

2023 年社会零售行业中期投资策略报告 社会零售同比稳步复苏

23 H1 社会零售行业形势回顾

品牌端基本面：表现分化，黄金珠宝/中高端男装板块表现较好

社零同比稳步复苏，但两年复合增速角度看环比下滑。2023 年社会消费品零售总额 1-2 月/3 月/4 月同比增速分别为 3.5%/10.6%/18.4%，4 月在低基数下同比实现较快增长。从两年 CAGR 看，同比分别增长 5.1%/3.3%/2.6%，保持复苏态势，但增速环比有所放缓。分品类看，黄金珠宝表现较好，服装弱复苏，化妆品表现相对较弱。2023 年 4 月金银珠宝类/服装鞋帽/化妆品同比增速分别为 44.7%/32.4%/24.3%，从复合增速看，两年 CAGR 分别为 3.0%/1.1%/-1.7%，珠宝品类表现优于社零整体。

从一季报情况来看，黄金珠宝、中高端男装等板块龙头公司业绩表现优异。我们选取 18 家行业内代表性上市公司为样本，对不同行业上市公司经营业绩进行了分析，其中珠宝行业表现最优，以老凤祥、潮宏基、周大生为代表的上市公司实现快速增长，收入/归母净利润分别增长

52.2%/34.5%；以报喜鸟、比音勒芬为代表的中高端男装复苏态势好，收入/归母净利润分别增长 20.4%/32.9%，其次为化妆品/医美、大众休闲、家纺和中高端女装行业。运动服饰板块标的由于在港股上市，并未披露一季报，但龙头企业 23Q1 流水环比 22Q4 也呈现复苏态势。

表 2：国内龙头运动品牌终端流水数据表现

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
李宁	80-90% 高段	90-100% 低段	40-50% 低段	50-60%高 段	20-30% 高段	10-20% 低段下降	10-20% 中段	10%-20%低 段下降	中单位数
安踏主品 牌	40-45%	35-40%	10-20% 低段	10-20%中 段	10-20% 高段	中单跌幅	中单位数	高单下滑	中单位数
FILA	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	中单位数	高单下滑	10-20% 低段	10%-20%低 段下降	高单位数
特步	55%	30-35%	中双位数	20-25%	30-35%	中双位数	20-25%	高单下滑	20%
361 度	高双位数	15-20%	低双位数	高双位数	高双位数	低双位数	中双位数	大致持平	低双位数

数据来源：公司公告，东方证券研究所

制造端基本面：23H1 订单承压延续 龙头逐季或略有改善

自 22H2 以来，欧美经济体受高通胀压力影响，需求大幅走弱；与此同时，库存水平攀升，客户 下单意愿趋弱，纺织制造端整体承压。1）国内出口数据：2023 年 1-2 月为负增长，3 月略有反弹，但从 4 月起数据环比再次走弱。2）越南出口数据：随着我国纺织制造行业和主要龙头公司产能不断向越南等地转移，越南出口 数据对于出口景气度也具有一定代表性，自 2023 开年以来越南纺织品和鞋类持续表现低迷， 纺织品/鞋类 1-4 月累计同比分别为-19.3%/-16.3%，其中单 4 月同比分别-22.6%/-12.2%。3）从濡鸿、裕元披露的月度高频数据来看，年初至今销售始终为负增长。从 A

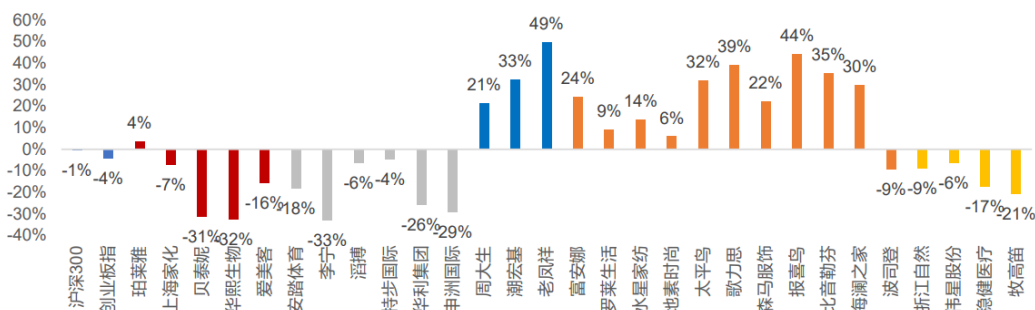
股上市公司业绩看，龙头制造公司业绩自 22Q3 以来承压，仅伟星股份、浙江自然 23Q1 盈利端环比改善。

二级市场表现回顾

从机构配置来看，截至 2023Q1，行业（主要包含 SW 纺织服饰、SW 美容护理 148 只个股）的基金配置为 1.5%。A 股机构持仓的重点公司主要聚焦于爱美客、华利集团、比音勒芬、珀莱雅、贝泰妮等头部公司。从估值角度来看，当前纺织服装板块/美容护理/钟表珠宝（申万）市盈率 TTM 约 25/47/24 倍左右。

年初至今，黄金珠宝、部分 A 股服饰板块表现优异，医美化妆品板块回调。黄金珠宝板块股价表现亮眼，老凤祥/潮宏基/周大生年初至今涨幅分别为 49%/33%/21%；A 股部分品牌服饰和家纺板块受益于一季报业绩超预期表现叠加去年股价持续的调整 and 年报普遍较高的分红预期，也实现较好的收益水平，其余板块包括医美、化妆品、纺织制造、港股运动服饰等龙头公司股价均有所调整。

图 12：代表公司年初至今涨跌幅（截至 5 月 25 日）



数据来源：wind，东方证券研究所

社会零售分子行业策略

黄金珠宝行业

四大因素驱动行业景气度提升

根据世界黄金协会 2022 年的报告，与前几年相比，黄金在各类珠宝消费场景中的受欢迎程度都出现了明显提升；此外根据零售商的调研数据，未来一两年内，零售商对黄金产品的增长预期最高，大幅领先钻石、铂金等其他品类。

1、金价持续向好

受多重外部因素影响，黄金价格自 2022 年 9 月起震荡上升。2022 年 9 月后，市场预期美联储加息步伐放缓，美元指数自高点出现大幅下滑，期间黄金价格快速提升；进入至 2023 年 3 月，欧美金融体系流动性问题+美国商业银行破产风险引发市场恐慌，金价再度上行；5 月后市场开始担心美元债务上限问题，美债违约风险上升；5 月 27 日，美国白宫与共和党就债务上限达成初步协议，期间金价小幅震荡下行。此外，人民币从年初起开始快速贬值，放大黄金投资收益。年初至今人民币汇率最高点为 1 月 13 日的 6.7099，此后人民币进入贬值通道，截止 5 月 26 日为 7.0547，同比增长 5.14%。

黄金价格虽然已创阶段新高，但未来多因素利好依然存在，主要包括以下方面因素：a) “去美元化”趋势是黄金上涨的重要背景和支撑，根据《2022

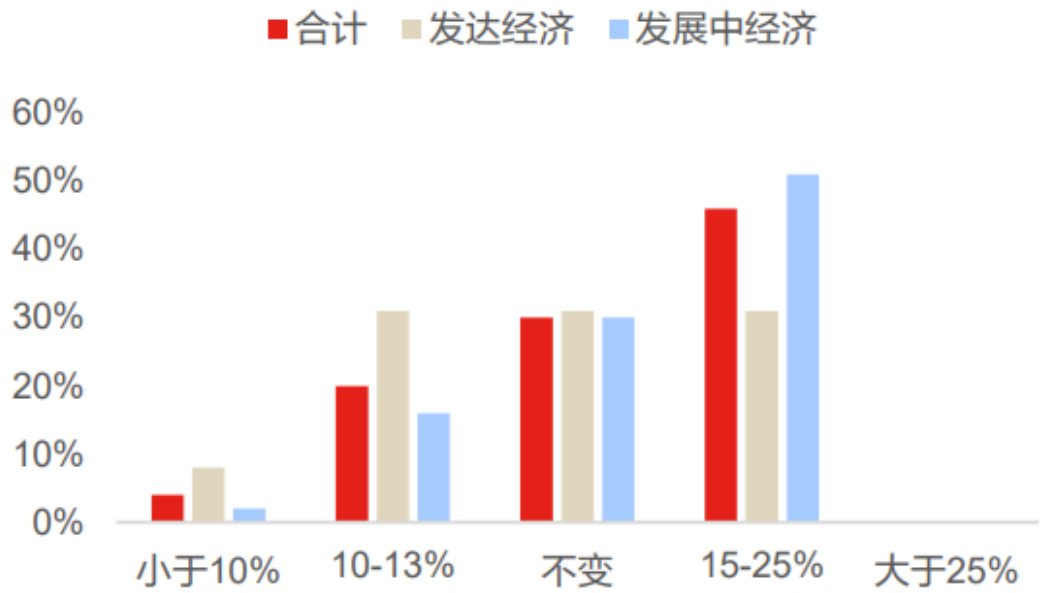
年央行黄金储备调查》，42%的受访央行预计5年后美元在其总储备中的比例将会下降。其中，新兴经济体国家央行对美元的未来占比更不乐观，有45%预计美元比例会下降，而发达国家央行为31%。

b) 各国央行储备黄金拉动需求。根据世界黄金协会，全球央行在2022年净购金达创纪录的1,136吨，2023年央行购金趋势延续，具体包括：1-2月新加坡金融管理局购入了51.8吨黄金；截止3月底，我国央行已连续五个月增持黄金，2023年一季度共增储58吨，俄罗斯、土耳其、印度等国家也延续了购金步伐。

c) 受多变的地缘政治形势+美国银行业危机的发酵等因素推动，投资者避险情绪仍然较为高涨，也将支撑黄金价格继续上行。

回归到国内需求端情况：我们认为，如果金价出现短期暴涨，将对终端消费有所抑制，但如果金价维持震荡向上趋势，消费者的购买需求有望持续释放，经销商的拿货信心也将更为充足。

图 18：预计未来五年全球央行美元储备占比情况



数据来源：世界黄金协会，东方证券研究所

2、国潮深化下的消费群体扩容

近年来随着黄金工艺的持续升级，黄金饰品的形态更加多元化，可塑性更强，因此也能更好匹配新一代年轻消费者需求，例如过去流行的第四代 3D 硬金、第五代 5G 黄金，近两年行业迭代至古法金加工工艺，利用现代科技发展助力传统工艺进一步改进和升级，更好地呈现东方雅韵、古风之美。而伴随经济发展和文化自信带来的国潮深化也在消费领域全面开花，有越来越多年轻人键入到黄金饰品的购买大军，“自戴”成为首饰消费最重要的场景。再加上小红书等社媒的推广，黄金珠宝已经成为年轻一族“悦己”和犒劳自己的首选产品之一。根据《2019 年中国金饰零售洞察》，

具有金饰购买意向的年轻消费者比例高于其他年龄段，我们认为该趋势将延续；2）消费者对于自戴、悦己等需求将大幅上升，填补婚庆需求减少的空白；3）年轻消费者对产品设计、品牌故事等方面提出更高要求。

3、婚庆需求的短期回补

受 2020 年起影响，线下婚礼举办受到较大限制，结婚对数出现超额下滑，2023 年婚庆需求有望出现回补。根据婚礼纪数据，2023 年 1 月平台的用户活跃度较 2022 年 Q4 提升 3 倍，2023 年春节、五一、国庆、元旦等热门档期预约咨询量均呈现大幅增长，其中“国庆婚礼档期”预约咨询量环比增长 412%。黄金饰品作为中国婚庆传统购买项目，有望充分受益于此趋势。

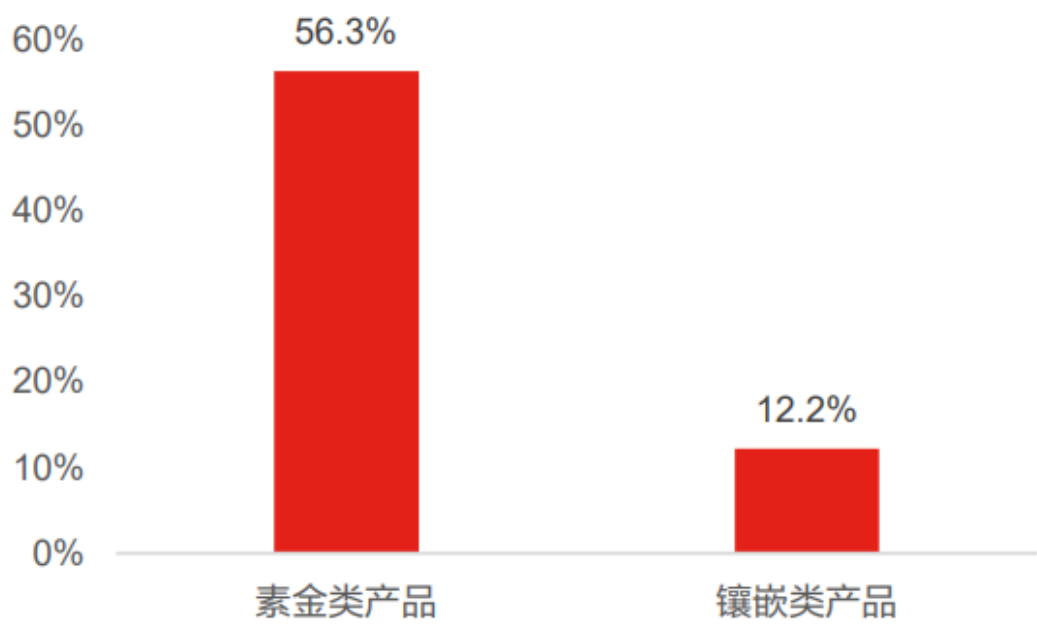
参考海外经验，美国、日本等国家在 2020 年后的结婚对数均出现明显修复。根据美国 CDCNCHS 数据，2021 年结婚对数同比 2020 年低点提升 18.4%，达到 198.6 万对，接近前水平。根据日本国家统计局数据，2022 年日本结婚对数为 52 万对，相比 2021 年低点回升 3.7%。

4、保值避险需求上升

在本轮黄金珠宝的高景气中，品类间表现发生分化，黄金类品类表现大幅超越非黄品类。根据周大生 2023Q1

财报，素金类产品收入同比增长 56.3%，大幅超越镶嵌类产品的 12.2%，周大福的 财报中也看到类似的趋势。

图 26：周大生 23Q1 素金类产品增速大幅领先镶嵌类



数据来源：公司年报，东方证券研究所

我们认为背后的核心原因为：与前相比，经济增长不确定性大幅上升，消费者更倾向于保值属性较强的黄金类产品。根据国家统计局数据，受等因素影响，国内实际可支配收入自 21Q1 大幅下降，而为了应对未来经济及收入的不确定性，消费者的储蓄倾向大幅上升，因此，日益增长的保值需求已成为消费者购买金饰的重要动力。另一方面，从世界黄金协会与清博大数

据合作开展的社交聆听结果也可以看到，当消费者在各种社交平台上提及“金饰”时，他们也会密切关注“金价”、“价值储存”和“安全”等关键词。

未来板块估值仍有提升空间

我们选取行业中代表性较强的老凤祥和周大福为例，解析 2023 年前国内珠宝龙头企业的估值逻辑。老凤祥上市以来，老凤祥估值变化可大致分为三个阶段：1) 2006-2011 年（渠道扩张+金价上涨）：期间老凤祥的收入和归母净利润 CAGR 分别为 38% 和 50%，处于公司上市后的高速增长阶段，估值除 2008 年略有波动外，始终维持在 20X（当年预测值）以上的较高水平。此外金价也呈现较好的成长性（老凤祥黄金收入占比最高，是行业内最受益于金价上涨的标的之一），根据 SGE 黄金 T+D 数据，金价最高上涨至 2011 年 9 月的 395 元左右。2) 2012-2019 年（金价下跌+婚庆需求减弱+国企改革预期）：期间老凤祥的收入和归母净利润 CAGR 下降至 10%和 13%，公司增长中枢放缓，估值也从 20X 左右逐年下滑。从外部环境来看，国内登记结婚对数也从 2013 年高点开始下滑，市场开始担心婚庆需求的下滑影响公司长期成长性，此外金价表现在此期间也有所调整。但值得一提的是，公司估值分别在 2014 年和 2018 年短期向上反弹，主要系公司

