

商业贸易

证券研究报告

2018年05月16日

扩大高品质内需，把握消费板块投资机会

政策再提“扩大内需”，直指长期经济结构转型

4月23日，中央政治局会议公报中强调“把加快调整结构和持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行”，这是自2014年以来中央政治局会议再次提及“持续扩大内需”，我们认为背后的重要意义深远，扩大内需既是短期的保持经济稳定的迫切目标，更是长期经济结构转型的必由之路。

从需求结构来看，消费的基础性作用在继续增强，最终消费支出对经济增长的贡献率，从2012年的51.8%逐渐上升至2017年的58.8%，其中2016年达到了64.6%；而2018Q1更是达到77.8%，高于资本形成总额的贡献率46.5ppts(国家统计局公告)。消费对经济的意义和价值凸显。

我们认为把调结构与扩内需结合，强调的是促进国内消费及服务行业的增长，而非刺激地产的老路，消费占GDP比重愈发提高，对GDP增长的贡献的重要性也在逐步提升。贸易冲突及全球经济的承压与弱复苏也导致了外需的不稳定，背后都预示着内需消费对中国经济发展的持续意义。在此背景下，我们认为未来政策将积极支持消费行业中的新产业、新模式和新业态的发展，且国内目前处在广泛的消费升级的大背景下，未来消费行业的重要配置价值有望继续提升。

投资标的

扩大内需消费是长期经济稳定、结构升级的必要条件，国内消费品及零售企业亦将积极受益，从消费升级、三四线城市消费迁移、服务消费等机会中崛起。建议重点关注与上述三个重点积极相关的细分行业及公司：

- 零售板块：王府井、永辉超市、天虹股份
- 金银珠宝：莱绅通灵、周大生、潮宏基
- 化妆品：上海家化、御家汇、珀莱雅
- 旅游：中国国旅、腾邦国际
- 教育：威创股份、盛通股份、凯文教育、开元股份

风险提示：中高端消费复苏及低线城市消费升级持续性有待验证；具体公司短期调整或带来业绩波动等。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业研究简报:整体优秀,内部分化:化妆品行业高景气度,百货盈利能力强化,继续关注龙头!》 2018-05-02
- 2 《商业贸易-行业专题研究:基于京东大数据推出的《2018大消费行业系列报告》》 2018-04-23
- 3 《商业贸易-行业点评:教育部出台民促法实施条例意见稿,教培机构分类管理》 2018-04-21



1、政策再提“扩大内需”，直指长期经济结构转型

4月23日，中央政治局会议公报中强调“把加快调整结构和持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行”，这是自2014年以来中央政治局会议再次提及“持续扩大内需”，我们认为背后的重要意义深远，扩大内需既是短期的保持经济稳定的迫切目标，更是长期经济结构转型的必由之路。

从需求结构来看，消费的基础性作用在继续增强，最终消费支出对经济增长的贡献率，从2012年的51.8%逐渐上升至2017年的58.8%，其中2016年达到了64.6%；而2018Q1更是达到77.8%，高于资本形成总额的贡献率46.5pcts(国家统计局公告)。消费对经济的意义和价值凸显。

我们认为把调结构与扩内需结合，强调的是促进国内消费及服务行业的增长，而非刺激地产的老路，消费占GDP比重愈发提高，对GDP增长的贡献的重要性也在逐步提升。贸易冲突及全球经济的承压与弱复苏也导致了外需的不稳定，背后都预示着内需消费对中国经济发展的持续意义。在此背景下，我们认为未来政策将积极支持消费行业中的新产业、新模式和新业态的发展，且国内目前处在广泛的消费升级的大背景下，未来消费行业的重要配置价值有望继续提升。

表 1：中央关于促消费的政策文件

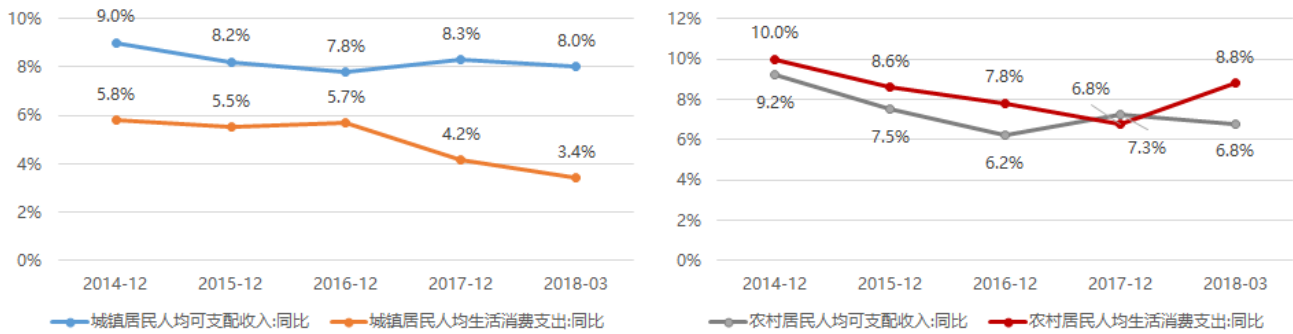
时间	部委	内容
2018/4/23	中央政治局会议	强调持续扩大内需
2018/4/2	商务部	关于深化战略合作推进农村流通现代化的通知
2017/11/27	国务院	关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见
2017/10/23	国务院	关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见
2017/7/21	国务院	关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见
2017/6/13	发改委	关于印发《服务业创新发展大纲（2017-2025）》的通知
2017/2/28	商务部	关于做好“十三五”时期消费促进工作的指导意见
2016/11/2	国务院	关于推动实体零售创新转型的意见
2015/11/19	国务院	关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见
2015/11/19	国务院	关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见

资料来源：商务部网站，天风证券研究所

2、扩大内需的动力：可支配收入保持增长、消费者信心提振

可支配收入的稳定上行是扩大内需的基石。我们认为政策鼓励内需增长的背后，是城镇及农村居民可支配收入的增长。相关数据显示，2016、2017年及18Q1城镇居民可支配收入分别同比增长7.8%、8.3%、8%，农村居民可支配收入分别同比增长6.2%、7.3%、6.8%，呈稳步向上趋势。而支出方面看，农村居民生活消费性支出增长更为强劲，其中增长最快的消费品类包括：医疗保健、教育、居住等方面。我们认为在此背景下，居民收入的稳定提升与代际切换下带来消费信贷的增加都有望促进内需的进一步扩大增长。

图 1：城镇及农村居民可支配收入、生活消费支出同比变化



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

消费者信心指数自 2016 年 4 月以来保持上行，2018 年 2 月消费者信心指数达到 124，是 1993 年 9 月以来的最高值。消费信心的提振背后是人均 GDP 与居民可支配收入的良性增长所共同带来的。目前来看，我们认为消费者信心仍然将保持相对稳定乐观，因而消费行业或将保持稳定上行。而在相关政策的进一步促进下，如免税促进境外消费回流等，都将有望带来消费的进一步增长及对经济稳定和调结构的贡献。

图 2：2016 年以来消费者信心指数保持上扬



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3、扩大内需三大重点

3.1、扩大内需的重点之一：消费升级

我们认为重点之一在于：品质消费亦或是消费升级，政策重点在于发展满足人民日益增长的品质化物质及文化需求的产业及模式。而目前来看，我们认为消费升级主要表现在：品类升级、品牌升级等方面。品类升级上，首先是颜值消费与单身消费等消费意识的崛起，其次包括小家电、智能硬件等商品的消费增加。例如根据京东金融大数据披露，与单身消费相关的宠物生活类目 2018 年以来连续 4 个月保持所有行业增长前三名。

