

行业深度报告 ● 消费品零售行业 2023年6月26日

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

—2023年中期策略报告

消费品零售行业

推荐 维持评级

核心观点：

- **政策方向与行业趋势：**二十大重申“高质量发展”是全面建设社会主义现代化国家的首要任务；现阶段稳经济、扩消费的一系列政策措施，中央经济工作会议“把恢复和扩大消费摆在优先位置”要求，商务部把2023年全年定位为“消费提振年”，做到“季季有主题、月月有展会、周周有场景”，全国各地截至目前已累计开展促消费活动2.8万余场。
- **市场方向研判：**2023年初至今，AI板块炒作带动“电商及代运营”板块市值回升；金价上涨趋势明显以及幅度较大带动“珠宝首饰”市值与业绩明显回升；“个护用品”板块业绩持续强势，“化妆品”板块虽有波动，但头部公司业绩表现持续亮眼。公募基金与北上资金在“化妆品”、“个护用品”两个板块中形成一致共识。
- **投资主线与展望：**中期，我们认为具有“中华文化属性”的消费品零售优质标的公司更符合发展的大趋势，“国潮”强势为消费注入新活力。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。在当前“内循环”市场主线中，供给端与需求端均存在“国产替代”的市场空间，“国潮”优势将进一步体现。消费品零售企业开始转型升级，将传统文化与现代消费相结合，在生产端巧用传统原材料，注重研发创新，生产具有中国特色的产品，在销售端传播弘扬中华文化，打造知名特色的“国潮”品牌。我们认为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、渠道或是自有产品、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。对应，维持推荐包括：1) 化妆品：关注“中式”成分化妆品，把握“国潮”崛起下重研发、精产品、树品牌的优质国牌；2) 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；3) 酒类连锁：消费升级下高档白酒优势显现，传统文化加持优质品牌彰显韧性。
- **推荐标的盈利预测：**

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE(X)		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
永辉超市	601933.SH	0.04	0.07	0.11	89	42	28
家家悦	603708.SH	0.44	0.57	0.66	28	22	19
红旗连锁	002697.SZ	0.4	0.43	0.47	14	13	12
贝泰妮	300957.SZ	3.13	3.99	5.00	29	23	18
珀莱雅	603605.SH	2.63	3.31	4.12	40	32	26
上海家化	600315.SH	1.13	1.34	1.55	26	22	19
豫园股份	600655.SH	0.91	1.00	1.10	8	7	6
周大生	002867.SZ	1.25	1.47	1.69	13	11	10
老凤祥	600612.SH	4.09	4.76	5.48	16	13	12
华致酒行	300755.SZ	1.63	2.22	2.81	15	11	8

资料来源：Wind一致预期，中国银河证券研究院，截止2022年6月26日收盘价

- **风险提示：**行业内竞争加剧的风险；疫情影响持续的风险。

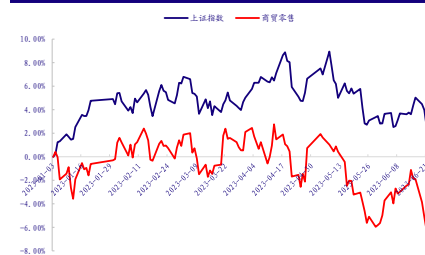
分析师

甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130520050002

行情走势

2023.06.26



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

- 【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
- 【银河消费品零售】2022年中期策略报告_稳扎稳打消费基本盘，维持关注升级下的“专精特新”_20220615
- 【银河消费品零售】2022年年度策略报告_聚焦中高端消费下的“专精特新”_20211130
- 【银河零售李昂团队】2021年中期策略报告_配置方向在可选，alpha将成为预期收益的重要来源_20210611
- 【中国银河研究院_李昂团队】2021年年度策略_零售行业_坚守优质企业，把握数字化变革_20201213
- 【中国银河研究院_李昂团队】2020年中期策略报告_零售行业_砥砺前行，雨后彩虹_20200709

目录

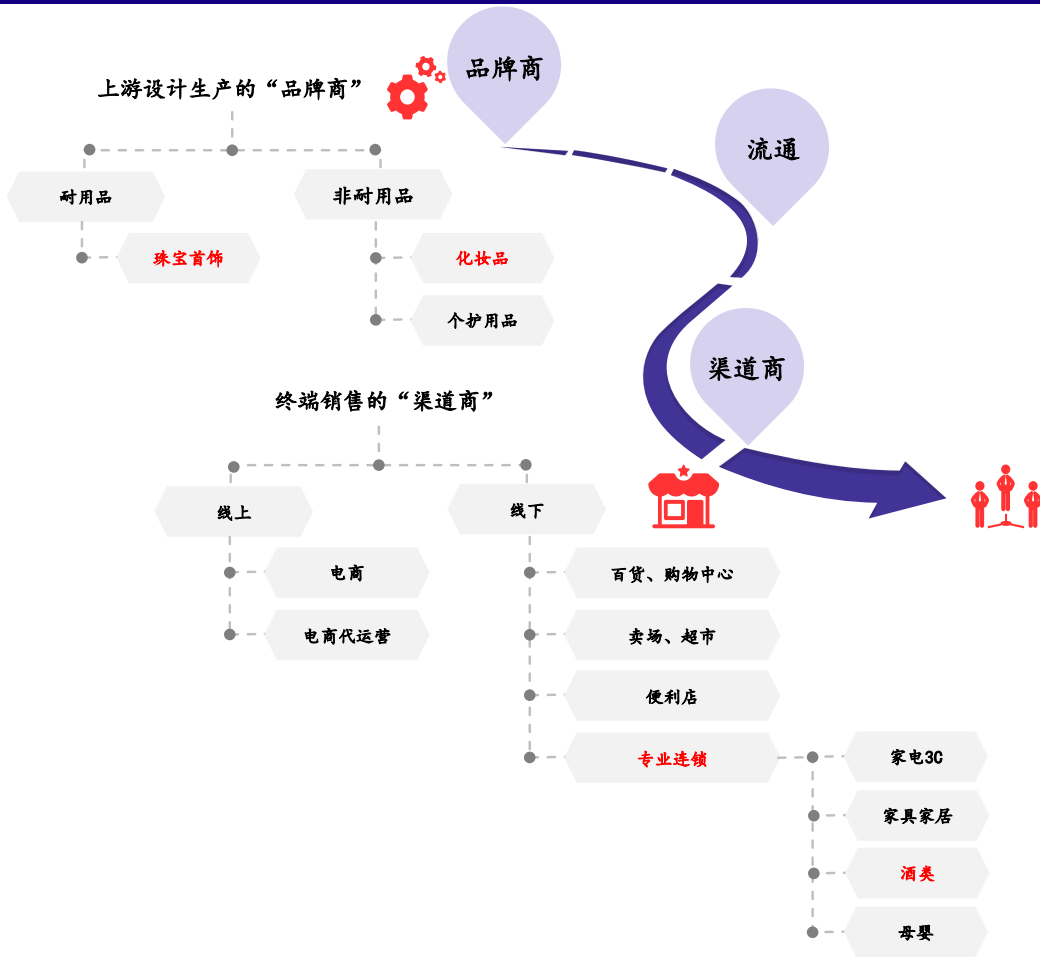
一、研究框架及分析范围：遵循产业链逻辑构建投资体系，把握行业内的结构性机会	3
（一）消费品零售行业研究覆盖产业链中上游品牌商和下游渠道商两大环节.....	3
（二）年内方向型政策梳理：高质量发展仍是首要任务，加大力度促进消费恢复、挖掘消费潜力.....	4
（三）行业当前状态与趋势：2023年上半年延续恢复态势，可选升级类与服务类消费弹性回升更大.....	5
二、市场方向研判：可选升级类消费仍有提升空间，预期有望实现业绩改善与估值双击	11
（一）估值层面：2023年大部分子行业实现估值修复，购百、超市与个护板块增速表现亮眼.....	13
（二）业绩层面：金价上涨迅猛带动珠宝首饰强势复苏，疫情影响消退下部分可选品对应行业实现复苏.....	14
（三）资金层面：化妆品、个护用品板块机构预期一致，购百、超市行业配置各异.....	15
（四）结论：22年各版块市值均收到不同程度冲击，23年电商与珠宝首饰行业已有市值抬升.....	17
三、投资主线：以文化为底蕴为消费注入新活力，聚焦消费行业的中华文化属性	18
（一）化妆品：关注“中式”成分化妆品，把握国潮崛起下重研发、精产品、树品牌的优质国牌.....	20
（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.....	31
（三）酒类连锁：消费升级下高档白酒优势显现，传统文化加持优质品牌彰显韧性.....	40
四、投资展望与推荐标的：升级可选类消费弹性空间更大，中长期建议关注具备“中华文化”属性的优质标的	48
五、风险提示	50
六、附录	51

一、研究框架及分析范围：遵循产业链逻辑构建投资体系，把握行业内的结构性机会

（一）消费品零售行业研究覆盖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 1：消费品零售行业一体化投资框架路径图（其中红色标注为本报告中重点推荐关注的行业）



资料来源：中国银河证券研究院整理

（二）年内方向型政策梳理：高质量发展仍是首要任务，加大力度促进消费恢复、挖掘消费潜力

2022 年起，中共中央及各部委出台多项相关政策，明确了加快建设全国统一大市场的重点任务，部署了稳经济、扩消费的一系列政策措施，旨在**提升群众生活水平，保障和改善民生，带动就业、投资和产业升级，降低生产流通成本、提高生产效率、挖掘消费潜力，促进消费恢复，切实提振国内经济活力**。在促消费方面，重点关注汽车、家电和餐饮等传统消费领域对整体消费的推动作用，出台了搞活汽车流通扩大汽车消费、促进绿色智能家电消费和助力餐饮等服务业纾困的政策措施，推动直播电商、社交电商等新业态新模式有序健康发展，拓展数字生活新服务，激发消费活力。

2022 年 12 月 7 日国务院联防联控机制综合组出台了进一步优化落实新冠肺炎疫情防控的措施“新十条”，最大限度上减少了疫情对经济社会发展的影响，显著改善了市场此前对经济活动状态的预期。随着政策放开带来的短期影响消退，其长期利好逐渐显现。2023 年起，除继续推出针对特定行业如绿色智能家电、汽车等领域的促进措施，针对内需不足等情况政策重点转向把恢复和扩大消费摆在优先位置，并继续提出各类消费促进活动的统筹举办，强调了形成全国统一大市场、发展绿色低碳消费是未来的发展方向。（政策梳理详情参见附录表 18）

表 1：国家层面行业政策（精简版）

部门	时间	名称	主要内容
工信部	2023. 04. 28	关于开展 2023“三品”全国行活动的通知	聚焦 7+10+N 活动，培优育强引领消费新升级；深化产销联动，线上线下激发行业创动能；加强产销互动，提质扩容优化模式促发展。
财政部、海关总署、国家税务总局	2023. 04. 15	关于 2023 年中国进出口商品交易会展期内销售的进口展品税收优惠政策的通知	对 2023 年举办的广交会在商务部确定的展期内销售的免税额度内的进口展品免征进口关税、进口环节增值税和消费税。
国务院办公厅	2023. 04. 11	关于推动外贸稳规模优结构的意见	强化贸易促进拓展市场；稳定和扩大重点产品进出口规模；加大财政金融支持力度；加快对外贸易创新发展；优化外贸发展环境。
文化和旅游部	2023. 03. 20	关于组织开展 2023 年文化和旅游消费促进活动的通知	全年举办内容丰富、形式多样、线上线下相结合的系列促消费活动，改善消费条件，创新消费场景，优化消费环境，营造良好消费氛围，维护消费者合法权益，激发居民文化和旅游消费热情，促进消费加快恢复和产业高质量发展。
国务院	2022. 03. 05	政府工作报告	针对有效需求不足的突出矛盾，多措并举扩投资促消费稳外贸。发展消费新业态新模式，采取减免车辆购置税等措施促进汽车消费。
国务院办公厅	2022. 12. 14	扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）	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。
国务院办公厅	2022. 11. 14	关于同意在廊坊等 33 个城市和地区设立跨	同意在廊坊等 33 个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区，具体实施方案由所在地省级人民政府分别负责印

境电子商务综合试验区。

区的批复

资料来源：中国政府网，商务部，中国银河证券研究院整理

依据中央经济工作会议“把恢复和扩大消费摆在优先位置”要求，商务部围绕“改善消费条件，创新消费场景，营造消费氛围，提振消费信心”及早谋划，把2023年全年定位为“消费提振年”，确定了“全年乐享全民盛惠”主题，会同相关部门、地方和行业协会安排近300场活动，做到“季季有主题、月月有展会、周周有场景”。各省市结合自身发展情况，先后举办多个消费提振活动。据商务部统计，全国各地截至目前已累计开展促消费活动2.8万余场，参与企业40余万家。各省市举办“消费节”等系列活动，促进今年以来疫情影响下消费的持续恢复，推动消费新趋势，促进消费升级。另外，从发放消费券、数字人民币红包到购车补贴、家电以旧换新，地方密集出台一系列促消费政策举措，助力消费市场复苏。而针对需求偏弱的突出矛盾，扩投资、促消费、促进产业升级、纾困市场主体等依然是我国稳经济稳增长稳预期的重要手段。下一步宏观政策的着力点将是着力促进居民消费尤其是内需、扩大民间投资，提升实体经济活跃度。

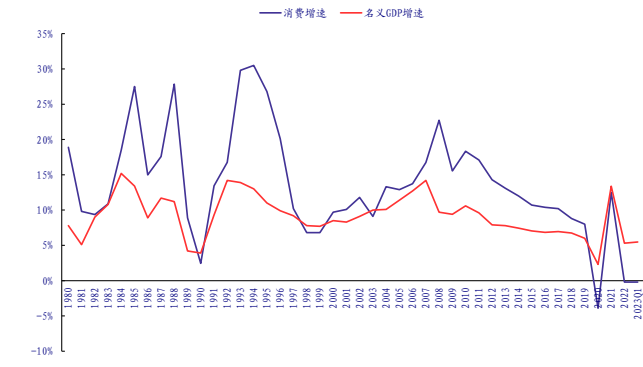
据北京大学光华管理学院与蚂蚁金服研究院联合发布的报告显示，政府1元的消费补贴能够带动平均3.5元以上的新增消费。不少地方和支付平台统计的杠杆效应可达到5倍甚至10倍的效果。微信平台的数据显示，2020至2021年微信支付实际核销各类优惠金额229亿元，撬动社会消费5200亿元。根据我们的统计，2022年至少有九个省份总共发放了超过30个亿的消费券，其中超过10个城市发放的消费券累计数额过亿。2023年疫情影响消退但各省市依旧重视消费券带来的消费提振作用，消费券覆盖门类同样多元，不同类别的消费券对不同消费群体提供了消费补贴，对相关领域促进效应也不同。总体来看，消费券在直接降低消费成本的情况下，将有效助推消费回暖，并带动上下游产业链恢复，对经济发展起到明显促进作用。同时，在重点节假日前各省市纷纷投放新一轮消费券，促进假期期间出行人员与当地居民消费。据湖北省商务部统计，2023年“惠购湖北”首批次家电消费券已累计核销1.36亿元，直接拉动消费金额17.08亿元，促消费效果凸显。2023年以来消费券发放力度和频次不减，继续针对旅游、餐饮、住宿、娱乐等前期受疫情影响严重行业，助力相关领域加快疫后复苏。并发放针对更多细分领域，比如北京推出的京彩绿色消费券等等。（政策梳理详情参见附录表19、20）

（三）行业当前状态与趋势：2023年上半年延续恢复态势，可选升级类与服务类消费弹性回升更大

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

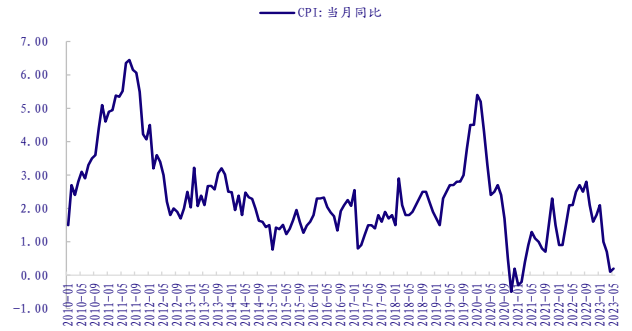
消费对经济发展的基础性作用日益显著，即使在疫情的影响之下，GDP与消费增速出现涨跌转折的时间点也基本一致，增减变化大体保持相同的趋势，消费随着GDP相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势。但是可以看出，疫情影响下的消费增速偏弱，整体上生产复苏快于消费复苏，且消费增速变动幅度大于GDP增速浮动程度。从CPI增速变化趋势来看，2023年1-5月，受国际能源价格、猪肉价格下滑影响，CPI整体呈现下行趋势。

图 2: 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整理

图 3: 中国 CPI 增速变化趋势

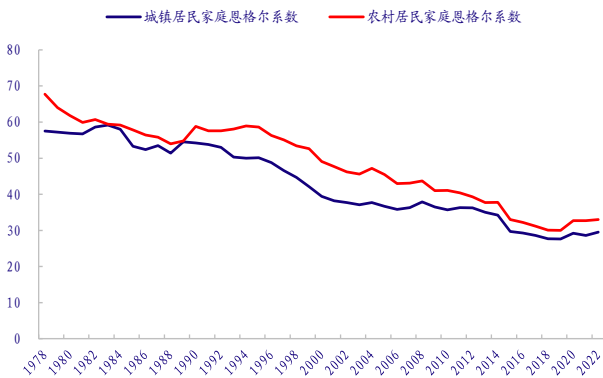


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 人均可支配收入提升但消费者信心出现下滑, 消费能力和热情整体呈现出健康发展态势

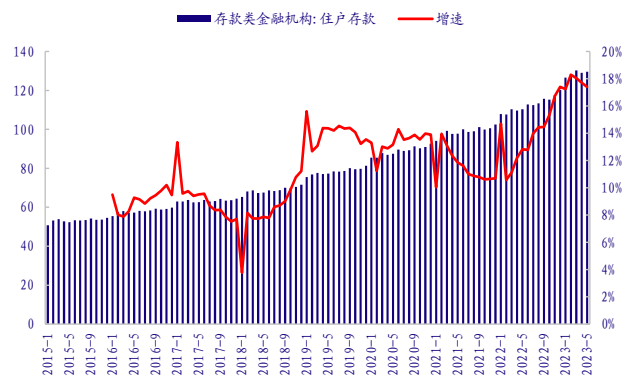
随着国内经济的发展, 居民人均可支配收入与存款数额也不断提升, 这说明国民已经拥有一定的消费基础和财富积累。尽管近年来国内居民人均消费支出有所回落, 消费占支出比重下降, 但中国居民恩格尔系数持续走低, 这说明, 国内居民消费结构改善, 食物等保障日常需求支出占比下降, 服务消费及等发展及享受型消费占比提升, 消费升级趋势明显。

图 4: 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整理

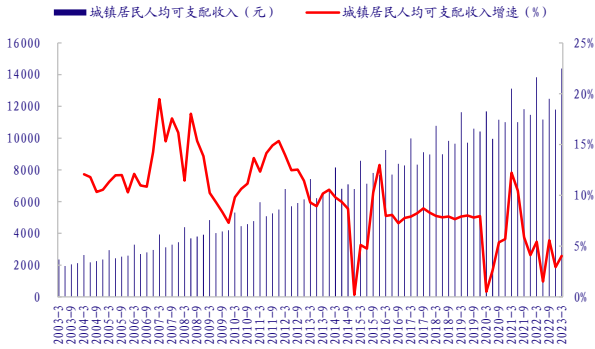
图 5: 中国居民存款 (万亿元) 变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

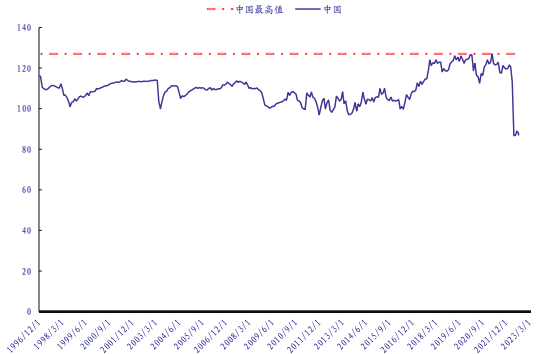
在物价水平平稳的环境之下, 人均可支配收入的提升对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用, 因此人均可支配收入与消费者信心指数应该存在相似的变化趋势。2008 年金融危机之后, 中国的消费者信心指数自 2011 年开始回升; 疫情的影响下, 2020 年内消费者信心指数出现 V 字形走势, 随着疫情的影响消退, 国内管控逐步步入常态化, 消费者信心对应出现提升恢复。2022 年 4 月开始, 消费者信心指数回落至 86.7, 随后在不超过 90 的低位区间波动至年末未见明显好转, 由此看来, 疫情因素对消费者信心有所影响, 但随着疫苗接种在国内的逐步普及, 后疫情时代监管步入常态化, 加之政府政策支持, 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。

图 6: 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整理

图 7: 中国消费者信心指数变化趋势

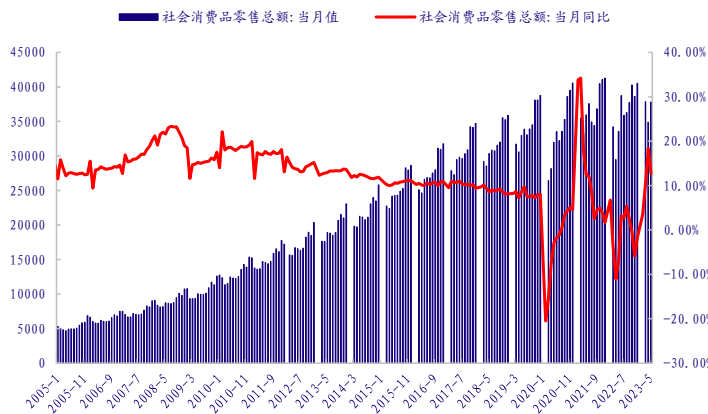


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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, 我国社会消费品零售额在 2009 年之后基本呈现出增速放缓趋势; 排除 2020 年年初至今疫情带来的异常波动影响, 2021 年社消已恢复至前期的增长轨迹, 以 2019 年为基数, 2021 年全年社消增速达 7.09%, 2022 年全年受年内疫情点状散发以及部分大城市大规模爆发与年末防控政策转变超预期影响, 全年社消增速有所回落, 但以 2019 年为基数仍达到 6.82%。2023 年 1-5 月, 单月社消增速明显回升, 年初起已回归正区间且直至 4 月逐月抬升; 5 月增速表现环比上月出现回落, 但相较一季度依旧处于高位。

图 8: 中国社会消费品零售额 (亿元) 总体变化趋势



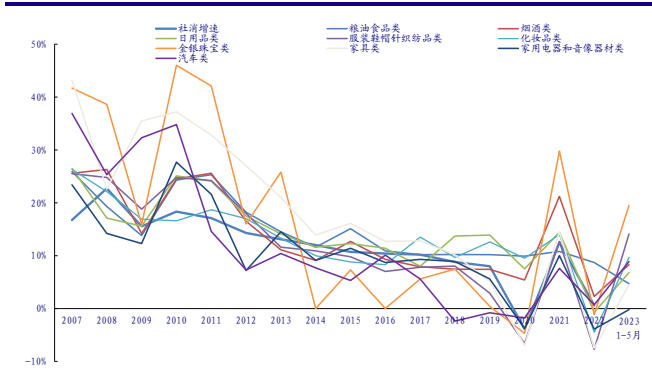
资料来源: 国家统计局, Wind, 中国银河证券研究院整理

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、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

