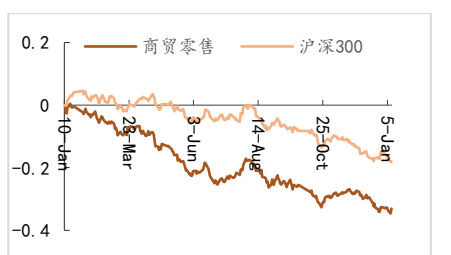


核心观点

- 回顾 2023 下的长期展望：静待冬去春来，看好消费回归长期增长趋势
1、回顾 2023：消费疫后复苏、但持续增长动能欠佳。冲高走弱的 CPI、社零数据和消费者信心，地产下行的拖累和更加理性精明的消费者成为今年消费整体画像。
2、看好中国消费长期增长趋势，多因素冲击短期表现但看好重回长期增长趋势。尽管短期遇挫，持续的城镇化和居民财富增长趋势明朗；2023 下半年消费受地产下行过快、暖冬等因素影响，看好未来回归长期增长趋势，2024 的重要消费节点需关注趋势的回归。
3、合理审视新消费态势下的消费投资，产品为王、利润率回归是长期产业逻辑，增长端上，强产品胜于强营销、留客重于获客、高利润产品的新定价、国货进一步崛起、短视频和线下的流量挖掘是重点。
- 投资主线梳理：
落地于细分行业，结合居民消费趋势、产业中观景气、格局变迁、估值，我们建议围绕四条主线布局：
①性价比消费。费效比或成为新消费环境中消费者的长期核心关注点，线上线下性价比零售业态今年表现靓丽。关注性价比消费的奥莱业态、名创优品、拼多多，及传统超市业态的折扣店探索。
②消费品出海。中国的供应链优势和电商运营经验极具全球竞争力，海外电商渗透不断提升，中国跨境电商出海和出海贸易方兴未艾，一般出口迎来数字化升级。平台运营规则多变，Temu、Shein 等的兴起搅动海外电商竞争格局，平台/基础设施方面，我们看好 Temu、小商品城、乐歌股份等，并认为具备更强选品能力、跨平台经验和合规运营的企业有望受益于产业趋势。
③有强分红能力或具备潜在估值改善机会的低估值方向。关注①头部电商平台战略调整，②部分经营较好的或具备国改可能的区域龙头百货企业，③手机零售终端为核心资源、向新业态布局的零售企业等。
④景气分化环境中，景气上行或格局改善的连锁细分业态。核心关注景气持续较高的黄金珠宝、母婴行业的反转性机会和教培行业的供给侧出清。
- 细分板块策略：
1、电商平台：长期看好低价电商模式的拼多多，2024 投资围绕四个核心关注点展开：四个核心关注点分别为：①Temu 的商业化和盈利模型。②抖音和美团竞争。③阿里的战略调整。④直播电商的监管和走向。
2、超市/新零售：商业模式调整，关注硬折扣店探索。
3、百货：关注国企改革和分红带动的估值重估机会。
4、跨境电商/出海商贸：风头正劲，但需注意价格端压力。围绕三条线：①自身具备独特资源/平台优势的企业；②所在品类和区域受益于补库或美联储降息；③深耕品类具备区域开拓能力或新品类上具备持续扩张能力。
5、连锁零售：关注黄金珠宝和母婴。黄金珠宝看好下沉，母婴关注生育反弹和集中度提升的机会。
风险提示：美元流动性、消费修复低预期；地缘风险；竞争超预期；地产下行超预期；存货风险。



资料：聚源数据

相关研究

- 周报：细分领域竞争激烈，头部公司拥抱行业变化
- 周报：市场受情绪影响下挫，行业层面折扣店模式兴起
- 周报：社零持续恢复，建议关注同环比上升较多品种

目录

1 展望 2024——消费潜力待进一步挖掘，关注旺季潜在趋势反转	1
1.1 2023 消费疫后复苏、但持续增长动能欠佳	1
1.2 看好中国消费长期升级趋势，多因素冲击短期表现但看好重回长期增长趋势	3
1.3 消费产业逻辑进一步迭代——产品为王，利润率回归，重新审视新背景下的投资逻辑	5
1.4 行情复盘与估值分析：2023 表现低迷，估值处于历史低位、部分细分行业存在估值修复机会	6
2 行业策略：关注商业模式的探索创新和竞争格局变化	8
2.1 电商平台：四个核心关注点，长期看好低价电商模式的拼多多	9
2.2 超市/新零售：商业模式调整，关注硬折扣店探索	10
2.3 百货：关注国企改革和分红带动的估值重估机会	14
2.4 跨境电商/出海商贸：风头正劲，但需注意价格端压力	16
2.5 专卖连锁：关注黄金珠宝和母婴零售	22
2.5.1 黄金珠宝	22
2.5.1 母婴零售	24
3 风险提示	24

