

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

投资要点

- 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

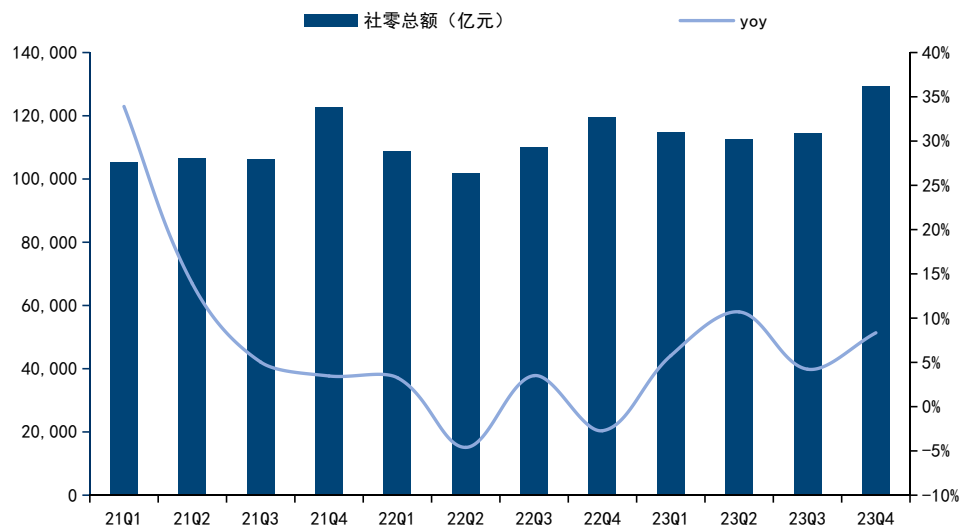
- [01] 消费趋势综述：国内品牌消费步入质价比时代
- [02] 围绕品质做加法：以洞察需求下的产品升级夯实品牌价值
- [03] 围绕价格做减法：以全链路的流通革命重塑企业成本模型
- [04] 投资建议：紧扣质价比思维择股，高品质国货有望突围

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

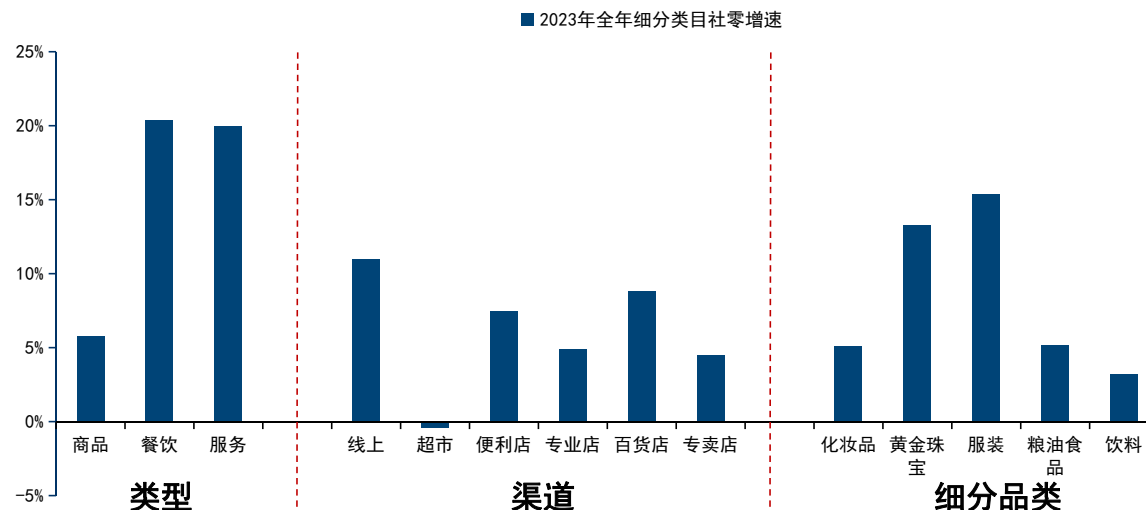
- 2023年社零增速整体稳定增长。2023年全年社零总额47.15万亿元，同比+7.2%。其中，除汽车外消费品零售额同比+7.3%。整体来看，2023年消费大盘有所回暖，但反弹幅度较年初预期相对平缓，居民消费信心仍有进一步释放的潜力。
- 具体按消费类型分，服务消费和餐饮消费在低基数下复苏弹性较为明显，2023年全年增速分别为+20.0%/+20.4%。而商品零售同比+5.8%，相对平稳，其中线上零售额同比+11.0%，仍高于社零整体水平但渗透率水平趋于平稳，此外可选消费品类波动较大，在年初低基数下反弹后，进入二季度末增长又迅速放缓，且最终来看仍受制于居民消费力的复苏进程，呈现量优于价的趋势。
- 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、%）

