

消费拾级而上，关注零售边际反转

——2025年商贸零售行业投资策略

核心观点

2024年回顾：

基本面回顾：

2024年社零呈V字走势。据国家统计局数据，1-11月，社零总额44.27万亿，同比+3.5%。按季度拆分，24Q1/Q2/Q3社零总额分别为12.03/11.56/11.76万亿，分别同比+4.7%/2.6%/2.7%。1-11月限额以上零售业单位中便利店/专业店/超市零售额同比分别+4.4%/4.0%/2.6%，百货店/品牌专卖店零售额同比分别-2.9%/-0.7%。

行情回顾：

2024年中信商贸零售板块上涨20.46%，跑赢沪深300指数5.77个百分点。24年商贸零售板块在30个中信一级行业中排名第5位。24年涨幅较大的子板块分别为超市及便利店/家电3C/百货，涨幅分别为74.20%/64.75%/60.49%。

2025年展望：

自上而下共识：

中央经济工作会议明确大力提振消费。12月9日，政治局会议首次强调“全方位扩大国内需求”，意味着扩内需及促消费是25年经济工作的核心任务之一。消费券/以旧换新/国补等刺激消费政策频出，我们预计随着扩内需促消费系列政策逐步见效，消费信心有望持续修复。

四条投资主线：

主线一：关注积极重塑业态的传统商超

传统商超掀起新一轮改革升级，回归商品和服务。从竞争格局角度来看，电商渗透率放缓，对线下渠道冲击减弱，竞争格局向好；全国商超房租普遍下调，租金成本减少，线上线下剪刀差缩小。从需求端来看，消费者注重商品的质价比，并重视情绪价值。从供给端来看，传统商超在变革中摸索，以步步高、永辉超市为代表的零售商率先开启“胖改”，越来越多商超渠道积极重塑业态，调改初见成效，关注业绩边际改善带来的投资机会。建议关注：高鑫零售、永辉超市、家家悦、红旗连锁、重庆百货、天虹股份、小商品城。

主线二：PB破净股有望迎来价值重估

一方面，并购重组带来价值重估。24年以来，并购重组支持政策持续出台，有并购重组预期的商超百货公司关注度提升。另一方面，PB<1的个股有望价值回归。零售企业资产多以成本法计量，资产价值（清算价值与重置成本）均大幅高于初始成本，我们认为零售资产，尤其PB小于1的企业有较大价值重估空间。建议关注：高鑫零售、大商股份、武商集团、王府井、轻纺城、通程控股、银座股份、豫园股份。

主线三：顺应情绪价值消费趋势有望开启第二增长曲线

消费者越来越注重精神和心灵体验，体验型消费业态有望提高消费者购物体验并吸引客流，线下购物中心致力于提供更有文化内涵的生活空间，以差异化的创新主题形式、沉浸式体验空间、更有互动性的生活场景，重塑商业的新生活模式。建议关注：名创优品、泡泡玛特、

增持(维持)

行业： 商贸零售

日期： 2025年01月14日

分析 张洪乐

师：

E- zhanghongle@yongxingsec.
mail: com

SAC S1760524110002

编号：

分析 彭毅

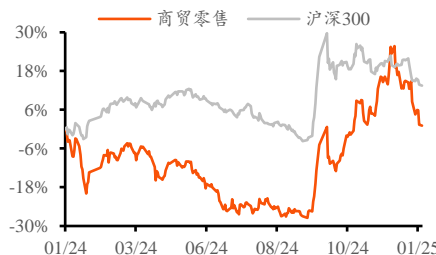
师：

E- pengyi@yongxingsec.com
mail:

SAC S1760523090003

编号：

近一年行业与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《看好顺应情绪价值消费趋势的线下零售企业》

——2025年01月02日

《11月社零同比+3%，线下持续回暖》

——2024年12月20日

《政策定调大力提振消费，关注零售企业价值重估和黄金珠宝底部反转》

——2024年12月16日

百联股份、爱婴室、孩子王、老铺黄金。

主线四：高股息低估值的黄金珠宝板块有望底部反转

24年Q2以来黄金珠宝部分公司终端销售及业绩受金价扰动，长期黄金新工艺驱动增长。因国外地缘政治等风险，投资者的避险需求或将进一步走高；春节前加盟商集中补货及消费者悦己送礼等需求有望支撑国内金饰消费回暖。考虑到当前主要上市公司估值处于较低位置，且分红能力较强，持续关注销售拐点显现。建议关注：老凤祥、周大生、潮宏基。

■ 风险提示

经济复苏不及预期；行业竞争加剧；门店扩张不及预期；新业态转型不及预期

正文目录

1. 展望 2025 年：消费拾级而上.....	5
1.1. 中央经济工作会议定调提振消费，刺激消费政策频出.....	5
1.2. 社零趋势性向好，消费信心有望恢复.....	5
2. 线下零售企业资产价值重估，关注业绩边际改善.....	8
2.1. 2024 年前三季度零售企业韧性向上，板块 Q3 涨幅靠前.....	8
2.2. 零售行业回归商品和服务本质，有望迎来价值重估.....	10
2.3. 寻找经营业绩有边际改善的 alpha 标的.....	11
3. 生育支持政策利好主业，母婴企业积极探寻第二增长曲线.....	14
3.1. 生育支持政策推出有望减缓生育率下滑趋势.....	14
3.2. 母婴企业积极探寻第二增长曲线.....	15
4. 黄金珠宝低估值高股息，有望底部反转.....	17
4.1. 金价扰动，板块筑底.....	17
4.2. 高股息低估值，关注销售拐点.....	19
5. 风险提示.....	22

图目录

图 1: 季度社零累计值及同比.....	6
图 2: 社零总额及限额以上消费品零售额单月同比.....	6
图 3: 社零总额及限额以上消费品零售额累计同比.....	6
图 4: 中国消费者信心指数.....	6
图 5: 城镇与乡村零售额单月同比.....	7
图 6: 商品与餐饮零售额单月同比.....	7
图 7: 1-11 月限额以上商品零售各品类同比数据.....	8
图 8: “主要公司”整体季度总收入及同比增速.....	8
图 9: “主要公司”整体季度归母净利润.....	8
图 10: 24 年主要指数涨跌幅.....	9
图 11: 24 年零售子版块涨跌幅.....	9
图 12: 24 年中信一级行业指数涨跌幅对比.....	9
图 13: 实物商品网上零售额渗透率.....	10
图 14: 9 月起零售板块趋势性向上.....	10
图 15: 永辉超市近年营业总收入及归母净利润.....	11
图 16: 永辉超市 2024 年调改开业门店 31 家.....	11
图 17: 高鑫零售近年营业总收入及归母净利润.....	12
图 18: 高鑫零售近年各业态门店数量（家）.....	12
图 19: 家家悦近年营业总收入及归母净利润.....	13
图 20: 家家悦近年各业态门店数量（家）.....	13
图 21: 红旗连锁近年营业总收入及归母净利润.....	14
图 22: 红旗连锁近年便利店门店数量（家）.....	14
图 23: 2014-2023 年全国人口出生率（%）.....	15
图 24: 2014-2023 年全国出生人口及同比增速.....	15
图 25: 孩子王近年营业总收入及归母净利润.....	16
图 26: 孩子王近年按区域营收拆分.....	16
图 27: 爱婴室近年营业总收入及归母净利润.....	17
图 28: 高达基地线下 6 家店铺.....	17
图 29: 2019-2024 年全国黄金消费量及同比.....	18
图 30: 2019-2024 年全国黄金消费结构.....	18
图 31: 限额以上黄金珠宝单月社零（亿元）及增速（%）.....	19
图 32: COMEX 黄金和沪金走势.....	19
图 33: 周大生近年营业总收入及归母净利润.....	20

图 34: 周大生近年门店数量.....	20
图 35: 老凤祥近年营业总收入及归母净利润.....	21
图 36: 老凤祥近年门店数量.....	21
图 37: 潮宏基近年营业总收入及归母净利润.....	21
图 38: 潮宏基近年门店数量.....	21

表目录

表 1: 24 年下半年以来全国部分地区发放消费券情况梳理.....	5
表 2: 24 年零售行业涨幅前五名个股.....	9
表 3: 24 年零售行业跌幅前五名个股.....	9
表 4: 黄金珠宝品牌商关键指标梳理.....	19

1. 展望 2025 年：消费拾级而上

1.1. 中央经济工作会议定调提振消费，刺激消费政策频出

中央经济工作会议明确大力提振消费。12月9日，政治局会议首次强调“全方位扩大国内需求”，意味着扩内需及促消费是25年经济工作的核心任务之一。12月12日，中央经济工作会议也指出，“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，25年要保持经济稳定增长，保持物价总体稳定，我们认为保持物价稳定有利于商超、便利店等以民生类消费品为主的线下零售业态。

消费券等刺激消费政策频出。7月25日发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加大支持力度支持以旧换新。自9月以来，各省市纷纷跟进推出换新补贴活动。此外，9月以来多地陆续发放消费券，上海9月底投入至少5亿元，涵盖餐饮、住宿、电影、体育等领域；杭州市共投入4.3亿元，包括餐饮专项消费券、商超消费券、手机平板穿戴设备等消费电子产品消费券。

