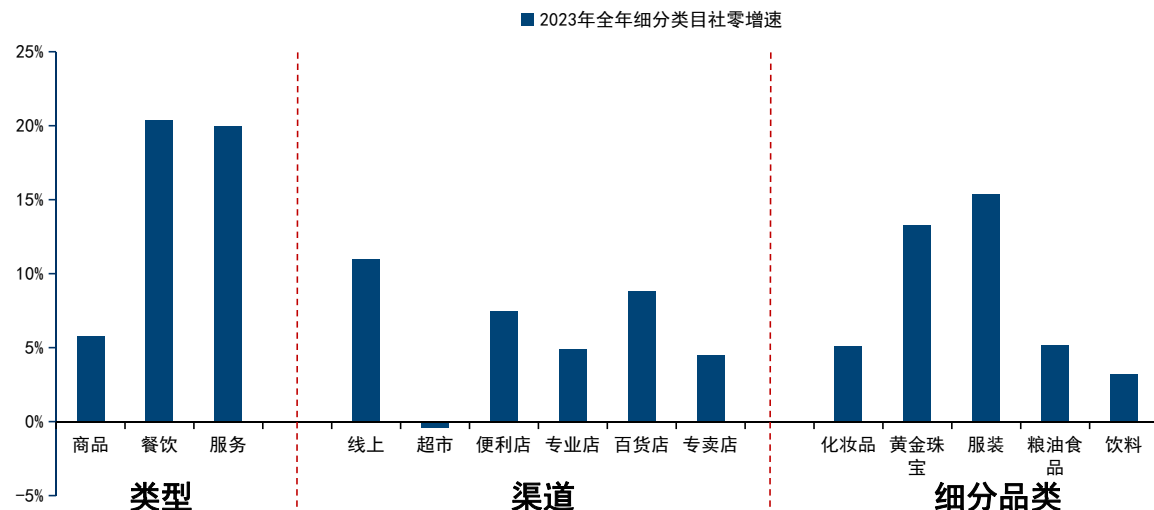
- 2023年社零增速整体稳定增长。2023年全年社零总额47.15万亿元，同比+7.2%。其中，除汽车外消费品零售额同比+7.3%。整体来看，2023年消费大盘有所回暖，但反弹幅度较年初预期相对平缓，居民消费信心仍有进一步释放的潜力。
- 具体按消费类型分，服务消费和餐饮消费在低基数下复苏弹性较为明显，2023年全年增速分别为+20.0%/+20.4%。而商品零售同比+5.8%，相对平稳，其中线上零售额同比+11.0%，仍高于社零整体水平但渗透率水平趋于平稳，此外可选消费品类波动较大，在年初低基数下反弹后，进入二季度末增长又迅速放缓，且最终来看仍受制于居民消费力的复苏进程，呈现量优于价的趋势。
- 而从消费行为来看，2023年国内消费行业体现出理性消费的特征，性价比消费趋势进一步突显：即消费者在底层需求满足的前提下，会更加积极的在不同平台比价找折扣，并对品牌选择上相对更重视产品实用品质，寻找更有效有性价比的消费需求满足载体。

图1：中国社会消费品零售总额及同比增速（亿元、%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图2：中国社会消费品零售总额及同比增速（亿元、%）

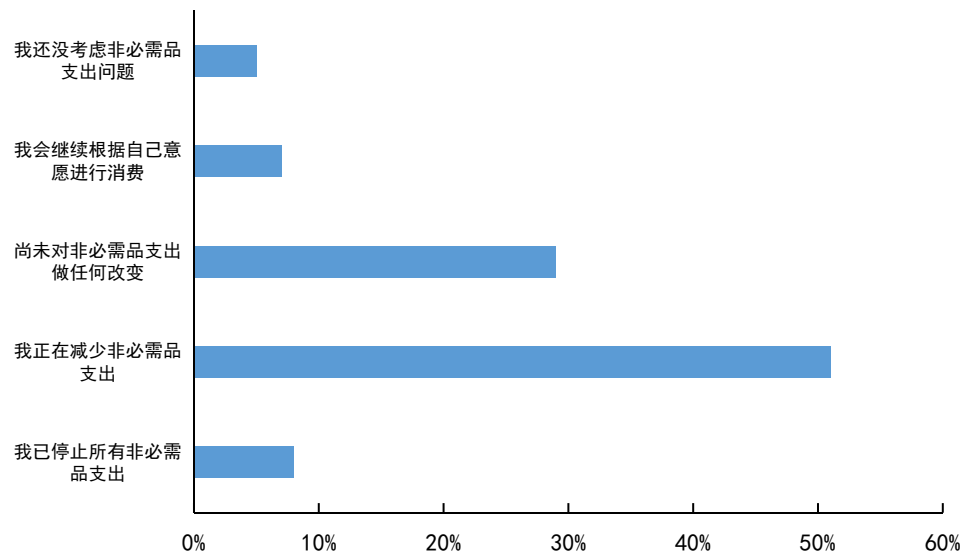


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

1.2 基于消费意愿和消费力的不匹配，性价比成为消费过程中的主要考量要素

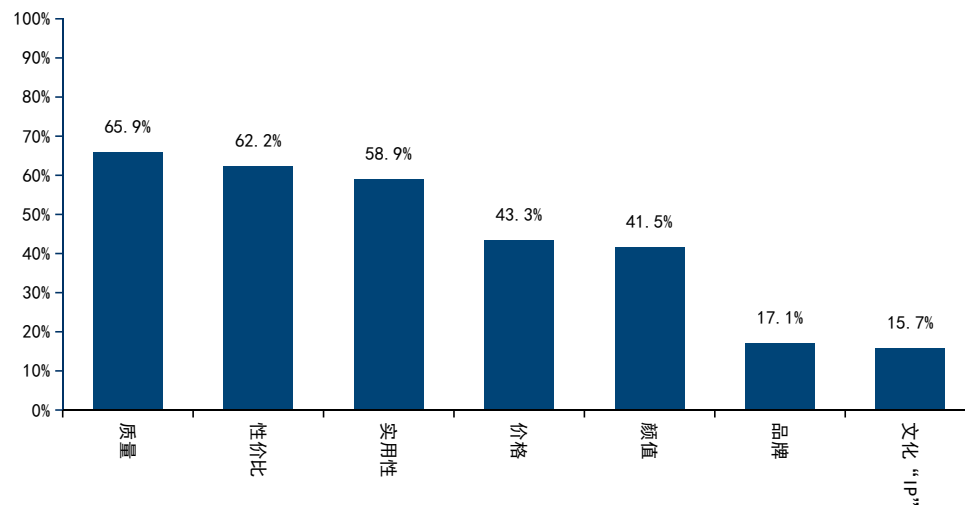
- 整体来看，23年消费者呈现出明显的“价格预算先行，品质追求延续”的消费特征。预算在中国消费者购物决策中的优先级提升，但消费者对于品质的追求没有变，会从品质和价格两处入手，寻找最优消费选择。
- 一方面，当前居民购买力受到经济压力下的就业及收入水平承压，以及疫情的疤痕效应影响，消费者对于价格的敏感度亦有所提升；但另一方面，2022年我国人均消费支出达到2.45万元，相较于2012年的1.21万元已实现翻倍增长，我们消费者过去多年随着收入水平提升下所培养的消费习惯和不断提升的品牌认知，使其对于好的产品以及好的服务追求并没有改变，只是在有限的支出下会更加精挑细选更优性能的产品和更解决实际痛点的服务。因此，注重质价比将为成为未来一段时间内的消费主流趋势。

图3：不同品类当前影响消费者购买决策的产品因素及其重要程度



资料来源：普华永道《2023年全球消费者洞察调研》、国信证券经济研究所整理

图4：当前影响消费者购买决策的产品因素及其重要程度

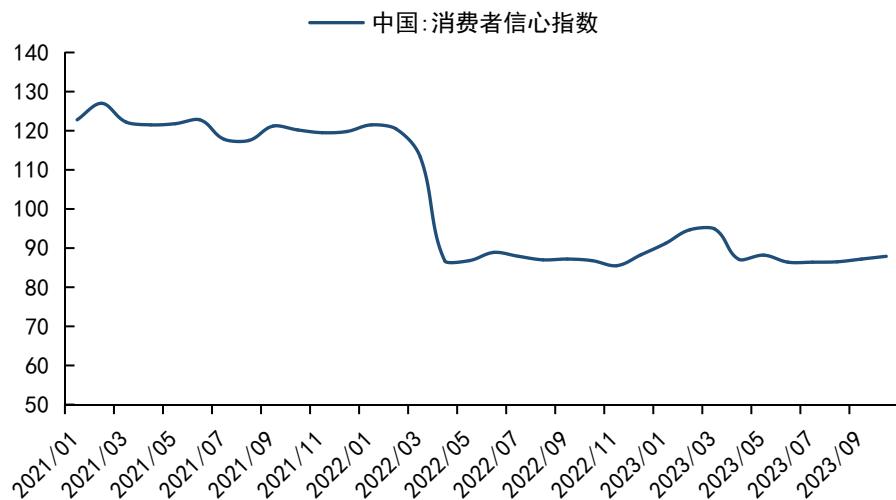


资料来源：中国青年报社社会调查中心、国信证券经济研究所整理

1.3.1 短期因素：宏观环境的变化是制约消费力释放的重要因素

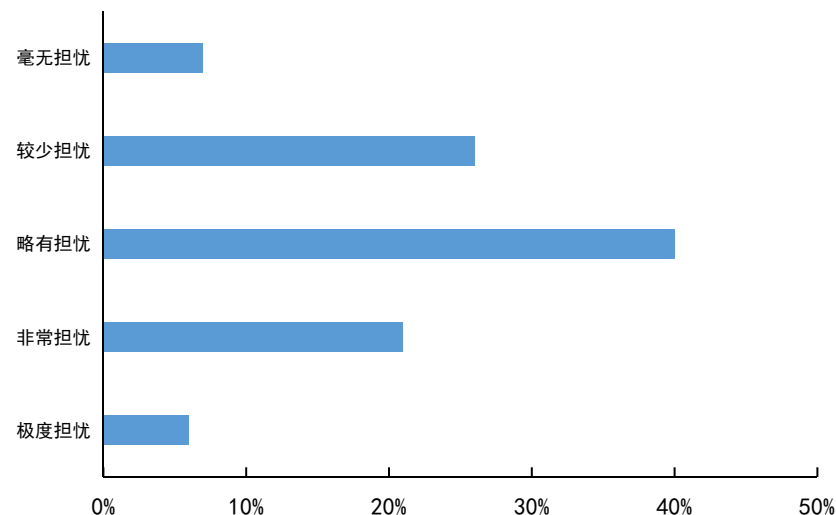
- 具体短期来看，对于未来收入的不确定性是当前影响居民消费力的核心原因。三年疫情的影响，叠加国内外宏观经济的变化，国内居民失业率阶段性走高，其中作为消费主力的青年人失业率正处于历史相对较高水平。也因此，鉴于当前的经济形势，中国消费者对于生活成本上升及其对个人财务状况的影响非常关切，根据普华永道《2023年全球消费者洞察调研》数据显示，有67%的受访者表示对个人财务状况担忧。
- 而对未来收入变化的不确定使得居民在作出消费决策时更多的考虑预算，因此在多个消费类目都呈现出了量优于价的恢复趋势，疫情后整个居民消费信心也呈现出渐进式复苏趋势，2023年10月中国消费者信心指数值为87.9，虽然已经有所企稳，但是仍处于近年相对低位。

图5：消费者信心指数变化（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图6：当前居民对个人财务状况的担忧程度



资料来源：普华永道《2023年全球消费者洞察调研》、国信证券经济研究所整理

1.3.2 长期来看：对比日美成熟市场，长期理性消费也将逐步占据主流

- 从长期维度来看，随着人均收入水平发展，社会人口结构固化，以及居民消费理念的成熟，国内未来也将逐步过渡到理性消费时代。参考日本美国的居民消费发展阶段，日本国民消费偏好先后经历大众-个性-理性-简约四大阶段。美国消费经历大众消费主导-品质化消费崛起-理性消费意识复苏三个阶段。
- 如图所示，根据日本学者研究，日本过去经历了4个不同的消费时代，而我国前期居民消费观念演变经历了与日本极为相似的第一、二、三时代。12-13年中国GDP增速进入个位数的盘整通道，与日本1980s较为相似，也是比较典型的第三消费时代中后期向第四消费时代即过渡的信号。考虑我国各个地区经济的发展不均衡性较大，一二线城市与三线以下城市消费特征也呈现较大的差异，但整体已逐步向“第四消费时代”进行过渡。

- 而参考日本第四消费时代的主要特征包括：社会意识；共享意识；追求简单、休闲；本土意识、地方意识；更加重视人。整体来看，消费者从过去追求物质主义、品牌效应开始向注重体验转变，以简约、共享、国货为特征的产品受到欢迎。而这些特征与过去两年来国内消费者呈现出的消费趋势有着较大的相似之处。

图7：社会经济发展变化带来消费习惯的变迁

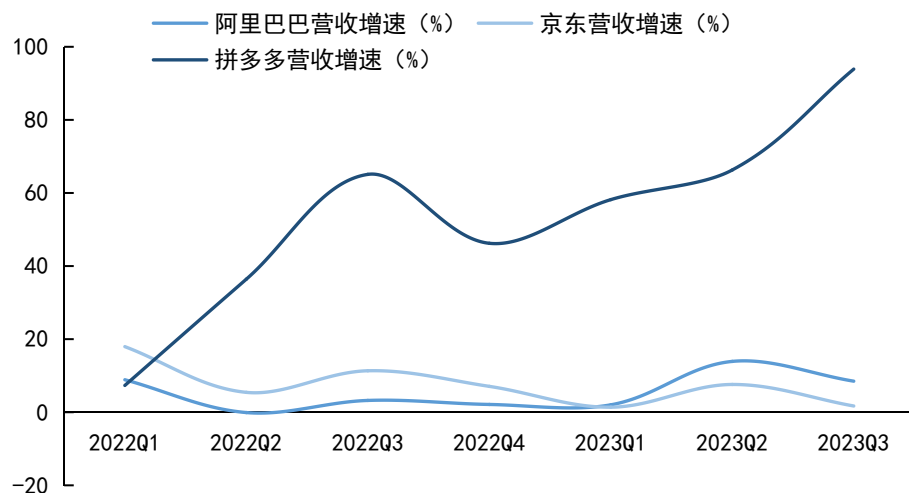
时代划分	第一消费社会 (1912-1941)	第二消费社会 (1945-1974)	第三消费社会 (1975-2004)	第四消费社会 (2005-2034)
社会背景	日俄战争胜利开始至中日战争东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	战败、复兴、经济高速增长期至石油危机；大量生产、大量消费；全国一亿中产阶级化	石油危机到低增长、泡沫经济、金融破产小泉改革；贫富差距拉大	雷曼危机、两次大地震，乡经济长期不景气不稳定等导致收入减少，人口减少导致消费缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%-2%	2%-1.3%-1.4%	1.3%-1.4%
老年化比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	National 消费属于私有主义， 整体来讲重视国家	Family 消费属于私有主义， 重视家庭、社会	Individual 私有主义、重视个人	Social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 美式倾向	个性化多样化差别化 品牌倾向欧式倾向	无品牌倾向 朴素化、休闲化倾向 日本化、本土化倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车私人住宅 3C大家电商品	量变到质变每家数辆私家车 个人化小家电商	联系是核心 几人一辆 汽车、住宅共享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者、啃老族	所有年龄层、单一化的个人

资料来源：三浦展《第四消费时代》、国信证券经济研究所整理

1.4.1 性价比时代下的消费特征—渠道比价：低价及折扣渠道呈现更优表现

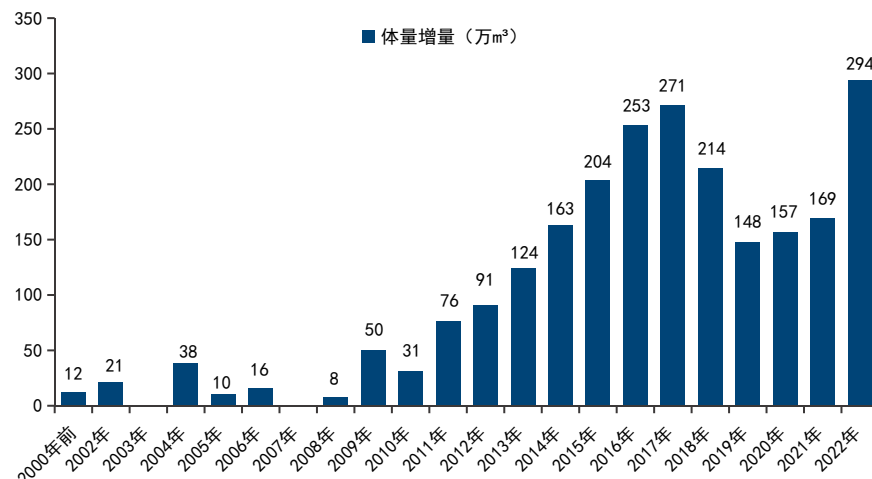
- 从当前消费特征来看，23年以来消费者低价国货特征趋势持续，同时线上比价正成为居民产生商品以及服务消费需求的起点。
- **线上：大促及低价直播间销售占比提升。**传统电商平台的大促活动对于平台前后月份的虹吸效应正在进一步显现。而近年来快速成长的拼多多，以及直播电商等低价线上渠道呈现快速增长。同时即使是必须在线下完成交易的服务型消费，线上浏览评价及价格和囤优惠券，也成为了多数居民消费决策的起点。
- **线下：中高端百货等业态复苏节奏平缓，折扣零售渠道受到行业重视。**同样受益于性价比消费的崛起，折扣零售如奥特莱斯、仓储超市等表现较好。据公司公告，23年三季度王府井奥特莱斯业态实现营收增速17.61%；百联股份奥莱业务收入同比+26.59%，均在各业态中处于领先恢复水平。此外，众多商超零售商积极加码仓储超市等业态布局，23年8月Costco在杭州开设中国第5家门店，开业前已有6万人办理会员。

图8：拼多多为代表的低价电商渠道增速远高于传统电商渠道



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图9：全国奥特莱斯数量持续提升



资料来源：联商网、国信证券经济研究所整理

1.4.2 性价比时代下的消费特征—品类及品牌间的平替

- **低价满足底层需求的品类：**消费者的底层需求满足的前提下，寻找更有效有性价比的品类载体，如，配饰需求：黄金VS钻石；出游需求：短途游（如City Walk）VS长途游；陪伴需求：宠物VS婚育；容貌需求：护肤品VS医美等。
- **国货替代趋势仍在延续：**近年来年轻消费者在品牌认知上对于国内品牌和国外品牌并无特别的偏好，更加关注产品本身，而在这一趋势中，当前国货性价比的相对优势被进一步得到突显：依托国内成熟的轻工制造业，以及灵活前瞻的渠道布局实现了早期突围，当前也在积极通过产品革新研发，实现消费者口碑的进一步提升。
- **大件高价转向小件高频低价：**对总价相对较高的消费品消费者会倾向于降低购买频次，转而寻找小修小补型，单件价格低可试错的产品。如近年流行的小样产品，以低成本实现大牌自由。对于品牌来说，可通过挖掘产品较长购置周期中的更高频需求，增加消费者购买机会。

图10：品类间的替代趋势在多个行业体现

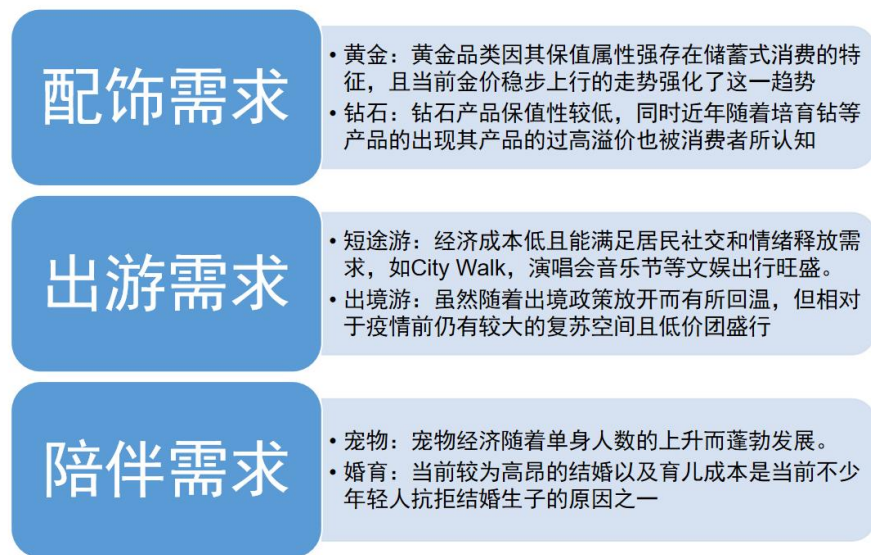
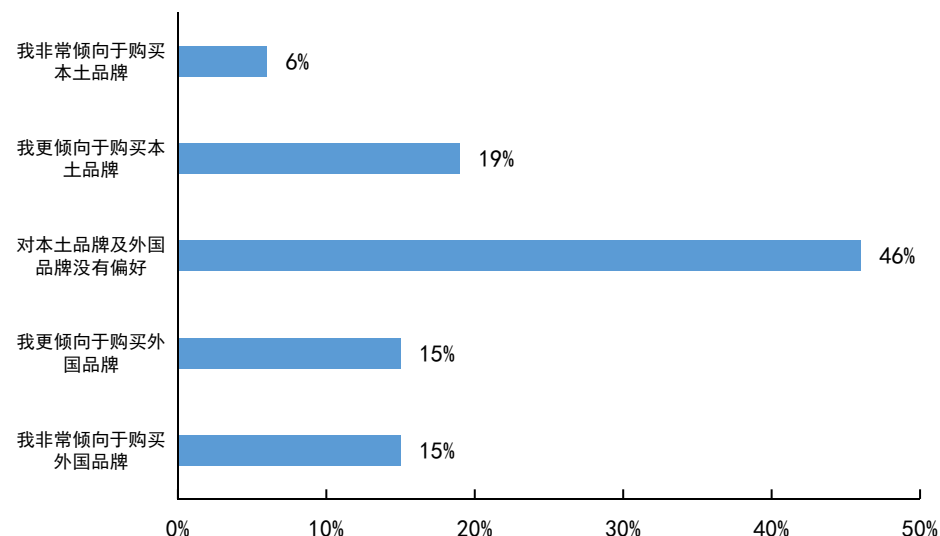


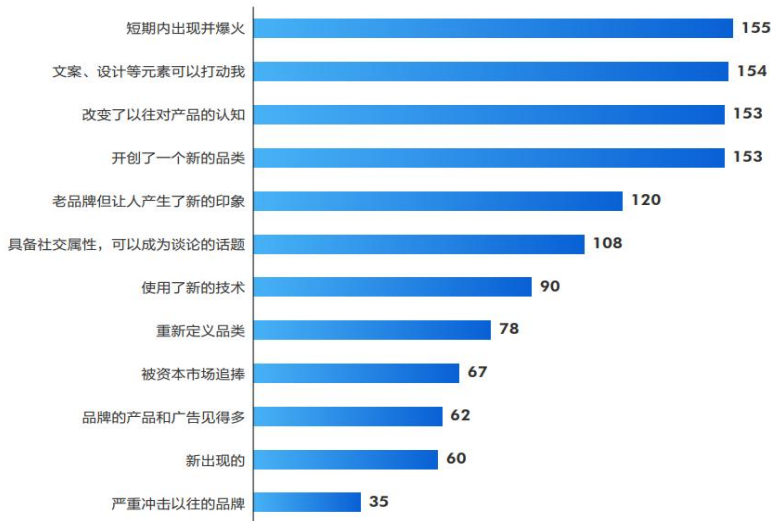
图11：国货崛起的势头仍在体现



1.5 性价比趋势对品牌影响：旧船票上不了新时代的船，品牌需找到新叙事模板

- 过去几年所受追捧的所谓新消费品牌遵循着以下的模式：品牌设计上首先讲出高溢价=好体验的消费升级故事逻辑；产品上突出新鲜感，未必是常态需求但具备个性化和话题度，可以引发短期爆点；传播上，依托移动互联网红利下的新媒体流量推广，从而在短期实现爆发式增长。最后在资本上，通过成长爆发带来企业估值的上升，吸引资本的加持，并通过资金持续循环投入挖掘和创造新的产品需求。
- 但随着消费环境的变迁，此前的消费叙事模板已经不一定再奏效：1）首先，当前的降本增效的大趋势下，平台及品牌端的各类费用投入在减少，背后的资本也在逐步退潮，投入的缺失一定程度上压制了新需求的创造、挖掘和推广，也打破了上述的消费主义循环。2）其次，社会环境的变化令消费者不再对消费升级时期下的高溢价品牌叙事全盘买单。近期所产生的“雪糕刺客”到“花西币”事件表明，品牌此前过度依赖流量的打法，部分品牌虽然短期实现了爆发式的增长，但成也流量败也流量，如未及时对品牌声誉资产的维护，导致品牌核心根基不稳，后期一旦出现品牌舆情事件后也极为容易出现口碑的反噬和崩塌。

