

商贸零售行业2025年投资策略

困境在何处，反转在何方

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

执证编码：S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090004

- **2024年消费回顾：**2024年1-11月社零总额同比增长3.5%，其中线上渠道保持稳健增长+7.4%，但延续放缓趋势，线下渠道相对承压。分品类看，可选消费受多因素影响短期承压，化妆品类/金银珠宝类分别同比下滑1.3%/3.3%。此外，出海消费延续高景气，前三季度跨境电商进出口同比增长11.5%。整体来看，2024年消费在宏观经济承压，居民财富效应缺失以及平台渠道红利退却下，整体消费有效需求不足；同时在中观层面当前产品供给过剩但商家的商品力依旧无法满足消费者日益升级的要求，最终在供需严重失衡所导致内卷式竞争，企业报表端盈利压力也在持续加大。
- **展望明年，**我们认为当前政策端消费刺激方向极为明确，同时企业端也在积极探索转型调整，整个消费产业在经历了两年多的承压后，有望迎来困境反转，具体方向包括：从具体主线来看：1) **政策刺激：**政策刺激消费方向明确，对有较明确方向赛道如首发经济、银发积极、育婴政策等，以及大众可选消费带来需求弹性；2) **资产整合：**国企改革深化，外部产业资本助力，叠加并购重组政策推动，传统零售企业有望实现价值重估；3) **业态调改：**企业积极学习优秀标杆，或是把握新兴消费趋势进行转型调改，有望迎来困境反转；4) **品牌升维：**细分高端市场的品牌力优化以及大众品牌的产品迭代带动持续增长，以及龙头品牌依托现有优势积极开拓第二曲线。
- **具体子板块投资建议：**1) **美容护理：**业绩基本面在消费领域横向对比仍具备优势，且品牌化及国产替代的长叙事仍在延续，龙头企业的板块历史估值弹性亦较大。推荐：丸美生物、润本股份、珀莱雅、爱美客、巨子生物、登康口腔等。2) **传统零售：**促消费政策有望带来需求刺激，企业自身积极围绕商品力、服务力进行业态调改创新，同时国改、市值管理等有望推动价值重估。推荐：百联股份、重庆百货、名创优品、永辉超市等。3) **黄金珠宝：**板块业绩受金价高位压制需求释放，但估值已较充分反映悲观预期，2025年受益促消费政策、金价企稳等有望迎来业绩边际改善。主要推荐：老凤祥、周大生、潮宏基、老铺黄金、周大福等。4) **跨境电商：**海外电商消费景气度延续，而对未来关税贸易政策的不确定性担忧，龙头品牌力具备向终端提价传导成本的能力，同时也可通过区域市场多元化弱化影响。主要推荐：小商品城、安克创新等。
- **风险提示：**终端消费需求不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力，企业管理层变动调整导致经营能力受损，并购后管理不善带来商誉增加等。

附表：重点公司盈利预测及估值

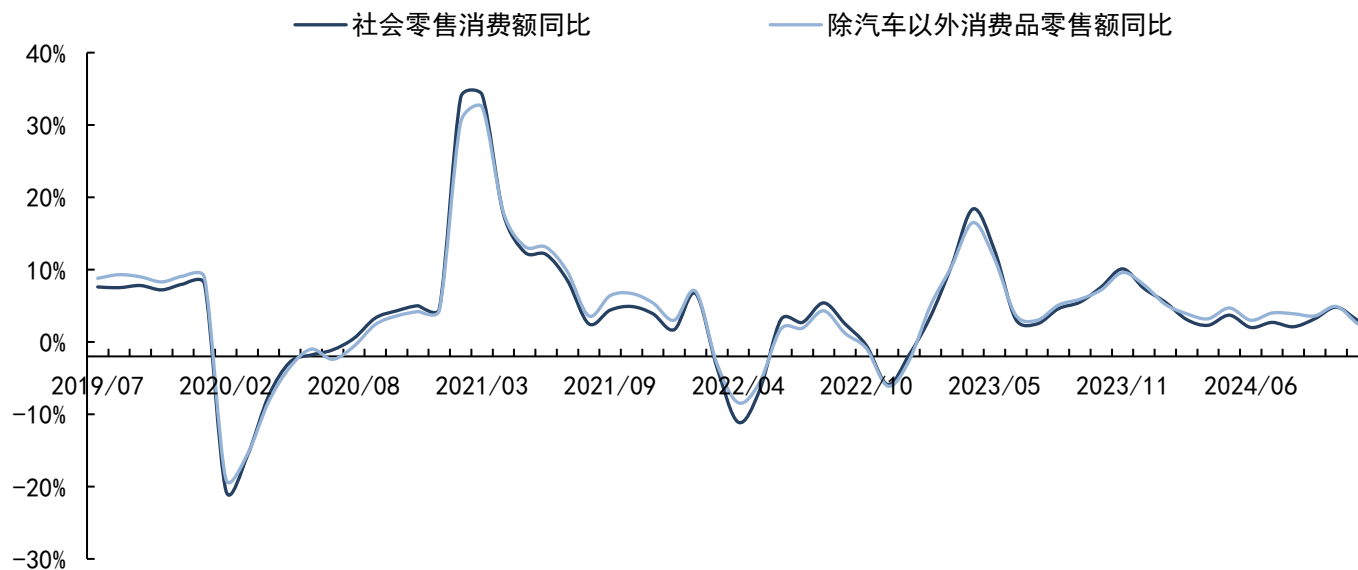
代码	公司名称	投资评级	收盘价 12-22	总市值（亿元） 12-22	EPS				PE			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600415.SH	小商品城	优于大市	14.57	798.97	0.49	0.51	0.61	0.78	15.00	28.57	23.89	18.68
600827.SH	百联股份	优于大市	11.25	189.61	0.22	0.97	0.42	0.50	42.42	11.60	26.79	22.50
603983.SH	丸美生物	优于大市	36.17	145.04	0.65	0.92	1.15	1.39	39.06	39.32	31.45	26.02
600612.SH	老凤祥	优于大市	55.08	226.77	4.23	3.8	4.17	4.58	16.30	14.49	13.21	12.03

一、2024行业复盘：整体增长平稳， 存在结构性亮点

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1-11月社会消费品零售总额44.27万亿元，同比+3.5%。其中，商品零售额39.26万亿元，同比+3.2%；餐饮收入5.02万亿元，同比+5.7%。整体商品消费延续低位复苏的趋势，未来居民消费能力和消费信心仍有进一步修复的潜力。
- 从限额以上单位商品零售额看，必选品类增长良好。1-11月，粮油食品/饮料/烟酒类分别同比增长9.9%/3.2%/5.2%。可选消费中化妆品类同比-1.3%，受去年相对高基数、消费需求变迁等因素影响。金银珠宝类同比-3.3%，受金价高位抑制终端需求等因素影响。服饰鞋帽类同比+0.4%，表现平稳。家器和音像器材类同比+9.6%，其中11月单月同比+22.2%，受益以旧换新等补贴政策刺激表现较好。

图1：中国社会消费品零售总额及同比增速（亿元、%）

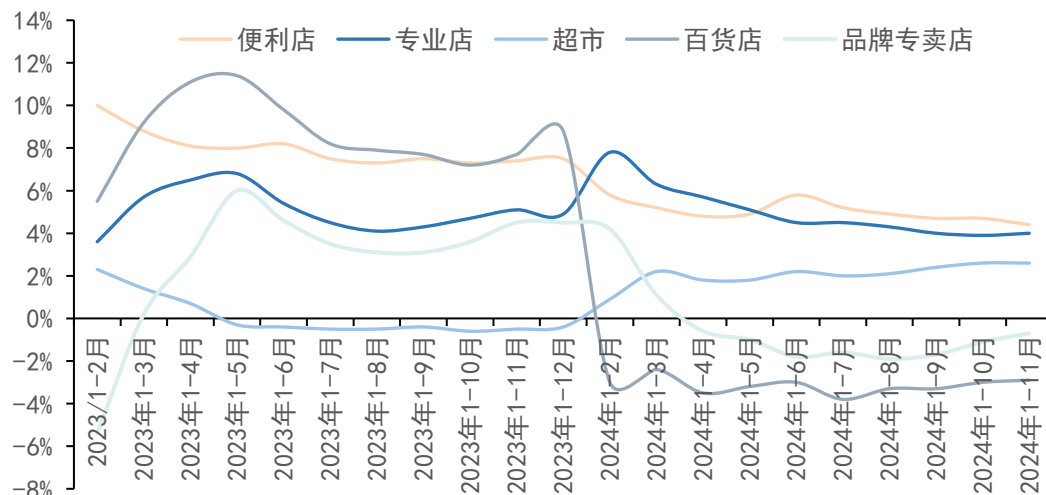


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

分业态：线下商超增长平稳，零售企业积极寻求变革调整

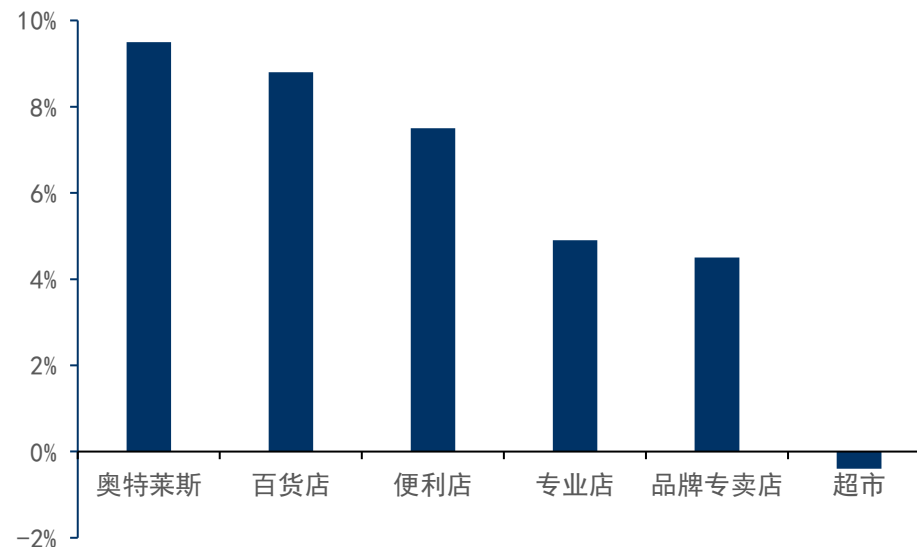
- 1-11月，限额以上零售业单位中便利店、专业店零售额同比分别增长4.4%、4.0%，表现较好。超市零售额同比增长2.6%，受益必选品类的需求较好以及商超企业自身积极的变革调整。如永辉超市、步步高正积极学习优秀商超胖东来经验，推进门店调优转型；家家悦进品类调整、运营效率优化等，上半年超市可比门店客流增长13.69%。
- 以可选消费为主的百货渠道则表现相对承压，以及受高基数影响，1-11月百货店零售额同比下降2.9%。不过从细分业态来看，受益于性价比消费趋势，折扣零售表现相对稳健。公司公告显示，王府井前三季度奥特莱斯业态营收同比增长4.37%，优于公司整体营收下滑14.61%的表现。百联股份前三季度奥特莱斯业态营收下滑1.39%，优于公司整体营收下滑8.31%的表现。

图2：线下零售业态的零售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图3：2023年限额以上单位零售分业态增长率（%）

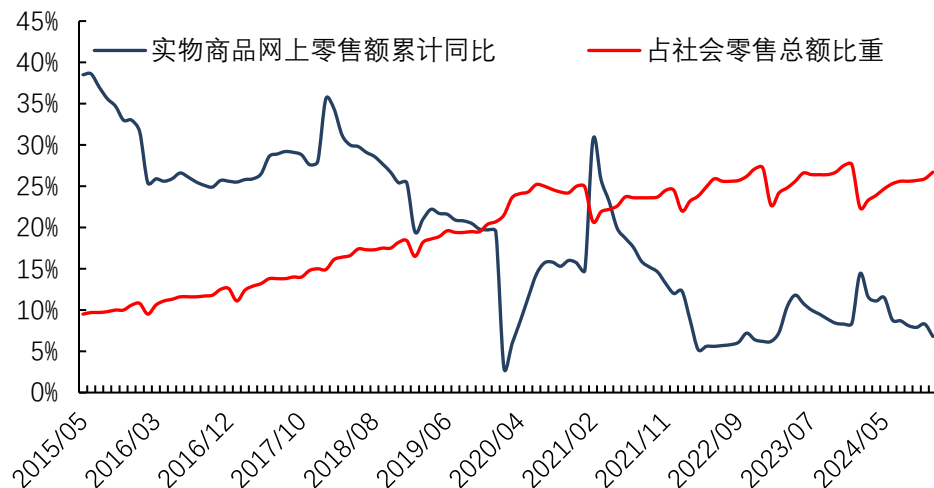


资料来源：国家统计局、中国百货商业协会、国信证券经济研究所整理

分业态：线上各平台消费稳健，大促流量向日销平移

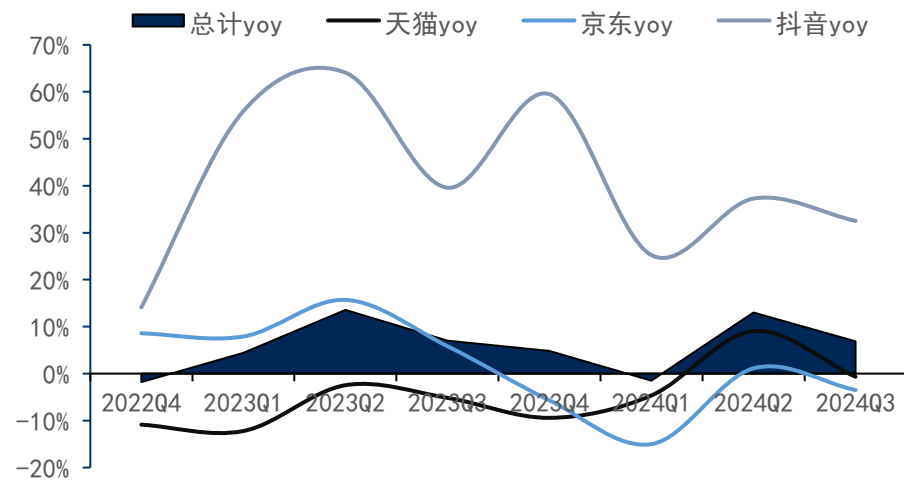
- 线上消费增速虽有所放缓但仍好于消费大盘整体。2024年1-11月全国网上零售额同比+7.4%，较上半年增速的9.8%有所放缓。其中，1-11月实物商品网上零售额同比+7.9%，占社会消费品零售总额的比重为26.7%，吃类、穿类、用类商品分别增长16.2%、2.8%、6.3%。受到经济环境影响，线上消费增速跟随消费大盘逐季放缓，但实物消费总体比较稳定，占社零整体比重仍在持续提升。
- 天猫平台销售额止跌，抖音增速逐步趋稳。据久谦数据，单Q3天猫+京东+抖音三大平台共实现收入增速6.8%，虽较Q2增速13.0%有所放缓，但在线上消费淡季下仍维持平稳发展。其中天猫/京东/抖音分别实现增速-0.7%/-3.5%/32.5%，在双11大促效应下Q4有望提振增速。目前来看天猫仍为第一大平台，前三季度收入占比三大平台合计高达42.6%，抖音在较快增速增长下收入占比达29.0%，较去年年底提升4pct。