表1:24年下半年以来全国部分地区发放消费券情况梳理

地区	发布时间	发放额度	政策具体情况
上海	2024.9	5亿	上海市人民政府审议通过《上海市服务消费券发放方案》，其中餐饮3.6亿元、住宿9000万元、电影3000万元、体育2000万元。
重庆	2024.11	近5亿	重庆发布“爱尚重庆·乐享全球”主题活动，分别为推出购物、体验品鉴、文体赛事等消费热点，点燃市民和旅客的消费热情。
杭州	2024.10	4.3亿	杭州市消费券发放范围主要包括餐饮专项消费券、商超消费券、手机平板穿戴设备等消费电子产品消费券。
四川	2024.9	4亿	2024“蜀里安逸”消费券发放，其中3亿元为家居家装消费券，1亿元为川酒、川菜、川茶、川丝绸、川药材等四川特色产品消费券。
陕西	2024.12	2.1亿	陕西省将在“双十二”期间发放2.1亿元消费券，覆盖西安等9市区，涉及汽车购新、商超百货、住宿餐饮等多个领域。

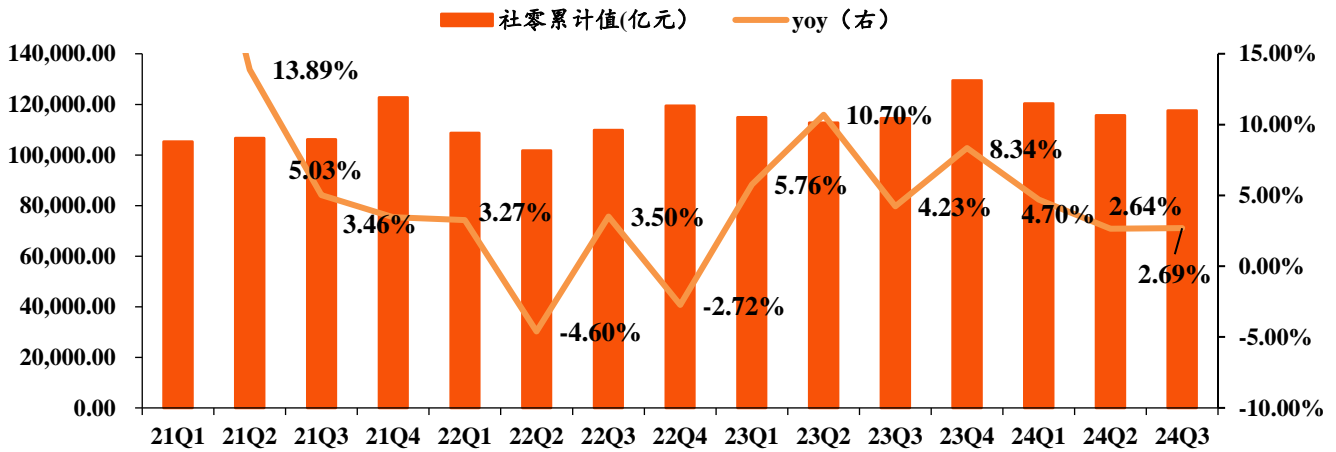
资料来源：上海市发展和改革委员会，重庆市人民政府，华龙网，杭州本地宝，四川在线，西部网（陕西新闻网），甬兴证券研究所

1.2. 社零趋势性向好，消费信心有望恢复

2024年社零呈V字走势。据国家统计局数据，1-11月，社零总额44.27万亿，同比增长3.5%。2024年分季度拆分，24Q1/Q2/Q3社零总额分别为12.03/11.56/11.76万亿，分别同比+4.7%/2.6%/2.7%；限额以上社零占比约39%，24Q1/Q2/Q3增速分别为4.0%/9.5%/5.8%。**消费信心指数**2024年11月为86.2，我们预计随着扩内需促消费系列政策逐步见效，消费信心有望持

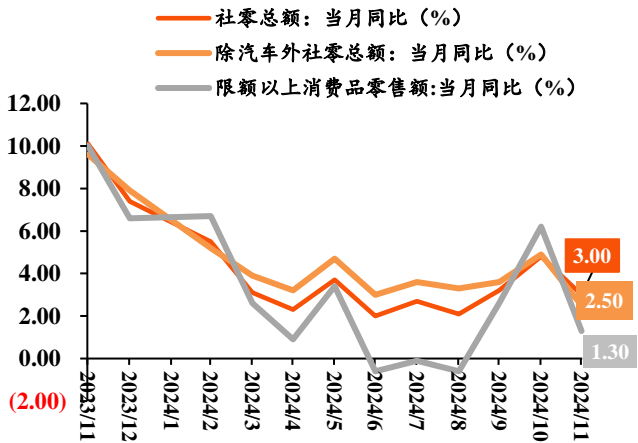
续修复。

图1:季度社零累计值及同比



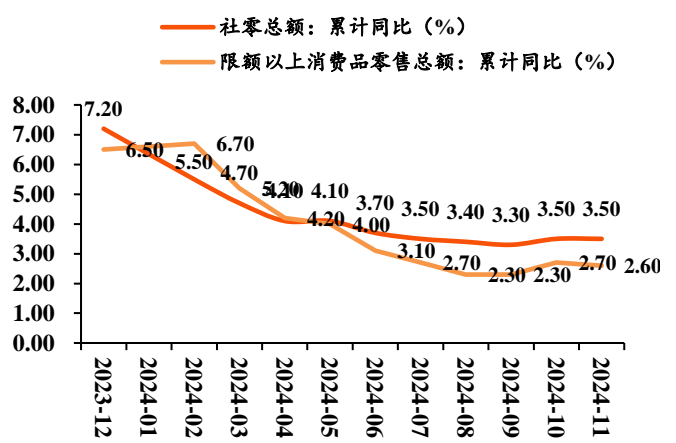
资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图2:社零总额及限额以上消费品零售额单月同比



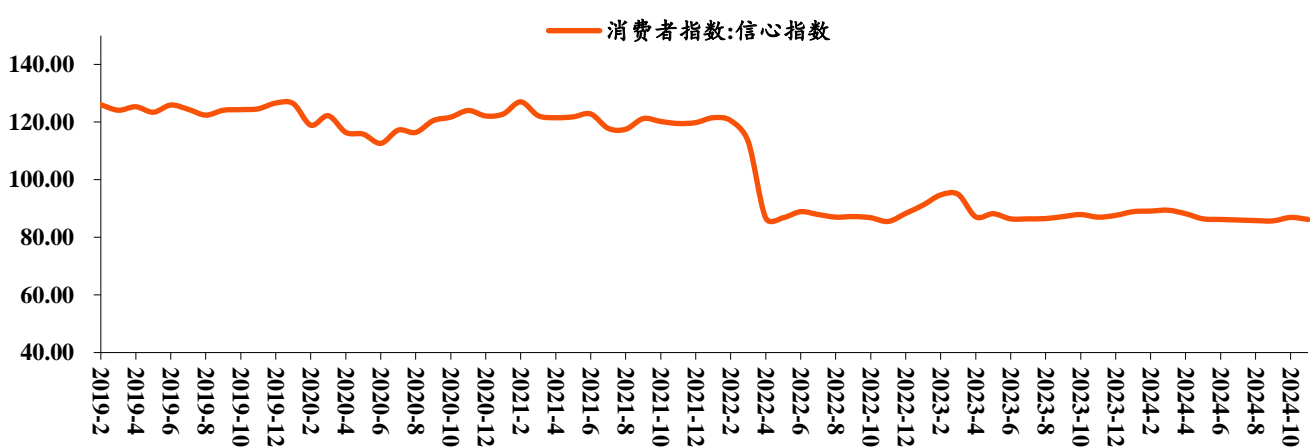
资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

图3:社零总额及限额以上消费品零售额累计同比



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

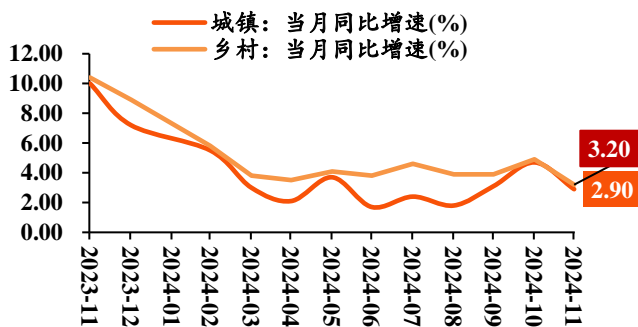
图4:中国消费者信心指数



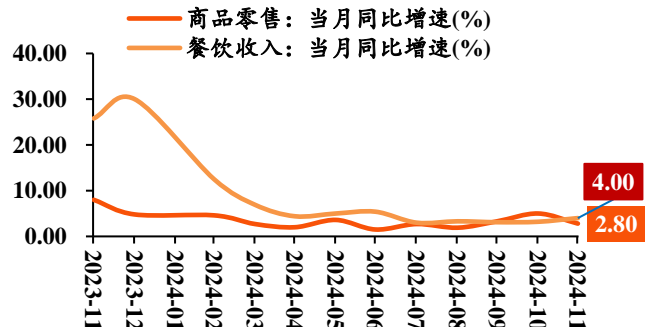
资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

