

## 相关研究

《经济稳，股市进——中央经济工作会议解读》2023.12.13

《财政：发力空间和领域——24年六大总量话题2》2023.12.11

《利率：波动收敛、低位震荡——24年六大总量话题1》2023.12.07

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zcx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

联系人:李林芷

Tel:(021)23185646

Email:llz13859@haitong.com

联系人:陈菲

Tel:(021)23185707

Email:cf15315@haitong.com

# 消费：三类新活力——24年六大总量话题4

## 投资要点：

- **核心结论：**①24年随着疫情疤痕效应减弱叠加政策支持，社消零售总额增速望恢复至5.5%左右。②海外数据显示，产业升级有助于提高居民收入，是促进消费升级的重要驱动力。③结合中国实际，消费有三类新活力：医疗保健、智能消费、文化消费。
- **疫后首年：消费复苏出现新趋势。**疫后首年消费呈现差异化复苏，最终消费修复强于社零。从社零今年的走势看，其修复趋势相对波折。与社零数据呈现的弱修复不同，今年前三季度最终消费明显修复，是三大需求中拉动经济增长最主要因素。社零与最终消费数据间存在矛盾的主因或在于今年服务与商品消费的复苏幅度存在差异，其中服务消费的复苏趋势更强。从今年前三季度居民人均消费支出中服务类消费分项增速高于社零增速，以及旅游出行消费修复显著可以看出服务消费恢复明显较快。此外，部分消费细分领域出现新业态，带动消费走向复苏。当前文旅消费创新运营模式层出不穷，文旅企业已逐步转向主动性科技赋能，“科技+文旅”拓展文旅消费的新场景、新业态。除此之外，休闲娱乐类消费、宠物消费及户外运动消费也同样出现了一些新变化、新业态，对消费整体复苏产生了显著的拉动作用。
- **国际经验：产业升级推动扩内需。**借鉴海外经验，收入和分配是影响长期消费关键。1960年以来各国人均收入与居民人均最终消费支出、居民消费倾向与国家收入分配比重间确实存在正相关关系。消费的持续增长需要国民收入及分配方式的改善，因此，长远角度看，坚持高质量发展道路是扩大消费的基础。根据别国发展经验，经济结构的转型升级是跨越“中等收入陷阱”的关键因素。此外，产业的转型升级同样有助于一国收入分配的优化。随着未来我国产业的持续转型升级，国民收入分配或有望朝居民端进一步倾斜，进而对我国居民端的消费形成支撑。从短期视角来看，今年三季度居民就业形势总体平稳，居民提前还贷的情况已在改善，近期我国居民的消费能力及意愿已出现持续改善迹象。展望24年，积极的财政有空间，我国消费修复潜力有望进一步释放，预计24年国内社消零售增速有望达到5.5%左右。
- **三类新活力：医疗保健、智能消费、文化消费。**理论上，根据经典效用理论，随着居民收入提升，消费需求将从物质转向精神。即随着居民收入达到一定水平，消费者的消费需求将从物质需求转向休闲娱乐等服务型消费。借鉴国际经验，过去数十年来各国消费结构变化存在共性及特性。共性方面，医疗和科技相关消费支出普遍快速增长。特性方面，跨入高收入国家群体的服务、可选消费更优。回到我国，随着产业转型升级步伐加快，未来我国经济高质量发展将进一步深化，居民收入有望持续提升。在此过程中，医药、科技消费或有望迎来更确定性的增长，文娱服务消费领域的一些新业态、新模式也蓄势待发。首先，我国人口老龄化背景下，医药消费支出有望持续增长；其次，技术进步推动下智能消费需求有望进一步释放；最后，政策导向指引下新型文化消费有望迎来发展机遇。
- **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. 疫后首年：消费复苏出现新趋势.....	5
2. 国际经验：产业升级推动扩内需.....	7
3. 三类新活力：医疗保健、智能消费、文化消费.....	10

## 图目录

图 1	社零累计同比相较 5 月高点回落.....	5
图 2	社零当月同比中枢较疫情前仍有差距.....	5
图 3	社零修复斜率未恢复至疫情前趋势.....	6
图 4	前三季度最终消费对 GDP 涨幅的贡献率创 15 年来次高.....	6
图 5	2023 年服务类消费增速更优.....	7
图 6	假期出行消费已基本恢复至高于 2019 年水平.....	7
图 7	2023 年文娱类消费增速明显高于居民消费总支出增速.....	7
图 8	我国宠物经济产业规模快速增长.....	7
图 9	全球居民人均收入及消费支出对比.....	8
图 10	国际经验显示居民消费倾向与收入分配明显相关.....	9
图 11	未成功跨越中等收入陷阱国家的人均 GDP 提升基本停滞.....	9
图 12	产业转型升级是跨入高收入国家的重要条件.....	9
图 13	产业升级有助于提升我国劳动报酬率.....	9
图 14	当前我国失业率已明显下降.....	10
图 15	前三季度我国居民可支配收入增速超过 GDP.....	10
图 16	当前我国居民提前还贷行为已在缓解.....	10
图 17	今年前三季度我国居民消费倾向升至疫后同期最高值.....	10
图 18	马斯洛需求层次模型.....	11
图 19	各国医疗保健相关消费支出占比持续增长.....	12
图 20	日本居民在运输通信、医疗上的消费明显增多.....	12
图 21	1980 年以来各国老年人口占比普遍上升.....	12
图 22	各国电子通信设备相关消费支出占比整体均在增加.....	12
图 23	2000 年以来全球计算机和通讯设备快速发展.....	12
图 24	高收入国家经济结构中服务业的占比更大.....	12
图 25	日本通讯、医疗、家具消费的增速靠前.....	13
图 26	新加坡电信、医疗、家用设备、机动车消费的增速靠前.....	13
图 27	巴西医药、食品饮料、家具家电消费的增速靠前.....	13
图 28	泰国医疗、百货商超、食品饮料消费的增速靠前.....	13
图 29	我国老龄化程度不断加深.....	14
图 30	1963 年起第二波婴儿潮当前正步入老年.....	14

图 31	近年来城乡居民人均医疗保健支出占比整体上升 .....	14
图 32	我国医疗支出占 GDP 比重相较发达国家仍有差距 .....	14
图 33	人工智能带动产业规模增长空间广阔 .....	15
图 34	我国智能汽车市场规模快速增长 .....	15
图 35	我国智能家居市场规模快速增长 .....	15
图 36	我国文化产业规模及占比不断提升 .....	15
图 37	我国户外运动参与率明显低于发达国家 .....	15
图 38	北京市“文化+科技”企业营收不断增长 .....	15

2023年是预期与现实交织、在波折中前进的一年，全年5%的经济目标有望顺利实现，今年的帷幕正徐徐落下，来年的新篇章即将谱写，继往开来，谋而后动。由此，围绕着2024年值得重点关注的六大总量话题（利率、财政、地产、消费、科技、美债），我们分别开展了深度研究。

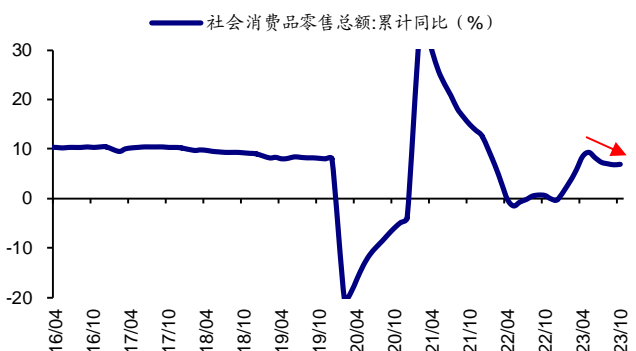
本篇消费方向研究报告是24年六大总量话题系列报告的第四篇，消费在2023年一度成为总量层面的热议话题，针对今年消费的修复情况、以及未来消费演变的方向，市场进行了诸多讨论。我们认为，对于当前及未来的消费演变形势，既需要厘清当下我国经济面临的短期变化，也需要结合未来长期经济发展的趋势综合进行研判。本文从国际对比的视角出发，结合我国经济长期趋势及短期变化，对我国未来的消费机遇做出展望。

## 1. 疫后首年：消费复苏出现新趋势

**疫后首年消费呈现差异化复苏，最终消费修复强于社零。**在观察我国消费总量层面的变化情况时，相对高频披露的社会消费品零售总额是最常被观测及跟踪的指标。从社零今年以来的走势看，其修复趋势相对波折。具体而言，从当月数据来看，在22年基数效应的影响下今年社零当月同比走势呈N型修复，其增速从年初至4月快速上行，从5月开始逐渐回落至7月低点2.5%，8-10月社零当月同比再次回升，10月升至7.6%。用四年年化增速剔除基数影响后，可以发现10月社零年化增速仅4.0%，较疫情前（2016-2019年）的平均增速9.4%仍有差距。从累计增速看，今年前10月社零累计同比增速为6.9%，相较5月9.3%的高点整体回落，剔除疫情基数效应后的四年年化增速3.8%，相较疫情前的中枢9.5%同样偏弱。然而，与社零数据呈现的弱修复不同，国家统计局公布数据显示今年前三季度最终消费明显修复、对经济增长的贡献率显著回升，是三大需求中拉动经济增长最主要因素。今年前三季度最终消费支出对GDP累计同比的贡献率高达83.2%，为15年以来的历史次高值，共拉动GDP增长4.3个百分点。

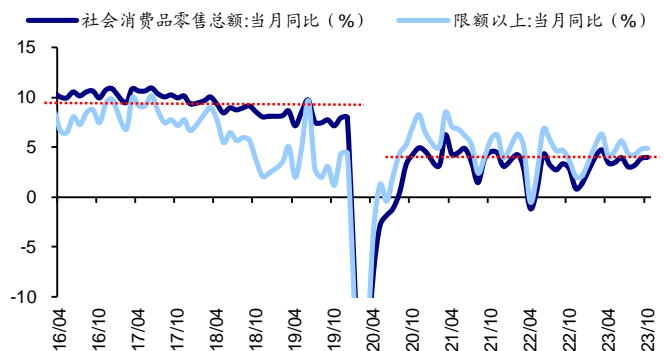
为何社零和最终消费的修复趋势会出现分化，分化背后又反映了怎样的消费复苏格局？我们认为，从两者的统计口径对比中可以看出，社零与最终消费数据间存在矛盾的主因或在于今年服务与商品消费的复苏幅度存在差异，其中服务消费的复苏趋势更强。事实上，根据国家统计局发布的《中国主要指标统计指标诠释（第二版）》，社会消费品零售总额、居民人均消费支出与最终消费支出这三个常用的消费宏观指标在统计口径、调查汇总方法上存在明显差异，其中社会消费品零售总额仅统计商品零售及餐饮收入，采用的是全面调查和抽样调查相结合的调查方法；居民人均消费支出来自于住户收支与生活状况调查，与社零数据相比，该指标在统计口径上多包括了除餐饮服务以外的其他服务消费、虚拟消费等，同时少包含了居民自建用房用建筑材料等项目（详见表1）；最终消费支出的涵盖范围最广，可以分为居民消费支出和政府消费支出，居民消费支出项相较居民人均消费支出多统计了金融中介服务虚拟支出等项目，统计方法上则是利用住户调查人均消费支出和年平均人口加总计算。综合来看，由于最终消费支出的统计范围最广，相对更能反映整体消费变化情况的全貌，因而今年以来最终消费支出的明显复苏或表明消费整体修复力度并不弱。

图1 社零累计同比相较5月高点回落



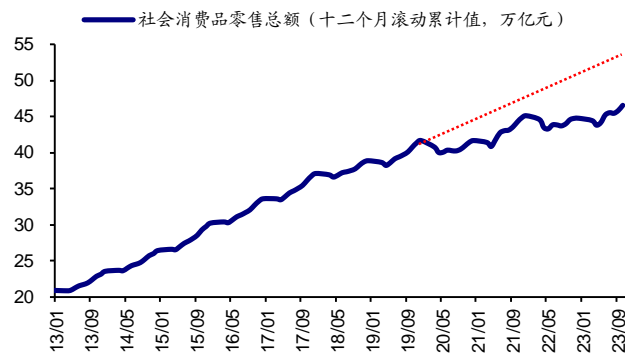
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 社零当月同比中枢较疫情前仍有差距

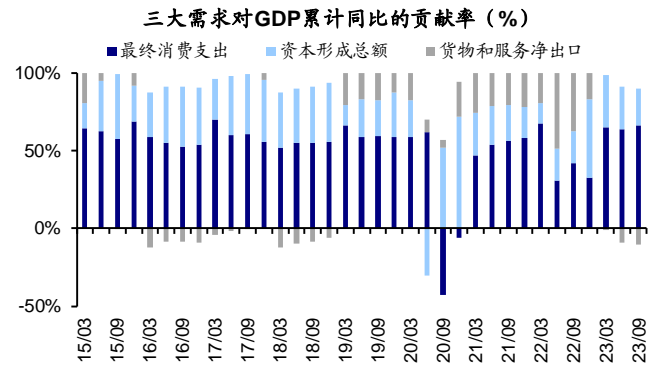


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 21年之后为四年年化平均增速



**图3 社零修复斜率未恢复至疫情前趋势**


资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

**图4 前三季度最终消费对 GDP 涨幅的贡献率创 15 年来次高**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 1 最终消费支出、居民人均消费支出与社会消费品零售总额的差异比较**

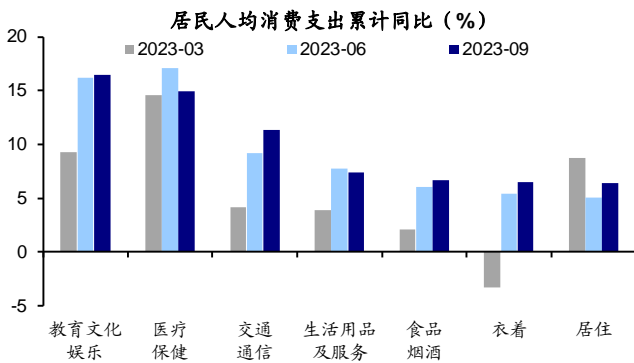
消费相关指标	最终消费支出	居民人均消费支出	社会消费品零售总额
数据来源	GDP 核算	住户收支与生活状况调查	社会消费品零售总额
数据频率	季度	季度	月度
调查主体	居民(常住住户)、政府	居民(常住住户)	居民(含非常住住户)、社会集团
调查&汇总方法	利用住户调查人均消费支出和年平均人口加总计算	采用分层、多阶段、与人口规模大小成比例的概率抽样方法	全面调查与抽样调查相结合
统计范围	商品消费、服务消费	商品消费、服务消费	商品消费、餐饮消费
统计口径差异	1、居民人均消费支出相比社零,多包含:(1)常住住户在国外购买的消费品、(2)除餐饮服务外的其他服务消费以及(3)虚拟消费,少包含:(1)居民自建用房用建筑材料、(2)售给社会团体的办公用品、(3)非常住住户在国内购买的消费品。 2、最终消费支出相比居民人均消费支出,多包含:(1)公费医疗消费支出、(2)金融中介服务虚拟支出、(3)自有住房服务虚拟支出以及(4)政府消费支出。		

资料来源:国家统计局《中国主要指标统计指标诠释(第二版)》,国家统计局官网,海通证券研究所

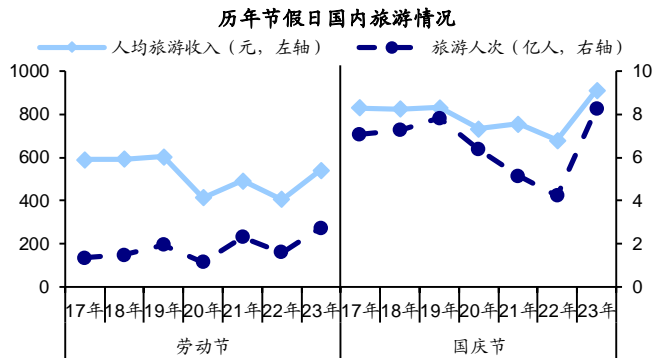
**服务消费复苏动力更强劲,新业态成为今年消费新亮点。**前文我们指出今年最终消费支出与社零数据间分化的主因是服务消费的复苏动力强于商品消费。其实如果统计居民人均消费支出增速,也能观察到相似的现象。根据最新住户调查结果,今年前三季度居民人均消费支出累计同比增速为 9.2%,其中教育文化娱乐、医疗保健、交通通信分项增速分别为 16.4%、15.0%、11.3%,均明显高于社零增速的 6.8%,进一步证明服务类消费对今年国内消费起到了明显的拉动作用。此外,从假期出行及消费数据看,旅游消费确实在修复,支撑服务类消费复苏。当前假期期间的出行消费已经基本恢复至疫情前水平,今年国庆节人均旅游收入及旅游人次均已高于 2017-2019 年的均值水平,出行显著修复带动今年服务类消费持续复苏。针对今年来服务消费表现更强的现象,为了更全面地反映消费市场的变化情况,国家统计局从今年 8 月起增加发布服务零售额数据,今年前 10 月服务零售额累计同比增长 19.0%,明显高于同期社零增速 6.9%,显示今年防控转段以后,经济运行恢复常态,服务消费恢复明显较快。