图4：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5：线上各平台销售额增速（%）

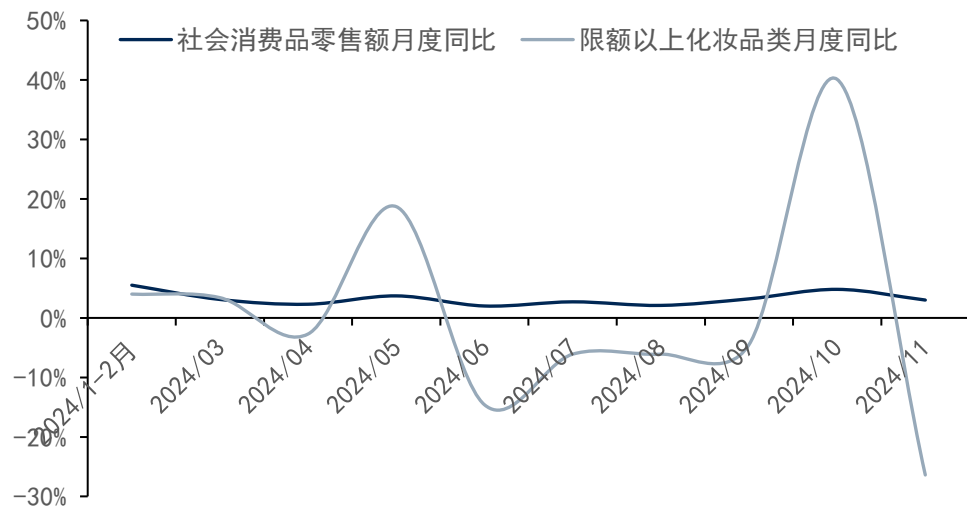


资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

分品类：美妆以及黄金珠宝等可选消费相对承压

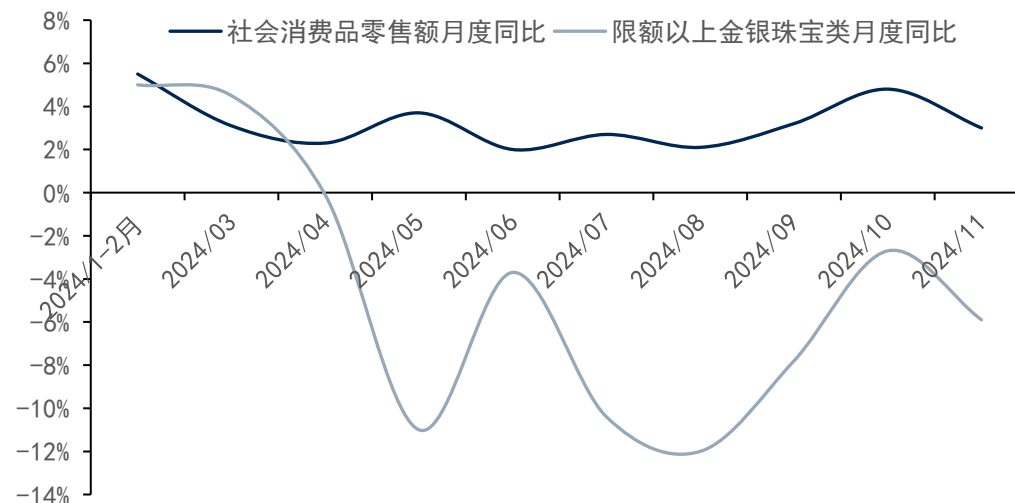
- 今年以来化妆品行业整体仍处于低位成长阶段，1-11月化妆品社零同比下滑1.3%。目前来看，在整体经济大环境压力下，化妆品由于其可选消费品属性相对表现不振；而同时前几年的新媒体电商红利的释放，一定程度上也透支了品类渗透率进一步提升的空间，未来行业低速增长将成为常态化。但行业内公司表现分化加剧，国货龙头仍有优异表现。
- 1-11月，金银珠宝类社零同比下滑3.3%。随着金价不断新高抑制终端消费需求，导致整体板块业绩承压，但在黄金保值需求的高涨，有望带动相关企业投资金业务受益；同时随着黄金产品在持续创新设计下，婚庆及悦己等场景中有望继续吸引增量年轻消费者。展望年底，在春节较去年日期靠前及金价近期有所回落企稳情况下，预计终端需求边际将逐步好转。

图6：化妆品社零今年以来相对社零整体的月度表现情况（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图7：金银珠宝社零今年以来相对社零整体的月度表现情况（%）

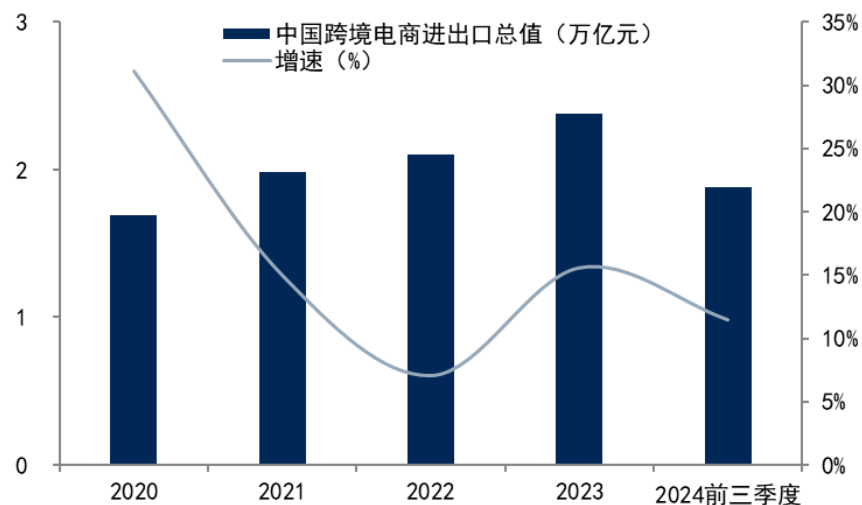


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

出海消费：景气度仍处于高位，性价比需求持续高涨

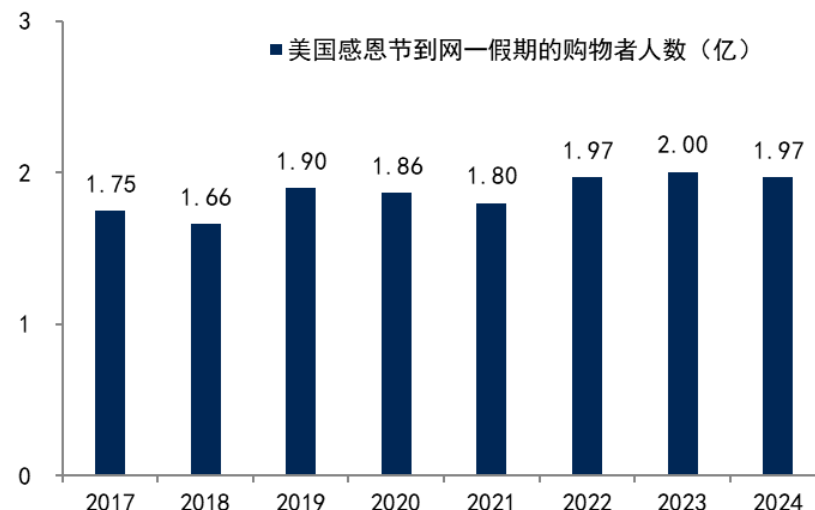
- 据海关总署初步数据统计，2024前三季度，我国跨境电商进出口1.88万亿元，同比增长11.5%，高于同期我国外贸整体增速6.2个百分点。其中，出口1.48万亿元，增长15.2%。跨境电商在科技创新驱动下，以外贸新业态新模式为全球消费者提供更加多元化购物选择。
- 四季度海外消费旺季仍展现了较强的消费需求。据 Adobe Analytics数据，美国黑五销售额108亿美元，同比增长10.2%，网一销售额133亿美元，同比增长7.3%，创下历史新高。此外，据美国零售联合会（NRF）数据，从感恩节到网络星期一的五天假期周末估计有1.97亿购物者，超过了NRF最初预期的1.834亿购物者。其中性价比消费需求延续，亚马逊2024年黑五网一期间，活动期间共计为客户节省了数十亿美元。此外，亚马逊11月上线了名为“Amazon Haul”的低价商店，商品价格均低于20美元，其中大多数低于10美元。

图8：中国跨境电商进出口规模及增速（万亿元、%）



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图9：美国感恩节假期购物者人数变化（亿）

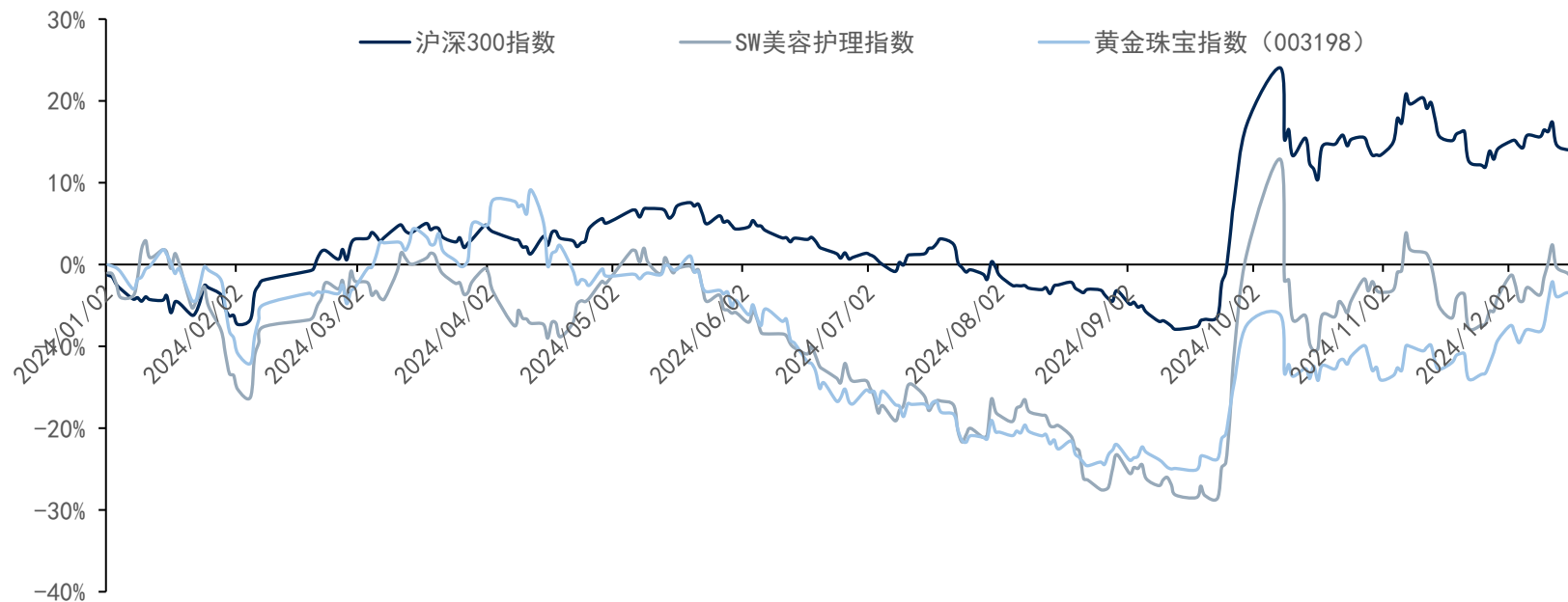


资料来源：美国零售联合会（NRF）、国信证券经济研究所整理

行情回顾：美容护理板块表现弱于大盘，受制于终端消费平淡

- 今年以来，消费板块整体复苏节奏稍显平淡，对板块行情产生了一定影响，尤其是可选消费属性的美容护理及黄金珠宝。据wind统计，美容护理（801980.SI）指数截止12月17日较2023年底收盘价下跌3.38%，跑输沪深300指数17.69pct。黄金珠宝（003198.CJ）指数截止12月17日较2023年底收盘价下跌6.04%，跑输沪深300指数20.34pct。
- 不过今年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、终端消费走弱而有所回调；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：美容护理及黄金珠宝指数2024年以来相较于沪深300指数的股价变化（%）

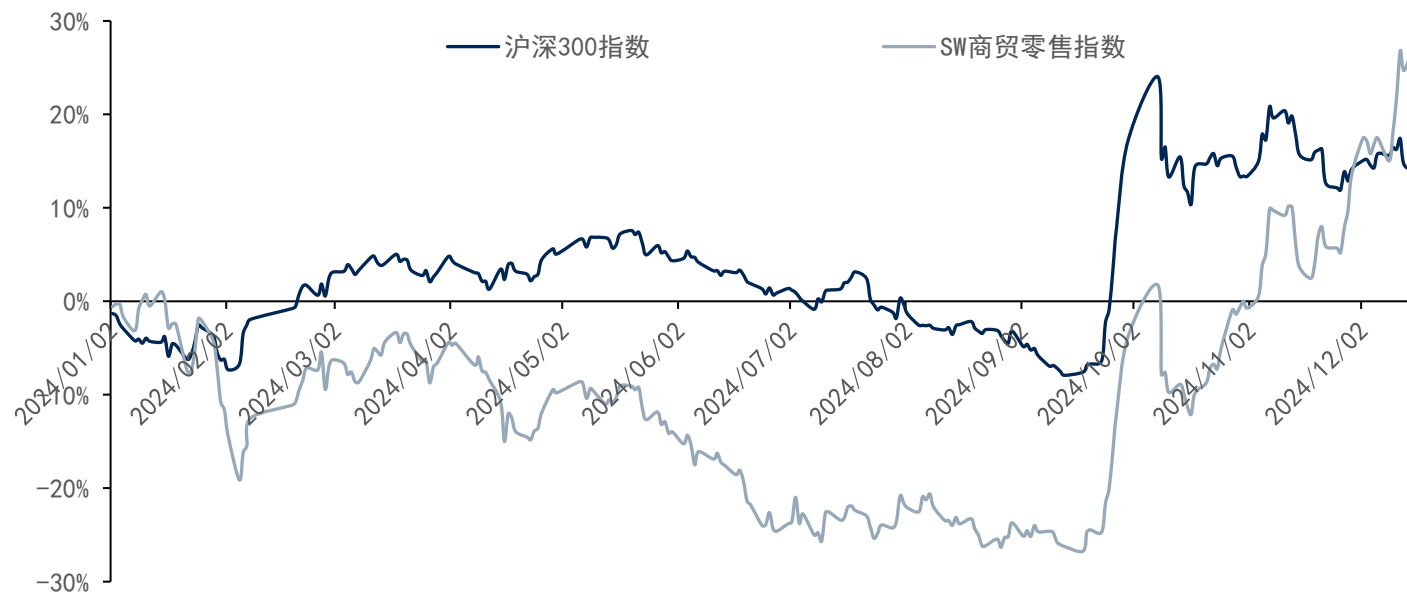


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行情回顾：传统线下零售受益促销费政策、并购重组等预期表现较好

- 以商超、百货为代表的传统零售板块表现较好，据wind统计，商贸零售（801200.SI）指数截止12月17日较2023年底收盘价上涨20.21%，跑赢沪深300指数5.9pct。其中尤其是9月24日证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，以及各部门推出一系列促销费政策以来，商贸零售指数9月24日至12月17日涨幅56.62%。
- 如我们在《并购重组风起，存量时代下的企业重要增长范式》报告中所述，线下零售渠道龙头本身仍拥有商品集中可触达、消费场景多元丰富的优势，且供应链能力积累深厚。在当前短期经营压力下，有望通过并购整合盘活产业内的低效资产，实现核心业务增值升值，并提升长期竞争力。

图11：商贸零售指数2024年以来相较于沪深300指数的股价变化（%）

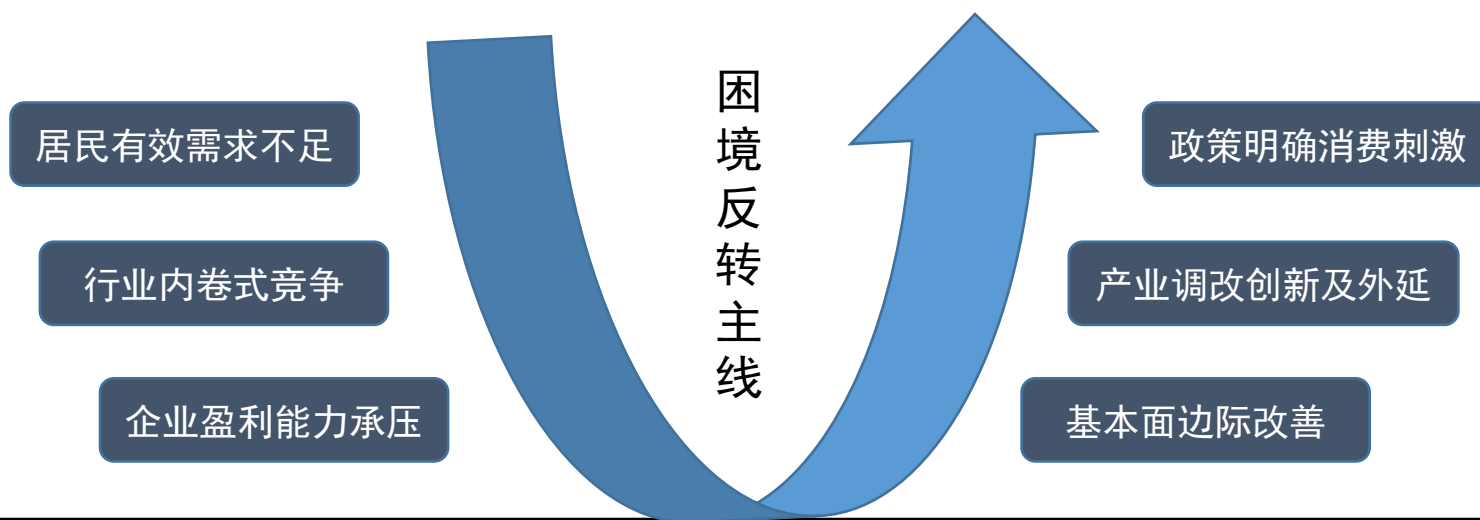


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

困境反转是2025消费产业的最核心主线

- 展望明年，我们认为当前政策端消费刺激方向极为明确，同时企业端也在积极探索转型调整，整个消费产业在经历了两年多的承压后，有望迎来困境反转，且从在资本市场角度来看，当前流动性良好且市场情绪持续转优，对短期估值也具备容忍度，板块明年行情值得期待。但仅从当前行业的基本面来看，确实较难找到特别明确的拐点。因此我们认为，明年的第一阶段行情更多的是对于潜在反弹空间的判断进行交易，后续在根据企业业绩的兑现做更为精细化的个股筛选。所以当前选股的重点在于理解目前板块的基本面困境来源以及反转逻辑的演绎方向。
- 理解困境之处，以判断行情催化节奏：困境反转是基于板块企业的基本面潜在边际变化趋势带来的业务弹性，因此对于企业的困境来源的理解，以及该困境能否在明年的自上而下环境下得到有效解决是判断行业的重要基础。
- 理解反转方向，以判断行情持续空间：企业的反转是需要抓手的，不能只因为足够困就简单推导反转空间足够大。其反转的手段和方向是否符合当前消费趋势，以及该领域是否有标杆型的优质企业作为参照物，是重要的判断标准同时也是估值提振的来源。

图12：2025年行业展望



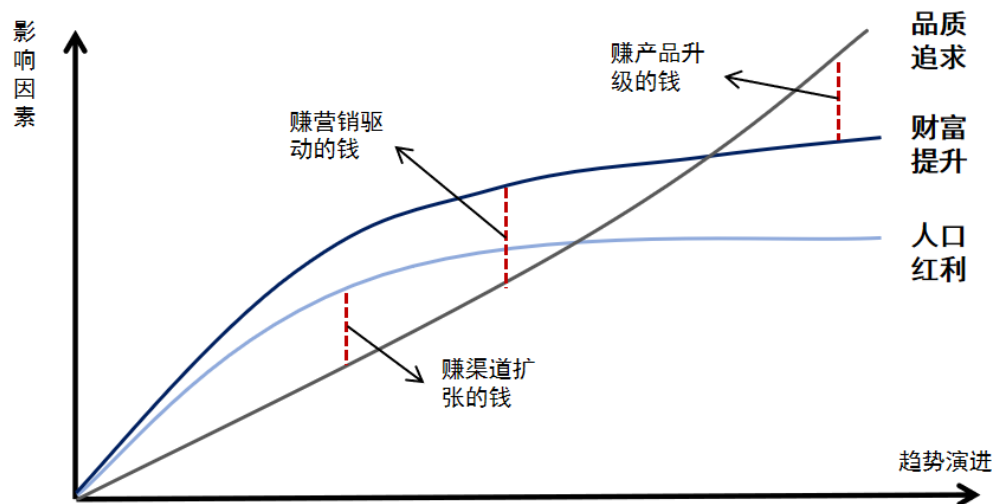
资料来源：国信证券经济研究所分析整理

二、2024年消费特征总结：企业当下困境的来源-极致的供需逆转

近两年企业经营困境的底层原因：国内消费供需关系的极致逆转

- 纵观中国消费品市场，此前的发展驱动主要来自于渠道和营销拉动，过往的商业模式创新也更多的是集中在获客端，以实现用户流量更广更高效的获取为目的，这一模式持续跑通的经济社会背景，是整个国内的人口城镇化红利、线上化红利以及地产经济下的居民财富效应带来的需求扩容。但自2023年以来，上述红利已经随着社会经济结构的相对固化而逐渐消退，存量市场下供需关系发生了剧烈的扭转。**消费者主权不断强化下，后端的商品力成为了当下企业分化乃至拉开差距的核心因素。**
- 因此，所有基于过去需求红利时代背景下的业务模式都遭遇了较大的挫折：过度的渠道扩张导致库存压货价格战、多度营销也导致各种“智商税”出现后对品牌的反噬。但同时，消费者的消费理念和品质认知水平随着不断充分的供给以及信息的平权仍在持续提升，因而在行业渗透率已经达到一定程度的时候，品牌方就需要更优质且更精准的产品和服务，去满足越发挑剔的消费者需求

图13：消费行业底层驱动力的发展变化



资料来源：国信证券经济研究所分析整理

2024年消费特征：自上而下三维度因素导致消费企业相对承压

- 具体来看2024年消费行业的困境来源从自上而下主要体现在以下三个方面：
- **宏观维度：主要系当前居民有效需求的不足：**一方面是财富效应的缺失，在经济大环境承压下，居民可支配收入水平承压，同时财产性收入随房地产下行而收缩。另一方面是渠道红利的消退，其中根本是人口红利的透支，无论是线上流量红利还是线下的城镇化红利均已触及天花板。
- **企业经营：主要系当前产品供给过剩但商家的商品力依旧无法满足消费者日益升级的要求。**一方面体现在选品能力的缺失：企业缺乏对上游供应链的深耕，优质商品及原材料的掌握能力不足。另一方面体现在对核心需求把握的不足：对消费者缺乏深入服务和研究，产品难以紧扣核心目标消费人群的实际需求。
- **财务压力：内卷式竞争下对企业报表端盈利压力加大。**一方面在价格端：制造业产能过剩，平台无序竞争，导致整体价格战盛行，企业毛利率承压。另一方面在费用端：新渠道新媒介缺失，营销方式同质化严重，品牌消费ROI持续下行，而恶化的盈利也抑制了公司进一步投入增产。

图14：2024年消费企业困境影响因素

宏观：居民有效
需求不足

- 财富效应的缺失
- 渠道红利的消退

企业：供给过剩
但商品力不足

- 选品能力的缺失
- 核心需求的把握不足

报表：内卷式竞
争致盈利恶化

- 价格战不断
- 费用效率下降

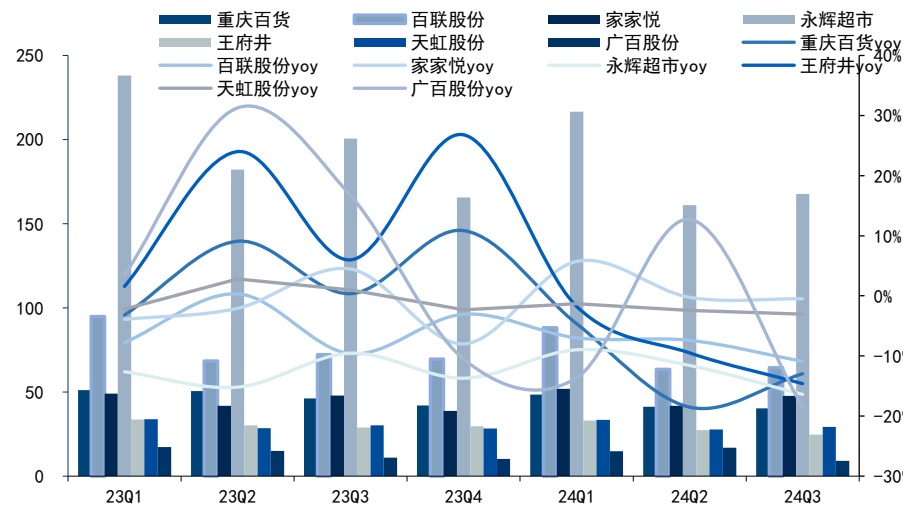
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

百货商超行业：客流平稳恢复，同时消费力承压影响客单价



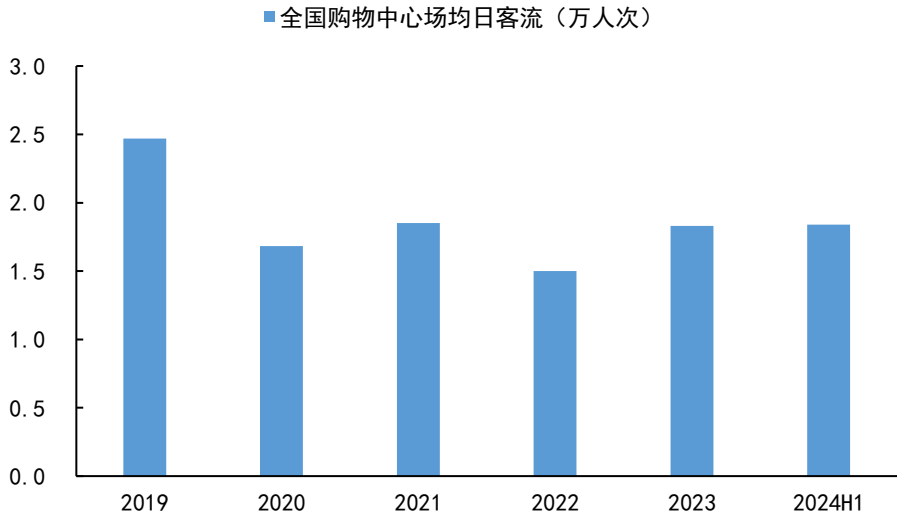
- 根据上市公司三季报来看，今年以来百货商超公司业绩表现同比持续承压。从收入端来看，大多数龙头公司今年以来营收增速持续承压，从利润端来看，受百货行业整体遇冷及营收下滑影响，叠加毛利率下滑下，多数龙头公司归母净利润增速为负，部分公司甚至出现亏损。
- 根据汇客云数据，2024年上半年全国购物中心场均日客流为1.84万人次，较2023年同期增长4%，客流量平稳复苏，但与之相对的是，今年以来百货上市公司的营收较2023年出现了不同幅度的下滑，因而呈现一定程度上的“旺丁不旺财”现象。
- 我们认为百货商超当前的消费额承压困境一方面是宏观环境影响下的消费力承压因素，但另一方面对于企业而言，体现的是进店购买转化率、消费连带率以及复购率这三个影响客单销售的核心指标并未得到有效提升，而这三项核心指标的提升在经营端有赖于极致的商品力和服务力来满足，这也是多数零售企业过去经营中所忽视的。

