

相关研究

《国企估值重塑下的投资机遇》  
2023.05.20

《中国消费的韧性：没有日本式资产负债表衰退》2023.05.06

《红五月可否期待？》2023.05.04

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:王正鹤

Tel:(021)23219812

Email:wzh13978@haitong.com

证书:S0850523060001

## 不同成长阶段的消费品估值国际比较

### 投资要点:

- **核心结论:** ①成熟期消费品增速平缓、渗透率高且集中度高，成长期消费品规模快速扩张且渗透率快速提升，萌芽期消费品发展前景广阔且渗透率低。②成熟期消费品估值已降至历史低位，成长期消费品估值略高于海外但估值盈利匹配度优，萌芽期消费品相较海外估值偏高。③中长期消费升级支撑估值中枢，短期政策发力和经济复苏促进估值修复，后续公募基金和北上资金有望回流消费。
- **如何界定各消费行业的成长阶段?** 由于不同成长阶段的消费行业具有不同特征，因此在分析消费估值贵不贵之前，我们首先需要对各个消费行业的成长阶段进行定位，并基于此进一步分析不同成长阶段的消费行业估值。我们从市场空间、行业渗透率、市场集中度三个维度，将各消费行业的成长周期分为成熟期、成长期、萌芽期三个阶段，每个阶段代表性行业包括：（1）成熟期：白酒、调味料、白色家电、乳制品、智能手机等；（2）成长期：互联网电商、新能源车、职业教育、连锁酒店、扫地机器人、医美、运动服饰等；（3）萌芽期：预制菜、户外露营、潮玩、宠物用品、洗碗机等。
- **如何比较各阶段消费行业的估值?** 成熟期消费行业增速平缓，已进入稳态竞争格局，业绩和现金流相对稳定，因此适用于 PE 估值。横向看我国成熟期消费行业龙头估值与海外同类公司相近，纵向看估值已经低于历史均值，部分公司处于历史低位，因此成熟期的消费行业估值已相对便宜。成长期行业市场增速较快，其中经营相对稳定的公司适用于 PE 估值法，同时考虑到其高成长性，我们也采用 PEG 估值以衡量利润估值匹配度；对于业绩波动较大，出现暂时性亏损的公司则适用于 PS 估值法。尽管我国成长期消费行业代表公司估值略高于海外同类公司，但龙头公司估值已降至低位，且部分公司 PEG 已低于 1，盈利估值匹配度较优，考虑到成长期消费行业的高增长潜力，当前估值已具性价比。萌芽期消费行业增长潜力巨大，但竞争格局分散，部分代表性公司盈利尚不稳定，因此同样适合采用 PE、PS 以及 PEG 估值法进行综合比较。我国萌芽期消费行业代表公司估值高于海外可比公司，部分代表性公司估值已降至历史低位，考虑到萌芽期消费行业尚处起步的阶段，未来增长空间广阔，因此估值暂时偏高属于正常现象。
- **多重积极因素有望提振消费估值。** 今年 2 月 A 股市场回落以来消费行业跌幅在所有行业中明显偏大，例如商贸零售跌 18%、美容护理跌 13%、农林牧渔跌 11%、医药生物跌 11%。根据 RRG 模型，多数消费行业已经轮动到超跌区域并且已经持续较长时间。同时，根据上文分析，成熟期消费行业估值已不高，成长期消费行业考虑到高成长性，估值盈利匹配度较优。展望未来，消费板块基本面和资金面多重积极因素有望进一步改善，进而提振消费估值。我国中长期消费升级趋势仍向好，支撑 A 股消费板块享有更高估值水平。短期而言，政策发力和经济复苏有望带动消费基本面预期改善，从而推动估值修复。公募消费持仓已大幅回落，后续仓位存在回补的空间。海外流动性趋宽以及中美关系缓和有望助推外资回流。
- **风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

## 目 录

---

1. 如何界定各消费行业的成长阶段? .....	5
2. 如何比较各阶段消费行业的估值? .....	8
3. 多重积极因素有望提振消费估值.....	11

## 图目录

图 1	各消费行业处于生命周期不同阶段 .....	5
图 2	我国调味料市场未来增速相对平缓 .....	6
图 3	我国白酒近年来产量有所下滑 .....	6
图 4	我国智能手机行业呈前五大品牌割据的局面 .....	6
图 5	我国洗衣机市场主要由国内三巨头占据 .....	6
图 6	预计我国新能源车市场将高速增长 .....	7
图 7	我国代餐市场增长潜力巨大 .....	7
图 8	我国医美渗透率提升空间较大 .....	7
图 9	我国酒店市场集中度较低 .....	7
图 10	我国露营经济市场高速增长 .....	8
图 11	我国无糖饮料行业成长空间广阔 .....	8
图 12	2021 年我国家庭宠物渗透率相比发达国家仍然较低 .....	8
图 13	我国潮玩市场竞争格局分散 .....	8
图 14	我国高端白酒龙头估值中枢先下移后上行 .....	9
图 15	我国白色家电龙头估值中枢先下移后上行 .....	9
图 16	23/02 以来消费跌幅居前 .....	12
图 17	当前消费板块超额负收益已明显 .....	12
图 18	23 年一季度居民收入信心指数和消费意愿有所恢复 .....	12
图 19	医药基本面有望迎来改善 .....	12
图 20	2022 年以来公募消费类基金发行规模较少 .....	14
图 21	基金和北向资金消费行业持股占比下降 .....	14
图 22	消费各行业整体配置和估值均不高 .....	14

## 表目录

---

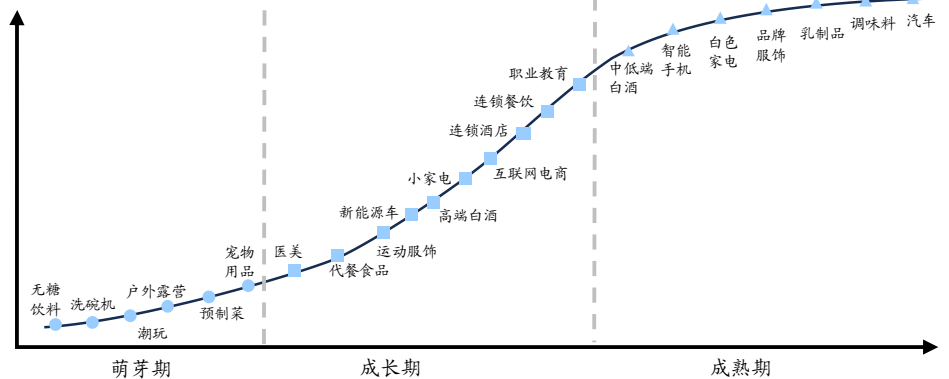
表 1	成熟期消费行业代表性公司估值.....	9
表 2	成长期消费行业代表性公司估值.....	10
表 3	萌芽期消费行业代表性公司估值.....	11
表 4	近期促消费相关政策梳理.....	13