插图目录

图 1 中国社零恢复明显，但持续扩张不足	1
图 2 以 CPI 看，居民消费意愿整体不足	2
图 3 消费者信心 2023 年 1-3 月有所恢复，而后回落	2
图 4 2023 年以来，中国商业住宅价格冲高后回落	3
图 5 曾有消费降级行为的消费者主要的消费降级选择	3
图 6 中国城镇化率速度已有所放缓，但仍有进一步提升空间	4
图 7 中国高收入家庭数量有望进一步提升	4
图 8 以社零看，中国消费脱离原有增长趋势线，进入新的增长阶段	5
图 9 竞争、增长动能变化驱动消费品产业公司利润表变化	6
图 10 商贸零售板块全年下跌，多数指数表现较为疲软	7
图 11 商贸零售整体和多数细分板块的 TTM-PE 处于相对低位	7
图 12 商贸零售整体和多数细分板块的预测 PE 处于相对低位	7
图 13 中国购物中心数量持续增长，且下沉市场占比进一步提升	8
图 14 2023 年，购物中心日均客流水平有所恢复	8
图 15 2023 年疫后环境下快递单量快速复苏	9
图 16 主要电商平台对应的 PE-FY2 历史走势	10
图 17 O2O 在快消品销售渠道中稳定渗透，侵蚀了线下商超、小型超市和电商的市场份额	11
图 18 零食很忙门店	12
图 19 赵一鸣零食门店	12
图 20 重庆百货 ROE 自 2022 年来持续增长	15
图 21 中美十年期国债利率走势	15
图 22 全球电商零售额及渗透率	17
图 23 2017-2025 年中国跨境出口电商行业规模及增速	18
图 24 2023 年 1-11 月全球各大市场电商应用下载量增长榜 TOP5，Temu 在全球各大市场下载量强势增长	19

图 25 中国跨境出口电商经营链条及服务商赋能环节与方向	20
图 26 截止 2023 年 11 月的全球部分地区消费者信心指数，发达市场的消费者信心整体位于低位	20
图 27 截止 2023 年欧美日零售额环比（季调），主要发达市场销售多数月份环比上涨，景气良好	21
图 28 以美国零售商库存为例，零售商库存得到一定消化	22
图 29 社零统计中，黄金珠宝消费表现相对强势	23
图 30 周大生门店数稳步增长，在 2017-2019 年，优势区域（华东、华中、华北）加密扩张更快	23
图 31 母婴业态商业模式示意图	24

表格目录

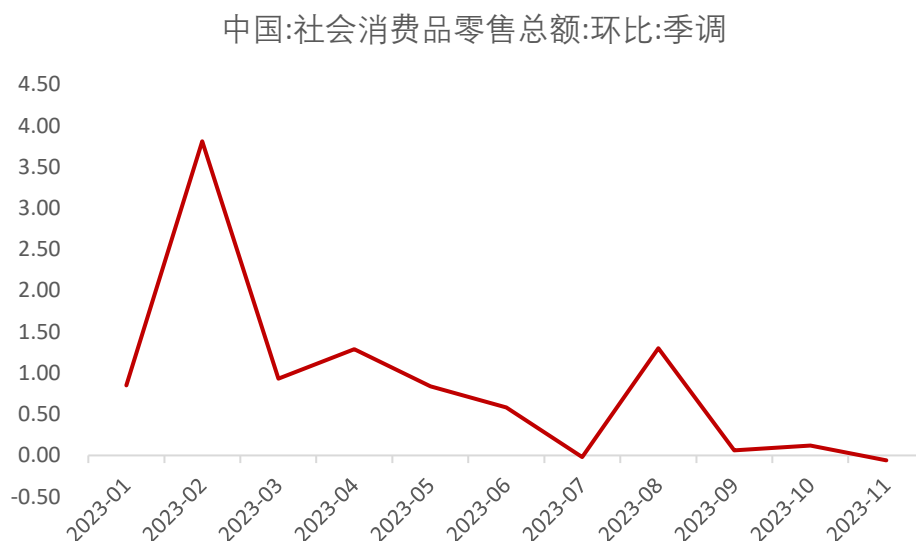
表 1 零食很忙单店模型测算	13
表 2 截至 2024 年 1 月 5 日，相关百货企业的分红、P/E 和 P/B	16
表 3 中国的技术密集型产品增长均高于东盟	17

1 展望 2024——消费潜力待进一步挖掘，关注旺季潜在趋势反转

1.1 2023 消费疫后复苏、但持续增长动能欠佳

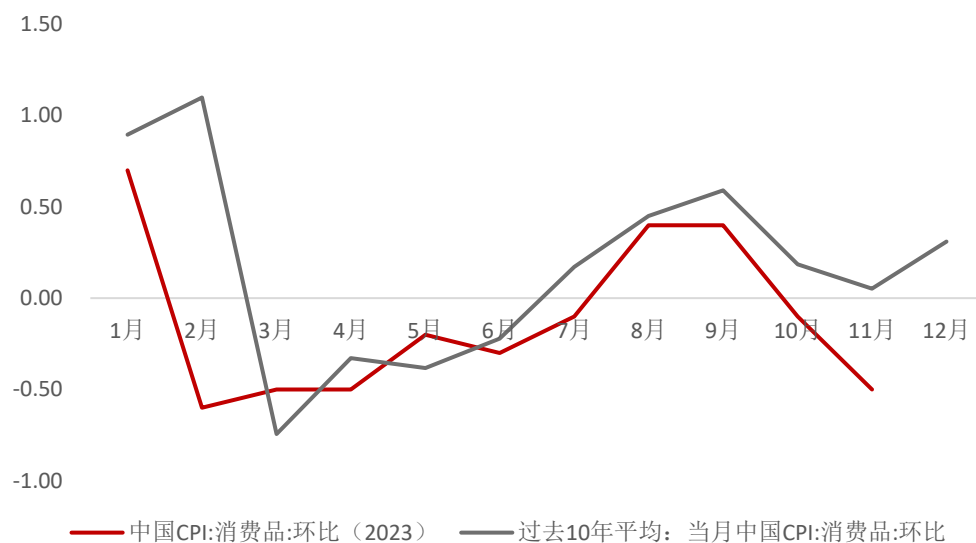
疫后消费呈现显著复苏，但持续扩张不足。根据国家统计局，疫后消费复苏显著：①2023 年 1-4 月，社会消费品零售总额在排除季节性影响后，分别环比增长 0.85%、3.81%、0.93%、1.29%，表现相当抢眼；②1—11 月份，社会消费品零售总额 427945 亿元，同比增长 7.2%；③1-3 月，消费者信心有所恢复，消费者信心指数自 2022 年 12 月的 88.3 提升至 2023 年 3 月的 94.9；另一方面，居民消费意愿疫后初期恢复后，持续增长动能欠佳：①5-11 月季调后社零月度间环比增速均值为 0.4%，低于 19 年月度平均数字 0.69%；②价格表现相对低迷，2023 年 1-11 月，多数月份 CPI 环比表现弱于 2013-2022 年平均水平；③至 2023 年 10 月，消费者信心指数有所回落至 87.9。