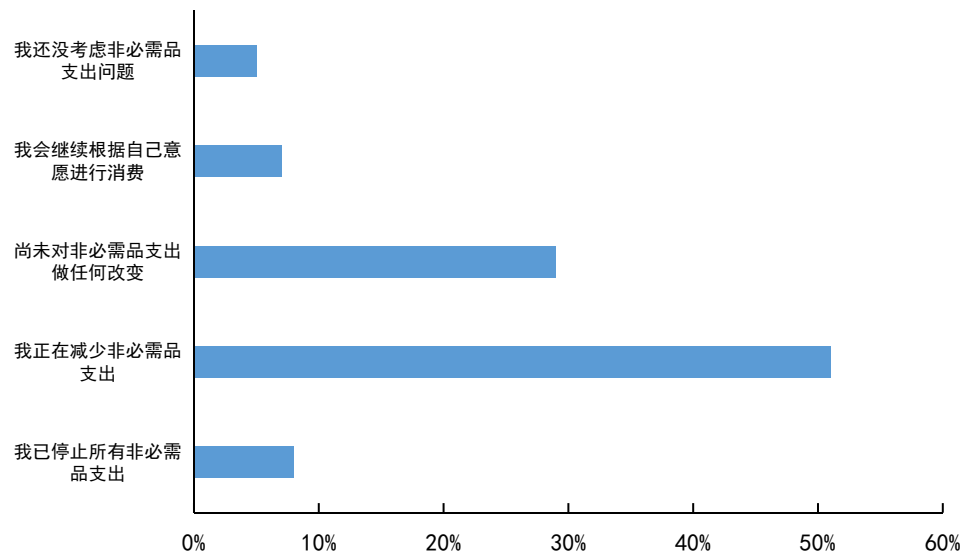


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

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

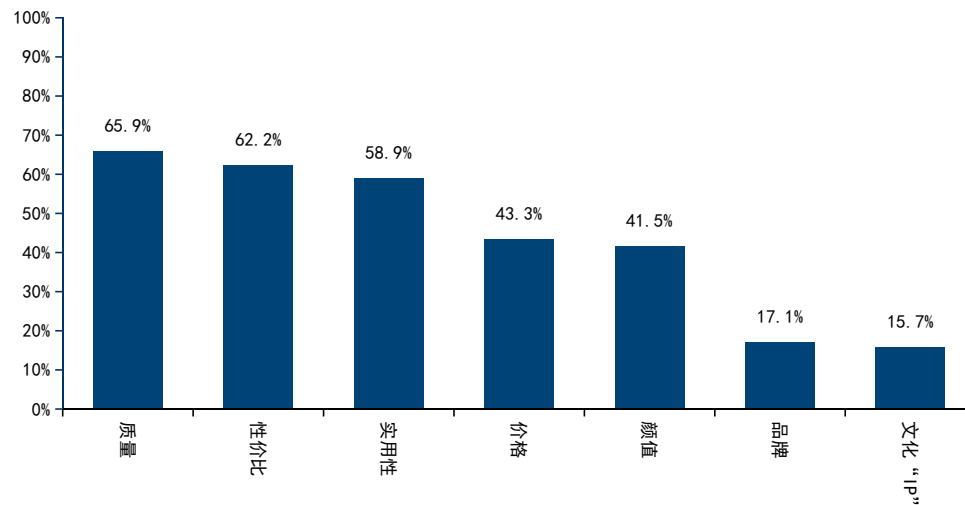
- 整体来看，23年消费者呈现出明显的“价格预算先行，品质追求延续”的消费特征。预算在中国消费者购物决策中的优先级提升，但消费者对于品质的追求没有变，会从品质和价格两处入手，寻找最优消费选择。
- 一方面，当前居民购买力受到经济压力下的就业及收入水平承压，以及疫情的疤痕效应影响，消费者对于价格的敏感度亦有所提升；但另一方面，2022年我国人均消费支出达到2.45万元，相较于2012年的1.21万元已实现翻倍增长，我们消费者过去多年随着收入水平提升下所培养的消费习惯和不断提升的品牌认知，使其对于好的产品以及好的服务追求并没有改变，只是在有限的支出下会更加精挑细选更优性能的产品和更解决实际痛点的服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

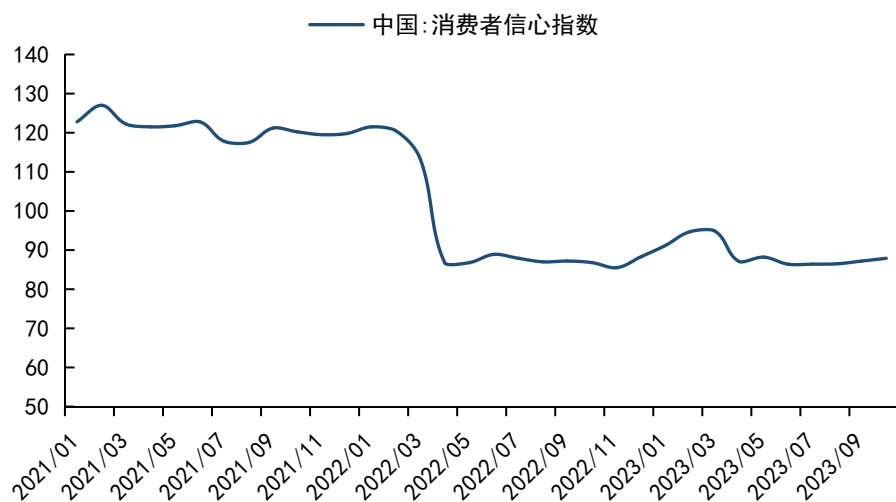


资料来源：中国青年报社社会调查中心、国信证券经济研究所整理

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

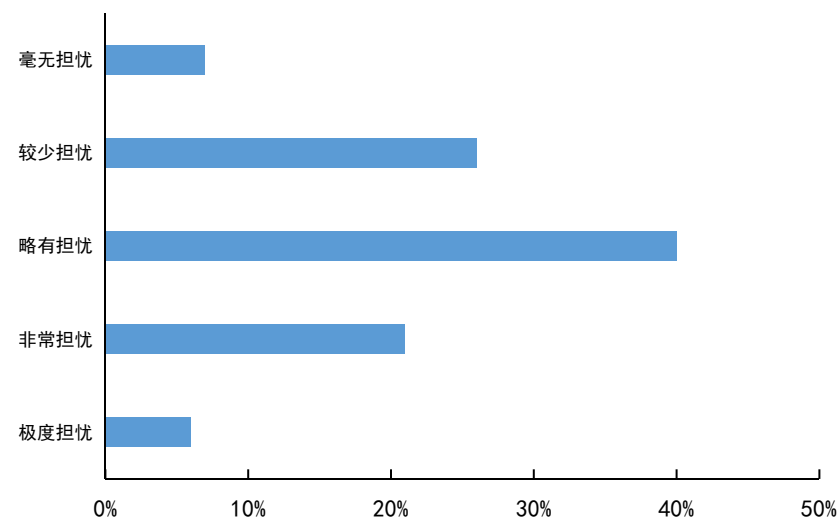
- 具体短期来看，对于未来收入的不确定性是当前影响居民消费力的核心原因。三年疫情的影响，叠加国内外宏观经济的变化，国内居民失业率阶段性走高，其中作为消费主力的青年人失业率正处于历史相对较高水平。也因此，鉴于当前的经济形势，中国消费者对于生活成本上升及其对个人财务状况的影响非常关切，根据普华永道《2023年全球消费者洞察调研》数据显示，有67%的受访者表示对个人财务状况担忧。
- 而对未来收入变化的不确定使得居民在作出消费决策时更多的考虑预算，因此在多个消费类目都呈现出了量优于价的恢复趋势，疫情后整个居民消费信心也呈现出渐进式复苏趋势，2023年10月中国消费者信心指数值为87.9，虽然已经有所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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/848053021101006034>