电商渗透率维持高位，线下便利店专业店表现较优。1-11 月份，全国网上零售额 14.03 万亿 (yoy+7.4%)；其中实物商品网上零售额 11.81 万亿 (yoy+6.8%)，占社会消费品零售总额的比重为 26.7%，电商渗透率环比 +0.8pct；在实物商品网上零售额中，吃类/穿类/用类商品分别 +16.2%/2.8%/6.3%。我们推算 1-11 月线下零售额为 32.47 万亿(yoy+4.65%)，限额以上零售业单位中便利店/专业店/超市零售额同比分别 +4.4%/4.0%/2.6%；百货店/品牌专卖店零售额同比分别-2.9%/-0.7%。

1-11 月餐饮收入增速优于商品零售增速，限额以上表现欠佳。1-11 月份，商品零售额 39.26 万亿 (yoy+3.2%)，限额以上商品零售额 yoy+2.5%，占总商品零售额约 41%；餐饮收入 5 万亿 (yoy+5.7%)，限额以上餐饮收入 yoy+3.1%，占总餐饮收入约 28%。单 11 月份，商品零售额 37961 亿 (yoy+2.8%，增速环比-2.2pct)，限额以上商品零售额 16451 亿(yoy+1.2%，增速环比-5.6pct)；餐饮收入 5802 亿 (yoy+4.0%，增速环比+0.8pct)，限额以上餐饮收入 1297 亿 (yoy+2.5%，增速环比+2.8pct)。我们认为未来餐饮在各地消费券促进下有望持续实现环比改善。

图5:城镇与乡村零售额单月同比


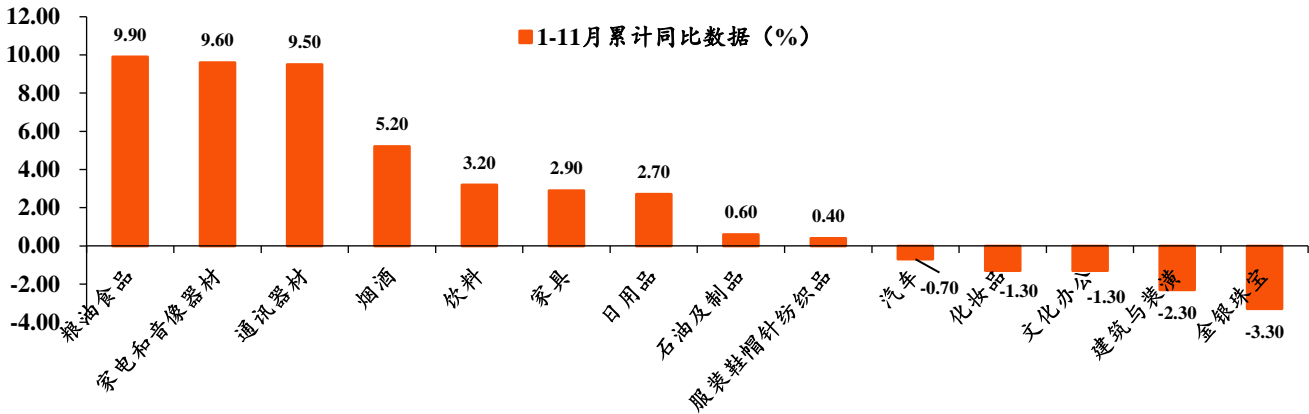
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:商品与餐饮零售额单月同比


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

必选消费中粮油食品领先增长，可选消费表现分化。必选消费中，1-11 月粮油食品/烟酒/饮料类零售额同比分别+9.9%/5.2%/3.2%；可选消费表现分化，家电/通讯器材/家具表现较优，同比分别+9.6%/9.5%/2.9%；服装鞋帽/金银珠宝/化妆品同比分别+0.4%/-3.3%/-1.3%。

图7:1-11月限额以上商品零售各品类同比数据



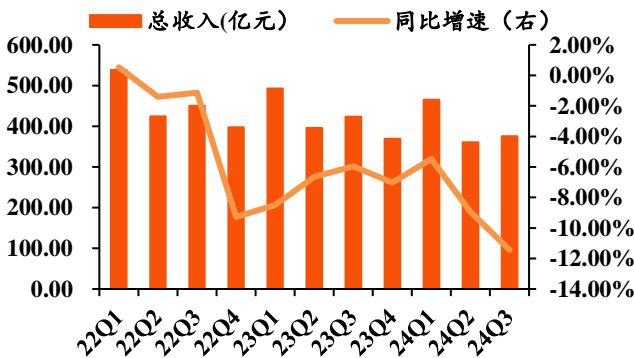
资料来源：国家统计局，甬兴证券研究所

2. 线下零售企业资产价值重估，关注业绩边际改善

2.1. 2024 年前三季度零售企业韧性向上，板块 Q3 涨幅靠前

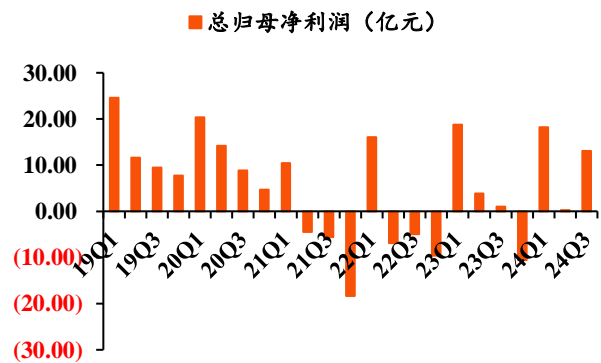
2024 年零售行业 6 家主要上市公司收入整体下滑。我们选取线下零售行业 6 家主要上市公司（下称“主要公司”），2024 年前三季度“主要公司”整体实现营业收入 1201 亿元（同比-8.45%），Q1/Q2/Q3 单季度分别同比-5.48%/-8.94%/-11.44%，均有不同程度的下滑。2024 年业绩扭亏，基本面有边际改善。2024 年前三季度“主要公司”整体盈利 31.6 亿元，同比+8%。

图8：“主要公司”整体季度总收入及同比增速



资料来源：IFinD，甬兴证券研究所

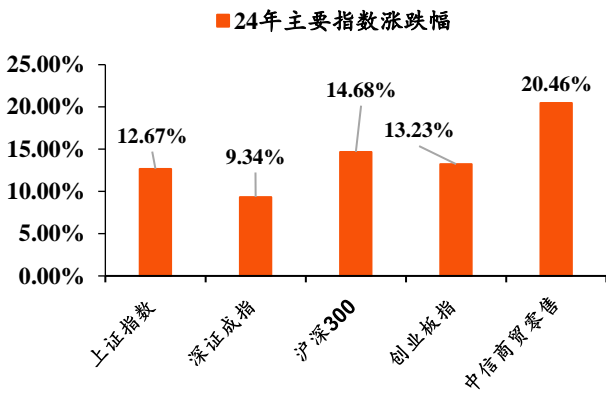
图9：“主要公司”整体季度归母净利润



资料来源：IFinD，甬兴证券研究所

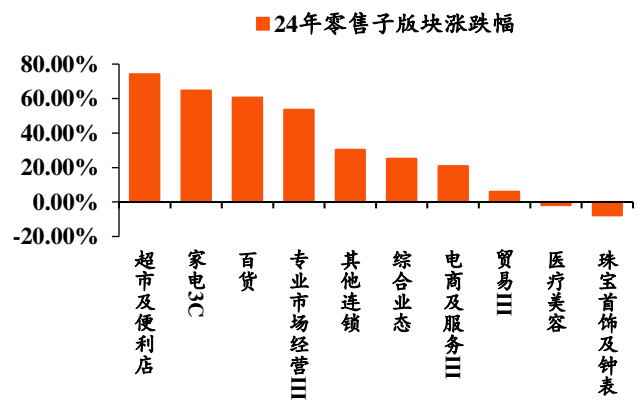
2024 年零售板块涨幅跑赢大盘。2024 全年商贸零售板块上涨 20.46%，跑赢沪深 300 指数 5.77 个百分点。24 年商贸零售板块在 30 个中信一级行业中排名第 5 位。子板块方面，24 年涨幅较大的子板块分别为超市及便利店、家电 3C、百货，涨幅分别为 74.20%、64.75%、60.49%。个股方面，24 年涨幅较大的个股为：中百集团（+199.31%）、供销大集（+136.30%）、永辉超市（+124.82%）；跌幅较大的个股为：*ST 人乐（-50.49%）、三态股份（-41.21%）、庚星股份（-40.02%）。

