

2023 年升级可选类与服务消费表现更优，维持推荐黄金珠宝

零售行业

推荐

维持评级

核心观点：

- 事件：**国家统计局发布最新社会消费品零售数据。2023 年全年实现社会消费品零售总额 47.15 万亿元，同比名义增长 7.2%。其中，限额以上单位消费品零售额 17.86 万亿元，同比增长 6.5%；除汽车以外的消费品零售额为 42.29 万亿元，同比增长 7.3%。

2023 年 12 月份实现社会消费品零售总额 4.36 万亿元，同比名义增长 7.4%。其中，限额以上单位消费品零售额 1.79 万亿元，同比增长 6.6%；除汽车以外的消费品零售额为 3.81 万亿元，同比增长 7.9%。

- 分析与判断：**截至 2023 年年末，单月社消增速在二季度末、三季度初期连续三个月（5-7 月）环比上月出现回落之后，出现增速的触底反弹，单月增速已经连续五个月（7-11 月）出现环比改善，12 月增速环比上月有所回落，但在年内依旧处于相对高位。2022 年上半年社消增速呈现出“V”型趋势，3 月开始的疫情反复对整体消费形成拖累，单月社消增速步入负增长区间并在 4 月增速进一步下行触底，后续跌幅收窄直至 6 月方才再次步入正增长区间，下半年的三季度内持续在相对低位区间内（6%以内）波动，于 8 月达到年内增速的次高点，此后增速再次于四季度降至负增长区间；考虑到基数影响，前期的恢复性增长趋势与现阶段的波动表现符合预期，与我们前期的判断一致，四季度会因低基数的影响以及线上大促、年底促销等活动的拉动再次出现增速表现的波动。

横向对比历史数据可以发现，2023 年全年累计零售额较上年同期规模提升约 3.18 万亿元，增幅环比延续了逐月改善的趋势，在疫情发生前（以 2010-2019 年十年区间为参考），全年的累计同比规模提升中枢水平约为 2.86 万亿元，本年度表现略优于前期均值水平，但近两年的均值水平（1.53 万亿元）与近四年的均值水平（1.50 万亿元）虽有所恢复趋势但仍明显低于该水平。其中，2023 年 12 月单月环比上月规模增加约 1045 亿元，近两年变化均值约为 1486 亿元，近四年均值约为 1062 亿元，往期（以 2010-2019 年十年区间为参考）中枢水平约为 1270 亿元，受线上大促对于 11 月的积极影响较大，2015 年后 12 月单月环比 11 月的提振幅度自 2000 亿元降至 600-800 亿元左右。整体来看，12 月依旧具有明显的相对旺季属性，此主要系 11 月内的消费倾向于“双十一”线上消费，而 12 月接近年底，不仅有圣诞节、元旦节的“双旦”节假日加持，同时伴随线下门店年终店庆等节点，此外部分年份有春节提前备货的年货消费倾向，因此 12 月消费更为全渠道化，景气度偏高。12 月单月较上年同期规模增长约 3008 亿元，近两年均值约为 1141 亿元，近四年均值约为 1193 亿元，往期（以 2010-2019 年十年区间为参考）中枢水平约为 2617 亿元，具体规模主要在 1159-3122 亿元范围内波动。由前文所述的数量关系可以看出，目前年内的消费改善主要集中在 3-5 月，以 4 月表现最为突出，6-9 月增幅较前几月已经出现明显收窄；但考虑到基数影响，全年呈现出中间低、两头高的趋势。当前单月与累计表现均已恢复回升至前期区间，复合增速仍有提振改善空间。

分析师

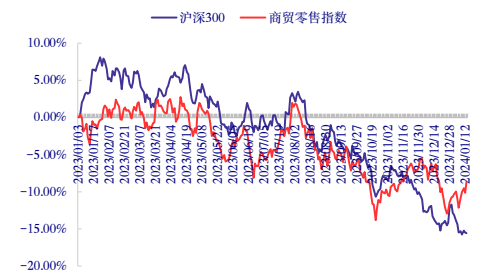
甄唯萱

☎：(8610) 80927651

✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050002

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河消费品零售】行业点评_社消增速持续回升，维持推荐黄金等升级可选类消费_20231215

【银河消费品零售】行业点评_假期出行与大促预售共同助力社消增速抬升，维持推荐升级可选类消费_20231115

【银河消费品零售】行业点评_前三季度升级可选消费表现更优，维持推荐黄金珠宝_20231018

【银河消费品零售】行业点评_消费淡季等内外部因素叠加，7 月社消同比增长 2.5% 处于相对低位区间_20230815

【银河消费品零售】行业点评_上半年社消累计增长 8.2% 表现稳健，6 月单月增速回落至 3.1%_20230717

【银河消费品零售】行业点评_5 月社消同比增长 12.7% 延续恢复性趋势，可选升级品类相对表现更优_20230615

【银河消费品零售】行业点评_4 月社消同比增速达 18.4%，在低基数基础上实现恢复性增长_20230516

【银河消费品零售】行业点评_一季度社消累计增长 5.8%，3 月加速改善单月增速提升至 10.6%_20230418

【银河消费品零售】行业点评_1-2 月社消增速环比上年末企稳回升至 3.5%，升级类与服务类消费改善空间更大_20230315

具体从节假日的角度来看，12月末包含年底“双旦”，据商务部商务大数据监测，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长11.0%，增速环比中秋国庆假期出现进一步提升。2024年元旦假期，各地积极组织开展各类促消费活动，积极营造浓厚消费氛围，激发消费潜能，节庆商品、国货潮品、绿色健康智能产品等销售旺盛，主题餐饮、特色旅游、冰雪运动等持续火热，多元化、体验型、沉浸式消费受青睐，生活必需品市场量足价稳。北京、上海、湖北、广西等地启动“跨年迎新购物季”“欢乐迎新嘉年华”等主题促消费活动，四川、广东、安徽、云南等地以“乐购”“惠购”等为主题推出便民惠民措施，黑龙江、天津、宁夏等地围绕“舞动冰雪 冬汇龙江”“冬日暖阳 津味绵长”等打造冰雪运动、民俗体验等消费场景，释放消费市场活力。

从具体业态划分来看，**包含餐饮体验业态的购百业态恢复弹性空间较大**，2023年全年餐饮收入的增速表现（12月单月增速30.0%，累计增速20.4%）明显优于整体商品零售表现，与之对应，**限额以上零售业单位中的百货店同比增速达到8.8%，在可选渠道的零售业态中位列第一，改善显著。**

考虑到消费者信心指数以及其中包含的消费意愿指数自2022年4月以来持续处于低位区间波动，2023年一季度已经明显抬升至相对彼时的较高水平，二至四季度出现阶段性回落，并在86-90的相对低位区间范围内波动；随着未来稳经济、促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，当前社消表现阶段距离疫情前的增长均值水平仍有一定的提振空间。

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

超市渠道相关必选品：

从增速的角度来看，过去三年基本生活类**粮油食品**正增长走势最为稳健，是近三年除中西药品类以外唯一一个全年各月均可保持正增长的品类，但5月受价格持续低增速等因素的拖累短暂出现负增长，6-9月内再次回正，并于9月达到年初至今增速的相对高位，四季度增速回落至前期3-6%的稳健区间内；该品类需求走势更为稳定，未来针对春节备货或存在需求的短期放量，对应价格主要关注CPI波动带来的潜在影响。12月CPI下降0.3%，降幅比上月收窄0.2个百分点，其中，食品价格下降3.7%，降幅比上月收窄0.5个百分点，影响CPI下降约0.70个百分点。雨雪寒潮天气影响鲜活农产品生产储运，加之节前消费需求增加，食品中，猪肉价格下降26.1%，降幅收窄5.7个百分点，影响CPI下降约0.43个百分点，是带动CPI同比下降的主要因素；鸡蛋、牛羊肉、食用油和禽肉类价格降幅在1.7%-8.4%之间，但环比数据均出现不同程度的改善。由于需求表现韧性，综合价格因素考量，食品价格涨幅回落至低位水平或在一定程度上影响整体规模增速；对应超市等必选消费渠道的表现承压，1-12月份限额以上零售业单位中超市零售额同比下降0.4%，跌幅环比上月收窄0.1个百分点，是年内至今唯一负增长的渠道。**饮料类**走势与粮油食品类似，上年同期并未受疫情影响出现负增长，反而是年内增长相对承压，增速表现出现波动，在3-5月持续单月负增长后，6-9月增速转正，近四个月增速达到6-8%，或与前文所述的节假日聚餐需求等相关。**烟酒类**今年同比增速表现出现提振，增速表现在各品类中突出，年末主要的消费场景主要包括双旦、春节的提前备货供给，表现回升符合节假日特征，该品类的增长趋势也与餐饮大类消费、以及前文的饮料等品类相对应。**日用品类**表现波动较大，受上年同期增速基数影响，同时结合相关产品囤货属性较强，临近线上大促节点则可能出现消费集中在个别月份的情形；但整体来看，该品类表现相对承压，短期并未体现电商大促的销售优势，6-7月连续两个月处于负增长区间后8-11月转为小幅正增长，12月再次步入负增长区间，日用品类是表现承压的品类中消费需求较大，受众较广，频次较高的韧性品类。

百货渠道相关可选品：

服装鞋帽前期受疫情影响线下客流、整体需求不景气等因素的影响，持续承压，今年在低基数的基础上延续恢复趋势，本月单月增速在各品类中位列第二。**化妆品**自2022年下半年开始表现相对承压，考虑到品类销售数据为限额以上企业经营情况，因此不排除消费需求向海外品牌溢出、向国产头部品牌集中的情形，对于行业整体增速表现不必过分担忧，重点关注头部企业的经营数据。**金银珠宝类**连续数月的增速表现位居各品类之前列，该品类一方面有上年同期低基数的增长基础，另一方面本年年年初持续表现出高景气趋势。黄金的市场价格虽有波动，但自22年7月开始整体遵循波动上升趋势，2023年5月金价已经处于历史高位水平，自6月起金价虽有一定的回落态势，但仍处于高位区间；考虑到黄金具有投资与消费的双重属性，部分消费者/投资者或因高价进入观望状态。但需注意婚庆等传统消费需求热情较高，且年轻消费者对于黄金类饰品自用的需求观念逐步转变，未来量价齐升的共同推动下黄金珠宝整体的消费表现值得关注。元旦期间，商务部重点监测零售企业金银珠宝销售额同比分别增长21.2%。

专业连锁渠道相关耐用品：

与房地产周期相关的**家用电器和家具等品类**，其中前期家具类受房地产影响更大，与建筑及装潢材料类的增速表现更为趋同，结合房屋施工面积、竣工面积、销售面积的累计同比增速来看，表现依旧承压，但随着政策带动房地产行业回暖，同时针对家具、家电等品类出现特定指向的促消费政策，家具类单月仍在低位增速区间内波动；对于家电品类而言，前期促消费政策中对于家电的帮扶，品类增速表现可观，但总体符合地产相关产业链的大趋势表现，品类消费相对处于后置环节，改善幅度有限，当前表现不及家具类，且大促等节点或将聚拢消费，致使大促前后的增速表现出现波动。相关品类消费表现需持续跟踪地产行业内政策，相关产业长期表现或将值得期待。

投资建议：

当前整体零售市场表现分化；目前受基数影响较大，应更关注长期复合增速表现，未来消费的恢复程度有待进一步观望。从品类的角度来看，**必需消费品抗周期性的优势显现**，其中以粮油食品为代表的基本生活消费，增速表现相对平稳，韧性极强；**升级类消费**包括线下渠道内的非耐用品消费（化妆品），以及商务宴请、婚庆相关等线下消费场景中的品类（餐饮、烟酒、黄金珠宝等）存在可选属性，前期受冲击影响更大，但现阶段以及未来长期恢复值得期待，经营弹性更高，人们追求美好生活，消费升级改善的长期大趋势不会发生改变。

从规模体量来看，限额以上单位消费品零售额2023年全年累计增长6.5%，表现略弱于社零整体走势，这体现出**规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风险抗压能力更强，维持经营的优势明显**；伴随疫情影响逐步减弱，国家针对中小企业高质量发展的政策有效落地，限额以下单位强劲增长的情形符合我们前期的判断，对应限额以下企业经营弹性更高。

此外，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。我们维持认为，**线上份额占比逐年提升的大趋势不会发生变化**。商务部、中央网信办、发展改革委印发《“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。

线下渠道按零售业态分，2023年限额以上零售业单位中百货店、便利店、专业店、品牌专卖店零售额比上年分别增长8.8%、7.5%、4.9%、4.5%，超市零售额比上年下降0.4%。上述业态的发展也与我们前期的判断基本一致，其中便利店作为相对新兴、朝阳的零售渠道，符合便捷化、快速化的消费趋势，也可以满足消费者基本即时的必选消费需求，因此增速高企；超市作为传统必选消费渠道，

增速韧性更强，增速表现更为稳定，但近期受 CPI 增速下行等价格层面的因素影响，表现相对承压；百货店作为线下可选渠道的代表，前期受疫情冲击影响更大，现阶段出现增速强劲复苏的态势。

2023 年 12 月中央政治局会议、中央经济工作会议召开，2024 年政策总基调偏扩张、偏宽松、偏刺激，会议强调着力扩大国内需求，要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。2023 年“消费提振年”系列活动取得了积极成效，商务部下一步将围绕推动消费持续扩大，并将 2024 年定为“消费促进年”，通过坚持“政策+活动”双轮驱动，突出重点品类、节庆时令等，继续组织开展丰富多彩的促消费活动，打造更多商旅文体融合消费新场景，营造良好消费氛围。

在此背景下，我们继续维持 2021 年年度策略中“数字化”、2022 年年度策略中“中高端消费下的‘专精特新’”以及 2023 年年度策略中“文化为‘国潮’品牌赋生机”这三大投资主线，认为 2024 年需要兼顾价值与成长，挑选“高质量”发展的优质零售标的；结合中央工作会议经济会议稳字当头、稳中求进的要求，重点推荐经营确定性较高、具备一定品牌影响力的制造品牌商与具备一定保价和顺价能力的渠道品牌商，建议增持黄金珠宝、化妆品、购百三个产业链中的优质标的。公司方面，包括：

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

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

购百行业，天虹股份（002419.SZ）、重庆百货（600729.SH）、王府井（600859.SH）。

风险提示：

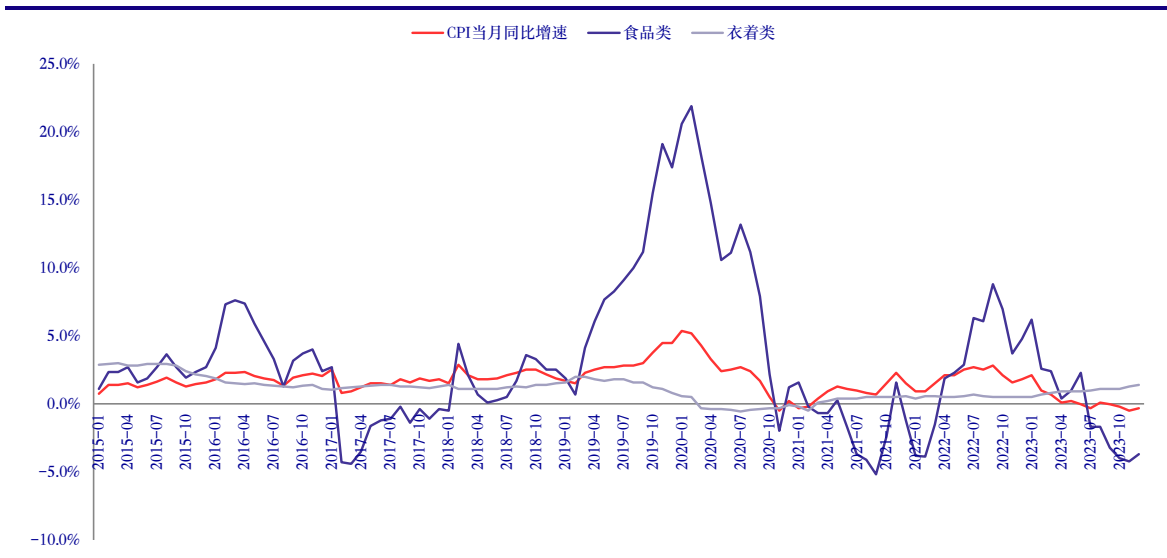
消费者信心持续不足的风险，各渠道发展不及预期的风险，品牌发展效果不及预期的风险。

表1: 社会消费品零售数据

	12月当月 值(亿元)	当月同 比增速	较上年 同期增 速变化 (bps)	环比上 月增速 变化 (bps)	1-12月 累计值 (亿元)	1-12月 累计同比 增速	环比上 月增速 变化 (bps)
社会消费品零售总额	43,550	7.40%	9.2	-2.7	471,495	7.2%	-
其中: 限额以上单位消费品零售额	17,885	6.60%	7.9	-3.4	178,563	6.5%	-
其中: 实物商品网上零售额	-	-	-	-	130,174	8.4%	0.1
餐饮收入	5,405	30.0%	44.1	4.2	52,890	20.4%	1.0
商品零售	38,145	4.8%	4.9	-3.2	418,605	5.8%	-0.1
粮油、食品类	1,906	5.8%	-4.7	1.4	18,887	5.2%	0.1
饮料类	276	7.7%	2.2	1.4	2,991	3.2%	0.4
烟酒类	543	8.3%	15.6	-7.9	5,507	10.6%	-0.3
服装鞋帽、针纺织品类	1,576	26.0%	38.5	4.0	14,095	12.9%	1.4
化妆品类	323	9.7%	29.0	13.2	4,142	5.1%	0.4
金银珠宝类	304	29.4%	47.8	18.7	3,310	13.3%	1.4
日用品类	670	-5.9%	3.3	-9.4	7,576	2.7%	-0.9
家用电器和音像器材类	772	-0.1%	13.0	-2.8	8,719	0.5%	-0.1
中西药品类	682	-18.0%	-57.8	-25.1	6,710	5.1%	-3.4
文化办公用品类	393	-9.0%	-8.7	-0.8	4,126	-6.1%	-0.3
家具类	165	2.3%	8.1	0.1	1,516	2.8%	-
通讯器材类	628	11.0%	15.5	-5.8	6,814	7.0%	0.4
石油及制品类	2,034	8.6%	11.5	1.4	23,219	6.6%	0.1
汽车类	5,420	4.0%	-0.6	-10.7	48,614	5.9%	-0.3
建筑及装潢材料类	170	-7.5%	1.4	2.9	1,569	-7.8%	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图1: CPI 单月同比增速变化趋势 (截止 2023 年 12 月)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表2: 线上社消数据情况

	1-12 月累计额 (亿元)	同比增速	占比社消总额比重	较上年同期比重变化 (bps)
全国网上零售额	154,264	11.0%	32.72%	1.37
其中: 实物商品网上零售额	130,174	8.4%	27.61%	0.40
吃类		11.2%		
穿类		10.8%		
用类		7.1%		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

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

甄唯壹：现任消费品零售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。

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyanyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚羚	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn