



批发零售业

2018.09.04

日、美、中消费变迁的启示

——消费变迁系列之三

	瞿猛 (分析师)	李梓语 (研究助理)	陈彦辛 (分析师)
	021-38676442	021-38032691	021-38676430
	zimeng@gtjas.com	liziyu@gtjas.com	Chenyaxin@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880117090058	S0880517070001

本报告导读:

中国消费从温饱消费逐渐向品牌消费、品质消费过渡升级,消费变迁背后的业态升级与供应链优化,品质化与个人化消费逐步凸显,国产品牌迎来崛起时机。

摘要:

- **投资建议:** 近 30 年来中国从温饱消费逐渐向品牌消费、品质消费过渡升级,消费业态经历了从最初的百货、大型超市到电商再到生鲜超市、精品电商等新业态的演变,从需求端来看消费者对品牌、品质、设计等因素的关注度持续提升,从供给端来看消费变迁背后带来的是业态效率的提升与供应链优化重塑。从长期来看,居民追求消费品质的升级趋势明确,消费各行业先后经历或正在经历品牌从无到有、从外资到国产、从弱变强的变革,国产品牌走上顺势崛起之路,消费将成为引领中国未来发展的强动力之一。1) 化妆品行业建议增持: 珀莱雅、上海家化、拉芳家化等,受益标的: 御家汇等; 2) 超市行业建议增持: 永辉超市、家家悦等; 3) 电商行业建议增持: 苏宁易购、跨境通等; 4) 百货行业建议增持: 王府井、天虹股份、重庆百货、百联股份等; 5) 珠宝行业建议增持: 莱绅通灵等,受益标的: 周大生。海外受益标的: 阿里巴巴、京东、小米集团、拼多多等。
- **日本消费偏好先后经历大众-个性-理性-简约四大阶段。**20 世纪 60 年代经济发展带动家电、汽车等行业快速崛起,随着高端消费复苏,家居、生鲜、服装、珠宝、化妆品、手机等行业快速发展。早先日本业态以百货为主,大众消费时期超市行业开始快速发展,至今仍在日本零售业态中占据最高销售额,1970-1990 年间,便利店快速发展,7-11、Family Mart 等实现全球布局,1990 年代高度细分的专门店兴起,21 世纪以来,多业态并存、网购快速发展。
- **美国消费经历大众消费主导-品质化消费崛起-理性消费意识复苏三个阶段。**1970 年代末-80 年代经济复苏后众多品类集中成长,房地产快速发展带动家居、家电与汽车等周期品快速发展,随着收入的增长和对品质化产品的需求扩大,珠宝在同期增长明显。随着美国经济发展及消费偏好的变化,百货、超市、购物中心为早期业态,从 90 年代起以平价百货和奥特莱斯为代表的折扣店迎来了快速发展的春天,随后网络零售时代也迎来风口,对实体零售形成了分流。
- **中国消费变迁机遇。**我国消费经历了从温饱消费、个人消费、品牌消费的变化,目前已经形成了一二线城市回归理性简约、三四线城市消费升级的大趋势。20 世纪 80 年代居民消费以衣食为主,家庭消费主要以大家电为主,后期房地产带动家居、家电等周期产品快速发展升级,2010 年后经济发展促进消费升级,珠宝、美妆、生鲜等逐渐崛起。我国早期业态以百货、超市为主,后期百货购物中心化趋势显著; 21 世纪初电商快速崛起冲击线下,实现了从 C2C 到 B2C 的品质升级; 2017 年线上线下融合开启新零售时代,精品电商、生鲜餐饮等新业态快速涌现。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

日用批零售业 **增持**

相关报告

批发零售业:《必需消费价值凸显,国货品牌加速崛起》

2018.09.02

批发零售业:《社交电商:模式创新百舸争流》

2018.08.12

批发零售业:《低价精选筑护城河,会员体系成盈利点》

2018.08.05

批发零售业:《剖析拼多多的崛起之路》

2018.07.23

批发零售业:《解密名创优品和日本大创的杂货龙头之道》

2018.07.15

批发零售业:《从日本消费及业态变迁看中国消费机遇》

2017.06.26

批发零售业:《从美国百年消费变迁看中国消费机遇》

2017.09.25

目 录

序 4

第一章. 他山之石日本篇：日本消费变迁回顾	5
1. 日本：经济发展兴衰轮回，老龄化现象突出.....	6
2. 日本消费偏好变迁四部曲：大众-个性-理性-简约.....	9
2.1. 1960-1973年：以家庭为单位的大众消费.....	11
2.2. 1974-1990年：消费个性化、高端化、品牌化.....	12
2.3. 1991-2008年：回归理性，脱物质化.....	13
2.4. 2009年至今：消费返璞归真，极简主义盛行.....	15
3. 日本消费品类变化：八大行业错峰崛起，不同品类各领风骚.....	16
3.1. 房地产快速发展带动相关周期行业爆发.....	17
3.1.1. 家电：1960年代末-1970年代初迅速普及.....	18
3.1.2. 家居：1980年代地产价格飙升带动家居行业高速增长....	19
3.1.3. 汽车：1966-1975年快速发展。.....	20
3.2. 非周期行业精彩纷呈.....	20
3.2.1. 生鲜产品：1960-1980年代成长较快.....	20
3.2.2. 服装：1980年代快速发展.....	24
3.2.3. 珠宝：1980年代迅速发展.....	24
3.2.4. 化妆品：1980年代高速增长.....	25
3.2.5. 手机：1990年代中期高速增长.....	25
4. 日本零售业态：百货、超市、便利店、专门店依次成长.....	26
4.1. 百货：日本流通革命先驱，1920年代快速扩张.....	27
4.2. 超市：1950年代兴起，当前销售额最高的零售业态.....	29
4.3. 便利店：1970年代兴起，寡头垄断格局显著.....	30
4.4. 专门店：1990年代初发展迅速，细分程度创世界之最.....	32
4.5. 日本零售业态新变化：合并扩大，业态融合.....	33
5. 展望未来日本消费趋势：消费春暖花开，简约仍是主流.....	33
第二章. 他山之石之美国篇：美国消费变迁回顾	34
1. 美国：经济增长+人口利好，双轮驱动消费发展.....	35
2. 美国消费行为变迁：大众消费-品质化消费-理性消费.....	38
2.1. 大众消费主义主导（1920-1960年代）.....	39
2.2. 品质化消费崛起（70年代末-80年代）.....	40
2.3. 理性消费意识复苏（20世纪90年代以后）.....	41
3. 美国消费品类变化：周期性消费品与“房”共舞，非周期性消费品 相继迸发 43	
3.1. 房地产快速发展带动相关周期性消费品爆发.....	44
3.1.1. 家电：60-70年代步入寻常百姓家.....	45
3.1.2. 家居：70-80年代迎来历史发展高峰.....	46
3.2. 非周期性消费品随消费时代变迁错落成长.....	47
3.2.1. 服装：20年代时装崛起，70年代休闲至上.....	47
3.2.1. 汽车：20年代快速普及，80年代需求升级.....	48
3.2.2. 珠宝：1970年开始步入高速发展通道.....	49
3.2.3. 手机：21世纪以来迎来两次发展春天.....	49
3.2.4. 化妆品：行业监管日趋完善，市场规模稳步提升.....	50

4. 美国零售业态变迁：百货、超市、购物中心、折价商店先后主导	51
4.1. 20 世纪初-30 年代：百货商店和连锁店先后掀起零售浪潮	52
4.2. 1940-1960 年代：超市快速扩张，领跑美国零售业	53
4.3. 1970-1980 年代：美国购物中心发展的“黄金时代”	53
4.4. 1980 年代末至今：仓储会员店和大型超市快速发展	54
4.5. 90 年代至今：以平价百货和奥特莱斯为代表的折扣店崛起	55
4.6. 20 世纪末以来：网络零售强势分流	57
5. 展望未来美国消费趋势：消费回暖趋势延续，理性消费仍是主流	58

第三章. 探寻中国消费者的“DNA”

1. 中国消费品类变化：房地产带动家电、家居，其他品类	61
1.1. 1980s-1990s：衣食为本，健康升级	61
1.2. 1990s-2000s：家电 3C，技术升级	62
1.3. 2000s-2010s：安居置业，轿车入户	64
1.4. 2010s 后：黄金珠宝，钻石镶嵌	65
1.5. 2010s：美妆觉醒，快速发展	66
2. 中国零售业态变迁：百货、超市、电商，线上线下融合	69
2.1. 百货 20 世纪 90 年代快速发展，购物中心接棒崛起	69
2.2. 超市：1996-2005 年接棒，登上舞台	71
2.3. 2005-2013 年：电商与传统零售的不解之缘	73
2.4. 2010 年-2014 年：便利店的方便快捷	75
2.5. 2017-未来：新零售时代开启，新物种、新业态百花齐放	75
3. 中国消费行为变迁	78
3.1. 中国消费发展四阶段	78
3.1.1. 1990-2000s：唯价是从，温饱消费，以家庭为单位大量消费耐用消费品	78
3.1.2. 2000-2010s：家庭消费向个人消费转变，实务型消费者，初步形成品牌意识	78
3.1.3. 2010-2017s：个性化需求初步凸显，信息传播趋势裂变，初步从商品消费转向服务消费	79
3.1.4. 2018s：一二线城市消费逐渐趋于理性化，新兴消费阶层不断崛起，品牌消费逐渐向品质消费转变	80
3.2. 技术型 VS 品牌型消费：国货产品变革之路	80
4. 投资建议	84
5. 风险因素	85

序

经济发展驱动消费意识升级，消费行为持续变迁。20 世纪 90 年代前我国处于计划经济体制下，大量生活用品采取配额制，商品种类稀少，选择范围狭窄，消费者处于温饱消费时代。随着经济体制的改革和人均可支配收入提升，商品的销售与购买渠道开始变得多元化，但价格仍是决定消费者行为的主要因素，聚集低价商品的淘宝逐渐崛起。21 世纪初期消费升级之风渐起，消费者开始注重品牌，B2C 电商逐渐取代 C2C 电商成为消费主要选择之一。根据发达国家经验，随着经济进入发展新常态，居民消费逐渐由品牌消费向品质消费转变，消费行为逐渐回顾理性，目前我国一线城市已呈现出显著的理性品质消费趋势。

消费变迁背后的业态升级与供应链优化。从传统的百货、超市，到线上消费爆发，再到近两年的线上线下新零售新业态，消费业态不断进行重构，背后的核心均围绕消费体验提升与零售效率改进。中国长期的经济高速增长和居民收入的持续高增长，也导致了整个消费品行业狭长的供应链，电商是第一批打破传统供应链的企业，将商品直接对接消费者，小米、名创优品、网易严选等则是第二批以高性价比优化消费供应链的企业。

表：中国消费变迁回顾

	1980-2000	2000-2010	2011-2017	2018s
消费阶段	温饱消费	个人消费	品牌消费	品质消费
代表性事件	彩电、洗衣机、电冰箱 入户，百货满足消费需求	淘宝出现，快速崛起	京东、天猫快速崛起	小米、优衣库等品牌快速崛起，拼多多抢占低线市场
代表业态	百货	大型超市、淘宝等	B2C 电商、购物中心等	便利店、生鲜超市、精品电商、新零售业态等
人均 GDP	800 美元以下	800-3000 美元	5000-8000 美元	8000 美元以上
人均 GDP 增速	平均 9% 左右	10%-13%	10%	6%-7%
消费心理	满足生活需要，价格敏感	初步具有建立在价格考量上的品牌意识	注重品牌，面子消费	逐渐回归理性，追求个性化、品质化
广告营销方式	报纸广告	电视广告	网络营销	新媒体

三四线城市 一二线城市

数据来源：国泰君安证券研究

本文回顾了日本、美国多年消费变迁历史，在此基础上对我国近 30 年消费变迁进行了回顾，近 30 年来中国从温饱消费逐渐向品牌消费、品质消费过渡升级，消费业态经历了从最初的百货、大型超市到电商再到生鲜超市、精品电商等新业态的升级，从需求端来看我国消费者对品牌、品质、设计等因素的关注度持续提升，从供给端来看我国消费变迁背后带来的是业态效率的提升与供应链的优化重塑。长期来看，居民追求消费品质的升级趋势明确，消费各行业先后经历或正在经历品牌从无到有、从外资到国产、从弱变强的变革，国产品牌走上顺势崛起之路，消费将成为引领中国未来发展的强动力之一。1) 化妆品行业建议增持：珀莱

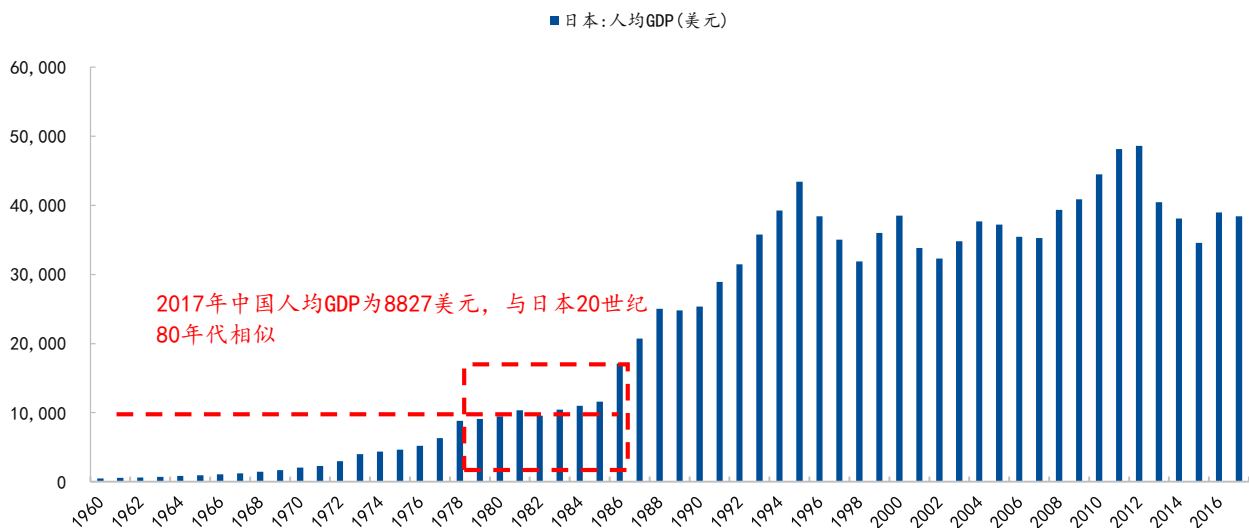
雅、上海家化、拉芳家化等，受益标的：御家汇等；2) 超市行业建议增持：永辉超市、家家悦等；3) 电商行业建议增持：苏宁易购、跨境通等；4) 百货行业建议增持：王府井、天虹股份、重庆百货、百联股份等；5) 珠宝行业建议增持：莱绅通灵等，受益标的：周大生。海外受益标的：阿里巴巴、京东、小米集团、拼多多等。

第一章. 他山之石日本篇：日本消费变迁回顾

日本作为亚洲最发达的经济体，其消费及业态变迁对于中国有较大的借鉴意义。2017年中国人均GDP为8827美元，按人均GDP衡量，当前中国经济发展水平与1980年代的日本相似。因此通过对上世纪八十年代日本消费偏好、爆发行业、零售业态的变迁进行分析，可以在一定程度上预测中国消费发展趋势。

消费与经济相互影响相互促进。一方面，消费拉动经济发展，一般发达国家消费率水平较高，日本消费占GDP比重一直维持在50%-60%，消费是经济增长的核心驱动力。相比较而言，中国消费率较低，当前我国正在试图转变经济增长方式，通过拉动内需以维持经济高速增长，消费对经济增长的拉动作用有望逐步加强。另一方面，经济发展水平也会影响消费，一般而言，经济高速发展阶段，大众消费盛行，且经济发展到一定阶段后会面临消费升级，消费开始呈现高端化、品牌化趋势，而经济增速放缓甚至陷入停滞时，居民消费行为也会趋于回归理性。因此，消费与经济相互影响，不同经济发展阶段居民消费会呈现不同的偏好。

图 1：按人均 GDP 衡量，当前中国经济发展水平与 1980 年代日本相似

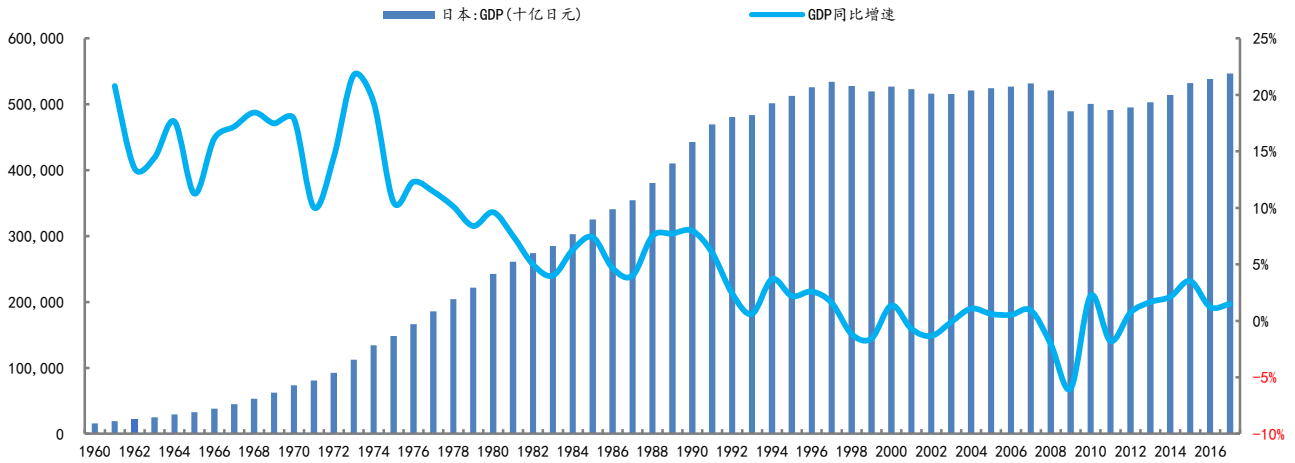


数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

1. 日本：经济发展兴衰轮回，老龄化现象突出

1960年至今，日本经济共经历4个阶段。从上世纪60年代至今日本经济共经历了四个阶段：1960-1973年为高速增长期，受益于“国民收入倍增计划”，GDP平均增速高达16.6%；1974-1990为换挡期，受“尼克松冲击”“石油危机”等影响，平均增速8.44%；1990年泡沫经济破灭后，日本陷入“失去的二十年”，GDP平均增速仅为0.53%，经济增长几乎停滞；2010年起日本经济恢复正增长，GDP平均增速爬升至1.36%，迈入缓慢复苏期。

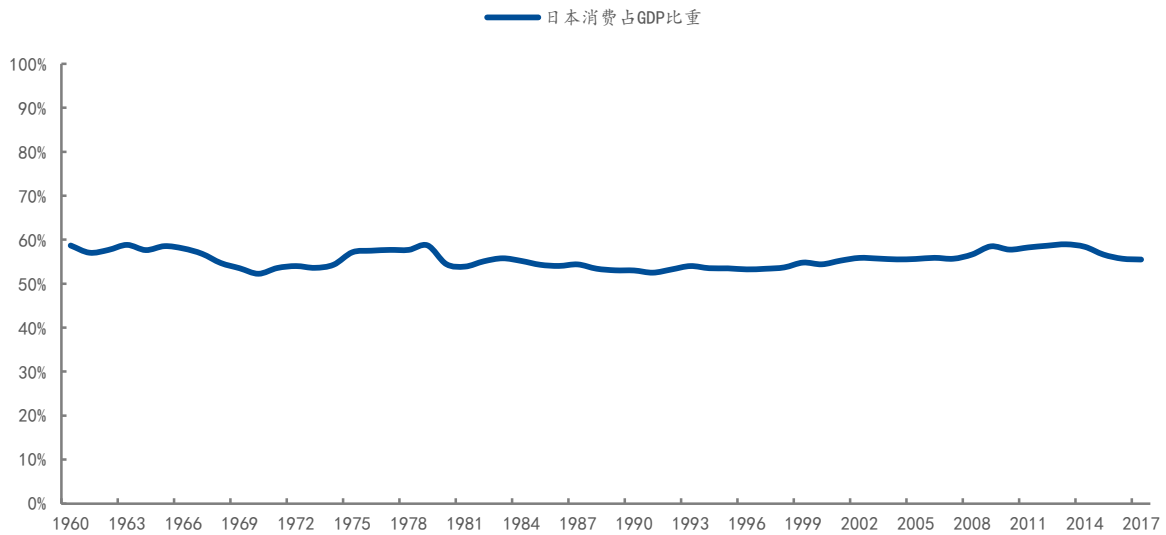
图 2：日本经济发展兴衰交替



数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

日本消费率稳定在 50%-60%，是经济增长的核心驱动力。自上世纪 60 年代以来，日本的消费率一直维持在 50%-60%，是拉动经济发展的核心驱动力。经济与消费双向促进，一方面，经济发展带动消费，经济发展水平影响消费偏好等；另一方面，消费增加拉动经济发展。日本经济与消费高度相关，在经济发展的四个阶段内，消费的发展与经济的兴衰高度相关。因此，经济对消费的影响不可忽视，研究日本消费时，必须考虑日本的经济发展历程。

图 3：日本消费占 GDP 比重稳定在 50%-60% 之间



数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

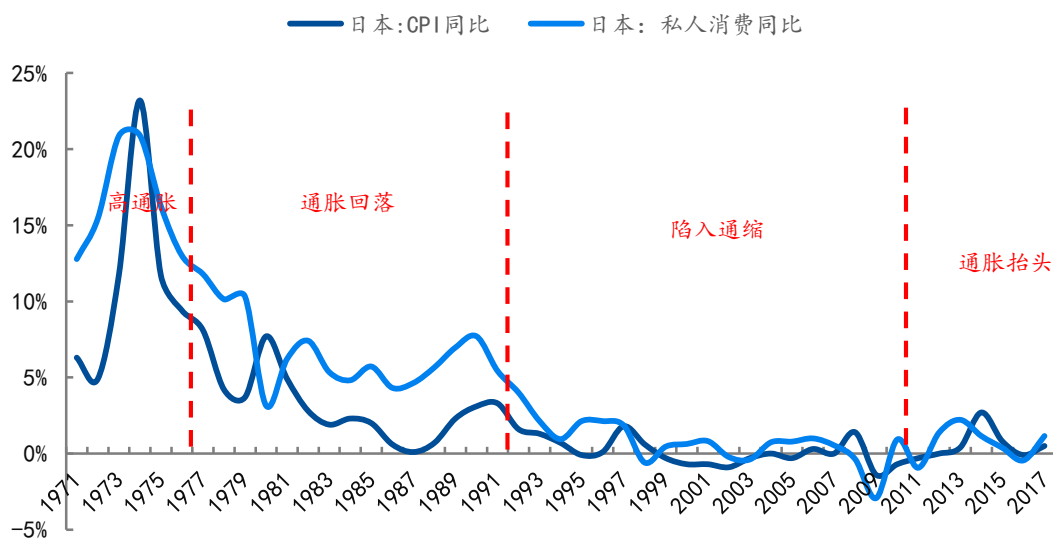
图 4：日本经济发展兴衰交替，经济增速与消费增速高度相关



数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

消费增速与价格走势基本一致，消费领先于CPI。1970年代消费开始高速增长，随后CPI走高，1960-1977年日本经历高通胀，平均CPI高达10.76%；经济换挡期消费增速回落，价格水平也开始回落；而在失去的20年里，消费增长几乎停滞，日本陷入通缩，平均CPI为负；2010年后消费开始回暖，CPI也有爬升的迹象。因此纵观日本经济史，消费增速与价格水平的走势基本保持一致，但一般CPI的变化会滞后于消费。

图 5：日本价格水平与消费水平走势基本一致，消费领先于CPI

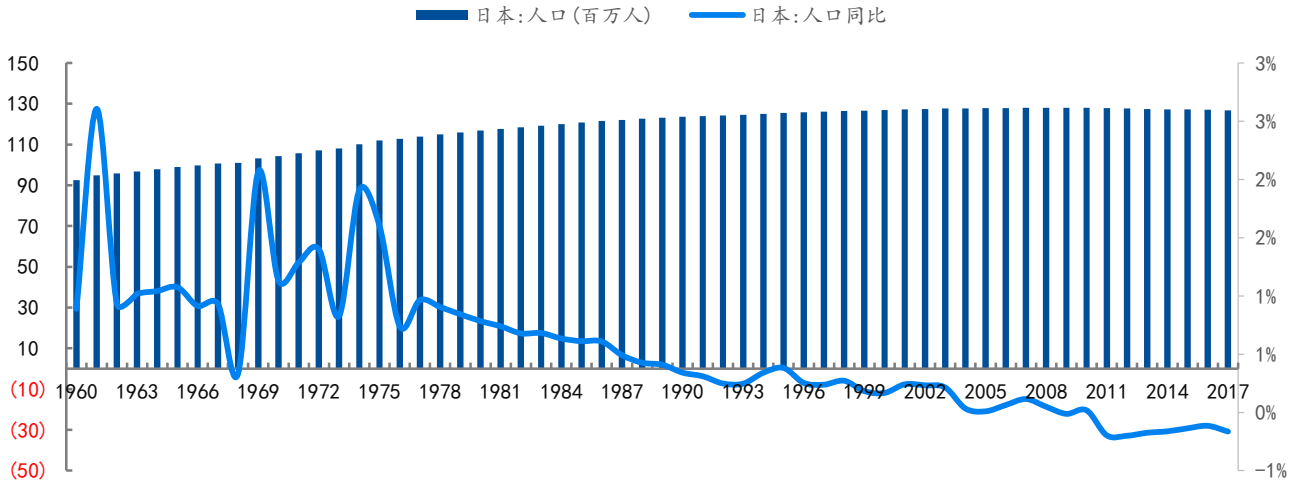


数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

人口增长由正转负，老龄化现象突出。根据索洛经济增长模型，人口是经济发展的重要要素之一。上世纪60年代至1976年，日本人口增速波动较大，但一直维持正增长，1977年开始人口增速一路下滑，2009年首次出现负增长。此外，日本老龄化现象突出，65岁及以上人口占比持续走高，2017年占比高达27.05%。老龄化现象严重带来诸如抚养负担

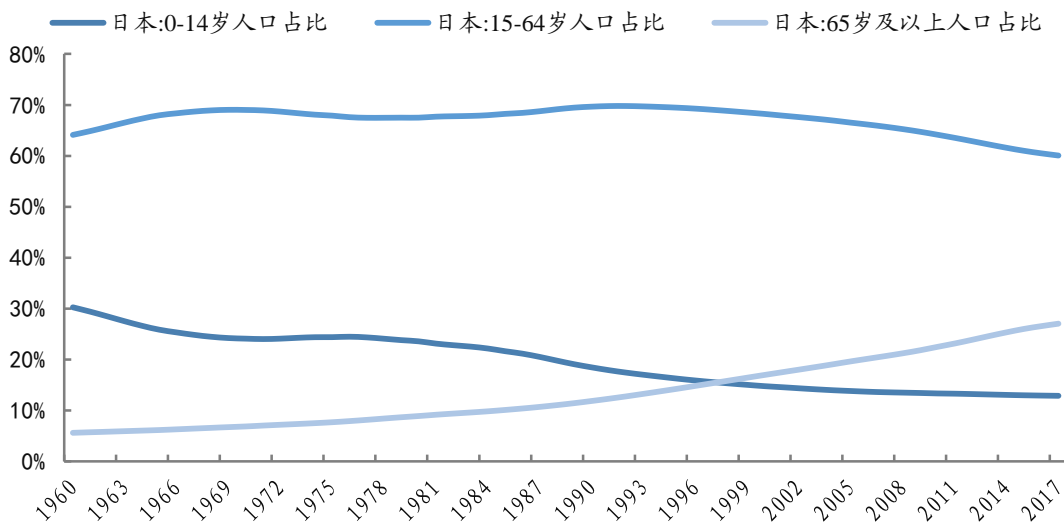
沉重、劳动力不足等系列问题，从而影响经济发展，此外人口年龄结构的变化也会对消费结构带来一定影响，如老龄化社会对医疗消费的需求明显增加。

图 6：日本人口由正增长转为负增长



数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

图 7：日本老龄化现象显著



数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

2. 日本消费偏好变迁四部曲：大众-个性-理性-简约

从上世纪 60 年代至今，日本国民消费偏好可以归纳为四个阶段。1960-1973 年是大众消费时代，这一阶段家电迅速普及，经济发展水平较低，人均 GDP 仅为 1475 美元；1974-1990 年消费开始升级，“新人类”一代更加追求消费个性化、高端化及品牌化，这一阶段日本经济经历高速发展后平均人均 GDP 高达 12395 美元；随后日本经济开始陷入失去的 20 年，消费回归理性，同时更注重精神消费，脱物质化现象突出；当前日本经济开始复苏，消费偏好也出现的新变化，随着 80、90 后成

为消费主力，消费开始返璞归真，更加追求简约、自然的消费。当前中国经济发展水平与日本第二阶段（1974-1990）相似，消费偏好也呈现个性化、高端化、品牌化趋势，消费升级显著，总结日本经济发展规律，中国消费偏好后续也可能向着理性、脱物质化、简约、自然等转变。

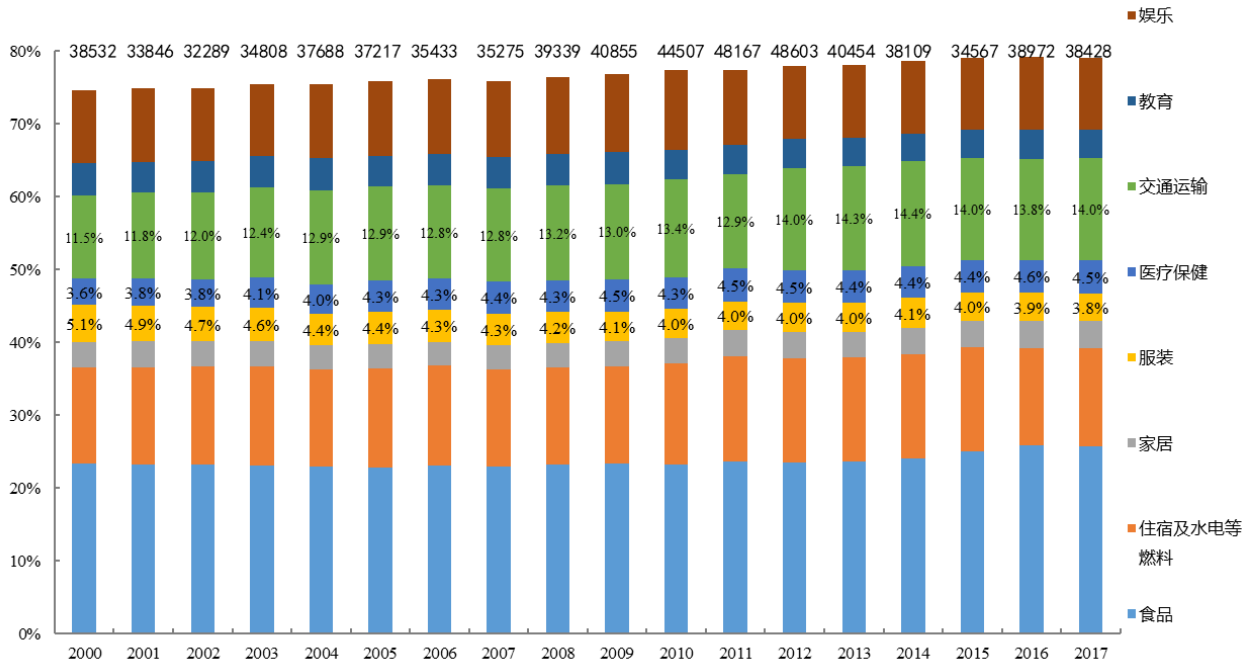
表 1:日本消费偏好转向个体化的第三消费时代（1975-2004 年）与当前中国比较相似

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	<ul style="list-style-type: none"> 日俄战争胜利开始至中日战争； 东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生； 	<ul style="list-style-type: none"> 战败、复兴、经济高度增长长期至石油危机； 大量生产、大量消费；全国一亿中产阶级化 	<ul style="list-style-type: none"> 石油危机到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革； 贫富差距拉大； 	<ul style="list-style-type: none"> 雷曼危机、两次大地震，经济长期不景气不稳定等导致收入减少； 人口减少导致消费缩小；
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%—2%	2%— 1.3%~1.4%	1.3-1.4%
老年化比率	5%	5%—6%	6%—20%	20%—30%
国民价值观	National 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	Family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	Individual 私有主义、重视个人	Social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 美式倾向	个性化多样化差别化 品牌倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素化、休闲化倾向 日本化、本土化倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 3C大家电商品	量变到质变 每家数辆私家车 个人化小家电商品	联系是核心 几人一辆 汽车、住宅共享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老族	所有年龄层、单一化的个人

数据来源：《第四消费时代》、国泰君安证券研究

日本人均 GDP 结构变化，服装支出占比下降，交通运输与医疗保健支出占比提升。近 20 年间，日本人均 GDP 在 32000-49000 美元之间徘徊，居民的支出结构也相对稳定，其中食品、住宿及水电等、家居、教育、娱乐支出占比分别在中枢 23.7%、13.7%、3.5%、4.1%、10.2% 附近窄幅震荡；服装类支出占比从 2000 年 5.1% 下降至 2017 年的 3.8%；而医疗保健和交通运输支出占比则分别从 2000 年的 3.6% 和 11.5% 上升至 2017 年的 4.5% 和 14.0%。

图 8:日本消费支出结构变化，交通运输与医疗保健支出占比提升



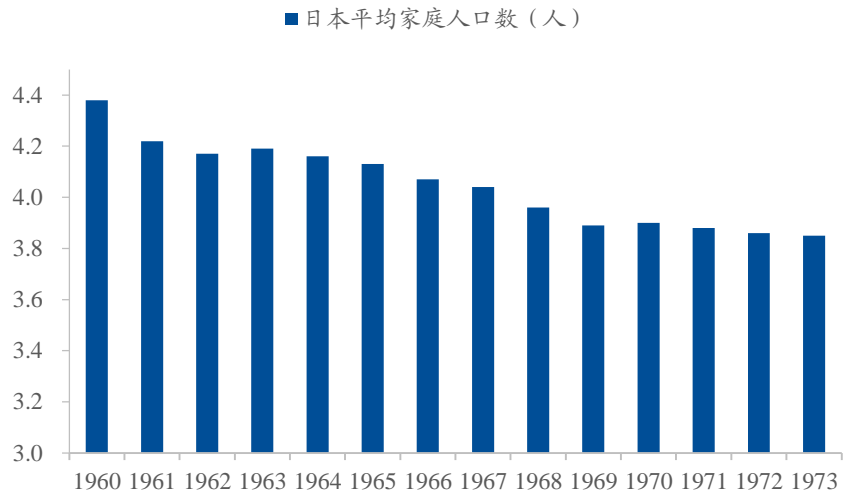
数据来源：日本统计局，世界银行，国泰君安证券研究（注：柱状图上方数字表示当年人均 GDP,美元）

2.1. 1960-1973 年：以家庭为单位的大众消费

经济高速发展，大量生产与大量消费相互促进。1960 年国民收入倍增计划发布，日本开始进入高速成长期，直到 1973 年世界石油危机爆发的近 20 年间，日本平均经济增速约 16.6%。这一阶段日本分别经历了“岩户景气”（60 年代汽车、家电兴起驱动经济发展）、“奥林匹克景气（1963 年夏季奥运会举办促进经济繁荣）”以及“伊奘诺景气”（发行建设国债 1965-1970 间持续繁荣），可以说是日本经济最辉煌的时期。经济发展使国民收入大幅提高，带动购买欲望。同时，日本积极引进国外先进技术，生产效率大幅提高，实现大量生产。大量生产与大量消费相互促进，引发第一次消费革命。

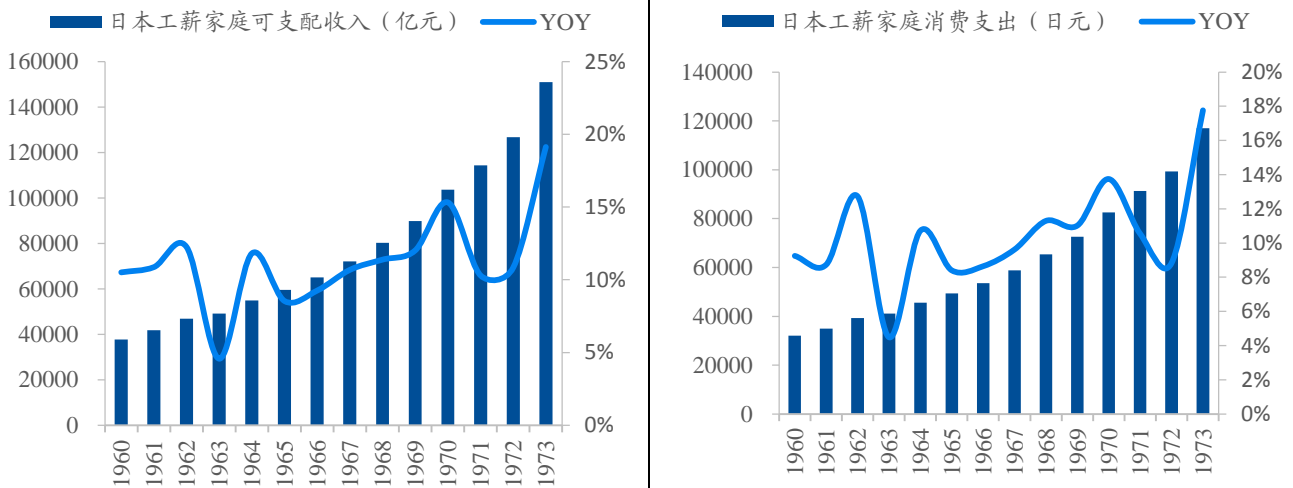
“核家族化”及家庭收入增加，促进以家庭为单位的消费。核家族是由夫妻二人或单亲家庭与未婚子女所组成的家庭。与二战前多世代数的家庭模式相比，这一阶段家庭人口下降显著，主要是因为随着经济发展及技术进步，女性开始从家庭中解放出来，不婚及不想育女性增多，从而使得家庭人口数量下降。与此同时，工薪家庭可支配收入由 1960 年的 3.77 万日元增至 1974 年的 18.78 万日元，CAGR 为 12.15%；随着家庭可支配收入的增加，消费支出也逐年上升，1960 年工薪家庭消费支出 3.21 万日元，1974 年已经增至 14.22 万日元，CAGR 为 11.21%。家庭人口数量下降及家庭收入增加使得当时社会主要是以家庭为单位进行消费的，很多商品一家一个即可满足需求。

图 9：日本工薪家庭平均家庭人口数量呈下降趋势



数据来源：日本总理府统计局，国泰君安证券研究

图 10: 日本工薪家庭可支配收入与消费支出持续增长



数据来源：日本总理府统计局，国泰君安证券研究

婴儿潮一代崛起，大众消费时代到来。1960-1973 年这一阶段，销售对象主要是人口众多的婴儿潮一代，人口基数大，年龄相仿，行为方式类同，因此日本国民消费欲求趋向统一。同时，家用电器等耐用消费品快速普及，某些以前只能被富裕阶层消费的商品开始走入普通家庭，阶层消费瓦解，大众消费时代已经到来。

2.2. 1974-1990 年：消费个性化、高端化、品牌化

经济增速回落，转折期来临。1974-1990 年这一阶段是日本经济的低速发展期，也被称为转折期或过渡期。受 1971 年“尼克松冲击”和 1973 年“石油危机”的影响，日本国内经济放缓、物价暴涨、失业率上升，经济增长放缓，甚至出现了抢购卫生纸等生活必需品的现象。1975 年日本政府解除金融紧缩政策，后续实施财政刺激政策，并推进产业结构转型，经济开始稳步回升，国内平均经济增速保持在 8.44%。

个性化消费崛起，从“消费”到“创费”。这一阶段消费由大众化转型

为个性化，个性因人而异，所以商品的设计、功能等变得多样化。1980年西武百货的广告“自己新发现”宣告了自我时代、个性时代的开始。1983年PARCO集团杂志《穿越》首提“创费者”这一概念，“人们为了创造自己的生活方式而消费，这就不是消费，而是创费”，并把商品分为四等级别，第三级别“差别化、表现自我的商品”彰显了当时社会个性化消费盛行。

表 2: 1983 年 PARCO 集团杂志《穿越》首提“创费者”这一概念

产品	产品类型	具体产品
第一级别	生存所需的必要商品	衣、食、住
第二级别	参与社会生活所需的必要商品	收音机、电视机、车等
第三级别	差别化、表现自我的商品	流行、名牌、皮草等
第四级别	自我启蒙及充实内心的商品	兴趣、读书、艺术等

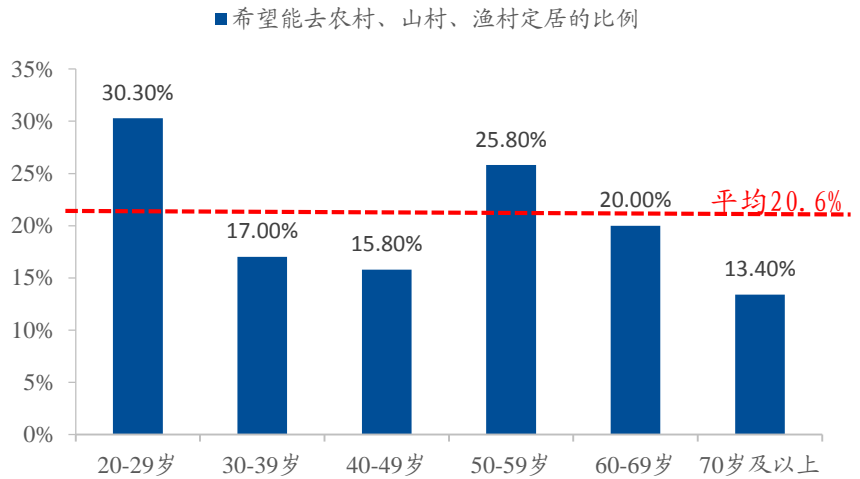
数据来源：《第四消费时代》，国泰君安证券研究

消费偏好由量向质升级，高端化、品牌化倾向显著。一方面追求高端消费，比起方便实用的普通轿车，人们更希望拥有设备齐全、乘坐舒适、外形美观的高级轿车，日产西尔维娅（1975-1979,1979-1983年）、本田Prelude（1979-1982年、1982-1987年）都在这一阶段相继问世，同时手机、高清彩色电视摄像机等高档家用电器的销量增加。另一方面追求品牌化消费，该阶段消费者在某种意义上认为品牌即质量，品牌即高级，“LV”“GUCCI”“CHANEL”的高档皮包、配饰是日本妇女的最爱。

2.3. 1991-2008年：回归理性，脱物质化

经济陷入失去的 20 年，消费回归理性。泡沫经济破灭以后，收入的减少使人们的消费观念逐步回归理性。根据内阁府的调查,2006年约 20.6%的人希望能去农村、山村、渔村等定居，回归地方的意识高涨。与此同时，人们不再崇尚奢侈，不再追求昂贵，开始追求性价比，追求物美价廉。如在饮食方面，这一时期人们的饮食开始转向简便化、多样化、环保化、健康化和低价格化。在日本近 20 年的经济低迷期，高性价比品牌代表 UNIQLO 仍维持了可观业绩，1970-1974 年出生的人作为当时社会的消费主力军对 UNIQLO 的满意度最高，都在一定程度上体现了人们回归理性的消费偏好。

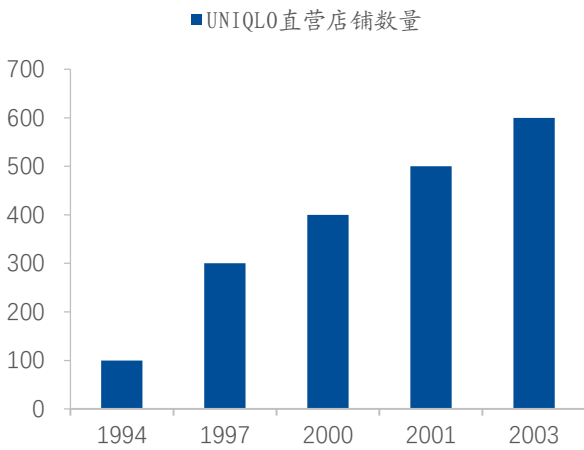
图 11: 2006 年约 20.6%的人希望去乡村生活，20-29 岁年轻人意愿最强



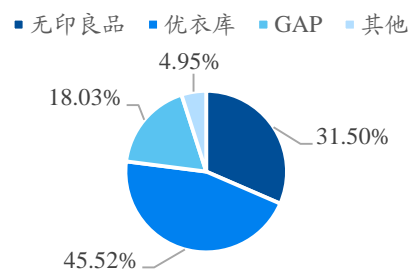
数据来源：日本总理府统计局，国泰君安证券研究

图 12: 日本经济低迷期 UNIQLO 店铺高速扩张

图 13: 1970-1974 年出生的人对优衣库偏好度最高



1970-1974 年出生的人的品牌偏好

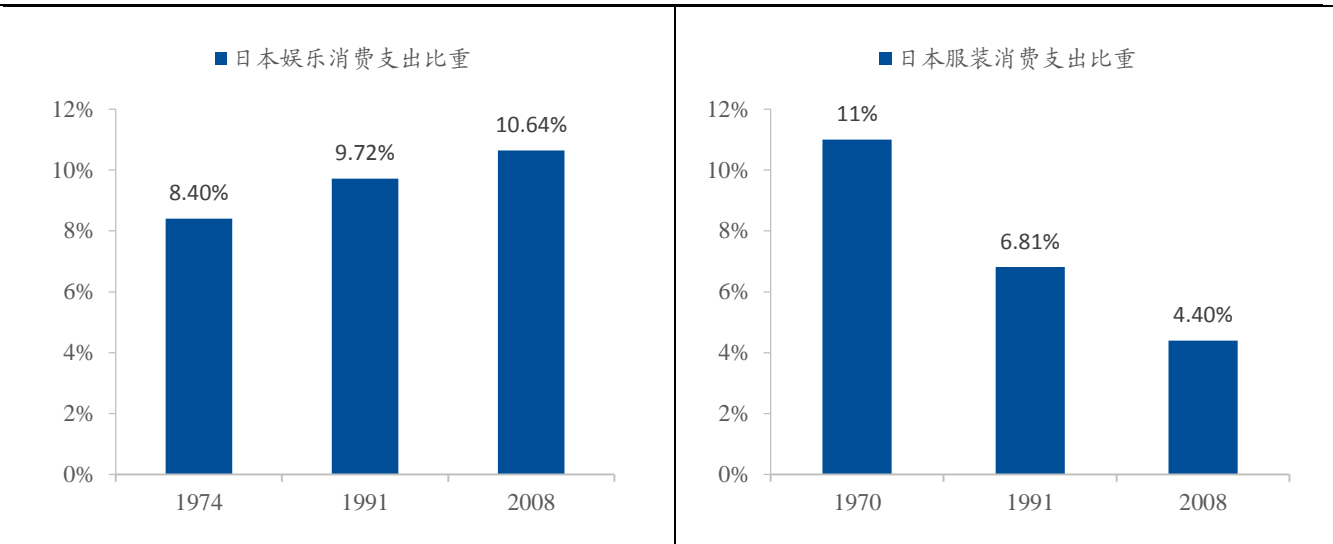


数据来源：UNIQLO 官网，文化研究所，国泰君安证券研究

消费的脱物质化趋势显著。脱物质化即人们已经无法从普通物质消费中获得满足，开始更多追求精神层面的消费，在文化、休闲中重新探寻生活的价值。1974 年日本娱乐消费支出比重仅为 8.4%，1991 年上升至 9.72%，而 2008 年继续攀升至 10.64%，与此形成鲜明对比的是，服装消费则持续下降，1970 年，服装消费支出比重高达 11%，但 1991 年下降到 6.81%，而 2008 年则仅为 4.4%。

图 14: 日本娱乐消费支出比重不断走高

图 15: 日本服装消费支出比重不断走低

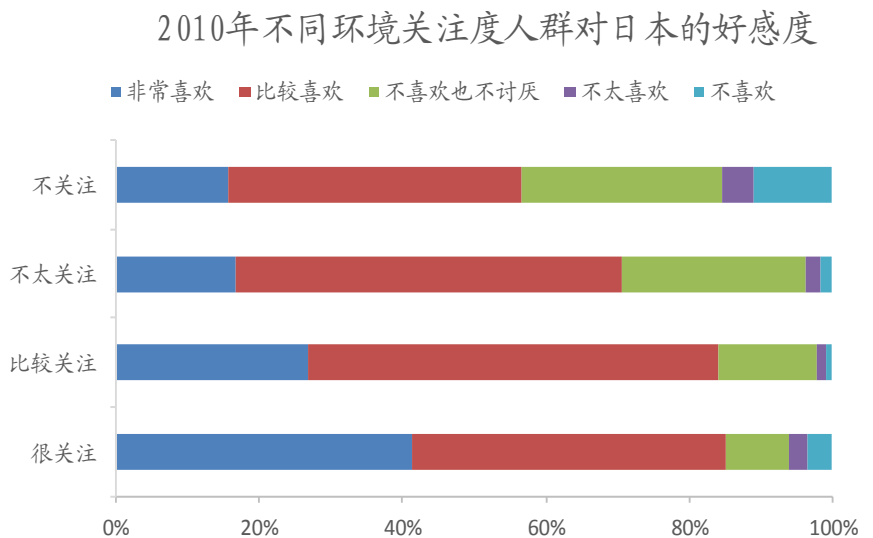


数据来源：日本总理府统计局，文化研究所，国泰君安证券研究

2.4. 2009 年至今：消费返璞归真，极简主义盛行

极简主义盛行，多即是少。日本经历了失去的二十年后，2009 年起经济开始缓慢复苏。当前 80 后、90 后成为消费主力人群，开始推崇简约与环保，根据 2010 年日本文化研究所的调查，对环境关注度越高的人对日本的喜爱程度越高，反映了日本民众环保意识的提高。同时，2010 年在全球主要国家奢侈品消费增加的环境下，日本的奢侈品消费不增反降，也体现了日本消费的返璞归真，追求极简主义。

图 16: 2010 年对环境的关注程度与对日本的喜爱程度成正比



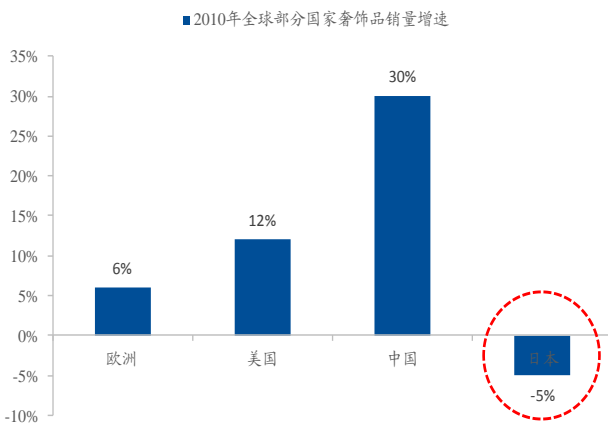
数据来源：《第四消费时代》，国泰君安证券研究

无印良品作为环保、简约和具有日本特征的典型商品，自 1983 年创立以来深受喜爱。无印即“无品牌之意”，良品即“品质优秀的东西”，发展至今无印良品涵盖了电器、文具、服装、杂货、食品等超 6000 中商品。无印良品之所以成功，因为它倡导了一种极简主义的生活哲学，以平实简约的设计原则还原商品价值的本质意义，无印良品虽然标榜平时，反对浮华，但是售价并不特别低廉，比起大众品牌还贵出很多，这也说

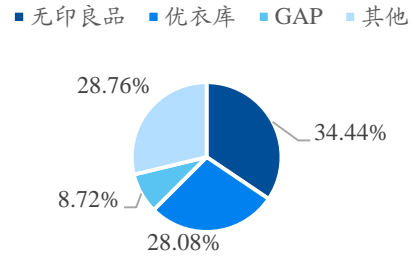
明了消费者对极简主义的认同。根据日本文化研究所调查，作为当前消费主力军的 80、90 后人群对无印良品的品牌偏好度最高。

图 17: 2010 年日本奢侈品销量下滑

图 18: 1982-1991 年出生的人对无印良品偏好度最高



1982-1991 年出生的人的品牌偏好

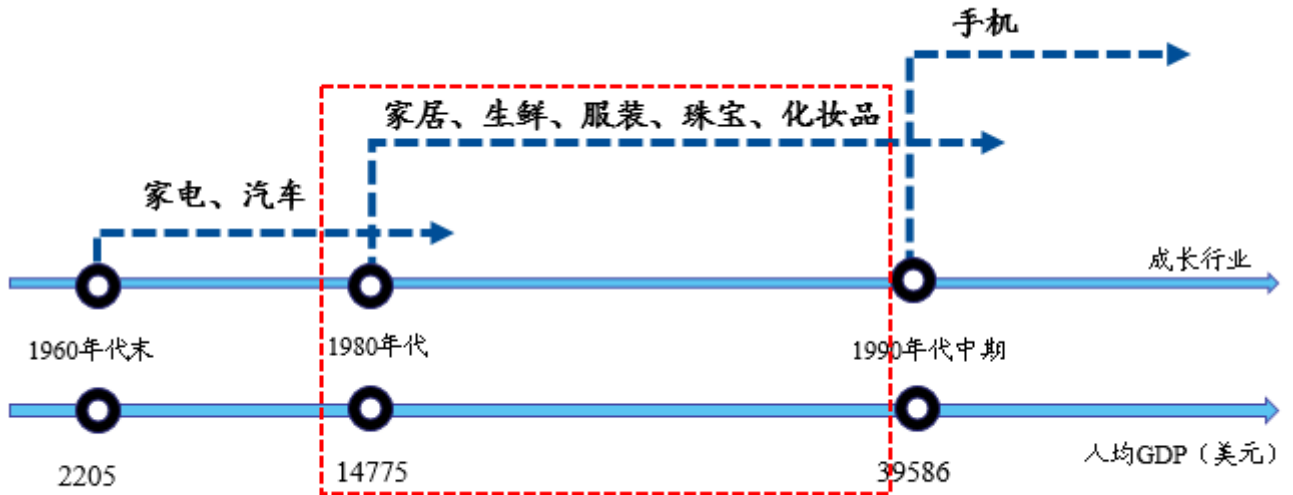


数据来源：日本总理府统计局，文化研究所，国泰君安证券研究

3. 日本消费品类变化：八大行业错峰崛起，不同品类各领风骚

日本自上世纪 60 年代以来，八大消费行业错峰崛起，不同阶段各大品类引领风骚。1960 年代末主要是家电、汽车行业的兴起，冰箱、电视、小轿车等开始进入寻常百姓家，普及率迅速提高；1980 年代日本人均 GDP 达到 14775 美元，这一阶段房地产市场高涨，高端消费复苏，个性化、品牌化消费盛行，家居、生鲜、服装、珠宝、化妆品行业纷纷迎来高速增长期；1990 年代中期是手机行业的高速成长期，每百人手机持有量迅速增加。考虑到当前中国与 1980 年代日本经济发展水平相似，且房地产市场火热，高端消费复苏趋势显著，借鉴日本各大行业成长时间表，中国的家居、生鲜、服装、珠宝、化妆品行业也有望迎来快速发展。

图 19:1980 年代日本家居、生鲜、服装、珠宝、化妆品行业高速增长

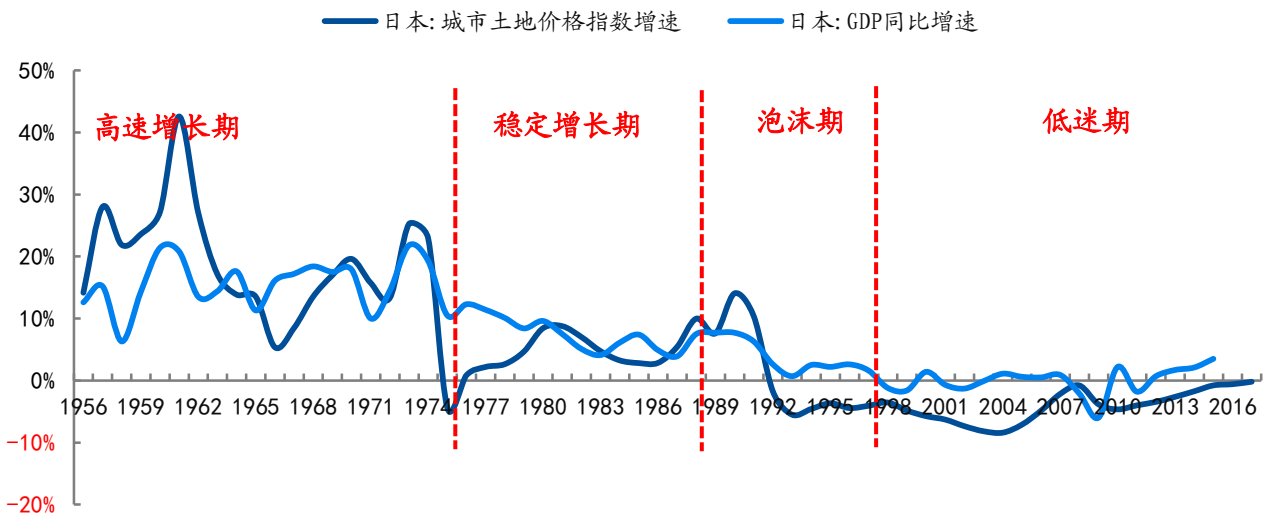


数据来源：内阁府，国泰君安证券研究

3.1. 房地产快速发展带动相关周期行业爆发

从1956年至今，日本房地产经历了四个阶段：1956-1975年为高速增长期，这一阶段日本经济也处于快速发展期；1976-1985为稳定增长期，随着经济增速回落，地价指数增速也呈回落态势；1986-1993为泡沫期，《广场协议》后，日本地产价格飙升，房地产市场泡沫严重；1993年-至今，泡沫破灭后，随着经济陷入失去的二十年，房地产市场也一直陷入低迷发展期。

图 20：日本地产周期与经济周期显著相关，但滞后于经济周期 1-2 年

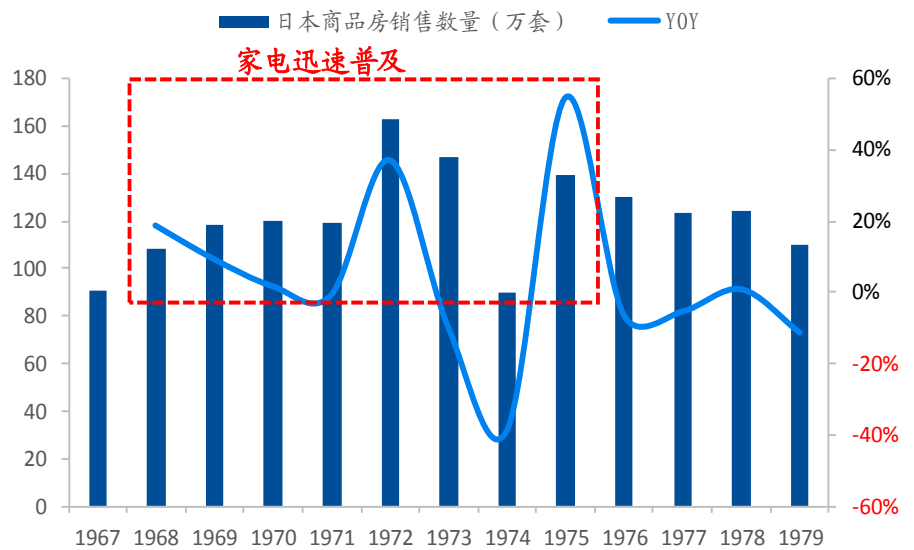


数据来源：日本统计局，日本内阁府，国泰君安证券研究

上世纪60年代末-70年代初，日本房地产市场的高速增长促进家电行业的迅速发展。这一阶段日本房地产正处于高速发展期，1969年商品房销售量约91万套，1972年销量迅速增至约163万套，从1969年至1979年十年的时间，商品房销量合计约1600万套。房地产市场的快速发展

带动对家电的需求，电视机、洗衣机、电冰箱迅速普及，家电行业的迅速成长。

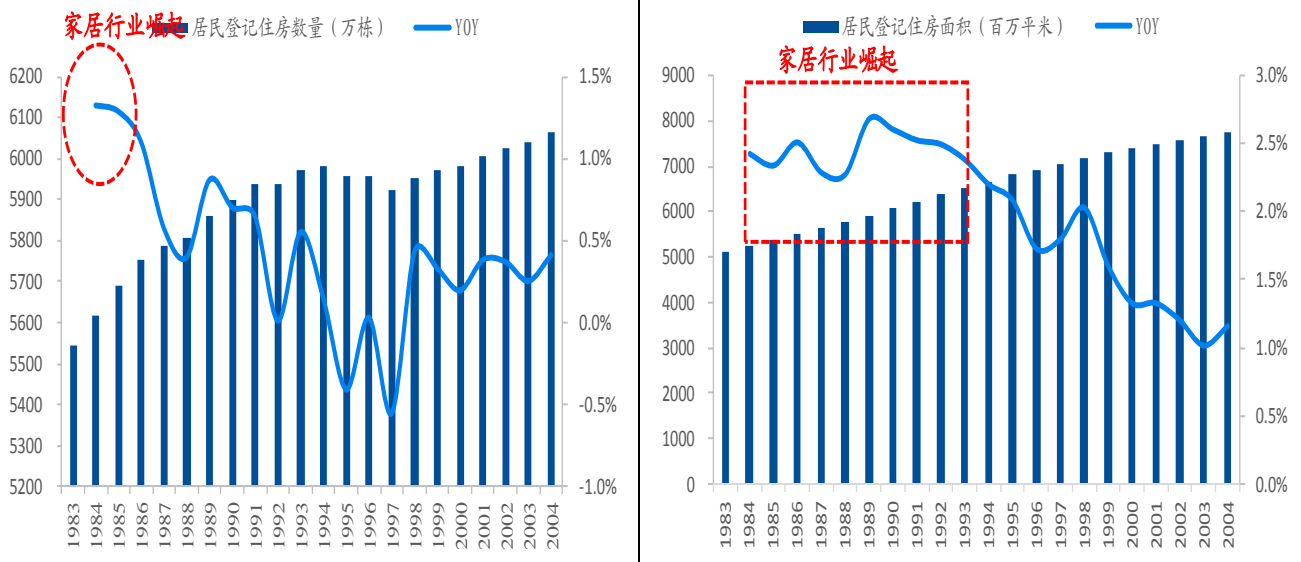
图 21: 1960 年代末-1970 年代初房屋销量高速增长



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

上世纪 80 年代日本地产行业的发展带动家居行业快速成长。1980 年代末日本房地产市场泡沫严重，居民登记住房持续增加，住房数量从 1983 年的 5545 万栋增至 1990 年 5900 万栋，而住房面积从 1983 年的 51.21 亿平米增至 1990 年的 60.66 亿平米，年增速保持在 2% 以上。家居行业享受地产发展红利快速崛起。

图 22: 1980 年代日本住房数量的高速扩张带动家居行业的快速发展



数据来源: 日本统计局, 国泰君安证券研究

3.1.1. 家电: 1960 年代末-1970 年代初迅速普及

“三件神器”进入寻常百姓家。被当时媒体喻为“三件神器”的电视机、洗衣机、电冰箱几乎走入日本每个家庭，彩电普及率由 1965 年的 0.3%

增至 1975 年的 90%，1973 年洗衣机普及率高达 97.5%，电冰箱普及率也达到 94.7%，三件神器已经从遥不可及的奢侈品变成家庭基本消费。

图 23：1970 年代日本彩电普及率大幅提高

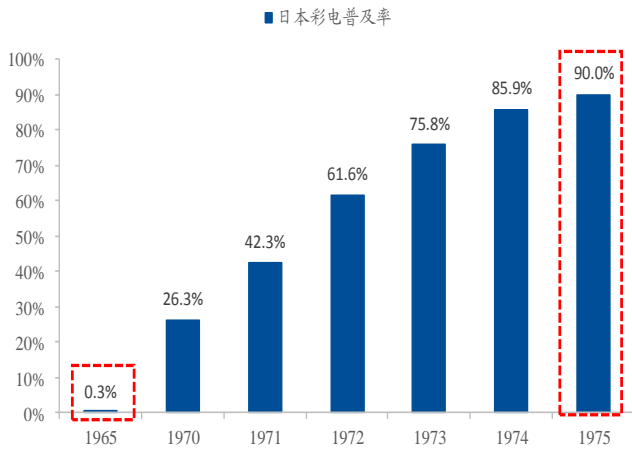
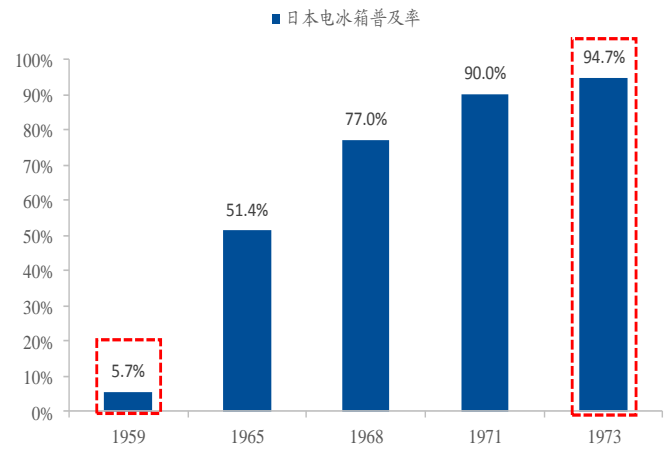
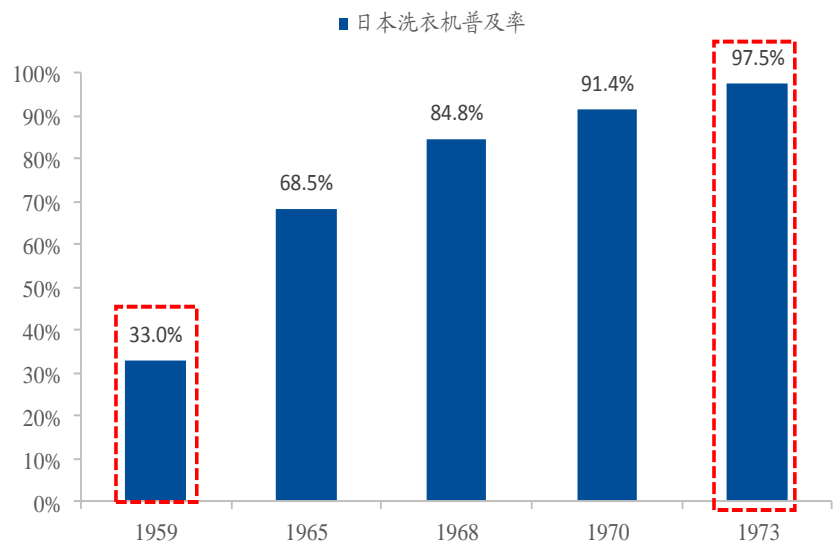


图 24：1960 年代末日本电冰箱普及率大幅提高



数据来源：经济企划厅调查局《平成 5 年家计消费调查年报》，国泰君安证券研究

图 25：1960 年代末日本洗衣机普及率大幅提高

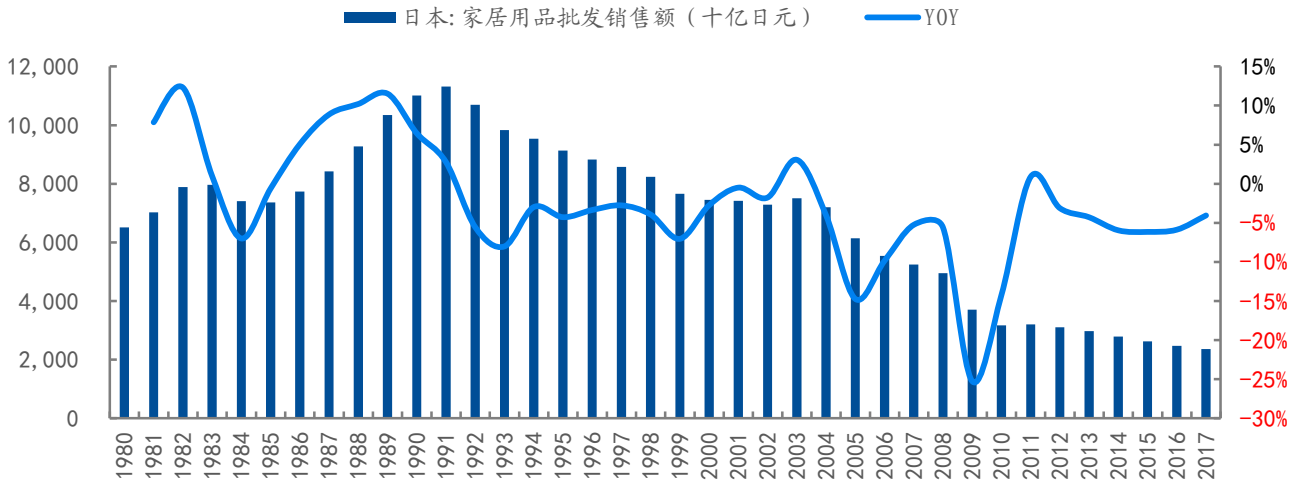


数据来源：经济企划厅调查局《平成 5 年家计消费调查年报》，国泰君安证券研究

3.1.2. 家居：1980 年代地产价格飙升带动家居行业高速增长

1985 年，广场协议签订，日元开始快速升值，房地产价格飙升，房地产市场的火热带动家居行业高速增长，1989 年销售额增速高达 11.52%，日本家居行业销售额在 1991 年达到最大值 11.3 万亿日元。随着 1993 年以后日本房地产泡沫的破裂，家居行业开始下滑，增速逐渐回落。

图 26：1980 年代日本房地产价格飙升带动家居行业高速增长

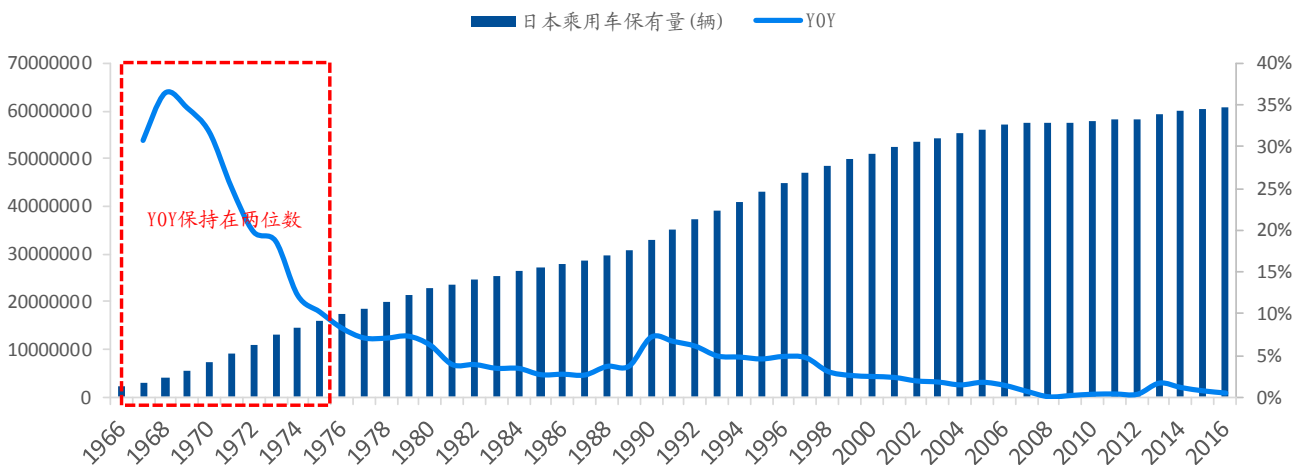


数据来源：日本经济产业省，国泰君安证券研究

3.1.3. 汽车：1966-1975 年快速发展。

1966 年日产阳光、丰田花冠发布，汽车加速普及，被称为“私家车元年”。据内阁府统计，1966 年日本乘用车保有量约 228.97 万辆，1966-1975 年同比增速一直维持在两位数以上，1967 年丰田汽车月产量达到 8 万辆，其中“科罗娜”汽车占 3 万辆，1975 年保有量增至 1604.43 万辆，1975 年以后日本乘用车增速降落至个位数，2016 年增速仅为 0.52%，日本乘用车市场基本饱和。因此，1966-1974 年可以说是日本乘用车的爆发阶段。

图 27：1960 年代末-1970 年代初日本乘用车保有量增速保持在两位数



数据来源：内阁府，国泰君安证券研究

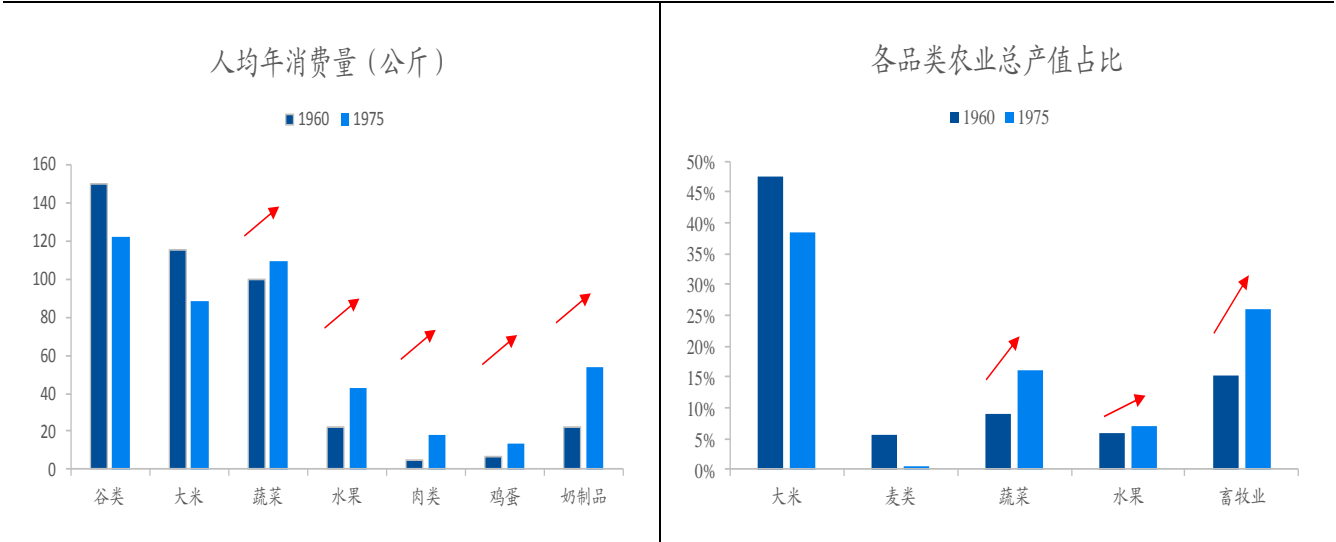
3.2. 非周期行业精彩纷呈

3.2.1. 生鲜产品：1960-1980 年代成长较快

1960-1980 年代是日本生鲜产品的爆发期。1960 年以前尤其是二战以前，日本居民生活水平较低，饮食以“填饱肚子”为主要目标，食物消耗以谷类为主。随着人们的收入和消费水平日益提高，居民食物消费结构也随之发生变化：粮食（水稻、小麦）消费量减少，蔬菜、水果和畜产品

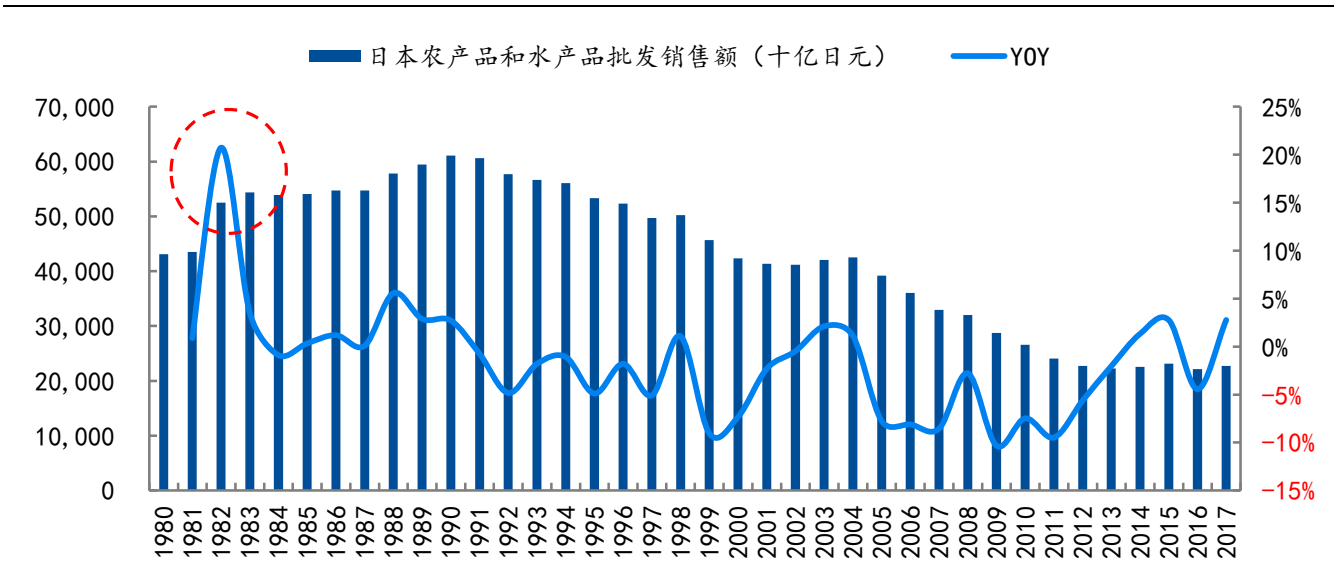
等消费量增加。在食物消费结构变化的引导和政府经济政策的干预下，农业生产结构随之发生变化，蔬菜、水果和畜产品产量快速增长。1980年生鲜产品销售额为431千亿日元，除1984年略有下降外，截止到1990年一直维持增长趋势，1990年农产品及水产品销售额达到最高值611千亿日元，随后不断下降，2000年销售额为423千亿日元，2016年销售额仅为221千亿日元。

图 28：1960-1980 年代日本生鲜产品的消费端及供给端都显著增加



数据来源：《日本食物消费与农村产业结构变化》，国泰君安证券研究

图 29：1980 年代日本农产品及水产品销售额增长较快

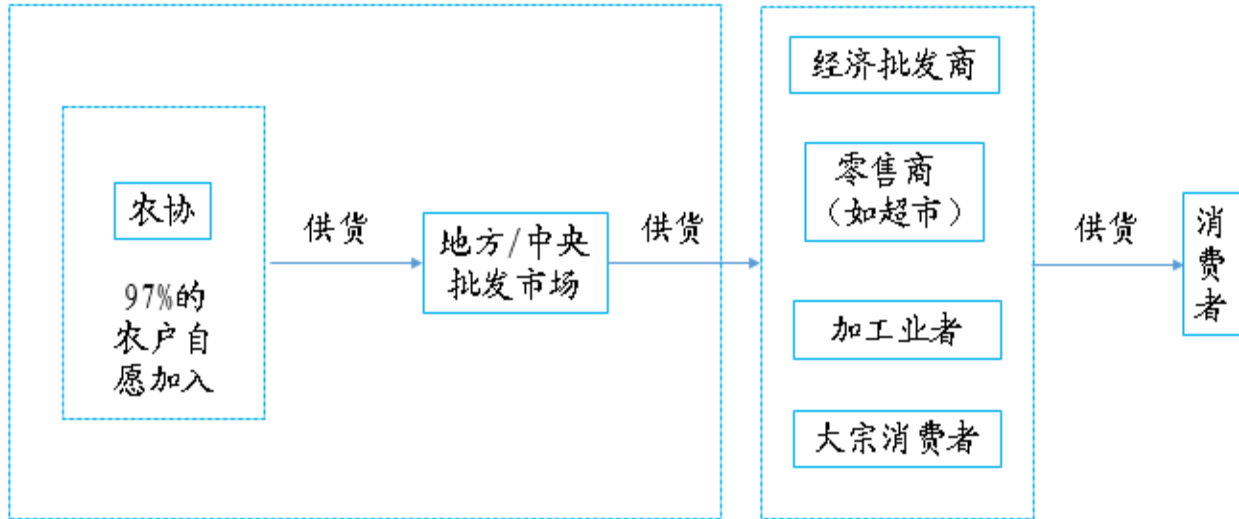


数据来源：内阁府，国泰君安证券研究

上游农协、冷藏技术及下游生鲜超市的发展优化了生鲜供应链，促进日本生鲜行业的快速发展。生鲜产品具有易腐烂、时鲜性、较短的生命周期等特征，生鲜供应链从生鲜采购到最终销售给消费者的各个环节发挥重要作用，因此供应链的发展水平直接决定生鲜行业的发展速度。1960-1980年代日本生鲜行业的高速成长直接受益于生鲜供应链的优化。

图 30：日本生鲜产品供应链中农协发挥重要作用，冷库技术发达，下游生鲜超市迅速崛起

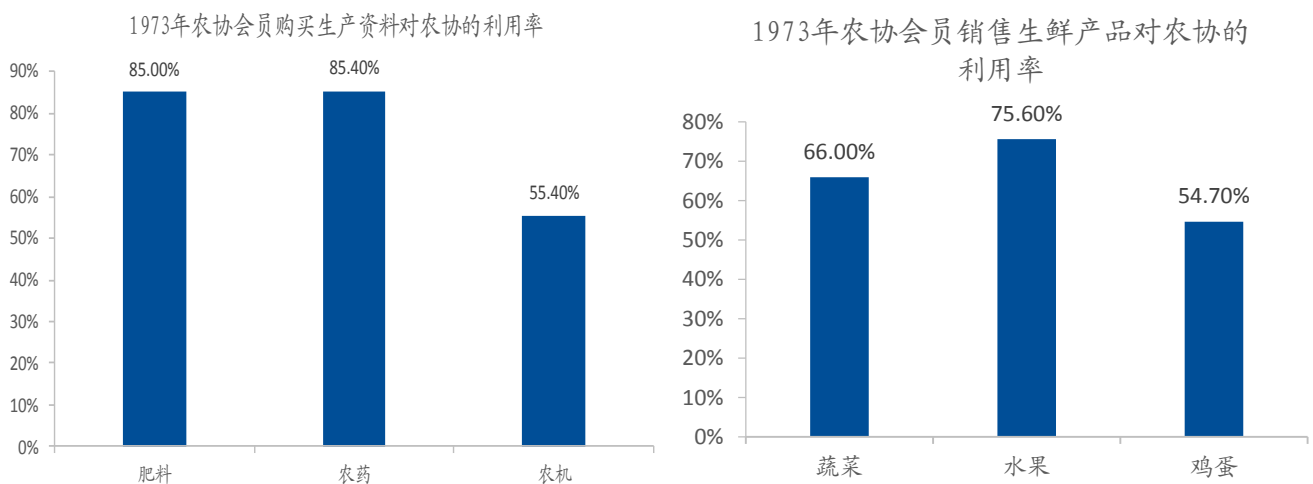
请务必阅读正文之后的免责条款部分



数据来源：甘小冰等《我国生鲜农产品供应链一体化模式研究》，国泰君安证券研究

从生鲜供应链上游看，农协服务范围的扩大促进日本生鲜行业的快速发展。日本生鲜产品存在“小生产、大流通”的不对称问题，人多地少、资源匮乏的局面一度限制了生鲜行业的发展，为提高农业生产力，1947年日本组建了“农业协同组合”，到1950年全国建立了各级农协组织，97%以上的农民都加入了农协组织。1970年代日本农协出现了加速合并、大型化、综合化的新动向，服务范围扩大，更加注重调整农业结构、稳定农业收入、强化农业经营，从购、销、信用、保险和生产、生活指导五方面为农户提供服务。农协发展带来的规模效应直接促进了这一阶段日本生鲜行业的高速成长。

图 31：1973 年日本农协从购买端及销售端为农户提供服务

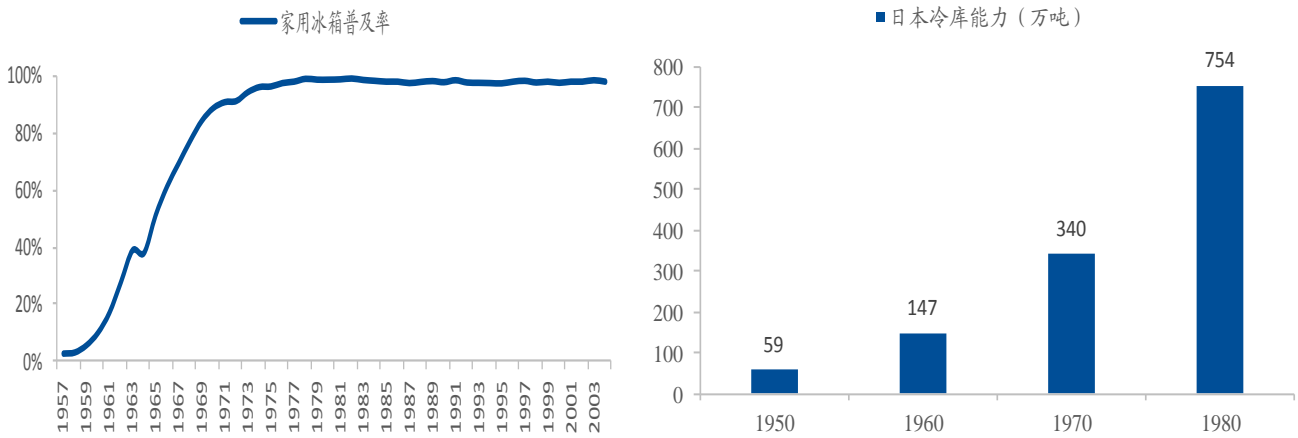


数据来源：《农协-组织、人和战略》，国泰君安证券研究

从生鲜流通过程看，冰箱的高度普及和冷链物流的发展为生鲜行业的崛起提供技术支撑。家用冰箱渗透率饱和之后生鲜食品需求快速增长。从消费者角度来说，生鲜食品业的发展离不开家用冰箱的发展。价廉、功能齐全的家用电冰箱的普及，引起了日本零售领域的革命。日本家用冰箱

渗透率在 70 年代末达到近 100%，使生鲜食品更能保质保鲜，促进了生鲜行业发展。冷库和冷链物流行业的快速发展保证了生鲜产品的供给水平和质量。日本在 1980 年之前经历了一轮冷库和冷链物流行业的快速扩张期，构建了从产地到终端消费地的冷链物流系统，保障生鲜产品的供应和流通。1965-1980 年间，日本全国修建了 687 座产地冷库，1950-1970 年，日本的冷库能力平均每年增长 14 万吨。1970-1980 年，日本的冷库能力平均每年增长 41 万吨，年增长率为 7%。到 1980 年，日本的冷库能力发展为 754 万吨。

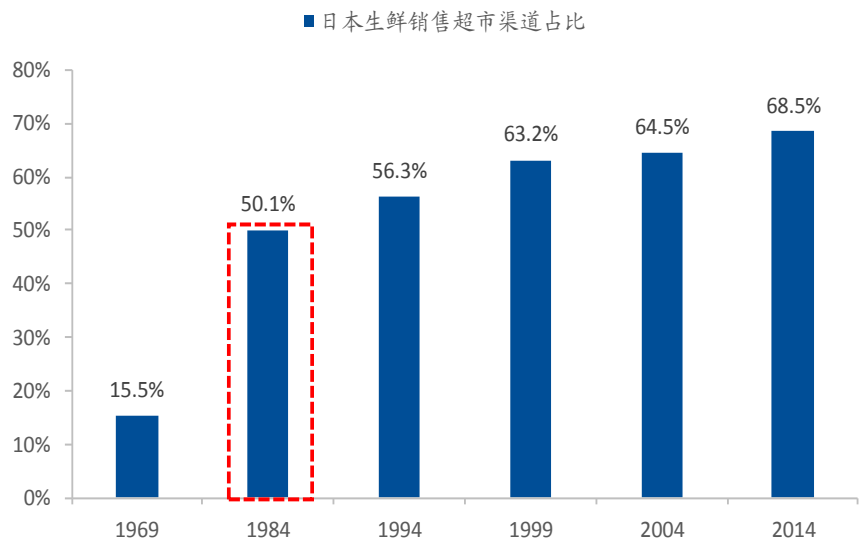
图 32：1980 年代日本冰箱高度普及，冷链物流发展迅速



数据来源：日本内阁府，《日本食物消费与农村产业结构变化》，国泰君安证券研究

从生鲜供应链下游看，生鲜超市的崛起促进了日本生鲜行业的快速发展。1969 年日本生鲜产品销售的超市渠道占比仅为 15.5%，随着居民收入水平的提高，生鲜消费升级趋势显著，超市以其便利、快捷、卫生等优势迅速发展成为生鲜食品的主导零售业态。1984 年生鲜超市销售占比增至 50.1%，发展速度较为可观，而目前日本生鲜产品的超市销售占比接近 70%，生鲜超市成为居民购买生鲜产品的主要渠道。1960-1980 年代生鲜超市的迅速崛起也促进了生鲜行业的发展。

图 33：日本生鲜产品销售超市渠道占比不断提高

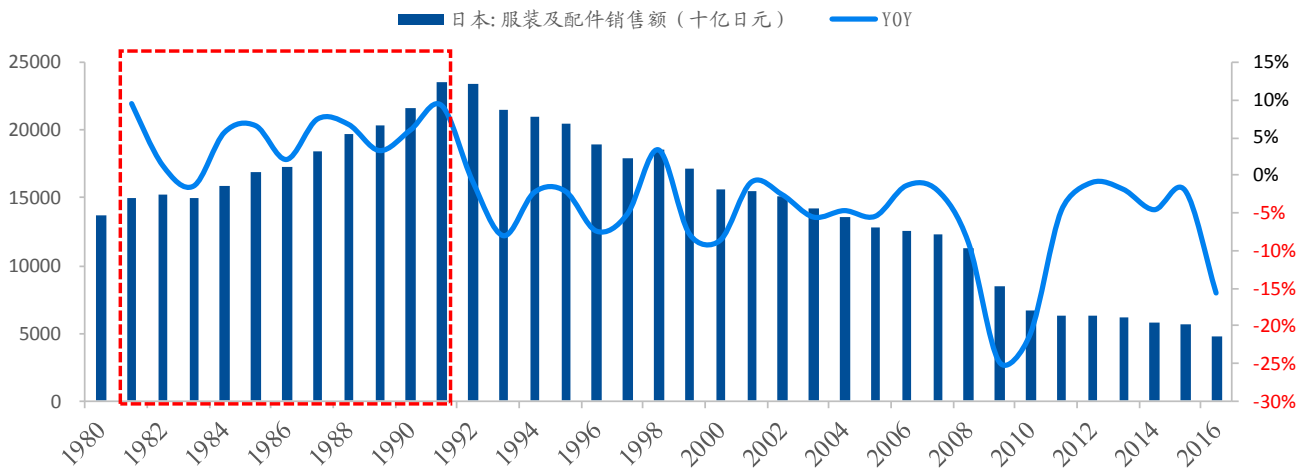


数据来源：日本统计局，国泰君安证券研究

3.2.2. 服装：1980 年代快速发展

衣食住行是人类得以生存的基本需求，服装反映了人们的物质消费。日本服装及配饰消费以 1991 年为拐点，在 1980 年代快速发展，1980 年服装及配饰销售额为 137 千亿日元，1991 年达到最大值 236 千亿日元，几乎翻倍增长，之后随着人们消费脱物质化观念的盛行，服装及配饰销售额开始走低，2016 年销售额仅为 48 千亿日元。

图 34：1980 年代日本服装行业发展迅速

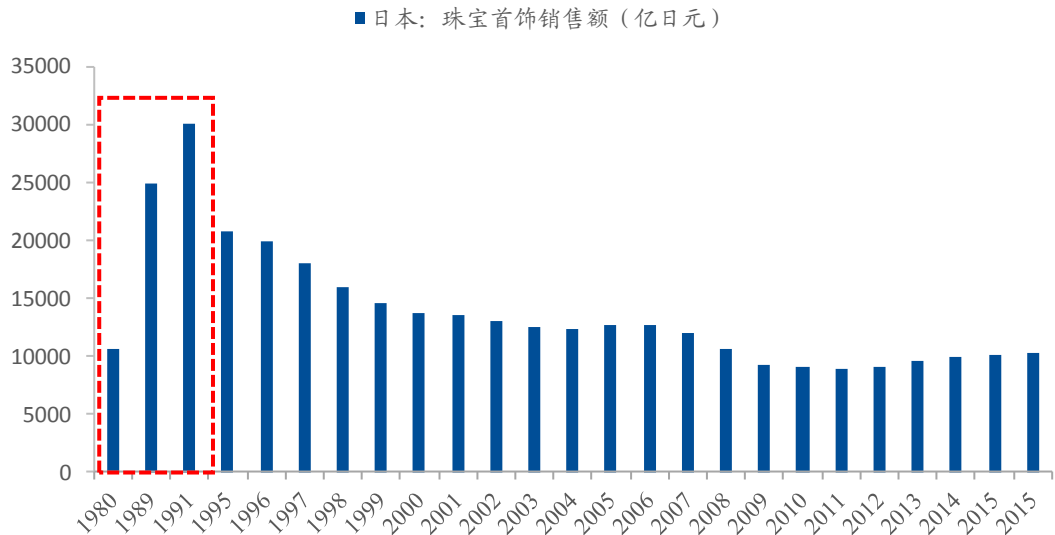


数据来源：内阁府，国泰君安证券研究

3.2.3. 珠宝：1980 年代迅速发展

自 80 年代以来，日本珠宝首饰业同“泡沫经济”并肩成长，盛况空前。1980 年日本珠宝首饰市场销售额为 1.06 万亿日元，此后一路攀升，1989 年销售额增至 2.5 万亿日元，而 1991 年销售额达到 3.02 万亿日元，达到历史巅峰，此后近 20 年以来，日本珠宝首饰零售市场一直处于跌落状态。

图 35：日本珠宝首饰行业在 1980 年代高速增长，1991 年销售额最高

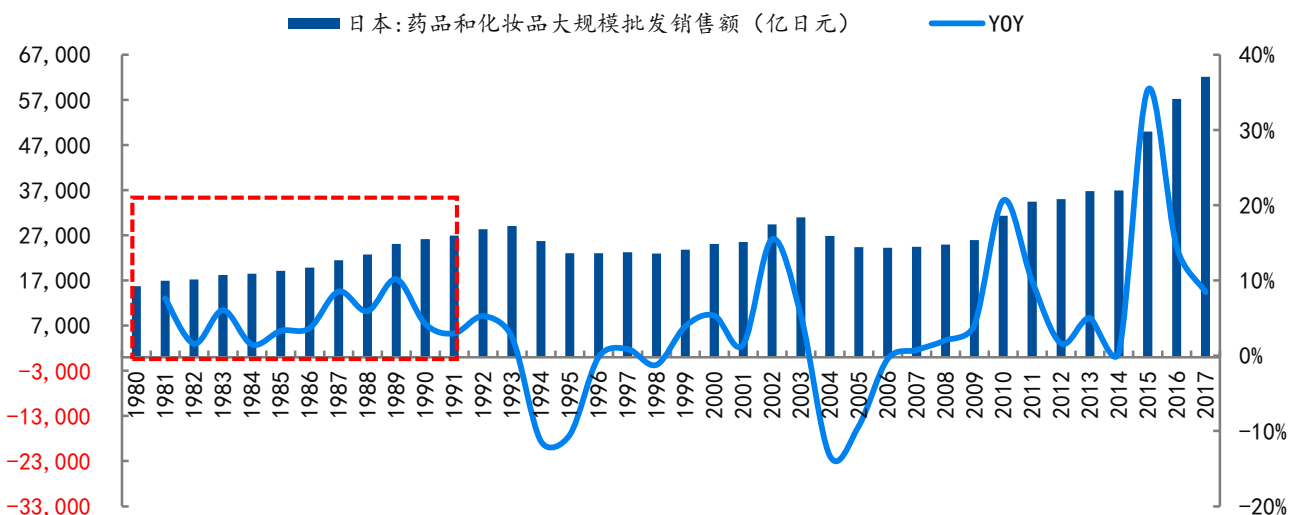


数据来源：《蓬勃的日本珠宝市场》，Euromonitor，国泰君安证券研究

3.2.4. 化妆品：1980年代高速增长

不同于一般的物质性需求，化妆品行业是经济发展到一定阶段，人们在满足马斯洛需求层次的基本需求后，开始追求护肤、美容而随之诞生并成长起来的行业。在化妆品行业，供给自动创造需求的萨伊定律比较适用，化妆品的消费除受可支配收入的影响外，还与供给有关，在日本化妆品发展过程中，SK-II、FANCL 诞生于 1980 年，1985 年雪肌精诞生随后风靡于整个亚洲，在各大品牌的催化下，日本化妆品行业在 1980 年代快速发展。

图 36：1980 年代日本各大化妆品牌诞生，化妆品行业快速发展



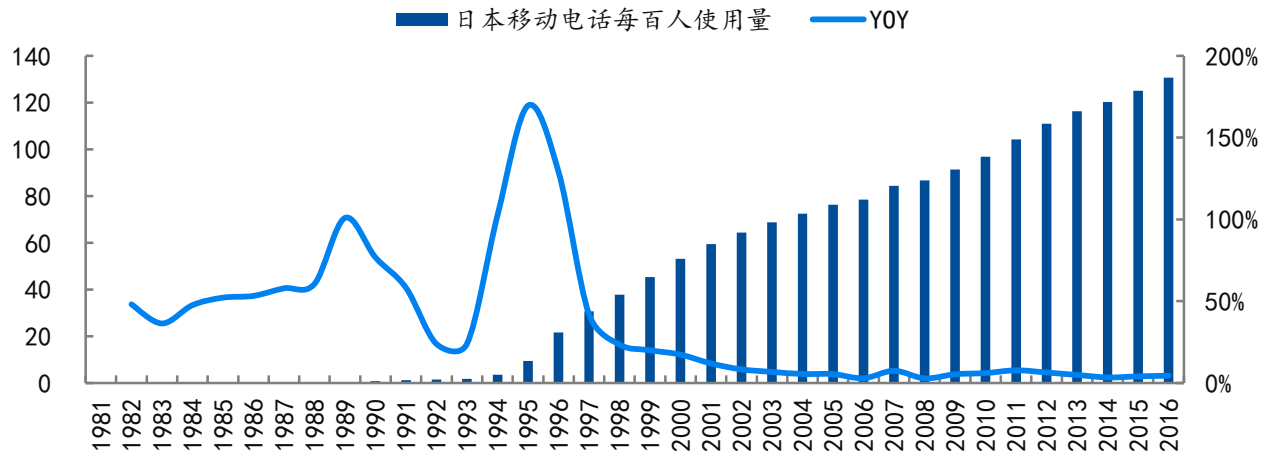
数据来源：日本经济产业省，国泰君安证券研究

3.2.5. 手机：1990年代中期高速增长

20 世纪 90 年代中期是日本手机行业爆发期，1981 年日本手机每百人使用量仅为 0.01，90 年代后开始高速增长，1995 年同比增速达到最高

点 169.56%，1996 年每百人使用量首次超两位数，达到 21.56 部，进入 21 世纪后，手机使用量仍然保持增长，但增速开始回落至个位数，2011 年每百人使用量首次超过 100 达到 104.27，意味着个人平均手机使用量超过 1 部。

图 37：20 世纪 90 年代中期日本手机行业迎来爆发期



数据来源：内阁府，国泰君安证券研究

4. 日本零售业态：百货、超市、便利店、专门店依次成长

随着日本经济发展及消费偏好的变化，百货、超市、便利店、专门店等零售业态分别在不同阶段应运而生。1920-1950 年百货业态快速成长，这一阶段人口逐渐向城市集中，贵族消费盛行，因此高端百货应运而生并快速成长；1960 年代随着经济高速增长，大众消费时代到来，超市业态迅速成长；1970-1990 年间，日本平均人均 GDP 达到 9834 美元，以 7-11、Family Mart 为代表的便利店业态发展迅速，满足人们的便利性消费需求；1990-2000 年间，随着消费回归理性，高度细分、专业性强的专门店开始兴起；进入 21 世纪以来，多种零售业态叠加，网购盛行，但是超市、便利店、百货仍是主导业态，其中超市业态的销售额最高，便利店其次，随后是百货业态。1970-1990 年代日本人均 GDP 为 9834 美元，与当前中国的 8516 美元水平相似，因此这一阶段高速成长的便利店业态对中国有较大借鉴意义，当前中国各类零售业态中，便利店大概率快速发展。

表 3: 1970-1990 年代快速成长的便利店对当前中国有较大借鉴意义

	1920-1950 年	1960-1970 年	1970-1990 年	1990-2000 年	21 世纪至今
成长业态	百货	超市	便利店	专门店	网购、多样化叠加
代表公司	三越百货	伊藤洋华堂	7-11, Family Mart	书店(纪伊国屋)、综合药店(松本清)	乐天市场

消费行为	贵族消费	大众消费	便利消费	理性消费	简约消费
社会发展	人口向城市集中、收入增加	经济高速增长、城市白领增加、收款机引入	私家车普及、POS 机系统、泡沫经济	收入两极化、IT	高度信息化、大数据
人均 GDP 平均值(美元)	--	956	9834	33915	38126

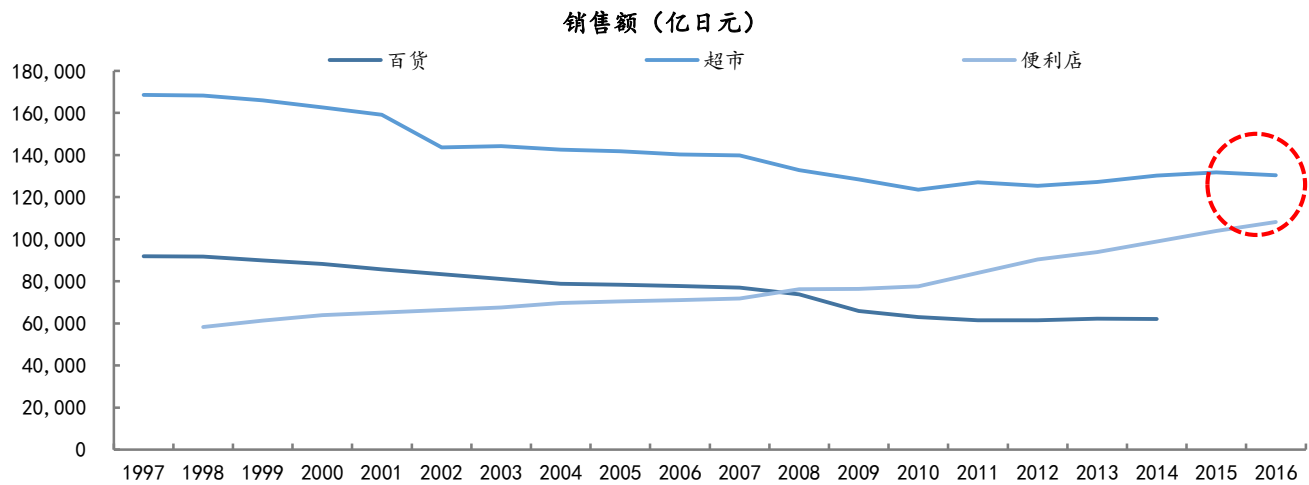
数据来源：徐少丹《基于多维度视角的零售业态变迁分析》，国泰君安证券研究

表 4: 日本零售业态比较

零售业态	商品	价格	服务	环境
百货	专业性强，服饰、鞋包类、化妆品等每个部分相对独立，品质高端	高价	充分且优质的服务	豪华
超市	食品、生鲜品、日常用品，品质一般	低价	全程自助服务	简洁
便利店	日用品、应急品，种类较少，品质一般	高于超市	限定性自助服务	简单
专门店	专业性强，品类丰富，品质较高	中高	高水平优质服务	雅致

数据来源：徐少丹《基于多维度视角的零售业态变迁分析》，国泰君安证券研究

图 38: 当前日本三大业态中超市销售额最高，便利店其次，百货最低



数据来源：内阁府，国泰君安证券研究

4.1. 百货：日本流通革命先驱，1920 年代快速扩张

百货店是日本流通革命的先驱，并且是二战前唯一的大型零售业态。1905 年三越绸布店发表“百货店宣言”，1914 年三越百货店正式在东京都内开业，标志着作为实体形态的百货店在日本诞生。同时，白木屋、高岛屋、大丸等纷纷进军百货业，由此日本百货店潮流不断蔓延，可以说 20 世纪 20 年代是百货店规模的扩张时期，但此时的百货店消费群体主要集中于社会富裕阶层。

1924-1955 年：进入 20 年代中期，日本百货店开始走向大众化。面对百货店同业者之间以及与中小零售之间的双重竞争压力，各百货店纷纷举办“降价促销”“专卖促销”等，大打价格战，开始走向大众化。

表 5: 1930 年东京市零售渠道结构

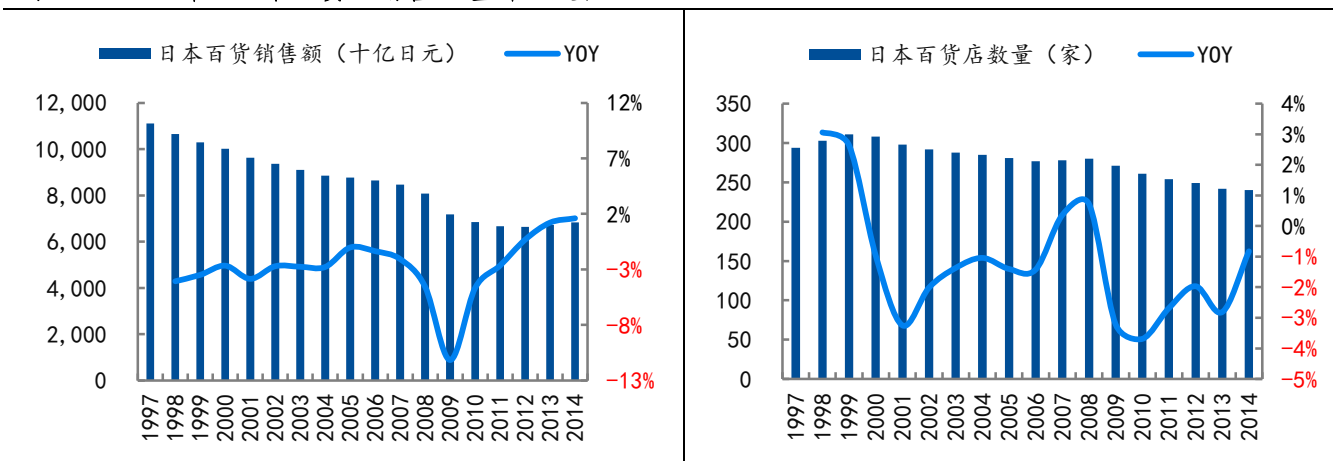
	销售额 (千日元)	销售额占比	店铺数量	店铺数量占 比	店平均销售额(日 元)
个人	349771	53.23%	57720	98.16%	6060
法人	95525	14.54%	1064	1.81%	89779
百货店	211818	32.23%	18	0.03%	11767667
合计	657114	100.00%	58802	100.00%	11175

数据来源：日本公开经营指导协会，国泰君安证券研究

1956-2000 年：这一阶段超市开始出现并与百货店争夺市场份额，为避免陷入价格战的恶性竞争，百货店主动调整自身行业定位，确立高端的发展路线。期间虽然超市业态的崛起对百货形成一定威胁，但直至 2000 年，日本百货业销售额仍然一直在扩张。

21 世纪至今：泡沫经济破灭后，日本经济持续不景气，消费市场疲软，对大型百货店造成冲击。进入 21 世纪后，百货店销售额持续减少，经营业绩不容乐观，百货店开始进入并购、重组、淘汰的大调整时期。

图 39: 2000 年后日本百货业销售额/量开始走低



数据来源：日本百货店协会，国泰君安证券研究

表 6: 从三越百货店的发展历程可以窥见百货业态的兴起、发展、以及重组、改革过程

时间	事件
1905 年	发布“百货店宣言”，成为日本第一家现代百货店
1914 年	日本桥总店大楼落成，店内配有手扶电梯、垂直电梯、空调、天台花园、茶室及音乐堂等。
1930 年	位于韩国京城的分店开业，即现在的首尔新世界百货店
1932 年	东京地铁三越前站店及北海道札幌分店开业
1950 年	举办战后首场业界内时装秀
1965 年	日本桥总店举行英国展，零售业界首次实施海外促销活动
1971 年	日本第一家麦当劳分店于三月银泰分店开业
1972 年	首次将零售业销售额第一的位置让给大荣
1975 年	名古屋“东方中村百货店”收归三越旗下
1988 年	投资台湾新光百货店
2000 年	位于东京多摩市的中心分店开业

2001年	东京吉祥寺分店开业
2003年	三越、名古屋三越、千叶三越、福冈三越、鹿儿岛三越合并，成为“三越株式会社”
2004年	“百货店宣言”100周年，同时日本桥总店旁的新馆落成
2005年	化于涵管、羽田机场的、洗足、三田、小豆岛、枕崎的分店关闭，大阪分店、横滨分店、仓敷分店、枚方分店关闭；3月设立于名古屋荣本分店的专门店馆“LACHIC”开业；设于新宿三越，售卖杂货为主的“ALCOTT”开业
2006年	吉祥寺分店关闭
2008年	三越宣布与伊势丹合并，成立新的三越伊势丹控股公司

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

4.2. 超市：1950年代兴起，当前销售额最高的零售业态

超市的诞生及发展顺应了当时社会大量生产大量消费的局面。1953年，东京京山地区诞生了日本第一家超市“纪之国屋”（纪ノ国屋/きのくにや）。最初日本超市只经营单一品类产品，食品超市仅卖食物，服装超市仅卖服装，后期超市发展成熟后逐步成为经营多品类组合的综合性超市。与百货店不同，当时超市主要经营各种日用品及家用电器等耐用消费品，且超市由于直接从厂家进货享有成本优势，因此价格相对较低。

1972年超市年销售额首次超过百货，发展态势强劲。超市的迅速崛起吸引了不少企业纷纷进军超市，1967年，大荣销售额高达580亿日元，市场份额为9.1%，其销售额超过了西武、阪急、伊势丹、东急、近铁等百货店，而西友、丸荣的销售额也超越了近铁。1972年超市迎来具有历史性意义的一年，其年销售总额首次超越了百货店，而大荣超市的销售额也第一次超过了日本百货店代表三越。随后超市不断扩张，但销售额在1997年达到最高峰169千亿日元后开始下滑。

表 7: 1967年日本百货店和超市销售额及市场份额

百货店			超市		
	销售额(亿日元)	市场份额		销售额(亿日元)	市场份额
大丸	1134	9.1%	大荣	580	9.1%
三越	1044	8.4%	西友	320	5.0%
高岛屋	993	8.0%	丸荣	310	4.9%
松阪屋	807	6.5%	布袋家	250	3.9%
西武	501	4.0%	长崎屋	190	3.0%
阪急	470	3.8%	总计	6357	100%
伊势丹	470	3.8%			
东急	398	3.2%			
近铁	267	2.1%			
总计	12440	100%			

数据来源：安藤良雄《近代日本经济史要览》，国泰君安证券研究

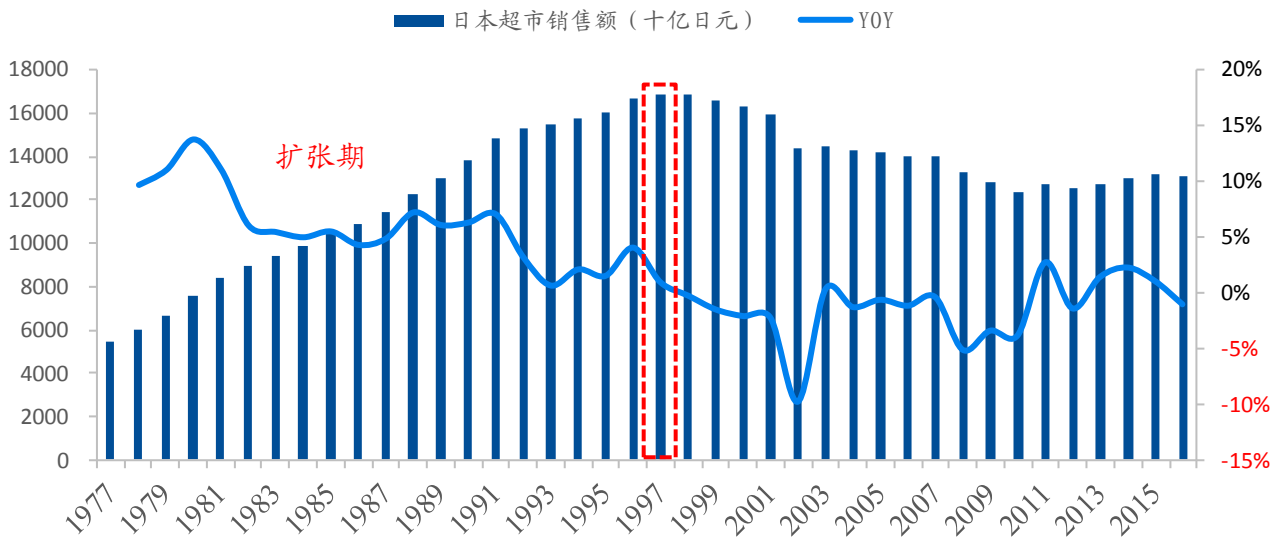
表 8: 1972年超市销售额首次超过百货

年份	零售业销售额 (十亿日元)	百货店		超市连锁店	
		销售额(十亿日元)	市场份额	销售额(十亿日元)	市场份额

1958	3548	310	8.7%		
1960	4315	384	8.9%		
1962	6149	581	9.5%	226	3.7%
1964	8349	788	9.4%	392	4.7%
1966	10683	971	9.1%	581	5.4%
1968	16507	1286	7.8%	1029	6.2%
1970	21773	1772	8.1%	1613	7.4%
1972	28292	2382	8.4%	2448	8.7%

数据来源：安藤良雄《近代日本经济史要览》，国泰君安证券研究

图 40: 日本超市销售额 1997 年达到最高峰后开始下滑



数据来源：日本连锁店协会，国泰君安证券研究

4.3. 便利店：1970 年代兴起，寡头垄断格局显著

日本首家便利店诞生于 20 世纪 70 年代初，Family Mart、7-11、罗森先后于 1973、1974、1975 年开设第一家店铺，拉开日本便利店的序幕。

表 9: 日本便利店引入时间表

时间	主要商家
1969	My Shop(丰中)开业
1970	K mart(大阪)开业
1971	Sei comart(札幌)和 Cocostore(春日井)第一家门店开业
1972	中小企业厅、农林省制定《便利店、商店手册》
1973	致力于自主开发的 Family Mart(狭山)第一家门店开业
1974	York 一 7(现在的 7—11Japan)(东京)第一家门店开业
1975	罗森樱冢店(丰中)第一家门店开业
	Popular 和 Sunche(东京)开业，7-11 在日本首首创 24 小时营业，
1976	开店数超过 1000 家
1977	Sun Every, 关东 Hot Spar(士浦)开业
1978	国分 KGC(东京)开业，Fami ly Mart 第一家门店开业
1979	Bloomart(东京)开业，7-11 上市

数据来源：《日本人消费行为演变对零售业态的影响》，国泰君安证券研究

- **1969-1980年：日本便利店引入期。**20世纪70年代初，超市的迅猛发展对一般批发商和中小零售商带来较大冲击，日本通产省企业局、中小企业厅等积极应对，探索小型零售店连锁化经营，开始引入便利店形式。
- **1980-1990年：日本便利店成长期。**20世纪80年代中期以后日本经济增速放缓，消费疲软，My Shop等中小连锁店收益下降，随后多家地方中小连锁店破产，而大型超市旗下的便利店发展态势依然良好，尤其是7-11，依托其强劲实力不断扩张。
- **1990至今：日本便利店成熟期。**20世纪90年代后日本便利店稳步增长，1996年3218家新店开业，排名前三的7-11、罗森和Family Mart总店铺数超过15000家，寡头垄断趋于明显。

图 41：日本便利店销售额持续走高

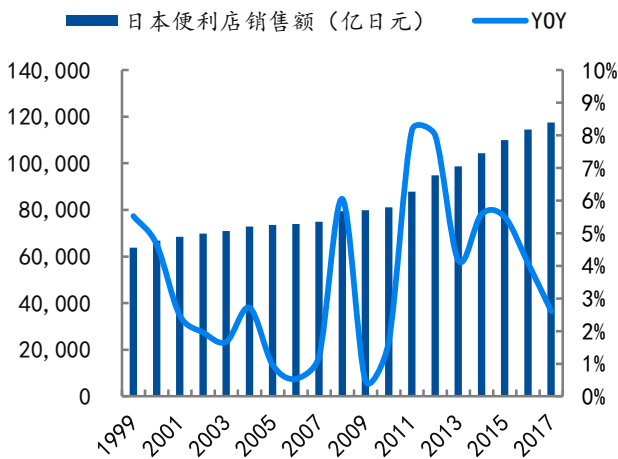
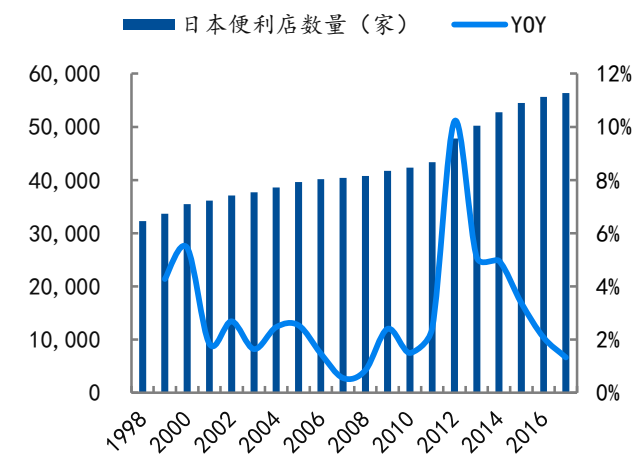
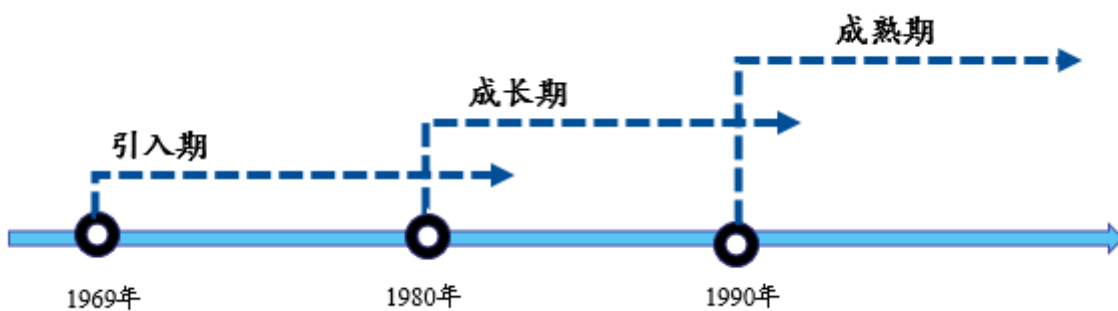


图 42：日本便利店数量不断增加



数据来源：日本经济产业省，国泰君安证券研究

图 43：日本便利店发展历程

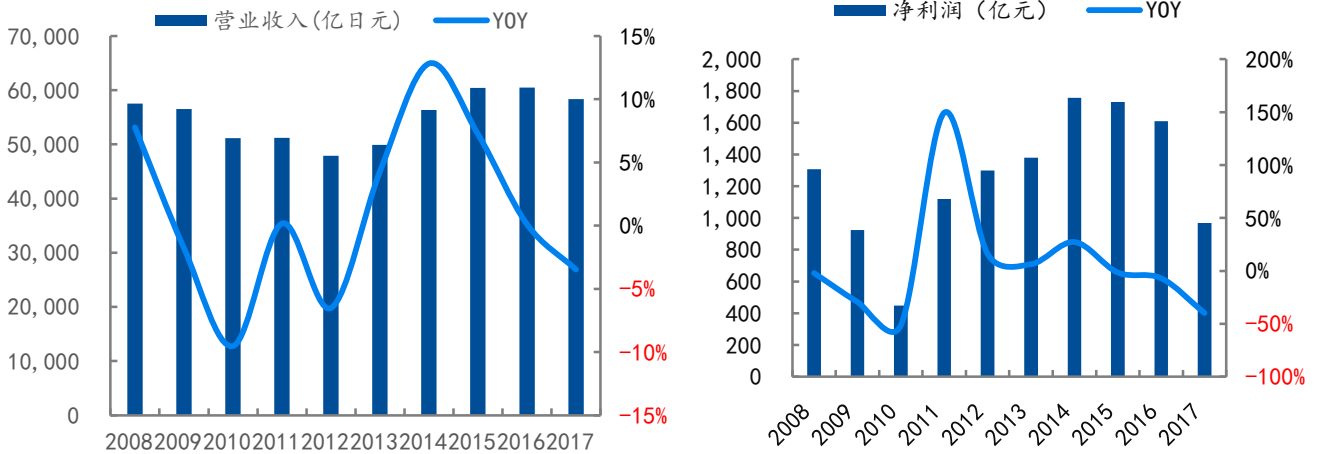


数据来源：《日本人消费行为演变对零售业态的影响》，国泰君安证券研究

7-11 便利店脱颖而出。7-11 是日本便利店的代表，其母公司 Seven&I Holdings 是日本第二大零售商，Seven&I Holdings 旗下零售业态丰富，有便利店、超市、餐饮业务、金融业务等，截止到 2016 年 2 月 28 日，营业收入高达 60 千亿元。目前 7-11 便利店已经在全球各地开设超 30000 家门店，真正做到网络布局辐射全球。

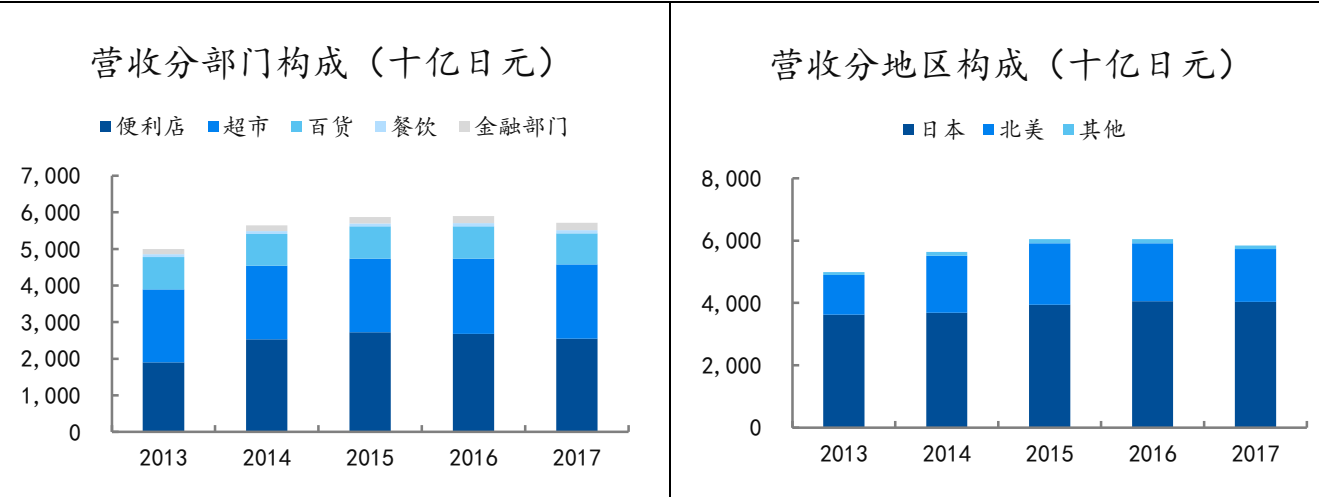
图 44：7-Eleven Holdings 营收及净利润

请务必阅读正文之后的免责条款部分



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究（注：财年结算日为每年2月28/29日）

图 45: 7-Eleven Holdings 便利店营收占比最高，分地区看日本占比最高



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究（注：财年结算日为每年2月28/29日）

图 46: 7-11 超 30000 家店铺遍布全球



数据来源：7-11 公司官网

4.4. 专门店：1990 年代初发展迅速，细分程度创世界之最

1970年代初日本专门店开始兴起。大型服装专门店(青山商事)、书店(纪伊国屋)、综合药店(松本清)等各类专门店相继出现。1980年代末至90年代初,专门店发展迅速,在家电、服装、医药品、家具、装饰品等领域不断扩张。90年代日本泡沫经济破灭,专门店受此影响销售额增长缓慢,家居、服装、书籍等领域处于负增长,只有综合药店企业保持5%的正增长。21世纪以来,日本专门店发展平稳,店铺数量没有明显增加,但由于实行连锁化,成本降低,效率提高,商品销售额增幅扩大。

日本专门店细分程度创造世界零售业之最。其市场细分程度没有一个国家可以匹敌,如服装类就有西装专门店、女士西装专门店、大号特号西装专门店等。日本专门店成功的原因在于满足了消费者的个性化需求,UNIQLO 便是最典型的服装专门店。

4.5. 日本零售业态新变化: 合并扩大, 业态融合

合并扩大: 百货店、超市、家电专门店等趋于合并以扩大规模。百货如2008年三越和伊势丹的合并经营,超市如ARCS超市把东北地区的超市 Universe Co.、Ltd 和JOIS 纳入旗下,家电专门店BICCAMERA在2012年5月收购小岛电器,位列家电量贩业界的第二名。

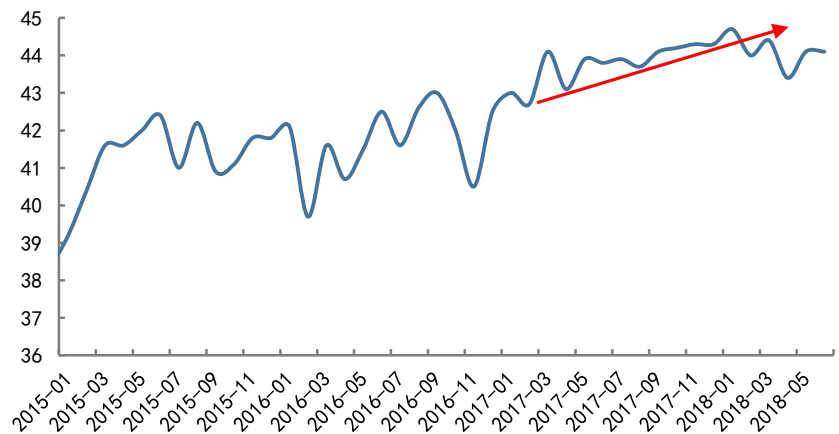
业态融合: 综合业态(百货店、超市)专门化,专门业态综合化。一方面,百货店和大型购物中心等开设专门店、食品生鲜超市,综合超市开设专门店、药妆店等。另一方面,专门店经营范围不断扩张,便利店与药妆店开在一起成为一种新趋势。2012年家电专门店 BICCAMERA 和服装专门店优衣库共同在东京新宿开店。

5. 展望未来日本消费趋势: 消费春暖花开, 简约仍是主流

日本消费者信心指数回升, 消费回暖。日本经历失去的二十年后,2010年以来经济开始逐渐复苏,随着经济好转,消费也呈现回暖趋势,尤其是2017年以来日本消费者信心指数不断走高,预示着随着经济复苏,消费回暖现象显著。未来随着日本经济的进一步复苏,消费市场迎来“春暖花开”可期。

图 47: 日本消费者信心指数走高

日本消费者信心指数



数据来源：内阁府，国泰君安证券研究

就消费偏好来看，未来简约消费仍是主流。日本失去的二十年使消费逐渐回归理性，随着 80、90 后以及未来 00 后成为消费主力，人们对简约、环保、自然的重视度日益提高。因此，未来随着经济发展及消费观念的转变，崇尚简约仍将是消费主流。

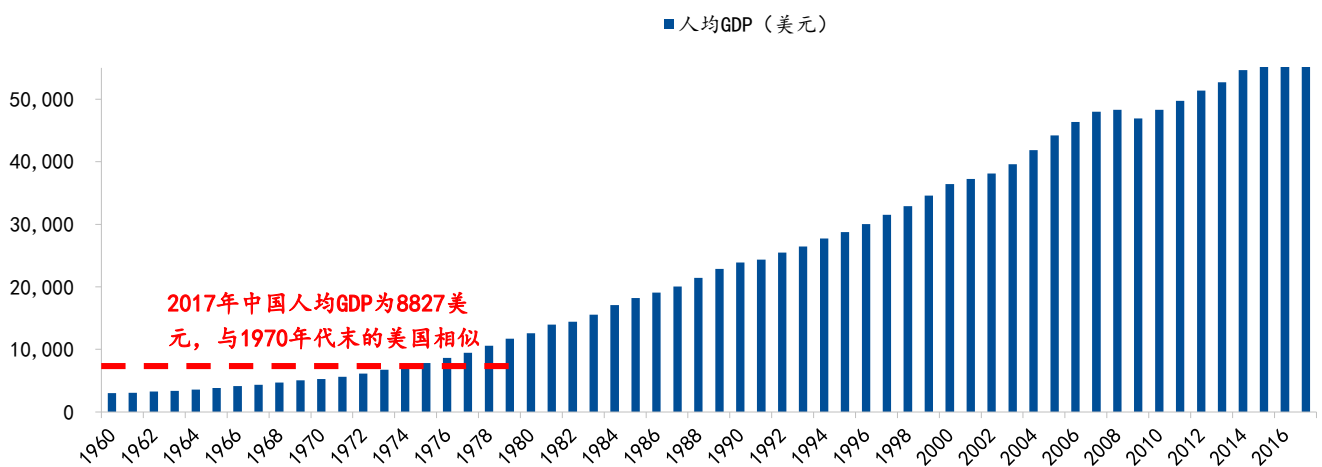
就零售业态来看，未来多业态叠加、网购快速发展是主流。进入 21 世纪以来，日本零售业态呈百货、超市、便利店、专门店、折扣店等多业态叠加的现象，未来随着经济发展及消费回暖，为满足各类消费需求，原有零售业态不会消失，但是新兴业态可能就此起出现，因此未来将呈现多业态叠加的状态，同时随着科技发展，网购仍然会保持快速发展劲头。

第二章. 他山之石之美国篇：美国消费变迁回顾

经济变化带来消费行为、消费品类及零售业态变迁。由美国消费变迁百年历史可以看出，在大规模生产得以保障的情况下大众消费主义往往成为主旋律；经济高速增长期，品牌与品质力量崛起；经济发展到一定程度，人口结构的变化和贫富差距加大会导致消费行为逐渐回归理性。与之相伴的，是不同消费品类的错峰发展和零售业态的变迁。

美国、中国作为世界两大经济体，在人均 GDP 水平上呈现出显著差异。2017 年，美国人均 GDP 达到 59532 美元，中国约合 8827 美元。若以人均 GDP 为衡量标准，则今天的中国的 GDP 接近于 20 世纪 70 年代末的美国的人均 GDP 水平。近几年来消费在我国经济中重要程度也在不断提升，最终消费支出对 GDP 贡献率从 2010 年 48.5% 提升至 2017 年 53.6%，消费已经成为支撑我国经济的重要力量。由经济与消费变迁、零售业态变迁的关系来看，借鉴美国消费及零售变迁趋势，目前中国正处于追求品质化消费时期，未来或逐渐向理性消费意识复苏过渡；家电、汽车、家居、珠宝等行业或将迎来高速成长期；超市行业最可能产生大市值公司，购物中心发展继续看好，折扣百货、奥特莱斯等新兴业态亦蓄势待发。

图 48: 按人均 GDP 衡量，当前中国发展水平与 1970 年代末的美国相似



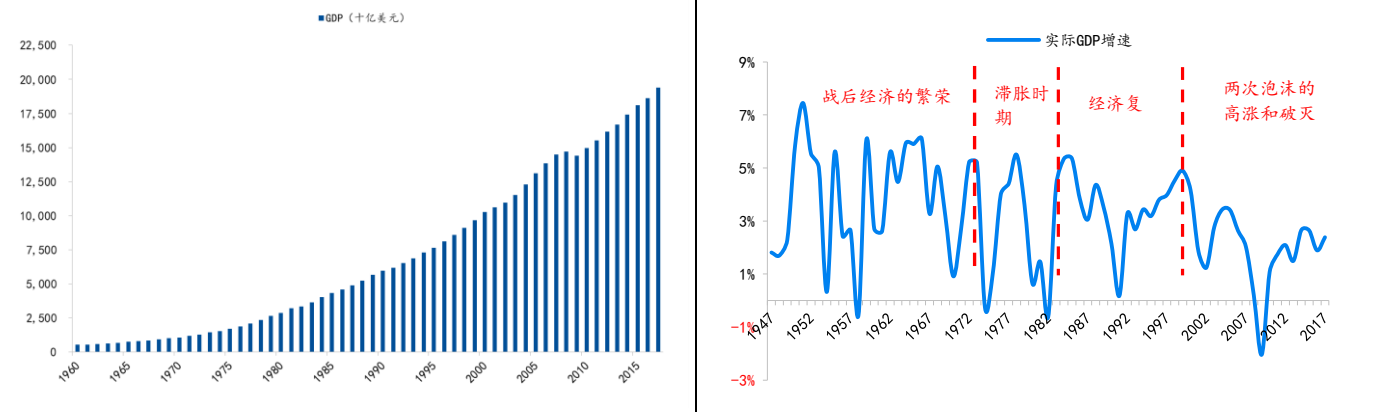
数据来源：美国经济分析局，国泰君安证券研究

1. 美国：经济增长+人口利好，双轮驱动消费发展

经济发展整体向好，周期性特征显著。战后美国经济的发展经历了四个阶段：1946-1973 年为高速增长期，1946 年开始迎来战后经济的繁荣，40 年代末，繁荣扩大，在 50 年代经济发展加速，并在 60 年代达到顶峰。美国的经济在这一阶段增长明显，社会生产力水平和物质生活水平都迅速提高。1974-1980 年是美国经济的滞胀期，此时美国的实际 GDP 增长一度为负，失业率增加与通货膨胀并存。1983-1999 年，美国经济迎来复苏，受信息及通讯革命的驱动，美国在 90 年代步入新经济时期。2000 年以来，美国先后经历了互联网泡沫和房地产泡沫的高涨与破灭，依然保持全球经济霸主地位。

图 49: 美国经济总量整体向好

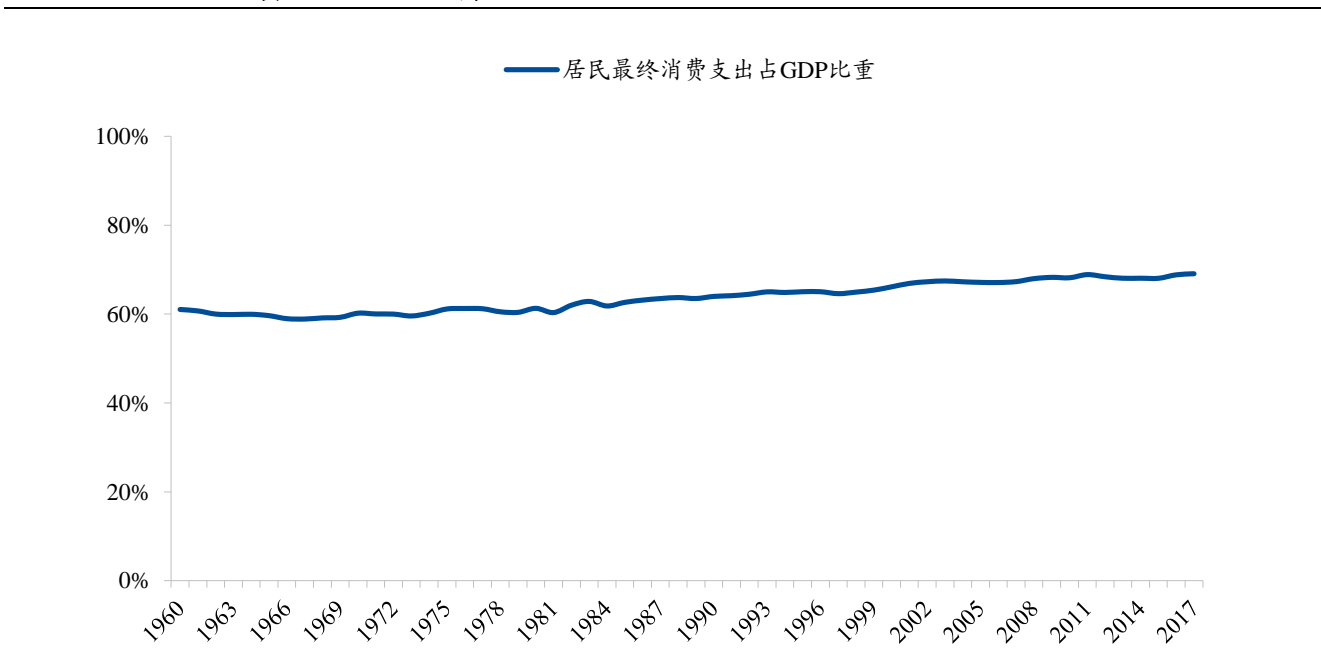
图 50: 美国经济发展周期更迭



数据来源：美国经济分析局，国泰君安证券研究

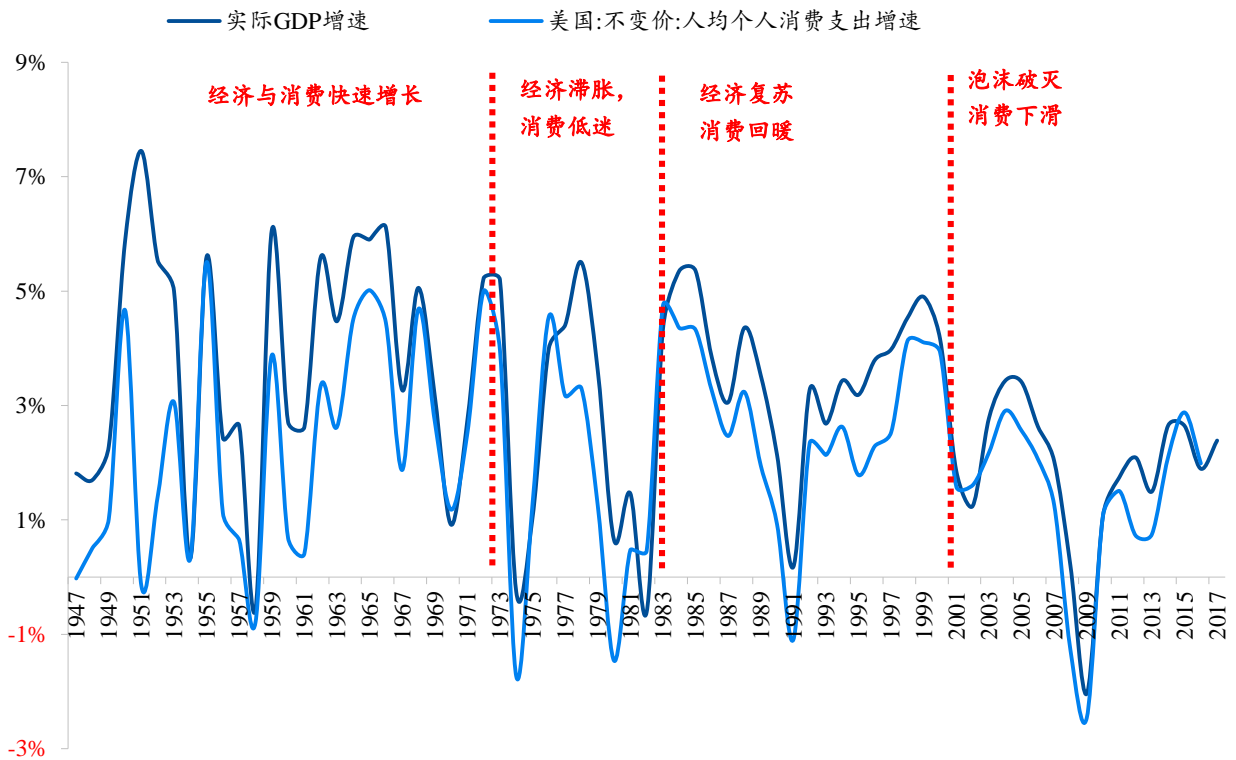
消费是经济增长的最大引擎，经济发展也为消费带来强劲支撑。美国是典型的消费驱动型经济模式，受消费观念的影响，美国居民储蓄率长期维持在个位数，消费占 GDP 的比重稳定在 60%-70%之间，消费对经济的拉动作用明显。同时，经济发展也为个人消费支出增长带来充足动力，美国居民的消费支出和经济周期的走势基本一致，经济整体向好的背景下人均 GDP、人均可支配收入提升，消费需求稳步上升，反之经济衰退也会明显抑制消费需求。

图 51：美国居民消费占 GDP 比重较高



数据来源：美国经济分析局，国泰君安证券研究

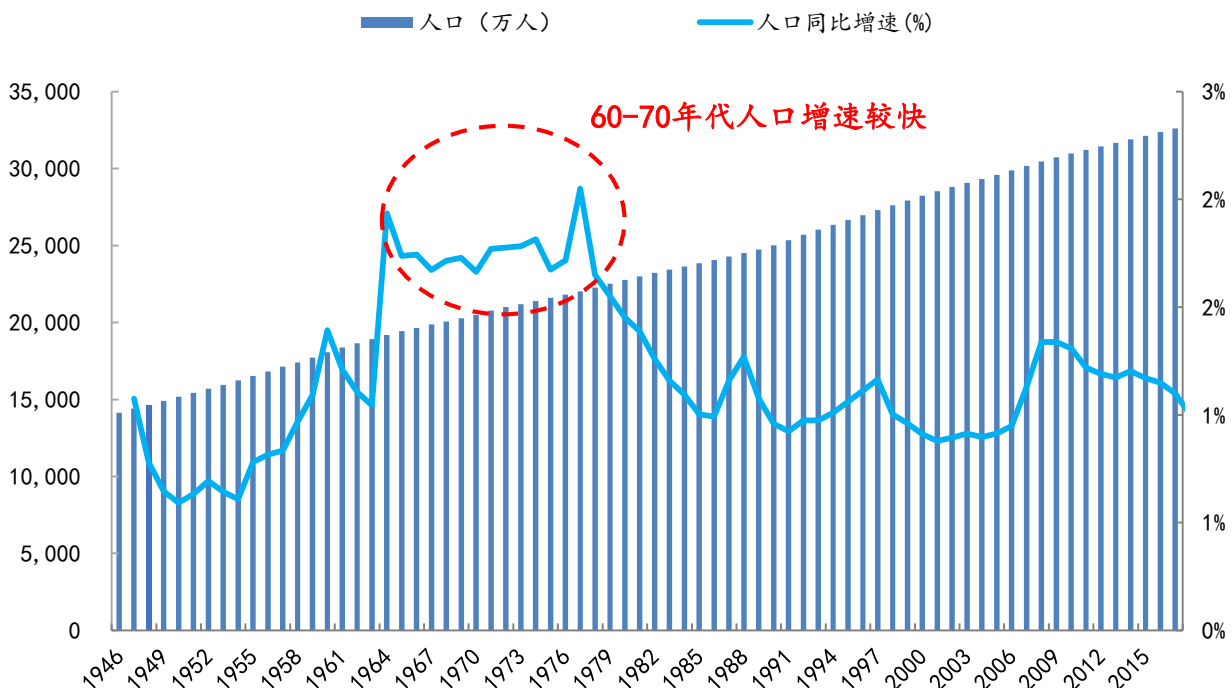
图 52：美国经济增长与消费增速高度相关



数据来源: 美国经济分析局, 国泰君安证券研究

人口总数稳定增长成为支撑美国消费行业的刚性力量。美国是世界发达国家中唯一人口数量仍在以较快速度增长的国家。人口从 1920 年的 1 亿人增加到 2010 年的 3 亿人，其中 20 世纪 60-70 年代是美国人口的快速增长期。良好的生育率和持续增加的移民人数是美国人口增长的重要原因。人口增长刺激了消费行业的需求，大众消费品和房地产都因此受益。

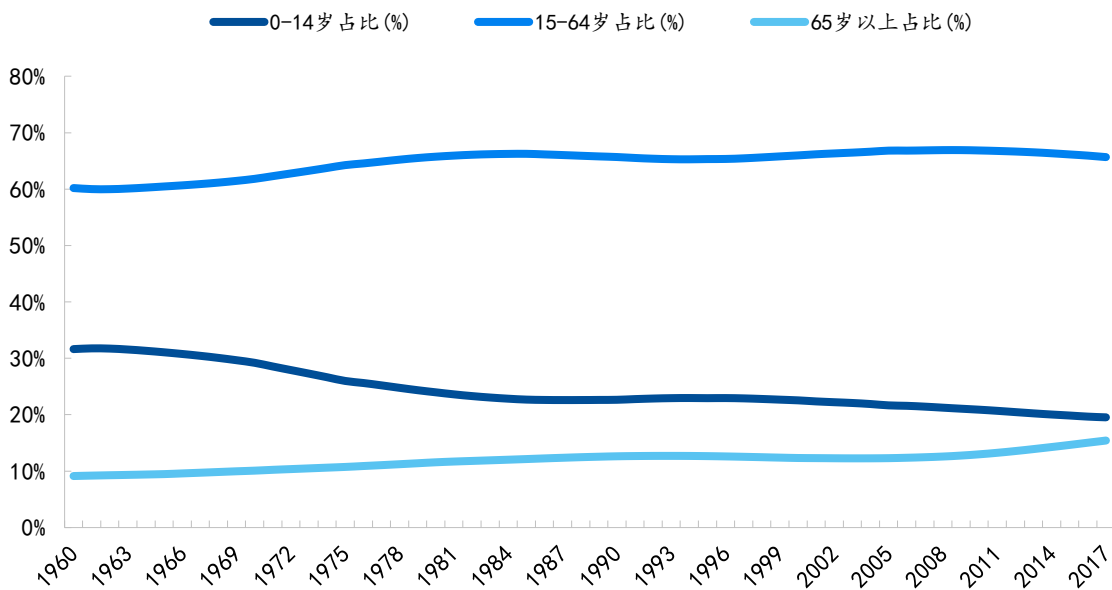
图 53: 美国人口总数增长稳定, 60-70 年代增长明显



数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

年轻态的人口结构为美国消费注入更高的增长弹性。美国人口结构相对稳定，15-64 岁人口占比一直保持在 60%-70%之间。外来移民是美国人口增长的重要因素之一。美国的外来移民大多数较年轻，近 20 年外来移民的平龄一直在 30 岁左右，而 65 岁以上移民仅占 3.96%，老龄化程度远低于日本。年轻的劳动力具有较强的消费意愿和消费能力，为美国消费行业的发展注入更多的活力，相关行业受益显著。

图 54: 美国劳动力人口比例稳定



数据来源：世界银行，国泰君安证券研究

2. 美国消费行为变迁：大众消费-品质化消费-理性消费

近百年来美国消费变迁主要经历了三个阶段：大众消费时期、品质化消费时期及理性消费时期。大众消费在 20 年代逐渐在美国社会占据消费主流地位，并持续到 60 年代。这一阶段人均 GDP 从 800 美元上升到 5000 美元；20 世纪 70 年代末，人均 GDP 由 9000 美元向 30000 美元加速迈进，居民更多追求品质化消费；90 年代以来，经济收入差距拉大，消费者价格意识回归，理性消费登上舞台。

结合目前中国人均 GDP 的发展水平与 1970 年代末的美国较为契合的背景来看，当前的中国消费与 1970 年代末的美国消费均处于品质化消费崛起的阶段，在品牌浪潮退去后，理性消费意识或将接棒成为主流。

表 10: 美国消费变迁趋势一览

20 世纪 20 年代-60 年代	20 世纪 70 年代末-80 年代	20 世纪 90 年代以来
-------------------	--------------------	---------------

消费变迁趋势	大众消费	品质化消费崛起	理性消费意识复苏
代表性事件	汽车的普及 耐用消费品革命	“雅皮士”风貌兴起	“雅皮士”逃离曼哈顿 千禧一代购物注重性价比
驱动力	柯立芝繁荣，战后经济发展	走出滞胀时期，经济快速发展	经济收入差距拉大，千禧一代成为主要消费人群
人均 GDP 水平	800-5000 美元	9000-30000 美元	30000 美元以上
人均 GDP 平均增速	5.53% (数据自 1929 年起)	7.24%	3.99%
人均可支配收入平均增速	4.13% (数据自 1929 年起)	7.32%	3.63%

数据来源：国泰君安证券研究

2.1. 大众消费主义主导（1920-1960 年代）

1920 年代，“柯立芝繁荣”下美国进入大众消费时代。1920 年代是美国经济著名的“柯立芝繁荣”时期，泰勒制和福特式生产线的大规模使用使得生产率得到极大提高，1920 年代美国雇员的总收入增长 46.93%。社会商品经济高度繁荣，随着商品的增多和购买力的提高，美国人的消费需求不断扩大，消费总量激增，进入大众消费时代。消费不再是富有社会阶层的专利，而逐渐成为了整个社会的一种时尚观念，原本由上层社会垄断的文化逐渐向商业化、世俗化、流行化、大众化的趋势发展，消费领域呈现繁荣景象。

美国掀起第一次耐用消费品革命，大众娱乐方式渐丰。美国的每千人汽车保有量从 1920 年的 87 辆提高到 1967 年的 500 辆。1929 年，近一半的美国家庭拥有收音机；到 1960 年，美国约有 87% 的家庭拥有至少一台电视机。大众的耐用消费品在这一阶段普及。电影在 1920 年代成为美国的十大主要行业之一，好莱坞成为世界电影的殿堂。美国的观影人次从 1922 年平均每周 4000 万人次增加到 1929 年的 9500 万人次，到 1930 年达到 1.15 亿人次。

图 55：1920-1960 年代，汽车逐渐普及

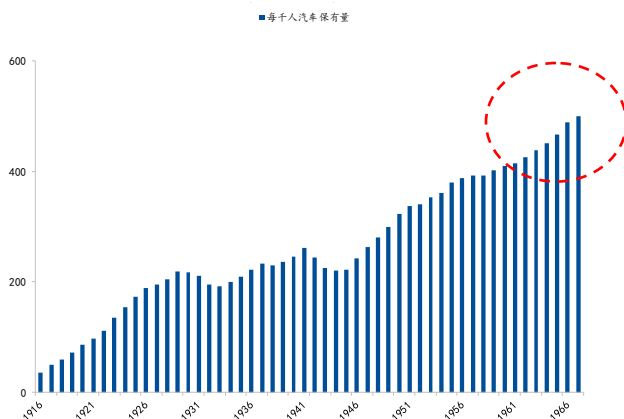
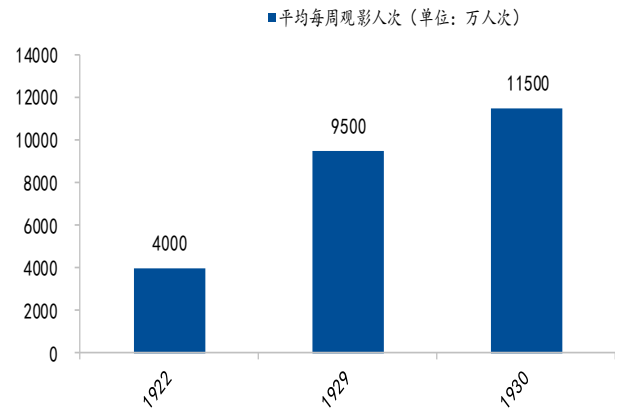


图 56：1920 年代起，电影观影人次迅速扩大



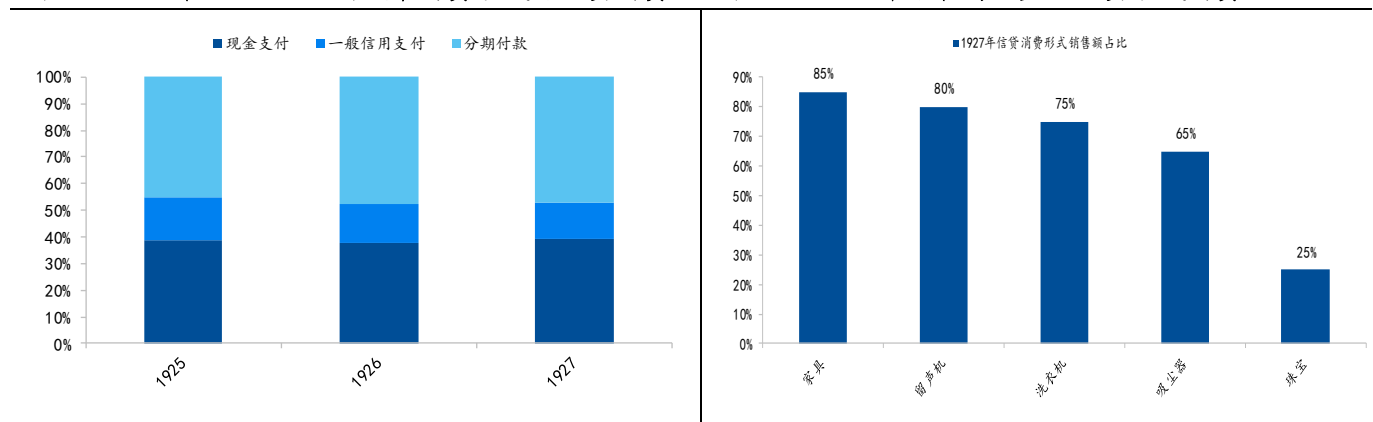
数据来源：美国经济分析局，《20 世纪 20 年代美国消费社会研究》，国泰君安证券研究

信贷消费渐成主流，促进了大众消费品的普及。1920 年代中后期，超过 60% 的汽车消费通过一般信用支付或分期付款完成。在汽车信贷消费的

带动下，洗衣机、留声机、家具、珠宝、服装等开始广泛提供信贷消费的服务。1927年，15%的零售商品销售额是以信贷形式销售的，其中汽车占比约50%，家具占比约19%。

图 57: 20 年代超过 60% 的汽车消费形式为信贷消费

图 58: 1927 年零售商品多以信贷形式消费



数据来源:《20 世纪 20 年代美国消费社会研究》, 国泰君安证券研究

2.2. 品质化消费崛起 (70 年代末-80 年代)

70 年代末-80 年代, 美国消费享乐主义泛滥, “雅皮士” 风貌兴起成为品牌与品质化消费崛起的时代缩影。1979-1989 年间, 1% 的美国家庭年平均收入从 28 万美元增长至 52.5 万美元。物质财富的富足为消费发展提供了肥沃土壤, 据《过度消费的美国人》介绍, 富有阶层在该阶段大肆购买雷克萨斯汽车、劳力士腕表、万宝龙牌钢笔、全套品牌服装及艺术收藏品, “雅皮士” 在此背景下诞生。“雅皮士” 的着装、消费行为及生活方式等带有鲜明的群体特征: 在高档餐厅用餐、品上等的酒、穿名牌服装、用顶级化妆品、开豪华轿车, 在衣食住行方面一律追求品牌与品质。

表 11: “雅皮士” 风貌成为品质化消费的缩影

特征	具体内容
职业分布	属于行政管理系统, 如首席代表, 创意总监、广告策划、高级文案、外文翻译、行政助理、资讯主管、人力资源部经理等
工作性质	侧重于人际关系, 包括沟通、联络、咨询、协调、接待、推广等
典型形象	拎着大号公文包, 出入于酒店、写字楼、会议室、候机楼、商务会所, 优雅地和客户握手、微笑、交换名片、签署合作意向。他们留给人们的总体印象是: 穿“高级灰”、说“洋泾滨”、吃西餐、喝红酒、看《ELLE》杂志, 读 MBA 等

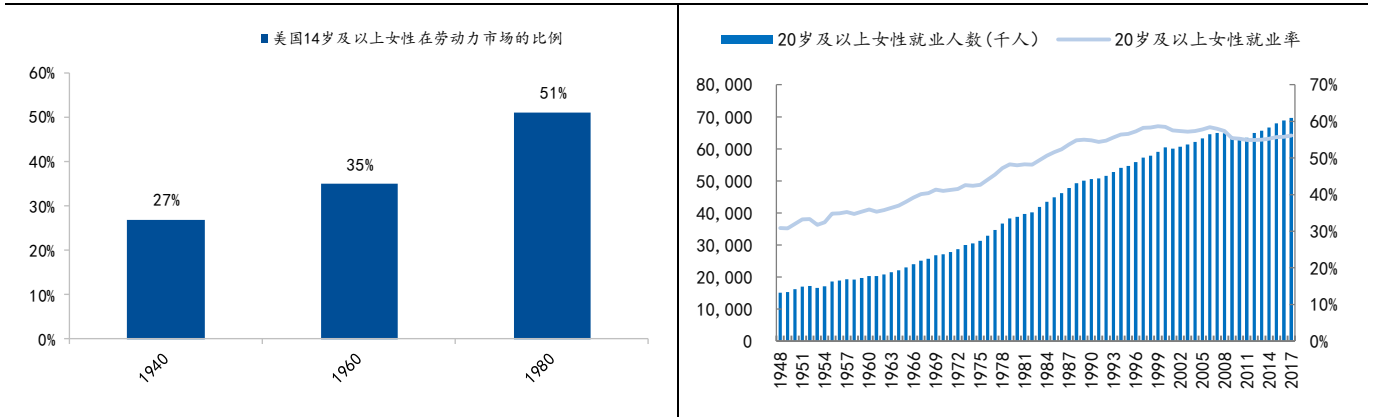
数据来源: 国泰君安证券研究

女性逐渐成为职场中坚力量, 品质消费需求凸显。20 世纪 60 年代, 美国的经济结构变革, 第三产业崛起的同时创造了巨大的就业需求。“女权运动” 冲击了美国女性的家庭和就业观念。受此因素的影响, 美国女性的就业人数和就业比例从 1960 年开始出现了明显上升。有学龄儿童的妇女进入职场的比例从 1960 年代的 30% 上升到 1980 年的近 2/3。随着离婚率及非婚生子女人数的上升, 许多妇女不得不工作来养家糊口。到 1979 年, 已婚职业女性的收入占家庭总收入的 24%。女性逐渐进入职

场，经济地位的提高使得以服装、珠宝为主的品质消费需求爆发。

图 59: 战后女性崛起成为劳动力市场的中坚力量

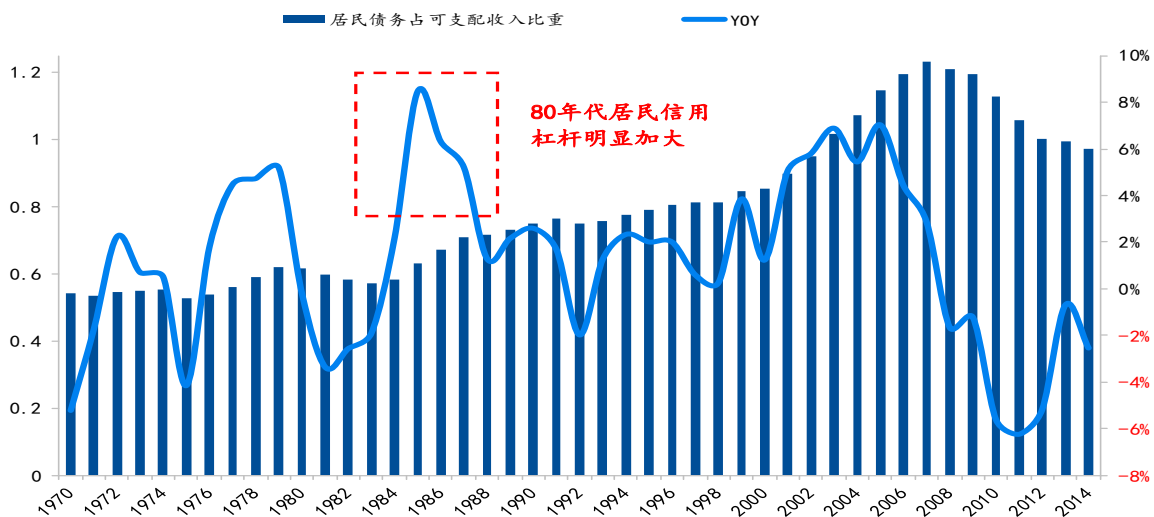
图 60: 女性就业率快速提高



数据来源：美国商务部普查局，国泰君安证券研究

居民消费信用杠杆的增加进一步激发消费潜力。70 年代末，长达 10 年的滞胀时期结束，受里根的结构调整改革刺激，经济恢复增长。70 年代的经济问题破坏了美国人的储蓄习惯，通胀使得美国人明白，与存钱相比，借贷和消费更加合理。10 年的高通胀让美国人更加习惯借贷消费来规避货币贬值的风险，居民债务占可支配收入的比重从 1978 年的 59% 上升到 1990 年的 75%。

图 61: 1980 年代居民消费的信用杠杆明显加大



数据来源：美联储，国泰君安证券研究

2.3. 理性消费意识复苏（20 世纪 90 年代以后）

90 年代起，美国理性消费意识复苏，消费观念从崇尚名牌转向青睐价格。1996 年，仅有 25% 的美国人相信未来五年的生活水平将会有所提高；而近乎 50% 的国民认为，下一代的生活水平不会优于当前。正是在这样的焦虑情绪下，理性消费意识开始复苏，美国人的名牌意识逐渐淡化，价格意识回归。轻奢品牌普遍 300-500 美元的定价远低于 1000 美元以上的传统奢侈品，高端消费过渡为轻奢品牌的趋势愈渐明朗。据 iziRetail 调

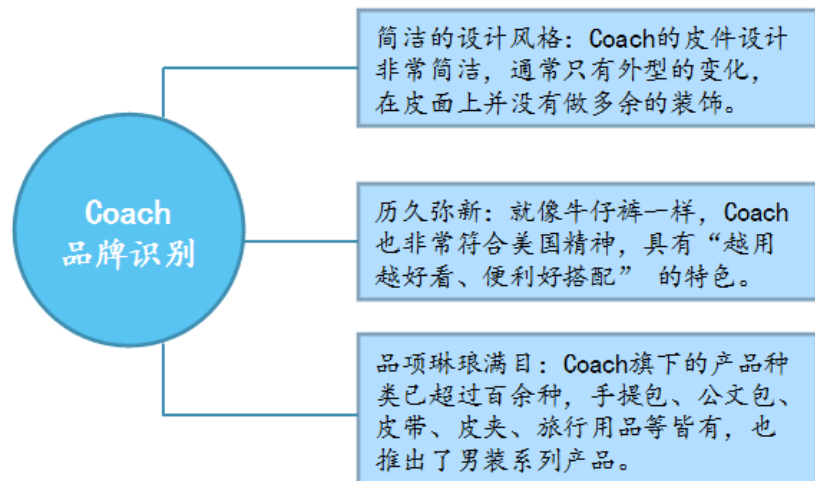
研，Coach、MichaelKors 等是轻奢阵营中活跃度最高的品牌，从 Coach（蔻驰）的品牌识别标签中，我们也能看见理性消费的复苏趋向。

表 12: 理性消费意识下，部分产品“必需”比重下降

产品	1973 年	1991 年	1996 年
第二台电视机	3%	15%	10%
洗碗机	10%	24%	13%
录像机	-	18%	13%
有线电视设备	-	26%	17%
微波炉	-	44%	32%
车用空调设备	13%	42%	41%
电视机	57%	74%	59%
干衣机	54%	74%	62%

数据来源：洛普中心，美国康涅狄格州立大学，朱丽叶《过度消费的美国人》，国泰君安证券研究，备注：统计口径为消费者认为该产品属于生活必需品。

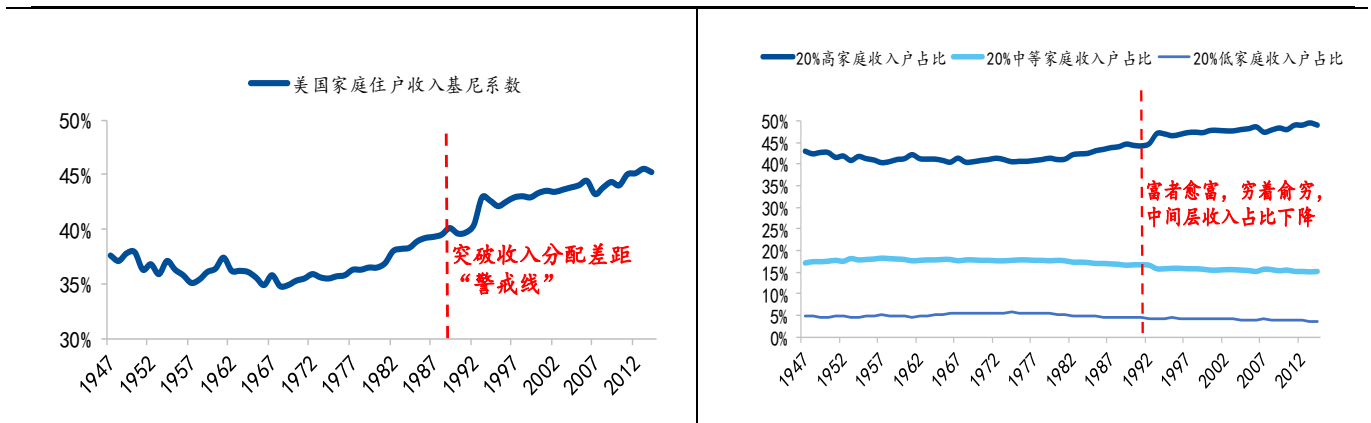
图 62: Coach 品牌识别的三大标签彰显理性消费复苏趋向



数据来源：国泰君安证券研究

贫富分化加剧及千禧一代崛起是理性消费意识复苏的两大驱动力。自 1990 年以来，美国收入差距不断加大，美国家庭住户收入基尼系数在 1988 年突破了 0.4 的警戒线，随后不断上升，20% 高家庭收入户占全美家庭总收入的比重在 90 年代初达到 45%，中等收入和低收入家庭收入占比明显下降。不平等改变了发达国家中产阶层对财富和富裕的看法，这给依靠志在变富的野心与情感驱动的奢侈品行业带来重大影响。与此同时，千禧一代逐渐成为美国的主流消费群体，购物更加看重商品的性价比。据美银美林的报告显示，71% 的千禧一代将会在购买前上网比价，而超过 50% 的人则会在店铺之间比价。

图 63: 1990 年以来美国贫富差距不断扩大



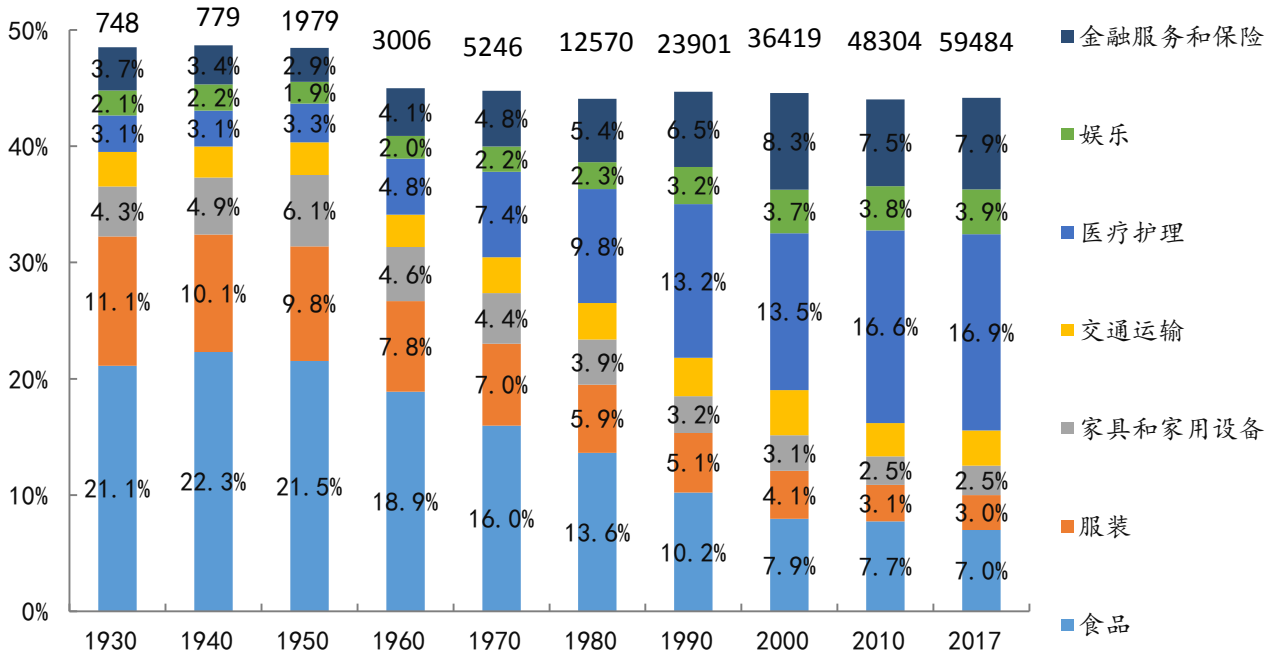
数据来源：美国商务部普查局，国泰君安证券研究

3. 美国消费品类变化：周期性消费品与“房”共舞，非周期性消费品相继迸发

纵观美国各大品类的成长路径，周期性消费品与房地产行业的变革息息相关，非周期性消费品随消费时代的变迁错落成长。20年代汽车生产工艺的历史性突破助力汽车迅速普及，同时期女性消费力量的壮大又带动了时装的崛起；40-60年代是居住方式变革的时代，租房逐渐转为自有，同时期部分家电大规模普及；70-80年代房产销售高潮迭起，品质力量开始崛起，直接推动家居、珠宝行业进入增长高峰，同时家电、汽车、服装也迎来进一步的消费升级。21世纪是信息爆炸的时代，信息技术革命驱动手机行业迎来两次发展春天。考虑到当前中国人均GDP水平与1970年代的美国较为相近，中国消费市场中家电、家居、汽车、珠宝等细分品类有望受益房产热潮和消费升级实现高速增长。

马洛斯低层次需求满足，高层次需求消费占比上升。根据马斯洛需求层次理论，可以将人的需求分为生理需要、安全需要、社会需要、尊重需要和自我超越需要。随着第二次工业革命的发展和第三次工业革命的到来，整个社会物质资料极大丰富，人在温饱阶段的需求得到极大满足。二战后科技的迅猛发展极大地提升了美国的社会效率，使得人们能够在满足基本的温饱需求后寻求更高层次的消费。具体数据来看，从1930年至2017年，食品/服装/家具和家用设备的支出占比分别由21.1%/11.1%/4.3%下降至7.0%/3.0%/2.5%；而交通运输/医疗护理/娱乐的支出占比分别由3.1%/2.1%/3.7%上升至16.9%/3.9%/7.9%。

图 64：美国消费支出结构变化



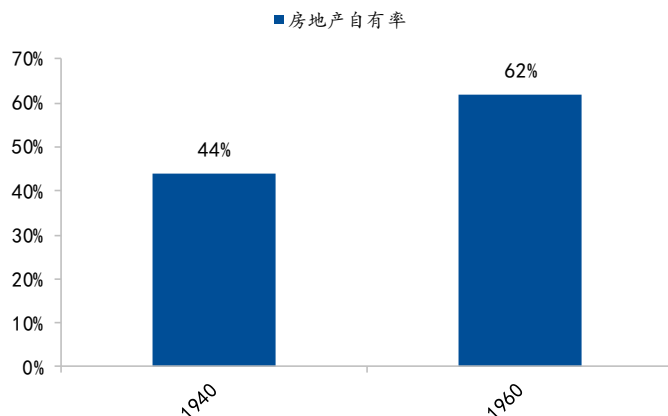
数据来源：Wind，世界银行，国泰君安证券研究（注：柱状图上方数字代表人均 GDP，单位为美元）

3.1. 房地产快速发展带动相关周期性消费品爆发

周期性消费品的发展与房地产行业的相关性显著。对于家电、家居和汽车等非周期性消费品而言，除了经济发展水平与消费倾向外，房地产市场也是直接影响家具需求的一个关键因素。作为房地产行业的下游联动行业，家电和家居行业与房地产行业发展的相关性显著。

房地产市场的第一次快速发展源于 40-60 年代美国住房自有率的快速提升。战后，政府出台政策促进居民购置自有住房，按揭贷款大力进行创新和推广，退役人员归国时兴起了大规模住房建设浪潮，直接导致住房自有率上升。1940-1960 年仅 20 年时间，自有率从 44% 提高到 62%。美国的主要居住形式从以租房为主转为以自有房为主。

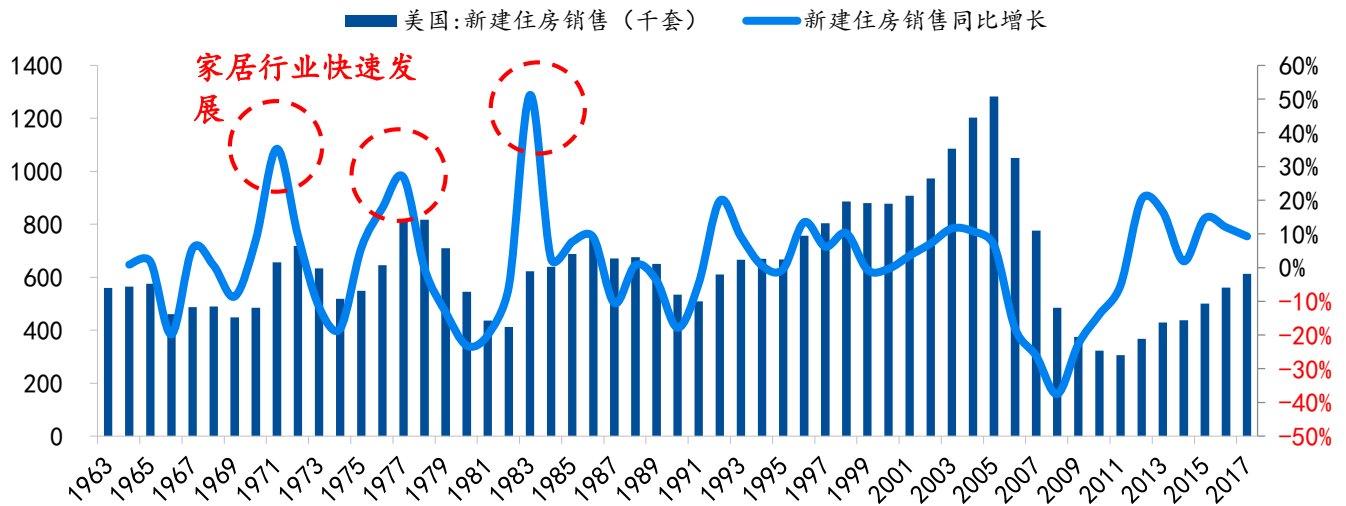
图 65: 住房自有率在 40-60 年代显著提升



数据来源：《变化中的资本主义：美国商业发展史》，国泰君安证券研究

随后在 1970-1980 年代出现三次购房高潮。在人口红利和收入增长双重催化下,新建住房销售增长率在 1971 年和 1977 年分别达到了 35%和 27%。在经历了 70 年代末期的房地产低迷之后,80 年代初美国新建住房销售迎来高速增长,1983 年的新建住房销售量增速一度达到 51%。

图 66: 美国房地产行业发展带动家电及家居行业发展



数据来源: 美国商务部, 国泰君安证券研究

3.1.1. 家电: 60-70 年代步入寻常百姓家

60-70 年代, 刚需型家电和细分领域家电产品在美国同时快速渗透。战后, 冰箱在美国率先普及, 渗透率从 1930 年的 10% 上升到 1950 年的 81%。随后, 洗衣机、洗碗机、彩电、干衣机和空调在 1960-1970 年也开始加速普及。无论是属于刚需家电的洗衣机、彩电和空调, 还是需求弹性相对更高的洗碗机和干衣机, 均开始走入寻常百姓家。

图 67: 冰箱在 1930 年-1950 年率先普及

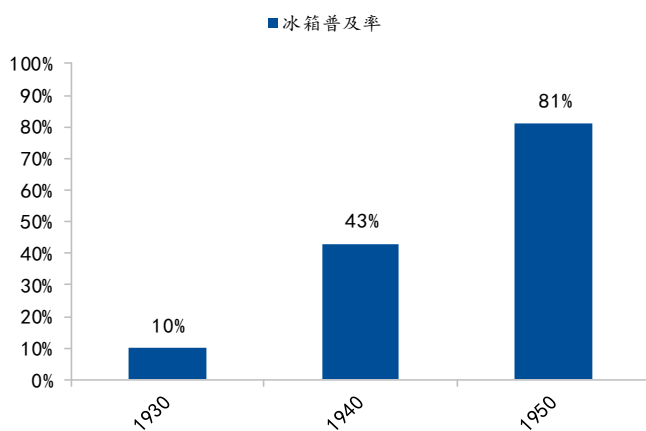
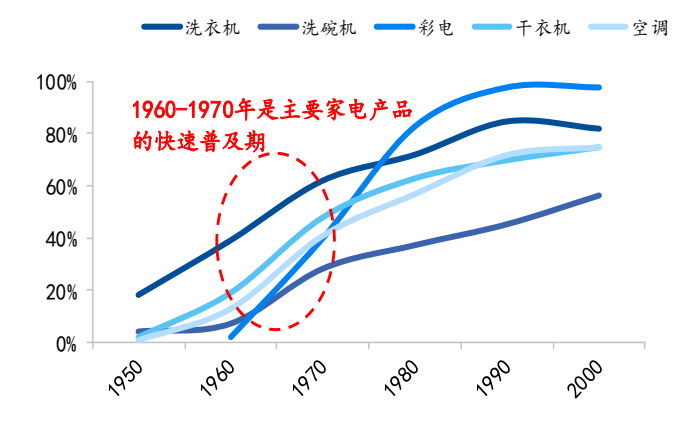


图 68: 1960-1970 年是主要家电产品的快速普及期

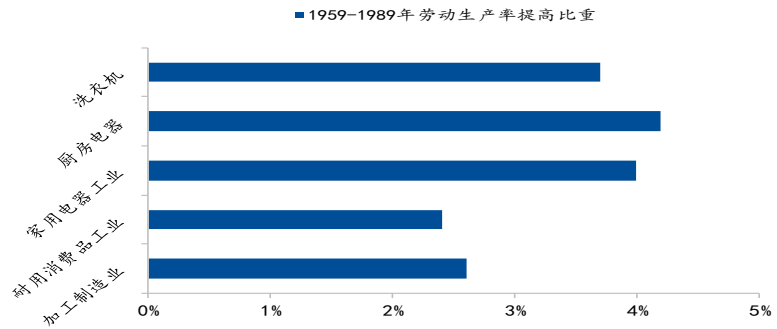


数据来源: 美联储, 国泰君安证券研究

供需齐爆发共同驱动家电产品的首次渗透。从需求端来看, 居民房屋自有率的提升和女性步入职场是推动家电需求增加的两支力量。从供给端来看, 家电的制作工艺和工业化水平在这一时期得到完善支持了家电的

大规模生产。在美国的加工制造业中，家用电器制造业的劳动生产率保持着平稳增长，且平均增长水平超过了一般加工制造业的生产水平。

图 69：美国家电制作工艺和工业化水平在 1960 年后逐渐成熟

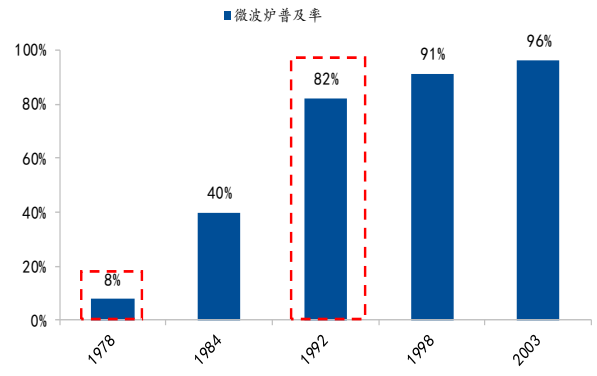
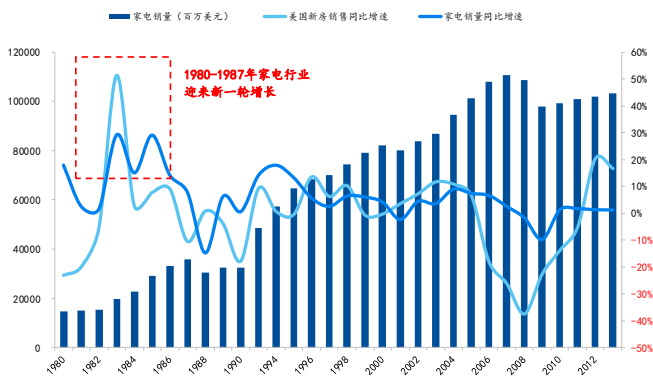


数据来源：《美国家用电器制造业的发展与回顾》，国泰君安证券研究

1980 年代，房地产行业复苏助力家电产品的新一轮升级。1980 年代以来，美国家电销量受新房销量影响，增速趋势与新房销售保持一致。1980 年代家电市场快速发展过程中，以微波炉为代表的厨电在本次家电消费升级中快速普及。

图 70：80 年代房地产市场火热推动家电销量快速增长

图 71：以微波炉为代表的厨电渗透率增加



数据来源：美国商务部，国泰君安证券研究

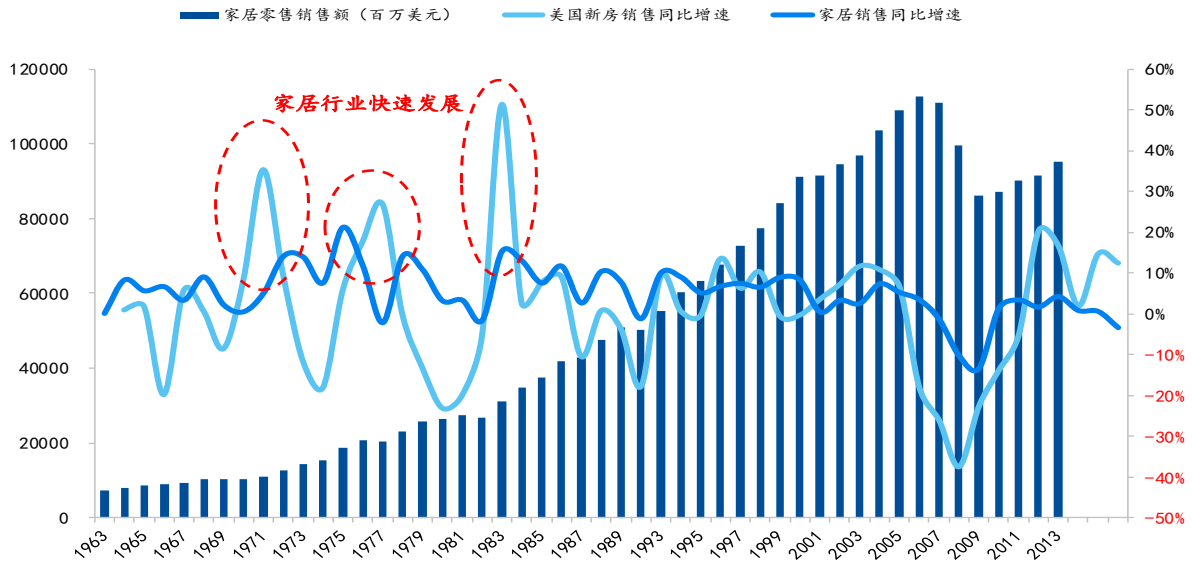
在 20 世纪后期以及进入 21 世纪后，美国家电市场迎来以环保和智能为主题的消费升级：1) 1990-2000 年，先后实施的关于空调、冰箱、洗衣机等大家电以及小家电制造商的能效强制标准，促进了家电产品向更加节能和环保的方向创新和发展。2) 2000 年后，迅速发展的互联网技术带动美国家电行业向智能、互联方向创新，更多 20 世纪 50 年代和 60 年代发明的家用电器产品都被重新赋予了互联网的新特性。

3.1.2. 家居：70-80 年代迎来历史发展高峰

70-80 年代房地产发展带动家居销售。二战后出生的“婴儿潮”一代在 70-80 年代逐渐步入社会，对房地产的刚性需求增加，而家居受房地产行业影响也迎来快速发展。由于家具属于住房必需品，当新建住房销售面积增长时，家具销售额必然会随之增长。但是当新建住房销售下降时，由于一般家具的使用寿命不超过 10 年，家具的折耗或对时尚美观的要

求可能会导致一部分人产生新的家具采购需求，此时家具销售的减少幅度相对房屋销售而言较小。因此，家具的销售额变化与新建住房销售面积的变化趋势是一致的，但房地产景气度下降带来的家具销售的下降幅度更小。

图 72: 70-80 年代房地产行业发展带动家居销售



数据来源：美国经济分析局，国泰君安证券研究

3.2. 非周期性消费品随消费时代变迁错落成长

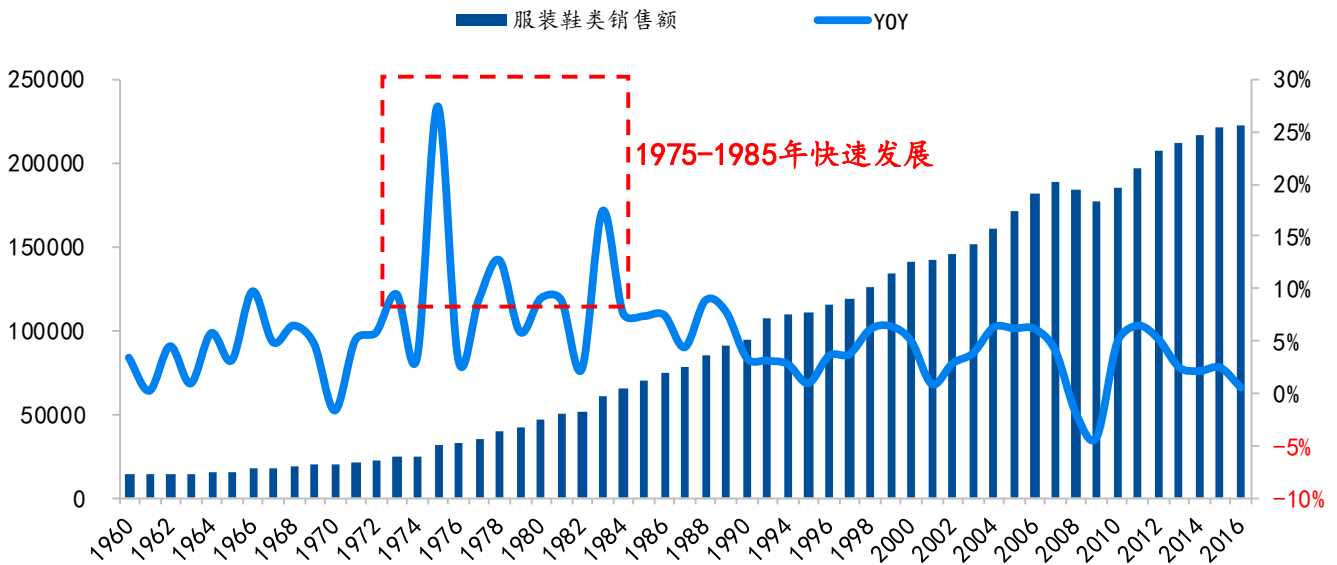
服装、珠宝、手机行业的发展与房地产周期关联度较小，在不同的消费时代中展露锋芒：服装受益女性消费力量的壮大而崛起，伴随着消费文化的更迭不断升级；珠宝属于可选消费，在品质为王的背景下冉冉升起；手机是信息时代的产物，划时代的技术变革是驱动其两次增长高峰的关键因素。

3.2.1. 服装：20 年代时装崛起，70 年代休闲至上

女性消费力量驱动 20 年代美国时装业崛起。1929 年以前，21%的美国女孩是有职业的，其工资约为男人工资的 3/4，她们的收入大多用在衣着上，美国社会中服装消费需求的日趋扩大，对时装业的发展具有巨大的推动作用。曾有人对美国加工业做过调查，在美国东部最大的工业区中，服装商店的职工将近 50 万人，销售额超过 300 万美元。同时，许多欧洲设计师纷纷前往美国，将其设计投入美国市场，美国逐渐成为世界时装的销售中心。

70 年代品牌崛起，大众休闲风掀起热潮。20 世纪 60 年代起美国设计队伍逐渐发展壮大，大型企业集团也相继崛起，服装产业格局初具雏形。迎合婴儿潮带来的 7000 多万青少年口味，牛仔风、休闲风成了那个时间段的流行趋势。在 1975-1985 年的 10 年间，服装行业零售销售额 CAGR 超过 8%。

图 73: 1975-1985 年服装行业零售销售额快速增长

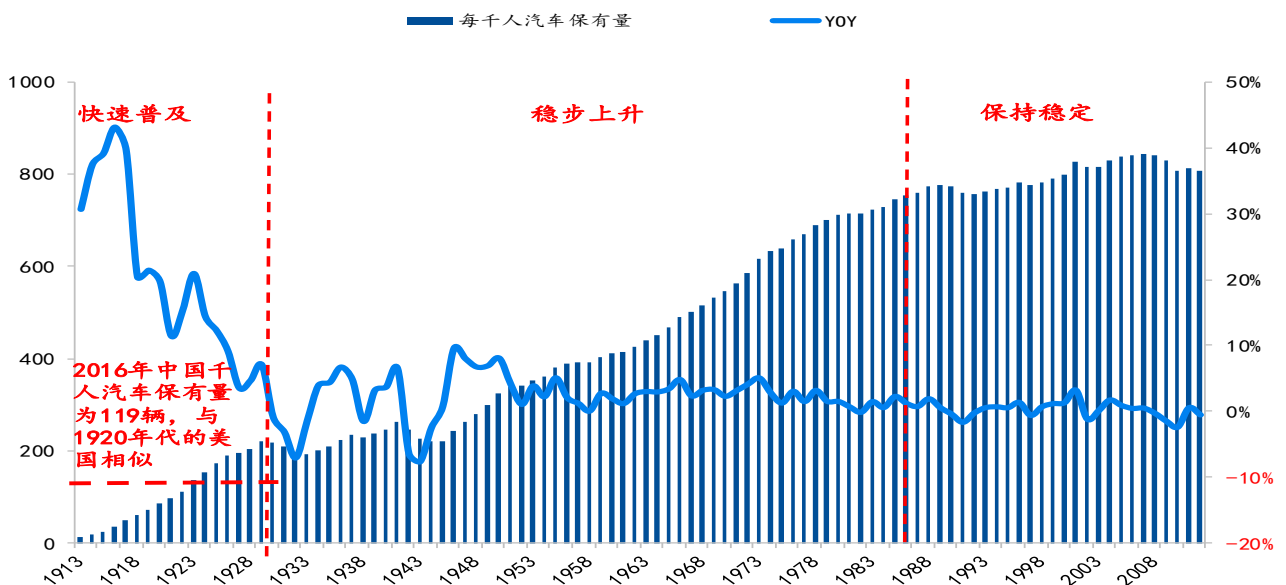


数据来源: 美国商务部, 国泰君安证券研究

3.2.1. 汽车: 20 年代快速普及, 80 年代需求升级

美国是典型的“车轮上的国家”，1920 年代汽车快速普及。美国每千人汽车保有量在 1929 年达到 220 辆。20 世纪初，美国汽车业有 180 多家公司角逐，至 1920 年代三大汽车巨头——通用、福特和克莱斯勒——占据了所有汽车生产量的 90% 以上。1908 年，福特推出 T 型车，凭借价格优势（仅相当于同类车型价格的三分之一）迅速占领市场，1908-1927 年期间共计销售约 1500 万辆。通用公司当时的主打车型是雪佛兰，产量从 1924 年的 28 万辆增加至 1928 年的 100 万辆。1929 年，雪佛兰由 4 缸驱动增加至 6 缸驱动，年销售数量飙升至近 150 万辆。

图 74: 汽车在 1920 年代快速普及



数据来源: 美国经济分析局, 国泰君安证券研究

1980年，汽车行业迎消费升级，消费者对于汽车的需求更加多样化。1960年起，拥有两辆或以上汽车的家庭占比不断提高，同时女性车主增加，这进一步使消费者群体多样化，市场愈发细分，客户更加追求个性化的东西，传统大批量的流水线生产方式受到威胁。由于整个70年代油价持续飙升，越来越多的美国人选择购买性价比高且能使用天然气的日本小型车。到1980年，进口车占美国汽车销售量的30%。

图 75: 拥有两辆或以上的汽车的家庭占比不断提高

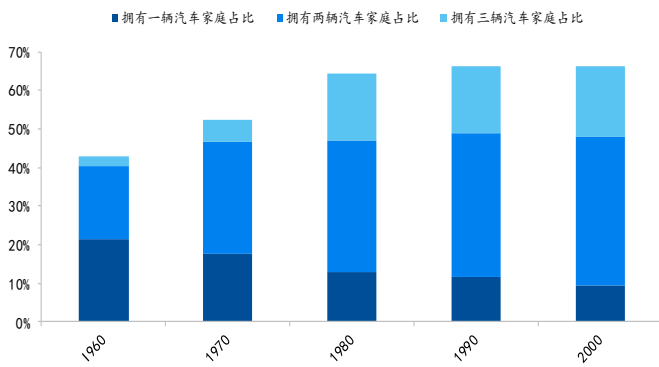
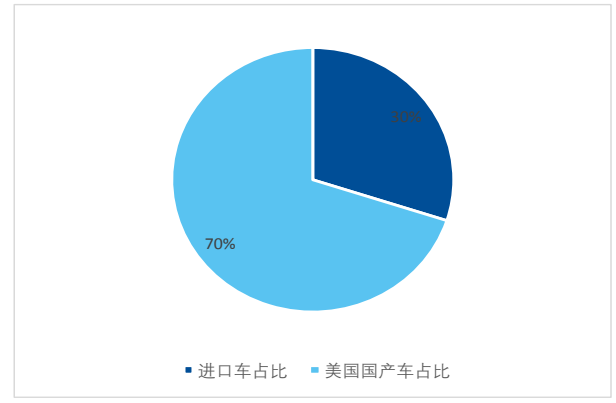


图 76: 1980年，进口车占比达到30%



数据来源：美国商务部，国泰君安证券研究

3.2.2. 珠宝：1970年开始步入高速发展通道

人均GDP达到5000美元是珠宝消费的标志性拐点。由于珠宝产品的非必需品属性，美国的珠宝消费和经济周期高度联动。以1970年为拐点，此前人均珠宝消费在经济复苏的背景下开始缓慢增长，但直到1970年人均GDP达到5000美元，受消费升级的驱动，美国珠宝销售额才开始进入一个高速增长的通道。1978-2000年，珠宝及手表销售额CAGR达6.5%，增速最高飚至21%。此后，美国珠宝销售增长开始放缓，经历了金融危机的重创后，市场逐渐趋于稳定。

图 77: 人均GDP达到5000美元是珠宝消费的拐点

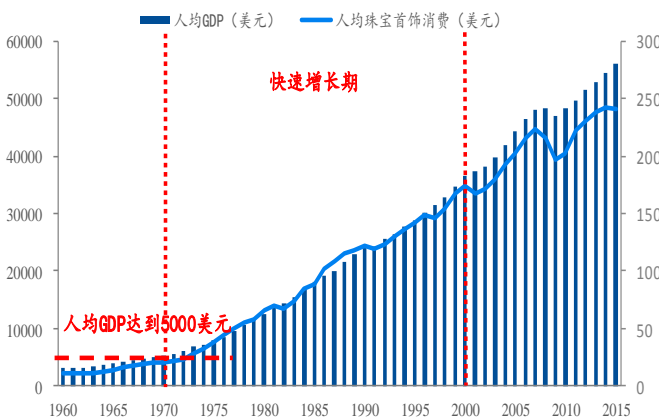
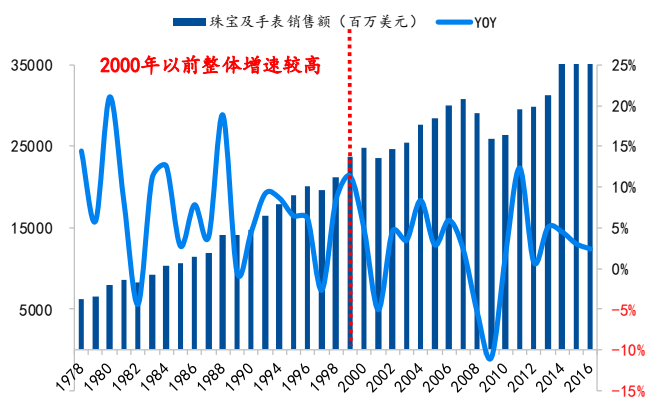


图 78: 2000年以前珠宝及手表销售额高速增长



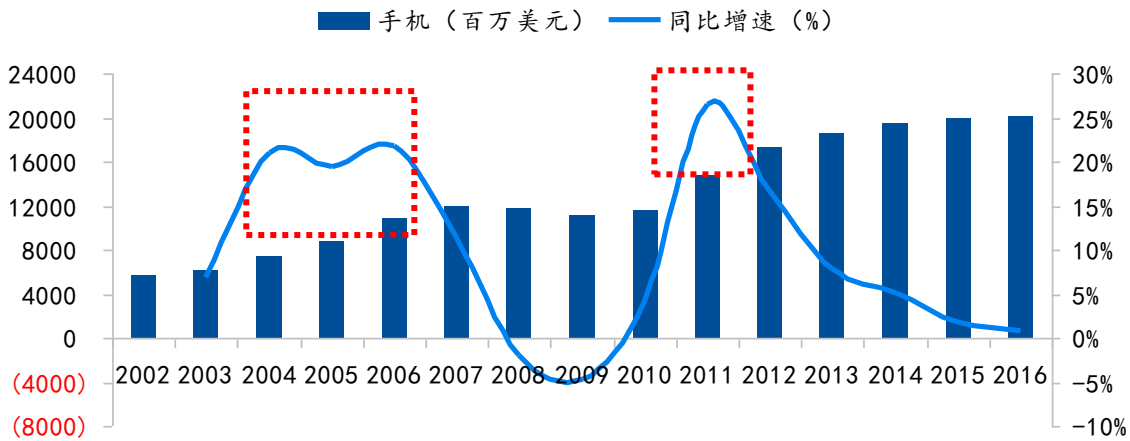
数据来源：美国商务部，Wind，国泰君安证券研究

3.2.3. 手机：21世纪以来迎来两次发展春天

美国手机消费变迁与信息技术更迭相伴相生。21世纪是信息技术迅猛发

展的时代，手机的普及成为其中的一大标志。2004-2006 年，美国手机销售同比增速平均达到 20%左右。虽然金融危机期间消费热情骤降，但随后 iPhone 的发布和移动网络技术的革新开启了智能手机的新时代，美国手机消费在 2010-2012 年迎来第二次高潮。两次发展高潮助推手机市场渗透率不断提升，根据美国人口普查局统计，2003 年移动电话用户数量约为 1.59 亿，2016 年已达到 2.7 亿，渗透率超过 80%。其中苹果在美国智能手机中占据着 40%以上的市场份额，龙头优势显著。

图 79：21 世纪以来美国手机消费迎来两次发展春天

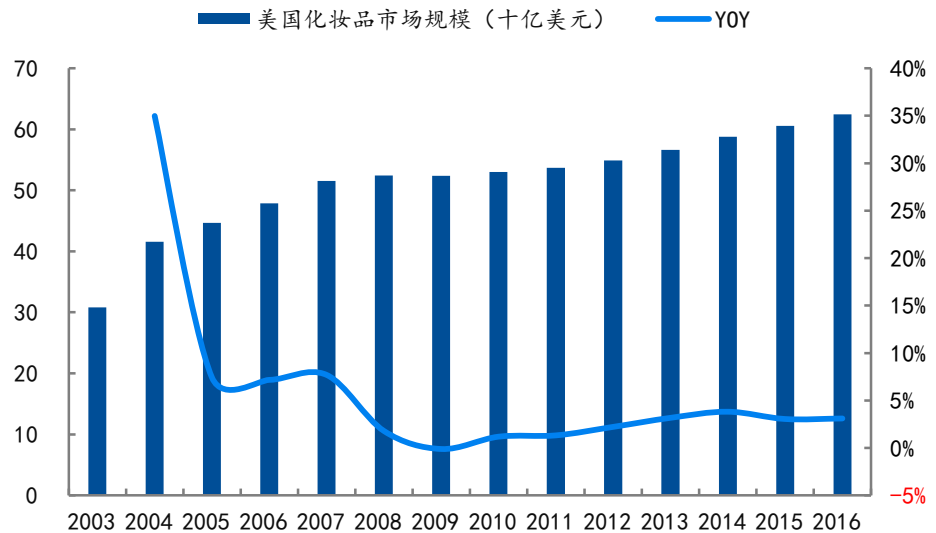


数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

3.2.4. 化妆品：行业监管日趋完善，市场规模稳步提升

美国是目前全球最大的化妆品生产和销售国，目前有 500 多家化妆品企业，涵盖清洁类、护肤类、护发类、香水和特殊用品类。从 1938 年开始，国会陆续通过《联邦食品、药品及化妆品法案》、《公共保健服务法》、《色素添加剂修正案》、《公平包装及标签法》等一系列促进化妆品行业发展的法案。截至 2012 年，化妆品成分审查专家小组已经审核评估 2650 个原料，确保化妆品的安全。近年来美国化妆品市场规模稳步提升，从 2003 年 30.79 亿美元提升至 2016 年 62.46 亿美元，CAGR 5.6%，超过同期 GDP 增长速度。

图 80：美国化妆品行业市场规模



数据来源: Statista, 国泰君安证券研究

4. 美国零售业态变迁: 百货、超市、购物中心、折价商店先后主导

随着美国经济发展及消费偏好的变化, 百货、超市、购物中心、折价商店等先后主导了零售业态的变迁。20 世纪初-30 年代, 百货商店和连锁店先后掀起零售浪潮; 40-60 年代, 经济腾飞、人口增长和城市化进程的加快为超市的发展创造了空间; 70-80 年代, 中产阶级的崛起以及人口郊区化的趋势促使购物中心迎来黄金时代; 80-90 年代, 仓储会员店和大型超市快速发展; 90 年代开始, 美国理性消费意识复苏, 以平价百货和奥特莱斯为代表的折扣店广受大众欢迎; 随后网络零售时代也迎来风口, 对实体零售形成了分流。当前美国三大业态中仓储会员店及超市销售额最高, 折扣店其次, 百货最低。

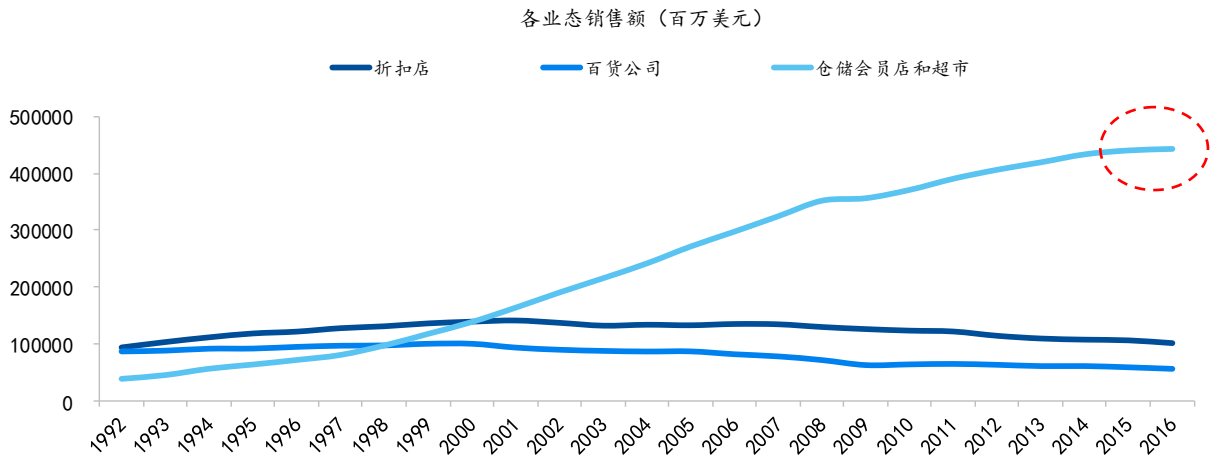
当前的中国的经济发展水平接近于美国 1970 年代末的水平, 零售业态中购物中心发展较好, 会员店和折扣百货发展值得期待。

表 13: 美国零售业态变迁

	1900-1930 年	40-60 年代	70-80 年代	80-90 年代	90 年代至今	21 世纪至今
成长业态	百货和连锁店	超市	购物中心	仓储会员店和大型超市	平价百货和奥特莱斯	网购、多样化叠加
代表公司	A&P	Big Bear	Mall of America、梅西百货	Costco, 沃尔玛	TJX	亚马逊
消费行为	大众消费	大众消费	品质消费	理性消费	理性消费	理性消费
社会发展	人口向城市集中、收入增加	经济腾飞、人口增长和城市化进程的加快	住宅&人口郊区化, 私家车普及	消费需求专业化, 中产阶级崛起	中产阶级崛起	信息技术发展, 电脑及网络普及
人均 GDP (美元)	800 以下	800-5000	8000-20000	13000-30000	20000 以上	200000 以上

数据来源：国泰君安证券研究

图 81：当前美国三大业态中仓储会员店及超市销售额最高，折扣店其次，百货最低



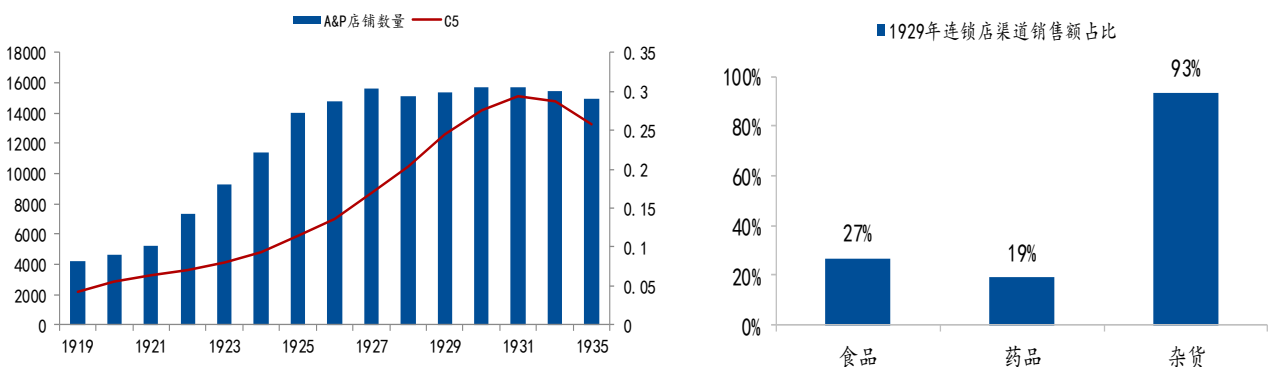
数据来源：美国商务部，国泰君安证券研究

4.1. 20 世纪初-30 年代：百货商店和连锁店先后掀起零售浪潮

20 世纪初：百货掀起美国零售业的第一个浪潮。从南北战争到 20 世纪初，在人口增长和城市轨道交通建设的推动下，百货公司在美国的主要城市和新兴城市中兴起。据《美国经济发展历程》书中估计，1912 年时美国共有 1140 家百货商店，在干货及高级成衣市场百货商店的渠道占比达到 40%。

20-30 年代：廉价商业模式引发连锁店的革命。1928 年百货商店的销售额比 1919 年仅仅增长了 38%，同期连锁店的销售额增长了 183%。1929 年，美国食品销售额的 27%，药品销售额的 19% 和杂货销售额的 93% 都是来自连锁商店渠道。以 A&P 为首的公司 在 20 世纪 20-30 年代的美国掀起了连锁店革命，A&P 的连锁店数量从 1915 年的 1600 多家上升到 1935 年的 15000 家。1919 年至 1932 年，美国排名前五家的杂货零售商所占市场份额从 4.2% 上升至 28.8%。

图 82：连锁商店龙头企业在 20-30 年代快速扩张



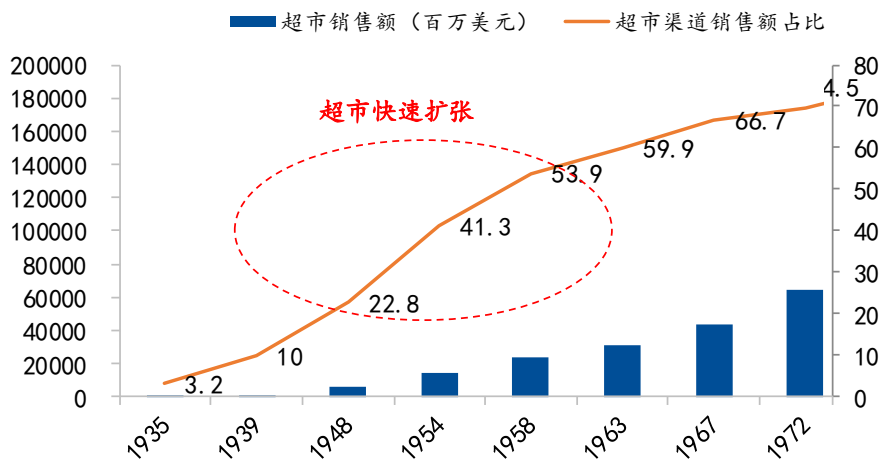
数据来源：“The evolution of supermarket industry: From A&P to Walmart”，国泰君安证券研究

4.2. 1940-1960 年代：超市快速扩张，领跑美国零售业

超市的诞生 (30s-40s): 连锁店形态在美国逐渐受到认可。随着工业化、城市化进程的推进，人均可支配收入不断上升，汽车的普及使交通费用逐步下降，商业用冷库和家庭冰箱的普及使消费者购物时每次购物可购买量增大，而连锁店已经不能满足大量消费的需求，超市便在这样的背景下诞生。

超市的繁荣 (40s-60s): 超市渠道的销售额占总零售销售额比重从 1939 年的 10% 上升到 1963 年的近 60%，步入全盛时期。二战后，经历短暂的经济衰退，美国开启了长达 20 年的经济快速增长，2/3 美国家庭达到中等收入水平，汽车产业快速发展，至 1960 年，大部分美国家庭至少拥有一辆私家车。同时，数百万美国家庭离开东海岸向中西部迁移，城市化进程加快。非裔美国人大量涌入城市使得白色人种大量离开城市前往郊区居住，历史上称之为“white flight”。经济腾飞、人口增长和城市化进程的加快为超市繁荣创造了条件。

图 83: 美国超市在 40-60 年代步入全盛时期



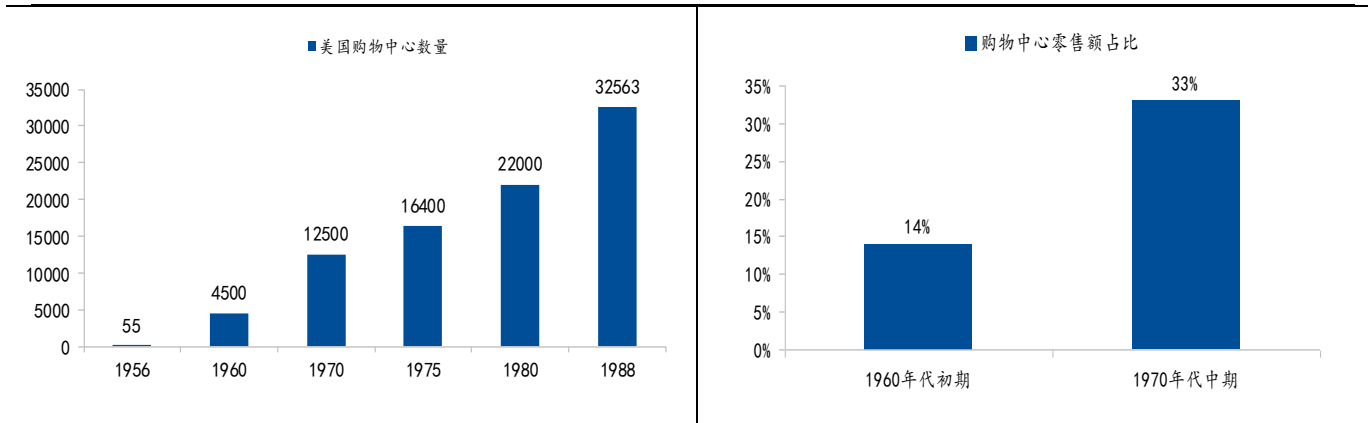
数据来源: Manchester (1992), 国泰君安证券研究

4.3. 1970-1980 年代：美国购物中心发展的“黄金时代”

1960 年代购物中心发展开始崛起，随后在 70-80 年代步入黄金增长期。 美国购物中心的数量从 1960 年的 4500 个增长到 1975 年的 16400 个，1988 年达到 32563 个，其零售额占比也从 1960 年代初期的 14% 跃升至 1970 年代中期的 33%。80 年代后超级购物中心（购物中心面积大于 80 万平方英尺）日益受到消费者欢迎，1990 年一项盖洛普民意测验 (Gallup poll) 发现美国人平均每一个月光顾购物中心四次。

图 84: 1970-1988 年美国购物中心数量快速增加

图 85: 1960-1970 年美国购物中心零售额占比跃升



数据来源：姜静静《20世纪50-70年代美国购物中心的兴盛及其原因与影响》，国泰君安证券研究

购物中心发展三要素：中产阶级崛起，住宅&人口郊区化，汽车文化盛行。1960年代，美国经济发展总体保持良好势头，国民生产总值不断增加，个人收入水平持续上升，拥有较高收入的中产阶层比例不断扩大，郊区的蓬勃发展也带来了人口增长及充足购买力，大规模的高速公路建设为购物中心迅速发展提供良好的基础设施条件。除此之外，购物中心规模巨大的停车场是区别于市中心零售商业区的一大优势。

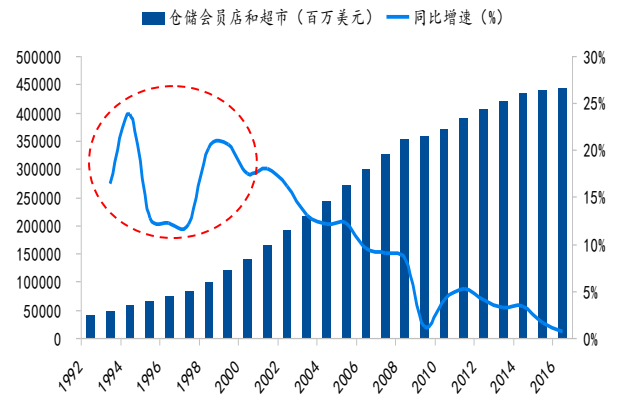
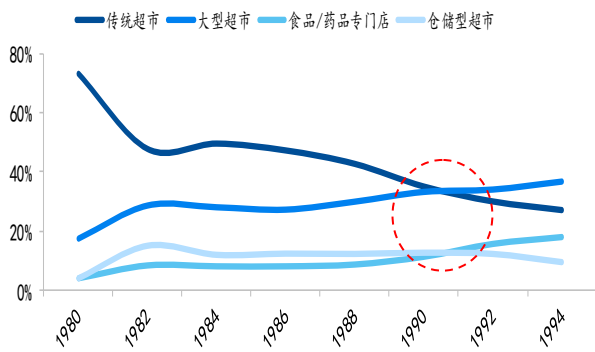
1995年，位于明尼苏达州的Mall of America出现，集购物与娱乐于一体，引领新一代购物潮流。它建筑面积达到39万平方米，创造性地揉合娱乐业和零售业，包括一个占地七英亩的游乐园、夜总会、餐饮业，其中约一半面积用于零售，是目前美国规模最大的超级室内摩尔购物商场。娱乐项目是它最大的特色，给予消费者主题公园一样的体验。购物中心以娱乐项目作为引爆点获取大量人流，从而带动经营业绩的改善。

4.4. 1980年代末至今：仓储会员店和大型超市快速发展

80-90年代初，仓储型超市和大型超市的销售额占比不断上升，90年代仓储会员店走出陡峭成长曲线。在品类构成上，仓储式商店约50%为食品，50%为其他商品，在经营特征上呈现出品类多、SKU较少的特点。仓储会员店主要实行两种“会员制”模式：其一，小型零售商或消费团体会员；其二，个人消费者会员。20世纪90年代末成长初期，仓储会员店的竞争还比较激烈，发展至今则由沃尔玛的山姆仓储式商店与Costco的仓储式商店所垄断，二者在90年代的销售额年平均增速分别高达15%、13%。

图 86: 仓储型超市和大型超市的销售额占比不断上升

图 87: 仓储会员店和超市走出陡峭成长曲线



数据来源: Progressive Grocer Marketing Guidebook, 美国商务部普查局, 国泰君安证券研究

4.5. 90 年代至今: 以平价百货和奥特莱斯为代表的折扣店崛起

折扣店占比提升, 迎来发展契机。折扣店的诞生顺应了理性消费趋势下价格至上的心理需求, 迅速抢占市场份额。在美国排名前 100 位的零售商中, 折扣店占前 100 位销售总额的比例在 80 年代末起不断提高, 到 90 年代后期达到 17%。在折扣店中, 平价百货和奥特莱斯的发展尤为引人注目。

表 14: 80-90 年代排名前 100 位的零售商中, 折扣店销售额占比提高

	1988	1989	1992	1993	1994	1995	1996
百货商店	9.8%	10.1%	8.9%	8.1%	7.2%	8.0%	7.8%
折扣店	15.9%	15.8%	17.9%	17.3%	17.4%	16.7%	17.1%
仓储俱乐部	3.0%	3.6%	6.5%	6.8%	7.1%	5.9%	5.7%
服装专业店	4.4%	4.3%	4.1%	3.9%	4.0%	3.4%	3.1%
类型专业店	4.1%	4.2%	5.1%	5.5%	6.5%	9.3%	10.2%
传统超市	34.7%	33.3%	29.4%	27.8%	27.8%	27.2%	26.0%

数据来源: 《连锁店时代》, 国泰君安证券研究

TJX 公司是美国平价百货中的绝对龙头, 也是美国目前销售额最高的百货公司。平价 (Off-price) 这一业态早期作为一个缝隙市场存在, 其存在的重要逻辑是, 传统百货的尾款货品、退换货品以及供应商多生产的存货的消化渠道。2003-2013 年期间, 美国平价百货数量从 3148 家上升至 5005 家, 而 TJX 占比一直保持在 40% 以上, 是平价百货领域绝对的龙头公司。TJX 在欧美 9 个国家拥有超过 3600 家门店, 旗下包括 T. J. Maxx、Marshalls、HomeGoods 等 10 个连锁品牌, 年销售收入超过 300 亿美元。TJX 在 2014 年超过梅西百货, 成为销售额最高的美国百货公司。

表 15: 美国平价百货数量不断增加

	2003	占平价百货总数比重	2009	占平价百货总数比重	2013	占平价百货总数比重
TJX	1,418	45%	1,703	39%	2,021	40%
Ross Dress for Less	568	18%	953	22%	1,146	23%
Burlington Stores	349	11%	449	10%	521	10%

Cititrends	161	5%	403	9%	505	10%
DSW	144	5%	305	7%	364	7%
Nordstrom Rack	56	2%	72	2%	143	3%
dd, s DISCOUNTS	0	0%	54	1%	130	3%
K&G	73	2%	107	2%	97	2%
Saks Off Fifth	53	2%	55	1%	70	1%
Century 21	2	0%	4	0%	8	0%
Loehmanns	48	2%	69	2%	0	0%
AJ Wright	99	3%	150	3%	0	0%
Filenes Basement	21	1%	23	1%	0	0%
总计	3,148	100%	4,374	100%	5,005	100%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

TJX 公司独特的平价百货商业模式为公司发展建立护城河。TJX 的战略发展主要有两个阶段：第一阶段是建立平价百货商业模式，完成美国连锁门店的扩张。1995 年，TJX 收购了最大竞争对手、行业第二市占率的 Marshalls，并且在收购后进行了成功的整合；第二阶段，TJX 成功转型为以平价方式批量销售应季商品为主的百货公司。

强大的品牌供应商资源和专业的买手制度是供应链管理的两大法宝，推动 TJX 周转率和利润率同步提升。2003-2015 年，TJX 的供应商数量从 9000 翻倍至 18000 家，通过从供应商手中直接下单应季货品甚至包揽某一品类的所有货品获得批量采购的优惠价格；TJX 的买手团队不断扩大，从 2005 年的 400 多人增加到 800 人，而且 TJX 耗费大量时间和精力来培训自己的采购团队，因此 TJX 的采购频次非常高，几乎活跃于一年中的每一周。得益于供应链的优化，TJX 的盈利能力和存货管理能力同步提升，经营效率不断改善。

图 88: TJX 毛利率稳步上升

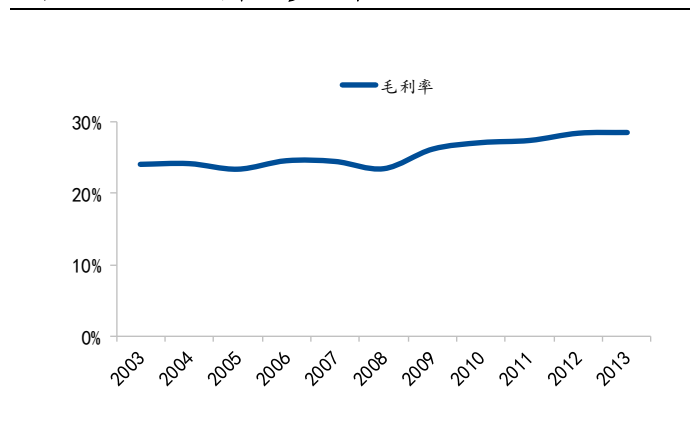
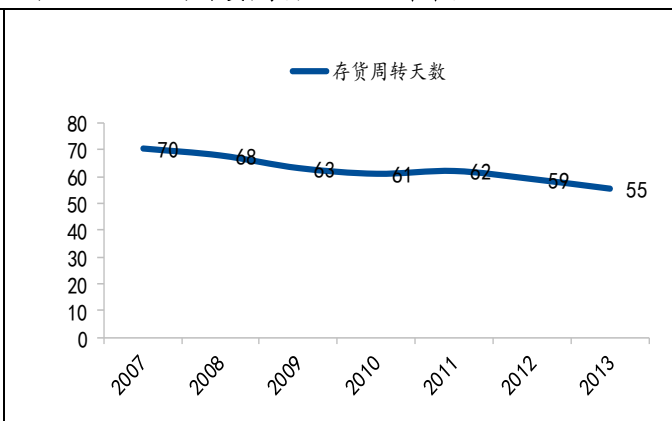


图 89: TJX 的存货周转天数不断降低



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

奥特莱斯业态首创于美国，90 年代后大规模扩张，是当下欧美市场发展强劲的零售业态之一。奥特莱斯通过诸多品牌的经营迎合消费者的需求，采取与百货、大卖场、超市等错位经营的方针，形成了独特的经营个性，深受消费者喜爱。而在具体品类上，奥特莱斯聚集了物超所值的世界名品，为时尚人士提供购买名品的窗口，也通过折扣方式打造自身“轻奢”业态形象，发展后劲十足。20 世纪 90 年代，作为折扣店典型代表的奥

特莱斯数量翻倍增长，坪效增加至近 3000 美元，入驻商店也从 1988 年的 4000 多家增加到 2000 年的 14000 家。

表 16: 90 年代以来美国奥特莱斯业态取得迅速发展

年份	奥特莱斯数量 (家)	新开业数量 (家)	总面积 (万平方米)	销售额 (亿美元)	坪效 (美元)	商店数量 (家)	连锁商数量 (家)
1988	142	36	170	-	-	4413	308
1989	183	43	208	-	-	5758	358
1990	222	40	261	-	-	6907	419
1991	249	25	298	-	-	8256	471
1992	275	26	326	-	-	9151	500
1993	294	32	365	-	-	10529	527
1994	311	27	412	-	-	11603	535
1995	324	22	471	107	2271	11137	543
1996	329	13	506	116	2293	12045	529
1997	312	7	515	122	2368	13032	514
1998	293	7	519	139	2680	13654	492
1999	284	5	522	143	2745	13839	454
2000	278	5	536	-	-	14066	446

数据来源:《美国奥特莱斯综述》, 国泰君安证券研究

4.6. 20 世纪末以来: 网络零售强势分流

理性消费意识复苏趋势下, 网络零售迅速崛起。美国网络零售额占零售总额的比重由 1998 年的 0.19% 上升至 2016 年的 8.03%。从总量来看, 2016 年美国网络零售总额已接近 3900 亿美元, 除 2008 年金融危机带来的短暂低迷外, 近年来的增速均维持在两位数增长, CAGR 高达 27%。随着网络用户群体的进一步扩大及渗透率提高, 美国网络零售总额有望持续提升, 市场份额有望持续扩大。

图 90: 美国网络零售占比持续提高

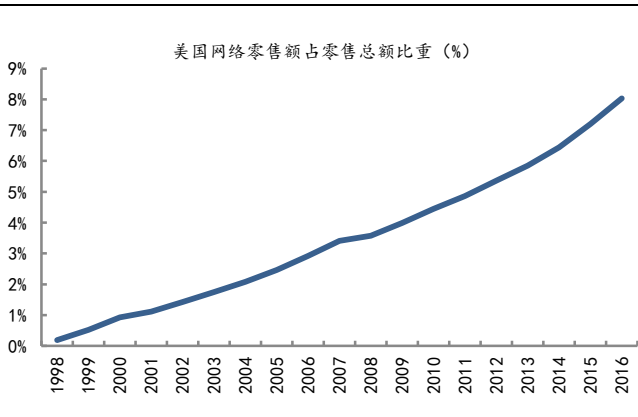
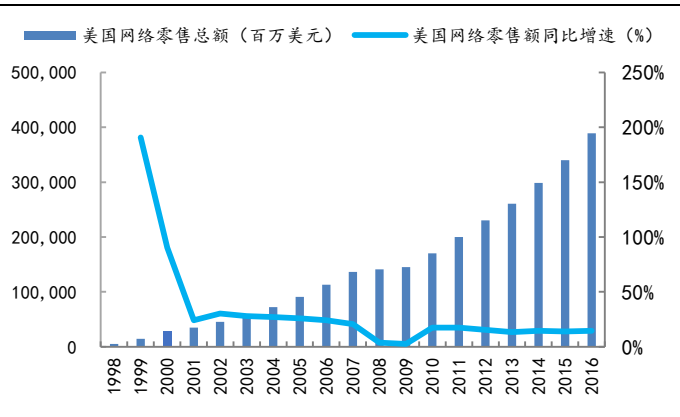


图 91: 美国网络零售总额保持两位数高增长

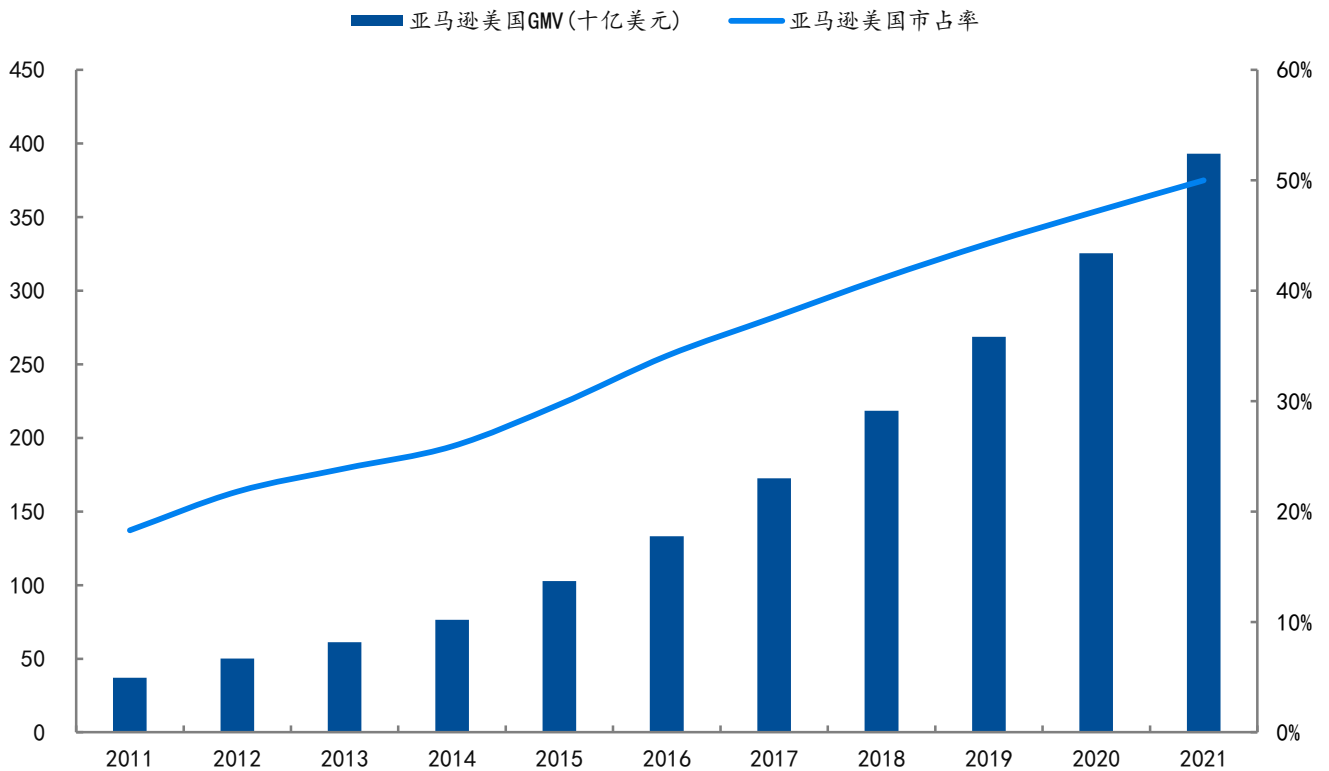


数据来源: 美国商务部普查局, 国泰君安证券研究

亚马逊在美国网络零售领域龙头优势显著。2017 年, 全美电商 37% 的电子商务销售额来自亚马逊。在电子产品、家居和服装等领域, 亚马逊的市场份额遥遥领先。据估计, 2021 年, 亚马逊在美国电子类商品市场份额超过 50%, GMV 将从 2011 年的 370 亿美元增长至 2021 年的 3930 亿

美元，CAGR 27%。

图 92: 亚马逊（美国）GMV 及市场占有率预测

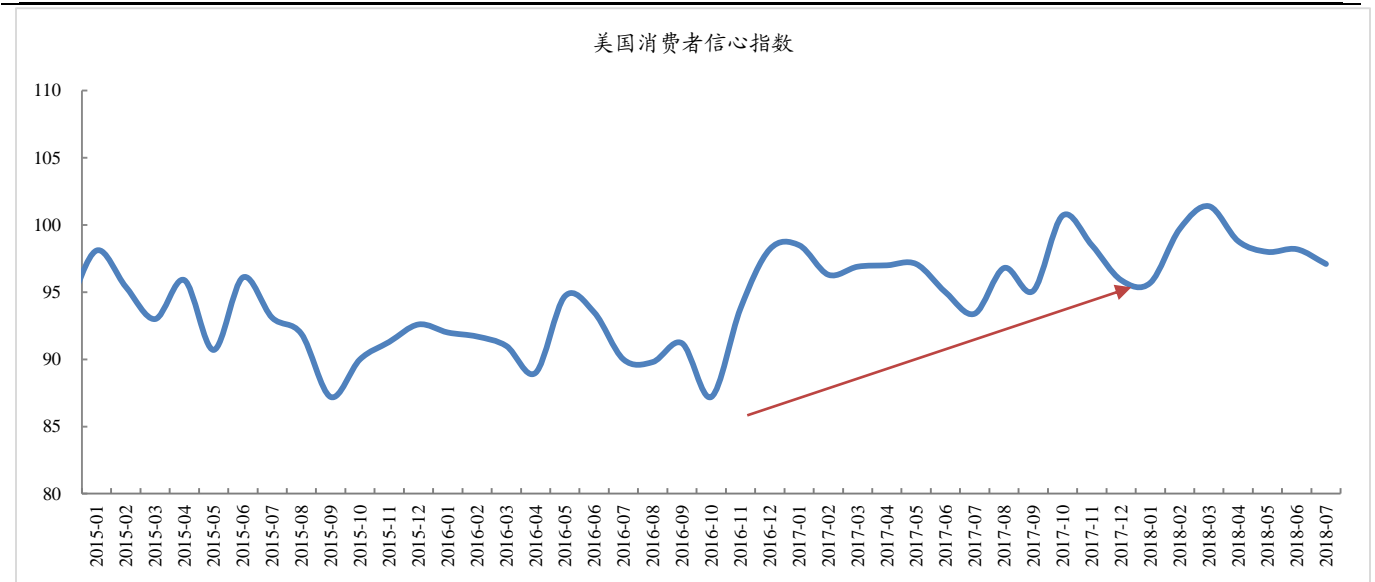


数据来源：公司公告，美国商务部，国泰君安证券研究 注：2017-2021 年为预测值

5. 展望未来美国消费趋势：消费回暖趋势延续，理性消费仍是主流

消费者信心指数回升，消费回暖趋势延续。根据美国密歇根大学测算，消费者信心指数从2016年底强势回升，已连续12个月超过95%的水平。纵观近几年信心指数情况，目前处于较为乐观的消费时期。在经济保持强劲增长和乐观的消费心理作用下，美国消费有望迎来“春暖花开”时期，在经历过金融危机的冲击后不断恢复并实现较为可观的增长。

图 93: 美国消费者信心指数回升



数据来源：密歇根大学，国泰君安证券研究

理性消费仍是主流：综合超市和仓储会员店继续领跑，折扣店有望突围，网络零售加速分流。与 2007 年相比，2017 年美国零售销售额前十大公司中，综合超市和仓储会员店表现亮眼，在理性消费复苏的驱动下，优质低价的理念有望助其继续领跑美国零售市场；以奥特莱斯为例的“轻奢”业态是美国零售领域中的一道亮丽风景线，有望受益理性消费意识复苏而加速成长；代表网络零售的亚马逊连续 2 年进入美国零售销售额前三，在线上线下渠道选择方面，未来网络零售的分流作用仍将继续，美国网络购物比重有望进一步提升。

表 17: 亚马逊进入美国零售销售额前十

排名	2007			2017		
	企业	业态	零售额 (十亿美元)	企业	业态	零售额 (十亿美元)
1	沃尔玛	综合超市&仓储会员店	378.8	沃尔玛	综合超市&仓储会员店	374.8
2	家得宝	家居店	77.3	克罗格	综合超市	115.89
3	CVS	药店	76.3	亚马逊	电商	102.96
4	Caremark			Costco	仓储会员店	93.08
5	克罗格	综合超市	70.2	家得宝	家居店	91.91
6	Costco	仓储会员店	64.4	Walgreen	药店	82.75
7	塔吉特	综合超市	63.4	CVS	药店	79.54
8	Walgreen	药店	53.8	塔吉特	综合超市	71.88
9	Sears	百货	50.7	Lowe's	综合超市	63.13
10	Lowe's	综合超市	48.3	Albertsons	综合超市	58.72
	SUPERVALU	食品和药店	42.3			

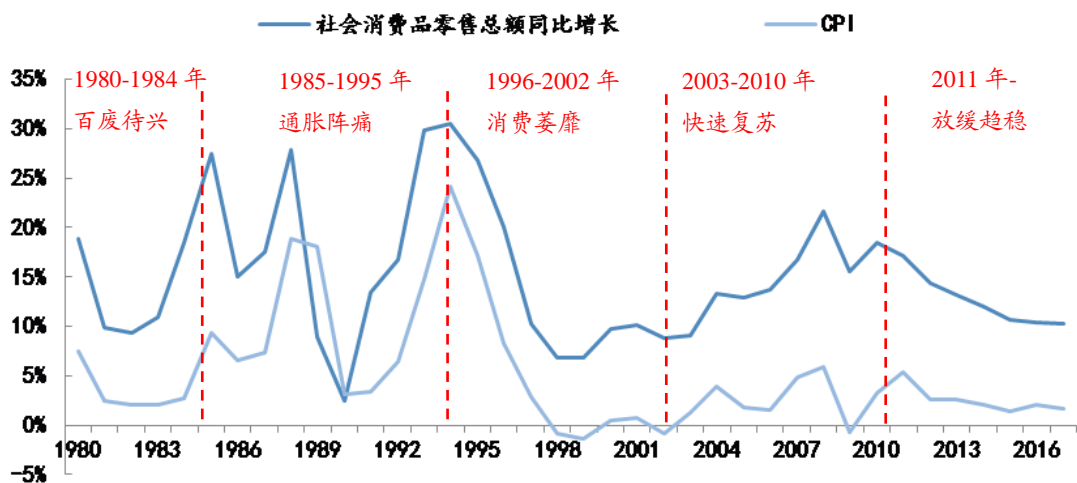
数据来源：美国零售协会，国泰君安证券研究

第三章. 中国：探寻中国消费者的“DNA”

从我国打开国门吸引外资到成为世界第二大经济体，改革开放的 40 年来，中国人的生活方式和消费观念伴随经济增长发生了巨大变化，从“百元级”的自行车、缝纫机到“千元级”的家用电器，再到“万元级”的房车与奢侈品，从满足温饱到注重享受再到追求高附加值，国民消费经历着跳跃式的发展变化。

社零数据五部曲。从 1980 年至今，我国社会消费品零售总额经历五大阶段：1) 1980-1984 年百废待兴，我国商品市场逐步复兴，社零总额高速增长；2) 1985-1995 年通胀阵痛，商品价格存在严重扭曲，社零总额急速下滑后逐渐恢复；3) 1996-2002 年消费萎靡，受亚洲金融危机影响社零总额低位运行；4) 2003-2010 年表现亮眼，受益于全球经济一体化我国制造业快速发展，消费数据随之迅猛提升；5) 2011 年后放缓趋稳，随着我国经济发展进入新常态，社零增速自 2012 年起增速逐渐放缓进入平稳发展阶段。

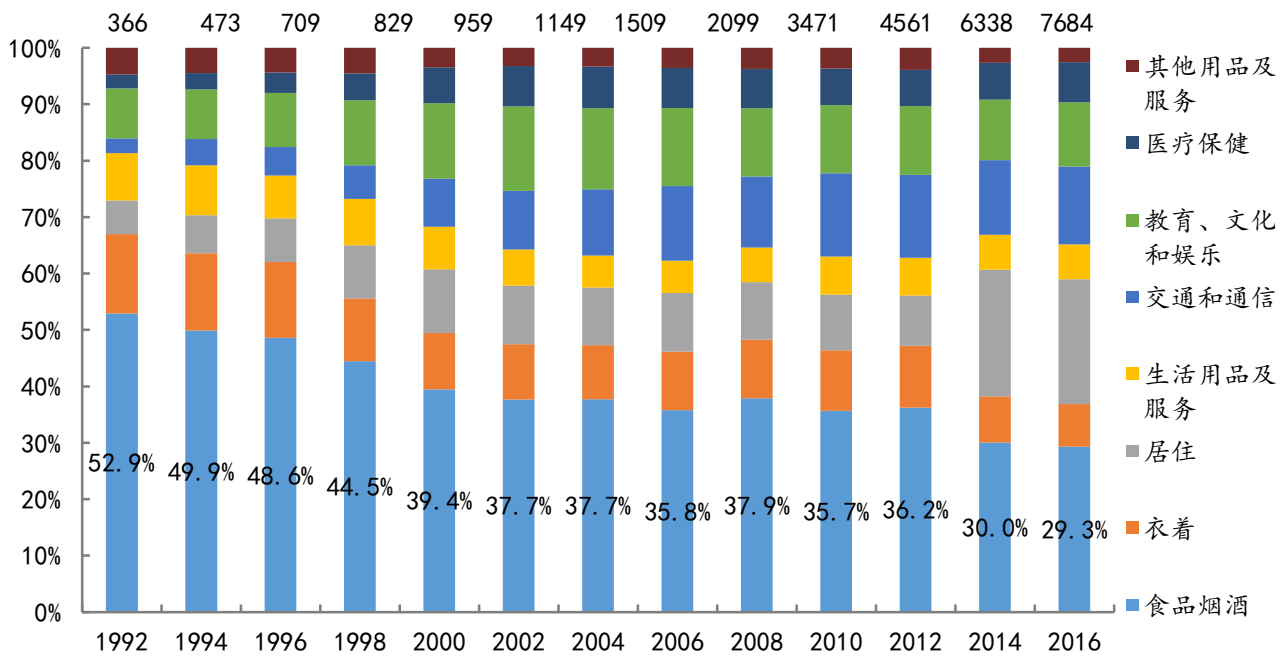
图 94：社零数据五部曲，消费奏响新乐章



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

消费支出结构大变迁。中国经济社会迅猛发展，人均可支配收入逐年上升，恩格尔系数也随之下降，人民生活支出从基础的衣食实物消费逐渐将文娱服务消费变迁。城镇居民消费支出中食品烟酒占比从 1992 年 52.9% 降至 2016 年 29.3%；衣着支出占比也由 14.1% 下降至 7.5%；人们在基本的物质生活得到满足后，消费支出向更高层次需求倾斜，出行、医疗保健、教育、文化和娱乐的支出占比也明显提升。

图 95：中国城镇居民消费支出结构不断变化，食品支出占比下滑



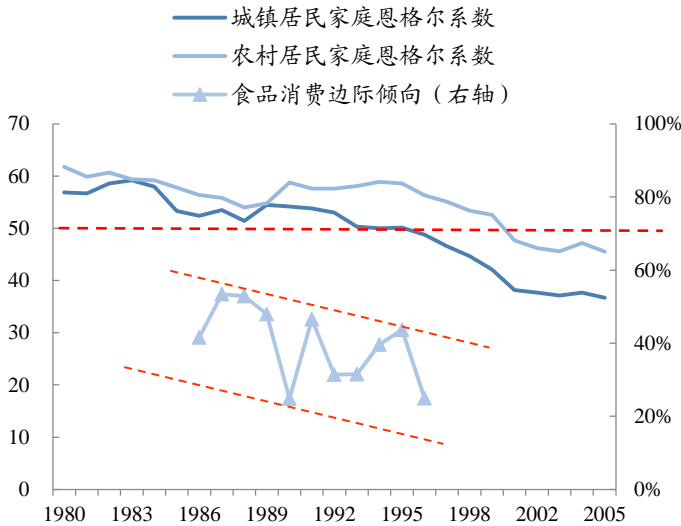
数据来源：国家统计局、世界银行、国泰君安证券研究 注：2013 年前后数据的明显差异来源于统计口径的改变，并非支出结构发生突变

1. 中国消费品类变化：房地产带动家电、家居，其他品类

1.1. 1980s-1990s：衣食为本，健康升级

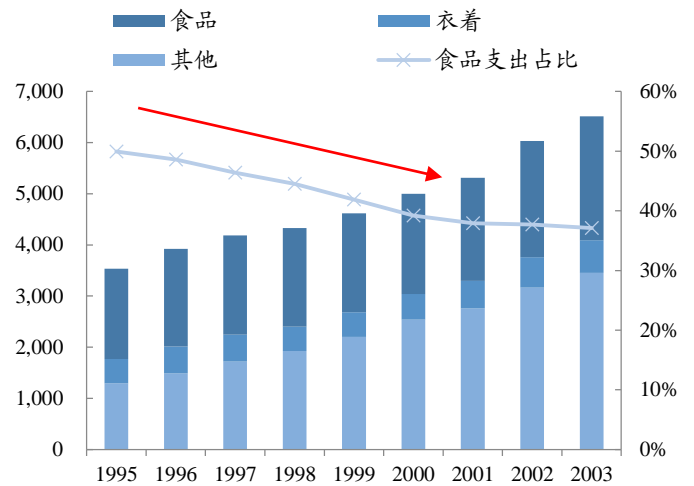
居民消费支出以衣食为主，消费结构逐渐由温饱型向小康型过渡。1980 年我国城镇居民恩格尔系数为 56.9%，根据联合国粮农组织划分标准居民生活处于温饱阶段，此时居民衣着和食品消费合计占消费支出比重超过 60%。但从 20 世纪 90 年代起我国居民恩格尔系数和食品边际消费倾向持续下降，到 2000 年恩格尔系数已降至 40% 以下，衣食支出占比逐渐减少后趋于平稳，消费结构由温饱型逐步向小康型转变。

图 96: 恩格尔系数和食品边际消费倾向持续下降



数据来源：国家统计局、Wind、国泰君安证券研究

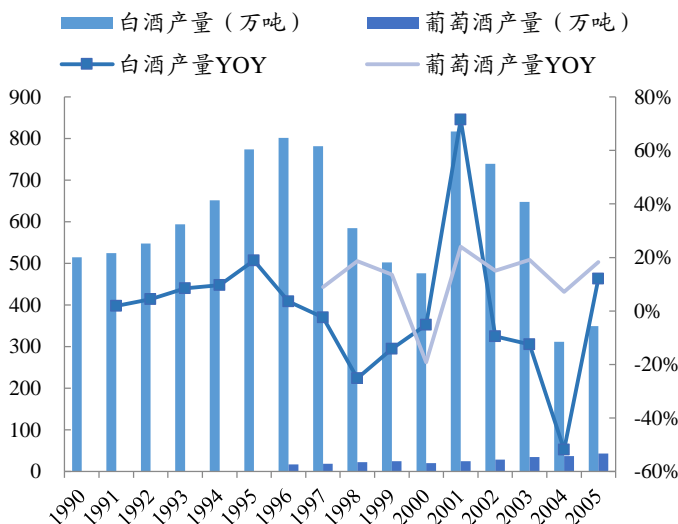
图 97: 1980s-1990s 城镇居民生活支出以衣食为主



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

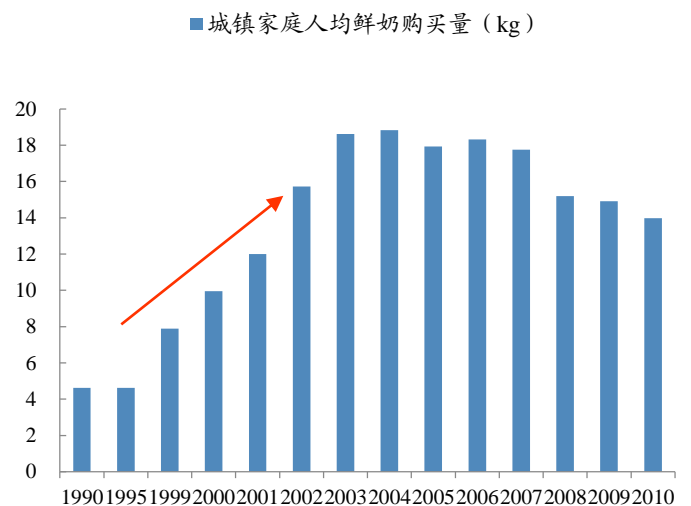
从饭饱到酒足，从吃好到健康。白酒文化在我国源远流长，20 世纪 90 年代中期中国百姓温饱解决后，喝酒成为人们追求乐趣、享受生活的主要选择，此时白酒行业实现了迅速的发展，白酒产量于 1996 年达到了历史峰值 801.3 万吨。随着人均收入的增加和消费观念的转变，“吃好吃健康”的概念开始深入人心，白酒的产量出现下滑的同时葡萄酒产量和消费量连续走强，乳制品、保健品等健康型食品紧随新世纪脚步涌入百姓生活，鲜奶等产品销量快速增长，1995-2000 年间我国家庭人均鲜奶购买量 CAGR 达到 17%。

图 98: 1990s 我国白酒和葡萄酒消费先后开始增长



数据来源：中商情报网、国际葡萄酒协会、国泰君安证券研究

图 99: 20 世纪末 21 世纪初我国人均鲜奶购买量快速增长



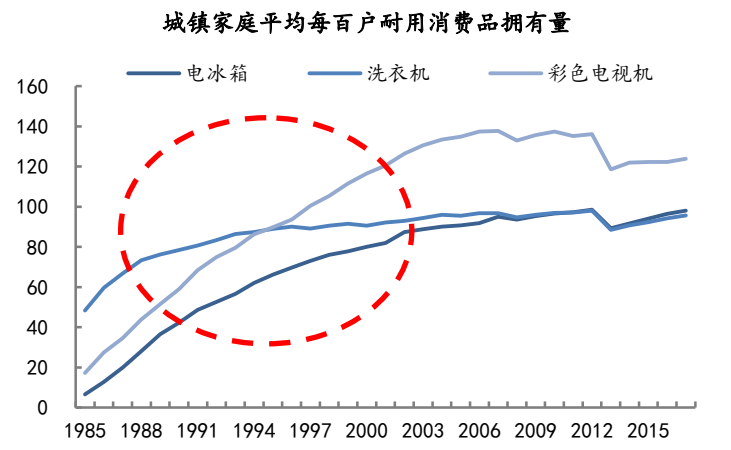
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

1.2. 1990s-2000s: 家电 3C, 技术升级

20 世纪末 21 世纪初家电成消费热点，排浪式更替显著。以冰箱、彩电、洗衣机“三大件”为代表的家用电器是 80 年代鲜明的消费符号，

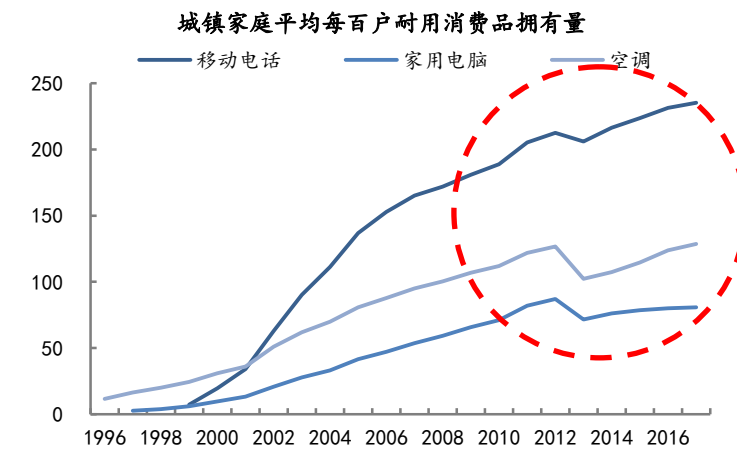
1981-1990 年城镇居民平均每百户洗衣机拥有量由 6.3 台大幅增长至 78.41 台。随着家电市场发展迅猛，市场竞争日趋激烈，尤其是 1996 年长虹发动空前规模降价活动，迫使整个彩电业整体降价，随后冰箱等家电随之降价，市场趋于饱和，每户家用电器拥有量呈现持平趋势。90 年代起“三大件”逐渐淡出消费热点，电脑、空调和移动手机接棒成为新的消费增长点，城镇居民平均每百户移动电话拥有量从 1999 年的个位数 7.14 部迅速增长至 2004 年的三位数 111.35 部，此后增速逐渐趋于平稳。

图 100: 80 年代家用电器“三大件”冰箱、彩电、洗衣机普及率快速提升



数据来源：国家统计局、Wind、国泰君安证券研究

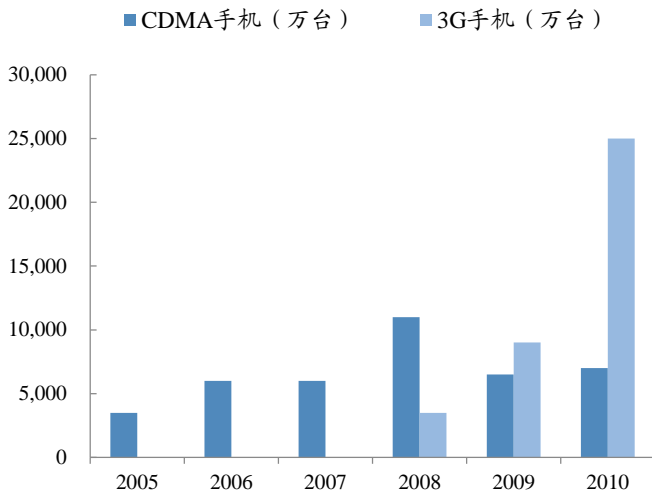
图 101: 90 年代电脑、空调和移动手机成为新“三大件”，保有量快速提升



数据来源：国家统计局、Wind、国泰君安证券研究

家电率先升级，智能改变未来。进入 21 世纪后我国开启了智能生态的大门，家电与移动终端大步向智能化、网络化等方向升级，且新技术产品增长速度显著高于传统技术产品。据网易报道，2010 年前具备空气净化、智能变频等功能的空调产品增速高达 60% 以上，显著高于同期空调整体零售量增速。根据国研网数据，3G 手机销售量在 2009 年首次超过 CDMA 手机并呈现了快速扩张的趋势，移动通信随着终端价格和入网费的下降变身“大众消费”。在 21 世纪初期的首次消费升级浪潮中，我国消费者与美国消费者在消费升级品类上选择存在巨大差异，消费电子和家用电器成为我国登上首班消费升级列车的“乘客”。

图 102: 3G 手机销售量 2008 年起快速扩张



数据来源: 国研网、国泰君安证券研究

表 18: 消费电子和家用电器成为我国消费升级的首要突破口

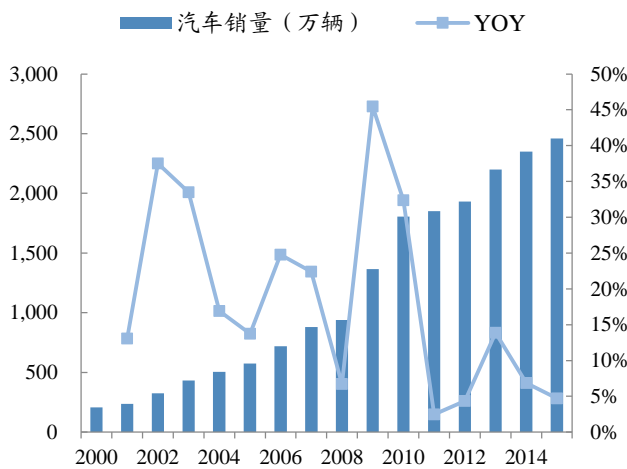
2006-2007 年消费者选择消费升级的品类 (%)		
	中国	美国
1	消费电子 66	家用电器 47
2	家用电器 60	家居装潢 40
3	个人护理 59	服装鞋帽 36
4	护肤品和化妆品 52	消费电子 34
5	家居装潢 51	护肤品和化妆品 31
6	服装鞋帽 48	奢侈品 29
7	保健和营养品 47	保健和营养品 27
8	家庭用品 42	个人护理 27
9	奢侈品 40	食品饮料 25
10	食品饮料 37	家庭用品 23

数据来源: BCG、国泰君安证券研究

1.3. 2000s-2010s: 安居置业, 轿车入户

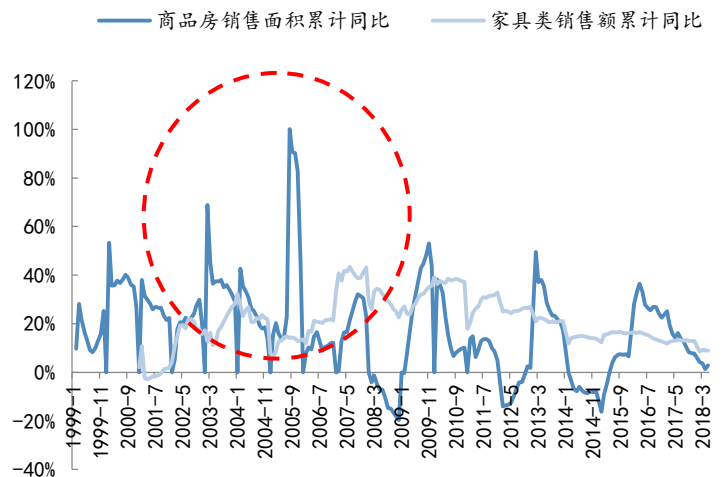
房地产和汽车的快速发展是中国百姓奔小康的重要标志。1998 年我国政府决定停止住房实物分配后, 普通商品住房进入了大规模开发阶段, 房地产成为了我国经济增长的热点。随后居民住房选择从面积、楼层等单一因素向地段、环境和物业管理水平等多元化格局发散, 住房理念的改变和购房投资的升温促使房价不断增长。随着“鼓励轿车进入家庭”在“十一五”规划中正式提出, 居民汽车消费实现跨越式增长, 城镇居民每百户拥有家用汽车数量从 2000 年不足 1 辆增长到 2010 年 13 辆, 中国成为全球增长最快速的汽车市场。

图 103: 2005 起我国汽车销量实现跳跃式增长



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 104: 家居消费增长滞后房地产周期一年到两年



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

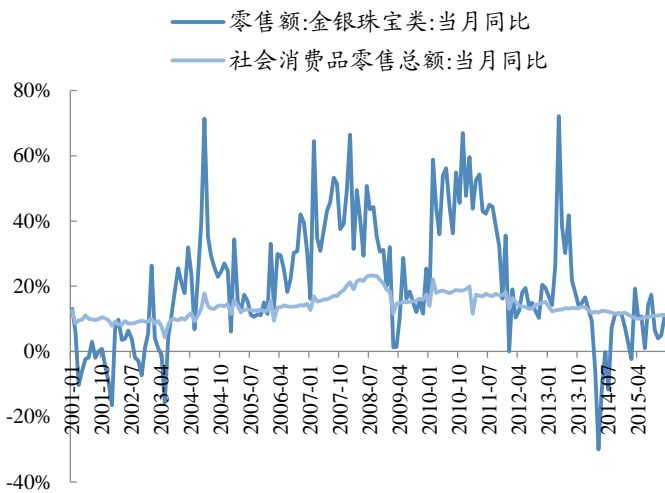
购房热潮带动家居装修消费持续升温。家居是购买住房后的配套消费, 与地产销售周期高度匹配, 从增速来看家居消费增长滞后房地产一年到

两年左右。2004 年随着购房热潮而起的家居装饰持续升温，国际知名品牌的卫浴、橱柜等产品开始走进中国家庭。《中国建材报》调查结果显示，绝大多数购房者的家居消费占比已达到了购房款的 20%，家居消费倾向也从改革开放初期简单的粉饰墙面转变为讲求设计风格、注重建材环保。

1.4. 2010s 后：黄金珠宝，钻石镶嵌

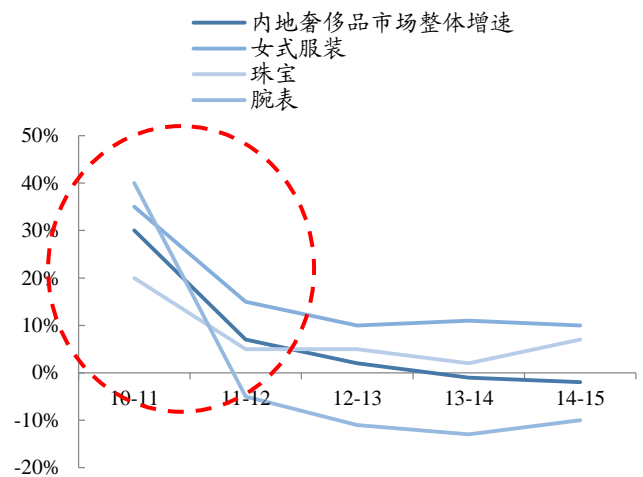
财富聚积效应下，手表珠宝等私人奢侈品消费概念觉醒。经济发展步伐脚步加快后中国人纷纷开始走出国门，奢侈品消费成为人们展示富裕生活的主要选择，中国奢侈品市场为全球奢侈品销售作出了亮眼的贡献。从 70 城房产价格指数当月同比以及限额以上珠宝类零售额增速来看，二者走势拟合度极高，房地产增长带来的财富聚积效应对奢侈品消费增长有极大推动力。我国奢侈品消费率先爆发在手表、珠宝、高级服饰等私人用品上，2010-2011 年是内地奢侈品市场发展的鼎盛时期，其中腕表、女装和珠宝三类分别实现了 40%、35%和 35%的高速增长。

图 105：2005 年起珠宝销售增速显著高于社零增速



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

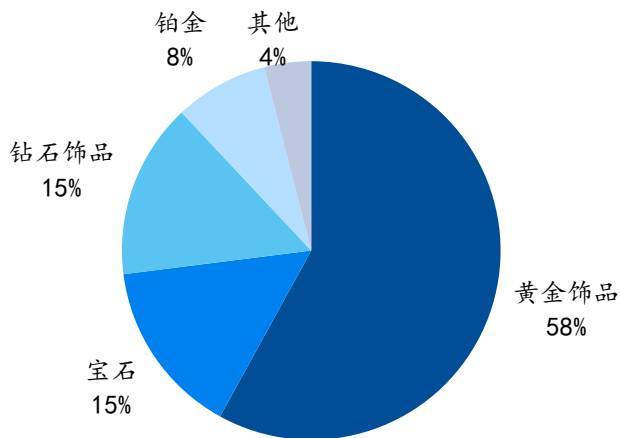
图 106：2010s 手表、珠宝和服饰等奢侈品高速发展



数据来源：贝恩咨询、国泰君安证券研究

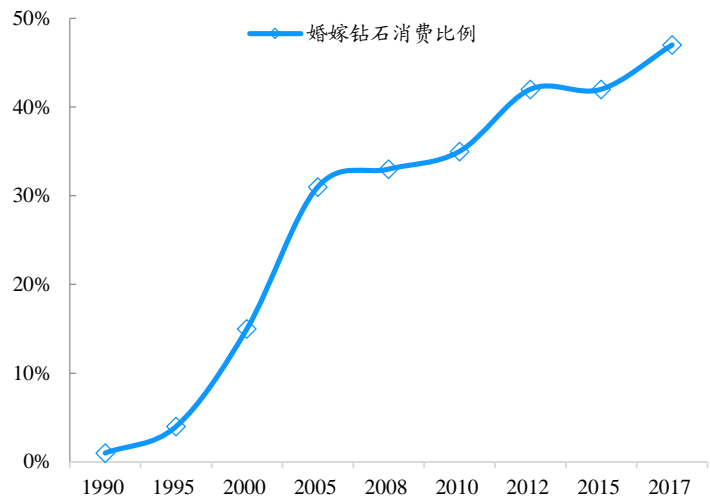
珠宝首饰消费结构升级，需求重构，非黄金品类不断涌现。根据 IBIS World 统计，我国珠宝行业消费以黄金饰品为主，占比达 58%。但是受消费者观念变化和黄金价格波动影响，近年来年轻化、个性化、时尚化的 K 金和非黄金饰品如钻石、珍珠、宝石、翡翠、智能化首饰及其他贵金属珠宝产品越来越受欢迎，销售快速增长。在中国珠宝消费场景中，婚庆场景以 46% 的比重占据最大市场，婚嫁珠宝刚性需求显著，目前处于适婚年龄的 80 后期、90 前期年轻人婚嫁消费理念已深受钻石刚性消费意识熏陶吗，与此同时随着珠宝消费观念的增强，父母、朋友赠送，自我奖励等消费场景逐渐增多。

图 107: 黄金饰品消费占最高, 非黄金品类持续涌现



数据来源: IBIS World、De Beers、国泰君安证券研究

图 108: 中国婚嫁钻石刚性消费理念持续渗透



数据来源: De Beers、国泰君安证券研究

品牌端内资、港资、外资逐渐演化。1985 年国务院一次性向市场投放 100 吨黄金用于黄金首饰生产, 珠宝首饰成为独立的商品部类, 此时居民珠宝消费绝大部分为内资品牌; 1990s-2000s 中国珠宝行业进入快速发展阶段, 周大福、周生生等港资珠宝品牌进入中国大陆市场, 并迅速获得消费者认可; 2003 年-2013 年中国珠宝行业进入“黄金十年”, 在此期间, 行业销售额始终保持两位数增长, 国际知名品牌逐渐进入中国; 2014 年珠宝行业增长率大幅下滑至 1.2%; 2016 年, 在高端消费复苏的带动下, 珠宝消费逐渐复苏, 国际品牌主要以一线城市市场为主, 港资与内资主要扎根大众消费市场。

图 109: 珠宝消费品牌变迁



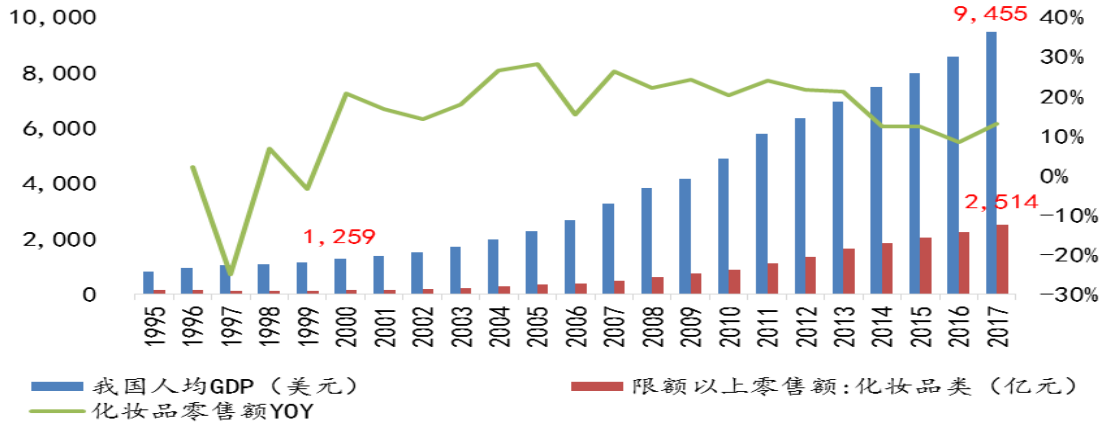
数据来源: 国泰君安证券研究

1.5. 2010s: 美妆觉醒, 快速发展

经济发展消费能力提升, 美丽意识觉醒, 关税下调促内需, 多因素驱动化妆品高速发展。消费者在满足衣食住行等基本消费后, 对健康美丽等需求逐渐爆发。根据日本经验, 1980-1993 年人均 GDP 从 9416 美元提升至 35867 美元, 期间化妆品消费持续增长, 我国 2000 年人均 GDP 突破 1200 亿元, 化妆品行业也顺势进入高速发展期, 化妆品限额以上零售额近 10 年复合增速 18%, 在这期间, 伴随着国务院批准从 2006 年 4 月起

取消对护肤品和洗发品的消费税的利好，女性美容意识觉醒，化妆品消费得到普及，限额以上零售业化妆品类零售额 2007 年到 2013 年连续七年保持 20% 以上增长。

图 110: 中国化妆品行业从 2000 年开始进入成长期



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

从品类看我国化妆品消费变迁: 基础护肤、功效细分、美丽彩妆。初期, 以补水为代表的基础护肤是绝大多数女性面部消费的主要支出, 护肤品也成为化妆品市场占比最高的品类, 2016 年占比达到 51% 份额。后续随着美丽意识的深入以及购买渠道的完善与丰富, 面膜、精华等细分类目逐渐占据市场, 其中面膜品牌发展较为迅速, 2011-2016 年面膜市场年均复合增长率达到 15.5%, 增速为化妆品市场整体增速 2 倍以上。锦上添花的彩妆消费在年轻一代消费者生活中快速普及开始快速发展, 目前彩妆整体渗透率较低, 未来彩妆将成为行业发展的“增量担当”。

我国化妆品市场品牌变迁: 老牌国货繁荣—外资巨头入局—国货崛起复苏。我国化妆品企业发展历史悠久, 从 1931 年到 1998 年, 百雀羚、大宝、小护士、佰草集等国产品牌相继成立, 老牌国产品牌占据市场主导地位。二十一世纪初期国际巨头大举进军中国市场, 兼并收购包括小护士、大宝、丁家宜、美即等在内的知名品牌, 国产品牌迅速衰落; 与此同时, 新的国产品牌也在陆续诞生, 例如相宜本草(2000)、珀莱雅(2006)等; 第三阶段(2010 年以后)国产品牌通过加大营销、品牌升级和借力电商实现强势复苏, 市场份额开始逐步回升, 从 2010 年的 39% 提升到 2014 年的 46%, 同时化妆品电商的崛起也催生了御家汇(2012)、一叶子(2014)等新晋品牌的诞生。

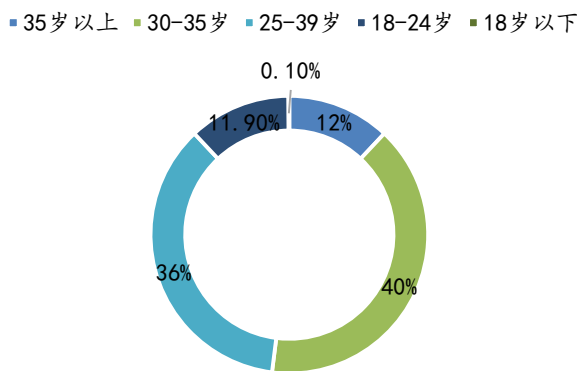
图 111: 我国化妆品市场品牌变迁: 老牌国货繁荣—外资巨头入局—国货崛起复苏



数据来源：公司官网，公司公告，中国产业信息网，国泰君安证券研究

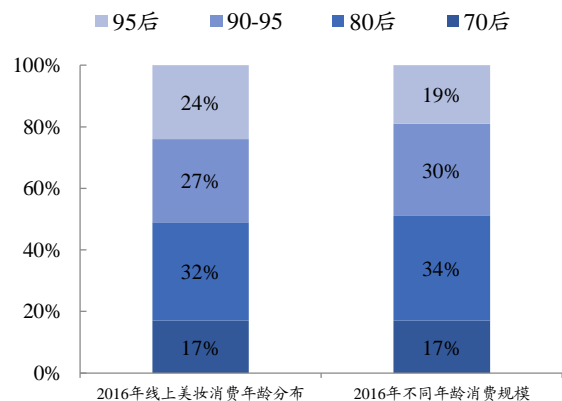
美妆消费正经历立体式升级与多年龄层级渗透。随着我国整体消费水平的升级，美妆消费全方位的立体式升级：1) 从品牌端来看，国际品牌历史悠久，品牌力强，在高端市场优势显著，大众市场中优秀国产品牌逐渐战胜悦诗风吟、欧莱雅等外资大众品牌占据一席之地；2) 从品类来看，彩妆成为行业发展的“增量担当”，根据凯度消费者指数，2016年彩妆渗透率增长至 32.1%，以唇妆为代表的彩妆产品销售额保持高速增长；3) 从消费端来看，90后新兴人类已经开始成为美妆消费的生力军，未来随成熟女性化妆品消费有望进一步渗透，电商、专营店等新兴渠道快速崛起也成为拉动美妆消费快速增长动力之一。

图 112: 国内化妆品消费年龄层分布



数据来源：新浪看点、国泰君安证券研究

图 113: 95后开始成为美妆消费生力军



数据来源：阿里大数据、国泰君安证券研究

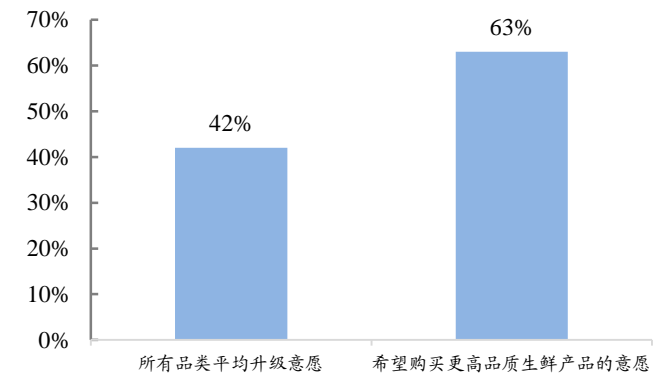
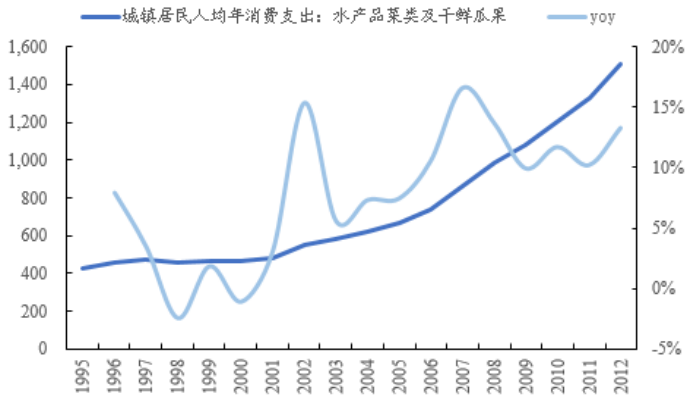
1.1. 2015s: 生鲜消费，需求爆发

生鲜消费需求增长，消费升级意愿强烈。根据日本经验显示，人均 GDP 达到 9000 美元，冰箱渗透率高这两个条件同时满足时生鲜消费会有较大幅度增长。我国现在人均 GDP 将近 8000 美元，冰箱渗透率近 100%，生鲜消费需求强烈。据 2016 年 BCG 中国消费者信心调查显示，在消费升

级大趋势下，生鲜产品是消费者升级意愿最为强烈的品类。在受调查的消费者中，所有品类平均升级意愿比例为 42%，而有 63% 的消费者希望能够购买更高品质的生鲜产品，超市高品质、标准化的产品和愉悦的购物体验迎合消费者升级需求，生鲜消费从农贸市场转向超市已成必然。

图 114: 城镇居民生鲜消费快速提升

图 115: 生鲜消费升级意愿高于消费升级平均意愿



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: BCG、国泰君安证券研究

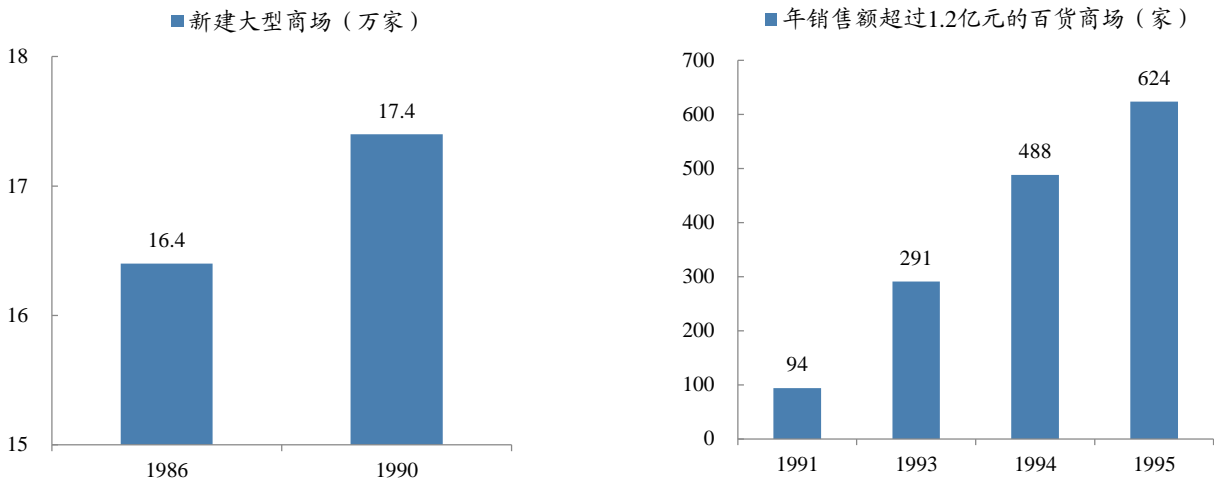
2. 中国零售业态变迁：百货、超市、电商，线上线下融合

美日等发达国家零售业态历史变迁与人均 GDP 的增长高度相关，中国零售业在过去 30 年间一直处于追赶式发展的进击阶段，与发达国家表现出相似却又特殊的发展规律：1) 人均 GDP 处于 1000 美元—3000 美元时，业态以传统百货为主；2) 人均 GDP 大于 3000 美元后业态开始丰富完善，大型总额综合超市和现代百货相继出现；3) 与发达国家便利店和购物中心快速发展的路径不同，我国人均 GDP 超过 5000 美元后电商取代实体渠道开始飞速发展，此时我国实体零售业也出现了发达国家加速整合的现象；4) 2017 年我国人均 GDP 接近 9000 万美元，中国零售实现了从传统商业零售到线上线下结合新零售的华丽转身，中国零售业迎来了发展新纪元。

2.1. 百货 20 世纪 90 年代快速发展，购物中心接棒崛起

改革开放催生百货业态，1985-1995 年百货迎来黄金时代。改革开放后计划经济体制现象社会主义市场机制转变带动了国民经济的发展，能够满足了人民生活基本需求的百货业态拔地而起，仅 1986-1990 年短短四年时间，中国新建大型零售商场就相当于前 35 年的总和。其中，商场数量由 16.4 万家发展到 17.4 万家，从业人数有 109.2 万人增加到 212 万人，年销售额在 1.2 亿元上的百货商场由 1991 年的 94 家激增至 1995 年的 624 家。

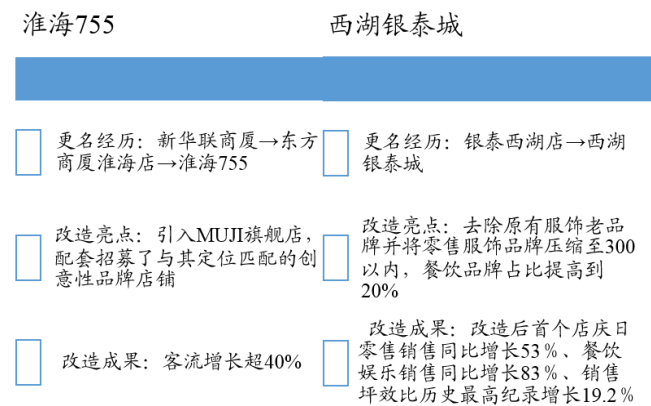
图 116: 1985-1995 年我国百货业态进入发展的黄金时代



数据来源:《中国零售业态变迁与创新》、《零售新趋势》、国泰君安证券研究

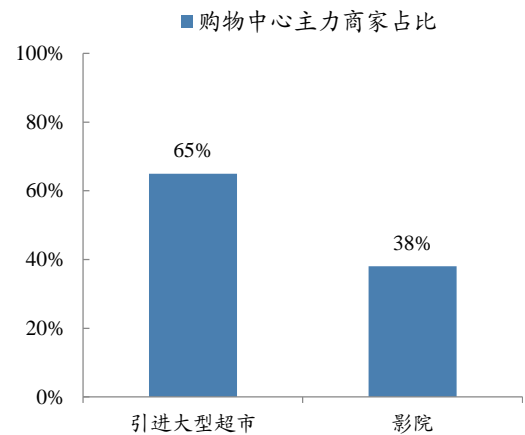
20 世纪末购物中心雏形显现。在经历过 80 年代百货业升级的艰难探索后, 1996 年广州天河城的诞生标志着购物中心正式登上中国历史舞台, 一批具有敏锐市场洞察力的投资人纷纷开始投资建设购物中心。我国购物中心有两种开发模式, 一种是在新开发的城中心开设购物中心, 通常在购物中心落成前, 周边区域还未成熟; 另一种是传统百货“去百货化”, 加入全新业态进行升级。

图 117: 百货变身购物中心重新起航



数据来源: 知了壳咨询、国泰君安证券研究

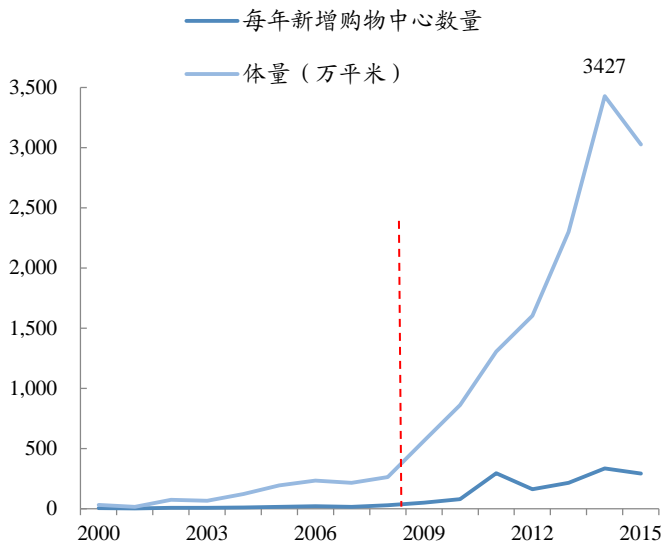
图 118: 大型超市和影院成为购物中心主力商家



数据来源: 赢商网、国泰君安证券研究 注: 样本范围为 27 个一二线城市市级核心圈 100 个 5 万平方米以上的购物中心

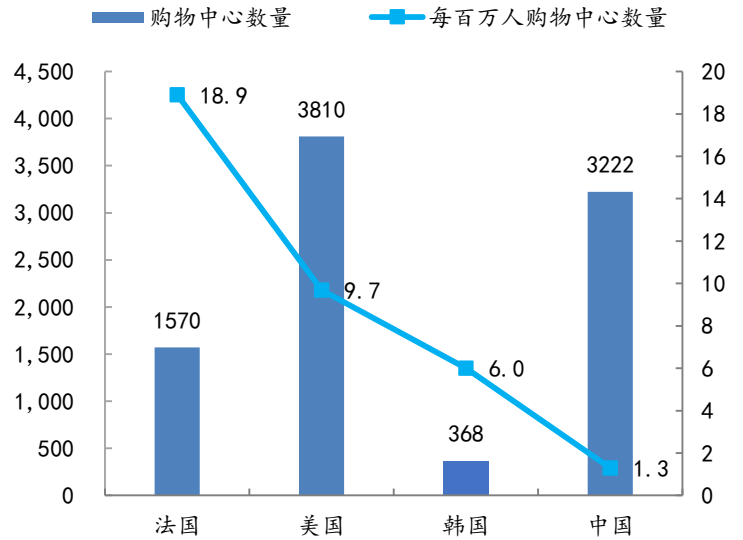
购物中心体验式业态丰富, 快速扩张后 2014 年左右达到顶峰。零售业的蓬勃发展与房地产业的兴盛相得益彰, 在两者相互促进下, 购物中心被广泛开发, 国际奢侈品牌开始全面登录中国。从业态来看, 购物中心对体验性业态的配比近年来呈上升态势, 大型超市和影院逐渐成为购物中心的主力商家。2011 年购物中心开始爆发式增长, 行业竞争加剧, 2014 年购物中心数量达到顶峰后开始回落, 各中心开始追求创新转型。

图 119: 2011 年后购物中心快速快速扩张



数据来源: 赢商网、国泰君安证券研究 注: 样本范围为 27 个一二线城市 1660 个已开业购物中心

图 120: 相较发达国家, 我国购物中心渗透率较低 (2013 年)

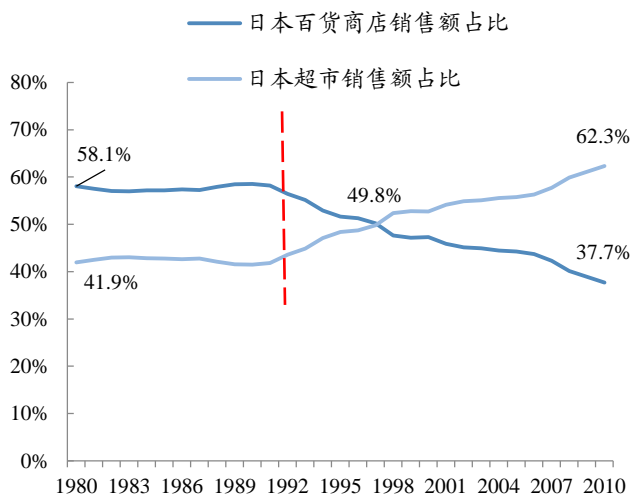


数据来源: 阿里巴巴、世界银行、国泰君安证券研究

2.2. 超市: 1996-2005 年接棒, 登上舞台

百货收入增速放缓, 超市业态接棒登上历史舞台。90 年代左右我国零售业态呈现出与日本大型零售发展相似的规律: 百货业收入增速放缓、占比开始下降, 在价格和服务上更具优势的超市占比逐渐上升。2000 年联华超市位居中国零售业 50 强榜首, 标志着连锁超市以零售主导业态的身份等登上历史舞台。

图 121: 90 年底日本百货业占比下降, 超市快速发展



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

表 19: 超市在零售前五名中占据 3 个席位

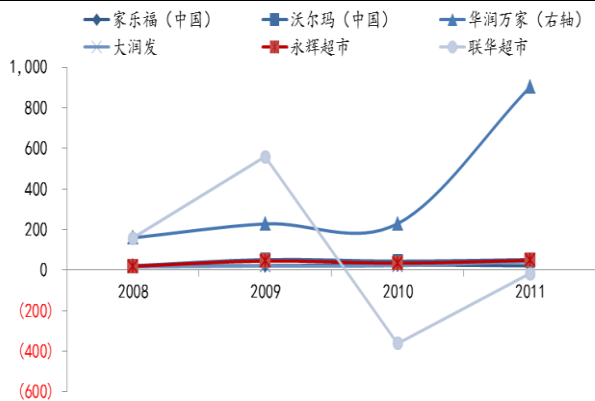
2000 年中国零售业百强名单前五位	
单位名称	销售额
1 联华超市有限公司	1114007
2 上海联华商厦股份有限公司	651951
3 辽宁大连商场集团公司	621430
4 上海第一百货商店股份有限公司	584372
5 上海农工商超市有限公司	540258

数据来源: 联商网、国泰君安证券研究

中国超市业态发展可分为三个阶段。第一阶段: 国有、外资超市企业占据主导地位、迅猛扩张, 地方民营超市夹缝求生。90 年代末家乐福、沃尔玛和麦德龙等国际超市涌入中国市场, 国有与外资超市占据主导地位, 民企以区域性超市为主。第二阶段: 国有、外资超市企业逐渐衰落, 龙

头民营超市逆势扩张。从 2011 年开始，受电商、便利店等业态兴起的影响，消费升级用户对品质和体验有更高的追求，外资和国有超市发展遇到瓶颈。此时，以非标品（生鲜）为优势、经营效率领先的龙头地方民营超市企业逆势崛起。以永辉超市为代表的民营超市企业市场占有率逐步提升，毛利率、周转率等经营指标显著高于同期国有超市企业。**第三阶段：传统超市与电商相结合，“新零售”引领行业发展。**2016 年 1 月 15 日，盒马鲜生地一家门店在上海金桥广场开业。通过增加餐饮休闲服务等线下愉快的用户体验增加用户黏性，向线上引流；同时利用线上大数据分析，实时掌握用户需求，为线下门吸引消费者，使其坪效达到传统超市的 2 倍以上。2017 年 1 月 1 日，永辉超市也推出主打“餐饮+超市”结合的新业态超级物种。结合永辉的生鲜供应链优势和消费者对新鲜、高端食材的消费需求，推出了包括鲑鱼工坊、波龙工坊、盒牛工坊、麦子工坊等在内的 8 个工坊。据测算，其门店坪效约为 12 万元，净利率约 7%。

图 122: 永辉超市市占率 (%) 逐步提升



数据来源: CCFA、国泰君安证券研究

表 20: 永辉超市经营效率显著高于国有超市

	毛利率	费用率	扣非净利率	存货周转率	生鲜收入占比
永辉超市	20.2%	17.0%	2.2%	8.2	48.0%
高鑫零售	23.9%	5.5%	2.4%	5.5	32.0%
家家悦	21.3%	-5.8%	2.2%	6.8	43.0%
联华超市	14.8%	23.1%	-2.0%	7.7	30.0%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 123: 盒马鲜生和超级物种门店人头攒动



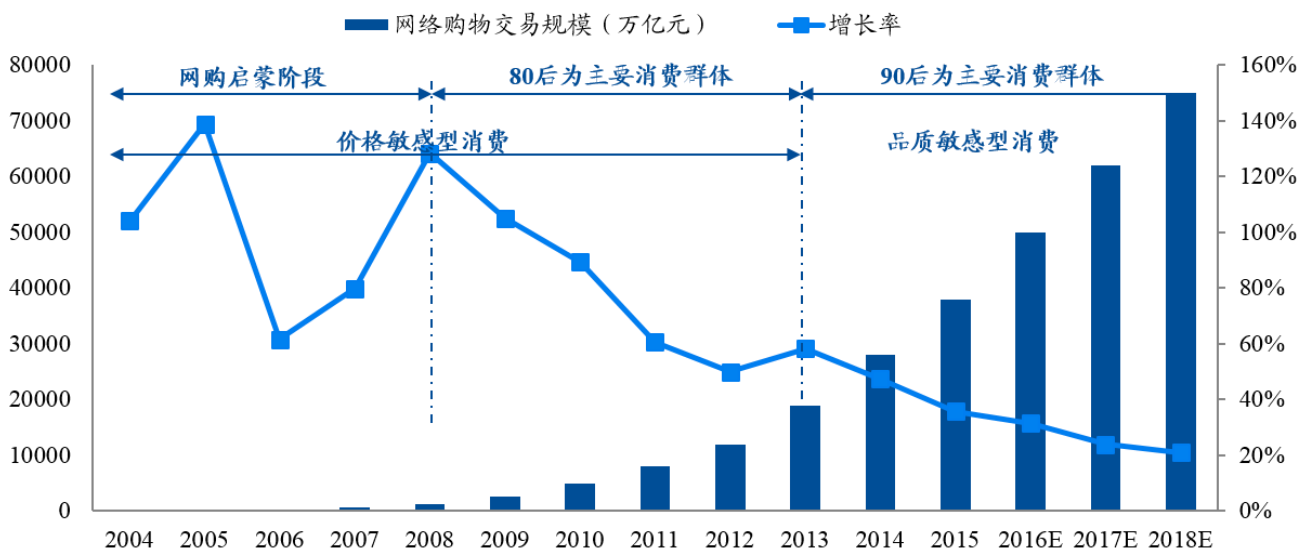
数据来源: 大众点评

生鲜消费线下依然是主要场景，线上线下的融合或成新趋势。受制于冷链自建成本高、过程损耗率大等痛点，纯线上生鲜电商生存艰难。平台类电商被阿里系和京东系两大巨头垄断，天天果园、易果、百果园等垂直电商纷纷通过融资争夺渠道品牌。线下生鲜超市呈现区域割裂纷争的态势，生鲜行业马太效应显著，永辉超市作为行业龙头规模效应显著。

2.3. 2005-2013 年：电商与传统零售的不解之缘

2004 年网购萌芽而起，中国零售与电商结下不解之缘。随着互联网的普及，电商开始成为大众满足消费意愿的主要出口，2005 起网络购物规模开始爆发式增长。电商在的飞速发展主要与我国特殊的经济与商品环境有关：1) 我国以庞大的价格敏感型消费者为主要消费群体，电商偏低的价格体系满足了低收入人群的消费要求；2) 以浙江为代表的中小企业发展迅速，电商成为了嫁接消费品与消费者的有利桥梁。

图 124：线上消费驱动力由低价便捷过度到差异化、品质化，消费者和商家行为更趋理性



数据来源：艾瑞咨询、国泰君安证券研究

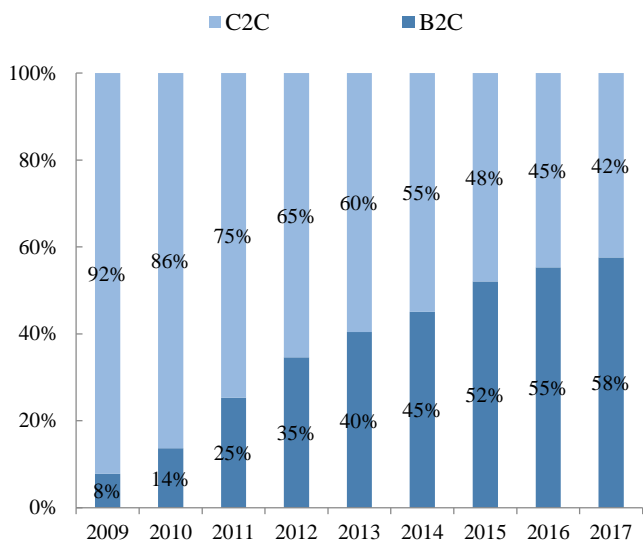
我国电商进化与经济发展和消费升级的步伐同步：1) 网购启蒙期，电商成为了天然的折扣店。低价是网络购物初期的主要驱动因素，C2C 为电商发展的主要定位；2) 以 80 后消费群体为代表，对品质和正品提出更高要求，此时阿里巴巴开始逐步由淘宝向天猫转型；3) 以 90 后消费群体为代表，线上消费驱动力由低价便捷过度到差异化、品质化。流量红利消失背景下，崛起的 90 后消费主力及变化的消费观念凸显 B2C 电商地位。

表 21：消费者开始在线上购买高端品牌，价格不再是主要驱动因素

	护发素			牙刷		
	前五大品牌	均价 (元/升)	市场份额	前五大品牌	均价 (元/件)	市场份额
2014 年部分品类 线上销售品牌前五名	施华蔻	166	14%	欧乐 B	57	15.4%
	资生堂	113	12.3%	细齿洁	6	8.1%
	欧莱雅	171	10.8%	高露洁	5	5.5%
	潘婷	72	7.4%	佳洁士	5	4.0%
	沙宜	90	6.3%	纳美	6	3.1%

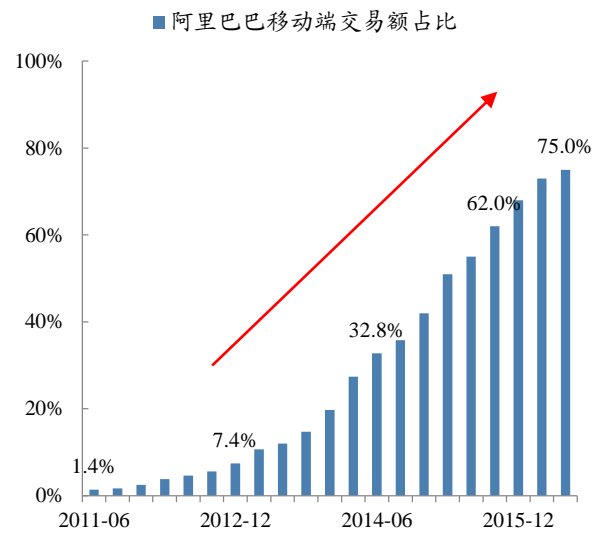
数据来源：贝恩咨询、凯度消费者指数、国泰君安证券研究

图 125: 对品质要求促使 B2C 占比不断提高



数据来源: 艾瑞咨询、国泰君安证券研究

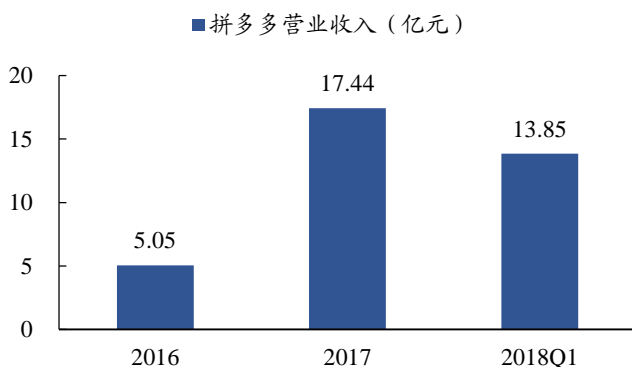
图 126: 移动电商满足购物时间碎片化要求



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

用户群体下沉三四线，引流社交化、内容垂直化。随着电商规模成长，市场竞争向着更加精细的方向延伸。(1) 用户群体逐渐从一二线城市向三四线城市甚至是县镇拓展。三四线城市互联网渗透率逐步提升，供应链配套、市场认知逐步建立，网购渗透势必逐渐跟上经济发达地区。根据市场调研显示，拼多多具有三类典型客户：从没有过网购经验的人群、未在淘宝形成购买习惯的人群、淘宝满足不了的人群。(2) 借助社交网络引流带来去中心化的信息分发路径。相比于传统的平台搜索、广告投放等中心化营销方法，拼多多借助微信流量、以“社交拼团”方式将商品信息通过熟人关系输送到用户“朋友圈”。“另辟蹊径”地找到流量切入点，进而实现收入爆发式增长，拼多多的成功显示了电商市场中未被定位的流量价值洼地。(3) “用户生成内容”最适用于垂直类电商。小红书从一开始就定位精准、用户画像清晰：年轻白领女性的购物平台。进而针对性地组织社区信息、打造明星意见领袖，并形成持续地优质UGC 供应，最终用户粘性不断增加、实现电商闭环。截至 2017 年 10 月，小红书用户突破 7000 万人。

图 127: 拼多多以社交电商模式实现收入快速增长



数据来源: 拼多多招股说明书, 国泰君安证券研究

图 128: 小红书社区生成优质内容, 流量价值凸显

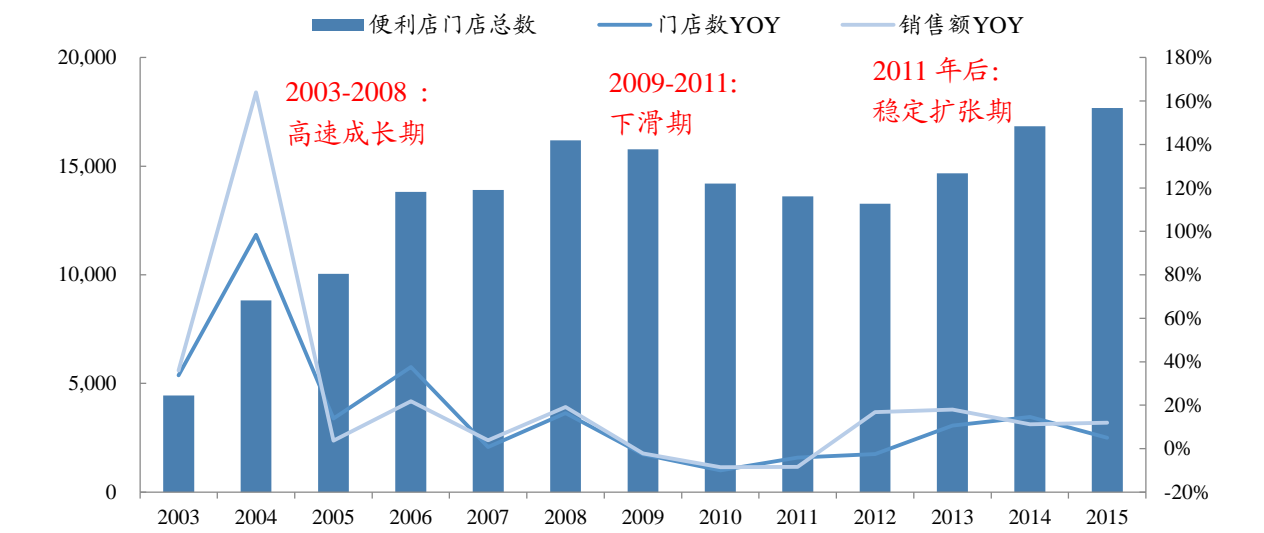


数据来源: 小红书官网, 国泰君安证券研究

2.4. 2010年-2014年：便利店的方便快捷

便利店有效满足城市消费群体需求，2012年起快速增长。便利店这种业态早在90年代末期就已经在我国出现，发展初期（2002-2006年）门店数量飞速增长。2010年后伴随着大卖场客流量的下降和年均购物量的减少，具有较强时效性的便利店进入稳定增长期，开始颠覆中国零售环境。个人消费需求主要为便捷、快速、小包装，便利店有效满足了现金充裕但时间较少的城市消费群体对快速消费品的需求，其中7-11和全家等外资品牌抢占了一线城市的主要市场，其他便利店则在区域性形成竞争优势。

图 129：2011年后便利店进入稳定扩张期



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 22：便利店主要分为全国性品牌和区域性品牌

	全国性高端品牌 (全家、7-11、罗森)	区域性品牌 (快客、好德等)
区域分布	全国性布局，主要集中在一、二线城市	区域性扩张
选址特点	多集中在交通枢纽和商业中心	多分布于居民生活区和交通枢纽
目标消费人群	多为城市白领	大众消费者
门店面积	80-120 平米	50 平米左右
产品	门店 SKU 约为 2000 个，包装食品和饮品占比超过 90%，即食产品占比超过 50%且多为自有产品	门店 SKU 约为 1000-2000，个护和日化产品占比较大，即食产品比例逐渐提升中

数据来源：贝恩咨询、公司官网、国泰君安证券研究

2.5. 2017-未来：新零售时代开启，新物种、新业态百花齐放

新零售时代，线上线下从全零售体系开启自我升级与迭代。线上增速回归常态，网购白热化阶段已过，2016年11月马云首次提出线上线下融合的新零售体系即将到来，后续无论是京东提出无界零售、苏宁提出的智

慧零售，再到腾讯入局要做零售赋能，其本质均是利用线上技术与理念对传统线下零售人货场关系的改造。2017年成为新零售百花齐发的一年，盒马鲜生、超级物种、各种无人零售业态迸涌而出，以阿里、腾讯为首的线上巨头、以永辉超市、天虹股份等为代表的线下代表以及无人零售、社区生鲜等赛道中的新兴力量纷纷发力万亿新零售市场。

线上线下融合，生鲜餐饮+线上新物种模式初定，盒马鲜生超级物种领衔。零售新物种的新经营模式主要侧重于满足消费者多样化消费体验（原有超市无法满足）、高品质产品及时响应（O2O无法实现），本质是对人、货、场三者关系的重构，主要由已经积累丰富线下经营经验的线下企业和线上巨头联合孵化。目前以盒马鲜生、超级物种为代表的生鲜餐饮+线上的新一代超市模式基本成型，其核心三大特点：1、消费者极强体验感；2、高效非标准化供应链；3、门店配送线上销售占比高。

长期来看，门店运营商盒马鲜生与超级物种将越来越像，而其战略定位与背后互联网基因与线下基因才是本质差别。盒马为阿里新零售战略主要发力点，最终定位是以线下高频流量和高效配送，更新迭代传统电商模式。目前看盒马线上订单比例达到60%-70%，单店面积5000平方米左右，门店年坪效达6万元/平；而超级物种线则是根植于线下，餐饮生鲜都是吸引客流方式，线上销售占比目前不到20%，后续随着腾讯入局，永辉生活APP、支付等打通后再提升，目前超级物种单店600平方米左右，坪效超过盒马达到12万元/平。盈利能力方面，二者显著优于传统超市，不考虑线上建设等后台成本，单店理论净利率均有望突破8%。扩张战略方面，盒马目前采取自营与加盟并行，迅速扩张占领市场的战略，目前主要分布在北上、江浙；而超级物种目前均为自营店，主要分布在华南地区。

表 23: 盒马鲜生与超级物种对比

	盒马鲜生	超级物种
经营数据		
线上订单占比	60%-70%	10%-20%
线下订单占比	30%-40%	80%-90%
单店面积	3000-5000 平米	500-800 平米
品类收入占比	生鲜食品 60% 餐饮 20% 百货 20%	—
SKU 数量	4810	850
SKU 分布	生鲜 1200 食品 3100 日用百货 380	生鲜 260 食品 430 非食品 165
日均订单	5000	1667
客单价	100+	100+
坪效	6 万元/平米/年	12 万元/平米/年
单店员工数	150 人（不包括配送员）	70-80 人
人效	122 万元/人/年	80 万元/人/年
毛利率	约 23%	20%-25%

盈利能力	上海约一半门店盈利	所有开业 2 个月以上的门店均实现前台盈利
供应链	部分与天猫共享资源、基地直采，大部分为供应商供货	永辉商行，但与红绿标是不同的采购团队
门店		
门店数量	29	28
门店分布	上海 15 北京 5 浙江 4 江苏 3 广州 1 贵州 1	福建 10 广州 6 江苏 3 四川 3 北京 2 上海 2 浙江 1 重庆 1
开店计划	北上深自营，自营店计划发展到 50 家以上；其他地区合资或加盟，未来要在全国开 2000 家店，如整个浙江省由宁波三江做盒马生鲜品牌，由它管理，但使用的是盒马的系统。	目前全部为自营，2018/2019 年分别计划新开 100 家。
主要费用		
初始投资和摊销	4000 万元，分 8 年摊销，每年 500 万	200 万元，分 5 年摊销，每年 40 万元
租金	以金桥店为例，5 元/平米/天，67.5 万元/月，810 万/年	以温泉店为例，10 元/平米/天，15 万元/月，180 万/年
人工成本	单店 150 人，人均 5000 元/月，75 万元/月，900 万元/年	单店 75 人，人均 6000 元/月，45 万元/月，540 万元/年

数据来源：草根调研为主，坪效和人效分别以盒马金桥店和超级物种温泉公园店为例；单店员工数和毛利率均为调研数据；门店数量统计时间为 2018 年 1 月 23 日前

无人零售：技术赋能高地，便利消费体验。无人零售是新零售中技术改造的代表产物之一，目前主要应用技术为条码、RFID 等，人工智能为无人零售赋予想象空间。无人零售主要形态有无人货架（开放式）、自动贩卖机（封闭）、无人店（半开放式）等，场景争夺主要以办公（以猩便利、果小美等为代表的办公室货架）、社区（以 bingo 盒子、便利蜂等为代表的无人便利店）等非开放区域为主。

表 24：无人零售通过技术实现便利消费体验

	落地时间	入口	单店面积	购物流程	商品类别	
条码识别 (无人零售 1.0)	Naraffr	2016 年初	线上申请注册后下载 APP	20-30 平方米	绑定信用卡后扫码进店→取货 离店→信用卡按月结算	食品、日用品
	小 e 微店	2016 年底	官方 APP、微信公众号及微信小程序	开放式购物框	手机扫码→移动支付→自取货物	零食饮料
	便利蜂	2017 年 2 月	便利蜂 APP 或微信内的便利蜂小程序	几十-几百平	下载 APP→扫描商品条形码→支付→出示支付二维码	早餐、便当、食品、生活用品
RFID 识别 (无人零售 2.0)	缤果盒子	2017 年 6 月	微信扫描二维码	12.48、15.6 平方米	扫码进店→取货→拿至结算区域扫描结算→离店	饮料、日用品、零食等
	淘咖啡	内测	淘宝 APP	200 平方米	利用支付宝获得电子入场券→通过认证闸机→购物→通过结算门自动结算	食品、餐饮
	猩便利	2017 年初		办公室无人货架	扫码→取货→结算	零售饮料

智能识别 (无人零售 3.0)	Amazon Go	内测	亚马逊 APP	200 平方米	扫码进店→取货离店→自动扣款	食品、生鲜
	Take Go	内测	无需	-	识别进店→即拿即走	食品、日常用品

数据来源：新店商研习社、健康生活创业平台、搜狐网、国泰君安证券研究

3. 中国消费行为变迁

3.1. 中国消费发展四阶段

3.1.1. 1990-2000s: 唯价是从，温饱消费，以家庭为单位大量消费耐用消费品

80、90 年代我国居民消费主要集中在衣食和耐用物品上，由于人均收入尚处于发展水平，价格是决定消费行为的关键因素。其次，当人均 GDP 低于 500 美元的情况下，以彩电、洗衣机等电器已得到普及，此时居民消费主要以家庭为单位，家庭消费在耐用消费品上具有超前的投资意识。

表 25: 90 年代我国居民在耐用消费品上的投资具有超前意识 (1994 年)

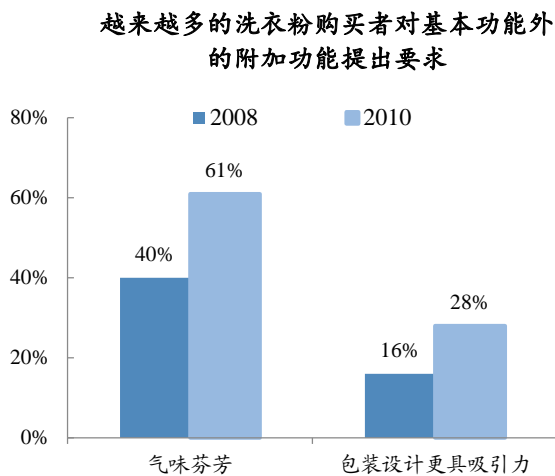
	平均每百户拥有量(台)	最低收入户(台)	困难户(台)	最高收入户(台)
彩电	86.21	65.8	62	98.49
洗衣机	87.29	74.12	73.39	94.38
电冰箱	62.1	41.31	38.92	76.46

数据来源：《流通经济学》、Wind、国泰君安证券研究 注：据《流通经济学》统计数据，1994 年最低收入户人均年收入 1734 元，困难户人均年收入 1566 元，最高收入户人均年收入 6838 元。

3.1.2. 2000-2010s: 家庭消费向个人消费转变，实务型消费者，初步形成品牌意识

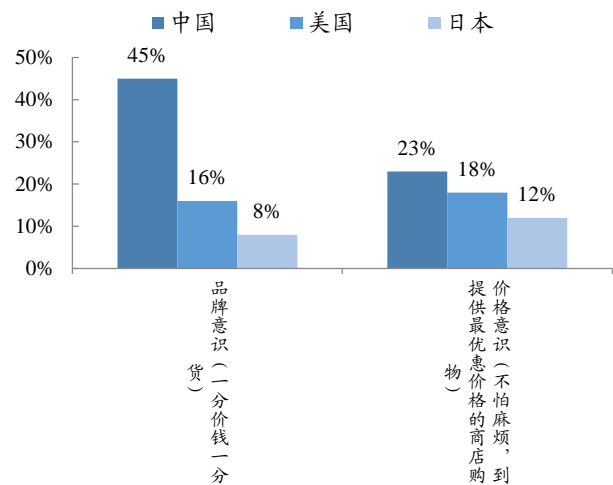
进入新世纪后我国经济繁荣使消费需求与商业能力相协调，中国消费者展现出更多元、更务实的消费行为，中国消费者将功能属性作为购买的重要因素之一，但对除产品基本功能以外更多功能的购买力逐渐增强，这一点与发达国家的消费者越来越相似。消费者开始对品牌形成认知，所以与发达国家相比此时的中国消费者品牌意识更强，但这种品牌意识是建立在对价格的考量上的。

图 130：对基本功能外的更多功能购买力增强（2010 年数据）



数据来源：麦肯锡，国泰君安证券研究

图 131：初步形成品牌认知，品牌意识较强（2010 年数据）

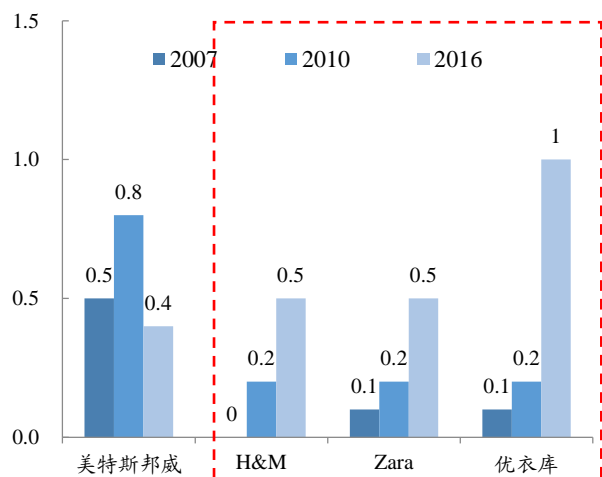


数据来源：麦肯锡，国泰君安证券研究

3.1.3. 2010-2017s: 个性化需求初步凸显，信息传播趋势裂变，初步从商品消费转向服务消费

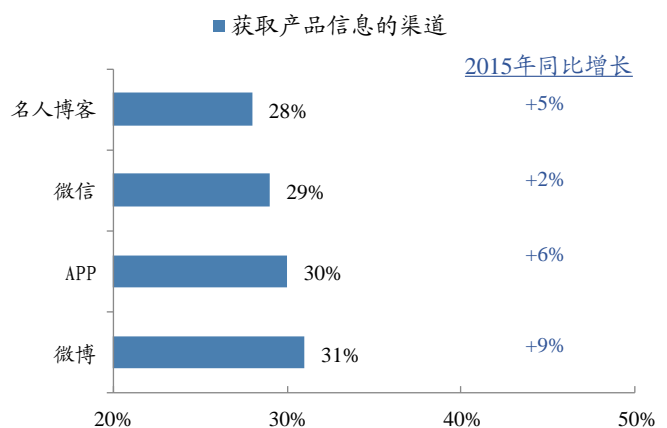
1) 用快时尚满足个性化+实用性要求。近几年中国消费者更注重设计和个性化需求，以 H&M、Zara 和优衣库等为代表的快速时尚品牌通过竞争性定价和新颖设计成为越来越多人的选择。2) 从“熟人分享”到“众人分享”。过去熟人介绍是中国消费者最信赖的消费途径之一，但随着社交媒体的爆发，通过微信、微博和论坛等形式与众人分享成为消费之后必须完成的任务之一，消费者无时无刻经历着“种草与拔草”的消费体验。3) 消费热点从商品转向服务，且需求越来越细化。以 2000 年左右在纽约爆发式增长的美甲为例，2014 年起美甲在中国快速发展，行业增速位列阿里个性消费品数据第三名。外卖满足消费者足不出户的消费需求，2014 年以来开始迅速增长。

图 132：快速时尚成为大众选择，市占率不断提升



数据来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

图 133：社交媒体成为影响消费者的主要途径

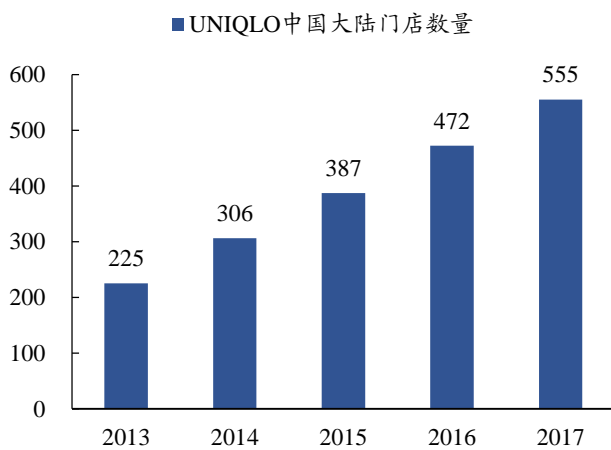


数据来源：贝恩咨询、国泰君安证券研究

3.1.4. 2018s: 一二线城市消费逐渐趋于理性化, 新兴消费阶层不断崛起, 品牌消费逐渐向品质消费转变

参考 80-90 年代日本消费升级经验, 品质化升级后消费者开始更加理性地审视自身消费行为。新兴消费者一边开始寻求出众的品牌, 一边仍然注重产品本身质量; 消费者希望获得更好的消费体验, 但是经济能力使得他们只能在有限预算的约束下寻找最大化的产品效用——性价比成为消费者最看重的指标, 所以物质丰裕、发展成熟的市场里也自然衍生出了与之适应的业态与商业模式。根据 CBNDData 发布的《2017 中国互联网消费生态大数据报告》, 2017 年去品牌化、凸显性价比的精选电商平台模式不断上线, 高性价比品牌 UNIQLO 在 90 年代日本的快速发展代表了当时典型的消费者形象, 而近几年 UNIQLO 国际业务中, 中国大陆地区发展迅速, 截至 2017 财年, 中国大陆地区开店数量较 2013 年增长 147%。

图 134: UNIQLO 中国大陆业务拓展迅速,



数据来源: UNIQLO 官网、国泰君安证券研究

图 135: 精选电商模式不断上线

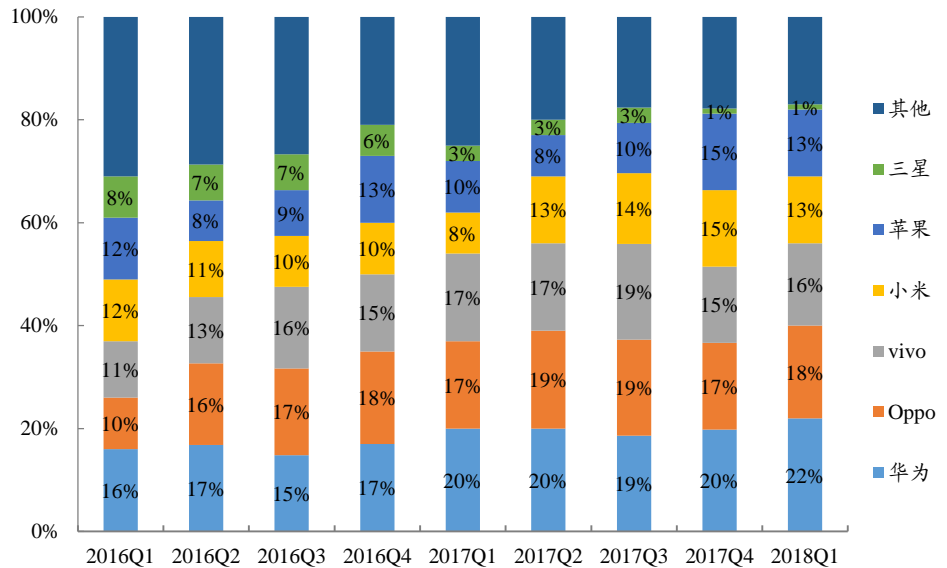


数据来源: CBNDData、国泰君安证券研究

3.2. 技术型 VS 品牌型消费: 国货产品变革之路

制造产业升级, 以消费电子和汽车等为代表的技术型消费经历了品牌从无到有、从外资到国产、从弱变强的变革。中国制造业大致经历了上世纪 90 年代的劳动力密集型产业, 二十一世纪开始的资本密集型产业升级, 再到当下的技术密集型产业升级之路。与之对应的是, 中国品牌发展也经历了: 从最初的劳动密集加工出口为主, 低成本、无品牌; 到资本密集产业, 自主品牌开始萌芽; 再到掌握核心技术、设计能力, 国产品牌由弱变强。消费各品类中, 家电、汽车、消费电子与制造属性更强, 家电行业在九十年代末率先实现了国产品牌由弱变强的崛起, 而汽车、智能手机当下正处于国产品牌依靠品质、技术进步与分销网络的优化实现逆袭的关键时点。

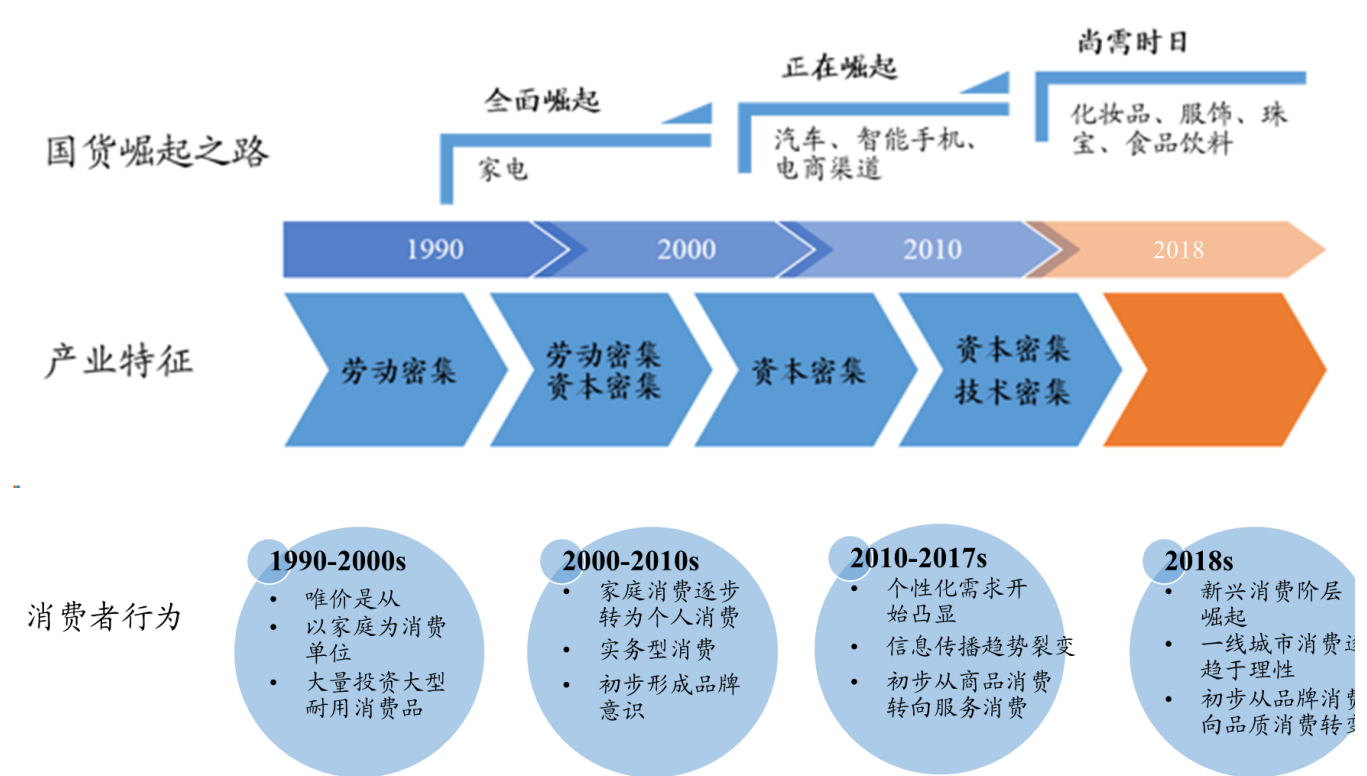
图 136: 国产智能手机品牌发力逆袭国外品牌



数据来源：Counterpoint、国泰君安证券研究

近年来，中国智能手机市场国产手机市场占有率稳步提升。中国智能手机前六大供应商中，国产品牌占据四席，市场占有率从69%提升至83%。而外国品牌市场占有率则逐渐下降，特别是三星手机，市场占有率从2016Q1的8%下降至2018Q1的1%。三星手机在中国市场的下滑和国产手机的崛起，反映出国内消费者越来越理性，不再一味追求国际品牌，反而更加重视性价比、安全性、售后体验等切实反应手机使用价值的维度。

图 137: 各细分品类国货随着产业发展相继走向品牌崛起之路



数据来源：国泰君安证券研究

品牌型消费注重软实力，国货砥砺前行。国际品牌在高端品牌型消费市场

场中占据着有利地位，消费升级为服装、化妆品和珠宝等细分品类的国货带来高端化发展机遇。品牌型消费更注重软实力打造，设计、研发等核心能力是下一阶段国产品牌仍需重点突破之处。以化妆品为例，国际巨头的研发投入远高于国产品牌，尤其是欧莱雅 2016 年研发投入高达 66.3 亿元，占营收的 3.4%，相比之下国产品牌在研发支出方面和国际巨头仍有显著差距，但近年来新晋国产品牌珀莱雅等的研发支出占收入的比重不断提升，体现了国产品牌重视研发、立足长远、不断提升产品竞争力的发展思路。

表 26: 国产品牌与国外品牌相比研发支出差距较大，但国产品牌研发支出占比呈提升之势（单位：亿元）

	2014A		2015A		2016A	
	研发支出	占比	研发支出	占比	研发支出	占比
欧莱雅	63.0	3.4%	54.9	3.1%	58.6	3.4%
雅诗兰黛	9.8	1.4%	11.1	1.7%	11.9	1.7%
爱茉莉	4.2	1.8%	4.4	1.7%	5.3	1.7%
资生堂	8.4	1.8%	8.1	1.8%	10.5	2.1%
上海家化	1.4	3.1%	1.3	2.5%	1.3	2.1%
珀莱雅	0.4	2.1%	0.4	2.1%	0.5	2.9%
御家汇	0.1	3.0%	0.3	3.9%	0.4	3.2%
欧舒丹	0.85	1.04%	1.01	1.11%	1.14	1.14%

数据来源：彭博、Wind、国泰君安证券研究

从消费变迁看小米产品崛起。人均可支配收入增长是驱动消费升级的核心因素，收入的变化-消费者心理变化-消费者行为变化-消费结构变化。从发达国家来看，尤其是日本和美国，基本都经历了三个大的消费阶段：大众消费品时代（工业化革命+城镇化推进，供需完美对接，消费爆发）、品质化和品牌化阶段（消费者认知水平有所提升，从产品消费进入到品质和品牌升级阶段，这个时代品牌既品质）、简约消费时代（消费者认知水平大幅提升，真正实现从品牌升级到品质升级，消费者不再盲目追求品牌，而是追求品质化消费）。反观国内这么多年来得消费变迁，从改革开发初期的大众消费品时代，到 2006 年以来的品质化和品牌化消费升级，再到目前一、二线城市出现的简约消费，核心是消费者认知水平的提升。这也让我们看到国内电商业态的迭代，从淘宝（大众消费品时代）--天猫（品质化、品牌化时代）-小米（简约消费时代），这是消费者认知提升的体现，他们不愿意再接受品牌商的任意剥削。因此，我们看到小米正处在一个品质化崛起的大时代，高质价比的产品逐渐成为行业主流，其向消费者的承诺：小米整体硬件业务综合净利率不超过 5%，也成为引领未来消费品企业定价的一个锚。

表 27: 小米提供极致性价比的智能硬件产品

特定产品	小米建议价格范围	主要竞争对手的指标价格范围
空气净化器	379-1,999	2,000-10,000
小米手环 2	149	299-699
扫地机器人	1,699	3,000-8,000
净水器	1,499-1,999	3,000-4,000
行李箱	299-1,999	299-5,000

电磁加热电饭煲	399-999	3,000-6,000
激光投影仪	9,999	29,999-132,000
可折叠电动自行车	2,999	6,999-8,999
无人机	2,999	4,000-7,000

数据来源：公司招股书、国泰君安证券研究

硬件极简正在成为新的潮流，小米产品端死磕细节、优化设计、真实材料，做到极致。比如：小米台灯一抹红的设计、小米插线板尾部圆孔设计以及为了解决市场净水器普遍存在漏水现象而反复实验，产品的每个点都做到精细化和人性化设计。同时，公司与一流原料供应商合作，极大程度控制了生产制造的良品率与成本。定价方面价格大幅低于市场进行定价，通过绝对薄利规避竞争并时刻保持战斗力。通过高质量低价占领市场，利用规模效应降低成本从而实现盈利，低定价也可以防止竞争对手进入，从而实现规模效应，铸造壁垒。

图 138：“一抹红”设计成就米家 LED 智能台灯艺术之美



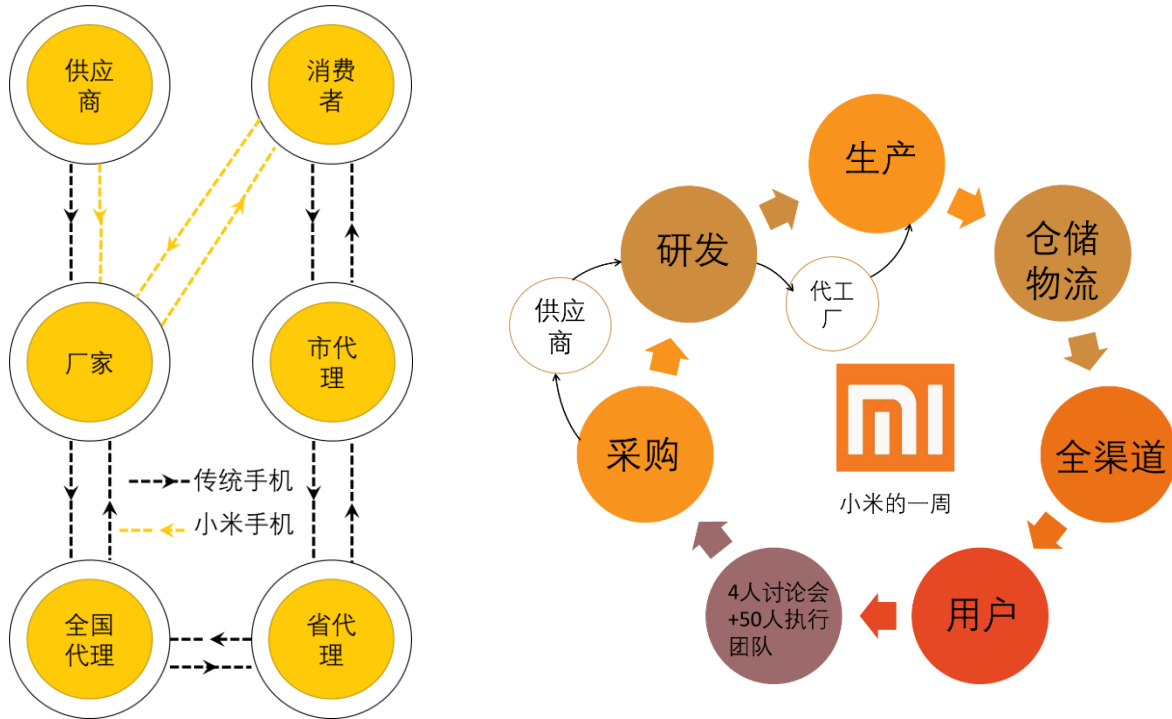
数据来源：小米商城

小米实现的是消费品企业打通品牌-供应链-生产的梦想，是制造零售业的梦想。中国长期的经济高速增长和居民收入的持续高增长，也导致了整个消费品行业狭长的供应链，在产品稀缺时代，消费者只能为高价买单，但在产品极大丰富的时代，理性的消费者开始用脚投票，他们开始追求性价比。电商是第一批打破传统供应链的企业，是传统零售行业第一波“搅局者”，随着电商的快速发展，给消费者带来极大福音，高性价比产品开始涌入人们的生活。而第二批是以小米、名创优品、网易严选等为代表的企业，他们用高性价比的产品搅动整个消费行业，实现传统消费品行业的进一步优化。

图 139: 小米“重视上游”、“互联网效率”与“粉丝经济”等全方位提升供应链管理

与传统手机产业相比，小米有效缩短供应链

以周为时间单位看小米供应链



数据来源：小米官网、招股说明书、第一财经、通信信息报、国泰君安证券研究

4. 投资建议

投资建议：近 30 年来中国从温饱消费逐渐向品牌消费、品质消费过渡升级，消费业态经历了从最初的百货、大型超市到电商再到生鲜超市、精品电商等新业态的升级，从需求端来看消费者对品牌、品质、设计等因素的关注度持续提升，从供给端来看消费变迁背后带来的是业态效率的提升与供应链优化重塑。从长期来看，居民追求消费品质的升级趋势明确，消费各行业先后经历或正在经历品牌从无到有、从外资到国产、从弱变强的变革，国产品牌走上顺势崛起之路，消费将成为中国未来发展的最强动力。1) 化妆品行业建议增持：珀莱雅、上海家化、拉芳家化等，受益标的：御家汇等；2) 超市行业建议增持：永辉超市、家家悦等；3) 电商行业建议增持：苏宁易购、跨境通等；4) 百货行业建议增持：王府井、天虹股份、重庆百货、百联股份等；5) 珠宝行业建议增持：菜绅通灵等，受益标的：周大生。海外受益标的：阿里巴巴、京东、小米集团、拼多多等。

表 28: 重点推荐公司最新盈利预测表（股价与估值信息更新日期为 2018 年 9 月 4 日）

公司代码	公司简称	股价	EPS 本次预测			PE (倍)			目标价	评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
603605.SH	珀莱雅	42.09	1.32	1.75	2.40	31.89	24.05	17.54	48.84	增持

600315.SH	上海家化	30.12	0.82	1.12	1.51	36.73	26.89	19.95	44.00	增持
603630.SH	拉芳家化	16.41	0.92	1.11	1.32	17.84	14.78	12.43	27.59	增持
601933.SH	永辉超市	7.50	0.17	0.25	0.32	42.82	29.12	22.75	9.00	增持
603708.SH	家家悦	22.09	0.84	1.02	1.31	26.30	21.66	16.86	28.39	增持
002024.SZ	苏宁易购	12.79	0.79	0.36	0.49	16.19	35.53	26.10	17.64	增持
002640.SZ	跨境通	13.85	0.81	1.14	1.50	17.10	12.15	9.23	29.30	增持
600859.SH	王府井	16.10	1.54	1.68	1.90	10.45	9.58	8.47	23.10	增持
002419.SZ	天虹股份	11.04	0.73	0.89	1.07	15.12	12.40	10.32	17.45	增持
600729.SH	重庆百货	29.56	1.97	2.73	3.23	15.01	10.83	9.15	37.43	增持
600827.SH	百联股份	9.16	0.63	0.77	-	14.54	11.90	-	21.81	增持
603900.SH	莱绅通灵	13.10	1.00	1.29	1.62	13.10	10.16	8.09	25.00	增持
受益标的										
002867.SZ	周大生	27.31	1.52	1.83	2.18	17.98	14.92	12.52		
300740.SZ	御家汇	29.91	0.77	1.04	1.34	38.65	28.85	22.35		
海外受益标的 (港币/美元)										
1810.HK	小米集团	16.50	0.34	0.62	0.91	49.18	26.46	18.11		
JD.O	京东	31.30	0.17	1.35	3.17	180.92	23.15	9.89		
BABA.N	阿里巴巴	175.01	3.73	5.62	7.76	46.92	31.14	22.55		
PDD.O	拼多多	19.35	-	-	-	-	-	-		

数据来源: Wind、国泰君安证券研究 注: 受益标的盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险因素

1、经济增速下滑拖累消费，CPI 持续低迷

经济低迷下非必需性开支将下降；CPI 若持续下滑，终端零售环境将持续低迷，CPI 从“价”的角度对超市行业产生较大影响。

2、行业竞争加剧；

化妆品、珠宝等行业处于高度竞争状态，市场化程度较高，国外巨头纷纷进入中国市场，若公司未能准确把握市场需求或产品定位，行业竞争加剧有可能导致公司能力下降。

3、中美贸易战持续；

中美贸易摩擦氛围浓厚，恐慌情绪上升有可能会波及到以出口为主业的跨境电商企业。

4、并购整合不及预期。

零售行业仍处于整合并购阶段，如果业务融合不及预期有可能导致公司经营效率低下。

公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现作为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		