此外,部分消费细分领域出现新业态,带动消费走向复苏。例如据文旅部援引新华社报道,结合消费数据、产业投资、重大节事看,文化旅游成为上海构建国内大循环的中心节点和国内国际双循环的战略链接的重要领域之一。从今年以来的变化趋势来看,当前文旅消费创新运营模式层出不穷,为推动消费复苏提供新引擎。首先,在数字化技术迅速发展的背景下,当前文旅企业已逐步转向主动性科技赋能,“科技+文旅”拓展文旅消费的新场景、新空间。根据 199IT 援引和君咨询调查,文旅元宇宙已在北京、上海、成都、杭州、西安等诸多文化旅游场景中得到应用。例如上海市历史博物馆上半年数据显示,使用增强现实(AR)导览的观众占入馆总人数的 6%左右,相较两年前 2%的行业平均转化率明显提升。除旅游消费外,其余消费领域同样出现了一些新变化、新业态,

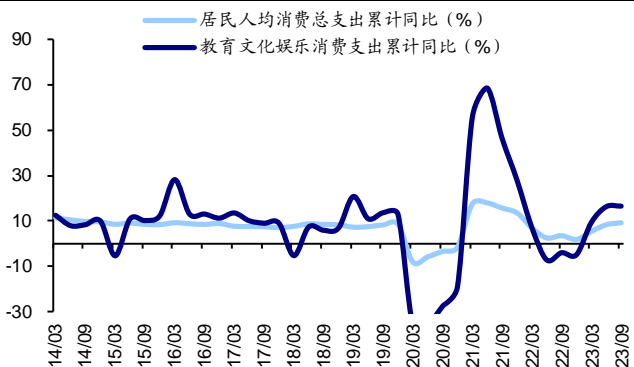
其中休闲娱乐类消费对消费整体复苏产生了较强的拉动作用。实际上，今年以来教育文化娱乐消费支出维持高增长，前三季度累计同比达 16.4%，明显高于同期居民人均消费总支出的增速 6.8%。此外在消费升级和市场细分的背景下，宠物经济方面，人们个性化的需求越来越丰富，近年来我国宠物经济规模增长迅速，根据艾媒网数据，截至 2022 年底，我国宠物经济产业规模已近 5000 亿元，预计 25 年该规模将达到 8114 亿元，22-25 年 CAGR 为 18%。户外运动经济方面，随着疫情影响的逐渐消退，兼具休闲和社交属性的城市户外活动日益普及，户外运动的热潮也拉动了相关消费品的销售。根据经济观察网援引天猫 618 运动户外行业数据，溯溪、骑行、马术、浆板、冲浪等运动的周边装备销售额增幅明显，较去年同期最高上涨超 350%。

**图5 2023 年服务类消费增速更优**


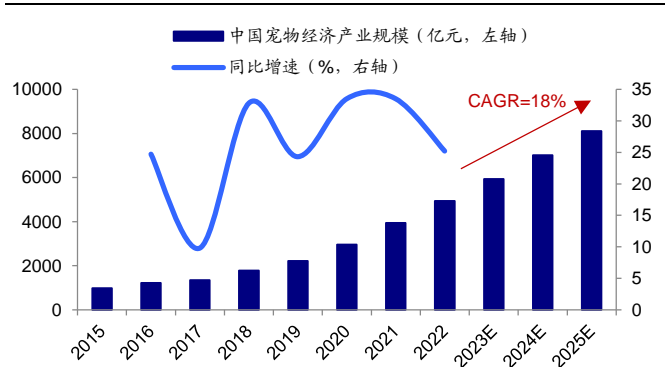
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图6 假期出行消费已基本恢复至高于 2019 年水平**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 2023 年文娱类消费增速明显高于居民消费总支出增速**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图8 我国宠物经济产业规模快速增长**


资料来源: 艾媒网, 海通证券研究所

## 2. 国际经验: 产业升级推动扩内需

前文中我们分析了 2023 年以来我国消费修复情况及出现的新变化，由于 2023 年是疫情政策变化后的首年，因此目前还难以对这些消费变化趋势的持续性下定论。展望未来，我国消费增长将沿着怎样的趋势前进？消费中哪些结构性潜在变化是需要加大关注的？对此，我们认为需要结合我国当下的主要宏观背景进行剖析。

**借鉴别国发展经验，收入和分配是影响长期消费关键。**二十大报告擘画了中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴的宏伟蓝图，而中国式现代化的本质要求是：坚持中国共产党领导，坚持中国特色社会主义，实现高质量发展，发展全过程人民民主，丰富人民精神世界，实现全体人民共同富裕。到二〇三五年，我国发展的总体目标是：经济实力、科技实力、综合国力大幅跃升，人均国内生产总值迈上新的大台阶，达到中等发达国家水平。因此，在我国走向现代化的进程中，我们可以通过借鉴别国经济发展经验，进而分析现阶段我国国民收入不断提升背景下消费可能会发生的潜在变化。从总量视角来看，参考经典的凯恩斯消费函数理论，国内总消费可以大致拆解为总收入及消费倾向的函数，我们对比了 1960 年以来历年各国的人均收入以及当年的居民人均最终消费支

出,可以发现从整体视角来看两者间存在较稳健的正相关关系。但从国际横向对比来看,不同国家居民人均消费及人均收入之间的斜率存在明显差异,即每单位的人均收入提升带来的各国居民消费支出边际增量不尽相同。因此我们进一步探究此类消费倾向分化的现象或缘何而起。理论上而言,收入分配问题一直是影响居民边际消费倾向的重要因素之一,针对这一命题学界及业界已有较多讨论和研究。我们从国际对比的实证分析角度出发,发现各国居民的消费倾向和对应国家收入分配比重之间确实存在明显的相关关系,即居民可支配收入占本国 GDP 的比重越高,居民的边际消费倾向也就越高,1960 年以来约六十年的 11 国数据显示两者间的相关系数达 0.8 (如图 11 所示)。

**长远角度看,坚持高质量发展道路是扩大消费的基础。**因此,对比国际间数据可以发现,长期来看消费的持续增长需要国民收入及分配方式的改善。从这个角度而言,我国坚定高质量发展战略将是扩大内需的必由之路。首先从别国发展经验来看,从中等收入向高收入国家群体跨越的进程中,经济结构的转型升级是跨越“中等收入陷阱”的关键因素。2007 年,世界银行在其主题报告《东亚复兴:关于经济增长的观点》中提出“中等收入陷阱”的概念,根据世界银行的研究,在第二次世界大战结束后至今全球 100 多个中等收入经济体中,仅有以色列、日本、爱尔兰、西班牙、中国香港、新加坡、葡萄牙、中国台湾、毛里求斯、赤道几内亚、韩国、希腊和波多黎各等 13 个国家和地区跨越了“中等收入陷阱”,成为发达经济体,而其余大多数经济体在中等收入阶段都出现了经济停滞现象。我们对比 1990 年至今约 30 多年来的各国经济、产业结构变化,发现在成功迈入高收入的国家群体中,其现代产业占比均有明显提升,例如 1990 年以来新日韩西葡五国高新技术产业占制造业比重提升了约 10-20 个百分点左右,服务业占国民生产总值比重也均提升约 10 个百分点左右;相较之下,对于部分尚未实现向高收入门槛跨越的国家,过去三十年其经济或产业结构未出现明显改变。可见,产业结构的转型升级对国民收入进一步提升起到了明显的积极作用。此外,由于新兴产业更需要优质人力资源的支持,在居民和企业端进行收入分配时,新兴产业的劳动者报酬率相较传统行业往往更高,因此产业的转型升级同样有助于一国收入分配的优化。我们根据我国 2020 年的投入产出表数据进行测算,第二产业整体劳动者报酬占产业增加值的比重仅为 41%,第三产业的比重则达到 53%,其中如专用设备、电气机械、通信设备、信息技术服务、研究等更偏高新技术行业的劳动报酬率达 52%,剔除金融地产后的第三产业劳动报酬率达 64%。由此可见,随着未来我国产业的持续转型升级,国民收入分配或有望朝居民端进一步倾斜,进而对我国居民端的消费形成支撑。