经历长时间调整后，消费估值已显著下行，但投资者对绝对估值水平仍有顾虑，认为整体而言消费不算便宜。然而消费板块细分行业众多，不同成长阶段的消费行业估值分化明显。因此本文对消费行业的成长阶段进行划分，在此基础上比较各成长阶段消费行业的估值，从而回答“消费估值还贵不贵？”这一问题，详见下文分析。

## 1. 如何界定各消费行业的成长阶段？

由于不同成长阶段的消费行业具有不同特征，因此在分析消费估值贵不贵之前，我们首先需要对各个消费行业的成长阶段进行定位，并基于此进一步分析不同成长阶段的消费行业估值。我们从市场空间、行业渗透率、市场集中度三个维度，将各消费行业的成长周期分为成熟期、成长期、萌芽期三个阶段，每个阶段代表性行业包括：（1）成熟期：白酒、调味料、白色家电、乳制品、智能手机等；（2）成长期：互联网电商、新能源车、职业教育、连锁酒店、扫地机器人、医美、运动服饰等；（3）萌芽期：预制菜、户外露营、潮玩、宠物用品、洗碗机等。我们以其中相对具有代表性和重要性的行业为例，对各个阶段消费行业的特征展开分析，具体见下文。

图1 各消费行业处于生命周期不同阶段



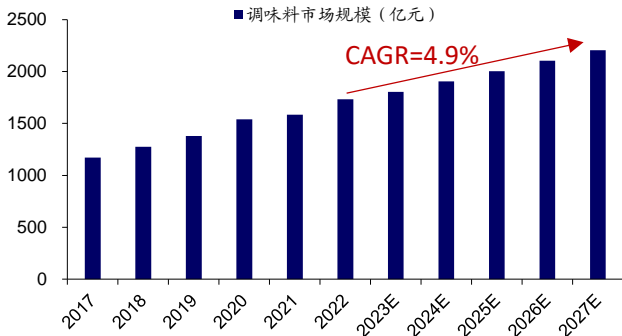
资料来源：海通证券研究所整理

**成熟期：行业增速平缓+渗透率高+集中度高。**我国消费品类中已经进入成熟期的包括白酒、调味料、白色家电、乳制品、智能手机等，这些行业的共同特征是市场增速稳定，行业渗透率和集中度较高，我们以典型行业为例作具体分析：

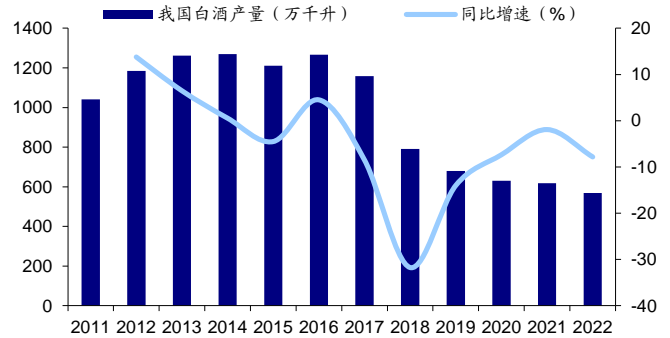
从市场空间看，成熟期的消费行业需求已经进入稳态，未来增速相对平缓。以调味料为例，根据欧睿统计，2022年我国调味料市场规模达1734.5亿元，2027年有望扩张至2206.5亿元，未来5年复合增速仅4.9%；不仅如此，部分成熟行业在市场空间触顶后已经进入下滑通道，例如我国白酒近年来产量逐渐下滑，根据国家统计局，2022年我国白酒产量仅569.2万千升，较2017年下降约51%。

从渗透率看，成熟期消费行业渗透率往往已突破70%，市场增量空间较小。例如我国传统白色家电普及率已达到非常高的水平，根据国家统计局数据显示，2021年我国洗衣机渗透率达98.7%，这意味着洗衣机基本覆盖了每个中国家庭；再比如我国液态奶作为乳制品行业主要品类，也基本实现了全民普及，根据Foodaily援引凯度消费者指数中国城市家庭群组数据，2022年我国液态乳渗透率高达99.5%。

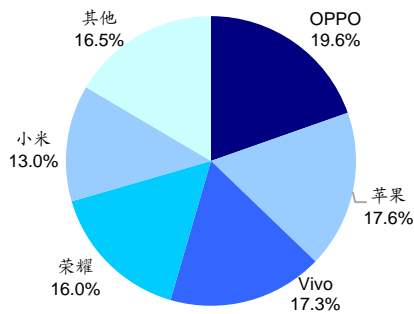
从竞争格局看，成熟期消费行业集中度较高，形成少数龙头割据的局面。我国白电行业经过多年发展，行业结构相对稳定，比如洗衣机行业主要由海尔、小天鹅、美的等国内龙头公司占据大部分市场份额，根据欧睿统计，2022年我国洗衣机CR5/CR2分别为86.8%/69.8%。智能手机行业同样集中度较高，根据IDC数据，23Q1我国智能手机CR5/CR2分别为83.5%/37.2%，龙头厂商占据了大部分市场份额。

**图2 我国调味料市场未来增速相对平缓**


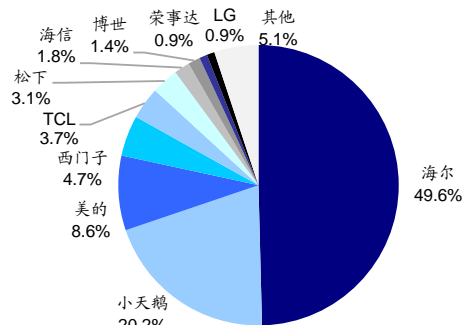
资料来源：欧睿，海通证券研究所

**图3 我国白酒近年来产量有所下滑**


资料来源：国家统计局，Wind，海通证券研究所

**图4 我国智能手机行业呈前五大品牌割据的局面**
**23Q1中国智能手机厂商市场份额 (以销量计算)**


资料来源：IDC，海通证券研究所

**图5 我国洗衣机市场主要由国内三巨头占据**
**2022年我国洗衣机品牌市占率 (%，以销量计算)**


资料来源：欧睿，海通证券研究所

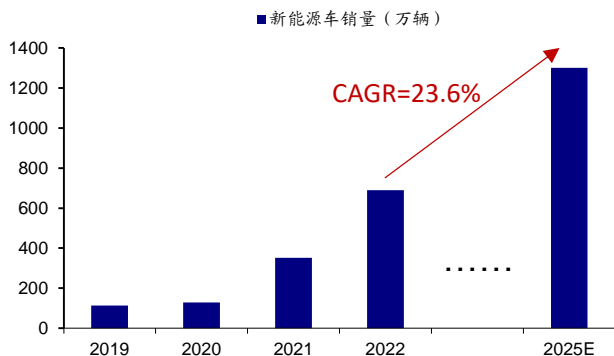
**成长期：市场规模快速扩张+渗透率持续提升+竞争格局分散。**受益于居民收入持续提升，我国很多消费品类正处在快速成长期，包括新能源车、代餐食品、职业教育、连锁酒店、扫地机器人、医美、运动服饰等，其共同点为规模迅速扩大，渗透率和集中度相对较低，详见下文分析：