图 1 中国社零恢复明显，但持续扩张不足



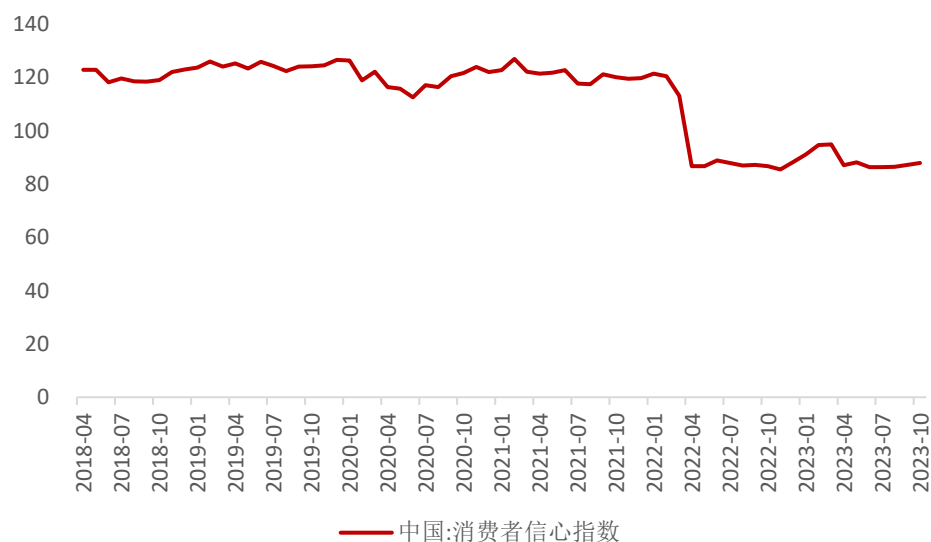
资料：国家统计局，Wind，首创证券

图2 以CPI看，居民消费意愿整体不足



资料：国家统计局，Wind，首创证券

图3 消费者信心 2023 年 1-3 月有所恢复，而后回落



资料：Wind，国家统计局，首创证券

地产下行影响了消费信心。居民财富中，房产占比较大，房价上涨或下跌将带来较大的财富效应，也会影响最终消费；数据上，据国家统计局，中国 70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比增速在 2021 年下半年转负，和消费者信心下行较为一致，2023 年 4 月以来，地产价格走势较为疲软，对 2023 年的消费下行影响较大。

图 4 2023 年以来，中国商业住宅价格冲高后回落

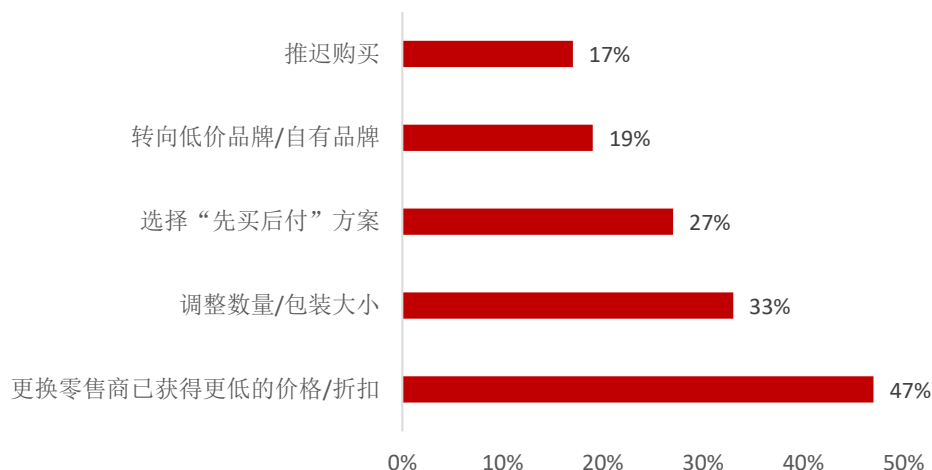


资料：Wind，国家统计局，首创证券

从微观看，消费者也更加理性、价格敏感。根据麦肯锡 2023 年 4 月 26 日至 5 月 2 日的调研，约半数的消费者在前三个月的消费行为中，曾更换零售商以获得更低的价格/折扣；产业巨头的策略同样印证了消费者的新行为习惯：货架电商平台中，价格更为重视，拼多多始终坚持低价，阿里巴巴、京东在 2023 年的战略里强化价格的重要性。