图12：消费者对新消费品牌认知特征



资料来源：巨量算数、国信证券经济研究所整理

图13：消费品牌在新的需求导向下普遍需要强化性价比特点

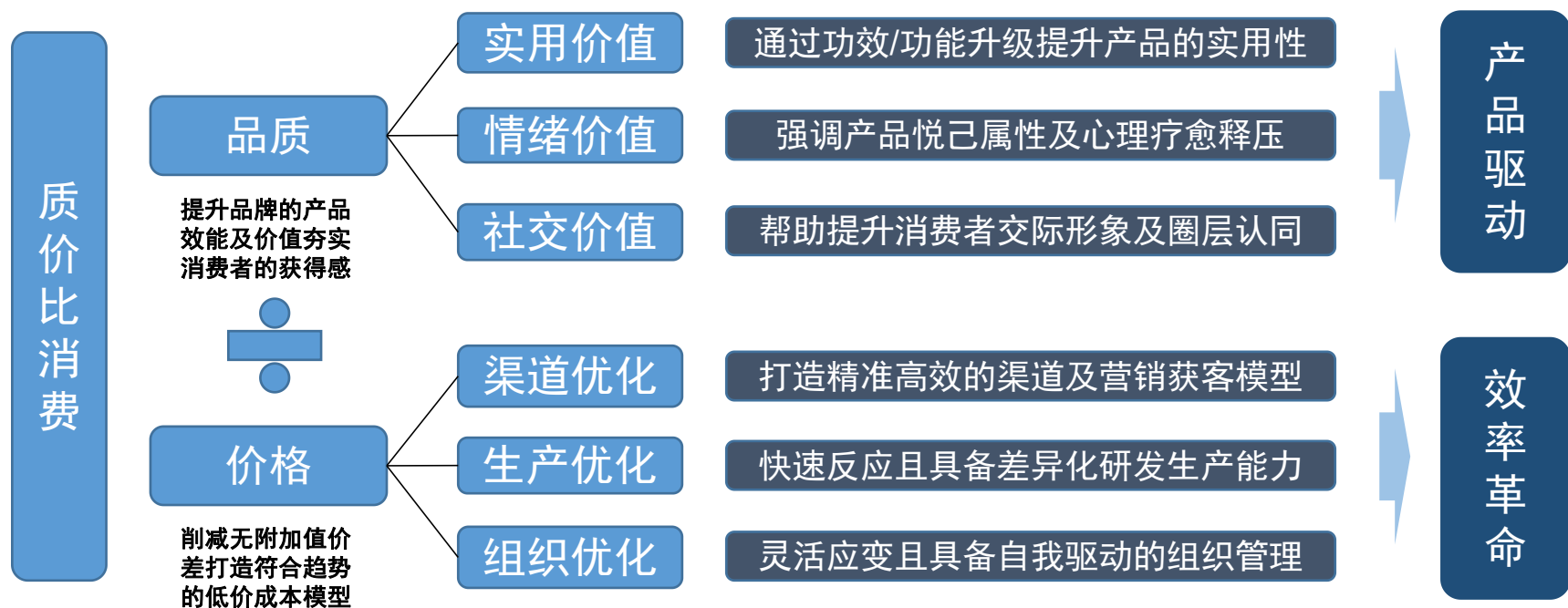


资料来源：新浪热点、国信证券经济研究所整理

1.6 紧扣质价比调整运营思路：围绕品质做加法，围绕价格做减法

- 基于上述判断我们认为大众品牌未来的发展重心应该在质价比的提升上，就新的消费环境趋势打造新的品牌叙事，缩减消费者对于品牌所提供产品或服务的“价格-价值”间的体验差。并从质价比的公式出发，围绕品质做加法，围绕价格做减法。
- **围绕品质做加法：**围绕消费者的需求提升产品价值，或是通过功效升级提升产品实用价值，更有效解决消费实际需求痛点；或是夯实品牌的情绪价值、社交价值等，满足当前经济疗愈期，消费者以低成本方式获得社交情感和安全健康需求，这也是“口红效应”的本质。
- **围绕价格做减法：**并不是追求价格战，而是通过从生产到销售的全链路流通革命，打造适应中低消费层的成本结构模型，削减没有附加值的流通价差。一方面，需要打通从消费者需求洞察到供应链快反的经营模型。另一方面，通过降低流通环节的成本费用创造低价毛利空间。

图14：围绕性能做加法，围绕价格做减法



资料来源：青眼、国信证券经济研究所梳理

二、围绕品质做加法：以洞察需求下的产品升级 夯实品牌价值

2.1 国内消费行业发展空间依旧广阔，但是增长驱动正在发生变化

- 纵观中国消费品市场，此前的发展驱动主要来自于渠道和营销拉动。1) 渠道驱动的底层在于国内人口和城镇化红利的快速释放，无论线上还是线下，企业通过渠道扩张追求最有效率和最大范围的消费者触达，本质上是帮助消费品发展前期实现渗透率的快速提升，但过度扩张也会导致库存压货行为出现；2) 营销驱动的底层来源于居民财富增长速度快于认知提升速度。财富的提升带来对于好产品的追求，在居民整体的消费理念和认知水平仍需教育的阶段，企业通过各类型营销传播可以较好的赢得青睐，但过于重营销也导致各种“智商税”的出现。
- 但从近年开始，随着宏观环境变化，上述各类红利逐步消退，企业再试图只依赖渠道和营销，只会进一步透支品牌潜在需求和市场口碑。而虽然当前财富效应和人口红利阶段性有所放缓，但消费者的消费理念和品质认知水平随着不断充分的供给以及信息的平权仍在持续提升，因而在行业渗透率已经达到一定程度的时候，品牌方就需要更优质的产品和更丰富的服务，去满足消费者不断升级的需求，才能促使消费者作出新的消费决策。因此产品端的推新和升级一定是品牌消费企业未来的发力侧重点。

图15：消费行业底层驱动力的发展变化

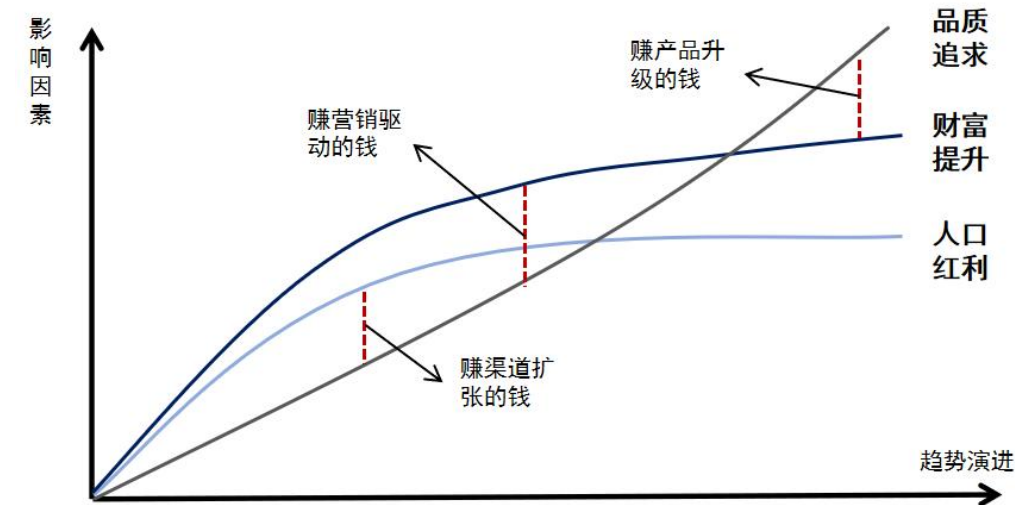
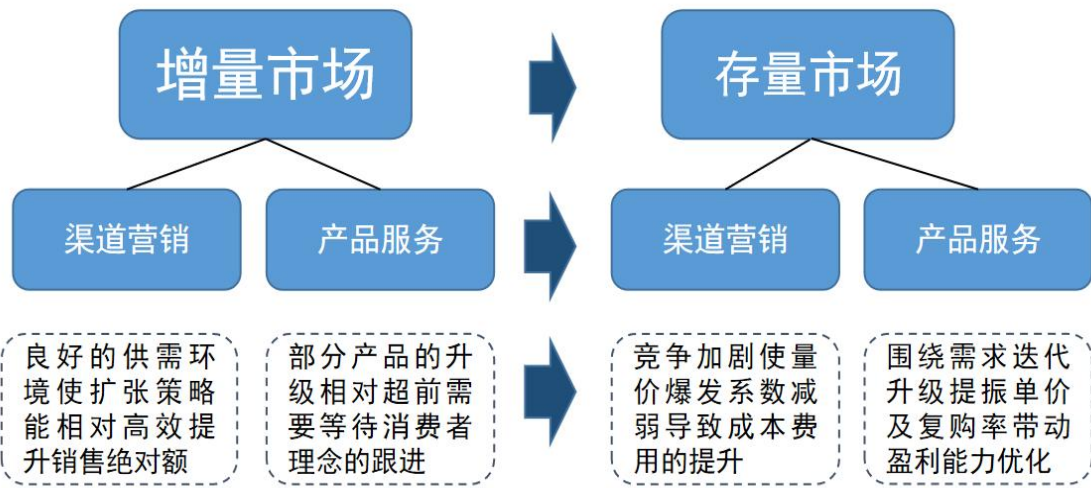


图16：消费行业底层发展变化



资料来源：贝恩咨询、国信证券经济研究所梳理

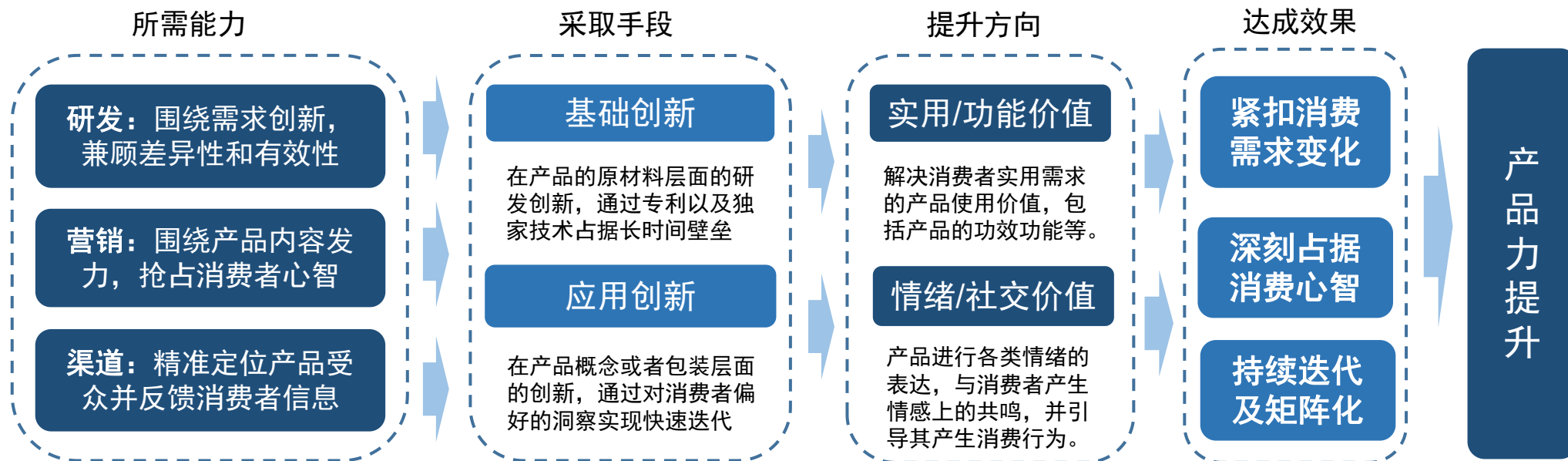
资料来源：联商网、国信证券经济研究所梳理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.1 我们对于品牌消费维度下的产品力定义

- 对于企业个体而言，性价比消费趋势下更需要注意的一点在于：只通过降价来应对，而没有产品端的差异化升级，在当前充分竞争市场背景下，只会导致盈利水平持续恶化。因此品牌更需要围绕产品力这一点来提升品牌吸引力，通过加强产品创新升级满足消费者需求实现持续量价成长。
- 我们对于品牌产品力的定义是：具有打造强消费者认知的产品升级迭代能力。
 - 强消费者认知包含了两层意义：1) 产品开发紧密围绕并满足消费者的需求；2) 产品能够建立较强的独占性消费者心智；
 - 产品升级迭代同样包含两层意义：1) 产品能够依托技术迭代实现功能性提升；2) 产品具备系列化和矩阵化的能力。
- 对于企业如何提升产品力，我们认为主要需要如下的三个能力、两大手段和两个主要方向，下文我们也将详细展开分析。

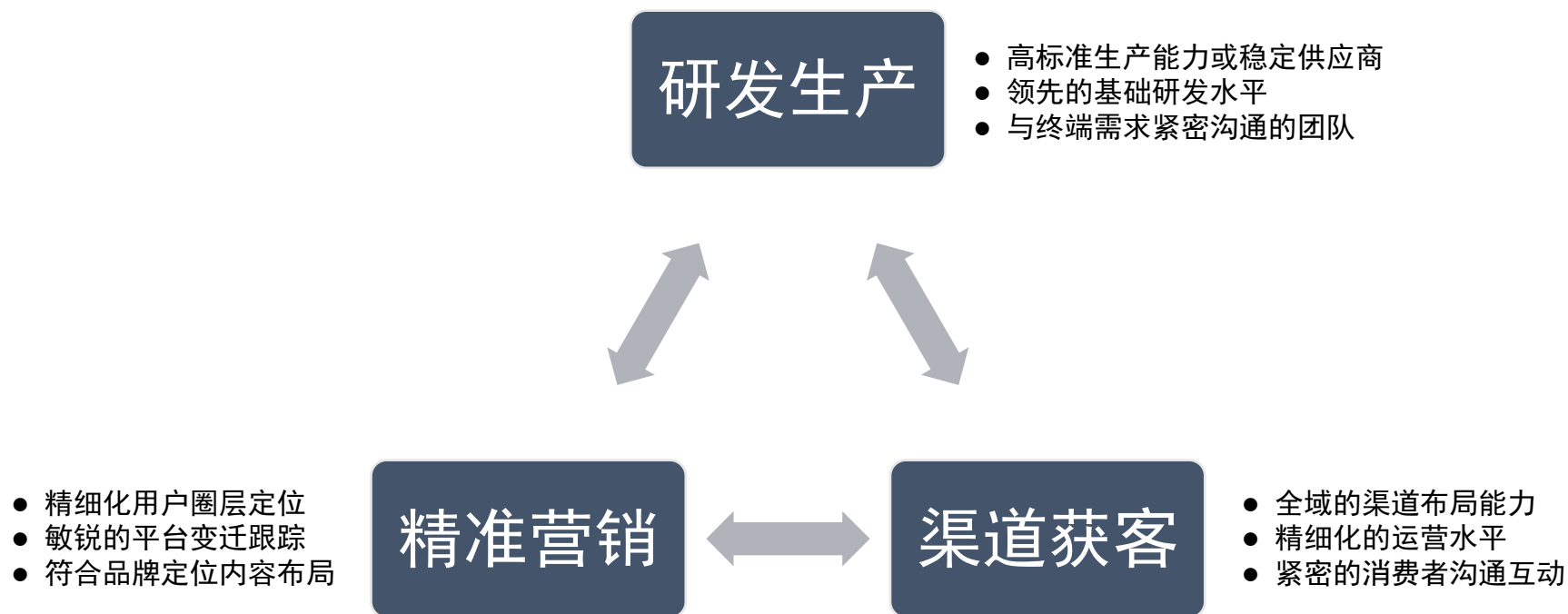
图17：品牌的产品力详解



2.2 产品驱动的能力构建：产品创新需要品牌具备三位一体的能力

- 产品力的提升并不是多数人理解的仅仅是研发能力的提升，而是需要企业在营销、渠道和研发等多层面的全局能力。而多数品牌仅具备其一或其二的的能力，这也是我们认为当前真正具备强产品力的品牌相对稀缺的核心原因。总结来看，我们认为拥有较强产品力的企业需要具备：
- 1) 研发生产：研发层面拥有差异化核心技术壁垒，生产层面高标准质量基础上的快反能力；
- 2) 营销层面：需要精准围绕目标用户特征，灵活应用多元化推广方式，以建立深入人心的产品消费者心智；
- 3) 渠道层面：需直营等强渠道把控能力的搭建，实现与客户的直接沟通，把握需求变化，以及对产品价格体系和形象的更好维护。

图18：品牌提升产品力的三大能力具备



资料来源：青眼、国信证券经济研究所梳理

2.3.1 产品创新的不同手段：基础创新VS应用创新

- 产品创新可以大致分为基础创新和应用创新，两者对于企业的能力要求有所不同。
- **基础创新：**从新技术开发出发，基于产品的原材料等底层技术所做的科技创新，成功后往往可以开辟出一个新的细分品类或产品理念，并帮助品牌在此领域建立较长时间的独占性消费者心智，其核心在于底层技术的前期研发能力，同时需具备将此技术推广并被消费者广泛接受的能力。比如：化妆品领域，重组胶原蛋白等创新原料技术的开发是国产品牌实现与国际品牌产品差异化的重要手段。
- **应用创新：**从消费需求洞察出发，基于消费者已经出现的差异化偏好，通过产品形态以及使用方式上引入新概念，或是现有技术基础上的差异化微创新，以发现并快速填补消费者尚未被满足的细分需求，并占据一定的利基市场。通常需要企业配合强大的热点营销能力，能够短时间实现销售放量，帮助品牌快速占据销量高地。其核心在于快速发现趋势变化并及时通过供应链迭代实现产品上新。比如：同样在化妆品领域，基于消费者对于小包装产品的偏好的提升产生了安瓶及次抛等新包装规格下的品类。

图19：品牌的两种不同产品创新手段详解



资料来源：魔镜情报、新世相、品观网、国信证券经济研究所梳理

2.3.2 产品结构的不同类型：经典单品VS流量爆品

- 两种不同的产品创新手段，在最终体现的产品类型上也有所不同。具备基础创新能力所开发的产品由于具备较高的研发壁垒，能够成为长久不衰持续为品牌贡献收入来源基本盘的**经典单品**；而应用创新的产品因为快速及时响应了消费者需求，能够形成快速引流的**流量爆品**。
- 两种不同的产品类型对于品牌均有不同的重要意义：1) **经典单品**通过自身升级更新维持产品热度，提升品牌的用户忠诚度，为品牌的销售提供稳定的基本盘。2) **流量爆品**通过短期快速的热点提升，可以扩大品牌的用户圈层，并实现销售额的爆发。
- 此外两者往往也可以互相转化。经典单品的成功运营也可以成为当期的爆品，为品牌带来爆发式的破圈拉新效果。而同样，爆品如果经营维护得当，也可以逐步成为经典单品为品牌持续贡献一定比例的销售收入。

图20：品牌两种不同产品类型详解

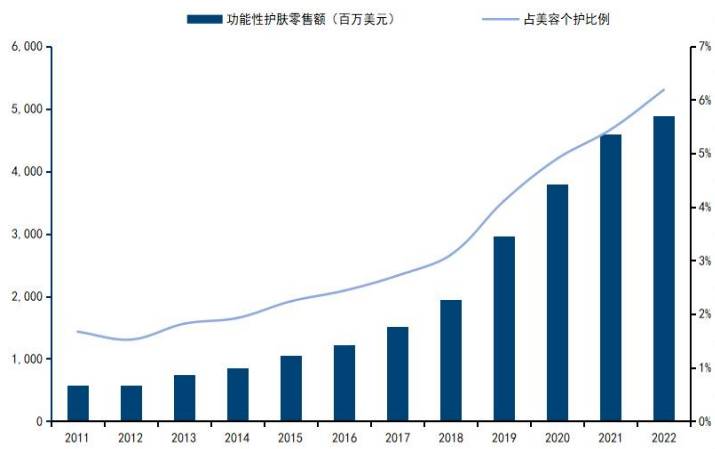


资料来源：公司官网、天猫旗舰店、国信证券经济研究所梳理

2.4 产品价值提升方向—实用价值：功效/功能正成为产品升级抓手

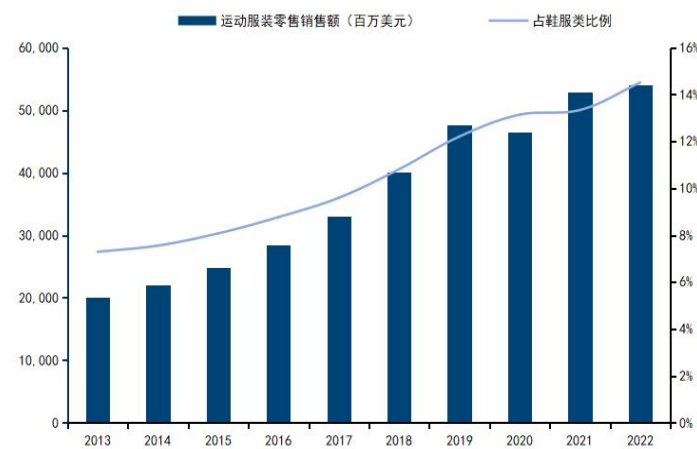
- **实用价值是产品价值的基础。**当前对于实用价值的提升在不同的消费品类体现形式有所不一，但大致方向一致。主要是围绕生物科技、智能硬科技等方向进行研发创新，提升产品的科技含量，以更精准有效解决消费者在实际生活中的需求痛点为目的。
- **本身新一代消费者的消费理念持续的教育下已经极为成熟，**品牌建立信任感的难度也在提升，当前树立产品功能性的大旗，能够有效帮助自身产品实现较为完善和权威的品牌专业背书，并在日益红海的竞争市场中建立差异化消费者认知。因此，如下图所示，我们看到近年来如化妆品、服装、食品等大众可选消费品，均呈现出功能性的细分赛道增长远好于大盘的情况。未来随着当前国内消费者的消费习惯不断地趋于成熟与专业，消费者也将持续追求更安全、更健康 and 更高效的生活方式，因此相关细分赛道的需求也将进一步提升。

图21：功效护肤增速好于护肤品大盘



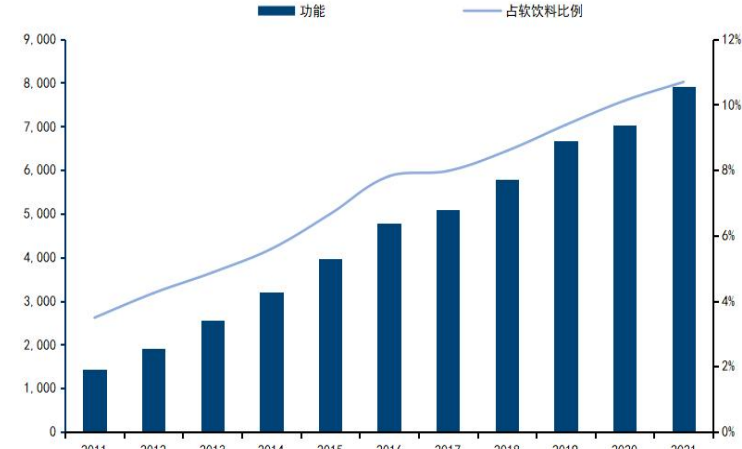
资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

图22：专业运动服装品类增速好于服装鞋服大盘



资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

图23：功能性饮料类目增速好于饮品大盘

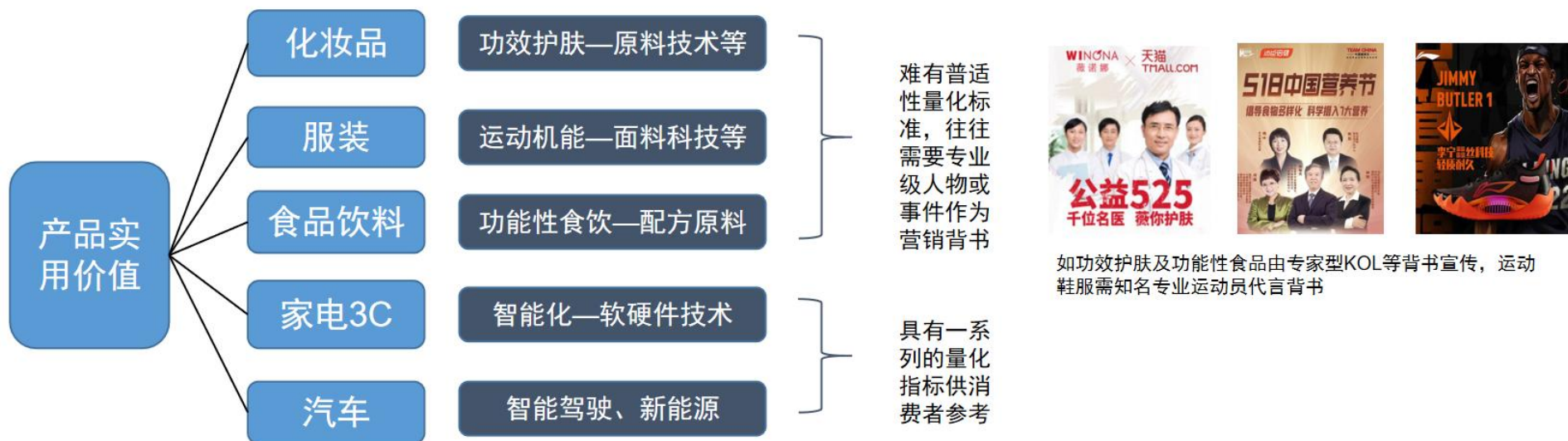


资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

2.4 产品价值提升方向—实用价值：功效/功能成为产品升级抓手

- 将产品的功效/功能作为品牌向消费者传递价值的抓手，能够明确告诉消费者这个产品解决了什么问题，但对于品牌来说，更为重要的是需要告诉消费者：“为什么是我这个品牌能够帮助你解决这个问题”。随着当前信息社会的发展，社交媒介的成熟应用为消费者实现了信息平权，也为消费者提供了更多易于辨别产品实际性能的手段和工具。因此对于品牌而言，首先需要自身产品具备真实且经得起考验的功效和功能，这需要企业在前期就搭建出领先且扎实的科研体系，形成丰富的产品科研储备。
- 同时，对于部分“软性”可选消费品而言，比如化妆品/服装及食品等，由于其个性化程度高，以及功效显现的及时性不强，其产品功能性在多数情况下，也很难以明确量化的标准去界定。更多在于消费者的偏主观判断，以及相类似主观意见不断泛化扩大后形成的主流认知，因此除了研发技术的提升外，对于品牌营销及渠道层面建立消费心智的能力也同样重要。

