

婴儿回声潮引爆婚育消费

——人口周期系列 2



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

荀玉根 CIIA

SAC 执业证书编号: S1000210050052

021-5010 6029 xunyg@lhq.com

相关研究

1、《人口周期与市场估值和行业配置》，2010/7/19

核心结论:

未来5年1980-90年的婴儿潮将步入结婚和生育阶段,中国迎来第四次婴儿潮,婚育消费将爆发,每年新婚直接消费将超8000亿,0-4岁婴幼儿消费规模超过万亿。婚育产业链为:婚前准备、新婚消费、婚后孕育三个阶段。结合婚育投资逻辑和行业自身因素,我们推荐汽车、家电、珠宝、旅游、医药、乳制品、玩具,谨慎推荐地产。投资组合为:上海汽车、海信电器、老凤祥、丽江旅游、武汉健民、伊利股份、星辉车模。

主要内容:

中国迎来婴儿回声潮。未来5年1980-90年的婴儿潮将步入结婚和生育阶段,中国迎来第四次婴儿潮。25-29岁生育高峰人口将从2009年8200万增长至2015年1.1亿,0-4岁婴幼儿将从2009年8011万增长至2015年9301亿。

婚育消费将爆发。2000-09年均912万对新人登记结婚,随着1980-90年的婴儿潮步入结婚年龄阶段,预计未来5年登记结婚数年均达1312万对。每年新婚直接消费将超8000亿,0-4岁婴幼儿消费规模超过万亿。

婚育产业链:

婚前准备: 地产、汽车、家电。未来5年婚嫁高峰期将推动首次置业需求,4季度行业自身有政策调控和库存的压力。占购车人群八成的25-39岁未来5年维持在2.7亿左右,其中25-29岁人口快速增长,15万左右的车型是结婚及其他购车者的集中选择。新房装饰刺激家电需求,行业自身进入旺季。

新婚消费: 珠宝首饰、蜜月旅游。相比国外,中国珠宝首饰消费空间大,新人对首饰产品质量、品牌形象的关注度增加,品牌优势明显公司受益。婚庆消费市场调查报告显示,海南三亚和云南丽江是新入蜜月的首选旅游地,9、10月的中秋、国庆长假使旅游业步入旺季。

婚后孕育: 医疗保健、奶粉玩具。0-4岁儿童患病率与45岁以上人相当,儿童药销售未来5年望保持两位数增长,看好儿童保健品。80后的妈妈母乳喂养率下降将刺激婴儿奶粉需求,行业不断走向专业化和高档化,龙头受益。相比欧美和日本,中国玩具消费提升空间很大,品牌和研发是核心竞争力。

婚育主题组合: 上海汽车、海信电器、老凤祥、丽江旅游、武汉健民、伊利股份、星辉车模。

目 录

1. 婴儿回声潮引爆婚育消费	5
1.1 婴儿回声潮来临	5
1.2 婚育消费爆发	6
2. 婚育产业链投资策略	9
2.1 婚育产业链	9
2.2 婚前准备：住房汽车、家俱家电	9
2.3 新婚消费：珠宝首饰、蜜月旅游	13
2.4 婚后孕育：医疗保健、奶粉玩具	14
3. 重点公司	19

图表目录

图 1 婴儿回声潮	5
图 2 中国迎来结婚潮	5
图 3 20-29 岁为生育高峰	5
图 4 中国将迎来第四次婴儿潮	5
图 5 未来 5 年 20-24 岁适育人口处高位	6
图 6 未来 5 年 25-29 岁适育人口快速增加	6
图 7 0-4 岁儿童未来 5 年快速增长	6
图 8 未来 5 年年均结婚人数将达 1312 万对	7
图 9 结婚产业是个时尚产业	7
图 10 结婚花费越来越高	8
图 11 结婚消费不断攀升	8
图 12 城市婴童月均花费 833 元	8
图 13 0-4 岁婴幼儿未来 5 年快速增长	8
图 14 婚育产业链及相关公司	9
图 15 置业周期	10
图 16 结婚购房比例	10
图 17 结婚新居 80-100m ² 最多	10
图 18 假设未来商品房销售稳步上升	10
图 19 房地产库存上升时房地产相对表现下降	10
图 20 汽车消费者年龄结构	11
图 21 汽车消费群体走平	11
图 22 汽车消费价位分布	11
图 23 未来 5 年人均 GDP 将翻倍	11
图 24 汽车库存已经在消化	12
图 25 汽车库存下降整车相对表现上升	12
图 26 新婚消费结构（不含房、车）	13
图 27 房地产销售增长将拉动家电	13
图 28 蜜月旅游集中在海南、云南	14
图 29 旅游消费落后人均 GDP	14
图 30 25 岁-44 岁人群是旅游高峰	14
图 31 旅游消费空间很大	14
图 32 0-4 岁儿童患病率高	15
图 33 儿童药销售收入持续较快增长	15
图 34 未来 5 年儿童解热镇痛药销售快速增长	16
图 35 康芝药业的瑞芝清占有率第一	16
图 36 婴幼儿营养品市场份额	16
图 37 中美日三国保健品市场消费规模变化	16
图 38 中国奶粉市场份额（2010 年 7 月）	17
图 39 婴儿刺激奶粉需求	17
图 40 中国玩具市场空间很大	18
图 41 全球儿童数量增长	18

表 1 新人最喜爱的新婚消费产品品牌.....	13
表 2 A 股珠宝首饰类上市公司	13
表 3 儿童常见疾病分布	15
表 4 A 股儿童医药类上市公司	17
表 5 不同年龄段孩子适合玩具类型	18
表 6 A 股玩具类上市公司	18
表 7 婚育主题投资逻辑	19
表 8 婚育主题投资组合	19

未来 5 年 1980-90 年的婴儿潮将步入结婚和生育阶段，中国迎来第四次婴儿潮，婚育消费将爆发，每年新婚直接消费将超 8000 亿，0-4 岁婴幼儿消费规模超过万亿。

婚育产业链为：婚前准备、新婚消费、婚后孕育三个阶段。结合婚育投资逻辑和行业自身因素，我们推荐汽车、家电、珠宝、旅游、医药、乳制品、玩具，谨慎推荐地产。

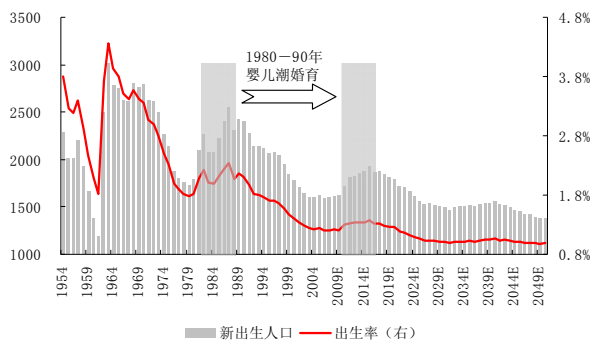
婚育主题投资组合为：上海汽车、海信电器、老凤祥、丽江旅游、武汉健民、伊利股份、星辉车模。

1. 婴儿回声潮引爆婚育消费

1.1 婴儿回声潮来临

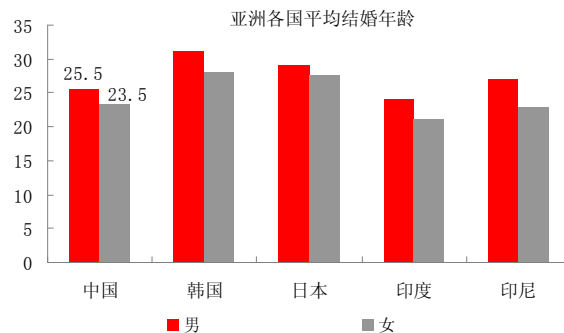
中国婴儿回声潮来临。婴儿潮的人们进入适婚年龄段后，结婚而生育的婴儿称为回声潮（EchoBoomers）。

图 1 婴儿回声潮



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

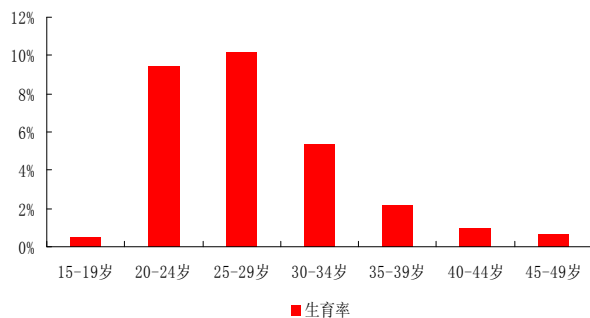
图 2 中国迎来结婚潮



资料来源：2009 亚洲婚礼文化节，华泰联合证券研究所

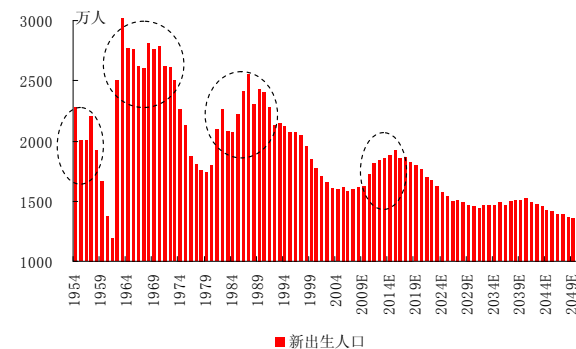
2009 年亚洲婚礼文化节统计数据显示，中国男女平均结婚年龄分别为 25.5 岁和 23.5 岁。国家统计局数据显示，中国生育率高峰处于 20-34 岁，其中 25-29 岁最高。未来 5 年 1980-90 年的婴儿潮将步入结婚和生育阶段，中国迎来第四次婴儿潮。

图 3 20-29 岁为生育高峰



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

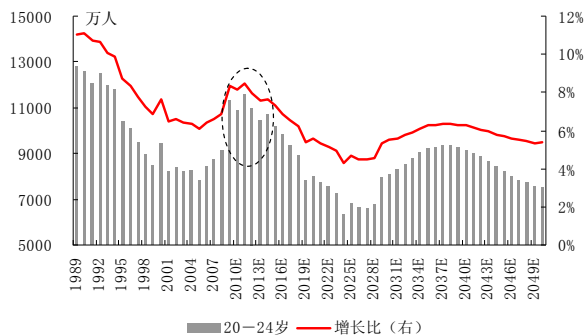
图 4 中国将迎来第四次婴儿潮



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

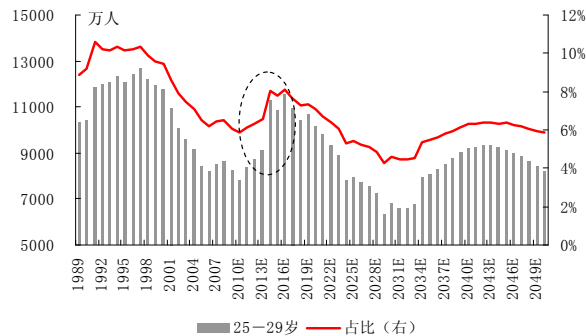
我们的人口模型显示，未来 5 年中国婚育人口和婴幼儿人口将快速增长。25-29 岁生育高峰人口将从 2009 年的 8200 万增长至 2015 年的 1.1 亿，0-4 岁的婴幼儿将从 2009 年的 8011 万增长至 2015 年的 9301 万。

图 5 未来 5 年 20-24 岁适育人口处高位



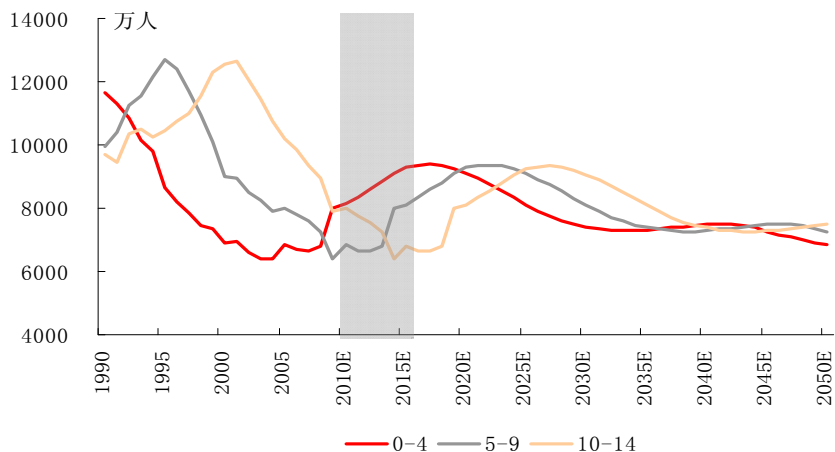
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 6 未来 5 年 25-29 岁适育人口快速增加



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 7 0-4 岁儿童未来 5 年快速增长

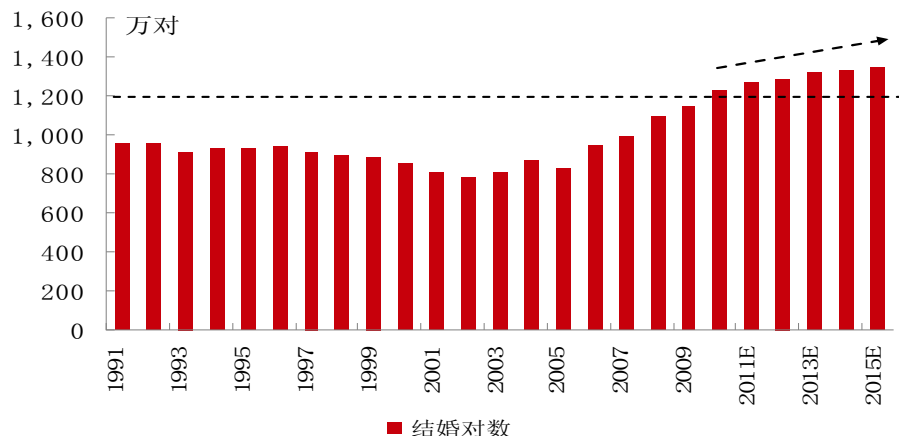


资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

1.2 婚育消费爆发

未来 5 年年均结婚人数将达 1312 万对。据中国民政部公布的数据，2000-2009 年均有 912 万对新人登记结婚，2009 年达 1145.8 万对，连续第二年突破 1000 万对大关。随着 1980-90 年的婴儿潮步入结婚年龄阶段，我们预计未来 5 年登记结婚对数将不断攀升，年均达 1312 万对。

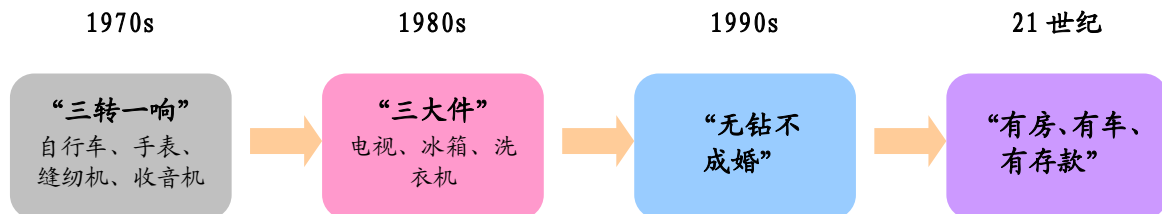
图 8 未来 5 年年均结婚人数将达 1312 万对



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

新婚消费被人们称为“时代的镜子”。各个时期新婚的新居必备品和新婚礼品的变化反映出新婚消费具有明显的时代特征。从 70 年代“三转一响”（自行车、手表、缝纫机和收音机）到 80 年代“三大件”（电视、冰箱、洗衣机），90 年代的“无钻不成婚”，直至 21 世纪的“有车、有房、有存款”，说明新婚消费一直是追寻着世界和我国都市的时尚步伐，刻划出时代的痕迹。

图 9 结婚产业是个时尚产业



资料来源：华泰联合证券研究所

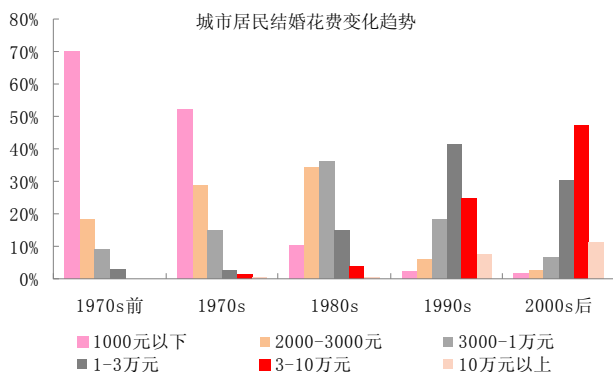
新婚消费市场巨大，每年直接消费将超 8000 亿。中国婚庆产业调查统计中心在“2010 春季中国婚博会”上公布的数据显示，2009 年全国城镇居民因结婚产生的直接消费（包括婚纱照、婚饰、婚纱礼服、婚宴、婚庆、蜜月旅游等）总额超过 6000 亿元。

北京朝阳区统计局对该区居民新婚人群的消费调查显示，2003 年一对新人的平均结婚费用为 8500 多元，2004 年涨至 2.3 万元，2005 年上涨至 3.6 万元，2006 年猛升至 5.5 万元，到了 2007 年飙升至 10.8 万元，5 年间的平均发展速度达到 88.8%。

结婚被视为人生最重要的里程碑，利用男女双方甚至父母的多年储蓄（甚至负债）来

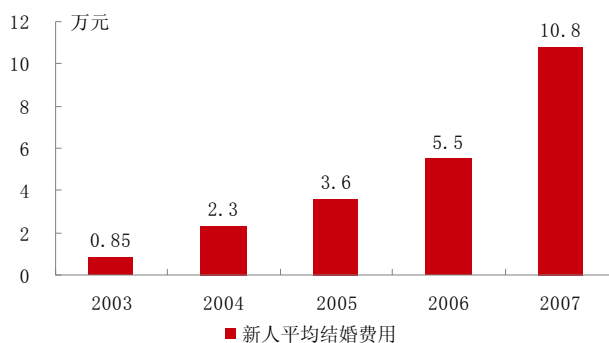
铺设“洞房花烛夜”的辉煌是人之常情，与其它产业相比，结婚消费的非理性成分更多。尤其在“2+4”（4个父母支持下的一对独生子女）的今天，几代人储蓄为儿孙结婚消费也是不足为奇的，因而婚礼的档次越来越高，结婚消费必将逐年增长。考虑结婚人数的增长和收入水平的提高，预计未来5年每年结婚直接消费将超过8000亿。

图 10 结婚花费越来越高



资料来源：零点调查，华泰联合证券研究所

图 11 结婚消费不断攀升

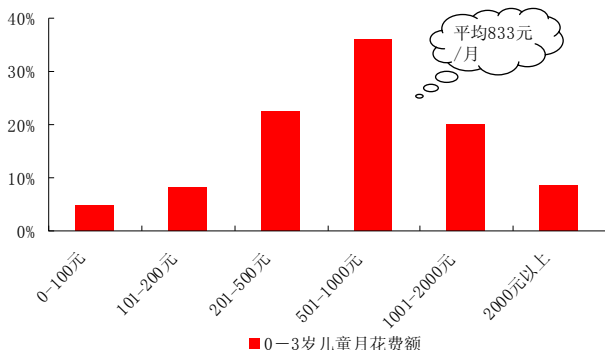


资料来源：北京朝阳区统计局，华泰联合证券研究所

0-4岁婴幼儿消费市场规模超过万亿。《中国婴童市场质量信誉调查报告》显示，中国婴童市场目前仅次于美国为全球第二大婴童产品消费国，鉴于中国独特的人口规模，以及培育孩子占家庭消费支出中的比重不断增加，中国婴童经济依然以年增长率超过30%的高速发展，2010年规模可达1万亿元。

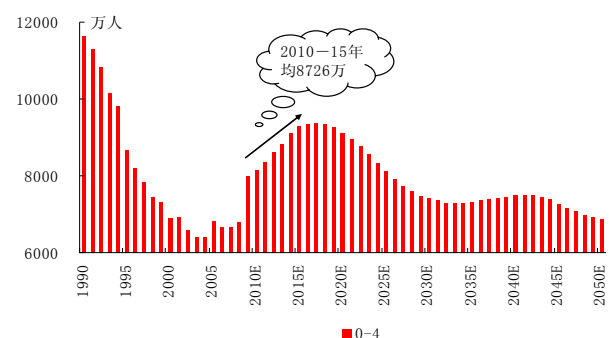
艾索少年儿童市场咨询公司《2007年儿童快乐指数报告》显示，城市0-3岁儿童平均每月花销833元。我们人口模型测算，2010年未来0-4岁的婴幼儿为8143万，未来5年年均为8726万，考虑消费支出的自然增长，预计2010年中国0-4岁婴童消费市场1.17万亿，2015年将达1.67万亿。

图 12 城市婴童月均花费833元



资料来源：艾索咨询，华泰联合证券研究所

图 13 0-4岁婴幼儿未来5年快速增长



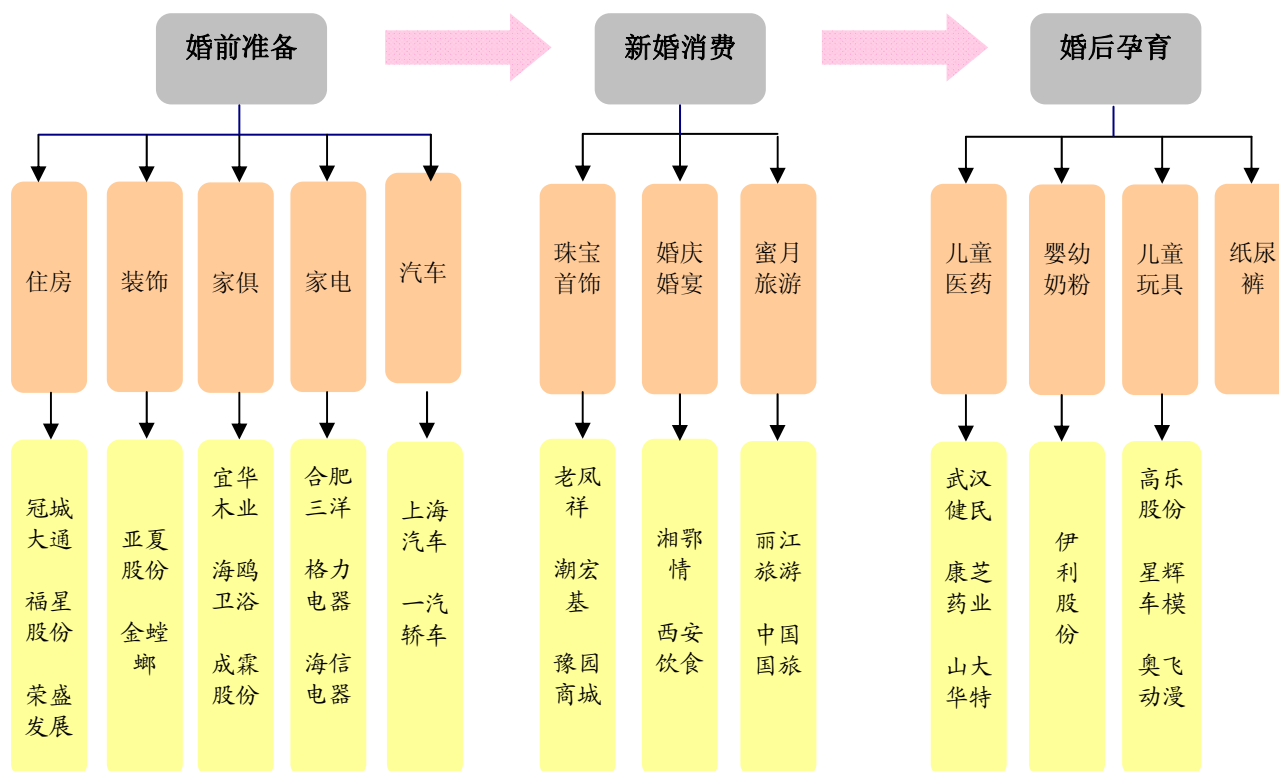
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

2. 婚育产业链投资策略

2.1 婚育产业链

婚育产业链是指以新人结婚、生育消费需求为导向，为此提供产品、服务的相关企业构成的关系网链。我们把婚育产业链划为：婚前准备、新婚消费、婚后孕育三个阶段。婚前准备阶段涉及的行业是地产、装潢装饰、家俱、家电、汽车；新婚消费阶段涉及的行业是珠宝首饰、婚庆婚宴、旅游；婚后孕育阶段涉及的行业是医药、奶粉、玩具、纸尿裤。

图 14 婚育产业链及相关公司

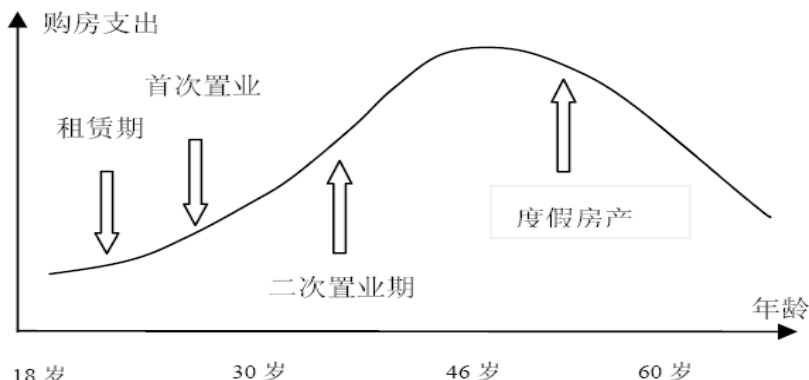


资料来源：华泰联合证券研究所

2.2 婚前准备：住房汽车、家俱家电

住房：婚房需求旺盛。根据生命消费周期，自住购房的需求主要来自于两个年龄段，一是 25-30 岁的青年人群为了结婚而产生的需求，二是 40-50 岁人群为了改善居住环境所产生的需求。