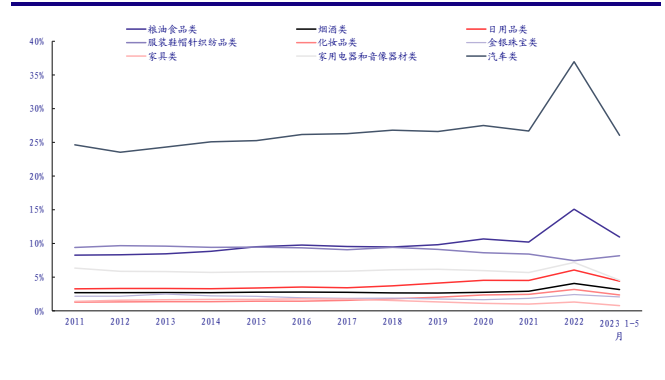
金珠宝、家具类商品占比基本呈现下降趋势，家用电器类商品占比较为稳定。综合来看，2021年在上年大多数单品规模萎缩/负增长的基础上，多数单品实现了增速的大幅提振。截至2022年10月份，我国社零总体呈现上升态势，较2021年同期上升0.21万亿元，较2020年同期提升4.87万亿元。整体来看，受疫情封控影响，居民消费力度有所减弱。从绝对值规模的角度来看，粮油食品、饮料、烟酒等基本生活消费品类相较2019年、2020年、2021年同期均出现了规模的增长，消费需求旺盛且稳定。前期必需消费品抗周期性的优势显现，其中以粮油食品为代表的基本生活消费，增速表现相对平稳，韧性极强；升级类消费包括线下渠道内的非耐用品消费（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月在前期低基数基础上实现增速的恢复，反弹，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。

图 9：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整理

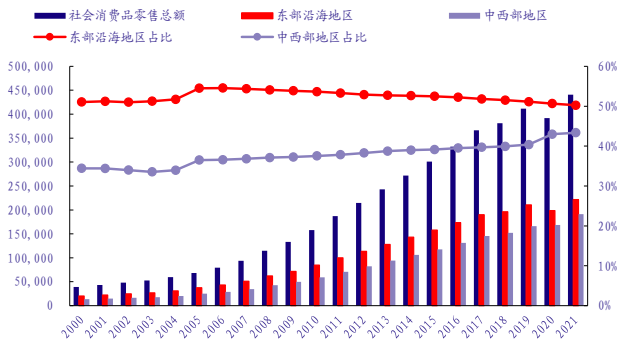
图 10：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

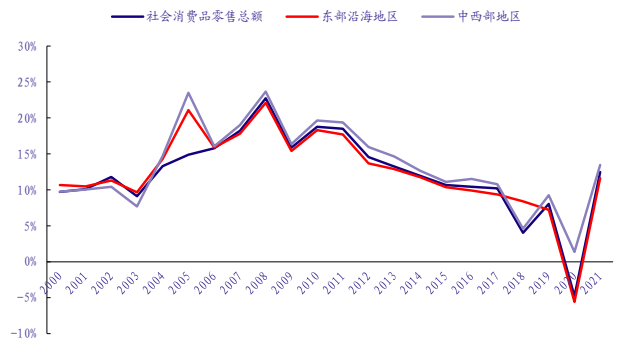
从不同地区的角度来看，我国东部沿海省市是消费的主要贡献区域，尽管占比自2005年后有所下滑，但持续稳定在50%以上；浙江、福建、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，贡献东部沿海地区60%左右的消费零售额，且保持增速优于全国水平。中西部地区对于销售额的贡献逐年上升，与东部地区的差距进一步缩小；中西部地区的消费增速自2004年开始就超过全国整体增速水平，其中四川、河南、湖北、安徽的表现较为优异，2021年规模均突破两万亿元。2021年，东部沿海地区和中西部都迎来了社消的快速复苏，其中东部沿海地区同比增长11.63%，中西部地区同比增长13.46%。

图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

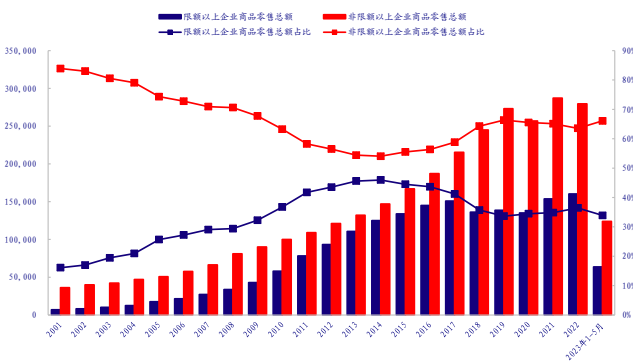
图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

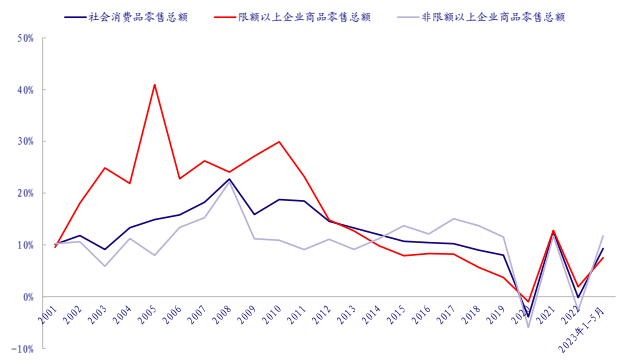
从规模的角度来看, 限额以上的单位 (年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业、500 万元及以上的零售业企业和 200 万元及以上的住宿餐饮业企业) 占比相对较低, 且自 2014 年到达峰值 45.96% 后逐年显示出下降趋势, 在 2019 年占比下滑至 33.66% 之后缓慢回升, 2022 年 10 月时占比上升至 35.85%, 剩余的销售零售额贡献来自于规模以下的单位企业。增速方面, 2011 年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑, 并在 2014 年之后失去了超越整体增速水平的优势; 与之相反, 规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势, 2011 年开始不断攀升。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, 如若疫情影响逐步减弱, 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 13: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)



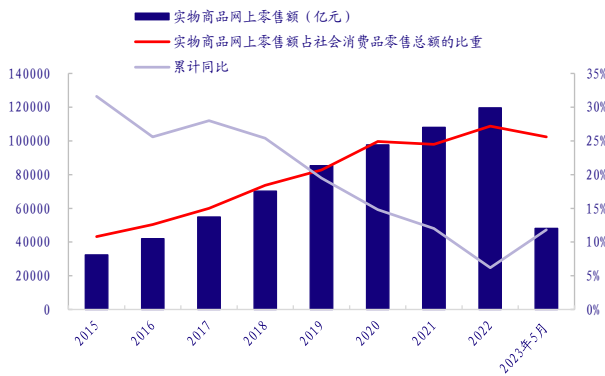
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 渠道差异化表现, 线上渠道在疫后表现同样稳健

从零售总额的结构分析, 中国市场线上渠道占比持续提升。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, 2020 年降至 10.9%, 2021 年小幅上涨至 12.0%, 但 2022 年再次滑落至 6.20%, 仍未回到疫情前线上

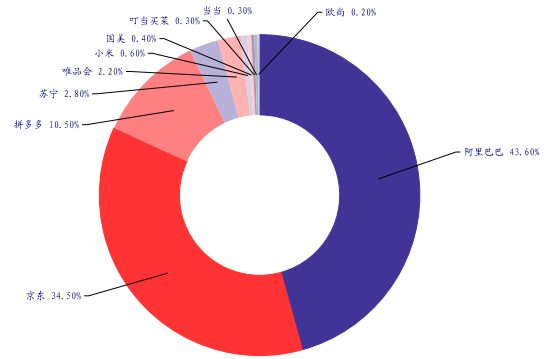
渠道发展水平，而线下渠道的零售增速在 2020 年为负值，2021 年回正，整体上疫情期间线上渠道表现优于线下渠道。从行业集中度方面来看，中国的 CR10 持续在 5%左右波动，龙头公司的表现差异不大，华润、欧尚（高鑫）、苏宁、沃尔玛的市占率都仅为 0.5%-0.7%。而自上世纪 90 年代末引入网络零售新业态以来，中国线上渠道的行业集中度已经进入后期，CR10 逐年稳步攀升，基本形成线上巨头垄断格局。除此之外，疫情下社区团购风起，叮当买菜首次进入市占率前十，占比达 0.3%。

图 15: 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整理

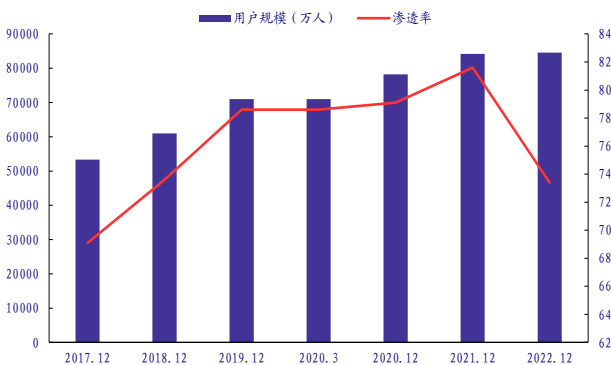
图 16: 2021 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

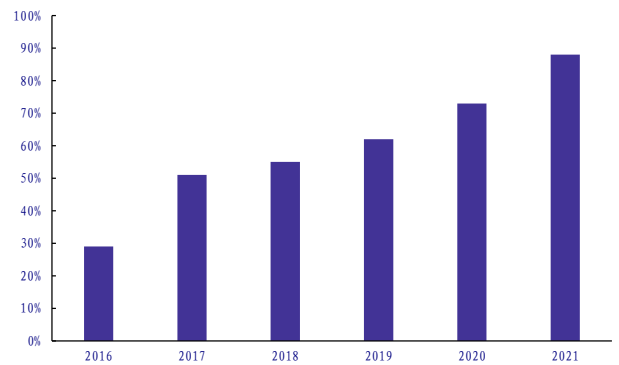
疫情引发消费者购物习惯的变化，便利店企业更加注重线上业务的布局。从网购用户规模来看，CNNIC 数据显示，2022 年网络购物用户规模继续提升，截至 2022 年 12 月，网络购物人数达到 8.45 亿，但占比数有所降低，占到全国总体网民的 73.40%。从企业的线上零售业务来看，《2021 年中国便利店发展报告》显示，为了与消费者建立起更为密切的链接，发展新的业务增长点，超 8 成便利店已推出线上业务，实体店与网点并驱已成为常态，其中，超 7 成企业线上业务通过与第三方合作的形式开展，线上业务销售额贡献占比约 7%。

图 17: 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整理

图 18: 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整理

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、市场方向研判：可选升级类消费仍有提升空间，预期有望实现业绩改善与估值双击

为了更好地回顾与理解 2021 年至今行业整体及细分子行业的市场表现，我们选取的指标为总市值及其变化幅度，并将时间段划分为：1) 2022 年全年：2022 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 31 日；2) 2023 年 1-6 月：2022 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 16 日。按行业划分，30 个行业中 2022 年期间商贸零售行业市值变动-8.42%，变动幅度排名为 9 名，2023 年 1-6 月行业市值变动-3.09%，变动幅度排名为 23 名；2022 年全年商贸零售行业跑赢全市场的均值水平，但 2023 年初至今转为跑输该水平。

图 19：2022 年及 2023 年年初至今全市场市值变动幅度（%）

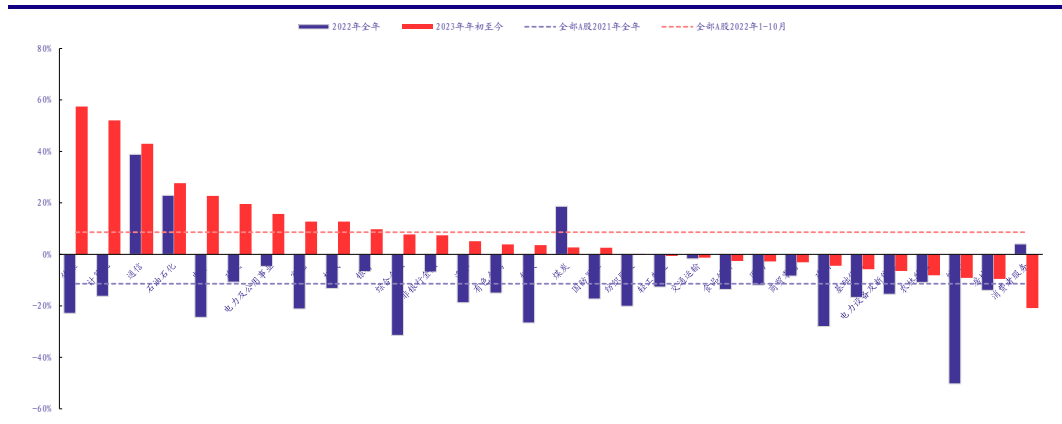
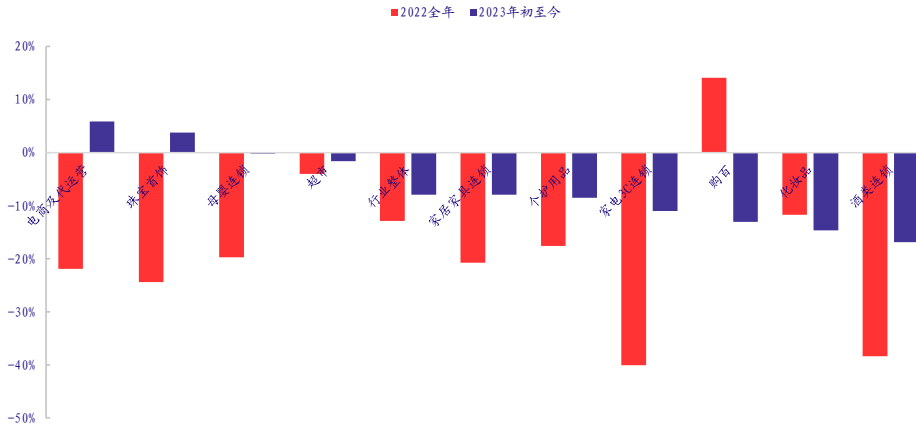


图 20: 2022 年及 2023 年初至今细分行业市值变动幅度 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

按前文中划分的细分子行业拆分, 2023 年年初至今大部分子行业存在不同程度的下滑, 其中“电商及代运营”、“珠宝首饰”逆势向上, 分别增长 5.85%、3.78%, 而“酒类连锁”、“化妆品”、“购百”、“家电 3C 连锁”分别录得-16.88%/-14.66%/-13.05%/-11.01%的市值规模变化, 跌幅最大。逆势向上的行业中, “电商及代运营”和“珠宝首饰”2022 年表现出较好的承压能力(跌幅相对偏小)并在 2023 年起表现出较强的疫后复苏弹性。

表 2: 2022 年及 2023 年初至今细分行业市值变动幅度详情

行业市值变化	2022 全年	2023 年初至今
电商及代运营	-21.89%	5.85%
珠宝首饰	-24.41%	3.78%
母婴连锁	-19.72%	-0.20%
超市	-4.02%	-1.60%
行业整体	-12.87%	-7.92%
家居家具连锁	-20.74%	-7.94%
个护用品	-17.57%	-8.52%
家电 3C 连锁	-40.06%	-11.01%
购百	14.08%	-13.05%
化妆品	-11.70%	-14.66%
酒类连锁	-38.36%	-16.88%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

按时间段拆分, 2023 年年初至今消费品零售行业整体呈现市值下跌的态势, 总计出现 7.92% 的负增长。2022 年国内疫情出现明显反复, 叠加外需转弱等影响, 国内经济基本面持续承压。并且在疫情多发散发、消费者消费意愿减弱、外部环境竞争激烈等因素综合作用下带来情绪悲观预期, 零售企业市值出现下降。2023 年虽逐步摆脱疫情影响, 但消费处于弱复苏阶段, CPI 增速表现持续低迷对市场形成一定拖累, 同时出口贸易同样受阻影响行业整体疫后复苏。细分板块来看, 2023 年初至今仅有“电商及代运营”和“珠宝首饰”板块实现止跌回升, 主要是受

到 AI 概念炒作驱动以及年内黄金价格振荡上行带来的细分行业景气度抬升影响。其它大部分板块虽下跌趋势未变但在消费复苏趋势下跌幅有所收窄，但“化妆品”板块下跌幅度增加，“购百”板块在 2022 年高基数表现下有所回落。

以下，我们根据“总市值 = PE × EPS”的逻辑，对行业整体与各细分子行业的市值增减幅进行简单拆分。

（一）估值层面：2023 年大部分子行业实现估值修复，购百、超市与个护板块增速表现亮眼

2023 年 1-6 月，行业整体 PE (TTM) 上涨幅度为 1298.67%，主要是由于 2022 年基数较低，消费品零售类子行业受疫情冲击景气度受挫以及后疫情阶段市场对于行业内公司的基本面预期没有发生明显改变。从绝对值的角度来看，消费品零售行业较市场整体在 2022 年上半年存在估值溢价，而在 2022 年下半年估值出现明显的下滑，且波动弹性更大，2023 年年初至今沪深 300 的 PE (TTM) 在 12-15X 范围内，对应消费品零售行业的 PE (TTM) 水平在 -2-105X 范围内波动。

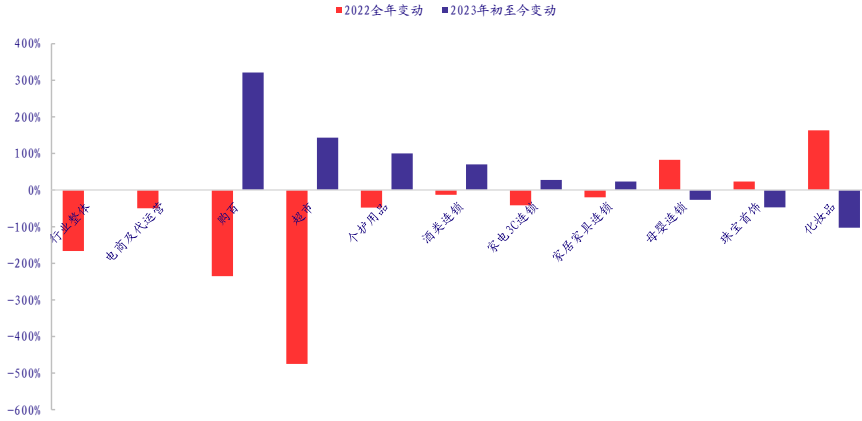
按细分行业拆分，2023 年年初至今大部分子行业实现估值扩张，按照扩张幅度分别为“电商及代运营”、“购百”、“个护用品”、“酒类连锁”、“家电 3C 连锁”与“家居家具连锁”，分别实现 797.12%、321.46%、111.14%、100.26%、70.38%、27.61%、23.45% 的估值扩张，而同期估值大幅缩水的子行业则为“化妆品”、“珠宝首饰”与“母婴连锁”，分别实现估值萎缩 102.72%、47.43% 和 26.33%。其中化妆品行业估值大幅萎缩的原因主要是受到了异常标的的影响（两面针），珠宝首饰与母婴连锁则是前期估值较高回落所致。家电 3C 连锁与家居家具连锁表现则较为稳定，板块内个股表现有所分化；“超市”、“电商及代运营”、“个护用品”与“电商及代运营”主要是板块内部分低估值个股有了较大的估值修复，其中，“电商及代运营”板块内个股（凯淳股份、跨境通）估值修复尤其明显，带动板块整体估值大幅上涨；“购百”板块摆脱疫情影响，渠道发展回归正轨表现走强。另外，2022 年“电商及代运营”板块因板块内个股异常波动影响（若羽臣），板块整体估值变动水平也异常偏低。

表 3：2022 年及 2023 年初至今行业整体与细分行业 PE (TTM)

行业市值变化	2022 全年	2023 年初至今
电商及代运营	11.64	104.45
母婴连锁	76.72	56.52
酒类连锁	28.71	48.92
超市	-98.50	42.70
购百	-16.96	37.56
行业整体	-2.56	30.66
家电 3C 连锁	19.78	25.24
家居家具连锁	12.47	15.40
珠宝首饰	26.59	13.98
个护用品	-28.56	0.07
化妆品	54.78	-1.49

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: 2022 年及 2023 年初至今行业整体与细分行业 PE (TTM) 变动情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 异常数据已剔除

从绝对值的角度来看, “电商及代运营”行业估值水平最为领先, 因估值水平异常高估而目前处于 100X 以上的第一梯队, 主要是板块内部分个股受到 AI 概念炒作影响股价走强, 母婴连锁是由于鼓励三胎政策的出台引起的概念炒作, 而化妆品则是因为行业景气度较高, 行业持续保持较高增速扩张, 上市标的公司旗下品牌在行业内均享受一定的市场认可度, 且可以保持超过行业增速的销售额增长趋势, 市占率与品牌影响力不断提升, 因此市场对于相关标的公司认可度较高并持续予以较高估值。“化妆品”行业的估值水平偏低, (截止 2023/06/16 板块估值低于沪深 300 整体水平), 主要系异常标的的影响(两面针)。

(二) 业绩层面: 金价上涨迅猛带动珠宝首饰强势复苏, 疫情影响消退下部分可选品对应行业实现复苏

按时间段拆分细分子行业, 2023 年一季度仅有板块表现分化, 其中“母婴连锁”和“家电 3C 连锁”板块分别实现归母净利润同比增长 122.98%、116.39%。一季度, 2022 年全年归母净利润尚处于负区间的“超市”和“家电 3C 连锁”回归正值, 商贸零售行业全部子版块目前业绩表现均处于正区间。另外, 随着客流回归线下, 受到线下渠道商逐步从歇业、控流中恢复的影响, “家电 3C 连锁”业绩持续回升, “电商及代运营”板块表现则受到一定的负面影响。但“百货”板块却仍有所下滑, 主要系经济处于弱复苏以及内生消费动力不足导致。“超市”板块虽受到 CPI 拖累, 但得益于头部企业(永辉超市)业绩修复, 板块整体业绩有所回升。

对于我们重点关注的板块, “化妆品”板块和“珠宝首饰”板块在疫后复苏中行业均表现良好。“化妆品”板块受 2022 年业绩跌落造成的低基数影响, 表现有所回升, 同时其龙头企业以及具有较强品牌力的企业持续呈现出更好的韧性。“珠宝首饰”板块中黄金相关企业以及龙头企业则具有更好的表现, 且在金价上涨助力行业销售实现量价齐升; 对于“酒类连锁”板块, 受行业整体影响, 板块内个股(华致酒行)主营的精品酒同样承压, 但随着婚庆、商务宴请的恢复, 未来景气度值得期待。