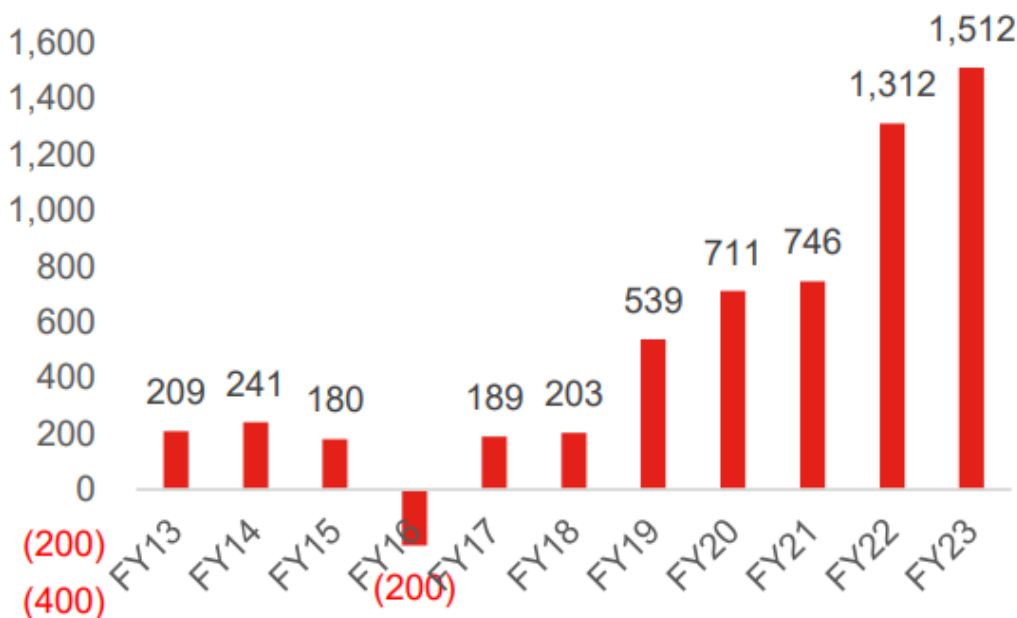
国企改革预期加强所致。3) 2020-2022 年（扰动+金价）：
线下变化为老凤祥在此期间影响股价的最大变量，估

值水平在大部分时间维持在 15X 以下，仅在 2020 年 4 月-9 月有小幅反弹，核心原因为金价 上涨以及对改善的乐观预期，后续随着金价企稳+反复，估值水平逐步下滑。

周大福

2020 年后周大福的股价和估值均大幅上涨，其中估值从之前的 10X 中枢提升至 15X 以上，我们核心原因为 2019 年开始以加盟为主的渠道快速下沉扩张带来的高成长预期，无论从开店数量和同店增长均有优异表现，市场对公司未来成长空间保持乐观。与老凤祥不同的是，此时国内对 周大福估值并非核心影响因素。2021 年 6 月后，公司估值有所消化，主要系市场担心同店基数上升，未来增长可能面临压力。2023 年 3 月后，公司管理层变动引发市场担心（陈世昌辞任公司执行董事及董事总经理），估值 出现小幅下滑。

图 35：周大福大陆地区净开店数量自 2019 年起大幅增长



数据来源：公司年报，东方证券研究所

我们得到的结论如下： 1) 复盘来看，老凤祥和周大福的估值分别在 2006-2011 年和 2020 年后呈现大幅提升，我们认为核心驱动因素之一仍然为渠道的快速扩张带来的业绩增长中枢提升。此外，老凤祥在 2014 和 2018 年的估值小幅反弹主要系国企改革预期，偏短期催化。 2) 我们认为，由于结婚对数下降导致的婚庆需求下降，自 2013 年起就已是压制估值的主要因素之一，市场对其的反应已较为充分。从目前需求拆分来看，“自戴”已成为最重要的首饰消费场景。 3)

金价的上涨和下跌对短期估值有影响，但不是核心驱动因素，我们认为金价的变化更多影响的是市场对公司短期业绩增长的预期。

我们认为，从中期看，未来黄金珠宝板块除了基本面有望保持较高景气度之外，板块整体估值也有提升空间。

（1）多数国内龙头的渠道外延扩张仍有潜力

以周大福目前 7000 多家的渠道布局，老凤祥、周大生、潮宏基等品牌的渠道仍有不小的外延空间。而且伴随优质省代、加盟商、渠道向优质品牌的进一步集中，龙头在全国范围内的扩张将更有优势。

（2）品牌和产品差异化的形成、拉大也将推动龙头估值进一步提升

与服饰、美妆等其他可选消费品牌相比，国内黄金珠宝品牌的产品差异度、品牌运营能力和精细化管理能力仍有很大提升空间，目前更多呈现产品同质化程度高的渠道品牌特征。但近年来以周大福、老凤祥、潮宏基和周大生等龙头为代表的公司已经开始强化产品的差异化和品牌标签，同时在终端精细化管理和数字化运营等方面也逐步赋能品牌运营，这方面比较突出的品牌是周大福和潮宏基。我们认为伴随品牌和产品差异化的形成和逐步拉大，黄金珠宝板块将进一步向真正的品牌消费品行业靠拢，相应的品牌护城河和估值也应得到

进一步提升。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/335030034011011222>