从市场空间看，成长期消费行业市场规模仍处于快速扩张阶段，需求增长空间较大。例如近年来我国新能源汽车销量爆发式增长，根据中汽协，2022年我国新能源汽车销售689万辆，同比增长93.4%，根据搜狐网援引IDC预测，2025年我国新能源车销量将达1300万辆，3年复合增速23.6%；代餐食品行业同样处于高速增长期，根据艾媒咨询，2022年我国代餐食品市场达1322亿元，预计2025年将达2639亿元，3年复合增速25.9%。

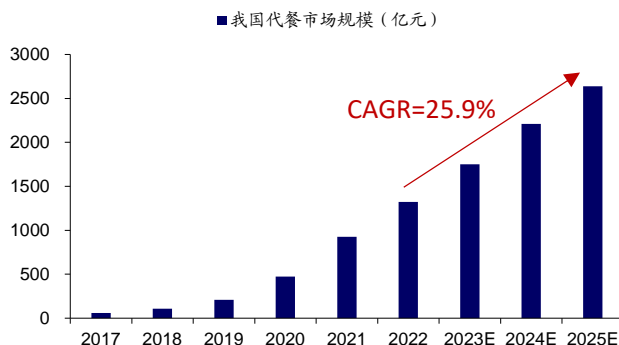
从渗透率看，成长期消费行业渗透率快速提升，但相比国外仍有较大提升空间。以扫地机器人为例，根据华经情报网测算，2022年我国扫地机器人渗透率仅6.9%，低于美国的15%，德国和日本的8%；此外，我国医美普及率也相对较低，根据中研网测算，2022年中国医美项目渗透率仅4.5%，相较韩国的22.0%、美国的17.2%、日本的11.3%仍然较低，未来存在高速增长的潜力。

从竞争格局看，成长期消费行业各公司尚未形成绝对优势，市场集中度相对较低。以酒店行业为例，根据欧睿数据，2022年我国酒店行业CR5/CR2分别为40.7%/24.8%，同期美国酒店行业CR5/CR2为62.3%/41.8%，相比之下我国酒店行业集中度仍有较大提升空间；职业教育行业同样处于高速发展期，细分赛道众多，因此竞争格局相对分散，据粉笔招股说明书显示，2021年我国职业考培行业CR5仅22.1%。

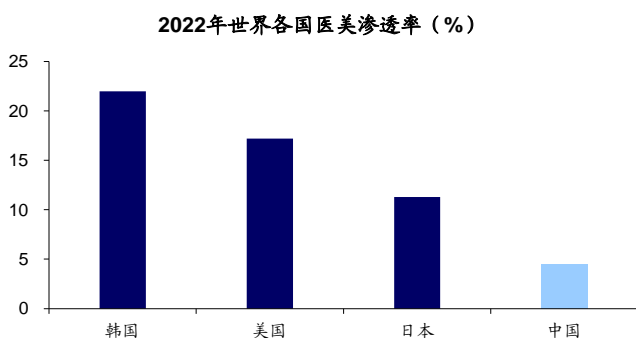


**图6 预计我国新能源车市场将高速增长**


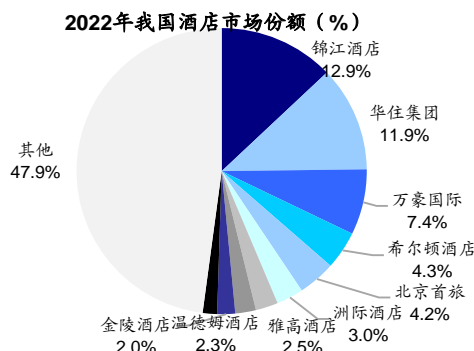
资料来源：中国政府网，新华网，工信部，IDC，搜狐网，海通证券研究所

**图7 我国代餐市场增长潜力巨大**


资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

**图8 我国医美渗透率提升空间较大**


资料来源：中研网，海通证券研究所

**图9 我国酒店市场集中度较低**


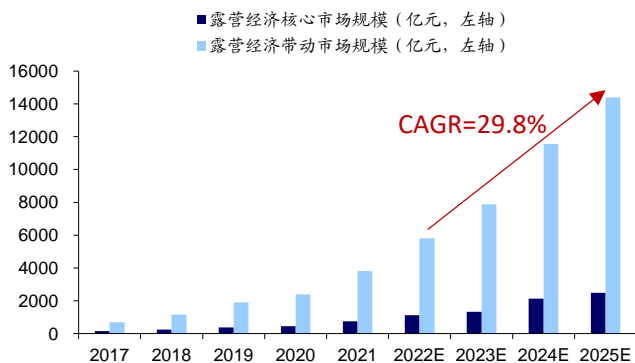
资料来源：欧睿，海通证券研究所

**萌芽期：市场发展前景广阔+渗透率低+竞争格局分散。**在消费升级的大趋势下，居民消费理念逐步转变，生活方式日渐丰富，因此近年来我国涌现出一大批新兴消费品类，包括预制菜、无糖饮料、户外露营、潮玩、宠物用品、洗碗机等，这些行业呈现出高增长潜力、低渗透率、低集中度的特征，下文将展开分析：

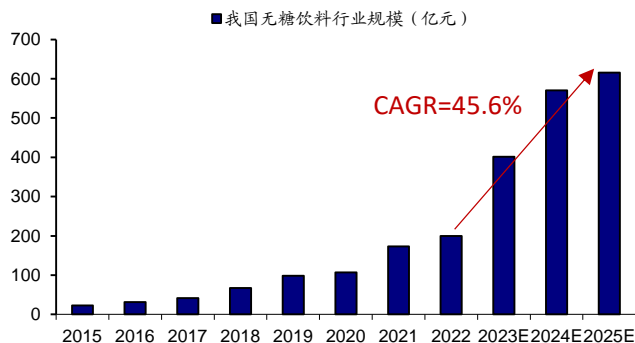
从市场空间看，萌芽期消费行业市场需求初步显现，后续增长潜力巨大。近年来露营作为一项新型运动逐渐进入大众视野，市场规模迅速增长，根据艾媒咨询，预计2022年我国露营经济核心市场规模达1134.7亿元，2025年将达2483.2亿元，未来3年复合增速达29.8%；无糖饮料作为消费观念升级的代表品类也具有广阔成长空间，根据艾媒咨询，2022年我国无糖饮料市场规模为199.6亿元，预计2025年将增至615.6亿元，3年复合增速45.6%。

从渗透率看，萌芽期消费行业渗透率较低，相较更成熟的国外市场提升空间广阔。例如我国露营仍属于小众运动，根据世展网援引华经产业研究院，2021年我国露营渗透率仅1.0%，同期美国渗透率为15.8%、日本为11.2%；类似地，我国养宠渗透率相比发达国家仍然较低，根据京东发布的《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》显示，2021年我国家庭宠物渗透率仅20%，相较美国、日本过半的家庭宠物渗透率仍有较大上升空间。

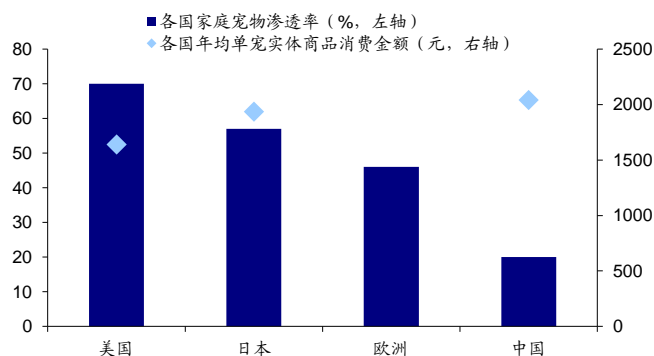
从竞争格局看，萌芽期消费行业尚处起步阶段，各类品牌百花齐放，市场集中度低。以预制菜行业为例，根据Foodtalks援引艾媒咨询，预制菜行业进入门槛较低，市场中的初创公司数量较多，竞争格局分散，2021年味知香、安井等早期布局预制菜行业的公司的市场占有率不及1%；我国潮玩市场集中度同样较为分散，根据中商情报网，2021年我国潮玩行业CR5/CR2仅为19.5%/13.4%，其中泡泡玛特市占率最高，达11.0%。

**图10 我国露营经济市场高速增长**


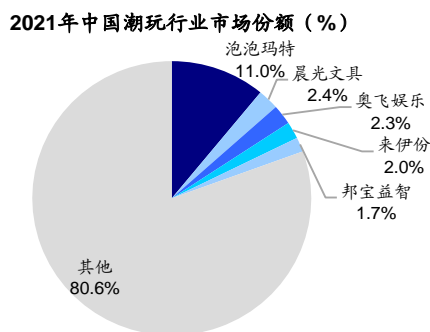
资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

**图11 我国无糖饮料行业成长空间广阔**


资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

**图12 2021年我国家庭宠物渗透率相比发达国家仍然较低**


资料来源：《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，海通证券研究所

**图13 我国潮玩市场竞争格局分散**


资料来源：中商情报网，海通证券研究所

## 2. 如何比较各阶段消费行业的估值？

基于上文对消费行业成长周期的划分，我们进一步从横向和纵向两个维度来探讨各成长阶段的消费品类估值水平，以回答当前消费估值还贵不贵这一问题：（1）横向看，对比海外同行，中国各消费行业代表公司估值处于什么水平？（2）纵向看，中国各消费行业代表公司的估值中枢有何变化？当前估值处于历史上什么位置？

**成熟期消费行业成长性低，估值接近海外同类公司，代表性龙头估值降至历史低位。**上文提到，成熟期消费行业增速平缓，已进入稳态竞争格局，业绩和现金流相对稳定，因此适用于PE估值，我们选取了成熟期行业中较为典型的白酒、白色家电、调味料行业龙头作为研究对象，并展开详细分析：

**白酒行业代表公司估值略高于海外同类公司，目前处于历史均值附近。**横向国际对比来看，当前（截至2023/7/26，下同）海外烈酒龙头中帝亚吉欧PE（TTM）为22.1倍，保乐力加为21.6倍，百富门为39.0倍；国内高端白酒龙头贵州茅台PE（TTM）为34.7倍，泸州老窖为31.4倍，五粮液为24.5倍。纵向历史趋势来看，我国高端白酒PE中枢经历了逐渐下移然后再度上行的过程，当前估值处于近10年平均水平，贵州茅台05-10年/11-15年/16年至今的PE中枢分别为40.7/19.4/36.0倍，当前估值处于13年以来65.7%分位，泸州老窖分别为64.1/18.5/34.6倍，当前估值处于13年以来52.4%分位，五粮液分别为33.6/15.9/30.3倍，当前估值处于13年以来51.3%分位。

**白色家电行业代表公司估值与海外同类公司相近，已经处于历史较低位置。**横向国际对比来看，当前海外家电龙头中惠而浦PE（TTM）为39.6倍，LG集团为12.5倍，三星电子为10.9倍；国内白电龙头美的PE（TTM）为13.6倍，海尔为14.8倍，格力为8.9倍。纵向历史趋势来看，我国白电PE中枢也经历了逐渐下移然后再度上行的过程，当前估值低于近10年以来的平均水平，海尔05-10年/11-15年/16年至今的PE中枢分别为24.7/12.3/17.1倍，当前估值处于13年以来57.4%分位，格力分别为



15.7/10.2/11.9 倍，当前估值处于 13 年以来 34.9%分位。

调味料行业代表公司估值略高于海外同类公司，估值已降至历史较低水平。横向国际对比来看，当前海外调味料龙头中卡夫亨氏 PE (TTM) 为 12.8 倍，味好美为 34.2 倍，金宝汤为 15.7 倍；国内调味料龙头海天味业 PE (TTM) 为 41.0 倍，涪陵榨菜为 22.4 倍，安琪酵母为 23.0 倍。纵向历史趋势来看，我国调味料当前估值已经处于历史较低位置，部分龙头估值已近历史低点，海天味业当前估值位于 13 年以来 37.3%分位，涪陵榨菜位于 1.1%分位，安琪酵母位于 5.7%分位。

综上，横向看我国成熟期消费行业龙头估值与海外同类公司相近，纵向看估值已经低于历史均值，部分公司处于历史低位，因此成熟期的消费行业估值已相对便宜。

表 1 成熟期消费行业代表性公司估值

行业	国内代表公司			海外可比公司		
	公司	PE (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	公司	PE (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)
白酒	贵州茅台	34.7	65.7	帝亚吉欧	22.1	39.1
	泸州老窖	31.4	52.4	保乐力加	21.6	19.6
	五粮液	24.5	51.3	百富门	39.0	81.2
白色家电	美的集团	13.6	39.7	惠而浦	39.6	100.0
	海尔智家	14.8	57.4	LG 集团	12.5	91.5
	格力电器	8.9	34.9	三星电子	10.9	65.2
乳制品	伊利股份	18.6	3.1	达能集团	27.7	76.4
	蒙牛乳业	18.4	18.8	雀巢美国	30.6	82.4
	中国旺旺	16.4	32.3	明治	13.5	13.2
传统家具	顾家家居	20.2	21.3	Tempur Sealy	19.2	51.7
	欧派家居	23.2	6.5	La-Z-Boy	8.2	8.2
	索菲亚	15.5	9.8	Williams-Sonoma	8.3	9.7
调味料	海天味业	41.0	37.3	卡夫亨氏	12.8	35.4
	涪陵榨菜	22.4	1.1	味好美	34.2	96.4
	安琪酵母	23.0	5.7	金宝汤	15.7	33.2

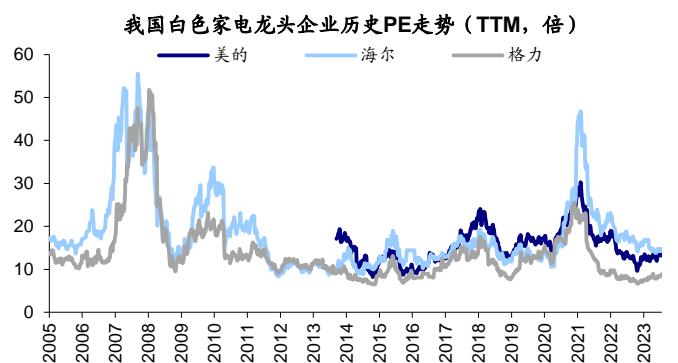
资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所整理，截至 2023/7/26

图 14 我国高端白酒龙头估值中枢先下移后上行



资料来源：Wind, 海通证券研究所，截至 2023/7/26

图 15 我国白色家电龙头估值中枢先下移后上行



资料来源：Wind, 海通证券研究所，截至 2023/7/26

成长期消费行业成长性高，估值略高于海外同类公司，但估值盈利匹配度优。据前文分析，成长期行业市场增速较快，其中经营相对稳定的公司适用于 PE 估值法，同时考虑到其高成长性，我们也采用 PEG 估值以衡量利润估值匹配度；对于业绩波动较大，出现暂时性亏损的公司则适用于 PS 估值法。对于成长期消费行业，我们选取了互联网电商、运动服饰、医美三个代表性行业的龙头公司进行分析，详见下文：

互联网电商龙头公司的估值低于海外互联网电商龙头，估值已降至历史低位。横向国际对比来看，当前海外互联网电商龙头 eBay PE (TTM) 为 15.7 倍，亚马逊为 139.2 倍，Allegro 为 41.7 倍，Mercado Libre 为 95.9 倍；国内互联网电商龙头阿里巴巴 PE (TTM) 为 23.4 倍，京东集团为 21.6 倍，拼多多 PE/PEG 分别为 21.9 倍/0.1 倍，唯

品会分别为 10.8 倍/0.3 倍。纵向历史趋势来看，我国互联网电商龙头普遍低于历史均值水平，阿里巴巴 PE 估值位于 13 年以来 26.1%分位，京东集团位于 45.0%分位，拼多多位于 25.0%分位，唯品会位于 17.9%分位。

运动服饰行业代表公司估值低于海外可比公司，部分龙头估值盈利匹配度优。横向国际对比来看，当前海外运动服饰龙头中耐克 PE (TTM) 为 33.5 倍，阿迪达斯为 138.4 倍，Lululemon PE/PEG 分别为 36.4 倍/1.1 倍；而国内运动服饰龙头中安踏体育 PE/PEG 为 28.8 倍/17.1 倍，李宁为 24.2 倍/0.6 倍，特步国际为 20.2 倍/0.4 倍。纵向历史趋势来看，我国运动服饰龙头处于历史平均水平，安踏体育 PE 估值位于 13 年以来 61.6%分位，李宁位于 39.7%分位，特步国际位于 78.2%分位。

医美行业代表公司估值高于海外同类公司，但估值已处于历史偏低水平。横向国际对比来看，当前海外医美龙头艾伯维 PE/PEG 分别为 14.5 倍/5.7 倍，Medytox PE (TTM) 为 36.2 倍；而国内医美龙头中华熙生物 PE/PEG 为 46.6 倍/2.5 倍，爱美客为 72.2 倍/1.6 倍，华东医药为 31.1 倍/11.3 倍。纵向历史趋势来看，我国部分医美龙头估值已行至历史低位，华熙生物 PE 估值仅位于上市以来 5.2%分位，爱美客位于 5.5%分位，华东医药位于 58.7%分位。

综上，尽管我国成长期消费行业代表公司估值略高于海外同类公司，但龙头公司估值已降至低位，且部分公司 PEG 已低于 1，盈利估值匹配度较优，考虑到成长期消费行业的高增长潜力，当前估值已具性价比。

表 2 成长期消费行业代表性公司估值

行业	国内代表公司					海外可比公司				
	公司	PE (TTM, 倍)	PS (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	PEG (倍)	公司	PE (TTM, 倍)	PS (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	PEG (倍)
互联网电商	阿里巴巴	23.4	2.0	26.1	-	eBay	15.7	2.7	43.2	-
	京东集团	21.6	0.4	45.0	-	亚马逊	139.2	2.5	49.5	-
	拼多多	21.9	5.2	25.0	0.1	Allegro	41.7	3.9	55.9	-
	唯品会	10.8	0.7	17.9	0.3	Mercado Libre	95.9	5.2	62.3	0.2
运动服饰	安踏体育	28.8	4.1	61.6	17.1	耐克	33.5	3.3	71.2	-
	李宁	24.2	3.8	39.7	0.6	阿迪达斯	138.4	1.5	99.8	-
	特步国际	20.2	1.4	78.2	0.4	Lululemon	36.4	5.7	49.4	1.1
医美	华熙生物	46.6	7.1	5.2	2.5	艾伯维	14.5	4.4	50.2	5.7
	爱美客	72.2	47.2	5.5	1.6	Medytox	36.2	6.7	28.6	-
	华东医药	31.1	2.0	58.7	11.3					
扫地机器人	科沃斯	26.8	2.8	15.9	5.7	iRobot	98.1	1.1	96.0	-
	石头科技	31.8	5.2	45.8	-					
职业教育	中公教育	-	6.3	7.8	-	Chegg	4.9	1.7	5.6	-
	传智教育	31.6	7.2	0.8	0.6	Pearson	26.2	1.6	55.8	-
	中国东方教育	16.7	1.6	1.9	0.7	Stride	14.5	0.9	2.0	0.4
新能源汽车	比亚迪	38.6	1.6	17.7	0.2	特斯拉	75.0	8.9	21.9	0.6
	小鹏汽车	-	4.2	61.0	-	大众	6.0	0.3	38.8	11.6
	理想汽车	-	5.0	44.0	-					
	蔚来	-	2.7	70.4	-					
连锁酒店	华住集团	-	6.2	30.8	-	希尔顿	30.8	3.9	84.8	-
	锦江酒店	137.3	4.3	58.9	-	万豪国际	23.5	2.8	83.0	0.2
	首旅酒店	-	4.0	83.6	-	温德姆全球	20.7	4.6	71.8	0.5

资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所整理，截至 2023/7/26 注：连锁酒店 13 年以来估值分位数采用历史 PS 估值计算，其余行业采用 PE 估值计算

萌芽期消费行业尚处发展早期，成长空间广阔，相较海外可比公司估值偏高。根据前文，萌芽期消费行业增长潜力巨大，但竞争格局分散，部分代表性公司盈利尚不稳定，因此同样适合采用 PE、PS 以及 PEG 估值法进行综合比较。在萌芽期行业中，我们选取预制菜、户外露营、宠物用品三个代表性行业的代表性公司开展分析，具体见下文：

预制菜行业代表公司估值高于海外可比公司，但部分公司估值已降至历史较低位置。

横向国际对比来看，当前海外预制菜代表公司中日冷 PE (TTM) 为 19.2 倍，神户物产 PE/PEG 为 43.2 倍/6.8 倍，SYSCO 为 20.3 倍/0.3 倍；国内预制菜公司安井食品 PE/PEG 为 35.4 倍/1.6 倍，味知香为 38.7 倍/7.4 倍，千味央厨为 56.6 倍/2.8 倍，广州酒家为 26.6 倍/4.0 倍。纵向对比来看，部分公司估值已行至历史较低位置，当前千味央厨 PE 位于上市以来 58.3%分位，味知香位于 8.7%分位，安井食品位于 29.5%分位，广州酒家位于 37.0%分位。

户外露营行业代表公司估值同样高于海外同类公司，但也有估值相对便宜的公司。横向国际对比来看，当前海外户外露营代表性公司中 Academy Sports & Outdoors (ASO) PE (TTM) 为 8.0 倍，约翰逊户外为 13.7 倍，哥伦比亚为 13.8 倍；国内户外露营主要标的，牧高笛 PE/PEG 为 22.3 倍/0.2 倍，浙江自然为 23.3 倍/2.4 倍，探路者 PE (TTM) 为 90.0 倍。纵向对比来看，我国部分户外露营代表性公司估值历史分位数差异较大，当前浙江自然 PE (TTM) 位于 13 年以来 31.5%分位，牧高笛仅位于 0.9%分位，探路者位于 90.0%分位。

宠物用品行业代表公司估值高于海外可比公司，估值处于历史高位。横向国际对比来看，当前海外宠物用品行业代表性公司中 Pets at Home PE (TTM) 为 19.1 倍，硕腾为 39.3 倍；国内宠物用品公司中宠股份 PE/PEG 分别为 74.2 倍/11.8 倍，佩蒂股份分别为 58.1 倍/2.2 倍。纵向对比来看，当前我国宠物用品代表公司估值升至历史较高位置，中宠股份 PE 位于上市以来 82.2%分位，佩蒂股份位于 72.5%分位。

综上，我国萌芽期消费行业代表公司估值高于海外可比公司，部分代表性公司估值已降至历史低位，考虑到萌芽期消费行业尚处起步的阶段，未来增长空间广阔，因此估值暂时偏高属于正常现象。

表 3 萌芽期消费行业代表性公司估值

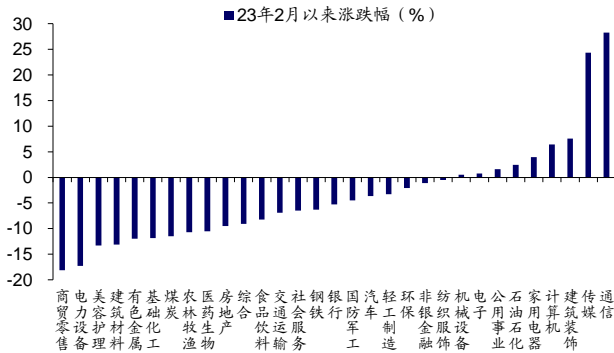
行业	国内代表性公司					海外可比公司				
	公司	PE (TTM, 倍)	PS (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	PEG (倍)	公司	PE (TTM, 倍)	PS (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	PEG (倍)
预制菜	味知香	38.7	6.8	8.7	7.4	日冷	19.2	0.6	63.7	-
	安井食品	35.4	3.4	29.5	1.6	神户物产	43.2	1.9	86.3	6.8
	广州酒家	26.6	3.3	37.0	4.0	SYSCO	20.3	0.5	23.7	0.3
	千味央厨	56.6	3.7	58.3	2.8					
户外露营	浙江自然	23.3	5.3	31.5	2.4	Academy Sports&Outdoors	8.0	0.7	88.4	-
	牧高笛	22.3	2.0	0.9	0.2	约翰逊户外	13.7	0.8	33.7	-
	探路者	90.0	6.2	90.0	-	哥伦比亚	13.8	1.4	3.6	-
潮玩	泡泡玛特	49.8	5.1	43.7	4.2	万代	22.6	2.1	76.8	0.2
	名创优品	31.2	4.2	67.9	-	美泰	27.2	1.4	81.5	-
宠物用品	中宠股份	74.2	2.3	82.2	11.8	Pets at Home	19.1	1.4	59.7	-
	佩蒂股份	58.1	2.3	72.5	2.2	硕腾	39.3	11.0	83.2	10.4
洗碗机	华帝股份	36.3	1.0	87.3	-	伊莱克斯	40.1	0.3	86.8	-
	老板电器	16.2	2.5	9.6	-	惠而浦	42.1	0.4	100.0	-
	万和电气	11.9	1.0	21.8	-	三星电子	10.9	1.5	64.2	0.3

资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所整理，截至 2023/7/26 注：13 年以来估值分位数采用 PE (TTM) 估值计算

### 3. 多重积极因素有望提振消费估值

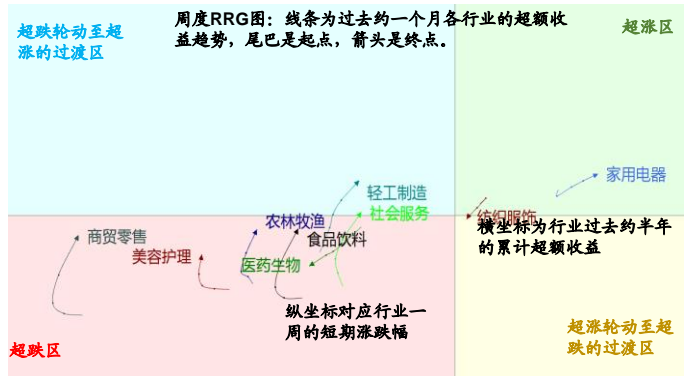
今年 2 月 A 股市场回落以来消费行业跌幅在所有行业中明显偏大，例如商贸零售跌 18%、美容护理跌 13%、农林牧渔跌 11%、医药生物跌 11%。根据 RRG 模型，多数消费行业已经轮动到超跌区域并且已经持续较长时间。同时，根据上文分析，成熟期消费行业估值已不高，成长期消费行业考虑到高成长性，估值盈利匹配度较优。展望未来，消费板块基本面和资金面多重积极因素有望进一步改善，进而提振消费估值。

图16 23/02 以来消费跌幅居前



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/7/26

图17 当前消费板块超额负收益已明显

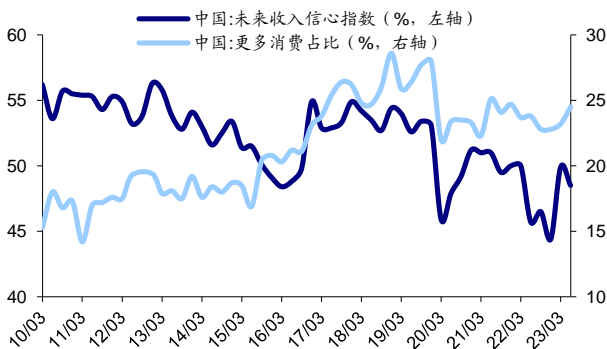


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/7/26

**中长期消费升级支撑估值中枢, 短期政策发力和经济复苏促进估值修复。**我国中长期消费升级趋势仍向好, 支撑 A 股消费板块享有更高估值水平。一方面, 我国正迈向中等发达国家, 借鉴日美等发达国家经验, 在人均 GDP 提升的过程中, 消费都存在升级的趋势, 而当前中国人均 GDP 已站稳 1 万美元的大关, 未来消费升级的速度有望加快。另一方面, 共同富裕背景下收入结构改善有望驱动消费不断升级。国家近年来屡次出台重要文件和指示, 明晰共同富裕重要地位, 扎实推进共同富裕的实现。在此背景下, 中等收入群体扩容有利于释放消费潜能, 城乡差距缩小有助于提升农村居民消费水平。

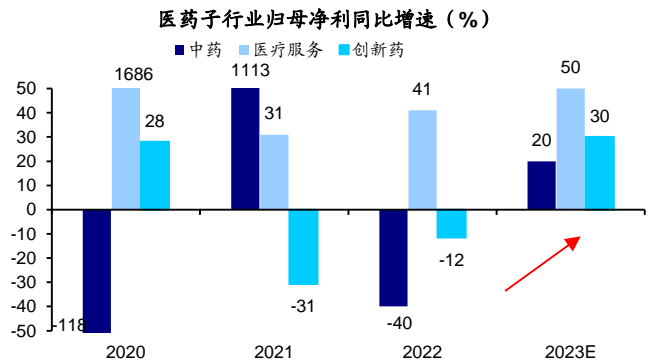
短期而言, 政策发力和经济复苏有望带动消费基本面预期改善, 从而推动估值修复。7 月政治局会议将扩内需和促消费放在更重要的位置, 后续政策有望陆续落地, 从而提振市场对消费基本面的信心。政治局会议提出“要积极扩大国内需求, 发挥消费拉动经济增长的基础性作用, 通过增加居民收入扩大消费, 通过终端需求带动有效供给, 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”、“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费, 推动体育休闲、文化旅游等服务消费”。政策发力背景下经济和消费有望更好复苏, 我们预计今年社零总额增速有望达 8-9%, 22-23 年两年平均增速为 4-5%, 疫情前社零总额增速在 9-10%左右, 未来改善的空间较大。社零向好能够带动 A 股消费基本面改善, 消费盈利增速有望提升, 其中医药和基本消费部分子行业的盈利有望实现较快增长, 结合海通行业分析师和 Wind 一致预测, 我们预计 23 年医药板块中中药归母净利增速为 20%、医疗服务为 50%、创新药为 30.0%, 基本消费中食品加工为 30%。随着消费基本面预期改善, 市场信心有望逐步修复, 进而推动消费板块估值回升。

图18 23 年一季度居民收入信心指数和消费意愿有所恢复



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 医药基本面有望迎来改善



资料来源: Wind, 海通证券研究所



**表 4 近期促消费相关政策梳理**

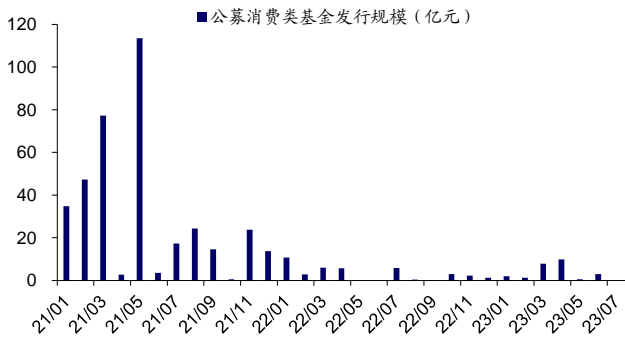
日期	政策/会议	相关内容
2023.5.6	《关于开展中国文物主题游径建设工作的通知》	鼓励各地人民政府加大财政投入，完善激励政策，支持文物主题游径建设，做好 <b>文物保护、环境改善、旅游服务基本保障和游径宣传推广</b> 。利用文物建筑、历史建筑、旧厂房等存量房产、土地或生产装备、设施 <b>发展文化产业和旅游业，鼓励将文物主题游径纳入当地促进消费政策范围</b> 。
2023.6.2	国务院常务会议	要巩固和扩大新能源汽车发展优势，进一步优化产业布局，加强重点领域关键核心技术攻关，提升全产业链自主可控能力和绿色发展水平。要 <b>延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策</b> ，构建高质量充电基础设施体系，进一步稳定市场预期，优化消费环境，更大释放新能源汽车消费潜力。
2023.6.9	《关于做好 2023 年促进绿色智能家电消费工作的通知》	进一步做好 2023 年 <b>促进绿色智能家电消费</b> 相关工作，要求统筹组织绿色智能家电消费促进活动，深入开展家电以旧换新，扎实推进绿色智能家电下乡，实施家电售后服务提升行动，加强废旧家电回收工作。
2023.6.16	国务院常务会议	会议指出，针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施， <b>增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好</b> 。会议围绕 <b>加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险</b> 等四个方面，研究提出了一批政策措施。
2023.6.19	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	<b>进一步延续新能源购置税优惠政策</b> ，对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税。
2023.6.20	“恢复和扩大消费”调研协商座谈会	全国政协主席王沪宁表示， <b>要深刻认识恢复和扩大消费是推进中国式现代化的应有之义，是实现高质量发展的必然选择，是实现全年经济发展预期目标的内在要求。</b>
2023.6.21	《2023 年海南省促进消费若干措施》	<b>举办促消费活动、促进恢复文旅消费、做大离岛免税消费、鼓励新能源汽车消费、支持市县开展促消费</b> 等活动，以提振消费为主线，稳定消费预期，增强消费信心，释放消费潜力，全力以赴完成全年社会消费品零售总额增长目标。
2023.6.29	《关于促进家居消费的若干措施》	国务院常务会议指出， <b>采取针对性措施对家居消费加以提振</b> ，有利于带动居民消费增长和经济恢复。要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。
2023.7.24	中共中央政治局会议	会议强调，“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用， <b>通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来</b> 。”在本次会议中特别强调了，“ <b>要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。</b> ”

资料来源：国家文物局，国务院，商务部，财政部，全国政协，海南省商务厅，和讯网，界面新闻，中国政府网，新华社，海通证券研究所整理

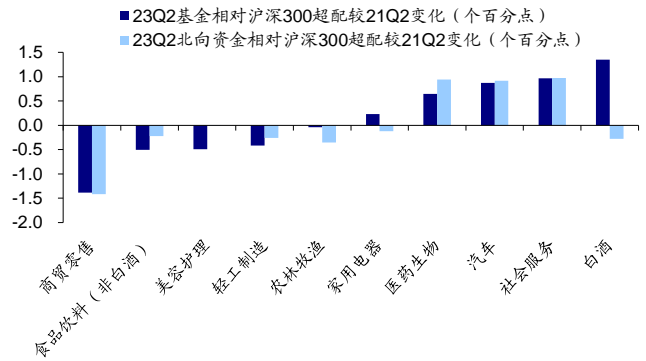
**公募消费仓位显著回落，后续存在加仓空间，海外流动性改善有助于外资回流消费。**从资金面角度看，近年来消费成为内外资重要持仓板块，然而 21 年以来公募持续减仓以及外资流出使消费板块资金面承压，进而抑制消费板块估值。展望未来，随着基本面预期好转，海外流动性改善，内外资存在加仓消费板块的空间，具体分析如下：

**公募消费持仓已大幅回落，后续仓位存在回补的空间。**公募基金持仓方面，前期公募基金消费仓位下降较多，公募基金相对沪深 300 超配消费行业比例已大幅回落，23Q2 商贸零售基金相对沪深 300 超配比例较 21Q2 下降 1.4 个百分点，食品加工下降 0.5 个百分点，美容护理下降 0.5 个百分点，轻工制造下降 0.4 个百分点。基金发行方面，新发行消费主题基金热度也有所降温，今年 1-7 月公募发行消费类基金规模仅 24.7 亿元。外资持仓方面，北向资金消费超配比例也有所回落，23Q2 北向资金持商贸零售相对沪深 300 超配比例较 21Q2 下降 1.4 个百分点，农林牧渔下降 0.4 个百分点，白酒下降 0.3 个百分点。因此，当前内外资仓位均回落至低位，未来存在加仓空间。

**海外流动性趋宽以及中美关系缓和有望助推外资回流。**上半年美联储连续鹰派加息，美元汇率不断走高增强美元资产吸引力，同时中美关系扰动也引发海外投资者担忧，导致海外资金流出 A 股。然而，后续海外流动环境趋于宽松，叠加中美关系改善，有望再度吸引外资流入 A 股市场。流动性层面，通胀及汇率压力正逐步缓解，7 月 12 日美国公布 6 月 CPI 同比增长 3%，相较上月的 4% 显著回落，缓解了市场对美联储持续加息的担忧；同时近期人民币汇率企稳也有望减轻外资流出压力。中美关系层面，6 月以来美国国务卿布林肯、美国财政部部长耶伦先后访华，有助于改善市场对中美关系缓和的预期。综上所述，未来海外宏观环境有望逐步好转，进而增强外资信心，吸引外资再度流入并驱动 A 股估值回升。

**图20 2022年以来公募消费类基金发行规模较少**


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/7/26  
注: 筛选消费类基金的标准为基金名称中含“消费”关键词的公募基金

**图21 基金和北向资金消费行业持股占比下降**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图22 消费各行业整体配置和估值均不高**

行业	当前PE (TTM, 倍)	13年以来分位数 (%)	13年以来PE走势	23Q2基金持仓比例	23Q2基金相对沪深300超配比例	13年以来分位数 (%)	13年以来基金相对沪深300超配比例变动
大消费	36.5	54.9		30.5%	8.0%	19.5	
农林牧渔	29.1	27.4		1.4%	-0.2%	19.5	
家用电器	14.6	31.9		2.7%	-0.8%	41.4	
食品加工	24.2	1.4		0.5%	0.3%	48.7	
白酒	31.1	64.1		10.9%	1.5%	48.7	
纺织服饰	24.9	43.6		0.4%	0.4%	46.3	
轻工制造	30.9	51.2		0.7%	0.5%	19.5	
医药生物	26.8	12.7		12.0%	5.4%	39.0	
商贸零售	36.6	76.6		0.6%	0.0%	48.7	
社会服务	84.3	79.5		0.7%	0.6%	34.1	
美容护理	45.2	69.4		0.5%	0.1%	36.5	

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/7/26

总结全文, 我们将各消费行业的成长周期分为成熟期、成长期、萌芽期三个阶段, 并针对不同阶段的消费行业特征及估值展开深入探讨, 进而得出结论: 当前消费板块整体估值合理偏低, 但仍存在结构性差异, 其中成熟期消费行业估值已不高, 成长期消费行业盈利估值匹配度优, 萌芽期消费行业由于其高增长潜力, 估值暂时偏高。展望下半年, 我们认为后续随着经济持续复苏、居民收入改善, 叠加稳增长政策发力, 有望带动消费基本面预期改善, 从而驱动消费板块估值上行。

**风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。



# 信息披露

## 分析师声明

荀玉根 策略研究团队  
 郑子勋 策略研究团队  
 王正鹤 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准；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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**海通证券股份有限公司研究所**

 路颖 所长  
 (021)23185717 luying@haitong.com

 邓勇 副所长  
 (021)23185718 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长  
 (021)23185715 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理  
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

 余文心 所长助理  
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

 汪立亭 所长助理  
 (021)23219399 wanglt@haitong.com

 孙婷 所长助理  
 (010)50949926 st9998@haitong.com

**宏观经济研究团队**

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
 应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com  
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
 侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com  
 联系人  
 李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com  
 王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com  
 贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

**金融工程研究团队**

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
 罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com  
 余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com  
 袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com  
 黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
 张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com  
 联系人  
 郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
 曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
 卓泮莹 zyx15314@haitong.com  
 马毓婕 myj15669@haitong.com  
 付欣都 fxy15672@haitong.com

**金融产品研究团队**

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
 谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com  
 江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com  
 张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com  
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
 滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com  
 章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com  
 联系人  
 陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com  
 魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com  
 舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

**固定收益研究团队**

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
 王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
 孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
 张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com  
 联系人  
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
 方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com  
 藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com  
 高上(021)23185662 gs10373@haitong.com  
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com  
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
 王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com  
 联系人  
 刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
 陈菲 cf15315@haitong.com

**中小市值团队**

 钮宇鸣(021)23219420 yniu@haitong.com  
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com  
 王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23185835 lml@haitong.com  
 吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com  
 朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com  
 周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com  
 李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com  
 联系人  
 纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com  
 胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com  
 联系人  
 张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com  
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com  
 周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
 联系人  
 彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com  
 肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

**汽车行业**

 王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com  
 房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com  
 张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com  
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com  
 联系人  
 石佳艺 sjy15440@haitong.com

**公用事业**

 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
 傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com  
 联系人  
 余玫翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com  
 阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com  
 胡鸿程 hhc15605@haitong.com

**批发和零售贸易行业**

 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
 高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com  
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
 联系人  
 张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com  
 李艺冰 lyb15410@haitong.com  
 王逸欣 wyx15478@haitong.com

**互联网及传媒**

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com  
 联系人  
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

**有色金属行业**

 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com  
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
 联系人  
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com  
 梁琳 ll15685@haitong.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com  
 谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com  
 联系人  
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com  
 陈昭颖 czy15598@haitong.com

<b>电子行业</b> 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 联系人 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 罗 青 lq15535@haitong.com 孔淑媛 ksy15683@haitong.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 于一铭 yym15547@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
<b>非银行金融行业</b> 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 联系人 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	<b>机械行业</b> 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 毛冠锦 mgj15551@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	<b>农林牧渔行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@haitong.com 联系人 蔡子慕 czm15689@haitong.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com 苗 欣 mx15565@haitong.com
<b>军工行业</b> 张恒昞 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com 李雨泉 lyq15646@haitong.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wjy13985@haitong.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	<b>造纸轻工行业</b> 郭庆龙 gq113820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com	<b>环保行业</b> 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚 (0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金珪(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
张钧博 zjb13446@haitong.com  
高 瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚 坦 yt14718@haitong.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话: (021) 23219000  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com