从绝对值与单季归母净利润的恢复性增长情况来看, 2023 年一季度仅“家电 3C 连锁”板块

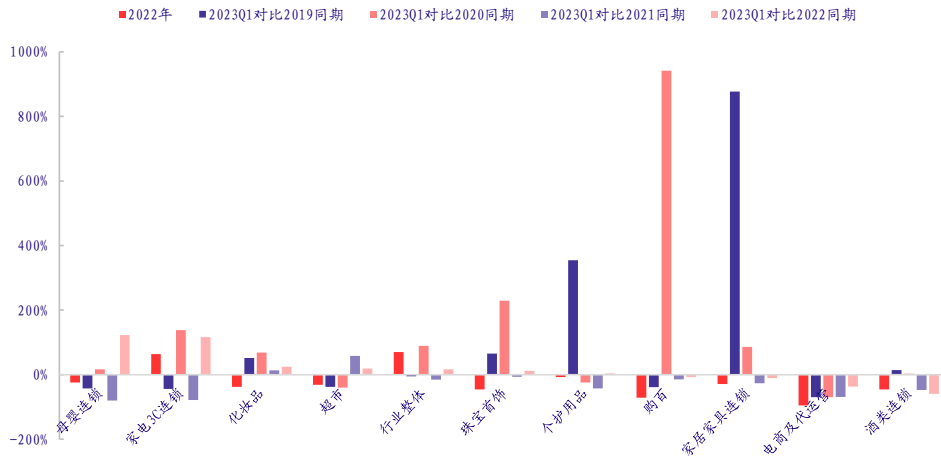
的累计归母净利润规模已经超过了 2019 年即疫情前的同期水平。

表 4：2022 年及 2023 年一季度细分行业归母净利润合计情况增速（%）

	2022 年	2023Q1 对比 2019	2023Q1 对比 2020	2023Q1 对比 2021	2023Q1 对比 2022
		同期	同期	同期	同期
母婴连锁	-24.37%	-42.17%	16.35%	-80.14%	122.98%
家电 3C 连锁	63.50%	-44.35%	138.23%	-78.44%	116.39%
化妆品	-37.45%	51.99%	68.26%	13.73%	24.55%
超市	-31.01%	-37.96%	-39.68%	57.90%	19.30%
行业整体	69.87%	-5.22%	89.58%	-15.15%	16.87%
珠宝首饰	-45.29%	65.50%	229.04%	-6.23%	11.76%
个护用品	-7.22%	354.42%	-23.94%	-42.48%	3.90%
购百	-70.74%	-38.70%	941.24%	-14.64%	-7.09%
家居家具连锁	-29.11%	877.03%	85.86%	-26.38%	-10.25%
电商及代运营	-95.15%	-69.47%	-69.75%	-68.84%	-36.43%
酒类连锁	-45.77%	14.11%	3.49%	-46.99%	-59.35%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22：2022 年及 2023 年一季度细分行业归母净利润合计变动情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

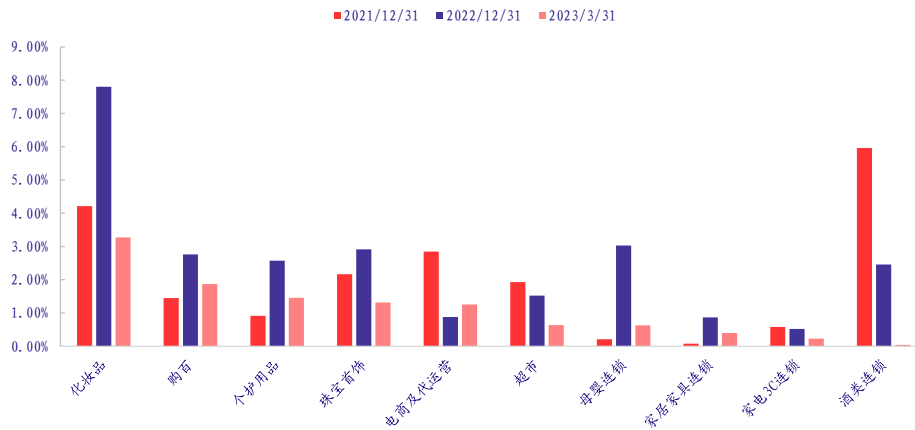
（三）资金层面：化妆品、个护用品板块机构预期一致，购百、超市行业配置各异

从机构持仓角度出发，公募基金与沪深港通的北上资金作为 A 股市场中的专业机构投资者中对 A 股市场表现具备一定的定价权，故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。

就公募基金持仓市值而言，按时间点划分，截止 2023 年一季度末，公募基金对行业内上

市公司的总持仓市值占行业总市值比重为 1.77%，较 2022 年末出现显著下降。具体到不同时间节点的细分行业持仓情况，截止 2023 年 3 月 31 日，公募基金持仓市值占总市值比重位居前三的细分行业为“化妆品”、“购百”、“个护用品”，持仓市值占比分别为 3.27%、1.87%、1.46%。此外，可以明显看出 2021 年和 2022 年期间内基金对于“化妆品”板块关注度较高，在 2023 年一季度聚焦延续，同时“购百”板块也受到相当的关注。具体来看，“化妆品”板块内基金持仓数目较多的主要是头部品牌商，“购百”板块中，王府井、重庆百货等受基金重仓个股均有国资背景，因此其受到了中特估概念的炒作影响有一定的利好。

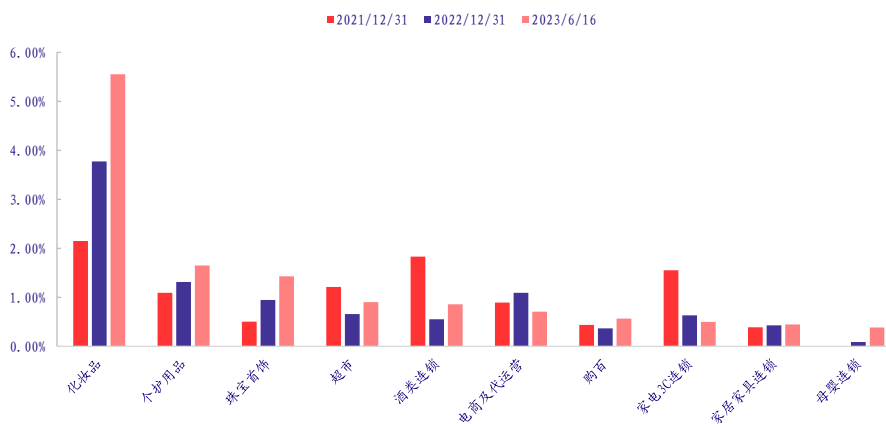
图 23：2022 年年初至今细分行业基金持仓情况（按持仓金额占比市值的比例%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

其次，对于沪深港通代表的北上资金而言，其持仓市值而言按时间点划分，截止 2023 年 6 月 16 日，沪深港通持有行业内上市公司的总市值占行业总市值比重达到 2.14%，相较 2021 年末的 1.17% 出现显著抬升，与 2022 年末相比同样抬升明显。具体到不同时间节点的细分行业持仓情况，截止 2023 年 6 月 16 日，沪深港通持仓市值占总市值比重位列前三的细分行业为“化妆品”、“个护用品”、“珠宝首饰”，持仓市值占比分别为 5.55%、1.65%、1.43%。横向对比可以发现，北上资金始终对于“化妆品”、“个护用品”两个行业保持了较高关注度持续较高，2023 年对“化妆品”的关注度有所提升，对“酒类连锁”的关注度有所下降。

图 24：2022 年及 2023 年初至今细分行业沪深港通情况（按持仓金额占比市值的比例%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

综合公募基金持仓与沪深港通持仓情况,二者偏好的行业子版块逐渐趋于相同,并与前文中市场回顾部分梳理得出的表现最佳的行业基本完全吻合,主要包括“化妆品”、“个护用品”等板块,同时可以看出市场偏好逐渐从疫情前期、中期的“电商及代运营”、“超市”板块向后疫情时代恢复较好的“珠宝首饰”、“化妆品”等可选品类专营连锁渠道商板块转移。但同时也可以看出资金行业配置存在一定的差异性,在当前时点面对疫情反复的冲击,内资主导的公募基金和北上资金为主的沪深港通机构对于零售渠道的偏好有所不同,前者更加看重“购百”行业,而后者相对更加青睐“超市”行业。

(四) 结论: 22 年各版块市值均收到不同程度冲击, 23 年电商与珠宝首饰行业已有市值抬升

最后,综合估值、业绩以及资金流向三方面因素共同解析 2022 年及 2023 年初至今各细分行业市值变化。2022 年面对疫情的反复冲击,各个板块的市值都存在不同程度的下滑,其中“购百”、“化妆品”和“超市”板块的市值跌幅最小,优于行业总体表现,同时“购百”板块业绩增长幅度较大,而“化妆品”虽然市值和业绩都有一定下滑,但是行业高景气以及市场高预期下,估值的增长最大。

2023 年初至今, AI 板块炒作带动“电商及代运营”板块市值回升;金价上涨趋势明显以及幅度较大带动“珠宝首饰”市值与业绩明显回升,但估值水平自前期高位回落;“个护用品”板块业绩持续强势;“化妆品”、“母婴连锁”板块也呈现出明显的复苏。结合资金层面数据来看,内资公募基金与以外资为主的北上资金在“化妆品”、“个护用品”两个板块中形成一致共识。

表 5: 2022 年与 2023 年初至今行业整体与细分行业市值变化按估值与业绩拆分 (%)

2022/12/31	市值变化	估值变化	业绩变化	2023/06/16	市值变化	估值变化	业绩变化
整体	-12.87%	-166.15%	69.87%	整体	-7.92%	1298.67%	16.87%
电商及代运营	-21.89%	-49.66%	-24.37%	电商及代运营	5.85%	797.12%	122.98%
珠宝首饰	-24.41%	23.50%	-37.45%	珠宝首饰	3.78%	-47.43%	24.55%
母婴连锁	-19.72%	82.69%	-31.01%	母婴连锁	-0.20%	-26.33%	19.30%
超市	-4.02%	-475.11%	-70.74%	超市	-1.60%	143.35%	-7.09%
家居家具连锁	-20.74%	-19.79%	-45.77%	家居家具连锁	-7.94%	23.45%	-59.35%
个护用品	-17.57%	-47.93%	63.50%	个护用品	-8.52%	100.26%	116.39%
家电 3C 连锁	-40.06%	-41.68%	-95.15%	家电 3C 连锁	-11.01%	27.61%	-36.43%
购百	14.08%	-234.80%	-29.11%	购百	-13.05%	321.46%	-10.25%
化妆品	-11.70%	163.00%	-7.22%	化妆品	-14.66%	-102.72%	3.90%
酒类连锁	-38.36%	-12.82%	-45.29%	酒类连锁	-16.88%	70.38%	11.76%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

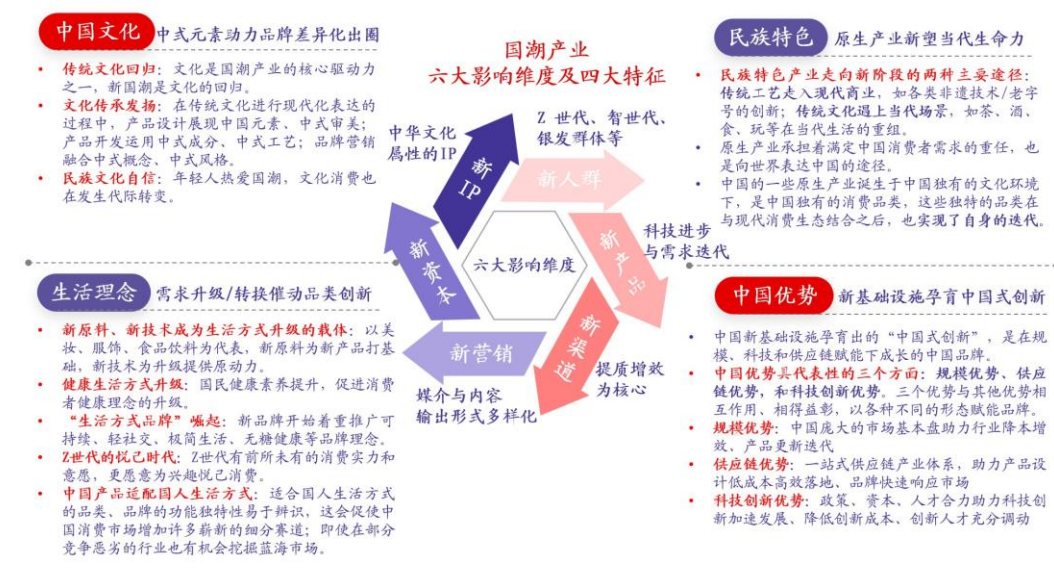
注: “2023/06/16”业绩变化为 2023/06/16 相较于上年同期变化值。“电商及代运营”板块估值变化为排除异常值后重新计算

三、投资主线：以文化为底蕴为消费注入新活力，聚焦消费行业的中华文化属性

国家发展改革委于2022年1月18日提出，要在毫不松懈抓好疫情防控的基础上，坚持扩大内需这一战略基点，深化供给侧结构性改革，打通生产、分配、流通、消费各环节，着力挖掘居民消费潜力，推动消费总量扩大和质量改善，增强人民获得感、幸福感、安全感，不断巩固消费对经济发展的基础性作用，为推动高质量发展和创造高品质生活提供有力支撑。2017年4月24日，国务院发布《关于同意设立“中国品牌日”的批复》，同意自2017年起，将每年5月10日设立为“中国品牌日”。今年，国家发改委等七部门于8月25日发布《关于新时代推进品牌建设的指导意见》，提出到2025年，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，中国品牌世界共享取得明显实效，人民群众对中国品牌的满意度进一步提高。

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。

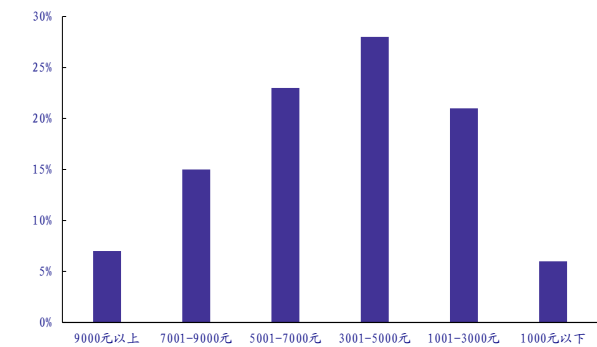
图 25：国潮产业六大影响维度及四大特征



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整理

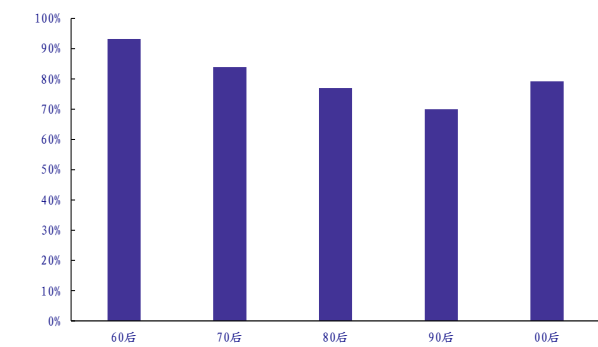
极光发布的《2021 新青年国货消费研究报告》中表示，超过 90% 的 60 后和超过 80% 的 70 后在日常消费中以购买国产品牌为主，人们对国货的支持具有广泛的基础，同时有近 70% 的 90 后和 80% 的 00 后消费者以购买国产品牌为主，他们更愿意接受新事物，展现出越来越强的国货消费偏好，为国潮经济的发展提供了环境。目前 Z 世代（通常指 1995-2009 年出生的一代人）在我国的人群规模已经突破 2.6 亿，占总人口数量约为 19%。据清渠数智联合金麦奖发布的《2022 年新消费趋势白皮书》，Z 世代月人均可支配收入高达 4673 元，未来消费能力将进一步提高，逐渐成为中国消费的主力人口，他们对于中华文化的认可以及对国产品牌的偏好展现了新消费趋势。

图 26: Z 世代月度人均可支配收入



资料来源: 清渠数智&金麦奖, 中国银河证券研究院整理

图 27: 不同代际人群对国产品牌的购买偏好度

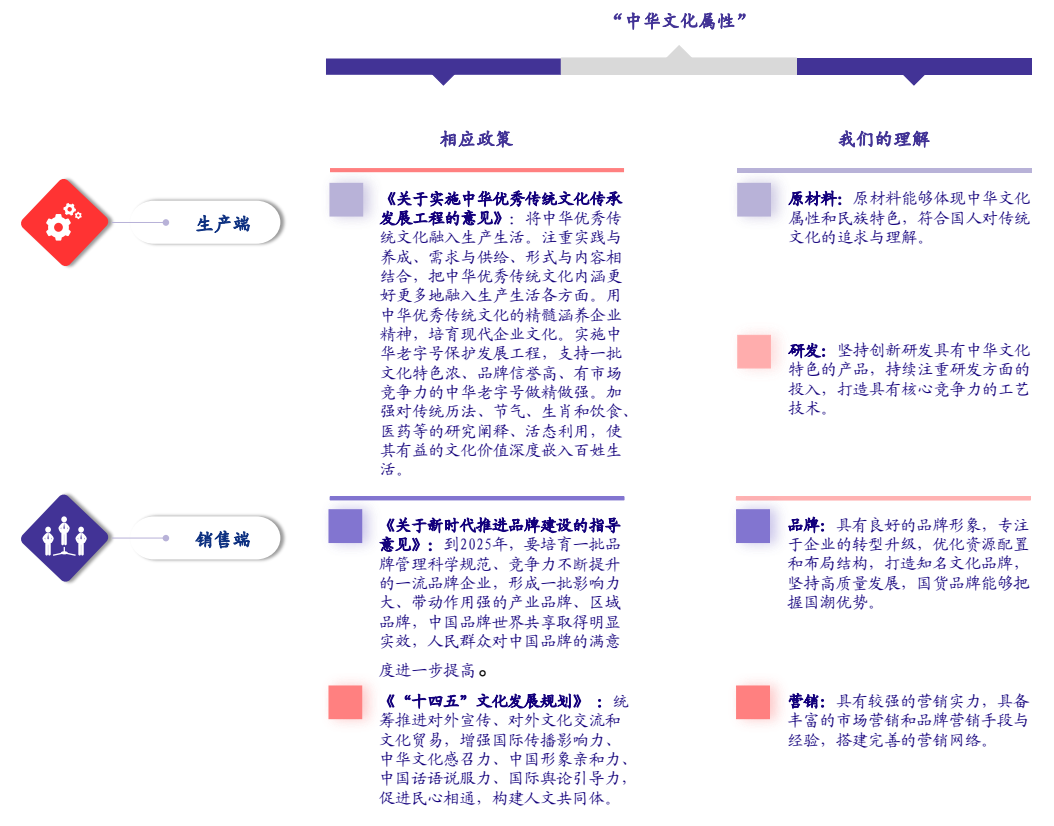


资料来源: 极光, 中国银河证券研究院整理

我们认为可将“中华文化属性”的运用到消费品零售行业，从而筛选出具有一定核心竞争优势与长期发展潜力的优质企业。具体来看，将“中华文化属性”落地于消费品零售行业，并结合近期对应政策，相关子版块或是优质标的公司应该符合以下条件：

- 1) 原材料能够体现中华文化属性和民族特色，符合国人对传统文化的追求与理解（结合中华文化，产品开发里中式成分、中式工艺的运用；或是在中国独有的文化环境下所诞生的中国原生产业例如茶、酒，这些独特的品类在与现代消费生态结合之后实现了自身的迭代）；
- 2) 坚持创新研发具有中华文化特色的产品，持续注重研发方面的投入，打造具有核心竞争力的工艺技术（产品设计里中式元素、中式审美的展现；或是中国新基础设施孕育出的“中国式创新”，是在规模、科技和供应链赋能下成长的中国品牌）；
- 3) 具有良好的品牌形象，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，坚持高质量发展，国货品牌能够把握国潮优势（适合国人生活方式的品类、品牌）；
- 4) 具有较强的营销实力，具备丰富的市场营销和品牌营销手段与经验，搭建完善的营销网络（品牌营销里中式概念、中式风格的融合）。

图 28：将“中华文化属性”的运用到消费品零售行业



资料来源：中国银河证券研究院整理

建立在上述分析判断的基础上，我们结合行业自身所处生命周期、竞争格局与外部环境催化因素等多角度进行拆分与比较，最终汇总得出以下三大投资主线：

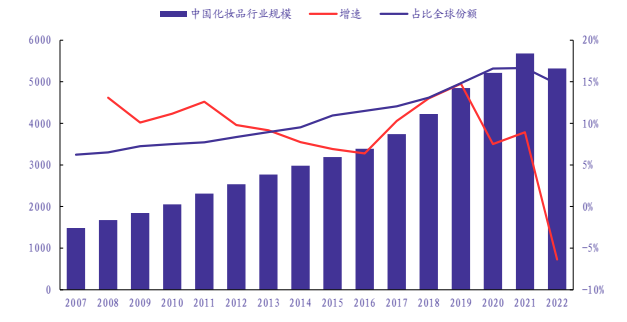
- 1) 可选消费品牌商：化妆品**（关注以中草药为原料的功能性化妆品，注重原材料的创新研发，产品具有强品牌力，注重国货实力的打造）；
- 2) 可选消费品牌商：金银珠宝首饰**（产品强品牌力，引领创新和时尚，专注品牌打造，注重黄金工艺的打磨，具备丰富的营销经验）。
- 3) 可选消费渠道品牌商：酒类连锁**（专注于酒类流通领域的经营）。

（一）化妆品：关注“中式”成分化妆品，把握国潮崛起下重研发、精产品、树品牌的优质国牌

1. 行业概况：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，随受疫情影响有

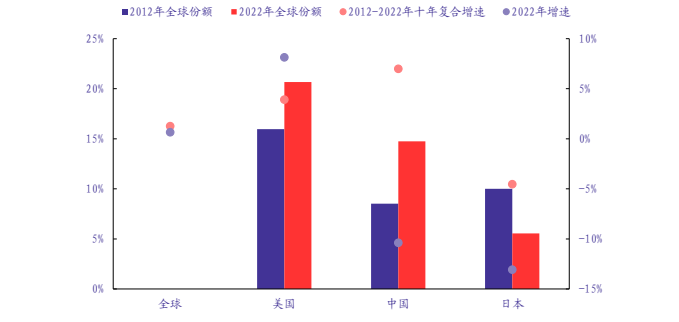
所扰动，但二者共同作用下使得我国化妆品行业尚处于高景气的加速扩张阶段。

图 29: 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整理

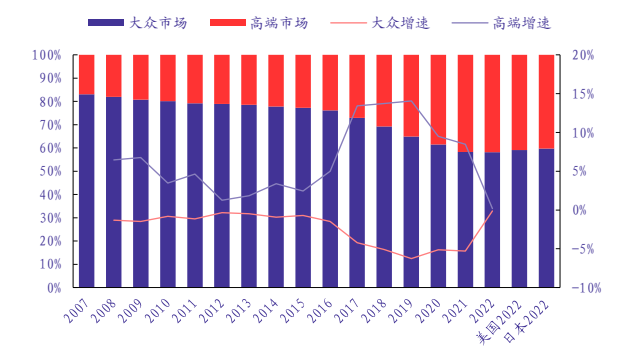
图 30: 我国系全球仅次于美国的第二大化妆品市场 (%)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

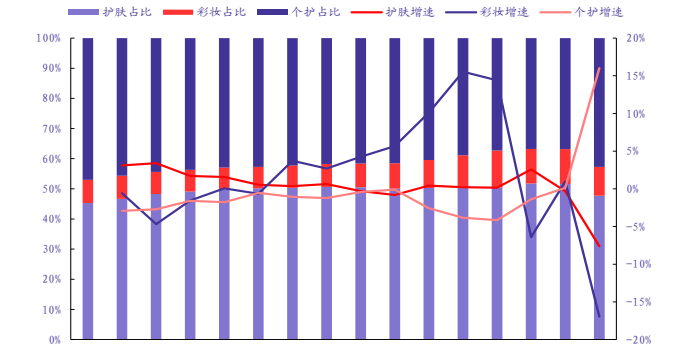
具体来看我国化妆品结构特征, 根据欧睿数据统计, 按价格定位划分, 我国化妆品市场尽管当前仍以大众定位为主 (58.21%), 但其份额呈现较为明显的持续下滑, 因此支撑我国化妆品市场持续增长的驱动力主要源自于高端市场; 按产品类型划分, 我国化妆品市场中逐步由 2005 年的个护主导转向由护肤品为主 (47.70%), 并且护肤品与近年来增长迅猛的彩妆品类仍在持续挤压个护产品份额; 按销售渠道划分, 我国化妆品市场截止 2022 年末仍是以线下门店为主 (57.60%) 但其份额受到线上电商近年来的高速扩张持续下滑。具体来看, 2022 年受疫情影响, 部分结构性变化特征发生了逆转: ①我国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 31: 2007-2022 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动 (%)



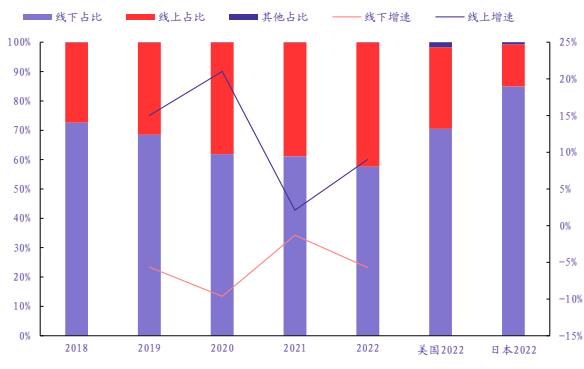
资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 32: 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整理

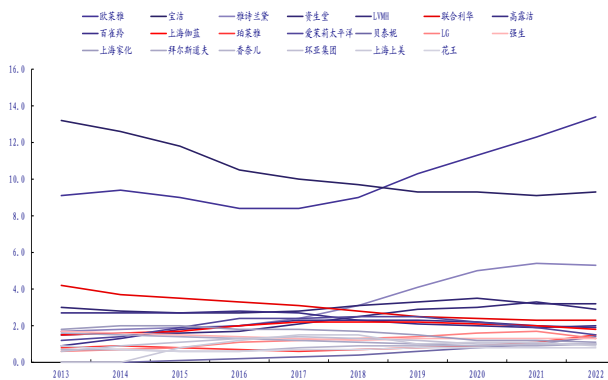
图 33: 2018-2022 年我国化妆品市场线上占比持续提升 (%)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

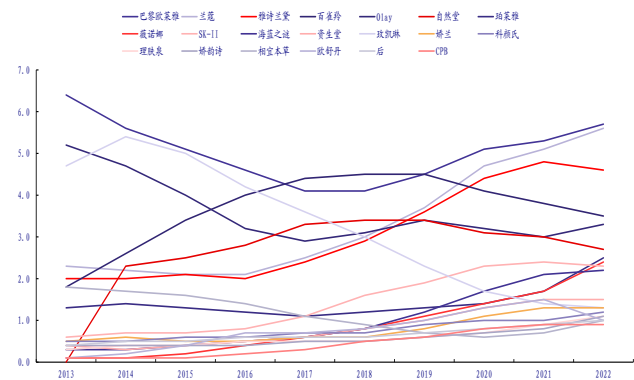
从竞争格局的角度来看, 2016 年之前化妆品行业内的竞争更为激烈, 头部化妆品集团的市场策略尚不明确, 后起之秀较多, 市占率出现滑落; 随后头部化妆品集团逐渐意识到中国市场的重要性, 并针对消费者激增的高端定位、护肤需求推出相应品牌的营销, 欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂为代表的公司市占率稳步提升, 推动行业内 CR10 上升至 42.6%; 从品牌的角度来看, 欧莱雅、雅诗兰黛主品牌以及兰蔻、海蓝之谜、SKII 等品牌份额提升明显, 进一步验证了国际化妆品集团的发展主要系基于高端定位、护肤需求。此外, 可以看出百雀羚、自然堂、云南白药、薇诺娜、珀莱雅等国产品牌近年来也实现了相对可观的规模增长,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

图 34: 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整理

图 35: 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整理

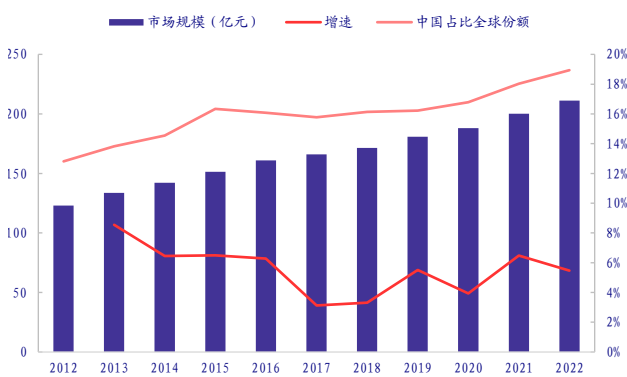
具体来看功能性护肤细分赛道, 目前市场普遍认为该赛道内包含皮肤学级护肤品(针对敏感肌的温和修复)、功效性护肤品(主打具体成分与功效)以及医美类“械字号”产品(主要为医用敷料等医疗器械)。具体来看皮肤学级美妆产品与功效性护肤品(由于欧睿数据统计的皮肤学级美妆产品经营公司中包含修复为主的薇诺娜、玉泽等, 也包括修丽可等, 故认为为广义的统计), 2022 年我国细分行业规模达到 211.12 亿元人民币, 2012-2022 年的十年期复合增速为 5.54%, 低于同期的美妆行业整体 (8.61%) 以及护肤品类 (8.07%); 我国在全球皮肤学级美妆产品中的份额占比达到 4.21% (低于护肤品的 47.70%), 总体规模已经远超日韩等亚洲国家以及市场发达成熟的法国。同时相较于普通的美妆产品, 或是护肤品, 皮肤学级美妆产

品拥有独立的增速变化趋势，自 2013 年开始处于波动上行区间，近两年增速有所抬升；截止 2022 年中国皮肤学级美妆产品在中国美妆产品中的份额占比为 4.21%，较 2012 年 4.85% 的水平下滑 0.65 个百分点。

尽管细分赛道发展迅猛，我国皮肤学级美妆产品人均消费额截止 2022 年末仅为 2.4 美元/人，远不及当前位居世界各国前列的法国 6.7 美元/人的水平，韩美等国家高于 10 美元/人，未来仍有普及度与消费量的提升空间。

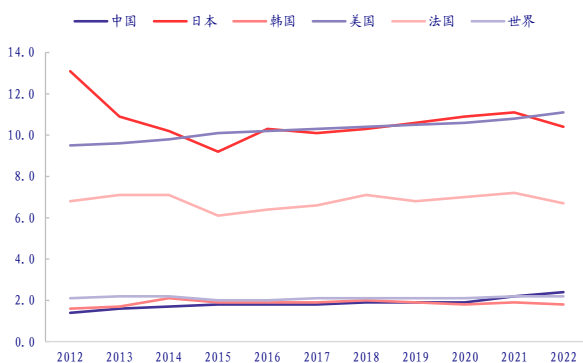
从竞争格局角度来看，全球范围内基本符合皮肤学级美妆产品 CR5 水平优于护肤品和美妆品类（10-20%左右的水平）的大趋势，主要是由于皮肤学级美妆产品目标人群以及产品功效性明确所致，截止 2021 年末我国皮肤学级美妆产品品牌 CR5 达到 62.9%，本土品牌表现卓越。

图 36：2012-2022 年我国皮肤学级美妆产品规模（亿元）



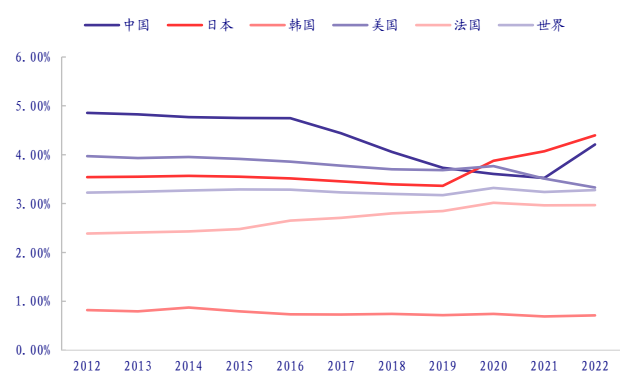
资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 38：全球主要市场内皮肤学级美妆产品人均消费（美元）



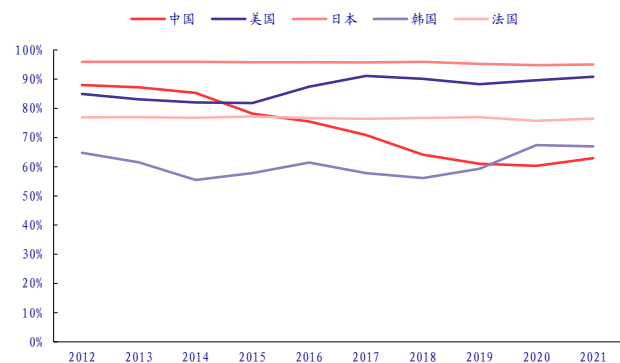
资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 37：全球主要市场内皮肤学级美妆产品占比美妆市场份额



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 39：全球主要市场内皮肤学级美妆产品行业 CR5



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

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》等一些列政策措施，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。

表 6: 药监局对化妆品监管不断增强

部门	时间	名称	内容
药监局	2022.01.07	《化妆品生产质量管理规范》	<p>自 2022 年 7 月 1 日起，化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当按照《规范》要求组织生产化妆品。2022 年 7 月 1 日前已取得化妆品生产许可的企业，其厂房设施与设备等硬件条件须升级改造的，应当自 2023 年 7 月 1 日前完成升级改造，使其厂房设施与设备等符合《规范》要求。</p> <p>化妆品注册人、备案人应当具备开展化妆品不良反应监测工作的能力，按照化妆品监督管理条例规定履行以下义务：</p> <p>（一）建立并实施化妆品不良反应监测和评价体系，配备与其产品相适应的机构和人员从事化妆品不良反应监测工作；</p>
药监局	2022.02.15	《化妆品不良反应监测管理办法》	<p>（二）主动收集并按照本办法的规定向化妆品不良反应监测机构报告化妆品不良反应；</p> <p>（三）对发现或者获知的化妆品不良反应及时进行分析评价，根据评价结果采取措施控制风险；</p> <p>（四）配合化妆品不良反应监测机构、负责药品监督管理的部门开展化妆品不良反应调查。</p> <p>（一）加强化妆品监管信息系统平台化、集约化和服务化建设，构建统一用户管理、统一基础信息资源管理、统一业务协同管理的化妆品应用支撑体系，逐步整合系统，强化化妆品注册备案及上市后监管的业务协同与数据共享。强化“以网管网”，加强对以平台经济为代表的“两品一械”生产经营新产业、新业态、新模式的监管。</p>
药监局	2022.04.24	《药品监管网络安全与信息化建设“十四五”规划》	<p>（二）不断建设完善化妆品和化妆品新原料注册、备案，化妆品质量安全抽检、注册备案检验、不良反应监测、现场核查、飞行检查和标准制修订管理等业务系统及功能。要求国家局加强药品、医疗器械、化妆品监管信息化标准的统筹规划，鼓励省级药品监管部门、行业协会、企业、科研机构等参与标准制修订。</p> <p>（三）全面梳理“两品一械”业务，按照“两法两条例”要求，结合药品监管实际需求，根据急用先行的原则，开展药品、医疗器械、化妆品监管重点领域信息化标准规范的制修订工作，主要包括电子证照、药品追溯、品种档案、信用档案、行政许可等方面的信息化标准规范。建设统一完善的“两品一械”不良反应（事件）监测信息系统，提升各级不良反应监测评价能力。</p>
药监局	2022.08.19	《关于正式实施化妆品电子注册证的公告》	<p>（一）自 2022 年 10 月 1 日起，按照《化妆品注册备案管理办法》获准注册的特殊化妆品和化妆品新原料，及获准注册证变更、延续的特殊化妆品，发放电子注册证；</p> <p>（二）自 2022 年 10 月 1 日起，获准注册证变更的特殊化妆品，注册人应当按照规定，向国家药监局行政许可事项受理服务部门交还其持有的纸质注册证；</p>

药监局	2022.09.20	《关于新版国家化妆品不良反应监测系统上线运行的通告》	<p>(三)特殊化妆品和化妆品新原料电子注册证生成后将推送至注册人(境内责任人)网上办事大厅的法定代表人空间,推送成功即送达,注册人(境内责任人)可登录领取。</p> <p>自2022年10月1日起,化妆品注册人、备案人、受托生产企业、化妆品经营者、医疗机构在发现或者获知化妆品不良反应后,应当通过国家化妆品不良反应监测系统报告。暂不具备在线报告条件的化妆品经营者和医疗机构,应当通过纸质报表向所在地市县级化妆品不良反应监测机构报告,由其代为在线提交报告。其他单位和个人可以向化妆品注册人、备案人、境内责任人报告化妆品不良反应,也可以向所在地市县级化妆品不良反应监测机构或者市县级负责药品监督管理的部门报告,由上述企业或者单位代为在线提交报告。</p>
药监局	2022.10.25	《化妆品生产质量管理规范检查要点及判定原则》	<p>自2022年12月1日起施行。其中,实际生产版共有检查项目81项,包括29项重点项目和52项一般项目;委托生产版共有检查项目24项,包括9项重点项目和15项一般项目。明确了药监部门开展生产许可现场核查、生产许可延续后现场核查、日常监督检查的具体情形和相关判定原则。</p>
药监局	2022.12.30	《化妆品生产许可管理基本数据集》等5个信息化标准的公告	<p>进一步完善了化妆品监管信息化标准,为化妆品监管信息化数字化做基础。覆盖化妆品生产许可申请审批及产品注册备案等各业务环节,明确了相关业务的信息建设标准,有利于统一全国化妆品业务系统信息采集标准,促进各级化妆品监管部门相关数据资源的交换与整合。</p>
药监局	2023.03.24	《化妆品网络经营监督管理办法》	<p>明确化妆品网络经营的监管对象和监管部门。明确化妆品电子商务经营者包括化妆品电子商务平台经营者、平台内化妆品经营者以及通过自建网站、其他网络服务经营化妆品的电子商务经营者。明确国家药监局及县级以上负责药品监督管理的部门负责化妆品网络经营监管工作。明确平台对平台内经营者的管理责任。规定了平台开展实名登记、日常检查、违法行为制止及报告、质量安全重大信息报告等管理责任要求。明确平台内化妆品经营者的法律义务。规定了平台内化妆品经营者应当履行的进货查验、产品信息展示、风险控制、问题产品召回、产品贮存运输等义务。明确化妆品网络经营监管要求。对化妆品网络经营监管中涉及的监督检查职权、行政处罚管辖权、网络抽样检验、证据采用、网络经营监测等作出明确规定。</p>

资料来源:药监局,中国银河证券研究院整理

近年来,随着国潮的兴起,新生代消费者对本土品牌的自信心及自豪感加强,推动着国货化妆品品牌的高速发展和崛起。据欧睿咨询数据,我国彩妆市场国货品牌市场份额自2012年19%提升至2021年的30%;我国功效性护肤国货品牌市场份额自2012年的7%提升至2021年的42%。在2023年“618”大促中,国货化妆品品牌表现十分亮眼。据天猫“618”战报披露,“618”大促期间共589个国货美妆品牌同比增长超过100%,共183个国货美妆品牌同比增持超过1000%。另外,在头部品牌方面,珀莱雅跻身前五,另有薇诺娜、可复美跻身前十。

从化妆品行业的消费趋势看，更多消费者开始关心化妆品的成分和健康属性，科学护肤、精准护肤等理念是近年来人们关注的热点。根据益普索数据显示，2021年，72%的消费者倾向于购买有明显的成分标识以及成分功效说明的产品，58%消费者购买面部护理产品时考虑的首要因素是产品的功效。随着消费者对天然成分的推崇，许多品牌开始以中草药护肤作为概念，一方面，这类产品符合消费者对化妆品品质的要求，且中草药属于中华传统文化的一部分，具有广泛的市场基础；另一方面，它们也顺应了国家大力推动和促进中药传承创新发展、促进中医药与化妆品相结合的有关政策，使得中医药化妆品的发展具备良好的土壤。国务院办公厅在《“十四五”中医药发展规划》明确提出了要以功能性化妆品为重点研发中医药健康产品。今年以来，各地也陆续出台各项政策措施，鼓励化妆品原料创新和功能性化妆品的进一步发展。

表 7：政策鼓励功能性化妆品发展

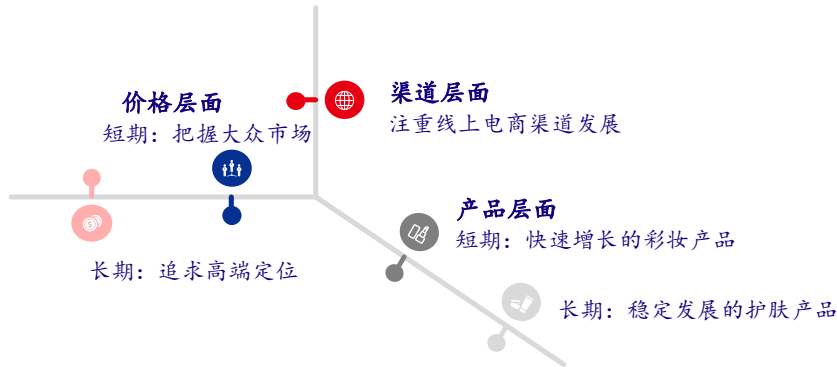
部门	时间	名称	内容
国家市场监管总局	2021.01	《化妆品注册备案管理办法》	对化妆品新原料、注册备案管理、监督管理、法律责任等各方面作出明确要求和界定。使得部分中小企业或厂家不合格的产品及原料被清理出市场，进而 推动功能性护肤行业向规范化发展 。
国务院办公厅	2022.03.29	《“十四五”中医药发展规划》	提出要丰富中医药健康产品供给。以保健食品、特殊医学用途配方食品、 功能性化妆品 、日化产品为重点，研发中医药健康产品。要抢抓机遇、聚焦发力， 加快打造以化妆品为重要组成的时尚消费品高端产业集群 ，为上海建设国际消费中心城市夯实基础。要着力打造自主品牌，继续发挥上海在生物医药、新材料、工业设计等领域优势， 聚焦“绿色”和“生物科技”，力争从国货之光发展成为国际精品 。要充分释放消费潜力，多措并举，提振市场信心，释放消费意愿，发挥好化妆品产业的带动牵引作用。
上海市人民政府常务会议	2022.06.06		鼓励发展医疗美容产业，积极发展化妆品产业。明确提出支持化妆品生产技术创新、鼓励创新化妆品商业模式、推动建设深圳美丽谷，联动前海深港现代服务业合作区、福田华强北、坪山综合保税区、盐田中英街以及其他地区，形成“1+N”空间布局。在设立相关激励机制的同时，明确行业监督规范，伴随着监管趋严背景之下各地对非法产品/服务的打击。
深圳市发改委	2022.07.26	《深圳市促进生物医药产业集群高质量发展的若干措施》	公示了2023年市县药品监管综合改革创新项目拟立项名单。其中包括深圳市市场监督管理局申报的 “化妆品原料创新工程” 重点项目，深圳市药品检验研究院申报的 “化妆品中风险物质安全评估工作机制研究” 重点项目，清远市市场监督管理局申报的 “优化清远美妆硅谷高质量发展生态” 重点项目，阳江市检测检验中心申报的“创建药品化妆品抽检教学信息化综合服务平台”一般项目等。
广东省药品监督管理局	2022.10.24	《广东省药品监督管理局药品监管综合改革创新项目管理规定》	将“蓝色药库”开发计划纳入青岛市海洋科技创新示范工程支持范围，加大海洋中药制剂、海洋中药新药筛选、研发、推广力度，开发海洋功能食品、海洋生物医用材料、 海洋化妆品 等产品。依托驻青高校中医药临床、科研、教学资源，打造中医药学院，建立中医循证医学中心，开展符合中医药规律的循证医学研究，形成中医药防治重大疾病的优化方案、技术方案及相关指南。
山东省青岛市卫生健康委员会、市科学技术局	2022.10.27	《科技创新支持中医药高质量发展若干措施》	

横琴粤澳深度合作区	《横琴粤澳深度合作区支持生物医药大健康产业高质量发展的若干措施》	对符合条件的生物制品和化学药给予研发费支持，单个机构可获得年度最高1.2亿元的奖励；在鼓励医疗器械研发方面，单个机构可获得年度最高1800万元的奖励。对保健食品、特殊医学用途配方食品、 特殊用途化妆品等大健康类产品 ，获得相关注册证书的每家 机构年度最高奖励累计可达1200万元。
-----------	----------------------------------	--

资料来源：药监局，中国银河证券研究院整理

2. 核心投资逻辑：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。

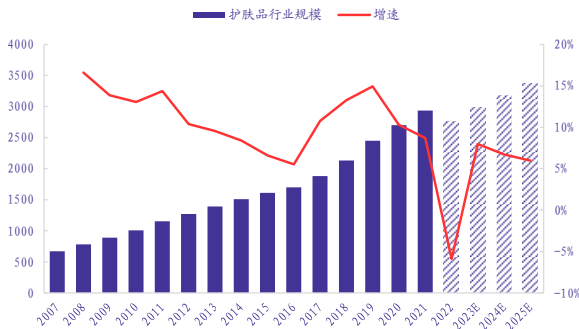
图 40：我国化妆品市场三大长期发展趋势展望



资料来源：中国银河证券研究院整理

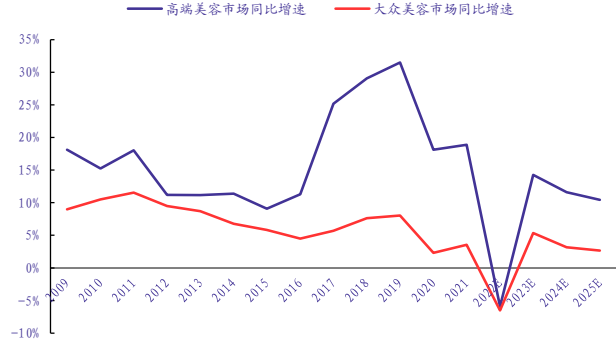
根据欧睿的预测，至2025年我国美妆行业规模预期发展近6600亿元，年均增速约为7.7%；其中护肤品作为我们长期看好的核心品类，规模预期发展至3400亿元左右，年均增速约为6.34%，其在整体美妆行业中的份额占比按次预测将维持在50%左右。从价格带的角度来看，随着消费升级以及悦己经济的发展，中高端护肤品作为传统补水保湿护肤品的升级产品，发展空间巨大，2025年规模预期发展至近1900亿元。

图 41: 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整理

图 42: 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整理

细分赛道中, 根据我们前期的研究, 按照全球/其他国家地区的人均水平测算, 以日韩等亚洲国家的人均水平为短期目标, 以美国水平为中期目标, 以法国水平为长期目标, 我国皮肤学级美妆行业尚处于发展前期, 行业乐观可以保持 20% 以上的年均复合增速, 未来五年行业规模有望突破 500 亿元。此外, 考虑到消费者对于护肤的重视程度提升, 更注重产品的安全性, 存在普通消费者选择皮肤学级美妆产品的可能性, 因此上述细分赛道产品的消费群体不拘泥于敏感肌群体, 有进一步扩张的普及空间, 但具体取决于行业的教育程度和消费者的接受程度; 同时从成因的角度来看, 部分因素存在普遍性和趋势性 (工作生活的“焦虑感”, 熬夜, 过度使用化妆品, 更广泛的接受激光治疗/医美项目等), 因此敏感肌的患病率存在后天提升的可能性, 综上, 行业规模增长的天花板有望被打开。

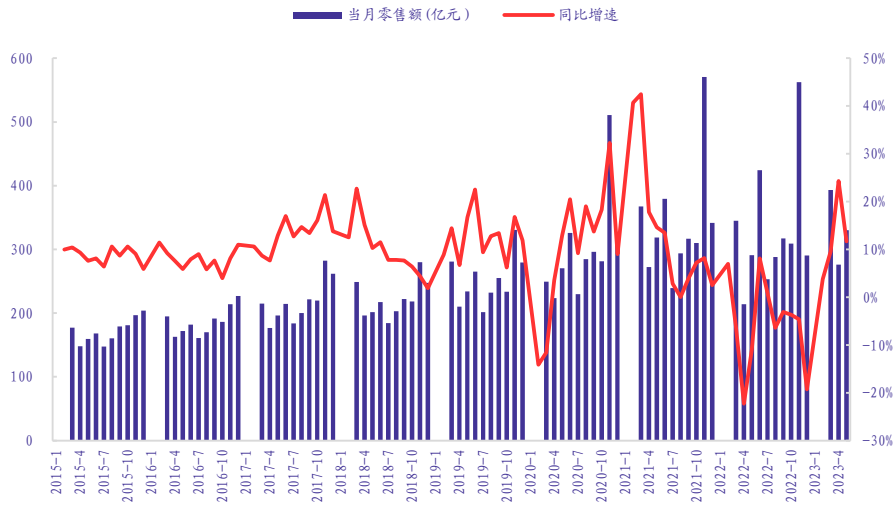
表 8: 皮肤学级美妆产品行业规模预测

	人均-元	规模-亿	耗时-年	对应年份	与 2021 年相比倍数
2022 年我国人均水平	14.9	211.11	-	2022	-
达到日韩人均水平	48.02	697.90	4	2026	24
达到美国人均水平	74.06	1046.2	6	2028	37
达到法国人均水平	194.18	2743.0	11	2033	97

资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

3. 近期催化剂: 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 11 月, 化妆品“双十一”成交表现亮眼, 销售额同比去年显著增长, 但 12 月疫情防控政策转向超预期, 12 月社消化妆品类增速再次承压。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, 年初至今化妆品类增速稳定位于正区间。刚落下帷幕的“618”大促中, 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, 由此下半年“双十一”的整体表现对于四季度乃至全年的推动表现值得期待。

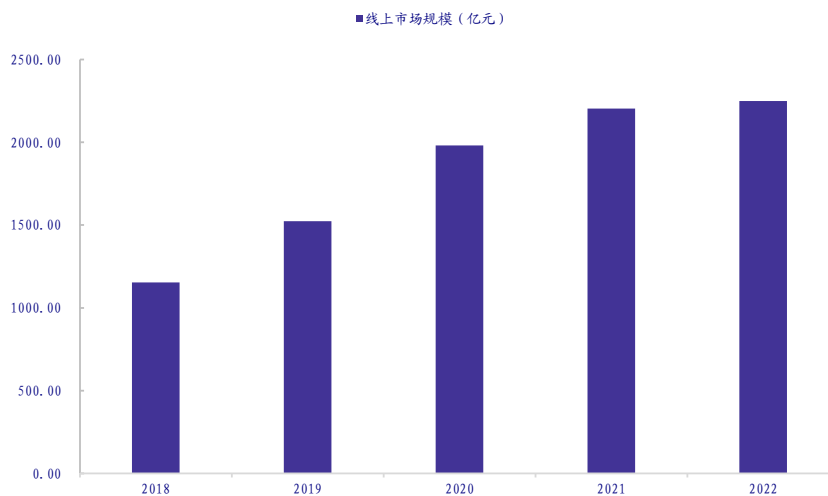
图 43: 2022 年 3 月以来化妆品类社消零售额承压



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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大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%。2022 年双十一,美容护肤类销售额达到 606 亿元,其中天猫、京东销售额合计占比达到了 96%,对应品类的销售依旧集中在传统优势平台;香彩妆类的销售额则达到 216 亿元,同比实现快速增长。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。

图 44: 中国美妆个护电商渠道市场规模(亿元)

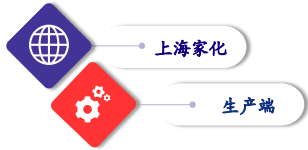


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

4. 投资标的落地于“中华文化属性”：结合化妆品行业的核心投资逻辑与近期催化剂，我们推荐：①在植物提取和原材料创新方面具有技术优势，采用中医药成分进行产品研究；②持续加强研发投入，聚焦功能性护肤研发；③打造高质量国货品牌，品牌具有较强的影响力和认知度；④深入洞察消费者需求，引领国货自信，获得用户认可。对应推荐标的包括：贝泰妮（300957.SZ）、珀莱雅（603605.SH）、上海家化（600315.SH）。

图 45：化妆品行业投资标的落地于“中华文化属性”





原材料: 公司运用现代植物提取技术, 结合分子生物学等功效研究平台, 对植物进行了成分与功效的双重提升研究, 筛选具有潜在美容功效的天然活性成分。期内, 《中草药复合物生物转化及其在微生态方面的研究》获IFSCC2021年度中国区优秀论文; 《一种基于中医五行学说的中草药功效活性物的开发和应用》获得了2021年度中国轻工业联合会科技进步三等奖。

研发: 公司的功能性护肤品牌玉泽加强研医共创, 与上海交通大学医学院附属瑞金医院皮肤科、复旦大学附属华山医院、上海市皮肤病医院进行合作。佰草集树立以“科技X中草药”为核心的现代中医学护肤权威地位, 与全球领先的化工公司巴斯夫建立了长期创新合作关系, 以加快公司在新功效活性物和新剂型、传统中草药现代化、皮肤功效机理研究及可视化和数字智能化设备等多领域的数字化转型和变革。



品牌: 上海家化是中国美妆日化行业历史最悠久的民族企业之一, 至今已有一百二十余年的历史。公司十大主要品牌中, 既有历史悠久的国民品牌(佰草集、美加净、双妹、六神), 又有潜力新锐的成长性品牌(玉泽、汤美星、启初), 各大品牌特色鲜明、互相补充, 即赋予了公司较强的品牌认知度与品牌情怀, 打下扎实的根基。

营销: 佰草集努力尝试拥抱数字化新媒体, 佰草集抖音直播间迈出了内容驱动营销的第一步; 快手的地力量营销和代言人张小曼的选取都呈现出品牌所代表的中国女性真实美力背后的付出和坚持。玉泽突破性地和重磅IP——中国航天十二天宫跨界合作, 推出“看不见的宇航服”整合营销传播, 通过精准的传播切入点, 结合多元化的传播矩阵, 实现营销破圈。六种官宣肖战成为品牌全新代言人。

资料来源: 中国银河证券研究院整理

(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

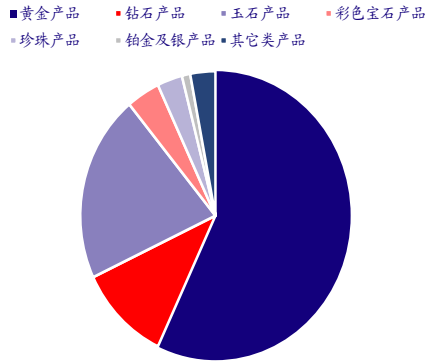
1. 行业概况: 根据中国黄金协会分类, 珠宝首饰按照其材质可以分为足金、K 金、铂金、珠宝镶嵌类、银饰、翡翠玉石和其他材料产品。从细分市场角度来看, 中国珠宝首饰细分市场以黄金产品为主, 占比达到 57%。2018 年至今, 黄金产品占比持续维持高位且在近两年向 60% 靠拢。中国是黄金消费大国, 自 2012 年以来, 我国稳居全球最大黄金消费市场。我国黄金消费规模从 2010 年的 254.22 亿美元增长至 2022 年的 456.55 亿美元, 复合增速高达 5.00%, 领先同期世界复合增速 3.43% 的水平。从需求量来看, 2010 年至今黄金消费需求从 645.74 吨增长至 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 9: 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

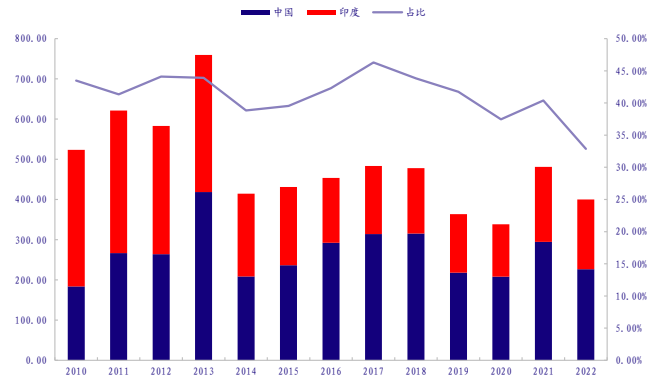
资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 46: 2022 年贵金属和天然珠宝玉石市场销售份额占比



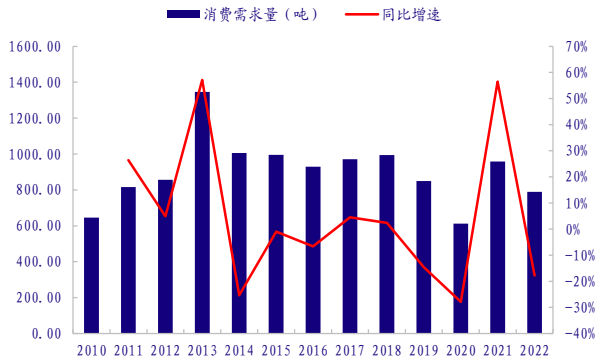
资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院整理

图 47: 黄金需求量国际对比 (吨)



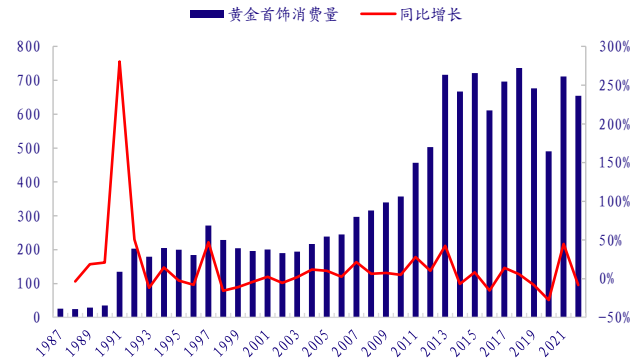
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 48: 我国黄金消费量 (吨) 及增速



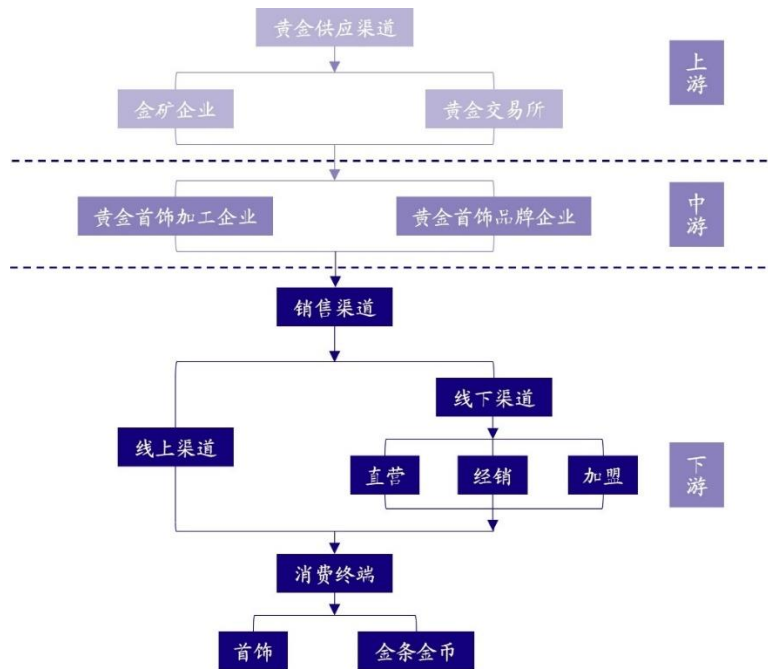
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 49: 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整理

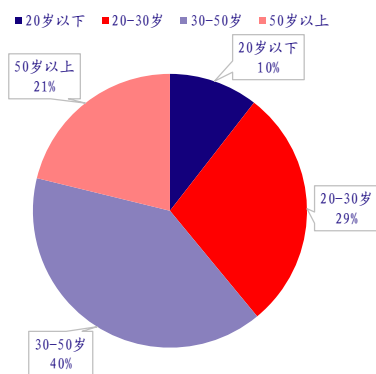
图 50: 黄金首饰产业链概览



资料来源: 中国银河证券研究院整理

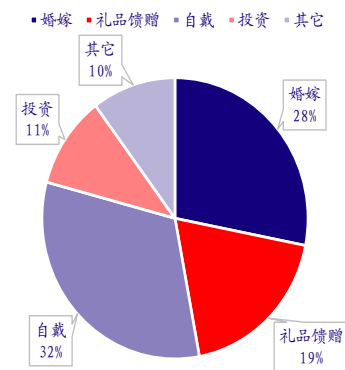
从消费动机来看, 相比其他国家的消费者, 中国的黄金珠宝市场现阶段仍多受到泛婚嫁需求的驱动, 整体消费呈现年轻化趋势。从全国金银珠宝零售额来看, 疫情以来, 由于婚庆场所受限以及宏观大环境的影响, 金银珠宝行业规模在 2020 年初发生了明显的下滑, 但随着疫情的好转其规模迅速反弹。2020 年下半年开始金银珠宝零售额的增长主要由后疫情时代刚需的释放, 金价持续走高带动黄金价值上升以及黄金工艺改进三个因素驱动。

图 51: 中国内地金银珠宝消费者年龄层分布



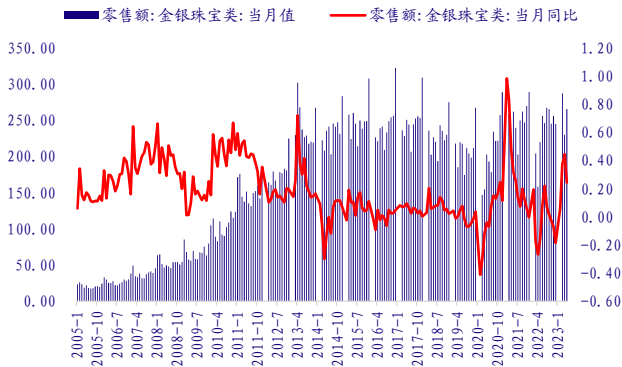
资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院整理

图 52: 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整理

图 53: 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整理

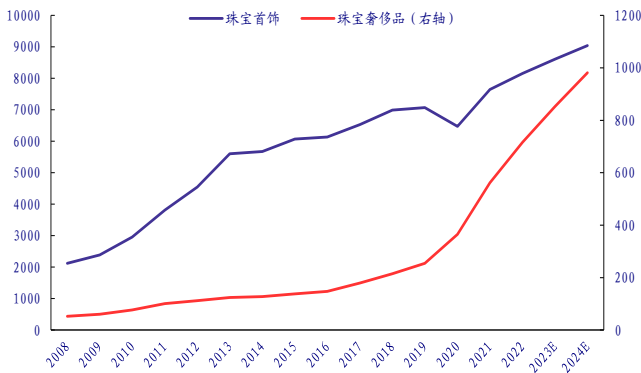
图 54: 伦敦现货黄金价格 (美元/金衡盎司)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

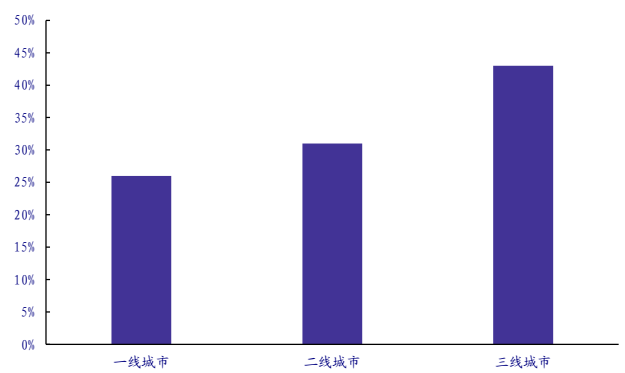
从市场空间来看,随着中国人均可支配收入和消费水平的不断提升,中国金银珠宝类的消费也将进一步增加。2022 年中国奢侈金银珠宝的市场份额占到全部金银珠宝市场份额的 8.78%,近三年,奢侈金银珠宝的年复合增长率达到 93.85%,远超金银珠宝自身的年复合增长率。近年来,中国一二线城市钻石珠宝市场逐步饱和,而三线及以下的城市对钻石珠宝的需求比例不断抬升,下沉市场广阔,未来消费空间可观。

图 55: 中国金银珠宝市场份额 (亿元)



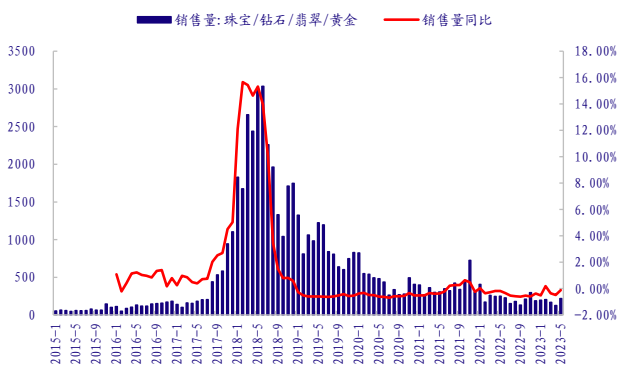
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 56: 2020 年中国一二三线城市对钻石的需求比例



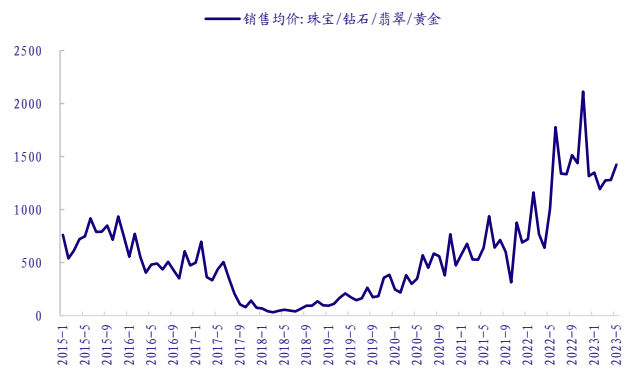
资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院整理

图 57: 珠宝/钻石/翡翠/黄金销售量 (万件)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 58: 珠宝/钻石/翡翠/黄金销售均价 (元/件)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源：数据威，国银河证券研究院整理

资料来源：数据威，中国银河证券研究院整理

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。

中国黄金首饰行业发展受到各级政府部门及主管部门的支持。2005 年以来，国家税务总局、中国人民银行、生态环境部等相关部门陆续推出有关含金产品增值税、促进黄金市场发展、黄金工业污染防治、矿山遴选登记等一系列政策，黄金产业的相关法律法规不断完善，促进了整个黄金产业以及黄金首饰的发展。

表 10: 黄金产业相关政策

部门	时间	名称	内容
国家税务局	2005.04.05	《关于明确含金成分产品出口退（免）税政策的通知》	自 2005 年 5 月 1 日起，对以黄金为主要原材料（黄金价值占出口产品材料成本 50% 以上，下同）加工的出口产品，如氯化金、氯金酸晶体或三氯化金晶体、AU-Si 型纳米级导电胶，按照《财政部、国家税务总局关于黄金税收政策问题的通知》（财税〔2002〕142 号）第三条有关规定执行。即出口上述产品，对黄金主要原材料部分不予退税，其进项税金计入产品成本，对其他原料及其加工增值部分退（免）税。
国家税务局	2006.01.20	《关于含金产品出口实行免税政策有关问题的补充通知》	一、属于应归入海关商品代码 3824909090、7115901090、7114200090、71110000、28439000，但又不含黄金、铂金成份的出口货物，从 2005 年 5 月 1 日起，继续执行出口退（免）税政策； 二、125 号文件所列商品代码之外的含金（包括黄金和铂金）成份的出口产品，如“91131000”“贵金属表带”中的铂金表带，须从 2005 年 5 月 1 日起按 125 号文件的规定执行免征增值税政策； 三、以进料加工方式出口的含黄金、铂金成份的产品，应按 125 号文件的规定，执行免征增值税政策。
中国人民银行等六部门	2010.07.22	《关于促进黄金市场发展的若干意见》	充分认识促进黄金市场健康发展的重要意义；进一步明确黄金市场发展定位；切实加强黄金市场服务体系建设；完善黄金市场法律法规和相关政策支持体系；切实防范黄金市场风险；切实保护投资者利益。
生态环境部	2020.01.14	《黄金工业污染防治技术政策》	落实《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》要求，防治黄金工业环境污染，改善环境质量，促进黄金工业持续健康发展和污染防治技术进步。

自然资源部办公厅	2020.05.15	《关于做好2020年度绿色矿山遴选工作的通知》	(一) 精心组织; (二) 强化第三方评估机构的责任机制; (三) 严格实地抽查。
自然资源部办公厅	2020.06.16	《矿业权登记信息管理暂行办法》	一、统一勘查、开采许可证证号位数; 二、加强出让登记情况监测; 三、及时更新相关功能模块。

资料来源：国务院，中国银河证券研究院整理

中国黄金首饰企业注重金饰与传统文化的结合，强调黄金首饰在重大节日或特殊场景的应用，黄金首饰消费增长迅速。黄金首饰企业与银行等机构合作在春节等重大节日前后推出“生肖金”、“贺岁金”等黄金首饰产品受到消费者欢迎。2022年11月5日，第五届中国国际进口博览会在上海正式开幕，金陵金箔作为江苏老字号代表，亮相江苏展台的“金陵风雅”板块，向中外友人展示金陵老字号坚守匠心传承、引领创新消费的独特魅力。2022北京时装周上，北京工美“流光溢彩，向美而生”发布会携旗下工美造办、工美黄金、京工美作三大自主品牌上演了一场将中国传统文化与潮流时尚创新融合、全新演绎的跨界“文化盛宴”。中国黄金首饰企业老字号品牌居多，国务院出台的一系列老字号扶持政策也助推了黄金首饰老字号的发展。

表 11: 老字号扶持政策

部门	时间	名称	内容
国务院	2017.01.25	《关于实施中华优秀传统文化传承发展工程的意见》	实施中华老字号保护发展工程，支持一批文化特色浓、品牌信誉高、有市场竞争力的中华老字号做精做强。
国务院	2017.09.12	《中共中央国务院关于开展质量提升行动的指导意见》	实施中国精品培育工程，加强对中华老字号、地理标志等品牌培育和保护的，培育更多百年老店和民族品牌。
国务院	2017.9.25	《关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》	激发和保护老字号企业企业家改革创新意识，发挥老字号的榜样作用。
国务院	2018.2.7	《关于促进老字号改革创新发展的指导意见》	支持老字号传承和创新传统技艺，线上线下融合发展，创新经营管理模式，加强原址风貌保护，促进老字号集聚发展，深化老字号企业产权改革，注重发挥老字号品牌价值，推动老字号积极对接资本市场等八项具体任务。
国务院	2021.9.22	《知识产权强国建设纲要（2021-2035年）》	推进商标品牌建设，加强驰名商标保护，发展传承好传统品牌和老字号，大力培育具有国际影响力的知名商标品牌。
国务院	2022.01.25	《商务部等8部门关于促进老字号创新发展的意见》	加强老字号保护法治建设，保护老字号知识产权、保护老字号历史网点、保护老字号文化遗产；传承老字号传统技艺、活化老字号文化资源、壮大老字号人才队伍；推动老字号创新产品服务、支持老字号跨界融合发展、促进老字号集聚发展；引导

老字号体制机制改革、优化老字号金融服务、推动老字号走出国门。

资料来源：中国银河证券研究院整理

2. 核心投资逻辑：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。

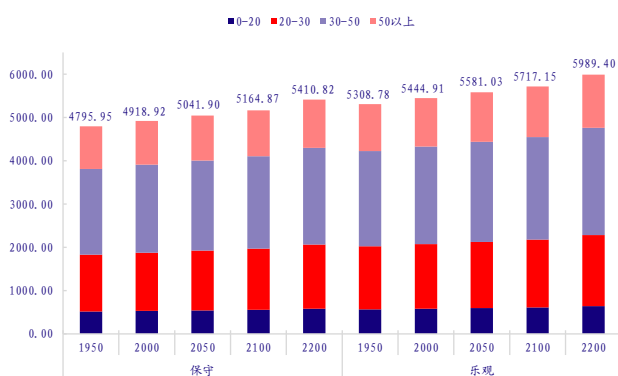
表 12：中国金银珠宝行业规模预测（亿元）

年份	金银珠宝	金银珠宝奢侈品	金银珠宝与 2021 年相比倍数
2023	8610.70	852.52	1.13
2024	9041.32	981.05	1.18
2025	9428.77	-	1.23

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

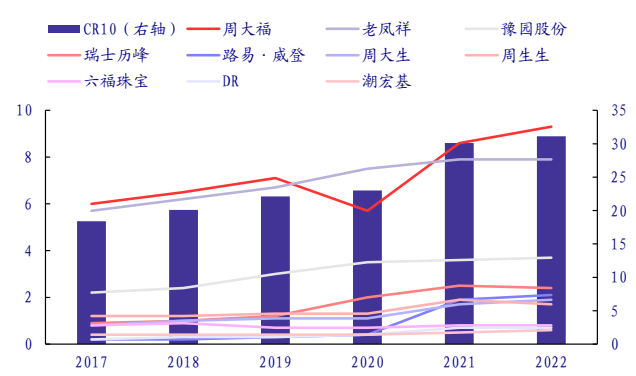
欧睿咨询对于中国金银珠宝行业的市场规模（以零售价）预测如上表所示，预期市场规模未来将稳步上升，有望在 2024 年超过 9000 亿元，年复合增长率约为 5%，奢侈金银珠宝的市场规模增长速度更快，年复合增长率约为 17%。头豹研究院根据终端销售额进行预测，得出中国金银珠宝行业中黄金市场的增速最快，2018-2021 年间的复合增长率为 5.9%，预计未来 5 年也将保持 6% 的增速。其中，据世界黄金协会相关调研结果，我们乐观预期我国黄金珠宝市场的终端市场规模约为 5989 亿元，保守也可达 4796 亿元，较 2022 年市场规模有 50-88% 的提升空间。从竞争格局的角度来看，截至 2022 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%。

图 59：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

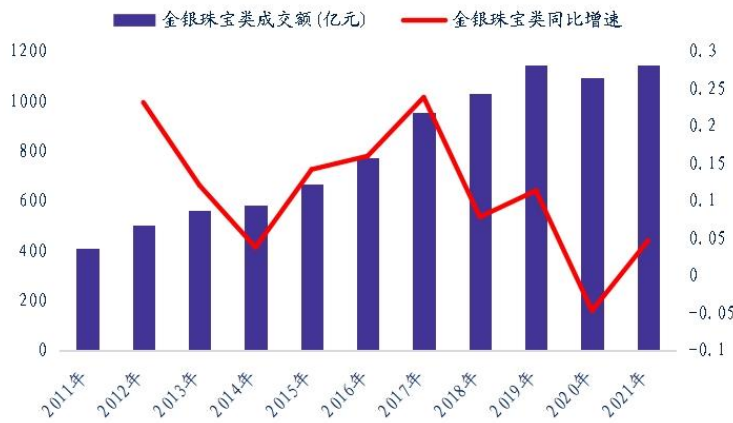
图 60：2017-2022 年中国金银珠宝行业集团市占率（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

3. 近期催化剂：2023 年一季度全球金饰消费需求为 478 吨，与去年同期相比基本持平。金饰制造增速超越消费增速，使全球库存增加了 30 多吨。世界黄金协会中国区 CEO 表示，市场风险和经济不确定性增强，是推动金饰需求的重要因素之一，也是实物黄金投资需求上升的重要驱动力。据中国黄金协会最新统计数据显示，2022 年国内原料黄金产量为 372.048 吨，与 2021 年同期相比增产 43.065 吨，同比增长 13.09%；其中，黄金矿产金完成 295.423 吨，有色副产金完成 76.625 吨；另外，2022 年进口原料产金 125.784 吨，同比增长 9.78%。但短期来看，据年报披露情况，国内黄金企业大都对 2023 年黄金产量做出保守估计。其中，紫金矿业预计 2023 年将生产矿产金 72 吨，同比增速达到 28.57%。尽管紫金矿业作为我国黄金开采龙头企业给出了较高的产量预期，但山东黄金、赤峰黄金等其他龙头预期产量却保持低迷。2023 年一季度，全国黄金消费量 263.5 吨，与 2021 年同期相比上涨 16%。其中，黄金首饰 197.7 吨，同比上涨 11%；金条及金币 65.9 吨，同比上涨 34%。

图 61: 金银珠宝规模及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2022 年全年，受国内疫情多点散发影响，黄金消费市场在波动中恢复，头部品牌市场份额进一步提升。黄金首饰消费量整体呈小幅下降趋势，但重点零售企业把握渠道扩张机遇，争夺下沉市场，老凤祥、老庙等品牌企业销量逆势增长；同样，虽然实物黄金投资消费整体下滑，但部分大型黄金零售商和商业银行金条及金币销量继续保持增长态势。金银珠宝存在可选属性，短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。从 2021 年金银珠宝行业上市情况来看，市场对于黄金、钻石类贵金属产品比对于人造水晶、玻璃、塑料等珠宝产品的认可度更高。

表 13: 2021 年中国金银珠宝行业企业上市情况

代码	上市企业	上市时间	上市地点	主营业务
600916.SH	中国黄金	2021.02	上交所主板	2022 年前三季度营业收入 356.90 亿元，归母净利润 6.14 亿元。是国内专业从事“中国黄金”品牌黄金珠宝产品研发、设计、生产、销售和品牌运营的大型企业。分产品来看，2021 年黄金产品占营业收入比重达到 98.65%。
300945.SZ	曼卡龙	2021.02	深交所创业板	2022 年前三季度营业收入 10.82 亿元，归母净利润

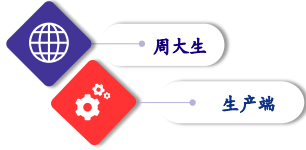
H01622.HK	APM Monaco	2021.06	中国香港主板	0.50 亿元。集珠宝首饰创意、销售、品牌管理为一体的珠宝首饰零售连锁企业，主营业务为珠宝首饰零售连锁销售业务。分产品来看，2021 年素金产品占营业收入比重达到 75.88%。
301071.SZ	力量钻石	2021.09	深交所创业板	公司旗下珠宝品牌为 APM Monaco，产品组合包括耳环、项链、戒指和手链等。
301177.SZ	迪阿股份	2021.12	深交所创业板	2022 年前三季度营业收入 6.74 亿元，归母净利润 3.50 亿元。主营人造金刚石、超硬材料制品研发、生产、销售、进出口业务等。分产品来看，2021 年培育钻石占营业收入比重最高，为 39.57%。
				2022 年前三季度营业收入 30.43 亿元，归母净利润 7.73 亿元。主营品牌包括 DR 钻戒，凭借“真爱协议”在钻石行业斩获较高市场份额。分产品来看，2021 年求婚钻戒占营业收入比重最高，为 79.19%。

资料来源：Wind，头豹研究院，中国银河证券研究院整理

4. 投资标的落地于“中华文化属性”：结合金银珠宝行业的核心投资逻辑与近期催化剂，我们推荐：①具有丰富品牌底蕴，注重品牌打造的黄金首饰赛道龙头企业；②在黄金首饰产品设计层面注重创新，不断完善生产工艺，迎合消费者需求，获得消费者青睐；③注重黄金饰品与中华传统文化的结合，具有较强营销实力的品牌。对应推荐标的包括：豫园股份(600655.SH)、周大生(002867.SZ)、老凤祥(600612.SH)。

图 62：金银珠宝行业投资标的落地于“中华文化属性”





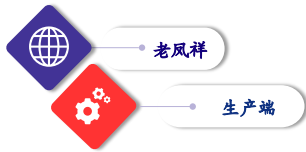
原材料: 公司原材料中, 金料主要包括黄金、铂金、K金等, 用于素金类饰品及镶嵌类产品, 钻石主要用于镶嵌类产品, 其他原料包括银料、翡翠、晶石及其他配件等, 用于镶嵌类产品及其他产品。针对国内珠宝首饰生产现状和特点, 公司建立了一套有效的原材料供应商、委外生产商/指定供应商甄选、管理、考核和淘汰机制, 以实现对产品质量控制、生产进度、生产成本和供应链渠道变化等信息的及时掌控和快速反应。

研发: 在黄金产品研发上逐步发力, 将钻石产品研发的经验及思路应用于黄金产品上, 打造六大黄金产品线, 推出“周大生非凡古法黄金系列”, 并大力加强黄金文创IP联名的合作力度。构建了黄金产品矩阵, 从“情感表达、时尚装扮、文创IP”三大产品研发方向, 打造了“欢乐童年、浪漫花期、幸福花嫁、吉祥人生、美丽人生、璀璨人生”六大黄金产品线, 并在每条黄金产品线下, 打造了不同产品系列。



品牌: “周大生”品牌经过多年的深耕营运, 积极拥抱变革与创新, 锐意进取, 市场竞争力突出, 已成为中国境内珠宝首饰市场最具竞争力的品牌之一, 根据中宝协出具的证明, “周大生”品牌市场占有率在境内珠宝首饰市场均排名前三。同时, 自2011年起, 公司连续十一年获得世界品牌实验室(World Brand Lab)“中国500最具价值品牌”, 品牌价值从2018年的376.85亿元 上升到2021年的638.05亿元, 位居中国轻工业第二。

营销: 根据周大生品牌发展战略规划, 公司以持续式、脉冲式、矩阵式的广告投放策略, 构建了由机场、高铁、互联网、新媒体等各类媒介整合的立体式品牌营销传播体系, 全方位覆盖目标消费群体, 不断提高“周大生”品牌的知名度、美誉度及忠诚度。同时, 公司积极推进数字化战略, 从数字研发、数字营销、数字共享、数字运营等各类场景提供数字化解决方案, 赋能终端销售, 驱动品牌增长。



原材料: 公司主要从事黄金珠宝首饰、工艺美术品、笔类文具制品的生产经营及销售, 主营业务涵盖以“老凤祥”商标为代表的黄金珠宝首饰产业, 老凤祥从源头采购到设计、生产、销售, 都有着丰富的经验和成熟的体系

研发: 公司投资建设的老凤祥东莞珠宝首饰有限公司、老凤祥(东莞)珠宝镶嵌首饰有限公司两家设计生产基地, 通过运营和专利转化, 拥有了目前行业内最先进的自动化机器设备和生产工艺, 突破了黄金珠宝行业手工加工的传统, 有效地提升了生产效率、加工精度和产品实物质量, 形成了现代化、数控化的产品链, 为品牌自主产品研发、生产, 进一步延伸产业链、突出品牌优势奠定了坚实的基础。两个首饰生产基地, 支撑了老凤祥国内、国际市场拓展的产品需求, 打造了首饰行业“上海制造”的新高度。



品牌: 沪上黄金珠宝百年老字号品牌, 品牌知名度、美誉度、忠诚度处于行业领先地位。在黄金首饰领域底蕴深厚, 占领消费者强心智, 黄金高景气受益者。截至2020年老凤祥拥有国家级工艺美术大师8人、上海市级工艺美术大师16人, 拥有在黄金设计和工艺方面的长期积淀, 其金银细工制作技艺列入“国家级非物质文化遗产”名录, 并在华东等区域建立了在黄金品类上的强品牌优势。

营销: 公司以品牌为引领, 市场为导向, 本着“立足上海、辐射全国、走向世界”的营销网络建设方针, 始终把渠道拓展放在重要的位置, 走“品牌联动”“立体式经营”的新路, 坚持自营银楼、合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”的立体营销模式。截至2022年6月末, 老凤祥共计拥有营销网点达到5055家。

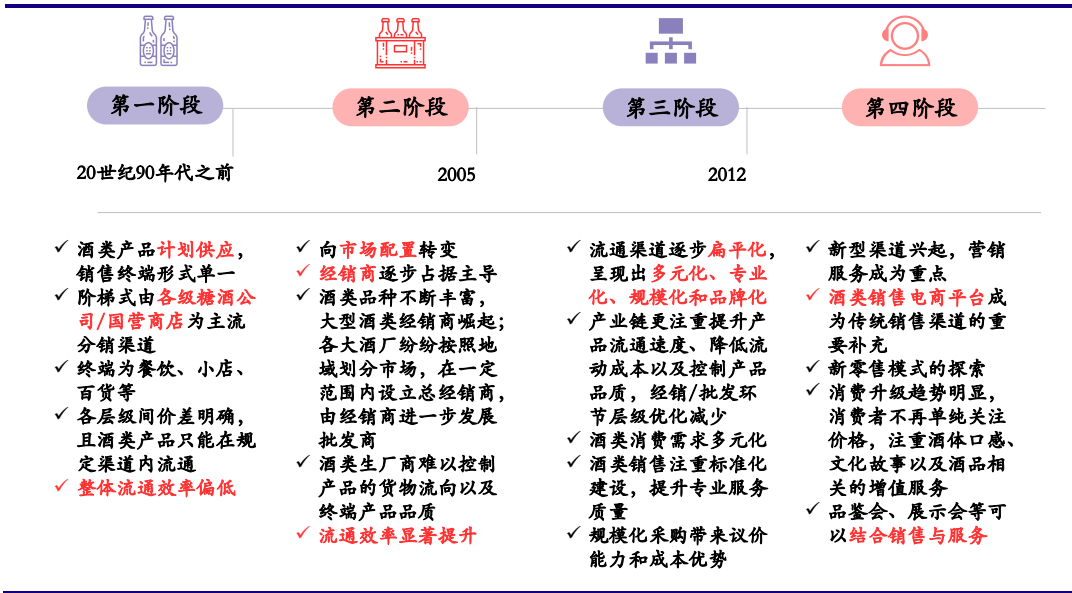
资料来源: 中国银河证券研究院整理

(三) 酒类连锁: 消费升级下高档白酒优势显现, 传统文化加持优质品牌彰显韧性

1. 行业概况: 我国的酒类流通行业大致可以分为四个阶段, 在上世纪 90 年代, 经销商的角色率先为行业带来的阶段性的突破, 改变了传统糖烟酒公司/国营商店的传统格局, 助力酒类产品实现了从计划供应到市场配置的转变; 但随着经销商规模的壮大, 其中也暴露出一些问

题，包括销售层级的繁琐、产品质量难以控制等，与此同时消费者对于酒类商品的需求不断增长，尤其是个性化、多元化、高端化等各类需求涌现，因此中游流通企业亟待提升自身的运营效率并有效控制成本，通过标准规范的经营为市场供给“保真”产品以及配套的品质服务。

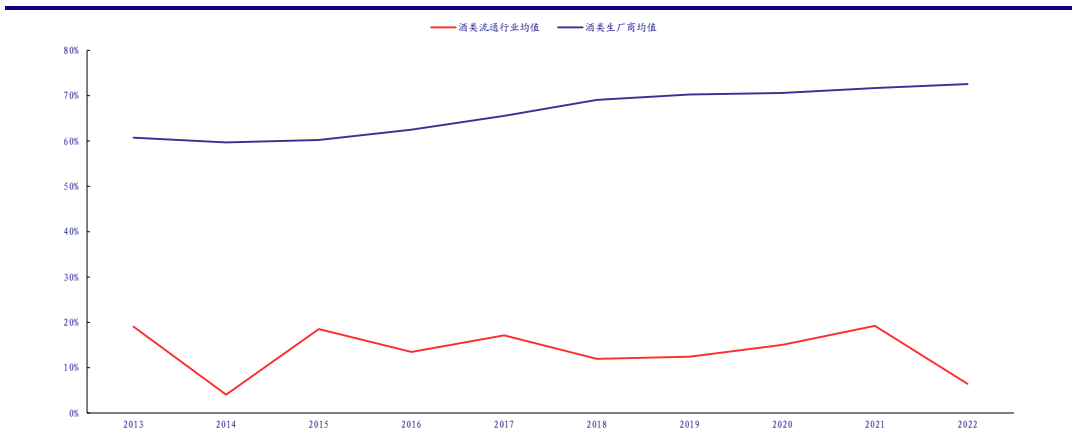
图 63: 酒类流通行业发展的四个阶段



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从产业链的角度来看，酒类产业链中的利润主要集中在上游生产商环节，酒企由于品牌力较强享有与其他环节的议价能力，行业内公司的毛利率水平可达60%以上，并呈现出上升趋势；中游流通环节层级较多导致利润出现分流，且上游生产商的挑选空间充裕，环节内部彼此同质化程度较高的经销商、批发商、零售商等竞争激烈，行业内多数公司毛利率水平不及20%。酒类流通企业本质与其他批发/零售类企业相似，核心在于高效的为消费者提供更好的商品与服务；但由于其承载的商品“酒”与其他消费品（食品饮料、日用品、服饰等）相比又具有一定的特殊属性，例如白酒厂商可以指定经销商并决定每个经销商的拿货配额情况，由此上游生产商的供给会直接影响中游流通环节的竞争格局。

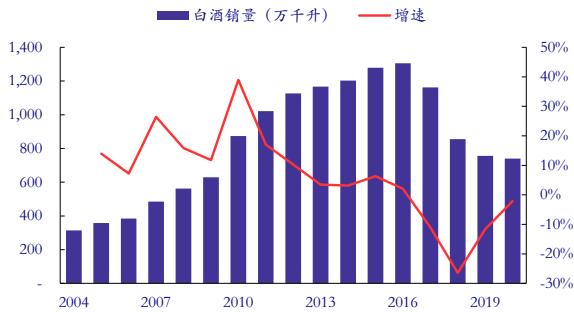
图 64: 上游酒企酒厂毛利率均值水平远高于酒类流通企业水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

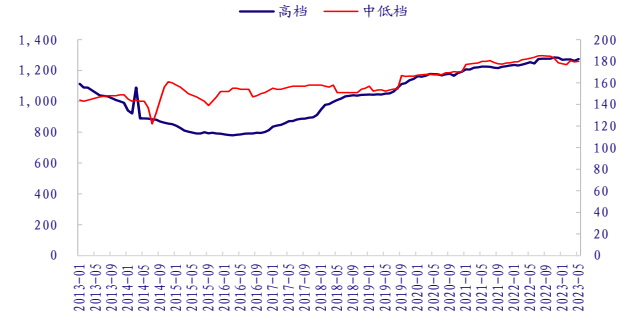
上游供给中，我国白酒行业的产量和销量早于 2010 年开始均呈现出增速下滑趋势，且收到反腐与遏制三公消费等外部因素影响，行业自身从供给端不断优化产品结构，与消费需求的升级变化相匹配，清退落后的低端白酒产能，同时丰富扩产中高端白酒；未来白酒行业的规模驱动主要在于产品结构的优化而并非“堆量”，中高端产品地位稳固；预计在 2025 年白酒行业虽仅贡献 11.4%左右的酿酒产量，但对应约 66%的销售收入以及 77%的利润。我国葡萄酒产量情况与白酒相似，同样受到经济环境的影响，自 2010 年开始步入增速下行区间；其中中低档产品价格平稳，但高档葡萄酒类多为进口，因此受关税政策变动的较大影响。从上游主要供给的两大类来看，中高端的“名酒”产品需求与具有“保真”和服务能力的酒类流通企业发展相得益彰。

图 65: 我国白酒销量逐渐滑落至相对平稳区间内 (万千升)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 66: 高档白酒价格自 2016 年开始逐步提升 (元/瓶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 14: 2022 年国内发展白酒相关政策梳理

日期	部门与地区	名称	政策
2022.11	三门峡市人民政府办公室	《三门峡市支持白酒产业转型升级若干措施》	其中明确，加快白酒企业上市培育，提升管理水平，加快上市步伐。根据企业在境内上市进程，由市财政分阶段给予奖励 500 万元。进入首次公开发行股票辅导程序，在其辅导机构向省证监局提交《股票发行上市辅导报告》备案后，给予奖励 100 万元；向证监会提交拟发行股票并上市的应用受理后，给予奖励 100 万元；企业完成首发上市，给予奖励 300 万元。支持白酒企业与省内外科研机构和创新基地合作，共建产业研究院、重点实验室、技术中心等高水平创新研发平台，对新认定的国家级、省级创新平台，由市财政分别给予 50 万元和 30 万元奖补；对认定为省级新型研发机构的，由市财政给予 30 万元奖补。对标企业和专精特新企业实施“三大改造”的，由市财政按照企业投入资金的 40% 给予补助，最高不超过 500 万元。
2022.11	中国酒业协会，四川省经信厅	白酒成都产区高质量发展峰会	四川中国白酒金三角协会将充分发挥行业组织的引导推动、统筹协调作用，助力白酒成都产区高质量发展，支持水井坊等产区内的酒企不断做优、做强、做大，携手政府、行业、企业在成都打造“世界中国酒文化 IP”，助力成都建设“世界酒文化中心”，助推中国酒业与四川优质白酒产业转型升级高质量发展

