



批发零售业

2019.03.19

消费行业人口投资时钟

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

	瞿猛 (分析师)	张睿 (研究助理)	陈彦辛 (分析师)
	021-38676442	021-38031656	021-38676430
	ziming@gtjas.com	zhangrui020842@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880118080091	S0880517070001

本报告导读:

国内人口增速逐步下滑, 新生儿人口减少, 老龄人口占比不断提升, 人口年龄结构的变化以及不断升级的消费选择将对我国未来消费品类产生深远影响。

摘要:

- **投资建议:** 国内人口增速逐步下滑, 新生儿人口减少, 老龄人口占比提升, 人口年龄结构的变化以及不断升级的消费选择将对我国未来消费品类产生深远影响。老年人以日用、保健、旅游消费为主; 中年人是教育、白酒、旅游的消费主力, 护肤品和智能家居需求潜力大; 青年人是房、车的消费主力, 电子、娱乐、奢侈品需求强; 青少年以娱乐消费为主。结合人口年龄结构预测和不同年龄段的消费特征, 我们预计: 随着中国人口增速的放缓、老龄化的逐步到来, 中老年市场的崛起将为**白酒、中老年旅游、生鲜、教育、保健品、护肤品**等行业的发展带来机会, 长期来看, **医疗保健、养老服务、宠物行业**将受益; 渠道端, **社交电商、老年网购、便利店**等形态将愈加受到欢迎。建议**增持: 永辉超市、家家悦、珀莱雅、苏宁易购、拼多多、贵州茅台等; 受益标的: 五粮液、今世缘、中公教育、红旗连锁等。**
- **国内新生儿人口减少, 老龄化趋势明显。**国内总人口增速放缓, 老龄化趋势明显。2018年在二胎政策刺激作用消退后, 出生人口数量出现下滑, 2017、2018年新生儿人口分别为1723、1523万人。这主要是育龄妇女减少、受教育程度上升以及生活成本提高等原因导致。假设自2018年起, 总和生育率维持在1.51的水平, 总人口将在2028年到达顶点, 峰值为14.29亿人; 到2040年, 0-20岁青少年人口占比低于20%, 而65岁以上老年人占比将超过20%。
- **不同年龄段的消费者有不同的消费偏好品类:** 50岁以上老年人的消费中日用品、医疗保健、养老服务、旅游支出较多, 而渠道端, 便利店和老年网购愈加受到欢迎; 36-50岁中年人家庭消费为主, 更关注食品的健康性, 除必需品外, 中年人是教育、白酒、家居的消费主力, 旅游和护肤品也越来越受中年人青睐; 21-35岁的青年人是房、车消费主力, 同时电子、娱乐、奢侈品也是青年人消费的主要品类, 保健品也有逐步年轻化的趋势; 0-20岁青少年大多处于学生阶段, 教育支出往往由处于中年的父母支出, 自身的消费以娱乐消费为主。
- **将各年龄人群的消费特征与人口年龄结构预测进行结合, 寻找未来中国消费的机会。**预计2017-2020年教育、白酒、智能家居、折扣业态等行业将受益于中年消费市场的进一步释放以及品质化趋势; 2020-2025年, 消费主力向中老年转移, 中老年旅游、生鲜、保健品和护肤品或将受益, 渠道端, 老年网购、到家服务将进一步渗透; 2025-2030年白酒、中老年旅游、生鲜、教育和保健品行业将进一步增长; 2030年以后, 医疗保健、养老服务以及宠物行业潜力巨大。
- **风险因素:** 经济增速下滑拖累消费、人口老龄化趋势不及预期等。

相关报告

批发零售业: 《复盘“四万亿计划”, 看消费股表现》

2019.02.17

批发零售业: 《各式业态百花齐放, 下沉市场正被挖掘》

2019.02.11

批发零售业: 《超市、化妆品、黄金珠宝获得加仓》

2019.01.27

批发零售业: 《大消费十年复盘, 2019看谁能穿越周期》

2019.01.24

批发零售业: 《必选消费和渠道下沉公司表现优异》

2019.01.22

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

序言.....	3
1. 国内新生人口减少，老龄化趋势愈加明显.....	4
1.1. 国内人口增速逐步下滑.....	4
1.2. 老龄人口占比不断提升.....	6
1.3. 2018年新生人口下降明显.....	7
1.4. 人口年龄结构变化预测.....	10
2. 消费者的年龄阶段决定了消费品类的偏好.....	12
2.1. 美国、日本人口年龄结构变化及消费变迁.....	12
2.2. 老年人（50+岁）：医疗保健、养老服务、旅游需求强.....	17
2.3. 中年人（36-50岁）：财富多消费强，衣食、教育支出多，旅游、白酒、护肤品潜力大.....	19
2.4. 青年人（21-35岁）：房、车的消费主力，娱乐、电子、奢侈品需求强.....	24
2.5. 青少年（0-20岁）：追求个性化，娱乐、美妆受欢迎.....	26
3. 人口结构变化带来消费品类轮动.....	27
4. 投资建议.....	29
5. 风险因素.....	30

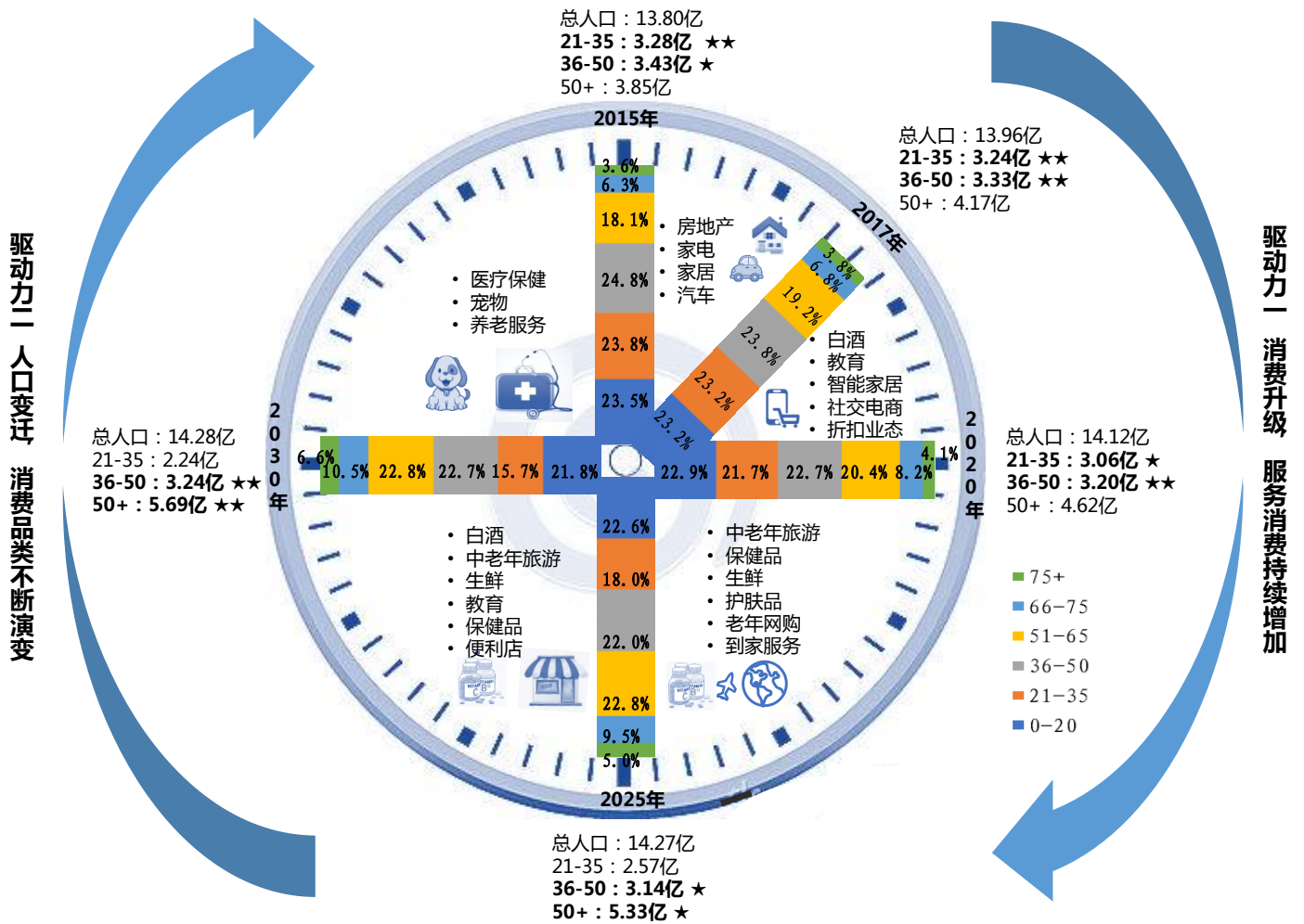
序言

人口年龄结构的变化和消费升级共同驱动着消费品类的变迁。改革开放以来 40 年，我国经济快速发展，人民生活水平不断提升，消费不断升级。过去十年，伴随着城镇化的不断推进，越来越多的年轻人来到了大城市，人口红利为房地产、汽车、家电等行业的快速发展孕育了土壤。但随着适孕女性人数的不断减少以及生孩意愿的降低，我国未来新生儿人数或将持续下降，2018 年全国新生人口降低至 1523 万，出生率降至 10.94%，总和生育率（TFR：指一个国家或地区的妇女在育龄期间（15-49 岁），每个妇女平均的生育子女数）降至 1.51，若保持这个生育率，预计全国总人口将在 2028 年到达高点，老龄人口占比不断提升，这对于未来中国消费行业将有巨大影响。

参照日本的消费发展史，21 世纪以来，日本老龄化趋势不断凸显，医疗保健、养老服务、旅游、宠物、便利店等行业不断发展壮大。为了探究中国未来消费行业的变迁，我们将各年龄人群的消费特征，与人口年龄结构预测进行结合，叠加消费升级的方向，试图寻找未来中国消费的机会。

预计 2017-2020 年教育、白酒、智能家居、折扣业态等行业将受益于中年消费市场的进一步释放以及品质化趋势，而渠道端，社交电商将保持高增长；2020-2025 年，消费主力向中老年转移，中老年旅游、生鲜、保健品和护肤品或将受益，渠道端，老年网购、到家服务将进一步渗透；2025-2030 年高消费能力的中老年群体不断增加，白酒、中老年旅游、生鲜、教育和保健品行业将进一步增长，而便利店业态也将不断成熟；2030 年以后，66 岁以上人口增长迅速，叠加社会人均收入提升，医疗保健、养老服务以及宠物行业潜力巨大。

图 1: 将消费特征与年龄结构结合预测未来消费品类变化



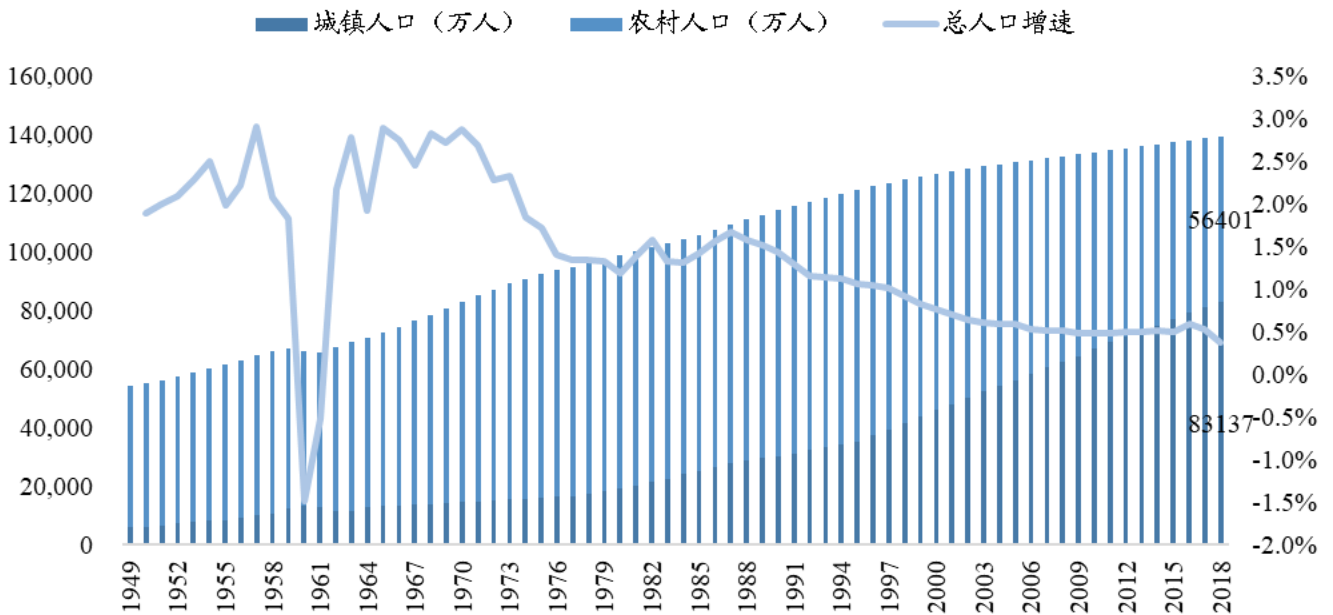
数据来源: 国泰君安证券研究 注: 星表示这一群体是这个年代的消费主力军, 星越多消费能力越强

1. 国内新生人口减少, 老龄化趋势愈加明显

1.1. 国内人口增速逐步下滑

我国人口总量将近 14 亿, 增速持续降低, 城镇化率接近 60%。建国以来, 随着经济社会发展, 我国人口总量从 1949 年的 5.4 亿人, 增长至 2018 年 13.9 亿人。从增速来看, 70 年代人口总量的增速迅速下滑至 1.3%-1.5% 左右, 90 年代以来, 人口总量增速持续缓慢下滑, 近年保持在 0.5% 左右, 但 2018 年增速进一步降低至 0.4%。另一方面, 中国城镇化率不断提升, 到 2018 年已经达到 59.58%。