图24：不同品类产品实用价值的特征

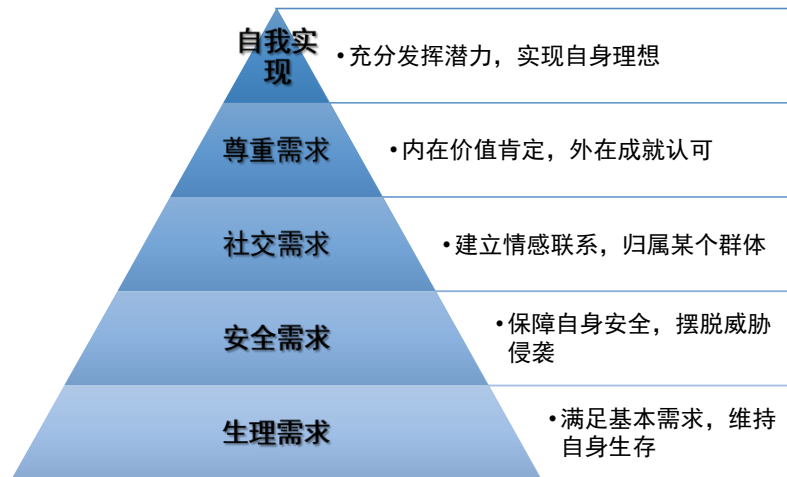


资料来源：品牌官方公众号、国信证券经济研究所整理

2.5 产品价值提升方向—情绪价值：满足低成本悦己需求，实现品牌溢价

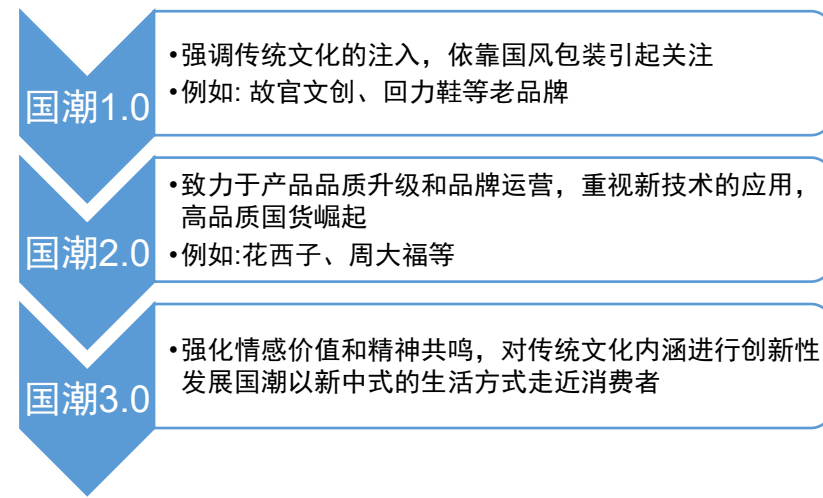
- 对于消费者而言，虽然在理性消费趋势下，消费者会更加重视产品的本身实际价值，但这并不意味着会完全摒弃产品的情绪价值。根据马斯洛需求层次理论，居民在满足生理和安全等底层需求的基础上，会更加追求社交认同及自我实现等要求。这一趋势长期是持续的，只是在当前消费力相对承压的背景下，消费者会更加倾向于通过低成本的方式获取情绪/社交价值，而这也是“口红效应”的本质。
- 现代社会，消费这一行为不仅仅只是满足个体生理需求，同时也是进行社交、彰显个性以及实现自我肯定重要形式。但对于品牌而言，这些需求的满足需要较强的消费者洞察和产品灵活迭代能力。首先，提升产品情绪价值的前提是洞察消费者，而在当前这样一个割裂的时代，消费群体圈层化越发突出，且年轻消费者对品牌传播的价值也越发挑剔，同时情绪热点变化速度也极快。其次，情绪价值同样也需要有落脚点，包括环保可持续、爱国正能量、性别尊重等，有切实被分享被传播被满足的内容价值，而不是品牌自我陶醉的空中阁楼。
- 对于国货品牌而言，当前国潮文化的崛起是值得重视和把握的提升产品附加值的重要手段。年轻消费者对于传统文化的认同感不断提升，但国潮不应只停留在对“老”品牌的情怀消费，需要对传统文化内涵进行创新发展与时俱进，打造让消费者所向往的新中式生活方式。

图25：马斯洛需求层次理论



资料来源：亚伯拉罕·马斯洛《人类激励理论》、国信证券经济研究所整理

图26：国潮理念的迭代升级



资料来源：英敏特咨询、国信证券经济研究所整理

2.5 产品价值提升方向—情绪价值：满足低成本悦己需求，实现品牌溢价

- 案例一：日用品行业中，名创优品将今年作为公司全球品牌战略升级的开局之年，重点推进产品升级，保持高性价比满足消费者多样化消费需求，同时推出基于兴趣消费的新产品。例如公司年初宣布香薰作为第一战略品类，香薰产品作为居家场景的延伸，在悦己经济与疗愈概念的加持之下，作为典型的低客单高附加值产品实现快速增长。而公司也通过“亲民的价格+调香大师合作+顶级品牌同供应商”实现了该类产品的快速放量增长。2019-2021 年，名创优品的香薰产品销售额复合增长 26.9%。且产品的持续升级迭代升级不仅开拓了应用场景，也推动单价持续提升，进而带动毛利率持续优化，公司23财年毛利率同比提升8.29pct至38.73%。
- 案例二：黄金珠宝行业中周大福的推出的古法金“传承”系列，帮助其实现品类突围。如我们前文所述，在保值消费的理念下消费者愈发认可黄金的保值属性，但只有保值属性的话，黄金产品将变得极为同质化，因此也需要产品设计感的提升来强化悦己属性以带动品牌溢价，如周大福的传承系列古法金，推出以来打破年轻一代对黄金饰品设计感不足的认知，带动行业内古法金浪潮，也为公司发展提供主要动力，带动旗下产品平均售价持续提升。使得公司在下沉渠道扩张低毛利品类占比提升过程中，通过该产品的升级维护了整体毛利率稳定。

图27：名创优品的第一战略品类香薰产品的迭代

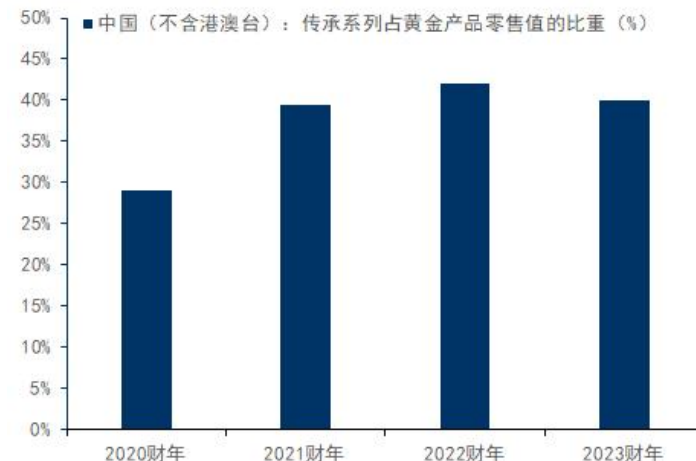


- 售价：33元/100ml
- 主要场景：洗手间/柜橱等
- 建立极致性价比认知



- 售价：90元/100ml
- 场景：办公室/家居摆件等
- 建立美好生活方式认知

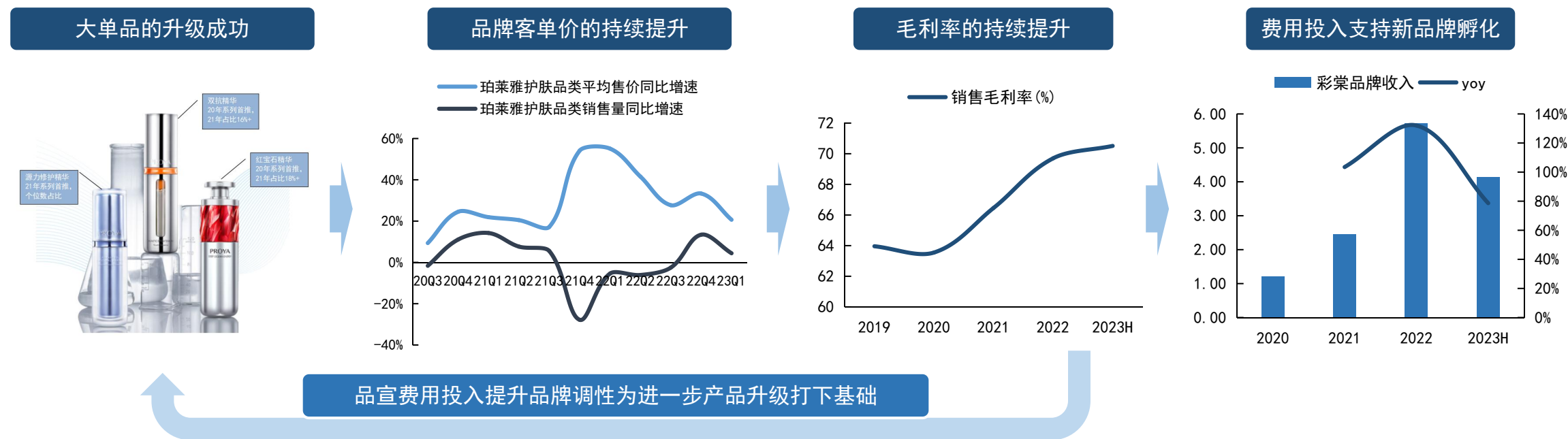
图28：周大福古法金“传承”系列占比稳步提升



2.6 总结：量价共振带来毛利率提升，支撑品牌实现链式发展

- 通过产品升级带来的收入端增长，可以实现产品件单价以及复购率和连带率的提升，而品牌整体客单价水平的推升，有助于支撑品牌毛利率水平提升。而毛利水平的优化也给予品牌在加剧的竞争环境下，提供了更加充足的费用投放空间，一方面可以用于支持原品牌形象的维护和升级，为进一步的产品升级打下基础，另一方面也可以为企业的第二曲线孵化提供支持。
- 如珀莱雅自19年实施大单品战略以来，品牌的客单价水平持续提升，带动毛利率水平走高；以及前文举例的名创优品和周大福同样在产品升级下实现了毛利率的优化。而毛利水平的优化助力品牌：一是提供品宣费用进一步拔高品牌形象，二是也帮助他们为孵化新品牌提供了充足的弹药，如珀莱雅的新品牌彩棠的发展，以及名创优品的潮玩品牌TOP TOY等，在集团资源资金的支持下均实现了前期的快速破圈发展。

图29：珀莱雅通过产品升级带动下的链式增长

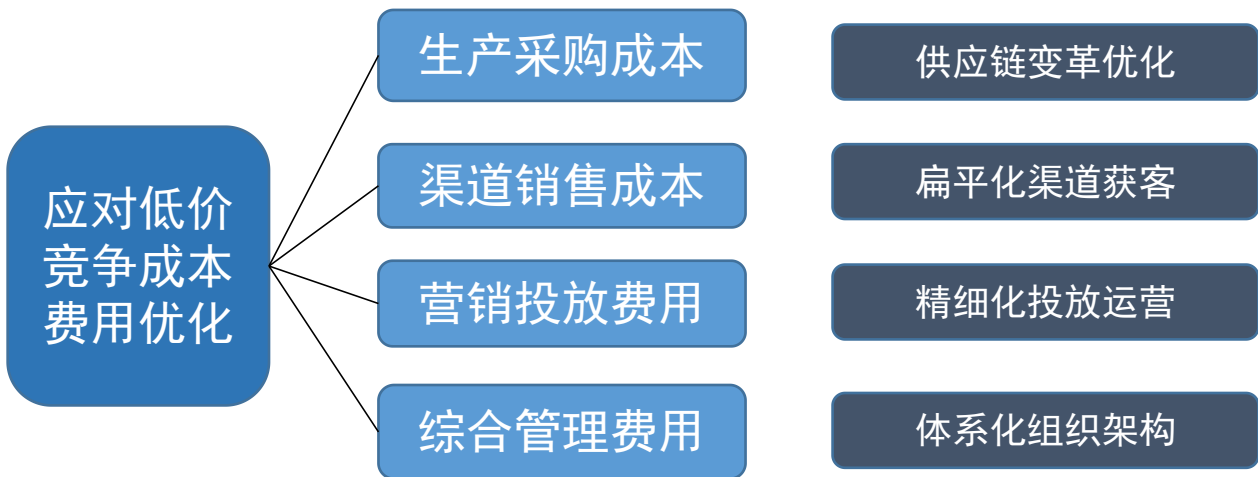


三、围绕价格做减法：以全链路的效率革命重塑 企业成本模型

3.1 品牌产业链的全链路效率革命，打造适应低价的成本费用模型

- 面对理性消费趋势，除了产品的针对性迭代升级外，企业也需要打造适应低价消费层的成本费用结构模型，这需要通过从生产到销售的全链路流通革命。当前多数品牌呈现的高加价率，往往是为了满足冗长的采购及销售环节的利益分配，一定程度上是落后生产方式在价格端的表现。因此，正确的品牌价格优化并不是以牺牲产品品质为代价，而是在维护住产品的前述实用、情感、社交等价值基础上，消除中间没有产生产品附加值的流通价差，这样才得以实现不影响整体盈利水平的基础用更优惠的价格吸引和满足当前更多的消费者。
- 当前效率提升对于消费产业已经具备充分性和必要性，一方面，当前各项数字化技术，包括大数据、人工智能等技术的推广和应用，以及现代化组织理论，为品牌实现流通效率的革命提供了便捷实用的工具和方法论；另一方面，竞争的加剧倒逼企业作出变革，在行业红利期，品牌自身推进这些难而正确变革动力不足，但随着行业竞争越发激烈，生存压力下越来越多品牌开始主动求变。
- 整体来看，我们认为产业链流通的变革主要包括：前端搭建能够对消费者数据及时、精准洞察的DTC渠道；后端能够建设快速反应迭代的研发型供应链；中端能够构建全面赋能企业自我迭代成长的内容和数据处理中台。

图30：品牌成本费用的拆解



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

3.2.1 效率提升之道：现代化的管理组织是重要基础

- 一个匹配企业核心战略的现代化组织是实现品牌高效率运营的基础。面对变化中的消费趋势，一个自驱型的组织才能灵活适应新形势。虽然从投资的角度，我们很难量化的去评判一个组织管理的好坏，但我们认为一个优异企业组织至少应具备以下几个特征：
- 1) **适应企业发展的组织架构迭代。**企业的组织架构不应是一成不变的，要适应企业自身发展以及外部变化而有相应的调整。我们往往看到一个品牌在创立初期发展十分迅猛，源于业务早期管理线路单一对应的执行力也较强，但业务做大越发复杂之后，反而面对市场的变化出现船大难掉头的现象，一定程度就是因为组织管理没有跟上自身发展和时代的变化。
 - 2) **合理的考核和激励机制。**搭建合理且市场化的考核及激励机制有助于稳定并吸引人才，从而保证企业长期发展步调的一致性。现实中我们看到企业虽然前台人员个体能力很强，但因为组织不合理的考核分配机制，带来各部门的利益不一致，导致出现效率低下的情况。而合理的激励机制有助于最大程度激发全员的经营活力，稳定现有人才并吸引外部人才。
 - 3) **联动所有前台部门的中台机制。**在具体经营中，我们往往也会看到优秀企业的某个核心人物的离职，会导致品牌原有的战略难以持续推进，体现出高管个体对企业整体的影响较大，这时候需要企业需要搭建一套较高体系化和数字化程度的架构从而减小对于个体的依赖。

图31：现代化组织的特征



资料来源：英敏特咨询、国信证券经济研究所整理

3.2.2 效率提升之术：数字化的能力是核心要素

- 数字化技术的成熟应用目前已经贯穿于品牌的整个运营环节，从最外显的渠道数字化以及营销数字化，到内部的数字化管理提效，以及后端的产品开发和供应链的数字化。通过一系列的全程数字化改造，为品牌公司不仅带来增长，同时也进一步优化了企业的盈利模型。
- 当前人工智能技术的发展成熟也为品牌企业提供新的降本增效工具。对于品牌企业来说，AI技术可以在选品、客户服务和沟通上针对目前消费者的个性化变化趋势快速做出反应，从而提升产品迭代和服务沟通的效率；同时生成式AI技术作为营销工具应用能够在短时间内制作出精美、富有创意的宣传文案、图片、视频等，并能精准匹配对应人群实现有效投放，能够大大降低制作成本和人工费用。
- 但需要注意的是，企业也不应盲目迷信和尝试先进技术，任何技术都是只是服务于企业发展目标的工具，需要围绕自身的品牌发展定位，考虑企业成长阶段，从优化盈利模型的角度去理性考量，毕竟再创新的技术也只有适合自己的才是最好的。

图32：数字化贯穿于品牌运营的全程助力实现降本增效



资料来源：3亿邦动力、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图33：品牌客户服务中的生成式人工智能用例

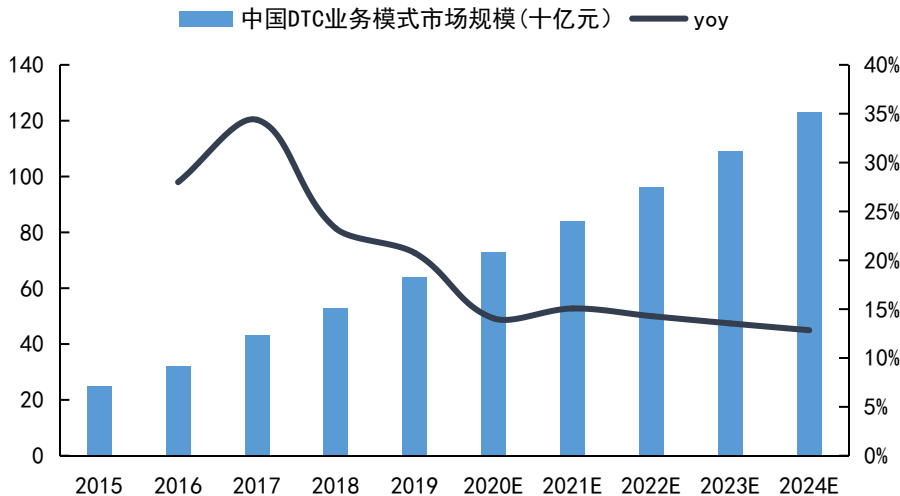


资料来源：普华永道《2023年全球消费者洞察调研》、国信证券经济研究所整理

3.3.1 渠道端：DTC模式实现品牌直连消费者

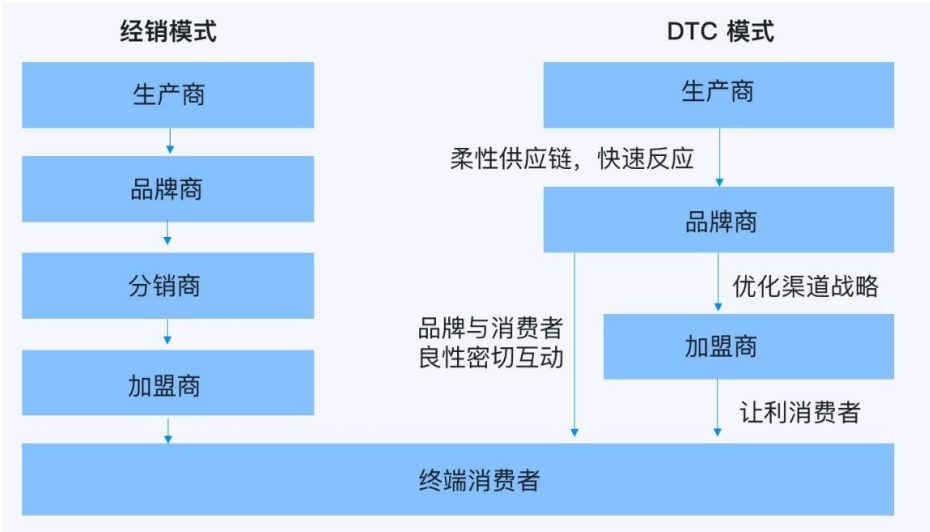
- 品牌的渠道模式大体上可以分为直营和分销，多数国内品牌在发展初期均是以分销形式为主。而对于直营或是类直营的销售，模式虽然品牌渠道把控能力强，但是资产较重且对货品管理能力要求极高，不利于初期快速下沉扩张获取市场份额。但当进入当前渠道红利结束期，行业面临供大于求的存量竞争时代，对品牌的产品快速迭代和消费者洞察提出了更高要求。这时候以往庞杂的分销网络反而成了制约品牌调整改革的因素，难以协调的分销商利益让品牌无法及时获取消费者数据，且对品牌形象和价格维护也相对较难，同时部分品牌前期的过度扩张往往也积压了大量社会库存，成为品牌进行产品调整和上新的掣肘。
- DTC(直面消费者)业务模式就是这样背景下发展起来的，核心理念在于当前渠道早已不仅仅只是销售的通道，更是实现消费者洞察的通道。品牌需要与消费者建立直接联系并形成紧密互动关系，保障时刻有效洞察消费者需求，降低品牌与消费者的沟通成本，帮助品牌了解定位用户的需求变化以及消费偏好，指导研发端实现产品的有效迭代，同时指导营销投放精准触达消费者，并有效建立消费者心智。

图34：DTC模式的市场规模变化



资料来源：尼尔森咨询、国信证券经济研究所整理

图35：传统分销模式与DTC模式的区别

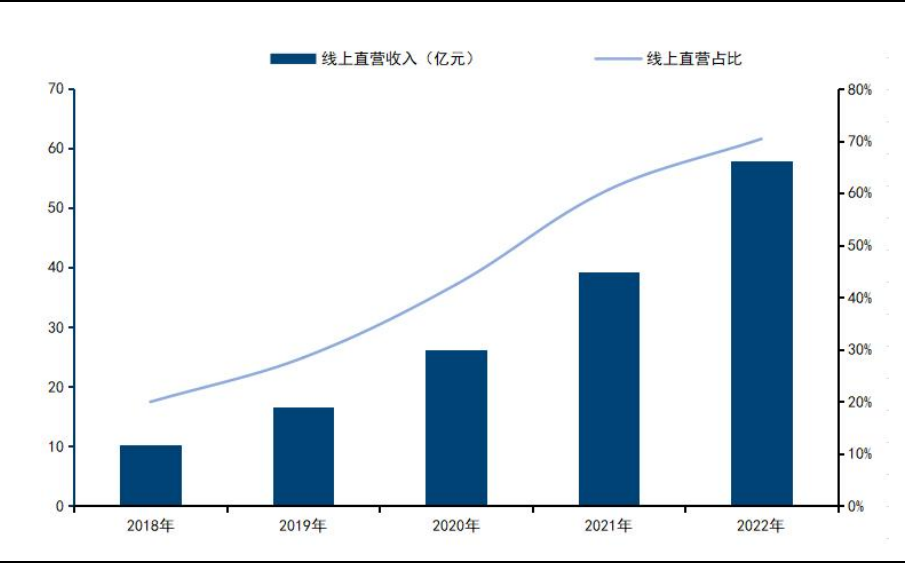


资料来源：尼尔森咨询、国信证券经济研究所整理

3.3.2 渠道端:DTC模式创新不断, 本质在于缩减品牌与C端沟通成本

- 但DTC的模式一定程度也需要企业具备较强的终端运营能力, 品牌需要承担更多的渠道搭建、销售服务以及库存承担, 因此如果品牌在没有运营能力基础上轻易推进相关布局, 可能非但无法帮助实现效率提升, 反正加重了经营压力。
- 线上DTC体系如珀莱雅: 公司在行业初期就开始探索线上化, 过年积累下公司进行了多次的线上团队迭代才搭建出不落后于行业发展趋势的团队能力。早期由于线上处于流量红利爆发期, 对于运营的精细化要求较低, 关键点在于企业经营思路的转变和团队组建。但随着当前线上竞争加剧及投放费用不断高企, 对于企业精细化运营的要求也越来越高, 也需要更加专业化和多元化的运营团队。
- 线下DTC体系如名创优品: 大多数品牌的线下渠道直营化体系相对难以搭建, 主要源于企业自身管理边际有限, 以及原有经销商体系的桎梏。但名创所推行的合伙人模式, 虽然开放加盟, 但加盟商不参与门店管理更像是投资者, 而具体经营中由公司来实现对选品、质量、品牌的把控。从而在利用加盟商的资金助力实现快速扩张的同时, 也保证了品牌对于终端的把控。

图36: 珀莱雅的直营占比持续提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表1: 名创合伙人模式比较

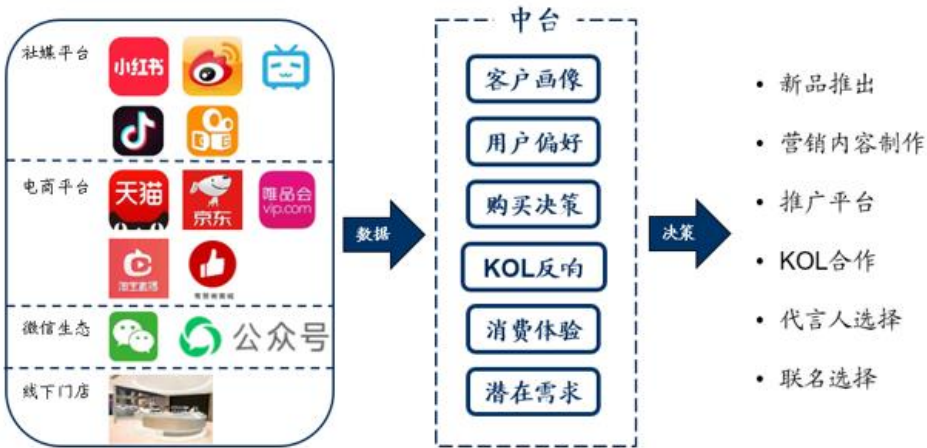
	名创合伙人模式	代理模式	直营模式
公司收入	终端销售额的62%（食品为67%）；授权费（2.98万元/年）；管理咨询费；特许权使用费；货品保证金（25万元，一次性收取，在解除合同后全款无息返还）	向代理商销售商品收入	终端销售收入
合伙人/代理商收入	终端销售额的38%（食品为33%）	终端销售收入	/
公司成本及服务	产品设计与开发；供应链管理；品牌管理相关（广告）开支；提供门店管理及咨询服务（主要包括门店室内装修、室内设计、员工培训、定价、产品管理及库存补货）；并持续监控门店运营情况	产品及供应链成本；提供门店员工培训及其他指导	所有管理运营成本
合伙人/代理商成本	授权费；管理咨询费；特许权使用费；货品保证金；运营成本（租金、员工工资、物流开支、水电开支、促销费用等）；承担门店管理责任	授权费；购买商品成本；运营成本（租金、员工工资、物流开支、水电开支、促销费用等）	/
产品选择和定价	合伙人可以决定产品的类型（只提供由公司供应的产品），并有权在公司建议零售价的指定范围内，设定产品零售价。	代理商决定产品类型（只提供由公司供应的产品或经公司书面同意销售的其他产品），对门店销售的存货拥有定价权	公司全权决定
存货风险	商品售予终端客户前，公司拥有存货所有权。名创合伙人承担库存风险	代理商对产品拥有所有权并承担产品发货或交付时的亏损风险	公司承担所有权并承担亏损风险
期限	不超过三年且在协议终止前经协商可续签	通常为二到十年	无限制

资料来源: 公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

3.4.1 营销端：通过精细化布局优化营销投产比

- 品牌企业中费用端绝大部分通常为营销费用，因此如何实现营销费用的最优化，是实现降本增效的关键。
- 而当前精细化营销的难度正在上升，原因也在于消费者的圈层化：即对于个性的彰显与融入社群的需求同时存在，同时当前投放媒介也呈现去中心化趋势。因此要求品牌方：一方面是完善前台投放部门的团队分工和建设，另一方面是创建强大的业务数据中台，帮助整合、存储和分析有关集团所有品牌和产品的全部目标用户及内容数据，制定出更加精准和定制化的营销行动方案。
- 比如欧莱雅采用的KOL小分队战术，即在同样投放预算的前提下，将原先对单个KOL的投放，拆解成对多个小型KOL或KOC的投放。如早期欧莱雅在英国放弃拥有1100万粉丝的美妆达人Zoe Lla，转而把预算投给了5个粉丝仅数十万的小博主，并实现了更好的推广效果，但这个做法难点在于如何精准找到适合自己产品定位的投放中介。首先需要依托数据优势筛选KOL，根据KOL的定位、特长等进行对应产品的合作，过程中持续观察KOL内容的产出和反馈，以及时调整。最后对所有KOL的调性、产品类别和受众群体的取向进行划分形成自有内容库。

图37：护肤品主要功效阶段



资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

图38：KOL投放金字塔

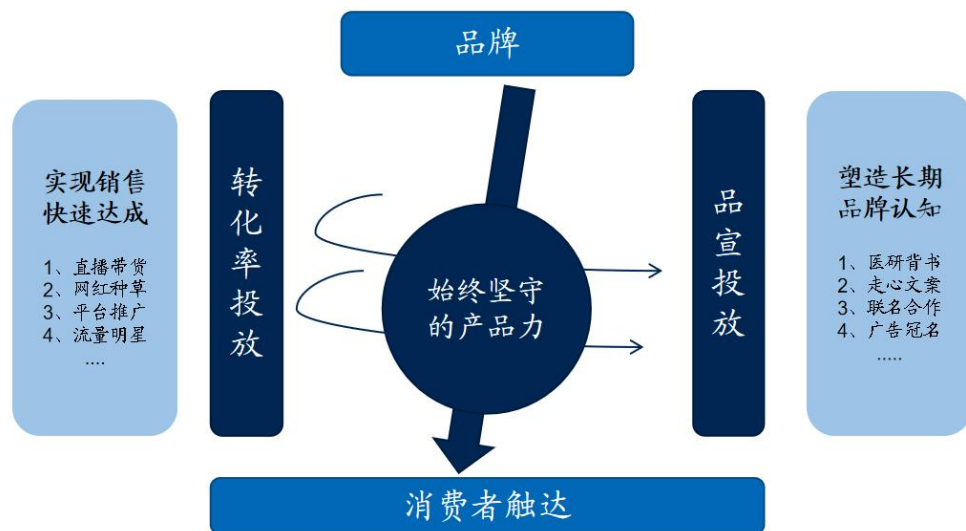


资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

3.4.2 营销端：平衡促销与品宣投放，夯实品牌美誉度

- 品牌的营销费用我们一般可以拆解为促销推广费和品牌宣传费，前者更加看中投资能否直接产出收入，主要指标是ROI，后者看中的是投入是否对于品牌知名度提升带来帮助，这种投放一般没有及时的销售显现，但长期来看对于品牌力提升有着深层次帮助。
- 早前在新媒体红利释放期时，平台流量投放效率极高，因此品牌通过直接促销，也能取得了积极的销售额增长。但在疫情后品牌竞争不断加剧，相应的投放成本也水涨船高。而不同于国际品牌，凭借全球化的资金实力在进入中国市场初期就高举高打建立了扎实的品牌资产，国产品牌初期期受限于竞争压力及资金实力，只能通过渠道和品类红利实现早期扩张，但这一过程中往往忽视品牌力自身的维护和建设。
- 当前随着国货品牌们的成长，头部国产品牌的投放也正在逐步向品宣投放平衡，并且积极构建和夯实品牌美誉度，本质在于从依托外部流量主体获取增长转向将品牌自身打造为一个流量体。如珀莱雅近年来积极打造了如“性别不是边界偏见才是”等能引发社会共鸣的营销方案，进一步提升品牌高度和声誉，也为品牌产品后续的持续升级和销售增长打下基础。

图39：品牌营销的投放侧重点



资料来源：亿邦动力、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图40：珀莱雅近两年营销主要聚焦于激发用户产生共鸣的品宣推广

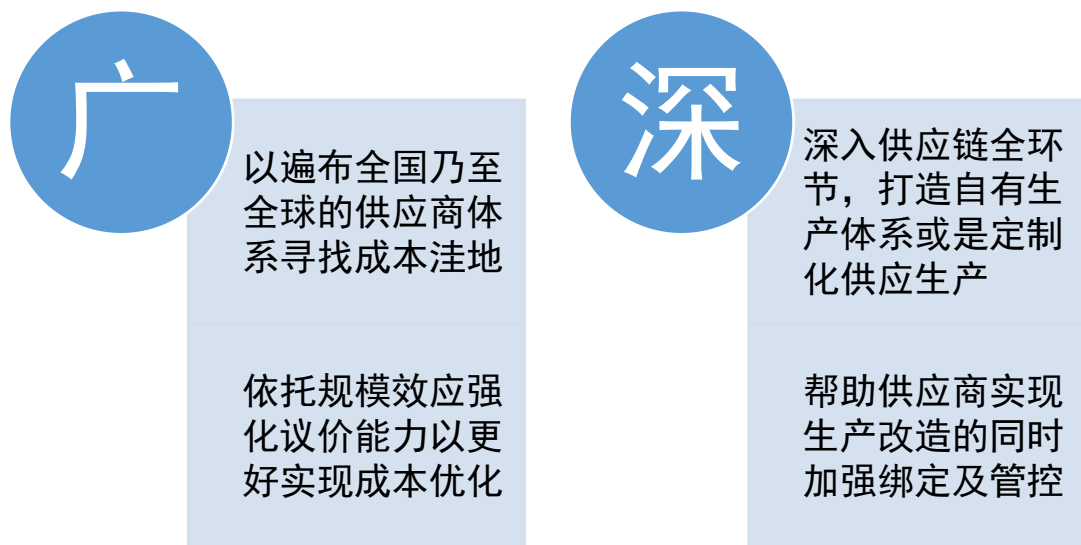


资料来源：珀莱雅官方公众号、国信证券经济研究所整理

3.5.1 供应链端：构建高效供应链体系提升运营效率

- 高效的供应链能够帮助品牌平衡供需，从而削减库存成本，提升资金效率，并实现产品价格优化与客户共享收益：1) 收入端提升。优化的库龄结构，能够给品牌上新腾出更大空间；2) 提升资金利用率。优化的周转效率带来更快、更高的营运资金回报，帮助品牌将现金流有效地投入新的产品开发中；3) 库存管理成本更低的企业对折扣需求更低，企业可以选择让利于顾客，提供更有竞争力的价格。
- 对于国货品牌来说，其所处的国内制造业供应链体系经过多年的发展，多数消费品类制造环节已经形成了产业链闭环，且多数在不断地成长中早已不仅仅只是一个组装厂，而是具备了一定设计开发能力的智能制造企业。这为大多数的国货品牌不仅打下了打造高质量产品的基础，也为构建高效的供应链体系提供了可能，但同时品牌自身也需要从两大方面入手进一步塑造匹配极致性价比的极致供应链。

图41：打造极致供应链的关键要素



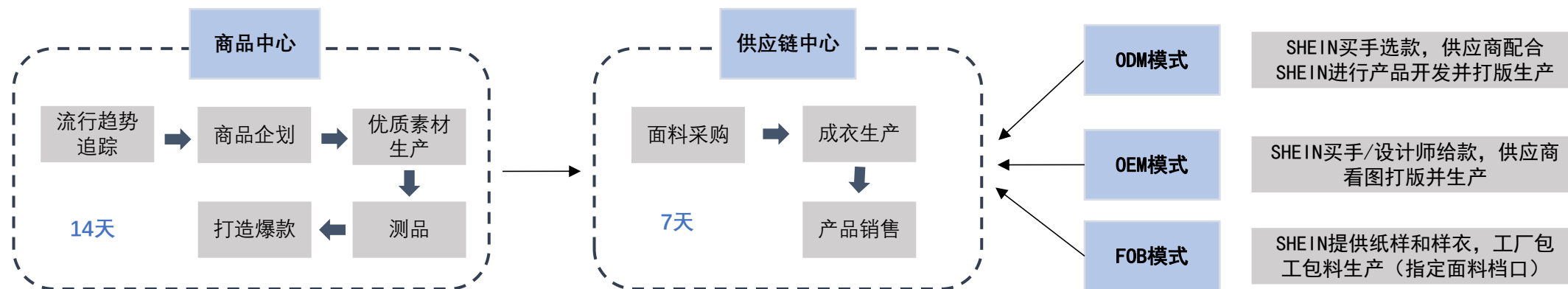
- **品牌自身规模化基础：**1) 对于供应商而言，稳定的下游订单是控制生产成本的关键，因而同样的，品牌方也需要形成稳定且大额的销售规模，才能拥有对上游的议价能力，实现规模成本降低。2) 在足够大规模优势的基础上，通过建立广泛的供应商合作体系，可以在不同产品生产过程中寻找到质量匹配下的成本最优解。
- **深入绑定供应商能力：**1) 品牌方一方面可以选择自建工厂，进一步保障产品研发技术的独家性，同时在销售高峰期可以灵活调节实现爆品销售最大化；2) 对于时尚度较高，SKU极为丰富的品类来说，由于产品迭代速度太快，自建工厂始终不够经济，因而需要稳定的不同供应商协助，但也需要品牌深度参与供应链共创，以及加强对供应商管理实现对于需求的快速反应。

资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

3.5.2 供应链端：打造敏捷型柔性供应链，数字化库存管理

- 作为出海时尚品牌的龙头，SHEIN通过建立极强的产品力以及明显的价格优势，实现了跨越式的发展。一方面公司品牌面对强如ZARA等快时尚传统品牌巨头的竞争，需要保持高性价比的产品力以维持竞争力，另一方面，跨境电商的模式也要应对不可控的物流运费、贸易摩擦等潜在成本，这也要求品牌需要打造出极其灵活且高效的供应链，为企业留出应对不可控因素的利润和经营调整空间。
- 具体来看，SHEIN建立起了小单快返的柔性供应链体系，在精准识别和预判流行趋势的基础上，由需求端拉动企划端，再于市场中小批量投放产品，根据需求端的具体情况适时调整，实现以“天”为单位的产品迭代。而在生产环节，SHEIN在设计打版、面料采购、生产加工运营等环节全生态链打通柔性，根据跨境眼报道，公司现已形成从设计到生产仅需14天，从生产、销售到物流仅需7天的供应链效率体系，用数字化、规模化和集约化的方式重构了供应链。供应商合作方面，SHEIN也为成衣供应商提供了ODM、OEM、FOB三种不同的合作模式，整合了上游大量工厂的生产力，构建起了多层次、动态的供应商合作体系，满足了SHEIN的多元化与高质量产品要求。

图42：SHEIN的后端供应链流程



四、投资建议：紧扣质价比思维选股，高品质国货有望突围

4.1 逆势环境需调整运营策略以维护企业财务模型

- 整体来看，去年以来消费产业因需求端居民消费力的承压，供给端存量市场竞争压力加大，使得品牌消费整体在价格毛利端和费用支出端存在持续压力，也对很多此前以粗放式扩张和低效率加价运营的企业的财务模型也带来巨大挑战。因此从财务经营的角度来看，当前企业也必须具备前述产品升级和效率优化能力，才能保障当前环境下仍能够实现稳定的毛销差及高周转水平，从而维持乃至提升企业的ROE水平。
- 盈利能力：1) 差异化的产品升级能力，通过产品升级后客单价的提振，带来毛利率的支撑；2) 制造生产：在国内已经形成了产业链闭环的板块，具备供应链优势实现采购及生产的低成本；3) 强渠道运营能力，渠道营销精细化的管理实现费用率的优化。
- 周转率：1) 低毛利高复购的平替品类，整体较低的件均价水平能够满足消费者低价心理，而高频复购可建立消费粘性，从而实现单客收入的提升和获客成本的优化。2) 对于单品购买周期较长的品类，通过原产品的加速迭代和衍生及系列化，提升品牌整体的复购和连带率。

图43：逆势消费环境下品牌企业如何实现财务模型优化



4.2 投资建议：优质国货龙头有望实现逆势突围

- 从具体的企业选择来看。当前趋势下，我们认为高品质的国货品牌龙头，首先依托其对目标客群的了解，采取了相对合理的定价策略，且多数已打造出符合合理定价的成本费用模型；其次，具有消费者认可的产品品质，以及差异化的产品力竞争点，并具备持续价值提升的能力。未来有望在当前存量市场下实现逆势突围，具体来看：
- 首先，我们建议关注当前已经在产品升级以及运营优化中证明自身能力，未来有望沿着质价比路径持续推进成长的国货龙头。包括美妆品牌**珀莱雅**：其在精细化的渠道营销运营基础上，近年来通过大单品策略实现产品端的迭代升级，进而带动了客单价的跃升，并将成功方法论逐步应用于新品牌孵化实现多品牌持续增长；创意家居零售品牌龙头**名创优品**，公司作为全球折扣零售商龙头，以优秀的产品力和高效供应链为基础，在当前性价比消费趋势下实现业绩快速增长。未来通过海外扩张有望将优秀产品力输出全球市场，从而支撑业绩进一步高增长；黄金珠宝龙头**周大生**，公司针对消费需求的精准切分及把握，持续丰富和完善旗下黄金产品系列，并通过构建满足下沉市场性价比需求的产品体系，为渠道端的下沉扩张发展提供支撑。
- 其次，我们也建议积极关注定价合理，产品力有差异化竞争优势，正在逐步突围的国货黑马：包括**福瑞达**，旗下颐莲、瑗尔博士等品牌定位大众化，凭借20多年的原料研发技术积累，为产品持续升级打下坚实基础，从而帮助品牌客单价实现了有效提升。**上美股份**：旗下韩束品牌，通过套装化的产品定位，具备较强的性价比，同时通过抖音短剧等传播形式，实现快速放量爆发，目前已多月蝉联抖音电商美妆类目第一。
- 此外，我们也建议可关注具备性价比产品基础，存在升级突围潜质的标的。如口腔护理龙头**登康口腔**，旗下冷酸灵牙膏品牌通过高单价的专研系列推广及占比提升，有望持续提升客单价水平，同时公司线上渠道也具备较大拓展空间。以及婴童护理龙头**润本股份**，产品持续迭代升级能力强，并依托抖音电商渠道实现快速放量。

4. 2. 1 珀莱雅



- 公司成立以来历经行业的多轮变革，通过自身积累和调整，构建出了“文化—战略—机制—人才”的自驱型组织，保障了企业的经营活力与效率。在此基础上，公司主品牌持续深化以“研发、产品、内容、运营”为主线的精细化运营管理体系，实现了大单品矩阵的打造，依托高质价比的产品完成了企业品牌力的跃升，进而帮助公司在大环境承压背景依旧实现了逆势高增长。长期来看，依托目前越发成熟的产品升级战略，未来公司一方面将继续在主品牌加强大单品策略推行，打造更多产品系列，实现品牌量价的持续稳定提升。同时也将积极在新品牌的孵化中进行成熟方法论的复制应用，加快建设多品牌矩阵。
- 我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为11.53/14.64/17.89亿元，对应PE分别为27/21/17倍，维持“买入”评级。

表2：珀莱雅盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,633	6,385	8,150	9,936	11,758
(+/-%)	23.5%	37.8%	27.6%	21.9%	18.3%
净利润(百万元)	576	817	1153	1464	1789
(+/-%)	21.0%	41.9%	41.1%	26.9%	22.2%
每股收益(元)	2.87	2.88	2.91	3.69	4.51
EBIT Margin	15.8%	18.1%	16.8%	17.5%	18.0%
净资产收益率(ROE)	20.0%	23.2%	26.4%	26.9%	26.5%
市盈率(PE)	27.3	27.1	26.9	21.2	17.4
EV/EBITDA	21.9	20.0	23.0	18.5	15.4
市净率(PB)	5.47	6.29	7.10	5.70	4.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

4. 2. 2 名创优品

- 公司作为全球折扣零售商龙头公司，以优秀的产品力和高效供应链为基础，在当前性价比消费趋势下实现业绩快速增长。一方面，依托完善且高效产品开发体系，保持高频推新速度。同时严格要求供应商在保证产品质量基础上，优化供应链各大环节，并数字化赋能产品全周期，以低成本+低加价为产品的低价提供保障。另一方面，灵活运用直营模式、名创合伙人模式、代理模式三种门店运营模式，高效扩大全球门店网络，以相对轻资产方式实现快速扩张。未来随着公司继续推进品牌升级和超级门店战略，单店店效提升和门店扩张有望共同推进，从而支撑业绩持续高速增长。
- 我们维持公司FY2024-2026年归母净利润预测为22. 91/28. 42/34. 40亿元，对应PE分别为17/13/11倍，维持“买入”评级。

表3：名创优品盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10, 086	11, 473	14, 679	17, 946	21, 316
(+/-%)	11. 2%	13. 8%	27. 9%	22. 3%	18. 8%
净利润(百万元)	638	1769	2291	2842	3440
(+/-%)	-145. 1%	177. 2%	29. 5%	24. 0%	21. 0%
每股收益（元）	0. 51	1. 40	1. 81	2. 25	2. 72
EBIT Margin	4. 8%	15. 2%	15. 0%	16. 1%	16. 9%
净资产收益率（ROE）	9. 1%	19. 9%	20. 5%	20. 2%	19. 7%
市盈率（PE）	59. 6	21. 5	16. 6	13. 4	11. 1
EV/EBITDA	52. 7	21. 7	15. 7	12. 5	10. 6
市净率（PB）	5. 41	4. 27	3. 40	2. 71	2. 18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

4. 2. 3 福瑞达



- 公司23年在剥离房地产开发业务后，依托扎实的科技研发实力，以及多品牌全渠道发展的优势，不断赋能核心大健康业务成长。其核心品牌瑗尔博士以及颐莲，定位于高性价比的大众护肤品牌，在产品端以全球领先的研发技术储备，塑造差异化的产品力；同时渠道端通过精细化的运营，以及全产业链赋能实现品牌快速成长。与此同时公司正在运用两大品牌的成功方法论，复制打造多个潜力新兴品牌。随着前期上市公司高管团队的调整落地，将为企业未来持续深化内部改革和优化激励措施奠定基础。
- 我们维持公司2023-2025年归母净利润预测分别为2.87/4.06/5.21亿元，对应PE分别为24/18/13倍，维持“买入”评级。

表4：福瑞达盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,363	12,951	4,068	4,752	5,344
(+/-%)	-9.2%	4.8%	-68.6%	16.8%	12.4%
净利润(百万元)	362	45	287	406	521
(+/-%)	-43.3%	-87.4%	530.4%	41.6%	28.4%
每股收益(元)	0.36	0.04	0.28	0.40	0.51
EBIT Margin	6.8%	6.6%	11.0%	11.1%	12.0%
净资产收益率(ROE)	7.7%	1.2%	7.3%	9.5%	11.1%
市盈率(PE)	18.6	149.4	23.7	16.7	13.0
EV/EBITDA	66.4	61.4	17.5	13.4	11.5
市净率(PB)	1.43	1.83	1.72	1.59	1.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

4.2.4 周大生



- 公司23年以来整体受益于黄金产品的行业需求快速提升，以及公司自身加速推进门店扩张，基本面实现稳步成长。中长期看，公司将持续完善黄金产品体系以积极应对终端黄金饰品需求变化，从“情感表达、时尚装扮、文创IP”三大产品研发方向，打造了“欢乐童年、浪漫花期、幸福花嫁、吉祥人生、美丽人生、璀璨人生”六大黄金产品线，并在每条黄金产品线下，打造了不同产品系列。在产品力提升的基础上，渠道端在线下充分利用省代资源优势拓展门店数量，线上渠道则积极布局饰品赛道实现加速增长。
- 我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为14.23/17.27/20.03亿元，对应PE为13/10/9倍，维持“买入”评级。

表5：周大生盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9155	11118	16647	19863	23113
(+/-%)	80.1%	21.4%	49.7%	19.3%	16.4%
净利润(百万元)	1225	1091	1423	1727	2003
(+/-%)	20.9%	-10.9%	30.5%	21.4%	15.9%
每股收益(元)	1.12	1.00	1.30	1.58	1.83
EBIT Margin	17.7%	12.3%	10.7%	10.9%	10.9%
净资产收益率(ROE)	21.2%	18.0%	21.0%	22.8%	23.4%
市盈率(PE)	14.68	16.48	12.63	10.40	8.98
EV/EBITDA	11.77	14.18	12.07	10.04	8.89
市净率(PB)	3.11	2.97	2.65	2.38	2.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

4.3 附表：重点公司估值表



表6：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 02-05	总市值（亿元） 02-05	EPS				PE			
					2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300957. SZ	贝泰妮	买入	54. 58	231	2. 48	3. 03	3. 85	4. 89	60. 14	18. 00	14. 19	11. 16
603605. SH	珀莱雅	买入	78. 24	311	2. 88	2. 91	3. 69	4. 51	58. 09	26. 92	21. 21	17. 35
600612. SH	老凤祥	买入	64. 14	256	3. 25	4. 53	5. 33	6. 07	13. 17	14. 16	12. 03	10. 57
603983. SH	丸美股份	增持	25. 90	104	0. 43	0. 78	0. 92	1. 15	77. 76	33. 38	28. 26	22. 49
600223. SH	福瑞达	买入	6. 68	68	0. 04	0. 28	0. 40	0. 51	236. 84	23. 71	16. 75	13. 04
300866. SZ	安克创新	买入	66. 65	271	2. 81	4. 16	4. 89	5. 86	32. 60	16. 02	13. 63	11. 37
600415. SH	小商品城	买入	7. 26	398	0. 20	0. 49	0. 53	0. 61	33. 60	14. 82	13. 70	11. 90
603708. SH	家家悦	买入	8. 99	58	0. 09	0. 46	0. 59	0. 66	141. 71	19. 54	15. 24	13. 62
9896. HK	名创优品	买入	32. 95	416	1. 40	1. 81	2. 25	2. 72	21. 77	18. 17	14. 65	12. 11
002867. SZ	周大生	买入	16. 40	180	1. 00	1. 30	1. 58	1. 83	14. 10	12. 62	10. 38	8. 96
002345. SZ	潮宏基	增持	5. 51	49	0. 22	0. 46	0. 56	0. 68	23. 47	11. 98	9. 84	8. 10

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

- **消费复苏不及预期风险：**目前整体消费信心仍然相对不足，未来消费者在消费时将变得更加谨慎、理性、追求性价比，消费复苏的不确定性仍然存在。
- **竞争加剧风险：**市场可能出现严重的同质化竞争，进而导致品牌价格战；同时流量成本高企，营销费用投放进一步上涨，可能导致品牌商利润端增长不及预期；
- **经营风险：**过度依赖单一渠道，受头部平台合作关系、收费标准等影响较大，导致经营风险；此外，品牌过度依赖单一品牌或单一爆品，则可能无法满足快速切换的消费者需求，导致经营风险提升。
- **成本压力风险：**目前各大公司在发展过程中会面临各种挑战，需要投入较高的资金和人力成本，若整体发展未达预期或者投入成本过高也会给各公司利润端带来一定的压力。
- **人才流失风险：**公司未来的发展最终取决于人才，目前百货公司存在一定的人才缺口，尤其是复合和专业人才，因此若是人才供给不能及时跟上公司发展步伐，可能会对公司未来发展存在一定影响。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032