2022.10	四川宜宾市委、市政府	《关于加快白酒产业高质量发展的意见》	展。 聚力龙头引领、产区塑造、产业集群、平台支撑、品牌打造等，强核心、补短板、提价值，着力构建长江“零公里”最优、最美酿酒生态圈，打造世界优质浓香白酒主产区，加快建设世界级优质白酒产业集群，为“中国白酒之都”加快建设现代化区域中心城市提供核心产业支撑。《意见》从核心指标、企业培育、品牌价值三个层面确定了未来几年的发展目标。
2022.10	贵州省人民政府	《贵州省推动复工复产复市促进经济恢复提振行动方案	加快推进“三个一批”，持续抓好中小酒企规范发展，新培育一批规上白酒企业。四季度白酒增加值增长15%以上。
2022.10	国家市场监督管理总局、国家药监局、国家知识产权局	《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的实施方案》	支持贵州开展酱香型白酒质量提升行动，在贵州布局建设国家白酒产业计量测试中心，培育一批特色鲜明、优势突出的酱香型白酒生产企业品牌，助力贵州以赤水河流域酱香型白酒产业带为核心，建设全国重要白酒生产基地和世界级白酒产业集群。
2022.06	全国白酒标准化技术委员会	《白酒工业术语》和《饮料酒术语和分类》两项国家标准	6月1日，白酒“新国标”正式实施，“新国标”对白酒、调香白酒等作出准确定义，对品类特点进行清晰化表达。市场上一些白酒在“新国标”实施后将不再能标注为“白酒”。
2022.04	工业和信息化部	《白酒质量安全追溯体系规范》	将于2022年10月1日施行，进一步规范白酒流通环节质量标准门槛。
2022.03	安徽省经济和信息化厅、省商务厅、省市场监管局	《关于促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》	重塑安徽白酒品牌，构建“品牌强、品质优、品种多、集群化”的安徽白酒产业发展体系，提升安徽白酒在全国的品牌影响力。
2022.02	贵州省人民政府	《贵州省2021年国民经济和社会发展规划执行情况与2022年国民经济和社会发展规划草案的报告》	2022年将加强赤水河流域产区管控和生态保护，按照“三个一批”推动中小酒企转型升级，建设以茅台酒为引领的贵州酱香白酒品牌舰队，确保白酒产业增加值增长20%以上。
2022.01	工信部	《关于加快现代轻工产业体系建设的指导意见(征求意见稿)》	要针对年轻消费群体、国外消费群体发展多样化、时尚化、个性化、低度化白酒产品。
2022.01	国务院	《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》	稳妥推进白酒企业营销体制改革；发挥赤水河流域酱香型白酒原产地和主产区优势，建设全国重要的白酒生产基地；科学推进赤水河流域等一体化保护修复；多次提及贵州白酒的发展，如稳妥推进白酒企业营销体制改革；发挥赤水河流域酱香型白酒原产地和主产区优势，建设全国重要的白酒生产基地。

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

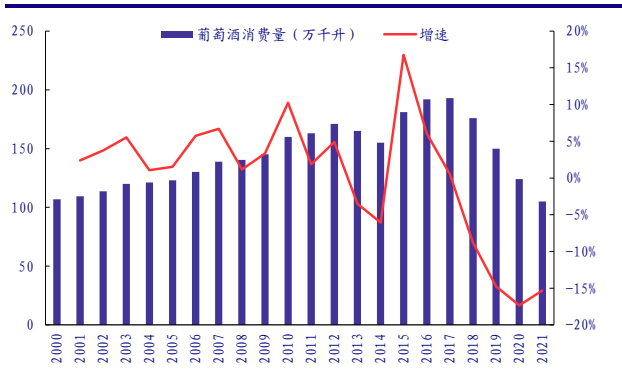
中华文化历史悠久、积淀深厚，白酒是不可或缺的重要构成。文化酒深挖中华传统文化内核，是对中华传统文化的直接呈现和升级表达。中国酒业协会秘书长何勇也表示，以文化酒为代表的白酒文创，势必为中国酒文化发展注入全新的动力。年内，多家酒企上新文化酒产品，加强文化与白酒的链接。中央和各地发展白酒的相关政策规范了白酒的流通、质量、品类，贵州省、四川省、安徽省也发布了一系列政策，对白酒企业进行补贴，促进了白酒产业的发展。整体来看，白酒相关政策关心白酒与文化的结合，对白酒的质量提出更高的要求。

表 15: 中国白酒行业消费特点

	价格(元)	代表性产品	消费人群	主要用途
高端	>700	茅台、五粮液、国窖、内参等	政商高中层人士	政商务宴请、送礼
次高端	300-700	剑南春、洋河、郎酒、汾酒、水井坊、国缘、习酒、酒鬼酒、舍得、国台等	企业高管、中等收入群体	政商务宴请、婚宴等宴席
中端	100-300	古井贡酒、口子窖、金徽酒、伊力特等	中等收入群体	婚宴等宴席、亲友聚餐
低端	<100	牛栏山、玻汾、老村长、红星等	中等收入群体	亲友聚餐、自饮

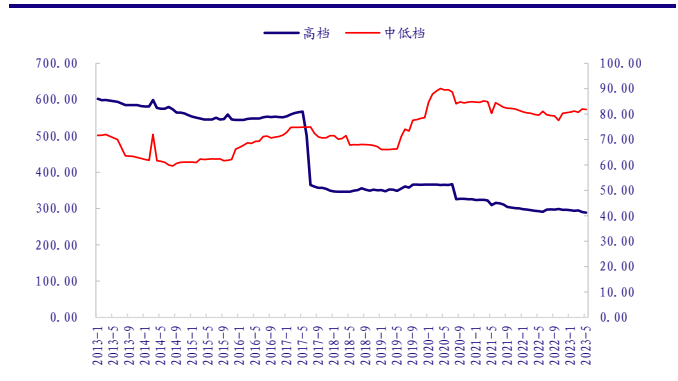
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 67: 我国葡萄酒消费量有逐步放缓趋势(万千升)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 68: 高档葡萄酒价格受关税政策变动的较大影响(元/瓶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 16: “十三五”及“十四五”发展指导建议中对于酒类行业的规模要求

(万千升; 亿元)		产量	产量增速	销售收入	收入增速	利润	利润增速
“十三五”规划要求	酒类	8960	21.57%	12938	40.19%	2658	42.04%
	白酒	1580	20.35%	7800	40.32%	1800	40.66%
“十四五”规划要求	酒类	7010	20.7%	12130	41.2%	2600	51.5%
	白酒	800	6.7%	8000	35.6%	2000	37.0%

资料来源: 中国酒业协会, 中国银河证券研究院整理

表 17: 进口葡萄酒相关政策梳理

日期	政策
2005	葡萄酒进口关税从 44.6% 降至 14%
2012	对新西兰葡萄酒等产品的进口关税从 2%-4% 降至 0

- 2015 根据《中智自贸协定》，智利进口葡萄酒关税降为 0
- 2017 根据《中澳自由贸易协议》，澳大利亚进口葡萄酒关税从 34.7%降至 5.6%
- 2019 澳大利亚葡萄酒关税进一步降至 0
- 2020 商务部对原产于澳大利亚的进口相关葡萄酒进行反倾销立案调查
- 2021 商务部决定自 3 月 28 日起对原产于澳大利亚的相关葡萄酒征收反倾销税，各公司反倾销税税率为 116.2%—218.4%
中国将停止从澳大利亚进口包括葡萄酒在内的至少 7 大宗商品。（包括：大麦、糖、红酒、木材、煤炭、龙虾和铜矿及其精矿）
- 2022 2022 年 1 月 1 日以后生产的进口葡萄酒，其境外生产企业注册编号应当标注在中文标签上，供消费者和监管机构进行追溯。

资料来源：艾媒咨询，商务部，中国银河证券研究院整理

表 18：2022 年国内发展葡萄酒相关政策梳理

日期	部门与地区	名称	政策
2022.10	宁夏回族自治区党委办公厅、人民政府办公厅	《推进宁夏国家葡萄酒及葡萄酒产业开放发展综合试验区建设的政策措施》	宁夏将从基础配套、科技支撑能力、土地保障、财税金融服务、市场营销与品牌塑造等方面实施 20 项政策措施，助推宁夏 2025 年葡萄及葡萄酒产业综合产值达 1000 亿元。对综试区内有酿酒葡萄种植基地和酿酒车间的酒庄(企业)，葡萄酒产品获得中国(宁夏)国际葡萄酒大赛、品醇客世界葡萄酒大赛、布鲁塞尔国际葡萄酒大奖赛、柏林葡萄酒大奖赛大金奖的，宁夏将给予一次性资金奖励。 支持“葡萄酒+文旅”深度融合，在葡萄酒旅游线路产品创新、葡萄酒文旅产品提质升级、葡萄酒产业与康养产业融合方面，给予资金支持和奖励。 同时，对从事酿酒葡萄种植和葡萄生产、销售、康养、文旅等项目贷款，将加大贷款贴息支持力度。
2022.09	宁夏财政厅、宁夏贺兰山东麓葡萄酒产业园区管理委员会	《关于推进宁夏贺兰山东麓葡萄酒产业高质量发展的财政支持政策》	支持培育一批带动力强、竞争力强、品牌力强的龙头企业大力拓展国内外市场 ，对贺兰山东麓葡萄酒产区规模以上企业且在产区设立销售公司的酒庄（企业）按照销售额给予 5% 奖励，最高奖励不超过 500 万元。
2022.08		“中国葡萄酒技术质量发展大会”暨“中国酒业协会 2022 年国家级葡萄酒评酒委员会年会”	中国葡萄酒技术质量发展大会”暨“中国酒业协会 2022 年国家级葡萄酒评酒委员会年会”在山东烟台举办。6 家企业获“2021 年度烟台产区高标准优质酿酒葡萄基地”称号。 山东省烟台市委、市政府将葡萄酒产业链作为全市 16 条重点产业链之一，每年列支 4000 万元扶持产业发展 ，今年已完成首批资金兑付。丹凤县规划布局适宜丹凤气候土壤温差的规模化优质葡萄种植和采摘体验基地 1000 亩。建设百年丹凤文化展示长廊、葡萄酒博物馆、地下酒窖、红酒俱乐部、红酒博览汇、红酒会所、红酒吧等集红酒展示、窖藏、消费体验、 文化交流 、商务接待于一体的丹凤红酒体验区。建设年产亿只红酒瓶塞生产线及相关配套设施。葡萄酒产业提升项目总投资 8.5 亿元，合资、独
2022.07	陕西省丹凤县招商服务局	葡萄酒产业提升项目	

资均可，预计建成后可实现综合收入 3.5 亿元、利税 8500 万元。

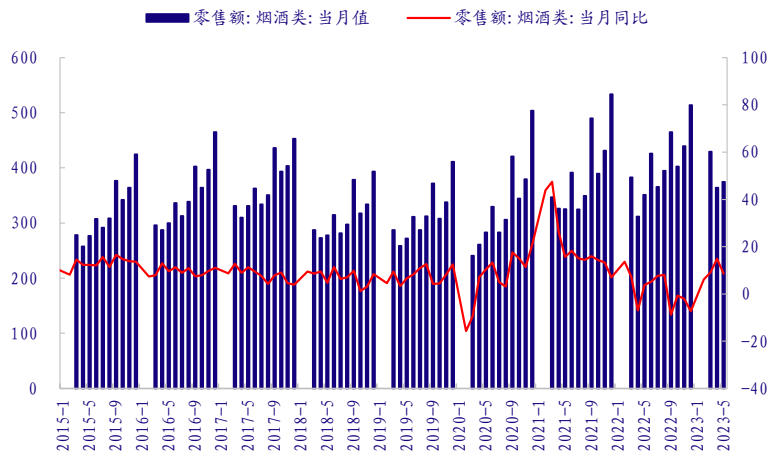
资料来源：中国政府网，商务部，中国银河证券研究院整理

从政策的角度来看，在《中国酒业“十四五”发展指导意见（征求意见稿）》中，中国酒业协会提到匹配产业目标，提供配套的保障措施，**对于酒类流通行业对应存在“酒类大商 1510 培育计划”，“十四五”期间产业内计划培育千亿级酒类大商至少 1 家，百亿级 5 家，50 亿级大商 10 家；**同时对酒类流通质量安全予以目标，需要系统构建产业质量标准化体系，做好标准体系的顶层设计，促进标准顶层设计更趋科学合理，进而确保酒类质量安全等。上述政策积极利好酒类流通行业的规范化发展，也敦促指明了行业内龙头示范企业的发展方向；由此我们可以看出**酒类流通企业的专业性、独特性地位毋庸置疑，在深化产业集群发展和集约化发展的过程中，借助科技手段主力产业升级转型，不断提升酒类产品品质与价值，树立文化形象同样重要。**

2. 核心投资逻辑：对于传统的白酒和葡萄酒、以及新兴的进口烈酒消费而言，高端和次高端产品将成为行业的增长主力；消费者对于判断酒类产品真伪、获取酒类相关产品服务的需求上升，需要具有一定品牌信誉背书的专业可靠渠道以购买高端酒类产品。酒类流通企业通常通过完备的线下销售网络体系，或是物流支撑的线上电商平台，为消费者提供商品；尤其是品牌自营/加盟的线下门店不仅可以快速挖掘门店周边的消费需求，精准且及时的触达消费者，同时可以通过门店经营与展示树立公司连锁品牌形象，深化公司品牌的认知度与公信力。此外，酒类流通企业作为上游酒企酒厂与下游消费者之间稳定的桥梁，可以及时捕捉并反馈市场需求，在为消费者提供经典茅五等产品的同时，协助酒企酒厂提供更符合市场需求的多元化产品。

3. 近期催化剂：从社消数据的角度来看，疫情对于酒类商品的冲击主要集中在 2020 年年初，自 4 月开始烟酒类已经恢复正增长，尽管由于 2022 年年初受到疫情反复的冲击而有所下降，但随着上海、北京疫情的逐步控制，线下婚宴、商务宴请、朋友家庭聚餐等消费场景需求恢复，对应酒类的消费需求有望进一步恢复提升。2022 年社消中烟酒类增速在 4 月出现短暂出现负增长后 9 月、10 月增速再次下滑，主要系多地疫情反复下，宴席消费场景受限。烟酒类全年表现波动性略高于粮油食品类，部分月份出现负增长情形，上述品类连续两年出现 10% 左右的高增速表现，基数较高。需求端来看由场景恢复下的消费回补切换至消费意愿/能力驱动的消费新常态中，呈弱复苏状态；由于近期消费有所转弱，供给端没有太多削减，预计二季度淡季仍处于渠道去库存状态，但基品类优势和消费升级趋势，中长期向上发展趋势并未改变。从市场表现来看，短期市场情绪承压，但长期来看负面影响或将持续减弱，疫情趋缓后需求有望出现回补。此外，酒类流通企业的发展也逐渐受到市场资本层面的关注。今年以来，烟酒类同比与环比增速表现均有提振，消费场景包括春节、五一、端午等节假日的备货与补偿性聚会宴请等，表现回升符合节假日特征，该品类的增长趋势也与餐饮大类消费相对应。另外，需关注行业内数支个股退市的情况，现有标的具备一定的稀缺性。

图 69: 2015 年后烟酒类社消零售额单月开始正增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 19: 酒类流通企业上市情况

上市情况	公司名称	主营产品	主要渠道	业绩情况
2019 年创业板 300755.SZ	华致酒行	贵州茅台、五粮液、钓鱼台、荷花、汾酒、古井贡、国缘等白酒以及成“阿伦选·葡萄酒”产品系列、奔富、小拉菲等葡萄酒	华致酒行、华致名酒库、零售网点、KA 卖场等线下门店; 京东、天猫旗舰店, 华致酒库 O2O 平台及华致酒库微信小程序	2022 年营业收入 87.08 亿元 (YoY+16.73%); 归属于上市公司股东的净利润 3.66 亿元 (YoY-45.77%)。23Q1 营业收入 37.43 亿元 (YoY+5.32%); 归母净利润 1.01 亿元 (YoY-59.25%)。
2021 年提交创业板申报(2015 年曾三板挂牌) A21035.SZ	酒仙网	茅台、五粮液、剑南春、泸州老窖、汾酒、洋河、古井贡、酒鬼酒、钓鱼台、国台、人头马、保乐力加、帝亚吉欧等	酒仙网官网、酒仙网移动端 APP、与天猫、京东等第三方电商平台合作的酒水零售店铺, “酒仙网国际名酒城”、“酒快到”等线下门店	2020 年营业收入 37.17 亿元 (YOY24.04%); 归母净利润 1.82 亿元 (YOY123.45%)
2014 年三板挂牌 830993.NQ	壹玖壹玖	茅台、五粮液、国台、钓鱼台等白酒、国产葡萄酒、进口葡萄酒、洋酒、黄酒、啤酒、酒具等	1919 吃喝 APP、天猫旗舰店、1919 饿了么店、1919 口碑店、1919 官方商城、线下直营店和直供店 (加盟店)	22H1 营业收入 23.45 亿元 (YOY-9.29%); 归母净利润 0.07 亿元 (YOY-89.25%);
2016 年三板挂牌 835961.NQ, 2021 年计划借壳宝德股份 (300023.SZ), 11 月重组计划终止	名品世家	葡萄酒为主, 茅台、五粮液等白酒, 兼顾酒具、茶叶、地方特产等	加盟店、合作店、电商合作平台; “线下店商”、“线上电商”、“跨界营销”、“酒类金融”等	2022 年营业收入 10.54 亿元 (YoY-21.38%); 归母净利润 0.85 亿元 (YOY-30.07%)

备案辅导阶段	百川名品	五粮液、茅台、剑南春、 法国百特等		
IPO 辅导阶段	京糖酒业	茅台等白酒		
2016 年三板挂牌	酒便利	白酒、葡萄酒、烈酒、啤 酒、饮料、黄酒、专业酒 具和香烟 8 大品类	“互联网平台+呼叫中心 +实体门店+配送”的线上 线下一体经营模式	2022 年营业收入 9.40 亿元 (YoY-12.57%); 归母净利- 0.16 亿元(YoY-125.87%);
838883.NQ				

资料来源: Wind, 酒业家, 中国银河证券研究院整理

4. 投资标的落地于“中华文化属性”：我们认为优质的作为精品酒水营销和服务商，其核心在于得到上游品牌商和下游客户、终端消费者的认可，具有一定的品牌优势。对应**推荐标的华致酒行（300755.SZ）**，公司线下营销网络正在逐步完善，同时搭配线上电商渠道触达更广的消费者人群，以公司的品牌形象为背书，可以在全国范围内全渠道的提供多种类保真商品，打开终端的增长空间，有望成为十四五规划中百亿级别的酒流通企业。

图 70: 酒类连锁行业投资标的落地于“中华文化属性”



资料来源: 中国银河证券研究院整理

四、投资展望与推荐标的：升级可选类消费弹性空间更大，中长期建议关注具备“中华文化”属性的优质标的

展望 2023 年下半年，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，疫情对社会消费的冲击愈来愈弱。从上半年重要假期的消费情况来看，元旦仍然受到疫情影响，全国消费情况明显承压。但从春节假期开始，上半年重要节假日居民出行与消费热情逐渐恢复，端午假期文旅市场基本已恢复至疫前水平，各地披露消费数据也显示均较疫前水平有所增长。

中长期来看，结合前文的分析，我们认为具有“中华文化属性”的消费品零售优质标的公司更符合发展的大趋势，以中华文化为底蕴，“国潮”强势为消费注入新活力。年内，发改委提出，要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。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切性与稳定性。

综合前文中对各细分行业的 2022 年及 2023 年年初至今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，2023 年下半年仍有望延续自身景气周期的子行业主要包括：1) 化妆品；2) 金银珠宝；3) 酒类连锁。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，即具有“中华文化属性”的消费品零售行业标的值得关注：

- ① 化妆品行业，标的包括贝泰妮（300957.SZ）、珀莱雅（603605.SH）、上海家化（600315.SH）；
- ② 金银珠宝行业，标的包括豫园股份（600655.SH）、周大生（002867.SZ）、老凤祥（600612.SH）。
- ③ 酒类连锁行业，标的包括华致酒行（300755.SZ）；

表 20：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
601933.SH	永辉超市	规模	900.91	927.48	968.63	1014.19	-27.63	3.20	6.76	10.21
		增速	-1.07	2.95	4.44	4.70	29.94	111.58	111.38	50.98
		EPS	-0.30	0.04	0.07	0.11				
		PE	-12	89	42	28				
603708.SH	家家悦	规模	181.84	192.59	206.05	218.76	0.54	2.84	3.67	4.30
		增速	4.31	5.91	6.99	6.17	118.42	425.87	29.12	17.08

		EPS	0.09	0.44	0.57	0.66				
		PE	142	28	22	19				
002697.SZ	红旗连锁	规模	100.20	106.87	114.16	121.53	4.86	5.42	5.88	6.36
		增速	7.15	6.66	6.82	6.46	0.9	11.56	8.52	8.23
		EPS	0.36	0.4	0.43	0.47				
		PE	16	14	13	12				
300957.SZ	贝泰妮	规模	50.14	64.51	81.62	101.36	10.51	13.28	16.91	21.21
		增速	24.65	28.65	26.53	24.19	21.82	26.37	27.29	25.43
		EPS	2.48	3.13	3.99	5				
		PE	60	29	23	18				
603605.SH	珀莱雅	规模	63.85	80.95	100.70	123.42	8.17	10.44	13.15	16.35
		增速	37.82	26.77	24.40	22.56	41.88	27.70	25.97	24.34
		EPS	2.88	2.63	3.31	4.12				
		PE	58	40	32	26				
600315.SH	上海家化	规模	71.06	84.45	94.99	104.43	4.72	7.69	9.11	10.52
		增速	-7.06	18.84	12.48	9.94	-27.29	62.82	18.59	15.45
		EPS	0.7	1.13	1.34	1.55				
		PE	46	26	22	19				
600655.SH	豫园股份	规模	501.18	578.67	649.12	719.28	38.26	35.51	39.13	42.71
		增速	-3.57	15.46	12.17	10.81	1.52	-7.17	10.17	9.16
		EPS	0.98	0.91	1	1.1				
		PE	8	8	7	6				
002867.SZ	周大生	规模	111.18	141.98	170.23	199.09	10.91	13.66	16.09	18.55
		增速	21.44	27.7	19.9	16.96	-10.94	25.23	17.84	15.23
		EPS	1	1.25	1.47	1.69				
		PE	14	13	11	10				
600612.SH	老凤祥	规模	630.10	741.71	846.88	957.08	17.00	21.42	24.92	28.66
		增速	7.36	17.71	14.18	13.01	-9.38	25.96	16.34	15.03
		EPS	3.25	4.09	4.76	5.48				
		PE	13	16	13	12				
300755.SZ	华致酒行	规模	87.08	109.29	132.73	156.17	3.66	6.78	9.24	11.71
		增速	16.73	25.5	21.45	17.66	-45.77	85.15	36.21	26.76
		EPS	0.88	1.63	2.22	2.81				
		PE	35	15	11	8				

资料来源: Wind 一致预期, 中国银河证券研究院整理, 截止 2023 年 6 月 24 日

五、风险提示

疫情反复的风险; 行业内竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险; 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。

六、附录

表 21: 国家层面行业政策

部门	时间	名称	主要内容
国务院新闻办	2023.06.15	2023 年 5 月国民经济运行情况发布会	指出 2023 年 5 月服务业较快增长, 接触型聚集型服务业持续改善; 工业生产平稳增长, 装备制造业增长较快; 市场销售持续恢复, 升级类商品销售较快增长; 固定资产投资规模扩大, 高技术产业投资增长较快; 货物进出口保持增长, 贸易结构继续优化; 就业形势总体稳定, 城镇调查失业率与上月持平; 居民消费价格同比小幅上涨, 工业生产者价格同比下降。
商务部	2023.06.08	关于组织开展汽车促消费活动的通知	安排活动: “百城联动” 汽车节; 建立 “百城联动” 重点活动清单, 聚焦全链条促进汽车消费, 强化购车优惠政策支持; “千县万镇” 新能源汽车消费季; 举办消费季系列活动, 推动适销对路车型下乡, 推动售后服务网络下沉, 推动完善农村充电基础设施。
工信部	2023.04.28	关于开展 2023 “三品” 全国行活动的通知	聚焦 7+10+N 活动, 培优育强引领消费新升级; 深化产销联动, 线上线下激发行业创动能; 加强产销互动, 提质扩容优化模式促发展; 助力乡村振兴, 集聚优势开拓市场增实效。
财政部、海关总署、国家税务总局	2023.04.15	关于 2023 年中国进出口商品交易会展期内销售的进口展品税收优惠政策的通知	对 2023 年举办的广交会在商务部确定的展期内销售的免税额度内的进口展品免征进口关税、进口环节增值税和消费税。每个展商在本年度展会展期内累计享受税收优惠的展品类别、销售数量或金额上限按附件规定执行。享受税收优惠的展品不包括国家禁止进口商品, 濒危动植物及其产品, 烟、酒、汽车以及列入《进口不予免税的重大技术装备和产品目录》的商品。对每个展商展期内销售的超出享受税收优惠政策的展品清单类别范围或销售额度的展品, 以及展期内未销售且在展期结束后又不复运出境的展品, 按照国家有关规定照章征税。展商名单及展期内销售的进口展品清单, 由承办单位中国对外贸易中心或中国对外贸易中心集团有限公司向广州海关统一报送。对享受政策的展期内销售进口展品, 海关不再按特定减免税货物进行后续监管。每届展会结束后 6 个月内, 中国对外贸易中心应向财政部、海关总署、税务总局报送政策实施情况。