图10:24年主要指数涨跌幅



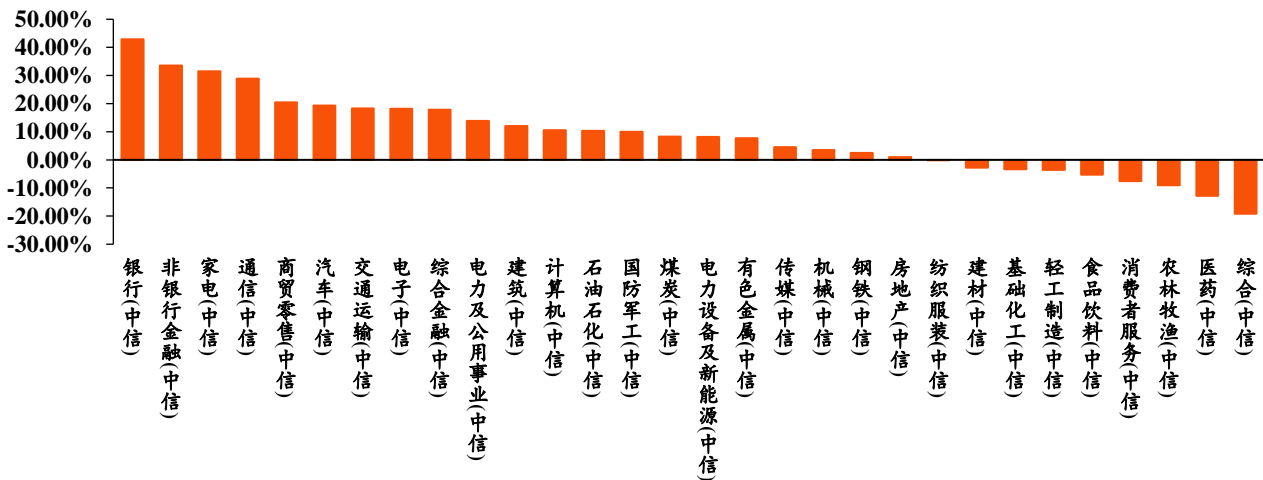
资料来源: IFinD, 甬兴证券研究所

图11:24年零售子版块涨跌幅



资料来源: IFinD, 甬兴证券研究所

图12:24年中信一级行业指数涨跌幅对比



资料来源: IFinD, 甬兴证券研究所

表2:24年零售行业涨幅前五名个股

涨幅 TOP5	证券代码	证券简称	24年涨跌幅 (%)	最新市值 (亿元)
1	000759.SZ	中百集团	199.31	87.63
2	000564.SZ	供销大集	136.30	623.00
3	601933.SH	永辉超市	124.82	575.36
4	300209.SZ	*ST 有树	93.21	50.24
5	600415.SH	小商品城	83.20	735.36

资料来源: IFinD, 甬兴证券研究所 (最新市值为2024年12月31日收盘后市值)

表3:24年零售行业跌幅前五名个股

跌幅 TOP5	证券代码	证券简称	24年涨跌幅 (%)	最新市值 (亿元)
1	002336.SZ	*ST 人乐	-50.49	29.17
2	301558.SZ	三态股份	-41.21	69.10

3	600753.SH	庚星股份	-40.02	14.39
4	002803.SZ	吉宏股份	-38.33	48.79
5	002356.SZ	赫美集团	-34.33	43.14

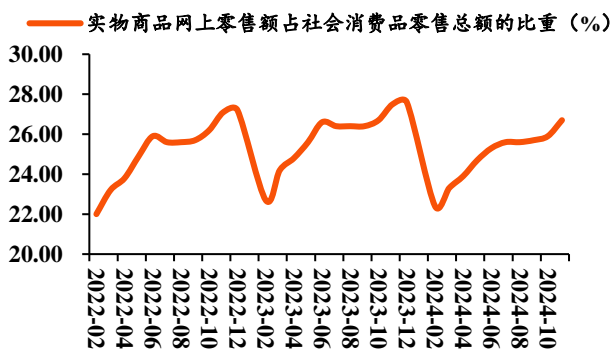
资料来源：IFinD，甬兴证券研究所（最新市值为2024年12月31日收盘后市值）

2.2. 零售行业回归商品和服务本质，有望迎来价值重估

传统商超掀起新一轮变革，回归商品和服务。从竞争格局角度来看，电商渗透率放缓，对线下渠道冲击减弱，竞争格局良好；据21世纪经济报道，全国商超房租普遍下调，租金成本减少，线上线下剪刀差缩小，据仲量联行统计，中国21城优质购物中心的首层平均租金在24年上半年累计下降0.7个百分点。从需求端来看，消费者注重商品的质价比，并重视情绪价值；从供给端来看，传统商超在变革中摸索，以步步高、永辉超市为代表的零售商率先开启“胖改”，越来越多商超渠道积极重塑业态，调改初见成效，关注业绩边际改善带来的投资机会。

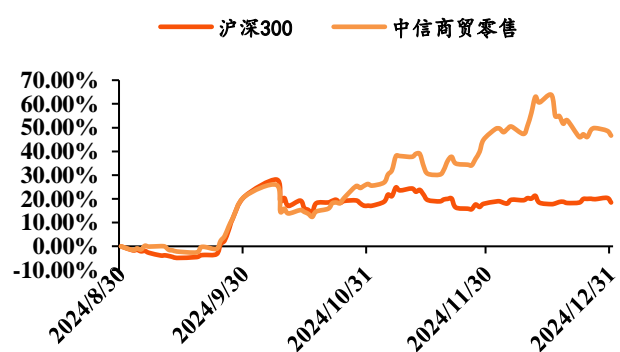
零售企业有望迎来价值重估。一方面并购重组带来价值重估。24年并购重组支持政策持续出台，如《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》、《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》等，有并购重组预期的商超百货公司关注度提升。2024年9月，名创优品公告以62.7亿元收购永辉超市29.4%的股份，促进零售行业的价值重估。另一方面，PB<1的个股有望价值回归。当前零售资产PB均处于较低的位置，零售企业资产多以成本法计量，资产价值（清算价值与重置成本）均大幅高于初始成本，如高鑫零售，据其公告称，截至2024年3月底，“投资物业”以53亿元入表，但其公允价值为202.51亿元，资产价值远高于账面价值。我们认为，零售资产，尤其PB小于1的企业有较大价值重估空间。

图13:实物商品网上零售额渗透率



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图14:9月起零售板块趋势性向上



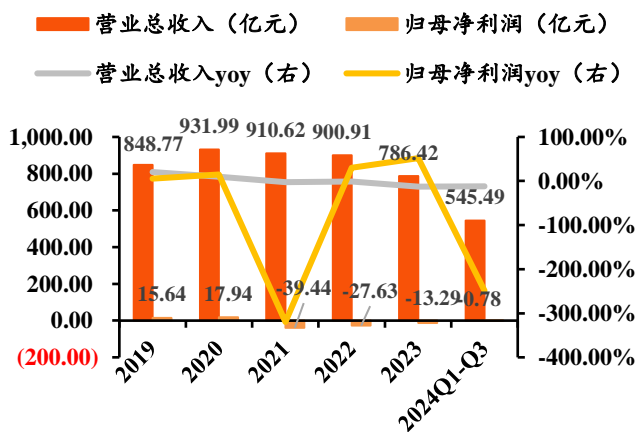
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

2.3. 寻找经营业绩有边际改善的 alpha 标的

永辉超市调改如火如荼。据永辉同道公众号，公司 2024 年前三季度实现营收 545.49 亿元，归母净利润-0.78 亿元，较上年同期均有下降，主要系公司战略转型加速导致的阶段性营收减少和调改投入增加。公司现金储备良好，截至 9 月底，包含理财的总现金资产约 80.5 亿元，扣除银行贷款后的净现金约 28 亿元，均明显高于 24 年年初水平。门店方面，公司 24 年新开门店 7 家，关闭 186 家扭亏困难的尾部门店，短期增加闭店成本，但中长期有望提升整体经营效率。

永辉超市战略转型取得阶段性进展。24 年 6 月份公司在胖东来帮扶下开启变革，加速战略转型步伐。调改方向集中在供应链、商品结构、动线布局、员工福利等方面，深耕商品品质和服务，回归零售本质。截至 12 月底，总计已有 31 家调改门店恢复营业，预计春节前将至少达 41 家。调改门店营收均有较大幅度的增长，首个开业的郑州信万广场店截至 9 月 30 日日均营收约 153 万元，并在 9 月实现盈利；深圳卓悦汇店 3 天消费客流超 5 万人次，销售额约 550 万元，日均消费客流约为调改前 4.2 倍，日均销售额约为调改前 8 倍。永辉超市转型已有阶段性正反馈，随着转型的不断深入，公司有望实现经营指标的全面改善。

图15:永辉超市近年营业总收入及归母净利润



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图16:永辉超市 2024 年调改开业门店 31 家

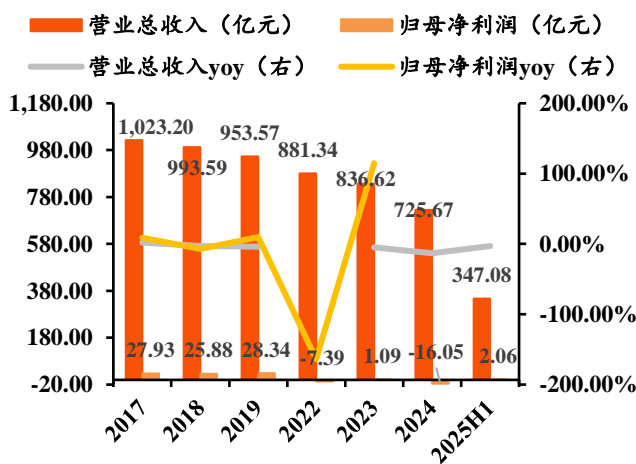


资料来源: 永辉同道公众号, 甬兴证券研究所

高鑫零售业绩边际改善。据公司公告，25 上半财年集团营收达 347 亿元，同比-3%，低价策略驱动下，客单价稳定，来客数下滑趋势收窄，若不考虑供应链业务收缩和闭店影响，收入增长约 0.3%。利润端，公司加速降本增效，上半财年管理及营销费用优化 10.9 亿，利润扭亏，实现 2.06 亿，同比+157.38%。我们认为，公司借助大润发沉淀多年的零售基因，全力优化改造，未来有望实现收入及同店增长、降本增效带来业绩企稳，回归健康发展。

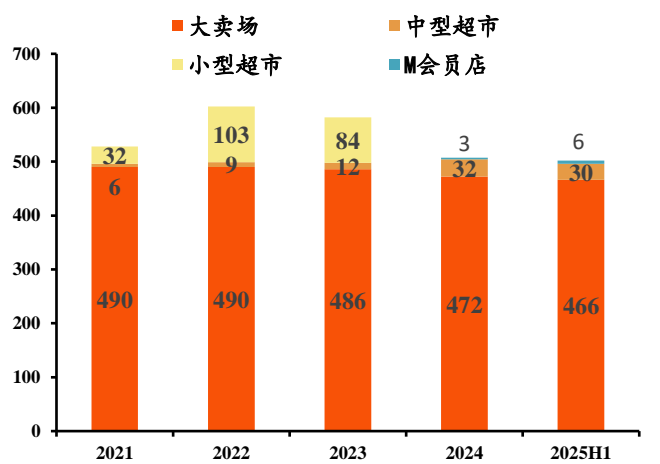
新管理层强调零售本质，重价格与产品，优化调整门店再出发。据上海证券报·中国证券网，25 财年伊始，公司新高管沈辉任 CEO，新管理层重视零售本质，聚焦商品力和价值力，采用低价策略，借助生鲜及烘焙引流，打造自有品牌和大单品，吸引客流，笔单提升，预计公司销售收入将增长向上。此外，依托大润发供应链优势全渠道发展，大卖场重点定位社区型生活超市，中超调整改造夯实第二增长曲线，M 会员店和山姆、Costco 错位竞争。2024 财年内，线上业务销售占总收入约 29%，其中 B2C 业务销售占比约 22%。公司自有 App 销售额占 B2C 业务的约 36%；自财年第四季度起，公司加快拓展第三方平台销售。

图17:高鑫零售近年营业总收入及归母净利润



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图18:高鑫零售近年各业态门店数量 (家)



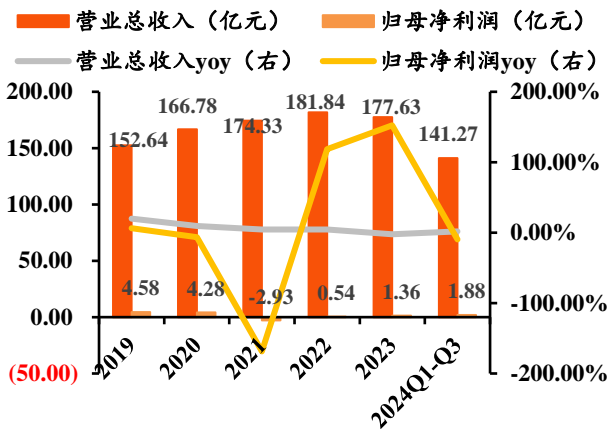
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

家家悦多业态协同，门店布局优化调整。据公司公告，公司 2024 年前三季度实现营收 141.27 亿，同比增长 1.78%；归母净利润 1.88 亿，同比下滑 12.03%，主要系门店布局优化调整及物流运费等费用增加影响。Q1-Q3 主营业务收入增长 4.64%，其中综合超市、社区生鲜收入同比各增 5.06%、7.64%，乡村超市收入同比下降 8.52%，其他业态收入高增 57.9%。Q1-Q3 山东地区收入增长 3.90%，省外地区收入增长 8.29%。截止 24 年三季度末，门店总数 1103 家，其中直营门店 973 家、加盟店 130 家；其中综合超市 248 家、社区生鲜食品超市 418 家、乡村超市 208 家、零食店 125 家、好惠星折扣店 10 家、便利店等其他业态门店 94 家。

家家悦稳步推进新业态。公司竞争力强，坚持“区域密集、多业态互补”战略，聚焦山东省（24 年前三季度收入占比 82%）及省外区域，推进多业态协同发展。公司从品类结构、商品品质、质价比、服务、环境等方面向品质经营转变，通过对门店的改造及复制推广，为顾客提供更好的商品、服务和体验，带来客流增长。据联商网，24 年 10 月 31 日，SPAR 家家悦威海

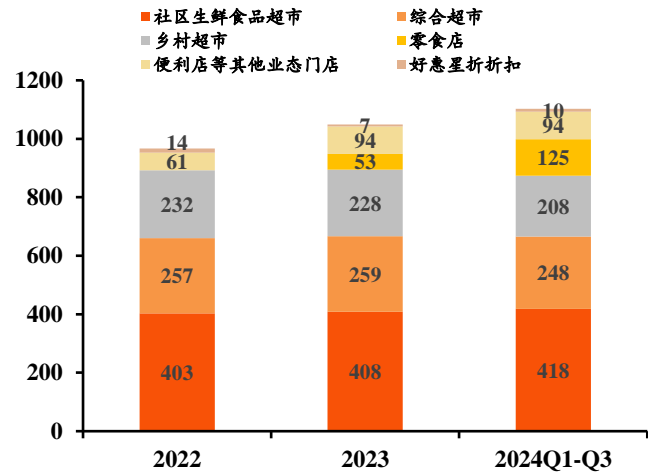
通诚店调改升级焕新开业，重点进行商品结构调整，精减 3000 多个同质化商品，引进 900 多个时尚个性化新品，以及提供小程序下单、自助结账等一条龙通道。新业态稳步推进，23 年试水折扣业态，悦记·好零食首店于 23 年 4 月正式开业，6 月随即推出好惠星折扣店，24Q1/Q2/Q3 分别净增零食店 11/37/21 家。

图19:家家悦近年营业总收入及归母净利润



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图20:家家悦近年各业态门店数量 (家)

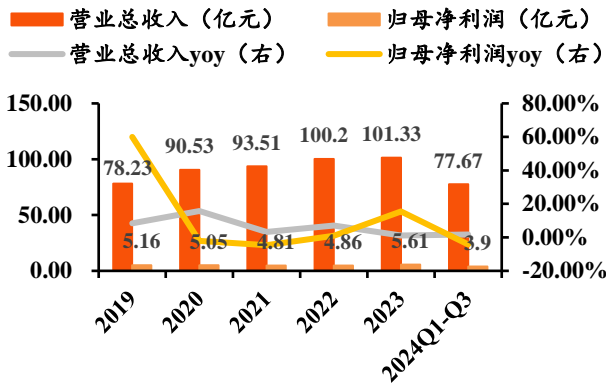


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

红旗连锁主业稳健。据公司公告，24Q1-Q3 实现营收 77.67 亿，同比 +1.65%；归母净利润 3.90 亿，同比 -4.21%，主营业务净利润 3.04 亿元，同比 +1.21%。公司合理调整门店布局，对长期不能实现扭亏的门店进行调整，截止 24 年中报，公司共有门店 3655 家，其中完成旧店升级改造 202 家，净新开门店 16 家；在夯实线下门店的同时，持续开拓线上引流，引流客户 535 万人到店，线上销售额近 5 亿元。此外，加强自营商品开发力度，不断优化商品结构，开发更多自有商品。

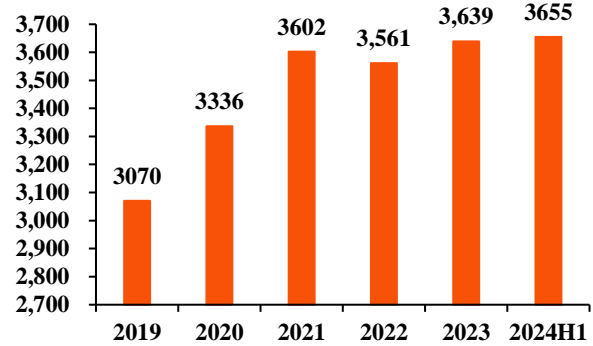
红旗连锁剥离不良资产，聚焦核心区域。根据公告，公司拟将持有的甘肃红旗 20% 股权以 1 元对价转让给国资利民，股权转让完成后，公司不再持有甘肃红旗股权，这次股权转让剥离了不良资产，优化资产结构，聚焦核心业务。24Q1-3 公司投资新网银行及甘肃红旗实现投资收益 0.86 亿，同比 -19.49%，新网银行业务风险表现稳定，业务发展状态整体良好，伴随甘肃红旗股权剥离，投资收益表现有望恢复。23 年 12 月，四川商投投资成控股股东后，我们预计公司更加稳健发展，未来有望受益于国企改革。

图21:红旗连锁近年营业总收入及归母净利润



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图22:红旗连锁近年便利店门店数量(家)



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

3. 生育支持政策利好主业，母婴企业积极探寻第二增长曲线

3.1. 生育支持政策推出有望减缓生育率下滑趋势

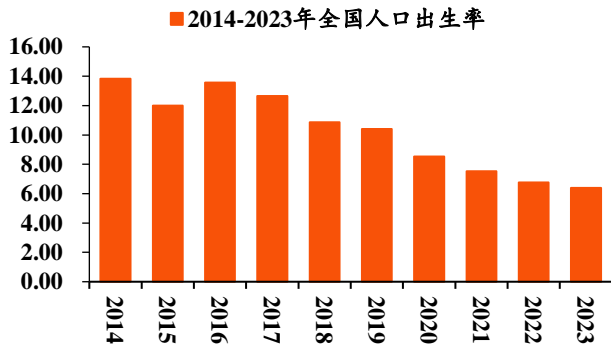
利好生育政策陆续落地。2024年10月28日，国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》的通知，提出（1）强化生育服务支持：包括增强生育保险保障功能、完善生育休假制度、建立生育补贴等制度、加强生殖健康服务。（2）加强育幼服务体系建设：提高儿童医疗服务水平、增加普惠托育服务供给、完善普惠托育支持政策、促进儿童发展和保护。（3）强化教育、住房、就业等支持措施：扩大优质教育资源供给、加强住房支持政策、强化职工权益保障。（4）营造生育友好社会氛围：积极构建新型婚育文化、加强社会宣传倡导。

生育政策和各项配套措施逐步落地完善。据国家医保局，11月26日，医保部门多措并举支持生育，包括持续完善生育保险制度、巩固扩大生育保险覆盖面；推动辅助生殖服务项目纳入医保支付，降低生育成本；加强儿童用药保障，有效减轻患儿家庭负担等。据上虞区政府公告，11月29日，绍兴市上虞区率先落地，包括二孩三孩消费券、孕期检查补助、托育服务补助、三孩母亲生活补助等具体补贴补助。我们认为，随着各省市逐渐落地生育相关举措，或可切实有效降低生育成本，提高生育意愿、提升女性权益。

2024年上半年全国部分地区出生人口出现积极信号。据广东统计局、珠海网及澎湃新闻，广东省是我国人口大省，23年出生人口数为103万人，连续六年位居全国第一，并占据了全国11.42%的出生人口；据南方日报，24H1广东省妇幼保健院副院长披露数据，广东全省住院分娩活产数同比增

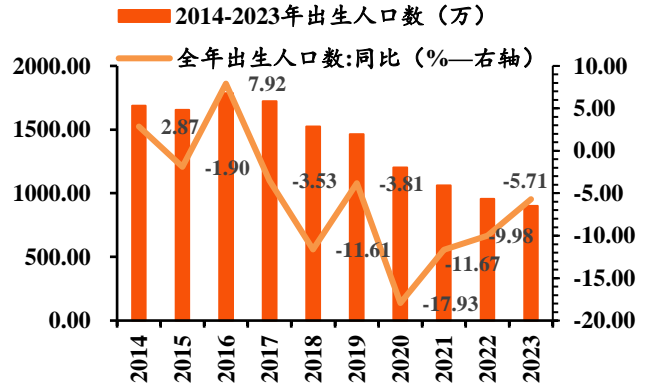
长 1.4%，数据表明，2024 年广东省出生人口数降速放缓。据青岛半岛信网，24H1 青岛市户籍人口出生数为 22669 人，同比增长 5.93%，扭转连续两年下滑的趋势。我们认为，随着生育政策和各项配套措施落地完善，出生人口数量有望减缓下滑趋势。

图23:2014-2023 年全国人口出生率 (%)



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图24:2014-2023 年全国出生人口及同比增速



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

3.2. 母婴企业积极探索第二增长曲线

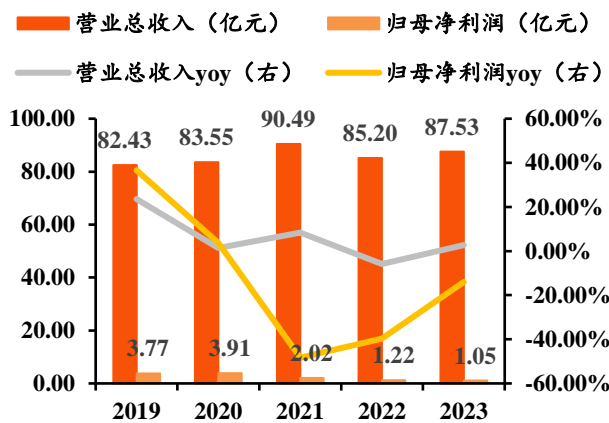
孩子王坚持以用户为中心，深耕母婴行业。据公司公告，公司 24Q1-Q3 实现营收 67.98 亿，同比增长 7.1%，归母净利润实现 1.31 亿，同比增长 12.24%；12 月 25 日业绩预告预计 2024 年度实现归母净利润 1.6 亿-2.11 亿，同比增长 52.21%-100.73%。2024 年公司主业经营表现优秀主要得益于 23 年收购乐友国际 65% 股权，24 年收购剩余股权后全资控股，大力实施扩品类、扩赛道、扩业态的“三扩”战略，降本增效等积极因素的影响。

公司致力于母婴生态建设，大力实施“三扩”战略。收购乐友扩大北方市场规模，加快发展下沉市场加盟模式，升级儿童生活馆以扩品类扩年龄段。截至 24 年 6 月底，公司已有门店 1035 家，其中孩子王门店 504 家，乐友门店 441 家，同时拟在江苏等 16 个省新建门店 73 家，对全国各省市 120 家线下门店进行改造，进一步完善公司的零售终端布局；线上销售也已经逐步覆盖了 APP、微信公众号、小程序、微商城等主要渠道。23 年，孩子王率先开创了全年龄段儿童成长服务的新业态，推出了全年龄段儿童生活馆，24 年上半年，公司已开业 6 家儿童生活馆；同时积极推进大店加盟模式，加快占领下沉市场，聚焦县城、千强镇做渠道深度覆盖，据中国网财经，预计到 2027 年底，孩子王将在全国范围内预计覆盖 1000 个县城，基本实现“一县一店”的目标，门店空间有望进一步打开。

孩子王与辛选合作，打开线上成长空间。24 年 10 月，孩子王与辛选集团成立合资公司“链启未来”，孩子王持股 33%，开展新家庭电商直播零售

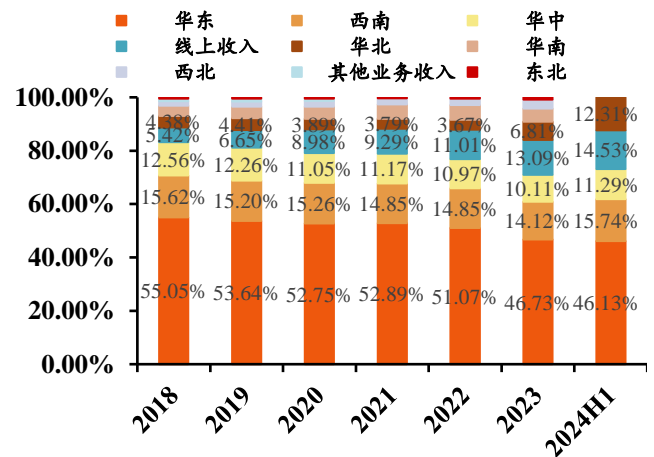
业务。据融盈数据，12月18日，辛选主播“蛋蛋”为孩子王进行了首场全程直播，单场GMV破2亿。据中国财富网，12月19日孩子王微信小店上线，其9000万的会员数量，超1000万的微信私域用户，为孩子王电子商务业务的发展提供更多的助力，上线三天内，微信小店的成交量达6.5万单。12月30日，孩子王以1.62亿元人民币现金收购上海幸研生物科技有限公司60%股权，实现对其控股，布局宝妈及女性美妆护肤供应链品牌。公司扎实践行“三扩”发展战略，有望持续提升市场份额。

图25:孩子王近年营业总收入及归母净利润



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图26:孩子王近年按区域营收拆分



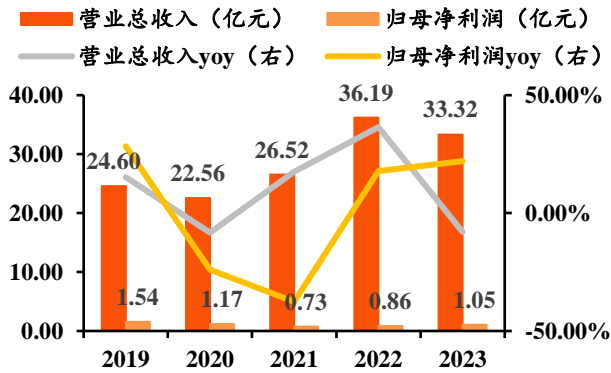
资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

爱婴室定位中高端，主业稳健发展。据公司公告，公司24Q1-Q3营收同比增长1.95%，归母净利润同比增长2.04%，稳中有进。公司长期聚焦“双品牌融合+全渠道渗透+精细化经营”，广度覆盖，深度优化。双品牌融合：公司2021年第四季度收购母婴品牌贝贝熊，打入华中市场，提高区域覆盖面，触达更多消费者；未来通过在系统、供应链、品类、人员等方面深度整合，双品牌协同共进齐成长。全渠道渗透：线上线下全渠道运营，24年前三季度公司新开门店39家，关闭门店45家，截至24年三季度末公司共计门店463家，已签约待开业门店26家，均预计于24Q4开业；电商为公司前三季度增长最快的渠道，收入+12.32%，线上不断升级自营APP和微信小程序，发展第三方平台，并探索抖音小红书等种草平台，依托线下门店持续优化O2O，公域及私域进行双轨双驱并向销售。

爱婴室与万代南梦宫携手，探索“谷子经济”新赛道。据高达基地官网，公司与万代携手打造苏州高达基地，12月20日于苏州中心开业。爱婴室旗下麦趣乐已成为国内第2家获得万代高达基地授权的公司，苏州店为高达基地全国第6家门店。据全球IP授权展上海站，万代南梦宫23年全年全球销售额预计实现488亿人民币，净利润32亿元，拥有众多头部IP，如高达、龙珠、海贼王等，这三大IP贡献38%收入，万代资源和生态能力强，

截至 23 年底有 270 家直营店，其中海外仅有 21 家，未来在中国市场拓展空间广阔。我们认为，若苏州店销售超预期，后续存在进一步开拓新店及新合作模式的可能性，中长期有望为公司收入及业绩贡献增量。

图27:爱婴室近年营业总收入及归母净利润



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图28:高达基地线下 6 家店铺



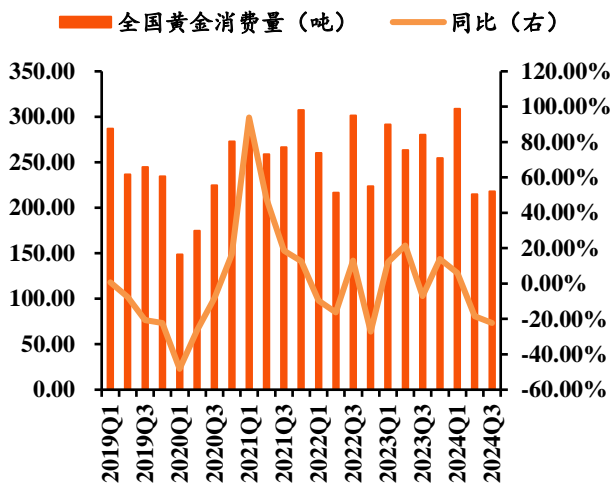
资料来源: 高达基地官网, 甬兴证券研究所

4. 黄金珠宝低估值高股息，有望底部反转

4.1. 金价扰动，板块筑底

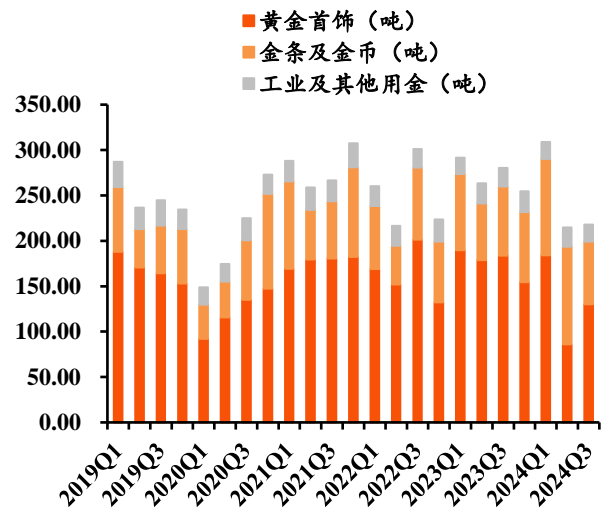
24 年前三季度黄金消费量下滑。据中国黄金协会数据，2024 年前三季度，全国黄金消费量 741.73 吨，同比-11.18%；其中，黄金首饰 400.04 吨，同比-27.53%，金条及金币 282.72 吨，同比+27.14%，工业及其他用金 58.97 吨，同比-2.78%。分季度来看，24Q3 全国黄金消费量 217.98 吨，同比-22.20%；其中，黄金首饰 130.02 吨，同比-29.25%，金条及金币 69.09 吨，同比-9.17%，工业及其他用金 18.88 吨，同比-7.24%。

图29:2019-2024年全国黄金消费量及同比



资料来源: Wind, 中国黄金协会, 甬兴证券研究所

图30:2019-2024年全国黄金消费结构

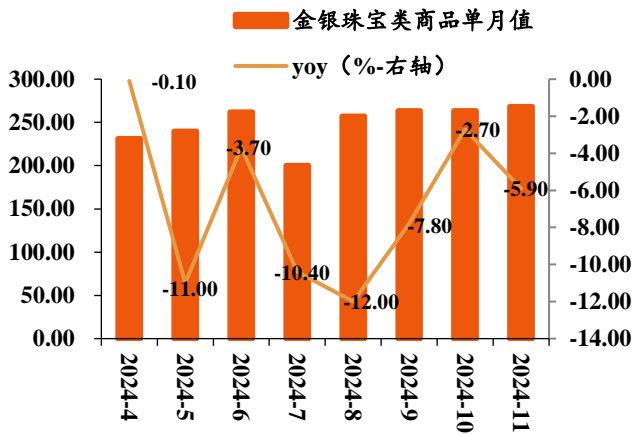


资料来源: Wind, 中国黄金协会, 甬兴证券研究所

2024年金价大幅上涨28%，影响终端销售。据国家统计局数据，24年1-11月金银珠宝社零同比下降3.3%，其中金价上涨29%，我们认为金价快速上涨或可能抑制短期放量，消费者及加盟商多处于观望情绪。11月起，因美国大选、美元走强、降息预期减弱等外部因素，金价有所回调，11月14日跌至595.86元/g；后因俄乌紧张局势加剧等国际形势，避险需求上升，12月31日黄金现货收盘价为619.50元/g，24年全年金价上涨28%。

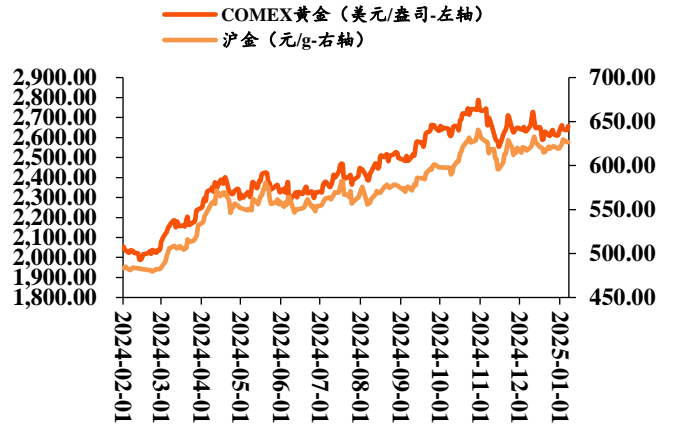
在投资者避险需求下，黄金品类长期有望延续高景气表现。展望未来，因国外地缘政治等风险，投资者的避险需求或将进一步走高；此外，春节前加盟商集中补货及消费者悦己送礼等需求有望支撑国内金饰消费回暖。24年Q2以来黄金珠宝部分公司终端销售及业绩受金价扰动，但长期来看，黄金新工艺驱动增长，考虑到当前主要上市公司估值处于较低位置，且分红能力较强，持续关注销售拐点显现。

图31:限额以上黄金珠宝单月社零(亿元)及增速(%)



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图32:COMEX 黄金和沪金走势



资料来源: iFinD, Comex, 上海期货交易所, 甬兴证券研究所

表4:黄金珠宝品牌商关键指标梳理

证券代码	证券名称	24年涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	股息率_近12个月 (%)	市盈率 (PE, TTM)
002867.SZ	周大生	-4.28	159.24	6.61	14.51
605599.SH	菜百股份	-23.77	88.28	5.98	13.59
002345.SZ	潮宏基	-14.68	51.62	5.71	16.19
600916.SH	中国黄金	-12.66	144.82	5.26	14.70
600612.SH	老凤祥	-21.35	224.73	3.53	14.25

资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

4.2. 高股息低估值, 关注销售拐点

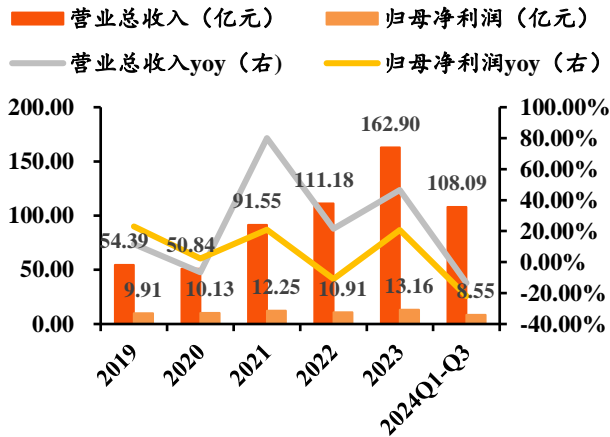
周大生 Q3 收入利润承压, 静待终端销售改善。据公司公告, 2024 年前三季度, 公司实现收入 108.09 亿元, 同比-13.49%, 实现归母净利润 8.55 亿元, 同比-21.95%; 单 Q3, 公司实现收入 26.12 亿元, 同比-40.91%, 实现归母净利润 2.53 亿元, 同比-28.7%。分产品看, 24Q1-Q3 素金首饰/镶嵌首饰分别实现收入 89.0/5.9 亿, 同比-15.04%/-22.46%。分渠道看, 24Q1-Q3 自营线下业务实现营收 13.54 亿 (+9.77%), 其中镶嵌类产品收入 6368 万 (-24.49%), 黄金类产品收入 12.62 亿 (+12.85%); 电商业务实现营收 16.53 亿 (+5.94%), 其中镶嵌产品收入 1.22 亿 (+6.73%), 黄金类产品收入 10.22 亿 (-7.44%), 银饰等其他类产品收入 4.99 亿 (+46.25%); 加盟业务实现营业收入 76.6 亿(-19.75%), 其中镶嵌产品批发销售收入 3.99 亿(-28.16%), 黄金产品批发销售收入 65.25 亿 (-19.92%)。

周大生门店稳步扩张, 且分红能力强。截至 2024 年三季度末, 共有门店 5235 家, 较 24 年初净增加 129 家, 其中加盟门店 4886 家, 自营门店 349 家。在较为困难的市场环境下, 公司注重发展质量, 在打造丰富产品矩阵的

请务必阅读报告正文后各项声明

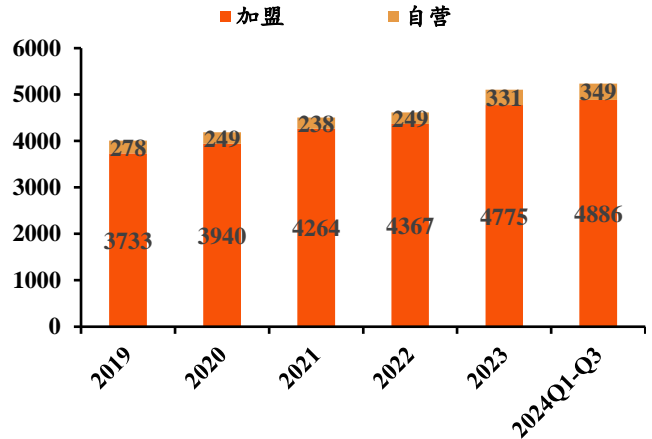
同时，据市场变化持续加大产品研发和迭代优化，适时调整产品结构，强化广告宣传及市场营销力度，品牌势能进一步提升。公司分红能力领先行业，23年及24年半年度现金分红率均约为54%。

图33:周大生近年营业总收入及归母净利润



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图34:周大生近年门店数量

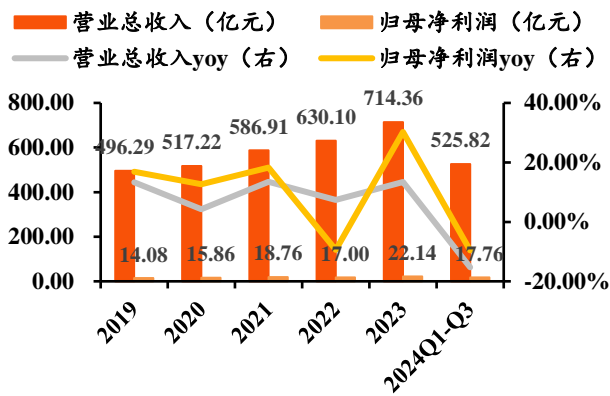


资料来源: iFinD, 公司公告, 甬兴证券研究所

老凤祥让利加盟商及经销商，春节前有望迎来加盟商集中补货。据公司公告，24年前三季度，公司实现营收525.82亿，同比-15.28%；归母净利润17.76亿元，同比-9.6%。单Q3实现收入126.2亿，同比-41.89%；归母净利润3.7亿，同比-46.20%。截止24年6月末，门店总数6022家。公司的产品结构以黄金饰品为主，销售模式以批发模式为主，金价的短期快速上涨对终端消费影响较大。随着零售终端的动销放缓，一定程度上影响了加盟商、经销商在订货会的采购积极性。公司适时调整销售政策，第三季度订货会期间对加盟商、经销商进行让利促销，我们预计春节前订货会有望迎来加盟商集中补货。

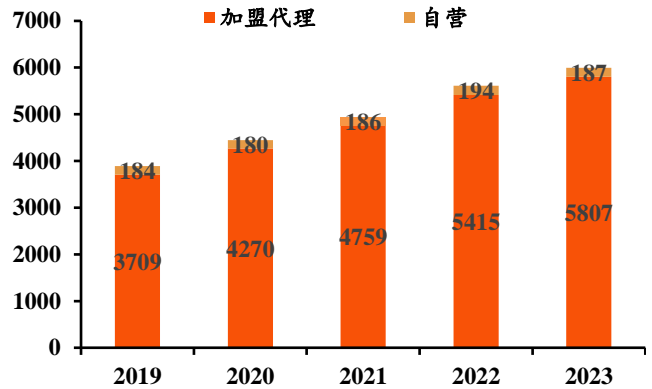
老凤祥积极调整经营策略。公司一方面调整门店的主题形象，着重布局“藏宝金”、“凤祥喜事”主题店，升级焕新传统的老凤祥银楼门店，形成店铺形象矩阵。另一方面，为吸引年轻消费群体，公司近年来不断拓展联名产品的开发和营销，持续推动品牌年轻化。公司推出龙年、蛇年生肖主推款的黄金缙丝编织技艺，满足时尚消费者对匠心技艺的追求；公司和米哈游联名开发金票、首饰；与野兽派联名开发车载香薰；与南梦宫联名开发高达系列手办、首饰。公司近五年（2018-2023）累计分红43.73亿元，现金分红率为43.78%。

图35:老凤祥近年营业总收入及归母净利润



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图36:老凤祥近年门店数量

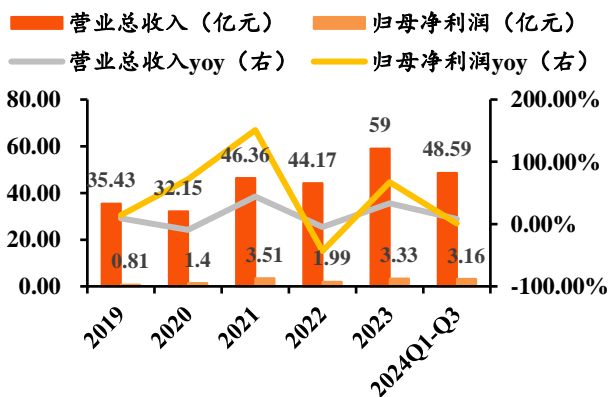


资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

潮宏基 Q3 加盟渠道逆势扩张。据公司公告, 24 年前三季度, 公司实现营收 48.59 亿元, 同比+8.01%, 实现归母净利润 3.16 亿元, 同比+0.95%。单 Q3, 实现收入 14.28 亿元, 同比-4.36%, 归母净利润 0.86 亿元, 同比-17.21%。公司以时尚珠宝打造差异化特色, 一口价黄金产品契合消费趋势, Q3 加盟渠道继续逆势扩张, 净开店 43 家。截至 9 月底“CHJ 潮宏基”珠宝总店数为 1482 家, 其中加盟店 1236 家, 较年初净增 126 家。

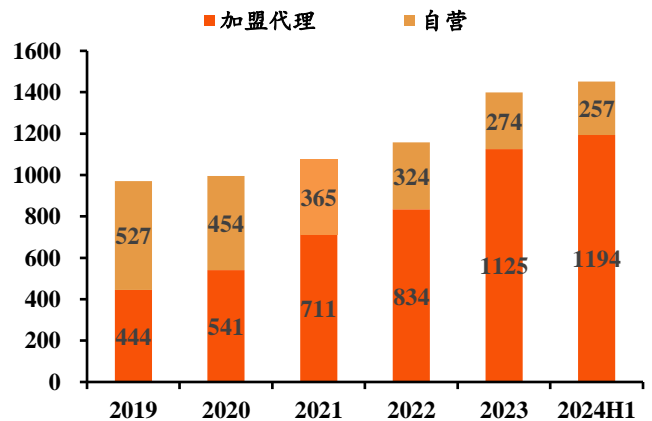
潮宏基产品力和品牌力强。产品端, 公司精耕品牌印记系列, 与国际著名艺术家/设计师联名设计的“花丝·如意”“花丝·圆满”系列, 以及“臻金·梵华”“臻·藏”等系列新品均广受好评; 加大优势黄金品类产品线研发, 优化 IP 系列产品布局, 提高产品的附加值和竞争力。品牌端, 公司积极推进品牌出海, 24 年 8 月, 潮宏基在马来西亚吉隆坡 IOI Citymall 开设品牌首家海外门店, 将品牌特色东方时尚珠宝呈现给海外消费者, 稳步推进品牌在全球的战略布局, 进一步提升品牌在国际的曝光度及行业影响力。

图37:潮宏基近年营业总收入及归母净利润



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图38:潮宏基近年门店数量



资料来源: iFinD, 公司公告, 甬兴证券研究所

5. 风险提示

- 1、**经济复苏不及预期：**宏观经济影响国内居民消费，若经济增速放缓，可能导致居民消费信心下降，消费需求受抑制，零售行业复苏承压。
- 2、**行业竞争加剧：**若行业竞争加剧，使得市场空间进一步被切割，可能对企业战略转型及业绩增长造成压力。
- 3、**门店扩张不及预期：**黄金珠宝和线下超市板块，公司依托门店扩张带动营收规模增长，若新开和改造门店不达预期，可能导致公司营收增速放缓。
- 4、**新业态转型不及预期：**线下零售企业积极创新变革向新业态转型，若新业态客流及销售不及预期，可能导致公司收入增长放缓。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。