

正文目录

1 2024 年 Q1 回顾	7
1.1 业绩情况	7
1.1.1 八大消费行业业绩亏盈：家电美护盈利公司占比领跑全行业	7
1.1.2 八大消费行业业绩同比：轻工、美护、纺服 2023 年增速最高，消费板块业绩增速“两头高，中间低”	7
1.1.3 二级行业业绩同比：纺织制造增速领跑，酒店餐饮化妆品及体育业绩改善扭亏为盈	9
1.2 股价走势：多个消费一级行业下跌，家用电器涨幅居前	10
2 2024 年展望	11
2.1 居民财富仍处于修复中，社零增速低于疫情前	12
2.2 估值处于低位，静待市场风格切换后的估值修复	14
2.3 着力扩大国内需求，培育消费新的增长点	15
3 精选赛道一：需求引领+国潮品牌崛起	17
3.1 黄金珠宝：黄金“投资+消费”属性共振，龙头市占率提升	17
3.1.1 金价震荡上行，黄金饰品“消费+投资”属性增强	17
3.1.2 品牌商加强产品设计，工艺提升吸引消费者“悦己”消费	18
3.1.3 龙头逆势开店，市场份额持续提升	19
3.2 化妆品：渠道流量下滑，强研发、产品力优秀的公司突围	20
3.2.1 消费力逐步修复，美妆需求有望进一步释放	20
3.2.2 “38”大促大盘表现平稳，产品力优秀的国货品牌突围	21
3.2.3 国潮崛起，Z 世代对国货新锐美妆品牌接受度提高	24
3.2.4 政策趋严促使行业规范化，合规龙头受益	25
4 精选赛道二：业绩改善+估值修复	27
4.1 白酒：静待商务需求回暖，估值修复是 2024 全年主线	27
4.1.1 K 型结构复苏明显，估值修复逻辑有望引领反弹行情	27
4.1.2 24 年商务需求有望边际改善，茅台提价带动市场扩容	28
4.1.3 存量竞争态势持续演进，优选高端白酒优质赛道	29
4.2 啤酒：短期成本压力缓解，行业逐步向高成熟度市场发展	31
4.2.1 原材料叠加包材价格下降，成本压力有望缓解	31
4.2.2 存量竞争时代，寡头垄断格局已定	33
4.2.3 高端化是未来发展趋势，对标国外仍有较大增长空间	34
4.3 乳制品：成本下行释放利润空间，消费场景趋向多元化	37
4.3.1 原奶价格持续下降，乳企兑现利润空间	37
4.3.2 双寡头格局稳定，区域奶企错位竞争	38
4.3.3 人均消费量有待提升，市场空间广阔	40
4.4 调味品：酱油企业盈利有望改善，“健康”需求方兴未艾	42
4.4.1 大豆量多价优，成本压力减轻	42
4.4.2 复合调味品景气度较高，健康调味品成热门赛道	43
5 精选赛道三：政策支持+需求回暖	45
5.1 景区：需求回暖+政策支持，旅游热点频出	45
5.1.1 国家与地方政策陆续出台，旅游业恢复发展	45
5.1.2 旅游需求持续释放，景区业绩逐渐修复	47
5.1.3 新媒体平台为新兴旅游城市提供新可能	49

5.2 酒店：经营业绩显著改善，中端扩门店高端造品牌 50

5.2.1 酒店龙头业绩大幅改善，客单价率先恢复	50
5.2.2 行业集中化和连锁化趋势明显，中端扩门店高端造品牌	53
6 投资建议	55
7 风险提示	57

图表 1: 2023 年八大消费行业业绩预告类型占比汇总表（按已披露占比排序） ..	7
图表 2: 2023 年八大消费行业业绩预告同比及两年复合增速汇总表（单位：百万元，按 2023 年同比增速排序）	8
图表 3: 2023 年八大消费行业业绩预告增速区间公司数量占比汇总表（按(50,+∞)(%排序）	8
图表 4: 2023 年八大消费申万二级子行业业绩预告同比及两年复合增速汇总（单位：百万元，按 2023 年同比增速排序）	9
图表 5: 申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)	11
图表 6: 消费二级子行业年初至今涨跌幅(%)	11
图表 7: 居民可支配收入及同比增速	12
图表 8: 居民人均消费支出及同比增速	12
图表 9: 居民边际消费倾向（%）	12
图表 10: 社零同比增速	13
图表 11: 分品类社零同比增速	13
图表 12: 按五分分收入划分人均可支配收入同比增速	14
图表 13: 申万一级行业五年历史估值区间（按估值百分位排序）	14
图表 14: 消费申万三级行业估值百分位最低十位（按估值百分位排序）	14
图表 15: 美元人民币（CFETS）汇率	15
图表 16: 三大需求 GDP 增长贡献率及 GDP 季度实际增长率（单位：%）	15
图表 17: 2022 年以来我国各地发放消费券政策汇总	16
图表 18: 2023-2024 年政府工作报告对消费领域政策的对比	17
图表 19: 伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求	18
图表 20: 中国黄金珠宝市场规模及同比增速	18
图表 21: 各类黄金消费情况	18
图表 22: 各品牌 IP 联名产品、古法金产品	19
图表 23: 2017-2023H1 行业龙头门店数量对比（家）	19
图表 24: 2017-2023H1 行业龙头门店净增加情况（家）	19
图表 25: 部分黄金珠宝品牌中国市场占有率情况（%）	20
图表 26: 中国化妆品市场规模及同比增速	20
图表 27: 限额以上企业化妆品零售额及同比增速	20
图表 28: 2020 年本土美妆消费年龄分布	21
图表 29: 城镇 16-24 岁人口失业率攀升（%）	21
图表 30: “38 焕新周”天猫美容护理类目和彩妆香水类目 TOP10 榜单	21
图表 31: 抖音 38 好物节护肤类目和彩妆香水类目 TOP10 榜单	22
图表 32: 快手 38 节护肤类目和彩妆香水类目 TOP10 榜单	22
图表 33: 2016 年-2023H1 主要化妆品公司研发费用率	23
图表 34: 功能性护肤品重点品牌科技成分	23
图表 35: 中国化妆品市场 TOP20 品牌份额（单位：%）	24
图表 36: 抖音上不同年龄美妆兴趣用户的美妆品牌偏好	25

图表 37: 化妆品行业法规密集发布	26
图表 38: 23Q1-3 各档次白酒业绩情况.....	27
图表 39: 主要上市酒企业绩与估值对比（按前三季度归母净利润增速排序） ...	28
图表 40: 飞天茅台批价跟踪（元）	29
图表 41: 名酒线上零售价跟踪（元）	29
图表 42: 近年来白酒产量下滑（万千升）	30
图表 43: 主流酒企吨价持续提升（万元/吨）	30
图表 44: 规模以上白酒企业数量持续下降（家）	30
图表 45: 我国白酒市场集中度进一步提高	30
图表 46: 啤酒生产成本构成	31
图表 47: 瓦楞纸出厂价（元/吨）	31
图表 48: 中国平板玻璃市场价（元/吨）	31
图表 49: 打包易拉罐均价(元/吨, 不含税).....	32
图表 50: 铝价（元/吨）	32
图表 51: 中国大麦进口平均单价（美元/吨）	32
图表 52: 澳麦价格更具优势（美元/千克）	33
图表 53: 2021 年实施“双反”政策后中国大麦主要进口国来源地占比	33
图表 54: 2017-2021 年中国啤酒行业 CR5 集中度	33
图表 55: 2021 年中国啤酒行业市场份额分布	33
图表 56: 中国高端啤酒消费量（亿升）	34
图表 57: 近年来啤酒企业不断提价	34
图表 58: 中国啤酒行业尚处于中成熟度市场	35
图表 59: 中国啤酒人均消费呈增长趋势	35
图表 60: 2022 年各国啤酒人均消费（美元）	35
图表 61: 各啤酒企业吨价持续上升（元/千升）	36
图表 62: 2022 年各啤酒企业吨价（元/千升）	36
图表 63: 我国啤酒罐化率逐年上升	36
图表 64: 对比成熟市场，我国啤酒罐化率仍有提升空间	36
图表 65: 奶牛存栏量和单产变化	37
图表 66: 国内原奶产量变化	37
图表 67: 原奶价格变化（元/公斤）	37
图表 68: 乳制品市场零售规模（亿元）	38
图表 69: 乳制品行业竞争梯队	38
图表 70: 2022 年乳制品行业竞争格局.....	38
图表 71: 乳制品细分赛道竞争格局	40
图表 72: 中国居民平衡膳食宝塔新旧版对比	41
图表 73: 我国居民人均奶类消费量与增速	41
图表 74: 中美日人均乳制品消费量（千克/年）	41
图表 75: 2022 年消费者认为喝奶的好处.....	42
图表 76: 2022 年消费者对乳制品的功能需求.....	42
图表 77: 大豆价格（元/吨）	42
图表 78: 全球大豆产量（亿吨）	42
图表 79: 我国复合调味品市场增速高于行业整体增速	43
图表 80: 复合调味品市场细分品类（亿元）.....	43
图表 81: 2020 年中外复合调味品渗透率对比.....	44
图表 82: 复合调味品切中 B/C 端多种痛点	44

图表 83: 2023 年中国消费者对调味品健康化态度.....	44
----------------------------------	----

图表 84:	2023 年中国消费者对健康型调味品需求.....	44
图表 85:	中国典型调味品企业健康化产品布局情况	45
图表 86:	2023 年我国旅游业发展相关政策.....	45
图表 87:	2023 年各地方政府推动建设旅游行业的措施.....	46
图表 88:	国内旅游人数及同比增速	47
图表 89:	国内旅游收入及同比增速	47
图表 90:	旅游及景区板块 2023 年业绩预告披露情况汇总（按业绩预告类型排序）	48
图表 91:	国内黄金周旅游人次（单位：万人次）	49
图表 92:	国内黄金周旅游人收入与客单价	49
图表 93:	长白山、大连圣亚股价走势（单位：元）	50
图表 94:	锦江酒店营收及增速	51
图表 95:	锦江酒店归母净利润及增速	51
图表 96:	首旅酒店营收及增速	51
图表 97:	首旅酒店归母净利润及增速	51
图表 98:	华住集团营收及增速	51
图表 99:	华住集团归母净利润及增速	51
图表 100:	锦江酒店经营数据	52
图表 101:	首旅酒店经营数据	52
图表 102:	华住集团经营数据	53
图表 103:	全国酒店、客房数	53
图表 104:	全国酒店连锁率	53
图表 105:	中国连锁酒店集团规模 top5（单位：间）	54
图表 106:	全国各地酒店分布（单位：家）	54
图表 107:	2019-2023 锦江新开店、净增店及净增房量	54
图表 108:	2019-2023 首旅新开店、净增店及净增房量	55
图表 109:	2019-2023 华住新开店、净增店及净增房量	55
图表 110:	2023 年新开业中高端及以上酒店、客房数量	55
图表 111:	2019-2023 年三大酒店龙头中高端酒店占比	55

1 2024年Q1回顾

1.1 业绩情况

1.1.1 八大消费行业业绩盈亏：家电美护盈利公司占比领跑全行业

申万消费八大行业（农林牧渔、家用电器、食品饮料、纺织服饰、轻工制造、商贸零售、社会服务、美容护理）共计820家A股公司，有467家发布了2023年业绩预告，整体披露率为57%，业绩预告类型及数量占比分别为预增（26%）/略增（5%）/续盈（10%）/略减（1%）/预减（10%）/扭亏（19%）/续亏（23%）/首亏（14%）。总体来看，2023年消费行业A股公司有360业绩盈利，210业绩亏损，430业绩情况尚未披露。分行业来看，社会服务行业已有61家公司发布了2023年业绩预告，为消费板块业绩披露率（77%）最高的行业，家用电器已有43家公司发布了2023年业绩预告，在八大行业中业绩预告披露率（46%）最小。除了轻工制造和家用电器行业，其他行业均有超半数以上的公司发布了业绩预告。

在所有已发布业绩预告的公司中，2023年盈利数量占比最大的前三大行业分别为家用电器（77%）、美容护理（7%）、纺织服饰（73%），预增占比最大的前三大行业为家用电器（37%）、美容护理（3%）、食品饮料（33%）；亏损数量占比最大的前三大行业农林牧渔（56%）、轻工制造（4%）、食品饮料（%6）。分具体业绩预告类型来看，农林牧渔行业中有34%的公司出现业绩首次亏损，商贸零售行业中有2%的公司出现连续亏损，分别为“首亏”和“续亏”类型公司占比最大的行业。

图表1：2023年八大消费行业业绩预告类型占比汇总表（按已披露占比排序）

申万一级	已披露占比	已披露家数	亏损			盈利						未披露占比	总计	
			首亏	续亏	小计	扭亏	预减	略减	续盈	略增	预增			小计
社会服务	77%	61	8%	25%	33%	33%	5%	0%	2%	8%	20%	67%	23%	79
商贸零售	64%	67	7%	28%	36%	24%	7%	1%	0%	3%	28%	64%	36%	104
农林牧渔	63%	70	34%	21%	56%	16%	10%	1%	1%	1%	14%	44%	38%	112
纺织服饰	61	66	3	24	27	27	14	0	0	2	30	73	39	109
食品饮料	51	64	17	19	36	11	8	2	0	8	33	61	49	125
美容护理	50	17	6	18	24	24	6	0	0	12	35	76	50	34
轻工制造	48	79	16	25	42	19	14	3	0	1	22	58	52	163
家用电器	46	43	9	14	23	0	16	5	5	14	37	77	54	94
总计	57%	467	14%	23%	37%	19%	10%	1%	1%	5%	26%	63%	43%	820

资料来源：同花顺iFinD，

1.1.2 八大消费行业业绩同比：轻工、美护、纺服2023年增速最高，消费板块业绩增速“两头高，中间低”

对已发布2023年业绩预告的公司根据八大行业分类，取其预告归母净利润上下限的均值进行加总，与2021和2022年的业绩总和进行对比。

申万八大消费板块2023年业绩增速为69%，两年复合增速为10%。分行业来看，①2023年业绩同比增速最大的前三大行业为轻工制造（572%）、美容护理（572%）、纺织服饰（274%），同比增速最小的前三大行业为农林牧渔（16%）、食品饮料（16%）、家用电器（17%）。②2021-2023年业绩两年复合增速最大的前三大行业为社会服务（143%）、商贸零售（64%）、农林牧渔（40%），复合增速最小的前三大行业为轻工制

造（-40%）、纺织服饰（-6%）、美容护理（8%）。

结合2023年业绩同比增速、2022年业绩同比增速和2021-2023年业绩年复合增速可以看出：①社会服务、商贸零售、农林牧渔、食品饮料、家用电器、美容护理六个行业业绩年复合增速为正，其中商贸零售连续两年亏损收窄，食品饮料、家用电器连续两年正增长且增速均有所提升；社会服务和美容护理2023年增速大幅提升，由负转正；农林牧渔2022年正增长、2023年负增长。②纺织服饰和轻工制造两个行业年复合增速为负，但2022年出现亏损，2023年业绩大幅改善扭亏为盈。

图表2：2023年八大消费行业业绩预告同比及两年复合增速汇总表（单位：百万元，按2023年同比增速排序）

申万一级	已披露市值占比	2021年归母净利润	2022年归母净利润	2023年预告归母净利润	2022年同比增速	2023年同比增速	两年复合增速
轻工制造	37%	11810.64	-11.36	4213.57	-100%	37207%	-40%
美容护理	52%	3834.15	663.81	4461.62	-83%	572%	8%
纺织服饰	40%	8705.25	-4449.72	7761.28	-151%	274%	-6%
社会服务	82	-6871.38	-9740.61	7208.37	-42%	174%	143%
商贸零售	48	-41193.79	-22337.37	-5400.19	46	76	64
家用电器	35	33502.65	36100.37	42139.78	8	17	12
食品饮料	51	63937.35	70685.25	82092.01	11	16	13
农林牧渔	66	-43832.98	4202.87	-15714.06	110%	-474%	40
总计	50□	29891.88	75113.24	126762.37	151□	69□	106□

资料来源：同花顺iFinD，

划分四个不同的年度增速区间，计算各区间公司数量在所属行业中所有已发布业绩预告公司中的比例。

2023年消费板块业绩增速 $(50\%, +\infty)/ (0, 50\%]/ (-50\%, 0]/ (-\infty, -50\%]$ 占比为53%/14%/7%/29%，呈现“两头高，中间低”状态，业绩增速两极分化较大。在各行业中，业绩增速大于50%的公司数量占比最高的前三大行业分别为纺织服饰（71%）、美容护理（71%）、社会服务（61%），业绩增速小于-50%的公司数量占比前四大行业为农林牧渔（49%）、食品饮料（31%）、轻工制造（30%）、家用电器（30%）。

图表3：2023年八大消费行业业绩预告增速区间公司数量占比汇总表（按 $(50, +\infty)(\%)$ 排序）

申万一级	$(50, +\infty)(\%)$	$(0, 50](\%)$	$(-50, 0](\%)$	$(-\infty, -50](\%)$
纺织服饰	71%	6%	5%	18%
美容护理	71%	18%	0%	12%
社会服务	61%	15%	2%	23%
商贸零售	55%	19%	7%	18%
食品饮料	53%	11%	5%	31%
轻工制造	48%	10%	11%	30%
农林牧渔	34%	9%	9%	49%
家用电器	30%	28%	12%	30%
总计	53%	14%	7%	29%

资料来源：同花顺iFinD，

注：“增速区间占比”指处于该增速区间的公司在所有已发布业绩预告公司的比例

1.1.3 二级行业业绩同比：纺织制造增速领跑，酒店餐饮化妆品及体育业绩改善扭亏为盈

对已发布2023年业绩预告的公司根据申万二级行业分类，取其预告归母净利润上下限的均值进行加总，与2022年的业绩总和进行对比。整体从申万一级行业来看，八大消费行业2023年业绩同比增速和2021-2023年两年年均复合增速均超过20%的申万二级子行业数量分别为：美容护理2个（医疗美容、化妆品），纺织服饰1个（饰品），社会服务4个（酒店餐饮、旅游及景区、体育、教育），商贸零售1个（互联网电商），食品饮料2个（非白酒、调味发酵品），家用电器1个（厨卫电器），农林牧渔1个（种植业）。

从申万二级行业比较来看，①在同比增速方面，2023年业绩同比增速最大的前三大行业为：纺织服饰的纺织制造（2023年业绩同比增速为2281%）、食品饮料的非白酒（1332%）、食品饮料的调味发酵品（943%）；同比增速最小的前三大行业为：农林牧渔的饲料（-1320%）、渔业（-73%）、养殖业（-264%）。②在2021-2023年两年年均复合增速方面，增速最大的前三大子行业为：社会服务的酒店餐饮（2021-2023年业绩复合增速为1358%）、美容护理的化妆品（273%），社会服务的体育（189%）。酒店餐饮、化妆品和体育2021年和2022年受到疫情影响业绩亏损，2023年业绩改善扭亏为盈，2023年较同期分别实现2.25倍、2.90倍和1.51倍增长。

图表4：2023年八大消费申万二级子行业业绩预告同比及两年复合增速汇总（单位：百万元，按2023年同比增速排序）

申万一级	申万二级	2021年归母净利润	2022年归母净利润	2023年预告归母净利润	2022年业绩同比增速	2023年业绩同比增速	两年复合增速
轻工制造	家居用品	6425.26	2130.26	5284.72	-67%	148%	-9%
	包装印刷	343.16	-932.78	11.49	-372%	101%	-82%
	文娱用品	283.46	73.43	146.23	-74%	99%	-28%
	造纸	4758.76	-1282.27	-1228.86	-127%	4%	-112%
	总计	11810.64	-11.36	4213.57	-100%	37207%	-40%
美容护理	医疗美容	761.81	-210.73	1745.00	-128%	928%	51%
	化妆品	111.92	-820.49	1560.87	-833%	290%	273%
	个护用品	2960.41	1695.02	1155.75	-43%	-32%	-38%
	总计	3834.15	663.81	4461.62	-83%	572%	8%
纺织服饰	纺织制造	4098.25	79.99	1904.83	-98%	2281%	-32%
	服装家纺	3628.89	-2151.16	3668.57	-159%	271%	1%
	饰品	978.11	-2378.56	2187.88	-343%	192%	50%
	总计	8705.25	-4449.72	7761.28	-151%	274%	-6%
社会服务	酒店餐饮	-9.34	-1374.01	1714.01	-14606%	225%	1358%
	旅游及景区	-1862.17	-3315.60	1884.45	-78%	157%	142%
	体育II	-1013.22	-5132.95	2615.60	-407%	151%	189%
	教育	-5955.51	-2020.66	-1391.77	66%	31%	52%
	专业服务	1968.86	2102.61	2386.08	7%	13%	10%
	总计	-6871.38	-9740.61	7208.37	-42%	174%	143%
商贸零售	互联网电商	-43191.93	-16471.07	7.66	62%	82%	74%
	一般零售	2769.00	-4519.58	-1354.25	-263%	70%	-122%
	专业连锁II	316.94	196.13	233.25	-38%	19%	-14%

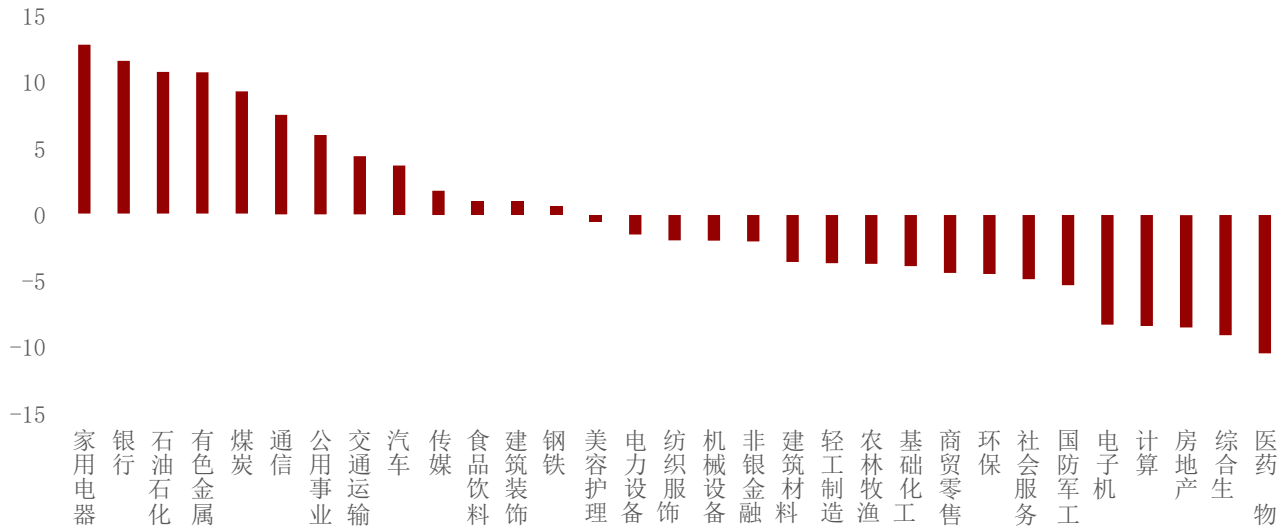
	贸易Ⅱ	-1087.79	-1542.85	-1261.54	-42%	18%	-8%
	总计	-41193.79	-22337.37	-5400.19	46%	76%	64%
食品饮料	非白酒	543.32	-118.59	1461.18	-122%	1332%	64%
	调味发酵品Ⅱ	1057.25	-258.65	2180.72	-124%	943%	44%
	休闲食品	1529.54	709.22	1812.31	-54%	156%	9%
	饮料乳品	2457.70	1797.93	3190.26	-27%	77%	14%
	白酒Ⅱ	54019.47	63357.23	73680.97	17%	16%	17%
	食品加工	1320.01	2462.79	-233.44	87%	-109%	-108%
	总计	60927.28	67949.93	82092.01	12%	21%	16%
	家用电器	厨卫电器	238.38	383.18	755.36	61%	97%
家电零部件Ⅱ		1399.34	1251.62	1543.10	-11%	23%	5%
白色家电		23681.48	26924.96	32761.00	14%	22%	18%
小家电		5084.77	4546.27	4424.87	-11%	-3%	-7%
黑色家电		2998.60	2419.00	2217.57	-19%	-8%	-14%
照明设备Ⅱ		75.88	449.03	410.88	492%	-8%	133%
其他家电Ⅱ		24.20	126.31	27.00	422%	-79%	6%
总计		33502.65	36100.37	42139.78	8%	17%	12%
农林牧渔	农产品加工	2069.56	-408.50	1693.32	-120%	515%	-10%
	种植业	-270.24	-1292.19	174.50	-378%	114%	128%
	林业Ⅱ	-414.26	-251.78	-278.00	39%	-10%	18%
	农业综合Ⅱ	641.31	607.53	140.53	-5%	-77%	-53%
	动物保健Ⅱ	49.03	-86.39	-215.90	-276%	-150%	-232%
	养殖业	-41371.92	4830.43	-7908.50	112%	-264%	56%
	渔业	-272.47	82.43	-520.50	130%	-731%	-38%
	饲料	-4263.98	721.34	-8799.50	117%	-1320%	-44%
	总计	-43832.98	4202.87	-15714.06	110%	-474%	40%

资料来源：同花顺iFinD，

1.1 股价走势：多个消费一级行业下跌，家用电器涨幅居前

从年初至2024年4月1日，家用电器涨幅居前，食品饮料小幅上涨，其余的消费板块如美容护理、纺织服饰、轻工制造、商贸零售、农林牧渔、社会服务均下跌。从二级子板块来看，涨幅最高的家用电器中，白色家电上涨22.78%；部分下跌的一级子行业中仍有表现较好的二级子板块，例如社会服务行业中的旅游及景区上涨6.88%，纺织服饰中的饰品上涨8.32%。

图表5：申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)



资料来源：同花顺iFind、

注：时间区间选取为2024年1月1日-2024年4月1日，下同。

图表6：消费二级子行业年初至今涨跌幅(%)

区间涨跌幅（2024年初至2024/4/1）							
板块	区间涨跌幅	板块	区间涨跌幅	板块	区间涨跌幅	板块	区间涨跌幅
食品饮料	1.05	社会服务	-4.90	轻工制造	-3.67	美容护理	-0.48
食品加工	-8.22	酒店餐饮	-8.73	包装印刷	-7.60	个护用品	-8.37
白酒II	2.39	旅游及景区	6.88	家居用品	-2.42	化妆品	-3.83
非白酒	-2.23	体育II	0.00	造纸	1.17		
饮料乳品	2.48	教育	-9.59	文娱用品	-8.83		
休闲食品	-7.44	专业服务	-8.05	家用电器	12.88		
调味发酵品II	-3.00	商贸零售	-4.41	白色家电	2.78		
农林牧渔	-3.73	贸易II	-7.13	黑色家电	1.43		
种植业	-5.34	一般零售	-5.98	小家电	5.42		
渔业	-3.09	专业连锁II	2.56	厨卫电器	0.20		
饲料	-8.80	互联网电商	-11.50	照明设备II	-7.31		
农产品加工	-5.71	纺织服饰	-1.93	家电零部件II	-12.57		
农业综合II	0.00	纺织制造	-4.56	其他家电II	0.00		
养殖业	0.42	服装家纺	-4.33				
动物保健II	-14.59	饰品	8.32				

资料来源： 、

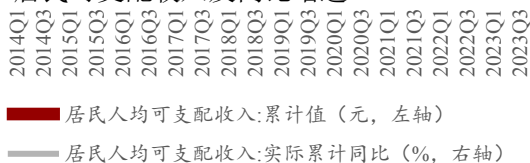
2 2024 年展望

立足当前·我们认为国内经济环境仍处于弱复苏阶段，居民边际消费倾向仍低于疫前，国民消费能力及意愿均有待增强。同时，国内股市经历全面调整行情后估值泡沫加速出清，消费相关指数点位及估值均处于底部位置。**展望全年**·美联储降息预期有望落地，资金可能伴随美债及美元资产贬值流向国内，为已具备一定配置价值的国内股市带来流动性充裕，推动消费蓝筹估值同修时复，推动消费增长对拉动国内经济复苏起到重要作用，在日渐完善的中央统筹与地方负责的政策体系下，各地陆续出台的发放消费券等促消费政策更具主动性、针对性与灵活性，政策加码支持下国内需求有望逐步回暖，消费蓝筹将迎来业绩边际改善与成长空间打开。

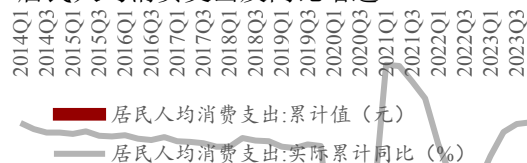
2.1 居民财富仍处于修复中，社零增速低于疫情前

居民收入增速重回19年水平，边际消费倾向仍未完全恢复。疫情期间至今，国内居民财富虽然名义值仍在增长，但同比增速经历了一段大幅下滑再逐渐恢复的过程。**收入端**经济仍有下行压力，居民收入增速恢复较慢，直到2023Q4才恢复至2019年水平。**支出端**：疫情后在“报复性消费”心理的刺激下民众消费意愿高涨，2022Q4起人均消费支出同比增速触底反弹，至2023Q4提升至9%。**边际消费倾向**：2020年起居民边际消费倾向急剧下滑，“黑天鹅”因素导致民众倾向于储蓄以备不时之需；2023年整体虽有回升，但尚未恢复至疫前水平。

图表7：居民可支配收入及同比增速



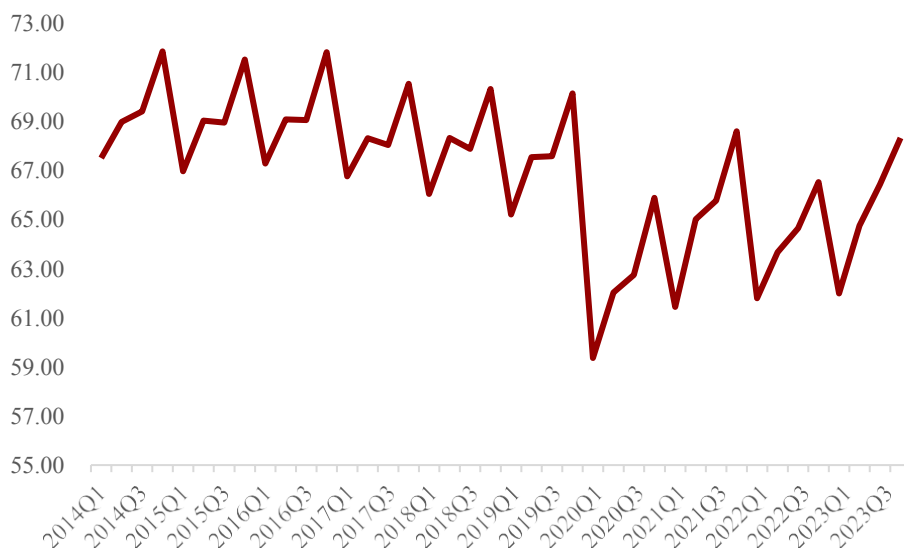
图表8：居民人均消费支出及同比增速



资料来源：同花顺，

资料来源：同花顺，

图表9：居民边际消费倾向 (%)