国务院办公厅	2023.04.11	关于推动外贸稳规模优结构的意见	强化贸易促进拓展市场；稳定和扩大重点产品进出口规模；加大财政金融支持力度；加快对外贸易创新发展；优化外贸发展环境；加强组织实施
文化和旅游部	2023.04.10	关于进一步规范旅游市场秩序的通知	为规范旅游市场秩序，促进旅行社高质量发展，指出要规范旅行社经营行为、提升导游服务质量、严厉打击“不合理低价游”等市场乱象、丰富行业监管手段、妥善处理涉旅纠纷舆情。
国家药监局	2023.04.04	化妆品网络经营监督管理办法	明确化妆品网络经营的监管对象和监管部门。明确化妆品电子商务经营者包括化妆品电子商务平台经营者、平台内化妆品经营者以及通过自建网站、其他网络服务经营化妆品的电子商务经营者。明确国家药监局及县级以上负责药品监督管理的部门负责化妆品网络经营监管工作。明确平台对平台内经营者的管理责任。规定了平台开展实名登记、日常检查、违法行为制止及报告、质量安全重大信息报告等管理责任要求。明确平台内化妆品经营者的法律义务。规定了平台内化妆品经营者应当履行的进货查验、产品信息展示、风险控制、问题产品召回、产品贮存运输等义务。明确化妆品网络经营监管要求。对化妆品网络经营监管中涉及的监督检查职权、行政处罚管辖权、网络抽样检验、证据采用、网络经营监测等作出明确规定。
文化和旅游部	2023.03.24	关于开展2023年“5·19中国旅游日”活动的通知	提出“5·19中国旅游日”主题日活动（5月19日）、“5·19中国旅游日”主题周活动（5月14日—18日）、“5·19中国旅游日”主题月活动（5月1日—31日）、“5·19中国旅游日”宣传推广活动（5月1日—31日）内容及其要求。
文化和旅游部	2023.03.24	关于推动在线旅游市场高质量发展的意见	提出要加强市场监管巡查、强化执法监督检查、提升信用监管效能、提高数字监管效能，同时用好纾困扶持政策、创新旅游金融服务方式、探索平台经营旅游预售业务、探索平台经营旅游预售业务以及加强行业组织建设。
文化和旅游部	2023.03.20	关于组织开展2023年文化和旅游消费促进活动的通知	全年举办内容丰富、形式多样、线上线下相结合的系列促消费活动，改善消费条件，创新消费场景，优化消费环境，营造良好消费氛围，维护消费者合法权益，激发居民文化和旅游消费热情，促进消费加快恢复和产业高质量发展。
市场监管总局	2023.03.16	定量包装商品计量监督管理办法	定量包装商品的生产者、销售者应当在其商品包装的显著位置正确、清晰地标注定量包装商品的净含量。同一包装内含有多件同种定量包装商品的，应当标注单件定量包装商品的净含量和总件数，或者标注总净含量。同一包装内含有多件不同种定量包装商品的，应当标注各种不同种定量包装商品的单件净含量和各种不同种定量包装商品的件数，或者分别标注各种不同种定量包装商品的

国务院	2022.03.05	政府工作报告	总净含量。 针对有效需求不足的突出矛盾，多措并举扩投资促消费稳外贸。去年终端消费直接受到冲击，投资也受到影响。发展消费新业态新模式，采取减免车辆购置税等措施促进汽车消费，新能源汽车销量增长 93.4%，开展绿色智能家电、绿色建材下乡，社会消费品零售总额保持基本稳定。
国务院办公厅	2022.12.14	扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）	提出全面促进消费，加快消费提质升级；优化投资结构，拓展投资空间；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；深化改革开放，增强内需发展动力；扎实推动共同富裕，厚植内需发展潜力；提升安全保障能力，夯实内需发展基础。
国务院办公厅	2022.11.17	关于开展第五次全国经济普查的通知	根据《全国经济普查条例》的规定，国务院决定于 2023 年开展第五次全国经济普查。文件列明普查活动总体要求、对象与范围、时间、组织实施、经费保障以及细分工作要求。
国务院办公厅	2022.11.14	关于同意在廊坊等 33 个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复	同意在廊坊等 33 个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区，名称分别为中国（城市或地区名）跨境电子商务综合试验区，具体实施方案由所在地省级人民政府分别负责印发。

资料来源：中国政府网，商务部，中国银河证券研究院整理

表 22：地方层面行业政策

部门	时间	名称	主要内容
北京市商务局	2023.03.06	关于鼓励企业创新开展“2023 北京消费季”促消费活动的通知	2023 北京消费季期间，对企业围绕北京消费季重点活动主题，在元宵、七夕、中秋、重阳、冬至等中国传统节日以及五一、六一、十一等重要时间节点，创新开展促消费活动，加强北京消费季品牌活动宣传，给予资金支持。
北京市商务局	2023.02.24	关于鼓励开展 2022 年网络促消费活动培育壮大网络消费市场的补充通知	对 2022 年网上零售额实际增量不低于上年同期增量的企业，按其网上零售额预计增长目标的实际完成率给予支持，2022 年网上零售额实际增量低于上年同期增量的企业，不再按网上零售额预计增量倍数给予额外资金支持。
贵州发改委等六部门	2022.11.22	《贵州省促进绿色消费实施方案》	到 2025 年，绿色消费理念深入人心，奢侈浪费得到有效遏制，绿色低碳产品市场占有率大幅提升，重点领域消费绿色转型取得明显成效，绿色消费方式得到普遍推行，绿色低碳循环发展的消费体系初步形成。到 2030 年，绿色消费方式成为公众自觉选择，绿色低碳产品成为市场主流，重点领域消费绿色低碳发展模式基本形成，绿色消费制度政策体系和体制机制基本健全。加大新能源汽车促销力度，合理引导消费者低碳乘车、用车，深入开展新能源汽车下

			乡和以旧换新活动。
四川省人民政府办公厅	2022.10.21	《关于加快推进新时代体育强省建设的实施意见》	提出,要大力促进体育消费,推动体育服务综合体建设,打造高品质消费场景。持续举办“全域天府”系列赛,鼓励发放体育消费券,举办体育消费季活动。完善体育市场监管机制,建设体育行业信用体系。
海南省人民政府	2022.09.17	海南省统筹疫情防控和经济恢复提振行动方案	鼓励因地制宜设置临时性早市、夜市等生活性消费市场。允许早市、夜市周边商铺适当提前营业或延后闭店。持续巩固外贸外资增势,加强扩大外贸支持力度。出台提升跨境贸易便利化的政策措施。
广东省人民政府	2022.08.31	广东省加大力度持续促进消费若干措施	提出开展家电“以旧换新”活动,鼓励各地市在9月1日至11月30日开展家电“以旧换新”活动,省对各地市活动实行奖补政策。
湖北省人民政府	2022.08.31	关于进一步激发市场活力稳住经济增长的若干措施	提出18条具体措施发力稳增长,其中包括采取发放购车补贴、汽车消费券、加油券以及加大家电促消费力度等措施,促进汽车、家电等大宗消费。
商务部、北京市人民政府	2022.08.31	2022年中国国际服务贸易交易会	集中展示服务领域各类新技术、新成果、新业态、新模式,发布全国电子商务发展报告、全国展览业发展报告以及信息消费、数字消费趋势报告,推动国际交流与合作,为中国服务走向国际市场搭建平台。同时,吸引更多优质高效的国际服务进入中国市场,引领我国服务消费趋势,促进服务消费提质升级。服贸会期间,北京将举办“全球首发节”“北京国际消费中心城市论坛”“北京国际时尚节”等系列消费促进活动。
商务部、浙江省人民政府	2022.08.08	2022全国家电消费季	此次活动以“拥抱绿色智能·乐享美好生活”为主题,现场发布2022家电消费新趋势,并以“浙里来消费,让家更智慧”为主线,打造高质量、智能化、体验式、服务型的家电消费生活场景。
商务部、上海市人民政府	2022.07.31	2022国际消费季	商务部部长王文涛表示,培育建设国际消费中心城市既是一项长期系统工程,也是贯彻落实中央政治局会议部署、促进消费持续恢复的具体行动,对稳住宏观经济大盘具有积极意义。上海市、北京市、广州市、天津市、重庆市开展国际消费中心城市培育建设一年来,国际影响力、消费带动力、中心辐射力不断增强,培育建设取得阶段性成效。下一步,商务部将与各培育城市一道,聚焦“国际”,紧扣“消费”,突出“中心”,进一步提升国际化水平,进一步发挥消费牵引带动作用,进一步强化示范引领效应,促进消费持续恢复和升级,为服务构建新发展格局作出新贡献。
河南省人民政府	2022.07.10	河南省进一步释放消费潜力促进消费持续恢复实施方案	明确表示,将积极运用各级政府资金发放多领域线上线下消费券,通过政府引导与商家促销相结合,发挥消费券“乘数效应”,推动消费市场加快复苏。

资料来源:中国政府网,各省市政府官网,中国银河证券研究院整理

表 23: 地方消费券发放

地区	时间	名称	主要内容
北京	2023.06.20	京彩绿色消费券	结合传统节日等重要促消费时间节点，每季度适时在参与企业线上平台，发放“京彩·绿色”消费券，最多可领取五张共 1600 元。
云南	2023.06.18	支付惠民消费券	分多个品类，含家电、通用、餐饮等，其中家电类有 3 种，分别是 100 元券、300 元券和 500 元券，通用、餐饮等品类投入 2600 万元资金。
武汉	2023.06.16	“惠购湖北”家电消费券	分线下券、线上券两种类型，将通过指定互联网平台以电子消费券的形式发放，总计投入财政资金 3 亿元。其中，线上券投放资金 0.5 亿元，线下券投放资金 2.5 亿元。
浙江杭州	2023.06.15	“文明圣地，余你相约”亚运文旅消费券	消费券发放从 6 月 15 日持续到 8 月 31 日，到截止日期仍未核销的金额，将用于下一轮消费券发放，消费券分为四档，每人最高可领 340 元红包。
陕西西安	2023.06.10	“乐享生活，嗨购西安”	京东到家发放超 5000 万消费券，涵盖了超市便利店、生鲜蔬果、酒水饮料、数码 3C、个护美妆、日用百货、母婴等全品类。
辽宁沈阳	2023.06.10	助企惠民旅游消费券	发放总计 3000 万元优惠券，分为 2000 万元餐饮券和 1000 万元综合券，可在餐饮消费券的适用范围内消费，也可用于百货公司、超市、果蔬生鲜店、便利店、服装袋鞋店、数码产品店、书店等。
上海市徐汇区	2023.05.31	夜生活消费券	徐汇区将发放夜生活消费券，涵盖餐饮与零售等品类，餐饮类、零售类均包含 100 元、50 元两个档次。
北京	2023.05.24	北京超市百货消费券	覆盖了超市便利、数码美妆、水果食材、宠物日百等多品类门店，每人每天最高可领取总计价值 2000 元的组合券包
辽宁沈阳	2023.05.19	文旅惠民消费券	向本地市民和来沈游客发放 100 万元消费券，每个用户每类消费场景可领 1 次，覆盖宾馆酒店、旅游景区、旅游线路、演出(电影放映)场所、休闲娱乐、民宿等六大类文旅场景。
重庆	2023.04.28	重庆国际消费节	以“五一”黄金周为依托，结合母亲节、“520”等多个消费节点，两江新区、渝中、璧山等将发放政府消费券共计 1300 万元，中国银行、工商银行等银行发放消费券 620 万元，云闪付发放消费券 200 万元，京东、支付宝等平台发放 3000 万元消费券，各商业综合体、特色消费场景将发放 5500 万元商家福利优惠券。
广东	2023.04.26	广东文旅消费券	补贴券仅适用于广东游线路、国内游线路、出境游线路、粤港澳大湾区文化遗产游径、历史文化游径、乡村旅游线路，以及省内景区门票、住宿、房车旅游产品、研学旅游产品、旅游装备、旅游商品、文艺演出门票、文创产品等，分为五个档次。

资料来源：各省市政府官网，中国银河证券研究院整理

表 24: 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
002264.SZ	新华都	超市	002187.SZ	广百股份	购百
002697.SZ	红旗连锁	超市	000882.SZ	华联股份	购百
605188.SH	国光连锁	超市	600697.SH	欧亚集团	购百
603708.SH	家家悦	超市	600859.SH	王府井	购百
601116.SH	三江购物	超市	002561.SZ	徐家汇	购百
600861.SH	北京城乡	超市	002277.SZ	友阿股份	购百
600361.SH	华联综超	超市	600729.SH	重庆百货	购百
601933.SH	永辉超市	超市	601366.SH	利群股份	购百
000759.SZ	中百集团	超市	600838.SH	上海九百	购百
600827.SH	百联股份	超市	601086.SH	国芳集团	购百
002251.SZ	步步高	超市	600682.SH	南京新百	购百
300785.SZ	值得买	电商及代运营	601010.SH	文峰股份	购百
002803.SZ	吉宏股份	电商及代运营	600824.SH	益民集团	购百
605136.SH	丽人丽妆	电商及代运营	002637.SZ	赞宇科技	化妆品
003010.SZ	若羽臣	电商及代运营	300957.SZ	贝泰妮	化妆品
300792.SZ	壹网壹创	电商及代运营	300856.SZ	科思股份	化妆品
002127.SZ	南极电商	电商及代运营	603605.SH	珀莱雅	化妆品
301001.SZ	凯淳股份	电商及代运营	600315.SH	上海家化	化妆品
301110.SZ	青木股份	电商及代运营	600249.SH	两面针	化妆品
003006.SZ	百亚股份	个护用品	603630.SH	拉芳家化	化妆品
301009.SZ	可靠股份	个护用品	300132.SZ	青松股份	化妆品
300877.SZ	金春股份	个护用品	603983.SH	丸美股份	化妆品
300888.SZ	稳健医疗	个护用品	300955.SZ	嘉亨家化	化妆品
300658.SZ	延江股份	个护用品	300740.SZ	水羊股份	化妆品
001206.SZ	依依股份	个护用品	688363.SH	华熙生物	化妆品
603238.SH	诺邦股份	个护用品	002919.SZ	名臣健康	化妆品
000955.SZ	欣龙控股	个护用品	002094.SZ	青岛金王	化妆品
605009.SH	豪悦护理	个护用品	600223.SH	鲁商发展	化妆品
002511.SZ	中顺洁柔	个护用品	000829.SZ	天音控股	家电 3C 连锁
301108.SZ	洁雅股份	个护用品	002416.SZ	爱施德	家电 3C 连锁
600865.SH	百大集团	购百	002024.SZ	苏宁易购	家电 3C 连锁
600778.SH	友好集团	购百	000785.SZ	居然之家	家居家具连锁
000417.SZ	合肥百货	购百	601828.SH	美凯龙	家居家具连锁
002419.SZ	天虹股份	购百	300755.SZ	华致酒行	酒类连锁
600828.SH	茂业商业	购百	603214.SH	爱婴室	母婴连锁
600814.SH	杭州解百	购百	301078.SZ	孩子王	母婴连锁
600785.SH	新华百货	购百	002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰
000419.SZ	通程控股	购百	600916.SH	中国黄金	珠宝首饰
600857.SH	宁波中百	购百	000026.SZ	飞亚达	珠宝首饰

600694.SH	大商股份	购百	600655.SH	豫园股份	珠宝首饰
603101.SH	汇嘉时代	购百	002740.SZ	爱迪尔	珠宝首饰
600858.SH	银座股份	购百	002731.SZ	萃华珠宝	珠宝首饰
000715.SZ	中兴商业	购百	603900.SH	莱绅通灵	珠宝首饰
600712.SH	南宁百货	购百	600612.SH	老凤祥	珠宝首饰
600738.SH	丽尚国潮	购百	300945.SZ	曼卡龙	珠宝首饰
600628.SH	新世界	购百	002574.SZ	明牌珠宝	珠宝首饰
603123.SH	翠微股份	购百	002721.SZ	金一文化	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	莱百股份	珠宝首饰
000501.SZ	鄂武商 A	购百	301177.SZ	迪阿股份	珠宝首饰

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(注：北京城乡主营业务将变更为人力资源服务，华联综超主营业务将变更为铝合金及其制品的研究开发与生产加工，未来上述两个标的将被移除对应行业分类)

插图目录

图 1: 消费品零售行业一体化投资框架路径图 (其中红色标注为本报告中重点推荐关注的行业)	3
图 2: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	6
图 3: 中国 CPI 增速变化趋势	6
图 4: 中国居民恩格尔系数变化趋势	6
图 5: 中国居民存款 (万亿元) 变化趋势	6
图 6: 中国城镇居民人均可支配收入 (元) 变化趋势	7
图 7: 中国消费者信心指数变化趋势	7
图 8: 中国社会消费品零售额 (亿元) 总体变化趋势	7
图 9: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分品类)	8
图 10: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类)	8
图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)	9
图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)	9
图 13: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)	9
图 14: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)	9
图 15: 中国网络零售额和占比情况	10
图 16: 2021 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司	10
图 17: 网络购物用户规模及渗透率	10
图 18: 便利店开通线上业务的比例	10
图 19: 2022 年及 2023 年年初至今全市场市值变动幅度 (%)	11
图 20: 2022 年及 2023 年年初至今细分行业市值变动幅度 (%)	12
图 21: 2022 年及 2023 年年初至今行业整体与细分行业 PE (TTM) 变动情况 (%)	14
图 22: 2022 年及 2023 年一季度细分行业归母净利合计变动情况 (%)	15
图 23: 2022 年年初至今细分行业基金持仓情况 (按持仓金额占市值的比例%)	16
图 24: 2022 年及 2023 年年初至今细分行业沪深港通情况 (按持仓金额占市值的比例%)	16
图 25: 国潮产业六大影响维度及四大特征	18
图 26: Z 世代月度人均可支配收入	19
图 27: 不同代际人群对国产品牌的购买偏好度	19
图 28: 将“中华文化属性”的运用到消费品零售行业	20
图 29: 2007-2022 年我国化妆品行业规模持续扩张 (亿元, %)	21
图 30: 我国系全球仅次于美国的第二大化妆品市场 (%)	21
图 31: 2007-2022 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动 (%)	21
图 32: 2007-2022 年我国化妆品市场主要由护肤品与彩妆驱动 (%)	21
图 33: 2018-2022 年我国化妆品市场线上占比持续提升 (%)	22
图 34: 2013-2022 年我国化妆品市场集团市占率 (%)	22
图 35: 2013-2022 年我国化妆品市场品牌市占率 (%)	22
图 36: 2012-2022 年我国皮肤学级美妆产品规模 (亿元)	23
图 37: 全球主要市场内皮肤学级美妆产品占比美妆市场份额	23
图 38: 全球主要市场内皮肤学级美妆产品人均消费 (美元)	23
图 39: 全球主要市场内皮肤学级美妆产品行业 CR5	23

图 40: 我国化妆品市场三大长期发展趋势展望	27
图 41: 我国护肤品行业空间预测 (亿元)	28
图 42: 大众及高端市场同比增速预测	28
图 43: 2022 年 3 月以来化妆品类社消零售额承压	29
图 44: 中国美妆个护电商渠道市场规模 (亿元)	29
图 45: 化妆品行业投资标的落地于“中华文化属性”	30
图 46: 2022 年贵金属和天然珠宝玉石市场销售份额占比	32
图 47: 黄金需求量国际对比 (吨)	32
图 48: 我国黄金消费量 (吨) 及增速	32
图 49: 中国黄金首饰消费量及同比增速 (吨)	32
图 50: 黄金首饰产业链概览	33
图 51: 中国内地金银珠宝消费者年龄层分布	33
图 52: 中国消费者购买金银珠宝原因	33
图 53: 全国金银珠宝零售额 (亿元)	34
图 54: 伦敦现货黄金价格 (美元/金衡盎司)	34
图 55: 中国金银珠宝市场份额 (亿元)	34
图 56: 2020 年中国一二三线城市对钻石的需求比例	34
图 57: 珠宝/钻石/翡翠/黄金销售量 (万件)	34
图 58: 珠宝/钻石/翡翠/黄金销售均价 (元/件)	34
图 59: 中国黄金珠宝行业市场规模预测 (亿元)	37
图 60: 2017-2022 年中国金银珠宝行业集团市占率 (%)	37
图 61: 金银珠宝规模及同比增速	38
图 62: 金银珠宝行业投资标的落地于“中华文化属性”	39
图 63: 酒类流通行业发展的四个阶段	41
图 64: 上游酒企酒厂毛利率均值水平远高于酒类流通企业水平	41
图 65: 我国白酒销量逐渐滑落至相对平稳区间内 (万千升)	42
图 66: 高档白酒价格自 2016 年开始逐步提升 (元/瓶)	42
图 67: 我国葡萄酒消费量有逐步放缓趋势 (万千升)	44
图 68: 高档葡萄酒价格受关税政策变动的较大影响 (元/瓶)	44
图 69: 2015 年后烟酒类社消零售额单月开始正增长	47
图 70: 酒类连锁行业投资标的落地于“中华文化属性”	48

表格目录

表 1: 国家层面行业政策 (精简版)	4
表 2: 2022 年及 2023 年初至今细分行业市值变动幅度详情	12
表 3: 2022 年及 2023 年初至今行业整体与细分行业 PE (TTM)	13
表 4: 2022 年及 2023 年一季度细分行业归母净利润合计情况增速 (%)	15
表 5: 2022 年与 2023 年初至今行业整体与细分行业市值变化按估值与业绩拆分 (%)	17
表 6: 药监局对化妆品监管不断增强	24
表 7: 政策鼓励功能性化妆品发展	26

表 8: 皮肤学级美妆产品行业规模预测.....	28
表 9: 金银珠宝行业概览.....	31
表 10: 黄金产业相关政策.....	35
表 11: 老字号扶持政策.....	36
表 12: 中国金银珠宝行业规模预测 (亿元)	37
表 13: 2021 年中国金银珠宝行业企业上市情况	38
表 14: 2022 年国内发展白酒相关政策梳理	42
表 15: 中国白酒行业消费特点.....	44
表 16: “十三五”及“十四五”发展指导建议中对于酒类行业的规模要求	44
表 17: 进口葡萄酒相关政策梳理.....	44
表 18: 2022 年国内发展葡萄酒相关政策梳理	45
表 19: 酒类流通企业上市情况.....	47
表 20: 标的公司盈利预测.....	49
表 21: 国家层面行业政策.....	51
表 22: 地方层面行业政策.....	53
表 23: 地方消费券发放.....	55
表 24: 细分行业所包含的股票标的详情.....	56

分析师简介及承诺

分析师甄唯萱：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。

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。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun-yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi-yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyanyang-yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru-yj@chinastock.com.cn

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

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn