商贸零售行业快评

促消费扩内需强化复苏信心，积极布局板块反弹机遇

超配

◆ 行业研究·行业快评 ◆ 商贸零售 ◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 执证编码：S0980517070001
联系人： 孙乔容若 sunqiaorongruo@guosen.com.cn

事项：

在近期疫情优化防控措施密集落地基础上，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022－2035年）》明确提出要坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，再次将扩内需提升至国家战略高度；同时12月16日，中央经济工作会议进一步提出，要着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。

国信零售观点：整体来看，随着当前疫情防控优化方向的明确，以及刺激消费政策措施的密集出台，明年消费行业压制影响因素有望逐步消除，零售相关板块亦有望迎来复苏机遇。同时考虑短期防控放开后病例数的爆发以及由此而来的居民恐慌心理，将可能带来阶段性企业经营数据压制。因此我们建议需兼顾基本面上具备疫后反弹潜力和空间，以及估值上近一年已有充分调整具备一定安全边际的标的。主要推荐：1）黄金珠宝板块，具备刚需特征疫后复苏确定性高，且龙头积极拓店集中度迅速提升，推荐**迪阿股份、周大福**；2）医疗美容：疫情不改行业高景气度，合规监管助力龙头加速扩张，推荐**爱美客、朗姿股份等**；3）线下百货：线下客流有望疫后逐步修复，龙头转型拓新带来新想象空间。**推荐重庆百货、王府井等**。

评论：

◆ 疫情防控持续优化叠加消费刺激力度加码，明年零售板块反弹可期

消费行业有望在疫情防控优化、促消费政策持续出台下迎来反弹机遇。近期，随着12月7日的“新十条”防疫政策的出台，有效缓解疫情防控对消费的限制，消费者信心增强趋势愈发明朗，明年消费复苏预期持续升温。同时《扩大内需战略规划纲要（2022－2035年）》以及中央经济工作会议均明确提出把扩大内需摆在优先位置，从政策端不断激发消费者需求，释放消费潜能，推动消费稳步复苏。

➢ 促消费政策持续出台，加快推动消费市场回暖

12月14日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022－2035年）》明确提出要坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，再次将扩内需提升至国家战略高度。纲要所涉及面广泛，明确提出持续升级传统消费、积极发展服务消费、加快培育新型消费、大力倡导绿色低碳消费，零售、免税、家电家居、汽车等多行业有望受益。

表1：《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》促消费相关条例

促进消费相关措施	具体内容
传统消费	基本消费：提高吃穿等基本消费品质，增加高品质基本消费品供给，倡导健康饮食结构，促进餐饮业健康发展 出行消费：城市方面，优化交通网络布局，大力发展智慧交通；汽车方面，推动汽车消费由购买管理向使用管理转变，推进汽车及配套设置建设 居住消费：住房方面，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，在人口净流入重点城市扩大保障性租赁住房供给，因地制宜发展共有产权住房；家装方面，推进无障碍设施建设，增加智能家电消费 中高端消费：促进免税业健康有序发展，建设国际消费中心城市，打造区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设 文化和旅游消费：文化方面，完善现代文化产业体系和文化市场体系；旅游方面，大力发展度假休闲旅游，拓展定制化旅游产品和服务，加快培育海岛、邮轮、低空、沙漠等旅游业态
服务消费	养老育幼服务消费：养老方面，加快健全医养康养相结合的养老服务体系，发展银发经济；育幼方面，推动生育政策与经济社会政策配套衔接，发展集中管理运营的社区托育服务 医疗健康服务消费：全面推进健康中国建设，支持社会力量提供多层次多样化医疗服务；积极发展中医药事业，着力增加高质量的中医医疗、养生保健、康复、健康旅游等服务；积极发展个性化就医服务 教育服务消费：完善普惠性学前教育和特殊教育、专门教育保障机制；推动义务教育优质均衡发展和城乡一体化；着眼建设世界一流大学和一流科研院所；完善职业技术教育和培训体系；鼓励社会力量提供多样化教育服务，支持和规范民办教育发展 体育消费：深入实施全民健身战略，建设国家步道体系，推动体育公园建设；促进竞赛表演产业扩容升级；发展在线健身、线上赛事等新业态；推进冰雪运动“南展西扩东进” 家政服务消费：完善家政服务标准体系，发展员工制家政企业，推动社会化职业技能等级认定；推进家政进社区，构建 24 小时全生活链服务体系。鼓励发展家庭管家等高端家政服务 社区公共服务消费：构建公共服务、便民利民服务、志愿互助服务相结合的社区服务体系，提高社区服务智能化水平；支持家政、养老、托幼、物业等业态融合创新
新型消费	线上线下商品消费融合发展：丰富 5G 网络和千兆光网应用场景；加快研发智能化产品，支持自动驾驶、无人配送等技术应用；发展智慧超市、智慧商店、智慧餐厅等新零售业态 培育“互联网+社会服务”新模式：做强做优线上学习服务，推动各类数字教育资源共建共享；积极发展“互联网+医疗健康”服务，将符合条件的互联网医疗服务项目按程序纳入医保支付范围；深入发展在线文娱，支持打造数字精品内容和新兴数字资源传播平台；鼓励发展智慧旅游、智慧广电、智能体育 共享经济等消费新业态：鼓励共享出行、共享住宿、共享旅游等领域产品智能化升级和商业模式创新；鼓励企业开放平台资源，充分挖掘闲置存量资源应用潜力；鼓励制造业企业探索共享制造的商业模式和适用场景 新个体经济：支持社交电商、网络直播等多样化经营模式，鼓励发展基于知识传播、经验分享的创新平台；支持线上多样化社交、短视频平台规范有序发展，鼓励微应用、微产品、微电影等创新
绿色低碳消费	绿色低碳消费：健全绿色低碳产品生产和推广机制，促进居民耐用消费品绿色更新和品质升级；大力发展节能低碳建筑；完善绿色采购制度；加快构建循环利用体系，规范发展汽车、动力电池、家电、电子产品回收利用行业 节约集约的绿色生活方式：推进绿色社区建设；按照绿色低碳循环理念规划建设城乡基础设施；倡导绿色低碳出行等

资料来源：新华网，国信证券经济研究所整理

而在 12 月 16 日，中央经济工作会议进一步提出保持经济平稳运行至关重要。要着力稳增长稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间。在这一大背景下，会议提出要着力扩大国内需求，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。

表2：《中央经济工作会议》十大要点

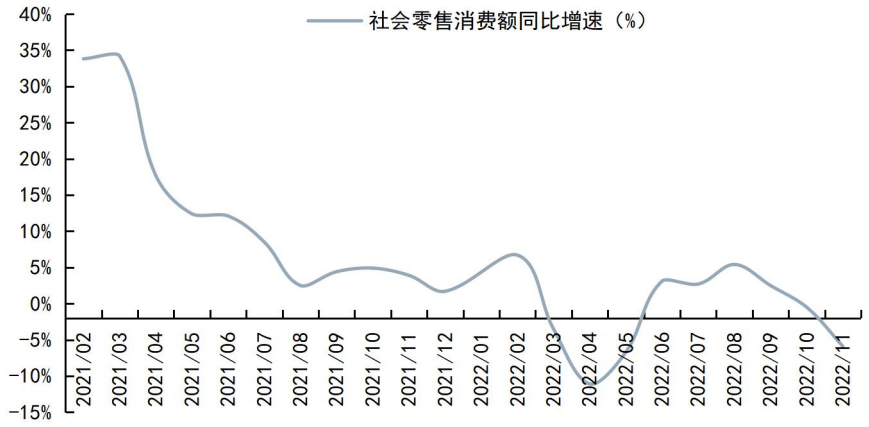
要点	具体内容
保持经济运行在合理区间	保持经济平稳运行至关重要。要着力稳增长稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间。
财政政策加力提效	会议指出，积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。
货币政策精准有力	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。
着力扩大国内需求	着力扩大国内需求。要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。
有效带动全社会投资	要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，加强区域间基础设施联通。政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持。
确保房地产市场平稳发展	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为
防范化解金融风险	要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。
依法保护民营企业产权和企业家权益	完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营。要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大。依法保护民营企业产权和企业家权益。
推动“科技-产业-金融”良性循环	产业政策要发展和安全并举。优化产业政策实施方式，狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育，着力补强产业链薄弱环节，在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新产业优势。推动“科技-产业-金融”良性循环
更大力度吸引和利用外资	更大力度吸引和利用外资。要推进高水平对外开放，提升贸易投资合作质量和水平。要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。要落实好外资企业国民待遇，保障外资企业依法平等参与政府采购、招投标、标准制定，加大知识产权和外商投资合法权益的保护力度

资料来源：新华网，国信证券经济研究所整理

➢ 11 月社零数据筑底，明年随压制因素解除有望迎来反转

11 月社零增速筑底，明年有望逐月回暖。2022 年以来社零增速整体受疫情走势的影响出现较大波动，自 3 月起受多地疫情散发影响，社零增速放缓，3 月/4 月/5 月社零分别同比-3.5%/-11.1%/-6.7%。6-8 月在疫情防控缓和下，增速相对平稳，但随着 9 月开始各地疫情反弹而再次回落，11 月社零总额下滑 5.9%。

图1：2022 年社会零售销售额同比变化



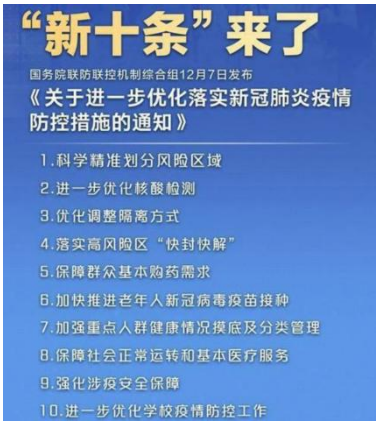
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

但展望明年，在外部环境逐步好转，以及多方利好刺激下，明年社零增速有望在低基数下实现反弹。

1）疫情防控优化方向明确：12 月 7 日国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》优化疫情防控政策。此前，由性更强的奥密克戎毒株影响，本轮疫情呈现影响时间更长、范围更广的特点，为应对其所采取的常态化核酸和场所码管控也对人员的流动产生更大影响。但随着当前防控措施的持续优化，疫情防控对于消费的限制有望在明年得到大幅的缓解。

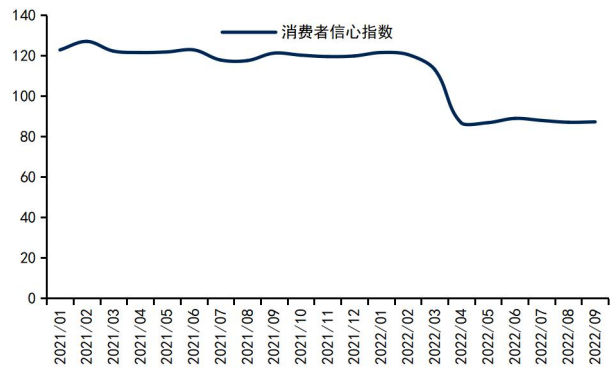
2）消费力有望渐进式提振：由于疫情的封控、收入水平的下降以及内外宏观经济的变化，居民消费信心指数整体呈现趋弱态势。虽然近期随着疫情防控放开后，病例快速上升带来了一定的居民出行恐慌心理，但长期来看，随着民众对待疫情心态的趋稳，以及政策需求刺激的加码，明年居民消费意愿的回升将为大概率事件，22 年超过 13 万亿居民新增储蓄将逐步转化为消费力释放。

图2：2022 疫情防控“新十条”政策



资料来源：新华社、国信证券经济研究所整理

图3：居民消费者信心指数变化



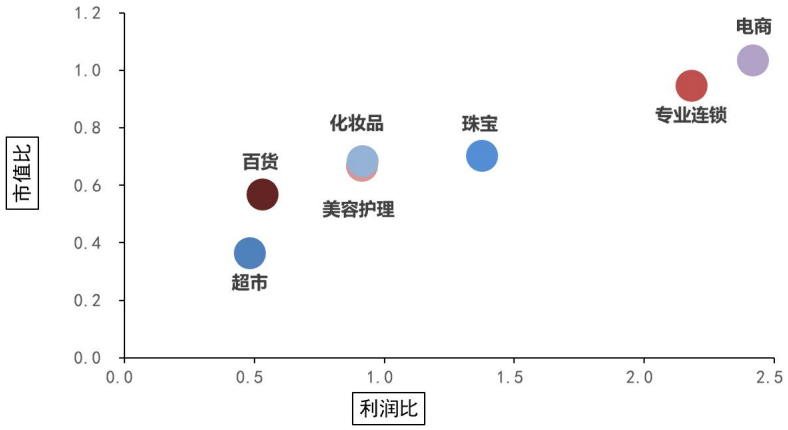
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：促消费扩内需强化复苏信心，积极布局相关板块反弹机遇

整体来看，随着当前疫情防控优化方向的明确，以及刺激消费政策措施的密集出台，明年预计防疫对消费的压制影响将逐步消除，零售相关板块亦有望迎来复苏机遇。聚焦这一主线下，我们主要考虑三个因素来进行投资选择：1）以线下消费为主，因而前期确实主要受疫情防控基本面受损；2）行业消费需求偏刚性因而疫后反弹也较为确定；3）估值或股价已有明显回落，反映了前期受损基本面预期的，因而后续反弹也相对可期。

基于上述考虑，我们预计黄金珠宝、医美下游机构、百货以及专业连锁板块中的优质标的，均有望在疫情修复下有较大的反弹空间。

图4：主要细分板块当前市值及业绩与疫情前比值



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理；注：市值选择为 2022.11.30 值与近年高点；利润值选择为 2022 年一致预期与 2019 年实际值

➢ 黄金珠宝：需求刚性复苏明确，头部企业加速扩张

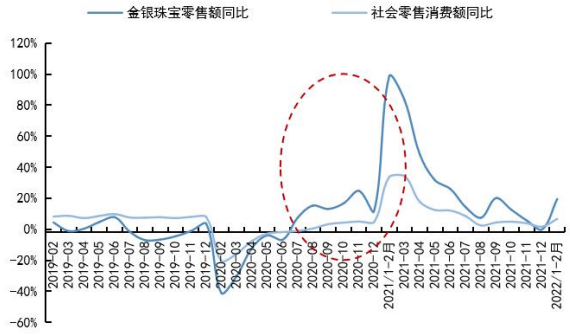
整体来看，虽然今年黄金珠宝板块基本面有所承压，但从估值角度已较为充分反映了前期基本面的利空因素。展望明年，随着疫情防控解除后的基本面复苏，以及龙头品牌加速开店驱动下乘势提升市场份额，行业整体基本面复苏趋势具备支撑，预计未来行业头部企业均有一定修复上行的空间。

首先短期来看，黄金珠宝在其婚嫁消费场景偏刚性需求，以及在黄金避险保值属性下，疫情后需求反弹确定性高：参考此前数据，20 年疫情阶段性平缓后的三季度开始，行业连续取得双位数增速；而在今年 6 月上海疫情封控结束后也出现较为明显行业增速反弹。

其次长期来看，龙头企业通过产品升级以及渠道扩张有望实现持续成长。今年以来龙头公司仍在积极逆势开店，通过逆势扩张确保全年收入端的业绩达成度，且能够快速提升市占率。此外头部公司也在积极推动产品升级和迭代，提升品牌溢价。从而为疫情后的同店复苏反弹打下基础。

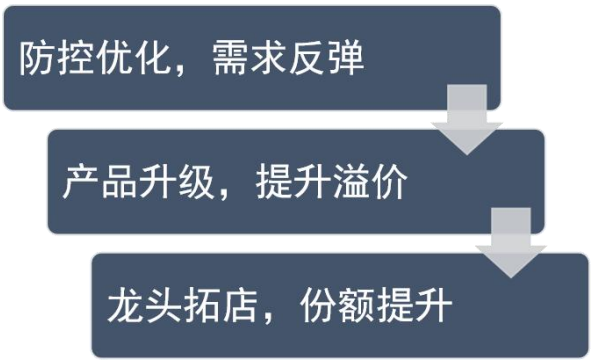
重点推荐：迪阿股份、周大福、中国黄金、周大生、老凤祥等。

图5：20 年疫情后黄金珠宝行业复苏进程



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图6：黄金珠宝板块投资脉络



资料来源：国信证券经济研究所整理

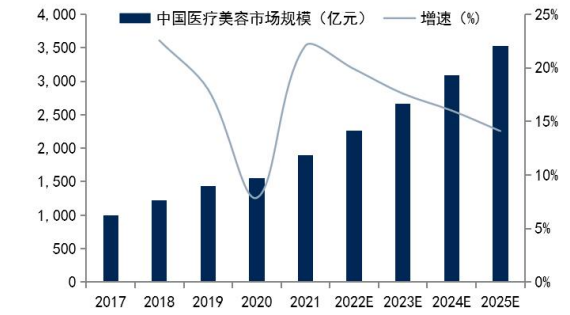
➢ **医疗美容：疫情扰动逐步消除，合规监管助力龙头扩张**

首先，从疫情后的需求复苏来看，医美属于线下终端消费，因此前期受疫情影响较为直接。但从 20 年后表现来看，行业在疫情阶段性好转后，复苏情况也相对优异。主要源于医美行业整体渗透率相对较低，行业景气度趋势不改且消费者需求较为刚性，其中预计轻医美客流恢复相对更优，疫后需求反弹更明显。根据 Frost & Sullivan 数据，国内医美行业 2017-2021 年复合增速达到 17.5%，预计 2025 年市场规模达到 3529 亿元。由于疫情对于企业资金和会员运营都提出了更高的要求，未来均有利于头部企业集中度提升。

其次，从政策监管趋势来看，医美行业处于行业发展初期，因此确实具有较多的不规范之处。同时，医美横跨医疗及消费两大赛道，监管的涉及部门也较为复杂。因而政策监管相关新闻持续出现，在当前市场环境下，对于板块容易形成情绪扰动。但监管本意为促进行业更好发展，未来有望推动合规龙头健康长久发展。且明年在稳增长这一大背景下，预计政策监管对于板块投资情绪的扰动也将逐步趋于弱化。

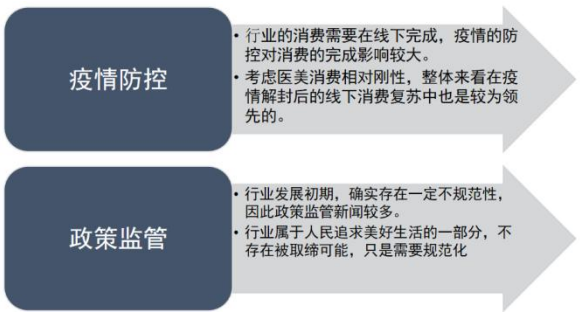
重点推荐：爱美客、朗姿股份、医思健康、雍禾医疗等。

图7：中国医美行业市场规模级增速（亿元、%）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图8：医美板块两大外部影响因素明年有望逐步扭转



资料来源：国信证券经济研究所整理

➢ **百货：中高端可选消费为主，疫情后业绩弹性可期**

线下零售业态中，不同于以必选消费品为主的超市及便利店业态，以可选消费品为主的百货业态受疫情冲击影响明显，2022 年 1-10 月的零售额同比下降 6.8%。但随着未来疫情好转以及促消费政策的刺激，预计百货业态有望实现较大的复苏弹性。

一方面，疫后线下客流修复可期。回顾 2020 年，据汇客云统计数据，在短暂受疫情冲击影响后，2020 年 4 月购物中心等百货业态的客流回暖率迅速提高至 40%，9 月后客流回暖率基本稳定在 80%以上。而百货板

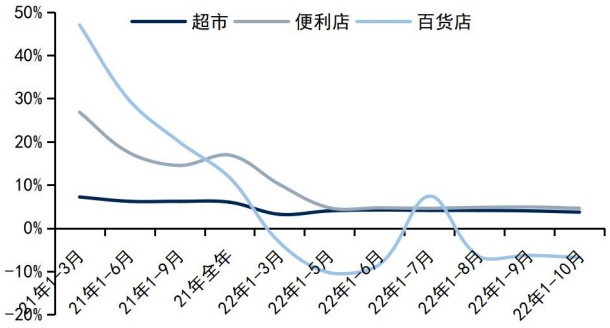
块景气度与宏观经济具有较高的相关性。在当前经济稳增长的背景下，预计未来政策端也将有多重手段保障国内经济逐步复苏向好。

此外，从美国市场的疫情后百货公司复盘表现来看，相关公司在疫情初期同样受到较大的影响，尤其以美妆服装等可选消费为主要销售商品的企业如 Macy's 和 Kohl's 等，FY2020Q1 销售额同比分别下滑 44.5%/40.6%。但随着美国当地疫情防控政策后续的逐步放开，居民消费需求也逐渐上升，叠加低基数效应，FY2021Q1 Macy's 和 Kohl's 的销售增速分别高达 54.5%/60.1%，之后稳定不断恢复，目前已基本恢复至疫情前水平。

另一方面，龙头公司自身近年来，也在积极推进业态升级和业务转型。以提升公司业绩质量，包括完善百货、购物中心、奥特莱斯和超市等多业态布局格局；拥抱新零售，推进数字化转型；积极争取免税等消费回流红利等。

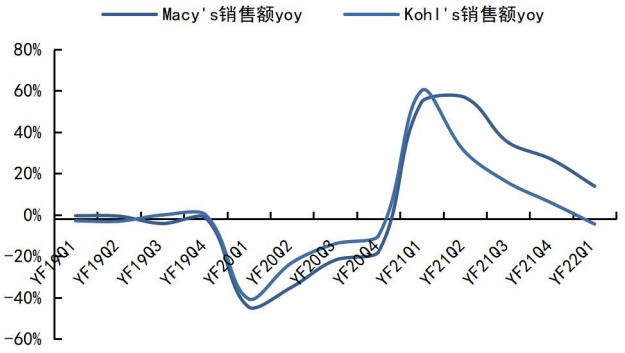
重点推荐：重庆百货、王府井、天虹股份、杭州解百等。

图9：限额以上零售业中百货业态零售额增速相对较弱



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图10：美国百货企业销售额疫情后同比增速变化



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示：

疫情出现多次反复；复工复产进度不及预期；品牌新品推广不及预期；政策变动风险。

表3：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 2022/12/16	EPS 2021	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2021	PE 2022E	PE 2023E	总市值（亿元） 2022/12/16
301177.SZ	迪阿股份	增持	55.70	3.62	2.93	3.88	39.11	19.01	14.36	223
1929.HK	周大福	买入	14.90	0.67	0.73	0.86	21.24	20.41	17.33	1490
600916.SH	中国黄金	无评级	12.77	0.47	0.54	0.68	29.04	23.65	18.78	215
002867.SZ	周大生	买入	14.09	1.12	1.16	1.41	11.71	12.15	9.99	154
600612.SH	老凤祥	买入	41.92	3.59	3.61	4.17	10.37	11.61	10.05	175
300896.SZ	爱美客	买入	525.57	4.43	6.48	9.32	121.1	81.13	56.41	1137
002612.SZ	朗姿股份	买入	26.78	0.42	0.12	0.30	74.85	223.17	89.27	118
2138.HK	医思健康	无评级	7.50	0.17	0.19	0.33	49.76	39.47	22.73	89
2279.HK	雍禾医疗	买入	11.00	0.23	0.18	0.28	57.64	61.11	39.29	58
600729.SH	重庆百货	无评级	22.91	2.41	2.55	2.89	10.79	8.99	7.93	93
002419.SZ	天虹股份	增持	6.31	0.19	0.19	0.19	32.48	32.39	33.25	74
600859.SH	王府井	增持	30.21	1.18	1.36	0.64	22.82	22.15	46.95	343
600814.SH	杭州解百	增持	7.19	0.48	0.49	0.51	13.72	14.67	14.07	53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：中国黄金、医思健康、重庆百货为 wind 一致预期

相关研究报告：

《商贸零售行业 2023 年度投资策略-紧扣消费复苏主线，把握龙头业务拓圈机遇》 ——2022-12-06
《2022 年“双 11”电商大促点评-直播电商快速增长，国货美妆龙头表现靓丽》 ——2022-11-22
《11 月投资策略暨美护板块三季报总结-行业分化仍在加剧，龙头公司稳中向好》 ——2022-11-03
《商贸零售行业双周报暨三季报前瞻-头部企业三季度仍具韧性，关注美妆旺季行情表现》 ——2022-10-17
《商贸零售行业 2022 年 10 月投资策略-关注双 11 电商旺季消费,把握头部美妆布局机遇》——2022-10-09

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人
收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032