图 5 曾有消费降级行为的消费者主要的消费降级选择

中国消费者降级选项：对应选项占受访者比例



资料：麦肯锡，首创证券

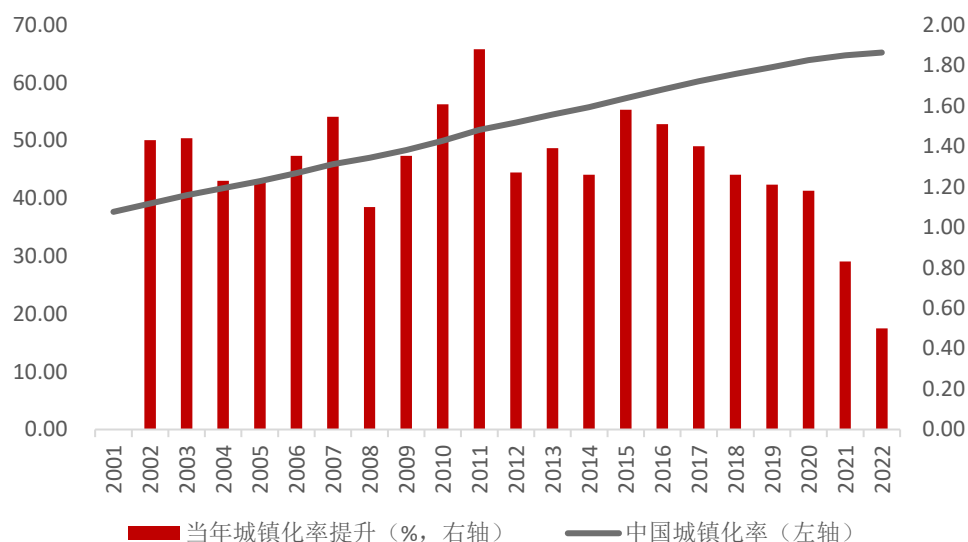
1.2 看好中国消费长期升级趋势，多因素冲击短期表现但看好重回长期增长趋势

我们持续看好消费潜在增长能力的恢复，增长中枢复苏逻辑明确。尽管经历了数月消费者信心下滑和消费增速放缓后，我们看好消费增速向中枢恢复。我们的分析基于对长期驱动力的判断和短期波动项的拆分：

- ① 城镇化放缓，但仍有进一步提升空间是长期驱动力。城市化是推动消费增长的重要因素，城镇消费显著高于农村消费，以 2022 年国家统计局的数据为例，

城镇居民人均消费支出 30391 元，农村居民人均消费支出 16632 元。根据国家统计局，2021 年以来城镇化速度放缓，但仍在提升：

图 6 中国城镇化率速度已有所放缓，但仍有进一步提升空间

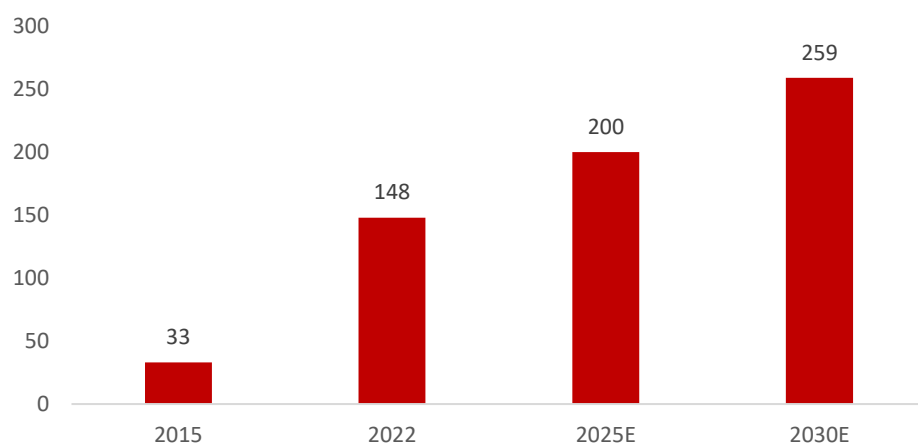


资料：国家统计局，Wind，首创证券

- ② 居民收入长期仍有上升趋势。消费具有棘轮效应，中国居民消费仍有巨大提升空间。根据麦肯锡 2023 年 11 月底的预测，至 2025 和 2030 年，中国中高收入家庭数量有望从 2022 年的 1.48 亿增长至 2025 年的 2 亿，至 2030 年则有望增长至 2.59 亿。

图 7 中国中高收入家庭数量有望进一步提升

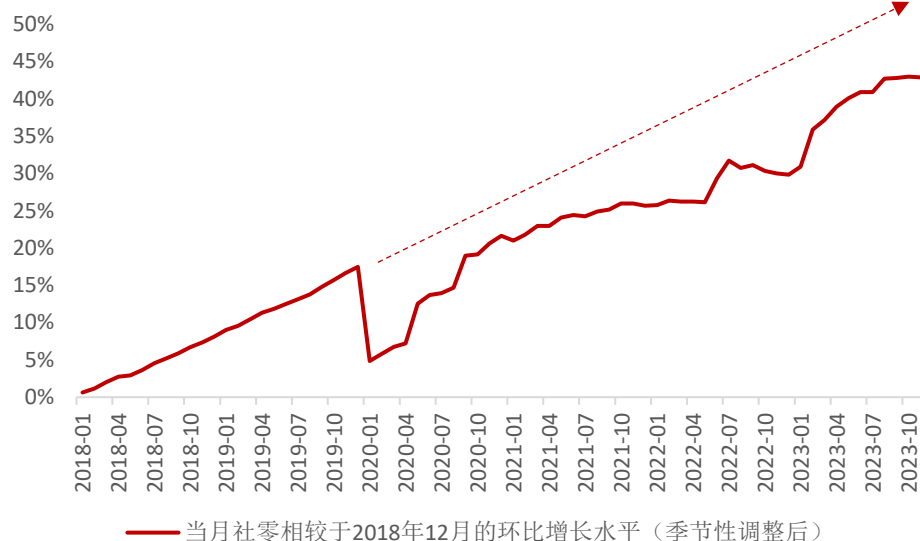
中高收入家庭数量（家庭年收入>16万人民币，单位：百万户）



资料：麦肯锡，首创证券

因此，尽管随着城镇化放缓、地产进入新阶段等因素影响，消费脱离原有增长趋势明确，我们认为消费未来仍会进一步繁荣、步入新的增长轨道，2023 年底暖冬等多因素影响 CPI 短暂下行及消费数据过度疲软反而是短期因素的过度反应。我们看好消费重回长期增长通道，并认为明年春节等每一个重要节假日都存在修复的可能。