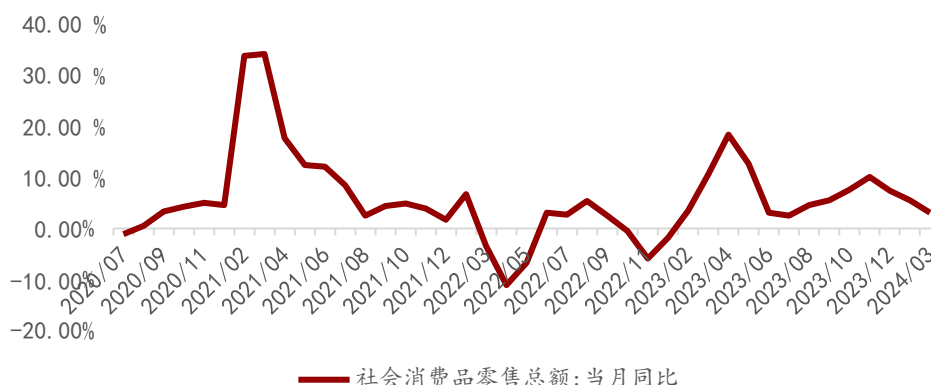
资料来源：同花顺，

注：居民边际消费倾向=居民人均消费支出/居民人均可支配收入

社零同比增速仍低于疫前，1-3月同比+4.7%。2024年1-3月我国社会消费品零售额同比增长4.7%，较2023年1-3月增速低1.3pcts。**总体来看**，1-3月社零消费增速明显低于疫情前3年（2017年-2019年）同期平均9.4%的增速水平，我们预计在当前经济发展阶段社零增速将常态化低于疫情前水平，预计在4%-8%区间，虽然增速低于疫情前，但仍能保持长期稳健增长。**细分品类来看**，粮油食品类、日用品类及中西药类等必选

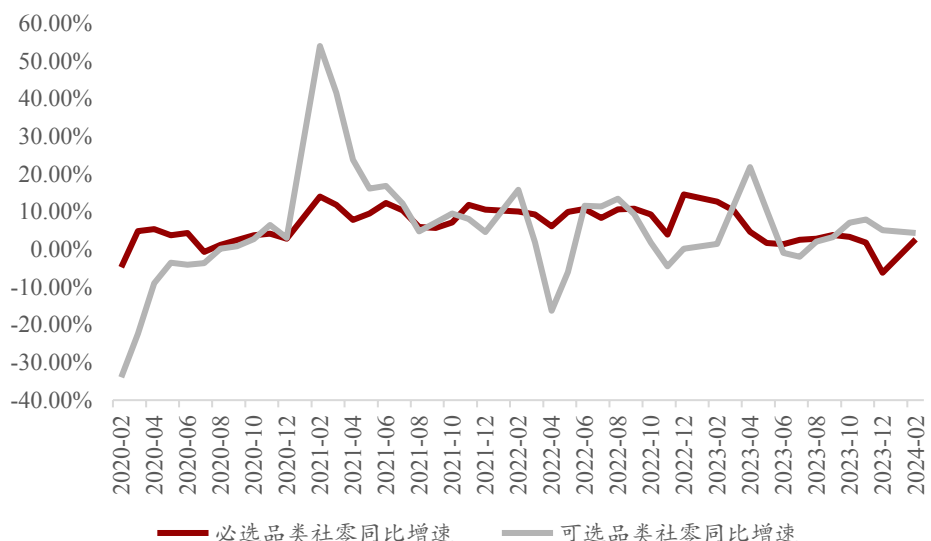
品类增加相对稳健，受经济波动影响较小；可选品类增长率在疫情期间宽幅波动，2023年后逐渐回暖。

图表10：社零同比增速



资料来源：国家统计局，同花顺，

图表11：分品类社零同比增速



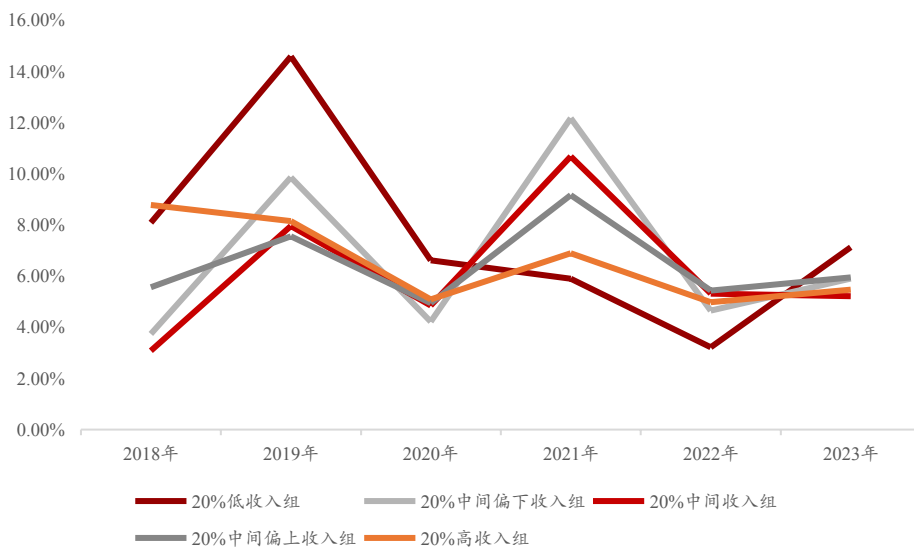
资料来源：国家统计局，同花顺，

注：必选品类包括粮油、食品类，日用品类及中西药品类，其余为可选品类。

消费分层加剧·高性价比与悦己、品质型消费观并存。疫情期间居民收入增速放缓，医疗支出增加导致财富效应下降，房贷等刚性负债高企挤压消费。根据五分收入划分，低收入人群受疫情冲击影响最大，2019年-2022年收入同比增速持续下滑；其余人群收入同比增速均有一定波动，总体而言收入越高波动率越小。**当前·消费升级与降级结构性并存·催生了“高性价比”与“悦己、品质”两大消费观。**一方面，移动互联网在低线城市及农村地区的普及催生了例如拼多多等新型电商平台，增加了农村居民消费的选择空间，但同时也反映出中低收入群体追求高性价比的现象；另一方面，经历三年疫情后及时行乐的消费心理抬头，民众开始更加关注个人健康与生活品质，悦己、品质型消费迎来快速发展。**我们认为未来一段时间内消费仍将加剧分层，对部分必选消费与基本消费而言，整合供应链资源控制成本、“卷性价比”或将成为破局关键；对可选消费而言，不断提升产品品质、关注消费者个人健康与服务体验将**

是顺应消费升级大趋势的核心思路。

图表12：按五等分收入划分人均可支配收入同比增速

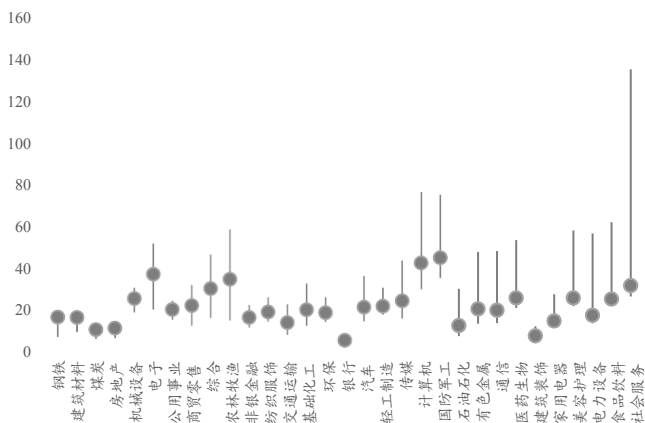


资料来源：国家统计局，同花顺，

2.2 估值处于低位，静待市场风格切换后的估值修复

消费指数估值低于历史均值，餐饮、社服跌至历史底部区间。当前，消费八大行业（申万一级）指数在五年历史估值区间中的估值百分位均低于50%。其中食品饮料及社会服务指数估值百分位低于10%。在31个申万一级行业中排名倒数前二，跌至历史底部区间；家用电器及美容护理指数估值百分位也低于15%。细分赛道来看，食品饮料与社会服务子行业在消费申万三级行业估值百分位最低十位中各占四席，其中食品饮料子行业包括白酒、其他酒类、乳品与调味品，社会服务子行业包括人工景区、自然景区、会展服务与酒店。此外，美容护理的品牌化妆品与农林牧渔的种子估值百分位也较低。

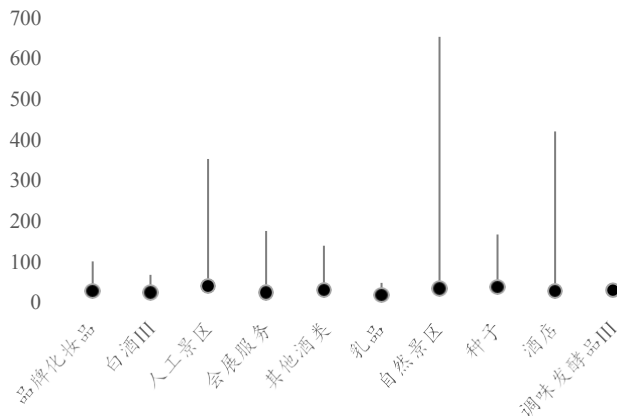
图表13：申万一级行业五年历史估值区间（按估值百分位排序）



资料来源：同花顺，

注：时间范围为2019年4月6日至2024年4月6日。

图表14：消费申万三级行业估值百分位最低十位（按估值百分位排序）

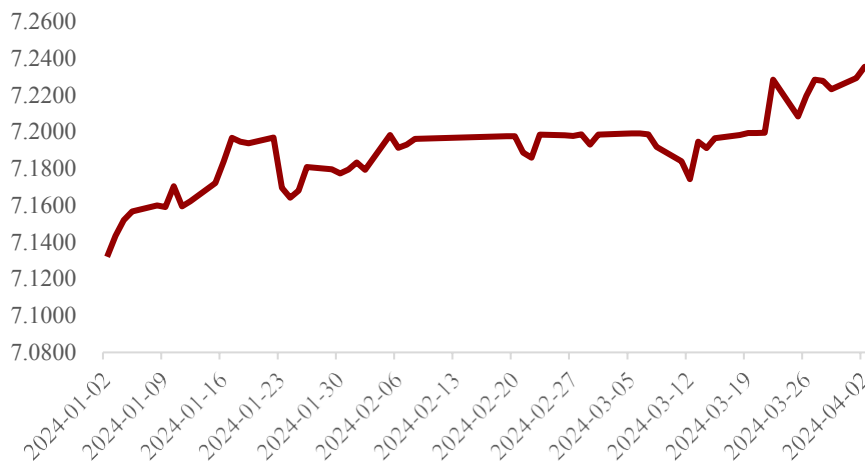


源：同花顺，

注：时间范围为2019年4月6日至2024年4月6日，剔除标的较少的申万三级行业。

美联储降息预期可能带来流动性充裕，推动消费蓝筹估值修复。今年以来，美元人民币汇率持续走高，人民币贬值导致资本流出，国内股市流动性不足。虽然短期内美联储降息靴子落地时间尚未确定，但中期来看，伴随着美联储降息预期兑现，人民币贬值压力放缓，资本外流缓解有望为A股带来流动性充裕，推动资本市场风格切换后优质消费蓝筹股估值修复。

图表15: 美元人民币 (CFETS) 汇率



资料来源: 同花顺,

2.3 着力扩大国内需求，培育消费新的增长点

近年来，消费支出一直是经济增长的主要驱动力。2016-2019年，三大需求中最终消费支出对GDP的季度同比增速贡献率均在40%以上。疫情期间，国内需求疲弱，消费支出大幅下滑，经济增长低迷。2023年上半年疫情防控进入新阶段后，消费复苏带动GDP季度同比增速由2022Q4的2.9% 提升至2023Q2的6.8%。2023年全年，最终消费支出对GDP季度同比增速的贡献率均在65% 以上。在国内经济波浪式发展、曲折式前进的复苏进程中，消费是不可或缺的重要驱动力。

图表16: 三大需求GDP 增长贡献率及 GDP 季度实际增长率 (单位: %)



资料来源：同花顺，

发放消费券成为主要的促消费政策之一，兼具灵活性与针对性。2020年以来，面对居民消费需求不振、经济面临下行压力的局面，各地政府积极出台多项政策刺激消费，其中发放消费券成为主要的政策举措之一。与欧美国家通常采用发放现金补助的方式相比，发放消费券有以下特点：**①杠杆效应**：由于我国居民储蓄率较高，发放现金补贴对消费支出的拉动作用较不明显，而消费券通常为消费满一定金额后减免部分支出的形式，杠杆效应使得政府财政投入的效率更高；**②灵活性**：各地政府可以根据自身的财政实力以及各地的经济情况灵活选择发放消费券的额度，从2022年以来各地实施的政策来看，财政实力较弱的省份发放消费券总额度通常在2亿元以内，而财政实力较强的上海、江苏和广东发放消费券总额度分别为10亿元、3.7亿元、3亿元；**③针对性**：地方政府可以控制消费券面向的行业和领域，政策实施较发放现金补助更具有针对性，从目前已实施的政策来看，大部分省市消费券面向行业为餐饮、文旅、零售等必需消费与服务消费领域，在保障民生的同时快速拉动消费支出，从而在较短时间内刺激居民消费需求，促进消费增长，缓解经济压力。

图表17：2022年以来我国各地发放消费券政策汇总

时间	地区	面向行业	总额度
2022年1月-4月	宁夏省	体育	370万元
2022年2月	内蒙古	商超、百货、餐饮、家电、成品油等实体领域	9995万元
2022年5月1日-5月4日	江西省	餐饮	超1亿元
2022年5月30日-2023年2月10日	贵州省	零售、文化影视、休闲娱乐、体育、餐饮	1.4亿元
2022年7月17日	北京市	餐饮	1亿元
2022年7月-8月	贵州省	文旅、酒店	1.13亿元
2022年8月-11月	上海市	零售、餐饮、文旅	10亿元
2023年12月-2024年2月	江苏省	金融、电商、家电	3.7亿元
2023年12月-2024年1月	广东省	零售、餐饮、文旅	3亿元

资料来源：中国政府网，北京市政府网，江苏省政府网，贵州省文旅厅，广东省文旅厅，新华网，

政府工作目标更加积极，着力培育新的消费增长点。2023年是疫情后放开的第一年，政府报告强调推动生活服务消费的恢复以在保障民生的同时逐步恢复经济。随着2023年底居民可支配收入与人均消费支出同比增速恢复至2019年同期水平，2024年对促进消费的政府工作目标更加积极，强调培育新的消费增长点。对于促进消费的领域，2023年报告提到的消费领域包括汽车等大宗消费，以及餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费，2024年报告提到“积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。”较2023年的报告在保留文旅、餐饮行业的同时增加了智能家居、国货“潮品”消费领域。

- **文旅行业**：疫后各地政府积极开发和宣传当地文旅资源，且纷纷发放消费券促进地文旅消费，我国文旅行业得到了快速恢复，2024年政府工作导向在消费领域持续围绕文旅等生活服务行业发力，预计文旅行业促消费政策有望延续，利好文旅产业链上的餐饮、景区、酒店、免税等行业。
- **智能家居**：智能家居所涉及的产业链众多，包括硬件设备、软件开发、平台运营、产品设计等，涉及的消费细分领域也众多，包括智能锁、晾衣机、扫地机、智能马桶、家电控制、智能照明、智能安防、电动窗帘等，2024年政府报告将智能家

居与文娱旅游等并肩列入积极培育的新的消费增长点，行业有望进入新的发展期。

- **国货“潮品”**：近年来在众多消费领域，国产品牌崛起并逐步替代进口品牌的趋势愈加明显，2024年政府工作报告首提国货“潮品”概念，相对于过去“国货品牌”突出了“潮”的特性，传达出文化和时尚属性，体现出国货品牌的进一步升级，利好在国货品牌崛起领域表现突出的美妆、运动服饰、黄金珠宝等消费行业。

图表18：2023-2024年政府工作报告对消费领域政策的对比

	2024年	2023年
工作目标排位	第三位	第一位
工作目标内容	着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。	着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置。
涉及消费领域	积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。	稳定汽车等大宗消费，推动餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费恢复。

资料来源：中国政府网，

3 精选赛道一：需求引领+国潮品牌崛起

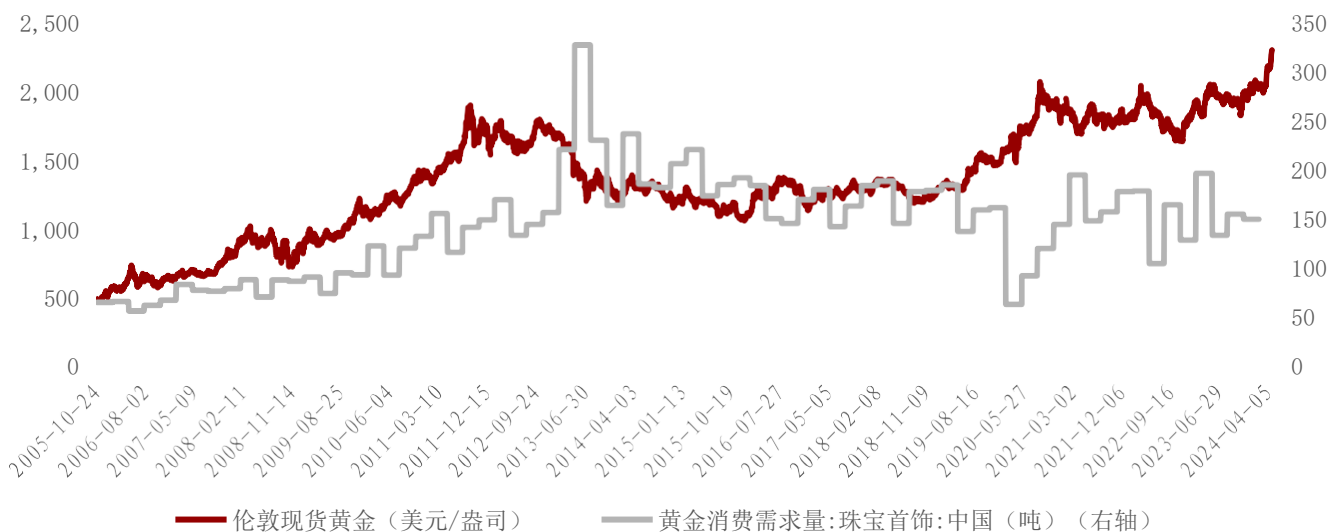
3.1 黄金珠宝：黄金“投资+消费”属性共振，龙头市占率提升

3.1.1 金价震荡上行，黄金饰品“消费+投资”属性增强

黄金珠宝首饰具备“消费+投资”属性。黄金珠宝的消费属性体现在消费者购买其的目的的一般包括有婚嫁、“悦己”消费、日常佩戴、送礼等。此外，黄金还具备投资属性。由于黄金是稀有金属，其供应量有限，古时候还被当作货币进行交换，相比之下，纸币的发行量可随政府的需求而增加，容易贬值，而黄金的稀缺性使其成为了一种稳定的价值储存工具，一定程度上可对抗通货膨胀，因此也受到投资者的青睐。

价的角度：现货黄金价格一路震荡上行，创下历史新高。近年来国内外环境愈发复杂，不确定性风险提升，全球经济发展速度放缓，以信用为基础的世界货币体系受到冲击，叠加地缘政治紧张局势升级，伦敦现货黄金价格震荡上行，2021/2022/2023年黄金价格涨跌幅分别为-4.33%/+0.44%/+14.59%，2024年以来，黄金价格一路向上，不断创下历史新高，截止2024年4月5日，黄金现货价格达到2298.55美元/盎司，从2024年至今涨幅已累计达到了10.59%。

