

评级：看好

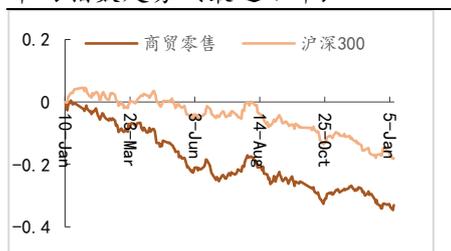
李田

SAC 执证编号：S0110522090002

litian11@sczq.com.cn

电话：

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

## 相关研究

- 周报：细分领域竞争激烈，头部公司拥抱行业变化
- 周报：市场受情绪影响下挫，行业层面折扣店模式兴起
- 周报：社零持续恢复，建议关注同环比上升较多品种

## 核心观点

- **回顾 2023 下的长期展望：静待冬去春来，看好消费回归长期增长趋势**
  - 1、**回顾 2023：消费疫后复苏、但持续增长动能欠佳。**冲高走弱的 CPI、社零数据和消费者信心，地产下行的拖累和更加理性精明的消费者成为今年消费整体画像。
  - 2、**看好中国消费长期增长趋势，多因素冲击短期表现但看好重回长期增长趋势。**尽管短期遇挫，持续的城镇化和居民财富增长趋势明朗；2023 下半年消费受地产下行过快、暖冬等因素影响，看好未来回归长期增长趋势，2024 的重要消费节点需关注趋势的回归。
  - 3、**合理审视新消费态势下的消费投资，产品为王、利润率回归是长期产业逻辑，**增长端上，强产品胜于强营销、留客重于获客、高利润产品的新定价、国货进一步崛起、短视频和线下的流量挖掘是重点。
- **投资主线梳理：**

落地于细分行业，结合居民消费趋势、产业中观景气、格局变迁、估值，我们建议围绕四条主线布局：

  - ①**性价比消费。**费效比或成为新消费环境中消费者的长期核心关注点，线上线下性价比零售业态今年表现靓丽。关注性价比消费的奥莱业态、名创优品、拼多多，及传统超市业态的折扣店探索。
  - ②**消费品出海。**中国的供应链优势和电商运营经验极具全球竞争力，海外电商渗透不断提升，中国跨境电商出海和出海贸易方兴未艾，一般出口迎来数字化升级。平台运营规则多变，Temu、Shein 等的兴起搅动海外电商竞争格局，平台/基础设施方面，我们看好 Temu、小商品城、乐歌股份等，并认为具备更强选品能力、跨平台经验和合规运营的企业有望受益于产业趋势。
  - ③**有强分红能力或具备潜在估值改善机会的低估值方向。**关注①头部电商平台战略调整，②部分经营较好的或具备国改可能的区域龙头百货企业，③手机零售终端为核心资源、向新业态布局的零售企业等。
  - ④**景气分化环境中，景气上行或格局改善的连锁细分业态。**核心关注景气持续较高的黄金珠宝、母婴行业的反转性机会和教培行业的供给侧出清。
- **细分板块策略：**
  - 1、**电商平台：长期看好低价电商模式的拼多多，2024 投资围绕四个核心关注点展开：**四个核心关注点分别为：①Temu 的商业化和盈利模型。②抖音和美团竞争。③阿里的战略调整。④直播电商的监管和走向。
  - 2、**超市/新零售：商业模式调整，关注硬折扣店探索。**
  - 3、**百货：关注国企改革和分红带动的估值重估机会。**
  - 4、**跨境电商/出海商贸：风头正劲，但需注意价格端压力。**围绕三条线：①自身具备独特资源/平台优势的企业；②所在品类和区域受益于补库或美联储降息；③深耕品类具备区域开拓能力或新品类上具备持续扩张能力。
  - 5、**连锁零售：关注黄金珠宝和母婴。黄金珠宝看好下沉，母婴关注生育反弹和集中度提升的机会。**

风险提示：美元流动性、消费修复低预期；地缘风险；竞争超预期；地产下行超预期；存货风险。

## 目录

<b>1 展望 2024——消费潜力待进一步挖掘，关注旺季潜在趋势反转</b> .....	<b>1</b>
1.1 2023 消费疫后复苏、但持续增长动能欠佳.....	1
1.2 看好中国消费长期升级趋势，多因素冲击短期表现但看好重回长期增长趋势.....	3
1.3 消费产业逻辑进一步迭代——产品为王，利润率回归，重新审视新背景下的投资逻辑.....	5
1.4 行情复盘与估值分析：2023 表现低迷，估值处于历史低位、部分细分行业存在估值修复机会.....	6
<b>2 行业策略：关注商业模式的探索创新和竞争格局变化</b> .....	<b>8</b>
2.1 电商平台：四个核心关注点，长期看好低价电商模式的拼多多.....	9
2.2 超市/新零售：商业模式调整，关注硬折扣店探索.....	10
2.3 百货：关注国企改革和分红带动的估值重估机会.....	14
2.4 跨境电商/出海商贸：风头正劲，但需注意价格端压力.....	16
2.5 专卖连锁：关注黄金珠宝和母婴零售.....	22
2.5.1 黄金珠宝.....	22
2.5.1 母婴零售.....	24
<b>3 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 插图目录

图 1 中国社零恢复明显，但持续扩张不足.....	1
图 2 以 CPI 看，居民消费意愿整体不足.....	2
图 3 消费者信心 2023 年 1-3 月有所恢复，而后回落.....	2
图 4 2023 年以来，中国商业住宅价格冲高后回落.....	3
图 5 曾有消费降级行为的消费者主要的消费降级选择.....	3
图 6 中国城镇化率速度已有所放缓，但仍有进一步提升空间.....	4
图 7 中国高收入家庭数量有望进一步提升.....	4
图 8 以社零看，中国消费脱离原有增长趋势线，进入新的增长阶段.....	5
图 9 竞争、增长动能变化驱动消费品产业公司利润表变化.....	6
图 10 商贸零售板块全年下跌，多数指数表现较为疲软.....	7
图 11 商贸零售整体和多数细分板块的 TTM-PE 处于相对低位.....	7
图 12 商贸零售整体和多数细分板块的预测 PE 处于相对低位.....	7
图 13 中国购物中心数量持续增长，且下沉市场占比进一步提升.....	8
图 14 2023 年，购物中心日均客流量水平有所恢复.....	8
图 15 2023 年疫后环境下快递单量快速复苏.....	9
图 16 主要电商平台对应的 PE-FY2 历史走势.....	10
图 17 O2O 在快消品销售渠道中稳定渗透，侵蚀了线下商超、小型超市和电商的市场份额.....	11
图 18 零食很忙门店.....	12
图 19 赵一鸣零食门店.....	12
图 20 重庆百货 ROE 自 2022 年来持续增长.....	15
图 21 中美十年期国债利率走势.....	15
图 22 全球电商零售额及渗透率.....	17
图 23 2017-2025 年中国跨境出口电商行业规模及增速.....	18
图 24 2023 年 1-11 月全球各大市场电商应用下载量增长榜 TOP5，Temu 在全球各大市场下载量强势增长.....	19

图 25 中国跨境出口电商经营链条及服务商赋能环节与方向 .....	20
图 26 截止 2023 年 11 月的全球部分地区消费者信心指数，发达市场的消费者信心整体位于低位 .....	20
图 27 截止 2023 年欧美日零售额环比（季调），主要发达市场销售多数月份环比上涨，景气良好 .....	21
图 28 以美国零售商库存为例，零售商库存得到一定消化 .....	22
图 29 社零统计中，黄金珠宝消费表现相对强势 .....	23
图 30 周大生门店数稳步增长，在 2017-2019 年，优势区域（华东、华中、华北）加密扩张更快 .....	23
图 31 母婴业态商业模式示意图 .....	24

## 表格目录

表 1 零食很忙单店模型测算 .....	13
表 2 截至 2024 年 1 月 5 日，相关百货企业的分红、P/E 和 P/B .....	16
表 3 中国的技术密集型产品增长均高于东盟 .....	17

## 1 展望 2024——消费潜力待进一步挖掘，关注旺季潜在趋势反转

### 1.1 2023 消费疫后复苏、但持续增长动能欠佳

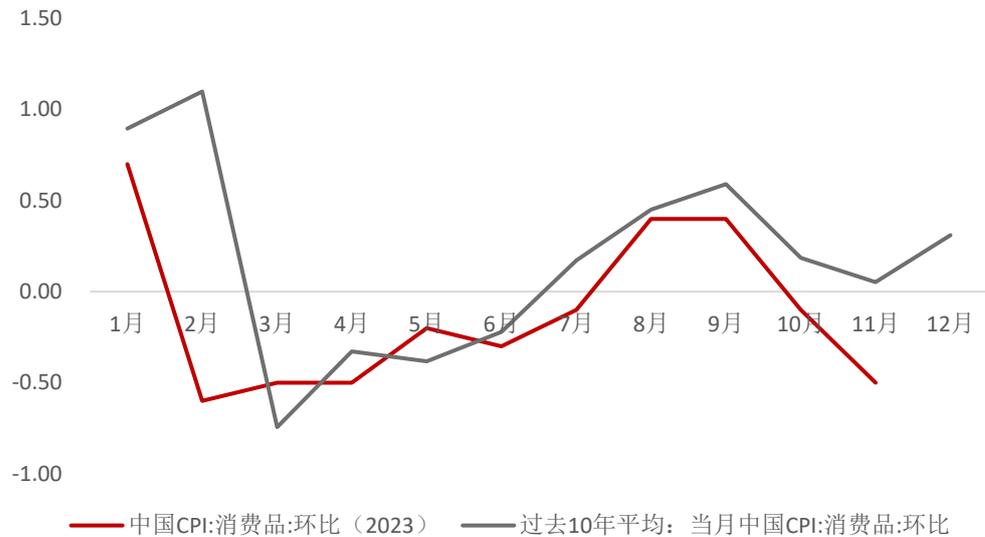
疫后消费呈现显著复苏，但持续扩张不足。根据国家统计局，疫后消费复苏显著：  
 ①2023 年 1-4 月，社会消费品零售总额在排除季节性影响后，分别环比增长 0.85%、3.81%、0.93%、1.29%，表现相当抢眼；②1—11 月份，社会消费品零售总额 427945 亿元，同比增长 7.2%；③1-3 月，消费者信心有所恢复，消费者信心指数自 2022 年 12 月的 88.3 提升至 2023 年 3 月的 94.9；另一方面，居民消费意愿疫后初期恢复后，持续增长动能欠佳：①5-11 月季调后社零月度间环比增速均值为 0.4%，低于 19 年月度平均数字 0.69%；②价格表现相对低迷，2023 年 1-11 月，多数月份 CPI 环比表现弱于 2013-2022 年平均水平；③至 2023 年 10 月，消费者信心指数有所回落至 87.9。

图 1 中国社零恢复明显，但持续扩张不足



资料来源：国家统计局，Wind，首创证券

图2 以CPI看，居民消费意愿整体不足



资料来源：国家统计局，Wind，首创证券

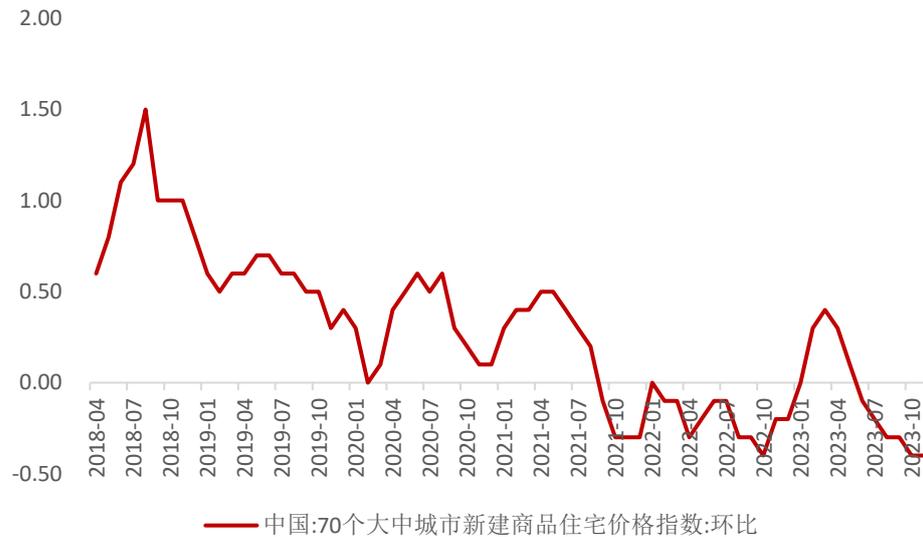
图3 消费者信心 2023年1-3月有所恢复，而后回落



资料来源：Wind，国家统计局，首创证券

地产下行影响了消费信心。居民财富中，房产占比较大，房价上涨或下跌将带来较大的财富效应，也会影响最终消费；数据上，据国家统计局，中国70个大中城市新建商品住宅价格指数环比增速在2021年下半年转负，和消费信心下行较为一致，2023年4月以来，地产价格走势较为疲软，对2023年的消费下行影响较大。

图 4 2023 年以来，中国商业住宅价格冲高后回落

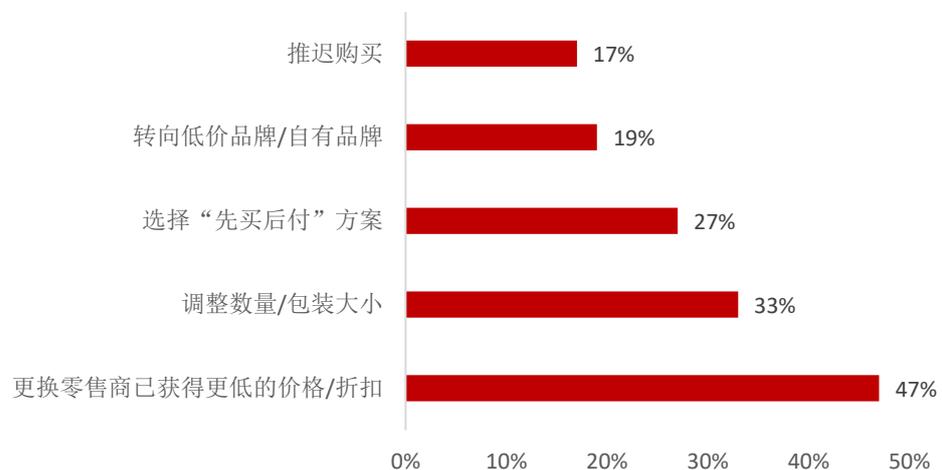


资料来源: Wind, 国家统计局, 首创证券

从微观看，消费者也更加理性、价格敏感。根据麦肯锡 2023 年 4 月 26 日至 5 月 2 日的调研，约半数的消费者在前三个月的消费行为中，曾更换零售商以获得更低的价格/折扣；产业巨头的策略同样印证了消费者的新行为习惯：货架电商平台中，价格更为重视，拼多多始终坚持低价，阿里巴巴、京东在 2023 年的战略里强化价格的重要性。

图 5 曾有消费降级行为的消费者主要的消费降级选择

中国消费者降级选项：对应选项占受访者比例



资料来源: 麦肯锡, 首创证券

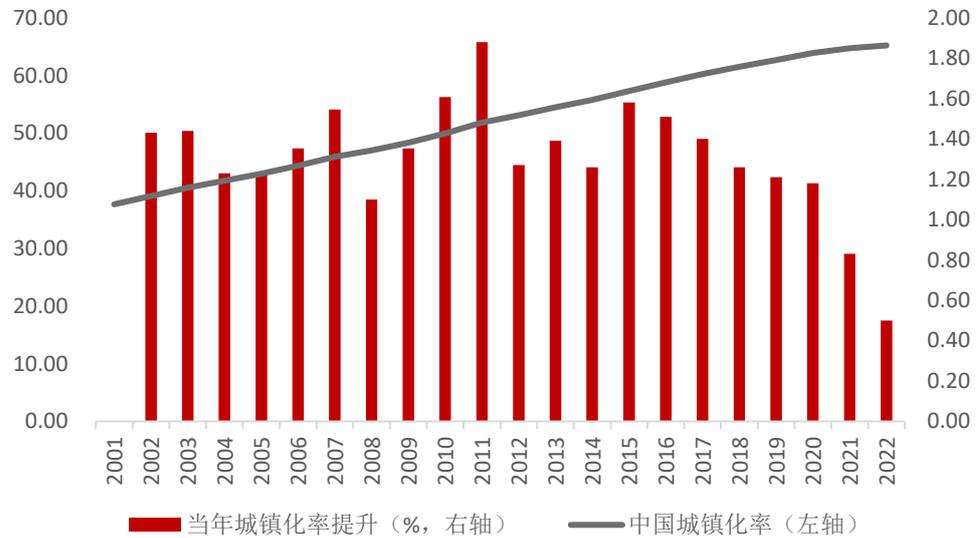
## 1.2 看好中国消费长期升级趋势，多因素冲击短期表现但看好重回长期增长趋势

我们持续看好消费潜在增长能力的恢复，增长中枢复苏逻辑明确。尽管经历了数月消费者信心下滑和消费增速放缓后，我们看好消费增速向中枢恢复。我们的分析基于对长期驱动力的判断和短期波动项的拆分：

- ① 城镇化放缓，但仍有进一步提升空间是长期驱动力。城市化是推动消费增长的重要因素，城镇消费显著高于农村消费，以 2022 年国家统计局的数据为例，

城镇居民人均消费支出 30391 元，农村居民人均消费支出 16632 元。根据国家统计局，2021 年以来城镇化速度放缓，但仍在提升：

图 6 中国城镇化率速度已有所放缓，但仍有进一步提升空间

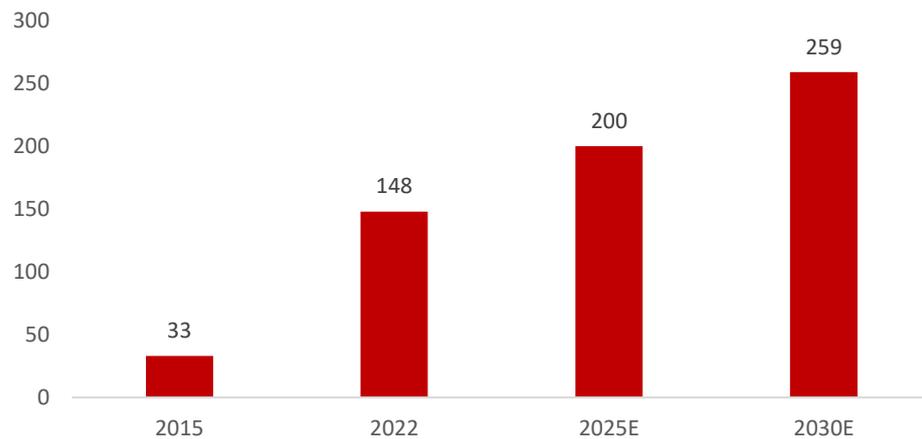


资料来源：国家统计局，Wind，首创证券

- ② 居民收入长期仍有上升趋势。消费具有棘轮效应，中国居民消费仍有巨大提升空间。根据麦肯锡 2023 年 11 月底的预测，至 2025 和 2030 年，中国中高收入家庭数量有望从 2022 年的 1.48 亿增长至 2025 年的 2 亿，至 2030 年则有望增长值至 2.59 亿。

图 7 中国高收入家庭数量有望进一步提升

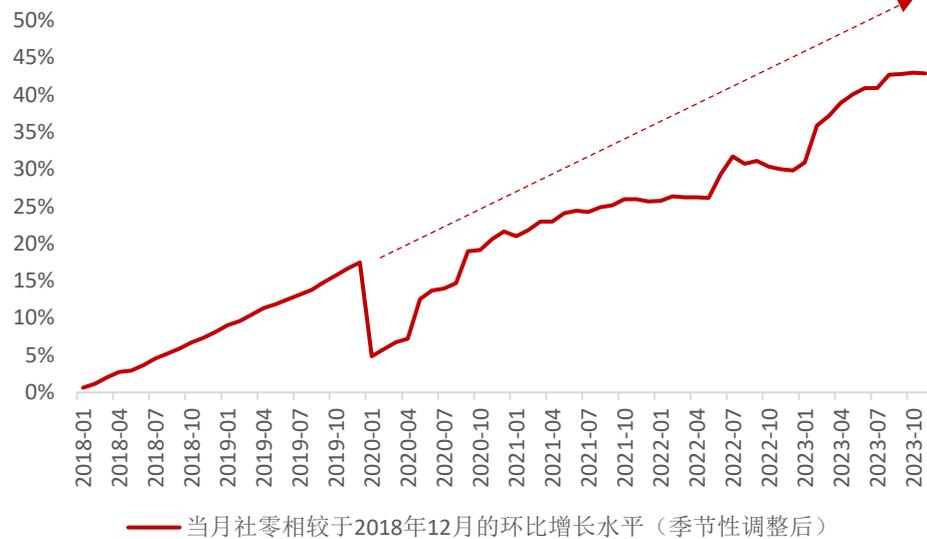
中高收入家庭数量（家庭年收入>16万人民币，单位百万户）



资料来源：麦肯锡，首创证券

因此，尽管随着城镇化放缓、地产进入新阶段等因素影响，消费脱离原有增长趋势明确，我们认为消费未来仍会进一步繁荣、步入新的增长轨道，2023 年底暖冬等多因素影响 CPI 短暂下行及消费数据过度疲软反而是短期因素的过度反应。我们看好消费重回长期增长通道，并认为明年春节等每一个重要节假日都存在修复的可能。

图 8 以社零看，中国消费脱离原有增长趋势线，进入新的增长阶段



资料来源：国家统计局，Wind，首创证券

### 1.3 消费产业逻辑进一步迭代——产品为王，利润率回归，重新审视新背景下的投资逻辑

2023 年，消费者趋于理性、产能端复苏良好及新消费融资热潮褪去，产业竞争呈现出新特点：①低门槛行业供给加剧，产业集中度提升放缓；②营销费用投放整体更加注重费效。根据国家统计局，典型消费行业如农副食品加工业，2023 营业收入增速有所放缓，营业费用控制明显，利润率则有所下行。

图9 竞争、增长动能变化驱动消费品产业公司利润表变化



资料来源：国家统计局，Wind，首创证券

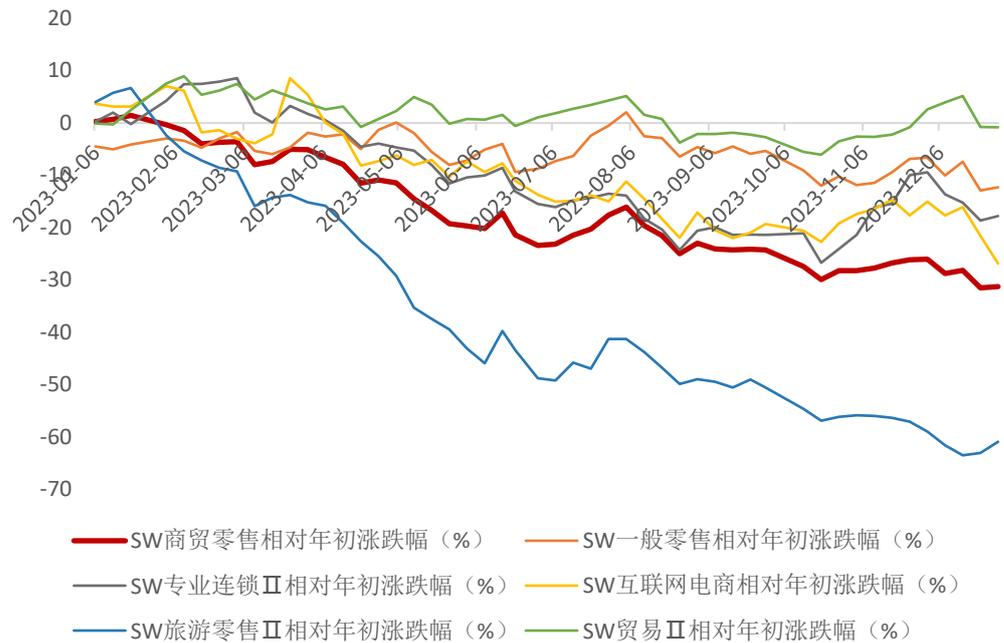
从增长端看，消费品逻辑也已进入新阶段：①收入增长，但年轻人收入低，整体收入增长预期放缓；②认知能力提升，进口品牌意义削减；③阶级流动放缓；④人口增速放缓、少子化；⑤始终向往美好生活等影响下，在这样的环境下，我们认为消费品在产品定位、流通方式、新品渗透方式、地域分布等方面呈现出新特点，这让消费行业呈现出新的增长特点：

- ① 产品 VS 营销：强产品胜于强营销，留客重于获客；
- ② 消费升级 VS 消费降级：消费者重产品品质同时价格敏感，从产品品质上看，整体消费升级，但高毛利品类售价压力较大；
- ③ 国货 VS 进口：国货进一步崛起；
- ④ 营销方式：短视频仍是营销流量红利之处，线下有所恢复；

#### 1.4 行情复盘与估值分析：2023 表现低迷，估值处于历史低位、部分细分行业存在估值修复机会

回溯商贸零售 2023 年表现，整体表现较为疲软，旅游零售表现最弱、贸易板块表现相对稳健，主要因对疫情后消费复苏和竞争加剧估计不足，连锁行业供给出清低于预期。

图 10 商贸零售板块全年下跌，多数指数表现较为疲软



资料来源: Wind, 首创证券

**当下板块整体估值处于历史偏低分位:**截至 2024 年 1 月 4 日, A 股中, 板块中位数 TTM-PE 为 30 倍, 其中贸易、一般零售、专业连锁、互联网电商板块中位数 TTM-PE 分别为 22.70、29.82、30.84、42.11、28.99; 板块中位数预测 PE 为 19, 其中贸易、一般零售、专业连锁、互联网电商中位数预测 PE 分别为 10.32、18.94、20.54、20.74、18.10, 对比历史走势图, 多数处于相对低位。

图 11 商贸零售整体和多数细分板块的 TTM-PE 处于相对低位



资料来源: Wind, 首创证券

图 12 商贸零售整体和多数细分板块的预测 PE 处于相对低位



资料来源: Wind, 首创证券

我们认为当下估值存在一定吸引力, 部分细分行业估值具备修复空间。回溯历史,

板块性的估值提升，多数发生在：①发展新动能带动行业增速上台阶（如 2020 年直播电商带动电商增速提升、疫情期间海南免税带动免税增速提升）；②企业战略转型（如贸易行业部分企业在 2015-17 年向移动互联网等新兴产业布局、2020-2021 年部分企业向新能源产业布局）；③产业事件带动对要素价值重估（2017 新零售线下布局带动连锁零售估值提升）；④产业集中度提升和商业模式提效（连锁零售 2020-2021 年集中度提升）。对于 2024 年，利率进一步下探的环境下估值支撑相对稳固，我们认为向新业务的布局、集中度提升长期逻辑重新验证有望分别带动贸易（落地于公司禀赋和战略）、连锁零售方向的估值重估机会。

连锁零售集中度提升的核心驱动力之一是购物中心/综合体生态在商业地位的不断提升。根据商赢网的数据，中国购物中心数量从 2015 年的 2104 家增长至 2022 年的 6020 家；从人流恢复情况看，2023 线下日均客流不断恢复，至 Q3 已显著高于疫情前水平。由于购物中心招商门槛更高，这持续带动了连锁化率的提升，因此，我们看好在购物中心运营为主、有望不断受益购物中心拓展的业态，特别是其中在下沉市场运营较好的企业，如黄金珠宝等。

图 13 中国购物中心数量持续增长，且下沉市场占比进一步提升

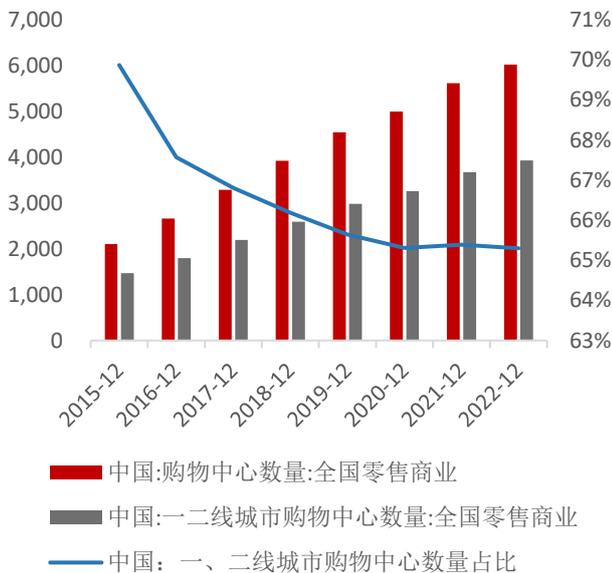
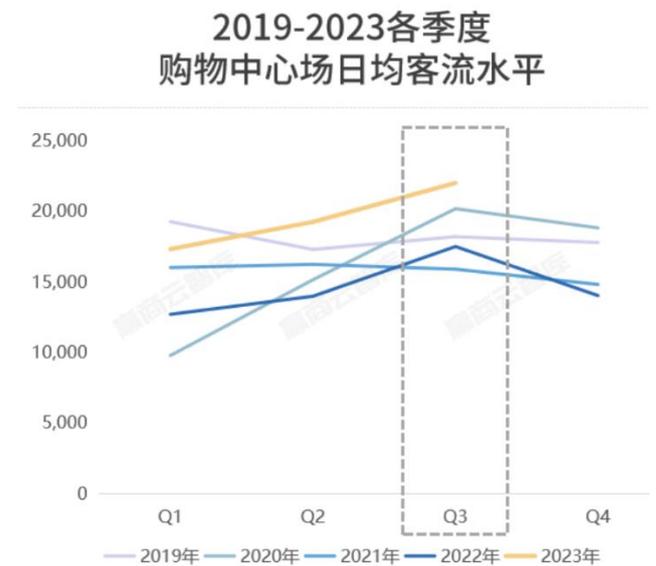


图 14 2023 年，购物中心日均客流水平有所恢复



资料来源：Wind，商赢网，首创证券

资料来源：商赢网，首创证券

## 2 行业策略：关注商业模式的探索创新和竞争格局变化

展望 2024，我们认为最核心的问题在于①向长期增长趋势的回归能否确认、何时确认；②新阶段的消费增长中枢。因此，整体策略思路应对色彩更强，需根据实际情况采取对策。春节、端午、暑期、中秋等都是重要关注点。

落地于细分行业，结合居民消费趋势、产业中观景气、格局变迁、估值，我们建议围绕四条主线布局：

- ① **性价比消费**。费效比或成为新消费环境中消费者的长期核心关注点，线上线下性价比零售业态今年表现靓丽。关注性价比消费的奥莱业态、名创优品、拼多多，及传统超市业态的折扣店探索。
- ② **消费品出海**。中国的供应链优势和电商运营经验极具全球竞争力，海外电商渗透不断提升，中国跨境电商出海和出海贸易方兴未艾，一般出口迎来数字化升级。平台运营规则多变，Temu、Shein 等的兴起搅动海外电商竞争格局，平台/

基础设施方面，我们看好 Temu、小商品城、乐歌股份等，并认为具备更强选品能力、跨平台经验和合规运营的企业有望受益于产业趋势。

- ③ 有强分红能力或具备潜在估值改善机会的低估值方向。关注头部电商平台的战略调整，部分经营较好的或具备国改可能的区域龙头百货企业，手机零售终端为核心资源、向新业态布局的零售企业等。
- ④ 景气分化环境中，景气上行或格局改善的连锁细分业态。核心关注景气持续较高的黄金珠宝、母婴行业的反转性机会和教培行业的供给侧出清。

## 2.1 电商平台：四个核心关注点，长期看好低价电商模式的拼多多

2023 随疫后逐渐复苏，场景修复和物流修复对电商平台带动作用明显，随着控费推进，主要电商平台利润兑现流畅，美团、拼多多等相继实现了历史最好盈利，阿里、京东等利润端表现也较为良好。

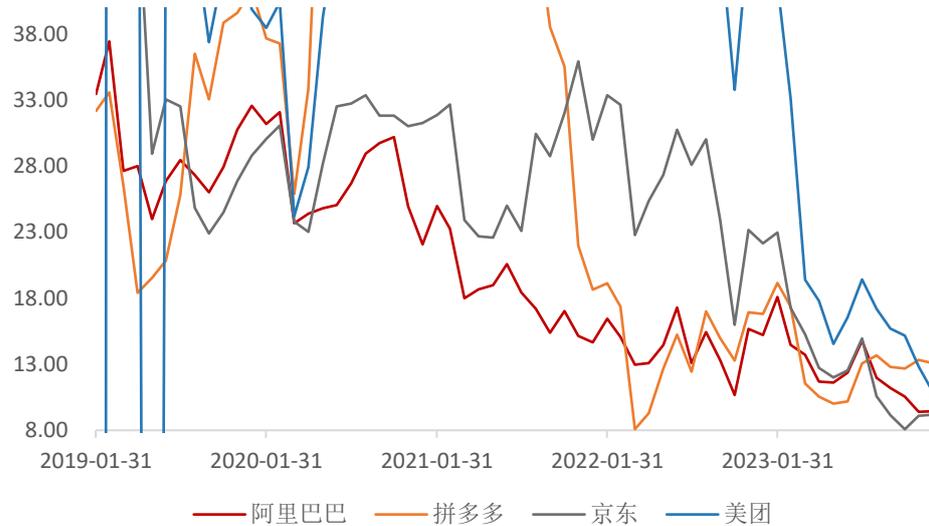
图 15 2023 年疫后环境下快递单量快速复苏



资料来源：国家邮政局，wind，首创证券

和盈利端相对稳健的落地形成对比的是，主要电商板块除拼多多外，估值水平处于历史极低分位，我们认为这反映了相对悲观的预期：大家普遍对企业的长期增长能力/竞争格局等相对悲观。

图 16 主要电商平台对应的 PE-FY2 历史走势



资料来源：wind，首创证券

我们认为，就 2024 电商平台产业投资，最需关注的产业问题有 4 个：

- ① **Temu 的商业化和盈利模型。**2023 年 Temu 在海外迅速扩张，如根据苹果公司发布了 2023 年美国 App Store 的应用下载量排行榜，Temu 跃升为第一，超越了 TikTok、Instagram、Google、YouTube 等成为美国下载量最高的免费 App。高昂的物流价格之下，Temu 的盈利模型尚未被验证，目前尚处于显著亏损状态。海外业务能否具备独立造血能力，会是影响电商板块竞争格局和拼多多估值的关键因素之一。
- ② **抖音和美团的竞争。**美团 2023 年销售费用持续走高但市占率表现仍尚可，我们认为从流量端而言，美团和抖音分别占据“货架”和“发现”的效率优势，且美团基础设施能力更好，竞争结局或会类似货架电商，以分庭抗礼结束，但拐点及美团的最终潜在盈利能力有待业务端确认，这会是影响美团战略和确认美团业务价值的关键。
- ③ **阿里的战略调整。**12 月 20 日，阿里巴巴宣布，阿里巴巴集团 CEO、淘天集团董事长吴泳铭兼任淘天集团 CEO，高层变动暗示阿里或将迎来新一轮战略调整。阿里目前估值较低，战略及后续成效，将对 2024 年电商平台的格局、自身估值重估有重大影响。
- ④ **直播电商的监管和走向。**2023 年下半年，杭州市率先就《直播电商产业合规指引（征求意见稿）》征求意见。我们认为，直播电商运营中存在较多争议内容，对其规范治理是长期必走之路，随着抖音货架商城布局基本完成，抖音、快手、视频号等各自电商边界初现，但内容生态迭代迅速，内容平台的电商边界仍存在一定的不确定性。

投资建议：电商平台板块估值处于历史低位且存在潜在上行机会，当下首推格局稳步拓开、Temu 具备巨大潜在拔估值空间的拼多多，阿里巴巴存在业务端调整、重估价值的机会，美团和抖音的竞争加剧在早期，布局可结合估值和竞争拐点。

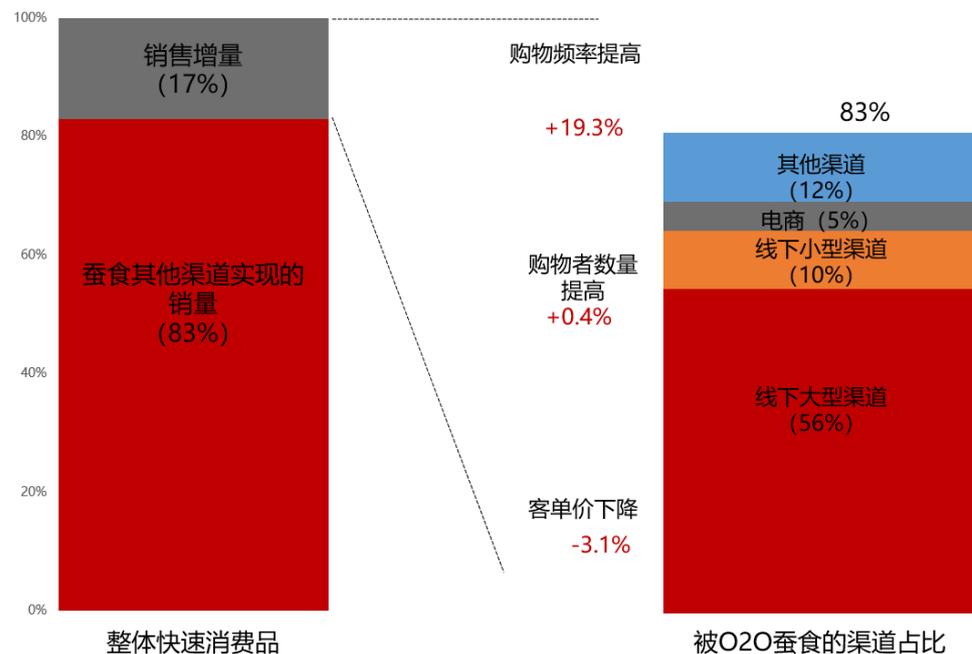
## 2.2 超市/新零售：商业模式调整，关注硬折扣店探索

疫情发生后，由于消费者消费行为的改变，以及电商渠道增速放缓，消费品流通模式产生了持续变化。O2O 崛起在疫情前就已经显现，疫情的出现加快了 O2O 的发展，根据凯度消费者指数和贝恩公司联合出版的报告显示，O2O 在 2020 年规模翻番，在

2021 年增长了 2.6 倍，2022 年销售额大增 18%，在快消品总销售额中的占比从 5.7% 上升到 6.7%。O2O 渠道的快消品消费额中，83% 来自其他渠道的转移，17% 是 O2O 渠道所创造的增量。O2O 所创造的增量方面，在购物者数量基本保持不变的情况下，由于消费习惯的改变，消费者更加谨慎，客单价下降 3.1%，所以增量主要归功于消费者购物频率的提高，消费者购物频率大幅提高 19.3%。O2O 来自其他渠道转移方面，主要蚕食了线下渠道，其中包括 56% 的线下大型渠道和 10% 的线下小型渠道。

此外，由于电商渠道的整体增速放缓，2022 年电商渠道仅同比增长 2%，以及疫情期间消费者就近购买的可控性、便利性等习惯，使得 2022 年小型业态呈现强劲增势，便利店和杂货店渠道分别增长 7% 和 8%。因此消费者对快消品、大件销售等对超市依赖进一步降低，超市原有的部分高利润商品销售在被其他渠道取代。

图 17 O2O 在快消品销售渠道中稳定渗透，侵蚀了线下商超、小型超市和电商的市场份额



备注：主要快速消费品品类包括糖果、乳制品、调味料、家庭清洁用品、食用油、饼干、非酒精饮料、护发产品、软饮料、纸品、衣物洗涤用品、膨化食品、卫生保障用品；线下大型渠道包括大卖场和超市；线下小型渠道包括便利店和杂货店资料

资料来源：凯度消费者指数研究，贝恩，首创证券

在此背景下折扣店发展迅速。目前折扣店行业竞争激烈，仍然处于扩张期。根据中研普华产业研究院发布的《2023-2028 年中国折扣商店行业竞争分析及发展前景预测报告》显示，2021 年，我国折扣零售行业市场规模达 1.62 万亿元，近五年 CAGR(复合年均增长率)为 4%，目前处于扩张期。折扣店按照类型，可以分为硬折扣和软折扣。软折扣以临期尾货产品、压箱货、金融抵押品等，以产品本身不足实现低价，海外主要有日本的唐吉河德、美国的 Dollar Tree，我国主要以好特卖、嗨特购等品牌为代表；硬折扣则是通过减少 SKU、降低运营成本，搭建垂直供应链、推出自有品牌来实现低价，海外主要德国的 LIDL 和 ALDI，国内则有叮咚奥莱、盒马鲜生等品牌。

我国真正折扣业态的兴起，源于仓储会员店的搅动。2016 年开始已经进入中国市场 20 多年的山姆开店速度明显提升，2017 年 Costco 在天猫开出官方旗舰店，2019 年全球最大的连锁会员制仓储式超市 Costco 开市客正式在上海开出中国首店。临期食品折扣店的崛起进一步带动了折扣店的火爆。疫情期间，存在产能过剩的零食行业又因为滞销，使得不少临期产品堆积，同时疫情使得消费者消费风格偏向谨慎，于是集合临期食品的折扣店爆火，仅 2020-2021 年期间，临期食品折扣店新增企业注册数量突破个位数。2021 年资本疯狂进入临期食品行业，公开的融资事件就有 9 起。此前专注于临期食品的软折扣店好特卖，于 2020 年 4 月好特卖捕捉到了因疫情引发的临期食品售

卖这一商业模式，迅速成长为 10 亿美元独角兽公司。3 年时间，好特卖以平均每月新增 16 家店的速度扩张至当前 600 多家门店。随着门店的快速扩张以及自有产品的不断丰富，好特卖实现软折扣与硬折扣之间的平衡。

2023 年以来，在资本催化下的零食硬折扣店疯狂扩张且动作较多，这些零食硬折扣店充分发挥供应链和管理的优势，售卖低于超市和传统零食店价格的商品。以国内第一大规模量贩零食店“零食很忙”为例，“零食很忙”起步于 2017 年，目前门店数量已经超过 4000 家，与“赵一鸣零食”合并后组建成新的“零食很忙集团”，今年 12 月 18 日好特你和盐津铺子控股分别向“零食很忙集团”投资 7 亿元和 3.5 亿元。

“零食很忙”的快速扩张原因，既有捕捉到了消费环境的变化对自己进行精准定位，也有通过管理手段降低产品价格。近年消费者对价格的敏感度提高，尤其在下沉市场中“低价”产品越来越受欢迎，在此情况下零食很忙将门店集中开在下沉市场中，目标人群锚定对低价格更为敏感的下沉市场消费者。在降低价格方面，零食很忙通过以下方式来实现：①对零食供应链的中间流通环节也进行了升级，采取“总仓对总仓”配送的工厂直供模式。②通过数字化赋能，提升门店运营效率。在传统超市中，需要人称重、价签打印、扫描收银等程序，需要员工来完成，也增加了消费者等待的时间。零食很忙通过“AI 智能秤”减少员工工作压力，提升收银效率，同时也能准确掌握库存数据，提升商品周转率。

图 18 零食很忙门店



资料来源：零食很忙官网，首创证券

图 19 赵一鸣零食门店



资料来源：赵一鸣零食官网，首创证券

表1 零食很忙单店模型测算

盈利测算表		投资回报测算表	
SKU	1300	加盟费	50000
面积	120-150 平米	保证金	30000
日销 (元)	13000	装修成本	140000
月销	390000	营业设备	130000
<b>单月毛利 (元)</b>	<b>70200</b>	首次备货	200000
<b>毛利率</b>	<b>18.0%</b>	<b>总投资额</b>	<b>550000</b>
单月租金 (元)	15000	<b>年利润总额</b>	<b>236976</b>
租金费用率	3.8%	<b>年投资回报率</b>	<b>43.09%</b>
物流和配送费用分摊	10452	<b>资金回收期</b>	<b>2.32</b>
物流和配送费用率	2.68%		
5 个员工单月工资 (元)	20000		
人工费用率	5.1%		
单月水电杂费 (元)	5000		
水电杂费用率	1.3%		
<b>总费用率</b>	<b>12.9%</b>		
<b>单月净利 (元)</b>	<b>19748</b>		
<b>净利率%</b>	<b>5.1%</b>		

资料来源：摩登消费，公司官网，首创证券

当前超市商业模式正处于重构阶段，主要超市业务模式纷纷开始调整，业务模式调整成为现阶段超市投资的关注要点，2024 是业务推进的重要节点，特别是围绕硬折扣模式的探索。其具备采购规模、精细化运营体系、现有客户群体等先天优势，积极弥补数字化底层建设，并调整供应链体系、门店业态和线上化布局，其组织管理体系兼备效率和韧性，具备显著的竞争壁垒和较为广阔的想法空间，长期发展值得期待，其所拥有的核心资源，包括线下门店和适配于线下门店的供应链体系、数字化的管理能力和灵活的管理机制都有望在未来重新发挥巨大的价值。

目前多家连锁超市企业进入硬折扣店业态。包括物美、盒马、家家悦、永辉等传统头部连锁商超企业。

家家悦属于传统超市中全面开启探索硬折扣模式的企业之一，于 2023 年 4 月底推出一站式极致性价比的零食集合店品牌“悦记·好零食”，于 2023 年 6 月推出以自有品牌为主的好货折扣店品牌“好惠星”。家家悦作为传统超市的区域龙头，在进入硬折扣业态中有以下几个优势：①家家悦具有直采网络。家家悦存量业态一直坚持跟厂家合作，进军折扣店公司的供应链保持稳定，继续与供应商深化合作。②家家悦已经拥有较强的自有品牌和生鲜加工能力。在折扣店的发展中需要继续发扬自有品牌和生鲜加工供应链。③公司已有的物流体系。家家悦存量业态已经建立了 7 处常温物流中心和 8 处生鲜物流中心，折扣业态对物流的依赖非常高，在多业态的区域里密集布局，有利于公司提高物流效率和摊薄成本。④公司已有的系统，有利于通过数字化提升折扣业态

中的人、货、场各方面的效率。

当前国内商超纷纷拓展或转型折扣零售业务，但商品的同质化使得“折扣零售”主要以软折扣为主。目前国内零食折扣店的扩张受到资本的热捧，激烈的竞争与供给的过剩为未来埋下转型方面的隐患。折扣化销售并不仅仅是基于规模化从供应端压低价格或让渡毛利，更是需要满足消费者“高性价比”的追求，真正的考验在于供应链的锻造与自有品牌的开发，实现差异化商品竞争力。把“好货卖便宜”才是真正的折扣业态，也是中国零售未来的发展方向。

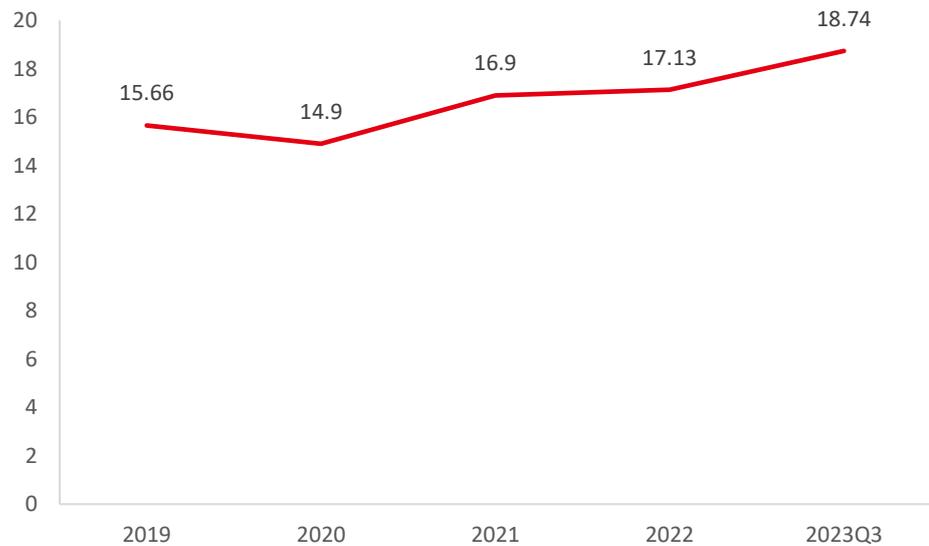
## 2.3 百货：关注国企改革和分红带动的估值重估机会

百货行业的商品种类较多曾经备受消费者喜爱，但是近年随着电商、新零售等的发展，叠加疫情影响，百货行业业绩不容乐观。

如今百货行业正在经历一场迅速、深刻的变革。①降本增效，百货行业参与者正通过数字化等手段实现转型。此前百货公司的数字化主要围绕前端业务展开，包括数字化手段引流等。现在百货公司的数字化深入到了企业内部，包括通过商品管理系统、库存系统、物流系统等提升销售、库存、物流效率。例如重庆百货对其财务系统进行数字化改造，通过穿透式管理、“过程数据”驱动、业财系统联动，实现零售企业的业务、财务、管理一体化，提高企业经营效率。②买手自营取得进展，多家百货公司先后开出了买手集合店。2022年初，王府井集团旗下北京东安市场改造升级开业，东安市场从传统百货商场变身为自营性质买手制百货，上下三层大多以国际一线奢侈品牌、设计师品牌为主，其中近半数为首次进驻中国内地市场。③提升消费体验。2023年北京华联集团旗下DT51开业，DT51在每层都设置了大面积的DT SELECT多品牌集合店，汇聚了众多国际名品和设计师品牌。此外，DT51塑造了一个全新的美学空间维度，跳脱了过去千篇一律的购物环境，将科技、艺术与时尚紧密结合，从每个楼层不同的渐变色调到与知名调香大师合作定制商场专属香调，从量身打造馆内所有播放音乐到赋予品牌更多可能性，DT51着力营造出具有独特体验的沉浸式购物空间。

除了以上行业自身的发展之外，还有国企改革这一行业估值重估的催化剂。国企改革有利于提升百货公司的经营效率，具体措施包括混合所有制改革，资产注入与整合，股权激励，以及基础设施REITs等。以重庆百货为例，2020年3月重庆百货原控股股东引入物美津融和深圳嘉璟作为战略投资者，成为混合所有制企业。同行业的引入，使得重庆百货在供应链和商品渠道上与物美和步步高协同发展。在此基础上，又实施重庆商社员工持股计划和2022年推出上市公司股权激励计划，有效增强了核心骨干人才的凝聚力。2022年12月公司发布预案重庆百货拟吸收合并控股股东重庆商社，并于23年11月正式通过交易所审核。反向的合并吸收长期来看，有利于上市公司整体资产负债率的下降，提高总资产和净资产规模，减少关联交易并增强资产的独立性，同时提升了公司的决策效率、优化公司治理结构。

图 20 重庆百货 ROE 自 2022 年来持续增长



资料来源: wind, 首创证券

百货板块, 推荐关注两条线的投资机会:

一是分红, 中央经济工作会议提出, “发挥好货币政策工具总量和结构双重功能, 盘活存量、提升效能” “促进社会综合融资成本稳中有降”, 区域百货龙头具备稳健的盈利能力和良好的现金流, 这有望推动相关资产的价值重估, 我们对相关企业至 2023 年底的分红情况进行了整理, 结合估值, 可关注所在地经济势头相对较好的重庆、合肥、杭州等地的百货。

图 21 中美十年期国债利率走势



资料来源: wind, 首创证券

表 2 截至 2024 年 1 月 5 日，相关百货企业的分红、P/E 和 P/B

证券名称	市盈率 PE (TTM)	市净率 PB(MRQ)	2022 年分红率
武商集团	69.80	0.59	5.11%
天虹股份	27.99	1.53	25.18%
徐家汇	75.62	1.98	48.31%
大东方	33.25	1.37	9.67%
新世界	144.78	1.08	27.94%
东百集团	162.80	1.01	34.67%
丽尚国潮	95.63	2.07	33.96%
杭州解百	19.98	1.49	27.28%
茂业商业	14.64	0.92	63.46%
宁波中百	29.45	2.46	28.15%
王府井	40.77	0.89	8.47%
百大集团	42.28	1.35	83.45%
国芳集团	18.09	2.23	76.99%

资料来源：iFind，首创证券

二是国企改革，关注两个方向，①资产注入与整合，如实际控制人可能变更的 st 大集、业务可能重组的中百集团、武商集团；②二是以市值考核、股权激励、引入外部投资人等方式提升经营效率，如激励后业务成长持续性较强的重庆百货、杭州解百。

## 2.4 跨境电商/出海商贸：风头正劲，但需注意价格端压力

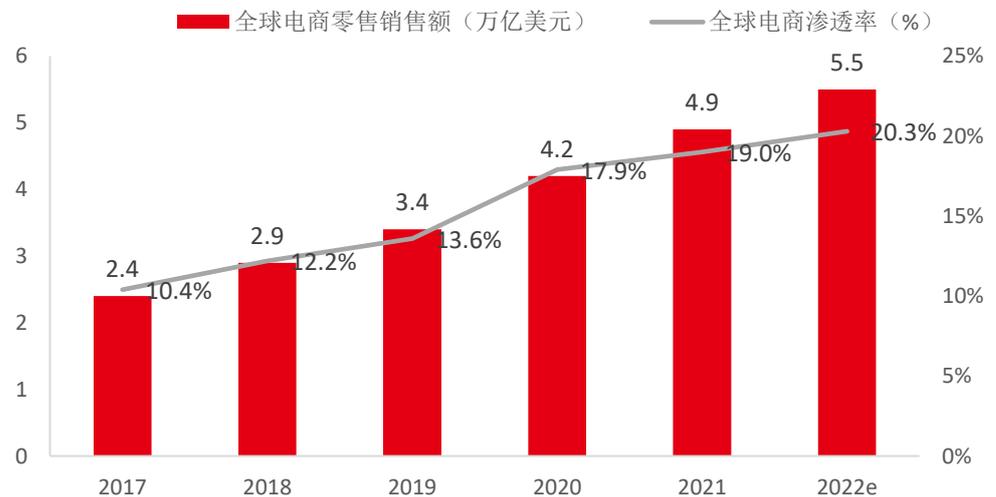
跨境电商在我国的发展离不开当前国内外的背景。中国制造业全球领先，供应链成本优势突出的大背景下，海外电商渗透率由低到高、品类不断拓展驱动跨境电商长期增长。中国制造业增加值从 2012 年的 16.98 万亿元增加到 2021 年的 31.4 万亿元，占全球比重从 22.5% 提高到近 30%，连续 12 年保持世界第一制造大国地位。在世界 500 种主要工业品中，我国有超过四成产品的产量位居世界第一。强大国内市场加快形成，还为我国制造业从规模经济向基于大规模定制的范围经济优势和规模经济优势“双重优势”叠加转变提供条件。同时，全球产业门类最齐全、产业体系最完整、产业链配套能力全球领先等，让中国制造业具备了大而全的优势，具有强大韧性和发展潜力。从品类上看，我国的简单、中级、高级技术密集型制成品市场份额均不断提升，反映了我国在全球制造业市场不断提升的出口结构。全球电商仍然处于较快增长期，估计 2022 年全球电商零售额同比增长 12%，同时渗透率达到 20.3%，分地区来看，2022 年东南亚、中东&非洲和拉丁美洲地区电商零售销售额与移动电商渗透率处于双高区间；中欧&东欧和北美地区电商零售额增速较高，移动电商渗透率较低。因此在海外电商仍有新一轮的发展机遇。

表 3 中国的技术密集型产品增长均高于东盟

	中国			东盟		
	2011	2018	2021	2011	2018	2021
劳动密集型和资源密集型制成品	28.0%	29.2%	31.1%	7.0%	9.1%	10.5%
简单技术密集型制成品	16.9%	19.4%	23.4%	3.7%	4.8%	5.9%
中级技术密集型制成品	10.8%	13.8%	19.1%	4.1%	4.9%	5.0%
高级技术密集型制成品	15.1%	16.7%	18.6%	9.0%	10.0%	10.4%

资料来源：UNCTAD，北大汇丰智库，首创证券

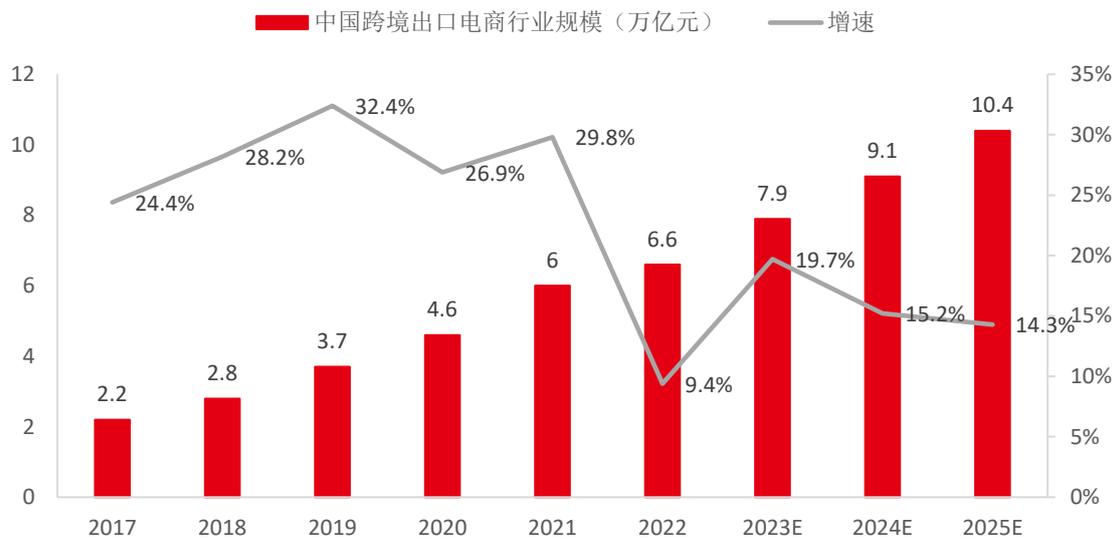
图 22 全球电商零售额及渗透率



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，首创证券

我国跨境电商行业规模迅速增长，并将保持较高增速。2017-2022 年之间我国跨境出口电商市场规模 CAGR 达 25.1%，2022 年由于地缘冲突，以及疫情物流受阻的影响增速下降。但是根据艾瑞咨询的预测，2022-2025 年跨境出口电商仍然将保持 16.4% 的年复合增速。

图 23 2017-2025 年中国跨境出口电商行业规模及增速



资料来源：海关总署，艾瑞咨询，首创证券

### 跨境电商的主要参与者包括平台方、品牌商、服务商。

①平台方处于跨境电商的中游，占据了产业链的核心位置。平台方按照运营模式分类，可分为第三方开放式平台和自营平台。第三方开放式平台的收入主要来自佣金和广告费用。自营平台则主要通过生成或采购商品再售卖赚取差价。当前自营平台占比较低，但占比呈现上升趋势。2022 年中国跨境出口电商自营平台规模占总规模的比例为 13.3%，预计 2025 年增加至 16.7%。一方面，由于海外采购商希望更直接的触达品牌商；另一方面，实际较强的品牌商为提升品牌影响力以及更精准触达消费者，会自建平台。

我国的电商平台拼多多通过复制其在国内的成功模式，在海外推出 Temu。Temu 正快速扩张至全球不同市场，从 2022 年 9 月上线至 2023 年 11 月，Temu 全球下载量突破 3 亿次。Temu 的成功，得益于极致低价和全托管模式。Temu 的全托管模式是一种卖家供货、平台卖货的运营方式。在这个模式下，卖家负责备货，并将货物送到 Temu 指定的国内仓。其他的核价、运营、物流、售后均由 Temu 平台负责。这一模式对于消费者而言，压缩了其他模式下跨境电商的中间环节，降低了卖家和平台成本，进而可以使消费者获得更低的价格。对于卖家而言，一方面为其提供了一站式便捷的出海方式，节约了卖家的运营成本；但是另一方面 Temu 通过比价系统与卖家协商价格，平台对低价的追求会不断挤压卖家的毛利空间。

图 24 2023 年 1-11 月全球各大市场电商应用下载量增长榜 TOP5，Temu 在全球各大市场下载量强势增长



资料来源: Sensor Tower, 首创证券

传统的跨境电商巨头 Amazon 仍是跨境电商绝对龙头，但在激烈的竞争下，不断推出新方案。全球及各地区电商平台流量分布榜单中，亚马逊排名第一。2023 年以来，亚马逊频频调整政策，例如降低服装类商品的销售佣金，下调物流配送费等，多是在低价、折扣上做文章。

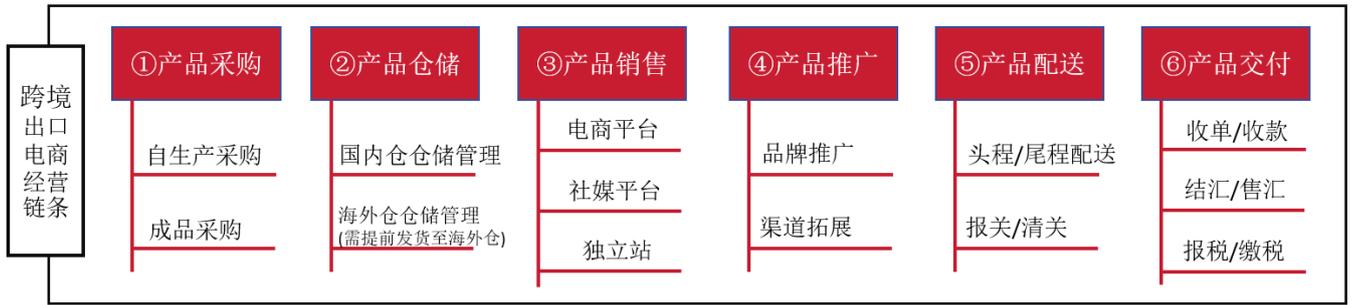
②品牌商多起源于外贸工厂，当前处于品牌精耕期。早期的外贸工厂多为代工厂，后来这些工厂开始逐步注重产品研发，工厂开始自建品牌出海，初期多为泛品卖家后逐步转向精品模式。2019 年后，因为国内数字技术的发展，以及 Amazon 整治平台乱象，品牌商们加强供应链和品牌壁垒，并且部分公司开始自建站点，步入品牌精耕期。

未来精细化、品牌化将成为趋势。跨境电商品牌商即卖家从早年白牌产品，逐步转向品牌化。2022 年跨境出口 B2C 电商有近 40%卖家的品牌商标已经注册，仅约 15% 卖家实现品牌化布局，品牌化率的提升可以带动企业利润率和管理水平的提升，预计 2025 年 B2C 和 B2B 品牌化率将分别达到 20-30%和 13-20%。

我国品牌商代表性公司有乐歌股份，其积极转型，新海外仓业务与跨境电商业务协同发展。公司成立于 2002 年，是一家贴牌代工的传统外贸企业，2011 年，乐歌股份向跨境电商转型，发展自主品牌，延伸价值链。近年来，又在跨境电商业务的基础上，开拓了公共海外仓业务，形成业务增长新动能。公司跨境电商独立站 DTC 自主渠道短价值链竞争优势凸显，公司坚持品牌发展战略，跨境电商与海外仓协同发展，以高性价比产品积极开拓海外市场。海外仓进一步发挥规模效应，摊薄尾程物流成本。

③服务商的出现主要由于跨境电商价值链较长。卖家凭借自身能力难以全面、精细的负责运营，因此各类服务商显现。服务商的种类众多，包括工具、营销、物流、金融等服务商等。

图 25 中国跨境出口电商经营链条及服务商赋能环节与方向



资料来源：艾瑞咨询，首创证券

小商品城作为传统的商贸城，正努力实现全链路贸易闭环，积极帮助其经营户出海。积极布局 Chinagoods 贸易平台，在迪拜开设小商品城，发布 YiwuPay 跨境支付平台，因此其也是跨境电商的服务商。Chinagoods 平台是公司实现贸易数字化的核心载体，平台以贸易数据整合为核心驱动，对接供需双方在生产制造、展示交易、仓储物流、金融信贷、市场管理等环节的需求，构建开放、融合的数字化贸易综合服务平台。

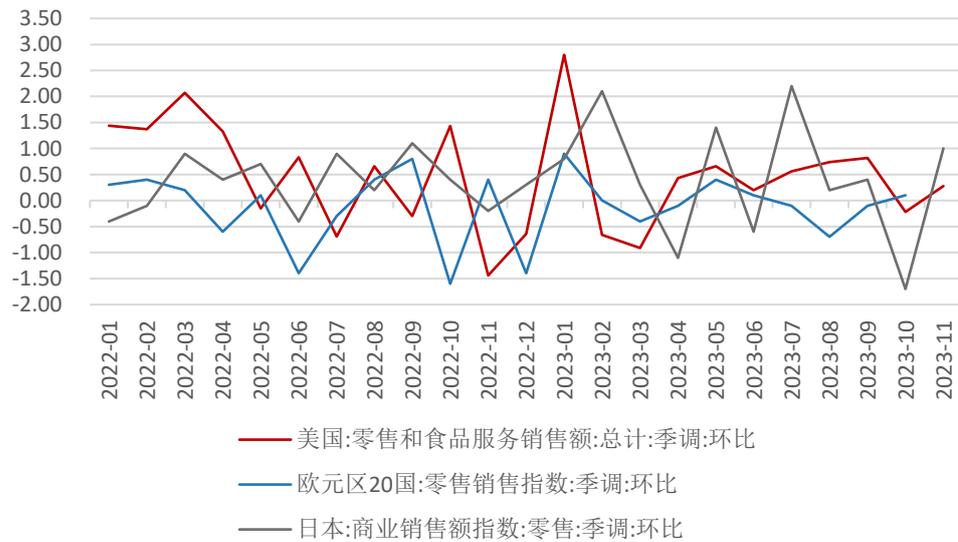
需求侧看，2023 年主要发达地区消费者信心偏弱，但通胀推动销售走高。由于通胀等多因素，2023 欧美消费者信心处于低位，美国全年均处于历史平均水平以下；然而从实际零售状况看，全年多数月份零售环比上涨，整体升势明显。

图 26 截止 2023 年 11 月的全球部分地区消费者信心指数，发达市场的消费者信心整体位于低位



资料来源：OECD，wind，首创证券

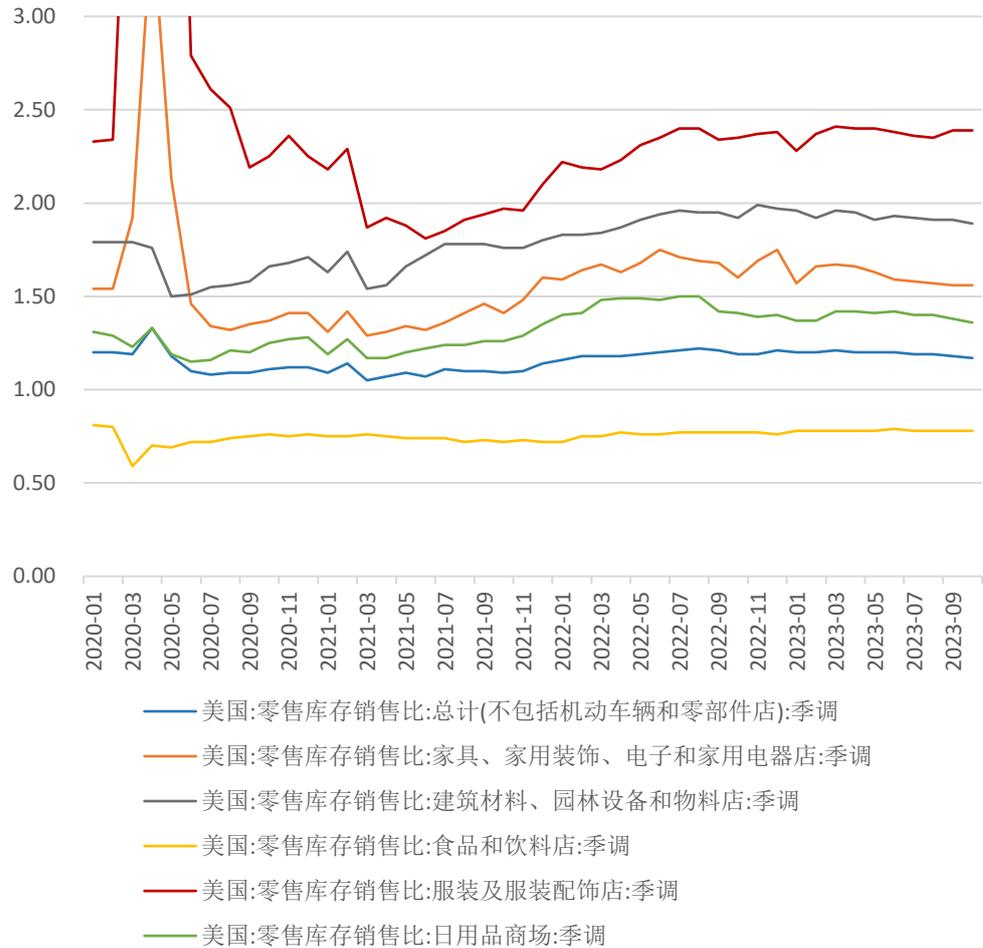
图 27 截止 2023 年欧美日零售额环比（季调），主要发达市场销售多数月份环比上涨，景气良好



资料来源: wind, 首创证券

对应于此，零售商此前率先压缩库存，后续有望迎来补库需求。以季调后的数据看，不包括机动车和零部件的整体库存销售比从 2022 年下旬到 2023 年初的 1.22 个月的高点回落至 1.17 的水平，低于疫情前的 19 年整体水平，其中，建筑材料处于偏高位，估计主要因高利率环境下地产销售回落所致，其余家具、服装、日用品、食品饮料多低于或持平疫情前水平，存在一定的补库需求。

图 28 以美国零售商库存为例，零售商库存得到一定消化



资料来源：美国商务部普查局，wind，首创证券

跨境格局多变，对跨境电商板块的投资，2024 年的我们认为应围绕三条主线追踪与布局：①自身具备独特资源/平台优势的企业，如拼多多旗下的 temu、shein、小商品城、名创优品；②所在品类和区域受益于补库或美联储降息，如东南亚深入布局的吉宏股份、部分出口导向的宠物、日用品行业等；③深耕品类具备区域开拓能力或新品类上具备持续扩张能力，如物流业务进入收获期的乐歌股份。

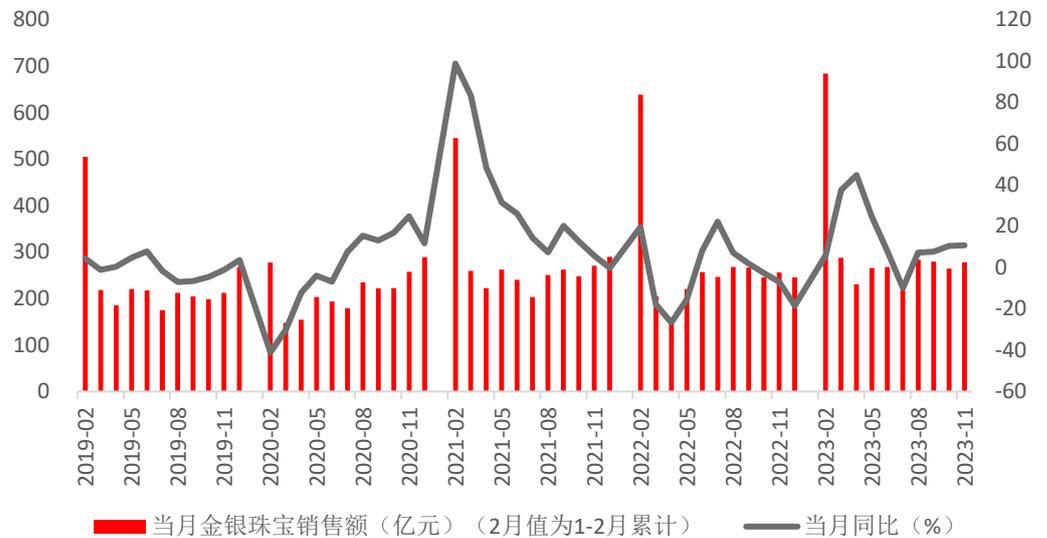
## 2.5 专卖连锁：关注黄金珠宝和母婴零售

专卖连锁细分行业区分较大，根据对景气的展望，我们主要看好黄金珠宝和母婴零售方向的投资机会。

### 2.5.1 黄金珠宝

黄金珠宝专卖连锁是以销售黄金类和镶嵌类产品为主的业态，在产品升级、消费升级、资产配置等的推动下，黄金珠宝行业销售呈现波动增长态势。黄金珠宝行业兼具消费和投资属性，在居民整体消费趋于谨慎的背景下，黄金珠宝在消费品中表现亮眼，特别是黄金，在全球地缘动荡、疫情期间美联储放水的背景下，黄金珠宝需求旺盛；而新工艺如古法金、硬足金、镶嵌产品和 IP 产品，进一步带来了增量消费，带动了黄金消费的活跃。

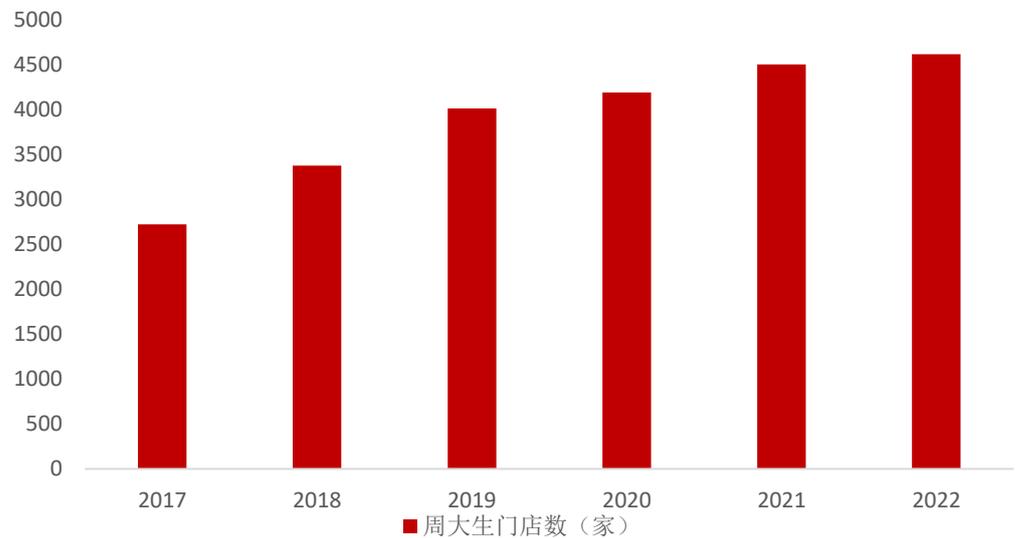
图 29 社零统计中，黄金珠宝消费表现相对强势



资料来源：国家统计局，wind，首创证券

驱动黄金珠宝企业扩张的另一个关键要素在产业集中度的提升。随着线下购物人流向购物中心集中及购物中心数量的不断增长，品牌门店在招商端进驻商场的优势更强，因而形成了品牌方不断拓店、市场份额不断提升的局面。黄金珠宝企业具有明显的地域性，区域扩张、全国化进程也成为不同黄金珠宝企业在不同发展阶段的重要战略内容。

图 30 周大生门店数稳步增长，在 2017-2019 年，优势区域（华东、华中、华北）加密扩张更快



资料来源：公司公告，wind，首创证券

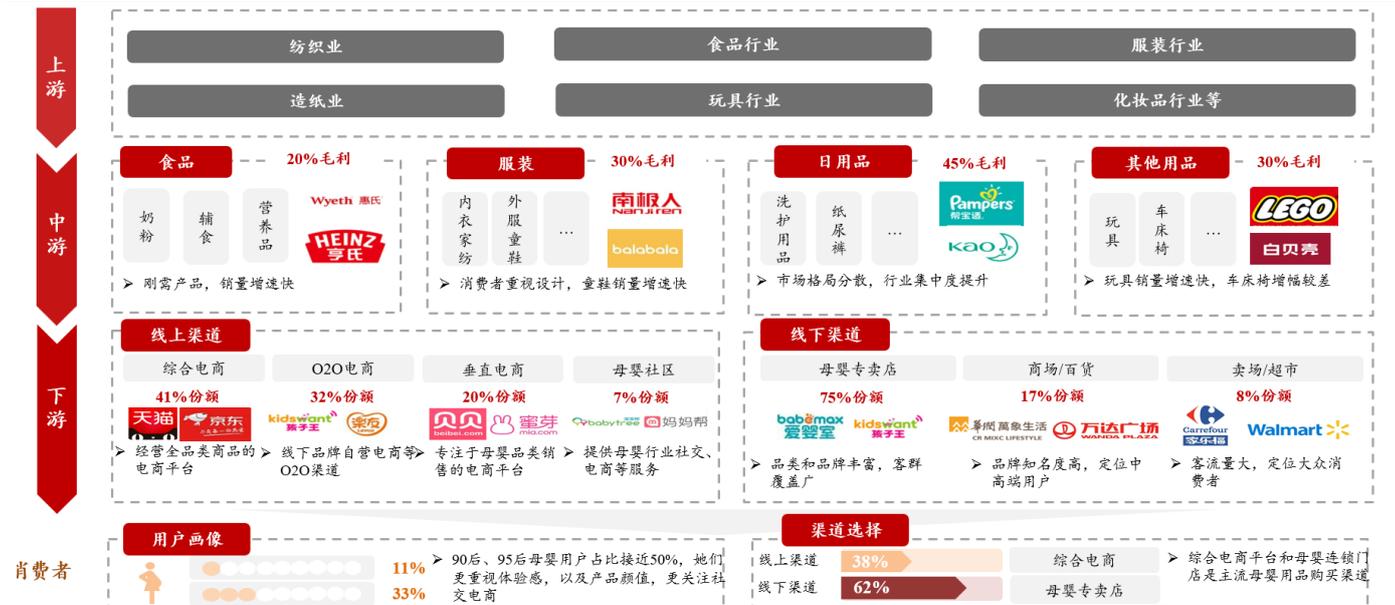
落地于投资策略，尽管趋势上黄金珠宝企业波动增长，但作为非刚需类产品，需求数据追踪尤为重要，我们认为黄金珠宝板块的投资需围绕国内外金价、线下人流转化情况、新品消费者付费意愿、新店扩张等多维度展开研判 beta，区域扩张格局、产品结构、自营/加盟带来的存货数量差异、新品研发等判断个股 alpha。2024 年，我们认为对美联储加息节奏不确定、国内外汇率波动的影响下，美元计价黄金或有支撑，国内金价则较难判断，因此关键节点的追踪是确认消费者消费热情延续性的关键，关

注春节、情人节、五一、十一等关键节假日的影响；产业层面，我们更为看好下沉市场的消费和新店扩张。

### 2.5.1 母婴零售

母婴零售是以面向生育前1年左右到6岁为主客群的零售业态。由于婴儿在家庭中的重要性、婴儿无法直接表达自身状态和需求，父母对母婴产品和相关营销态度谨慎，需要较高的信任基础，因而母婴零售商具备较高的转换壁垒，这一业态利润率相对较高。

图 31 母婴业态商业模式示意图



资料来源：头豹研究院，首创证券

母婴行业集中度较低，经历长期生育低迷及恶性竞争，行业格局有望改善；疫情开放背景下，生育或迎来反弹。随着人均可支配收入的增加以及母婴童家庭消费能力的提升，中国母婴市场持续增长，2021年中国母婴消费规模达34591亿元，2016-2021年CAGR达10.5%；然而，母婴行业集中度较低，作为龙头代表的上市公司孩子王和爱婴室市占率均小于5%，2022年收入分别为85.2亿元和36.2亿元。理论上中国母婴零售龙头存在异地拓展及整合产业的空间，然而受损于生育率近年持续下滑，爱婴室和孩子王运营承压，扩张受阻，不过同时也看到，龙头公司逆势保持了较好的利润，表现好于个体母婴店。我们认为，2023年疫情开放，或于年底逐渐带动生育复苏，相关企业有望在2024年实现同店改善和拓店扩张，关注上市的母婴零售龙头孩子王和爱婴室。

### 3 风险提示

美元流动性不及预期：预期2023美元流动性较2022年有所缓和，具备一定不确定性。消费修复不及预期：消费意愿、消费支出的展望具备一定不确定性。

地缘风险：部分业务及原材料涉及进出口，海外贸易监管政策、地缘动荡致物流和原材料动荡可能对业务有影响。

竞争超预期：产业部分环节呈现寡头格局，格局走向博弈性较强，不确定性较大。

地产下行超预期：尽管地产下行已经被部分预期，但超预期的下行仍会导致部分产业决策不及预期。

存货风险：部分业态存货较重，存货价格变动或带来额外的经营波动。

## 分析师简介

李田，商贸行业首席分析师。毕业于南京大学统计及经济专业，曾就职于山西证券、安信证券、天风证券等，团队曾获 2020 年新财富入围，2021 年新财富第 1 名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现