

商贸零售行业2024年中期投资策略

把握结构性投资机遇，长线布局国货崛起与出海主线

行业研究 · 行业投资策略

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxul@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

- 2023年消费行业总体复苏趋势较为平稳，2024年1-5月社零总额19.52万亿元，同比+4.1%，居民消费信心仍有进一步释放的潜力，整体来看，渠道端低价及折扣业态表现相对更优，同时品牌端国货崛起势头体现更为明显。分业态来看，1-5月全国网上零售额同比+12.4%，线上表现虽有放缓但仍好于大盘，百货业态在去年基数效应下表现相对一般1-5月社零下滑3.2%；超市业态则增长1.8%相对平稳。美护板块：2024年1-5月化妆品行业社零增速为5.4%，行业整体平稳，但头部国货品牌表现更优；2024年1-5月黄金珠宝行业社零增长0.9%，但月度数据受金价高位波动影响波动较大。
- 在当前我国经济结构面临转型，需求端平稳复苏的形势下，居民整体消费预计延续平稳复苏趋势，短期来看消费者将延续“预算先行，品质延续”的理性消费习惯，性价比消费仍将是内需消费的主流，但品牌端国货品牌崛起之势仍在强化，且出海拓张也将助力打开增长天花板。1) 国货崛起。当前国货崛起的方式已逐步从“平价替代”进阶为“品牌替代”。国货龙头依托不断升级的产品实力以及领先的渠道营销策略，近年来不断强化自身的差异化品牌实力，并在消费群体理念的变迁以及舆论环境的优化下得以呈现加速崛起之势。2) 出海拓展新市场。随着国内市场竞争的越发激烈以及需求增速进入平稳期，推进品牌出海以开拓海外市场正成为越来越多品牌的发展新路径。头部企业通过跨境电商或是线下代理商合作方式，依托国内优质供应链输出高性价比产品，并通过后续营销打磨积累品牌资产。3) 此外也建议关注传统零售龙头的积极求变。传统零售企业也在针对当前消费趋势积极求变，依托主业原有的资源及资金优势，并积极运用资本市场工具和外部合作方助力，有望借机积极拓圈实现新业务曲线的开拓。
- 投资建议：1) 美容护理：近两年来板块充分调整之后部分标的估值吸引力正在逐步显现，头部国货品牌凭借强产品力及全渠道布局能力在上半年展现了强劲的增长韧性。主要推荐珀莱雅、巨子生物、润本股份、科思股份等；2) 黄金珠宝：短期金价波动对终端消费需求的释放存在扰动，但长期随着黄金产品设计感的提升，其保值+配饰的双重属性将在当前消费环境下进一步突显，推荐：老凤祥、周大生、潮宏基、周大福等；3) 跨境电商：海外消费需求仍处于相对高位，短期虽有国际贸易环境变化等不稳定因素，但龙头企业通过精细化的运营布局，有望在行业锤炼中获取更高的市场份额。主要推荐：小商品城、安克创新、赛维时代等；4) 线下零售：龙头企业积极应对性价比消费趋势变化开展创新折扣业态转型，同时也在借助外部合作方以及资本工具积极探索新增长驱动，推荐：重庆百货、家家悦、王府井、百联股份等。
- 风险提示：消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位，品牌新品推出不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力等。

表1：重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 07-12	总市值（亿元） 07-12	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
603605. SH	珀莱雅	优大于市	107.55	427	3.77	4.57	28.53	23.55
2367. HK	巨子生物	优大于市	41.60	428	1.79	2.25	23.28	18.46
600415. SH	小商品城	优大于市	7.54	414	0.52	0.59	14.50	12.78
9896. HK	名创优品	优大于市	38.00	479	2.05	2.52	18.55	15.07

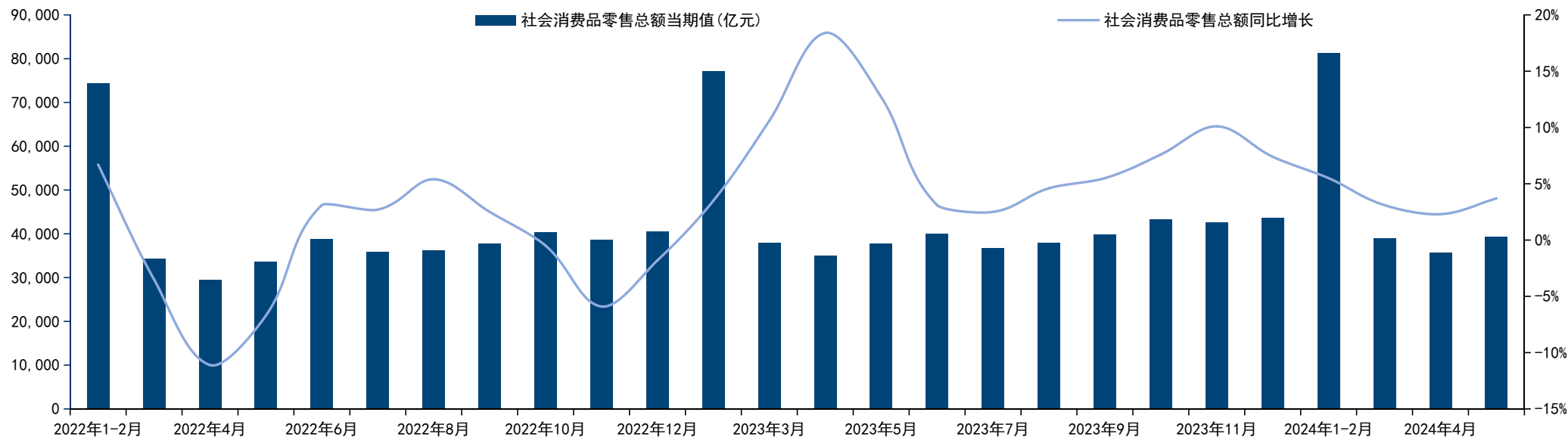
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测,注:其中巨子生物、名创优品是港元

一、2024H1行业复盘：整体增长平 稳，存在结构性亮点

1. 消费数据回顾：行业基本面渐进回暖，消费信心仍待恢复

- 2024年社零增速整体稳定增长。2024年1-5月社零总额19.52万亿元，同比+4.1%；其中，除汽车以外的消费品零售额17.67万亿元，同比+4.4%。整体来看消费行业上半年取得较为平稳的同比恢复增长。
- 按消费类型分，2024年1-5月商品零售同比+3.5%，餐饮收入同比+8.4%，此外服务零售额同比增长7.9%；整体来看，服务型体验式的消费表现仍相对优于商品型消费。同时商品型消费中分品类来看，必选品类在稳定需求之下仍保持了较为积极的增长；可选品类则波动较大，一方面受制于去年同期疫情解封后的基数效应，另一方面整体仍受制于居民消费力的复苏进展，呈现量优于价的趋势。

图1：中国社会消费品零售总额及同比增速（亿元、%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

1-1. 分业态：线上消费稳健，大促流量向日销平移

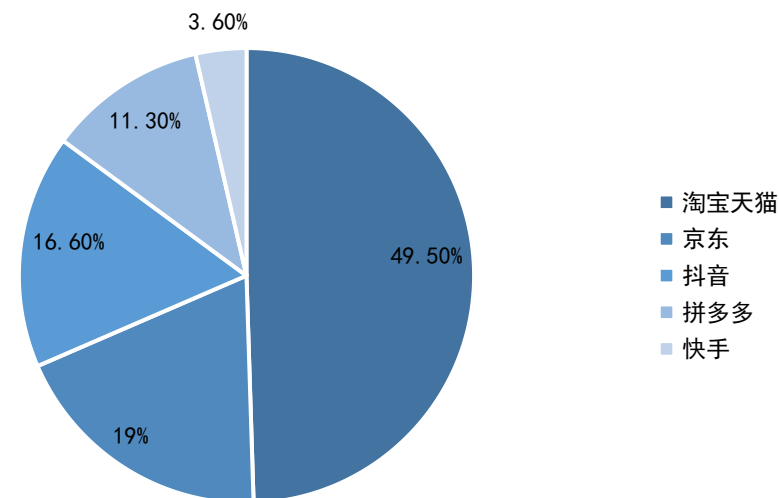
- 线上消费增速虽有所放缓但仍好于消费大盘整体。2024年1-5月全国网上零售额同比+12.4%。其中，实物商品网上零售额同比+11.5%，占社会消费品零售总额的比重为24.7%；其中吃类、穿类和用类商品分别同比+19.6%、+9.0%、+10.8%。
- 同时从上半年线上的最大促销节618大促情况来看，目前不同第三方统计的增长数据差异较大，我们认为主要系近年来各平台大促周期不断变化，平台间分流加大，且大促机制调整也较为频繁，导致数据统计口径差异较大。但整体来看，线上流量红利逐步消退的趋势并无变化，同时在各品牌更加注重日销，以及平台促销常态化的背景下，大促的流量向平日转移的趋势也已较为明确。

图2：实物商品网上零售额增速及占社零总额的比重（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图3：2024年“618”全周期主要平台成交额占比情况

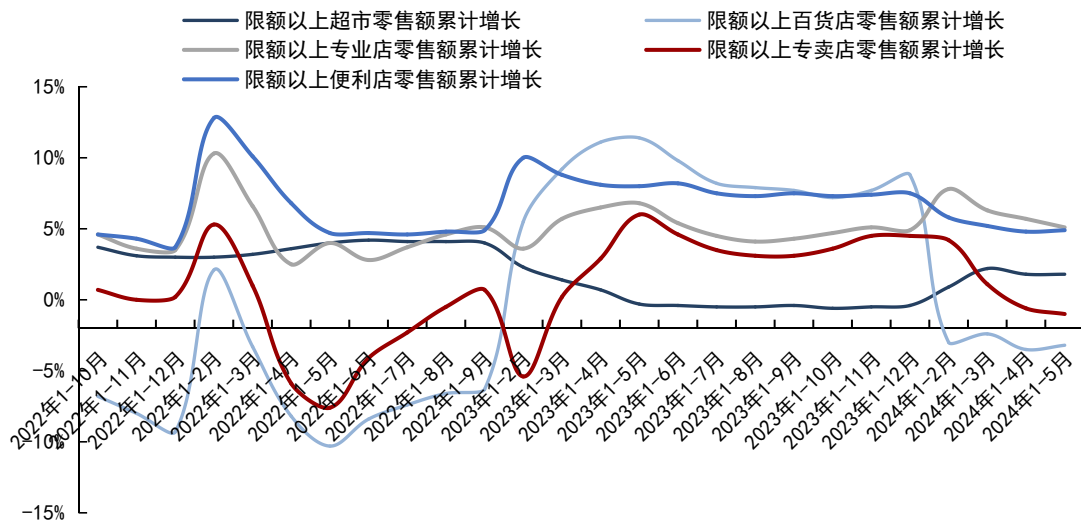


资料来源：易观、国信证券经济研究所整理

1-1. 分业态：线下传统百货业态有所承压，性价比仍是主要方向

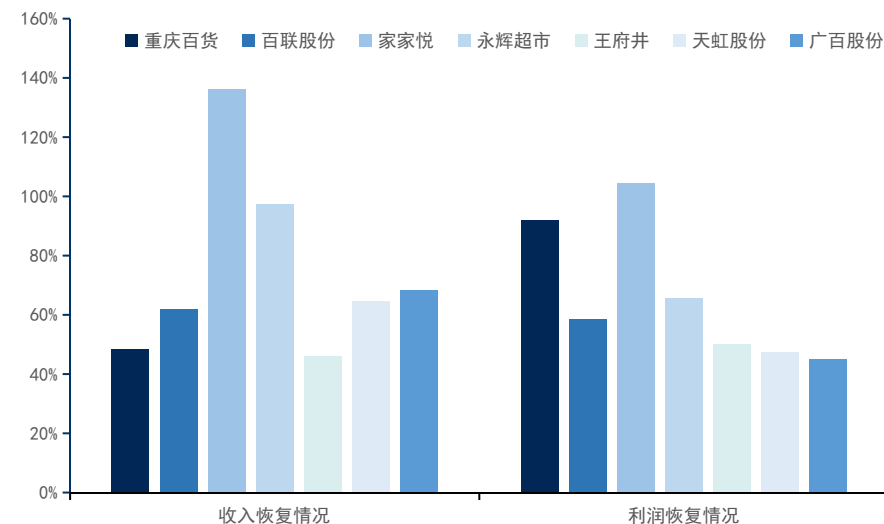
- 分业态看，超市/专业店/便利店/专卖店/百货店2024年1-5月累计增速分别为1.8%/5.1%/4.9%/-1.0%/-3.2%。其中线下百货业态增速在去年的较高基数下增长略有承压。而根据上市公司一季报来看，Q1百货商超公司业绩表现也相对平淡。从收入端来看，大多数线下业态的龙头公司一季度业绩增长较为承压，多数企业收入水平只恢复至2019年Q1同期50%-70%左右，盈利水平只恢复至2019年Q1同期的50%-60%左右。
- 但同时受益于性价比消费的崛起，折扣零售如奥特莱斯、仓储超市等表现较好。根据公司公告显示，一季度王府井奥特莱斯业态实现营收增速9.45%；百联股份奥莱业务收入同比+2.02%，均在旗下各业态中处于领先水平。

图4：限额以上零售业单位中不同业态零售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图5：百货商超头部公司24Q1与2019年同期水平比较（%）

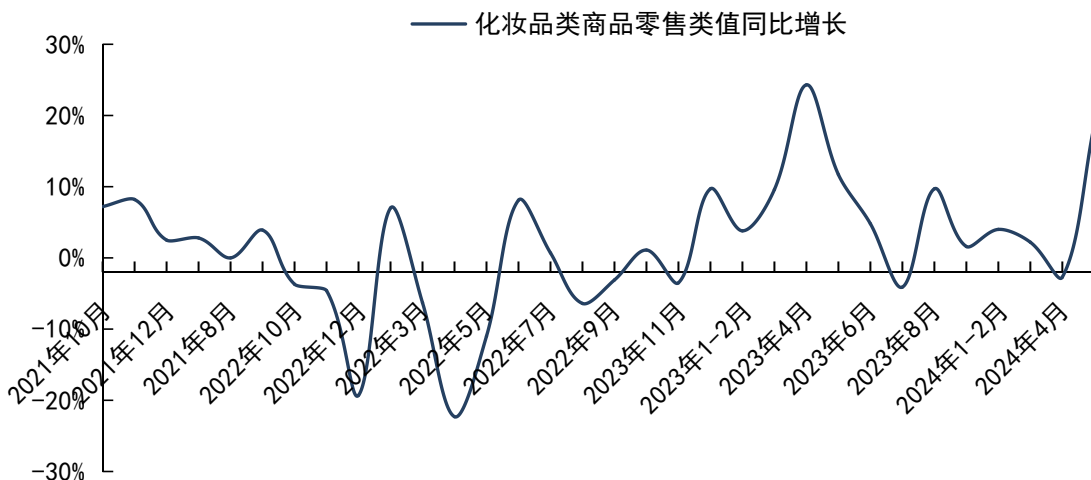


资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

1-2. 分品类：美护行业整体增速平稳，分化成行业主旋律

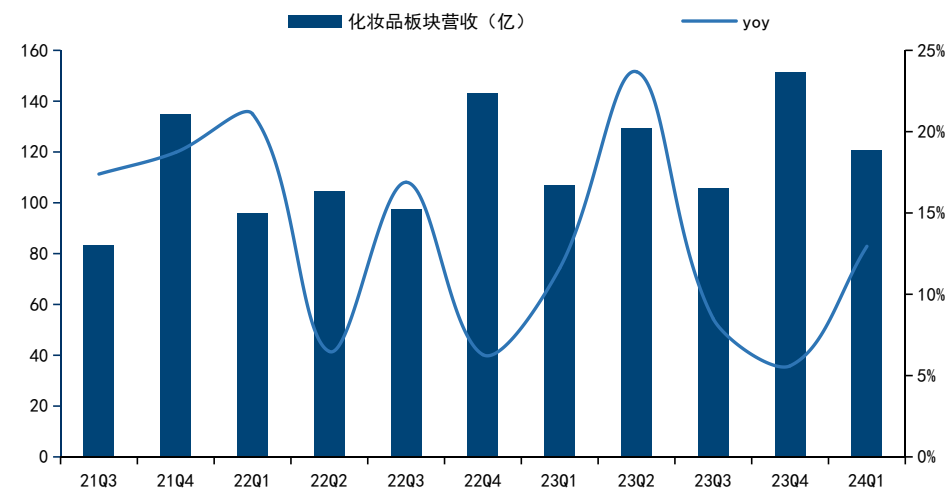
- 美护行业2024年整体稳步增长，从社零数据表现来看，2024年1-5月化妆品行业社零增速为5.4%，虽然在Q1因去年同期疫情解封后的消费反弹基数相对较高而表现一般，但5月化妆品社零增长跳涨至18.7%，我们认为主要预计系今年618大促流量前置影响。
- 头部国货品牌增长仍较为亮眼，自身产品力持续提升是核心基础。同时去年日本核废水事件舆论影响下日妆品牌销售进一步下滑，与之价格段接近的国货龙头的竞争格局进一步受益。此外，作为中高端消费的医美行业受到整体消费力缓慢恢复的影响而增长相对平平，但合规龙头在新品带动下仍有积极表现。

图6：化妆品社零销售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图7：化妆品板块分季度营收增长情况

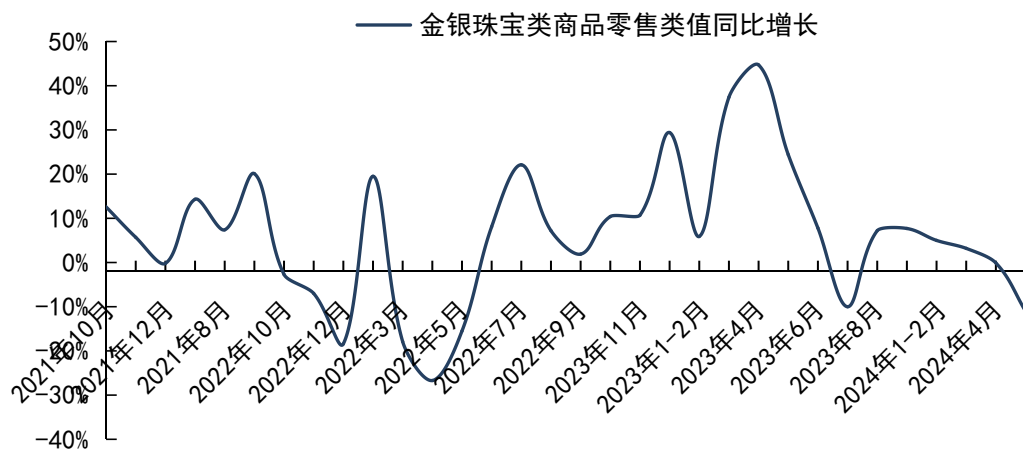


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

1-2. 分品类：黄金珠宝受金价变化扰动基本面波动较大

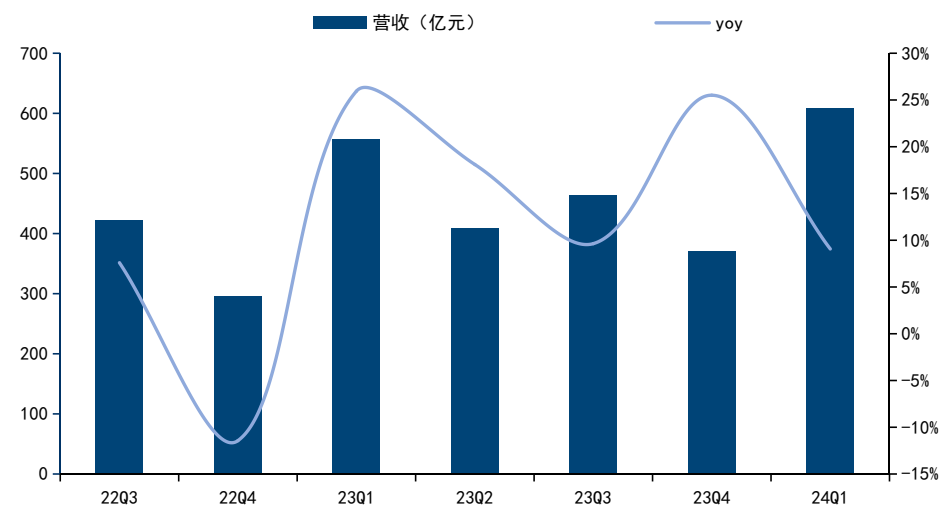
- 黄金珠宝行业上半年基本面波动较大，主要受金价波动影响。204年1-5月黄金珠宝行业社零增长0.9%，其中一季度实现旺季销售高基数下的稳健增长，主要由于Q1为传统黄金珠宝消费旺季，婚庆送礼等需求偏刚性，受金价影响消费行为有限，同时在金价持续抬升下，也驱动了投资保值需求的高涨。而进入二季度，由于金价持续高位波动，推升了非刚需首饰金品类的消费者观望心理，制约了居民淡季消费力的释放，因此5月黄金珠宝社零下滑了11%。
- 从上市企业一季报情况来看，多数黄金珠宝上市企业Q1业绩表现优异，企业之间的品类布局差异和渠道扩张能力是增速不一的主要原因。长期来看，黄金类目在产品的设计感持续提升下，在婚庆及悦己等场景中有望继续吸引增量年轻消费者，此外头部企业经营管理能力也进一步强化，有效运营门店的数量及质量也有望继续提升。

图8：黄金珠宝社零销售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图9：黄金珠宝板块分季度营收增长情况

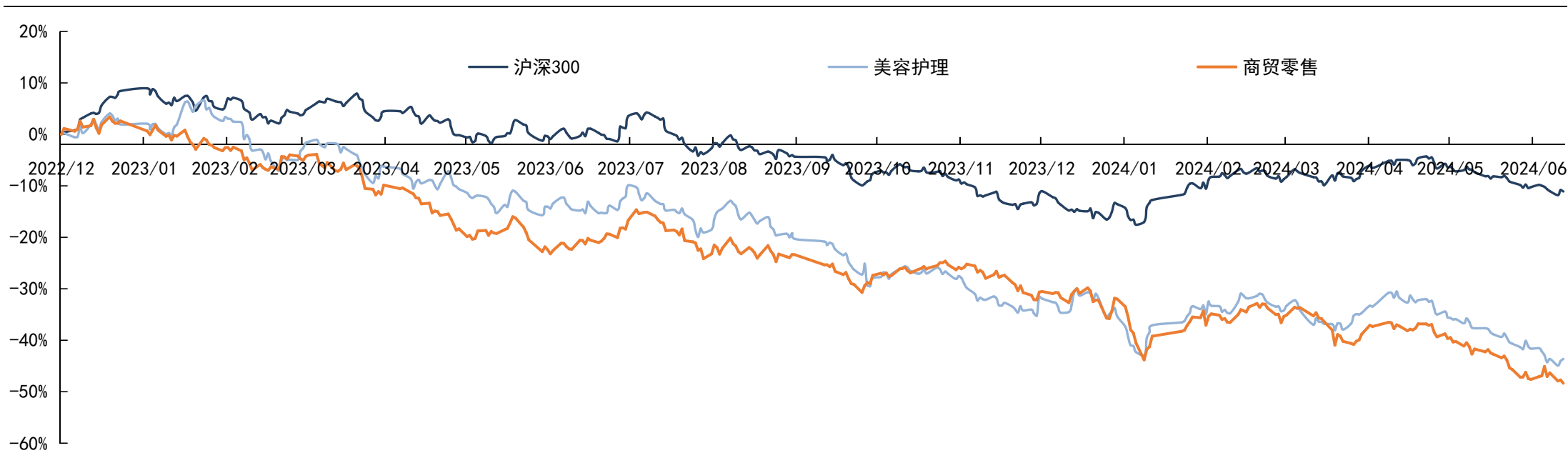


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2. 行情回顾：整体受市场风格及行业基本面影响承压，阶段性热点仍存

- 今年以来，消费板块整体复苏节奏稍显平淡，因此基本上对板块行情产生了一定影响；同时，新国九条发布后，强调通过严格的退市标准对资本市场的“炒小炒差”进行拨乱反正，但部分小市值企业也在情绪波动下有所被错杀，零售及美护板块小市值企业相对偏多，受相关情绪面影响较大，因而阶段性拖累了整个板块的表现。因此美容护理（SW）指数截止6月28日较2023年底收盘价下跌14.28%；商贸零售（SW）指数截止6月28日较2023年底收盘价下跌24.59%，均显著落后于沪深300指数。
- 具体来看，虽然上半年累计各细分板块均表现较弱，但期间也有阶段性行情的出现。如黄金珠宝在年初随着金价走强的支撑和旺季不俗行业数据带动下走出一波靓丽表现，但后期也随着金价的波动而有所回调；同时跨境电商板块一季报基本面夯实基础上部分龙头表现相对优异；此外美护板块中，高性价比国货龙头在扎实的基本面支撑下表现也较为抗跌。

图10：商贸零售及美容护理板块2023年以来股价变化（%）



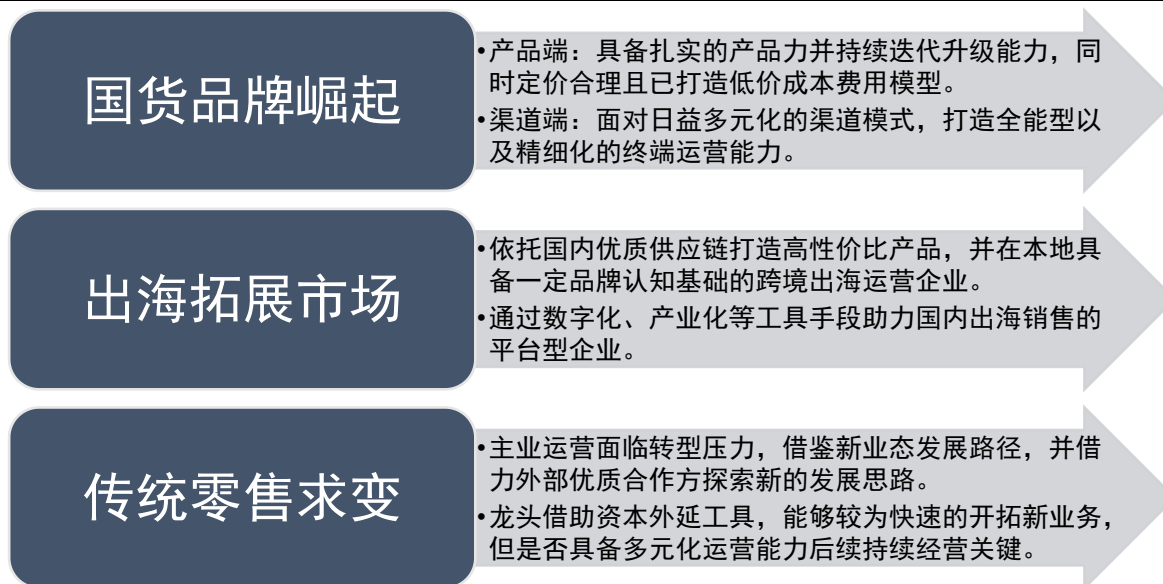
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

二、下半年展望：短期寻找结构性机会，国货崛起及出海为长期方向

2024年下半年展望：关注国货崛起及出海拓张等长期主线

- ⑩ 在当前我国经济结构面临转型，供给端注重高质量发展，需求端强调平稳复苏的形势下，短期来看消费板块也将沿着“预算先行，品质延续的”理性消费趋势演进，性价比消费仍将是内需消费的主流，但品牌端国货品牌崛起之势仍在强化，且出海拓张也将助力打开增长天花板。
- **国货崛起。**国货崛起的方式已逐步从“平价替代”进阶为“品牌替代”。国货龙头依托不断升级的产品实力以及领先的渠道营销策略，近年来不断强化自身的差异化品牌实力，并在消费群体理念的变迁以及舆论环境的优化下得以呈现加速崛起之势。
 - **出海拓展。**随着国内市场竞争的越发激烈以及需求增速进入平稳期，推进品牌出海以开拓海外市场正成为越来越多品牌的发展新路径。头部企业通过跨境电商或是线下代理商合作方式，依托国内优质供应链输出高性价比产品，并通过后续营销打磨积累品牌资产。
 - **传统零售积极求变。**传统零售企业也在针对当前消费趋势变化而积极求变，依托主业原有的资源及资金优势，并积极运用资本市场工具和外部合作方助力，有望探索主业的转型升级，以及新业务增长曲线的开拓。

图11：2024年下半年三大主线梳理

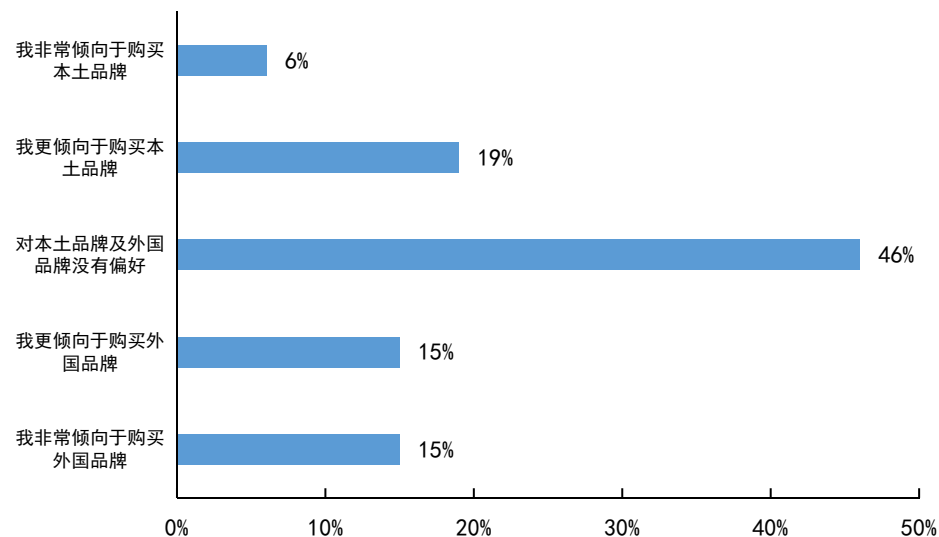


资料来源：国信证券经济研究所整理

2-1. 外部环境变化叠加自身实力提升，共促国货崛起趋势强化

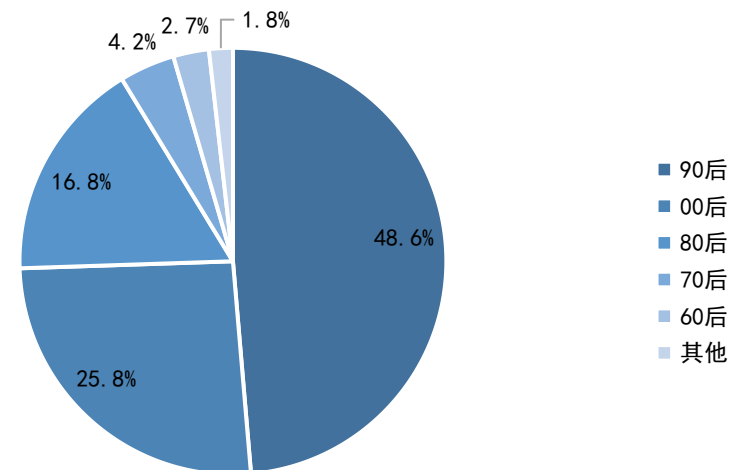
- **天时：**改革开放以来随着我们经济规模持续扩大，优质消费产品供给的丰富以及消费基础设施的完善，培养了国民成熟的消费观，为国产品牌经营端创造了优良的环境土壤。同时当前经济换挡期之时，国民消费更趋于理性，本土产品的性价比优势也被进一步体现。
- **地利：**1) 渠道端，本土销售渠道的快速迭代变迁，弱化了外牌销售渠道壁垒。2) 制造端，本土供应链在大部分消费品中已经具备了完整的闭环能力。不仅具备基础生产能力，且部分产业具备了差异化的技术研发能力，已经出现很多新原料新技术由国货主导的现象。
- **人和：**年轻消费者成为国货品牌的消费主力，文化自信叠加爱国情绪高涨为国货创造了良好的营销基底。由于年轻消费者（尤其是95后、00后）成长于国家综合国力日渐强盛的时期，具有与生俱来的民族自豪感。同时，当前在贸易摩擦、国家经济内循环的背景下，部分国内外相关舆论事件的催化，促使国产品牌获得了更高的关注度。

图12：国货崛起的势头持续强化



资料来源：普华永道《2023年全球消费者洞察调研》、国信证券经济研究所整理

图13：“国潮”相关内容关注年龄分布

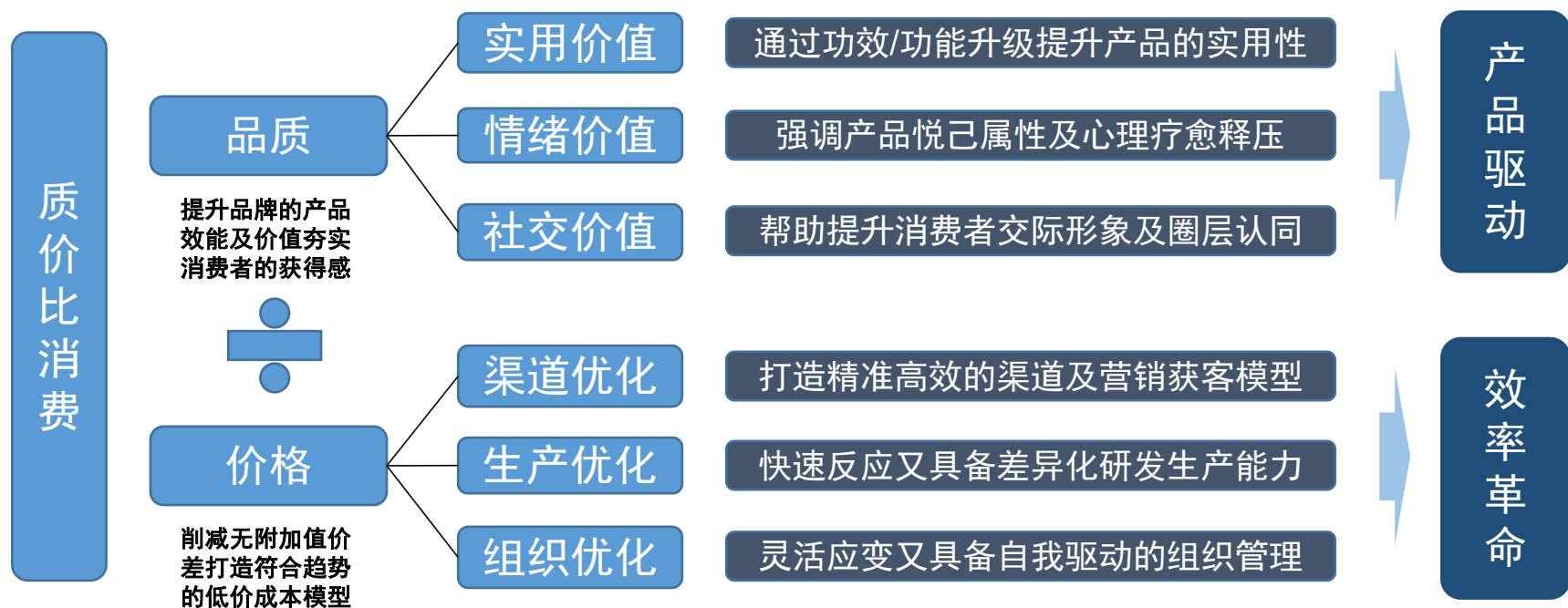


资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

2-1. 国货产品升级的方向：围绕质价比思路实现产品迭代突破

- 同时我们认为当前的国货崛起不仅仅只是基于产品价格优势下的平价替代，而是逐步进阶为具有差异化产品实力下的品牌替代。且在当前理性消费趋势下，头部国货围绕质价比思维，有望通过产品力的持续升级驱动，实现存量份额的进一步提升。
- **围绕性能做加法**：围绕消费者的需求提升产品价值，或是提升产品实用价值通过功效功能性升级，更有效解决消费实际需求痛点；或是夯实品牌的情绪价值、社交价值等，满足当前经济疗愈期，消费者以低成本方式获得社交情感和安全健康需求，这也是“口红效应”的本质。
- **围绕价格做减法**：**并不是追求价格战**，而是通过从生产到销售的全链路流通革命，打造适应中低消费层的成本结构模型，削减没有附加值的流通价差。一方面，需要打通从消费者需求洞察到供应链快反的经营模型。另一方面，通过降低流通环节的成本费用创造低价毛利空间。

图14：围绕性能做加法，围绕价格做减法的国货突围思路

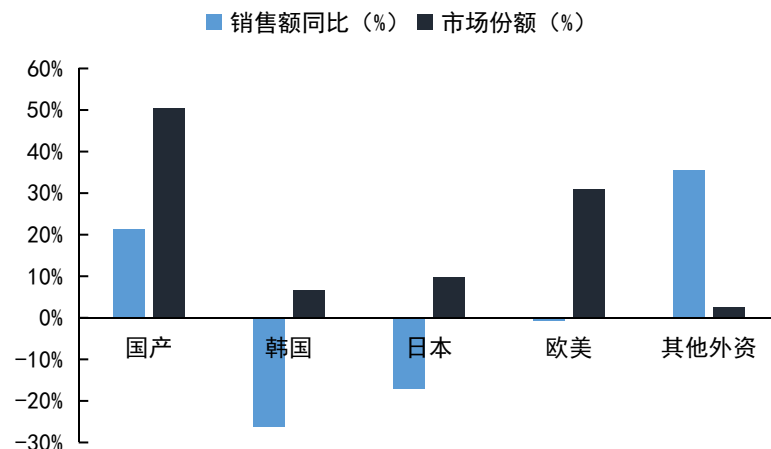


资料来源：国信证券经济研究所分析整理

2-1. 美妆及黄金珠宝等赛道国货崛起之势已较为明显

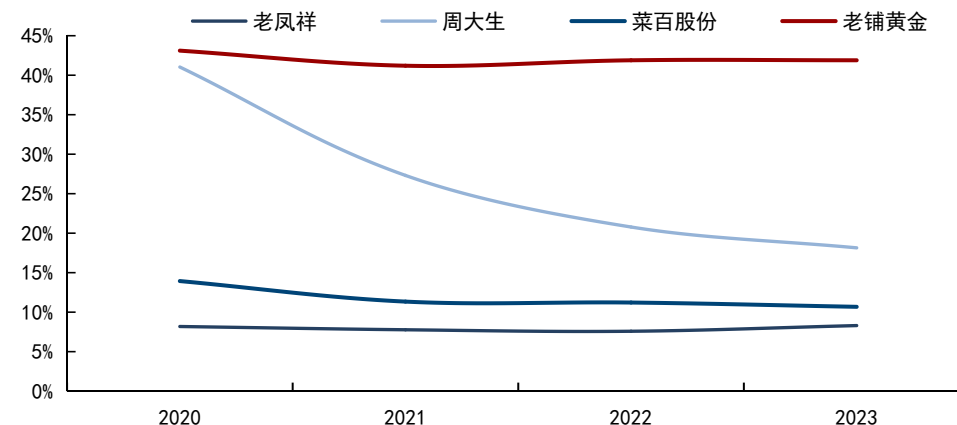
- **美妆个护**：产品力升级是国货崛起的基础，外部舆论事件是重要催化。根据《2023年中国化妆品年鉴》数据，2023年国货美妆销售额同比增长21.2%，市场份额达50.4%，首次超过外资化妆品品牌。首先，近年来无论是原料方面的重组胶原蛋白，还是功效方面的敏感肌防护，乃至品类上的防晒矩阵化等诸多新产品理念均是由国货品牌在主导，通过产品创新来实现差异化是国货崛起的最核心驱动。其次，去年日本核废水排放等不利于国际品牌的负面舆论事件，一定程度上对国货份额提升起也到了催化作用。
- **黄金珠宝**：近年随着黄金品类的崛起，重点布局相关品类的国产黄金珠宝品牌也实现了快速增长。早前黄金品类的设计同质化较为严重，但随着近年古法金等国潮文化元素的流行，打破年轻一代对黄金饰品设计感不足的认知，由产品设计感提升强化悦己属性以带动品牌溢价。如重点布局古法金品类的老铺黄金，通过产品差异化支撑了产品高客单价，从而获得领先行业的高毛利率。

图15：2023年中国化妆品市场中各国销售额同比以及市场份额情况



资料来源：青眼情报《2023年中国化妆品年鉴》、国信证券经济研究所整理

图16：不同黄金珠宝品牌的毛利率差异

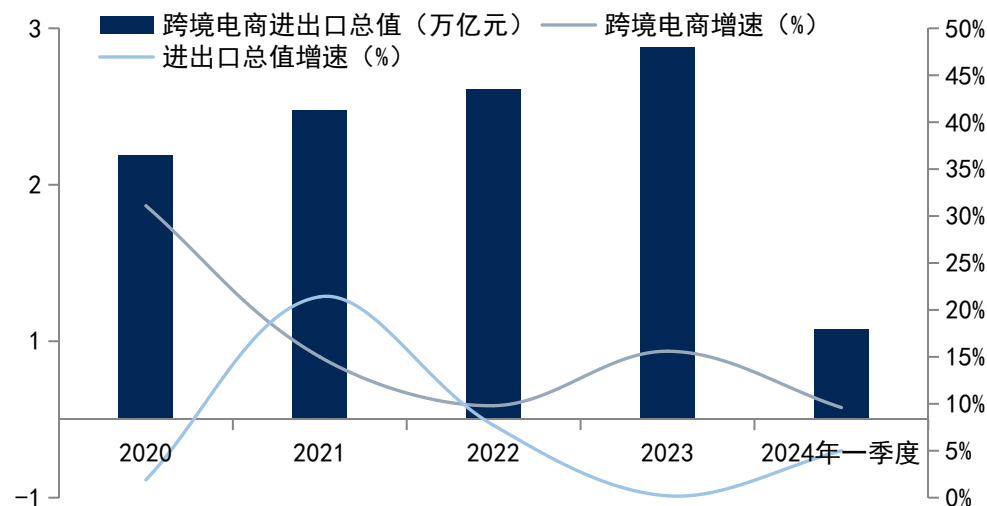


资料来源：公司公告、公司招股书、国信证券经济研究所整理

2-2. 跨境出海：出海前景广阔，跨境电商模式持续发展

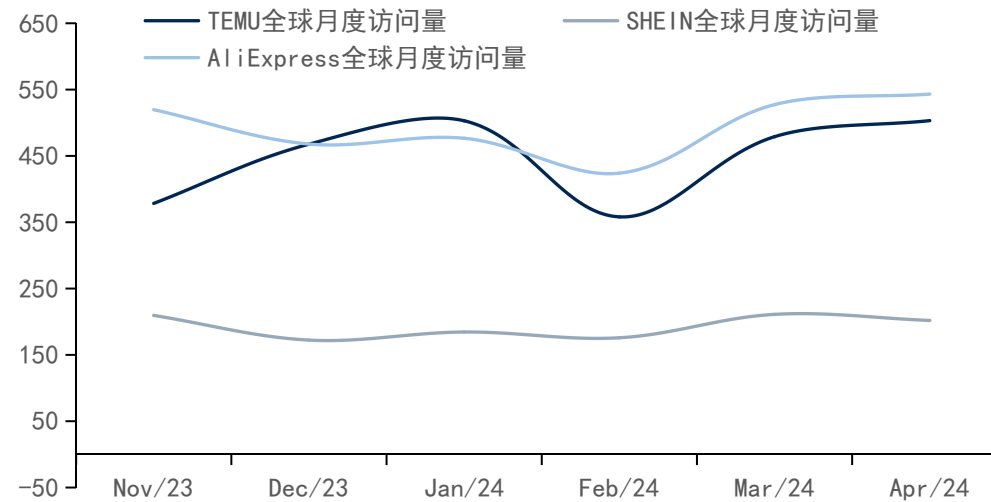
- 据海关总署统计，2023年我国跨境电商进出口2.38万亿元，增长15.6%，其中，出口1.83万亿元、增长19.6%；而进入2024年一季度，我国跨境电商进出口5776亿元，增长9.6%，好于一季度整体外贸进出口增速的5%，其中跨境电商出口额达到4480亿元，约占总出口额的7.8%。
- 出海四小龙的四大跨境电商平台TEMU、SHEIN、Tiktok以及阿里速卖通的表现亮眼。根据 Similar Web数据，TEMU2024年2-4月全球月均访问量达到4.47亿人次，在全球电商和购物行业排名第三。同时2023年中国卖家通过亚马逊全球站点售出的商品件数同比增长超20%。
- 驱动本轮跨境电商成长的核心因素是，供给端国内商品加速出海销售与需求端海外消费者进一步追求高性价比商品的供需两端共振。虽然短期在当前国际形势下，部分跨境出海的目的地国近期出现较多的政策性变化，也引发了市场的担忧。但整体影响较为有限，龙头企业通过精细化的运营布局，积极寻求全球化布局发展以降低单一市场风险等，有望在行业锤炼中获取更高的市场份额。

图17：中国跨境电商进出口增速领先整体外贸（万亿元、%）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图18：跨境电商平台TEMU/SHEIN/AliExpress月度访问量情况（百万）

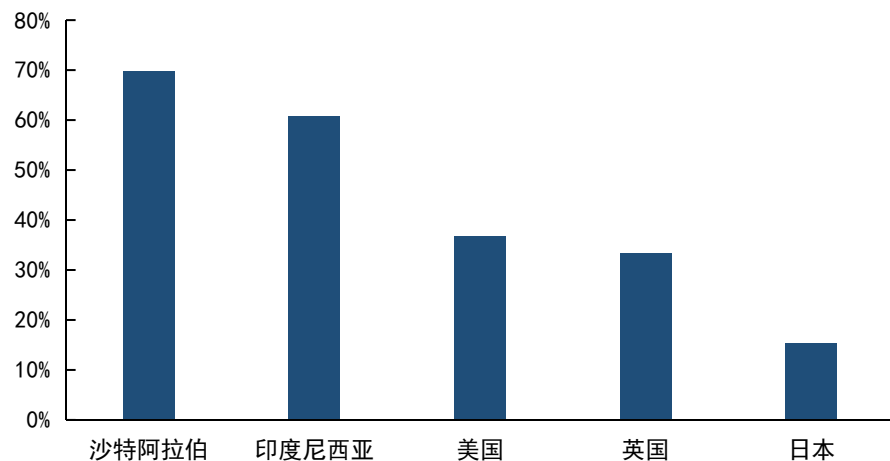


资料来源：Similar Web、国信证券经济研究所整理

2-2. 跨境出海：借力国内优质产品力及运营实力，品牌出海正当时

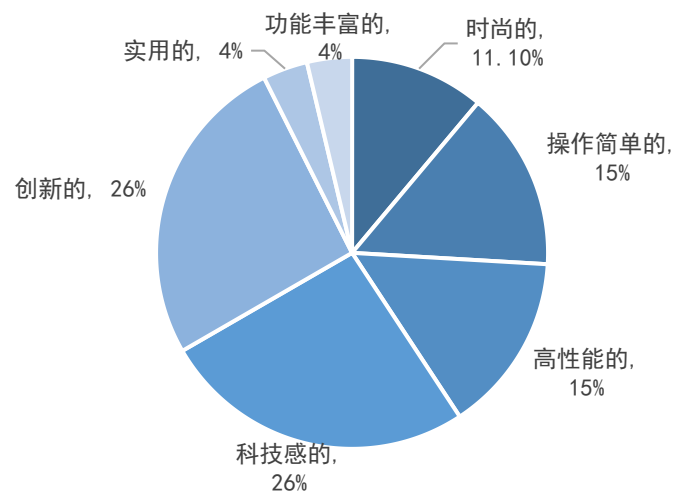
- 除了跨境电商运营企业外，国内品牌方也在积极探索出海市场扩张的机遇。虽然相对于产品出海，品牌出海对于综合实力的要求更高，但当前随着国家高度重视我国国际文化传播能力建设,并通过设立“中国品牌日”等形式鼓励宣传知名自主品牌，特别是一带一路等政策的推进，进一步强化了中国品牌文化的国际传播，使得中国品牌在部分目的地国家有了更良好的发展基底。
- 而从方式上来看，虽然如前文所述，跨境电商的快速发展为国产品牌出海国货品牌提供了优异的工具。通过天猫淘宝海外、Lazada、亚马逊等电商平台的布局，并依托自身本就较为成熟线上运营经验，国货品牌实现了快速发展。除此以外，通过借助当地具备一定资源优势的渠道商合作商，也同样有头部国货品牌通过线下实现了本地化业务的快速布局。

图19：各国海外中国品牌用户表示熟悉中国品牌的占比



资料来源：飞书深诺《中国出海品牌价值榜单报告》、国信证券经济研究所整理

图20：海外消费者对中国出海消费品牌的印象



资料来源：飞书深诺《中国出海品牌价值榜单报告》、国信证券经济研究所整理

2-3. 传统零售积极求变：外部帮扶叠加自身改革，强化商品力应对趋势变化

- 未来随着理性消费趋势的延续，折扣零售市场仍将继续壮大。而随着近些年消费者需求的改变以及线上电商渠道的冲击，部分线下传统渠道由于产品性价比优势不足，以及门店购物体验较差等因素，整体发展较为承压，也有着较强的折扣化转型诉求。
- 一方面，自身借助现有优势积极探索折扣化转型。传统线下龙头企业，具备有多年深耕的供应链采购能力，以及门店区域影响力，并在近年来积极在前端推进业态优化转型，有望未来通过持续锻造供应链，以及获客端提效创新能力，有望重回增长通道。
- 另一方面，借助外部力量实现转型。如今年以来，胖东来分别帮助步步高及永辉超市调改，而从调改结果来看，根据联商网数据：1) 步步高梅溪湖调改门店日均销售额增长近9倍（从15万元增长至133+万元），日均客流增长近6倍（从0.2万人次增长至1.2万人次）。2) 郑州永辉信万广场店2023年平均日销18.01万元，日均客流2613人，而调改完成后的开业首日涌入近1.3万顾客，单日高达188万元。

表2：重点布局折扣零售渠道的企业一览

公司	布局内容
家家悦	两种折扣业态，1) 零食集合店“悦记·好零食”定位于一站式极致性价比的零食集合店，截止2023Q3已开店15家。2) 好货折扣店“好惠星”。以家家悦自有品牌为主，其他商品来自全国2000多家供应商，大批量集中采购有效降低成本，根据公司官方公众号，目前折扣超市已开设4家门店
永辉超市	据永辉官网消息，公司近期将在全国范围的门店中增设正品折扣店，并同步在线上APP/小程序增设折扣专区，提供食品、用品惊喜折扣价
重庆百货	根据公司官方披露，重百新世纪超市通过深度调整采销体系，5月28日旗下首家“生鲜+折扣”模式门店—新世纪超市超级市集-加州店正式开业，首日销售（未税）突破50万元，客流近9000人。开业六天销售（未税）198.6万元，日均33.1万元，同比增长538%。

资料来源：Wind、联商网、国信证券经济研究所整理

图21：胖东来调改永辉的主要涉及方面

商品	价格	环境	员工	设施设备
<ul style="list-style-type: none"> 保留一线品质品牌，下架质量堪忧品牌，同时补充时尚商品品类。新增单品占比80%，达到胖东来商品结构90%以上。 胖东来多款热门自有品牌商品同步进驻门店。 	<ul style="list-style-type: none"> 优化采购渠道，控制商品价格 保证合理的商品定价及利润空间 	<ul style="list-style-type: none"> 重新梳理卖场布局，取消强制动线，并拓宽主副通道，同时去掉拥挤的堆头，优化陈列位置。 扩大烘焙区、现场加工、熟食区，取消了外租区，新增顾客休息区，使现场空间更加开阔，给予顾客舒适购物体验。 	<ul style="list-style-type: none"> 体制上充分激发团队和员工的积极性和向心力。 对于在职员工，实现全员加薪。 同时员工工作时间平均每天不超过8小时，并增加10天年假 	<ul style="list-style-type: none"> 对原有设备进行全方位的维护保养和更新迭代。 新增日配冷链，生鲜、散称杂粮、卖场端架等设备设施，整体硬件设施更新占比达到45%。

资料来源：联商网、国信证券经济研究所整理

2-3. 传统零售积极求变：借力资本打造第二曲线

- 当前多数消费品上市企业运营已经较为成熟的背景下，第二增长曲线的布局对于企业未来的持续成长显得越发重要，同时随着当前IPO政策的收紧一级市场优质消费标的也存在退出压力，因此行业具有较强的整合诉求，近期已有较多品牌开启合并和收并购的动作。
- 目前作为上市公司，一方面政策也较为鼓励合理合规的并购扩张作为发展方向，相关企业的筹措资金来源也越发多样，除了传统的再融资以外，也包括发行Reits，定向可转债等新型方式；另一方面，产业并购工具也越来越丰富，上市公司或是通过直接收并购与企业主业能够形成有效互补的标的，或通过设立产业基金对标的的进行参投，待发展成熟后或注入上市公司并表或选择退出取得投资收益。
- 随着国内消费品牌近年在充分竞争环境下的持续发展，其经营能力也得到了全方位的验证。龙头品牌公司均在渠道、研发、营销等运营环节具备一定的核心竞争壁垒，并且有着较为成熟稳定的经营团队，对于收购业务也可以通过有效的赋能实现1+1>2的效果。

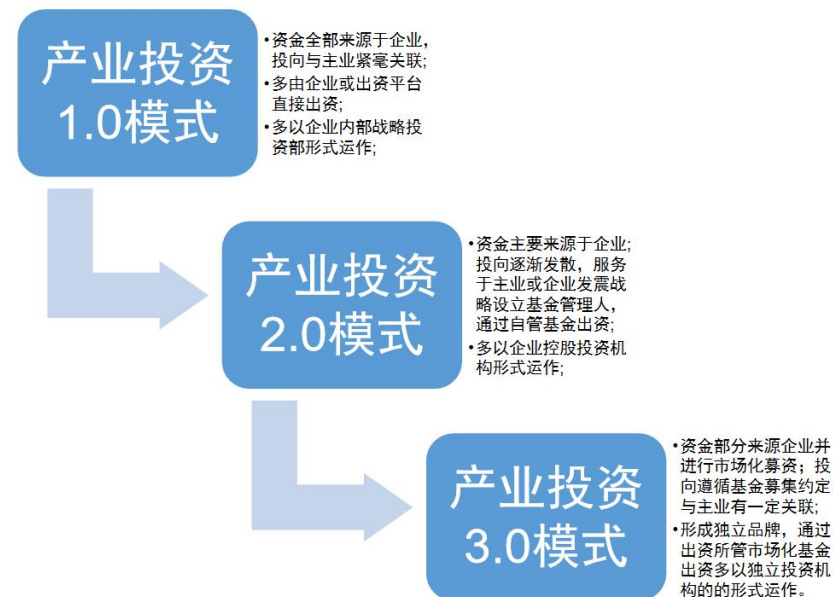
图22：近期相关鼓励上市公司产业并购政策梳理

来源	日期	鼓励并购的具体政策或表述
证监会主席吴清在2024陆家嘴论坛上的发言	2024.06	支持上市公司运用资本市场工具增强核心竞争力，特别是发挥资本市场并购重组主渠道作用，助力上市公司加强产业整合协同。
证监会上市公司座谈会	2024.02	持续推动并购重组市场化改革，激发市场活力，取消部分行政许可事项，优化重组上市监管要求。
证监会发布的《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	2024.03	支持上市公司通过并购重组提升投资价值。多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产。
《关于修改〈公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）〉第五十条的决定》	2023.10	将REITs试点范围拓展至消费基础设施，推动“促消费、稳增长”，丰富REITs资产类型，构建消费基础设施领域良性循环。

资料来源：财新网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图23：上市龙头CVC投资版图扩张模式



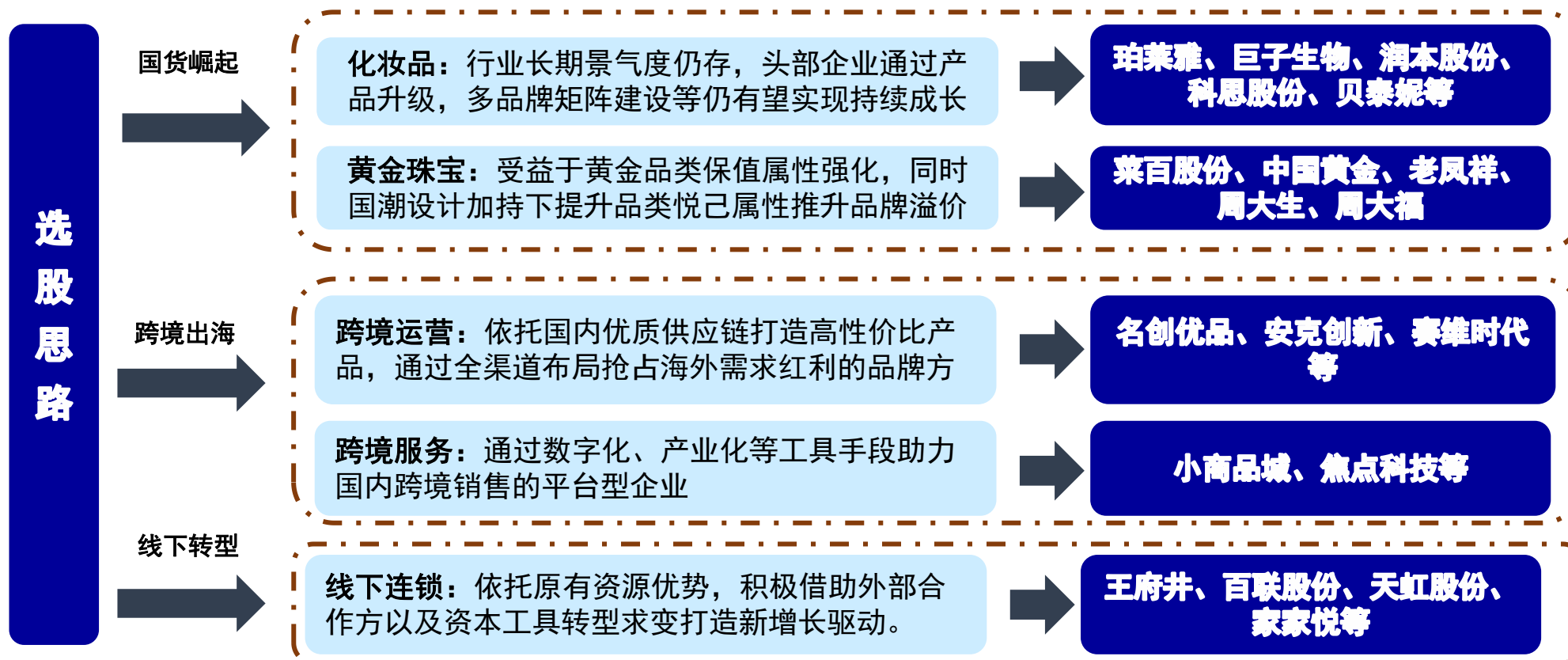
资料来源：清科研究中心、国信证券经济研究所整理

三、投资建议：

投资建议：围绕三条主线布局个股中长期投资机会

⑩ 整体来看，我们预计2024年全年居民整体消费仍将延续渐进复苏的趋势，虽然短期压力仍存但部分板块调整后的中长期成长潜力仍较大，同时前期行情对于消费板块的悲观预期反映也较为充分。从下半年投资策略来看，我们认为短期更需要在板块中寻找结构性投资机会，同时配合政策主题热点抓取个股相对收益；而中长期继续沿着前景相对明确的国货崛起以及出海拓展等主线方向布局。

图24：2024年下半年投资脉络梳理



资料来源：国信证券经济研究所整理

- **美容护理**：近两年来板块充分调整之后部分标的估值吸引力正在逐步显现，头部国货品牌在上半年展现了较为强劲的增长韧性。展望2024下半年，一方面，建议关注美妆国货崛起背景下，品牌力不断强化的品牌企业，通过产品力的打磨建立了较为深厚的消费者心智。主要标的有**珀莱雅、巨子生物、润本股份、科思股份、爱美客**等；二是，具备较强品牌力基础但前期由于渠道模式或是产品结构未能及时适应行业变化，而阶段性出现增长失速的企业，未来有望在管理团队的调整基础上，积极调整转型，或是培养新增长曲线从而重回增长轨道。主要包括：**贝泰妮、华熙生物、上海家化、水羊股份以及丸美股份**等；
- **黄金珠宝**：短期金价波动对终端消费需求的释放存在扰动，但着眼长期，随着黄金产品设计感的提升和营销优化，品类的保值+配饰的双重属性在当前消费环境下有望进一步得到消费者的认可。而随着企业自身积极推进门店结构优化和产品升级，有望中长期持续夯实业绩，随着当前板块龙头股价调整到位，有望迎来长期布局机遇。推荐：**菜百股份、中国黄金、老凤祥、周大生、潮宏基、周大福**等；
- **跨境电商**：海外消费需求仍处于相对高位，同时随着多元化定位的出海平台逐步丰富，以及营销活动的积极开展，有望进一步刺激海外线上渗透率的提升。短期虽有目的地国营商贸易环境变化等不稳定因素，但龙头企业通过精细化的运营布局，提升抗风险能力，有望在行业锤炼中获取更高的市场份额。主要推荐：**小商品城、安克创新、赛维时代**等；
- **线下零售**：虽然短期受消费力恢复节奏拖累线下板块业绩表现稍显平淡，但长期来看线下场景式消费业态迭代升级以及体验式服务的不可替代性催化消费客流逐步回归，龙头企业多年的业务布局积累了深厚的供应链能力，在此基础上有望积极应对性价比消费趋势变化开展创新折扣业态转型。同时也在借助外部合作方实力，以及资本工具积极探索新增长驱动，推荐：**名创优品、重庆百货、家家悦、王府井、百联股份**等。

- 一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；
- 二、宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
- 三、品牌新品推出不及预期，或新品牌推广不及预期；
- 四、渠道竞争加剧，营销投放成本上升影响企业盈利能力；
- 五、企业管理层出现变动调整导致经营能力受损；
- 六、收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：相关公司估值表



附表：相关公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 07-12	总市值（亿元） 07-12	EPS				PE			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300957.SZ	贝泰妮	优大于市	47.15	200	1.79	2.40	2.79	3.13	38.16	19.65	16.89	15.08
603605.SH	珀莱雅	优大于市	107.55	427	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	28.53	23.55	19.97
300740.SZ	水羊股份	优大于市	13.15	51	0.75	1.04	1.27	1.47	22.08	12.66	10.35	8.92
300856.SZ	科思股份	优大于市	32.49	110	4.33	2.80	3.49	4.31	14.36	11.62	9.30	7.54
002867.SZ	周大生	优大于市	12.73	140	1.20	1.41	1.63	1.89	12.64	9.03	7.81	6.74
002345.SZ	潮宏基	优大于市	4.55	40	0.38	0.51	0.60	0.70	18.15	8.92	7.58	6.50
600612.SH	老凤祥	优大于市	54.75	226	4.23	5.03	5.72	6.39	16.30	10.88	9.57	8.57
300866.SZ	安克创新	优大于市	62.40	330	4.16	4.89	5.86	6.71	22.30	12.76	10.65	9.30
600415.SH	小商品城	优大于市	7.54	414	0.49	0.52	0.59	0.76	15.00	14.50	12.78	9.92
603708.SH	家家悦	优大于市	8.30	53	0.21	0.35	0.39	0.43	62.03	23.71	21.28	19.30
9896.HK	名创优品	优大于市	38.00	479	1.40	2.05	2.52	3.02	21.77	18.55	15.07	12.59
2367.HK	巨子生物	优大于市	41.60	428	1.46	1.79	2.25	2.70	22.11	23.28	18.46	15.40
600223.SH	福瑞达	优大于市	6.53	66	0.30	0.34	0.41	0.47	32.27	19.36	16.04	13.92
600827.SH	百联股份	优大于市	7.69	129	0.22	0.41	0.47	0.51	42.42	18.94	16.47	15.03

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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。本报告仅供我公司客户使用，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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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