行业深度报告●消费品零售行业 2022 年 12 月 12

预期上行，文化为“国潮”品牌赋生机—2023 年年度策略报告

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，**旨在提升群众生活水平，保障和改善民生，挖掘消费潜力，促进消费恢复，切实提振国内经济活力。**面对疫情反复，生活必需品类（粮油食品、饮料）与线上渠道消费韧性更强，可选升级类消费弹性波动更大。**
- **市场方向研判：**估值层面，化妆品与母婴连锁板块表现亮眼，超市与电商及代运营处于低估值区间；业绩层面，22 年前三季度受到疫情反复冲击必选消费相关行业韧性更强；资金层面，机构对于化妆品、酒类连锁板块预期一致，电商及代运营、家居家具连锁行业配置各异。综合来看，**23 年预期看好业绩改善与估值提升带来的双击提振。**
- **投资主线与展望：短期**超市、线上平台等必选属性较强，作为购买居民生活必需品的保供渠道，对于民生稳定的重要程度不容忽视。**长期，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）		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
永辉超市	601933.SH	-0.023	0.081	0.124	-166	45	29
家家悦	603708.SH	0.432	0.583	0.710	28	21	17
红旗连锁	002697.SZ	0.369	0.401	0.434	15	14	13
贝泰妮	300957.SZ	2.813	3.760	4.894	46	34	26
珀莱雅	603605.SH	2.658	3.321	4.148	61	49	39
上海家化	600315.SH	0.852	1.173	1.405	34	24	20
豫园股份	600655.SH	0.901	1.070	1.210	9	7	6
周大生	002867.SZ	1.126	1.349	1.565	12	10	9
老凤祥	600612.SH	3.469	3.971	4.438	12	11	9
华致酒行	300755.SZ	1.216	1.928	2.648	26	17	12

资料来源：Wind，iFind 一致预期，中国银河证券研究院，截止 2022 年 12 月 12 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。

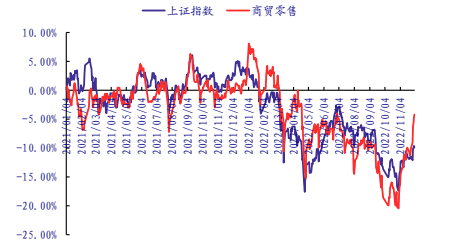
分析师

甄唯萱

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050002

行情走势 2022.12.12



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】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

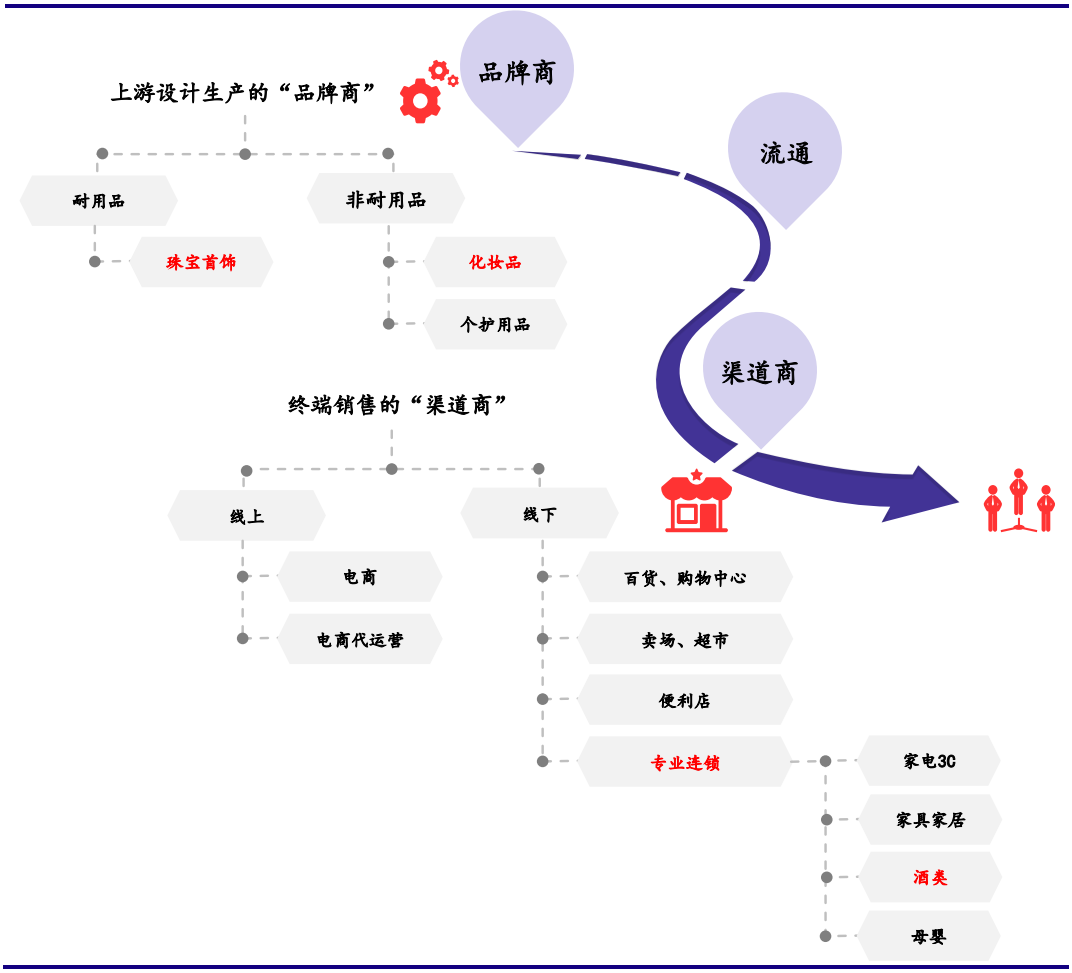
一、研究框架及分析范围：遵循产业链逻辑构建投资体系，把握行业内的结构性机会 3
（一）消费品零售行业研究覆盖产业链中上游品牌商和下游渠道商两大环节 3
（二）年内方向型政策梳理：高质量发展仍是首要任务，持续释放潜力以促进消费稳步恢复 3
（三）行业当前状态与趋势：生活必需品类与线上渠道消费韧性更强，可选升级类消费弹性波动更大 5
二、市场方向研判：疫后恢复中高景气与预期改善的消费板块有望实现业绩改善与估值提升 11
（一）估值层面：化妆品与母婴连锁板块表现亮眼，超市与电商及代运营处于低估值区间 13
（二）业绩层面：22 年前三季度受到疫情反复影响，必选消费相关行业韧性更强 14
（三）资金层面：化妆品、酒类连锁板块机构预期一致，电商及代运营、家居家具连锁行业配置各异 15
（四）结论：22 年各版块市值均收到不同程度冲击，23 年全年看好业绩改善与估值提升带来的双击 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 17
（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 30
（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 39
四、投资展望与推荐标的：短期看好高韧性必需消费，中长期建议关注具备“中华文化”属性的优质标的 47
五、风险提示 49
六、附录 50

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，持续释放潜力以促进消费稳步恢复

2022 年，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。10 月 16 日，中国共产党第二十次全国代表大会在北京召开。二十大报告聚焦党和国家的长期发展方向与目标，并重申**“高质量发展”是全面建设社会主义现代化国家的首要任务**、“发展”是党执政兴国的第一要务，强调发展必须坚持“以人民为中心”，未来法律法规、质量标准和评价体系也将逐渐完善。11 月 11 日卫健委发布优化防控工作 20 条措施，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，随着管控的逐步优化以及疫苗的普及，未来疫情带来的负面影响有望进一步降低。年内中央的政策重点逐渐从稳住消费基本盘、做好基本消费品保供稳价等全行业的普惠政策转向下半年针对特定行业如绿色智能家电、汽车等领域的促进措施，在之前政策的基础上提出了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
国务院办公厅	2022.10.31	关于复制推广营商环境创新试点改革举措的通知	为进一步扩大改革效果，推动全国营商环境整体改善，在全国范围内复制推广一批营商环境创新试点改革举措。
商务部	2022.09.27	关于印发支持外贸稳定发展若干政策措施的通知	进一步发挥跨境电商稳外贸的作用，研究年内启动服务贸易创新发展引导基金二期，进一步带动社会资本，并统筹利用外经贸发展专项资金等现有资金渠道，共同支持跨境电商、海外仓等外贸新业态发展。
国务院办公厅	2022.09.08	关于进一步加强商品过度包装治理	坚决遏制商品过度包装现象，为促进生产生活方式绿色转型、加强生态文明建设提供有力支撑。
国家发改委等七部门	2022.08.25	关于新时代推进品牌建设的指导意见	到 2025 年，品牌建设初具成效，品牌对产业提升、区域经济发展、一流企业创建的引领作用更加凸显，中国品牌世界共享，人民群众对中国品牌的满意度进一步提高。
中共中央办公厅、国务院办公厅	2022.08.16	“十四五”文化发展规划	提出文化事业和文化产业更加繁荣，公共文化服务体系、文化产业体系更加健全。
商务部等 13 部门	2022.07.29	关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知	提出推进绿色智能家电下乡，鼓励基本装修交房和家电租赁，优化绿色智能家电供给。
商务部、发改委等 16 部门	2022.07.07	关于搞活汽车流通、扩大汽车消费的若干措施	提出支持新能源汽车购买使用；加快活跃二手车市场；促进汽车更新消费；推动汽车平行进口持续健康发展；优化汽车使用环境；丰富汽车金融服务。
商务部等 11 部门	2022.06.14	关于抓好促进餐饮业恢复发展扶持政策贯彻落实工作的通知	加快出台相关补贴措施、落实好社会保险助企纾困政策、拓宽企业融资渠道、增强融资担保增信功能、发挥好商业保险支撑作用、支持老年助餐消费。

国务院	2022.05.24	扎实稳住经济的一揽子政策措施	从财政政策、货币金融政策、稳投资促消费政策、保粮食能源安全政策、保产业链供应链稳定政策、保基本民生政策等六方面部署 33 条细化措施。
国务院办公厅	2022.05.17	关于推动外贸保稳提质的意见	加强外贸企业生产经营保障，促进外贸货物运输保通保畅，增强海运物流服务稳外贸功能，推动跨境电商加快发展提质增效等意见。
国务院办公厅	2022.04.20	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	应对疫情影响，促进消费有序恢复发展；全面创新提质，着力稳住消费基本盘；完善支撑体系，不断增强消费发展综合能力。
中共中央、国务院	2022.04.10	中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见	强化市场基础制度规则统一；推进市场设施高标准联通；打造统一的要素和资源市场；推进商品和服务市场高水平统一；推进市场监管公平统一；进一步规范不当市场竞争和市场干预行为。

资料来源：中国政府网，商务部，中国银河证券研究院整理

依据中央的指导规划方向，各省市结合自身发展情况，先后出台多项与扩消费、稳经济的相关政策以及推动家电、汽车等行业消费发展的具体政策措施。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。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、扩大民间投资，提升实体经济活跃度。

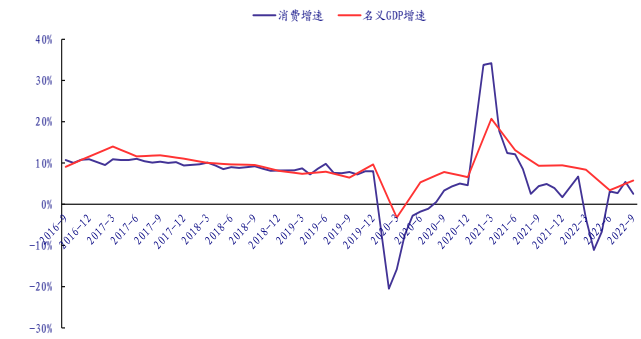
据北京大学光华管理学院与蚂蚁金服研究院联合发布的报告显示，政府 1 元的消费补贴能够带动平均 3.5 元以上的新增消费。不少地方和支付平台统计的杠杆效应可达到 5 倍甚至 10 倍的效果。微信平台的数据显示，2020 至 2021 年微信支付实际核销各类优惠金额 229 亿元，撬动社会消费 5200 亿元。根据我们的统计，2022 年至少有九个省份总共发放了超过 30 个亿的消费券，其中超过 10 个城市发放的消费券累计数额过亿。**年内的消费券发放相较去年整体发放规模有所提升，但是不及 2020 年发放总量。不同类别的消费券对不同消费群体提供了消费补贴，对相关领域促进效应也不同。总体来看，消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。**今年以来，消费券拉动消费效果已有所显现。宁波市商务局发布数据显示，宁波发放三期政府消费券，实际投放 6.6 亿元(含超发周转资金)，核销 5.8 亿元，直接撬动消费 71.57 亿元，核销率 95.1%；天津市商务局发布数据显示，截至 8 月 3 日，天津市前三期消费券已经拉动消费超过 7000 万元，撬动比保持在 1：10，促消费效果凸显。**今年消费券发放力度和频次进一步加大，重点针对旅游、餐饮、住宿、娱乐等受疫情影响严重行业，发放针对更多细分领域，比如北京推出的绿色节能消费券，海南推出的离岛免税消费券等等。**（政策梳理详情参见附录表 19、20）

（三）行业当前状态与趋势：生活必需品类与线上渠道消费韧性更强，可选升级类消费弹性波动更大

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

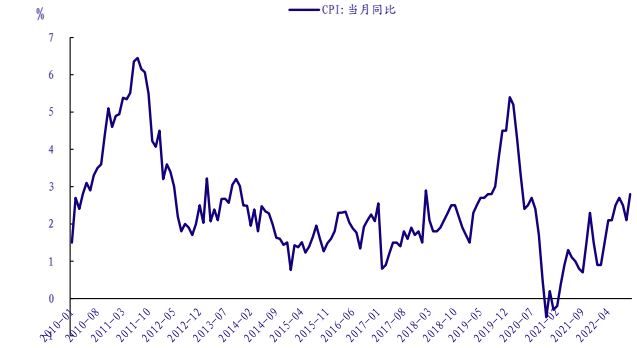
消费对经济发展的基础性作用日益显著，即使在疫情的影响之下，GDP 与消费增速出现涨跌转折的时间点也基本一致，增减变化大体保持相同的趋势，**消费随着 GDP 相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势**。但是可以看出，疫情影响下的消费增速偏弱，整体上生产复苏快于消费复苏，且消费增速变动幅度大于 GDP 增速浮动程度。从 CPI 增速变化趋势来看，2022 年 1-10 月，受国际能源价格、国际粮价上涨影响，CPI 整体呈现上升趋势。

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

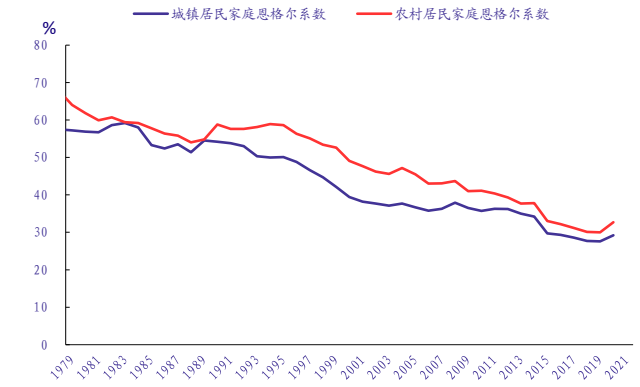


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

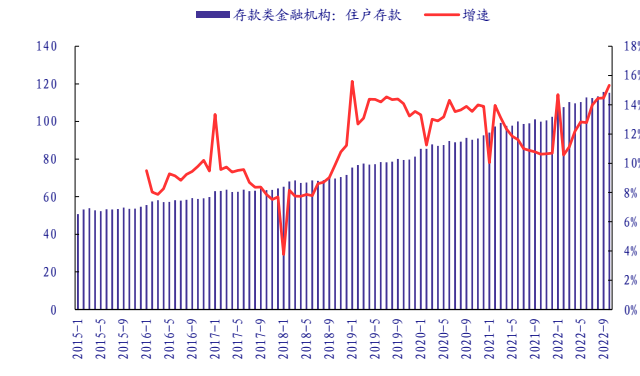
随着国内经济的发展，居民人均可支配收入与存款数额也不断提升，这说明国民已经拥有一定的消费基础和财富积累。尽管近年来国内居民人均消费支出有所回落，消费占支出比重下降，但中国居民恩格尔系数持续走低，这说明，**国内居民消费结构改善，食物等保障日常需求支出占比下降，服务消费及等发展及享受型消费占比提升，消费升级趋势明显。**

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

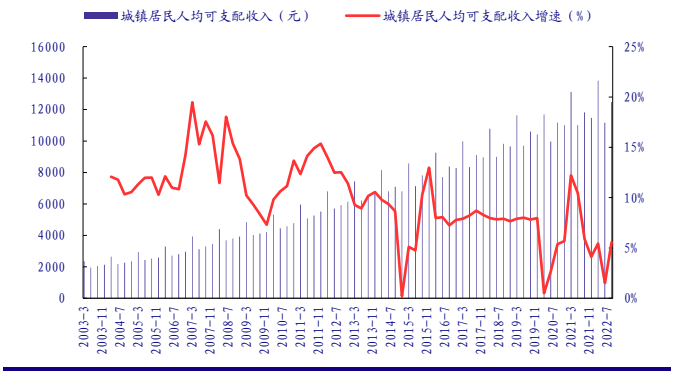


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

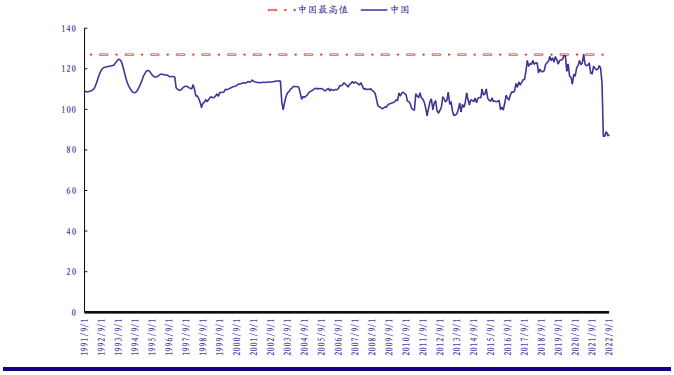
指数出现 V 字形走势，随着疫情的影响消退，国内管控逐步步入常态化，消费者信心对应出现提升恢复。截至 2022 年 9 月的表现，消费者信心指数自历史的最高值水平（127）附近波动。4 月开始，消费者信心指数回落至 86.7，随后在不超过 90 的低位区间波动至三季度末未见明显好转，由此看来，疫情因素对消费者信心有所影响，但随着疫苗接种在国内的逐步普及，后疫情时代监管步入常态化，加之政府政策支持，消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势，短期内波动的疫情对整体消费者信心指数的走势形成剧烈影响的情形不必过分担忧，依旧利于未来的长期消费恢复发展。

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

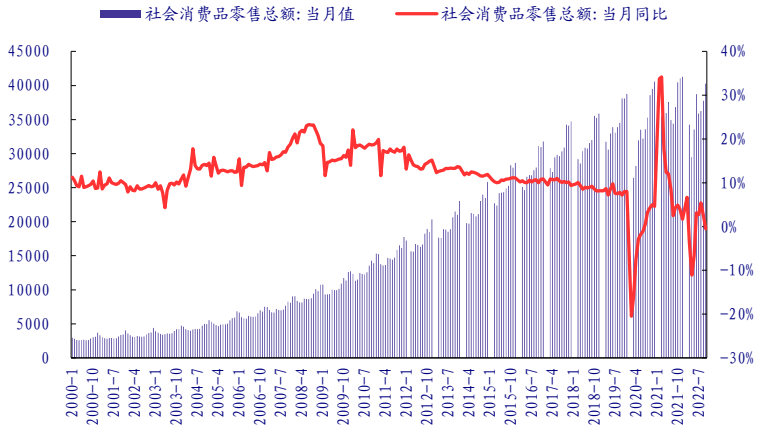


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 疫情反复对社消总额增速的负面影响明显，基本生活必需消费品表现稳健

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 年开年前两个月增速水平与疫情前（2019 年）水平相当，但 3-5 月份多地的疫情反复对整体消费形成拖累，随着各地复工复产的有序推进，6-9 月疫情反弹得到有效控制，单月增速再次回正，10 月增速虽出现波动，但全年累计依旧实现小幅的正向扩张。自 2022 年 1 月 1 日至 11 月 15 日，国内新增本土确诊超过 17 万例，无症状感染者超过 89 万例。

图 8：中国社会消费品零售额（亿元）总体变化趋势

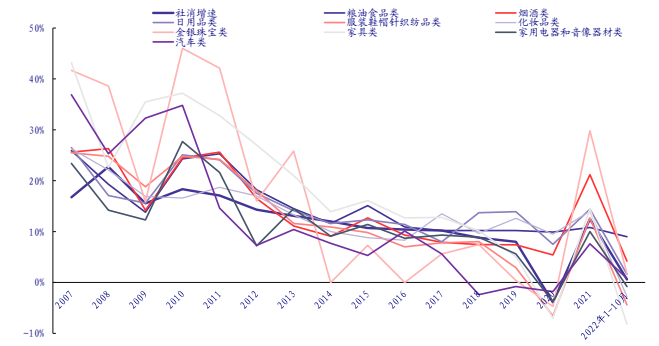


资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院整理

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。

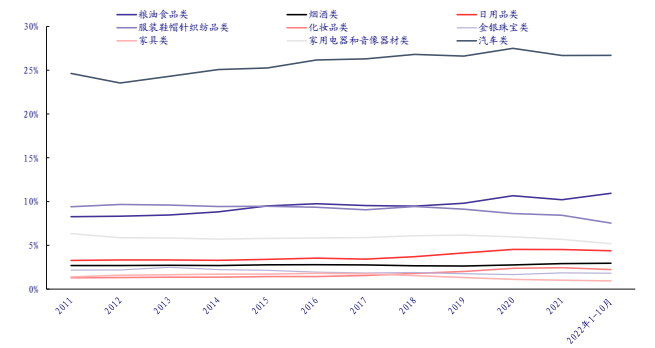
从贡献占比情况来看，自 2011 年以来，汽车类商品由于商品单价相对较高，销售额相对比重贡献较大；粮油食品、烟酒类、日用品、化妆品商品的占比基本呈现上升趋势，服装、黄金珠宝、家具类商品占比基本呈现下降趋势，家用电器类商品占比较为稳定。综合来看，2021 年在上年大多数单品规模萎缩/负增长的基础上，多数单品实现了增速的大幅提振。截至 2022 年 10 月份，我国社零总体呈现上升态势，较 2021 年同期上升 0.21 万亿元，较 2020 年同期提升 4.87 万亿元。整体来看，受疫情封控影响，居民消费力度有所减弱。从绝对值规模的角度来看，粮油食品、饮料、烟酒等基本生活消费品类相较 2019 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。2022 年 1-10 月，面对短期疫情冲击以及宏观经济环境影响，必需消费品抗周期性的优势显现，其中以粮油食品、饮料类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，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，消费升级改善的长期大趋势不会发生改变。

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

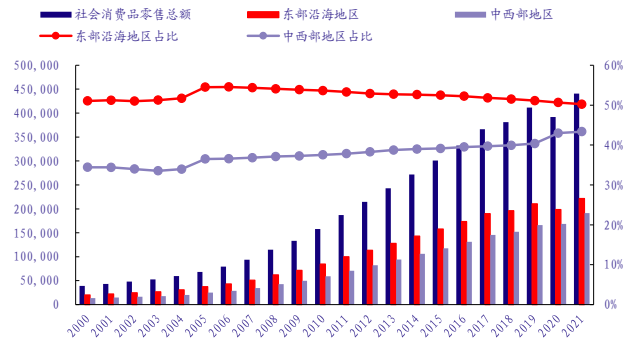
图 10：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

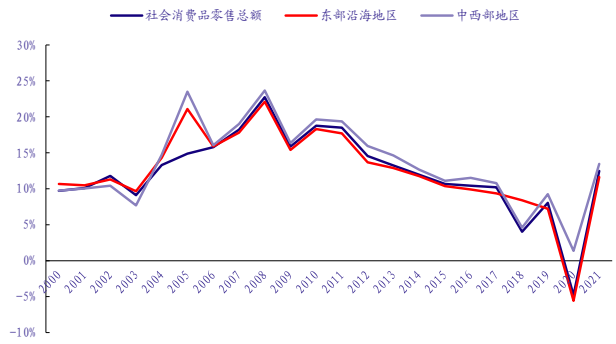
从不同地区的角度来看，我国东部沿海省市是消费的主要贡献区域，尽管占比自 2005 年后有所下滑，但持续稳定在 50%以上；浙江、福建、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，贡献东部沿海地区 60%左右的消费零售额，且保持增速优于全国水平。中西部地区对于销售额的贡献逐年上升，与东部地区的差距进一步缩小；中西部地区的消费增速自 2004 年开始就超过全国整体增速水平，其中四川、河南、湖北、安徽的表现较为优异，2021 年规模均突破两万亿元。2021 年，东部沿海地区和中西部都迎来了社消的快速复苏，其中东部沿海地区同比增长 11.63%，中西部地区同比增长 13.46%。

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

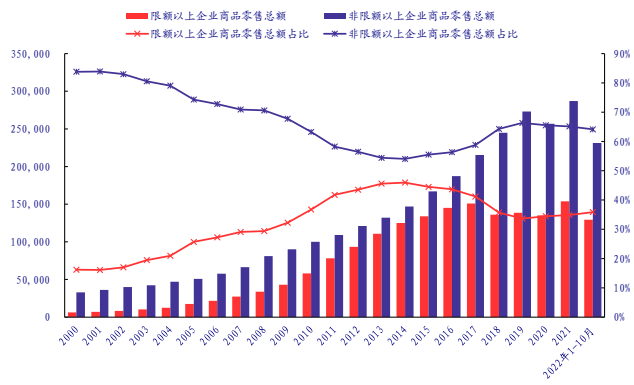
图 12：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

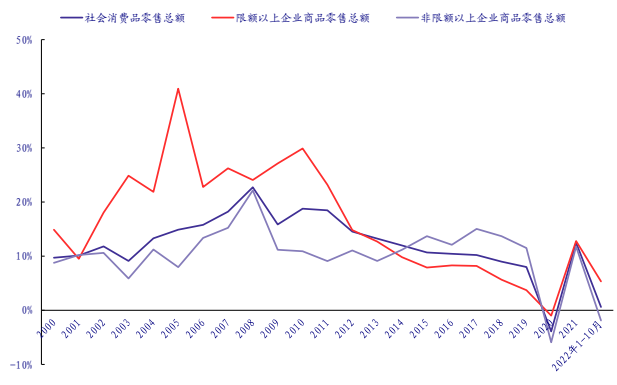
从规模的角度来看，限额以上的单位（年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业、500 万元及以上的零售业企业和 200 万元及以上的住宿餐饮业企业）占比相对较低，且自 2014 年到达峰值 45.96%后逐年显示出下降趋势，在 2019 年占比下滑至 33.66%之后缓慢回升，2022 年 10 月时占比上升至 35.85%，剩余的销售零售额贡献来自于规模以下的单位企业。增速方面，2011 年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑，并在 2014 年之后失去了超越整体增速水平的优势；与之相反，规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势，2011 年开始不断攀升。受疫情影响，自 2020 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；截止 2022 年 10 月持续出现差异型走势，限额以上单位消费品零售额累计同比增长 5.33%，表现较社零整体走势更为优异，这体现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。

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）



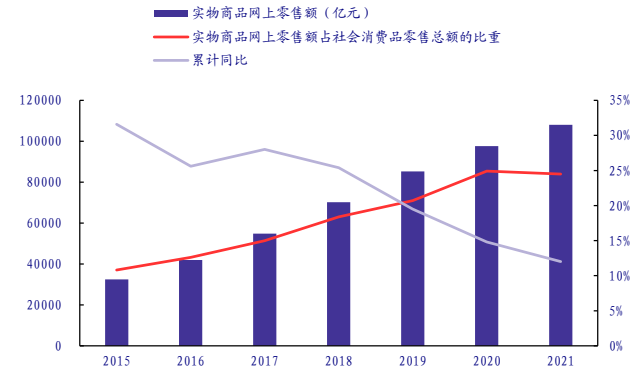
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

4. 渠道差异化表现，线上渠道在疫情下表现更为稳健

从零售总额的结构分析，中国市场线上渠道占比持续提升。2021 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%，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

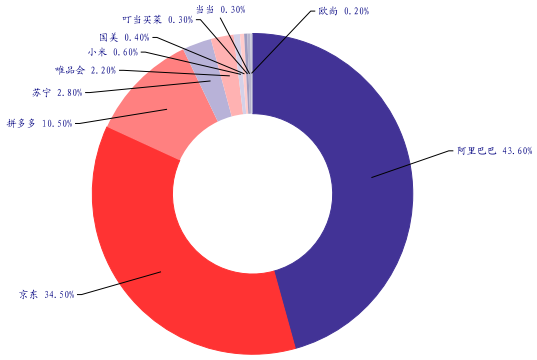
业集中度方面来看，中国的 CR10 持续在 5%左右波动，龙头公司的表现差异不大，华润、欧尚（高鑫）、苏宁、沃尔玛的市占率都仅为 0.5%-0.7%。而自上世纪 90 年代末引入网络零售新业态以来，中国线上渠道的行业集中度已经进入后期，CR10 逐年稳步攀升，基本形成线上巨头垄断格局。除此之外，疫情下社区团购风起，叮当买菜首次进入市占率前十，占比达 0.3%。

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

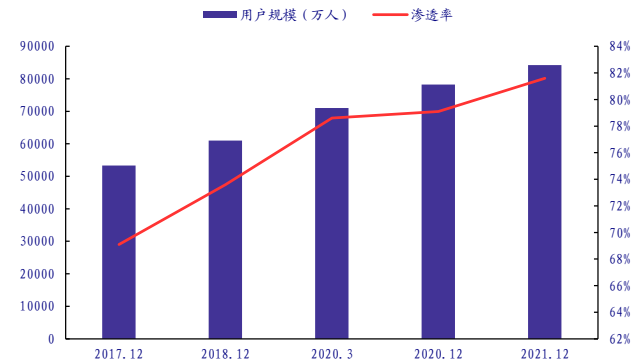
图 16：2021 年中国线上渠道市占率（%）前十的公司



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

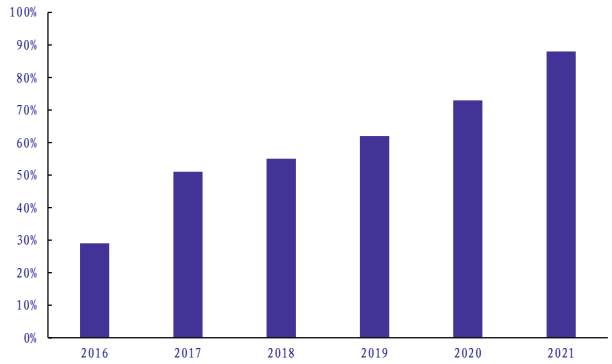
疫情引发消费者购物习惯的变化，便利店企业更加注重线上业务的布局。从网购用户规模来看，CNNIC 数据显示，2021 年网络购物用户规模继续提升，截至 2021 年 12 月，网络购物人数达到 8.42 亿，占到全国总体网民的 81.6%。从企业的线上零售业务来看，《2021 年中国便利店发展报告》显示，为了与消费者建立起更为密切的链接，发展新的业务增长点，超 8 成便利店已推出线上业务，实体店与网点并驱已成为常态，其中，超 7 成企业线上业务通过与第三方合作的形式开展，线上业务销售额贡献占比约 7%。

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

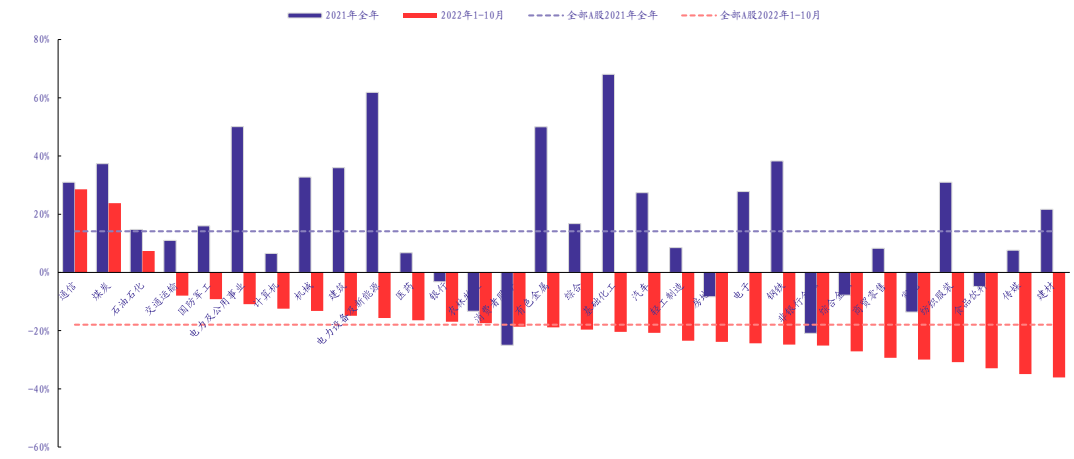
疫情期间对于消费者消费习惯、消费渠道产生深远影响，线上频发的促销活动也将进一步提升渠道表现。21 年年末商务部、中央网信办、发展改革委也印发了《“十四五”电子商务发展规划》，明确了聚焦电子商务连接线上线下、衔接供需两端、对接国内国外市场的三个定位，赋予电子商务推动“数字经济高质量发展”和助力“实现共同富裕”的新使命。我们认为，线上份额占比逐年提升的大趋势不会发生变化，且线上渠道受到疫情的影响更小，增长更快，表

现更为稳健。

二、市场方向研判：疫后恢复中高景气与预期改善的消费板块有望实现业绩改善与估值提升

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）2021 年全年：2021 年 1 月 1 日-2021 年 12 月 31 日；2）2022 年 1-10 月：2022 年 1 月 1 日-2022 年 10 月 31 日。按行业划分，30 个行业中 2021 年期间商贸零售行业市值变动 8.28%，变动幅度排名为 19 名，2022 年 1-10 月行业市值变动-29.30%，变动幅度排名为 25 名；上述两期内均未跑赢全市场的均值水平。

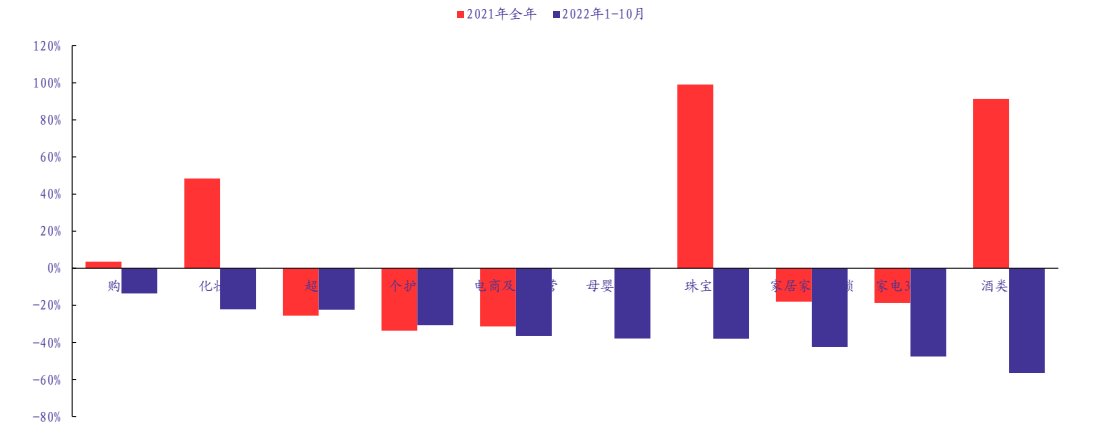
图 19：2021 年及 2022 年 1-10 月全市场市值变动幅度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

商贸零售行业市值增幅始终处于全市场偏后位置主要是由于 2022 年至今反复的疫情对以线下零售渠道为核心的商贸零售类上市企业造成较大的负面冲击，同时受到消费场景受限，消费意愿下滑的影响，行业市值有所下跌。

图 20：2021 年及 2022 年 1-10 月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（注：已经省略涨跌幅超过 100%的数据）

按前文中划分的细分子行业拆分，2022 年 1-10 月所有子行业均存在不同程度的下滑，其中“购百”、“化妆品”与“超市”的跌幅最小，分别录得-13.51%/-22.08%/-22.31%，而“酒类连锁”、“家电 3C 连锁”、“家居家具连锁”分别录得-56.43%/-47.52%/-42.42%的市值规模变化，跌幅最大。跌幅较小的行业中，“购百”和“超市”表现出必选消费品在疫情下的消费韧性，“化妆品”板块头部及具有较强品牌力的企业表现更佳，而可选消费品和连锁渠道则表现较弱。

图 21：2021 年及 2022 年 1-10 月细分行业市值变动幅度详情

行业市值变化	2021年至今	2021年全年	2022年1-10月	2022Q1	2022Q2	2022Q3	前三季度变化趋势
购百	-5.36%	3.52%	-13.51%	2.31%	1.89%	-12.30%	
化妆品	28.31%	48.40%	-22.08%	-13.11%	13.86%	-12.61%	
超市	-40.74%	-25.55%	-22.31%	-7.18%	7.47%	-20.20%	
消费品零售总计	-18.83%	7.80%	-28.86%	-11.92%	1.62%	-15.88%	
个护用品	-52.82%	-33.67%	-30.65%	-23.09%	-1.83%	-5.79%	
电商及代运营	-57.85%	-31.34%	-36.55%	-16.30%	-12.55%	-16.12%	
母婴连锁	353.65%	544.14%	-37.91%	1.21%	-13.44%	-19.61%	
珠宝首饰	27.71%	99.10%	-38.00%	-15.89%	-1.95%	-22.22%	
家居家具连锁	-50.46%	-18.06%	-42.42%	-10.57%	-13.96%	-21.44%	
家电3C连锁	-59.31%	-18.71%	-47.52%	-21.66%	-19.42%	-20.71%	
酒类连锁	15.93%	91.29%	-56.43%	-23.86%	15.00%	-30.79%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

按时间段拆分，2022 年前三季度消费品零售整体呈现市值下跌的态势，其中第二季度的表现较好，消费品零售总计出现 1.62%的正增长。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。4 月底至 7 月初大盘整体回调，带动消费品零售二季度市值上涨，整体来看，零售行业市值与大盘趋势较为一致。

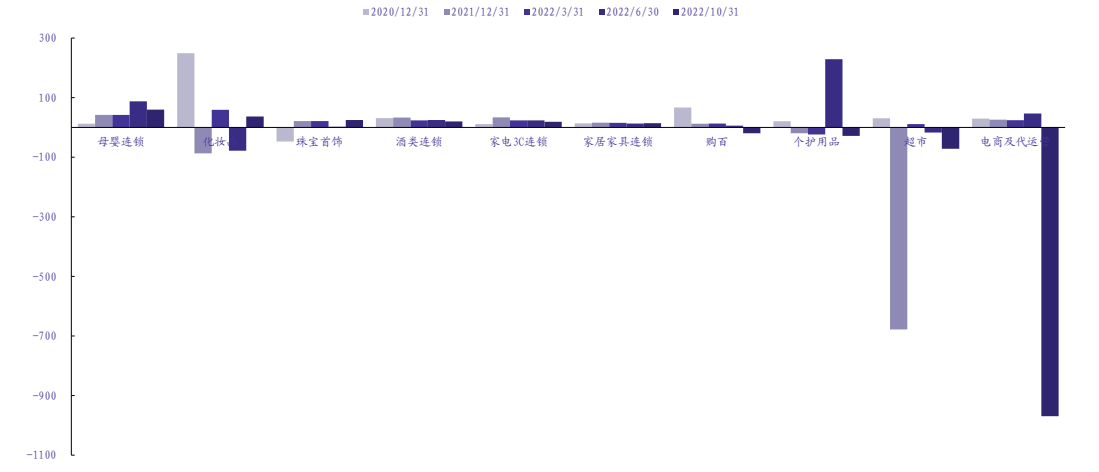
以下，我们**根据“总市值 = PE × EPS”的逻辑，对行业整体与各细分子行业的市值增减幅进行简单拆分。**

（一）估值层面：化妆品与母婴连锁板块表现亮眼，超市与电商及代运营处于低估值区间

2022 年 1-10 月，**行业整体 PE（TTM）下降幅度为 7.29%，低于同期沪深 300 的 26.62%的降幅**，主要是由于 2021 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 年三季度估值出现明显的下滑，且波动弹性更大**，2022 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-85-20X 范围内波动。

按细分行业拆分，2022 年年初至今仅有四个子行业实现估值扩张，按照扩张幅度分别为“化妆品”、“超市”、“母婴连锁”与“珠宝首饰”，分别实现 142.52%、89.47%、42.29%、16.63%的估值扩张，而同期估值大幅缩水的子行业则为“电商及代运营”、“购百”与“家电 3C 连锁”，分别实现估值萎缩 3781.53%、254.36%和 44.87%。其中化妆品延续了行业的高景气度较高，上市标的公司旗下品牌在行业内具有一定的市场认可度；促成“超市”板块估值扩张的原因在于疫情期间居民居家隔离时间拉长且快递物流运输受阻使得居民对必需消费品的采购高度依赖于线下超市门店，同时叠加各地超市企业纷纷加码线上到家业务使得居民足不出户即可完成日常必需品的采买。促成“电商及代运营”估值大幅萎缩的原因主要是受到了异常标的的影响（若羽臣）；“家电 3C 连锁”板块的估值萎缩主要是由于大家电受到地产低景气的影响，需求不足，小家电则具有较强可选属性，在疫情和宏观经济的影响下增速有所下滑；而“购百”板块的估值萎缩主要是由于存在可选属性，疫情影响下渠道发展受限。

图 22：2022 年年初至今行业整体及其细分行业 PE（TTM）情况（倍）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从绝对值的角度来看，“母婴连锁”与“化妆品”两大行业估值水平最为领先，尽管出现估值水平的波动，但依旧处于 36X-60X 以上的第一梯队，其中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。**“电商及代运营”与“超市”两个行业的估值水平偏低，**（截止 2022/10/31 板块估

值低于沪深 300 整体水平），主要系异常标的的影响（若羽臣），以及疫情中成长起来的社区团购和生鲜电商对于传统超市的冲击。

（二）业绩层面：22 年前三季度受到疫情反复影响，必选消费相关行业韧性更强

按时间段拆分细分子行业，2022 年前三季度仅有两个板块实现的业绩正增长，其中“家电 3C 连锁”和“超市”板块分别实现归母净利润同比增长 43.51%、41.61%。“家电 3C 连锁”和“超市”板块今年业绩虽然有所增长，但却为所有板块中唯二业绩为负值的板块，其增长主要系 2021 年基数偏低所致。另外，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”业绩有所回升。“超市”板块则体现出疫情影响下必选消费的韧性，日用基础消费需求较为稳定，由此利好超市等必需消费渠道的业绩，而可选渠道例如购百业态等业绩表现弹性冲击更大，受到客流减少等消极影响更为突出；另一方面，部分线下人流转移至线上，由此实物商品的网上零售额表现保持相对稳健。

对于我们重点关注的板块，“化妆品”板块和“珠宝首饰”板块在疫情下行业出现分化。“化妆品”板块中的龙头企业以及具有较强品牌力的企业呈现出更好的韧性，而部分生产商受到原材料成本提高的影响，部分代运营商受到线上流量竞争激烈的影响，利润承压，拖累化妆品板块整体表现，同时上年基数较高对同比增速也产生了一定影响。“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，疫情影响下客流减少对营收造成一定影响，同时门店和人员固定成本导致费用较高，使得业绩承压。对于“酒类连锁”板块，疫情反复以及聚餐宴请受限对酒水消费产生影响，二三季度业绩出现下滑，但随着婚庆、商务宴请的恢复，未来景气度值得期待。

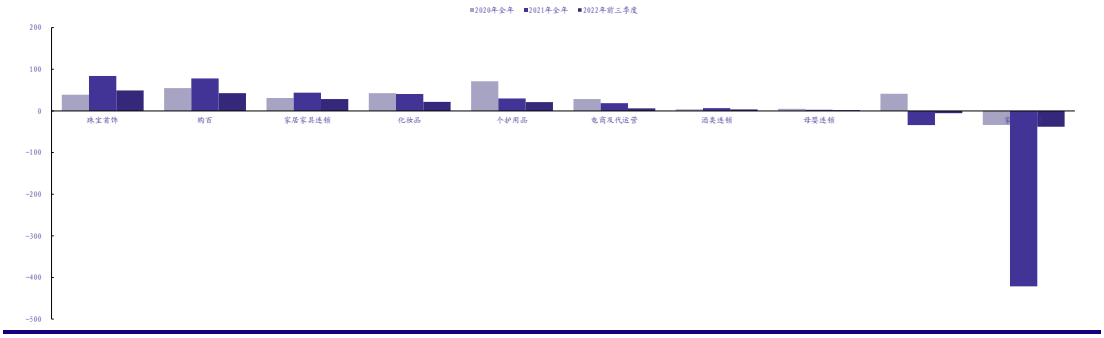
从绝对值与单季归母净利的恢复性增长情况来看，2022 年前三季度时“母婴连锁”、“个护用品”、“酒类连锁”、“珠宝首饰”板块的累计归母净利规模已经超过了 2019 年即疫情前的同期水平。

图 23：2022 年前三季度行业整体及其细分行业归母净利合计情况（亿元）与对应增速

行业净利变化	2021年全年	2022年前三季度对比2021年	2022年前三季度对比2020年	2022年前三季度对比2019年	2022Q1	2022Q2	2022Q3	前三季度变化趋势
家电3C连锁	-1143.63%	43.51%	-440.76%	-130.98%	-231.51%	60.52%	58.45%	
超市	-183.00%	41.61%	-114.40%	-116.34%	27.94%	-11.96%	22.10%	
个护用品	-57.92%	-17.05%	-63.97%	59.92%	-44.64%	14.26%	-1.52%	
母婴连锁	-45.80%	-27.25%	-39.10%	125.44%	-186.44%	-1.24%	38.56%	
消费品零售总计	-153.54%	-27.45%	-52.51%	-66.50%	-25.36%	-31.79%	-19.29%	
珠宝首饰	115.41%	-27.59%	8.50%	17.40%	-16.10%	-45.42%	-12.93%	
家居家具连锁	41.35%	-28.79%	7.86%	-27.22%	-10.10%	-32.58%	-32.50%	
购百	42.12%	-34.88%	2.70%	-55.85%	-7.58%	-59.82%	-52.48%	
酒类连锁	81.03%	-39.14%	10.35%	21.47%	30.39%	-59.01%	-84.76%	
化妆品	-4.49%	-40.51%	-31.09%	-23.25%	-8.69%	-29.32%	-94.74%	
电商及代运营	-35.20%	-55.33%	-63.98%	-50.09%	-42.82%	-62.86%	-57.39%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（“2022Q1”、”2022Q2”、“2022Q3”为较上年同期变化值）

图 24：2022 年前三季度行业整体及其细分行业归母净利合计情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 25：2022 年分季度行业整体及其细分行业归母净利合计情况（亿元）与对应增速

行业归母净利润	本年度单季实际值			较2021年同期增量			较2020年同期增量		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2020Q1	2020Q2	2020Q3
珠宝首饰	19.64	15.46	14.02	-0.16	-0.45	-0.13	1.94	-0.06	-0.26
家居家具连锁	12.03	8.73	7.77	-0.10	-0.33	-0.33	0.89	0.00	-0.31
购百	26.87	8.32	7.49	-0.08	-0.60	-0.52	11.39	-0.68	-0.59
个护用品	6.59	8.66	5.80	-0.45	0.14	-0.02	-0.27	-0.57	-0.80
电商及代运营	2.35	2.13	1.69	-0.43	-0.63	-0.57	-0.31	-0.72	-0.73
母婴连锁	-0.45	1.53	0.89	-1.86	-0.01	0.39	-6.06	3.33	-0.22
化妆品	10.38	10.64	0.51	-0.09	-0.29	-0.95	0.35	-0.07	-0.96
酒类连锁	2.49	0.72	0.33	0.30	-0.59	-0.85	1.55	-0.38	-0.69
超市	10.49	-7.40	-8.63	0.28	0.12	-0.22	-0.49	-1.76	-2.08
家电3C连锁	-8.20	-14.54	-15.17	-2.32	0.61	0.58	-1.33	-3.63	-2.66

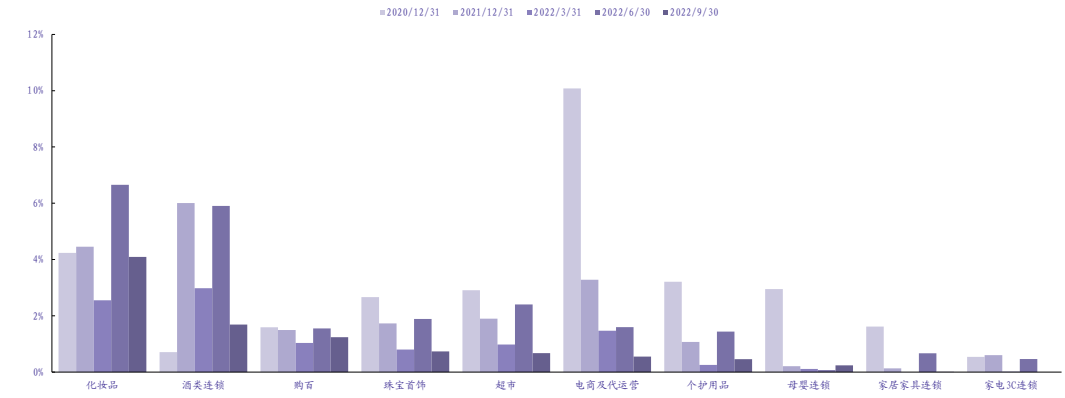
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）资金层面：化妆品、酒类连锁板块机构预期一致，电商及代运营、家居家具连锁行业配置各异

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。

就公募基金持仓市值而言，按时间点划分，截止 2022 年三季度末，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 1.76%，较 2021 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 2022 年 9 月 30 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”、“酒类连锁”、“购百”**，持仓市值占比分别为 4.09%、1.69%、1.24%。此外，可以明显看出 **2020 年和 2021 年期间内基金对于“电商及代运营”板块关注度较高，但在 2022 年聚焦在“酒类连锁”、“化妆品”两个版块内**。

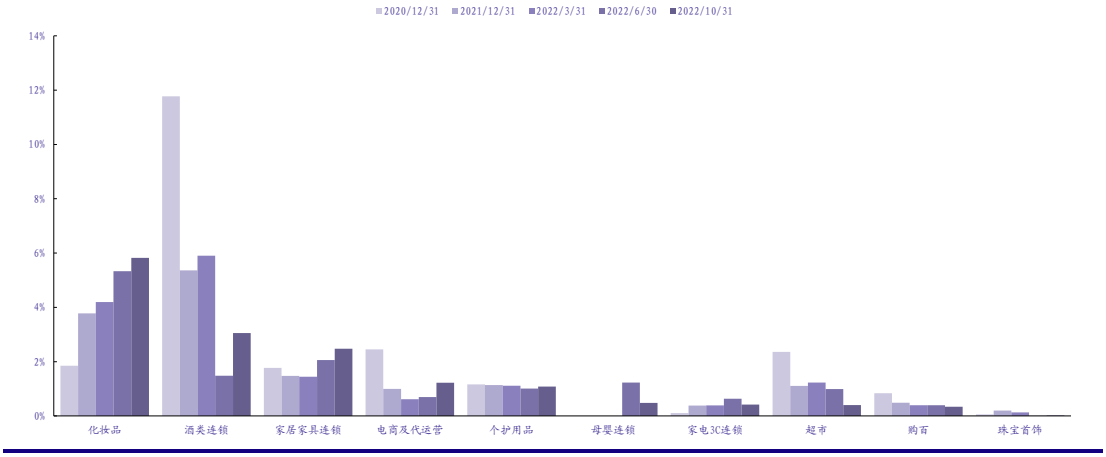
图 26：2022 年年初至今细分行业基金持仓情况（按持仓金额占比市值的比例%）



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 2022 年 10 月 31 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 1.59%出现显著抬升，2022 年内持续在相对高位水平。具体到不同时间节点的细分行业持仓情况，**截止 2022 年 10 月 31 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”、“酒类连锁”、“家具家居连锁”**，持仓市值占比分别为 5.83%、3.05%、2.48%。横向对比可以发现，**北上资金始终对于“化妆品”、“酒类连锁”、“家居家具连锁”三个行业保持了较高关注度持续较高，2022 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 27：2022 年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”、“酒类连锁”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”、“家居家具连锁”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“电商及代运营”行业，而后者相对更加青睐“家居家具连锁”行业。

（四）结论：22 年各版块市值均收到不同程度冲击，23 年全年看好业绩改善与估值提升带来的双击

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 1-10 月各细分行业市值变化。2022 年 1-10 月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“超市”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。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”业绩有所回升。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”、“酒类连锁”两个板块中形成一致共识。

表 2：2021 年年末与 2022 年 1-10 月细分行业市值变化按估值与业绩拆分（%）

2021/12/31	市值变化	估值变化	业绩变化	2022/10/31	市值变化	估值变化	业绩变化
母婴连锁	544.1%	236.1%	-45.8%	购百	-8.6%	-105.0%	-34.9%
珠宝首饰	99.1%	145.4%	115.4%	化妆品	-13.5%	103.8%	-40.5%
酒类连锁	91.3%	5.3%	81.0%	超市	-20.4%	99.0%	41.6%
化妆品	48.4%	-134.9%	-4.5%	**行业总计**	**-24.7%**	**98.9%**	**-27.4%**
行业总计	**7.8%**	**-225.7%**	**-153.5%**	个护用品	-28.9%	84.6%	-17.0%
购百	3.5%	-81.1%	42.1%	母婴连锁	-29.6%	-25.3%	-27.3%
家居家具连锁	-18.1%	16.7%	41.4%	珠宝首饰	-35.9%	-88.2%	-27.6%
家电 3C 连锁	-18.7%	198.0%	-1143.6%	电商及代运营	-38.6%	-562.1%	-55.3%
超市	-25.5%	-2299.3%	-183.0%	酒类连锁	-39.4%	-21.5%	-39.1%
电商及代运营	-31.3%	-11.8%	-35.2%	家居家具连锁	-39.5%	-56.6%	-28.8%
个护用品	-33.7%	-193.4%	-57.9%	家电 3C 连锁	-49.9%	-85.3%	43.5%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：“2022/10/31”业绩变化为 2022/10/31 相较上年同期变化值。

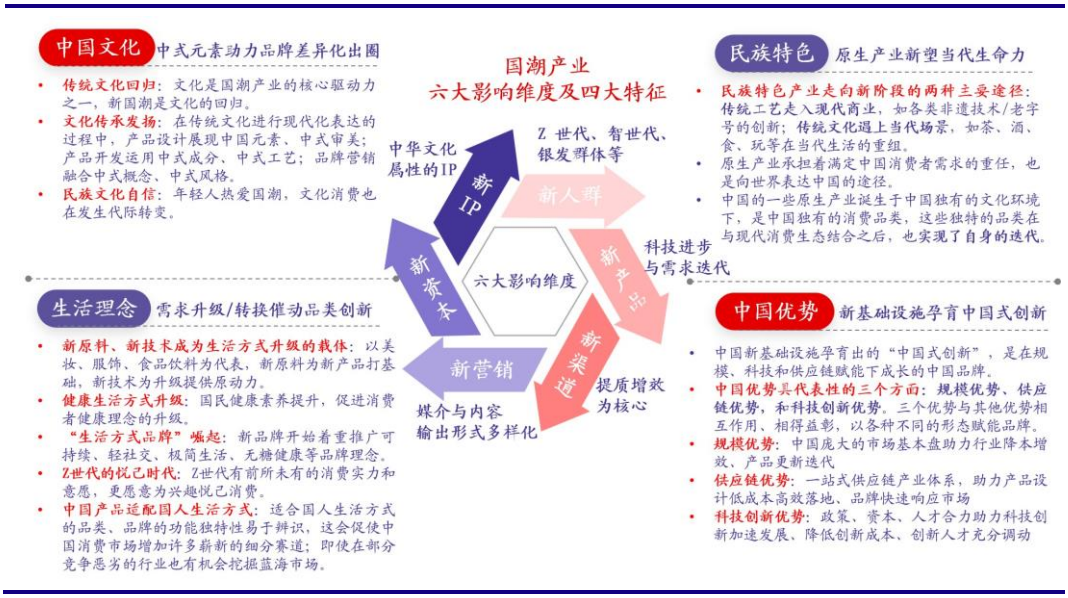
三、投资主线：以文化为底蕴为消费注入新活力，聚焦消费行业的中华文化属性

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。

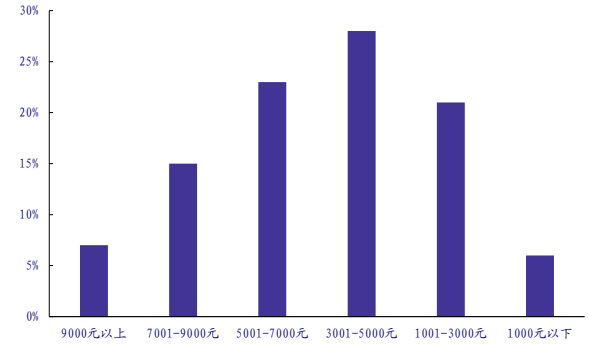
图 28：国潮产业六大影响维度及四大特征



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

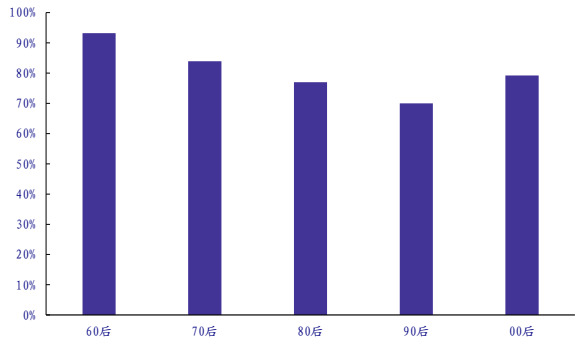
极光发布的《2021 新青年国货消费研究报告》中表示，超过 90%的 60 后和超过 80%的 70 后在日常消费中以购买国产品牌为主，人们对国货的支持具有广泛的基础，同时有近 70%的 90 后和 80%的 00 后消费者以购买国产品牌为主，他们更愿意接受新事物，展现出越来越强的国货消费偏好，为国潮经济的发展提供了环境。目前 Z 世代（通常指 1995-2009 年出生的一代人）在我国的人群规模已经突破 2.6 亿，占总人口数量约为 19%。据清渠数智联合金麦奖发布的《2022 年新消费趋势白皮书》，Z 世代月人均可支配收入高达 4673 元，未来消费能力将进一步提高，逐渐成为中国消费的主力人口，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 29：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 30：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 31：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）。

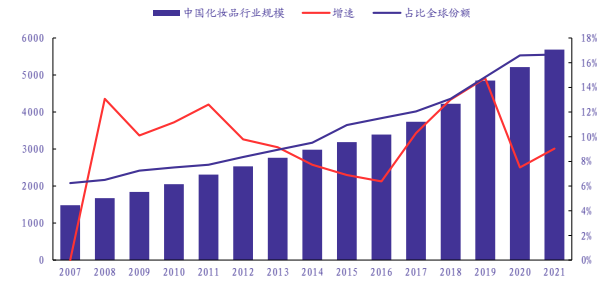
3）可选消费渠道品牌商：酒类连锁（专注于酒类流通领域的经营）。

（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 2021 年末，根据欧睿咨询的数据统计，我国化妆品行业规模已达到近 5700 亿元人民币，较上年同比增长 9.04%，占全球的份额进一步大幅提升至 16.66%，自 2013 年规模超越日本之后，稳居全球第二，且与第一名美国（2021 年全球市占率 19.40%）的差距逐年缩小。我国化妆品行业 2011-2021 年十年期复合增速高达 9.43%，远超美日及全球整体同期水平；2021 年，我国化妆品的同比增速小幅低于美国，超过同期全球市场同期水平，日本出现了规模的萎缩。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，二者共同

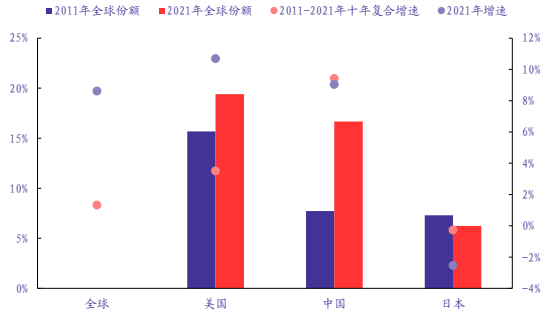
作用下使得我国化妆品行业尚处于高景气的加速扩张阶段。

图 32：2007-2021 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

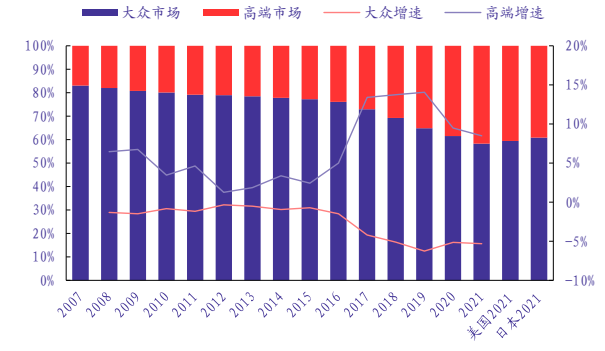
图 33：我国系全球仅次于美国的第二大化妆品市场（%）



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

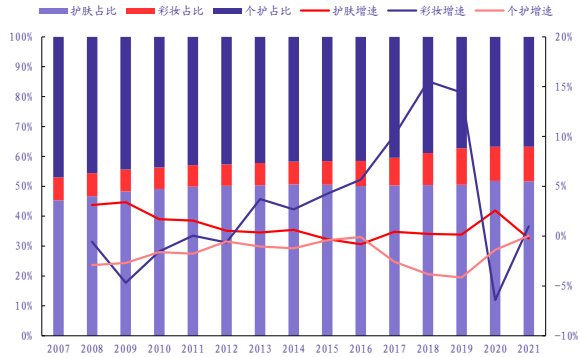
具体来看我国化妆品结构特征，根据欧睿数据统计，**按价格定位划分，**我国化妆品市场尽管当前仍以大众定位为主（54%），但其份额呈现较为明显的持续下滑，因此支撑我国化妆品市场持续增长的驱动力主要源自于高端市场；**按产品类型划分，**我国化妆品市场中逐步由 2005 年的个护主导转向由护肤品为主（52%），并且护肤品与近年来增长迅猛的彩妆品类仍在持续挤压个护产品份额；**按销售渠道划分，**我国化妆品市场截止 2021 年末仍是以线下门店为主（56%）但其份额受到线上电商近年来的高速扩张持续下滑。**具体来看，2021 年处于后疫情时期，2021 年行业出现了短期的结构性变化特征：**①我国高端产品的份额提升速度延续了 2020 年以来的放缓态势，2021 年较上年提升约 3.27 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 1:1，2021 年大众品类份额占比也提升至 60%左右，我国高端定位产品逆势出现强劲发展；②彩妆产品的复苏幅度明显高于护肤、个护类产品，主要由疫情期间彩妆产品需求大幅下滑所致；③线上渠道销售相对于疫情期间的快速扩张，增速放缓，但其绝对增速仍位居第一。

图 34：2007-2021 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动（%）



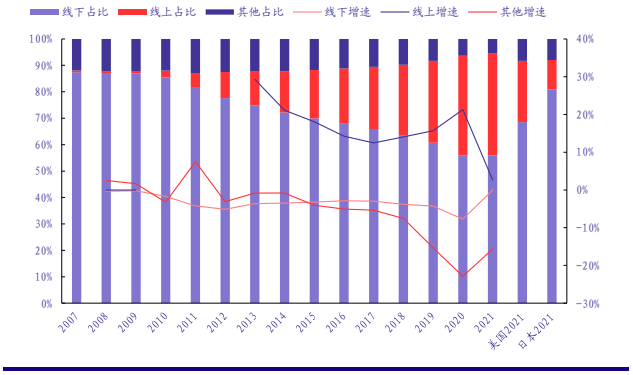
资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 35：2007-2021 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

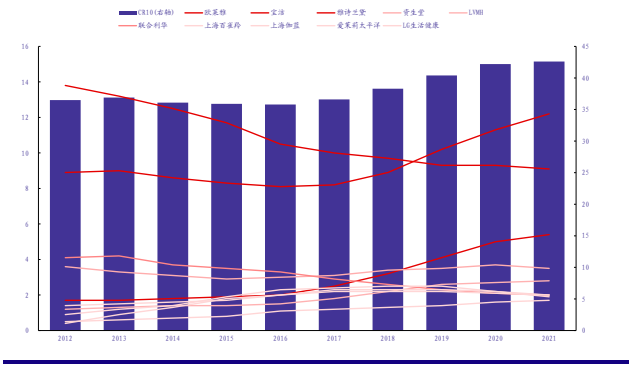
图 36：2007-2021 年我国化妆品市场线上占比持续提升（%）



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

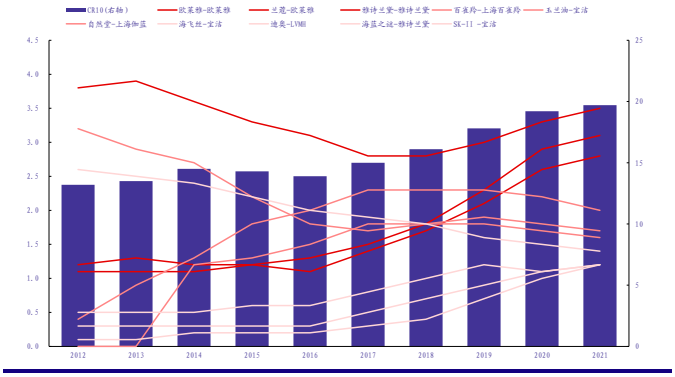
从竞争格局的角度来看，2016 年之前化妆品行业内的竞争更为激烈，头部化妆品集团的市场策略尚不明确，后起之秀较多，市占率出现滑落；随后头部化妆品集团逐渐意识到中国市场的重要性，并针对消费者激增的高端定位、护肤需求推出相应品牌的营销，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂为代表的公司市占率稳步提升，推动行业内 CR10 上升至 42.6%；从品牌的角度来看，欧莱雅、雅诗兰黛主品牌以及兰蔻、海蓝之谜、SKII 等品牌份额提升明显，进一步验证了国际化妆品集团的发展主要系基于高端定位、护肤需求。此外，可以看出百雀羚、自然堂、云南白药、薇诺娜、珀莱雅等国产品牌近年来也实现了相对可观的规模增长，在与国际品牌博弈的过程中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

图 37：2012-2021 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 38：2012-2021 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

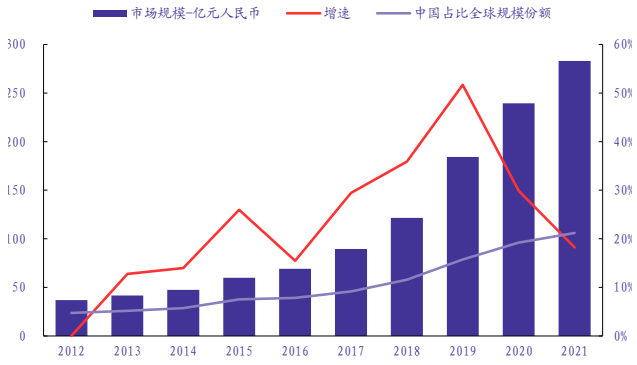
具体来看功能性护肤细分赛道，目前市场普遍认为该赛道内包含皮肤学级护肤品（针对敏感肌的温和修复）、功效性护肤品（主打具体成分与功效）以及医美类“械字号”产品（主要为医用敷料等医疗器械）。具体来看皮肤学级美妆产品与功效性护肤品（由于欧睿数据统计的皮肤学级美妆产品经营公司中包含修复为主的薇诺娜、玉泽等，也包括修丽可等，故认为为广义的统计），2021 年我国细分行业规模达到 283.01 亿元人民币，2012-2021 年的九年期复合增速为 25.38%，表现明显优于同期的美妆行业整体（9.39%）以及护肤品类（9.75%）；我国在全球皮肤学级美妆产品中的份额占比达到 21.19%（低于护肤品的 29.40%），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 年开始处于波动加速上行区间，2021 年增速

趋缓；截止 2021 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 4.98%，较 2012 年 1.46%的水平提升 3.52 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 2021 年末仅为 3.1 美元/人，远不及当前位居世界各国前列的法国 29 美元/人的水平，日韩美等国家为 5-15 美元/人，未来仍有普及度与消费量的提升空间。

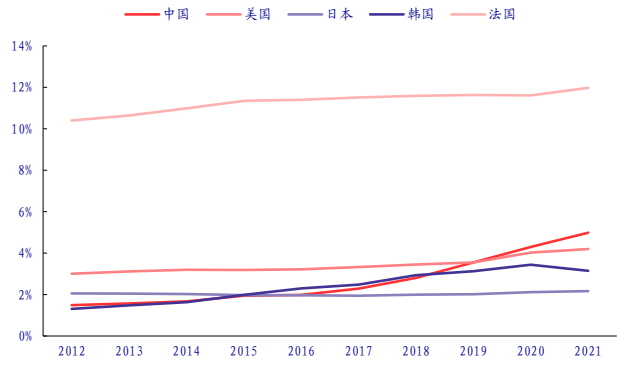
从竞争格局角度来看，全球范围内基本符合皮肤学级美妆产品 CR5 水平优于护肤品和美妆品类（10-20%左右的水平）的大趋势，主要是由于皮肤学级美妆产品目标人群以及产品功效性明确所致，截止 2021 年末我国皮肤学级美妆产品品牌 CR5 达到 62.9%，本土品牌表现卓越。

图 39：2012-2021 年我国皮肤学级美妆产品规模（亿元）



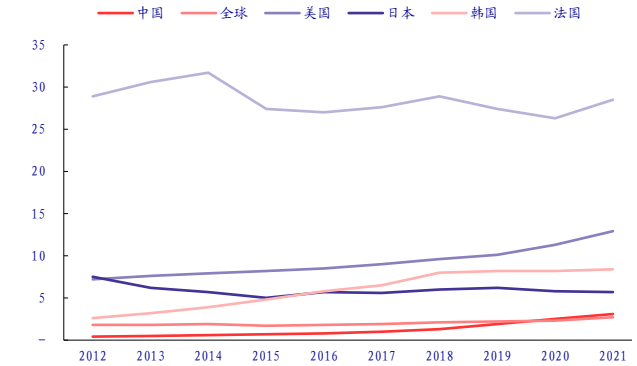
资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 40：全球主要市场内皮肤学级美妆产品占比美妆市场份额



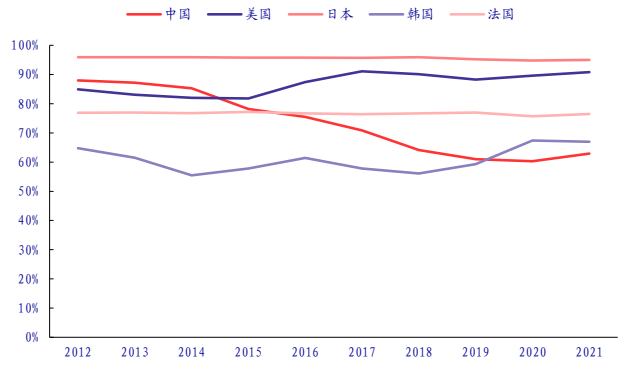
资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 41：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 42：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 3：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》	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。
药监局	2022.02.15	《化妆品不良反应监测管理办法》	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： （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； （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； （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； （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。
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》	（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。 （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。 （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**。
药监局	2022.08.19	《关于正式实施化妆品电子注册证的公告》	（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**； （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；

			（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。
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》	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。
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》	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。**

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%。在今年双十一预售中，国货化妆品品牌表现十分亮眼。在天猫双十一美容护肤品类预售中，有三个国产品牌进入前十，其中珀莱雅排名第三，敏感肌品牌薇诺娜排名第六，相比于 618，国产品牌排名上升，销售额进一步增长，增速较快。

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 4：政策鼓励功能性化妆品发展

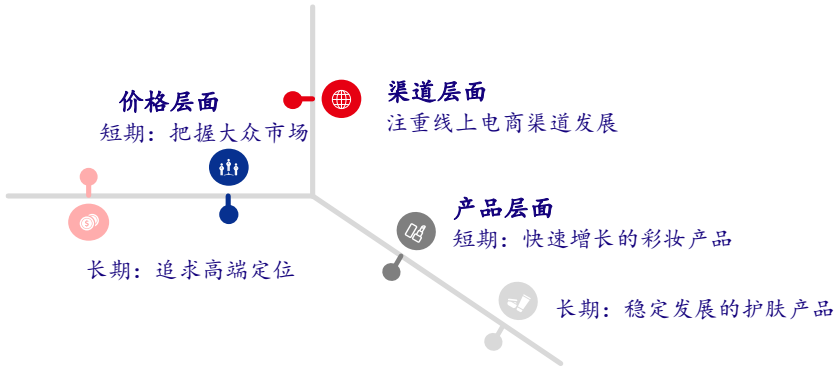
部门	时间	名称	内容
国家市场监督管理总局	2021.01	《化妆品注册备案管理办法》	对化妆品新原料、注册备案管理、监督管理、法律责任等各方面作出明确要求和界定。使得部分中小企业或厂家不合格的产品及原料被清理出市场，进而**推动功能性护肤行业向规范化发展**。

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。
上海市政府常务会议	2022.06.06		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。
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》	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。
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》	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。
山东省青岛市卫生健康委、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》	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。
横琴粤澳深度合作区	2022.10.31	《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。

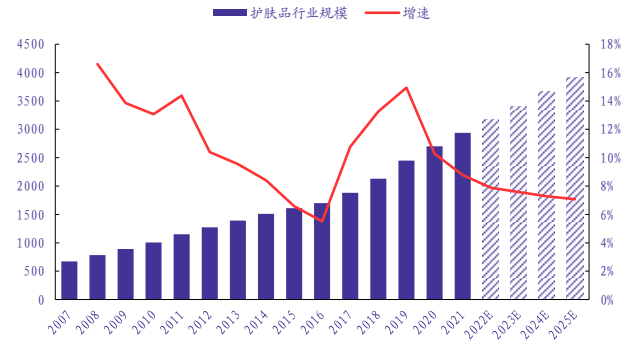
图 43：我国化妆品市场三大长期发展趋势展望



资料来源：中国银河证券研究院整理

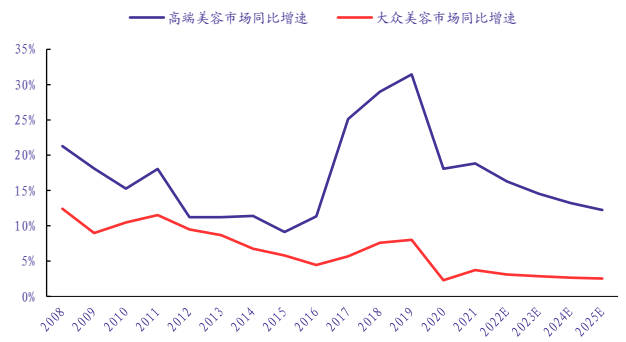
根据欧睿的预测，至 2025 年我国美妆行业规模预期发展近 8000 亿元，年均增速约为 7.7%；其中护肤品作为我们长期看好的核心品类，规模预期发展至 4000 亿元左右，年均增速约为 7.5%，其在整体美妆行业中的份额占比按次预测将维持在 50%左右。从价格带的角度来看，随着消费升级以及悦己经济的发展，中高端护肤品作为传统补水保湿护肤品的升级产品，发展空间巨大，2025 年规模预期发展至近 4000 亿元，年均增速约为 15%左右。

图 44：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 45：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。

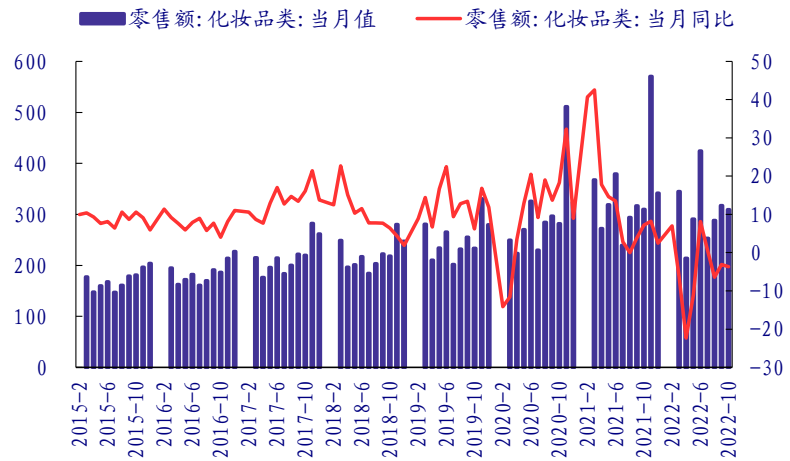
表 5：皮肤学级美妆产品行业规模预测

	人均-元	规模-亿	耗时-年	对应年份	与 2021 年相比倍数
2021 年我国人均水平	20.0	28.3	-	2021	-
达到日韩人均水平	48.02	678.3	5	2026	24
达到美国人均水平	74.06	1046.2	7	2028	37
达到法国人均水平	194.18	2743.0	12	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，在面临 2022 年 3 月份以来的疫情反复的冲击，零售额同比降幅较大。2022 年 6 月，在疫情防控形势向好、618 大促的加持下，行业迎来正增长拐点。2022 年 8 月，受到疫情反复及居民消费信心不足，需求走弱，增速再次出现下滑。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，助力行业四季度销售回暖。伴随着上海、北京等地区疫情封控的渐渐结束，企业逐步复工复产，叠加国家、地方政府出台的促进消费的政策，预计化妆品零售将迎来复苏性的大幅增长。

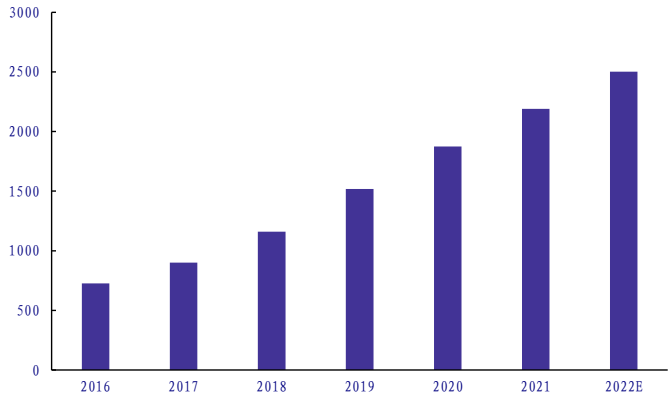
图 46：2022 年 3 月以来化妆品类社消零售额承压



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 年年初至今的疫情反复影响，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。由于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，2021 年中国美妆个护电商渠道的市场规模达到 2190 亿元，同比增长 16.8%。今年双十一，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；香水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。

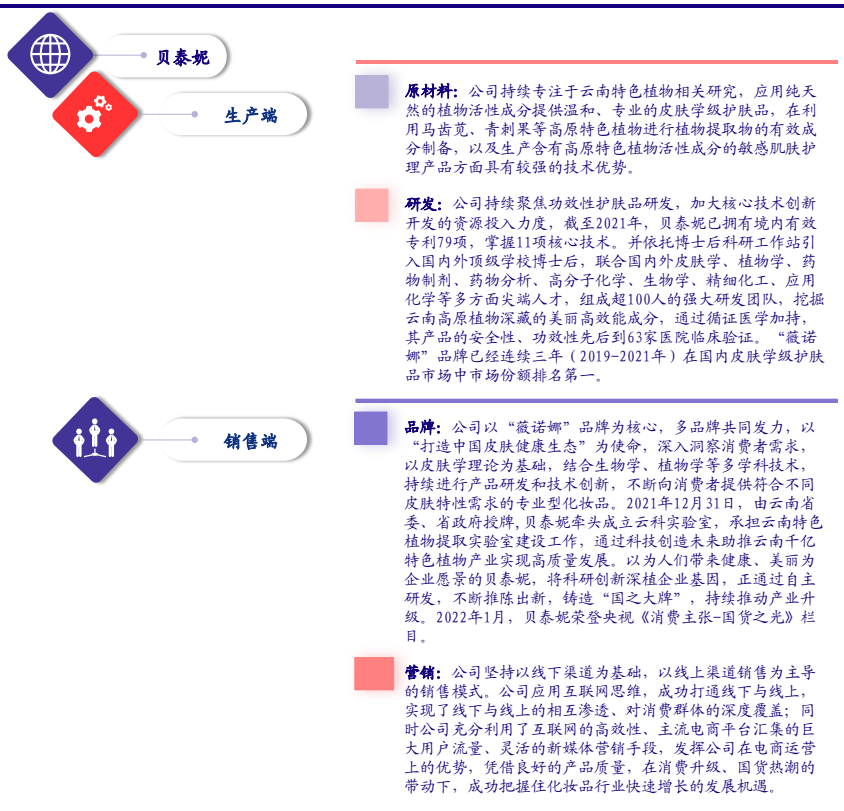
图 47：中国美妆个护电商渠道市场规模（亿元）

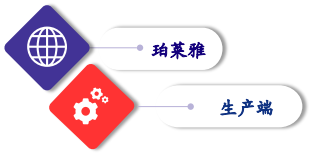


资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

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 48：化妆品行业投资标的落地于“中华文化属性”





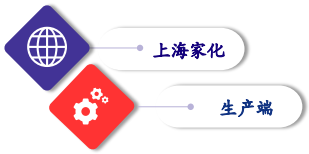
原材料： 公司以自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式。与巴斯夫中国（胺类、二醇、多元醇等原料作为成分添加）、亚什兰中国（有机溶剂，提升产品使用肤感，保证有效成分活性）、西班牙 LIPOTRUE S.L.公司（六胜肽作为“红宝石系列”的主要功效成分，确保产品抗皱抗衰的功效）等全球领先的原料供应商保持研发合作关系。

研发： 珀莱雅化妆品国际科学研究院逐步建成发酵、植物提取、有机合成等实验室，进一步增强核心功效原料的自主开发能力，同时积极发展皮肤基础研究，进行体外评价方法学的开发，验证以及运用；珀莱雅杭州龙坞研发中心目前正在建设中，未来该中心将聚焦核心原料开发，皮肤科学研究和化妆品配方开发，产品功效评价。



品牌： 公司在产品策略上通过更强的产品力和更高效率的投放模型，将珀莱雅塑造成国货风向标，引领“科学护肤”行业新标杆。公司的自有品牌彩棠定位新国风化妆师专业彩妆，消费者触达层面上，结合创始人“唐毅”个人IP的优质内容，提升产品在消费者中的专业度认知。

营销： 在产品营销层面引领国货自信，结合产品的功能、妆效和技法，从产品硬属性上突出“中国妆，原生美”的内核。同时在消费者运营过程中，进一步打开和深挖Z时代用户，通过选择贴合品牌调性的达人，输出目标用户认可的种草内容，配合多触点的投放方式，高效精准地塑造彩棠作为中国“专业化妆师彩妆品牌”的品牌形象。利用热门社交平台，积极开展线上营销，线上渠道增速较快，优势明显。



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奖；《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医研共创，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；快手的她力量营销和代言人张小斐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。六神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，金银珠宝按照材质可以分为足金、K 金、铂金及珠宝镶嵌类和玉石等。根据公开研究数据，2022 年，在主要包含贵金属和天然珠玉宝石的市场中，黄金的市场份额达到 44.2%，占比远超其他材质。中国是黄金消费大国，其中，2021 年我国黄金首饰消费量达到 711 吨，占到黄金总消费量的 63.5%，占比较为稳定。与世界发达国家及主要黄金消费国进行对比，自 2013 年起，我国黄金需求量一直居于世界第一，2019 年，我

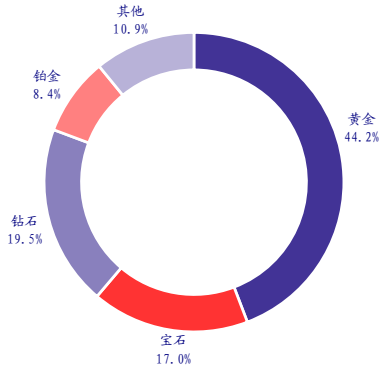
国黄金需求量达到 848.40 吨，比需求量第二的国家印度高出 158 吨。中国黄金首饰行业产业链上游参与者是提供制造黄金首饰所需原料的供应渠道商，中游主体是黄金首饰加工企业及黄金首饰品牌企业，下游涉及销售渠道和消费者。

表 6：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

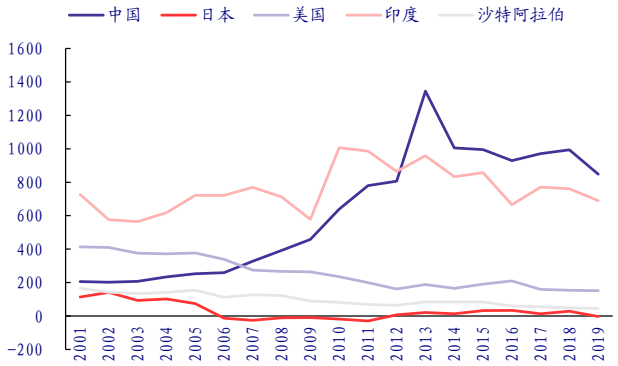
资料来源：中国银河证券研究院整理

图 49：2022 年贵金属和天然珠宝玉石市场销售份额占比



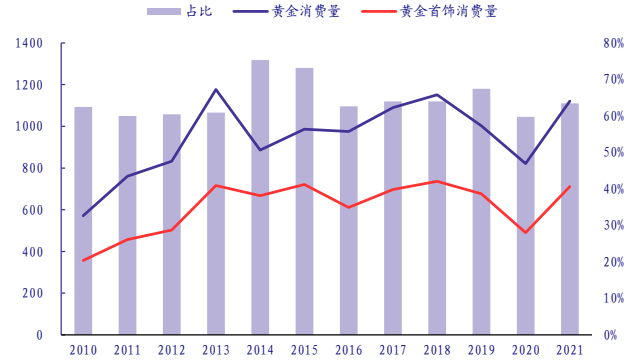
资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院整理

图 50：黄金需求量国际对比（吨）



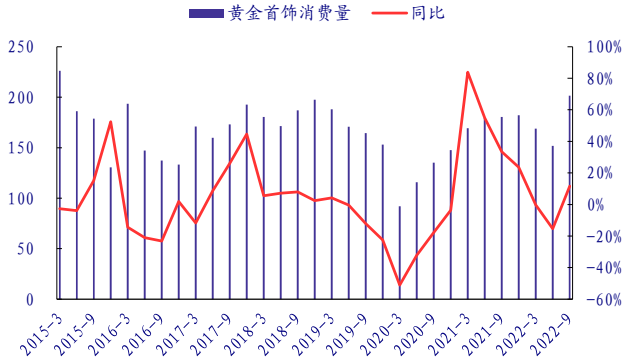
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 51：我国黄金首饰消费量及占比（吨）



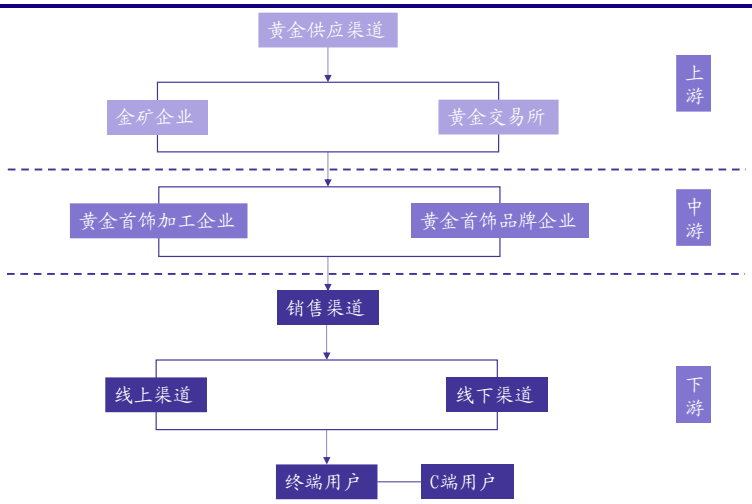
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 52：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

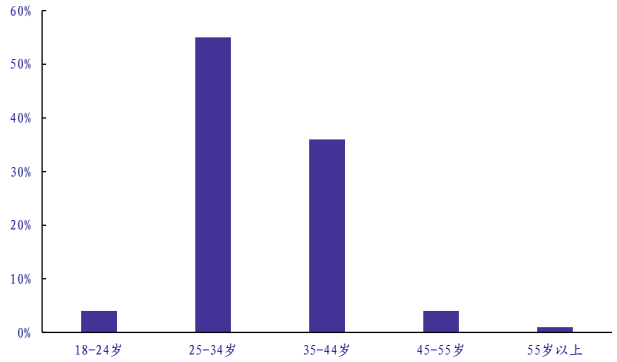
图 53：黄金首饰产业链概览



资料来源：中国银河证券研究院整理

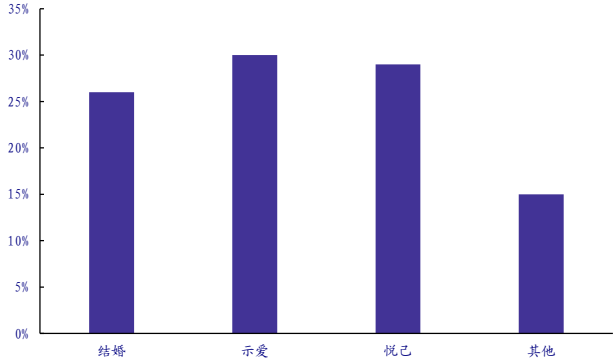
从消费动机来看，据头豹研究院调研数据显示，相比其他国家的消费者，中国消费者购买黄金的用途以结婚和悦己为主要目的，整体消费呈现年轻化趋势。从全国金银珠宝零售额来看，疫情以来，由于婚庆场所受限以及宏观大环境的影响，金银珠宝行业规模在 2020 年初发生了明显的下滑，但随着疫情的好转其规模迅速反弹。2020 年下半年开始金银珠宝零售额的增长主要由后疫情时代刚需的释放，金价持续走高带动黄金价值上升以及黄金工艺改进三个因素驱动。

图 54：中国内地金银珠宝消费者年龄层分布



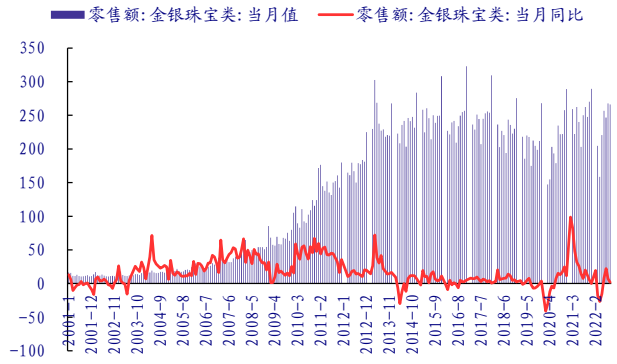
资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院整理

图 55：中国消费者购买金银珠宝原因



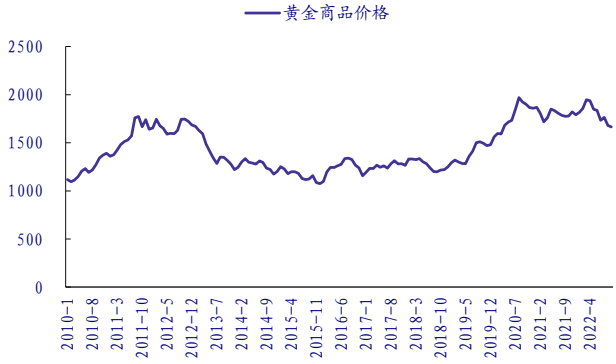
资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院整理

图 56：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

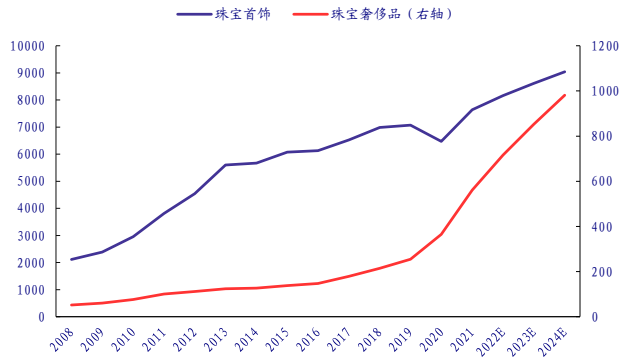
图 57：世界银行黄金商品价格（美元/金衡盎司）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

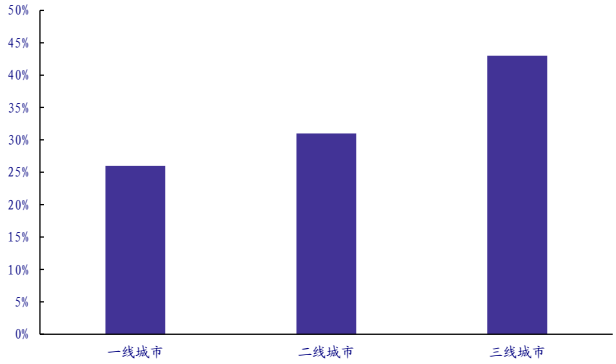
从市场空间来看，随着中国人均可支配收入和消费水平的不断提升，中国金银珠宝类的消费也将进一步增加。2021 年中国奢侈金银珠宝的市场份额占到全部金银珠宝市场份额的 7.4%，近三年，奢侈金银珠宝的年复合增长率达到 37.7%，远超金银珠宝自身的年复合增长率。近年来，中国一二线城市钻石珠宝市场逐步饱和，而三线及以下的城市对钻石珠宝的需求比例不断抬升，下沉市场广阔，未来消费空间可观。

图 58：中国金银珠宝市场份额（亿元）



资料来源：Wind，国银河证券研究院整理

图 59：2020 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 60：珠宝/钻石/翡翠/黄金销售量（万件）

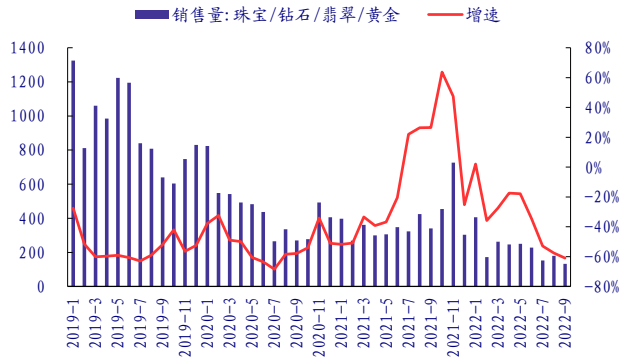
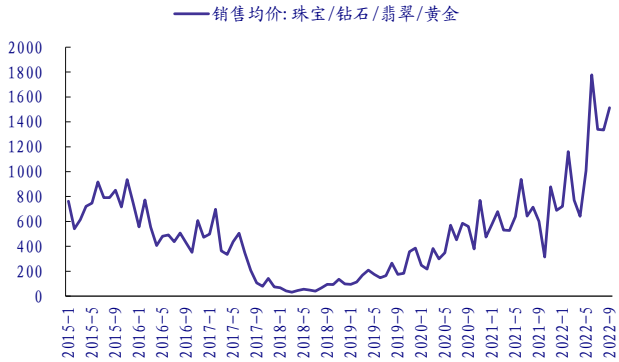


图 61：珠宝/钻石/翡翠/黄金销售均价（元/件）



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 7：黄金产业相关政策

部门	时间	名称	内容
国家税务总局	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。
国家税务总局	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8：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，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发展意识，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。

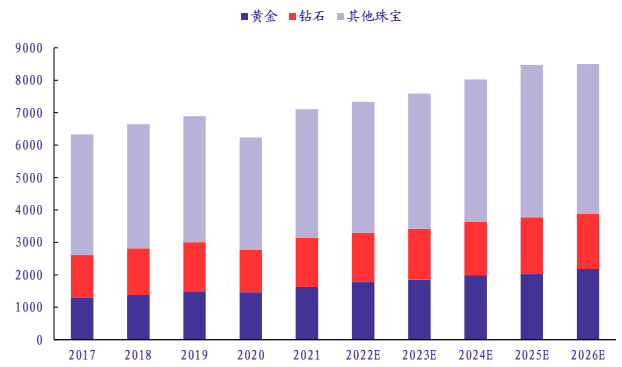
表 9：中国金银珠宝行业规模预测（亿元）

年份	金银珠宝	金银珠宝奢侈品	金银珠宝与 2021 年相比倍数
2022	815,898.0	71,629.8	1.07
2023	861,069.8	85,252.0	1.13
2024	904,131.5	98,104.8	1.18

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

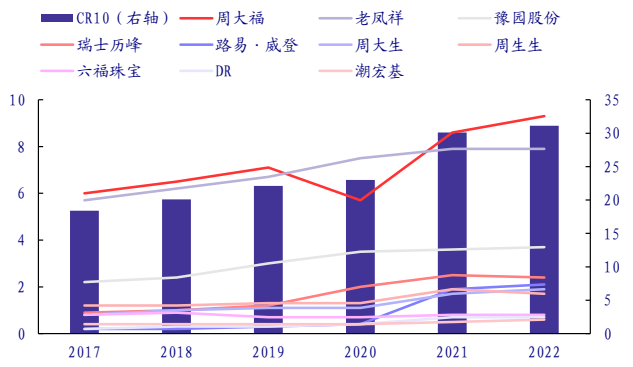
欧睿咨询对于中国金银珠宝行业的市场规模（以零售价）预测如上表所示，预期金银珠宝市场规模未来将稳步上升，将在 2024 年超过 90 万亿元，年复合增长率约为 5%，奢侈金银珠宝的市场规模增长速度更快，年复合增长率约为 17%。头豹研究院根据终端销售额进行预测，得出中国金银珠宝行业中黄金市场的增速最快，2018-2021 年间的复合增长率为 5.9%，预计未来 5 年也将保持 6%的增速。从竞争格局的角度来看，截至 2022 年，中国金银珠宝行业市占率前十的集团中，除了瑞士历峰集团、路易·威登集团外其余 8 个均为国产品牌集团，其中周大福、老凤祥、豫园股份等从事黄金首饰的业务。中国金银珠宝行业头部公司周大福、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 62：中国金银珠宝行业市场规模预测（亿元）



资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院整理

图 63：2017-2022 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：2022 年三季度全球黄金需求同比大增 28%至 1181 吨。三季度的强势表现也将今年迄今为止的黄金总需求拉回至疫情前水平。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 年前三季度，国内原料黄金产量为 269.987 吨，与 2021 年同期相比增产 33.235 吨，同比上升 14.04%，其中，黄金矿产金完成 214.109 吨，有色副产金完成 55.878 吨。另外，2022 年前三季度进口原料产金 86.362 吨，同比增长 9.70%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 356.349 吨，同比增长 12.95%。2022 年前三季度，全国黄金消费量 778.09 吨，与 2021 年同期相比下降 4.36%。其中，黄金首饰 522.15 吨，同比下降 1.31%；金条及金币 191.73 吨，同比下降 10.46%；工业及其他用金 64.21 吨，同比下降 8.79%。

图 64：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

前三季度，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 10：2021 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 0.50 亿元。集珠宝首饰创意、销售、品牌管理为一体

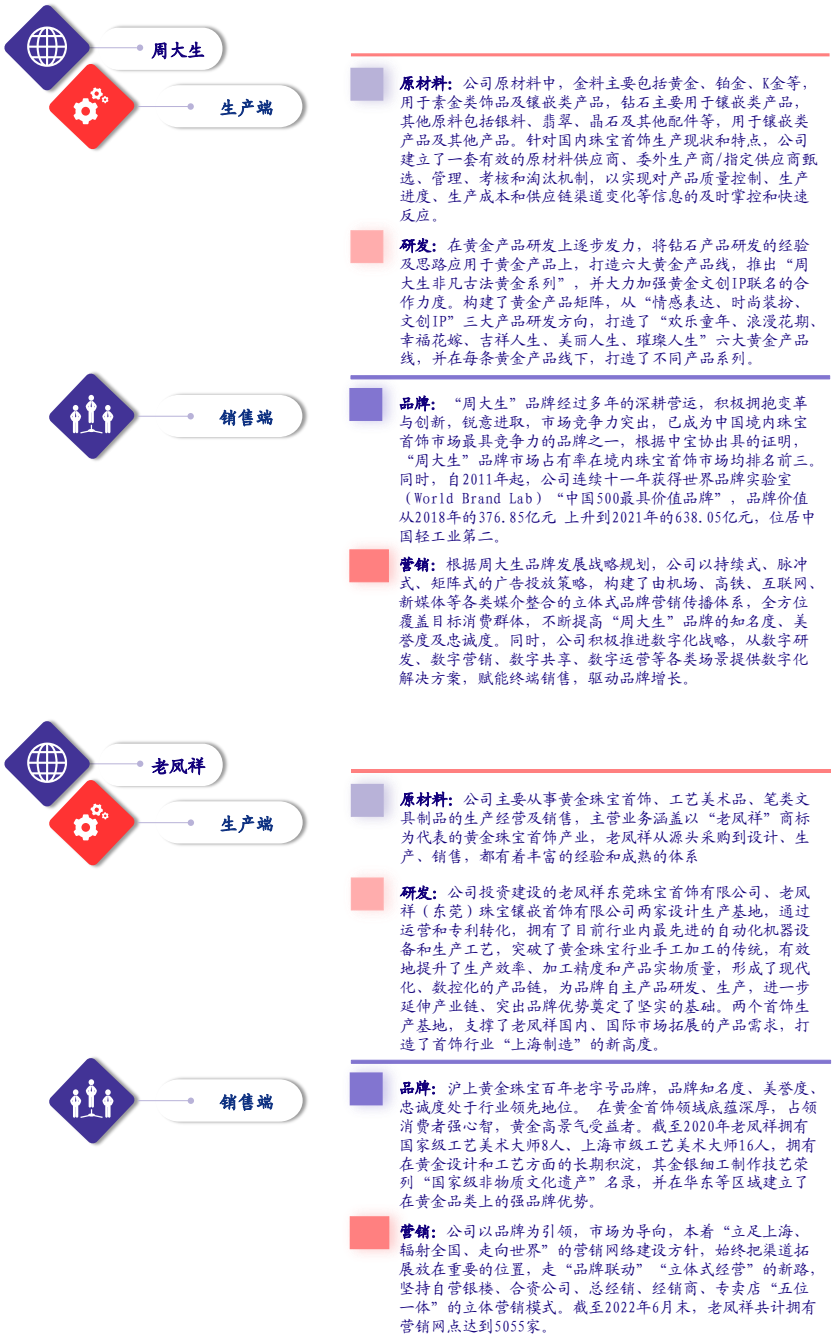
				的珠宝首饰零售连锁企业，主营业务为珠宝首饰零售连锁销售业务。分产品来看，2021 年素金产品占营业收入比重达到 75.88%。
H01622.HK	APM Monaco	2021.06	中国香港主板	公司旗下珠宝品牌为 APM Monaco，产品组合包括耳环、项链、戒指和手链等。
301071.SZ	力量钻石	2021.09	深交所创业板	2022 年前三季度营业收入 6.74 亿元，归母净利润 3.50 亿元。主营人造金刚石、超硬材料制品研发、生产、销售、进出口业务等。分产品来看，2021 年培育钻石占营业收入比重最高，为 39.57%。
301177.SZ	迪阿股份	2021.12	深交所创业板	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 65：金银珠宝行业投资标的落地于“中华文化属性”





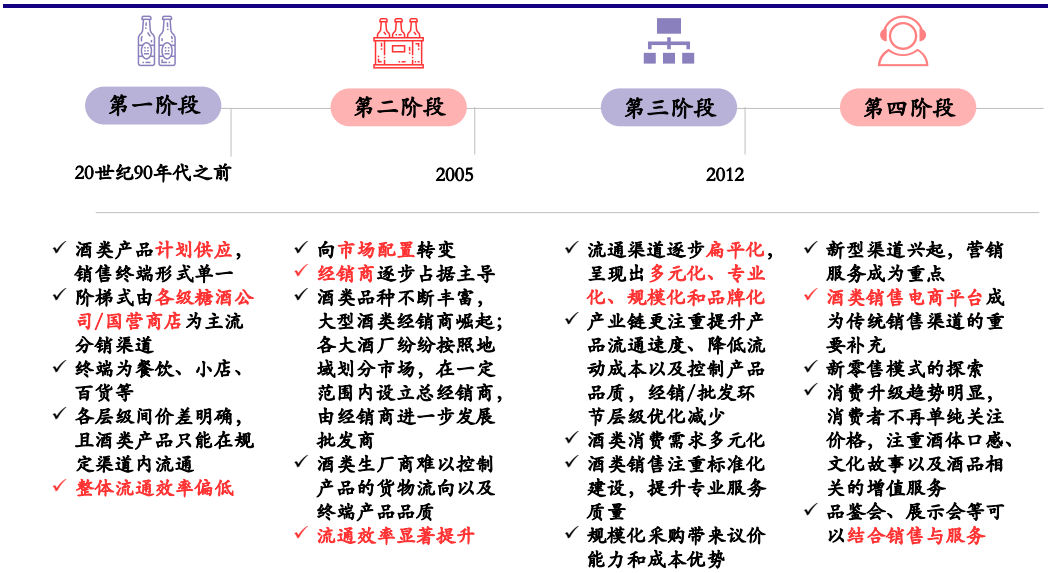
资料来源：中国银河证券研究院整理

（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。

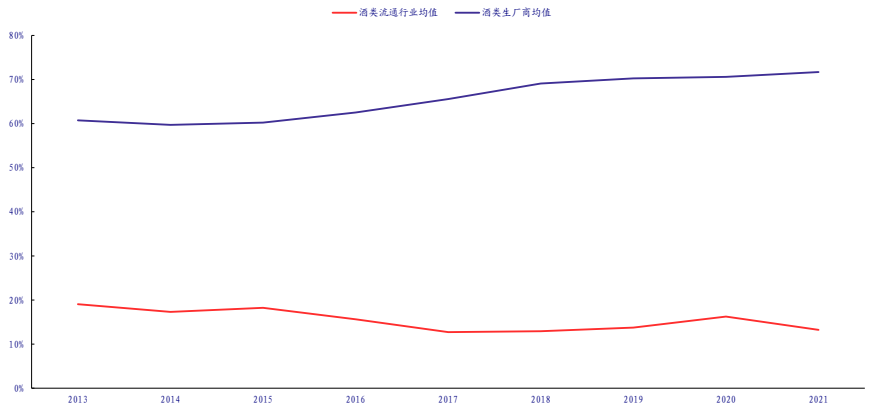
图 66：酒类流通行业发展的四个阶段



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。

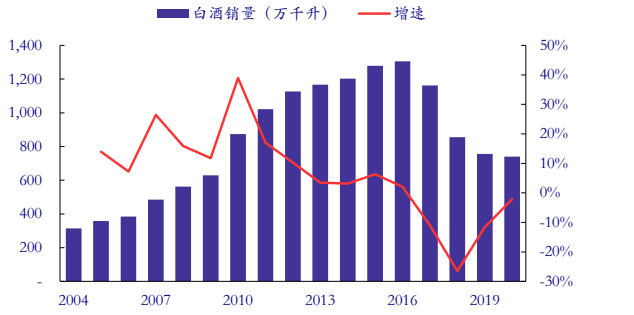
图 67：上游酒企酒厂毛利率均值水平远高于酒类流通企业水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

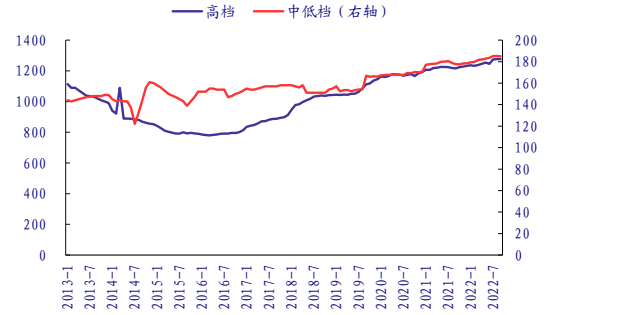
上游供给中，我国白酒行业的产量和销量早于 2010 年开始均呈现出增速下滑趋势，且收到反腐与遏制三公消费等外部因素影响，行业自身从供给端不断优化产品结构，与消费需求的升级变化相匹配，清退落后的低端白酒产能，同时丰富扩产中高端白酒；未来白酒行业的规模驱动主要在于产品结构的优化而并非“堆量”，中高端产品地位稳固；预计在 2025 年白酒行业虽仅贡献 11.4%左右的酿酒产量，但对应约 66%的销售收入以及 77%的利润。我国葡萄酒产量情况与白酒相似，同样受到经济环境的影响，自 2010 年开始步入增速下行区间；其中中低档产品价格平稳，但高档葡萄酒类多为进口，因此受关税政策变动的影响较大。从上游主要供给的两大类产品来看，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 68：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 69：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 11：2022 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申请受理后，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》	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，加快建成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	国家市场监管总局、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计划执行情况与2022年国民经济和社会发展计划草案的报告》	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

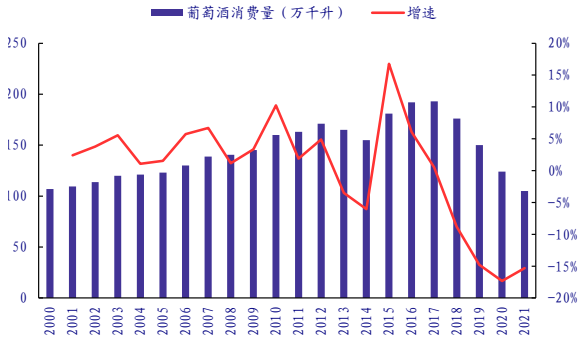
中华文化历史悠久、积淀深厚，白酒是不可或缺的重要构成。文化酒深挖中华传统文化内核，是对中华传统文化的直接呈现和升级表达。中国酒业协会秘书长何勇也表示，以文化酒为代表的白酒文创，势必为中国酒文化发展注入全新的动力。年内，多家酒企上新文化酒产品，加强文化与白酒的链接。中央和各地发展白酒的相关政策规范了白酒的流通、质量、品类，贵州省、四川省、安徽省也发布了一系列政策，对白酒企业进行补贴，促进了白酒产业的发展。整体来看，白酒相关政策关心白酒与文化的结合，对白酒的质量提出更高的要求。

表 12：2021 年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

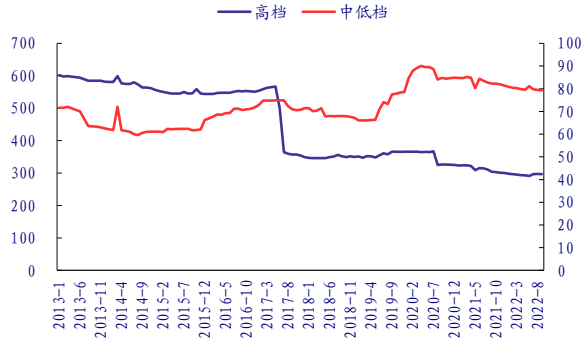
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 70：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 71：高档葡萄酒价格受关税政策变动的影响较大（元/瓶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 13：“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 14：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%

资料来源：艾媒咨询，商务部，中国银河证券研究院整理

表 15：2022 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”深度融合发展，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。
2022.07	陕西省丹凤县招商服务局	葡萄酒产业提升项目	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

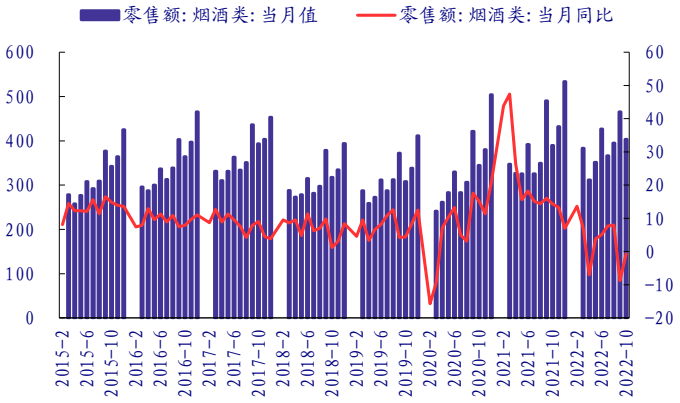
从政策的角度来看，在《中国酒业“十四五”发展指导意见（征求意见稿）》中，中国

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、获取酒类产品相关服务的需求上升，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。今年以来，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。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。

图 72：2020 年 4 月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 16：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、	华致酒行、华致名酒库、零售网点、KA 卖场等线下	2021 年营业收入 74.60 亿元(YOY50.97%)；归母净利

		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	门店；京东、天猫旗舰店，华致酒库 020 平台及华致酒库微信小程序	6.76 亿元(YOY81.03%)；2022Q1 营业收入 35.54 亿元(YOY51.03%)；归母净利 2.49 亿元(YOY30.39%)
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、酒仙网移动终端 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 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)	2021 年营业收入 46.09 亿元(YOY14.66%)；归母净利 0.51 亿元(YOY118.54%)；
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	2021 年营业收入 13.41 亿元(YOY31.49%)；归母净利 1.22 亿元(YOY53.67%)
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 838883.NQ	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	2021 年营业收入 10.76 亿元(YOY7.80%)；归母净利 0.62 亿元(YOY201.39%)；

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 73：酒类连锁行业投资标的落地于“中华文化属性”



原材料：公司是国内领先的精品酒水营销和服务商之一，依托多年构建的遍布全国的酒类流通全渠道营销网络体系，以及与上游酒类生产企业长期的合作关系，开发及遴选契合市场需求的产品，持续为客户和广大消费者提供白酒、葡萄酒、黄酒等国内外优质酒类产品和多元化的服务。公司现经营国内外精品白酒、葡萄酒、进口烈性酒等产品近4,000种。

研发：随着公司首次公开发行股票募集资金投资项目产品研发中心正式落地北京通州台湖，公司将加快完善市场调研、信息反馈、产品遴选、新品开发、销售推广的机制，发挥新零售模式下大数据资源对产品开发的指导作用，加强与上游酒企酒商的合作，加大对新品引进且推广成功的奖励力度，结合开发成果健全对技术创新的激励体系，将市场需求、公司遴选、酒企酿造、大师经验相结合，形成一套完整的从需求分析，方案提出到产品策划、遴选开发，再到推广销售的全过程管理流程，为客户提供最优质最合适的产品，把握市场先机，提高抗风险能力。



品牌：公司多年深耕酒类消费终端市场，具备专业的运营团队、丰富的产品营销经营以及深刻的酒文化认知，不仅构建了完善的全渠道营销网络体系，同时与与优质龙头酒企保持长期深入稳定合作，形成强强联手协同发展。1998年与五粮液、2010年与茅台、与汾酒、酒鬼酒也形成多年长期合作，形成合力。以“精品、保真、服务、创新”为核心理念，在销售名优酒品的同时注重塑造自身的品牌形象，有效扩大了公司在酒水流通领域国内市场领先的地位和行业内美誉度。

营销：根据精品酒品牌调性和产品特点，通过举办“荷塘夜宴”、“拉菲之夜”等品鉴会、赞助高尔夫联赛等动销活动，深化客户体验，提升品牌认知度，积极探索圈层营销。公司自营电商“华致酒行旗舰店”结合节庆日开展开门红、元宵节、劳动节、华致优选节、618活动、每周专场等线上营销活动，积极开拓名酒厂线上品牌合作、推进电商平台授权，新增泸州老窖、酒鬼酒、辛巴赫等知名厂商线上授权，丰富产品品类结构。

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：短期看好高韧性必需消费，中长期建议关注具备“中华文化”属性的优质标的

展望2023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，疫情再次对社会消费形成冲击。年初至今各地依旧存在疫情反复的情形，尤其是3月后至今国内本土新增确诊病例数量较前期出现明显增长，据卫健委统计，自2022年1月1日至11月15日，国内新增本土确诊超过17万例，无症状感染者超过89万例。其中受疫情影响较重的上海、北京、天津、深圳、吉林等地区分别累计确诊6.12万人、4939人、1950人、3910人和3.97万人。按2021年数据计算，上述地区占据全国GDP的12.5%,社会消费品零售额的13.7%。2021年全年社消增速达7.09%;2022年开年前两个月增速水平与疫情前(2019年)水平相当，但3-5月份多地的疫情反复对整体消费形成拖累，随着各地复工复产的有序推进，6-9月疫情反弹得到有效控制，单月增速再次回正，10月增速虽出现波动，但全年累计依

旧实现小幅的正向扩张。疫情短期内或将对当地的线下零售、到店餐饮等业态造成冲击，其中超市、线上平台等作为购买居民生活必需品的保供渠道，其对于民生稳定的重要程度不容忽视。相关标的推荐关注永辉超市(601933.SH)、家家悦(603708.SH)、红旗连锁(002697.SZ)。

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定性与稳定性。

综合前文中对各细分行业的 2022 年前三季度市场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 17：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（%）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601933.SH	永辉超市	规模	910.62	952.11	1,002.95	1,058.43	-39.42	-1.98	7.25	11.29
		增速	-2.29%	4.56%	5.34%	5.53%	-319.92%	94.97%	465.52%	55.74%
		EPS	-0.430	-0.023	0.081	0.124				
		PE	-10	-166	45	29				
603708.SH	家家悦	规模	174.33	189.27	205.27	222.66	-2.94	2.64	3.57	4.33
		增速	4.52%	8.57%	8.45%	8.47%	-168.72%	190.04%	34.91%	21.57%
		EPS	-0.490	0.432	0.583	0.710				
		PE	-25	28	21	17				
002697.SZ	红旗连锁	规模	93.51	100.65	108.18	115.62	4.81	5.01	5.47	5.91
		增速	3.29%	7.63%	7.48%	6.88%	-4.66%	4.14%	9.08%	8.05%
		EPS	0.350	0.369	0.401	0.434				
		PE	14	15	14	13				
300957.SZ	贝泰妮	规模	40.22	55.42	73.95	95.60	8.63	11.91	15.93	20.77

		增速	52.57%	37.78%	33.43%	29.27%	58.77%	38.04%	33.74%	30.35%
		EPS	2.120	2.813	3.760	4.894				
		PE	97	46	34	26				
603605.SH	珀莱雅	规模	46.33	60.06	74.36	91.74	5.75	7.54	9.42	11.76
		增速	23.47%	29.63%	23.80%	23.38%	20.84%	31.03%	24.96%	24.90%
		EPS	2.870	2.658	3.321	4.148				
		PE	70	61	49	39				
600315.SH	上海家化	规模	76.46	76.75	88.06	98.75	5.83	5.78	7.97	9.54
		增速	8.73%	0.38%	14.74%	12.13%	48.17%	-0.85%	37.81%	19.77%
		EPS	0.970	0.852	1.173	1.405				
		PE	33	34	24	20				
600655.SH	豫园股份	规模	510.63	544.16	630.58	711.99	39.14	35.12	41.72	47.20
		增速	15.92%	6.57%	15.88%	12.91%	18.55%	-10.27%	18.78%	13.14%
		EPS	0.996	0.901	1.070	1.210				
		PE	9	9	7	6				
002867.SZ	周大生	规模	91.55	121.34	146.80	172.67	12.20	12.44	14.90	17.28
		增速	80.07%	32.53%	20.99%	17.62%	30.77%	2.02%	19.74%	15.96%
		EPS	1.120	1.126	1.349	1.565				
		PE	11	12	10	9				
600612.SH	老凤祥	规模	586.91	638.46	711.25	786.21	18.80	18.14	20.78	23.22
		增速	13.47%	8.78%	11.40%	10.54%	18.23%	-3.52%	14.54%	11.75%
		EPS	3.587	3.469	3.971	4.438				
		PE	11	12	11	9				
300755.SZ	华致酒行	规模	74.60	95.86	121.75	149.92	6.77	5.07	8.03	11.04
		增速	50.97%	28.51%	27.01%	23.13%	80.25%	-25.05%	58.39%	37.44%
		EPS	1.620	1.216	1.928	2.648				
		PE	23	26	17	12				

资料来源：Wind，iFind 一致预期，中国银河证券研究院整理，截止 2022 年 12 月 12 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 18：国家层面行业政策

部门	时间	名称	主要内容
国务院办公厅	2022.10.31	关于复制推广营商环境创新试点改革举措的通知	优化营商环境是培育和激发市场主体活力、增强发展内生动力的关键之举，党中央、国务院对此高度重视。2021年，国务院部署在北京、上海、重庆、杭州、广州、深圳6个城市开展营商环境创新试点。相关地方和部门认真落实各项试点改革任务，积极探索创新，着力为市场主体减负担、破堵点、解难题，取得明显成效，形成了一批可复制推广的试点经验。为进一步扩大改革效果，推动全国营商环境整体改善，经国务院同意，决定在全国范围内复制推广一批营商环境创新试点改革举措。
商务部	2022.09.27	关于印发支持外贸稳定发展若干政策措施的通知	提出进一步发挥跨境电商稳外贸的作用。研究年内启动服务贸易创新发展引导基金二期，进一步带动社会资本，并统筹利用外经贸发展专项资金等现有资金渠道，共同支持跨境电商、海外仓等外贸新业态发展。在依法合规、风险可控的前提下，进一步加强出口信用保险对海外仓建设和运营的支持力度。优化海关备案流程，加强中欧班列运输组织，支持海外仓出口货物运输。
国务院办公厅	2022.09.08	关于进一步加强商品过度包装治理	其中提出，要充分认识进一步加强商品过度包装治理的重要性和紧迫性，在生产、销售、交付、回收等各环节明确工作要求，强化监管执法，健全标准体系，完善保障措施，坚决遏制商品过度包装现象，为促进生产生活方式绿色转型、加强生态文明建设提供有力支撑。
国家发改委等七部门	2022.08.25	关于新时代推进品牌建设的指导意见	提出到2025年，品牌建设初具成效，品牌对产业提升、区域经济发展、一流企业创建的引领作用更加凸显，基本形成层次分明、优势互补、影响力创新力显著增强的品牌体系，品牌建设促进机制和支撑体系更加健全，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。
中共中央办公厅、国务院办公厅	2022.08.16	“十四五”文化发展规划	提出文化事业和文化产业更加繁荣，公共文化服务体系、文化产业体系、全媒体传播体系和文化遗产保护传承利用体系更加健全。
商务部等13部门	2022.07.29	关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知	提出推进绿色智能家电下乡，鼓励基本装修交房和家电租赁，优化绿色智能家电供给。
国务院常务会议	2022.07.13		会议指出，扩消费既有利于提升群众生活水平，又能带动就业、投资和产业升级。要注重用市场化、可持续办法扩

			大消费。要加快释放绿色智能家电消费潜力。在全国开展家电以旧换新和家电下乡，鼓励有条件地方予以资金和政策支持。实施中要维护全国统一开放大市场，保障公平竞争。支持发展废旧家电回收利用，提升信息网络、电力等基础设施对家电消费的支撑能力。
商务部、发改委等16部门	2022.07.07	关于搞活汽车流通、扩大汽车消费的若干措施	提出支持新能源汽车购买使用；加快活跃二手车市场；促进汽车更新消费；推动汽车平行进口持续健康发展；优化汽车使用环境；丰富汽车金融服务。
商务部等11部门	2022.06.14	关于抓好促进餐饮业恢复发展扶持政策贯彻落实工作的通知	从加快出台相关补贴措施、落实好社会保险助企纾困政策、拓宽企业融资渠道、增强融资担保增信功能、发挥好商业保险支撑作用、支持老年助餐消费，六个方面明确要求抓好促进餐饮业恢复发展扶持政策贯彻落实工作。
国务院	2022.05.24	扎实稳住经济的一揽子政策措施	从财政政策、货币金融政策、稳投资促消费政策、保粮食能源安全政策、保产业链供应链稳定政策、保基本民生政策等六方面部署33条细化措施。
国务院办公厅	2022.05.17	关于推动外贸保稳提质的意见	提出要加强外贸企业生产经营保障，促进外贸货物运输保通保畅，增强海运物流服务稳外贸功能，推动跨境电商加快发展提质增效等意见。
国务院办公厅	2022.04.20	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	1)应对疫情影响，促进消费有序恢复发展；2)全面创新提质，着力稳住消费基本盘；3)完善支撑体系，不断增强消费发展综合能力；4)持续深化改革，全力营造安全放心诚信消费环境；5)强化保障措施，进一步夯实消费高质量发展基础。
国务院常务会议	2022.4.13		会议指出，消费对经济有持久拉动力，事关保障改善民生。1)要应对疫情影响，促进消费恢复发展。抓紧落实餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业纾困政策，做好基本消费品保供稳价，保障物流畅通；2)要促进新型消费。加快线上线下消费融合，培育壮大智慧产品和服务等“智慧+”消费；3)扩大重点领域消费。促进医疗健康、养老、托育等服务消费，鼓励汽车、家电等大宗消费，各地不得新增汽车限购措施，已实施限购的逐步增加汽车增量指标；4)挖掘县乡消费潜力。引导商贸流通企业、电商平台等向农村延伸，推动品牌品质消费进农村；5)加强保障。深化改革，破除制约消费的障碍。推进消费平台健康持续发展。
中共中央、国务院	2022.04.10	中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见	意见从六个方面明确了加快建设全国统一大市场的重点任务。1)强化市场基础制度规则统一；2)推进市场设施高标准联通；3)打造统一的要素和资源市场；4)推进商品和服务市场高水平统一；5)推进市场监管公平统一；6)进一步规范不当市场竞争和市场干预行为。
国务院	2022.03.05	2022政府工作报告	政府工作报告提出，今年发展主要预期目标是：国内生产

			总值增长 5.5%左右；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率全年控制在 5.5%以内；居民消费价格涨幅 3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步；进出口保稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上；生态环境质量持续改善，主要污染物排放量继续下降；能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。
商务部	2022.2.28	全国消费促进工作电视电话会议	会议要求，坚持稳字当头、稳中求进，在做好疫情防控的基础上，出台务实管用的促消费政策措施。创新开展系列消费促进活动，打造消费升级平台，提升传统消费能级，加快发展新型消费，促进消费持续恢复和升级，努力实现消费“开门稳”，巩固消费对经济发展的基础性作用，更好服务构建新发展格局。

资料来源：中国政府网，商务部，中国银河证券研究院整理

表 19：地方层面行业政策

部门	时间	名称	主要内容
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。
福建省发改委等六部门	2022.06.21	福建省促进绿色消费实施方案	其中提到，大力发展智能家电，通过优化开关时间、错峰启停，减少非必要耗能、参与电网调峰。鼓励有条件的地区开展节能智能家电下乡行动，引导消费者更换或新购绿色节能家电、环保家居等产品。
湖南省发改委、商务厅	2022.06.09	关于进一步促进消费持续恢复的若干措施	1）鼓励汽车消费；2）升级家电家居及消费电子产品消费；3）提振餐饮消费；4）稳定住房消费；5）拓展文旅体消费；6）提质养老育幼消费；7）推动展会消费；8）点亮夜间消费；9）营造消费氛围；10）发放消费券；11）扩大消费信贷；12）开展互联网“有奖发票”活动；13）支持市场主体发展；14）强化促消费考核；15）强化组织领导。
黑龙江省商务厅	2022.06.06	2022年全省促销费活动工作方案	6月起，黑龙江省将举办黑龙江省出口商品转内销展销会、2022哈尔滨进口韩国优质商品消费节、黑龙江省汽车促消费活动、黑龙江省金秋油品促消费活动等70余场形式多样，涉及品类丰富的活动，加快恢复企业生产经营，拓宽助企纾困渠道，保市场主体，加快推进全省消费品市场回暖。
北京市人民政	2022.06.02	北京市统筹疫情防	包括六方面45项措施，不仅包含了纾困企业、打通产业链

府		控和稳定经济增长的实施方案	堵点等内容，还立足北京优势，提出充分发挥优势企业带动作用，不断提升高精尖产业发展能级等。将联合外卖平台企业发放餐饮消费券及对符合条件购买新能源车的给予最高不超过 1 万元/台补贴。
江苏省发改委等 6 部门	2022.06	江苏省促进绿色消费实施方案	《方案》明确，鼓励发展绿色低碳衣着消费，积极发展绿色低碳居住消费，大力发展绿色低碳交通消费。推广应用新能源汽车，支持充换电、新型储能、加氢等配套基础设施建设。加大对居民购买使用绿色低碳产品的支持。全面提升绿色电力消纳能力，持续推动智能光伏创新发展。
海南省商务厅	2022.05.30	促进 2022 年离岛免税销售行动方案	通过促进入岛旅游人次提升、强化促销推广、引进新商品等系列举措促进离岛免税销售，不断增强离岛免税国际竞争力，加快吸引境外消费回流。
江苏省商务厅	2022.05.26	“苏新消费·夏夜生活”消费促进主题系列活动	1）各地要结合疫情防控形势发展和夏季消费重要节点，因地制宜，适时有序开展“一市一主题”消费促进活动。2）要加强“省市县、政银企、线上下、内外贸”联动，结合当前消费形势和特点，加强地区、行业和渠道的分类指导。3）要加强与文化、旅游和体育等部门的合作，进一步推动商文旅体消费融合。4）要创新形式，充实内容，针对不同消费群体，不断丰富新业态、新模式、新场景。5）要积极研究出台相关激励政策，有效调动商家和消费者的积极性。
湖北省人民政府	2022.05.22	关于加快消费恢复提振的若干措施	1）鼓励汽车消费，开展“湖北消费·汽车焕新”活动，开展“湖北消费·汽车下乡”活动，开展新能源汽车推广活动；2）促进住房、家居消费，支持刚性和改善性住房需求；3）支持住宿、餐饮、零售、文旅、体育消费；4）点亮夜间消费，打造夜间消费集聚区，鼓励夜间延时经营；5）推动以展助销；6）拓展新型消费，创新消费业态和模式；7）增强消费发展综合能力；8）助力市场主体纾困解难。
山东省商务厅	2022.05.22	山东省促进汽车消费的若干措施	对购置新能源汽车、燃油车、二手车的消费者提供不同档次的消费券。
上海市商务委员会	2022.05.21	上海市加快经济恢复和重振行动方案	1) 为各类市场主体纾困解难；2) 全面有序推进复工复产复市；3) 多措并举稳外资稳外贸；4) 大力促进消费加快恢复；5) 全力发挥投资关键性作用；6) 强化各类资源和要素保障；7) 切实加强民生保障工作。
广东省人民政府	2022.04.27	广东省进一步促进消费若干措施	1) 鼓励汽车消费，继续实施汽车以旧换新专项行动，鼓励购置新能源汽车，进一步优化汽车购买管理；2) 推动家电消费；3) 发放消费券，鼓励各地发放消费券、惠民券等，用于零售、餐饮、文旅、住宿、体育领域消费，省对各地促消费行动实行奖补政策。
河南省商务厅	2022.04.25	河南省“十四五”现代商贸流通体系发展规划	2025 年，全省社会消费品零售总额力争达到 3.23 万亿元，年均增长 7.5%左右；培育打造具有国际竞争力的现代商贸流通企业 10 家以上；全省电子商务交易额、网络零售额力

			争突破 1.98 万亿元、0.55 万亿元，年均分别增长 15%以上；全省限额以上商贸流通企业连锁化率达到 80%左右，连锁企业统一配送率达到 98%左右，农产品冷链流通率提高 5 个百分点；全省货物进出口总额力争迈上 10000 亿元新台阶，年均增长 8%左右；跨境电子商务交易额突破 3000 亿元
四川省商务厅	2022.04.20	关于促进跨境电商零售进口健康快速发展的重点举措	1）加强主体引培，形成企业积聚“新高地”；2）支持平台创新，打造全球“新零售”中心；3）推动模式创新，形成多场景的“新业态”；4）推动通道创新，形成畅联全球的“新网络”；5）推动服务创新，形成国际一流的“新生态”。
福建省外贸外资（稳价保供）协调机制办公室	2022.4.17	福建省促进商务领域消费提质扩容的若干措施	1）全方位开拓消费市场，健全常态化消费促进机制，继续打响“全闽乐购”品牌，积极打造传统节假消费旺季，鼓励有条件的地方发放消费券；2）培优扶强商贸企业。支持地方重点商贸企业创新转型、品牌发展，鼓励“新零售”业态、新兴服务业发展壮大；3）加力稳住重点消费，鼓励汽车消费，提振餐饮消费；4）扩大“福”字号产品消费。支持福茶、福酒、福装、福鞋等“福”字产品发展；5）促进平台经济发展；6)持续推进网络消费；7)升级城乡消费载体；8)壮大绿色循环消费。
广东省商务厅	2022.03.22	2022 年（春季）全国消费促进月暨广东汽车消费节	此次活动时间从 3 月 1 日至 4 月底，各市可延续到年底。以“1+6+N”为主要形式，聚焦汽车消费节为重点，联动家电、家居、餐饮、服装服饰、美妆、文旅行业，融合金融、渠道多维度赋能，七大行业商品发动，八大消费中心城市牵引，百个商圈联动，千个商城响应，举办多场特色鲜明、形式多样的促消费活动，形成叠加与共享效应，营造“全省参与、全产业链赋能、全门店响应、全民狂欢”消费氛围，推动广东省省消费全面升级。
商务部、中央广播电视总台、北京市人民政府	2022.03.01	2022 年（春季）全国消费促进月 北京消费季	商务部将统筹疫情防控和消费促进，组织举办老字号嘉年华、中华美食荟、中国国际消费品博览会等重点活动，组织各地结合本地消费特点和节庆特色，突出以节兴商聚势，聚焦冰雪主题消费、汽车嘉年华、家具消费季、进口优品汇、出口转内销、特色美食节等重点商品和服务消费
山东省商务厅	2022.02.24	关于促进电子商务高质量发展若干措施的通知	培育电商龙头企业、吸引电商大企业落户、壮大网上店铺规模、强化迁入店铺服务保障、加快直播电商发展、推动国际国内电商融合互促。力争到 2023 年年底，全省网络零售额达到 1 万亿元，实物商品网络零售额占社会消费品零售总额的比重达到全国平均水平，全省网络零售额 10 亿元以上、1 亿元以上的企业数量均实现翻一番。

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 20：地方消费券发放

部门	时间	名称	主要内容

海南省旅游和文化广电体育厅	2022.10.25	旅游消费券	海南将于 10 月 27 日起面向全国游客发放 5300 万元旅游消费券。海南省旅游和文化广电体育厅介绍，本次消费券的发放金额高、优惠力度大、覆盖人群广，领取使用便捷，除酒店和景区外，消费券适用于交通和购物消费场景。
黑龙江省商务厅	2022.10.14	黑龙江省关于搞活汽车流通 扩大汽车消费升级的若干措施	提出，省级对各地促消费资金补贴期限由 2022 年 5 月 1 日至 7 月 31 日延长至 2022 年 11 月 30 日，支持各市(地)发放政府消费券，因地制宜制定政府消费券发放政策，对居民购买新车(乘用车)、3.5 吨及以下货车给予补贴。
上海市人民政府	2022.08.20	“爱购上海”消费券	8 月 26 日，第一批“爱购上海”电子消费券投入使用。本轮电子消费券上海投入 2 亿元市级财政资金，发放 200 万份价值 100 元的消费券包。“爱购上海”电子消费券面向年满 18 周岁的在沪消费者，将分三次发放，总额达到 10 亿元。
海南省商务厅	2022.07.24	“助商惠民，乐享海南”消费券	在总结评估第一轮消费券发放效果的基础上，为进一步促进消费，省政府决定追加 1 亿元资金继续发放消费券，于消博会期间启动“助商惠民，乐享海南”第二轮消费券发放活动，叠加消博会效应，放大资金使用效果。
北京市人民政府	2022.07.18	北京消费季活动	面向全市消费者发放“重逢美好”餐饮消费券，由政府和提供餐饮类服务的平台企业共同出资，推出外卖类、到店类、养老助残类三种消费券累计 1 亿元。
北京市八部门	2022.07.07	关于助企纾困促进消费加快恢复的具体措施	切实推动留抵退税返还、社保缓缴等纾困政策落地，并指出将通过线上线下等多种方式发放 1 亿元消费券。
山东省商务厅	2022.07.06	关于继续实施促进汽车、家电消费政策的通知	山东省 7 月份将新发放 2 亿元乘用车消费券，发放商用车消费券 1.2 亿元总额不变，前期未核销资金继续用于消费券发放，发放时间延长至 7 月底。
湖北省商务厅	2022.06.07	2022“惠购湖北”消费券发放公告	本次发放的消费券包括商场券、超市券和餐饮券三种类别。活动期间，消费券需在各指定服务平台符合条件的商场、超市、餐饮等线下实体商户门店和经营场所进行消费并在线支付时方能使用
山东省商务厅	2022.06.04	“2022 惠享山东消费年”暨家电消费节	本次活动以“至诚山东·乐享消费”为主题，在全省 16 市举办系列促消费活动，省市发放汽车、家电、零售、餐饮专项消费券 9 亿元，活跃消费市场、释放消费潜力。
山东省商务厅	2022.06.01	关于促进家电消费若干措施的通知	全省开展家电惠民活动，发放 2 亿元消费券。消费券只能用于购买电视、冰箱、洗衣机、空调 4 类家电时，其余商品不得使用。鼓励家电“以旧换新”消费，促进农村家电消费。
海南省政府办公厅	2022.05	海南省超常规稳住经济大盘行动方案	提出海南将完成 1 亿元消费券发放，适时再追加 1 亿元。其中安排 2000 万元离岛免税购物满减消费券，持续加强离岛免税购物促销，对完成离岛免税销售年度目标任务的经营主体给予一定的销售奖励。

陕西省人民政府	2022.05.18	进一步激发消费活力促进消费增长三年行动方案	支持消费者购买新车或“以旧换新”，依托国内线上支付平台定期发放汽车消费券。
海南省商务厅	2022.04.29	海南省促进消费若干意见	提出3000万元用于离岛免税数字人民币消费券，借此推动海南全岛发展。
福建省商务厅	2022.04.28	“全闽乐购·福见商旅”促消费活动	活动期间，各设区市将结合当地优势产品，开展特色活动，促进重点产业、福字号系列产品消费，省、市共计将发放4亿元商旅消费券，引导鼓励生产企业、商户、平台、金融机构等聚资惠民、减费让利30亿元，力争撬动全省新增消费300亿元以上。
湖南省商务厅	2022.04.26	2022湖南消费促进季暨长沙市四季主题促消费活动	2022年，湖南省商务厅将在春夏秋冬四季选择四个市州共同举办消费促进季启动活动。启动仪式现场，长沙市正式发布2022中国（长沙）首届新消费峰会和“春之约·夏之礼-星城消费券惠民大派送”活动，预计发放近3000万元“星城消费券”及消费红包，涵盖百货商超、餐饮、家电等传统领域，美容美发、医疗保健、母婴生活等服务业领域。
北京市商务局	2022.04.06	关于实施促进绿色节能消费政策的通知	2022年4月至9月，于每月18日，在参与企业自有的线上平台，发放绿色节能消费券，共发放6期。在京消费者每月在同一参与企业的线上平台可领取1份券包，包含6张消费券，总金额900元。绿色节能消费券适用商品共计20类，包含笔记本电脑、平板电脑、显示器、空气净化器、洗碗机、电视机、空调、电冰箱、洗衣机、热水器、微波炉、吸油烟机、燃气灶具、电饭锅、打印机、投影机、电风扇、坐便器、净水机、淋浴器。

资料来源：各省市政府官网，中国银河证券研究院整理

表21：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	菜百股份	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 19：2021 年及 2022 年 1-10 月全市场市值变动幅度（%） 11
图 20：2021 年及 2022 年 1-10 月细分行业市值变动幅度（%） 12
图 21：2021 年及 2022 年 1-10 月细分行业市值变动幅度详情 12
图 22：2022 年年初至今行业整体及其细分行业 PE（TTM）情况（倍） 13
图 23：2022 年前三季度行业整体及其细分行业归母净利合计情况（亿元）与对应增速 14
图 24：2022 年前三季度行业整体及其细分行业归母净利合计情况（亿元） 15
图 25：2022 年分季度行业整体及其细分行业归母净利合计情况（亿元）与对应增速 15
图 26：2022 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%） 16
图 27：2022 年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%） 16
图 28：Z 世代月度人均可支配收入 19
图 29：不同代际人群对国产品牌的购买偏好度 19
图 30：将“中华文化属性”的运用到消费品零售行业 20
图 31：2007-2021 年我国化妆品行业规模持续扩张（亿元，%） 21
图 32：我国系全球仅次于美国的第二大化妆品市场（%） 21
图 33：2007-2021 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动（%） 21
图 34：2007-2021 年我国化妆品市场主要由护肤品与彩妆驱动（%） 21
图 35：2007-2021 年我国化妆品市场线上占比持续提升（%） 22
图 36：2012-2021 年我国化妆品市场集团市占率（%） 22
图 37：2012-2021 年我国化妆品市场品牌市占率（%） 22
图 38：2012-2021 年我国皮肤学级美妆产品规模（亿元） 23
图 39：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 40：全球主要市场内皮肤学级美妆产品人均消费（美元） 23
图 41：全球主要市场内皮肤学级美妆产品行业 CR5 23
图 42：我国化妆品市场三大长期发展趋势展望 27
图 43：我国护肤品行业空间预测（亿元） 27
图 44：大众及高端市场同比增速预测 27
图 45：2022 年 3 月以来化妆品类社消零售额承压 28
图 46：中国美妆个护电商渠道市场规模（亿元） 29
图 47：化妆品行业投资标的落地于“中华文化属性” 29
图 48：2022 年贵金属和天然珠宝玉石市场销售份额占比 31
图 49：黄金需求量国际对比（吨） 31
图 50：我国黄金首饰消费量及占比（吨） 31
图 51：中国黄金首饰消费量及同比增速（吨） 31
图 52：黄金首饰产业链概览 32
图 53：中国内地金银珠宝消费者年龄层分布 32
图 54：中国消费者购买金银珠宝原因 32
图 55：全国金银珠宝零售额（亿元） 33
图 56：世界银行黄金商品价格（美元/金衡盎司） 33
图 57：中国金银珠宝市场份额（亿元） 33
图 58：2020 年中国一二三线城市对钻石的需求比例 33
图 59：珠宝/钻石/翡翠/黄金销售量（万件） 33
图 60：珠宝/钻石/翡翠/黄金销售均价（元/件） 33
图 61：中国金银珠宝行业市场规模预测（亿元） 36
图 62：2017-2022 年中国金银珠宝行业集团市占率（%） 36
图 63：金银珠宝规模及同比增速 37
图 64：金银珠宝行业投资标的落地于“中华文化属性” 38
图 65：酒类流通行业发展的四个阶段 40
图 66：上游酒企酒厂毛利率均值水平远高于酒类流通企业水平 40
图 67：我国白酒销量逐渐滑落至相对平稳区间内（万千升） 41
图 68：高档白酒价格自 2016 年开始逐步提升（元/瓶） 41
图 69：我国葡萄酒消费量有逐步放缓趋势（万千升） 43
图 70：高档葡萄酒价格受关税政策变动的影响较大（元/瓶） 43
图 71：2020 年 4 月后烟酒类社消零售额单月开始正增长 45
图 72：酒类连锁行业投资标的落地于“中华文化属性” 46

表 格 目 录

表 1：国家层面行业政策（精简版） 4
表 2：2021 年年末与 2022 年 1-10 月细分行业市值变化按估值与业绩拆分（%） 17
表 3：药监局对化妆品监管不断增强 24
表 4：政策鼓励功能性化妆品发展 25
表 5：皮肤学级美妆产品行业规模预测 28
表 6：金银珠宝行业概览 31

表 7：黄金产业相关政策 34
表 8：老字号扶持政策 35
表 9：中国金银珠宝行业规模预测（亿元） 36
表 10：2021 年中国金银珠宝行业企业上市情况 37
表 11：2022 年国内发展白酒相关政策梳理 41
表 12：2021 年中国白酒行业消费特点 43
表 13：“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 43
表 14：进口葡萄酒相关政策梳理 43
表 15：2022 年国内发展葡萄酒相关政策梳理 44
表 16：酒类流通企业上市情况 45
表 17：标的公司盈利预测 48
表 18：国家层面行业政策 50
表 19：地方层面行业政策 52
表 20：地方消费券发放 55
表 21：细分行业所包含的股票标的详情 57

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。

甄唯萱：现任消费品零售及化妆品行业分析师。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（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

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

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn