

兼顾价值与成长，挑选“高质量”发展的优质零售标的

零售行业

推荐

维持评级

核心观点：

- **零售行业价值与实际消费景气度并不适配，当前相对估值处于历史低位区间。**零售行业呈弱复苏态势，受前期基数波动影响年内零售市场增速提升后有所回落；商务部组织开展“消费提振年”活动，出台系列政策措施改善消费环境。零售指数与全市场宽基波动走势相似，在震荡行情中反应更大；结合市值演绎与经济基本面数据来看，当前零售板块行情未能充分体现消费环境中的积极情绪。在此背景下，市场资金把握消费升级类的结构性机遇，偏好配置高 ROE 的高质量标的（黄金珠宝、化妆品），其次关注存在增长潜力的低估标的（购百类龙头），由此均衡兼顾价值与成长风格，即“高质量”公司。
- **市场普遍认为零售行业配置价值偏低，未来或存在增配空间。**但从我们的观察来看，①虽直观的行业景气度未回升至疫情前水平，但恢复趋势较稳，客流等侧面流量数据就是最好的体现；②零售行业在疫情三年中历年的最大涨幅分别为 61%/13%/23%，过去十年的均值水平超 30%，而 23 年最大涨幅仅有 5.5%，当前筹码结构已相对出清，我们坚定认为 24 年会有不错的表现，值得增配。基本面层面，我们预测 24 年全年社消同比增速大概范围为 4.8%–5.6%。
- **重点推荐行业一—黄金珠宝：**现阶段金价上涨与需求多元化是行业规模增长的主要驱动因素。价格端，结合全球宏观影响因素，考虑到上游成本等商品属性及其自身储备价值的投资属性等动因，预计金价有望延续上涨趋势至 2200–2500 美元/盎司区间；需求端，重金思想带动金饰购买群体年龄带扩宽，泛婚嫁需求逐渐变为悦己消费，企业设计生产更适合日常佩戴的金饰响应市场需求，首饰与投资类产品需求两旺，乐观预期零售市场规模或可增长至 5989 亿元。
- **重点推荐行业二—化妆品：**现阶段国产品牌更适应国内市场的产品功能需求、价格定位与营销模式。渗透率不断提升致使消费客群持续扩张，同时得益于消费升级与需求改善，致使存量用户客单价持续提升，二者共同作用下使得行业尤其是业内头部品牌处于高景气的扩张阶段，至 25 年我国美妆行业规模有望发展至近 6600 亿元。国产品牌善于通过新品、爆品树立品牌形象，巧妙适配新兴营销触达消费群体，通过高单价 SKU 不断改善自身盈利能力与品牌定位。
- **2024 年组合配置建议：**均衡价值与成长风格的“高质量”配置最优。“国潮”与“数字化”成为零售企业发展自有品牌、优化经营效率的关键词。国潮发挥品牌价值优势，通过打造文化品牌，生产民族特色产品，注重中国特色产品的研发和创新。数字化构建第二增长曲线，通过数字化赋能感知市场消费需求和消费能力，提升经营效率，企业可持续的盈利能力显现，带来产业链中各环节、乃至全产业链的价值重塑与升级。符合上述条件的公司也有望实现优于行业整体的高成长性，强盈利性，自身技术、渠道或是品牌受到市场与消费者的认可，从而塑造长期经营的确定性与稳定性，成为兼顾成长与价值的“高质量”标的。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600916.SH	中国黄金	0.46	0.61	0.73	23	16	14	推荐
600612.SH	老凤祥	3.25	4.42	5.09	19	16	14	推荐
603605.SH	珀莱雅	2.9	2.82	3.56	51	35	28	推荐
300957.SZ	贝泰妮	2.48	3.06	3.87	30	21	17	推荐
002419.SZ	天虹股份	0.1	0.25	0.29	54	22	19	推荐
600729.SH	重庆百货	2.23	3.31	3.70	13	9	8	推荐

资料来源：wind，中国银河证券研究院，截止 2023 年 12 月 16 日

- **风险提示：**市场信心不足的风险；转型进展及效果低于预期的风险。

分析师

甄唯萱

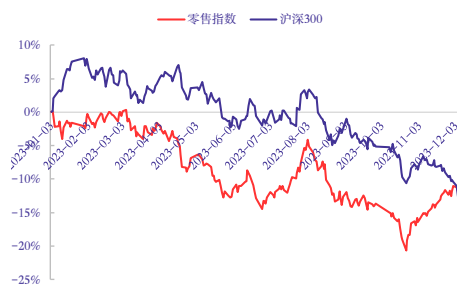
☎：(8610) 80927651

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050002

相对沪深 300 表现图

2023.12.16



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河消费品零售】2023 年年中策略报告—聚焦消费复苏过程中的稳定选手，维持推荐优质国潮品牌商

【银河消费品零售】2023 年年度策略报告—预期上行，文化为“国潮”品牌赋生机_20221212

目 录

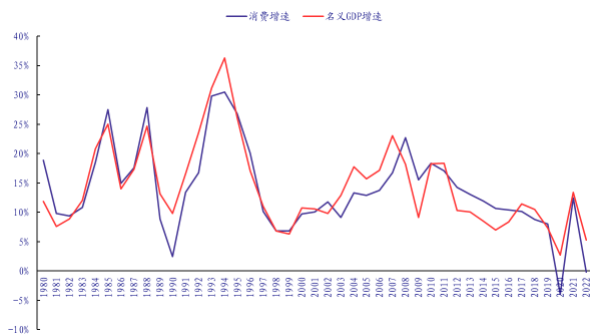
一、遵循 Growth/Quality/Value 策略框架进行标的配置	3
二、零售行业价值与实际消费景气度并不适配，当前相对估值处于历史低位区间	4
（一）零售行业景气度呈弱复苏态势，年内零售市场增速提升后有所回落	4
1. 消费对经济发展的基础性作用日益显著，消费与 GDP 保持同周期变化趋势	4
2. 人均可支配收入增速放缓，消费者信心出现下滑，消费能力和热情度有所回落	5
3. 社消总额增速恢复态势明显，可选升级类与服务类增速表现更为突出	6
4. 零售渠道间表现差异化，线上发展稳健、线下恢复弹性更大	8
（二）2023 年贯彻“消费提振年”主线，积极完善消费政策环境	9
（三）现阶段零售指数与全市场宽基走势相似，波动行情中反应敏感度更高	11
三、市场把握结构性机会，健康 ROE 的优质标的更具投资吸引力	14
（一）研究覆盖范围：产业链中上游品牌商和下游渠道商两大环节	14
（二）市场行情分析：可选升级类消费表现更优；资金主要关注化妆品、珠宝首饰及购百板块	15
（三）盈利能力分析：化妆品、珠宝首饰等品牌商领跑零售行业	17
（四）经营能力分析：品牌商表现较优，渠道中购百恢复趋势更为显著	20
（五）估值水平分析：化妆品、购百处于相对低估值区间，反弹空间可观	22
（六）市场优先偏好高 ROE 的高质量标的，其次关注存在增长潜力的低估标的	22
四、投资主线与策略：均衡价值与成长风格的“高质量”配置最优	22
（一）“高质量”关键词：国潮国产发挥价值优势，数字化构建第二增长曲线	22
（二）金银珠宝：消费观念显现出多元化演变，龙头企业丰富品牌底蕴竞争力凸显	25
1. 国内珠宝首饰消费以黄金材质为主，现阶段金价上涨与需求多元化是主要驱动因素	25
2. 乐观预期黄金零售市场规模或可增长至 5989 亿元，市场集中度有望进一步向头部品牌商聚拢	28
（三）化妆品：把握重研发、精产品、擅营销、树品牌的优质国牌	29
1. 中高端护肤品的市场地位逐渐凸显，国产品牌产品更适应当前的消费需求与营销模式	29
2. 2025 年市场规模或可增至 6600 亿元，消费升级与悦己需求是长期驱动因素	31
五、投资展望与推荐标的：关注“高质量”的黄金珠宝与化妆品，并关注购百行业内的龙头公司	34
六、风险提示	37
七、附录	38

一、遵循 Growth/Quality/Value 策略框架进行标的配置

市场中常见的投资分析主线可以分为自上而下和自下而上两个维度。其中，自上而下的投资策略以宏观分析为出发点，通过预测市场总体趋势来决定投资组合的策略，因此首先关注的是宏观经济因素，如经济增长、通货膨胀、货币政策、流动性、投资情绪等，以确定投资的大环境，综合分析市场环境的影响因素。自下而上的投资策略则更注重公司层面的分析，以基本面为出发点，考虑包括公司的财务状况、经营状况和竞争优势，由此推断公司的盈利能力与增长前景。

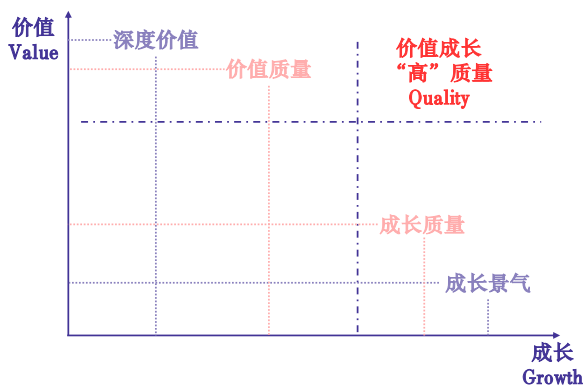
综合上述自上而下以及自下而上的投资策略所需考虑的分析指标，我们可以将覆盖的细分行业以及相关标的进行分类定义。考虑到消费与整体经济周期正相关，宏观大环境下对于零售的细分行业不存在明显的差异化影响，因此关注中观层面的行业景气度，微观层面的公司成长性、盈利性等因素，对标的公司进行价值/成长的分类，并进一步判断 GQV（Growth/Quality/Value）框架之下各要素的对于投资选择的影响程度。

图 1：宏观经济对于消费具有周期性影响



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：GQV（Growth/Quality/Value）框架下的投资标的分类



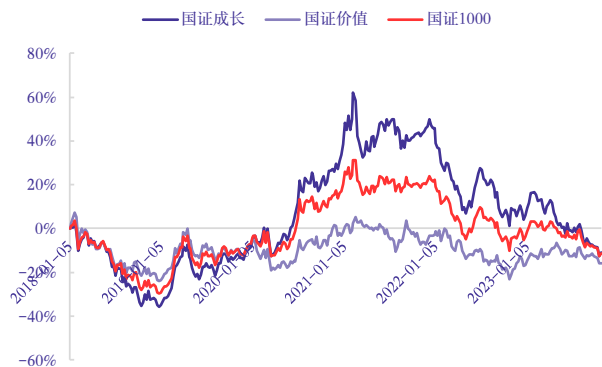
资料来源：中国银河证券研究院

根据上述分类，我们认为深度价值风格的选择更强调以低于内在价值的价格买入相对优质的公司，或是认为标的公司虽处于合理区间但仍有进一步提升的空间，其收益来源为价值回归和估值波动。对应需考虑的主要为估值指标，包括 PE、PB 等；

与之对应，成长景气风格则更关注行业自身处于高景气周期，或是成熟周期内具备增长潜力的公司、增速优于行业对应带来份额提升的公司等，需要关注公司的增长速度与增长空间。对应需考虑的主要为财务指标，包括销售规模增速、净利增速、行业增速、PEG 等；

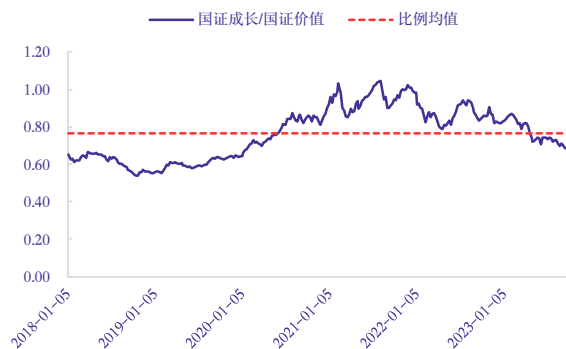
此外还需要考虑均衡的价值成长风格，对应为“高质量”，此时更关注公司的盈利能力的可持续性与经营发展的稳定性。对应需考虑的主要为资产负债表的稳健，以及稳健的 ROE。

图 3：成长与价值类指数的长期波动趋势一致



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：不同类型标的在不同阶段的收益回报出现差异性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

不同的市场阶段会出现投资风格的轮动切换，可以看出在面对市场整体上涨或是下跌的大趋势时，成长与价值类标的的反应方向一致；但在具体变化的幅度上，两者具有明显的差异性表现。上涨行情中成长型的标的弹性空间更大，而下跌或是横向震荡的行情中，价值型标的的韧性更强。由此，在当前背景下应该挑选综合成长与价值的“高质量”标的，这样更易在市场切换中找寻优质的投资机会，筛选出具有成长空间与竞争壁垒，践行可持续与稳定性发展商业模式，且价格合适的优质公司。

因此，我们从中观的行业层面出发，通过复盘演绎近两年的市场表现、梳理“消费提振年”的政策，来刻画行业的整体景气度；同时进一步下探到商贸零售板块的各子行业，从市场表现、盈利能力、运营能力以及估值情况四个角度来研判不同板块所属的投资标的的维度；最后基于前文的分析，我们将挑选重点的子板块进行分析，并得到结合实际市场情况得到合理的投资主线和相应的投资建议。

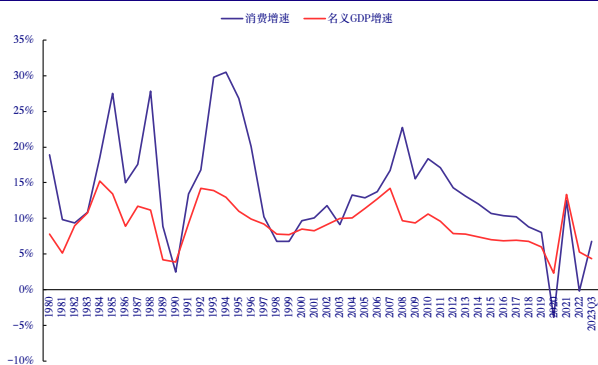
二、零售行业价值与实际消费景气度并不适配，当前相对估值处于历史低位区间

（一）零售行业景气度呈弱复苏态势，年内零售市场增速提升后有所回落

1. 消费对经济发展的基础性作用日益显著，消费与 GDP 保持同周期变化趋势

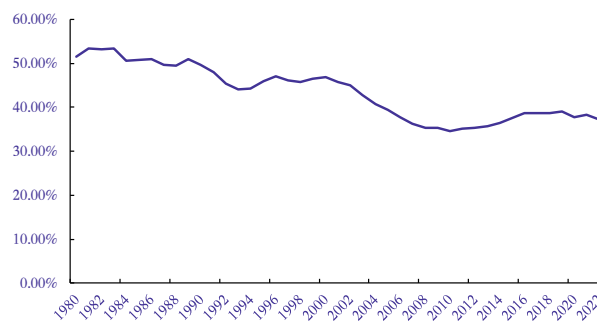
消费对经济发展的基础性作用日益显著，即使在疫情的影响之下，GDP 与消费增速出现涨跌转折的时间点也基本一致，增减变化大体保持相同的趋势，消费随着 GDP 相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势。但是可以看出，疫情影响下的消费增速偏弱，整体上生产复苏快于消费复苏，且消费增速变动幅度大于 GDP 增速浮动程度。从 CPI 增速变化趋势来看，2023 年 1-9 月，受国际能源价格、猪肉价格下滑影响，CPI 整体呈现下行趋势。

图 5：中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：居民消费占 GDP 比重变化趋势

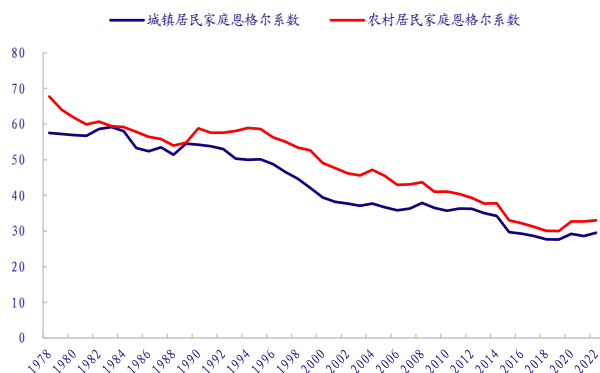


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 人均可支配收入增速放缓，消费者信心出现下滑，消费能力和热情度有所回落

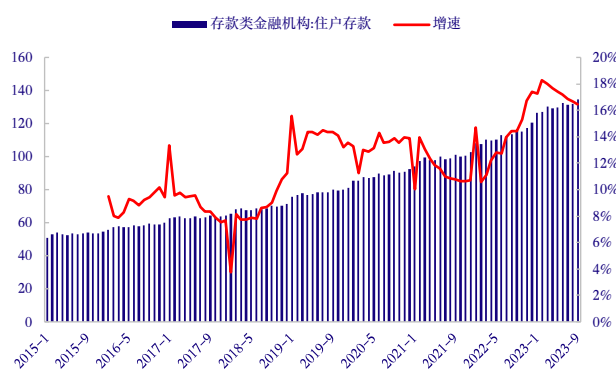
随着国内经济的发展，居民人均可支配收入与存款数额也不断提升，这说明国民已经拥有一定的消费基础和财富积累。尽管近年来国内居民人均消费支出有所回落，消费占支出比重下降，但中国居民恩格尔系数持续走低，这说明，国内居民消费结构改善，食物等保障日常需求支出占比下降，服务消费及体验享受型消费占比提升，消费升级趋势明显。

图 7：中国居民恩格尔系数变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

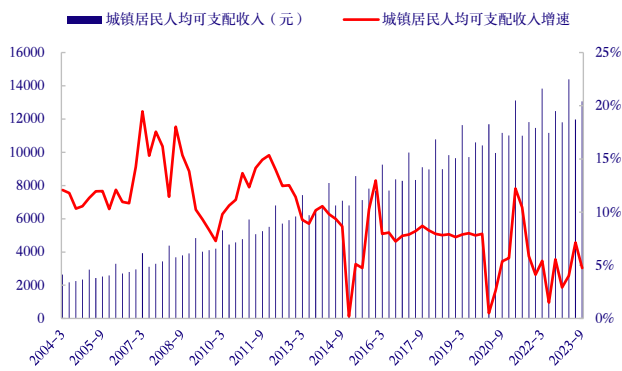
图 8：中国居民存款（万亿元）变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

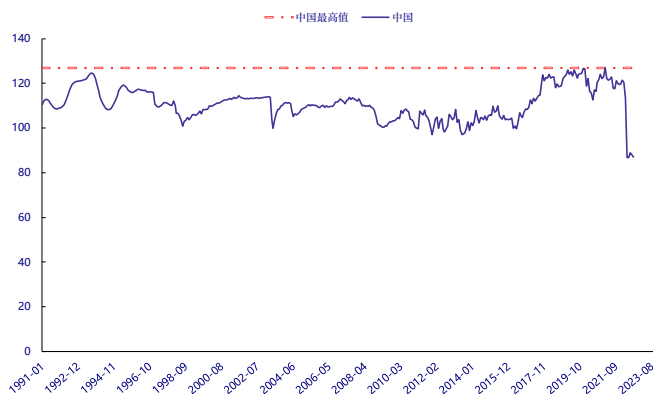
在物价水平平稳的环境下，人均可支配收入对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用，因此人均可支配收入与消费者信心应该存在相似的变化趋势。2008 年金融危机之后，中国的消费者信心指数自 2011 年之后开始回升；疫情的影响下，2020 年内消费者信心指数出现 V 字形走势，随着疫情的影响消退，国内管控逐渐步入常态化，消费者信心对应出现提升恢复。2022 年 4 月开始，消费者信心指数回落到 86.7，随后在不超过 90 的低位区间波动，至年末未见好转，由此看来，疫情对消费者信心有所影响，但随着疫苗接种在国内的逐渐普及，后疫情时代监管步入常态化，加之政府政策支持，消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势。进入 2023 年，疫情影响逐步退去，随着居民生活恢复常态化，消费者信心指数首次突破前期压力位，达到 90 以上，二、三季度消费者信心又有所回落，主要原因是人均可支配收入增速同比去年没有提升，疫情管控放开后高涨的消费热情难以维持，消费信心又再次收窄回落到去年的水平。

图 9：中国城镇居民人均可支配收入（元）变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：中国消费者信心指数变化趋势



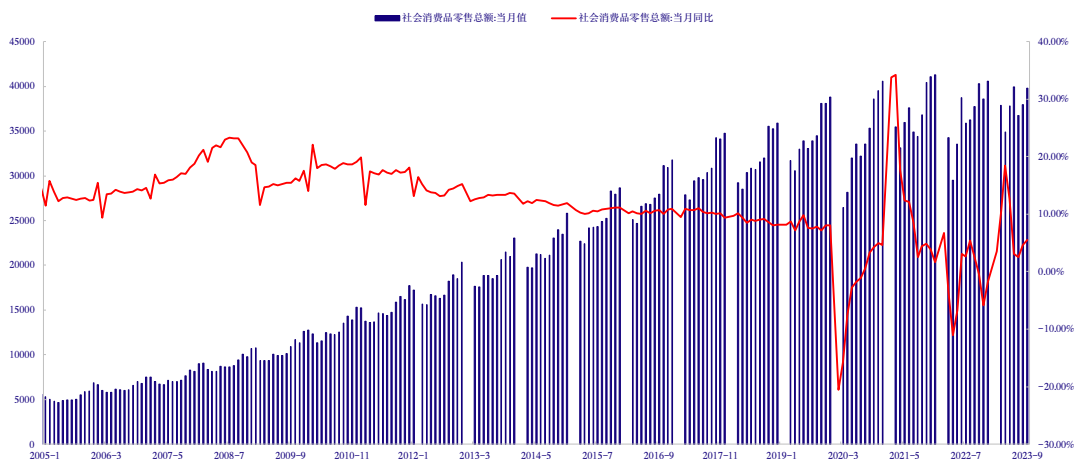
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 社消总额增速恢复态势明显，可选升级类与服务类增速表现更为突出