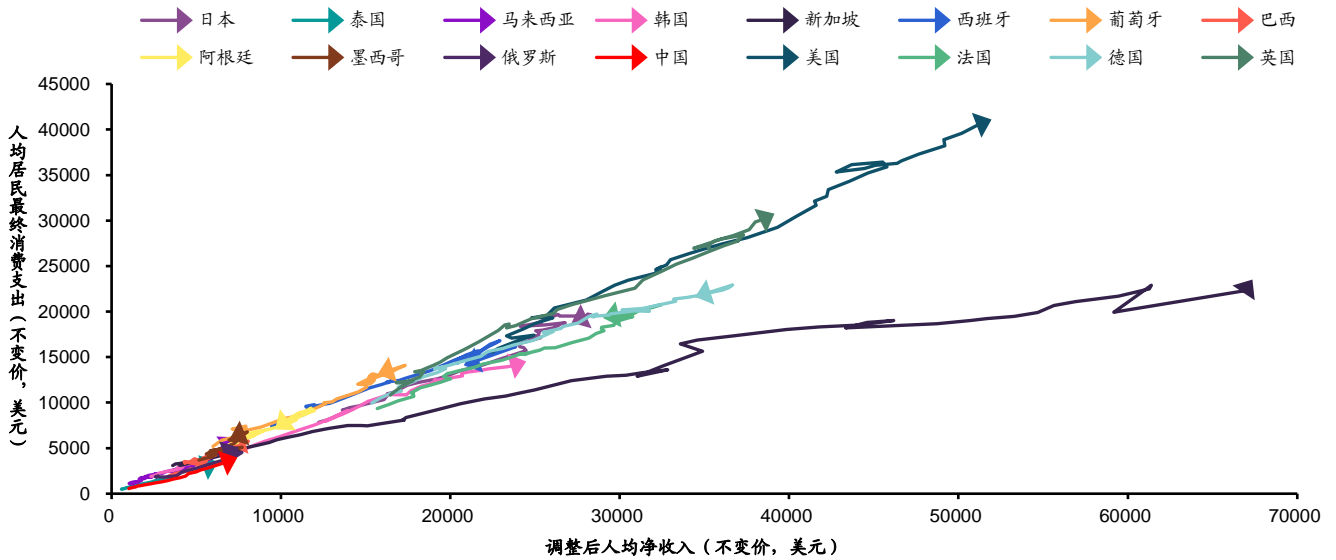
**短期视角下,当下我国居民消费能力、意愿已有改善。**长期看高质量发展道路将有助于同时推动我国国民收入及分配方式共同优化,进而提高我国居民的收入水平及消费意愿。从短期视角来看,近期我国居民的消费能力及意愿已经出现持续改善的迹象,或有望支撑我国消费总量在未来进一步修复。首先,今年三季度居民就业形势总体平稳,城镇调查失业率进一步下降,前三季度全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。9 月份,全国城镇调查失业率为 5.0%,比 8 月下降 0.2 个百分点,连续 2 个月下降。前三季度全国居民人均可支配收入 29398 元,同比名义增长 6.3%;扣除价格因素实际增长 5.9%,比上半年加快 0.1 个百分点。前三季度,相较实际 GDP 累计同比 5.2%、两年平均增速 4.1%,居民人均可支配收入累计同比增长 5.9%、两年平均 4.5%,增长明显更快。除了消费能力存在边际修复,我国居民的边际消费倾向同样在改善当中,今年前三季度居民人均消费支出占可支配收入的比重已经达到 66%,为疫情后同期最高值。此外,今年市场在讨论消费影响因素时,居民资产负债表衰退是时常被提及的命题,例如,部分观点认为今年社消零售的弱修复主要源自于居民主动寻求负债最小化,出现提前还贷行为等行为。参考 RMBS 条件早偿率指数(由个人住房抵押贷款支持证券构成,旨在刻画其基础资产池整体条件早偿率变化情况),可以发现该指数在今年 2 月后持续走高,直至 6 月创下 2021 年以来新高,但此后在三季度该指数开始出现明显下降,一定程度上说明居民提前还贷的情况已在整体改善。

展望 2024 年,我国积极的财政政策仍有一定的发力空间,政策支撑下随着国内经济运行进一步好转,疤痕效应逐渐褪去,我国居民的收入预期和消费倾向有望迎来更持续性的修复,为国内消费市场注入更强的动能,我国消费修复的潜力有望进一步释放,预计 2024 年国内社消零售增速有望达到 5.5% 左右。

图9 全球居民人均收入及消费支出对比

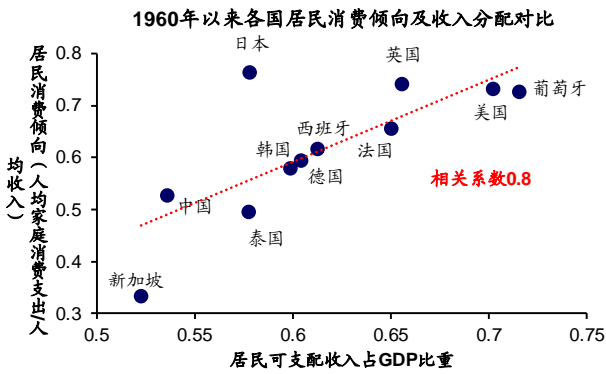


1960年以来各国人均收入及消费支出变化路径对比



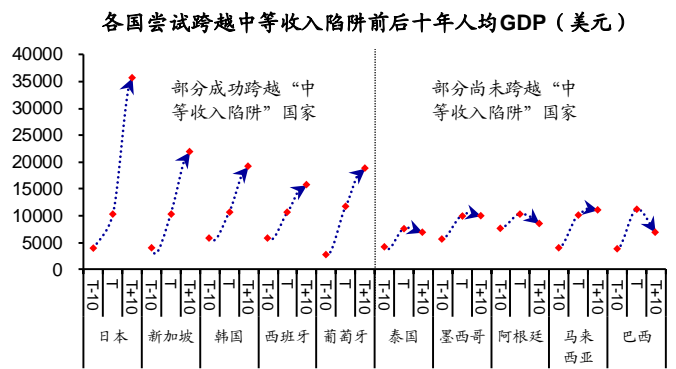
资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 截至 2022/12

图10 国际经验显示居民消费倾向与收入分配明显相关



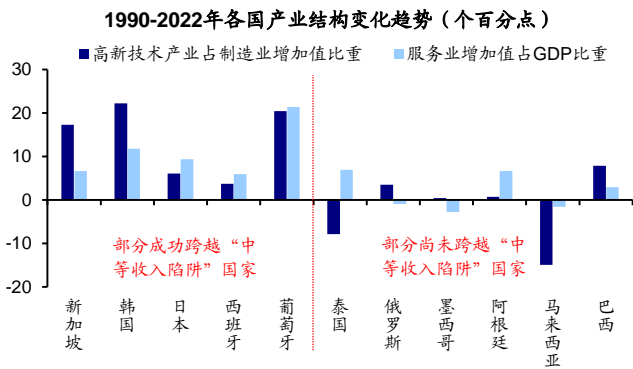
资料来源: CEIC, Wind, 海通证券研究所测算

图11 未成功跨越中等收入陷阱国家的人均 GDP 提升基本停滞



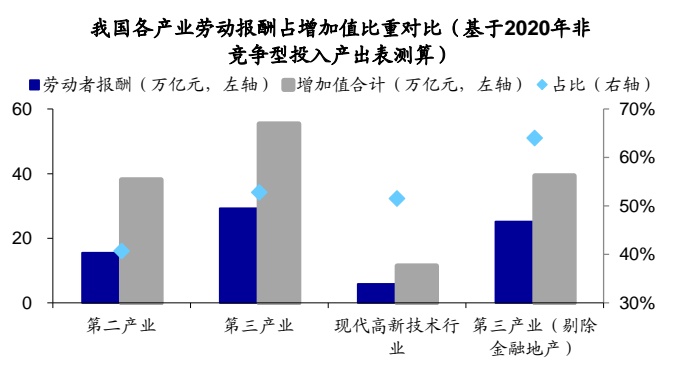
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 其中T对于成功跨越中等收入陷阱国家而言代表人均GDP首次高于1万美元的年份, 对于未成功跨越中等收入陷阱国家而言则代表人均GDP绝对值最高或首次跨越1万美元的年份

图12 产业转型升级是跨入高收入国家的重要条件

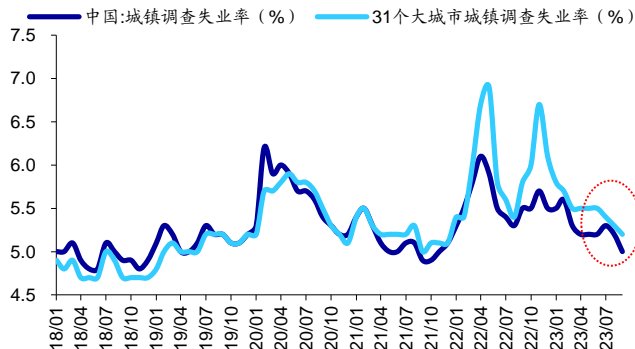


资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

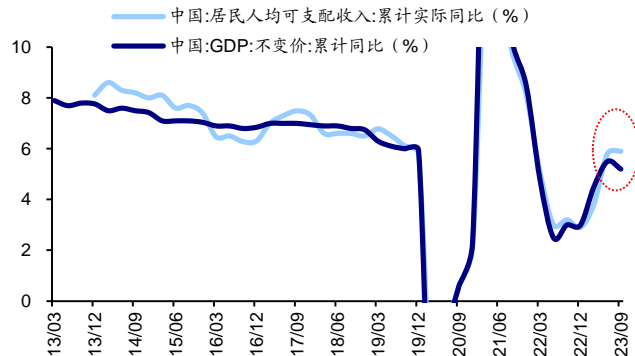
图13 产业升级有助于提升我国劳动报酬率



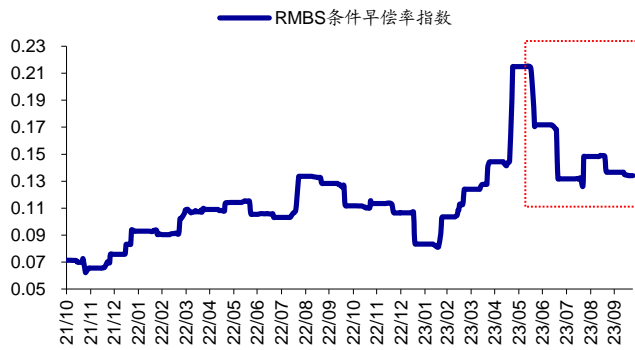
资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所测算

**图14 当前我国失业率已明显下降**


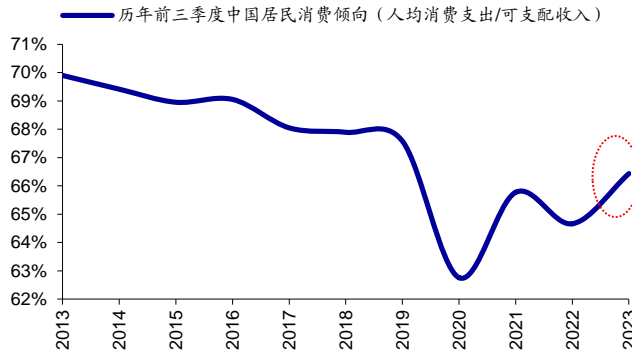
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图15 前三季度我国居民可支配收入增速超过 GDP**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图16 当前我国居民提前还贷行为已在缓解**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图17 今年前三季度我国居民消费倾向升至疫后同期最高值**


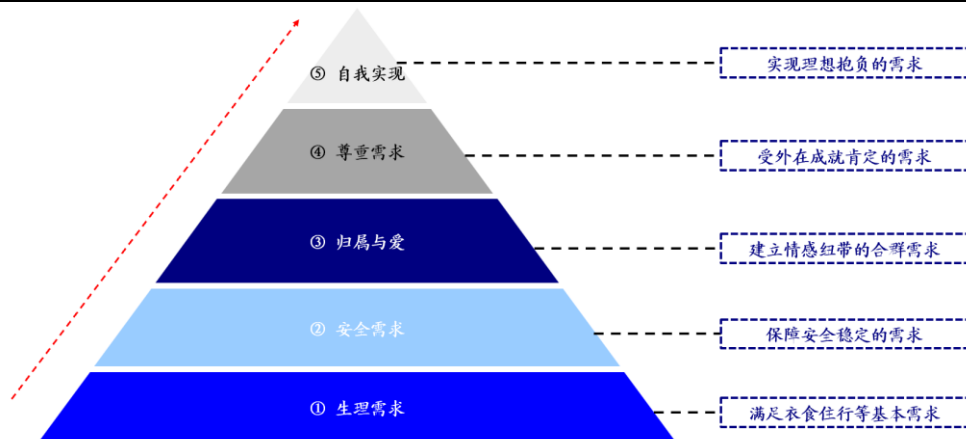
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3. 三类新活力：医疗保健、智能消费、文化消费

前文中我们借鉴国际发展经验，结合我国长期及短期经济发展趋势来看消费总量或仍有较大的增长空间。下文我们进一步从结构层面剖析有哪些领域在未来的发展过程中或值得加大关注。

**理论上，根据经典效用理论，随着居民收入提升，消费需求将从物质转向精神。**根据微观经济学中的消费者效用理论，消费者往往会在既定的收入条件下追求消费行为的效用最大化。而在不同的收入水平下，同一商品能够满足消费者的效用的程度是变化的。根据马斯洛需求层次模型，人的需求分成生理需求、安全需求、归属与爱、尊重需求和自我实现五个层次，需求是由低到高逐级形成并得到满足的。随着居民收入达到一定水平，消费者的消费需求将从物质需求向精神需求升级，不断会有新的改善性需求出现；即消费者在满足食品、住行、服装等基本生活需求之后，开始转向汽车、家电、家居等耐用消费品，物质需求得到满足后又开始转向休闲娱乐等服务型消费，以满足更高层次的精神需求。

图18 马斯洛需求层次模型



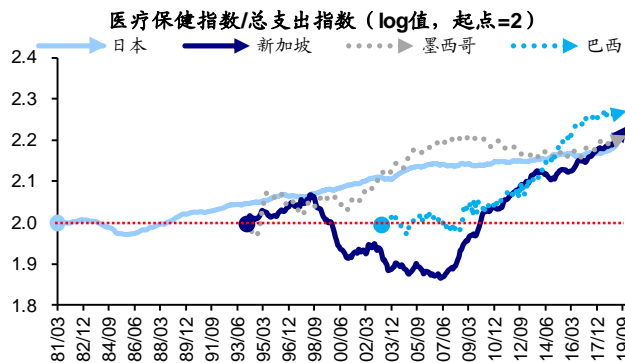
资料来源：亚伯拉罕·马斯洛《人类动机理论》（1943），海通证券研究所

**借鉴国际经验，过去数十年来各国消费结构变化存在共性及特性。**在理论研究的基础上，我们进一步从经验研究的角度出发，借鉴别国从中等收入水平迈向高收入水平的发展历程，以此来分析经济转型过程中发生的消费结构变迁规律。与前文一致，此处我们参考世界银行划分标准，并且考虑数据可得性，挑选了近几十年来从中等收入成功跨入高收入国家的典型案例（如日本、韩国、新加坡、西班牙、葡萄牙）、以及尚未跨入高收入国家的部分典型样本（如墨西哥、巴西、阿根廷、马来西亚、泰国）。参考这些国家在经济发展过程中消费结构的变迁，可以发现两类群体的消费变迁趋势既存在一定共性，也存在一定特性。

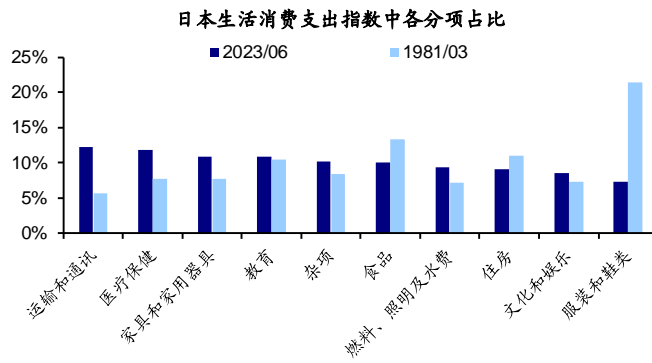
**共性方面，医疗和科技相关消费支出普遍快速增长。**首先，无论是否成功跨入高收入国家，各国医疗相关消费支出均持续增长，且相对消费总支出的增速往往更高。以各国消费支出指数或零售指数中季节调整后的医疗支出分项、总支出分别代表各国医疗消费支出水平与总支出水平，经过标准化处理后，可以观察到日本、新加坡、墨西哥、巴西自有数据以来的年份至今医疗保健支出相对总支出指数的比值均持续增长（如图 20 所示）。那么为什么各国医疗消费增速均快于总支出增速？这或主要源自于人口年龄结构发生变化，老年人口比例不断上升。根据世界银行数据，1980 年日本 65 岁及以上人口占比已达 9.3%，到 2022 年底，该比例已上升至 30.0%；其他国家例如新加坡从 4.9% 升至 15.1%，墨西哥从 3.7% 升至 8.9%。以人口老龄化现象突出的日本为例，随着老龄人口比重上升，日本居民医疗相关消费需求逐渐增加，消费结构中医疗保健支出的比重从 1981 年的 7.6% 升至 2023 年 6 月的 11.8%。其次，与医药消费类似地，各国在科技方面的消费支出增速也高于消费总支出增速。我们认为这主要可以归因于近几十年科技周期不断演变、计算机及通信设备持续迭代升级，信息技术的不断革新显著刺激了各国在电子通讯领域的支出增长。例如统计日本、新加坡、马来西亚、阿根廷消费支出指数或零售指数中季节调整后的电子通信设备支出及总支出，经过标准化处理后，可以发现电子通信设备支出指数相比总支出指数的比值均明显上升，这说明电子通信设备增速相对更高（如图 23 所示）。不仅如此，科技支出在本国居民消费类别中的占比也出现提升，例如日本消费结构中运输和通信消费支出的占比从 1981 年的 5.7% 上升至 2023 年 6 月的 12.2%。

**特性方面，跨入高收入国家群体的服务、可选消费更优。**对于成功跨入高收入的国家而言，经济结构中服务业占比将提升，居民消费结构中服务和可选消费增速更快。经济结构方面，在成功跨入高收入水平后，经济结构中服务业的占比明显提升。世界银行数据显示，成功跨越中等收入陷阱国家的服务业增加值/GDP 不断提升，且绝对水平一直高于尚未跨越中等收入陷阱国家，截至 2022 年底，成功跨入高收入国家门槛案例的平均服务业增加值占比为 62.7%，高于尚未跨入高收入国家 55.1% 的均值；消费结构方面，居民支出中服务类、可选消费的增速相对更高，例如 1981-2023 年 6 月日本运输和通讯（+2.0%）、医疗保健（+1.2%）、家具和家用电器（+1.0%）消费的年化增长率最高，1994-2019 年新加坡计算机和通信设备（+10.4%）、医疗产品和化妆品（+5.2%）、家具和家用设备（2.3%）的年化增长率靠前。而对于尚未成功跨入高收入的国家而言，近三十年来经济结构中服务业占比提升并不明显；消费结构里必需消费支出的增速会相

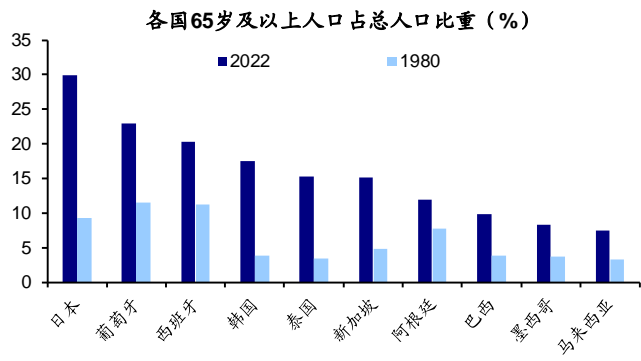
对更高，例如截至 2023/08，2003-2023 年巴西医药及化妆品 (+12.6%)、食品饮料及烟草 (+10.0%)、家具和家电 (7.3%) 的年化增长率居前，2000-2023 年泰国医疗及化妆品 (+6.6%)、百货商店和超市 (+6.5%)、食品饮料 (+5.5%) 的年化增长率最高。

**图19 各国医疗保健相关消费支出占比持续增长**


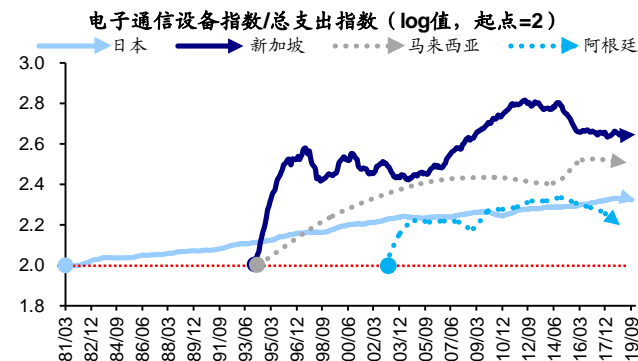
资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 其中日本数据自 1981 年起, 新加坡、墨西哥自 1994 年起, 巴西自 2003 年起; 所有数据均经过季节调整

**图20 日本居民在运输通信、医疗上的消费明显增多**


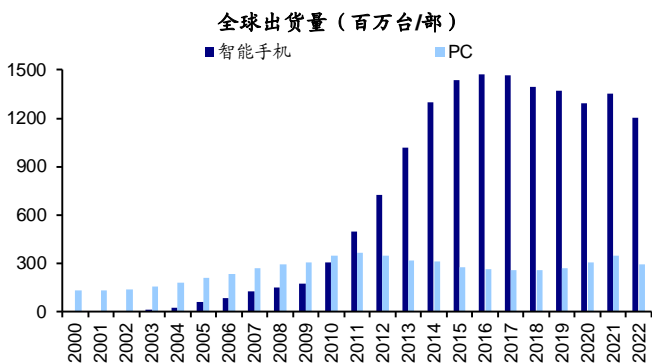
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

**图21 1980 年以来各国老年人口占比普遍上升**


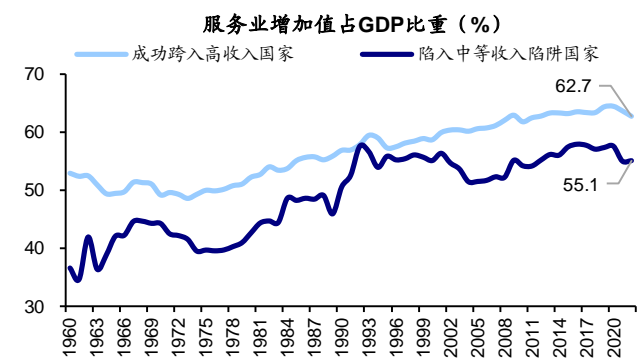
资料来源: Wind, 世界银行, 海通证券研究所

**图22 各国电子通信设备相关消费支出占比整体均在增加**


资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 其中日本、新加坡、马来西亚、阿根廷数据分别自 1981、1994、1994、2005 年起; 所有数据均经过季节调整

**图23 2000 年以来全球计算机和通讯设备快速发展**


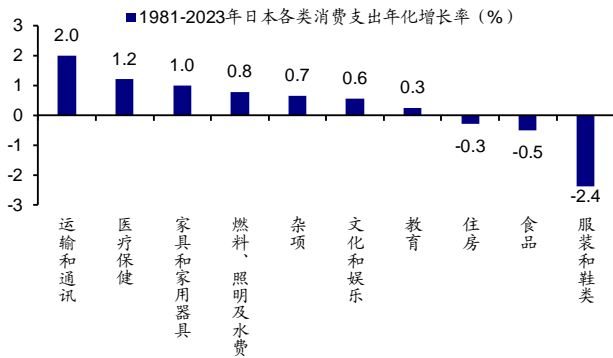
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图24 高收入国家经济结构中服务业的占比更大**


资料来源: 世界银行, 海通证券研究所

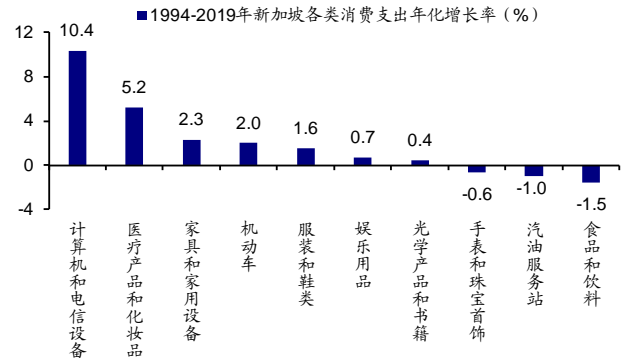


图25 日本通讯、医疗、家具消费的增速靠前



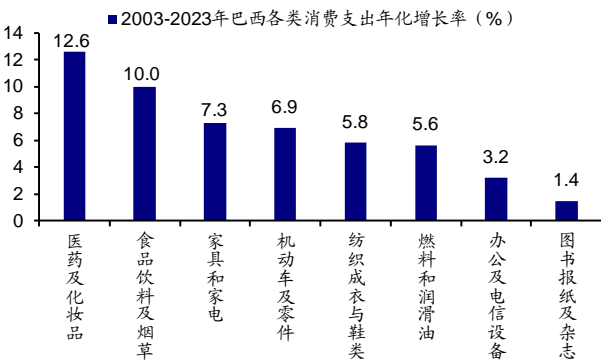
资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 截至 2023/06

图26 新加坡电信、医疗、家用设备、机动车消费的增速靠前



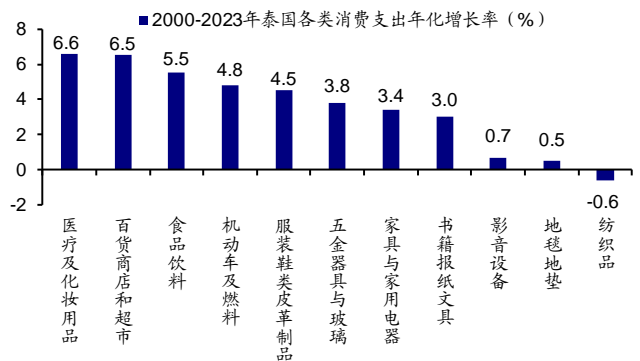
资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 截至 2019/12

图27 巴西医药、食品饮料、家具家电消费的增速靠前



资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 截至 2023/08

图28 泰国医疗、百货商超、食品饮料消费的增速靠前

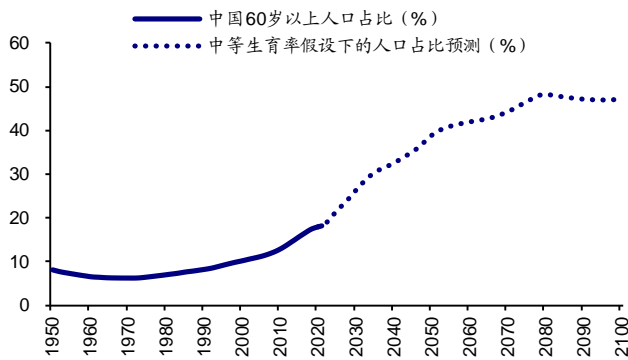


资料来源: CEIC, 海通证券研究所, 截至 2023/08

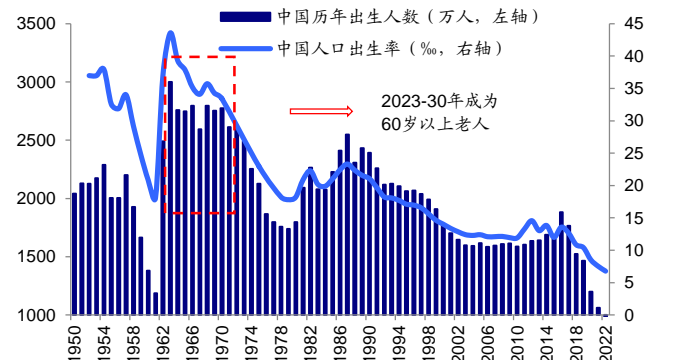
上文我们通过理论分析和国际经验,研究了在产业转型升级加速、居民收入水平提升背景下消费结构可能发生相应的变化。回到我国,随着产业转型升级步伐加快,未来我国经济高质量发展将进一步深化,居民收入有望持续提升。在此过程中,医药、科技消费或有望迎来更确定性的增长,文娱服务消费领域的一些新业态、新模式也蓄势待发。

**首先,人口老龄化背景下医药消费支出有望持续增长。**进入 21 世纪以来,我国人口老龄化速度不断加快、程度逐步加深。按照国际通行划分标准,当一个国家(地区) 65 岁及以上老年人口占总人口比例超过 7%,或 60 岁及以上老年人口占总人口比例超过 10%,意味着这一国家(地区)进入老龄化社会。联合国人口署统计显示,2000 年我国 60 岁及以上人口占比首次超过 10%,我国最早已于 2000 年正式步入老龄化社会。截至 2021 年底,中国 60 岁及以上人口达 2.6 亿,较 2000 年增长超一倍,占总人口比例为 18.1%。展望未来,我国人口老龄化程度或继续加深。一方面,新生儿数量不足,未来劳动力可能逐步减少。近年来我国人口出生率连降,2022 年中国人口出生率仅为 6.8%,创下 1952 年以来的历史新低;另一方面,潜在人口集中迈入老年,老年人数量快速增多。1962 年三年自然灾害结束后引发了 1963-1970 年的一波婴儿潮,这一时期内出生的人口将在 2023-2030 年间逐渐步入老年,庞大的潜在老龄人口增加了老龄化压力。根据联合国人口署预测,当前我国老龄人口数量正处于 S 型的陡峭上升期,这种老龄人口不断攀升的趋势或将持续 15-20 年,在中等生育率的假设下,到 2050 年,我国 60 岁及以上的老年人口占比将超过 30%。随着人口老龄化趋势继续深化,未来居民医疗需求将不断增加,长期来看医药消费支出有望持续增长。事实上,近年来我国居民医疗相关支出已在不断增加。国家统计局数据显示,2000 年以来我国城乡居民人均医疗保健支出/人均消费支出不断上升,其中城镇居民医疗支出占比从 2000 年的 6.4% 升至 2022 年的 8.2%,同期农村居民医疗支出占比从 5.2% 升至 9.8%。此外,对比其他发达国家,我国医疗支出占 GDP 比重仍有提升空间。根据 OECD 发布的 2023 年健康数据库,截至 2020 年,我国医疗支出费用占 GDP 比重仅为 5.7%,而美国、英国、日本等发达国家的数字均在 10%-20% 之间。医药细分行业方面,结合海通医药分析师预测,我们认

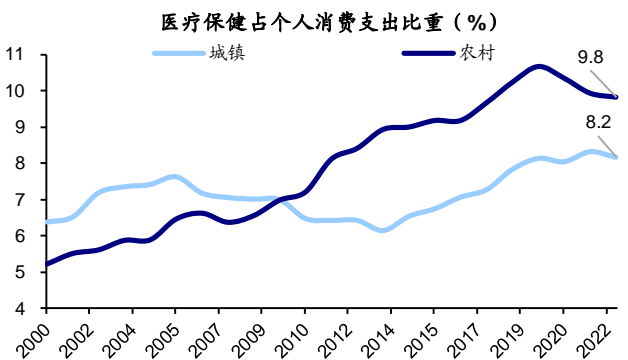
为可以关注创新释放新需求的创新药、疫后供需端均逐步恢复的血制品，以及受益于院内刚需和老龄化需求的医疗器械，预计医药子领域中创新药/血制品/高值耗材 24 年归母净利有望达到 30%/15%/15%。

**图29 我国老龄化程度不断加深**


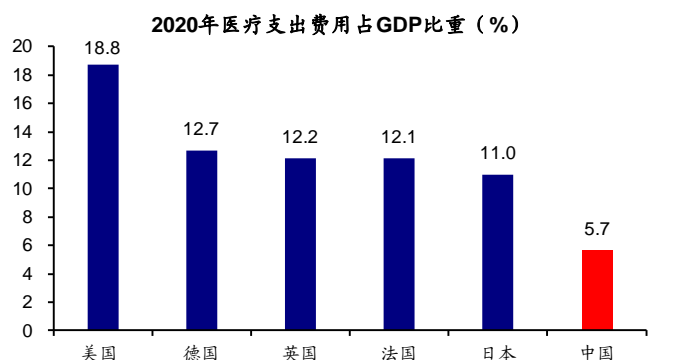
资料来源：联合国人口署，海通证券研究所

**图30 1963年起第二波婴儿潮当前正步入老年**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图31 近年来城乡居民人均医疗保健支出占比整体上升**


资料来源：CEIC，国家统计局，海通证券研究所

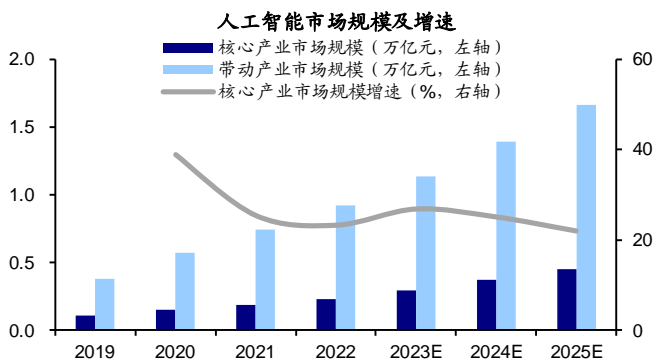
**图32 我国医疗支出占 GDP 比重相较于发达国家仍有差距**


资料来源：OECD，海通证券研究所

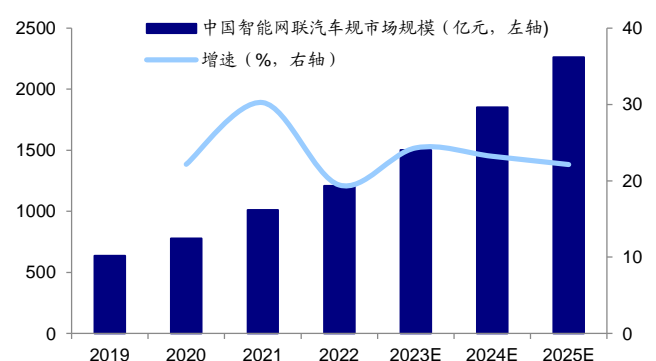
其次，技术进步推动下智能消费需求有望进一步释放。当前新一轮的科技革命已经开启，随着物联网、AI、5G 等技术的飞速发展，科技类消费的应用场景不断扩展，新的产品和服务正不断涌现。特别是去年底以来，ChatGPT 等大模型的发展标志着 AI 技术可能已进入加速落地阶段。根据华经产业研究院，2025 年人工智能带动的相关产业规模将达 16648 亿元，21-25 年期间 CAGR 超过 20%。结合技术进展和政策导向，我们认为在消费领域可以重视智能汽车、智能家居。智能汽车方面，技术创新和政策支持下，智能汽车正快速获得消费者的认可。技术上，AI 加持的智能驾驶技术、智能座舱将为消费者提供更多安全保障以及便利。政策上，7 月工信部修订《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023 版）》，为智能汽车产业提供更完善全面的建设框架。在政策+技术的双重利好下，智能汽车产业正逐步进入快速普及阶段，根据华经情报网的数据，预计 2025 年我国智能网联汽车市场规模将达 2262 亿元，22-25 年间 CAGR 为 23.2%。智能家居方面，随着物联网、AI、5G 等技术的飞速发展，家电行业加速智能化转型，智能家居的产品性能和普及率将逐渐提升。根据艾瑞咨询公众号的数据，预计 25 年智能家居市场规模将达 9523 亿元，22-25 年间 CAGR 为 28.2%。

最后，政策导向指引下新型文化消费有望迎来发展机遇。2022 年 8 月中共中央、国务院印发了《“十四五”文化发展规划》，提出要推动文化产业高质量发展，通过加快发展新型文化业态、改造提升传统文化业态等途径健全现代文化产业体系，推动文化与旅游、体育、教育、信息、建筑、制造等融合发展；此外，还指出要全面促进文化消费，加快发展新型文化消费模式。因此我们认为，培育新型文化业态和文化消费模式将成为今后一段时间内文化发展工作的重点。事实上，近年来文化产业增加值及其在 GDP 中的占比已在不断增长，展望未来，文化与其他领域相互融合的消费新业态、新模式有望进一步发展。细分领域方面，文化与户外运动相结合的服务消费新业态方兴未艾。户外运动兼具休闲和社交属性，能够较好满足消费者的娱乐、解压需求。根据观研天下搜狐

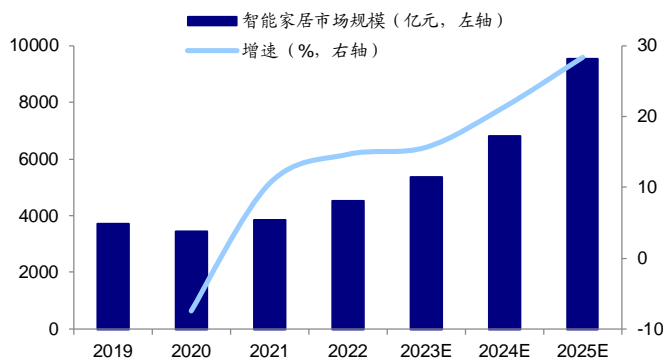
号的数据，当前我国户外运动参与率为 28%，明显低于德国的 58%、美国的 53%、法国的 51%，有较大提升空间。在此背景下，近年来文旅产业已开始将运动元素导入景区和文化活动中，利用运动为文化旅游产业注入新活力。例如山西省九龙国际文化生态旅游区在景区中设置了国际滑雪场、野外生存拓展基地等多个户外运动项目。此外，文旅与科技相结合的新模式也在蓬勃发展。随着新一代信息技术加速普及推广，文化产业数字化正加速演进，虚拟现实艺术展、数字化艺术品等新产品层出不穷。受益于丰富的文化资源、多元的文化活动以及对创意产业的包容态度，北京是我国文化消费发展较为迅速的城市之一。近年来在元宇宙等数字化技术的加持下，北京市文化与科技相融合的消费模式不断发展，例如故宫博物院推出“数字故宫”、京哈铁路沿线设置“元宇宙时光隧道”。在这种新型文化消费模式下，北京市相关企业收入快速增长，人民网和北京市人民政府数据显示，截至 2023 年 6 月，北京市“文化+科技”企业月均营业收入从 2020 年的 644 亿元上升至 2023 年的 1070 亿元。

**图33 人工智能带动产业规模增长空间广阔**


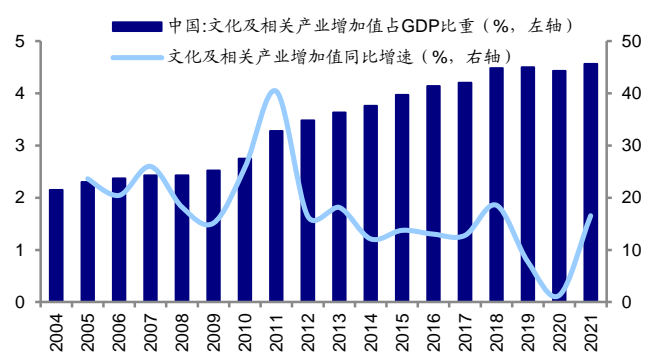
资料来源：华经情报网，海通证券研究所

**图34 我国智能汽车市场规模快速增长**


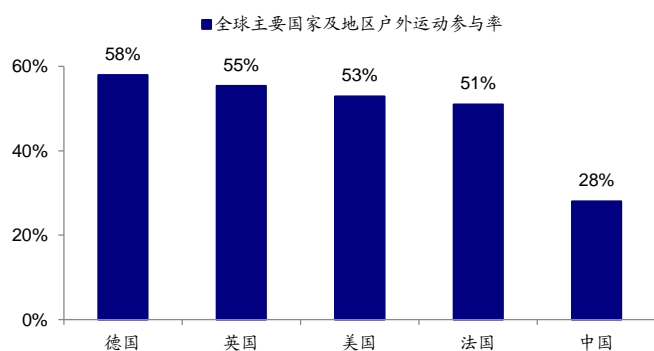
资料来源：华经情报网，海通证券研究所

**图35 我国智能家居市场规模快速增长**


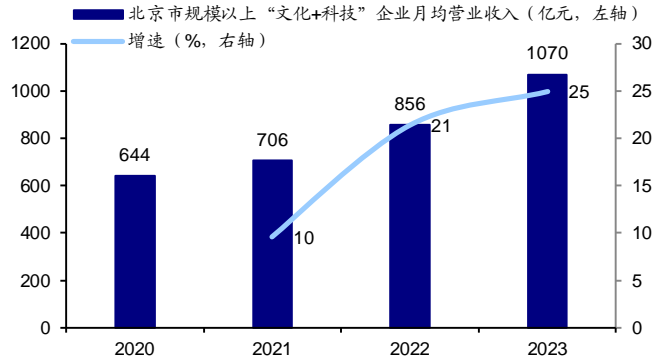
资料来源：艾瑞咨询公众号，海通证券研究所

**图36 我国文化产业规模及占比不断提升**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图37 我国户外运动参与率明显低于发达国家**


资料来源：观研天下搜狐号，海通证券研究所

**图38 北京市“文化+科技”企业营收不断增长**


资料来源：人民网，北京市人民政府网，海通证券研究所测算，其中 2023 年数据截至 6 月

**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  
 梁中华 宏观经济研究团队  
 郑子勋 策略研究团队  
 余培仪 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
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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
	中性	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上；
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间；
	无评级	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下； 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

 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

 涂力磊 所长助理  
 021-23185710 tll5535@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  
 郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
 联系人  
 曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
 卓泮莹(021)23183938 zyx15314@haitong.com  
 马毓婕 myj15669@haitong.com  
 付欣都 02123183940 fxy15672@haitong.com

**金融产品研究团队**

 倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com  
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
 徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com  
 谈鑫(021)23185601 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  
 赵佳俊(021)23183327 zjj15910@haitong.com

**固定收益研究团队**

 王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
 孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
 张紫睿(021)23185652 zrz13186@haitong.com  
 姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
 联系人  
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
 藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

**策略研究团队**

 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
 王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com  
 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  
 联系人  
 刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
 陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

**中小市值团队**

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@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  
 何轲露 hyl15943@haitong.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
 朱军军(021)23185963 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 lgg12371@haitong.com  
 孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com  
 周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
 联系人  
 彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com  
 肖治键(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
 张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com  
 江珮(021)23185638 js15833@haitong.com  
 陈铭 cm15886@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  
 潘若婵 prc15750@haitong.com

**公用事业**

 吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com  
 傅逸帆(021)23185698 fufy11758@haitong.com  
 联系人  
 阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com  
 胡鸿程(021)23185962 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  
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
 联系人  
 张冰清(021)23185703 zbzq14692@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

**有色金属行业**

 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com  
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
 联系人  
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com  
 梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

**房地产行业**

 谢磊(021)23185696 xiey@haitong.com  
 涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com  
 联系人  
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com  
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

<b>电子行业</b> 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@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 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com 联系人 卞奕滢 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)23183818 wj10521@haitong.com 房 青(021)23185603 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com 吴志鹏(021)23215736 wzp15273@haitong.com 罗 青(021)23185966 lq15535@haitong.com 孔淑媛(021)23183806 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)23185389 swr12178@haitong.com 李 智(021)23185842 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)23183969 yl11036@haitong.com 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 联系人 夏思寒(021)23183968 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 021-23183960 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)58067993 lyj12399@haitong.com 联系人 吕春雨 lcy15841@haitong.com 杜清丽 18019031023	<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)23183846 fcy10886@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	<b>机械行业</b> 毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 联系人 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com 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(010)58067828 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(021)23183965 czm15689@haitong.com	<b>食品饮料行业</b> 颜慧菁(021)23183952 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> 张恒暄(021)23183943 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155686 hsj14606@haitong.com 李雨泉(021)23185843 lyq15646@haitong.com	<b>银行行业</b> 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 联系人 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 王祎婕(021)23185687 wjy13985@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@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(021)23183822 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(021)23188562 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  
杨伟昕(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  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
高 瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚 坦 yt14718@haitong.com  
董 晋 dj15843@haitong.com  
王 勇 wy15756@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