表 2：社零数据显示化妆品消费等升级类商品增速最快

	限额以上 商品零售	粮 油、食 品类	服装鞋帽、 针纺织品	化妆品	金银珠宝	日用品	家电和音 象器材	家具	通讯器材
17年1-2月	6.8%	9.7%	6.1%	10.6%	8.2%	9.2%	5.6%	11.8%	10.7%
2017年3月	10.1%	12.0%	6.4%	8.7%	7.2%	7.1%	12.4%	13.8%	11.6%
2017年4月	9.3%	12.6%	10.0%	7.7%	7.5%	8.0%	10.2%	13.9%	6.1%
2017年5月	9.2%	14.4%	8.0%	12.9%	9.6%	8.7%	13.6%	13.5%	1.9%
2017年6月	10.2%	10.9%	7.3%	17.0%	6.3%	11.2%	13.3%	14.8%	18.5%
2017年7月	8.6%	10.7%	6.4%	12.7%	2.6%	7.1%	13.1%	12.4%	7.9%
2017年8月	7.5%	8.5%	8.9%	14.7%	6.4%	7.0%	8.4%	11.3%	12.2%
2017年9月	7.9%	8.0%	6.2%	13.4%	5.3%	7.8%	6.8%	15.5%	3.8%
2017年10月	7.3%	10.1%	8.0%	16.1%	2.5%	7.4%	5.4%	10.0%	2.1%
2017年11月	6.7%	7.5%	9.5%	21.4%	4.4%	7.9%	8.4%	11.9%	33.9%
2017年12月	2.6%	9.7%	9.7%	13.8%	0.4%	5.4%	8.7%	12.5%	13.4%
18年1-2月	8.4%	9.7%	7.7%	12.5%	3.0%	10.1%	9.2%	8.5%	10.7%
2018年3月	9.0%	11.2%	14.8%	22.7%	20.4%	16.9%	15.4%	10.9%	1.6%
2018年4月	7.8%	8.0%	9.2%	15.1%	5.9%	12.0%	6.7%	8.1%	10.8%

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

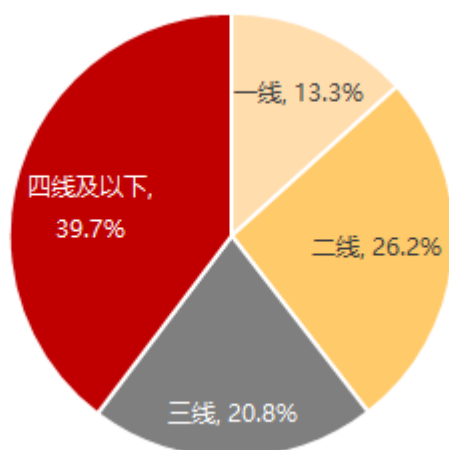
颜值经济消费方面，4月社零数据显示化妆品延续高景气度，4月限额以上零售规模 196 亿，+15.1% YoY，1-4月累计同比+15.9%，连续 12 个月保持双位数增长。

3.2、扩大内需的重点之二：由一二线向三四线延伸

近年来经济发展、人口回流、棚改货币化等对三四线城市消费增长的贡献动能较大，城市化进程的下半场在于如何发挥消费的协同效应与贡献动能。三四线城市的消费增长对经济发展至关重要。

低线城市线上消费人数占比提升趋势显著。从移动网民的分布上看，三四线及以下城市的网民占比合计 60.5%，新晋 MAU 超亿人的电商拼多多数据显示，其低线城市用户占比已提升至 64.7%。越来越多的低线城市居民开始接触网络，进行更大范围的商品和内容消费。从潜力上看，我们认为由于房地产价格的相对较低，使得低线城市居民的实际可支配收入（剔除房贷或租金）的占比相对较高，因此，三四线城市消费升级将成为长期重点之一。

图 3：全体移动网民的城市分布（2018.1）



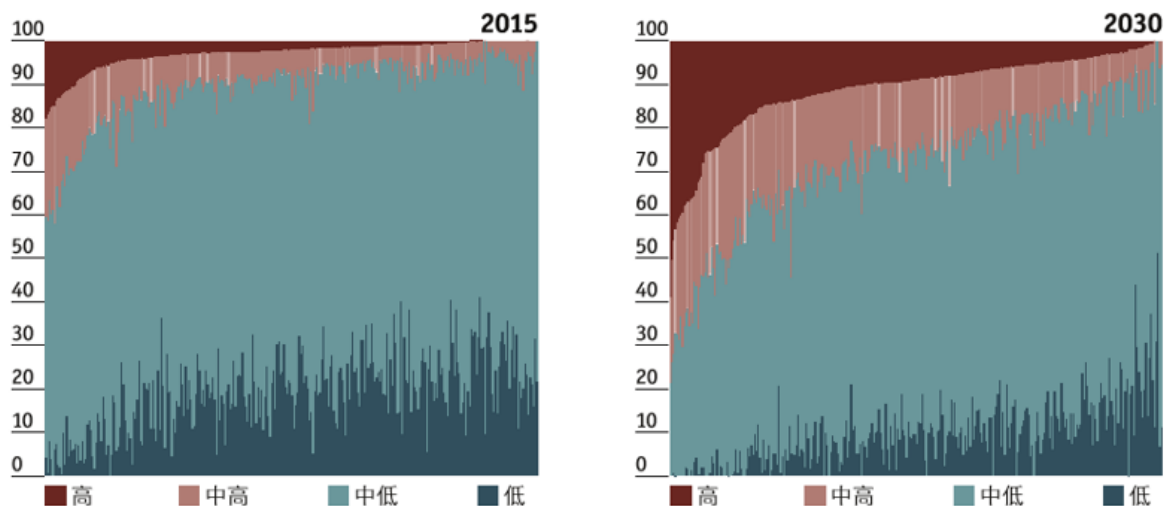
资料来源：Questmobile，天风证券研究所

根据经济学人智库预测，到 2030 年中国地方资源不平衡的现象将得到有效缓解，工业与就业的转移将带来低线城市经济与居民收入的增长。其针对 286 个地级市的统计分析显示，到 2030 年，地级市的居民人口中，高收入的比例将大幅增加，地级市中的富裕城市将越来越多，中高收入人群的分布将保持扩大。三四线城市消费升级将成为消费增长的重点。

图 4：经济学人预测地级市可支配收入分布

2015年和2030年地级市人均可支配收入的分配情况

(占总人口的百分比，经灰色收入调整后，2015年不变价)



注：数据集包括286个地级市的相关数据。

数据来源：经济学人智库。

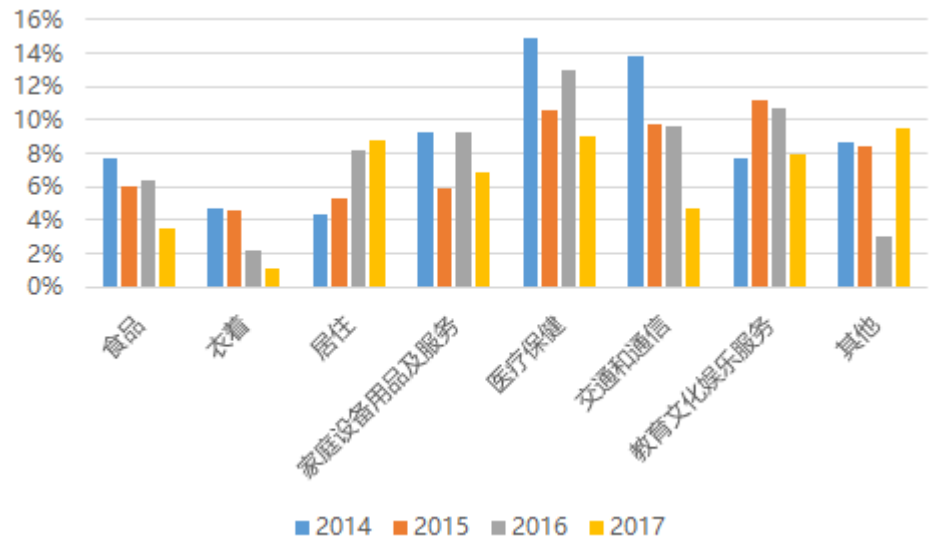
资料来源：The Economist，天风证券研究所

3.3、扩大内需的重点之三：从商品消费到服务消费

近年来我国消费结构发生一定变化，由传统的生活必需品的商品消费转而关注服务类消费。从成长居民支出结构看，医疗包括、教育文化娱乐等服务消费比重不断攀升。这与我

们代际切换和物质消费向精神消费等转变相关，也代表着长期的未来趋势。我们从日本上世纪 90 年代后的居民家庭消费结构中也看到更加明显的趋势。从商品消费到服务消费，我们认为未来在服务消费的各子行业中也将会逐步诞生出更多全国性的连锁企业，持续保证品质消费。

图 5：城镇居民消费支出分项目增长情况



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

3.4、投资标的

扩大内需消费是长期经济稳定、结构升级的必要条件，国内消费品及零售企业亦将积极受益，从消费升级、三四线城市消费迁移、服务消费等机会中崛起。建议重点关注与上述三个重点积极相关的细分行业及公司：

- 零售板块：王府井、永辉超市、天虹股份
- 金银珠宝：莱绅通灵、周大生、潮宏基
- 化妆品：上海家化、御家汇、珀莱雅
- 旅游：中国国旅、腾邦国际
- 教育：威创股份、盛通股份、凯文教育、开元股份

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com