图 8 以社零看，中国消费脱离原有增长趋势线，进入新的增长阶段

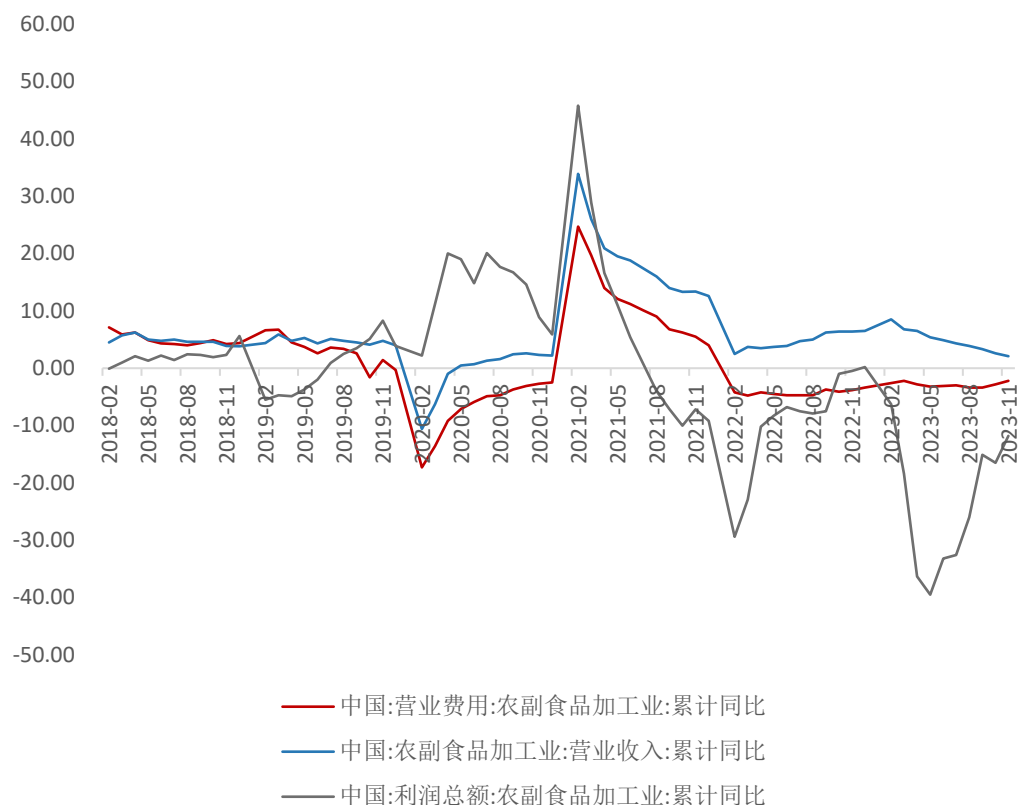


资料：国家统计局，Wind，首创证券

1.3 消费产业逻辑进一步迭代——产品为王，利润率回归，重新审视新背景下的投资逻辑

2023 年，消费者趋于理性、产能端复苏良好及新消费融资热潮褪去，产业竞争呈现出新特点：①低门槛行业供给加剧，产业集中度提升放缓；②营销费用投放整体更加注重费效。根据国家统计局，典型消费行业如农副食品加工业，2023 营业收入增速有所放缓，营业费用控制明显，利润率则有所下行。

图9 竞争、增长动能变化驱动消费品产业公司利润表变化



资料来源：国家统计局，Wind，首创证券

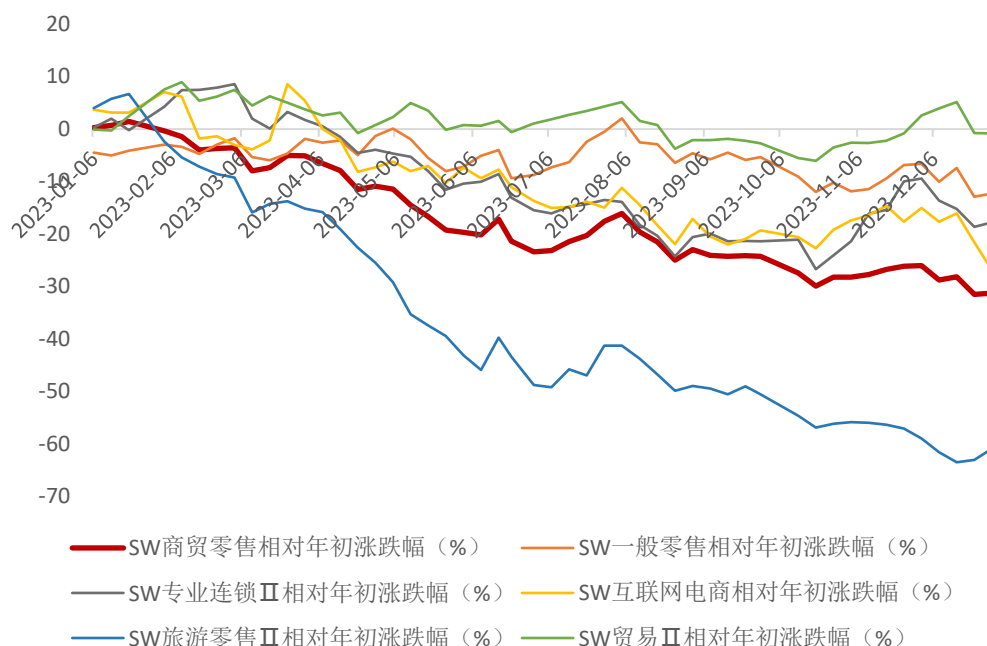
从增长端看，消费品逻辑也已进入新阶段：①收入增长，但年轻人收入低，整体收入增长预期放缓；②认知能力提升，进口品牌意义削减；③阶级流动放缓；④人口增速放缓、少子化；⑤始终向往美好生活等影响下，在这样的环境下，我们认为消费品在产品定位、流通方式、新品渗透方式、地域分布等方面呈现出新特点，这让消费行业呈现出新的增长特点：

- ① 产品 VS 营销：强产品胜于强营销，留客重于获客；
- ② 消费升级 VS 消费降级：消费者重产品品质同时价格敏感，从产品品质上看，整体消费升级，但高毛利品类售价压力较大；
- ③ 国货 VS 进口：国货进一步崛起；
- ④ 营销方式：短视频仍是营销流量红利之处，线下有所恢复；

1.4 行情复盘与估值分析：2023 表现低迷，估值处于历史低位、部分细分行业存在估值修复机会

回溯商贸零售 2023 年表现，整体表现较为疲软，旅游零售表现最弱、贸易板块表现相对稳健，主要因对疫情后消费复苏和竞争加剧估计不足，连锁行业供给出清低于预期。

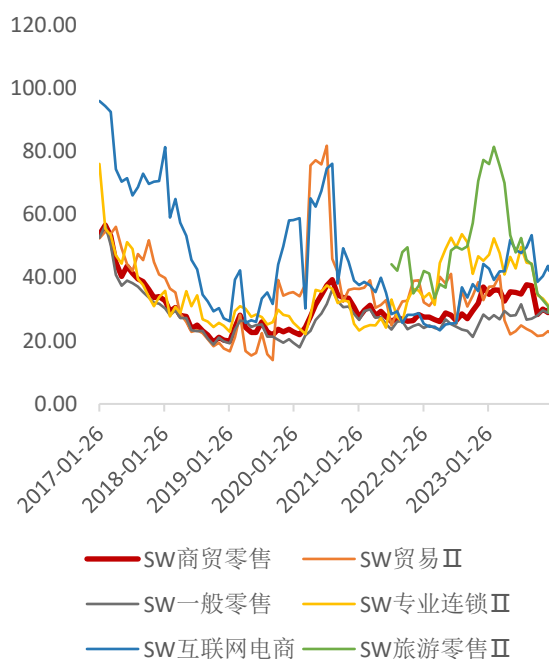
图 10 商贸零售板块全年下跌，多数指数表现较为疲软



资料：Wind，首创证券

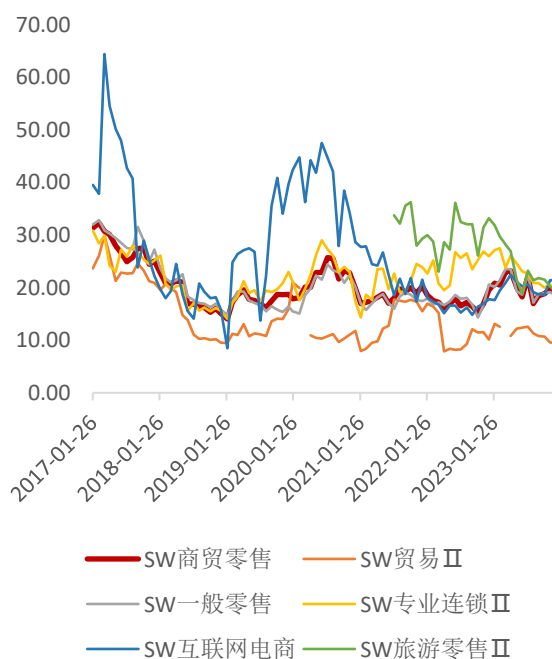
当下板块整体估值处于历史偏低分位：截至 2024 年 1 月 4 日，A 股中，板块中位数 TTM-PE 为 30 倍，其中贸易、一般零售、专业连锁、互联网电商板块中位数 TTM-PE 分别为 22.70、29.82、30.84、42.11、28.99；板块中位数预测 PE 为 19，其中贸易、一般零售、专业连锁、互联网电商中位数预测 PE 分别为 10.32、18.94、20.54、20.74、18.10，对比历史走势图，多数处于相对低位。

图 11 商贸零售整体和多数细分板块的 TTM-PE 处于相对低位



资料：Wind，首创证券

图 12 商贸零售整体和多数细分板块的预测 PE 处于相对低位



资料：Wind，首创证券

我们认为当下估值存在一定吸引力，部分细分行业估值具备修复空间。回溯历史，

板块性的估值提升，多数发生在：①发展新动能带动行业增速上台阶（如 2020 年直播电商带动电商增速提升、疫情期间海南免税带动免税增速提升）；②企业战略转型（如贸易行业部分企业在 2015-17 年向移动互联网等新兴产业布局、2020-2021 年部分企业向新能源产业布局）；③产业事件带动对要素价值重估（2017 新零售线下布局带动连锁零售估值提升）；④产业集中度提升和商业模式提效（连锁零售 2020-2021 年集中度提升）。对于 2024 年，利率进一步下探的环境下估值支撑相对稳固，我们认为向新业务的布局、集中度提升长期逻辑重新验证有望分别带动贸易（落地于公司禀赋和战略）、连锁零售方向的估值重估机会。

连锁零售集中度提升的核心驱动力之一是购物中心/综合体生态在商业地位的不断提升。根据商赢网的数据，中国购物中心数量从 2015 年的 2104 家增长至 2022 年的 6020 家；从人流恢复情况看，2023 线下日均客流不断恢复，至 Q3 已显著高于疫情前水平。由于购物中心招商门槛更高，这持续带动了连锁化率的提升，因此，我们看好在购物中心运营为主、有望不断受益购物中心拓展的业态，特别是其中在下沉市场运营较好的企业，如黄金珠宝等。

图 13 中国购物中心数量持续增长，且下沉市场占比进一步提升

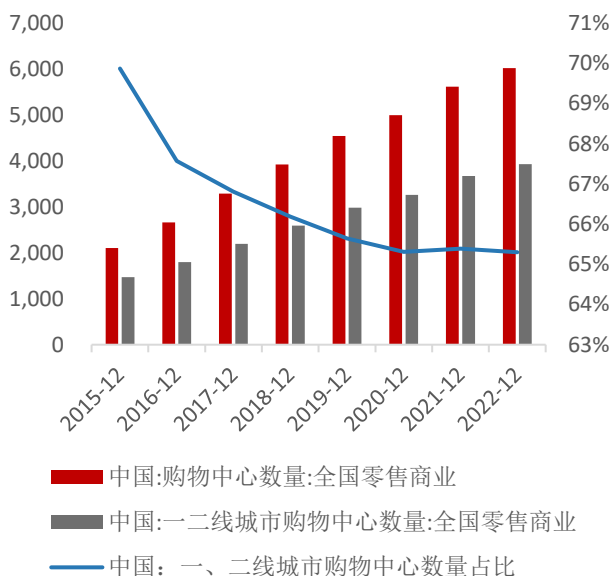
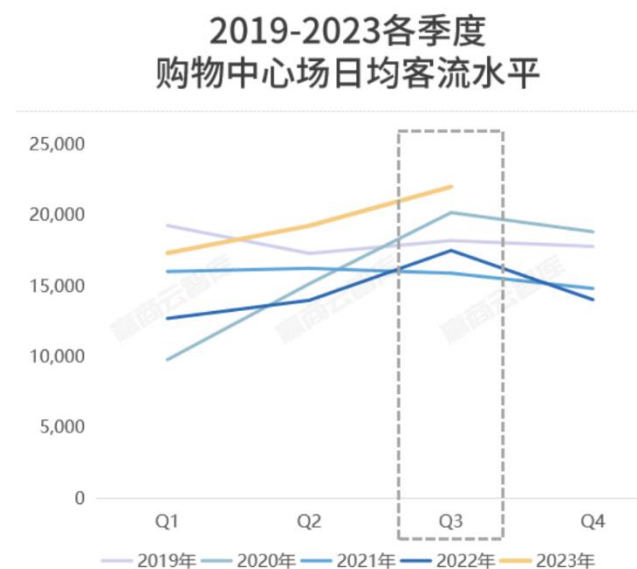


图 14 2023 年，购物中心日均客流水平有所恢复



资料：Wind，商赢网，首创证券

资料：商赢网，首创证券

2 行业策略：关注商业模式的探索创新和竞争格局变化

展望 2024，我们认为最核心的问题在于①向长期增长趋势的回归能否确认、何时确认；②新阶段的消费增长中枢。因此，整体策略思路应上应对色彩更强，需根据实际情况采取对策。春节、端午、暑期、中秋等都是重要关注点。

落地于细分行业，结合居民消费趋势、产业中观景气、格局变迁、估值，我们建议围绕四条主线布局：

- ① **性价比消费**。费效比或成为新消费环境中消费者的长期核心关注点，线上线下性价比零售业态今年表现靓丽。关注性价比消费的奥莱业态、名创优品、拼多多，及传统超市业态的折扣店探索。
- ② **消费品出海**。中国的供应链优势和电商运营经验极具全球竞争力，海外电商渗透不断提升，中国跨境电商出海和出海贸易方兴未艾，一般出口迎来数字化升级。平台运营规则多变，Temu、Shein 等的兴起搅动海外电商竞争格局，平台/

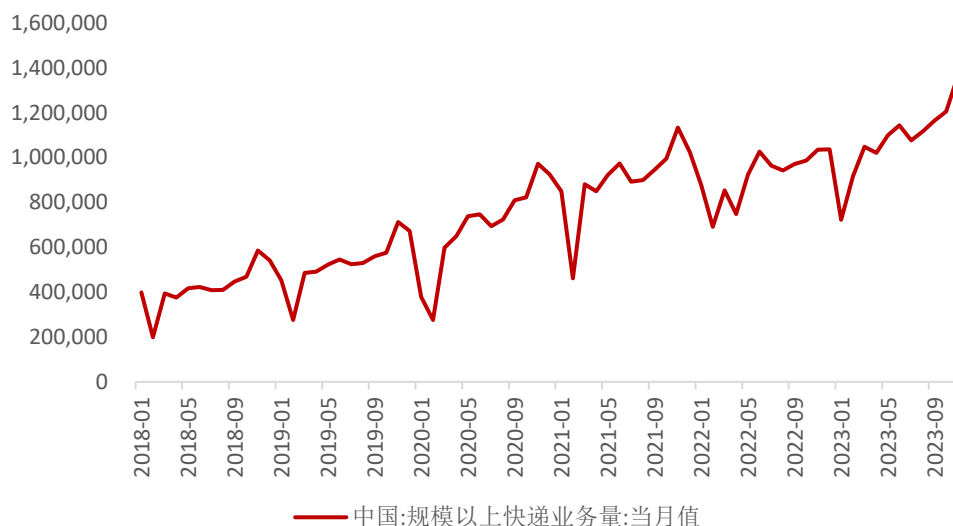
基础设施方面，我们看好 Temu、小商品城、乐歌股份等，并认为具备更强选品能力、跨平台经验和合规运营的企业有望受益于产业趋势。

- ③ 有强分红能力或具备潜在估值改善机会的低估值方向。关注头部电商平台的战略调整，部分经营较好的或具备国改可能的区域龙头百货企业，手机零售终端为核心资源、向新业态布局的零售企业等。
- ④ 景气分化环境中，景气上行或格局改善的连锁细分业态。核心关注景气持续较高的黄金珠宝、母婴行业的反转性机会和教培行业的供给侧出清。

2.1 电商平台：四个核心关注点，长期看好低价电商模式的拼多多

2023 随疫后逐渐复苏，场景修复和物流修复对电商平台带动作用明显，随着控费推进，主要电商平台利润兑现流畅，美团、拼多多等相继实现了历史最好盈利，阿里、京东等利润端表现也较为良好。

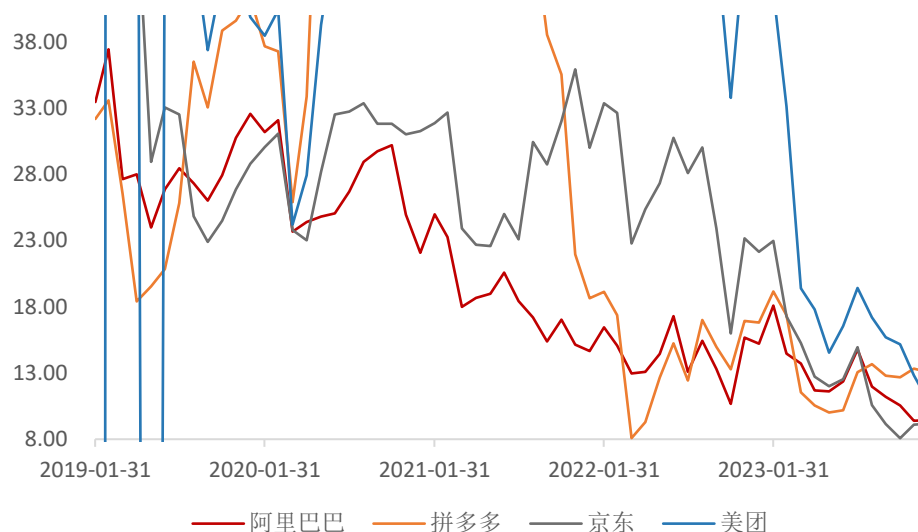
图 15 2023 年疫后环境下快递单量快速复苏



资料：国家邮政局，wind，首创证券

和盈利端相对稳健的落地形成对比的是，主要电商板块除拼多多外，估值水平处于历史极低分位，我们认为这反映了相对悲观的预期：大家普遍对企业的长期增长能力/竞争格局等相对悲观。

图 16 主要电商平台对应的 PE-FY2 历史走势



资料：wind，首创证券

我们认为，就 2024 电商平台产业投资，最需关注的产业问题有 4 个：

- ① **Temu 的商业化和盈利模型。**2023 年 Temu 在海外迅速扩张，如根据苹果公司发布了 2023 年美国 App Store 的应用下载量排行榜，Temu 跃升为第一，超越了 TikTok、Instagram、Google、YouTube 等成为美国下载量最高的免费 App。高昂的物流价格之下，Temu 的盈利模型尚未被验证，目前尚处于显著亏损状态。海外业务能否具备独立造血能力，会是影响电商板块竞争格局和拼多多估值的关键因素之一。
- ② **抖音和美团的竞争。**美团 2023 年销售费用持续走高但市占率表现仍尚可，我们认为从流量端而言，美团和抖音分别占据“货架”和“发现”的效率优势，且美团基础设施能力更好，竞争结局或会类似货架电商，以分庭抗礼结束，但拐点及美团的最终潜在盈利能力有待业务端确认，这会是影响美团战略和确认美团业务价值的关键。
- ③ **阿里的战略调整。**12 月 20 日，阿里巴巴宣布，阿里巴巴集团 CEO、淘天集团董事长吴泳铭兼任淘天集团 CEO，高层变动暗示阿里或将迎来新一轮战略调整。阿里目前估值较低，战略及后续成效，将对 2024 年电商平台的格局、自身估值重估有重大影响。
- ④ **直播电商的监管和走向。**2023 年下半年，杭州市率先就《直播电商产业合规指引（征求意见稿）》征求意见。我们认为，直播电商运营中存在较多争议内容，对其规范治理是长期必走之路，随着抖音货架商城布局基本完成，抖音、快手、视频号等各自电商边界初现，但内容生态迭代迅速，内容平台的电商边界仍存在一定的不确定性。

投资建议：电商平台板块估值处于历史低位且存在潜在上行机会，当下首推格局稳步拓开、Temu 具备巨大潜在估值空间的拼多多，阿里巴巴存在业务端调整、重估价值的机会，美团和抖音的竞争加剧在早期，布局可结合估值和竞争拐点。

2.2 超市/新零售：商业模式调整，关注硬折扣店探索

疫情发生后，由于消费者消费行为的改变，以及电商渠道增速放缓，消费品流通模式产生了持续变化。O2O 崛起在疫情前就已经显现，疫情的出现加快了 O2O 的发展，根据凯度消费者指数和贝恩公司联合出版的报告显示，O2O 在 2020 年规模翻番，在

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/337136125015006030>