图15：百货商超头部公司近期营收表现



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图16：客流量恢复相对平稳

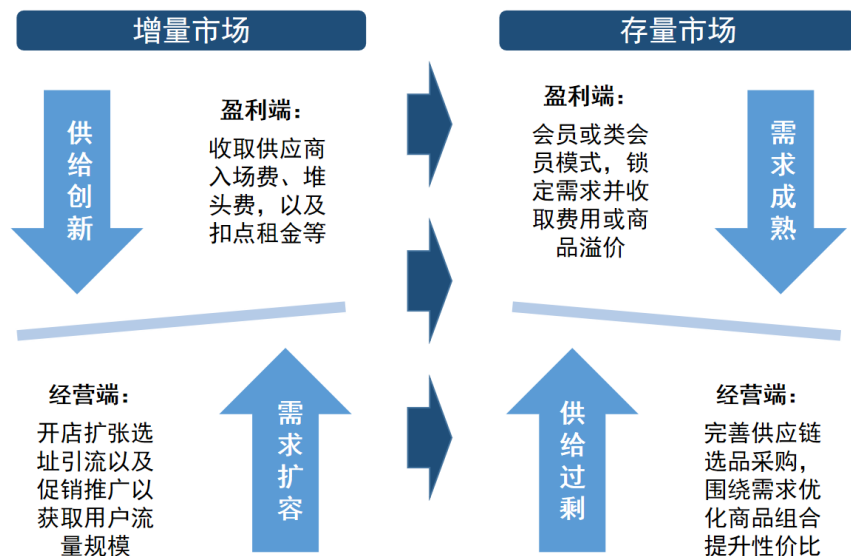


资料来源：汇客云、国信证券经济研究所整理

百货商超之困：落后的经营模式已无法匹配当前供需关系

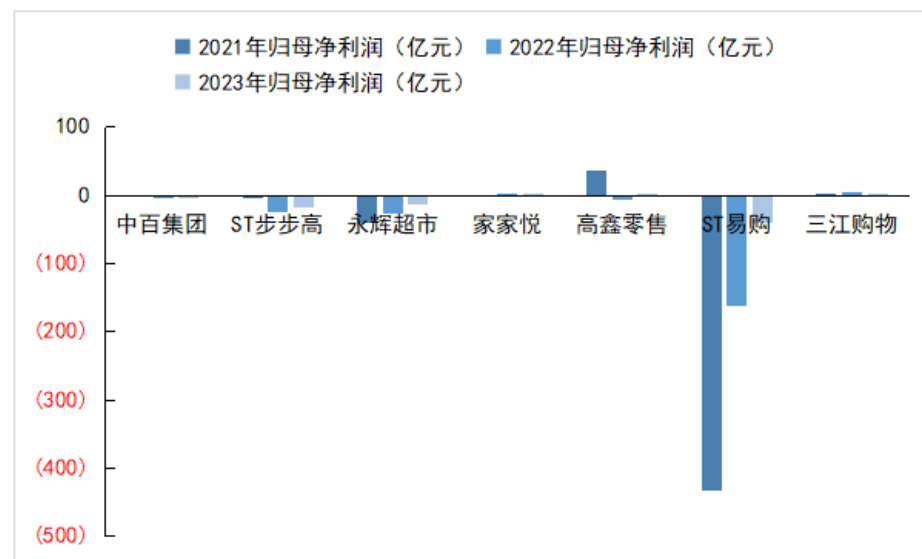
- 此前国内多数零售企业的经营模式是适用于此前需求扩容期社会背景下的产物，即通过不断的线下开店扩张和线上引流获客，积累用户规模，然后对入驻的供应商通过入场堆头费、扣点坑位费等形式来实现最终盈利，一定程度上忽视了对消费者需求洞察下的商品力建设。譬如上一轮的新零售时期时期来看，最终失败的原因之一在于：过于聚焦模式创新和快速扩张而忽视后端商品力建设；同时也忽视了消费者实际需求体验，商品SKU设置盲目追求多而全，导致周转效率低、损耗大以及销售复购不足等问题，最终由于无法实现持续可盈利，因此近两年不少新零售整合企业逐步退出了相关布局
- 当前已经有多家国内线下零售公司根据新形势开启了新一轮的调改变革。本轮调改转型中，企业运营的重点已经从前端获客转向后端的商品力运营，根据消费者不断升级的需求，挖掘并提供优质的产品和丰富的服务，并赚取来自消费者对渠道商品力认可后带来的选择溢价。

图17：零售企业在不同市场下的经营模式发生骤变



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

图18：布局新零售的相关企业近年来连续亏损

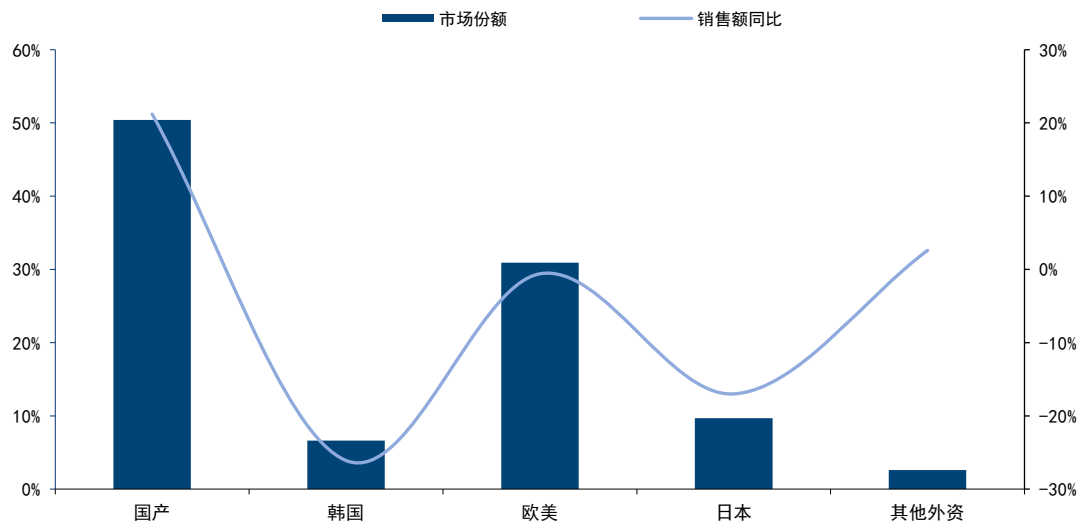


资料来源：wind、国信证券经济研究所分析整理

美护行业：行业持续分化，国货崛起将是未来主要叙事

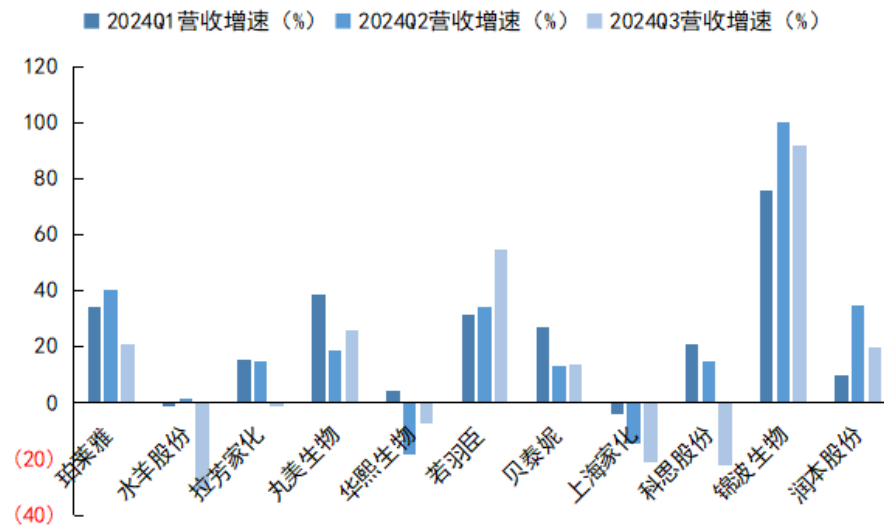
- 今年化妆品行业整体表现平淡，但行业弱beta下却有着强alpha的体现，从上市板块的品牌企业表现来看，美护板块前三季度稳健增长，虽然呈现逐季放缓的迹象，但在消费板块中仍具备横向比较优势。同时板块内公司分化加剧，总结来看，具备三大能力公司仍有靓丽增长表现：1) 通过抓住渠道平台变迁中的新平台红利机会；2) 通过产品品类的差异化布局突围；3) 多品牌第二曲线复制迭代助力。
- 同时，目前行业的国货替代趋势已经极为明确。根据青眼发布的《2023年中国化妆品年鉴》数据显示，去年国内美妆市场规模达到7972亿元，同比增长5.2%。其中值得关注的是，国货美妆的年度销售额同比增长9.96%，市场份额达到50.4%，首次超过外资品牌。未来一段时间内，国货替代仍将是国内化妆品市场发展的主要叙述，也将支撑相关上市企业业绩的持续发展。

图19：2023年中国化妆品市场各国品牌销售额及份额



资料来源：青眼《2023年中国化妆品年鉴》、国信证券经济研究所整理

图20：2023年中国化妆品市场各国品牌销售额及份额



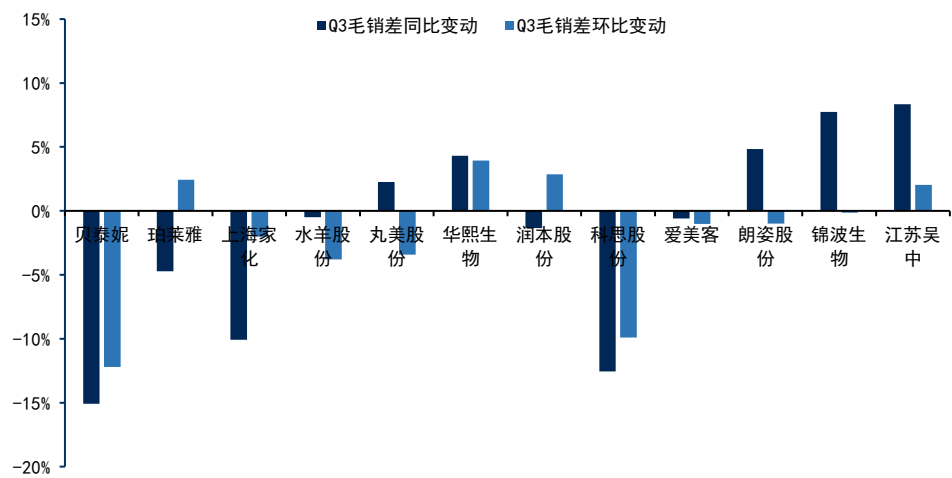
资料来源：青眼《2023年中国化妆品年鉴》、国信证券经济研究所整理

美妆行业之困：主业增长基数已高，管理层密集换届



- 虽然板块收入端仍有稳定增长，但是今年以来我们看到板块龙头的盈利能力也在逐步承压。我们认为这一方面是因为多数企业的主品牌规模基数已经较高，本身也到达了增长的天花板，进一步增长的获客边际效益在走弱；另一方面，行业需求平稳下，竞争也同样在加剧，由于线上电商平台竞争力度加大，且纷纷推进低价策略，一定程度上对品牌方的经营带来了更大的压力，叠加兴趣电商平台算法的不断调整，运营难度和费用压力均较传统货架电商更大，因此大多化妆品品牌公司毛销差同环比均有所减弱。
- 而增长难度加大的同时，去年以来国货美妆企业管理层的密集变动，也为行业龙头的长期发展平添了不确定性。由于化妆品行业一直属于充分竞争的市场，我们认为未来企业是否可以搭建一个匹配企业核心战略的现代化自驱型的组织，是能够灵活适应新形势变化，并实现品牌长久运营的基础：1) 适应企业发展的组织架构迭代，管理依形势而变；2) 合理的考核和激励机制，稳定并吸引人才。3) 联动所有前台部门的中台机制。从而减小对于个体的依赖。

图21：美护板块重点公司Q3毛销差同环比变化趋势



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

表1：近期化妆品上市公司高管调整情况

公司	时间	调整高管
珀莱雅	2024. 09	CEO方玉友离任，由董事侯亚孟接任
	2024. 07	首席研发官魏晓岚离任
	2024. 01	首席营销官叶伟离任
上海家化	2024. 05	董事长兼CEO潘秋生离任，由原高鑫零售CEO林小海接任
	2024. 08	副总经理叶伟敏离任
丸美股份	2024. 06	子品牌恋火主理人离职
贝泰妮	2023. 03	副总经理兼电商事业部负责人董俊姿离任

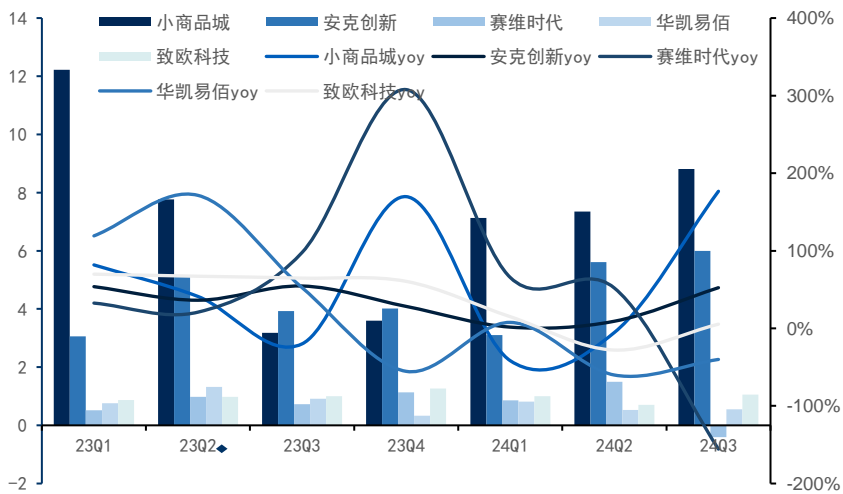
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

跨境电商行业：企业盈利分化，对外部环境变化较为敏感

■ 对于跨境电商零售企业而言，虽然收入端长期受益于海外线上消费景气度的支撑，但是利润端受到影响因素较多，因而表现不一。包括受电商平台政策变化影响，包括平台租金费用、销售佣金、仓储物流费用等。例如在物流环节，跨境物流包括了前端揽收、运输分拣、国外报关、干线运输、国外清关、海外仓储、尾程配送及退换货等多个环节，单个环节的延误就可能影响整个物流链条的流畅运转，从而增加企业经营成本。根据艾瑞咨询报告，国内消费品品牌的物流成本占比仅在5%左右，而以B2C为主的跨境电商品牌物流成本占比达20%-25%。

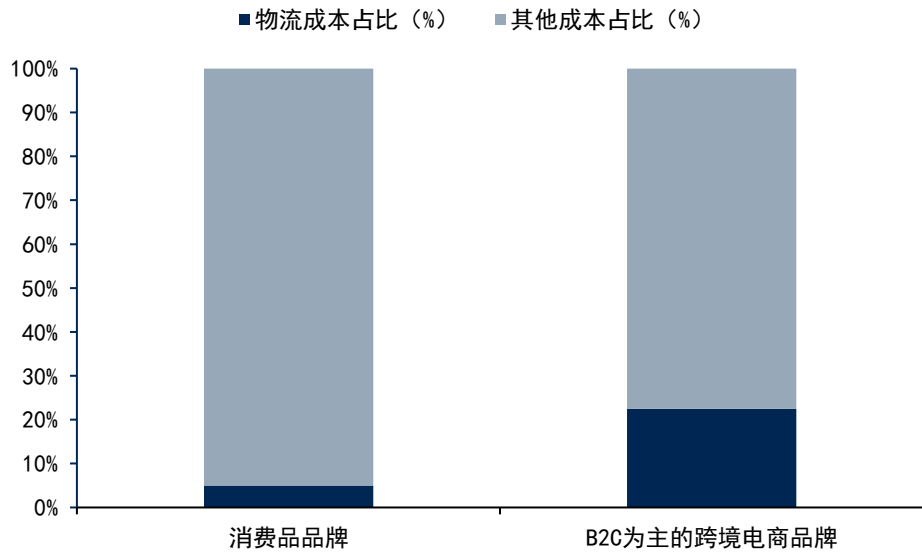
■ 因此虽然跨境出海收入端景气度高企，但利润由于不同企业的品类、区域布局，以及经营模式差异，表现分化加剧。从24年Q3数据来看，在竞争加剧叠加海运费增长下，大多跨境电商公司盈利能力有所下滑。

图22：跨境电商企业Q3利润分化严重



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图23：国内消费品品牌和B2C为主的跨境电商品牌物流成本占比情况



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

跨境电商行业之困：外部政策环境不确定性在加大

■ 而今年开始，行业主要担忧集中在跨境电商目的地国关税、平台监管等方面：1）关税政策调整，一方面是目的地国为了保护本土零售业的发展，此外当前也已逐步成为政治色彩浓厚的博弈工具。2）平台监管，当前各国对跨境互联网平台监管内容一般包括平台输出的内容及产品合规性，以及对本地居民隐私信息获取的合法性等，同样在当前各国政治博弈加剧阶段被大肆渲染。3）此外，近期也出现了针对跨境电商平台的反垄断审查，主要涉及可能存在抑制竞争的歧视的行为。

表2：当前可能影响跨境电商行业的主要贸易及外部环境变化事件

地区	政策或事件	具体内容	当前进展
北美	最低金额关税豁免政策（800美金）	2016年经修订的《1930年关税法》Section 321条，将免关税进口货品的价值从200美金提高至800美金	2022年以来美国国会多项提案提及修改相关规定，包括排除部分国家免税资格、设立黑名单、清关环节相关人需提供货品更多的产业链信息等。不过相关提案都仍需要国会通过及总统签署生效
	平台限制运营	美国国会要求要求字节跳动剥离Tiktok，否则限制其在美国运营	2024年4月，美国总统拜登签署方案，要去字节跳动限期270天剥离其美国业务；5月，字节跳动向美国联邦法院提起诉讼，起诉美国政府的要求剥离的行为
	全面加征关税	美国当选总统特朗普在选举期间声称威胁将在上任后对中国征收60%的关税	目前特朗普已经宣传将在当选后立即对中国额外征收10%的关税
欧盟	内容及产品审查	数字服务法案（DSA），用户数超过4500万的公司将被标记为超大型在线平台（VLOP）接受严格监管	2024年5月，欧盟宣布将Temu正式标记为超大型在线平台（VLOP），委员会将采取更多措施来遏制其平台上的非法/有害内容以及假冒产品
	税收调整	2023年5月，欧盟委员会提出海关改革计划，加大对跨境电商的监管力度	计划取消目前150欧元以下进口货物免税的政策，当局认为进入欧盟的此类包裹中，高达65%的价值被低估，以避免进口关税。提案仍需要欧洲议会和欧洲联盟理事会商定通过
印度尼西亚	反垄断调查	竞争委员会KPPU对Shopee和Lazada的当地子公司进行调查	竞争委员会KPPU对Shopee和Lazada的当地子公司进行调查已对Lazada业务进行调查；已对shopee举行听证会
南非	税收调整	2024年7月1日起，对Shein和Temu等外来的电商服装零售商征收45%的进口关税和15%增值税	已通过
巴西	税收调整	取消50美元以下商品进口免税政策，征收20%关税	众议院（Chamber of Deputies）2024年5月已经通过，待总统签字

资料来源：美国国际贸易委员会、欧盟官网、印度尼西亚竞争委员会KPPU、亿邦动力网、Valor Econômico、国信证券经济研究所整理

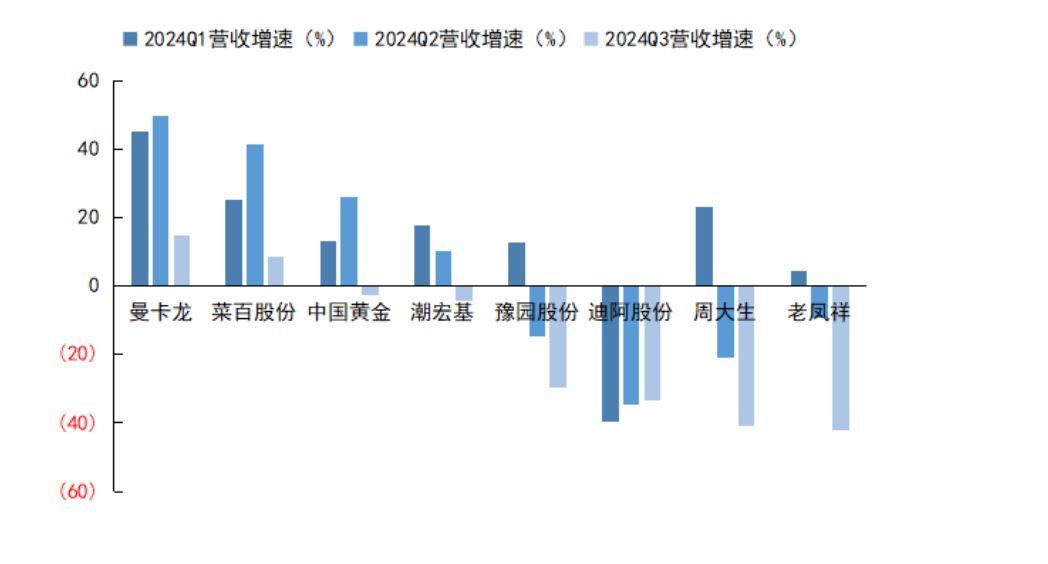
黄金珠宝行业：金价扰动企业业绩明显，龙头门店扩张步伐放缓



■ 从黄金珠宝板块企业的业绩来看，由于整体行业在金价持续上行下终端需求被抑制，叠加Q2及Q3处于淡季，黄金珠宝上市公司整体收入逐季承压。盈利能力方面，受金价相对高位下低毛利的黄金交易业务占比提升影响，大多公司Q3毛利率处于下滑态势，而在收入下滑叠加毛利率下行下，利润增速普遍跌幅更加显著。

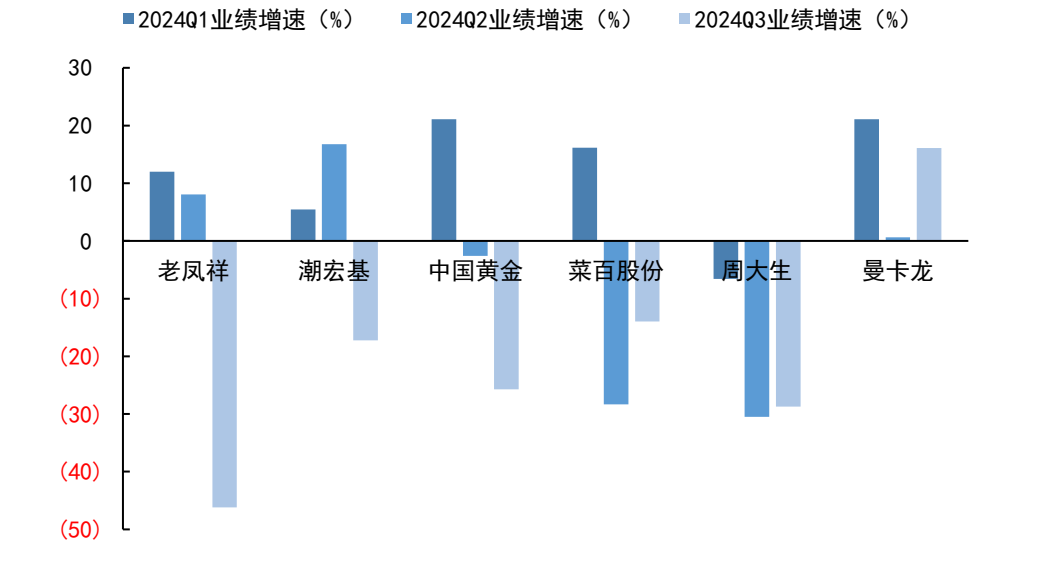
■ 除了金价因素外，门店的经营调整也是较为重要业绩变化原因，多数品牌此前通过加大下沉加盟力度实现了收入的快速增长，但在这一过程中过度的跑马圈地式发展，弱化了自身的品牌力，同时门店过于密集互相分流影响严重，损害部分老加盟商的利益。因此在当前终端销售承压的背景下，前期的门店运营矛盾被激化，如周大福等前期快速开店的企业开始持续关店收缩调整。

图24：黄金珠宝板块企业金价走高以来收入增速普遍下行



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图25：黄金珠宝板块企业金价走高以来利润承压更为明显

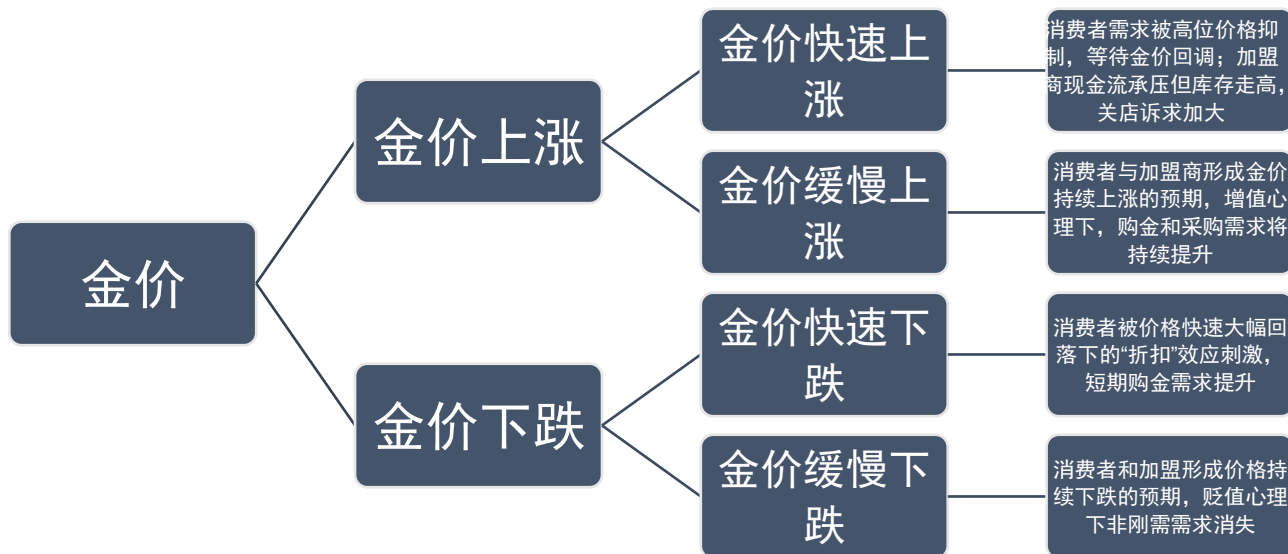


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

黄金珠宝行业之困：金价走高抑制需求，门店过度扩张竞争加剧

- 根据我们此前在相关行业专题中的分析，金价的变化对上市公司当期业绩的影响主要体现在毛利率和收入两个方面。从价格对需求及收入的影响来看，金价上行期若是稳步上涨，消费者出于买涨不买跌，以及增值感提升的心态下会持续刺激购买需求；但是若金价出现短时间跳涨，也会抑制部分非刚性需求的释放，消费者会等待金价回落再行购买。
- 而近两年金价对上市板块的影响越发突出，主要体现在两方面因素：1）黄金珠宝企业会套保措施较为灵活，根据金价走势灵活调整，因此利润弹性变化影响更大；2）镶嵌与黄金占比的变化，镶嵌在企业近两年的销售占比持续下降，黄金特别是投资金提升较快。
- 我们认为未来虽然今年金价的波动抑制了短期需求的释放，但随着金价后续的稳定或是回落，不分刚性消费需求依旧会再明年重新

图26：金价波动对消费需求的影响



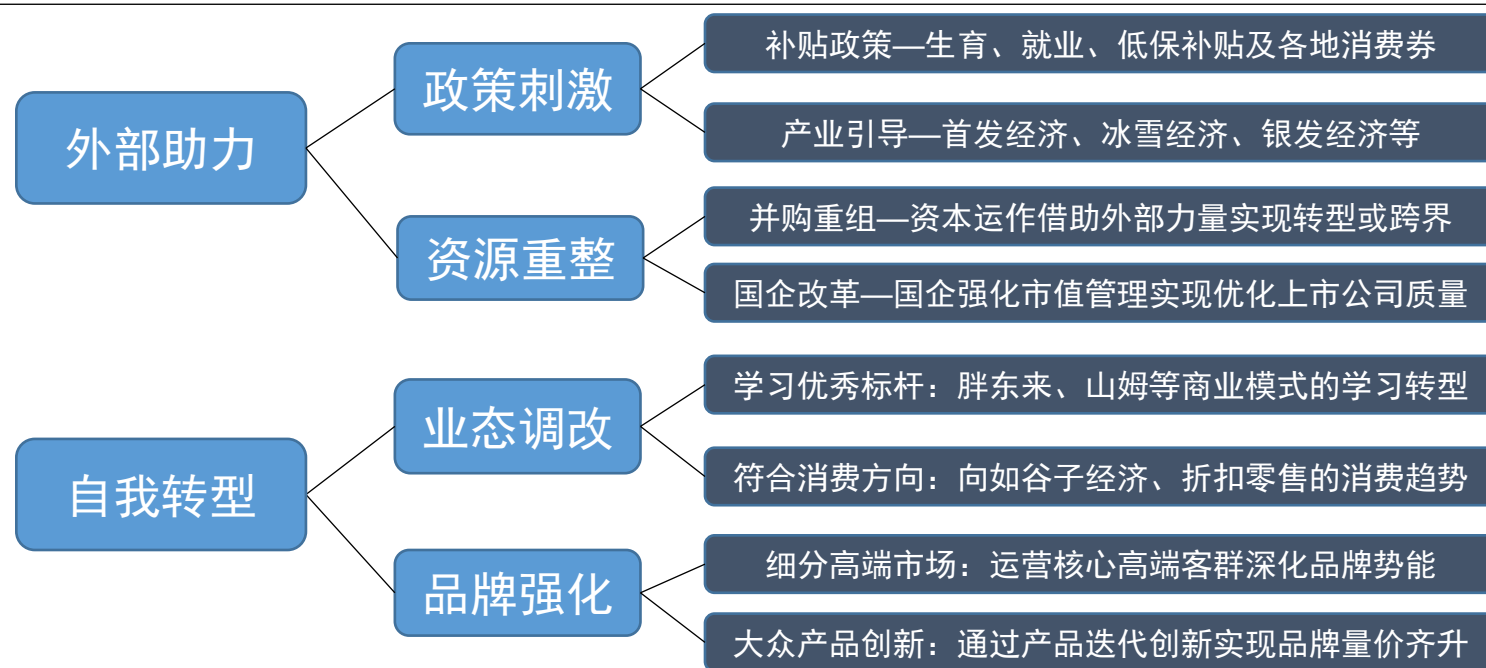
资料来源：国信证券经济研究所分析整理

三、2025年展望：政策有望外部助力 刺激，企业积极调改转型

行业展望：从当前行业走出困境的契机与手段，看明年修复方向

- 作为经济的三驾马车，内需消费是目前时点提振国内经济过程中最有优化和提升空间的手段和方向。零售板块虽然经营陷入困局已久，但在当前外有政策助力，内有积极转型驱动下，也具备较大的弹性空间。具体到各个细分板块及企业来看反转逻辑各不相同，我们总结如下：
- 外部助力：1) 政策刺激：目前中央政府已经定调将重点通过财政货币政策发力支持内需，未来具体政策落地值得期待，政策刺激的重点方向将首先受益；2) 资源重整：包括通过并购重组进行主业补缺或是跨界转型，以及国企推动市值管理优化上市平台投资价值。
- 自身转型：核心是针对前述的供需关系变化转变经营理念：1) 业态调改：学习优秀标杆型企业或是结合当前新消费趋势对原有业态进行调改转型以适应消费者需求；2) 品牌化：细分高端市场的品牌力优化以及大众品牌的产品迭代，或是传统品牌发展新品牌开拓新增长曲线。

图27：响应国家政策的企业经营方向



资料来源：证监会、中央经济工作会议、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

政策助力：消费刺激政策陆续出台有望力促行业复苏



- 2024年9月，中央及各地方各类一揽子经济政策陆续出台。包括人民银行、证监会等部门密集推出相关刺激政策，从宽货币、促消费、稳楼市、助信心等角度带动了市场信心修复，并带动了四季度市场行情的快速反弹。
- 而在12月中央经济工作会议中，也进一步提出积极发展“首发经济、冰雪经济、银发经济”。其中首发经济涵盖新技术、新产品、新服务、新模式、新业态的首次发布和展示。此外，12月商务部、国家发改委等7部门联合印发《零售业创新提升工程实施方案》，提出推动百货和购物中心开展场景化改造；鼓励发展精品店、集合店、快闪店、品牌折扣店等新业态。
- 同时各地方政府也积极响应政策号召，加大消费券的发放力度，如上海9月官方宣布，将向餐饮、住宿、电影及体育四大行业派发名为“乐·上海”的服务消费券，投入市级财政资金共计5亿元，餐饮业分配3.6亿元、住宿业9000万元、电影业3000万元、体育业2000万元。

表3：2024年以来促销费相关政策

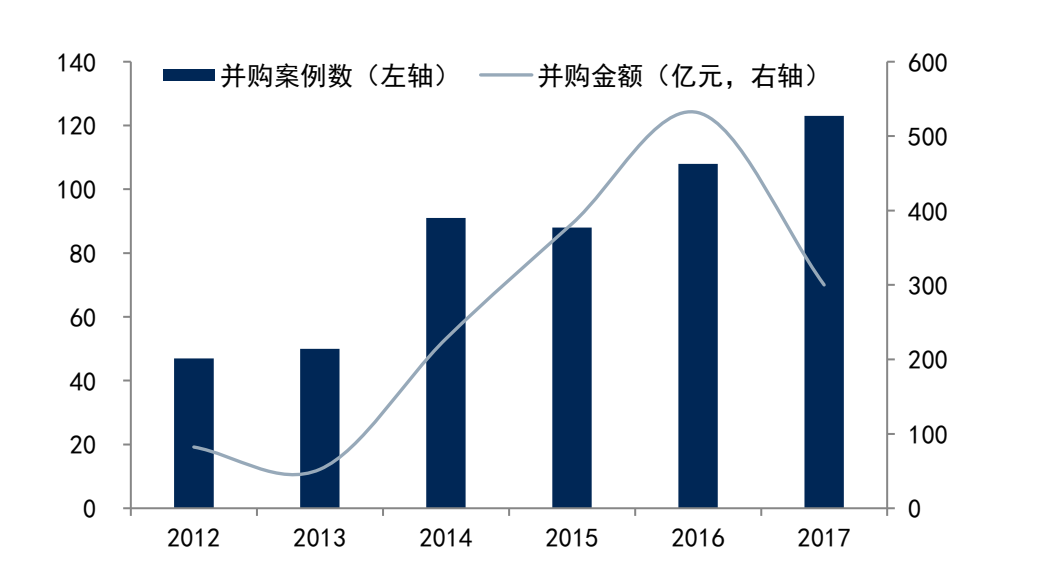
政策文件	发文部门	发布时间	相关内容
关于促进服务消费高质量发展的意见	国务院	2024年8月	挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费潜力；激发文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善型消费活力等六条措施
推动大规模设备更新和消费品以旧换新	发改委	2024年9月	发改委召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新部际联席会议全体会议，督促“两新”政策落地，严格资金和项目管理，确保资金发挥效益。
中共中央政治局会议		2024年12月	实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、不有效性。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。
零售业创新提升工程实施方案	商务部、国家发改委等7部门	2024年12月	聚焦百货店、购物中心、超市、社区商业中心等零售商业设施改造提升等，部署推进场景化改造、品质化供给、数字化赋能、多元化创新、供应链提升等五个方面
中央经济工作会议		2024年12月	大力提振消费，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济

资料来源：各部门官网、国务院、国信证券经济研究所整理

- 我们认为，为了解决当前居民有效需求不足问题，逆周期的政策调节，对于稳定当前信心和提升消费意愿有着积极地作用。而9月以来密集出台的政策，从力度和方向来看对于消费需求刺激的目的较为明确，房贷利率的下调以及民生相关的补贴措施将直接为居民带来收入增量；对股市的呵护和提振也有利于带来一定居民财富效应，从而转化为实际消费力。具体来看，我们认为目前以下几个方向带来投资机遇较为明确：
- **民生补贴政策：**当前对于房贷利率的下调以及民生相关的补贴措施将直接为居民带来收入增量，而以保民生为主的措施预计对大众消费传导更直接，同时部分补贴政策若结合春节国庆假日消费季或是线上大促活动，将带来更显著效果：**主要受益企业包括多数头部国货美妆品牌企业，以及黄金珠宝品牌等；同时各地消费券的发放也有利于发挥线下百货零售企业的聚合效应。**
 - **生育政策：**国务院办公厅印发的《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》2024年10月28日对外发布。措施中提出，增强生育保险保障功能、完善生育休假制度、建立生育补贴等制度。这些措施的有效实施将有助于缓解当前的出生率问题，而生育补贴若能落地也将带来直接的相关产品销售刺激：**因此母婴零售商，以及母婴日化品牌等将直接受益。**
 - **产业政策：**如**首发经济**，是指企业发布新产品，推出新业态、新模式、新服务、新技术，开设首店等经济活动的总称，涵盖企业从产品或服务的首次发布、首次展出到首次落地开设门店、首次设立研发中心，再到设立企业总部的链式发展全过程。其核心关键词在于三点：首发（产品服务内容的创新性）、链式发展（产业聚合带动作用）、引领性（时尚、品质、新潮的特征）。因此我们认为具备调改创新能力的线下零售企业，较为符合这三大特征，通过自身的业态创新转型，通过新场景的打造承载首发经济相关产品服务及内容的落地；同时具备较强产品推新能力的美妆及黄金珠宝品牌，通过结合年轻消费趋势，进一步创新产品带动消费需求。

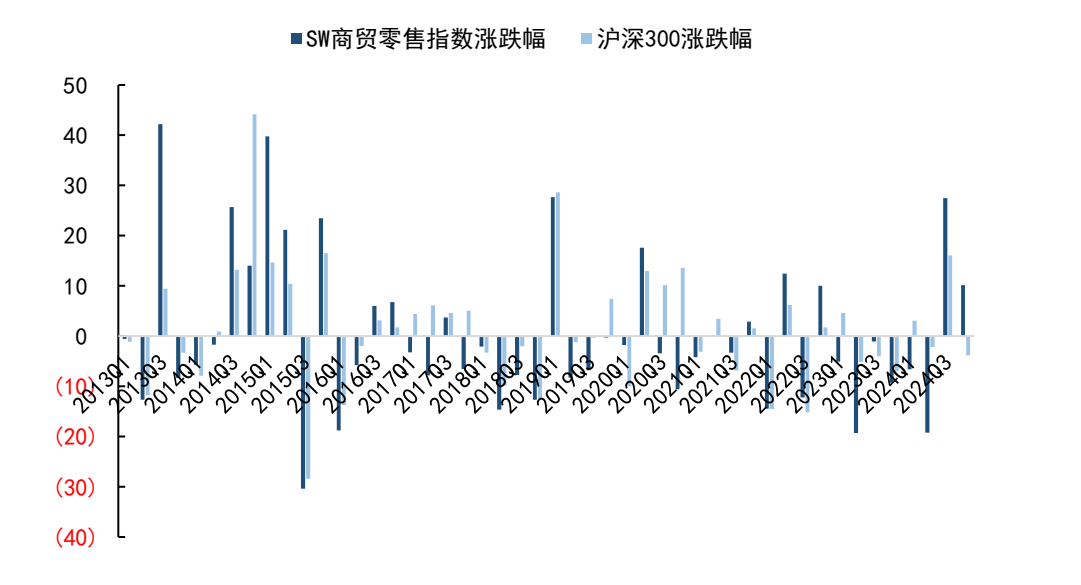
国内零售行业的产业重整已经历数次阶段，每轮重整核心均是围绕渠道效率提升，通过商业模式创新，经营壁垒的优化，以实现规模成长天花板的打破和竞争格局的重塑。而回顾零售业上一轮发生在2015年前后的并购整合期，当年中国零售业并购案例数88起，并购金额382.31亿元，较2014年增长67.8%。其中大多数集中在线上线下融合方向上，并随着2016年“新零售”的提出进入高潮，彼时阿里、京东及腾讯等线上互联网巨头纷纷投资控制线下零售企业，如阿里在2014年入股银泰商业并逐步掌握控制权；京东2015年入股永辉超市，在生鲜供应链和物流配送方面实现合作共赢。并且从资本市场方面来看，上一轮并购重组趋势下也着实位板块带来了亮眼的行情表现：2015年零售业指数年涨幅69.52%，跑赢沪深300指数63.9pct。

图28：2012-2017年中国零售企业并购案例数及金额（个、亿元）



资料来源：私募通（转自清科研究）、国信证券经济研究所整理

图29：商贸零售指数2023年以来季度涨跌幅表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资源整合—线下商超连锁：步入新一轮整合期，龙头企业已在积极布局



- 对于线下商超及连锁零售企业，近年来在线上消费商业模式的分流，以及疫情等因素的影响下，经营压力不断。但整体来看，线下渠道依旧拥有商品集中可触达、消费场景多元丰富等优势。通过内部提质增效、数字化变革、业态转型升级等手段仍有望提升竞争力。
- 多因素交织下，当前部分商超龙头正步入新一轮的资产整合期：如名创优品公告全资子公司骏才国际拟以62.7亿元现金收购永辉超市29.4%股份，交易完成后将成为永辉第一大股东，而本身永辉超市、步步高正积极学习优秀商超胖东来经验，推进门店调优转型；高鑫零售9月27日公告接获一名有意要约人提出全购要约，截止11月14日披露，控股股东阿里与有意要约人的讨论仍然正在进行。
- 此外专业连锁零售企业也在通过外部合作等方式积极探索切入新兴成长赛道，如孩子王与辛选合作探索直播电商结合模式，博士眼镜与雷鸟创新合作探索智能眼镜销售业务等。

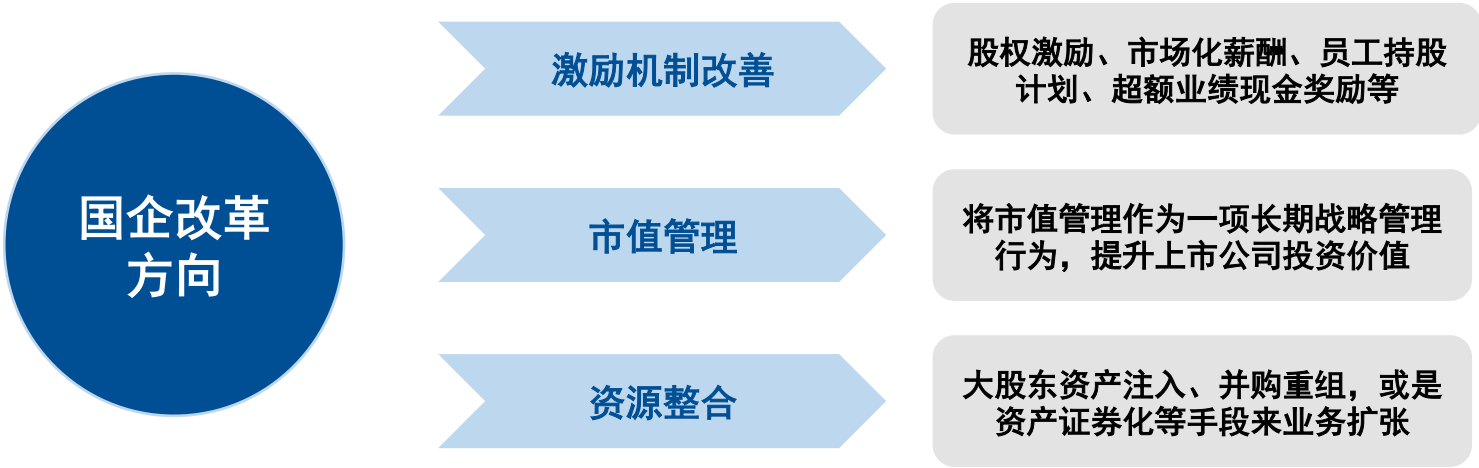
表4：目前已积极运用资本手段开展转型重整的传统零售企业

公司代码	公司名称	重组\转型等相关资本运作事项	市值（亿元）	2024年前三季度财务指标（亿元）		
				归母净利润	现金及现金等价物	归母股东权益
601933.SH	永辉超市	24年9月名创优品收购入股；学习胖东来经验对门店进行调改	444.68	-0.78	36.86	57.95
301078.SZ	孩子王	24年与辛选控股设立子公司；2023年实现乐友国际的并购	157.23	1.31	8.31	32.95
300622.SZ	博士眼镜	与雷鸟创新成立合资公司，布局智能眼镜方向	81.86	0.83	0.81	7.87
06808.HK	高鑫零售	公告9月27日公司董事会接获一名有意要约人提出全购要约	202.24	0.29	13.56	30.58
002697.SZ	红旗连锁	四川省国资委入股成为实控人	73.44	3.90	18.20	43.32
600827.SH	百联股份	设立产业创新引领基金，赋能公司打造具备核心竞争力“空间+内容+运营”综合商业服务商	175.85	16.20	177.31	193.50
002356.SZ	赫美集团	跨界投资，战略布局新能源产业	44.71	-0.32	2.65	5.63
000564.SZ	供销大集	破产重整，供销总社将成为实控人	597.72	-1.11	17.44	164.99
000785.SZ	居然之家	加快投入智能家装、智慧家居转型	182.33	7.32	20.82	202.98

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理 注：市值为2024年11月13日,其中高鑫零售财务数据为24财年年报

- 对于百货及物业经营连锁企业而言，多数企业属于国企背景，考虑到国企较于灵活市场化的民企来说，多数企业整体机制僵化，缺乏主动发展的动力，因此如何更加贴近市场化成为国企下一步进行机制改善的关键，而当前国企对于市值管理的行动落实，有望提升管理层释放业务经营价值的主观能动性。另一方面，国企背后大股东大多拥有较多的资源和资本优势，因此如何利用好自身国企属性进行规模的扩张和业绩的提升也是重点关注方向之一，并购重组政策的持续推进也有利于为其提供丰富的工具。
- 同时，不少公司依托优异区位的自有物业资产价值较高，但部分企业本身近年来由于内外部因素导致经营业绩表现较弱，导致当前的公司市值和潜在资产价值形成了较大的不对等，也势必会吸引部分有实力的产业资本参与企业重整。而同时当前政策重点推进的百货卖场为底层资产的公募REITs也给了百货企业比较好的工具以释放价值。

图30：国企百货三大机制改善方向

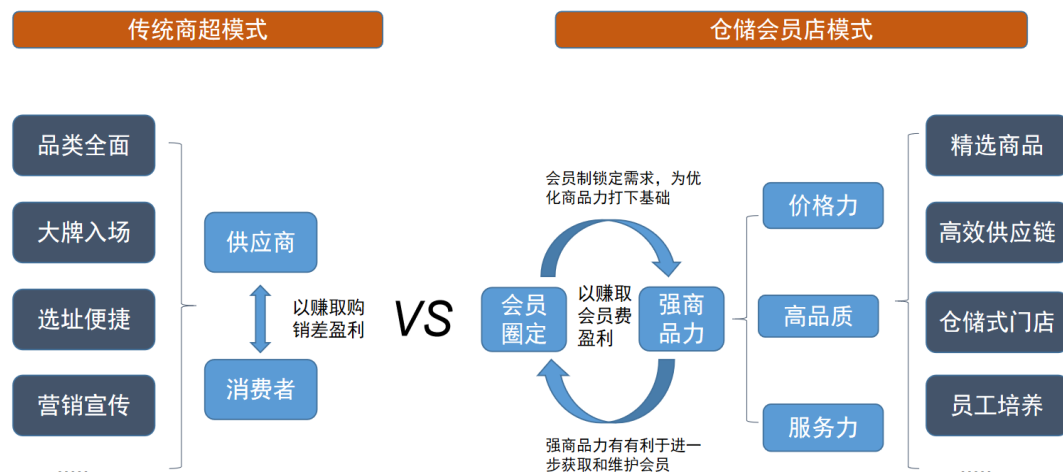


资料来源：国信证券经济研究所分析整理

业态调改：学习优秀商业标杆，积极转型匹配新时期消费趋势

- 虽然国内线下零售业态近年经营压力较大，但也走出了优秀零售企业，主要包括为了河南三四线城市的区域商超企业胖东来，以及一二线城市为主的山姆会员店。两者也为国内的商超零售企业的转型提供了优质范本。
- **胖东来**：1995年成立，主要在河南许昌和新乡两地经营商超业务，据胖东来创始人于东来最新披露的信息，截至11月26日，胖东来集团2024年以来累计销售达146.38亿元（转自长江商报），其2023年销售额为46亿元，实现快速增长。胖东来以其极致的商品力和服务力，和其以人为本的企业文化传播下的网红效应，带动单店快速爆发，并在近年积极对外输出管理经验帮助同业品牌转型调改。
- **山姆会员店**：公司是沃尔玛旗下经营仓储会员店业务的独立品牌。秉承宽SPU窄SKU的商品模式和会员制的需求锁定模式，在当前消费形势下实现逆势高增长。根据中国连锁经营协会的公布的数据，沃尔玛中国2023年全年销售超1200亿，其中山姆会员店贡献了800亿以上。截至2024年11月，山姆会员店已覆盖国内27个城市，门店数量达51家，并在未来将通过前置仓模式支撑下的线上业务实现加速下沉。

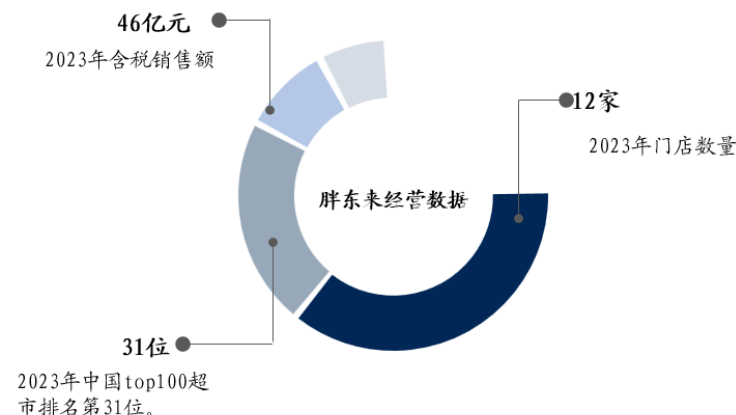
图21：山姆会员店模式与传统商超模式的区别



资料来源：沃尔玛、国信证券经济研究所分析整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图22：胖东来经营情况



资料来源：中国连锁经营协会、国信证券经济研究所整理

业态调改一超市企业：积极推动调改，有望迎来困境反转



- 而针对目前存在的经营问题，部分龙头企业也在积极学习优秀经验调整转型。我们总结调改的三大主要方向：1) **商品力**：是最核心的竞争力，一方面需要对供应链的垂直打造能力，平衡成本与品质，另一方面在产品过剩时代需要精准把握消费需求，选品也至关重要；2) **员工**：提升客流进店购买转化率和连带率的有效手段是提升服务体验，而员工是消费者对于服务体验的第一触达点。员工能力的培养激励绑定十分重要；3) **门店环境**：门店以及设施环境能否创造一个具备对进店和逗留的吸引力，同时能否针对不同区域人群调整单店模型。
- 从目前已有的案例看，部分商超企业调整后整体经营效率着实有所提升。永辉超市在参考胖东来模式进行调整后，深圳卓悦汇店11月8日调改后，3日累计销售550万，日均销售额较调改前提升8倍。步步高上半年归母净利润同比减亏3.72亿元，受益重整并引入共益债后，超市业态逐步恢复正常经营，主动进行门店调优等。

表5：永辉超市参考胖东来调整改革门店的经营数据

门店	门店调整改革前后经营数据对比
西安中贸广场店	调改前日均销售额20万元，日均客流量3000人次左右；调改后两日平均销售额160万元，日均客流1.4万人次
深圳卓悦汇店	3日累计销售550万，日均销售额较调改前提升8倍；自有品牌商品3天销售额近25万元，同比增长约512%
石景山喜隆多店	5天时间销售额达770万元，进店客流量达20万人次，结账客流数6.6万人次
福州公园道店	门店试营业当日销售额突破110万，较调改前，日均销售额增长约5倍，日均客流增长约6.5倍

资料来源：联商网、国信证券经济研究所整理

图23：永辉本轮调改相关内容

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

业态调改一百货企业：积极调改转型，匹配当前趋势热点

- 百货企业拥有优异的区位优势，根据当下新兴消费趋势对老旧物业改造可以迎来立竿见影的积极效果。
- 谷子经济：谷子经济是近年来兴起的一种新型消费现象，是围绕二次元IP周边商品所形成的消费文化和经济形态。在此趋势下传统百货商场在升级改造中也迎来了新的思路。谷子店充分满足了年轻人的购物需求，并在一定程度上帮助渠道筛选了用户，并为核心用户搭建起线下社交平台。据联商网数据，目前预计国内已有超20个一、二线城市在打造二次元消费城市地标，参与范围超60个城市核心商业圈。
- 奥特莱斯：奥特莱斯是指由销售名牌过季、下架、断码商品的商店组成的购物中心。根据赢商大数据，截至2022年底，全国已开业的商业面积不小于1万平方米的奥特莱斯项目共266个，总体量达到2350万平方米，十年复合增速分别为18%、16%。奥莱未来空间依旧广阔：一方面消费者回归理性消费，追求高性价比。同时，以休闲体验为主的户外活动，成为当下新的消费场景，消费者在进行购物时，也会更加偏好空气流通、环境尚佳、拥有大面积户外广场的小镇式奥莱。

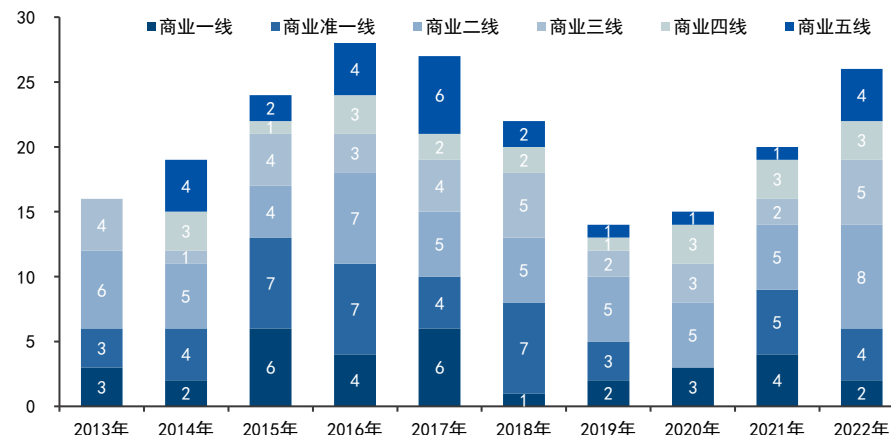
图24：国内谷子经济市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询、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25：近年奥特莱斯新增项目不断增多

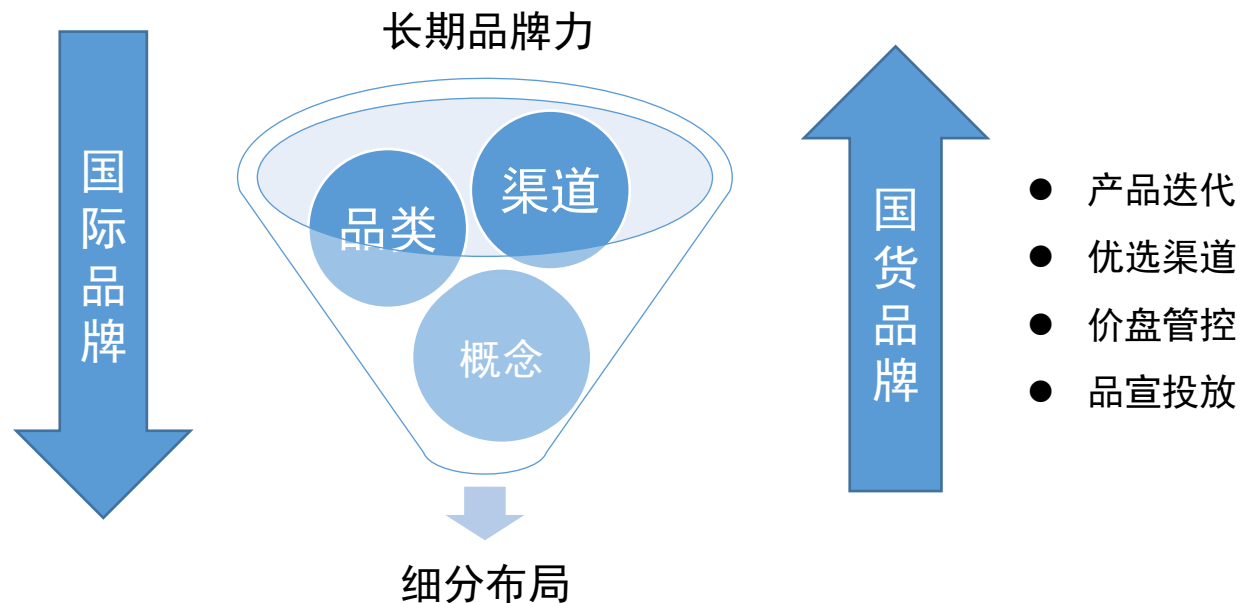


资料来源：联商网、国信证券经济研究所整理

品牌升维—细分高端：表现亮眼，品牌力铸就业绩持续性

- 品牌企业最终壁垒还是在于品牌力，拥有品牌力意味一定程度上具备了自带流量，降低获客成本，在未来的拓品和渠道扩张也将形成正向循环。不同于国际品牌一进入中国市场就借助其全球化的资金、资源实力，通过高举高打在早期就建立了强大的品牌力资产，国产品牌由于初创时期资金资源的受限，往往只能通过在某一个渠道、品类或是产品概念切入做差异化细分布局，打开业务局面，但仅限于某一产品的创新业绩的长期增长持续性无法保障，需要趁热打铁积极强化品牌力布局以实现长期稳定发展。
- 但当前消费力承压背景下，竞争持续加剧的情况下，不以消费需求为导向的品牌高端化难度加大，当前提升品牌力需要精准掌握细分人群的需求，并在产品和服务上精细化创新，以实现单客价值的充分挖掘。如化妆品行业中的毛戈平，黄金珠宝行业中的老铺黄金，均是在细分市场下通过深度把握核心人群需求，克制粗放式扩张，实现稳步快速的成长的高端品牌。

图26：国内外品牌发展过程中的漏斗型特征



资料来源：国信证券经济研究所分析整理

品牌升维一大众品：通过产品的迭代创新实现量价齐升

- 对于大众品品牌企业而言，性价比消费趋势下更需要注意的一点在于：只通过降价来应对，而没有产品端的差异化升级，在当前充分竞争市场背景下，只会导致盈利水平持续恶化。因此品牌围绕消费者的需求提升产品价值，或是通过基础创新产品提升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；或是应用创新，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。
- 我们对于品牌产品力的定义是：具有打造强消费者认知的产品升级迭代能力：即一方面，产品开发紧密围绕并满足消费者的需求，并能够建立较强的独占性消费者心智；另一方面，产品能够依托技术迭代实现功能性提升；2）产品具备系列化和矩阵化的能力。

图27：品牌的两种不同产品创新手段详解

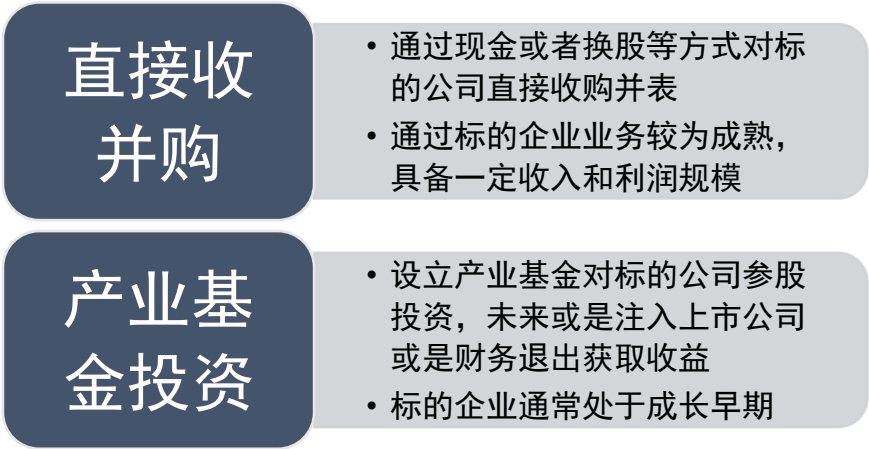


资料来源：魔镜情报、新世相、品观网、国信证券经济研究所整理

品牌升维—多品牌：外延并购积极打造第二曲线

- 消费品企业打造第二曲线可以通过自行孵化建设或收购方式推进。随着当前渠道红利的退却，自行孵化新业务的成长周期以及不确定性都在加大，而相对而言，作为上市公司各种资本外延手段的成熟应用将帮助企业更快速打开新业务。
- 而参考国际消费品企业的多品牌成长史就是一部并购史。通过并购方式实现多品牌规模化发展，以不同的品牌定位满足不同消费者的需求，并通过产品开发、渠道议价和营销资源上协同，实现企业内的业务的互相赋能。

图28：外延扩张的模式



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表6：部分美护行业上市公司参投或并购案例

方式	公司	收购标的	项目介绍
控股并表	水羊股份	2022年收购日法高奢护肤品牌“EVIDENS DE BEAUTÉ”，持股比例90.05%	伊菲丹为法国高端护肤品牌，助力公司开拓布局高端护肤业务线，2023年预计贡献收入2.85亿元、净利润0.73亿元，净利率为25.71%
		2024年收购美国高端护肤品牌RéVive	拥有近30年历史，收购完成后原团队保留少数股权并继续独立负责品牌在美国的经营，水羊则负责该品牌在中国的运营并为美国电商运营赋能。
	贝泰妮	2023年并购悦江投资51%股权，旗下拥有Za和PURE&MILD两个品牌	收购后补齐了公司大众线护肤及彩妆版图，同时悦江按具备海外东南亚市场的运营能力，为公司主品牌海外扩张带来赋能
	爱美客	2022年收购沛奇隆公司100%股权	沛奇隆主要从事动物胶原蛋白产品，已上市销售的产品主要包括生物蛋白海绵、止血愈合敷料、胶原蛋白系列产品、医用冷敷贴等
	美丽田园	以3.5亿元收购美容院品牌奈瑞儿70%的股权	奈瑞儿为国内市占率第二（以21年收入计）的传统美容服务商，十余年深耕大湾区，本次收购涉及奈瑞儿80家美容保健门店、6家医美门诊、2家中医门诊，主要分布在广深区域。
	豪悦护理	拟受让丝宝股份持有丝宝护理100%股权，交易价款为3.6亿元。	标的公司旗下“洁婷”、“全因爱”、“美月见”等品牌护理产品在行业中具有较高的知名度。
参股投资	爱美客	2021年收购韩国Huons BioPharma Co., Ltd. 25.42%股权，	获得旗下肉毒产品的国内代理权，强化肉毒领域的布局及探索海外市场，旗下肉毒产品目前预计25年在国内获证上市。
	贝泰妮	参股拥有彩妆品牌“方里”的杭州美兮美学公司18%股权 参股拥有国产版“热玛吉”之称的射频能量仪器公司威脉医疗10%股权	助力切入彩妆赛道，双方研发合作赋能布局底妆产品线 助力公司切入医美光电仪器设备赛道
	倍加洁	收购拥有舒克牙膏品牌的薇美姿16.4967%股权	“口腔大健康+”的战略发展方向，补齐公司在品牌等方面的短板，提升供应链协同价值。

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

四、投资策略

投资建议：聚焦困境反转主线，兼顾个股基本面及市值弹性



■ 整体来看，我们预计2025年在政策刺激，企业转型等自上而下多维度催化下，板块有望迎来反转，虽然短期基本面仍待兑现，但在当前积极的市場情绪预计对相关企業估值容忍度也相对较高。从投資策略来看，我們认为初期板块行情将更聚焦于企业反转过程的潜在边际变化所带来的空间，而中后期则更针对实际业绩兑现带来增长机遇，从具体主线来看：1) **政策刺激**：政策方向明确，有望对有较明确刺激方向赛道及大众可选消费带来需求弹性；2) **资产整合**：国企改革深化，外部产业资本助力，零售企业有望价值重估；3) **业态调改**：企业积极学习优秀标杆及把握新兴消费趋势转型调改；4) **品牌升维**：细分高端市场的品牌力优化以及大众品牌的产品迭代带动持续增长。

图29：2025年子版块投资思路

投资主线	投资逻辑	对应板块	相关标的
政策刺激	以旧换新等消费补贴政策的进一步延续与扩大，发挥线下零售聚合效应	百货商超	百联股份、家家悦、重庆百货、王府井、永辉超市等
	生育补贴相关政策，缓解当前的出生率问题，也将带来相关产品销售刺激	母婴板块	润本股份等
业态调改	学习标杆型的业内优秀企业，对自身的商品力、服务力等全方面改造以匹配当下消费趋势	传统零售	永辉超市、重庆百货、家家悦等
	紧扣消费趋势，依托现有优势向如谷子经济、奥莱等符合当前消费热点趋势进行调改布局	线下零售	百联股份、名创优品、王府井等
	通过自身探索或与外部合作方、绑定合作的形式，进行转型布局切入新型高成长赛道	专营连锁	小商品城等
资产重估	国企改革叠加市值管理自上而下强化经营价值释放动能，公募reits等资产证券化手段丰富进一步催化自有物业资产价值重估	百货国企	百联股份等国企百货公司
品牌升维	细分市场下通过深度把握核心人群需求，克制粗放式扩张，实现稳步快速的的增长的高端品牌	细分高端	老铺黄金、周大生、老凤祥等
	定价高性价比的大众品细分龙头，同时具备较强产品迭代升级能力，以实现量价增长	个护板块	润本股份、登康口腔、百亚股份等
	主业稳定前提下通过内生外延等方式积极布局多品牌，发展第二曲线打开新的增长驱动力	美容护理	珀莱雅、丸美生物、爱美客、上美股份、巨子生物、贝泰妮、水羊股份等

资料来源：国信证券经济研究所分析整理

- **美容护理：**业绩有支撑，估值有弹性。24年9月末的大盘反弹中如我们所判断，美护板块表现较为领先。24年板块业绩基本面在消费中横向比较优势仍明显，国货替代的长叙事仍在延续，而在25年龙头企业通过精细化的渠道运营以及产品推新，其经营稳定性仍在，且板块历史估值弹性大，大盘交易情绪高涨背景下板块龙头存有较大行情空间。推荐：珀莱雅、爱美客、润本股份、丸美股份、巨子生物、上美股份等。
- **传统零售：**政策驱动叠加自身变革，事件催化动力足。传统零售板块24年末行情表现已经较为领先，而困境反转仍是当前主要叙事，传统商超百货依托原有供应链及品牌优势，通过学习优秀商业标杆，对商品力、服务力进行根本性革新，以实现聚客及客单的提升。虽然转型效果有待中长期业绩验证，但当下积极的市场情绪也对短期业绩有较高容忍度。此外配合并购重组政策助力，产业资本整合诉求强，未来预计仍有众多事件催化驱动。主要推荐：百联股份、重庆百货、小商品城、名创优品、永辉超市等
- **黄金珠宝：**估值回归低位，基本面边际改善。虽然24年由于金价跳涨压制消费需求释放，导致板块二三季度基本面波动大，但随着当前金价的企稳，部分刚性消费需求有望逐步回归，且黄金的设计感和价值感在年轻消费者中的认可度仍在持续提升，长期来看，终端需求预计边际逐步好转。同时板块龙头公司估值已经调整极为充分，部分龙头已重回<10倍的历史低位水平，行情延续背景下补涨动能强劲。主要推荐：老铺黄金、菜百股份、老凤祥、潮宏基、周大生及周大福等。
- **跨境电商：**景气度仍处于持续高位，在当前海外性价比商品需求持续提升，以及线上化渗透持续推进背景下，有望继续支撑板块收入端景气度。而对未来关税贸易政策的不确定性担忧，首先部分跨境电商标的前期股价已较充分反映，实际影响未必悲观且龙头品牌力具备向终端提价传导成本能力，同时也可通过区域市场多元化弱化影响。主要推荐：小商品城、安克创新等。

附表：相关公司估值表

表7：相关公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 12-22	总市值（亿元） 12-22	EPS				PE			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300866.SZ	安克创新	优于大市	94.24	500.80	3.97	3.94	4.91	5.90	22.30	23.92	19.19	15.97
600415.SH	小商品城	优于大市	14.57	798.97	0.49	0.51	0.61	0.78	15.00	28.57	23.89	18.68
603983.SH	丸美生物	优于大市	36.17	145.04	0.65	0.92	1.15	1.39	39.06	39.32	31.45	26.02
603605.SH	珀莱雅	优于大市	90.86	360.03	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	22.83	18.24	15.24
603193.SH	润本股份	暂无	23.50	95.08	0.56	0.78	0.98	1.21	32.54	30.13	23.98	19.42
2367.HK	巨子生物	优于大市	51.35	527.99	1.46	1.94	2.50	2.97	22.11	26.47	20.54	17.29
300896.SZ	爱美客	优于大市	205.18	620.86	8.59	7.03	8.26	9.50	34.27	29.19	24.84	21.60
6181.HK	老铺黄金	暂无	208.00	350.20	3.03	6.25	8.40	10.47	-	33.28	24.76	19.87
9896.HK	名创优品	优于大市	45.10	566.58	1.41	2.11	2.67	3.28	26.44	21.37	16.89	13.75
600827.SH	百联股份	优于大市	11.25	189.61	0.22	0.97	0.42	0.50	42.42	11.60	26.79	22.50
600612.SH	老凤祥	优于大市	55.08	226.77	4.23	3.80	4.17	4.58	16.30	14.49	13.21	12.03
002345.SZ	潮宏基	优于大市	5.56	49.40	0.38	0.45	0.52	0.60	18.15	12.36	10.69	9.27
605599.SH	菜百股份	优于大市	11.50	89.44	0.91	0.86	0.96	1.08	16.39	13.37	11.98	10.65
002867.SZ	周大生	优于大市	14.72	161.32	1.20	1.08	1.21	1.31	12.64	13.63	12.17	11.24
601933.SH	永辉超市	优于大市	6.22	564.47	-0.15	-0.02	0.04	0.08	-	-311.00	155.50	77.75

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测 注：润本股份、老铺黄金、永辉超市为wind一致预测

- 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。

免责声明



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.CSI）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