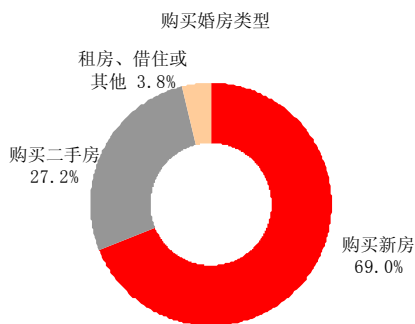
图 15 置业周期



资料来源：华泰联合证券研究所

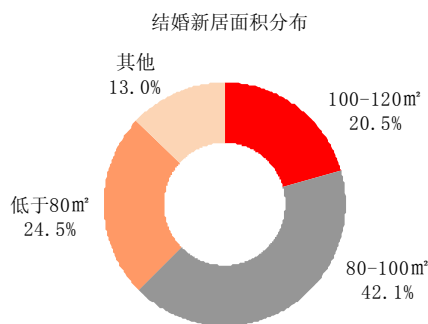
人口周期的演绎显示，未来 5 年婚嫁高峰期将推动首次置业需求。《2010 重庆婚庆消费市场调查报告》显示，72.08% 的新人已购置住房，《天津 2007 年婚房购房需求调查报告》，69.01% 的新人购买新房作为婚房，愿意租房作为婚房的仅占到 3.76%，由此可见新建商品住宅是近期婚房需求的主力。《中国结婚产业发展调查报告 2006 - 2007》显示，结婚新居面积以 80-100 m² 为主，占 42.08%，其次为低于 80 m² 和 100-120 m²，分别占 24.52% 和 20.45%。从购买力来看，二、三线城市婚房的有效需求更旺盛，冠城大通、福星股份、荣盛发展等区域性住宅开发公司将更受益。

图 16 结婚购房比例



资料来源：《天津 2007 年婚房购房需求调查报告》，华泰联合证券研究所

图 17 结婚新居 80-100m² 最多

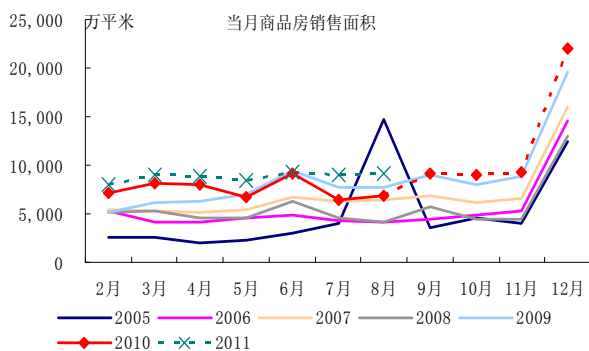


资料来源：《中国结婚产业发展调查报告 2006 - 2007》，华泰联合证券研究所

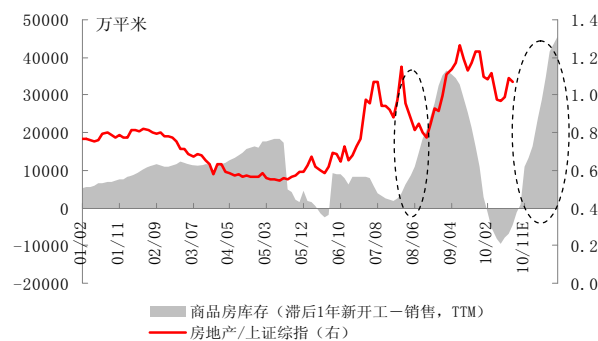
从房地产行业自身看，4 季度有政策调控和库存的压力。我们通过滞后 1 年的新开工和销售面积来测试房地产的库存，TTM 方法测算的结果显示，2010 年 11 月开始房地产将步入“再库存”阶段。同时，房价上涨的冲动较大，政策调控的压力依然存在。

图 18 假设未来商品房销售稳步上升

图 19 房地产库存上升时房地产相对表现下降



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

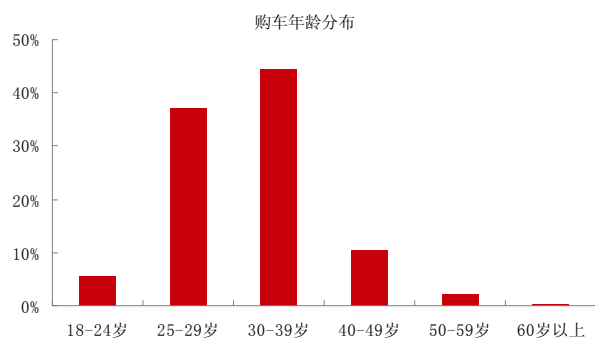


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

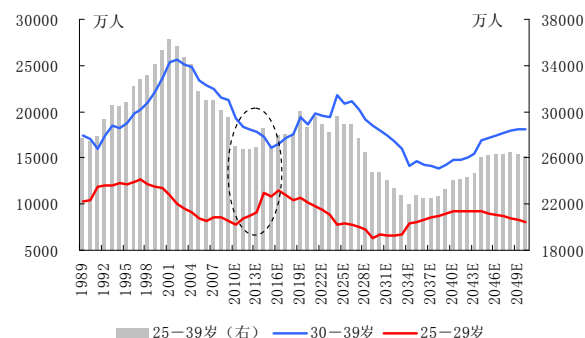
汽车：15万左右的中低价车。汽车的消费市场结构看，25-39岁中青年成为主力，所占比例达到近八成，其中25-29岁处于婚育高峰的人群也是购车的主力，占比仅四成。我们人口模型显示，未来5年25-39岁维持在2.7亿左右，其中25-29岁人口快速增长，30-39岁人口减少。

图 20 汽车消费者年龄结构

图 21 汽车消费群体走平



资料来源：统计局，华泰联合证券研究所



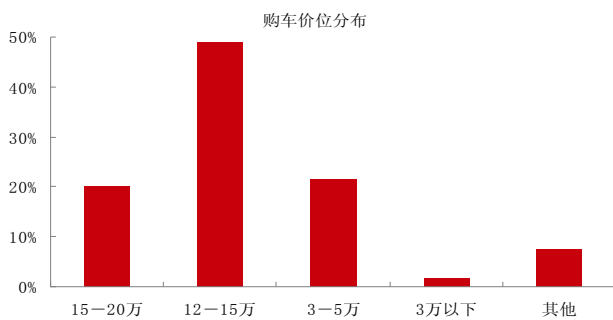
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

虽然消费群体的总量基本持平，但收入增长和低保有量是刺激汽车消费的积极因素。前瞻地看，未来随着经济转型劳动者报酬在国民收入中占比不断提高，中国消费结构升级仍将继续。根据IMF预测，2015年中国人均GDP将达6958美元，为2010年3404美元的2倍多。

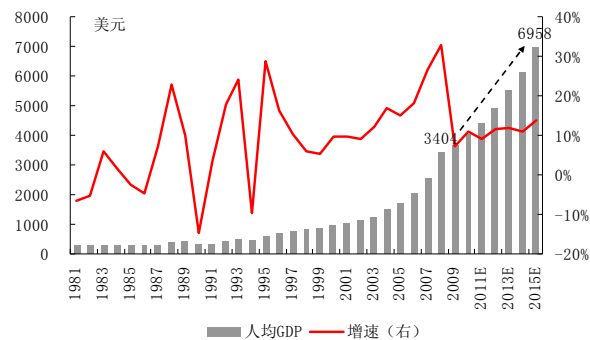
《2010重庆婚庆消费市场调查报告》显示，购车的平均价款为15万元。据慧聪汽车网《2010年中国汽车市场购车趋势调查分析》数据显示，49.1%购车预算在12-15万元之间，21.6%购车预算在3-5万元之间，20.0%购车预算在15-20万之间，1.8%购车预算在3万以下。从上面的数据分析我们可以看出，消费者的购车预算主要集中在12-20万元之间。由此可见15万左右的车型是结婚及其他购车者的集中选择，建议关注受益的上海汽车、一汽轿车。

图 22 汽车消费价位分布

图 23 未来5年人均GDP将翻倍



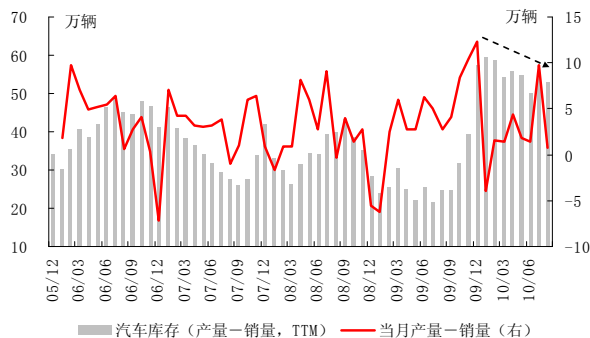
资料来源：慧聪汽车网，华泰联合证券研究所



资料来源：IMF，华泰联合证券研究所

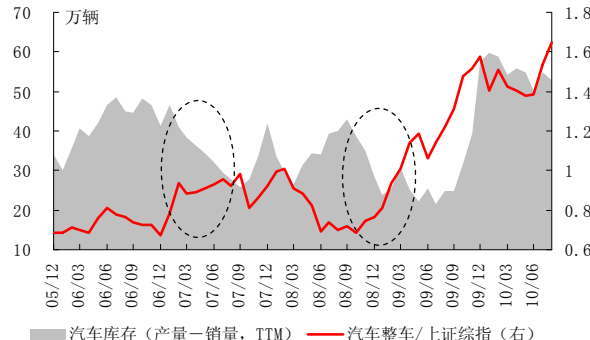
从汽车行业自身看，汽车已经步入去库存阶段。在连续三个月环比下滑之后，汽车单月销量在8月出现反弹，这说明车市在经历7月销售谷底之后已强势反弹，提前进入销售旺季。

图 24 汽车库存已经在消化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 25 汽车库存下降整车相对表现上升



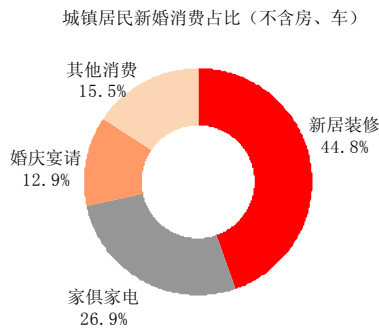
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

家电：步入旺季的彩电、洗衣机。新婚消费中，家电家具消费占较大比重。《中国结婚产业发展调查报告 2006-2007》显示，不算购买新居和家用轿车，城镇居民新婚消费主要是新居装修（44.75%）、家电家具（26.86%）及婚庆宴请（12.89%），占总消费的 84.50%。

房地产销售的增长会刺激家电销售。从历史数据看，商品房销售面积增速领先于空家电销售额增速 3 个月。长期看，婚房需求推动商品房销售，短期而言，随着 4 季度大量新楼盘推出，商品房销量上升是大概率事件，家电销售有望受到拉动。

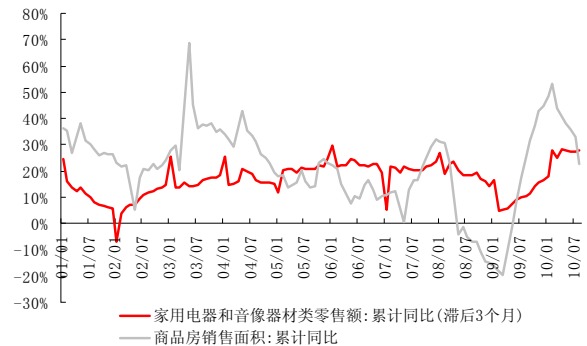
从家电行业自身看，四季度也将进入旺季。家电下乡新增品种也陆续进入销售渠道，看好洗衣机、彩电行业，如海信电器、合肥三洋、格力电器。

图 26 新婚消费结构（不含房、车）



资料来源：《中国结婚产业发展调查报告 2006-2007》，华泰联合证券研究所

图 27 房地产销售增长将拉动家电



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

2.3 新婚消费：珠宝首饰、蜜月旅游

珠宝首饰：注重品牌消费。《2010 重庆婚庆消费市场调查报告》显示，有 94.08% 的新人都会在结婚前购买珠宝首饰，价位主要集中在 5000-10000 元这个档次，平均花费为 7000 元。

随着人民生活水平的快速提高，新人对产品质量、品牌形象的关注程度也大幅度增加。《中国结婚产业发展调查报告 2006-2007》对品牌认知调查显示，珠宝消费中前五大品牌是：周大福、谢瑞麟、戴梦得、老凤祥、周生生。

表 1 新人最喜爱的新婚消费产品品牌

产品类型	主选品牌 1	主选品牌 2	主选品牌 3	主选品牌 4	主选品牌 5
美容品	玉兰油	欧莱雅	美宝莲	欧珀莱	兰蔻
珠宝	周大福	谢瑞麟	戴梦得	老凤祥	周生生

数据来源：《中国结婚产业发展调查报告 2006-2007》，华泰联合证券研究所

目前我国城镇居民的新婚消费中蜜月旅游、珠宝首饰、婚礼庆典、婚纱摄影、婚纱礼服等真正结婚消费不足 15.5%，仅 1.95 万元，与国外消费的比例相比，属非常小，因而增长空间较大，而且其中珠宝首饰仍可属于保值性投入。从事金银饰品销售的上市公司有老凤祥、潮宏基、豫园商城、东方金钰，建议关注品牌优势明显的老凤祥。

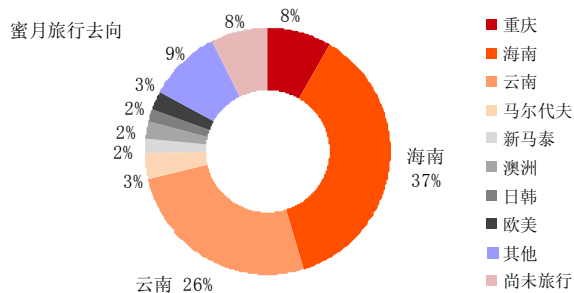
表 2 A 股珠宝首饰类上市公司

公司	股价	PB	EPS			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
老凤祥	31.72	8.93	0.84	1.07	1.32	37.91	29.52	24.03
潮宏基	37.26	5.26	0.69	0.89	1.18	66.60	53.88	41.97
东方金钰	16.80	15.03	0.18	0.19	N.A	93.33	88.42	N.A
豫园商城	14.89	5.10	0.58	0.69	0.69	25.65	21.63	21.71

数据来源：聚源，华泰联合证券研究所

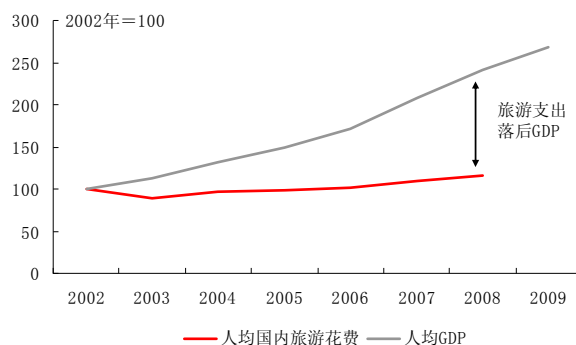
蜜月旅游：丽江、三亚。《中国结婚产业发展调查报告 2006-2007》显示，67.66%的新人安排蜜月旅游。《2010 重庆婚庆消费市场调查报告》显示，海南三亚和云南丽江是重庆新人蜜月的首选旅游地，而马尔代夫则是选择国外渡蜜月的首选地，蜜月旅行平均花费 8900 元。

图 28 蜜月旅游集中在海南、云南



资料来源：2010 重庆婚庆消费市场调查报告，华泰联合证券研究所

图 29 旅游消费落后人均 GDP

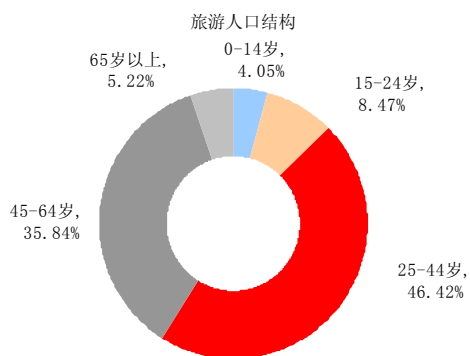


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

从消费升级角度看，随着人均 GDP 不断提升，作为可选消费的旅游支出将增长更快。尤其是，2002 年以来国内人均旅游花费远落后于人均 GDP，而 80 后、90 后年轻人步入 20-35 岁的旅行高峰年龄段后，国内旅游市场将更旺盛。

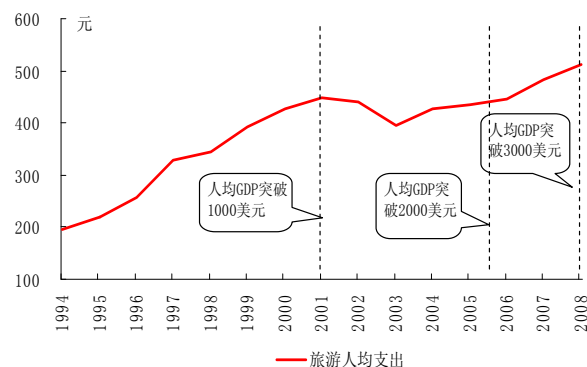
旅游行业自身看，9、10 月的中秋、国庆长假刺激行业步入旺季。建议关注兼具长期成长性和短期资产注入催化的丽江旅游。

图 30 25 岁-44 岁人群是旅游高峰



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

图 31 旅游消费空间很大



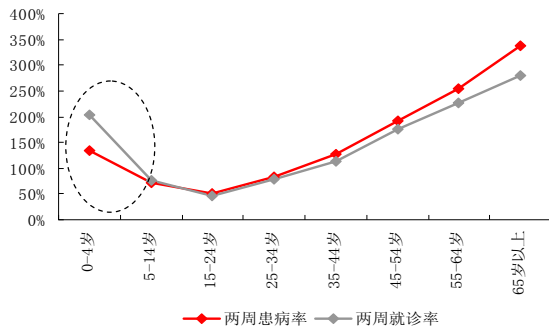
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

2.4 婚后孕育：医疗保健、奶粉玩具

儿童医疗保健：更看好保健类品种。根据卫生部数据，0-4 岁儿童两周患病率 133%，就诊率高达 200%，随着年龄的增大 5-14 岁儿童的患病率就下降到 72%了，45 岁以上的患病率才开始高于 0-4 岁儿童。

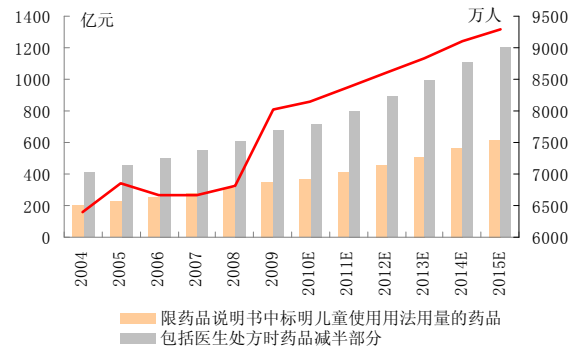
儿童药销售未来5年望保持两位数增长。近年来我国儿童药需求旺盛，2004到2009年儿童药销售额（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）保持了年均11.64%的增长率。2007年美国儿童（0-14岁）年人均用药为383.3美元；而2008年我国每个儿童的年均药品消费额不足250元人民币。根据南方医药经济研究所预测，未来5年我国儿童药销售额还将继续保持年均两位数以上的增长速度，2015将达到668.93亿元。

图 32 0-4 岁儿童患病率高



资料来源：卫生部，华泰联合证券研究所

图 33 儿童药销售收入持续较快增长



资料来源：南方医药经济研究所，华泰联合证券研究所

儿童药品中，看好康芝药业长期价值，短期谨慎。儿童患病主要是集中在呼吸系统疾病，根据南方医药经济研究所医院和零售市场用药分析数据，在儿童患者群体中，约有86%的儿童所患疾病为呼吸系统疾病和消化系统疾病。在常规治疗类儿童用药品种中，抗感染用药、小儿解热镇痛类、感冒类、小儿止咳化痰类和小儿消食定惊类是最主要的5类应用类别。

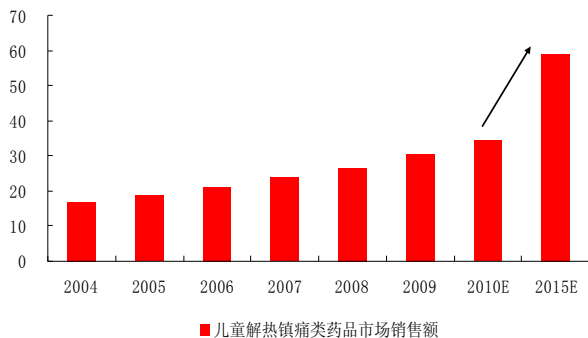
近年来，我国儿童解热镇痛类药品（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）市场规模逐年扩大，销售额已由2004年的16.69亿元增长到2009年的30.55亿元，年均保持了12.85%的增速。根据南方医药经济研究所的预测，到2010年和2015年，我国儿童解热镇痛类药品的市场销售额将分别达到34.53亿元和59.06亿元。A股上市公司中只有康芝药业的瑞芝清（尼美舒利颗粒）为小儿解热镇痛类，长期看好，但鉴于当前估值偏高（2011年PE为34.83，行业平均为25.93），短期谨慎。

表 3 儿童常见疾病分布

疾病种类	0-4 岁		5-14 岁	
	患病率 (‰)	疾病分布比例 (%)	患病率 (‰)	疾病分布比例 (%)
呼吸系统疾病	160.91	79.82	74.41	73.96
消化系统疾病	20.43	10.13	9.15	9.09
传染病	5.9	2.93	4.8	4.77
皮肤和皮下组织疾病	5.37	2.66	2.54	2.52
损伤和中毒	2.2	1.09	2.01	2
眼及附器疾病	1.5	0.74	2.24	2.23
其他	5.3	2.63	5.32	5.43
总体	201.61	100	100.47	100

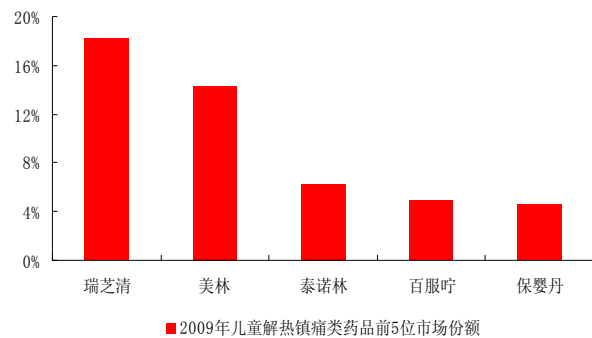
数据来源：卫生部，华泰联合证券研究所

图 34 未来 5 年儿童解热镇痛药销售快速增长



资料来源：南方医药经济研究所，华泰联合证券研究所

图 35 康芝药业的瑞芝清占有率第一



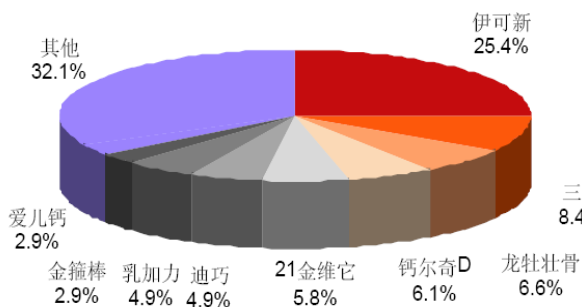
资料来源：南方医药经济研究所，华泰联合证券研究所

保健品看好武汉健民、山大华特。据中国保健协会统计，我国的保健品市场自2006年以来呈现出爆发性增长的态势，2009年销售额达到134亿美元，近四年复合增长率高达22.76%，已跃升至全球第二位。而儿童保健品市场占据了保健品市场1/4的份额。

《中国质量万里行》2010年第二期《中国婴童市场质量信誉调查报告》显示，在婴幼儿营养品领域，目前市场份额前六名依次是伊可新25.4%、三精8.4%、龙牡壮骨6.6%、钙尔奇D6.1%、21金维它5.8%和迪巧4.9%。

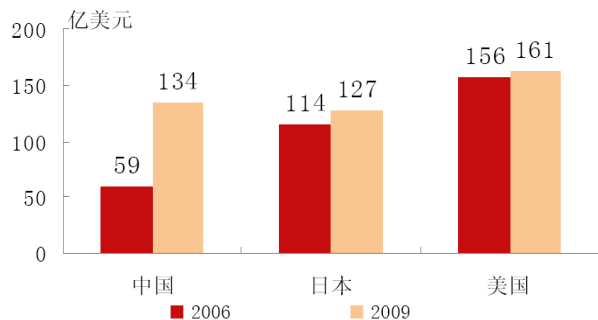
伊可新是山东达因海洋生物制药股份有限公司的拳头产品，山大华特持有达因制药52.08%的股权，且其业绩基本为达因制药贡献。龙牡壮骨颗粒是武汉健民药业集团股份有限公司独家研制、生产的国家中药一类保护产品。长期看好儿童保健品的武汉健民、山大华特。

图 36 婴幼儿营养品市场份额



资料来源：《中国质量万里行》2010/2，华泰联合证券研究所

图 37 中美日三国保健品市场消费规模变化



资料来源：中国保健协会，华泰联合证券研究所

表 4 A 股儿童医药类上市公司

公司	主要产品	用途	EPS			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
康芝药业	瑞芝清（尼美舒利颗粒）	解热镇痛	1.58	1.97	2.73	43.50	34.83	25.20
汉森制药	四磨汤	肠胃用药	0.83	1.04	1.25	47.35	37.79	31.44
精华制药	王氏保赤丸	肠胃用药	0.54	0.69	0.91	56.12	44.08	33.41
亚宝药业	丁桂儿脐贴	肠胃用药	0.34	0.43	0.51	27.89	22.18	18.92
江中药业	小儿健胃消食片	肠胃用药	0.89	1.13	1.41	43.25	33.84	27.29
山大华特	伊可新	补钙	0.34	0.48	0.75	46.63	32.21	20.83
武汉健民	龙牡壮骨颗粒	补钙	0.50	0.69	0.97	38.38	27.81	19.78

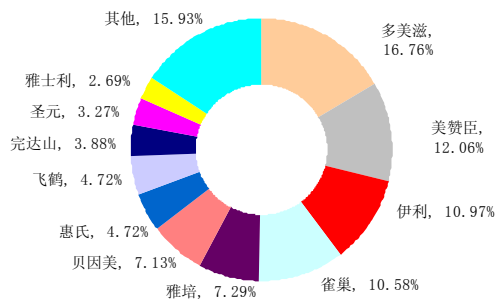
数据来源：聚源，武汉健民盈利预测来源于华泰联合证券研究所

婴幼儿奶粉：不断壮大的伊利。我国奶粉市场中婴儿配方粉约占60%，成人配方粉约占15%，成人普通粉约占25%。未来5年新生儿的快速增长，婴儿奶粉需求将大增。

新生儿4个月之后才可以开始食用其他辅食，婴幼儿配方奶粉是最接近母乳的食品，可谓刚性需求。而中国母乳哺育率高于世界平均水平，07年为60%多，而02年世界平均水平已经降至35%，80后的妈妈理念较新潮，母乳哺育率望下降。同时，04年出现的大头娃娃等一系列奶粉事件后，中国的婴儿奶粉正不断走向专业化和高档化。

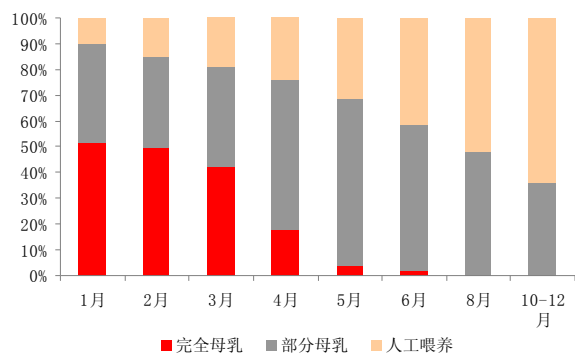
伊利为A股市场唯一的婴儿奶粉公司，且市场份额较高。Euromonitor咨询公司预计2010-13年中国婴儿配方奶粉销售额复合增长率将达到18.7%，2013年婴儿配方奶粉销售额将达约88亿美元。08年9月发生三聚氰胺事件以来，伊利不断夺走三鹿的阵地。根据AC尼尔森提供的数据，08年10月伊利的市场份额为6.8%，09年底增至10.1%，10年7月上升至10.97%。

图 38 中国奶粉市场份额（2010 年 7 月）



资料来源：中华全国商业信息中心（CIC），华泰联合证券研究所

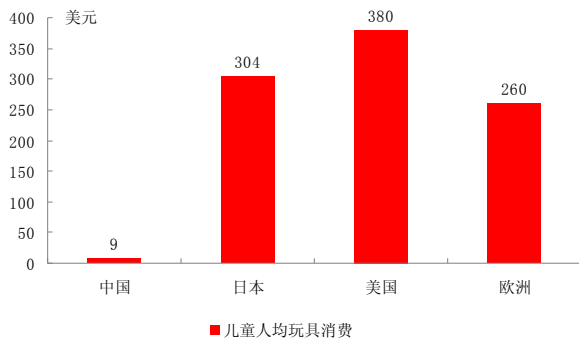
图 39 婴儿刺激奶粉需求



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

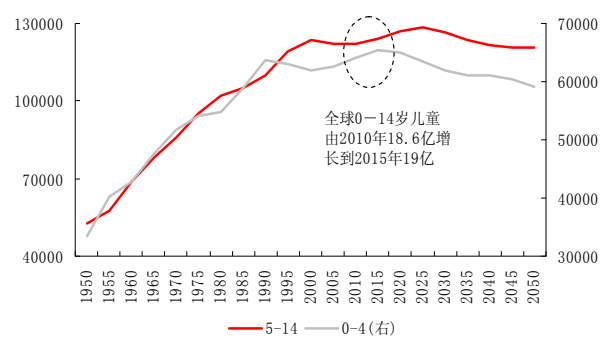
玩具：自主品牌+研发能力。相对与欧美国家和日本，中国玩具消费水平很低，每年人均玩具消费仅10美元，美国和日本分布高达380美元和304美元。随着中国第四次婴儿潮的到来，及收入水平提高后休闲娱乐性消费升级，中国玩具消费的提升空间很大。同时联合国数据显示，全球0-14岁的儿童也由2010年的18.6亿增长至2015年的19亿。

图 40 中国玩具市场空间很大



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

图 41 全球儿童数量增长



资料来源：联合国，华泰联合证券研究所

品牌和研发是玩具市场的核心竞争力。玩具产品成千上万，要使自己产品脱颖而出，只有通过个性化的产品设计，且玩具由于产品单位价值低，一般不进行售后服务，因此产品设计和品牌的创造的附加价值更加关键。欧美日的经验显示，成功的玩具企业依靠强大的研发支持，如美泰、日本的Tomy、Kokuyo等。同时，80后的新生代消费理念新潮，追求生活品质，为人父母后在为子女挑选玩具时更加注重品牌。

中国大部分玩具企业以OEM生产为主，研发和设计能力薄弱。A股市场中我们看好研发势力强，且有自主品牌的星辉车模。

表 5 不同年龄段孩子适合玩具类型

年龄	特点	适合玩具
0-1 岁	对声、色、味敏感	颜色鲜亮、尺寸够大、重量较轻的玩具
1-3 岁	持续运动、练习分类、装配能力	推拉骑乘类、布娃娃、食品玩具、填充动物
3-5 岁	喜与同龄儿童共同玩乐、独立选择玩具	车模、家庭玩具、木偶等
6-9 岁	喜新信息、新挑战、新经历，带强烈的公平感、喜社交，有性别区分感	棋类、模型、英雄人物公仔和书籍
9-16 岁	独立性、与其他孩子玩耍会很活跃	卡片和棋类、电子游戏、模型组合、拼图、书籍

数据来源：华泰联合证券研究所

表 6 A 股玩具类上市公司

公司	主营产品	研发费用占比	研发团队	EPS			PE		
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
奥飞动漫	动漫玩具，占比 70%	5%	100 名以上	0.50	0.67	0.78	60.36	45.40	38.22
高乐股份	电动火车、机器人等，3-8 岁儿童	2%	78 名	0.71	0.85	1.00	29.40	24.65	20.95
星辉车模	车模，占比超 70%	4%	167 名	0.81	1.07	N.A	35.95	27.41	N.A

数据来源：聚源，华泰联合证券研究所

3. 重点公司

结合婚育主题的投资逻辑和行业自身因素，我们推荐：汽车、家电、珠宝、旅游、乳制品、玩具，谨慎推荐：地产、医药。

婚育主题投资组合为：上海汽车、海信电器、老凤祥、丽江旅游、武汉健民、伊利股份、星辉车模。

表 7 婚育主题投资逻辑

阶段	行业	婚育主题逻辑	行业自身判断	评级	重点个股
婚前准备	地产	首次置业需求	政策调控和库存压力	谨慎推荐	
	汽车	25-29岁购车增长	景气回升，已经在去库存	推荐	上海汽车
	家电	新房添置家电	四季度旺季	推荐	海信电器
新婚消费	珠宝	新婚首饰	节假日和世博会推升行业景气	推荐	老凤祥
	旅游	蜜月旅游	9、10月行业旺季	推荐	丽江旅游
	医药	儿童医疗保健	行业长期向好	推荐	武汉健民
婚后孕育	乳制品	婴幼儿配方奶粉	行业集中度加大利好龙头	推荐	伊利股份
	玩具	儿童玩具	行业成长空间很大	推荐	星辉车模

数据来源：华泰联合证券研究所

表 8 婚育主题投资组合

代码	股票	股价	10EPS	11EPS	10P/E	11P/E	P/B
600104	上海汽车	16.59	1.34	1.60	12.38	10.37	2.94
600060	海信电器	12.27	0.70	0.90	17.53	13.63	2.10
600612	老凤祥	12.27	0.70	0.90	17.53	13.63	2.10
600612	丽江旅游	23.35	0.23	0.58	101.67	40.21	4.52
600976	武汉健民	19.19	0.50	0.69	38.38	27.81	3.77
600887	伊利股份	40.59	1.04	1.36	39.17	29.94	8.58
300043	星辉车模	29.24	0.81	1.07	35.95	27.41	3.55

数据来源：上海汽车、海信电器、武汉健民盈利预测数据来源于华泰联合研究所，其他为聚源数据一致预期

上海汽车 600104	自主和合资品牌空间广阔					
	股 价	10EPS	11EPS	10P/E	11P/E	P/B
	16.59	1.34	1.60	12.38	10.37	2.94

- ◆ **自主和合资品牌空间广阔。**公司自主品牌定位清晰，以B级车切入市场的竞争策略使公司享有低端自主品牌和合资品牌之间广阔的市场空间；体系内部的人才流动使公司在研发、采购、生产组织、物流以及销售上移植了大量来自合资公司的优秀基因；较显著的地域优势，为公司吸纳更多技术、管理人才的同时，也使公司享有更加高效和完善的零部件群集基地。
- ◆ **新能源汽车领域具先发优势。**公司已经构建完成新能源汽车相关零部件和整车的研发体系，是产业化和一体化程度较高的优质整车企业。作为新能源补贴试点城

市上海的重要扶持对象，公司新能源汽车的产业化进程具有较明显的示范、辐射作用，相应补贴和政策扶持将进一步强化公司新能源领域竞争优势。

- ◆ **上半年合资公司销量增速超越行业平均水平。**由于产品结构的改善，上海大众的盈利能力有较大提升，预计单车盈利水平提升至12000元左右。此外由于单车盈利能力较强的途观单月销量仍在快速提升，上海大众整体盈利水平在下半年仍将有望继续增长。

海信电器 600060	受益农村彩电消费升级				
	股 价	10EPS	11EPS	10P/E	11P/E
	P/B				
	12.27	0.70	0.90	17.53	13.63
					2.10

- ◆ **彩电旺季可能好于预期。**10年9月-11年1月为彩电传统旺季，在家电下乡未来几月中将会超越冰箱成为最畅销的品种。随着市场对彩电行业预期不断下调，四季度旺季有可能好于悲观预期（我们预测液晶电视四季度增长40%）。
- ◆ **液晶电视龙头受益农村升级换代。**据我们估计，09年海信电器在农村市场销售收入占总营业收入17.5%；随着农村市场对液晶电视需求增加，海信电器作为液晶电视龙头有望进一步提高农村市场份额。
- ◆ **LED电视先发优势。**LED电视在四季度旺季时占比大幅提高将保障盈利能力回升，海信电器是最先布局LED电视的国产品牌。

老凤祥 600612	品牌优势明显，资产注入助推成长				
	股 价	10EPS	11EPS	10P/E	11P/E
	P/B				
	31.72	0.84	1.07	37.91	29.52
					8.93

- ◆ **品牌优势明显，科工贸一体化。**公司品牌优势明显、且集科工贸于一体，在行业中地位可与港资品牌相竞争，且金银饰品行业增速较好。
- ◆ **金银首饰业务持续增长。**10年1-6月公司两大主营产品金银珠宝首饰和笔类文具销售同比分别增长34.7%和33.68%，业绩保持良好的增长势头。黄金交易规模减小且金价波动趋缓使得黄金交易业务略有盈利，金银首饰业务整体毛利率提升0.7个百分点，盈利能力继续提升。
- ◆ **重组增厚业绩。**公开增发收购控股股东资产获得证监会批准，收购宣告完成。由此公司持有老凤祥有限的股权比例上升至78%，进一步巩固了金银首饰的主营业务地位，重组后业绩有提升空间。

丽江旅游 600612	旅游资源丰富，索道扩能推升业绩				
	股 价	10EPS	11EPS	10P/E	11P/E
	P/B				
	23.35	0.23	0.58	101.67	40.21
					4.52

- ◆ **旅游资源丰富，国旅投入主打开外延式发展空间。**丽江旅游两大股东均有丰富的旅游资源，资产注入是一个确定性较高的趋势，将进一步推高公司估值。今年4月云南省旅游投资集团通过定向增发获得上市公司1700万股，占增发后总股本的14.61%，成为第三大股东。国旅投定位于云南省发展重点旅游项目的投融资平台，拥有省内众多优质旅游资源。

- ◆ **4季度索道扩能后将推业绩爆发式增长。**玉龙雪山大索道于今年4月份停运扩建，预计11月前完工并投入运行。由于大索道利润贡献占比达50%以上，2011年业绩望大幅增长。
- ◆ **中秋、国庆长假开始预热。**7月丽江市接待游客83万人次，同比增长11.5%，实现了游客数量和旅游收入的历史新高。而且，8月份以来，西南地区持续的强降雨，但是云南的常规旅游线路“昆明－大理－丽江”并未受到泥石流的影响。

武汉健民 600976	新老产品共推成长				
	股 价	10EPS	11EPS	10P/E	11P/E
	P/B				
	19.19	0.50	0.69	38.38	27.81
					3.77

- ◆ **老品牌焕发新气象。**龙牡壮骨颗粒国家首批三个一级保护品种之一，是武汉健民药业集团股份有限公司独家研制、生产的国家中药一类保护产品，曾是全国产销量最大的小儿用药产品，一度占据儿童补钙市场90%以上市场份额。近年公司有策略的实施广告投放，深化品牌营销，老品牌焕发出新气象，2008、2009年该产品增长迅速，未来三年有望保持每年20%左右增长率。
- ◆ **体外培育牛黄产业迎来发展拐点。**公司参股39%的大鹏药业独家生产的国家中药一类新药、国家重大技术发明、国家重点新产品一体外培育牛黄，是我国建国以来获得荣誉最高的中药一类新药。
- ◆ **股票激励计划通过，高速发展可期。**我们认为股票激励计划通过有利于进一步健全公司激励与约束机制，使公司管理层员工利益与股东利益紧密结合，有利持续价值的创造，将提升公司的盈利预期和其股票的内在价值。

伊利股份 600887	行业未来的整合者				
	股 价	10EPS	11EPS	10P/E	11P/E
	P/B				
	40.59	1.04	1.36	39.17	29.94
					8.58

- ◆ **中国婴幼儿配方奶粉发展前景广阔。**09年婴幼儿配方奶粉总市值360亿，年消费量超过20万吨，占奶粉总消费市场的80%。随着第四次婴儿潮来临，行业未来三年将有望继续保持20%的复合增长率。
- ◆ **行业从竞争走向集中，伊利望成整合者。**相对竞争对手，伊利销售网络最完备、铺货最深，目前婴儿配方奶粉市占率第一。伊利望凭借其强大的渠道力与品牌力成为行业未来的整合者。
- ◆ **伊利在三四线城市具有绝对优势。**伊利的金装和普装奶粉占据中低端市场龙头地位。凭借品牌优势、成熟的分销网络和渠道经验，伊利有望持续提升三四线城市和农村市场的份额。

星辉车模 300043	拥有自主品牌的专业车模				
	股 价	10EPS	11EPS	10P/E	11P/E
	P/B				
	29.24	0.81	1.07	35.95	27.41
					3.55

- ◆ **专业车模并有自主品牌。**获得汽车品牌授权是车模企业发展的首要条件，公司在研发创新、品牌和销售网络上都有显著的优势，目前有22个知名汽车品牌210款

车型的授权，居全国前例。

- ◆ **定位龙头地位，细分市场。**公司将汽车文化和车模产品相结合，提升产品附加值，样板研发和产品量产能力业内领先，并与汽车厂商共享授权带来的品牌建设协同效应。开拓普及型动态车模新市场，确立了细分行业龙头地位。
- ◆ **积极拓展婴童车模市场，望成盈利新增长点。**公司利用超募资金开拓婴童车模市场，这个市场容量广阔，目前国内外品牌制造商涉入不多，公司率先进入该市场，望成为未来新的盈利增长点。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com