图表19：伦敦现货黄金价格vs中国黄金珠宝首饰消费需求



资料来源：iFinD、伦敦金银协会、

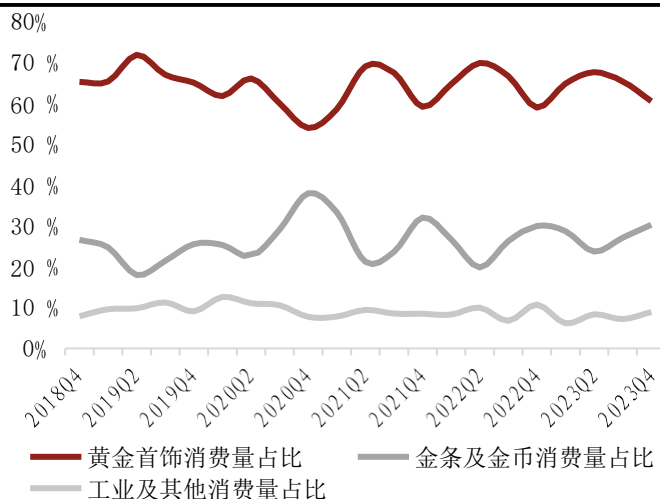
量的角度：金价上涨刺激投资需求+婚庆刚需释放+饰品工艺提升+悦己消费，黄金饰品消费量提升。根据中国黄金协会的数据，2023Q4，黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金消费量占比分别为60.66%/30.33%/9.01%，同比分别+1.56/+0.28/-1.84pct。随着婚庆刚需释放，叠加金价上涨刺激投资需求等因素，黄金首饰需求量提升。此外，近几年黄金珠宝品牌商推出5D、5G、古法金等，黄金工艺的提提升使得黄金饰品更受消费者青睐，而“悦己”消费、送礼等多场景渗透率提升使得黄金珠宝首饰消费需求扩大。2023年，黄金首饰消费量同比提升8.78%。

图表20：中国黄金珠宝市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor、

图表21：各类黄金消费情况



资料来源：中国黄金协会、iFinD、

3.1.2 品牌商加强产品设计，工艺提升吸引消费者“悦己”消费

在国潮文化和“悦己”观念的影响之下，越来越多的消费者开始对传承了国风美学的中式黄金饰品着迷，同时渴望在传统与现代之间展现时髦态度。以周大福、老凤祥、周大生等为代表的黄金珠宝企业顺应这一潮流，纷纷对产品进行创新，加大对黄金类产品的研发，推出古法金、生肖金等品类，积极与各大IP联名，同时推出兼具时尚与

传统的珠宝首饰，受到消费者追捧。

图表22：各品牌IP联名产品、古法金产品

品牌	产品系列	产品详情		
周大生	莫奈系列	转运珠手链	郁金香吊坠	郁金香耳饰
				
		五福龙手链	小龙多多转运珠	九龙子转运珠
菜百	生肖龙系列			
		足金古法叶文冠承福项链	足金古法花丝叶文冠承福手绳	足金古法花丝叶文冠承福项链
				
中国黄金	承金福系列	范特熊转运珠	范特熊吊坠	范特熊吊坠
				
		周大福	范特西系列	

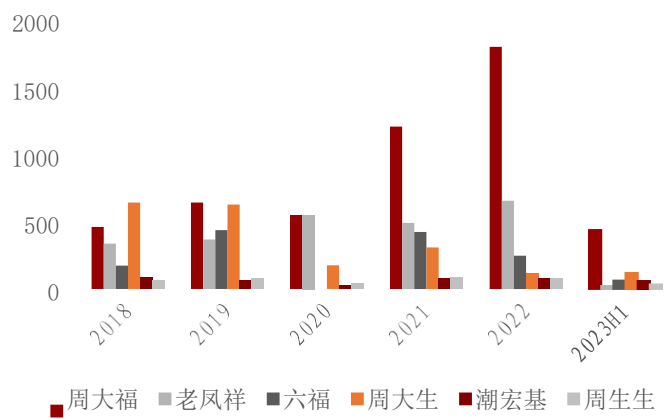
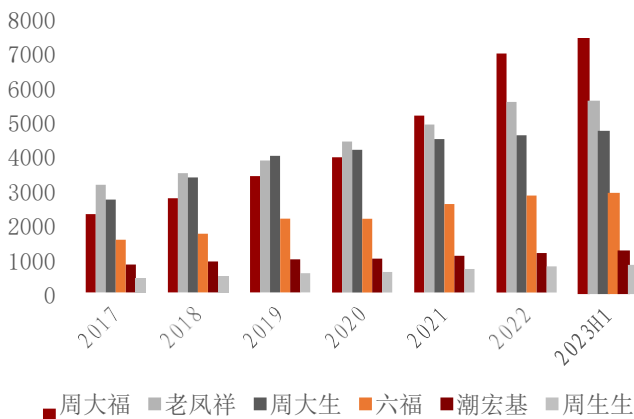
资料来源：天猫旗舰店、

3.1.2 龙头逆势开店，市场份额持续提升

疫情三年促进黄金珠宝行业洗牌，龙头企业逆势开店扩张。2020-2023年，头部黄金珠宝企业逆势拓店，其中，周大福珠宝（内地）2020年/2021年/2022年/2023H1分别净增加554/1223/1824/348家门店，老凤祥分别净增加557/498/665/22家门店，六福（内地）分别净增加0/430/251/61家门店，周大生分别净增加178/313/114/119家门店。龙头企业逆势扩张，市占率不断提升，根据Euromonitor的数据，2020-2022年，周大福市占率从7.6% 提升至11.8%，周大生市占率从1.1% 提升至1.9%，老凤祥市占率从7.5% 提升至7.9%。

图表23：2017-2023H1行业龙头门店数量对比（家）

图表24：2017-2023H1行业龙头门店净增加情况（家）



资料来源：公司公告、

注：为增强可比性，统一取六家公司在大陆地区的主品牌门店数。

资料来源：公司公告、

注：为增强可比性，统一取六家公司在大陆地区的主品牌净增加的

门店数。

图表25：部分黄金珠宝品牌中国市场占有率情况（%）

品牌名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
周大福	7.2	6.1	5.1	5.2	6.0	6.5	7.1	7.6	11.2	11.8
老凤祥	5.7	5.5	5.3	5.1	5.7	6.2	6.7	7.5	7.9	7.9
老庙	3.9	2.9	2.6	2.2	2.2	2.4	3.0	3.5	3.6	3.7
周大生	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1	1.7	1.9
周生生	1.3	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.9	1.7
六福珠宝	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8

资料来源：Euromonitor、

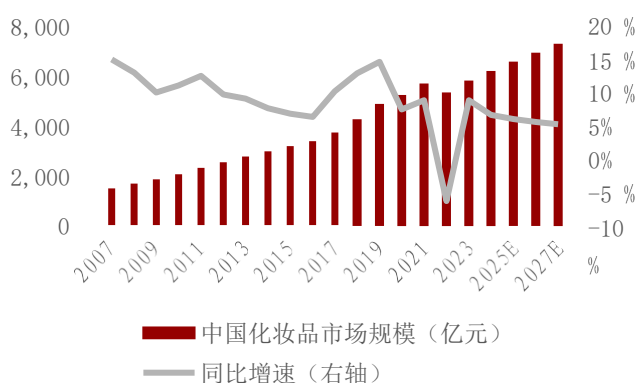
3.2 化妆品：渠道流量下滑，强研发、产品力优秀的公司突围

3.2.1 消费力逐步修复，美妆需求有望进一步释放

短期美妆行业需求缓慢修复。受宏观经济波动等因素的影响，2023年中国化妆品市场规模达到5791.66亿元，同比+8.9%。2023年以来，化妆品消费整体有所回暖，上半年修复情况良好，但下半年需求端显现出疲态，9月/10月/11月/12月限额以上企业化妆品零售额分别同比+1.6%/+1.1%/-3.5%/+9.7%，除8月与12月外均跑输社零总额同比增速。2024年1-2月，社零总额同比+5.5%，限额以上企业化妆品零售额同比+4.0%。

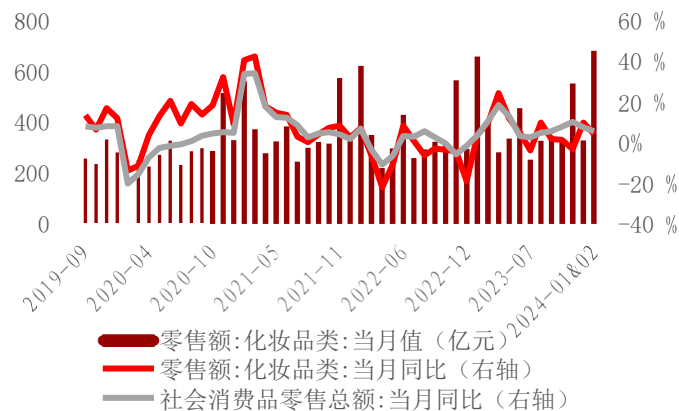
美妆客群多为年轻一代，随着消费力的逐步修复，未来国货美妆的消费需求有望进一步释放。根据艾瑞咨询的数据显示，2020年本土美妆消费者中，18-29岁的占比为55.6%，年轻一代已成为美妆消费的重要力量。而根据国家统计局的数据，近几年来我国16-24岁城镇人口失业率震荡上行，2023年6月达到21.30%。在此背景下，美妆重要客群的消费力受到影响，造成该群体的美妆消费需求也受到了一定抑制。但预计随着未来经济的逐步修复，年轻群体的消费力有望提升，美妆需求将进一步释放。

图表26：中国化妆品市场规模及同比增速



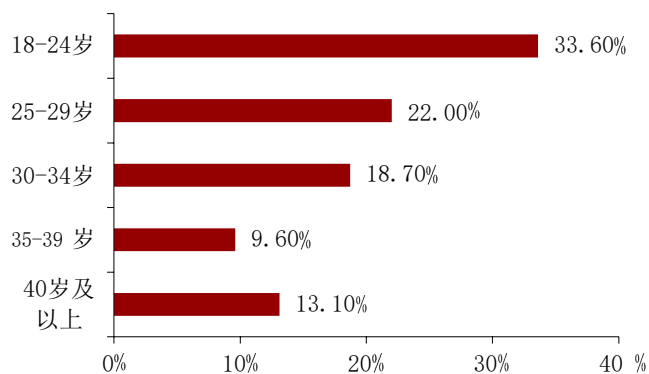
资料来源：Euromonitor、

图表27：限额以上企业化妆品零售额及同比增速



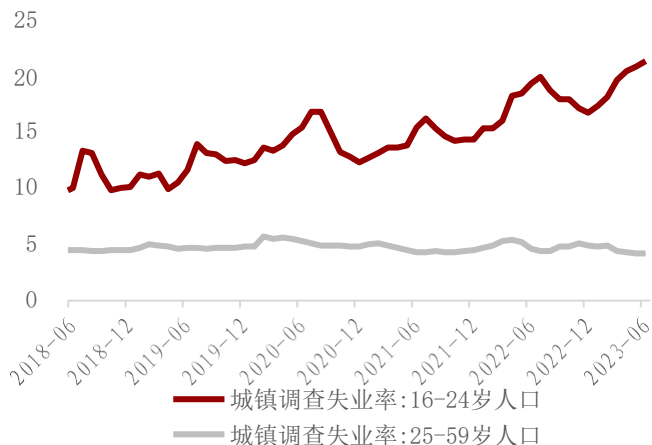
资料来源：国家统计局、iFinD、

图表28：2020年本土美妆消费年龄分布



资料来源：艾瑞咨询、

图表29：城镇16-24岁人口失业率攀升（%）



资料来源：iFinD、国家统计局、

3.2.1

“38”大促大盘表现平稳，产品力优秀的国货品牌突围

线上：38大促大盘整体表现平稳，部分国货品牌市场表现优于国际品牌。根据青眼情报的数据，**天猫38焕新周（3月1日-8日）**美妆GMV达70.06亿元，其中美容护肤类目GMV达53.56亿元，TOP10品牌的GMV占护肤类目的48.78%，包括国货品牌珀莱雅和薇诺娜，国货品牌GMV占TOP10品牌总GMV的31.92%。彩妆香水类目GMV达16.5亿元，TOP10品牌中国产品牌有毛戈平、彩棠、花西子、卡姿兰，国货品牌GMV占TOP10品牌总GMV的35.20%。

图表30：“38焕新周”天猫美容护理类目和彩妆香水类目TOP10榜单

38焕新周天猫美容护肤类目TOP10品牌榜			38焕新周天猫彩妆香水类目TOP10品牌榜		
排名	品牌名	GMV (万元)	排名	品牌名	GMV (万元)
1	珀莱雅	49478.4	1	圣罗兰	6815.8
2	欧莱雅	29351.2	2	肌肤之钥	6180.5
3	兰蔻	20800.6	3	Nars	4584.1
4	Olay	17589.2	4	毛戈平	4316.3
5	雅诗兰黛	15121.4	5	彩棠	4071.7
6	修丽可	14308.3	6	3CE	3612.4
7	娇韵诗	13117.1	7	兰蔻	3449.7
8	薇诺娜	11579.1	8	花西子	3418.2
9	海蓝之谜	10606.2	9	卡姿兰	3230.2
10	资生堂	9328.6	10	魅可	3043.4

资料来源：青眼情报、

抖音商城38好物节（3月1日-8日）美妆GMV达65.92亿元（同比+23.31%），其中，美容护肤类目GMV达51.27亿元（同比+37.67%），TOP10品牌的GMV占护肤类目的27.37%，其中国货品牌上榜的有韩束、珀莱雅、自然堂、谷雨，国货品牌GMV占TOP10品牌总GMV的47.06%；彩妆类目GMV达11.21亿元（同比+39.03%），TOP10品牌的GMV占彩妆类目的24.62%，其中国货品牌上榜的有花西子、柏瑞美、卡姿兰、橘朵、恋火，国货品牌GMV

占TOP10品牌总GMV的58.10 %

图表31：抖音38好物节护肤类目和彩妆香水类目TOP10榜单

抖音38好物节护肤类目TOP10品牌榜				抖音38好物节彩妆类目TOP10品牌榜			
看美妆数据 用青眼情报				看美妆数据 用青眼情报			
排名	品牌	GMV (万元)	GMV同比	排名	品牌	GMV (万元)	GMV同比
1	韩束	31014.3	390.69%	1	花西子	7113.4	19.57%
2	雅诗兰黛	19321.6	81.72%	2	圣罗兰	2927.3	130.48%
3	珀莱雅	18944.0	52.37%	3	柏瑞美	2628.9	79.17%
4	欧莱雅	12573.2	72.03%	4	肌肤之钥	2543.3	144.80%
5	兰蔻	12454.3	79.70%	5	卡姿兰	2357.4	44.68%
6	海蓝之谜	11519.7	188.58%	6	AKF	2185.7	-5.44%
7	后	10679.0	163.60%	7	橘朵	2072.1	73.90%
8	自然堂	8500.4	107.53%	8	3CE	1958.0	134.85%
9	赫莲娜	7748.1	42.53%	9	纪梵希	1947.2	64.53%
10	谷雨	7587.4	82.58%	10	恋火	1861.6	90.03%

资料来源：青眼情报、

快手商城38节（3月1日-3月10日）美妆GMV达16.85亿元（同比-2.53%）。其中，美容护肤类目GMV达14.38亿元，TOP10品牌的GMV占护肤类目的29.01%，上榜的国产品牌GMV占TOP10品牌总GMV的50.90%；彩妆类目GMV达1.95亿元（同比-1.93%），TOP10品牌的GMV占护肤类目的35.1%，上榜的国产品牌GMV占TOP10品牌总GMV的58.04%。

图表32：快手38节护肤类目和彩妆香水类目TOP10榜单

快手38节护肤类目TOP10品牌榜				快手38节彩妆类目TOP10品牌榜			
看美妆数据 用青眼情报				看美妆数据 用青眼情报			
排名	品牌	GMV (万元)	GMV同比	排名	品牌	GMV (万元)	GMV同比
1	蜜丝婷	7641.2	5.60%	1	蜜丝婷	1709.3	2227.94%
2	肌肤未来	6184.8	48313.67%	2	爱敬二十之	1163.0	-
3	雪花秀	4485.3	48.23%	3	奢貌	1074.4	-
4	雅诗兰黛	4393.8	1040.15%	4	滋色	651.0	49.52%
5	后	3962.2	384.33%	5	唐魅可	634.9	1792.37%
6	黛莱皙	3671.4	38.67%	6	悦瞳	373.0	-
7	谷雨	3421.8	26.44%	7	半蕊	328.4	130.17%
8	朵拉朵尚	2972.9	-30.03%	8	方里	320.2	72.10%
9	梦泉	2521.7	24.43%	9	娇玛仕	307.9	-42.74%
10	倚后	2463.6	424.86%	10	彩棠	283.1	442.69%

资料来源：青眼情报、

尽管在需求端出现疲软的背景下，部分国货美妆公司仍然能取得优秀的市场表现，我们通过总结这些企业的发展经验，发现它们主要是从研发赋能产品、打造产品差异化、推行大单品策略提升复购率进行发力。

（1）研发：注重研发，科技赋能产品。目前，化妆品行业竞争激烈，产品同质化严重，不少美妆企业依靠研发赋能产品，打造产品差异化。从研发费用率来看，国内外美妆企业的研发费用率大体维持在3.0%-3.7%左右，其中欧莱雅从2016-2023H1年维持研发费用率在3%左右，资生堂位居国外美妆集团之首；国内美妆企业加大研发的投入成本，贝泰妮2023H1的研发费用率为4.60%，超越国外美妆企业的研发费用率。从研发团队与建设来看，多家头部美妆集团注重研发队伍的建设，例如贝泰妮开设云南植物实验室，开发多种云南特色植物功效，2022年公司研发人员占总员工数的比例高达12.81%，丸美股份的研发人员数量占比8.77%，创建眼部肌肤研究中心（丸美5C中心），并且聘请日本研发高管，将日本护肤技术和中国女性护肤需求对接，助力品牌发展。

图表33：2016年-2023H1主要化妆品公司研发费用率

集团	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
欧莱雅	3.29 %	3.37 %	3.39 %	3.30 %	3.45 %	3.19 %	2.98 %	3.03 %
资生堂	2.15 %	2.41 %	2.66 %	2.80 %	2.93 %	2.47 %	2.50 %	3.76 %
爱茉莉	1.50 %	1.55 %	1.60 %	1.57 %	1.85 %	1.98 %	2.19 %	
雅诗兰黛	1.70 %	1.51 %	1.32 %	1.36 %	1.60 %	1.50 %	1.73 %	
贝泰妮	-	3.62 %	3.71 %	2.78 %	2.41 %	2.81 %	5.08 %	4.60 %
丸美股份	2.05 %	2.09 %	2.15 %	2.49 %	2.87 %	2.83 %	3.06 %	2.74 %
上海家化	2.34 %	2.48 %	2.09 %	2.27 %	2.05 %	2.13 %	2.25 %	2.14 %
珀莱雅	2.92 %	2.29 %	2.17 %	2.39 %	1.92 %	1.65 %	2.00 %	2.52 %


资料来源：iFinD、公司公告、

(1) 产品：从消费者角度出发，打造产品差异化。互联网红利见顶，此前的渠道驱动出现疲软，以淘系为代表的传统电商平台销售额出现下滑，国内头部品牌商要想破局获取更多的流量，则要从产品切入，打造产品差异化。不同于以往的是，由于普通护肤品赛道竞争激烈，因此近年来不断有化妆品企业顺应消费者需求，提升研发投入，入局功效性护肤品赛道，例如抗衰、舒缓敏感肌、医美术后修复补水等，通过功效性护肤品的核心成分打造产品的差异化。据沙利文数据显示，中国功能性护肤品赛道近年来发展迅猛，2017-2021年市场规模从133亿元增长至308亿元，CAGR达到23.4%。功能性护肤品主要可分为以下三类：1) 皮肤学级：代表产品有薇诺娜的舒敏保湿特护霜、理肤泉和雅漾的补水喷雾等；2) 强功效性护肤品：代表产品有The ordinary的精华溶液、珀莱雅的双抗精华和红宝石精华、雅诗兰黛小棕瓶、丸美小红笔眼霜等；3) 医美级械字号产品：代表产品有创福康医用胶原蛋白敷料、敷尔佳的白膜和黑膜等。

(2) 战略：推行大单品战略，提高销量和复购率。国内化妆品龙头公司贝泰妮、珀莱雅积极推行大单品战略，通过产品的纵向迭代（产品不断升级）+横向拓展（核心成分向其他品类扩张）扩充大单品矩阵，从而提升产品的连带销售和复购率，有效地留存客群，并进一步强化品牌。另外，大单品多为眼霜、面霜、精华等高毛利品类，推行大单品战略有助于提升公司的利润水平。

图表34：功能性护肤品重点品牌科技成分

功效类型	品牌	产品	主要科技成分	功效	产品图示
皮肤学级护肤品	理肤泉	理肤泉补水喷雾	100% 天然益生精粹温泉水	补水	
	雅漾	雅漾保湿喷雾	法国圣奥迪尔泉水	补水	
	薇诺娜	舒敏保湿特护霜	马齿苋精粹、多分子透明质酸钠、青刺果油、β-葡聚糖&牛油果树果脂、10 VC、20果酸	舒缓、保湿	
		舒缓保湿特护精华液	青刺果 PRO、丹参根精粹、释迦果精粹、马齿苋精粹		
	玉泽	玉泽皮肤屏障修护保湿面霜	植物仿生脂质技术，四种植物油脂（牛油果树果脂、霍霍巴籽油、油橄榄果油、向日葵籽油）科学配比	修护、保湿	

强功效性护肤品	珀莱雅	红宝石精华 2.0	20% 六胜肽-1 溶液+超分子维 A 醇		
		红宝石面霜 3.0	双环肽+5 重信号肽胶原助推器（水飞蓟素） 重组III型人源化胶原蛋白	抗衰、保湿	
		源力精华 2.0	BMs-Tech Pro 肌源锁扣科技+Pro ECM 协同乳清蛋白+3 重神经酰胺质体+异槲皮素	抗衰、修复	
		双抗精华 3.0	双抗成分 NOX-AGE;抗氧：99.9%高浓麦角硫因 Max、EUK-134、LIPOCHROMAN molecule、虾青素;抗糖：脱羧肌肽、Collrepair、合欢树皮提取物	抗衰（抗糖、抗氧）、保湿	
	丸美	小红笔眼霜 2.0	25% 定制胜肽（包括 Erasin0003、寡肽-1、棕榈酰五肽-4、乙酰基六肽-8、乙酰基四肽-5、芋螺肽）、重组 I 型&III型胶原、黑洛西&眼力士、白池花籽油+Mcbiome+2-α-甘油葡糖苷+藏红花提取物	抗衰、保湿	
	雅诗兰黛	第七代小棕瓶精华	律波肽、二裂酵母、透明质酸、维生素 E	抗衰、保湿	
		第五代小棕瓶眼霜	律波肽、猴面包树籽提取物、二裂酵母+酵母精粹、维生素 E		
	欧莱雅	补水抗皱眼霜 2.0	浓缩玻色因 PRO、孚玻因、玻尿酸、类蛇毒胜肽、咖啡因、红茶酵母	抗衰、补水	
	医美术后修复（敷料/修复贴）	创福康	创福康医用胶原敷料	活性胶原蛋白	修复、补水
		可复美	可复美重组胶原蛋白敷料	重组 I 型人源化胶原蛋白原液	修复、补水
敷尔佳		敷尔佳白膜	透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940	修复、补水	
	敷尔佳黑膜	透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940			

资料来源：天猫旗舰店、

3.2.1 国潮崛起·Z世代对国货新锐美妆品牌接受度提高

国货化妆品品牌份额提升·Z世代对国货美妆品牌接受度提高。根据Euromonitor的数据显示，在中国化妆品市场前20品牌份额中，国货品牌占据5个，分别为百雀羚、自然堂、薇诺娜、珀莱雅、云南白药。从2013-2022年十年间，这5个国货品牌市占率均有所提升，其中，薇诺娜市占率从0.0% 提升至1.4%，一路赶超多个国际品牌，百雀羚从0.9% 提升至1.9%，珀莱雅从0.7% 提升至1.3%。国货品牌凭借灵活的营销手段、翻的产品设计、升级的产品质量、性价比等赢得国内消费者的青睐。此外，国潮崛起背景下，Z世代对于国货品牌的认可度和接受度更高，这也为国货新锐品牌的发展创造了良好的机遇。根据《2022抖音电商新锐美妆品牌白皮书》显示，抖音上18-25岁的美妆兴趣用户对于国内新锐品牌的偏好比例为23.0%，远高于国外新锐品牌。

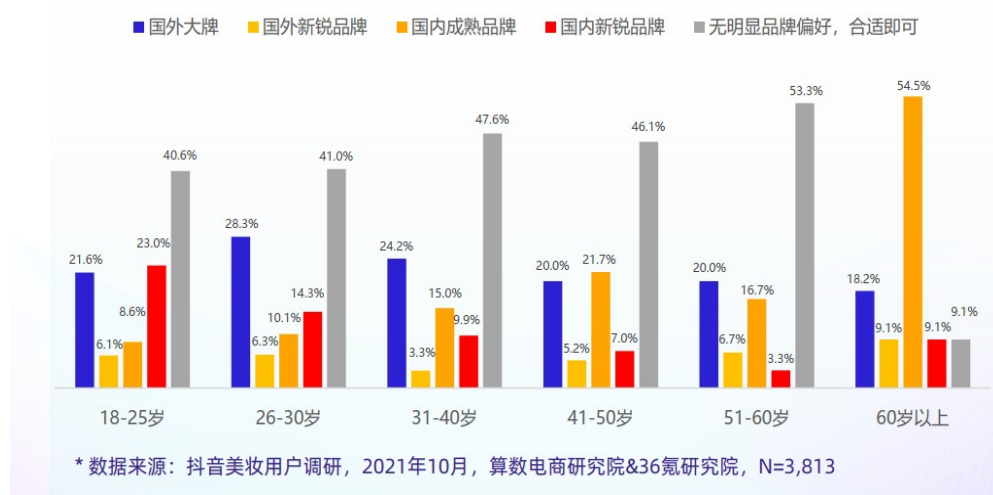
图表35：中国化妆品市场TOP20品牌份额（单位：%）

品牌名称	所属公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	变化 (pct)
欧莱雅	欧莱雅	4.9	4.6	4.3	4.0	3.6	3.6	3.6	3.9	3.9	4.2	-0.7

兰蔻	欧莱雅	1.5	1.5	1.5	1.5	1.8	2.1	2.7	3.2	3.5	3.8	2.3
雅诗兰黛	雅诗兰黛	1.1	1.1	1.2	1.1	1.4	1.7	2.1	2.6	2.8	2.7	1.6
Olay	宝洁	3.0	2.7	2.3	1.9	1.7	1.8	1.9	1.8	1.7	1.9	-1.1
百雀羚	上海百雀羚	0.9	1.3	1.8	2.0	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9	1.0
海飞丝	宝洁	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	-1.2
自然堂	伽蓝集团	-	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	0.3
迪奥	LVMH	0.7	0.7	0.7	0.8	1.1	1.4	1.5	1.5	1.6	1.4	0.7
薇诺娜	贝泰妮	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	1.4	1.4
珀莱雅	珀莱雅	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.3	0.6
云南白药	云南白药	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	0.3
海蓝之谜	雅诗兰黛	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	1.0	1.2	1.2	1.1
SK-II	宝洁	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	0.9
潘婷	宝洁	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	-0.2
Darlie	高露洁棕榄	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1	-0.1
舒肤佳	宝洁	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	-0.2
香奈儿	香奈儿	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	0.3
飘柔	宝洁	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	-1.0
资生堂	资生堂	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	0.7
YSL	欧莱雅	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4	0.6	0.6	0.7	0.9	0.9

资料来源：Euromonitor、

图表36：抖音上不同年龄美妆兴趣用户的美妆品牌偏好



资料来源：《2022抖音电商新锐美妆品牌白皮书》、算数电商研究院&36氪研究院、

3.2.1 政策趋严促使行业规范化·合规龙头受益

多项法规密集发布，监管趋严促行业进一步规范化，利好强研发、强管理的合规头部企业。2021年1月1日，国务院发布的《化妆品监督管理条例》新规正式实施，随后，国家市场监督管理总局与国家药品监督管理局相继发布多条配套法规的重点包括：

①原料与产品方面：a.分类：按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理；b.注册/备案管理：特殊化妆品、风险程度较高的化妆品新原料实行注册管理，普通化

妆品、其他化妆品新原料实行备案管理；**c.功效宣称**：化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。

②生产经营方面：**a.生产**：从事化妆品生产活动，应当向所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门提出申请；委托加工的，则受托生产化妆品的企业对生产活动负责；**b.管理制度**：化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当建立化妆品生产质量管理体系。

③监督管理：a. 国家建立不良反应检测制度；b. 监管部门建立化妆品生产经营者信用档案。我们认为，对于头部化妆品企业而言，其自身具备条件，可完成注册备案以及功效宣称测评，相应成本减轻，且原料与产品的合规性强、原有的生产流程和管理规范，受条例影响的程度低；而对于中小企业而言，条例的发布或将带来注册备案、功效宣称测评、建立规范化的管理和生产制度等方面的成本与时间压力，利好强研发、强管理的合规龙头企业。

图表37：化妆品行业法规密集发布

最新化妆品相关政策文件梳理		
政策类别	重点要求	政策文件
原料与产品	<p>1、国家按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理。化妆品分为特殊化妆品（用于染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品以及宣称新功效的化妆品）和普通化妆品，化妆品原料分为新原料（在我国境内首次使用于化妆品的天然或者人工原料）和已使用的原料。</p> <p>2、化妆品应当按照《化妆品分类规则和分类目录》所附的功效宣称、作用部位、使用人群、产品剂型和使用方法的分类目录依次选择对应序号，各组目录编码之间用“-”进行连接，形成完整的产品分类编码。</p> <p>3、化妆品注册人、备案人不得生产、进口产品配方中使用了《化妆品禁用原料目录》《化妆品禁用植（动）物原料目录》规定的禁用原料的化妆品。</p>	<p>化妆品注册备案管理办法</p> <p>化妆品新原料注册备案资料管理规定</p> <p>化妆品注册备案资料管理规定</p> <p>关于做好新旧化妆品注册备案信息管理平台衔接有关工作事项的通知</p>
	<p>1、国家对特殊化妆品（用于染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品以及宣称新功效的化妆品）实行注册管理，对普通化妆品实行备案管理；</p> <p>2、国家对风险程度较高的化妆品新原料（具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能）实行注册管理，对其他化妆品新原料实行备案管理。</p>	<p>化妆品分类规则和分类目录</p> <p>关于更新化妆品禁用原料目录的公告</p> <p>已使用化妆品原料目录（2021年版）</p>
宣称与评估	<p>1、化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。</p> <p>2、化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案前，必须依据《技术导则》的要求开展化妆品安全评估，提交产品安全评估资料。</p>	<p>化妆品功效宣称评价规范</p> <p>化妆品安全评估技术导则（2021年版）</p>
生产经营	<p>确保化妆品的最小销售单元有标签，标签应当符合相关法律、行政法规、强制性国家标准，标签内容真实、完整、准确，儿童化妆品按规定标注儿童化妆品标志。</p>	<p>化妆品标签管理办法</p>
	<p>1、从事化妆品生产活动，应当向所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门提出申请，化妆品生产许可证有效期为5年；</p>	<p>关于发布儿童化妆品标志的公告</p>

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. book11
8. com/41
60022410
50010125](https://d.book118.com/416002241050010125)