从社会消费品零售的总体规模看，截至 2023 年 10 月，单月社消增速在二季度末、三季度初期连续三个月（5-7 月）环比上月出现回落之后，出现增速的触底反弹，单月增速已经连续四个月出现环比改善。2022 年上半年社消增速呈现出“V”型趋势，3 月开始的疫情反复对整体消费形成拖累，单月社消增速步入负增长区间并在 4 月增速进一步下行触底，后续跌幅收窄直至 6 月方才再次步入正增长区间，下半年的三季度内持续在相对低位区间内（6% 以内）波动，于 8 月达到年内增速的次高点，此后增速再次于四季度降至负增长区间；考虑到基数影响，前期的恢复性增长趋势与现阶段的波动表现符合预期，与我们前期的判断一致，料四季度会因低基数的影响以及线上大促、年底促销等活动的拉动再次出现增速表现的波动。

结合前文的政策分析，我们认为当前政策环境较为积极乐观，国内经济有望逐步恢复至前期增长轨迹；同时伴随居民的消费信心以及国内消费市场活力稳健恢复，未来社消增速也有望进一步向疫情前水平靠拢。为了合理引导消费市场预期，结合商务部《“十四五”商务发展规划》中的 2025 年国内消费市场发展规划，结合低基数的影响，我们预测 2023 年全年社消同比增速大概范围为 7%-7.5%；2024 年全年社消同比增速大概范围为 4.8%-5.6%。

图 11：中国社会消费品零售额（亿元）总体变化趋势



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

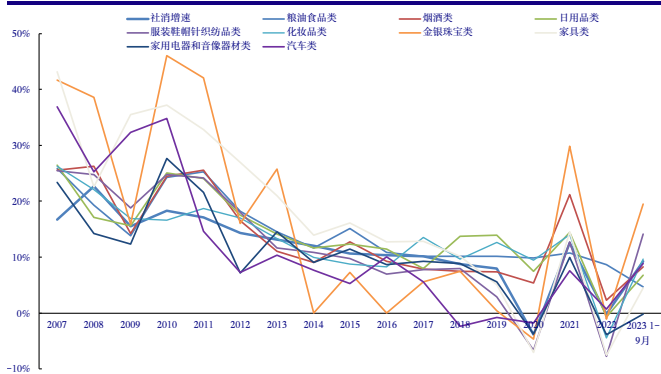
从社会消费品零售的品类成分来看，各品类的零售额在 2009 年之后基本都表现为增速放缓趋势。其中，家具类产品大多数时期保持增速高于总体增速水平；粮油、食品、日用品等必选品类表现次之，表现基本优于总体水平；金银珠宝类在 2008 年危机之后表现异军突起，避险优势凸显；烟酒、

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

服装、化妆品、电器等可选品类从 2013 年开始走弱跑输整体增速；汽车类表现最弱，持续跑输整体社零增速。

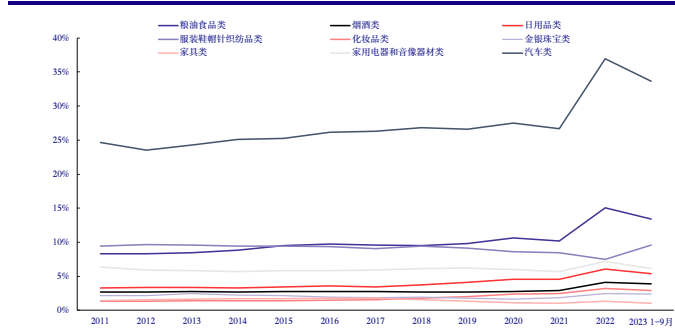
从贡献占比情况来看，自 2011 年以来，汽车类商品由于商品单价相对较高，销售额相对比重贡献较大；粮油食品、烟酒类、日用品、化妆品商品的占比基本呈现上升趋势，服装、黄金珠宝、家具类商品占比基本呈现下降趋势，家用电器类商品占比较为稳定。综合来看，2021 年在上年大多数单品规模萎缩/负增长的基础上，多数单品实现了增速的大幅提振。截至 2022 年 10 月份，我国社零总体呈现上升态势，较 2021 年同期上升 0.21 万亿元，较 2020 年同期提升 4.87 万亿元。整体来看，受疫情封控影响，居民消费力度有所减弱。从绝对值规模的角度来看，粮油食品、饮料、烟酒等基本生活消费品类相较 2019 年、2020 年、2021 年同期均出现了规模的增长，消费需求旺盛且稳定。前期必需消费品抗周期性的优势显现，其中以粮油食品为代表的基本生活消费，增速表现相对平稳，韧性极强；升级类消费包括线下渠道内的非耐用品消费（化妆品），以及商务宴请、婚庆相关等线下消费场景中的品类（餐饮、烟酒、黄金珠宝等）存在可选属性，往期受疫情冲击影响更大，但长期恢复值得期待，经营弹性更高，消费升级改善的长期大趋势不会发生改变。2023 年一季度基本实现平稳开局，4-5 月在前期低基数的基础上实现增速的恢复，由于去年同期的高基数效应，6-8 月增速区间明显收窄，今年 9 月社消增速又再次反弹。

图 12：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

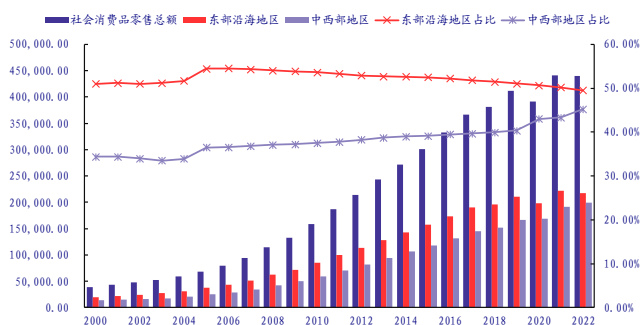
图 13：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

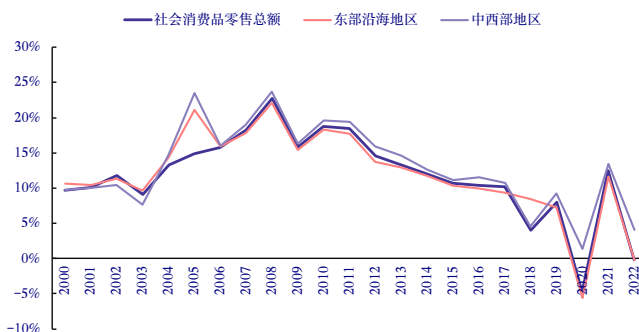
从不同地区的角度来看，我国东部沿海省市是消费的主要贡献区域，尽管占比自 2005 年后有所下滑，但持续稳定在 50% 以上；浙江、福建、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，贡献东部沿海地区 60% 左右的消费零售额，且保持增速优于全国水平。中西部地区对于销售额的贡献逐年上升，与东部地区的差距进一步缩小；中西部地区的消费增速自 2004 年开始就超过全国整体增速水平，其中四川、河南、湖北、安徽的表现较为优异，2022 年规模均突破两万亿元。2022 年，东部沿海地区的社消总量受疫情影响小幅下滑，同比下跌了 0.20%，中西部社消增速也受到一定影响明显下滑，同比增长 4.06%，远不及去年 13.46% 的增速。

图 14：中国社会消费品零售额（亿元）占比变化趋势（分地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

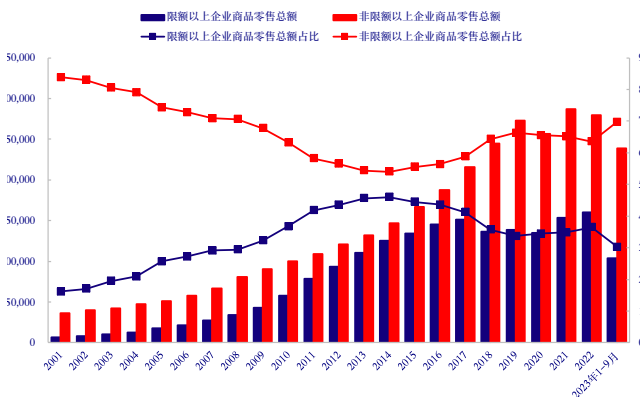
图 15：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

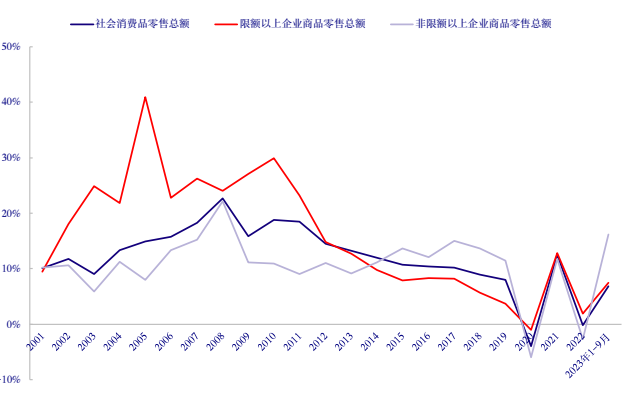
从规模的角度来看，限额以上的单位（年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业、500 万元及以上的零售业企业和 200 万元及以上的住宿餐饮业企业）占比相对较低，且自 2014 年到达峰值 45.96% 后逐年显示出下降趋势，在 2019 年占比下滑至 33.66% 之后缓慢回升，2022 年 10 月时占比上升至 35.85%，剩余的销售零售额贡献来自于规模以下的单位企业。增速方面，2011 年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑，并在 2014 年之后失去了超越整体增速水平的优势；与之相反，规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势，2011 年开始不断攀升。受疫情影响，自 2020 年 5 月开始，规模以上企业的累计社消增速表现已开始逆势跑赢整体水平，2022 年限额以上单位消费品零售额全年累计增长 1.4%，虽存在阶段性短期波动的小幅负增长，全年至今来看实现稳定扩张，表现仍优于社零整体走势，这体现出规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风险抗压能力更强，维持经营的优势明显。长期来看，伴随着国家针对中小企业高质量发展的政策有效落地，或将回归至限额以下单位强劲增长的情形，对应限额以下企业经营弹性更高。

图 16：中国社会消费品零售额（亿元）占比变化趋势（分规模）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分规模）



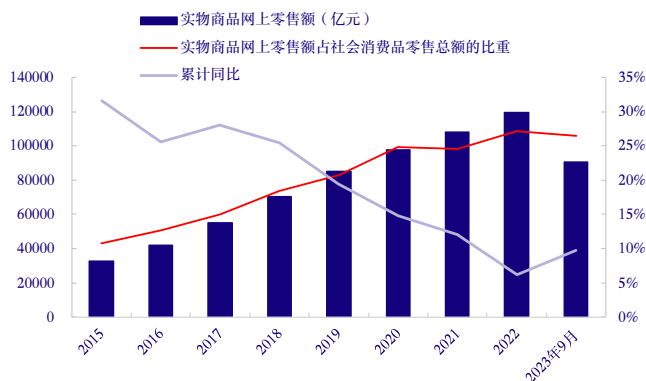
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4.零售渠道间表现差异化，线上发展稳健、线下恢复弹性更大

从零售总额的结构分析，中国市场线上渠道占比持续提升并维持在相对高位。2022 年，中国的网络零售额占比近 30%。从同比增速的角度来看，中国网络零售的同比增速在疫情前维持在 20% 以上，20、21 年增速放缓，下跌至 12.00%，2022 年继续滑落至 6.20%，2023 年线上销售有所修复，反弹至 9.79%，仍未回到疫情前线上渠道发展水平，而线下渠道的零售增速在 2020 年为负值，2021 年回正，随着 23 年疫情放开，增速有较大的增长。从行业集中度方面来看，中国的 CR10 持续在 5% 左右波动，龙头公司的表现差异不大，华润、欧尚（高鑫）、苏宁、沃尔玛的市占率都仅为 0.5%-0.7%。而自上世纪 90 年代末引入网络零售新业态以来，中国线上渠道的行业集中度已经进入后期，CR10 逐年稳步攀

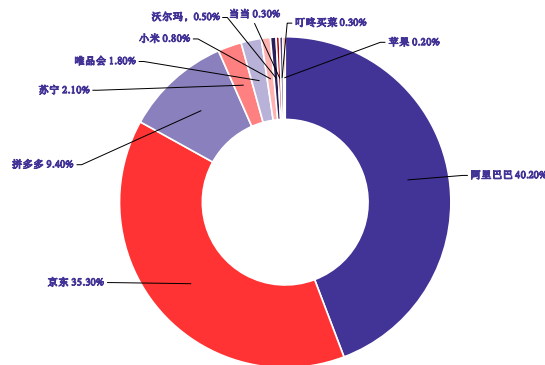
升，基本形成线上巨头垄断格局。除此之外，疫情下社区团购风起，叮当买菜首次进入市占率前十，占比达 0.3%。

图 18：中国网络零售额和占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

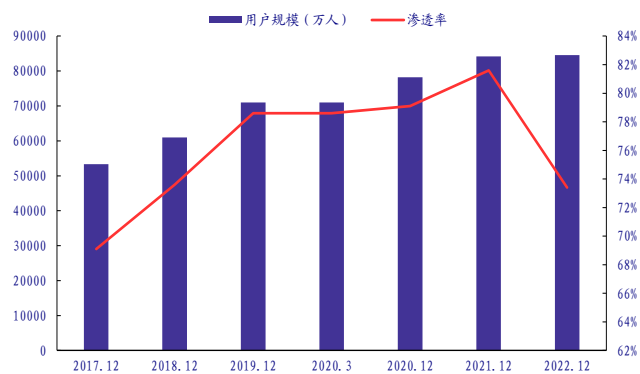
图 19：2022 年中国线上渠道市占率（%）前十的公司



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

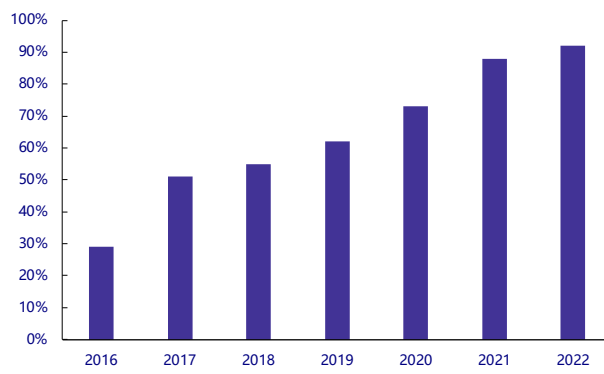
疫情引发消费者购物习惯的变化，便利店企业更加注重线上业务的布局。从网购用户规模来看，CNNIC 数据显示，2022 年网络购物用户规模继续提升，截至 2022 年 12 月，网络购物人数达到 8.45 亿，但占比数有所降低，占到全国总体网民的 73.40%。从企业的线上零售业务来看，《2022 年中国便利店发展报告》显示，为了与消费者建立起更为密切的链接，发展新的业务增长点，超 9 成便利店已推出线上业务，实体店与网点并驱已成为常态，其中，超 7 成企业线上业务通过与第三方合作的形式开展，线上业务销售额贡献占比约 7.10%。

图 20：网络购物用户规模及渗透率



资料来源：CNNIC，中国银河证券研究院

图 21：便利店开通线上业务的比例



资料来源：CCFA，中国银河证券研究院

疫情期间对于消费者消费习惯、消费渠道产生深远影响，线上频发的促销活动也将进一步提升渠道表现。21 年年末商务部、中央网信办、发展改革委也印发了《“十四五”电子商务发展规划》，明确了聚焦电子商务连接线上线下、衔接供需两端、对接国内国外市场的三个定位，赋予电子商务推动“数字经济高质量发展”和助力“实现共同富裕”的新使命。我们认为，线上份额占比逐年提升的大趋势不会发生变化，且线上渠道受到疫情的影响更小，增长更快，表现更为稳健。

（二）2023 年贯彻“消费提振年”主线，积极完善消费政策环境

为加速释放消费潜力，国家各个层面出台新措施促进消费发展。2023 年商务部组织开展“消费提振年”系列活动，以“全年乐享、全年盛惠”为主题，围绕 6 大主题、12 大展会、52 个消费场景开展了各类消费促进活动。通过出台促进汽车、家居消费等政策措施，深化国际消费中心城市培育

建设，实施城市一刻钟便民生活圈和县域商业三年行动，着力提振大宗消费，促进服务消费，拓展新型消费。

表 1：商务部“消费提振年”六大主题活动一览

六大主题	具体活动	活动内容
迎春消费季 2023.01-2023.02	全国网上年货节	本次年货节设置主分会场，选定广东作为主会场，各大电商平台开展集中展示发布。各地分会场也将举办各具特色的配套活动，本次活动聚焦买年货、增年味、暖人心，组织开展了丰富多彩的线上促消费活动。
	老字号嘉年华	以“品味老字号 乐享新生活”为主题，以中华老字号和地方老字号为重点、兼顾地方特色产品，组织开展贯穿全年的“1+3+N”系列活动，提升老字号文化内涵和供给品质，为人民群众打造更多消费场景，推动老字号加快守正创新发展，更好融入现代生产生活，持续恢复和扩大消费。
	百城联动汽车节	通过建立百城联动重点活动清单、聚焦全链条促进汽车消费和强化购车优惠政策等措施，刺激居民的汽车需求与消费。
全国消费促进月 2023.03	中华美食荟	举办 70 多场特色餐饮促消费活动，培育消费热点，创新消费场景，推广餐饮品牌，提振餐饮消费，弘扬餐饮文化，反对餐饮浪费，倡导节约、绿色、健康、安全、文明的餐饮消费新理念。
	促进绿色智能家电消费工作	统筹线上线下消费渠道，组织举办家电节、购物节、网购节等活动，营造绿色智能家电消费浓厚氛围。顺应数字家庭发展趋势，探索家电、家居一体化融合消费。
绿色消费季 2023.04-2023.06	千县万镇新能源汽车消费季	将推动适销对路车型下乡、售后网络下沉以及农村充电设施的完善，来鼓励农村新能源汽车的消费
全国暑期消费季 2023.07-2023.08		结合暑期消费旺季，组织举办各类消费促进活动，更好满足居民消暑避暑、房车露营、休闲旅游、夜间消费、欢度暑假等多元消费需求。
金秋消费节 2023.09-2023.10	十城联动共享美食佳饮	利用中秋国庆双节、文旅消费黄金期，重点展示展销各省市美食美酒、精品文创、特色消费品，传承优秀饮食文化，促进商文旅深度融合促销，打造消费新场景、创造消费新需求、激发消费新活力。
	家居焕新消费季	组织开展“家居焕新消费季”活动，提出全面促进消费，加快消费提质升级；推动城乡区域协调发展，释放内需潜能；提高供给质量，带动需求更好实现；健全现代市场和流通体系，促进产需有机衔接。
国际消费节 2023.05-2023.12		于 5 月到 12 月在全国范围组织开展，通过“国际国内、线上线下、政府企业、中央地方、贸易消费”综合联动，组织开展一系列促消费活动，提升消费国际化、品质化、便利化水平，畅通全球优质商品和服务产销对接、交流合作，促进消费升级和潜力释放。

资料来源：中国政府网，商务部，中国银河证券研究院

表 2：各地区“消费提振年”主要活动一览

主题	名称	主要内容
北京	北京消费季家居焕新节	9 月 8 日至 11 月 12 日，市民可通过 24 家企业线上平台领取京彩绿色消费券，消费券适用商品增加至 62 类，线上线下均可使用，活动期间发放超 1 亿元消费券。
	北京消费季	金九银十期间，在各城区开展不同类型的消费活动，例如丰台区开展“购物嘉年华”、东城区发放千万元出行补贴、丰台区送出超 150 万通用消费券等活动。
上海	五五购物节	4 月下旬至 6 月底，聚焦首发经济、品牌经济、夜间经济、直播经济等四大经济以及新型消费、服务消费、汽车消费、绿色消费等四大消费，形成“2+12+16+X”活动框架。
	暑期消费季	从七月初持续到八月底，各区重点商圈和企业将会围绕暑期休闲、商旅文体、亲子家庭等主题推出一系列丰富多彩的促消费活动。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

广州	“羊城欢乐购”家电家居焕新消费节	政府安排资金预算 3000 万元，其中 2700 万元预算用于支持线上家电家居消费券的发放，同时预留 300 万元预算在有条件的家电家居门店、展会等地点增加线下现场打卡领券方式，提升消费者参与度。
海南	离岛免税购物节	自八月起，海南多批次发放政府消费券，最高满减 1600 元，与店内同期的优惠政策和多样的营销活动形成促消费合力，截止今年 8 月，海旅免税城已累计引进经营超 1033 个国际知名品牌。
山东	惠享山东消费年	利用中秋国庆双节、文旅消费黄金期，重点展示展销各省市美食美酒、精品文创、特色消费品，传承优秀饮食文化，促进商文旅深度融合促销，打造消费新场景、创造消费新需求、激发消费新活力。
浙江	浙里来消费·2023 消费提振年	全年今年争取省市县三级联动举办促消费活动 1000 场以上，发动企业 10000 家以上，带动销售额超 4000 亿元，形成“季季有主题、月月有展会、周周有场景”的促消费活动态势，助力实现社会消费品零售总额增长目标。
河北	全年乐享 全民盛惠	全年计划举办 5000 场以上各类促消费活动，其中省市两级举办重点消费促进活动 150 场以上，做到季季有主题、月月有亮点、周周有活动。
贵州	2023 年多彩贵州金秋购物节	中秋、国庆期间，全省消费金额 420.48 亿元，同比增长 27.15%，消费人次 5802.91 万，同比增长 25.34%。全省消费市场总体平稳，充分释放居民消费潜力，消费市场呈现较快增长态势。
江西	江西家具焕新消费季	为贯彻促进家居消费有关部署，进一步激发家具消费活力，10 月 31 日起，将发放 1100 万元“2023 年江西家具电商消费券”。
重庆&四川	2023 成渝双城消费节	提供 5 亿元促销资金，以“相约成渝·乐享双城”为主题，按照“1+4+5+N”的活动模式，开展 300 余项促销活动，整合成渝两地优质资源。

资料来源：各省市商务部，中国银河证券研究院

消费作为拉动中国经济增长的三驾马车之一，在房地产市场低迷、进出口增速放缓的背景下，将作为国内长期经济增长的主要引擎与动力。“消费提振年”的提出，通过“6+12+52+N”的政策统筹安排，实现了刺激消费政策的全面覆盖，更是体现了中央的决心与未来的动向意图。从长期来看，随着人均 GDP 的增长、国内大循环的不断完善以及市场供需两端的持续修复，商贸零售板块将会有可观的增长潜力与上升空间。

（三）现阶段零售指数与全市场宽基走势相似，波动行情中反应敏感度更高

我们选取了 2022Q3 至 2023Q3 近一年的商贸零售指数与全市场宽基指数进行对比，以挖掘行业的行情演绎特征。近一年主要可以划分为以下四个阶段：

1.2022 年 7 月-10 月，市场大盘呈现波动下行趋势，表现承压，该阶段内沪深 300、消费风格以及我们覆盖的商贸零售指数跌幅均接近 18-20%；此时行业与市场表现趋同。

2.2022 年 11 月-12 月初，市场整体回调，彼时国内疫情防控政策迎来阶段性优化，在地政策及货币政策的带动下，边际改善市场预期，提振了整体的市场信心，由此带来触底反弹；同时伴随美联储加息节奏放缓的预期改善，北上资金在不确定性逐渐消散下，迎来重新市场资金买入的拐点；在此大背景环境下，前期受损的消费等板块迎来修复改善预期，由此弹性回升幅度明显优于沪深 300，距离上期低点的振幅抬升近 25%，同期市场改善幅度约为 10%。

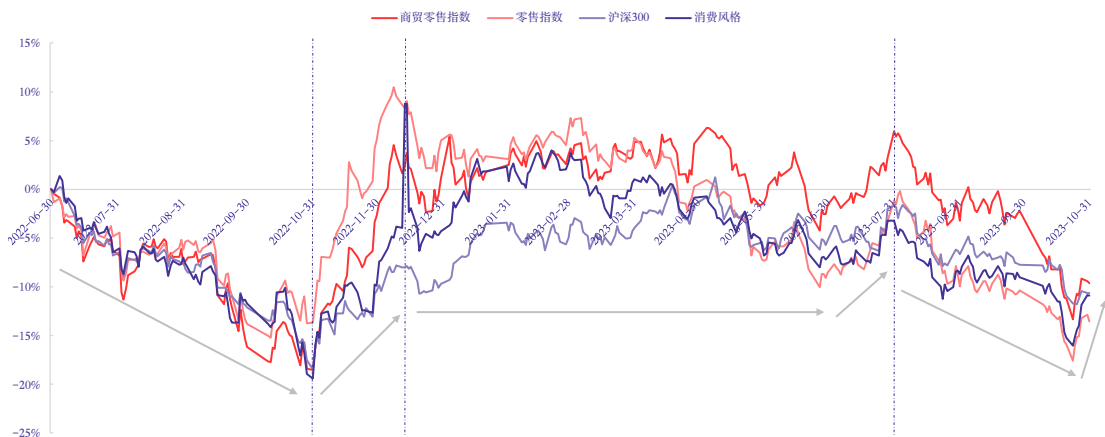
3.2022 年 12 月-2023 年 7 月，市场整体均呈现横盘震荡，在此区间内指数的累计涨跌幅中枢水平基本围绕-5%-2%左右波动，但可以看出沪深 300 表现更具韧性，消费风格与零售板块更倾向于波动下探；其中 7 月 A 股市场的情绪再次迎来短暂的修复回升，指数整体呈现 V 型的走势，中央政治局会议召开，提出“加大宏观政策调控力度”、“加强逆周期调节和政策储备”、“适时调整优化房地产政策”、“通过增加居民收入扩大消费”等积极表述；同时利好政策逐步出台，对于消费行业发布《关于恢复

和扩大消费的措施》，围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费等六大方面，提出 20 条政策举措；此时零售指数的弹性上涨再次跑赢市场。

4.2023 年 8 月至今，交易情绪与市场预期再次回落，10 月底时指数的累计跌幅基本与阶段一的底部水平持平；人民币汇率波动以及北向资金流动趋势等因素在一定程度上影响市场情绪。

整体来看，零售指数乃至整体消费指数在过去一年内与市场整体演绎趋势一致，但相比全市场而言波动偏大，市场上行或是下探时会有更突出的震荡情绪。

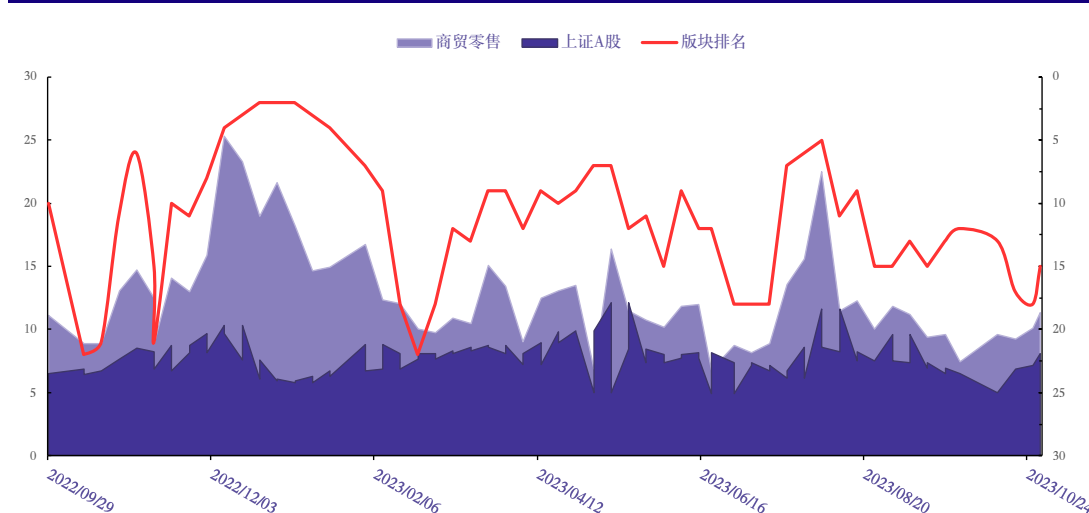
图 22：2022Q3-2023Q3 零售行业与全市场宽基指数走势对比（截至 2023.10.31）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从换手率的角度也能反映出行业的景气程度。我们统计了不同行业在同一时期的换手率变动情况。纵向来看，与行业市值和指数变动趋势相近，在去年 9-10 月，股票交易情绪比较低迷，在全行业中排名比较靠后，在去年的 11-12 月受预期影响，换手率明显增长，在市场的位次遥遥领先，从 2022 年 10 月份的 8.85% 增长到同年 12 月的 25.27%，今年的 1-7 月，从行业排名来看，商贸零售行业的景气度保持在市场靠前的位次，而自今年 8 月起，换手率再次呈下降趋势，整体水平逐渐向市场中位数靠拢。

图 23：2022 年 10 月-2023 年 10 月换手率变动（%）

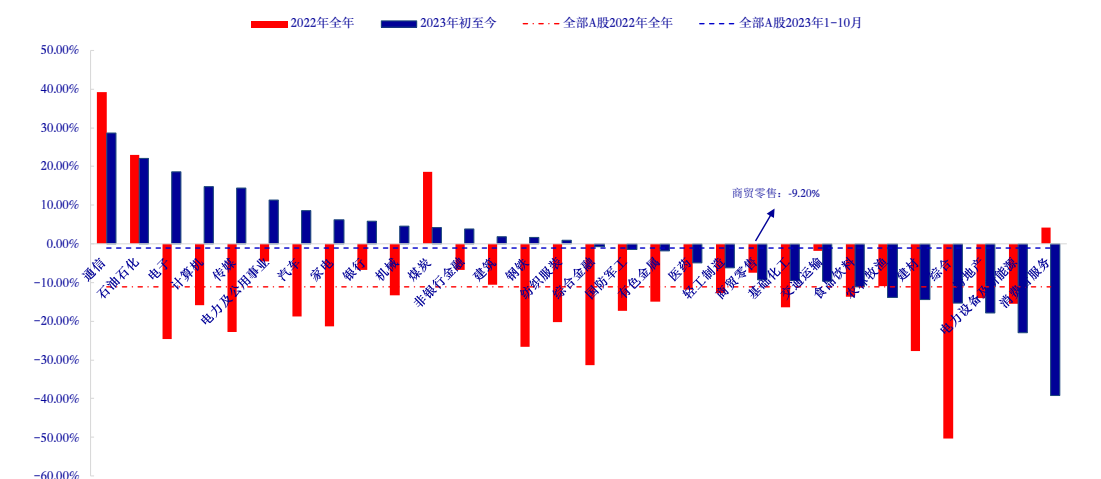


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从市场不同板块的角度来分析，我们统计了 2022 年四季度至今年 10 月不同行业的市值变化幅度，可以看出整个大盘在这两年里表现不佳，均出现了下跌。在这一年里，市场不同行业分化趋势明显，其中有包括消费者服务、电力设备及新能源和交通运输在内的 15 个行业相比去年出现了下跌，

通信、计算机和石油石化等板块领跑市场。而我们关注的商贸零售业 2023 年 10 月的总市值较年初下跌了 9.20%，跌幅较大，主要原因有：①2022 年末四季度疫情放开，在地产政策和货币政策的带动下，边际改善市场预期，提振了市场的整体信心，使得商贸零售板块大涨，基数较高；②今年消费者收入增长有限，再加上消费更加理性的趋势，居民整体消费动力不强，降低了市场对行业的预期；③四季度是完成全年 GDP 增长目标的关键季度，伴随着美国加息预期的放缓以及中美关系的缓和，我们预测在四季度宏观经济有较大的增长动能，在这样的宏观环境下，投资者更偏好高成长、高收益的行业，而消费终端行业往往周期性较强，在当下的消费环境下收益有限，因此，投资者更加偏好“通信”、“电子”和“计算机”等成长性高的板块，一定规模的市场资金流出消费终端行业，如“商贸零售”、“食品饮料”和“消费者服务”等板块，本月支撑商贸零售板块的市场资金减少。

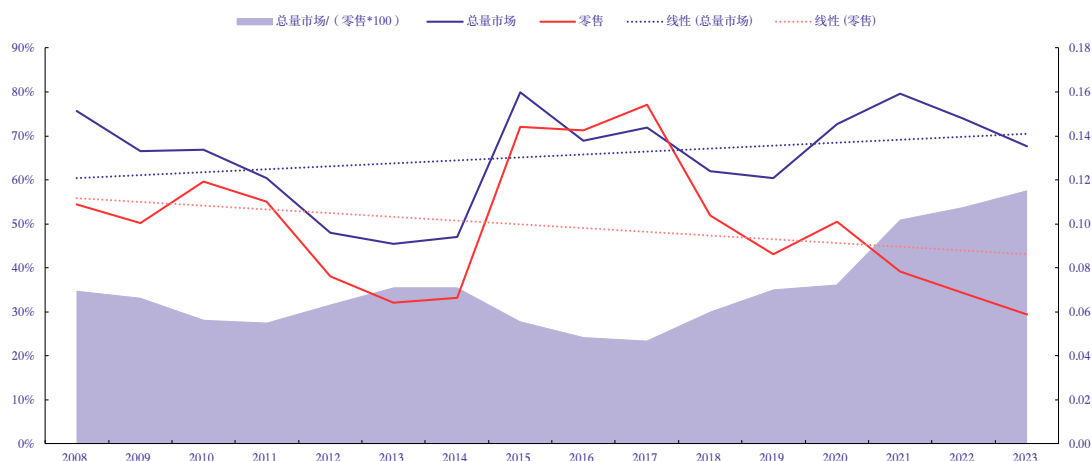
图 24：2022 年及 2023 年年初至今全市场市值变动幅度（截至 2023.10.31）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

通过演绎 2022-2023 年国内资本市场行情，从零售行业指数、换手率以及市值变化，我们都可以看出，目前行业的景气度并不高，短期内带来的收益有限，因此应尽可能地关注行业内成长性和价值性高的板块与企业，来应对整个行业交易情绪低迷和预期回落的不利影响。

图 25：2008-2023A 股市场与零售子板块的 GDP/市值变化趋势（截至 2023.10.31）



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

同时，我们将市场因子与基本面因子相比较，结合总量市场以及零售板块市场指数与宏观总量的比值，来判断此次市场预期回调后行业所处的估值区间。可以看到自 08 年起，总量市场与零售指标的比值相对稳定，保持在 5 倍左右的水平，自 19 年底，该比值有所上升，从 19 年的 7 倍扩大到 22 年底

的 11 倍；2023 年疫情放开，在社会消费总量增长、消费场景恢复等基本面向好的背景下，这一比值却扩大到 12 倍，这说明市场高估了疫情对于消费端的冲击，同时今年市场预期回落幅度较大，市场指数走势与基本面趋势相悖，我们认为目前整体零售消费行业正处于较低的估值区间。

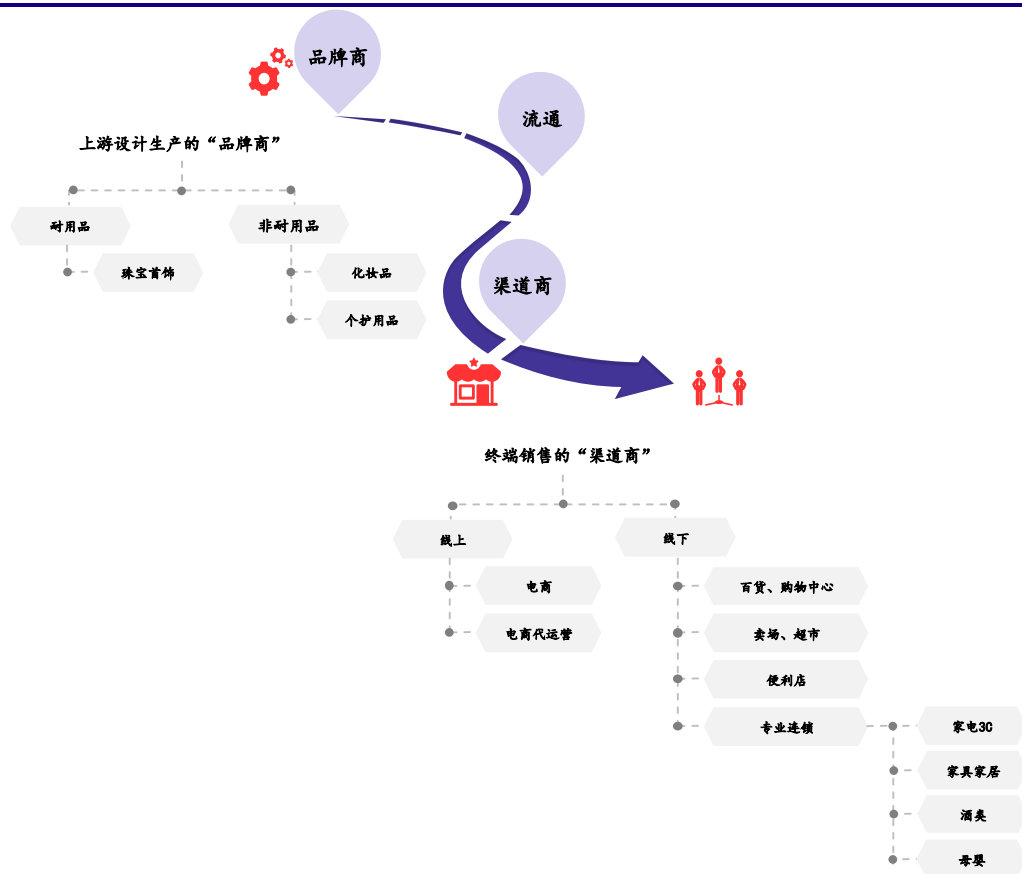
综上所述，当前消费市场预期的下降更多由于需求端修复不够充分，居民的人均可支配收入增速与上年同期基本持平，消费者信心小幅提升后再度下探，居民存款比例以及增速持续上升，这些都反映了居民的消费意愿不及前期预期。但从长期来看，零售行业增长动能充足：第一是通过内需拉动经济增长的大政方针不会改变，未来有望推出更多与今年“消费提振年”力度相近甚至更大的刺激消费政策；第二，消费环境的改变，线上消费渠道的拓展、线上线下消费场景的融合、小型商超和大型百货的互补，居民消费场景的不断完善能够更好地挖掘市场需求；第三，居民消费习惯的改变，尽管整体消费意愿处于低位区间，但可以观察到恩格尔系数逐年下降，以及今年消费总量逐月增长，这些都表明消费向着享受化、悦己化的方向发展，高品质、高性价比的优质消费的占比将会不断提升。因此，我们认为，在中国经济增长、以及政府政策的催化下，消费意愿终将回升至正常水平，消费零售板块有较大的上升空间。

三、市场把握结构性机会，健康 ROE 的优质标的更具投资吸引力

（一）研究覆盖范围：产业链中上游品牌商和下游渠道商两大环节

为了更加全面地审视与甄别消费品零售行业中的渠道商与品牌商，我们基于产业链上下游逻辑与消费品公司“研产销”的商业模式基础框架对所覆盖的研究范围内的各子板块进行分类，然后根据各个环节中商品属性、渠道属性以及材料属性进行细致拆分，并最终形成以下研究框架：

图 26：消费品零售行业一体化投资框架路径图



资料来源：中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

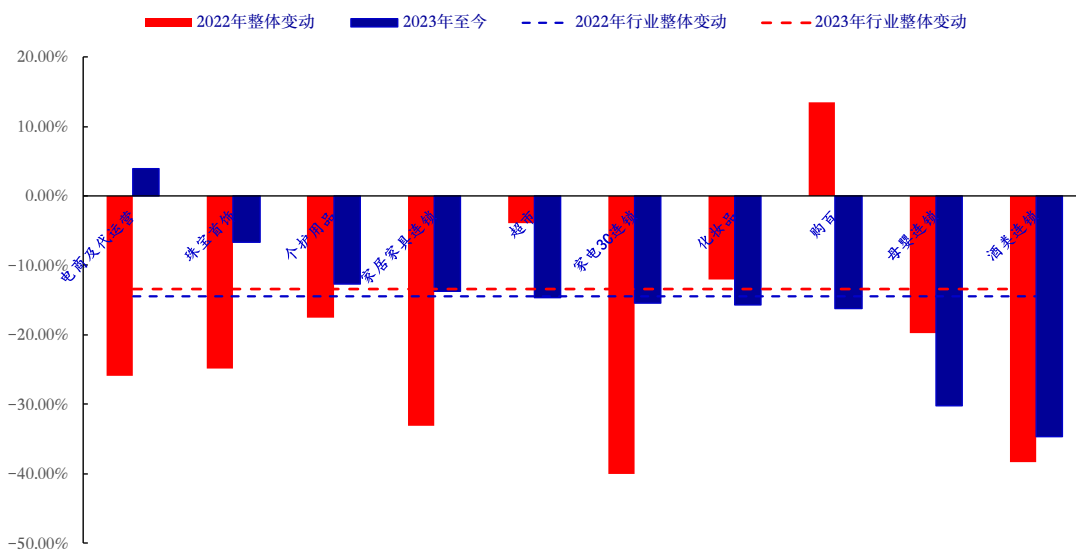
（二）市场行情分析：可选升级类消费表现更优；资金主要关注化妆品、珠宝首饰及购百板块

从商贸零售行业各子板块的角度来分析，我们首先统计了 2022 年全年以及 2023 年至今两个阶段不同行业子板块的涨跌幅。今年行业整体表现承压，除了电商及代运营上涨 3.91%外，其他子行业均同比下降，“珠宝首饰”、“个护用品”、“家居家具连锁”以及“家电 3C 连锁板块”环比改善，而“超市”、“购百”以及“母婴连锁”板块跌幅则进一步扩大。

电商及代运营板块的增长主要是由于越来越多的品牌更加注重线上销售渠道的布局和构建，该行业的需求持续增长；珠宝首饰修复的逻辑主要是由于疫情放开，线下消费场景恢复，管控期间积压的婚嫁需求得以释放，五金与三金的消费增加，同时，消费者特别是 Z 世代对装扮、悦己的追求，同样增加了珠宝首饰行业的总需求；个护用品的提振则是得益于消费习惯的改变，人们越来越注重自身的外表和肤质，另外疫情的反复和 9、10 月流感的爆发使得口罩等防护用品需求保持相对稳定，提高了市场对个护用品板块的预期。

相反，“超市”和“购百”的下跌，一方面是由于去年四季度疫情放开，市场交易情绪高涨所致的高基数效应，而另一方面是二、三季度消费者信心并没有如预期般大涨，居民的存款比例高居不下、可支配收入增长缓慢证明消费意愿不及预期，市场撤资导致市值大幅回落；母婴连锁板块则主要是由于国内新生儿率持续下降，婴儿数量的下跌使得整个行业的表现承压。

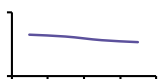
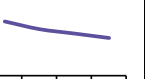
图 27：2022 年初至今不同子行业的市值涨跌幅（截至 2023.10.31）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

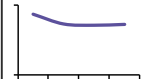
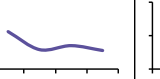
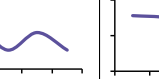
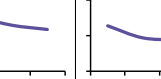
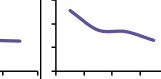
纵向来，2023 年一季度子板块表现较好，主要是由于疫情放开后市场对零售行业需求复苏的预期较高，特别是“电商及代运营”以及“家居家具连锁”板块涨幅达到了 27.29%/16.62%，各子行业板块估值处于较高水平；二季度市场对子行业的预期有较大的回调，其中“酒类连锁”、“家居家具连锁”以及“化妆品”板块的跌幅分别为 26.81%/17.90%/3.01%。自三季度以来，社消增速触底，消费者信心持续低迷，市场需求恢复不尽如人意，使得各子板块市值继续下行，部分行业市值触底后有所反弹，例如，“购百”、“化妆品”等板块有所好转。

图 28：2023 年初至今各子行业逐季度涨跌幅（1）（截至 2023.10.31）

	电商及代运营	珠宝首饰	个护用品	家居家具连锁	超市
第一季度	27.29%	4.99%	-3.38%	16.62%	-0.03%
第二季度	-4.54%	-1.08%	-7.82%	-17.90%	-6.83%
第三季度	-9.42%	-3.01%	-3.58%	-5.96%	-4.15%
2023年十月	-5.59%	-7.34%	1.72%	-4.20%	-4.42%
整体变动	3.91%	-6.65%	-12.65%	-13.74%	-14.67%
趋势图					

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

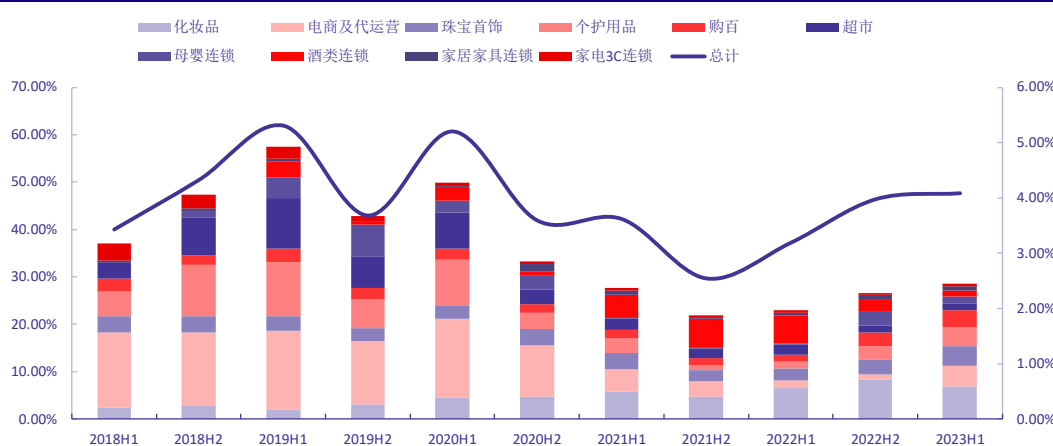
图 29：2023 年初至今各子行业逐季度涨跌幅（2）（截至 2023.10.31）

	家电3C连锁	化妆品	购百	母婴连锁	酒类连锁	总计
第一季度	1.13%	-5.53%	-7.68%	-8.26%	-0.55%	-0.59%
第二季度	-15.68%	-10.23%	-9.27%	-3.51%	-26.81%	-8.46%
第三季度	-2.39%	2.54%	6.10%	-13.80%	-6.94%	-0.74%
2023年十月	1.66%	-3.00%	-5.77%	-8.61%	-3.68%	-4.19%
整体变动	-15.38%	-15.65%	-16.26%	-30.26%	-34.76%	-13.46%
趋势图						

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从机构持仓角度出发，公募基金与以沪深港通为代表的北上资金作为 A 股市场中的专业机构投资者，对 A 股市场表现具备一定的定价权，故而其持仓结构与偏好能够在一定程度上反映出市场主流资金对不同细分行业的预期与未来走势判断。

图 30：2018-2023 年公募基金持仓明细

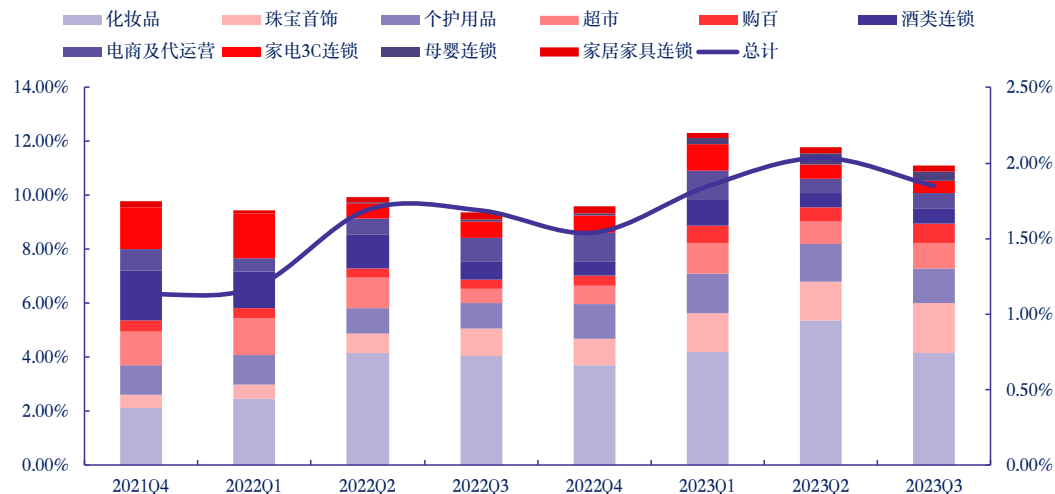


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

由于公募基金持仓情况披露规则，我们统计了从 2018H1 到 2023 年 H1 公募基金的持仓情况。从上图可以看出，整个商贸零售行业仓位占比在 18-20 年有明显的增长，从 2.86% 增长到 5.21%，而自 2022H2 到 2023H1 持仓规模持续收窄，缩水到 2.55%，而 22-23 年整个行业的仓位占比又再次反弹，截止 2023H1，商贸零售板块占比为 4.09%；其次，化妆品板块在公募基金中的仓位逐年增长，

从 18H1 的 1.55% 增长到 23H1 的 6.88%，平均年增速为 1.07%，珠宝首饰板块的比重也在稳定提升，从开始的 2.26% 增长至 4.15%，购百板块的占比在疫情后逐年下降，今年仓位有所提升，从去年同期的 1.51% 上升到 3.60%；相反，与房地产联系密切的家居家具连锁与家电 3C 板块、超市、母婴连锁和电商及代运营板块的仓位都有明显的下降。

图 31：2023 年三季度末与 2022 年三季度末沪港通持仓对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

对于沪深港通代表的北上资金而言，相比于去年初，流向商贸零售板块的资金有小幅上涨，从 1.13% 上涨到 1.85%；从持仓比例来看，北上资金始终重仓“化妆品”、“珠宝首饰”和“个护用品”板块，这点与公募基金的持仓状况相同，不同的是，“超市”板块在北上资金的占比较高；从今年持仓变化的情况来看，“购百”、“超市”和“珠宝首饰”板块的持仓比例有较大增长，较上年同期增长 105.52%/95.11%/83.38%；“家电 3C 连锁”、“家居家具”和“酒类连锁”板块大幅减仓，分别变化 -26.79%/-18.87%/-18.11%。

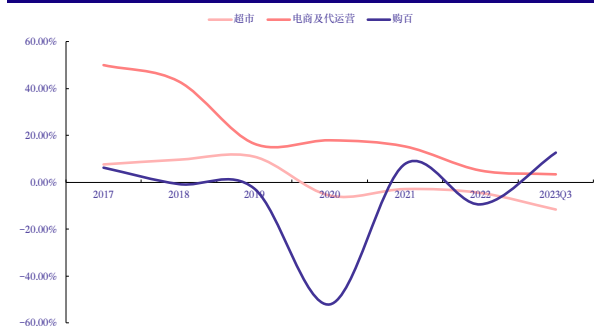
从市值和基金持仓两个角度进行分析，截止今年的 9 月 30 日，各子板块均承受不小的压力，从市值角度来看，过去三个季度里表现最好的是“电商及代运营”、“珠宝首饰”和“个护用品”板块；从基金持仓的角度来看，行业整体的仓位相比去年有明显的增长，表明机构投资者看好行业的长期发展，从子板块来看，公募基金和北上资金在“珠宝首饰”和“化妆品”板块仓位占比较高，同时“购百”板块的仓位相比疫情前均有明显的上升。

下面将从成长性和估值两个角度来分析机构投资者的投资逻辑。

（三）盈利能力分析：化妆品、珠宝首饰等品牌商领跑零售行业

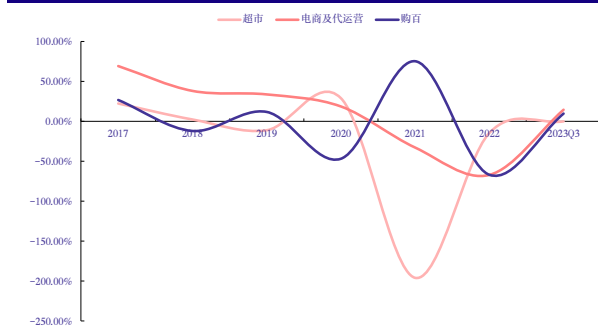
为了研究商贸零售行业以及细分子行业板块的经营状况，我们将各子行业分为三类，第一类是包括购百、超市和电商及代运营在内的渠道经销商；第二类则是专营连锁店，但由于其售卖的产品之间存在差异，区分包括家电 3C、家具家居连锁、酒类连锁以及母婴连锁板块；第三类则是上游的品牌商，主要有化妆品、个护用品与珠宝首饰板块。我们分别统计各行业的从疫情前的 19 年至今的营收、净利润以及资产总额的变化，来分析各行业的经营状况。

图 32：2017-2023Q3 渠道经销商营业收入同比增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

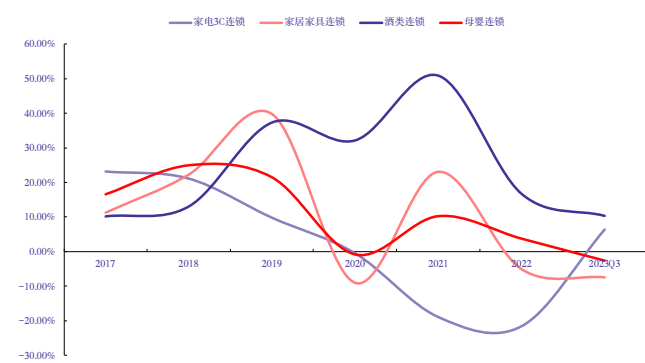
图 33：2017-2023Q3 渠道经销商净利润同比增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

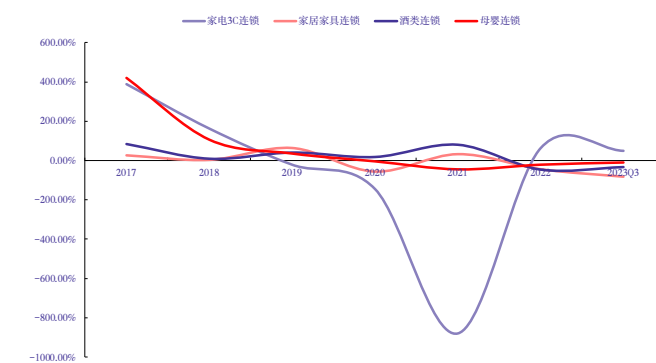
从上图我们可以看到，疫情期间，购百和超市作为线下消费场景，受影响较大，营业收入逐年下降，而作为替代渠道的电商及代运营板块营收规模持续增长，23 年随着疫情放开，购百板块的营收有所恢复，电商及代运营的增速逐渐放缓，而超市板块营收则持续恶化；净利润方面，购百板块的盈利能力稳定，没有出现太大的波动，而超市则自 2021 年起，净利润逐年递减，特别在今年受到电商、社区团购等同质化平台的挤压，净利润同比去年大幅下跌，电商及代运营虽然营收持续增长，但是净利润规模并没有明显的提升，可见行业竞争激烈，运营成本持续提高。

图 34：2017-2023Q3 专营连锁板块营收同比增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

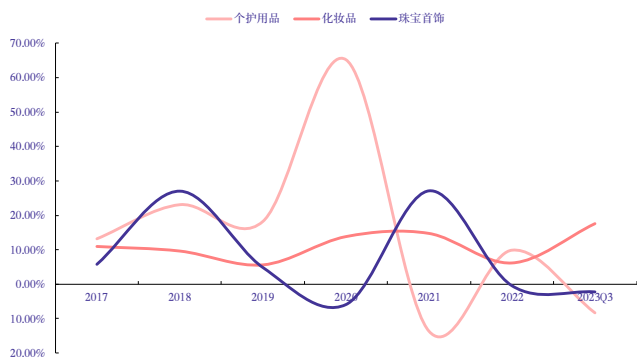
图 35：2017-2023Q3 专营连锁板块净利润同比增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

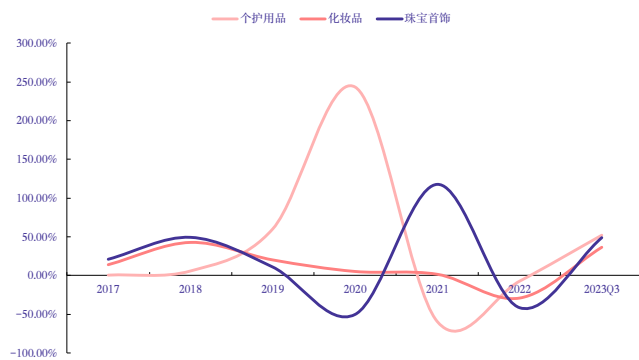
专营连锁类板块的盈利状况在近两年均有不同程度的恶化。由于房地产市场遭遇寒冬，作为产业链下游环节的家电 3C 以及家具家居连锁门店销量和盈利均出现不同程度的下跌，随着疫情放开后居民消费能力的增强，家电 3C 板块的盈利有一定的恢复；而母婴连锁虽然营业收入保持正的增长态势，但自 19 年后盈利总额逐年下滑，可见母婴产品销售的价格承压，主要压力来自国内出生率的下降，行业较低的进入门槛以及激烈的竞争也使得整个板块业绩承压；酒类连锁板块的营收与净利润同样出现了剪刀差，主要是由于近两年来行业的成本增速较快，反腐的持续进行导致需求下降、线上销售模式对市场份额的侵占以及居民消费习惯的转变，对酒类销售的价格带来了不小的压力，同时中高端成熟酒厂品牌开始注重自身渠道门店的建设，销售环节清晰叠加产品价格日渐透明，对于经销环节的利润形成挤压。

图 36：2017-2023Q3 品牌商营收同比增速变化趋势



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 37：2017-2023Q3 品牌商净利润同比增速变化趋势



资料来源：wind，中国银河证券研究院

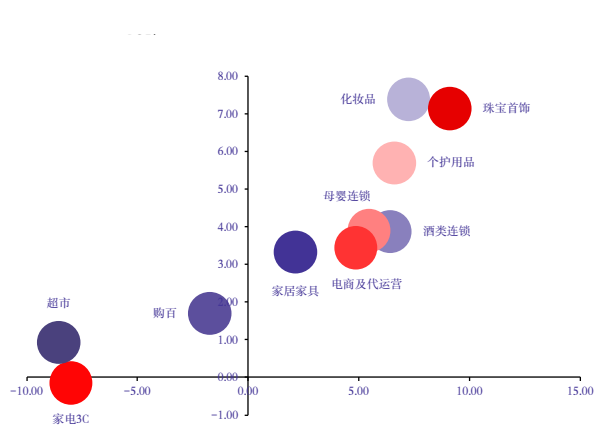
品牌商相对于其他板块，在营收和盈利方面均有更为亮眼的表现，23 年的营收和盈利总规模均超过了疫情前的同期水平。其中，化妆品和珠宝首饰板块作为可选升级类消费品，在消费习惯改变的背景下，营收和净利润均保持稳定的增长，受疫情影响较小，而个护用品的业绩则在 20 年有大幅的攀升，主要是疫情下，对于口罩等防护用品的需求大增，21 年后的增速明显放缓，随着今年疫情的消退，该行业的盈利能力逐渐回落至疫情前水平。

图 38：商贸零售子行业 ROE 与 ROA（2023/9/30）

	ROE(%)	ROA(%)
珠宝首饰	9.12	7.14
化妆品	7.25	7.39
个护用品	6.61	5.70
酒类连锁	6.42	3.87
母婴连锁	5.47	3.90
电商及代运营	4.87	3.44
家居家具	2.14	3.33
购百	-1.74	1.69
家电3C	-8.00	-0.15
超市	-8.56	0.92

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

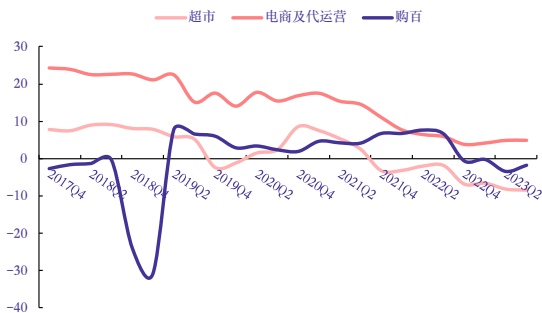
图 39：商贸零售子行业 ROE 与 ROA（%）（2023/9/30）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

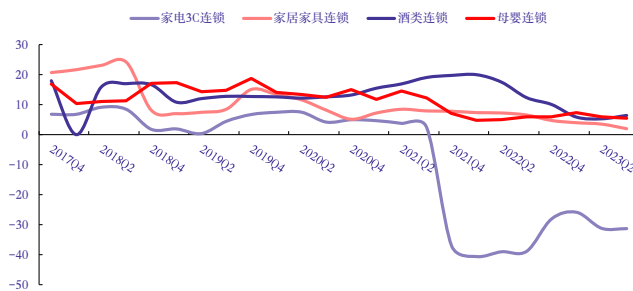
为了对比不同子行业今年的盈利能力，我们统计了 2023 年 9 月 30 日不同子行业的平均 ROE (ttm) 和 ROA (ttm)；从图中，我们可以看出，品牌商包括“珠宝首饰”、“化妆品”和“个护用品”的业绩表现良好，ROE 与 ROA 均处于行业的领先地位，分别为 9.12%/7.25%/6.61%以及 7.14%/7.39%/5.70%；专营连锁店的盈利能力不如品牌商，ROE 在 2.14%-6.42%的范围波动，ROA 则是在 3.33%-3.87%的区间之内；此外线下渠道商的收益率与投资回报率普遍差，例如“超市”板块的 ROE 为-8.56%、“购百”的 ROE 仅有-1.74%。

图 40：2017Q4-2023Q3 渠道经销商 ROE 变化趋势（%）



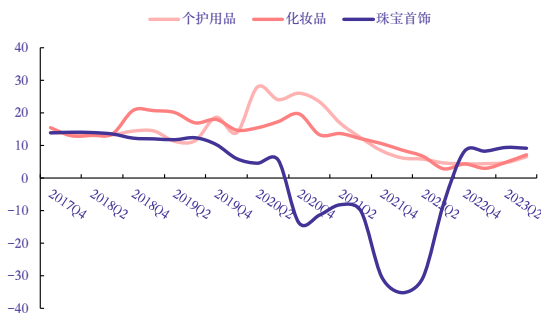
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 41：2017Q4-2023Q3 专营连锁 ROE 变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 42：2017Q4-2023Q3 品牌商 ROE 变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

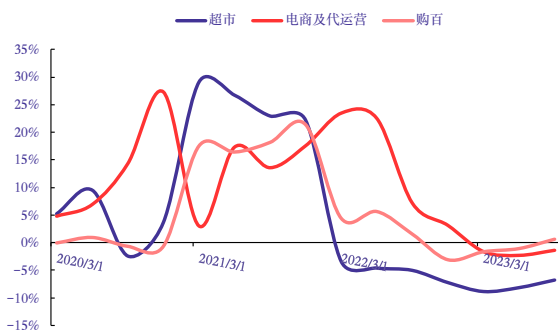
从横向角度来分析 ROE 的变化，可以看到渠道经销商的整体 ROE 水平呈明显的下滑趋势，其中超市板块从 2017Q4 的 7.80% 下降跌至负的投资回报率，而电商及代运营板块则是从 24.28% 下降到 4.87%，专营连锁除了家电 3C 连锁外，投资回报率相对稳定，没有明显的涨跌，而品牌商，在疫情期间 ROE 向下小幅震荡，自去年疫情放开之后，ROE 有所反弹。

从盈利的角度分析，“珠宝首饰”和“化妆品”的表现最好，受到疫情的冲击较小，近五年来基本保持稳定增长，同时 ROE 与 ROA 的水平在所有子板块中处于领先；相反，超市和家电 3C 的业绩不佳，营收规模和净利润总额逐年下跌，并且 ROE 与 ROA 水平较低。

（四）经营能力分析：品牌商表现较优，渠道中购百恢复趋势更为显著

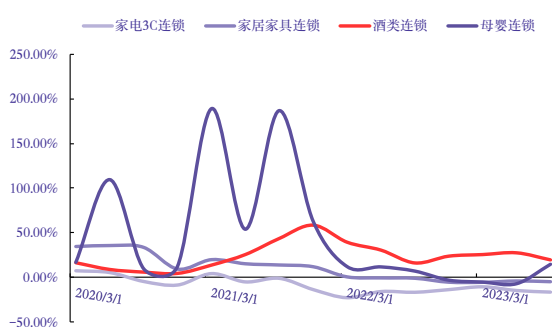
我们从资产总规模和营运能力两个角度来刻画企业的经营能力。从资产总规模的变动角度，可以判断行业所处的发展阶段，从资产周转率与存货周转率指标，可以分析企业的整体经营效率以及下游的需求情况。

图 43：2020.01-2023.09 经销商资产同比增速



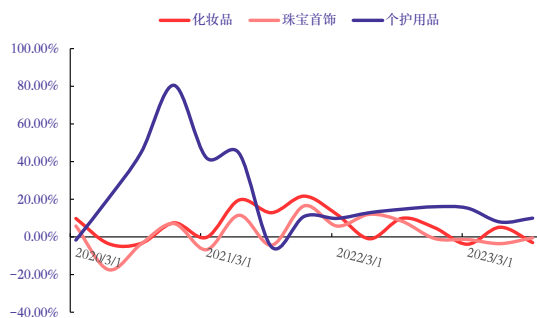
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 44：2020.01-2023.09 专营连锁资产同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

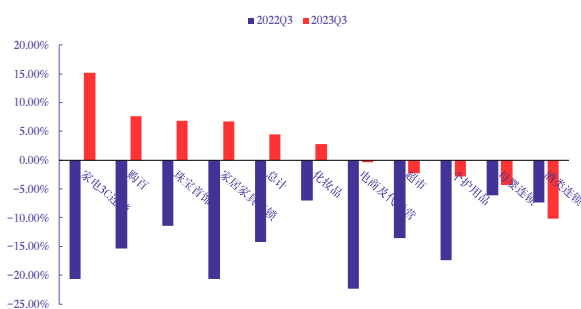
图 45： 2020.01–2023.09 品牌商资产同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

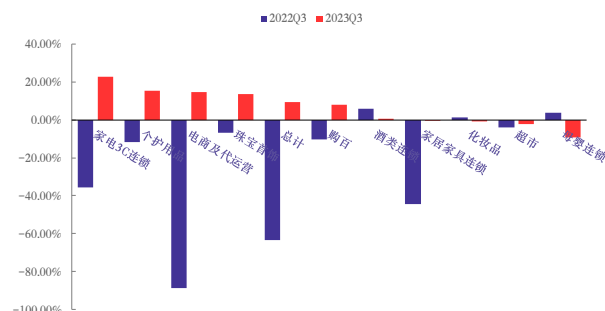
从资产规模的角度看，我们统计了 2020–2023 年每个季度各板块的资产同比增速，由于 21 年疫情有所回暖，经销商的资产规模增速较高，22 年国内疫情管控再次趋严，增速呈现断崖式下滑，相继出现资产规模的缩减，尽管今年疫情放开，超市和电商仍没有较大扩张，而购百则略有修复；专营连锁板块中，酒类连锁的表现较好，资产规模逐年稳步增长，家电 3C 和家具板块自 22 年起一直处于收窄区间，母婴连锁板块 21 年有较大扩张，22 起增速明显放缓；品牌商方面，个护用品由于疫情的爆发在 20 年资产规模明显扩张，随着口罩等防疫用品的供给增加，资产增速在 21 年回归正常水平，化妆品和珠宝首饰的资产以相对稳定的速度扩张，年平均增速分别为 5.92%/1.99%。

图 46： 2022Q3 与 2023Q3 子板块资产周转率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 47： 2022Q3 与 2023Q3 子板块存货周转率



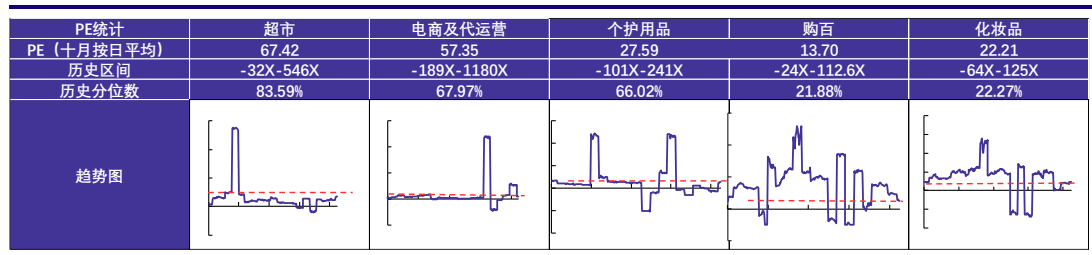
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从营运能力的角度来分析，我们统计了 22 年 Q3 与 23 年 Q3 的资产、存货周转率的变化情况。通过上图，所有子行业可以大致分为 3 类，第一类是两类周转率较去年均有所上升，主要有“家电 3C 连锁”、“购百”和“珠宝首饰”，这些板块的周转能力在疫情后有明显改善，市场的需求有不同程度的增长；第二类则是两类周转率指标均恶化的板块，包括“超市”和“母婴连锁”，周转率的持续下跌意味着企业经营效率的恶化与消费者需求的下降；第三类为两类周转率走势不同的行业，其中“化妆品”行业和“家居家具连锁”存货周转率较为稳定，而资产周转率有所上升，表明行业的毛利率水平有所上涨，“个护用品”“酒类连锁”以及“电商及代运营”的存货周转率上涨但是资产周转率下降，则反映了行业内产品的售价整体承压。

总体来看，化妆品和珠宝首饰板块的经营状况良好表现亮眼，扩张速度基本稳定，资产周转率和存货周转率保持在健康的水平；相反，超市板块的资产规模收窄、资产和存货周转率连续两年下降，经营状况不佳；购百、专营连锁等板块在疫情放开后经营状况有不同程度的修复。

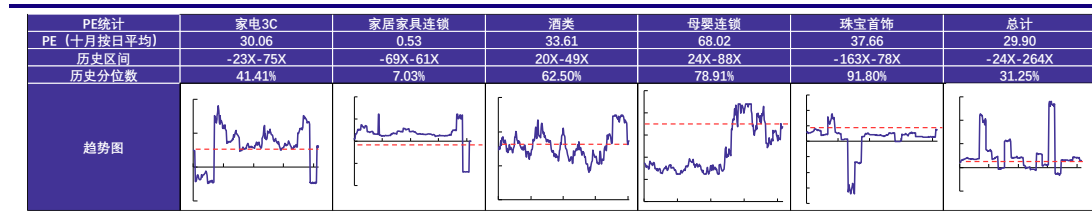
（五）估值水平分析：化妆品、购百处于相对低估值区间，反弹空间可观

图 48：2018-2023 子行业 PE 统计（截至 2023.10.31）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 49：2018-2023 子行业 PE 统计（截至 2023.10.31）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从市盈率角度分析，我们统计了从 2018/10/31-2023/10/31 商贸零售板块子行业的市盈率情况。从上图可以看出，行业当前的市盈率相较于过去处于较低的估值区间，历史分位数仅为 31.25%。从子行业的角度来看，由于“化妆品”、“个护用品”、“电商及代运营”和“珠宝首饰”的行业景气度较高，我们认为历史分位数在 50%-70%都是合理水平；而“超市”、“购百”和其他连锁店由于行业整体承压，分位数在 30%-50%为正常水平。由此分析，被低估的子板块有“家具家居连锁”、“化妆品”和“购百”板块；估值在合理区间的有“电商及代运营”、“个护用品”和“家电 3C 连锁”；被高估的板块包括“超市”、“珠宝首饰”、“母婴连锁”和“酒类连锁”。

（六）市场优先偏好高 ROE 的高质量标的，其次关注存在增长潜力的低估标的

从盈利、经营和估值三个角度来分析，我们可以将商贸零售子板块的投资潜力分成三个梯队，第一梯队在多方面有亮眼的表现，满足条件的有化妆品板块与珠宝首饰板块，这两个板块 ROE 与 ROA 在行业中处于优质水平、同时经营状况比较稳定，此外化妆品还处于估值较低的区间，股价有较大的反弹潜力；第二梯队整体表现不如第一梯队，在个别方面或有亮眼表现，包括个护用品、电商及代运营、酒类连锁以及购百板块，值得注意的是购百板块的业绩自疫情放开以来有所恢复，而且估值处于较低的区间；第三梯队则是近年来业绩相对承压或存在阻碍行业发展的宏观因素，主要包括家电 3C 连锁、家居家具连锁、母婴连锁以及超市板块。

我们认为，构建投资组合时应重点关注第一梯队的股票标的，同时在第二梯队的股票池中挑选优质企业股票标的，对于第三梯队的企业，应仔细研究后慎重投资。

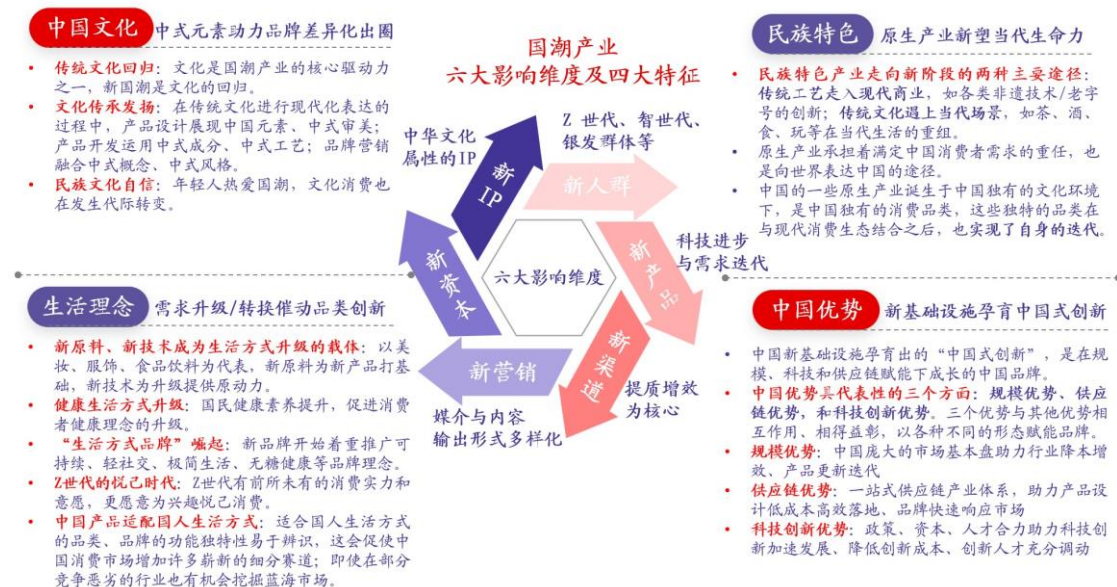
四、投资主线与策略：均衡价值与成长风格的“高质量”配置最优

（一）“高质量”关键词：国潮国产发挥价值优势，数字化构建第二增长曲线

与我们前期的判断一致，在当前“内循环”市场主线中，“国产替代”不再仅仅是生产端的必然趋势，需求端同样需要“国货替代”，国货品牌仍有着广阔的市场空间，国潮优势将进一步体现。中国国家品牌网发布《2022 国潮品牌发展洞察报告》，报告在传统文化的融合与创新方面也提到国潮的相关

概念,“国潮”是新国人向全世界输出中国文化、中国科技中国品牌、中国潮流的全面自信,国潮品牌以品牌为载体,是借助新产品、新渠道、新营销、新资本、新 IP 等全面突围的国货引领者,成为经过一定时间沉淀、能够代表国家形象、可以持续引领时代潮流的品牌。国潮产业或是我们所定义的具有中华文化属性的标的可以从新人群、新产品在内的六大影响维度分析,并且需要符合中国文化、生活理念、民族特色和中国优势四大特征,或至少具备其一。而国潮产业将在国潮品牌集群化进程中,依靠“文化+科技”的双轮驱动,以无边界“融合+创新”为发展主线,横跨时间、纵跨行业,最终成就国货之潮、国牌之潮。

图 50: 国潮产业六大影响维度及四大特征



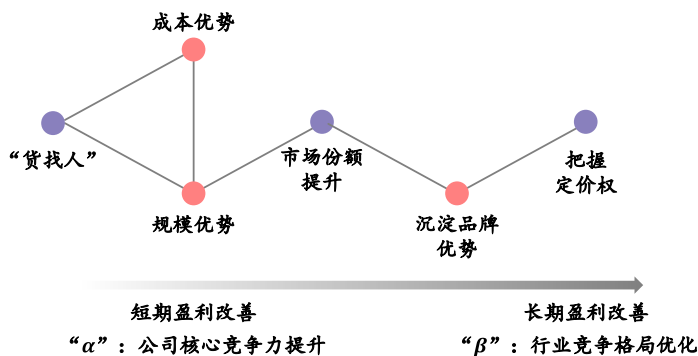
资料来源: 观潮新消费&中国国家品牌网, 中国银河证券研究院

此外,“高质量”发展的行业或是公司应该注重数字化经济的发展大趋势,积极把握人工智能、云计算、大数据等先进技术的应用带来的发展机遇。对于单个企业而言,无论是零售层面的渠道商,或是制造层面的品牌商,“数字化”是帮助企业了解市场消费需求和消费能力、实现有效“货找人”的最有效途径之一。我们认为,“数字化”对于公司以及行业整体带来的影响是一个由“ α ”到“ β ”的过程:

短期来看,通过“数字化”手段的赋能,品牌商生产的商品或是渠道内售卖的商品、提供的服务将更符合当前或是未来的市场消费需求,由此在生产、库存、运营等环节减少了因为供需信息不匹配而形成的浪费,为企业带来成本优势;同时,由于精准定位了对应的消费需求和消费群体,更易形成规模效应;上述成本优势与规模优势共同作用,带来企业短期盈利水平的改善,此时主动需求“数字化”变革的企业提升的是自身的竞争优势,对应为“ α ”;

长期来看,获得规模优势的企业,在所处的产业链环节中将获得市占率的增长,进一步提升自身的品牌认知度和市场认可度,从而沉淀品牌优势;强“品牌力”的公司将在所处产业链中享有更高的定价权,稳固其可持续长期盈利的地位。同时,行业内进行了“数字化”变革的企业将共同促进行业内集中度的提升,优化行业的竞争格局,倒逼行业作出调整与洗牌,对应为“ β ”。

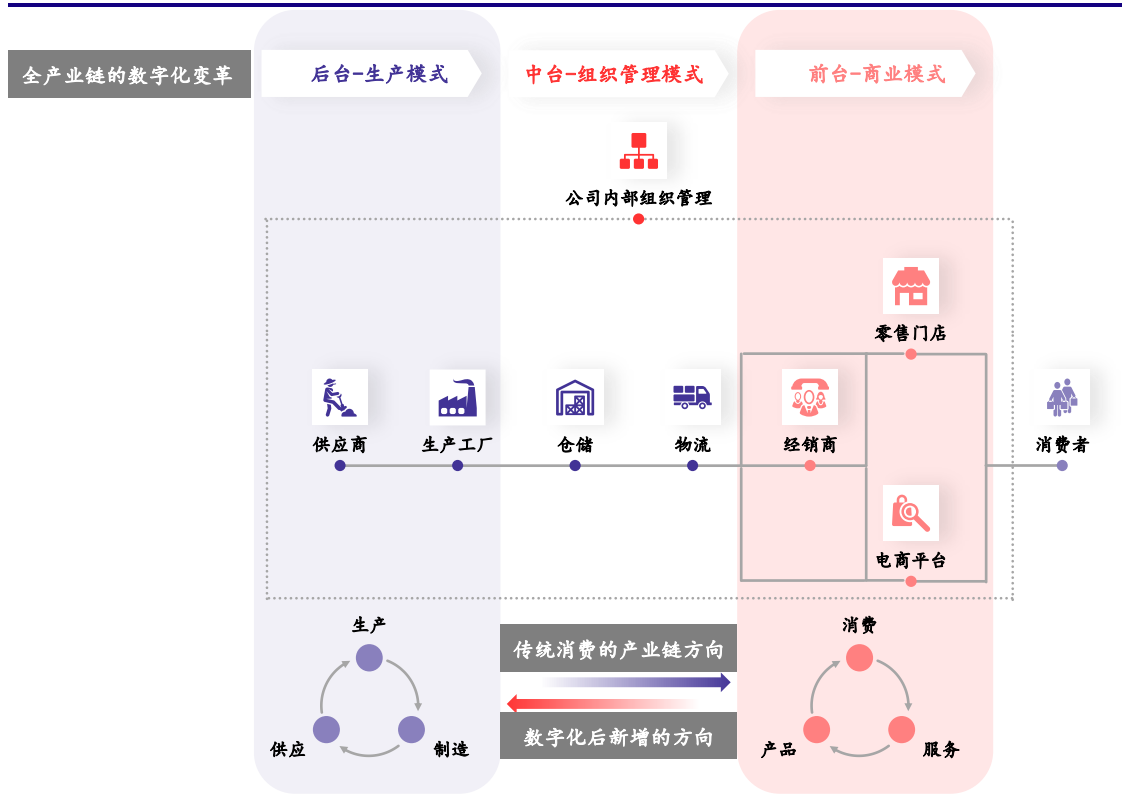
图 51：“数字化”对于公司和行业的影响由 α 到 β



资料来源：中国银河证券研究院

从全产业链的角度来看，“数字化”是对产业链各环节的价值重塑。传统消费的产业链是从生产环节到消费环节的单一线条，通过“数字化”的手段，不仅有效提升了前台商业模式、中台组织管理模式、后台生产模式等各个环节的效率；更是为传统消费的流通带来新方向，通过对于前端需求数据的触达与分析，向后端延伸传递数据信息，从而实现全产业链的效率改善。

图 52：从生产到销售全产业链的数字化布局框架



资料来源：中国银河证券研究院

综上，我们认为在构建现代化经济体系的过程中，发展数字经济势在必行，数字化技术红利大规模释放与新时代经济发展理念的重大战略转变时机不谋而合，数字化手段可以从微观层面，推动公司进行质量变革、效率变革，从而进一步带动宏观层面的各行业环节乃至全产业链升级。

（二）金银珠宝：消费观念显现出多元化演变，龙头企业丰富品牌底蕴竞争力凸显

1、国内珠宝首饰消费以黄金材质为主，现阶段金价上涨与需求多元化是主要驱动因素

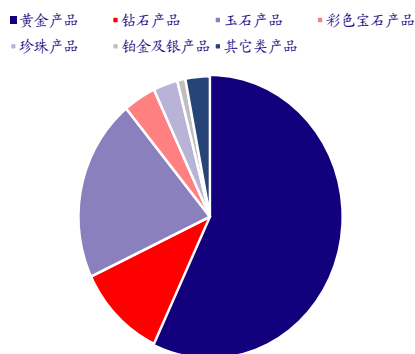
根据中国黄金协会分类，珠宝首饰按照其材质可以分为足金、K 金、铂金、珠宝镶嵌类、银饰、翡翠玉石和其他材料产品。从细分市场来看，中国珠宝首饰细分市场份额以黄金产品为主，占比达到 57%。2018 年至今，黄金产品占比持续维持高位且在近两年向 60%靠拢。中国是黄金消费大国，自 2012 年以来，我国稳居全球最大黄金消费市场。我国黄金消费规模从 2010 年的 254.22 亿美元增长至 2022 年的 456.55 亿美元，复合增速高达 5.00%，领先同期世界复合增速 3.43%的水平。从需求量来看，2010 年至今黄金消费需求从 645.74 吨增长至 788.87 吨，年复合增速为 1.68%，稍逊于需求额，但仍高于同期世界水平（0.17%）。中国黄金首饰行业产业链上游参与者是提供制造黄金首饰所需原料的供应渠道商，中游主体是黄金首饰加工企业及黄金首饰品牌企业，下游涉及销售渠道和消费者。

表 3：金银珠宝行业概览

序号	材质主要分类	材料工艺及特征
1	传统足黄金首饰及实物金	以含金量不少于 99%的材质制成的足黄金首饰，实物金条金币
2	K 金	以黄金为主要原料，但一般含金量低于 75%，强调设计感和时尚性
3	铂金饰品	以铂金为材质
4	珠宝镶嵌类首饰	包括裸钻、钻戒、颈饰、耳饰和腕饰等产品
5	银饰品	以银为主要材质
6	翡翠玉石	以玉石、翡翠为主要材料，包括耳钉、珠链、手镯和戒指等产品
7	其他材料	以人造水晶、半宝石、玻璃、塑料等材料制成的首饰产品

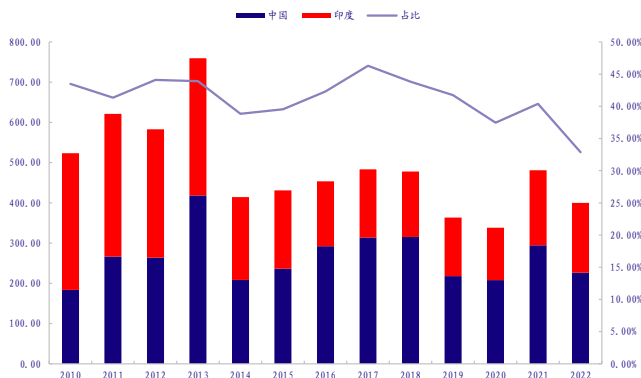
资料来源：中国银河证券研究院

图 53：2022 年贵金属和天然珠宝玉石市场销售份额占比



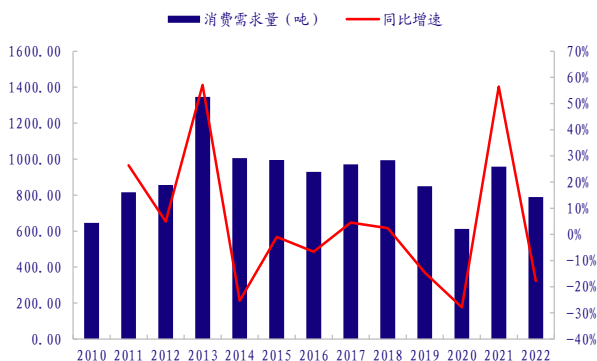
资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院

图 54：黄金需求量国际对比（吨）



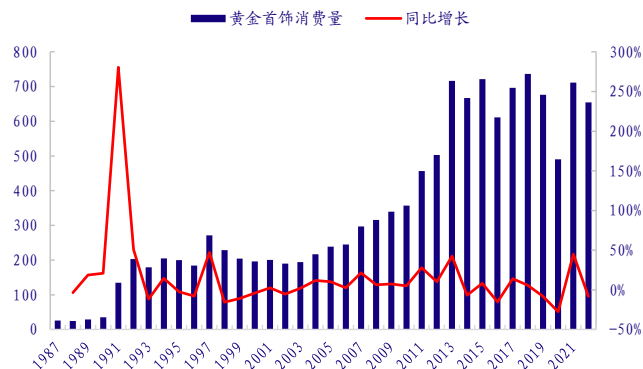
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 55：我国黄金消费量（吨）及增速



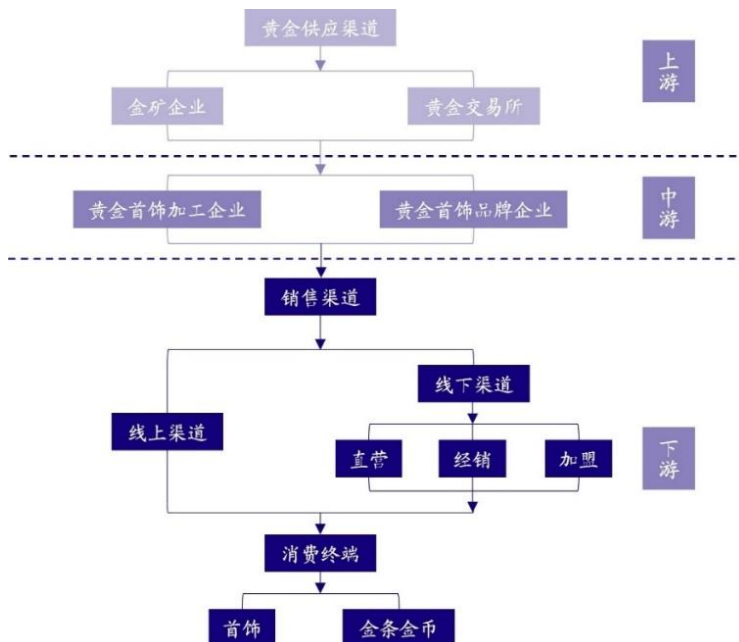
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 56：中国黄金首饰消费量及同比增速（吨）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

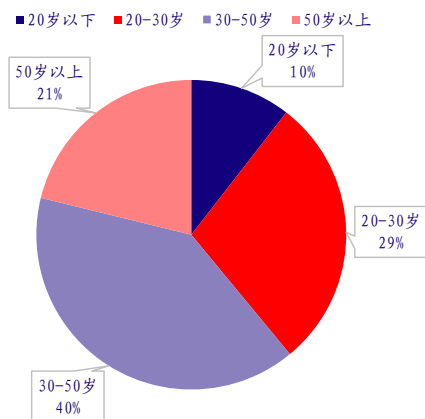
图 57：黄金首饰产业链概览



资料来源：中国银河证券研究院

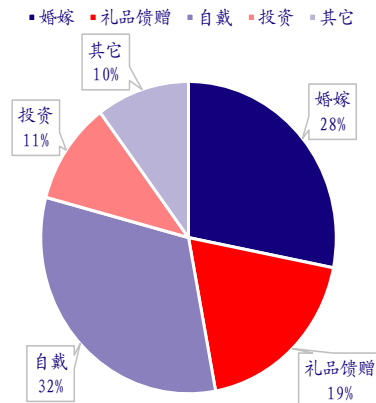
从消费动机来看，相比其他国家的消费者，中国的黄金珠宝市场现阶段仍多受到泛婚嫁需求的驱动，整体消费呈现年轻化趋势。从全国金银珠宝零售额来看，疫情以来，由于婚庆场所受限以及宏观大环境的影响，金银珠宝行业规模在 2020 年初发生了明显的下滑，但随着疫情的好转其规模迅速反弹。2020 年下半年开始金银珠宝零售额的增长主要由后疫情时代刚需的释放，金价持续走高带动黄金价值上升以及黄金工艺改进三个因素驱动。

图 58：中国内地金银珠宝消费者年龄层分布



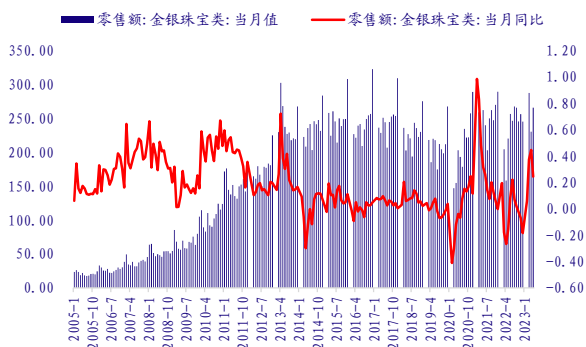
资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院

图 59：中国消费者购买金银珠宝原因



资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院

图 60：全国金银珠宝零售额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

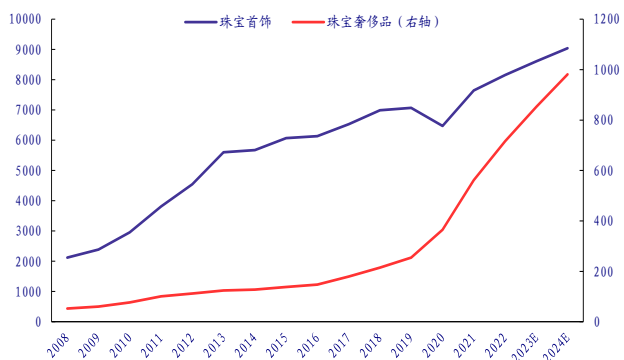
图 61：伦敦现货黄金价格（美元/金衡盎司）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

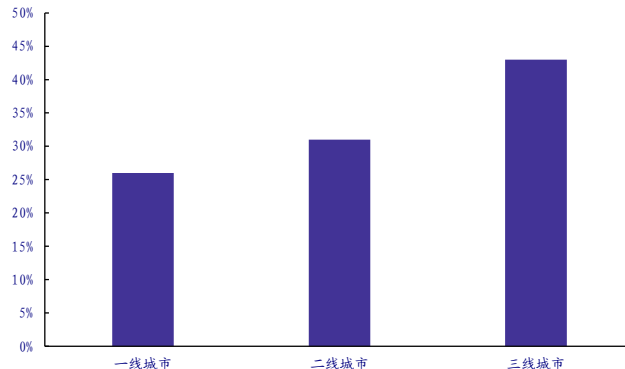
从市场空间来看，随着中国人均可支配收入和消费水平的不断提升，中国金银珠宝类的消费也将进一步增加。2022 年中国奢侈金银珠宝的市场份额占到全部金银珠宝市场份额的 8.78%，近三年，奢侈金银珠宝的年复合增长率达到 93.85%，远超金银珠宝自身的年复合增长率。近年来，中国一二线城市钻石珠宝市场逐步饱和，而三线及以下的城市对钻石珠宝的需求比例不断抬升，下沉市场广阔，未来消费空间可观。

图 62：中国金银珠宝市场份额（亿元）



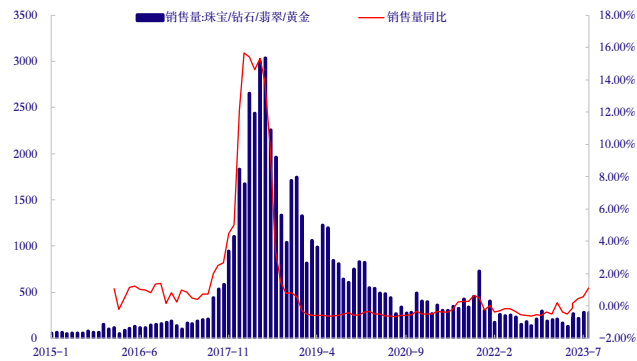
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 63：2020 年中国一二三线城市对钻石的需求比例



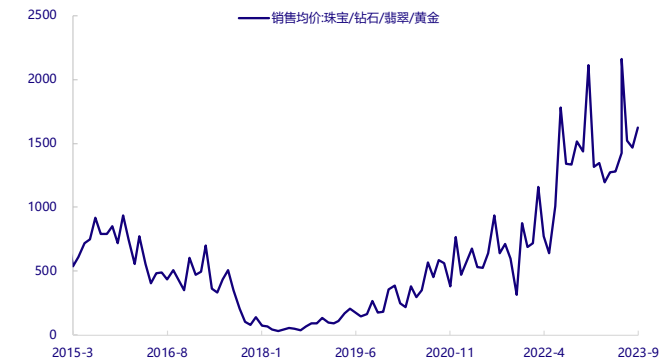
资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院

图 64：珠宝/钻石/翡翠/黄金销售量（万件）



资料来源：数据威，中国银河证券研究院

图 65：珠宝/钻石/翡翠/黄金销售均价（元/件）



资料来源：数据威，中国银河证券研究院

黄金首饰的消费者主要为女性，在黄金首饰选购侧重点方面，女性更关注黄金首饰产品的质量，男性则更关注黄金首饰产品品牌。在消费目的方面，80.0%左右的女性消费者购买目的为日常佩戴，58.5%左右的男性消费者购买黄金首饰用于送礼。在购买时机方面，女性购买黄金首饰的时机较为分散，多为日常购买。男性消费者更注重仪式感，在节日、纪念日等特殊日子购买黄金珠宝的比例高于女性。基于上述消费者黄金首饰消费习惯，部分黄金首饰企业为迎合消费者需求，一方面在重大节日集中举办相关活动，刺激黄金首饰消费；另一方面在黄金首饰产品设计层面注重创新，不断设计、生产更多适合日常佩戴的黄金首饰，获得消费者青睐。

2、乐观预期黄金零售市场规模或可增长至 5989 亿元，市场集中度有望进一步向头部品牌商聚拢

我们从市场空间预测和行业集中度（公司 CR10）维度对金银珠宝行业进行了发展概况的分析。整体来看，相比其他国家，我国金银珠宝行业中黄金的市占率具有显著的优势，未来空间有望进一步提高。同时，受到我国“重金”思想和婚恋饰品市场影响，未来中国饰品消费的主流仍将是黄金饰品，艾媒咨询预计 2022 年中国狭义婚庆行业市场规模（婚庆自身涵盖的首饰、婚礼、服装等费用）将突破 4 万亿元，增长率达到 5.9%，广义市场规模（婚庆带动业务规模，为婚礼而准备的美容塑身等费用、父母配套服装首饰等费用）将超过 24 万亿元，增长率达到 27.1%。随着居民消费水平的提高，高端珠宝首饰的市场也将不断扩大。

表 4：黄金珠宝消费量预测

	年龄 (岁)	当前人均消费量 (克)	预计增长率	预计人均消费量 (克)	当前人口数 (亿)	预计人口数 (亿)	预计消费量(吨)	预计消费总量 (吨)
保守	0-20	0.25	2.00%	0.26	3.26	3.45	89.54	834.12
	20-30	1.35	8.90%	1.47	1.67	1.56	228.36	
	30-50	0.73	12.10%	0.82	4.30	4.21	344.80	
	50 以上	0.34	7.20%	0.37	4.87	4.66	171.42	
乐观	0-20	0.25	12.10%	0.29	3.26	3.45	98.41	923.32
	20-30	1.35	20.70%	1.63	1.67	1.56	253.11	
	30-50	0.73	24.40%	0.91	4.30	4.21	382.63	
	50 以上	0.34	18.30%	0.41	4.87	4.66	189.17	

资料来源：世界黄金协会，国家统计局，中国银河证券研究院

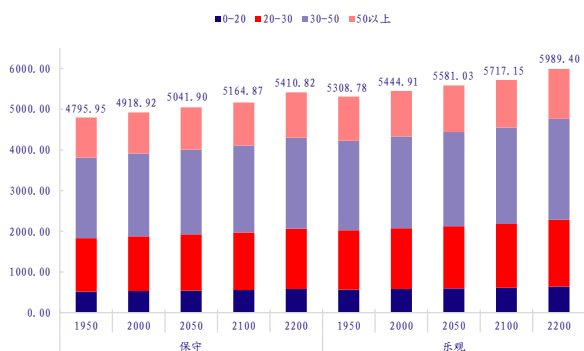
欧睿咨询对于中国金银珠宝行业的市场规模（以零售价）预测如上表所示，预期市场规模未来将稳步上升，有望在 2024 年超过 9000 亿元，年复合增长率约为 5%，奢侈金银珠宝的市场规模增长速度

更快，年复合增长率约为 17%。头豹研究院根据终端销售额进行预测，得出中国金银珠宝行业中黄金市场的增速最快，2018-2021 年间的复合增长率为 5.9%，预计未来 5 年也将保持 6% 的增速。

考虑到未来黄金珠宝市场将持续受金价上涨影响，且在历史同期价格上行区间对销量影响有限，我们预计未来黄金珠宝市场将迎来量价齐升。销量方面，我们按年龄划分进行预测，人均消费量增长幅度以世界黄金协会对不同年龄层级消费者的调研结果为依据，以中位数做保守估计，最大值做乐观估计得到未来人均消费量；同时对未来不同年龄层人口数以现有情况做简单平移估计。价格方面，由于一段时间内可能出现波动，预测中进行了取均数处理，范围以目前金价为底价，2200 美元/盎司为最大值。综上，我们乐观预期我国黄金珠宝市场的终端市场规模约为 5989 亿元，保守也可达 4796 亿元，较 2022 年市场规模有 50-88% 的提升空间。

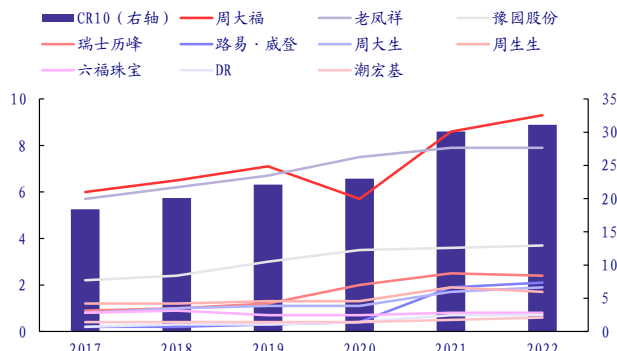
从竞争格局的角度来看，截至 2022 年，中国金银珠宝行业市占率前十的集团中，除了瑞士历峰集团、路易·威登集团外其余 8 个均为国产品牌集团，其中周大福、老凤祥、豫园股份等从事黄金首饰的业务。头部公司周大福、老凤祥、豫园股份在 2022 年的市占率分别达到了 9.3%、7.9% 和 3.7%，2017 年以来行业内的 CR10 不断提升，于 2021 年超过了 30%。从现有线下门店数目来看，行业内龙头公司门店数量合计占比超过 70%，现有渠道优势明显。而从展店速度来看，行业内龙头公司也明显快于其他上市公司，且在疫情期间表现出更强的承压能力，门店数目保持正增长。总体来看，在较大基数以及较高增速的双重驱动下，头部品牌渠道资源优势愈发明显，门店数目占比平稳增长目前已接近 80%，叠加品牌信任度等消费者心理因素，销量也具备较大的增长弹性，未来行业集中度将继续提升。

图 66：中国黄金珠宝行业市场规模预测（亿元）



资料来源：中国银河证券研究院预测

图 67：2017-2022 年中国金银珠宝行业集团市占率（%）



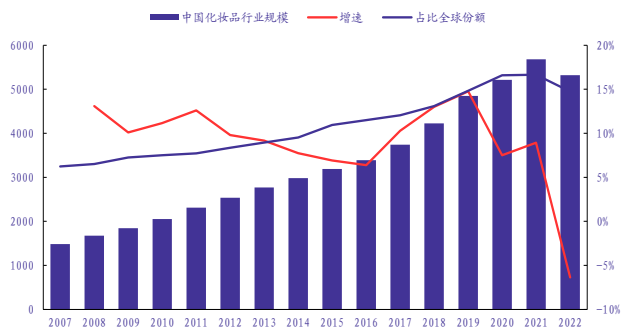
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

（三）化妆品：把握重研发、精产品、擅营销、树品牌的优质国牌

1、中高端护肤品的市场地位逐渐凸显，国产品牌产品更适应当前的消费需求与营销模式

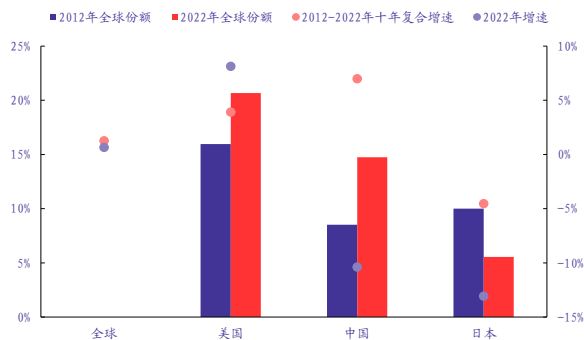
截止 2022 年末，根据欧睿咨询的数据统计，2022 年中国美容个护产品市场达到 5318.13 亿元，但较上年同比下滑 6.38%，占全球的份额小幅回落至 14.75%，自 2013 年规模超越日本之后，稳居全球第二，且与第一名美国（2022 年全球市占率 20.68%）的差距逐渐缩小。我国化妆品行业 2014-2022 年复合增速为 6.99%，远超美日及全球整体同期水平；2022 年受疫情影响，我国化妆品的同比增速低于美国及全球市场同期水平，日本则持续出现规模的萎缩。一方面是受益于我国化妆品渗透率仍处于提升阶段致使消费客群持续扩张，另一方面是得益于我国居民尚处于消费升级阶段致使存量用户客单价持续提升，受疫情影响有所扰动，但二者共同作用下使得我国化妆品行业尚处于高景气的加速扩张阶段。

图 68：2007-2022 年我国化妆品行业规模持续扩张（亿元）



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院

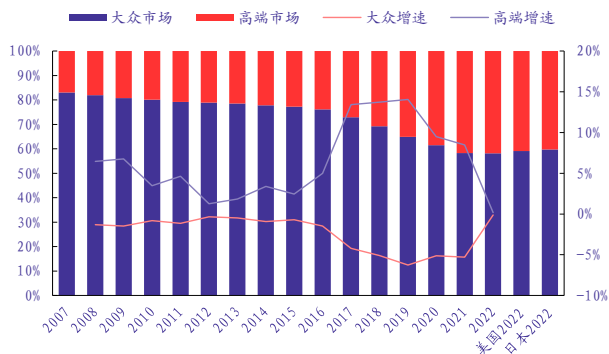
图 69：我国系全球仅次于美国的第二大化妆品市场



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院

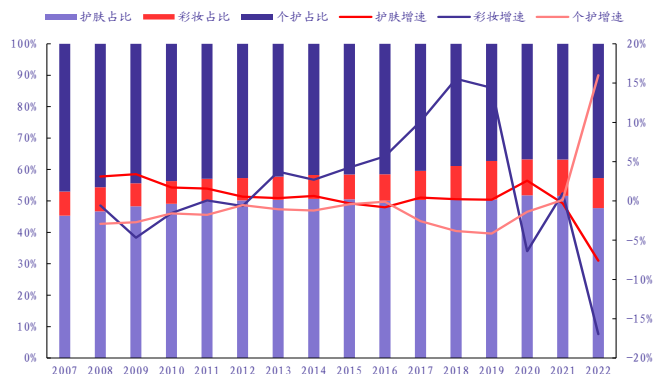
具体来看我国化妆品结构特征，根据欧睿数据统计，按价格定位划分，我国化妆品市场尽管当前仍以大众定位为主（58.21%），但其份额呈现较为明显的持续下滑，因此支撑我国化妆品市场持续增长的驱动力主要源自于高端市场；按产品类型划分，我国化妆品市场中逐步由 2005 年的个护主导转向由护肤品为主（47.70%），并且护肤品与近年来增长迅猛的彩妆品类仍在持续挤压个护产品份额；按销售渠道划分，我国化妆品市场截止 2022 年末仍是以线下门店为主（57.60%）但其份额受到线上电商近年来的高速扩张持续下滑。具体来看，2022 年受疫情影响，部分结构性变化特征发生了逆转：①我国高端产品的份额提升速度延续了 2020 年以来的放缓态势，2022 年较上年提升约 0.07 个百分点，系 2017 年以来的最低幅度，横向对比来看，美日等国家往期大众与高端产品的份额占比接近 6:4，2022 年大众品类份额占比也提升至 60% 左右，我国高端定位产品发展可能进入顶峰，后续渐趋平稳；②彩妆产品的复苏幅度明显低于护肤、个护类产品，主要由疫情期间彩妆产品需求大幅下滑所致。同时，护肤增速也处于负区间，因此个护产品份额重新提升；③线上渠道销售相对于疫情期间的快速扩张，增速放缓，但其绝对增速仍领先线下。

图 70：2007-2022 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动



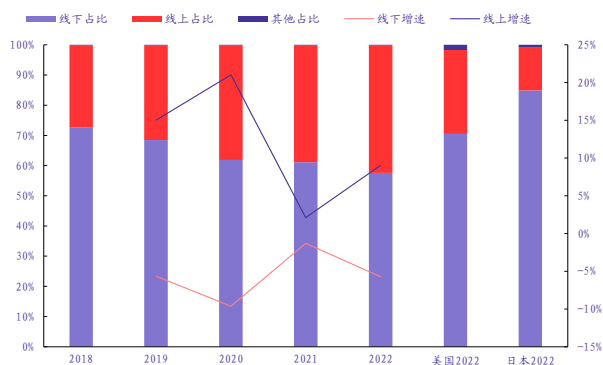
资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院

图 71：2007-2022 年我国化妆品市场主要由护肤品与彩妆驱动



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院

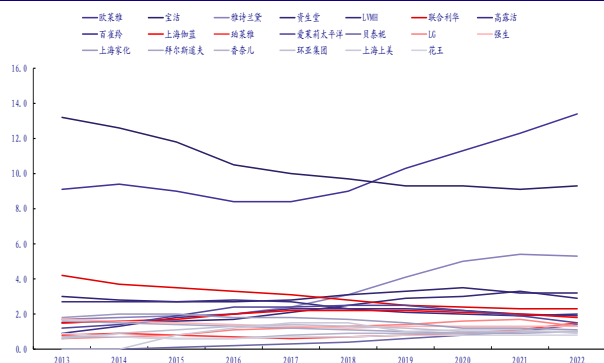
图 72：2018-2022 年我国化妆品市场线上占比持续提升



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院

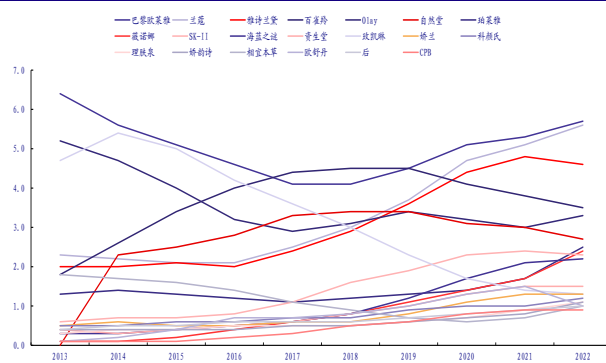
从竞争格局的角度来看，2016 年之前化妆品行业内的竞争更为激烈，头部化妆品集团的市场策略尚不明确，后起之秀较多，市占率出现滑落；随后头部化妆品集团逐渐意识到中国市场的重要性，并针对消费者激增的高端定位、护肤需求推出相应品牌的营销，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂为代表的公司市占率稳步提升，推动行业内 CR10 上升至 42.6%；从品牌的角度来看，欧莱雅、雅诗兰黛主品牌以及兰蔻、海蓝之谜、SKII 等品牌份额提升明显，进一步验证了国际化化妆品集团的发展主要系基于高端定位、护肤需求。此外，可以看出百雀羚、自然堂、云南白药、薇诺娜、珀莱雅等国产品牌近年来也实现了相对可观的规模增长，在与国际品牌博弈的过程中获得一席之地。

图 73：2013-2022 年我国化妆品市场集团市占率 (%)



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院

图 74：2013-2022 年我国化妆品市场品牌市占率 (%)



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院

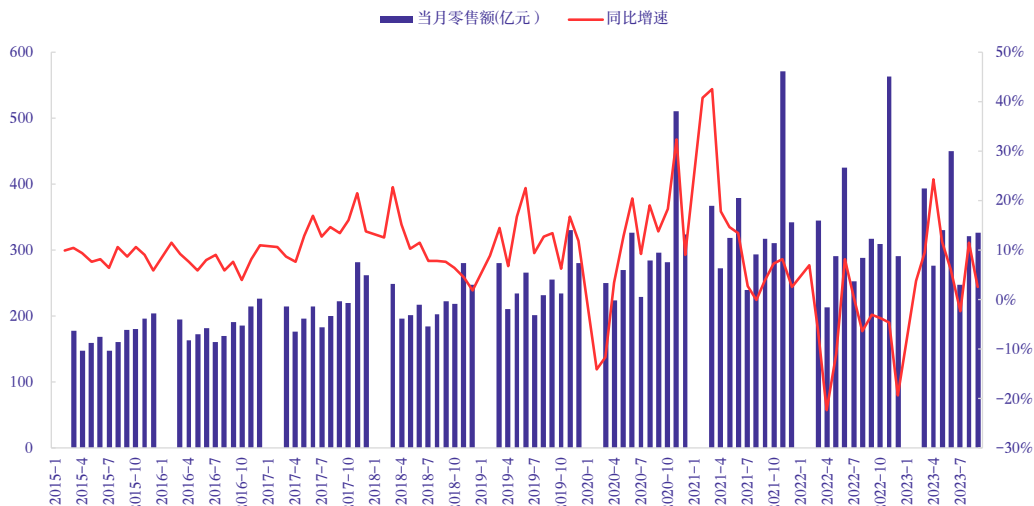
从“十三五”时期到“十四五”时期，国家对化妆品行业的政策逐渐从“提高化妆品标准”转向“培育高端品牌”，《“十四五”规划纲要》更是明确提出要建立健全质量分级制度，加快标准分级迭代和国际标准转化应用，开展中国品牌创建行动，保护发展中华老字号，提升自主品牌影响力和竞争力，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌。2022 年年内，药监局对于化妆品行业的监管趋严，发布了《化妆品生产质量管理规范》及《关于正式实施化妆品电子注册证的公告》等一系列政策措施，旨在完善药品审评审批体系，制定发布相关制度规定和技术指南，深入推进医疗器械审评审批制度改革，优化化妆品审评审批相关工作。

2、2025 年市场规模或可增至 6600 亿元，消费升级与悦己需求是长期驱动因素

从社消数据的角度来看，由于化妆品的销售渠道以线下渠道为主，2022 年受疫情反复的影响，化妆品社会消费规模整体承压。进入 2023 年，伴随着疫情影响消退，企业复工复产以及线下客流恢复，叠加国家、地方政府出台的促进消费的政策，化妆品零售将迎来复苏性的大幅增长。从社消增速来看，

年初至今 4 月份化妆品社消持续增长，而 6-9 月有所回落，但基本保持在正的增长区间。具体关注到电商的消费大促：“618”一天猫、京东、抖音、快手 4 大电商平台美妆 GMV 超 610 亿元，其中，虽然天猫加京东平台 GMV 同比略有下滑，但新型平台抖音、快手等美妆 GMV 均录得同比大幅增长。“双十一”-全期 GMV 为 539 亿元，同比下降-2.6%，天猫和京东的 GMV 同比依旧下滑，而抖音快手等新型平台的美妆 GMV 维持“618”以来的较高增速。

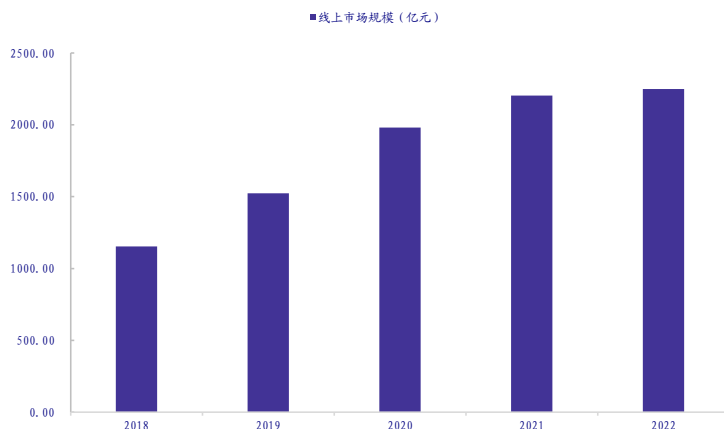
图 75：2023 年疫情放开以来化妆品零售额明显反弹



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分渠道来看，传统线下渠道在 2020 年遭受疫情冲击形成低基数的情况下在 2021 年年内持续回暖，但受制于当前国内销售渠道多元化趋势造成的分流效应，以及 2022 年的疫情反复影响，较疫情前（2019 年）水平实现明显扩张仍需时间考验。诸多新兴渠道中，线下离岛免税与线上电商平台在过去一段时间内成为了各大化妆品品牌商销货以及广大消费者采购化妆品的首选渠道。自 2022 年末起，由疫情反复引发的对出境游的抑制以及离岛免税政策限制放开，化妆品作为免税渠道销售额第一品类势也将从中受益。线上电商渠道也实现了快速的规模扩张，2022 年中国美妆个护电商渠道的市场规模达到 2249.57 亿元，同比增长 2.07%。2023 年“双十一”，美容护肤类销售额达到 539 亿元，其中天猫、京东的市场份额明显收窄，而新型电商平台，例如抖音、快手等，同比增速维持在较高水平，GMV 规模大幅增长，性价比成为消费者购买化妆品的重要关注点。化妆品品类中，国货美妆显现出成为“黑马”的势头，越来越多的国货美妆品牌跻身双 11 预售榜单，而海外传统的化妆品牌整体承压。

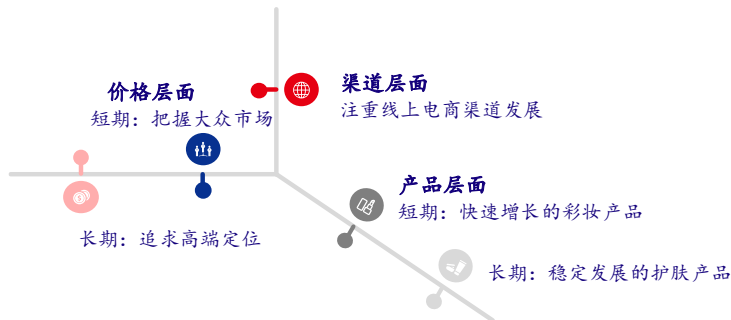
图 76：中国美妆个护电商渠道市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

结合前文对于化妆品行业当前特征的分析，若行业可维持前期的发展趋势与规模增速，我们维持“短期看渠道，中期看产品，长期看品牌”的化妆品行业推荐逻辑不变。我们认为对于我国化妆品行业内的企业而言，短期需要尽快抢占市场份额，通过拳头产品获得消费者认可，此时合适的销售渠道与营销手段尤为重要，新品与爆品利于初期品牌形象的树立；中期化妆品公司需要进一步稳定和提升市占率，此阶段丰富的产品矩阵可以助力公司触达更全面的消费者群体，满足多元化的美妆个护需求，覆盖更广阔的产品价格带，在广度上拉高公司的渗透率；但从长期来看，化妆品公司的核心竞争力体现在研发层面，具有竞争壁垒的核心有效成分将提升品牌的议价能力，稳固自身的市场地位，并获得消费者粘性以及其对应品牌的忠诚度。

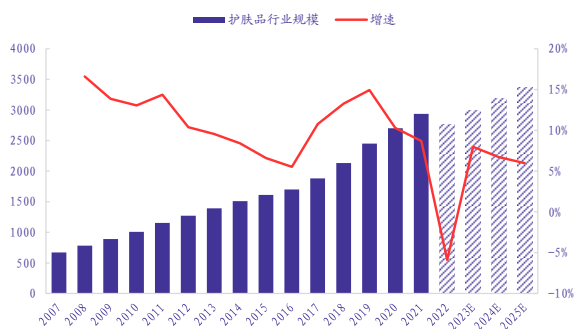
图 77：我国化妆品市场三大长期发展趋势展望



资料来源：中国银河证券研究院

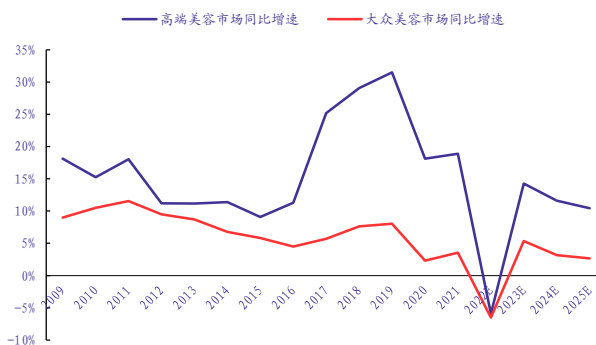
根据欧睿的预测，至 2025 年我国美妆行业规模预期发展至近 6600 亿元，年均增速约为 7.7%；其中护肤品作为我们长期看好的核心品类，规模预期发展至 3400 亿元左右，年均增速约为 6.34%，其在整体美妆行业中的份额占比按此预测将维持在 50%左右。从价格带的角度来看，随着消费升级以及悦己经济的发展，中高端护肤品作为传统补水保湿护肤品的升级产品，发展空间巨大，2025 年规模预期发展至近 1900 亿元。

图 78：我国护肤品行业空间预测（亿元）



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院

图 79：大众及高端市场同比增速预测



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院

短期内我国化妆品仍以大众市场为主，而且化妆品市场集中度较低，本土化妆品公司仍有一定成长空间。国产护肤品借助互联网降低营销和零售成本，可以拥有相比以往更加快速的成长。中国人口基数大，化妆品市场整体容量大，且消费者需求呈现多样化并不断变化。国产化妆品只要紧跟市场潮流，夯实研发基础并开发创新，即便在基础化妆品领域也能拥有一定比例的产品拥护者，获得长足发展。国产护肤品品牌（珀莱雅、薇诺娜、百雀羚、自然堂等）能够跻身市占率前列是最好的证明。

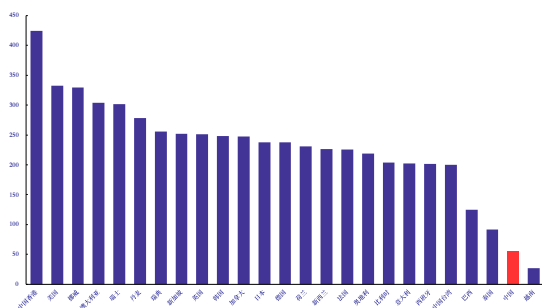
（1）人均化妆品销售额提升空间大，大众市场增长稳定

截止 2022 年末，我国境内人均化妆品的消费额较低，仅为 55.9 美元，低于发达市场、周边地区

和世界水平。一方面，是因为人均消费水平不足导致的购买频次和购买的金额不够高。另一方面，则是由于化妆品渗透率不够高。中国的现代护肤和化妆理念主要是由上世纪八九十年代国际化妆品公司在开拓中国市场时大肆推广的，因而由发达城市居民最先开始接触，而低线城市及乡镇则较晚接触护肤和化妆。即便人们对化妆品大类的使用习以为常，但在细节程度上也依然有相当一部分人群没有使用精细步骤的护肤品、彩妆、香水、脱毛膏等产品的习惯。

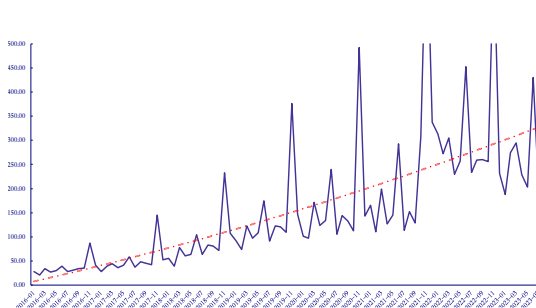
随着互联网零售和美妆媒体对化妆品的推广，加上可支配收入提升，化妆品使用将不断普及和深化，中国化妆品市场有较大成长空间。并且，十几年来中国化妆品市场的增长速度一直处于较高并高于世界平均水平，说明中国化妆品市场成长动力充足。化妆品的渗透方向主要为高收入向低收入、一二线城市向三四线城市，而中低收入或低线城市的化妆品消费者往往是从平价化妆品开始的，因而尽管高端市场的占比在提升，大众市场仍然有稳定和较大的成长空间，其中正在崛起的国产化妆品也可以从中获利。

图 80: 2022 年中国及部分地区人均化妆品消费额（美元）



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院

图 81: 2016-2023 年化妆品线上销售额（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（2）市场集中度较低，国产化妆品发挥空间广

与成熟的欧美日化妆品市场相比，我国化妆品市场集中度较低，说明市占率靠前的国际公司并没有形成垄断优势，本土公司仍有发挥空间。在市占率前十名的公司中，除了前两名遥遥领先外，剩下的国内外化妆品公司的市占率差距并不大，未来或许有更多本土公司跻身市占率前十名。

（3）基本生产能力具备，部分细分行业有望带领国货崛起

在经历了近 30 年的发展，国产化妆品的生产可以达到基础到中等水平，在洁面、面膜、眼影、眉笔、润唇膏、护手霜、身体乳等要求不高的产品上具有性价比优势，可以利用这些基础产品吸引消费者并通过不错的使用效果积累口碑、树立品牌形象和提高消费者的留存度。为避免与国际化妆品品牌强势方面的正面竞争，现阶段国产化妆品能够迅速崛起的细分行业需要满足三个条件中至少两者：①市场规模较大且增长较快，市场集中度较低，从而发挥空间广，竞争压力小；②技术难度相对较低，短期研发可以追随，大众市场占比较高，从而利于中端的国产化妆品发展；③产品翻新快，营销推动效果明显，从而利于新晋者追上前沿步伐。

五、投资展望与推荐标的：关注“高质量”的黄金珠宝与化妆品，并关注购百行业内的龙头公司

展望 2024 年，我们认为内循环背景下的消费市场仍然充满变数，但中国的“产业升级”与“消费升级”两大趋势不会变，消费者对于“美好生活”的追求与向往不会变，对应着中国迈向“先进制造”与“先进服务”的方向不会变，但在这一过程中，结构性的不对称、不匹配明显，部分领域消费升级节奏明显快于产业升级，传统行业依旧面临集中度低、有效市场供给不足等问题。“十四五”规划请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

划和 2035 年远景目标纲要明确了阶段性政策主题，未来五年内促进居民消费升级、培育新消费的重要使命不容忽视；对于产品与服务的制造商、流通商与品牌商而言，捕捉市场中的个性化、差异化、品质化消费需求，不断扩大优质消费品、中高端产品供给，提升自主品牌影响力和竞争力，义不容辞。

当前阶段政策要求深化供给侧结构性改革，推动高质量发展和创造高品质生活，要培育一批品牌管理科学规范、竞争力不断提升的一流品牌企业，形成一批影响力大、带动作用强的产业品牌、区域品牌。在当前“内循环”市场主线中，国货品牌有着广阔的市场空间，国潮优势将进一步体现。许多公司开始专注于企业的转型升级，优化资源配置和布局结构，打造知名文化品牌，生产中华民族特色产品，注重研发和创新。

同时，数字化手段一方面可以兼顾全渠道发展，在传统线下门店的基础上扩充线上业务，或是品牌商通过平台旗舰店直接触达消费者，或是渠道商以到家、配送业务进一步拉近与消费者之间的距离；由此不仅可以加强与消费者的接触，也可以使得品牌商、渠道商更加直接、全面的接触到更广泛的消费者需求数据，在此基础上进一步优化有效供给。另一方面根据数据产生的消费者需求画像，对自身的经营进行优化调整，包括但不限于调整商品供给结构并优化库存，生产提供符合潜在新需求的新品类，数控生产线等，通过不同的手段最终旨在带来生产、运输仓储、销售各环节的效率提升；品牌商与生产商不再单纯的通过盲目扩大产能实现扩张，而是优化产能结构，提升品质。

由此，符合上述条件的公司也有望实现优于行业整体的高成长性，强盈利性，以及自身技术、渠道或是自有品牌受到市场与消费者的认可。从而塑造长期经营的确定性与稳定性，成为兼顾成长与价值的“高质量”标的。

综合前文中对各细分行业的近一年的表现回顾的分析以及对其中基本面正处于或未来较长时间都将保持在景气周期内的子行业的详细拆分，我们认为在当前的国内消费环境之中，2024 年有望持续稳健发展或是向上恢复提振的子行业主要包括：1）黄金珠宝；2）化妆品；3）购百。具体落实到标的，我们基于本次年度策略报告中的核心逻辑，即兼顾成长与价值的“高质量”的消费品零售行业标的值得关注：

