

2022 曙光可见，恐惧终将过去

从 1990 年以来，消费支出、净出口和资本形成对我国 GDP 增长的贡献率的变化，居民消费支出常年贡献 50% 以上的经济增长。在拉动经济增长的三驾马车中，如今投资部门在宏观经济景气度下降和出口部门来年面临高基数效应的背景下，处于消费部门对经济发展的重要性不言而喻。

通过观察，我国的消费市场正进入新消费时代，主要表现在新阶段、新人群、新技术和新理念这四个维度上。

目前我国人均 GDP 已经迈过一万美元关口，同时居民人均可支配收入持续提升至 32,000 元。进一步将居民人均可支配收入拆分为工资、经营、财产和转移性收入，不难发现各类可支配收入的来源正处于一个全面繁荣的上升趋势。另外根据贝恩咨询和招商银行的测算，2021 至 2025 年我国高净值人群规模的 CAGR 将高达 13%。各种数据都表明我国居民的消费潜力、消费数量以及消费结构也将随之而变，消费整体将步入一个新阶段。

同时消费主力军正在向“90”和“Z 世代”消费人群过度，另外人口老龄化的加速，也在给各大消费品公司提供了一个新的客户群体，银发消费者。伴随着我国中产阶级扩容以及低线下沉市场的壮大，消费的关注将会转向全新的消费群体。

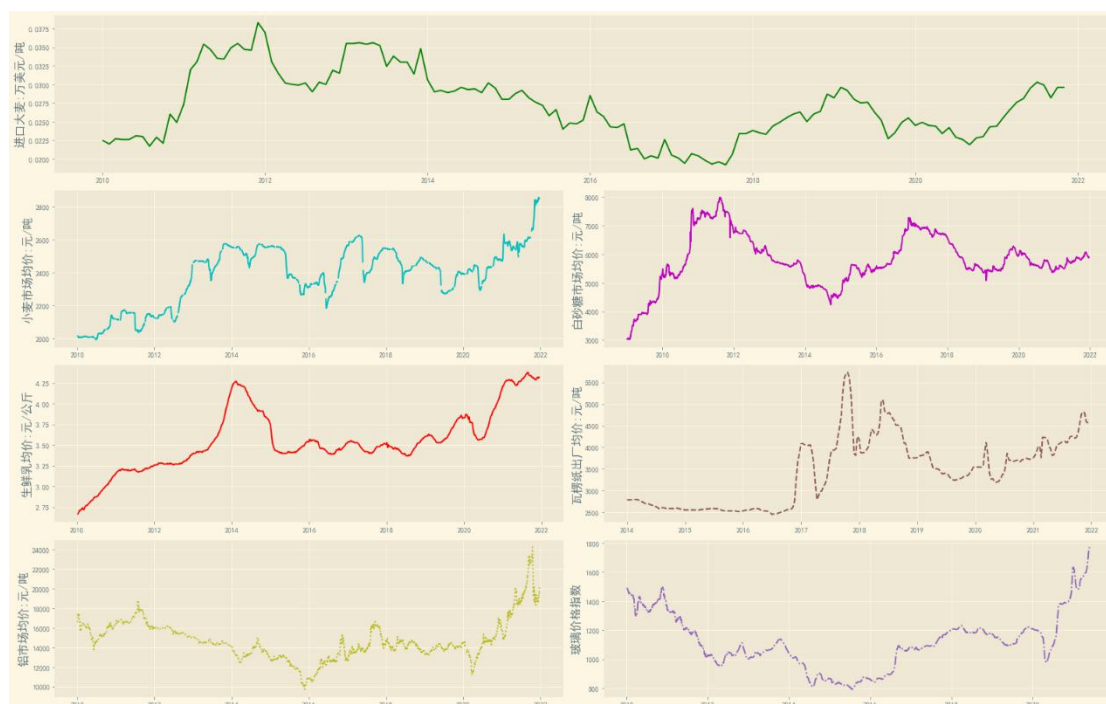
另外依托 5G 网络、大数据、VR/AR 等创新技术，商品及服务的生产、供应、流通和销售的过程也在面临不同程度的升级改造，新技术将持续打造更好服务消费者的生态圈。

最后在这个令人兴奋的新消费时代，一些过往没能得到父辈和祖辈认可的消费理念将会在这个时代获得重视。

回顾 2021 年，作为“十四五”规划的开局之年，也是新冠大流行以来，大众进入疫情防控常态化的第二年，整个消费行业也经历了困难重重的一年。除了在宏观层面上，**居民消费力下降、终端需求疲软、消费场景缺失以及生产成本上涨**，

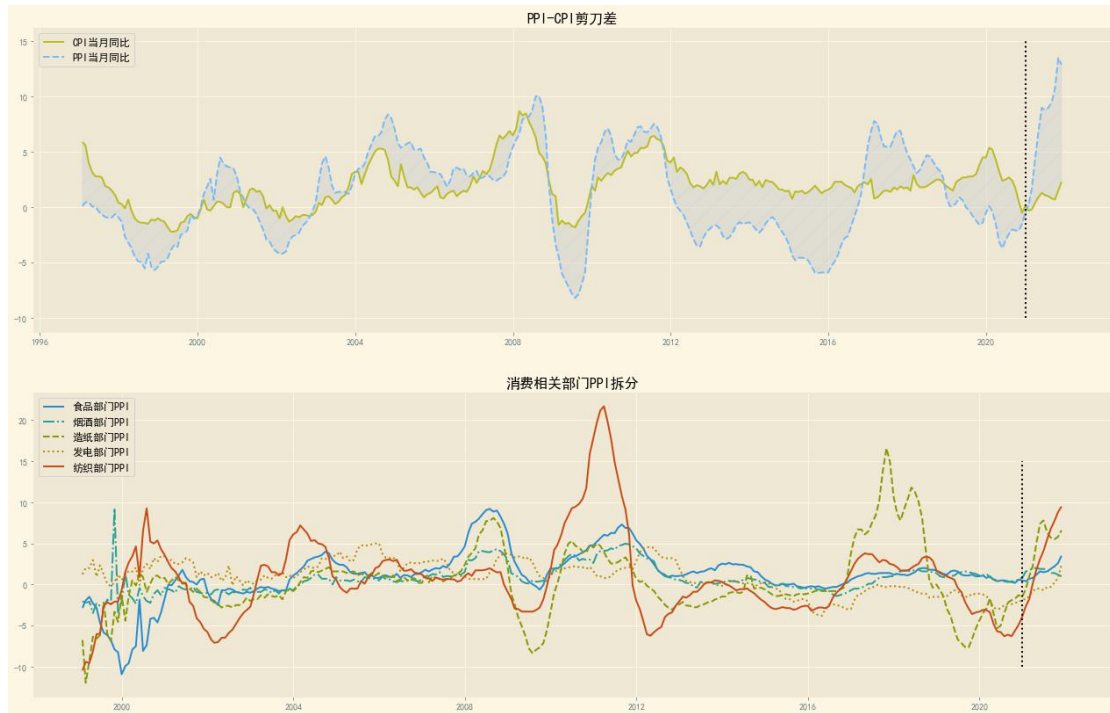
个别消费品类也正面临**政策强监管**，如消费税的讨论引起市场对白酒市场的担忧、国家卫健委等八部门发布《打击非法医疗美容服务专项政治工作方案》以及市场监管总局发布的《医疗美容广告执法指南》都对医美公司在资本市场的表现产生一定的负面影响、澳门《博彩法》的重新修订。一些新兴零售渠道也造成部分大众消费品的**竞争格局越趋恶化**。

大众消费品的生产，涉及到多种原材料及包装材料，其中我们以大麦、小麦、白砂糖、生鲜乳、瓦楞纸、铝以及玻璃价格为例，市场价格在 2021 年进入了一个全面上涨的区间。



然而在上游生产成本高企，但整体消费疲软以及竞争激烈的背景下，大部分消费品都难以将所承担的额外负担转嫁到 B 端或者 C 端消费者身上。2021 年 PPI 与 CPI 之间的背离所形成的剪刀差，也处于自 1997 以来的最高水平，因此消费行业的利润空间受到上下游双向挤压。

再进一步把消费相关部门的 PPI 进行拆分，不难发现食品、研究、造纸、纺织以及发电部门的 PPI 指数都在 2021 年进入急速上涨的区间。



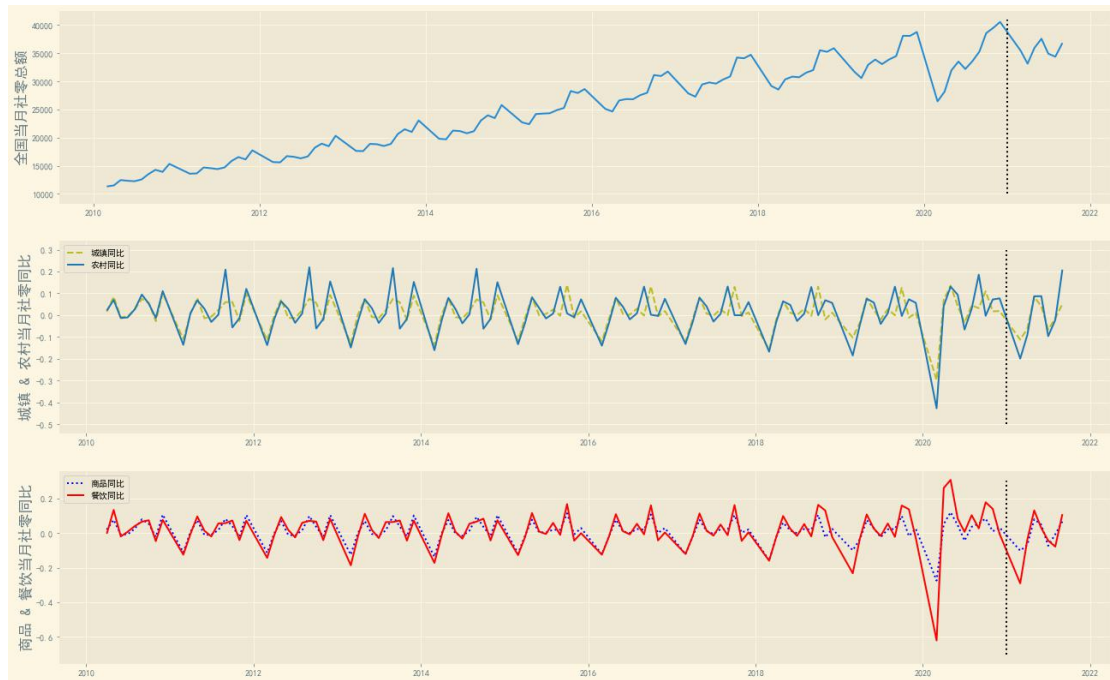
2021年前三季度，沪深300指数下跌了6.62%，A股市场并没能在今年的今年进入一个全面牛市，而是一个极为分化、风格频繁轮动的行情，这种结构性机会也导致权益市场在2021年没能给居民带来太明显的财富效应，叠加新建商品房和二手房的房价自2018年下半年以来进入了一个单边下降的阶段，过往房地产市场带给我国居民的财富效应也在持续减弱。这两

方面的负向变化也在一定程度上压制居民的消费意愿。



我国居民的收入水平虽然在逐步提高，但在零星疫情不断出现，导致消费场景缺失以及外出消费频繁受到行政管控，居民整体的消费意愿也在 2021 年进入一个疲软的状态。通过观察每月社会消费品零售总额以及细分部门的社零总额变化，居民消费的意愿从今年二季度

开始，进入了一个逐步改善的状态。



展望 2022 年，预计消费整体进入一个边际修复改善的阶段，加上近期一系列政府的吹风动向，都暗含着一种可能，就是政策面在来年将会把重心放到稳，甚至提振消费上。而结合前文提到新消费时代的四个维度，来年我们将持续关注以下主题相关的消费品以及优质标的：

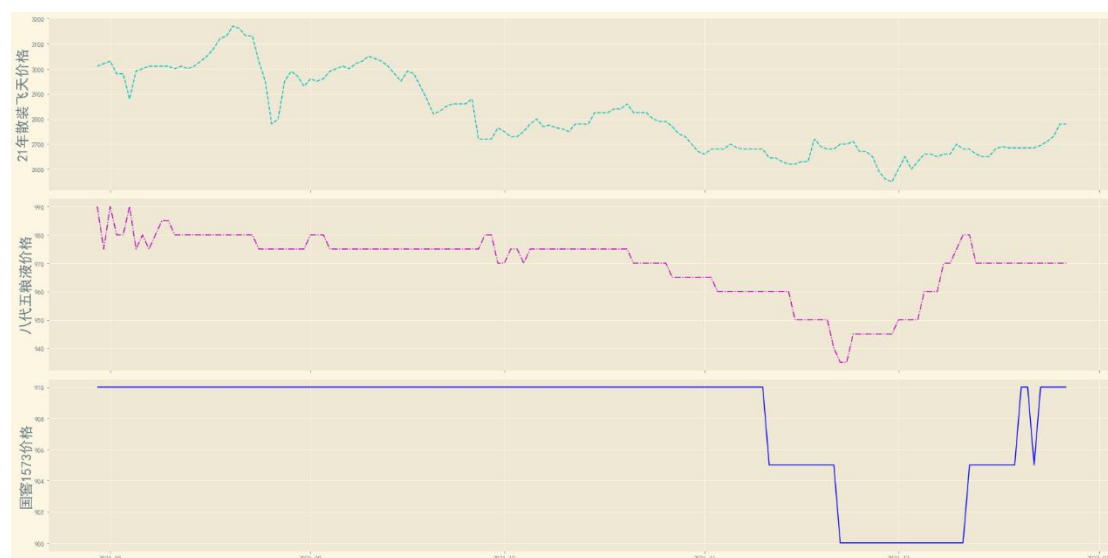
1. 消费升级
2. 红人经济
3. 国货崛起
4. 悦己经济
5. 容颜经济
6. 懒人经济
7. 绿色健康

除此之外，2022 年我们也应该关注生产成本和渠道库存进入边际改善，盈利能力具有困境反转潜力的消费品公司，和那些在疫苗接种比例持续提升以及政府高效管控的双重作用下，收入水平在后疫情时代中进入边际修复并具有显著行业壁垒的优质公司。

预计白酒全行业难以再出现抱团躺赢的行情，来年仍然要在宏观经济低迷和需求疲软的背景下，以寻求结构性机会为主。

以 800 元价格带为划分高端、次高端的分水岭，市场上主要有茅台、五粮液、泸州老窖、郎酒等高端白酒品牌。而消费者除了饮用高端白酒产品，还赋予其送礼、收藏以及金融投资等多重属性。同时因其品牌力、酿造工艺以及市场供需紧平衡，高端白酒具有稀缺性。

飞天茅台作为高端白酒中的标杆产品，成功站稳千元价格带，也培育了一批千元白酒的消费群体，叠加我国人均收入水平、居民可支配收入、中产家庭以及高净值人群规模扩大的影响，高端白酒将会持续向市场贡献高确定性的稳定增长。而观察 2021 年 Q3 以来茅五泸的市场批价变化情况，不难发现三者的批价表现在 12 月之前较为疲软，虽然不影响酒厂表观收入，但从侧面反应了高端白酒的消费可能在边际降温。所以高端白酒整体的业绩增速不会具有太大弹性，因此更适合作为防守配置享受 Beta 收益。



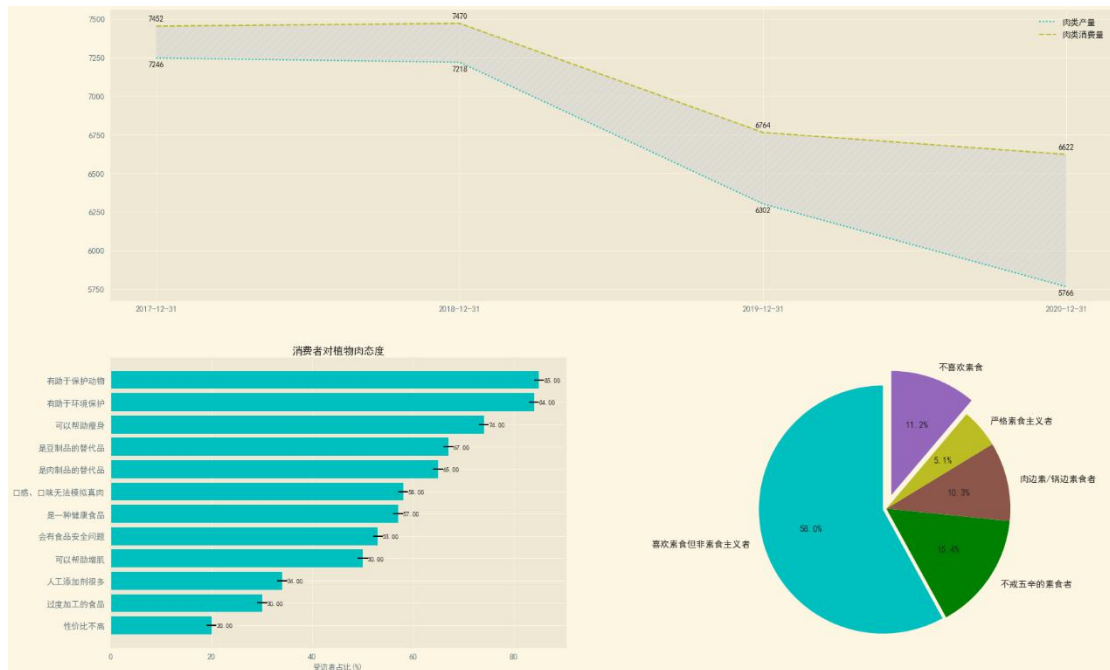
而由于高端白酒价格高企，也打开了次高端白酒的价格天花板。另外高端白酒产能有限，且不具备快速扩张的能力，高端白酒的需求将难免外溢，部分次高端白酒将获得承接这部分消费需求的机会。同时大部分次高端白酒仍处于全国化进程中，一些次高端白酒在 2020、2021 年渠道扩张的背景下，也享受着市场所给予的高估值，来年将会接受终端市场动销的考验，但次高端白酒整体相较于高端白酒更加具备获得弹性业绩的潜力，因此更能贡献 Alpha 收益。

中国的啤酒市场自 2019 年以来便进入了全新的周期，在消费升级、国货崛起的影响下，啤酒的高端化发展逻辑，在逐步得到验证。目前我国啤酒消费结构中，约 65% 仍为 5 元以下的低档工业拉格啤酒，中高档啤酒合计仅贡献 35% 的收入，而对标大洋彼岸的美国市场，中高档市场的收入占比高达 70%。

在这一大背景下，虽然我国啤酒产量处于下行空间，但是市场的表观消费量从 2019 年开始止跌持平，同时行业的营收和利润增速在 2018 年复苏。另外，根据 A 股主要上市啤酒公司的数据，我国啤酒行业的出厂吨价从 2011 年的 2,683.58 元，一直稳步上升至 2020 年的 3478.69 元。叠加我国啤酒行业集中度高，2020 年行业 CR5 逼近 90%。

啤酒行业已经摆脱了过往跑马圈地的业务模式，行业集中度高也避免了恶性竞争的价格战，竞争格局得到优化。看好各大啤酒厂商的提价终将会在 2022 年顺利落地，有助于企业对冲成本压力，同时相信 2022 年世界杯会掀起继今年欧洲杯、美洲杯之后的有一场啤酒消费盛宴。

看好啤酒高端化、竞争格局优化以及差异化大单品三大驱动力将使得优质的高端啤酒厂商在 2022 年贡献高弹性业绩。



我国植物肉一级市场在 2020 年称得上是热闹非凡，全年完成了 21 个相关项目的融资，项目完成数量同比增加 500%，平均融资规模达到 1,000 万元。从融资轮次和规模来看，跑在行业最前面的是深圳的**星期零**和上海的**Hey Maet** 植物肉品牌。

但目前来看，植物肉的市场需求还没能形成内生性的主动需求，终端消费者大多是在受到欧美市场潮流和资本种草的影响下，被动尝试植物肉产品。植物肉是一个替代传统肉制品，并带给消费者健康、绿色消费的新消费品类，在当下阶段，产品的形态、味道、口感、外观以及生产工艺都没能形成一定的参考标准，所以终端的竞争属于一个百家争鸣的格局。

根据 2020 年《中国餐饮业发展报告》的数据，有 58% 的受访者表示“喜欢素食但非素食主义者”，仅有 11.2% 的受访者明确表示“不喜欢素食”，其余 31.8% 的受访者均在不同程度上选择素食餐饮，其中最重要的原因也许是，我国亚健康人群规模的扩大以及国民健康意识的提高。

当被问及如何看待植物肉这类新的“肉制品”，74% 的受访者认为可以帮助瘦身，65% 认为植物肉是肉制品的替代品，更有 57% 的消费者认为其是一种健康食品，长期食用有益健康。除此以外，根据 2017 至 2020 年中国肉制品市场数据显示，我国肉类产品常年处于供需失衡的状态，在 2020 年就存在 856 万吨肉类产品的缺口，需要依赖进口。

目前植物肉市场仍处于低渗透率、低基数的阶段，而不管从宏观供需状况，到中观产业发展趋势，再到微观上消费者对植物肉的接受度，都可以看到植物肉有望成为一个高增长的消费品类，但考虑到终端产品竞争格局不明朗，目前应该更多关注产业链上的优势，寻找“卖水人”的优质标的。

除了植物肉，市场上有火锅、烧烤、酒馆、新式茶饮等等业态以及低糖、无糖饮食等新消费品都处于一个竞争白日化的阶段，这些市场都具有一个低渗透率、大市场规模的特征，当下想要在整体消费疲软的基调下，选出这些细分业态里的龙头，难度不小，对于投资者来说，更加安全且具有弹性的做法应该是寻找那些“卖铲、卖水”的机会，因此在 2022 年，**餐饮供应链**也同样值得我们关注。

我国**医疗美容**行业起步稍晚于同处东亚地区的韩国与日本，目前行业渗透率低，约为美国的 1/5、日本的 1/3 和韩国的 1/6。但我国的人口规模隐含着庞大的人口红利可供行业享受，另外以医美机构为例，我国市场中超 90%为形形色色的民营机构，所以不管是医美产品还是提供服务的医美机构，行业集中度相对较低。

在 2022 年，中国的医美市场整体将继续保持快速增长，主要因为渗透率会持续提升和颜值经济催生出新的需求。投资者还看到近期政府对于医美行业的监管也在逐步加码，而那些拥有证件齐备的医美产品品牌商以及合规经营的医美机构将会持续受益。同时由于新冠疫情限制了国际间的人员流动，过去选择到香港、韩国、日本等一些成熟的海外医美市场接受服务的消费者，会继续回流反哺本土医美市场，在近期的调研中也发现，部分香港的老牌医美机构正计划到大陆境内开展业务。

除此之外，2020 年我国**化妆品**市场规模达到 4,897.5 亿元，从 2015 至 2020 年，五年复合增速达到 8.0%，而现有规模仅次于美国市场。自近期网红主播薇娅事件之后，未来头部直播红人的流量可能会被重新分配，而过去化妆品品牌以利润换规模的商业模式将会成为历史，化妆品本土市场的竞争将由此转向关注品牌力打造、持续研发爆品以及理解市场真实需求上。在这一背景下，叠加悦己、容颜经济和国货崛起的推动，在 2022 年仍然看好那些对国内消费者需求有更好理解、积累丰富渠道资源以及具备自下而上打造新产品能力的本土美妆医美品牌。

综上所述，主要基于：新消费时代、后疫情阶段收入修复、成本压力边际减弱的三大逻辑，同时关注终端消费的修复节奏以及疫情对消费场景的影响，在获得足够的安全边际下，推荐投资者在 2022 年关注以下细分消费行业：高端/次高端白酒、啤酒、医美美妆、植物基食饮、智能短途出行、旅游博彩、健康饮食、餐饮供应链以及复合调味品。

对应的标的池子包括：**贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、重庆啤酒、百威亚太、华熙生物、爱美客、贝泰妮、双塔食品、保龄宝、金禾实业、九号公司、八方股份、银河娱乐、金沙中国、立高食品、千味央厨、天味食品、颐海国际、美团。**