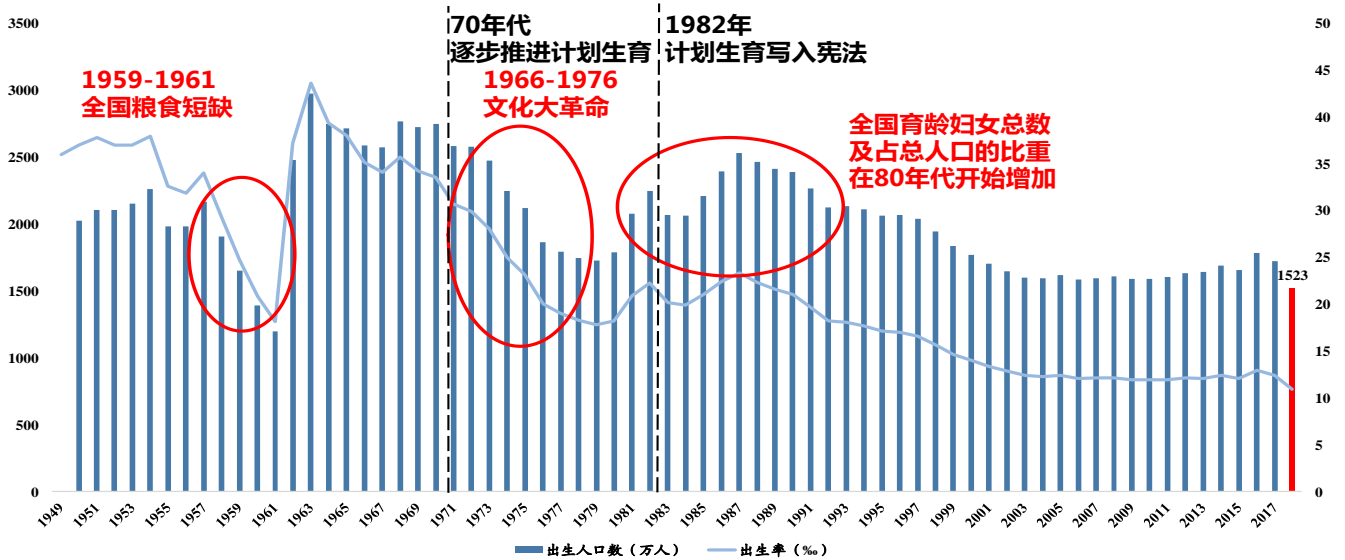
图 2: 2018 年我国人口总量为 13.9 亿人, 同比增长 0.4%, 城镇化率 59.58%



数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

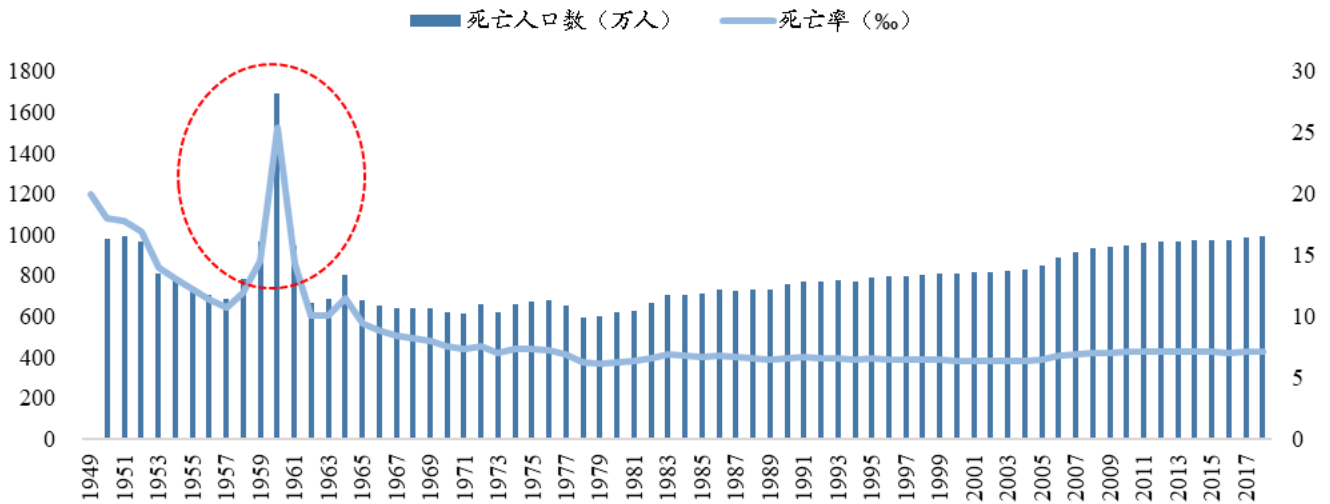
我国历年出生人口数、出生率与经济社会环境、计划生育政策和育龄妇女人口数有关。自 1949 年以来, 我国每年出生人口大约在 1500 万-3000 万之间。1959-1961 年全国粮食短缺导致年出生人口骤减, 而后 70 年代开始逐步推进计划生育, 同时, 叠加其他历史原因, 再次导致年出生人口与出生率逐渐降低。1982 年, 计划生育写入宪法, 但同时全国育龄妇女总数及占人口比重增加使得年出生人口有所回升。自 90 年代以后, 计划生育步入正轨, 年出生人口逐渐降低, 21 世纪以来基本维持在 1500-1600 万人左右, 而出生率基本在 12‰左右。从死亡人数来看, 除粮食短缺年份以外, 近年来稳步增长, 目前在 900 万左右, 死亡率在 7‰左右。

图 3: 出生人口数、出生率与经济社会环境、计划生育政策和育龄妇女人口数有关



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

图 4：死亡人口数量及死亡率在除粮食短缺时期以外较为稳定



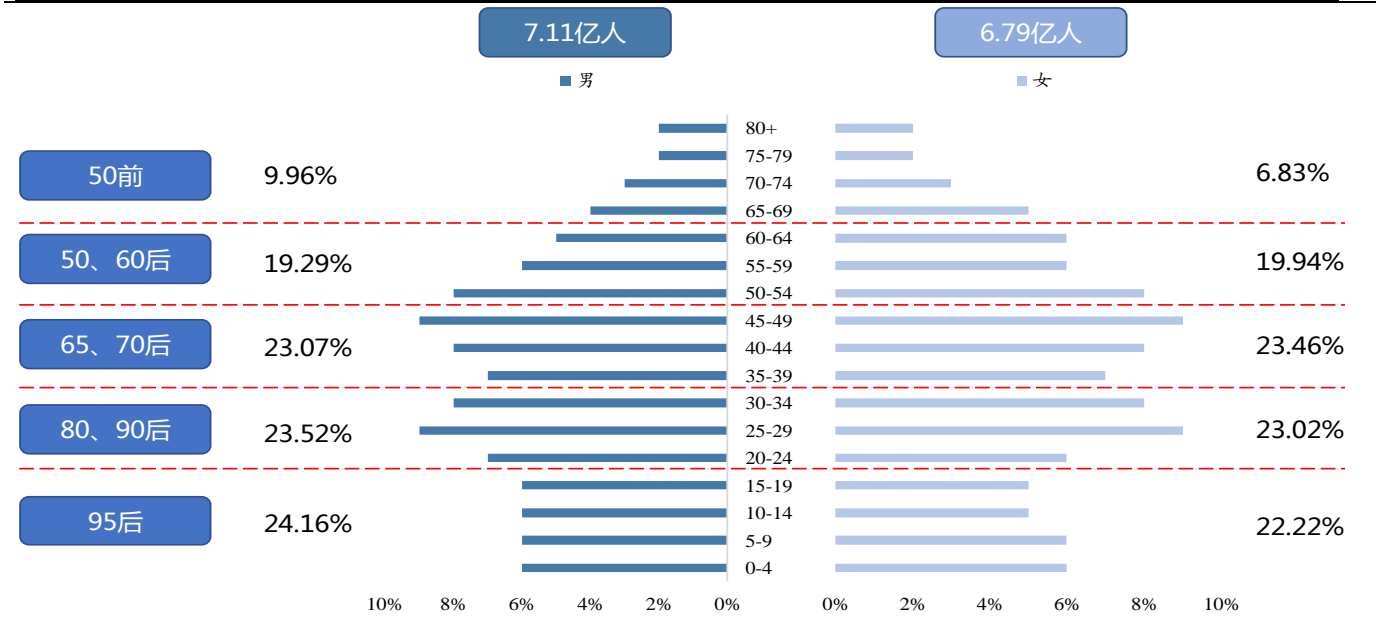
数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

1.2. 老龄人口占比不断提升

我国 2017 年人口中，0-34 岁占比接近一半，男性比女性多 3200 万。2017 年我国男性人口 7.11 亿人，女性人口 6.79 亿人，总人口性别比为 104.81（以女性为 100）。按照年龄层划分，19 岁以下人口占比最多，男性为 30.75%，女性为 28.45%，对应年代 95 后（为了方便后续研究，年代和年龄的对应可能会有几年的偏差，但绝大部分是对应的，对研究结论影响甚微）；20-34 岁男性占比 23.56%，女性占比 23.49%，主要对应 80、90 后（不包括 95 后）；35-49 岁男性占比 24.28%，女性占比 24.84%，主要对应 65 后、70 后。

图 5：我国 2017 年人口中，95 后占比最多，其次为 80、90 后和 65、70 后

请务必阅读正文之后的免责条款部分

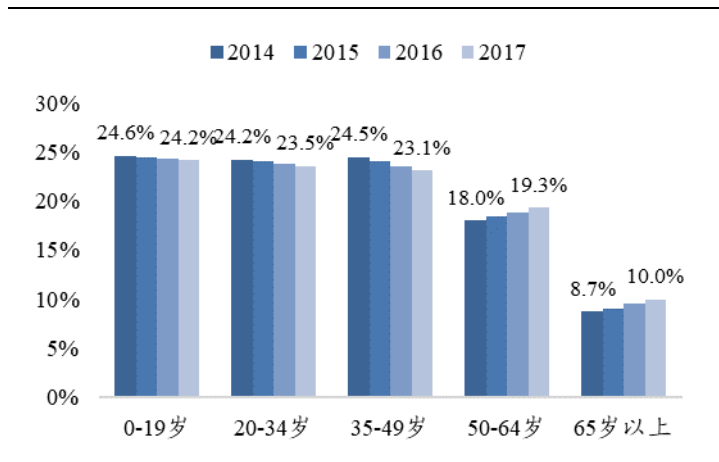


数据来源：世界银行、国泰君安证券研究

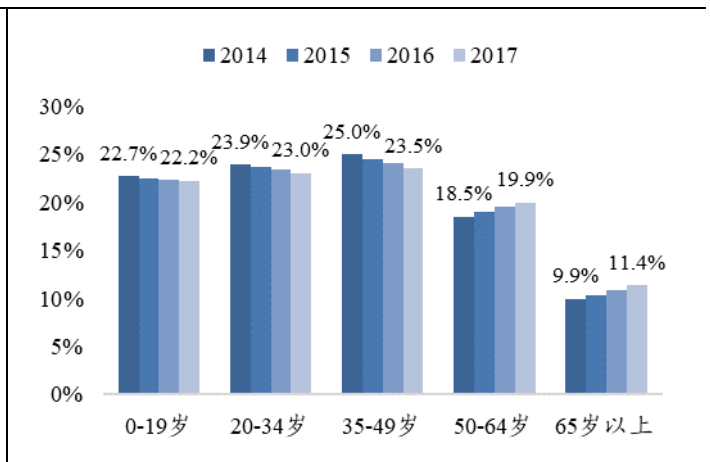
我国中青年人口占比减少，老龄化趋势明显。自 2014 年以来，我国中青年人口占比逐渐减少，尤其是 20-49 岁的人群，男性 20-34 岁人口占比从 2014 年的 24.2% 下降到 2017 年的 23.5%，女性 20-34 岁人口占比从 2014 年的 23.9% 下降到 23.0%；男性 35-49 岁人口占比从 2014 年的 24.5% 下降到 2017 年的 23.1%，女性 35-49 岁人口占比从 2014 年的 25.0% 下降到 23.5%；50 岁以上人口占比提升明显，男性 50-64 岁人口占比从 2014 年的 18.0% 提升到 2017 年的 19.3%，女性 50-64 岁人口占比从 2014 年的 18.5% 提升到 19.9%；男性 65 岁以上人口占比从 2014 年的 8.7% 提升到 2017 年的 10.0%，女性 65 岁以上人口占比从 2014 年的 9.9% 提升到 11.4%。

图 6：男性年轻人口占比逐渐减小，50 岁以上逐渐增多

图 7：女性老龄化趋势更加明显



数据来源：世界银行、国泰君安证券研究



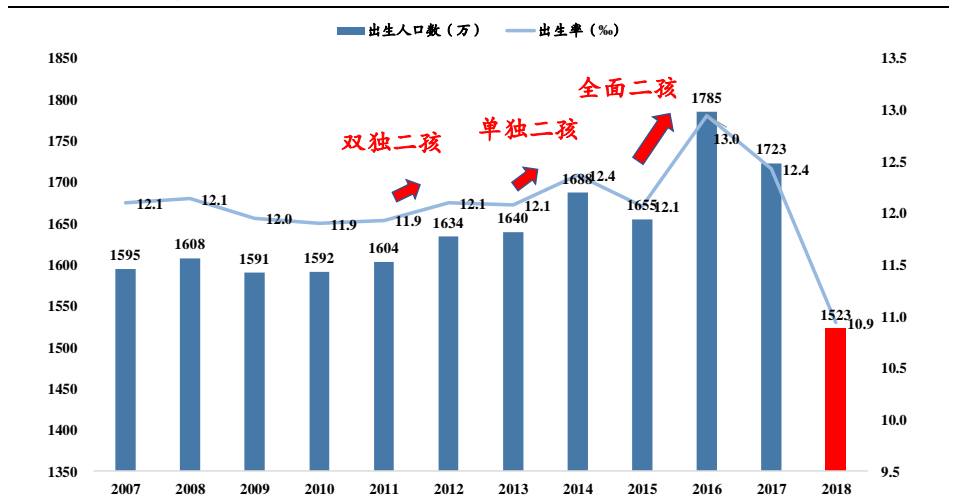
数据来源：世界银行、国泰君安证券研究

1.3. 2018 年新生人口下降明显

2011 年 11 月，中国各地全面实施双独二孩政策，2012 年出生人口略微

回升；2013年12月，中国实施单独二孩政策，2014年出生人口和出生率都有所提升，但幅度不大。2015年10月，实施全面二孩政策，2016年人口出生率有了较大幅度提升。但二孩需求释放后，2017年出生人口、生育率分别降低为1723万、12.4%，2018年新生儿人口进一步降低至1523万，而出生率低至10.94%。

图 8：2018 年新出生人口数大幅减少



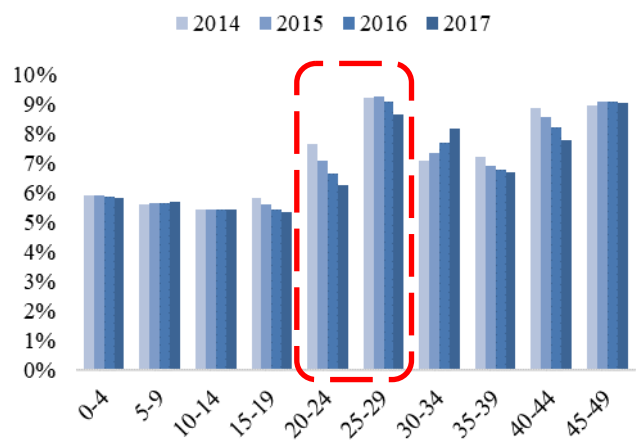
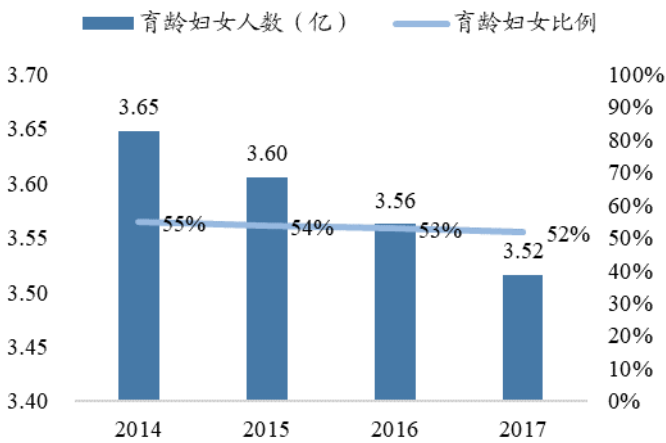
数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

我国新生儿数量下降有很多原因：

首先，育龄妇女绝对数、人口占比同时降低，参与生育人数逐年减少。80年代小幅婴儿潮出生的人群逐渐退出生育旺盛期，90后成为生育主力，而90后出生率较低，人口占比较低。从2014年开始，我国育龄妇女(15-49岁)人数从3.65亿逐年下降到3.52亿，占女性人口比例从55%下降到52%。就生育旺盛期育龄妇女(20-29岁)而言，人口占比也在逐年降低，尤其20-24岁女性，从7.6%下降至6.2%。

图 9: 我国 15-49 岁育龄妇女人口和比例逐年降低

图 10: 生育旺盛期的 20-29 岁女性占比降低



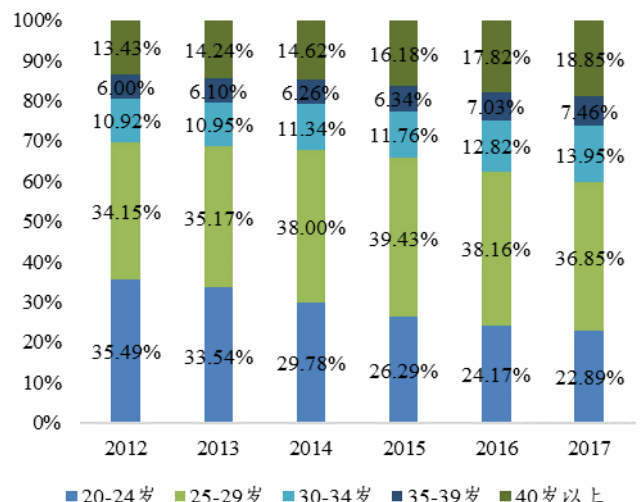
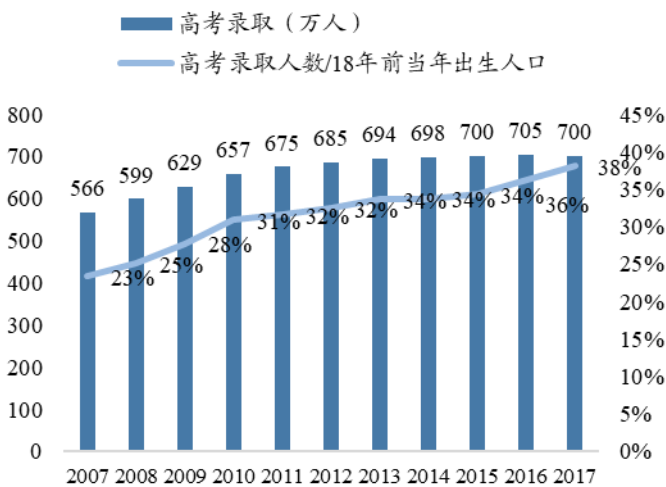
数据来源: 世界银行, 国泰君安证券研究

数据来源: 世界银行, 国泰君安证券研究

其次, 晚婚导致晚育。随着中国经济社会不断发展, 近年来人口受教育程度越来越高, 普通高等学校毕业人数越来越多, 这部分人的结婚年龄一般在 23 岁以上, 在每年的婚姻登记人口中, 20-24 岁占比不断下降, 30-34 岁占比不断提升, 我国妇女初婚和初育年龄不断推迟。

图 11: 我国受高等教育人数越来越多

图 12: 我国婚姻登记年龄逐渐推迟



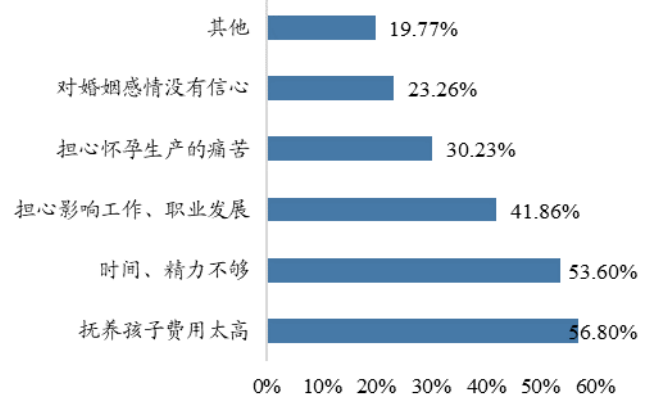
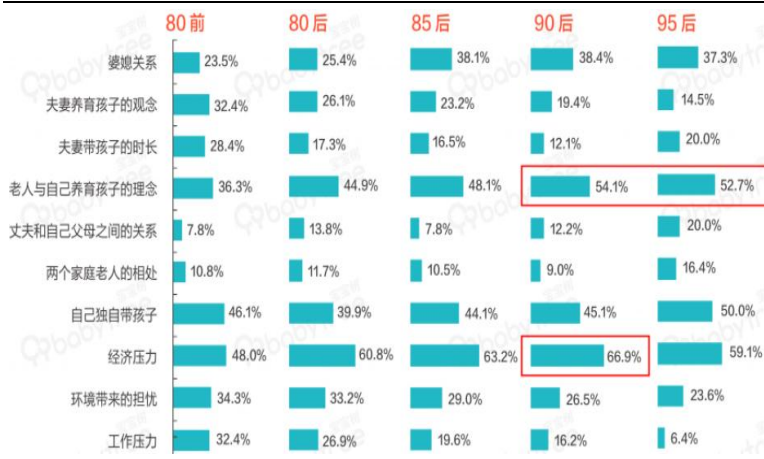
数据来源: 教育部, 国泰君安证券研究

数据来源: 民政部, 国泰君安证券研究

最后, 生育意愿降低进一步降低出生率。90 后生育意愿的降低来自多个方面, 包括经济压力、时间精力、女性职业发展等。根据宝宝树调研数据, 90 后父母在养育孩子上经济压力高于其他年龄段人群, 同时, 由于出生年代背景等原因, 90 后还对老人育儿理念冲突有所担忧。另一方面, 根据智联招聘的调研, 我国职场女性对于生育孩子多方面担忧, 其中 57% 受访人群认为生育孩子会对职业发展有较大影响。

图 13: 我国 90 后在养育孩子上经济压力更大 (2017)

图 14: 职场女性对生育的担心主要在于费用和精力 (2016)



数据来源: 宝宝树《2017 中国 0-3 岁婴幼儿生长发育现状白皮书》、国泰君安证券研究

数据来源: 智联招聘《“生”还是“升” 职场母亲的两难选择》, 国泰君安证券研究

注: 调研问题为您觉得在怀孕或生产之后, 给您压力最大的问题是?

1.4. 人口年龄结构变化预测

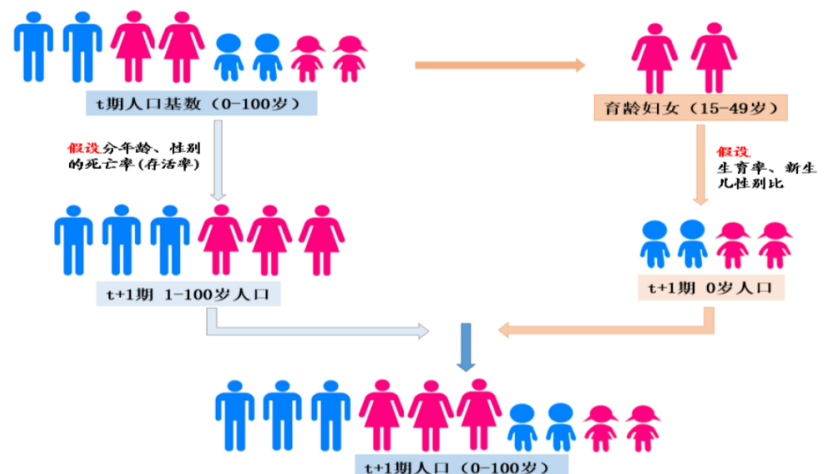
人口预测思路:

每个时期 t , 人口总体分布在 0-100 岁的年龄段上 (100 岁以上人口合并到 100 岁中)。对于 $t+1$ 期而言

- (1) $t+1$ 期 1-100 岁的人口, 通过 t 期 0-100 岁的人口结合分年龄、分性别的死亡率 (或存活率) 可以预测。
- (2) $t+1$ 期 0 岁的人口, 通过 t 期育龄妇女, 结合生育率及新生儿性别比的假设, 可以预测。
- (3) 最后, 加总可得 $t+1$ 期人口。依次类推, 可得后面各期的滚动人口预测。

国内只有在人口普查时会有每个年龄的人口数量, 人口抽查时只有范围较大的年龄区间, 为了更加准确的预测, 这里以 2010 年最近一次全国人口普查的数据为初始数据, 在这个基础上进行预测。

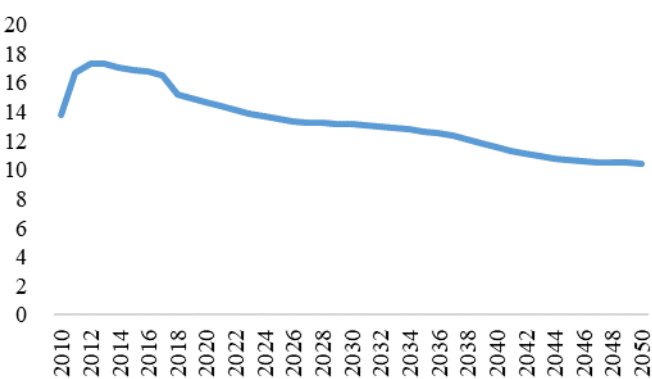
图 15: 人口预测流程



数据来源: 国泰君安证券研究

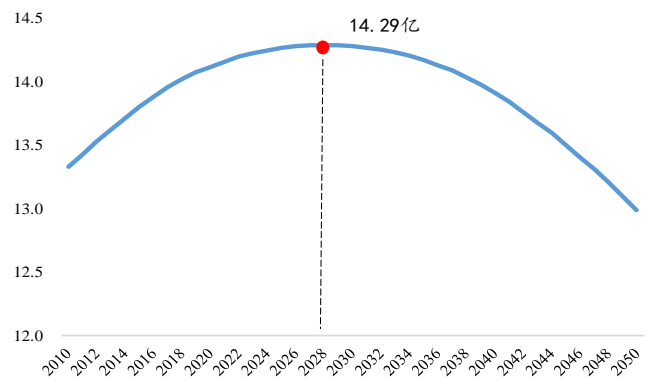
新生儿人口持续下降，人口拐点将在 2028 年到来。 TFR（总和生育率）是指一个国家或地区的妇女在育龄期间，每个妇女平均的生育子女数，这种计算模式并不代表妇女们一生生育的子女数，而是基于妇女的育龄期，国际传统上一般以 15 岁至 49 岁为准。2018 年的新增人口数量为 1523 万人，2017 年 15-49 岁女性人数约为 35196.68 万人，则根据公式： **$t+1$ 的新生儿数量 = t 时期 15-49 岁的女性总数 * $t+1$ 时期的总和生育率 / 35** 倒推出 2018 年 15-49 岁女性对应的总和生育率为 1.51。假设自 2018 年起，TFR 维持在 1.51 的水平，那么 2025 年新生人口将降低至 1351 万人，人口拐点将在 2028 年到来，为 14.29 亿人。

图 16: TFR 为 1.51 时，我国新生人口持续下降（百万）



数据来源：2010 年人口普查，国泰君安证券研究

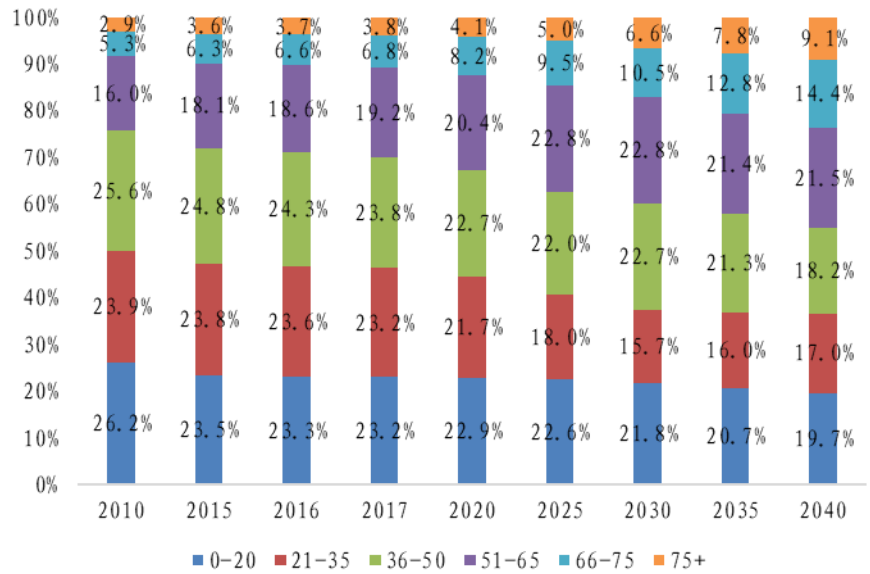
图 17: TFR 为 1.51 时，人口拐点将在 2028 年到来（亿）



数据来源：2010 年人口普查，国泰君安证券研究

2040 年，0-20 岁青少年人口占比低于 20%，而 65 岁以上老年人占比将超过 20%。 根据预测，2020 年 0-20 岁、21-35 岁、36-50 岁人口占比分别下降至 22.9%、21.7%、22.7%，而 51-65 岁、66-75 岁、75 岁以上人口占比分别提升至 20.4%、8.2%、4.1%。而到了 2040 年，65 岁以上人口占 23.5%，50 岁以上人口占比超过 4 成，0-20 岁、21-35 岁、36-50 岁人口占比分别下降至 19.7%、17.0%、18.2%。

图 18: 中国老龄人口占比将持续提升



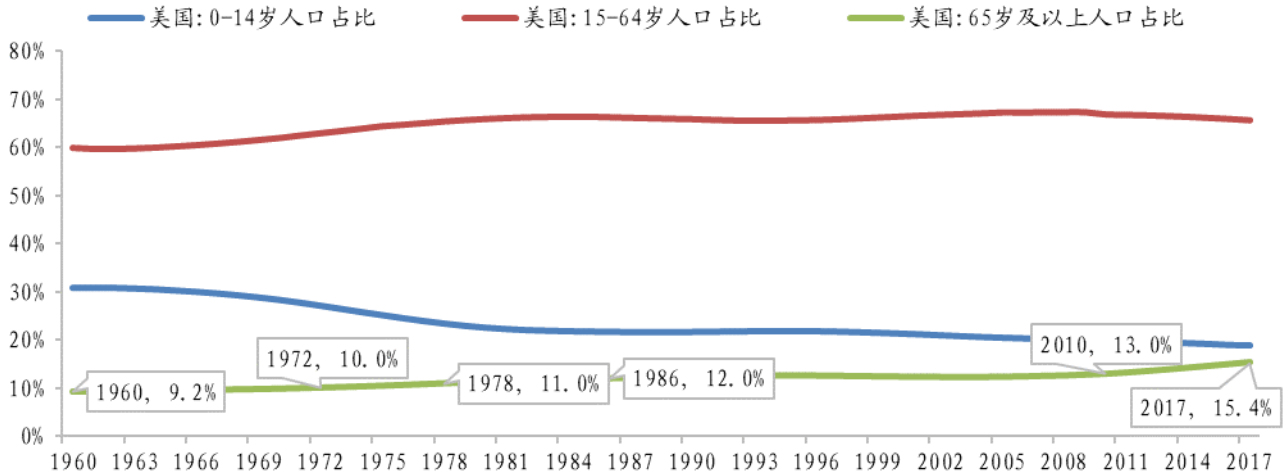
数据来源：2010 年人口普查，国泰君安证券研究

2. 消费者的年龄阶段决定了消费品类的偏好

2.1. 美国、日本人口年龄结构变化及消费变迁

美国老年人口占比逐步提升，近年来有加速迹象。根据世界银行的数据，从 1960 年开始，美国 65 岁+人口占比不断提升，而 0-14 岁人口占比不断降低，不过美国老龄化进行的比较缓慢，1986 年 65 岁+人口占比为 12%，到 2010 年才达到 13%，但近年来有加速迹象，2017 年 65 岁+人口占比已经到了 15.4%。

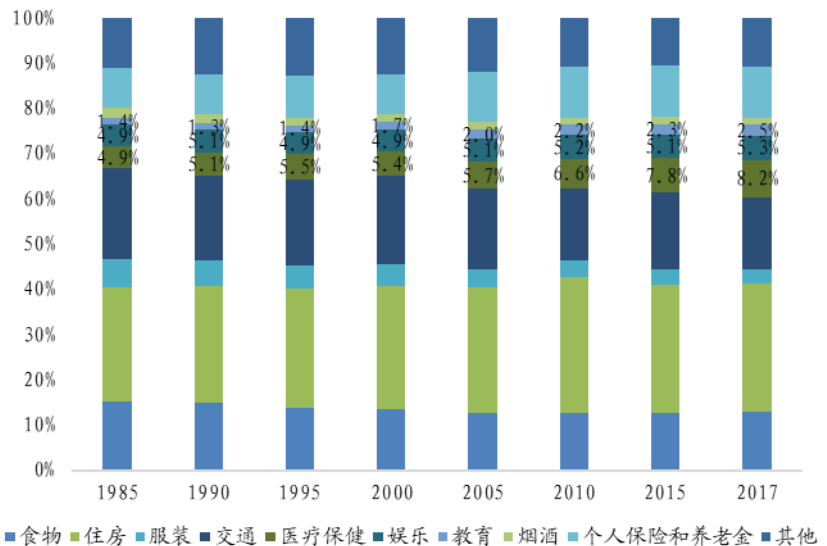
图 19: 美国老年人口占比逐步提升，近年来有加速迹象



数据来源: 世界银行, 国泰君安证券研究

美国人口年龄分布以及消费升级决定了支出品类的变化。根据美国劳工部 Consumer Expenditure Surveys (CE)项目的调查数据, 从1985年开始, 美国消费者的消费支出中, 医疗保健、娱乐还有教育的支出占比不断提升, 其中医疗保健提升的最明显, 从1985年的4.9%提升到2017年的8.2%, 尤其是在2005年以后提升最明显, 而这也与美国加速老龄化的趋势吻合; 教育支出从1985年的1.4%提升到2017年的2.5%; 娱乐支出从4.9%提升到5.3%。另一方面, 服装、食品的支出占比在不断下降。

图 20: 美国消费者支出中医疗保健、娱乐和教育占比不断提升

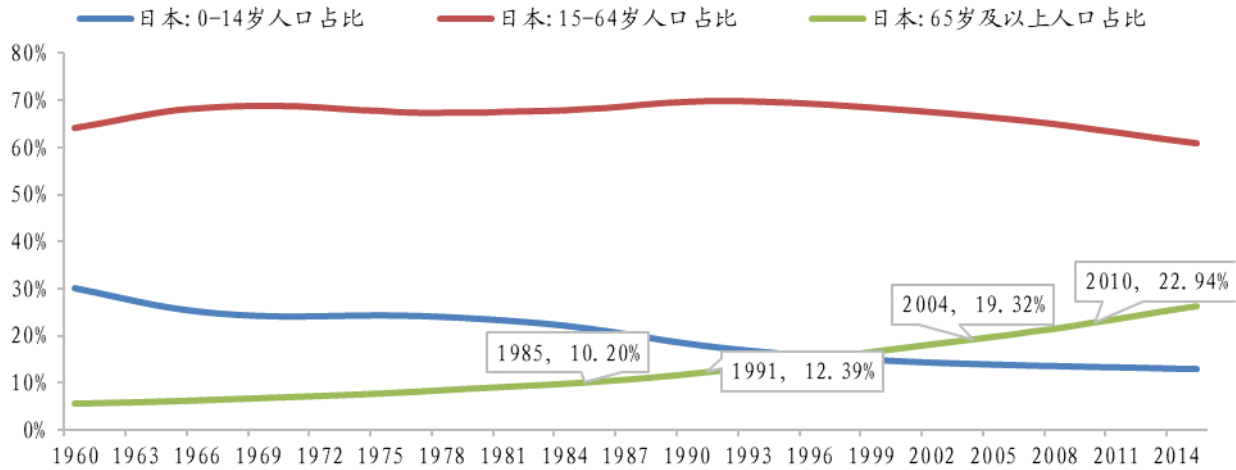


数据来源: 美国劳工部, 国泰君安证券研究

日本老龄化更加严重, 对消费结构有着很大影响。上世纪60年代至1976年, 日本人口增速波动较大, 但一直维持正增长, 1977年开始人口增速一路下滑, 2009年首次出现负增长, 65岁及以上人口占比持续走高, 2017年达到27.2%。而2017年中国65岁以上人口占10.6%, 与1985年的日本老龄化程度相似。老龄化现象严重带来诸如抚养负担沉重、劳

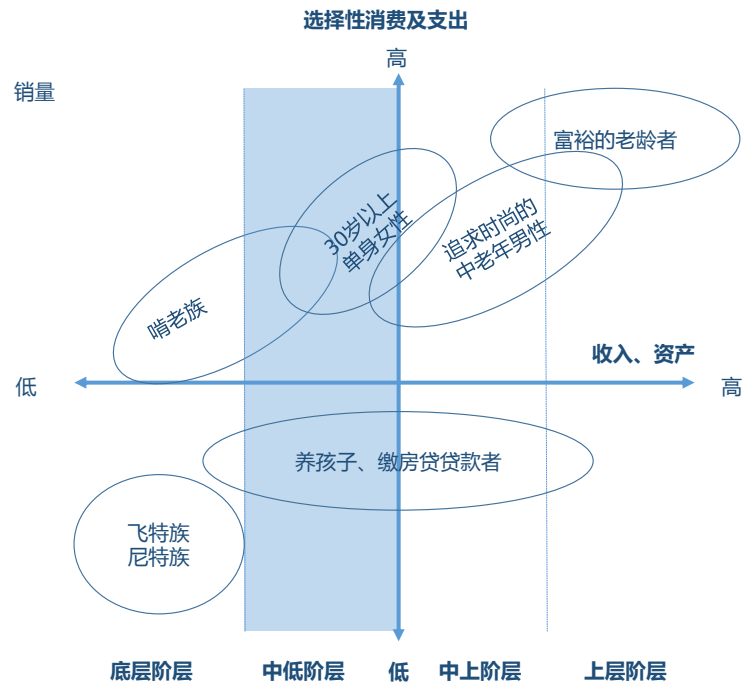
动力不足等系列问题，从而影响经济发展，同时人口年龄结构的变化也会对消费结构带来一定影响。

图 21: 日本老年人占比提升很快



数据来源: 世界银行, 国泰君安证券研究

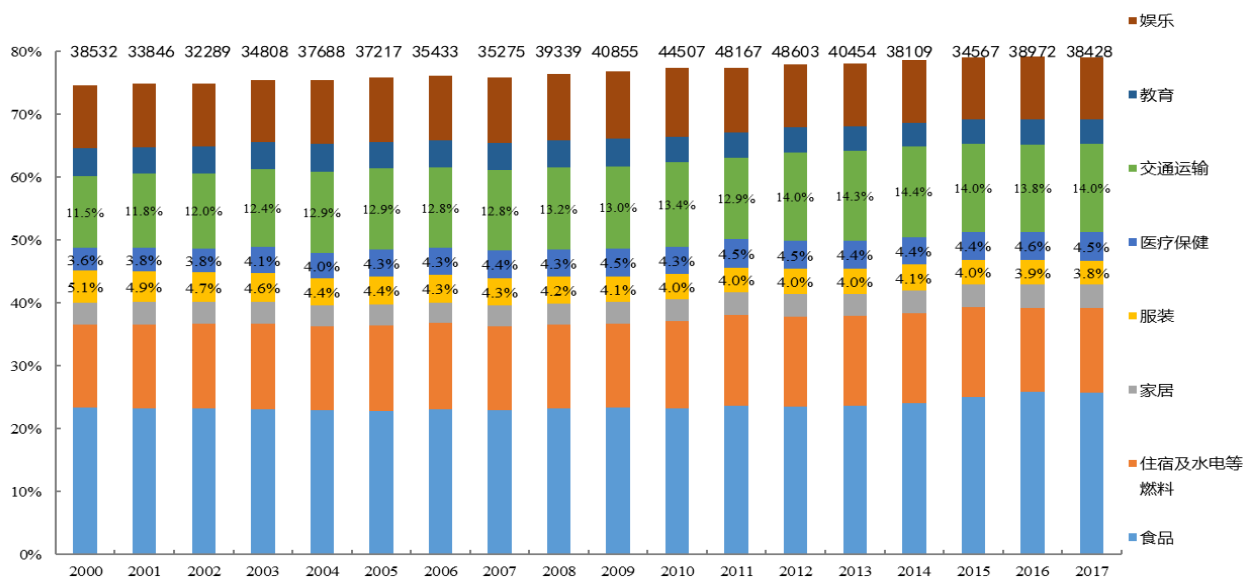
日本消费群体中，老年人收入、资产高，同时选择性消费和支出也很高。日本先后经历了战后繁荣、稳步发展、经济停滞的阶段，导致日本收入差距越来越大，收入阶层的分布往底层阶层和上层阶层两级移动，迈向左右高峰、中间低谷的“M型社会”。在这种社会形态下，日本有以下消费群：1) 收入最高、最有余钱来进行可选消费和支出的“富裕老年人”，由于历史原因，这部分老年人财富积累很多，而且孩子都已经长大，所以对金钱的使用很宽裕；2) 高收入的、追逐年轻女性和时尚的中老年男性；3) 30岁以上有工作的单身女性，她们拥有一些收入，但贷款和教育支出很少，所以又足够的钱花在可选消费上；4) “啃老族”虽然收入水平不高，但也不需要负担家用，所以用于可选消费的支出也很宽裕；5) 收入少、可使用钱也少的“尼特族”（不工作也不上学的年轻人）和“飞特族”（毕业后无固定工作的年轻人）。6) 广大的养孩子、交房贷的人群，在日本，主要是青壮年男性，因为比较大的负债和养育的压力，这群人的可选消费支出都比较少。由此可见，日本的消费群体中，老年人是选择性消费及支出最主要的贡献者，因为他们既有钱，又没有还贷和养育的压力。



数据来源：大前研一《M型社会》，国泰君安证券研究

日本消费支出结构随着人口结构变化，服装支出占比下降，交通运输与医疗保健支出占比提升。近 20 年间，日本人均 GDP 在 32000-49000 美元之间徘徊，居民的支出结构也相对稳定，其中食品、住宿及水电等、家居、教育、娱乐支出占比分别在中枢 23.7%、13.7%、3.5%、4.1%、10.2%附近窄幅震荡。随着老龄人口占比不断提升，服装类支出占比从 2000 年 5.1% 下降至 2017 年的 3.8%，而医疗保健和交通运输支出占比则分别从 2000 年的 3.6% 和 11.5% 上升至 2017 年的 4.5% 和 14.0%。

图 23：日本消费支出结构中，交通运输与医疗保健支出占比提升

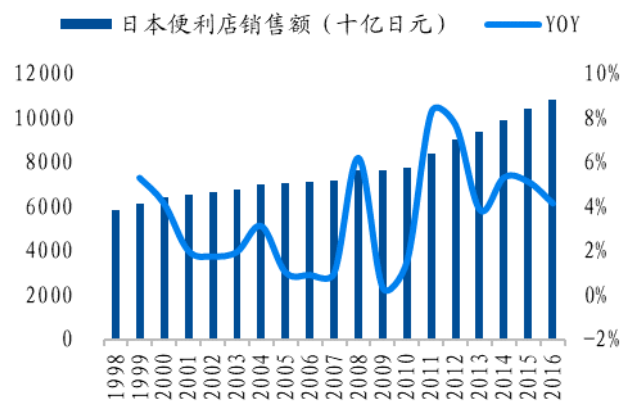


数据来源：日本统计局，世界银行，国泰君安证券研究（注：柱状图上方数字表示当年人均 GDP，美元）

日本老龄化为旅游、便利店、宠物等行业带来巨大增量。从消费品类来看：根据 AgeClub 数据，日本 55 岁以上中老年群体消费市场规模庞大，包括文化、旅游、宠物、娱乐、健身、服装消费六大板块。其中，旅游、服装、文化消费最多，分别为 2100 亿、2000 亿、1125 亿人民币。从消费渠道来看：老龄化推动了日本便利店行业发展壮大走向成熟，日本便利店行业在 20 世纪 70 年代初开始兴起，进入 80 年代后，日本便利店进入发展期，90 年代后稳步增长。得益于居民收入水平的提升，也得益于老年经济的爆发。一方面，便利店能提供半成品食物“中食”，方便老年人食用；另一方面，便利店也通过送货到家为出行不便的老年人提供日常所需物品。

图 24：日本 55 岁+老年消费市场规模庞大

图 25：日本便利店销售额持续走高

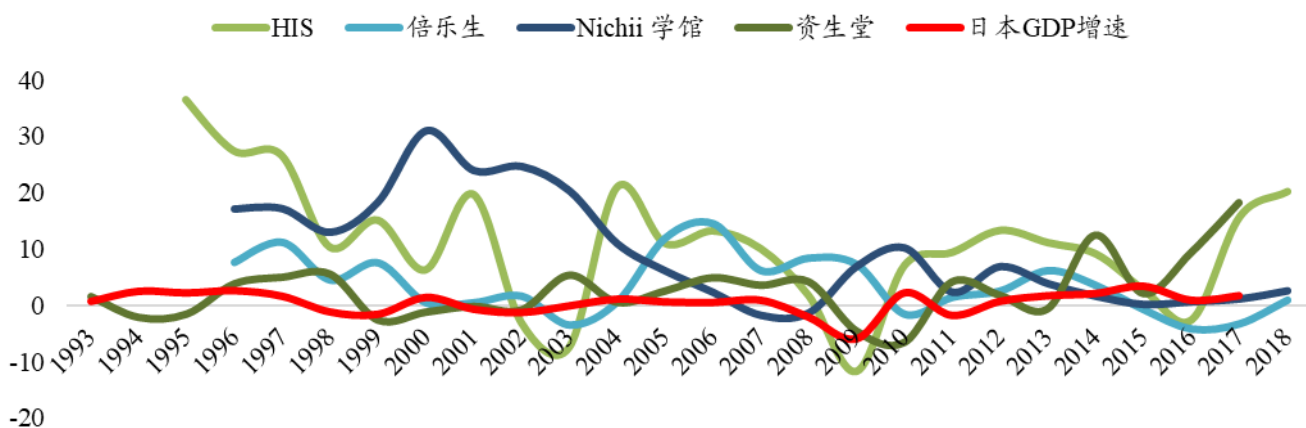


数据来源：AgeClub, http://www.sohu.com/a/281883693_617497

数据来源：日本经济产业省，国泰君安证券研究

日本老年相关产业的上市公司营收保持较快增长。伴随着日本老龄化的发展，老年相关产业的公司营收也保持较快增长，1993 年以来，日本 GDP 增速都在 3% 以上，还有很多年份是负增长，但旅游龙头公司 HIS（国内游第二，跨境游第一）的营收增速常年在 10% 以上；而医疗护理公司 Nichii 学馆的营收增速在 2008 年以前也常年在 10% 以上；日本教育龙头倍乐生、化妆品龙头资生堂营收增速相对稳定，但也大部分在 GDP 增速以上，常年维持正增长。

图 26：日本老年相关产业的上市公司营收保持较快增长



数据来源：彭博，国泰君安证券研究

2.2. 老年人（50+岁）：医疗保健、养老服务、旅游需求强

食品、日用品是老年人消费支出主要部分，健康和旅游需求增长强劲。目前国内的老年人主要是 50、60 后（不包括 65 后）甚至更早的年代出生的，他们出生于国家起步阶段，在童年经历了粮食短缺、文革等事件，艰苦的成长环境培养了他们勤俭节约的习惯。从普华永道思略特的调查来看，老年人消费支出中，食品和日用品占比最大，除此以外，旅游、疾病诊疗、养生理疗和营养品较多。同时，受访老人主要考虑未来在三个方面增加支出：疾病管理、营养品和旅游。

图 27：国内老年人消费支出中食品、日用品为主（2016）

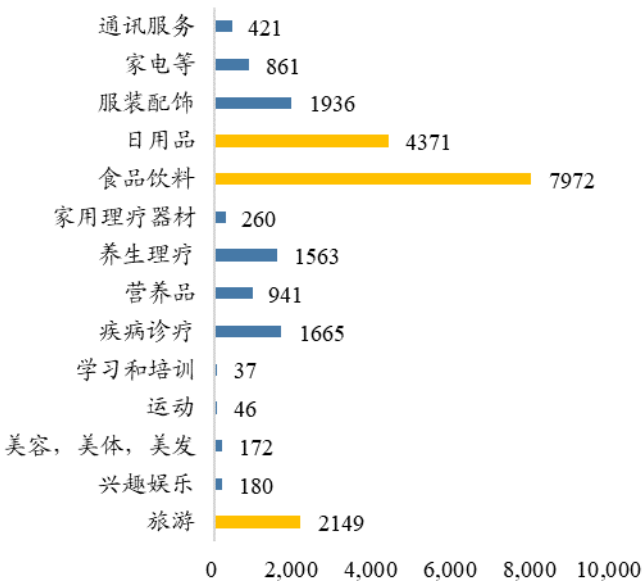
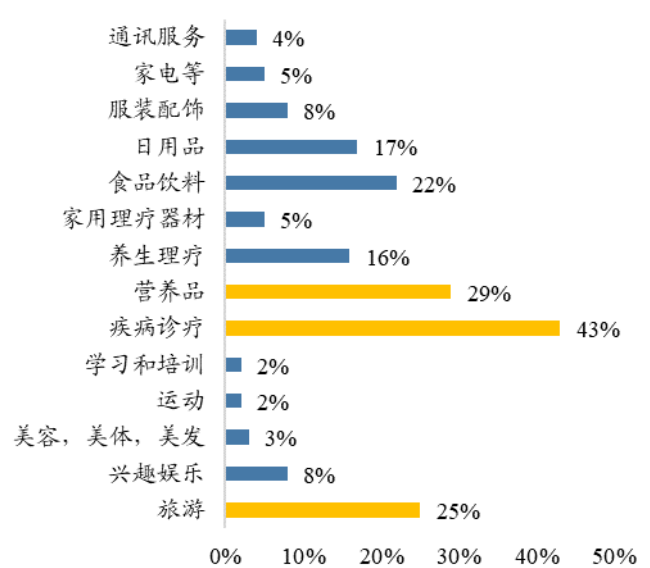


图 28：国内老年人预计将在健康和旅游上增加支出（2016）

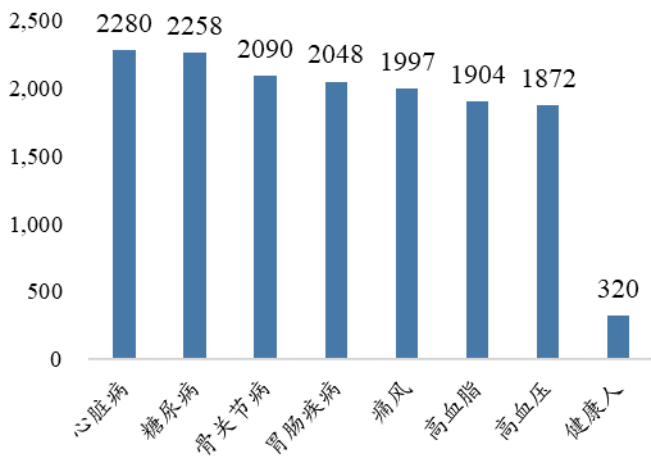


数据来源：普华永道思略特《2017 中国老年消费习惯白皮书》（注：该报告中老年人指 60 岁以上人群，下同），国泰君安证券研究

数据来源：普华永道思略特《2017 中国老年消费习惯白皮书》，国泰君安证券研究

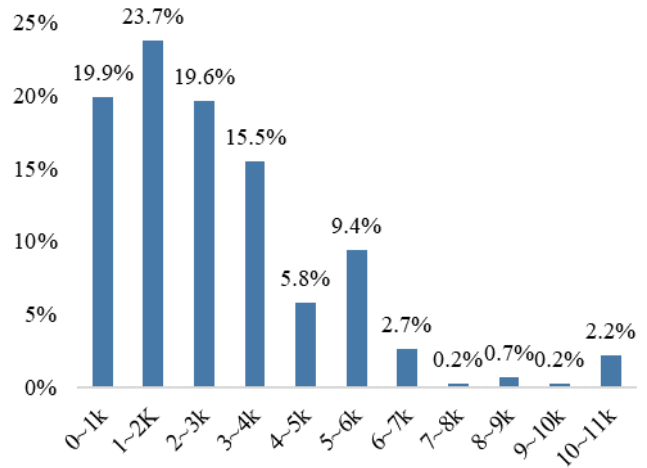
老年人疾病诊疗花费多，保健品消费有较大提升空间。老年人普遍患有慢性病，其中高血压、骨关节病、高血脂以及糖尿病是最常见的疾病种类，其疾病诊疗以及营养品支出显著高于健康人群。另一方面，老年人年均花费 2400 元购买营养品，64%的老年人营养品消费支出小于 3000 元，80%的老人每年支出小于 6000 元。

图 29: 老年人疾病诊疗支出多 (2016 年)



数据来源: 普华永道思略特《2017 中国老年消费习惯白皮书》, 国泰君安证券研究

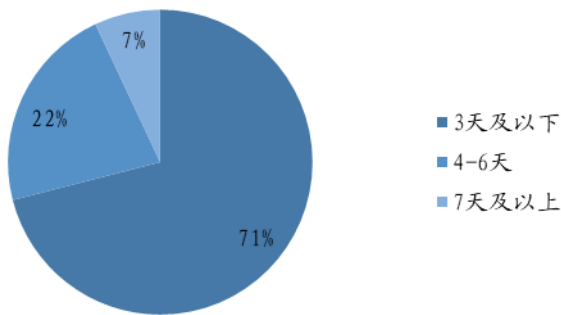
图 30: 大部分老年人营养品支出小于 6000 元 (2016 年)



数据来源: 普华永道思略特《2017 中国老年消费习惯白皮书》, 国泰君安证券研究

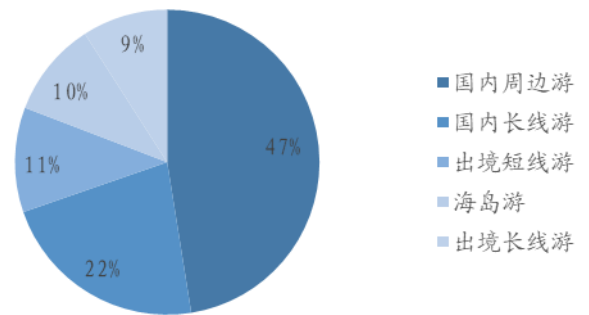
老年人偏好短期、国内旅游。根据途牛网数据, 71%的老年人进行 3 天及以下的短期旅游, 22%选择 4-6 天, 仅 7%选择 7 天及以上旅游。从旅游目的地来看, 47%老年人选择国内周边游, 22%老年人选择国内长线游, 仅 30%老年人选择出境游。这可能跟国内目前老年人的观念和消费习惯有关, 一方面目前的老年人对于出境游的安全性比较担忧, 另一方面出境游往往消费较高, 而目前国内老年人比较节约, 预算有限。未来, 随着 65、70 后进入老年, 老年人出境游占比将提升。

图 31: 老年人出游主要为 3 天以内短期 (2015 年)



数据来源: 途牛网《2015 年爸妈游旅游消费行为分析报告》, 国泰君安证券研究

图 32: 近 7 成老年人选择国内游 (2016 年)

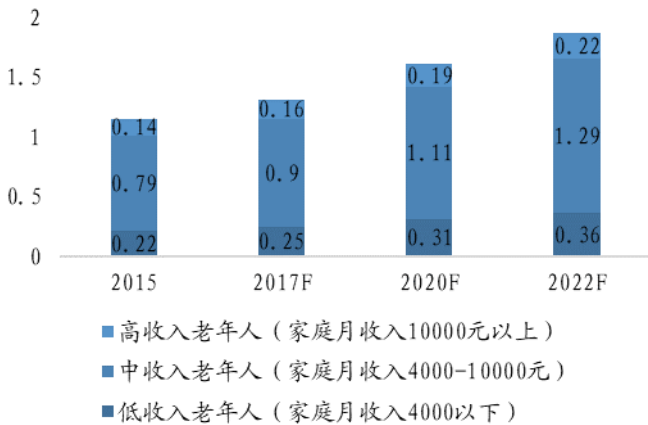


数据来源: 普华永道思略特《2017 中国老年消费习惯白皮书》, 国泰君安证券研究

未来中高收入的老年人将持续增加, 老年人的消费力将不断释放。随着改革开放、高考恢复, 正值青壮年时期的 50、60 后完成学业、走上工作岗位, 享受国家福利分房, 随着国家经济飞速发展积累了可观的财富。目前绝大多数老年人拥有一套或多套住房。同时, 88%的老年人享有养老保险, 养老金收入逐年提升, 中高收入老年人逐渐增多。另一方面, 计划生育在 1982 年写入宪法, 50、60 后成为第一批独生子女父母, 随着社会劳动力流动性提高, 空巢老人现象愈加普遍, 对养老服务的需求凸

显。

图 33: 中高收入老年人将逐渐增加 (单位: 亿)



数据来源: 普华永道思略特《2017 中国老年消费习惯白皮书》, 国泰君安证券研究

图 34: 中国老年消费市场细分领域机会成熟曲线

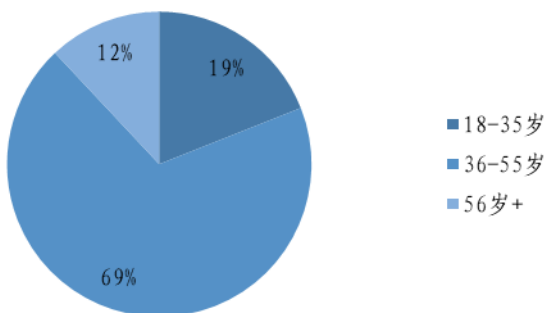


数据来源: : AgeClub, http://www.sohu.com/a/281883693_617497

2.3. 中年人(36-50岁): 财富多消费强, 衣食、教育支出多, 旅游、白酒、护肤品潜力大

中年人享受发展红利, 积累了较多财富。目前的国内中年人出生时所处的时代背景是中国快速发展的阶段: 高考恢复、改革开放, 第二次婴儿潮, 人口红利带来经济增长。根据招商银行和贝恩发布的《2017 中国私人财富报告》, 2017 年全国高净值人群达 197 万人, 从创富渠道来看, 其中 41% 为创富一代企业家, 29% 为职业金领, 创富一代企业家中, 40-50 岁占据 50%; 职业金领中 40-50 岁占据 40%。从年龄来看, 高净值人群中 18-35 岁人群占比 19%, 36-55 岁人群占比 69%, 56 岁以上占比 12%; 从性别来看, 男性多于女性。中年人通过多种渠道实现了财富积累, 为当下社会的中流砥柱。

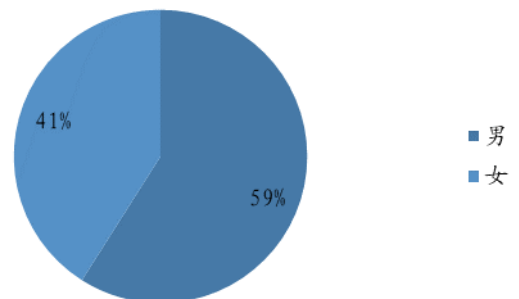
图 35: 2017 年高净值人群中 36-55 岁占比接近 7 成



数据来源: 招商银行、贝恩《2017 中国私人财富报告》、国泰君安证券研究

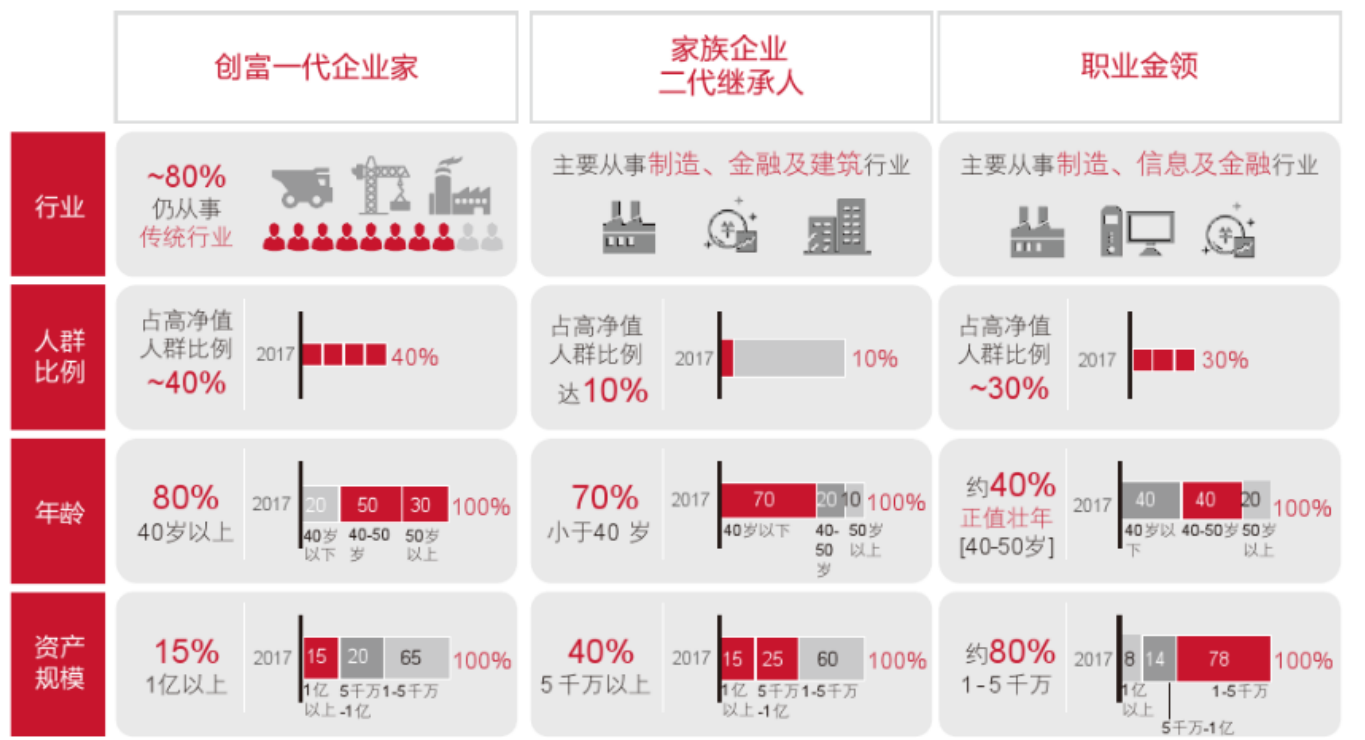
注: 高净值人群: 拥有可投资资产 600 万以上

图 36: 2017 年高净值人群中男性较多



数据来源: 招商银行、贝恩《2017 中国私人财富报告》、国泰君安证券研究

图 37: 中年人通过多渠道实现财富积累 (2017)

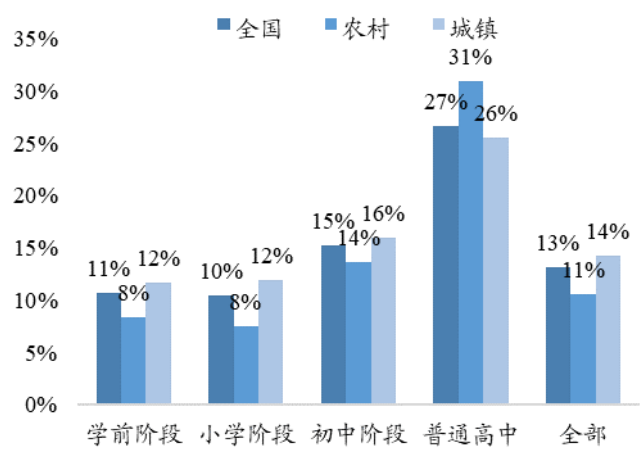
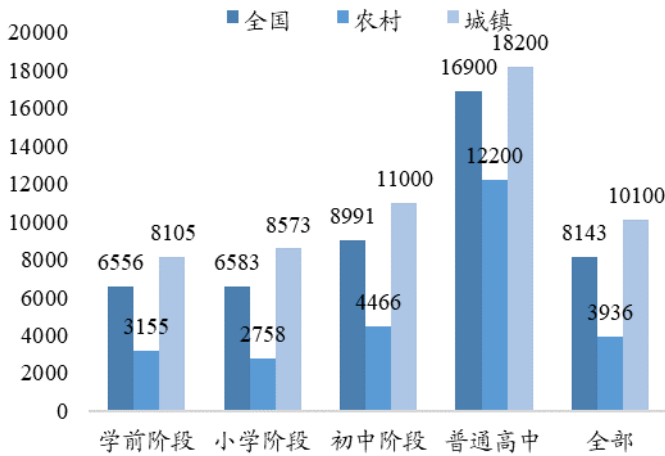


数据来源: 招商银行、贝恩《2017 中国私人财富报告》

中年人子女教育支出大, 高中全国生均家庭教育负担率(每生每年教育支出占家庭总消费支出的比例)达到 26.7%。36-50 岁人群孩子一般在 0-20 岁, 处于受教育阶段。根据《2017 年中国教育财政家庭调查》, 全国学前和中小学教育阶段生均家庭教育支出为 8143 元, 其中农村 3936 元, 城镇 1.01 万元; 全国家庭生均教育支出负担率为 13.2%, 其中农村 10.6%, 城镇为 14.3%。分学段来看, 学前阶段全国平均为 6556 元, 农村为 3155 元, 城镇为 8105 元, 生均家庭教育负担率为 10.7%, 农村为 8.4%, 城镇为 11.7%; 小学阶段全国平均为 6583 元, 农村为 2758 元, 城镇为 8573 元, 生均家庭教育负担率为 10.4%, 农村为 7.5%, 城镇为 11.9%; 初中阶段全国平均为 8991 元, 农村为 4466 元, 城镇为 1.1 万元, 生均家庭教育负担率为 15.2%, 农村为 13.6%, 城镇为 16%; 普通高中全国平均为 1.69 万元, 农村为 1.22 万元, 城镇为 1.82 万元, 生均家庭教育负担率为 26.7%, 农村为 30.9%, 城镇为 25.6%。可以发现, 年级越高, 家庭生均教育支出越高, 教育负担率也就越高, 到了高中, 城镇和农村的负担率都在 25% 以上; 另一方面, 除了高中阶段, 其他阶段城镇生均家庭教育负担率都高于农村, 可见城镇父母在教育支出上也更愿意投入。

图 38: 生均家庭教育支出随学历提升也提高 (2017)

图 39: 高中生均家庭教育负担率在 25%以上 (2017)

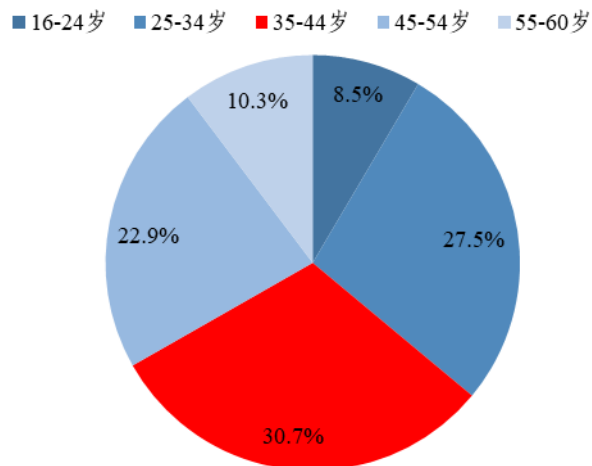


数据来源: 2017 年中国教育财政家庭调查、国泰君安证券研究

数据来源: 2017 年中国教育财政家庭调查、国泰君安证券研究

中年人是国内白酒消费的主力。中国酒文化由来已久, 2012 年限制三公消费后, 白酒消费中个人消费占比提升。虽然白酒消费有逐步年轻化的趋势, 但目前重要的白酒消费群体仍然是中年人, 根据前瞻产业研究院的数据, 国内白酒重度消费群体中, 35-44 岁占比 30.7%, 是最主要的消费群体。

图 40: 中年人是国内白酒重度消费群体的主力

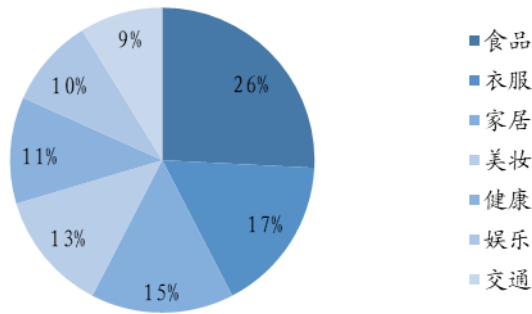


数据来源: 前瞻产业研究院, 国泰君安证券研究

中年女性以家庭消费为主, 注重健康环保, 智能化小家电得到青睐。根据 CBNDATA 调查, 45 岁以上女性主要消费集中在家庭消费上, 其中有 79.9% 的人食品月消费支出占比在 10-30% 区间, 渠道中线上占比仅为 4%, 线下消费仍然是中年女性购买食品的主要渠道, 中年的女性更关心家人健康, 食品的营养、天然有机备受关注。60% 的 45 岁以上女性家居月消费金额在 200 元以内, 占月总消费额 10% 以内, 以维持家庭居住日常

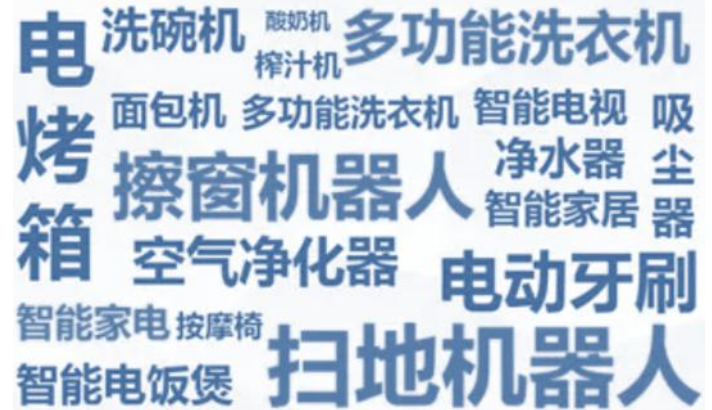
物品消费特征为主。在家居用品的挑选上，她们更重视其环保、健康的特征。由于财富积累较多，中年人品牌即是健康和品质的观念，使得他们更重视商品的品牌。同时，她们也开始习惯使用智能化的家电，例如扫地机器人、多功能洗衣机等。

图 41: 45 岁以上女性主要消费集中在家庭消费上 (2016)



数据来源: CBNDData、阿里大数据《2016 中国内地 45 岁+女性消费行为报告》、国泰君安证券研究

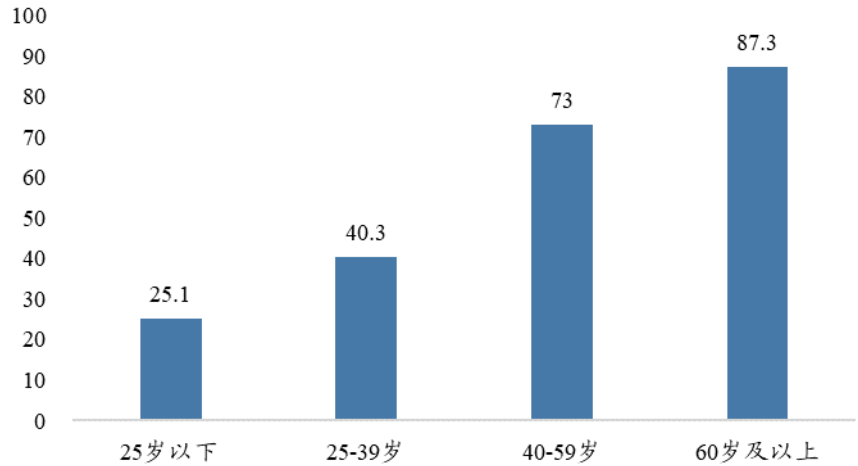
图 42: 45 岁以上女性购买食品更注重营养、天然 (2016 年)



数据来源: CBNDData、阿里大数据《2016 中国内地 45 岁+女性消费行为报告》

中老年护肤品市场潜力巨大。根据 TNS Worldpanel Europe 的调查，欧洲 40-59 岁的女性对面部护肤品消费金额接近 25-39 岁女性的两倍，而 60 岁以上的女性几乎贡献了 34% 的面部护肤品消费，这反映了**发达国家女性的护肤品消费随着年龄增长而相应提升**。而目前国内化妆品消费者的人口结构和消费习惯与发达国家相比仍有很大差异，国内年轻女性在化妆品方面的人均消费远高于中老年女性，人均化妆品支出随着年龄步入中老年而迅速衰减。但我们认为这一现象有望随着化妆品消费理念的变迁得到有效改善：目前的青年女性是经历了完整的化妆品教育的一代，与目前的中老年消费者在经济实力和消费习惯方面都有明显差异，随着她们的年龄增长和收入增加，化妆品消费升级趋势非常明显，消费曲线也将随之发生改变，**届时成熟女性和老年女性将成为护肤品的消费主力军。**

图 43: 欧洲女性年人均面部护肤品消费金额随年龄增加而增加 (欧元)



数据来源：中国产业信息网、国泰君安证券研究

在日

用品上，旅游消费增长很快、护肤观念开始普及。360 智库数据显示，2017 年中年男性用户购物兴趣 Top5 包括服饰鞋帽、日用百货、家居建材、家电办公和数码。2017 年中年男性各类消费中，旅游同比增速最高，达 15.9%，并且他们更偏好出境旅游，其中，选择亚洲的最多，美洲、欧洲次之。另外，除必须的剃须产品以外，中年男性更懂得通过购买护肤品进行基础护肤、保持清洁，少部分还注重个人魅力提升与深度护理。

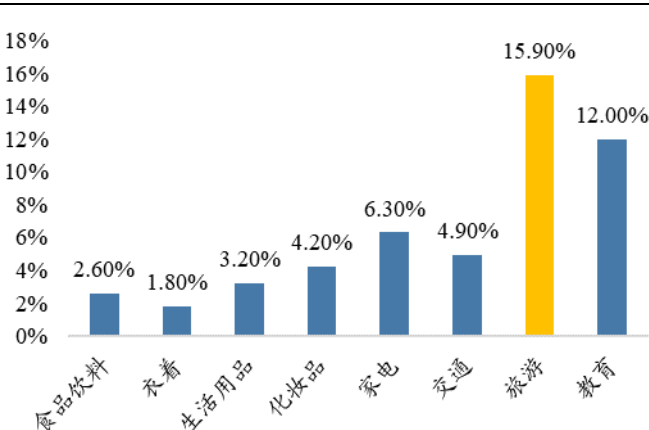
图 44：2017 年中年男性用户购物兴趣 Top5



数据来源：360 智库《2017 中年男性用户扫描》

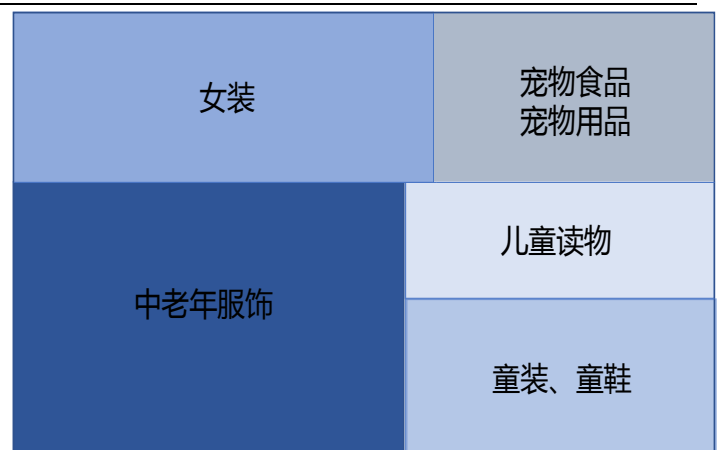
注：该报告中中年男性为 2017 年 35-49 岁男性，下同

图 45：2017 年中年男性旅游支出增速最高



数据来源：360 智库《2017 中年男性用户扫描》、国泰君安证券

图 46：2017 年中年男性网购涵盖诸多家庭消费



数据来源：360 智库《2017 中年男性用户扫描》、国泰君安证

2.4. 青年人（21-35岁）：房、车的消费主力，娱乐、电子、奢侈品需求强

青年人（21-35岁）是房车的主要消费人群。青年人一般是进入社会0-10年人群，面临着工作、结婚等一系列人生节点，消费上也是房子、车子的主要消费人群。根据《2018购房人群洞察报告》，有50%的购房人群在26-35岁之间，而汽车的购买人群年龄分布与房子的如出一辙，49%的汽车购买者在26-35岁之间。

图 47：26-35岁是主要购房人群

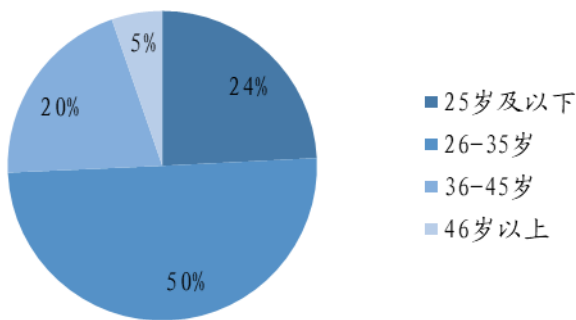
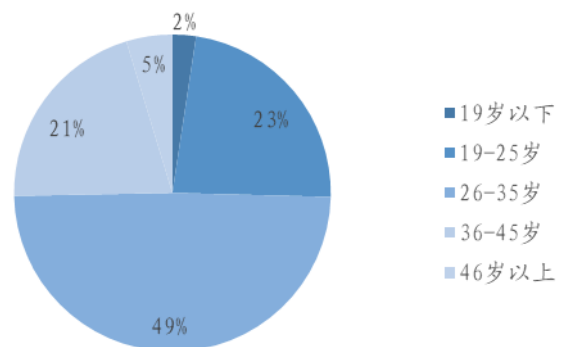


图 48：汽车消费人群以26-35岁为主

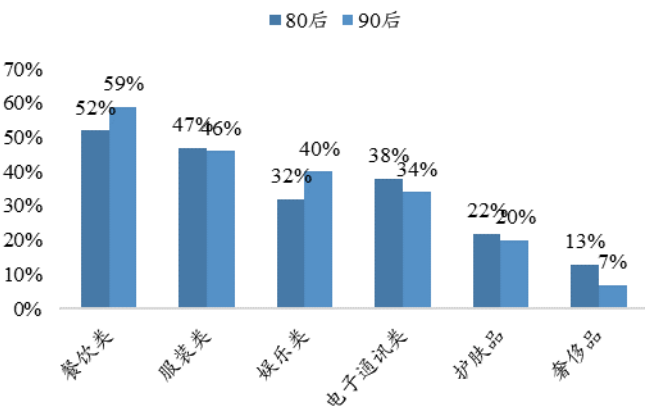


数据来源：腾讯数据实验室《2018购房人群洞察报告》、国泰君安证券研究

数据来源：TalkingData《TalkingData汽车人群洞察报告》、国泰君安证券研究

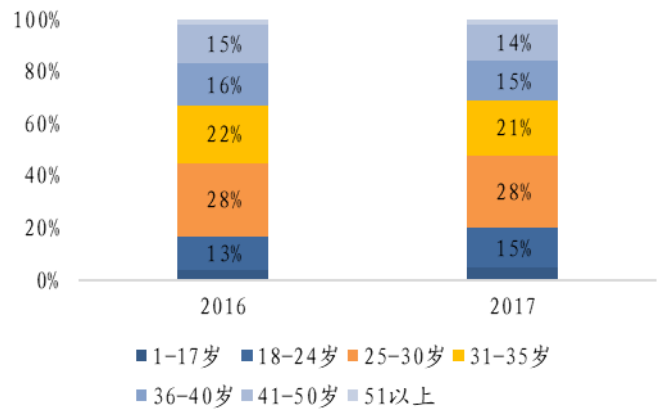
除必需品外，青年人娱乐、电子、护肤品、奢侈品需求强。目前的青年人主要是80、90后，根据艾瑞咨询的调查，80、90后在餐饮和服装上消费最多。随着生活节奏加快、消费观念革新，相比事业已经更稳定的80后，90后每月在家做饭次数少于三次的情况更多，外出就餐、点外卖成为新偏好。就服装而言，80、90后服装消费频次高于00、70后，分别为1.39、1.60次/月。同时，90后在服装上更关注个性小众的服饰品牌，追求个性和潮流。除了必需品外，娱乐、电子、护肤品、奢侈品都是青年人经常消费品类。奢侈品消费年轻化趋势明显，青年人占比逐渐提升，25-35岁占比接近50%。一方面，高学历人群家庭、个人收入更高，另一方面，高学历人群通常眼界更宽广，追求更高的生活品质。

图 49: 餐饮、服装是 80、90 后主要消费品类 (2016)



数据来源: 艾瑞咨询《90 后 VS 80 后时尚品牌偏好研究报告》、
国泰君安证券研究

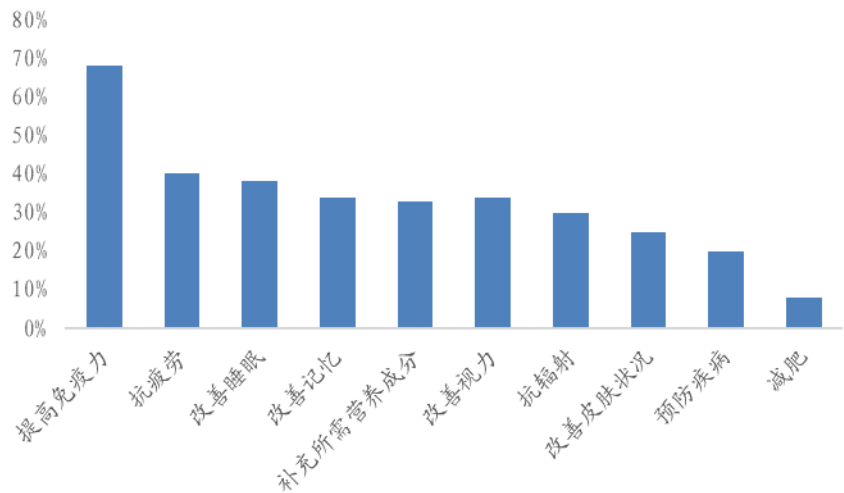
图 50: 奢侈品消费人群中 25-35 岁人群接近一半 (2017 年)



数据来源: 寺库、腾讯社交广告《2017 奢侈品网络消费白皮书》、
国泰君安证券研究

保健品消费逐渐年轻化, 年轻人以保养身体和美容为主要健康需求。都市白领的工作压力大、生活节奏快, 熬夜加班、喝酒应酬成了家常便饭, 由此产生相应的提高免疫力、抗疲劳等保健需求。年轻男性则对肝肾养护、运动、营养等有更高需求。熬夜加班、喝酒应酬对身体的伤害加强了群体对肝肾养护的重视, 健身锻炼的普及推动了对蛋白粉等产品的需求。年轻女性及孕产妇对膳食营养的需求不断加大。2017 年线上膳食营养领域规模已超过 350 亿元, 2011-2017 年线上膳食保持高速增长, CAGR 高达 40%。

图 51: 提高免疫力成为年轻人最关注的保健需求

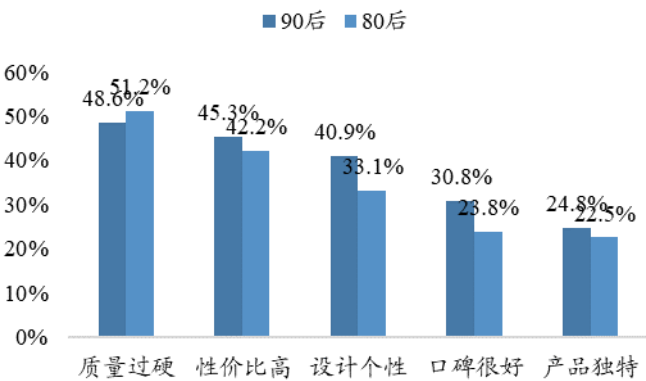


数据来源: 渠道调查、国泰君安证券研究

青年人熟谙互联网多, 对产品要求高, 筛选能力强。目前的青年人一方面出生时赶上了中国高速增长的阶段, 并进入互联网时代, 获取信息的能力大幅提升; 另一方面还处于事业、家庭的上升期, 购房购车等需求使得日常消费支出压力较大。这两方面的背景使得青年人更善于筛选和

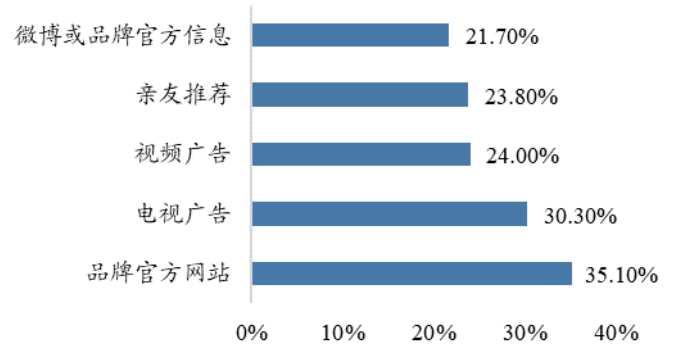
比较，重视产品的品质，对于个性、体验和便利都有很高的要求。

图 52: 80、90 后十分注重产品质量与性价比



数据来源：艾瑞咨询《90 后 VS 80 后时尚品牌偏好研究报告》、
国泰君安证券研究

图 53: 80、90 后擅长主动从品牌官方网站获取信息

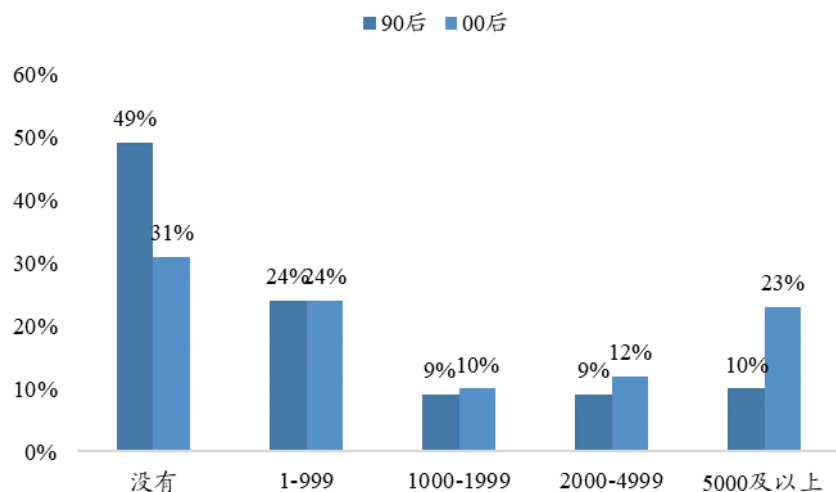


数据来源：艾瑞咨询《90 后 VS 80 后时尚品牌偏好研究报告》、
国泰君安证券研究

2.5. 青少年（0-20 岁）：追求个性化，娱乐、美妆受欢迎

目前的青少年物质生活较为优越，消费能力强。目前 0-20 岁的人群仍处于学生阶段，他们的父母大都 30-50 岁，大多都是 70 后，比之前的青少年家庭条件要好。根据腾讯 CDC《00 后研究报告》的数据，00 后人均存款是 90 后的 3 倍。

图 54: 00 后物质条件较为优越，个人存款更高

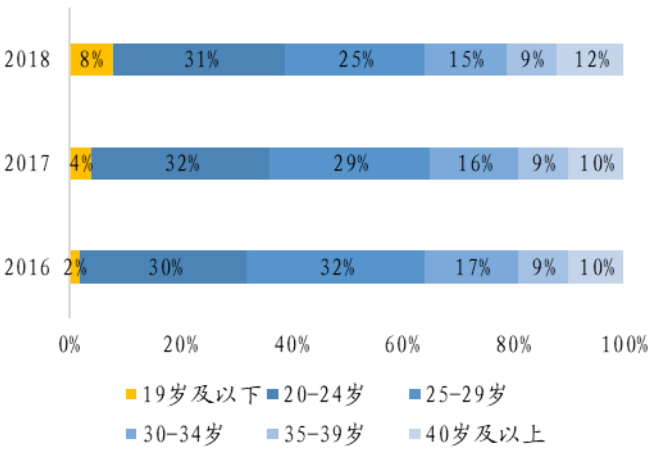


数据来源：腾讯社交广告、腾讯 CDC《00 后研究报告》、国泰君安证券研究

青少年是娱乐消费的主力。在对 00 后的调查中，62% 的人表示愿意对自己感兴趣的领域投入很多时间和金钱。电影作为主要娱乐消费之一，愈加年轻化。根据淘票票数据，2016 年观影用户中，19 岁及以下仅占 2%，而 2018 年占比提高至 8%。近年来，我国手游行业保持着高速前进的势

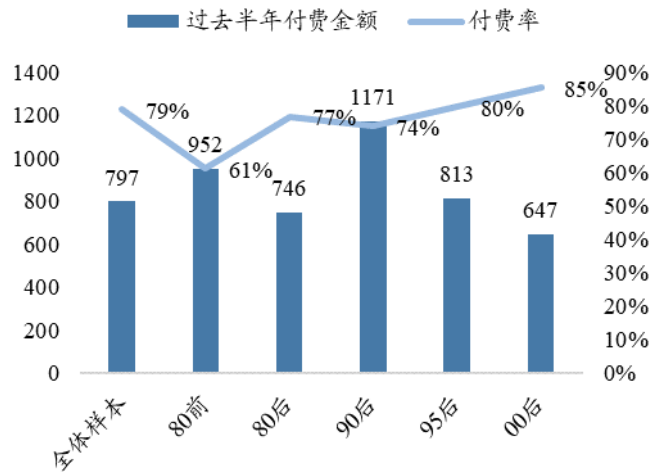
头，游戏付费能力也逐渐提升。根据极光数据，年龄越低的手游玩家付费率越高，95、00后付费率达79.5%、85.2%，高于78.8%的全体平均水平。较高的付费意愿也使得95后付费金额高于了80后，而随着00后未来购买力的增强将继续提高其兴趣付费的金额。

图 55: 观影人群中 19 岁及以下占比逐渐增加



数据来源：淘票票《选择的力量——2018 中国电影市场用户观影报告》、国泰君安证券研究

图 56: 95、00 后付费意识强，手游付费率高（2018 年）



数据来源：极光数据《2018 年年度手机游戏行业研究报告》、国泰君安证券研究

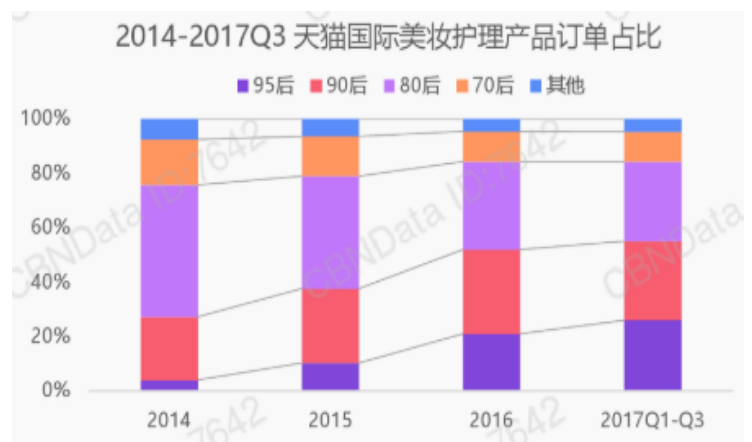
青少年跨境消费增速快，美妆护理成为主要选择。目前的青少年家庭收入较高，相比上一代人，从小就有更多走出国门看世界的机会，眼界更宽，而互联网的发展使得他们更容易了解国外品牌以及购买渠道。2015 至 2017 年，跨境消费金额中，95 后占比逐渐增加，而 95 后虽然客单价较低，但是同比增速在各年龄段里位居第一。同时，天猫国际美妆护理订单中 95 后占比逐渐增加，美妆护理产品成为 95 后跨境消费主要动力。

图 57: 跨境消费金额中 95 后占比逐渐增加



数据来源：CBNData《90 后、95 后线上消费大数据洞察》

图 58: 美妆护理成为 95 后跨境消费主要品类



数据来源：CBNData《天猫国际跨境消费洞察报告》

3. 人口结构变化带来消费品类轮动

消费品类的轮动是由人口年龄结构变化以及消费升级共同驱动的。消费品类的变迁一方面消费升级的推动，改革开放以来 40 年，我国经济快速发展，人民生活水平不断提升，消费不断升级。另一方面是人口结构的驱动，过去十年，伴随着城镇化的不断推进，越来越多的年轻人来到了大城市，人口红利为房地产、汽车、家居、家电等行业的快速发展孕育了土壤。因此，我们将各年龄人群的消费特征，与人口年龄结构预测进行结合，叠加消费升级的影响，试图寻找未来中国消费的机会。

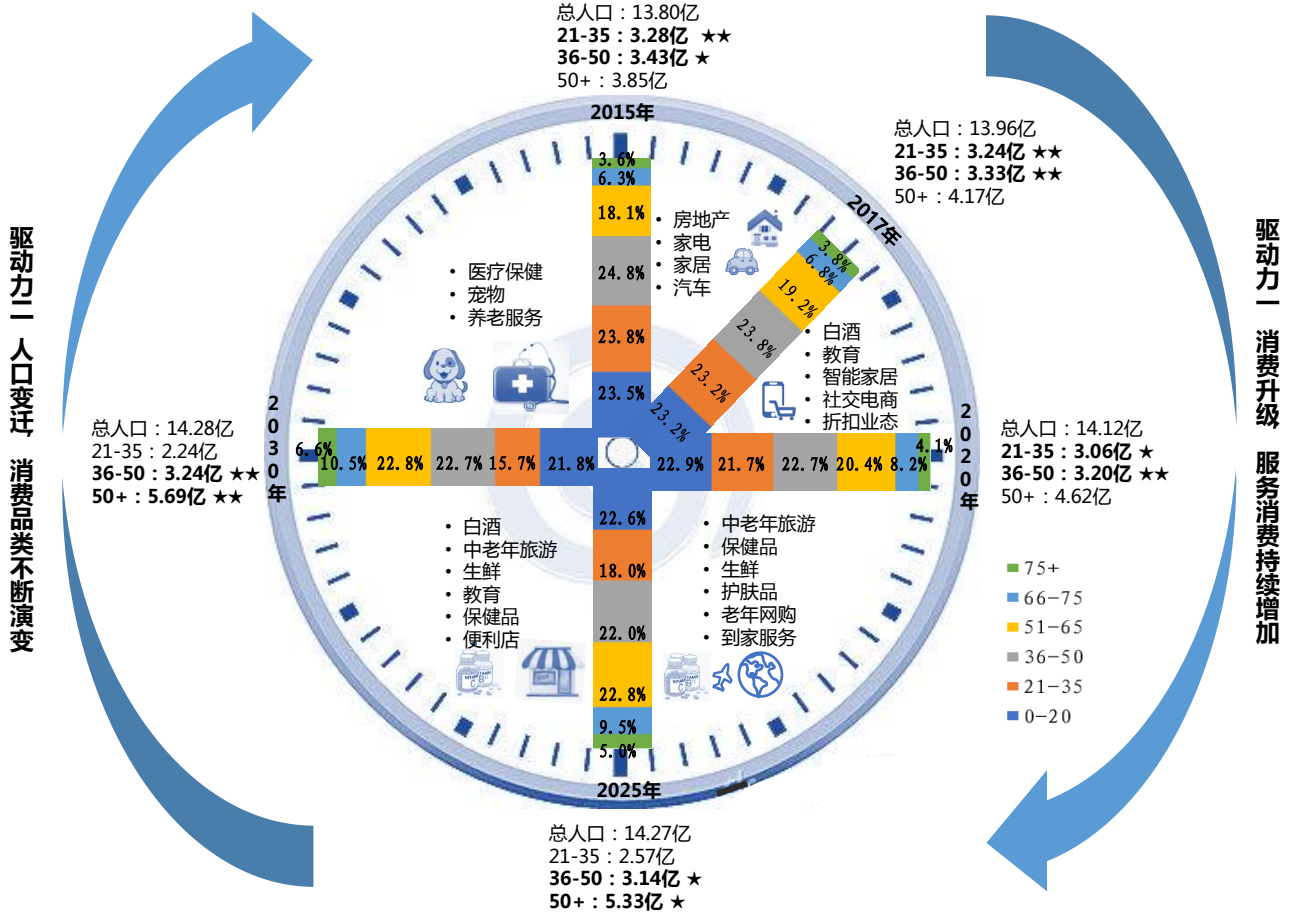
2017-2020 年：消费主力仍然是青年和中年（20-50 岁），但中青年人数都有所降低，而且青年人口降低的更快，伴随着中年人群的消费能力不断凸显，**教育、白酒、智能家居**将受益，同时随着品质消费崛起，**折扣业态**将受益。50+岁人群从 2015 年的 3.85 亿增加 7700 万至 2020 年的 4.62 亿，占比达到 32.7%，这部分人群主要是 50、60 后，比较节约，消费能力还比较有限，但老年群体的消费潜力将逐步显现。**渠道方面：**得益于移动互联网的发展以及对于低线市场的敏锐嗅觉，**社交电商**快速发展，而这种快速增长未来几年仍将持续。

2020-2025 年：消费主力向中老年转移，2025 年，预计 36-50 岁人口有 3.14 亿，51-65 岁人口从 2020 年增加 3700 万达到 3.25 亿，并且主要由 60、70 后组成，他们有更多的财富积累，消费能力比现在的老年人要强得多，**中老年旅游和保健品**或将快速发展，而中老年人相对于年轻人更注重食品健康，更愿意在家做饭吃饭，**生鲜行业**将持续增长；而另一方面，那时老年人对于护肤品的接受程度会比现在的老年人高很多，叠加 80、90 后年龄逐步变大，对于护肤品的需求也会加大，**护肤品**的高速发展将持续。从**渠道端**来看，得益于微信在老年人群中的强渗透，**老年网购**将持续高增长，而伴随消费升级的方向，服务类的消费将持续提升，**到家服务**将延续发展势头。

2025-2030 年：老龄化趋势明显，老年人成为消费主力。预计总人口将在 2028 年到达顶点 14.29 亿，之后出现下降。青年人口进一步减少，而老年人快速增长，66-75 岁人口从 2025 年增加 1300 万至 2030 年的 1.49 亿，**保健品和便利店**形态受益；36-50 岁人口主要由 80、90 后组成，得益于 80 年代的婴儿潮，中年人数量从 2025 年增加 957 万至 3.24 亿人，他们进入中年，消费能力进一步提升，**白酒、中老年旅游、生鲜、教育**将受益。

2030 年以后：消费主力仍然是老年人，66 岁以上人口从 2030 年的 2.44 亿增长到 2040 年的 3.28 亿，占比达到 23.6%，75 岁以上人口从 2035 年增长 1700 万至 2040 年的 1.27 亿，占比达到 9.1%。**医疗保健、养老服务以及宠物行业**将受益。

图 59：将消费特征与年龄结构结合预测未来消费品类变化



数据来源: 国泰君安证券研究 注: 星表示这一群体是这个年代的消费主力军, 星越多消费能力越强

4. 投资建议

我国人口从1949年的5.4亿增长至2018年的13.9亿, 期间各类经济社会事件、政策对每年新生人口产生了较大的影响。而由于受教育程度上升、思想变革以及生活成本提高等原因, 新生人口急剧下降。若总和生育率下降至1.51, 我国人口拐点将提前到来, 老龄化趋势将对我国未来消费品类产生深远影响。

不同年龄段的消费者有着不同的消费偏好和消费品类: 50岁以上老年人的消费中日用品、医疗保健、养老服务、旅游支出较多, 而渠道端, 便利店和老年网购愈加受到欢迎; 36-50岁中年人以家庭消费为主, 对于食品的健康更加关注, 除必需品之外, 中年人是教育、白酒、家居的消费主力, 旅游和护肤品也越来越受中年人青睐; 21-35岁的青年人是房、车消费主力, 同时电子、娱乐、奢侈品也是青年人消费的主要品类, 并且保健品也有逐步年轻化的趋势; 0-20岁青少年大多处于学生阶段, 教育支出往往由处于中年的父母支出, 自身的消费以娱乐消费为主。

将各年龄人群的消费特征与人口年龄结构预测进行结合, 叠加消费升级的大趋势, 试图寻找未来中国消费的机会。预计2017-2020年教育、白酒、智能家居、折扣业态等行业将受益于中年消费市场的进一步释放以

及品质化趋势，而渠道端，社交电商将保持高增长；2020-2025年，消费主力向中老年转移，中老年旅游、生鲜、保健品和护肤品或将受益，渠道端，老年网购、到家服务将进一步渗透；2025-2030年高消费能力的中老年群体不断增加，白酒、中老年旅游、生鲜、教育和保健品行业将进一步增长，而便利店业态也将不断成熟；2030年以后，66岁以上人口增长迅速，叠加社会人均收入提升，医疗保健、养老服务以及宠物行业潜力巨大。

建议增持：永辉超市、珀莱雅、家家悦、苏宁易购、贵州茅台、拼多多等；**受益标的：**五粮液、今世缘、中公教育、红旗连锁等。

表 1：重点推荐公司最新盈利预测表（股价与估值信息更新日期为 2019 年 3 月 15 日）

公司代码	公司简称	股价	EPS 本次预测			PE (倍)			评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
601933.SH	永辉超市	8.31	0.17	0.26	0.33	48.88	31.96	25.18	增持
603708.SH	家家悦	22.75	0.84	1.02	1.31	27.08	22.30	17.37	增持
603605.SH	珀莱雅	56.50	1.34	1.76	2.40	42.16	32.10	23.54	增持
002024.SZ	苏宁易购	12.27	1.43	0.17	0.22	8.58	72.18	55.77	增持
600519.SH	贵州茅台	777.30	27.45	30.84	35.82	28.32	25.20	21.70	增持
海外标的		(美元)							
PDD.O	拼多多	24.39	-0.96	0.02	1.20	-25.41	1219.50	20.33	增持
受益标的									
000858.SZ	五粮液	78.78	3.40	4.04	4.75	23.15	19.50	16.58	-
603369.SH	今世缘	25.80	0.94	1.17	1.43	27.54	22.09	18.07	-
002607.SZ	中公教育	11.64	0.11	0.20	0.27	106.89	56.95	43.53	-
002697.SZ	红旗连锁	5.31	0.21	0.26	0.30	25.01	20.69	17.69	-

数据来源：Wind、国泰君安证券研究 注：受益标的盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险因素

1、经济增速下滑拖累消费；

经济增速放缓，若非必需性开支持续下降，终端零售环境将受影响。

2、人口老龄化趋势不及预期；

若人口 TFR 在政策等因素的影响下有所回升，中国老龄化速度可能比测算的要慢，相关产业的兴起也可能推迟。

3、行业竞争加剧；

消费行业处于高度竞争状态，市场化程度较高，若公司未能准确把握市场需求或产品定位，行业竞争加剧有可能导致公司盈利能力下降。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现作为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		