金银珠宝行业，标的包括中国黄金（600916.SH）、豫园股份（600655.SH）、周大生（002867.SZ）、老凤祥（600612.SH）。

化妆品行业，标的包括珀莱雅（603605.SH）、贝泰妮（300957.SZ）、上海家化（600315.SH）、水羊股份（300740.SZ）、丸美股份（603983.SH）；

购百行业，标的包括天虹股份（002419.SZ）、重庆百货（600729.SH）、王府井（600859.SH）；

表 5：核心关注组合（截至 2023.12.16）

证券代码	证券简称	推荐理由	年初至今累计涨跌幅
600916.SH	中国黄金	公司以母品牌“中国黄金”为核心，主打投资金条/黄金饰品，借助子品牌拓宽产品品类，与母品牌偏传统的饰品形成互补，完善品牌矩阵。积极发挥黄金珠宝央企品牌价值，“国字号”引领中国特色消费文化新篇章。	-19.62%
600655.SH	豫园股份	公司持续在珠宝时尚方面深耕并拓展时尚连锁网络，核心业务扩张升级，海外业务实现一定复苏，多赛道进行发力，度假村业绩持续回暖，大豫园建设取得进展。	-11.25%
002867.SZ	周大生	赋予黄金产品新的销售亮点，具有时尚文化的差异化竞争优势，产品持续进行迭代升级，产品研创力度不断增强。	15.78%
600612.SH	老凤祥	黄金行业龙头，品牌历史悠久构建了品牌壁垒，继续推进加盟扩张，渠道铺设快速有效，关注黄金珠宝产品的自主研发能力，将更好地满足多元化的消费需求。	67.33%
603605.SH	珀莱雅	公司在主品牌珀莱雅、核心品类护肤品、传统线下日化渠道中稳定发展，同时大力推动多品牌、多品类、多渠道的生态化发展战略，市场营销反应速度快，彩妆新品、线上电商渠道增速亮眼。	-15.56%
600315.SH	上海家化	六神（日化）、佰草集（护肤）、玉泽（护肤）、汤美星（母婴）等知名品牌是公司营收和盈利的主要支柱，随着公司管理层对于经营战略的逐步调整，其他暂时处于亏损的子品牌有望逐步改善。	-31.16%

300957.SZ	贝泰妮	主力产品专注于皮肤学级美妆产品，对于敏感肌群体的消费者具有一定的必选属性，行业尚处于高速成长期，叠加公司精于线上销售、新媒体运营等策略，市占率有保障。	-55.96%
300740.SZ	水羊股份	公司不断扩大代理业务，与多个品牌形成代理合作关系，并且公司持续推进自有品牌升级，结合新唐风等布局多元产品形态，积极搭建自有平台，提升用户粘性和复购率。	9.23%
603983.SH	丸美股份	公司拳头产品专注于眼部护理的细分领域，眼霜/精华类产品销售额表现在国产眼部护理板块中位列前茅；同时丸美、恋火等品牌定位不同的消费需求，品牌布局与产品结构不断完善，帮助公司尽锁定更广阔的潜在消费市场。	-26.01%
002419.SZ	天虹股份	购物中心的大店展店速度直接影响规模，新店带来直接增量以及转为同店之后的稳定增长基础；此外公司积极发展超市业态，加强供应链和数字化建设，运营效率提升。	-18.48%
600859.SH	王府井	吸收首商带来线下门店资源的整合，加强北京区域内的竞争力；结合免税牌照优势，享受冬奥会、环球影城开业等事件可能会带来的游客客流及销售增长。	-40.52%
600729.SH	重庆百货	公司以母品牌“中国黄金”为核心，主打投资金条/黄金饰品，借助子品牌拓宽产品品类，与母品牌偏传统的饰品形成互补，完善品牌矩阵。积极发挥黄金珠宝央企品牌价值，“国字号”引领中国特色消费文化新篇章。	23.22%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 6：标的公司盈利预测

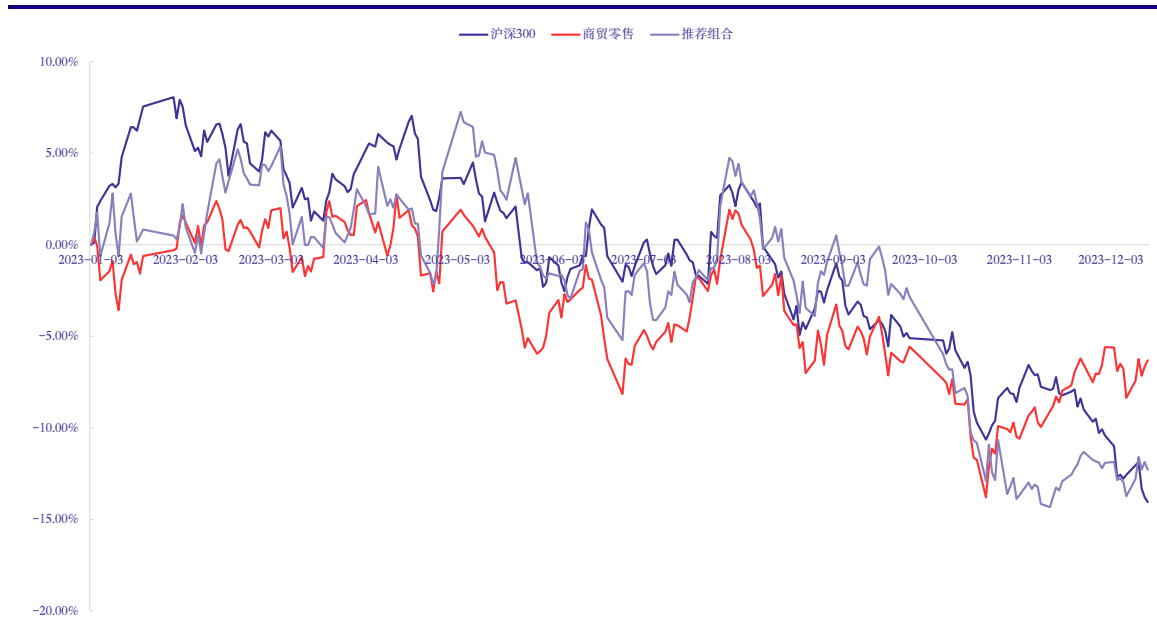
股票代码	公司名称		营收规模（亿元）及增速（%）				归母净利润规模（亿元）及增速（%）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600916.SH	中国黄金	规模	471.24	559.77	642.64	721.37	7.65	10.32	12.38	14.30
		增速	-7.16	18.79	14.8	12.25	-3.66	34.85	19.91	15.51
		EPS	0.46	0.61	0.73	0.85				
		PE	28	17	14	12				
600655.SH	豫园股份	规模	501.18	568.69	641.33	714.88	38.26	32.52	36.06	39.20
		增速	-3.57	13.47	12.77	11.47	1.52	-14.99	10.87	8.71
		EPS	-0.98	0.84	0.93	1.01				
		PE	8	8	7	6				
002867.SZ	周大生	规模	111.18	154.18	186.27	217.46	10.91	13.89	16.54	19.19
		增速	21.44	38.70	20.85	16.67	-10.94	27.42	18.98	16.00
		EPS	1	1.27	1.51	1.75				
		PE	14	12	10	9				
600612.SH	老凤祥	规模	630.10	745.10	852.68	963.36	17.00	23.22	26.87	30.67
		增速	7.36	18.25	14.44	12.98	-9.38	36.57	15.72	14.12
		EPS	3.25	4.43	5.13	5.86				
		PE	13	14	12	11				
603605.SH	珀莱雅	规模	63.85	83.07	103.91	126.95	8.17	11.17	14.08	17.39
		增速	37.82	30.09	25.09	22.17	41.88	36.60	26.10	23.51
		EPS	2.88	2.83	3.57	4.41				
		PE	58	36	29	23				
600315.SH	上海家化	规模	71.06	74.45	82.70	90.48	4.72	6.20	7.48	8.64
		增速	-7.06	4.77	11.08	9.40	-27.29	31.44	20.48	15.642
		EPS	0.70	0.92	1.11	1.28				
		PE	46	26	21	18				
300957.SZ	贝泰妮	规模	50.14	63.98	80.56	99.71	10.51	13.03	16.47	20.52
		增速	24.65	27.60	25.92	23.77	21.82	23.99	26.33	24.62
		EPS	2.48	3.08	3.89	4.84				
		PE	60	24	19	15				

300740.SZ	水羊股份	规模	47.22	54.08	61.92	70.24	1.25	3.00	3.99	4.84
		增速	-5.74	14.51	14.50	13.43	-47.22	140.72	32.87	21.20
		EPS	0.32	0.77	1.02	1.24				
		PE	47	21	16	13				
603983.SH	丸美股份	规模	17.32	22.69	27.96	33.20	1.74	2.86	3.64	4.46
		增速	-3.10	31.05	23.21	18.72	-29.74	64.25	27.39	22.44
		EPS	0.43	0.71	0.90	1.11				
		PE	78	37	29	24				
002419.SZ	天虹股份	规模	121.25	126.69	133.35	139.47	1.20	2.96	3.41	3.95
		增速	-1.17	4.49	5.26	4.59	-48.26	146.34	15.14	15.89
		EPS	0.10	0.25	0.29	0.34				
		PE	67	22	19	16				
600859.SH	王府井	规模	108.00	130.44	151.30	172.06	1.95	9.56	12.39	15.04
		增速	-15.32	20.78	15.99	13.72	-85.45	390.40	29.57	21.40
		EPS	0.17	0.84	1.09	1.33				
		PE	164	21	17	14				
600729.SH	重庆百货	规模	183.04	201.98	218.10	229.63	8.83	13.40	15.00	16.71
		增速	-13.40	10.35	7.98	5.29	-7.16	51.71	11.89	11.47
		EPS	2.17	3.30	3.69	4.11				
		PE	11	9	8	7				

资料来源：Wind 一致预期，中国银河证券研究院，截止 2023 年 10 月 31 日

注：其中标的公司珀莱雅由于年内发生转债转股，由此总股本自 2.84 亿股升至 3.97 亿股，故表内公司 EPS 出现波动。

图 82：核心组合收益率变动（截至 2023.12.16）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

行业内竞争加剧的风险；产能与实际需求不匹配（产能过剩或是产能不足）的风险；门店或是渠道扩张铺设效果不及预期的风险；CPI 表现不及预期的风险，消费者信心不足的风险。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

七、附录

表 7：细分行业所包含的股票标的详情

股票代码	股票简称	行业分类	股票代码	股票简称	行业分类
601933.SH	永辉超市	超市	002277.SZ	友阿股份	购百
600827.SH	百联股份	超市	600693.SH	东百集团	购百
603708.SH	家家悦	超市	600778.SH	友好集团	购百
000759.SZ	中百集团	超市	000882.SZ	华联股份	购百
002697.SZ	红旗连锁	超市	600857.SH	宁波中百	购百
002251.SZ	*ST 步高	超市	600628.SH	新世界	购百
601116.SH	三江购物	超市	600824.SH	益民集团	购百
002264.SZ	新华都	超市	600738.SH	丽尚国潮	购百
605188.SH	国光连锁	超市	601086.SH	国芳集团	购百
002803.SZ	吉宏股份	电商及代运营	000715.SZ	中兴商业	购百
300592.SZ	华凯易佰	电商及代运营	600712.SH	南宁百货	购百
002127.SZ	南极电商	电商及代运营	002561.SZ	徐家汇	购百
605136.SH	丽人丽妆	电商及代运营	600865.SH	百大集团	购百
300792.SZ	壹网壹创	电商及代运营	002356.SZ	赫美集团	购百
002315.SZ	焦点科技	电商及代运营	000679.SZ	大连友谊	购百
300785.SZ	值得买	电商及代运营	600838.SH	上海九百	购百
003010.SZ	若羽臣	电商及代运营	600223.SH	福瑞达	化妆品
301110.SZ	青木股份	电商及代运营	002637.SZ	赞宇科技	化妆品
301001.SZ	凯淳股份	电商及代运营	600315.SH	上海家化	化妆品
300888.SZ	稳健医疗	个护用品	603605.SH	珀莱雅	化妆品
002511.SZ	中顺洁柔	个护用品	688363.SH	华熙生物	化妆品
605009.SH	豪悦护理	个护用品	300957.SZ	贝泰妮	化妆品
003006.SZ	百亚股份	个护用品	300740.SZ	水羊股份	化妆品
603238.SH	诺邦股份	个护用品	001218.SZ	丽臣实业	化妆品
001206.SZ	依依股份	个护用品	002094.SZ	青岛金王	化妆品
300658.SZ	延江股份	个护用品	300132.SZ	青松股份	化妆品
301009.SZ	可靠股份	个护用品	301371.SZ	敷尔佳	化妆品
000955.SZ	欣龙控股	个护用品	300856.SZ	科思股份	化妆品
300877.SZ	金春股份	个护用品	603983.SH	丸美股份	化妆品
301108.SZ	洁雅股份	个护用品	001328.SZ	登康口腔	化妆品
600729.SH	重庆百货	购百	300955.SZ	嘉亨家化	化妆品
002419.SZ	天虹股份	购百	603059.SH	倍加洁	化妆品
600859.SH	王府井	购百	002919.SZ	名臣健康	化妆品
601366.SH	利群股份	购百	603630.SH	拉芳家化	化妆品
600694.SH	大商股份	购百	600249.SH	两面针	化妆品
600697.SH	欧亚集团	购百	603193.SH	润本股份	化妆品
600682.SH	南京新百	购百	002416.SZ	爱施德	家电 3C 连锁
000501.SZ	武商集团	购百	000829.SZ	天音控股	家电 3C 连锁
000417.SZ	合肥百货	购百	002024.SZ	ST 易购	家电 3C 连锁
600785.SH	新华百货	购百	601828.SH	美凯龙	家居家具连锁

603101.SH	汇嘉时代	购百	000785.SZ	居然之家	家居家具连锁
600858.SH	银座股份	购百	300755.SZ	华致酒行	酒类连锁
000715.SZ	中兴商业	购百	301078.SZ	孩子王	母婴连锁
600712.SH	南宁百货	购百	603214.SH	爱婴室	母婴连锁
600738.SH	丽尚国潮	购百	600612.SH	老凤祥	珠宝首饰
600628.SH	新世界	购百	600655.SH	豫园股份	珠宝首饰
603123.SH	翠微股份	购百	600916.SH	中国黄金	珠宝首饰
000679.SZ	大连友谊	购百	002867.SZ	周大生	珠宝首饰
600693.SH	东百集团	购百	605599.SH	菜百股份	珠宝首饰
000501.SZ	鄂武商 A	购百	002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰
600858.SH	银座股份	购百	000026.SZ	飞亚达	珠宝首饰
002187.SZ	广百股份	购百	002731.SZ	萃华珠宝	珠宝首饰
603123.SH	翠微股份	购百	301177.SZ	迪阿股份	珠宝首饰
600828.SH	茂业商业	购百	002574.SZ	明牌珠宝	珠宝首饰
601010.SH	文峰股份	购百	002721.SZ	*ST 金一	珠宝首饰
000419.SZ	通程控股	购百	300945.SZ	曼卡龙	珠宝首饰
600814.SH	杭州解百	购百	603900.SH	莱绅通灵	珠宝首饰
603101.SH	汇嘉时代	购百	002740.SZ	*ST 爱迪	珠宝首饰

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 宏观经济对于消费具有周期性影响	3
图 2: GQV (Growth/Quality/Value) 框架下的投资标的分类	3
图 3: 成长与价值类指数的长期波动趋势一致	4
图 4: 不同类型标的在不同阶段的收益回报出现差异性	4
图 5: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	5
图 6: 居民消费占 GDP 比重变化趋势	5
图 7: 中国居民恩格尔系数变化趋势	5
图 8: 中国居民存款 (万亿元) 变化趋势	5
图 9: 中国城镇居民人均可支配收入 (元) 变化趋势	6
图 10: 中国消费者信心指数变化趋势	6
图 11: 中国社会消费品零售额 (亿元) 总体变化趋势	6
图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分品类)	7
图 13: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类)	7
图 14: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)	8
图 15: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)	8
图 16: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)	8
图 17: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)	8
图 18: 中国网络零售额和占比情况	9
图 19: 2022 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司	9
图 20: 网络购物用户规模及渗透率	9
图 21: 便利店开通线上业务的比例	9
图 22: 2022Q3-2023Q3 零售行业与全市场宽基指数走势对比 (截至 2023.10.31)	12
图 23: 2022 年 10 月-2023 年 10 月换手率变动 (%)	12
图 24: 2022 年及 2023 年年初至今全市场市值变动幅度 (截至 2023.10.31)	13
图 25: 2008-2023A 股市场与零售子板块的 GDP/市值变化趋势 (截至 2023.10.31)	13
图 26: 消费品零售行业一体化投资框架路径图	14
图 27: 2022 年初至今不同子行业的市值涨跌幅 (截至 2023.10.31)	15
图 28: 2023 年初至今各子行业逐季度涨跌幅 (1) (截至 2023.10.31)	16
图 29: 2023 年初至今各子行业逐季度涨跌幅 (2) (截至 2023.10.31)	16
图 30: 2018-2023 年公募基金持仓明细	16
图 31: 2023 年三季度末与 2022 年三季度末沪港通持仓对比	17
图 32: 2017-2023Q3 渠道经销商营业收入同比增速变化趋势	18
图 33: 2017-2023Q3 渠道经销商净利润同比增速变化趋势	18
图 34: 2017-2023Q3 专营连锁板块营收同比增速变化趋势	18
图 35: 2017-2023Q3 专营连锁板块净利润同比增速变化趋势	18
图 36: 2017-2023Q3 品牌商营收同比增速变化趋势	19
图 37: 2017-2023Q3 品牌商净利润同比增速变化趋势	19
图 38: 商贸零售子行业 ROE 与 ROA (2023/9/30)	19
图 39: 商贸零售子行业 ROE 与 ROA (%) (2023/9/30)	19
图 40: 2017Q4-2023Q3 渠道经销商 ROE 变化趋势 (%)	20
图 41: 2017Q4-2023Q3 专营连锁 ROE 变化趋势 (%)	20
图 42: 2017Q4-2023Q3 品牌商 ROE 变化趋势 (%)	20
图 43: 2020.01-2023.09 经销商资产同比增速	20
图 44: 2020.01-2023.09 专营连锁资产同比增速	20
图 45: 2020.01-2023.09 品牌商资产同比增速	21
图 46: 2022Q3 与 2023Q3 子板块资产周转率	21
图 47: 2022Q3 与 2023Q3 子板块存货周转率	21
图 48: 2018-2023 子行业 PE 统计 (截至 2023.10.31)	22
图 49: 2018-2023 子行业 PE 统计 (截至 2023.10.31)	22
图 50: 国潮产业六大影响维度及四大特征	23
图 51: “数字化”对于公司和行业的影响由 α 到 β	24
图 52: 从生产到销售全产业链的数字化布局框架	24
图 53: 2022 年贵金属和天然珠宝玉石市场销售份额占比	25

图 54: 黄金需求量国际对比 (吨)	25
图 55: 我国黄金消费量 (吨) 及增速	26
图 56: 中国黄金首饰消费量及同比增速 (吨)	26
图 57: 黄金首饰产业链概览	26
图 58: 中国内地金银珠宝消费者年龄层分布	27
图 59: 中国消费者购买金银珠宝原因	27
图 60: 全国金银珠宝零售额 (亿元)	27
图 61: 伦敦现货黄金价格 (美元/金衡盎司)	27
图 62: 中国金银珠宝市场份额 (亿元)	27
图 63: 2020 年中国一二三线城市对钻石的需求比例	27
图 64: 珠宝/钻石/翡翠/黄金销售量 (万件)	28
图 65: 珠宝/钻石/翡翠/黄金销售均价 (元/件)	28
图 66: 中国黄金珠宝行业市场规模预测 (亿元)	29
图 67: 2017-2022 年中国金银珠宝行业集团市占率 (%)	29
图 68: 2007-2022 年我国化妆品行业规模持续扩张 (亿元)	30
图 69: 我国系全球仅次于美国的第二大化妆品市场	30
图 70: 2007-2022 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动	30
图 71: 2007-2022 年我国化妆品市场主要由护肤品与彩妆驱动	30
图 72: 2018-2022 年我国化妆品市场线上占比持续提升	31
图 73: 2013-2022 年我国化妆品市场集团市占率 (%)	31
图 74: 2013-2022 年我国化妆品市场品牌市占率 (%)	31
图 75: 2023 年疫情放开以来化妆品零售额明显反弹	32
图 76: 中国美妆个护电商渠道市场规模 (亿元)	32
图 77: 我国化妆品市场三大长期发展趋势展望	33
图 78: 我国护肤品行业空间预测 (亿元)	33
图 79: 大众及高端市场同比增速预测	33
图 80: 2022 年中国及部分地区人均化妆品消费额 (美元)	34
图 81: 2016-2023 年化妆品线上销售额 (亿元)	34
图 82: 核心组合收益率变动 (截至 2023.12.16)	37

表格目录

表 1: 商务部“消费提振年”六大主题活动一览	10
表 2: 各地区“消费提振年”主要活动一览	10
表 3: 金银珠宝行业概览	25
表 4: 黄金珠宝消费量预测	28
表 5: 核心关注组合 (截至 2023.12.16)	35
表 6: 标的公司盈利预测	36
表 7: 细分行业所包含的股票标的详情	38

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯壹：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn