

零售新机遇——多元化的消费群 细 分化的渠道商

——商贸零售行业 2019 年投资策略报告

2018 年 12 月 13 日

看好/维持

商贸零售 | 年度报告

投资摘要:

在 2018 年末展望 2019, 这种渠道细分、受众多元化的格局仍处萌芽期, 也正是投资者悉心播种, 加大对零售行业重视度的最佳时刻。

我们的主要行业观点如下:

- ◆ **可选消费: 收入决定长周期, 杠杆扰动短周期。**长期: 居民收入中枢下移。收入增长受制, 居民消费升级驱动消费社会升级; 居民银行贷款主要受房贷影响。短期: 外部杠杆拖累消费增速; 四季度起, 居民参与借贷数回升。
- ◆ **必选消费: 人口定义长期趋势, 通胀驱动短期营收。**中国人口结构向老龄化、低生育率和城镇化变化, 未来城镇化将驱动居民消费能力的提升。下游消费者对于部分必选消费品类价格的不敏感, 通胀驱动的价格变化使得必选消费的渠道商在通胀环境下受益。
- ◆ **社零增速: 2019 年汽车见底, 社零增速温和回升。**

整体而言, 我们认为明年社零增速有望温和回升。汽车增速有望 2019 年见底, 2019 年下半年, 汽车大概率启动新周期, 拖底社零增速。我们对于明年可选品类(服饰、美妆和珠宝)预期较为乐观, 主因居民消费去杠杆的阶段性缓和。

我们看好如下子版块:

- ◆ **综超: 碎片化与规模化并进, 体验革命驱动总量增长。**新零售与电商转线下的冲击, 结合行业竞争的加剧, 致使行业内供给快速出清。
- ◆ **百货: 可选消费的 FoF 组合, 消费升级带来配置价值。**百货投资如同购入投资一篮子可选商品的 FoF 基金, 其价值更多在 1) 可选消费品的行业周期性; 2) 对于上下游的议价能力; 以及 3) 职业经理人(店长)的主动管理能力。
- ◆ **美妆: 年轻客群话语权提升, 行业持续量价齐升。**化妆品行业具备高成长性, 国产化妆品企业在渠道、营销及本土化上具备竞争优势, 拥抱市场扩张东风。
- ◆ **珠宝: 黄金珠宝新机遇, 迎接大众消费时代。**我们认为, 黄金珠宝行业在存在长期三条投资主线。1、三四线城市渠道下沉。2、中产阶级的消费回升。3、千禧一代和 Z 时代个性化消费引领消费偏好转变。

投资策略:

2019 年, 我们看好必选消费板块综超(永辉超市和家家悦)和百货(王府井和天虹百货), 以及可选消费板块美妆(珀莱雅和上海家化)和珠宝(周大生和老凤祥)。

风险提示: 居民降杠杆、收入增长不及预期。

研究员: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理: 宋劼

010-66554029

songjin@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480116110028

研究助理: 魏鹤冲

010-66554121

weihch@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480118070038

细分行业	评级	动态
百货	看好	维持
综超	看好	维持
电商	看好	维持
化妆品	看好	维持

行业基本资料	占比%
股票家数	97 2.72%
重点公司家数	- -
行业市值	8277.26 亿元 1.62%
流通市值	5753.54 亿元 1.57%
行业平均市盈率	13.24 /
市场平均市盈率	13.81 /

行业指数走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《商贸零售行业 2018 年 11 月份第 4 期周报: 跨境电商终迎政策利好, 消费潜力再受激发》2018-11-26
- 2、《商贸零售行业 2018 年 11 月份第 3 期周报: 政策利好频出, 短期优选超跌百货和小市值标的》2018-11-19

目 录

1. 前言：多元化的消费群，细分化的渠道商	4
2. 可选消费：收入决定长周期，杠杆扰动短周期	4
2.1 长期：收入增速随 GDP 中枢下移	4
2.2 长期：房贷提升银行端居民负债	5
2.3 长期：居民改善性住房需求压缩可支配收入	6
2.4 短期：居民消费杠杆 2019 年有望转好	9
3. 必选消费：人口定义长期趋势，通胀驱动短期营收	10
3.1 人口变化定义必选消费品长期趋势	10
3.2 通胀变化驱动短期营收	11
3.3 社零口径：2019 年汽车见底，社零增速温和回升	12
4. 综超：碎片化与规模化并进，体验革命驱动总量增长	14
5. 百货：可选消费的 FoF 组合，消费升级带来配置价值	16
6. 美妆：年轻客群话语权提升，行业持续量价齐升	17
6.1 年龄维度：强购买力的新生消费者推动化妆品上行	17
6.1.1 化妆品的潜在消费群体规模庞大	17
6.1.2 高偏好的新生消费者购买力强劲	18
6.2 性别维度：女性红利之外，男性美妆消费潜力爆发	19
6.2.1 化妆品市场享受女性消费力释放	19
6.2.2 男性正成为化妆品市场的新贵	19
6.3 地区维度：低线城市消费升级，带来化妆品消费放量	20
6.4 颜值需求增长，社交平台加速化妆习惯养成	20
6.5 美妆意识深种，需求趋向专业个性化	20
6.6 市场规模：国内化妆品需求远未饱和。	20
6.7 市场结构：高端市场顺风而起，大众市场高速扩张	21
6.8 国产品牌成长路径：洞察消费趋势，巩固本土优势	21
7. 珠宝：黄金珠宝新机遇，迎接大众消费时代	21
7.1 消三四线消费高增速	22
7.2 中产阶级崛起 加速中高端消费市场成长	23
7.3 年轻一代带动珠宝日常化消费趋势	23
8. 投资策略	25

表格目录

表 1：北京市双薪家庭改善性住房需求压力测试	7
表 2：上海市双薪家庭改善性住房需求压力测试	7
表 3：西安市双薪家庭改善性住房需求压力测试	8
表 4：社零品类占比	12

表 5: 全国超市统计	14
表 6: 龙头超市坪效提升优于行业	15
表 7: 龙头超市扩张速度优于行业	15
表 8: 各年龄段人群特征	18
表 9: 我国财富分层情况	23

插图目录

图 1: 人均 GDP 增速中枢下移	5
图 2: 恩格尔系数下降趋势延续	5
图 3: 人均可支配收入增长降速	5
图 4: 居民存款增速基本持平	6
图 5: 贷款增速主要受房贷影响	6
图 6: 银行端短期消费贷持续增长	6
图 7: P2P 平台成交额三季度开始回升	10
图 8: P2P 存量增速仍未见底	10
图 9: P2P 家数持续下降	10
图 10: 但平台参与借贷人数 10 月起现回升	10
图 11: 老龄化、后人口红利和城镇化驱动人口结构变化	11
图 12: 2018&2019 翘尾因素展望 (假设 12 月 CPI 同比 2.2%)	11
图 13: 汽车增速明年有望见底	12
图 14: 社零有望阶段性触底	13
图 15: CS 超市营收变化	15
图 16: CS 超市盈利变化	16
图 17: CS 百货行业营收	17
图 18: CS 百货行业盈利能力	17
图 19: 2017 年化妆品消费的年龄分布	19
图 20: 2017 年化妆品消费的人均开支增速	19
图 21: 2017 年 H1 淘系美妆用户的年龄分布	19
图 22: 18-22 岁用户的销售量攀升	19
图 23: 2016-2018 年 10 月黄金珠宝社零数据	22
图 24: 2005~2018E 各线城市社会消费品零售总额增速	23
图 25: 2005~2018E 各线城市社会消费品零售总额增速	24
图 26: 我国黄金珠宝市场规模 (美元)	25

1. 前言：多元化的消费群，细分化的渠道商

经济增长的疲软、民营企业的纾困以及社保降费的讨论，伴随中美贸易战的起起落落，喧闹的 2018 年已步入尾声。对于消费行业而言，居民消费去杠杆的冲击、储蓄率的下滑和消费升级的长期驱动力交织一处。作为 13.9 亿人、80 余万亿 GDP 的世界第二大经济体，伴随投资端边际效用的递减，消费的重要性长期一再攀升。

然而在今年，消费行业短期的增速与中长期升级的需求再度出现冲突，市场在消费降速的讨论下盲人摸象。有人以渠道变化定义国家消费走向，紧盯拼多多、唯品会和京东阿里提供的用户画像，以论证消费的各种变化；也有人以消费品类变化顺藤摸瓜，表现出对于美妆及奢侈品的热衷。

伴随经济数据的进一步下行化，市场对于消费的升级、降级、降维和分化的分歧也在逐渐发酵。我们认为，短周期的外部杠杆终将退潮，恩格尔系数持续下降的背景下，居民消费升级是长期趋势。然而，伴随收入增速的下滑，居民端如何在宏观和微观层面实现消费升级将成为消费的长期看点。

站在社会学的视角，我们认为消费升级结合收入增速下降，或将意味着中国正在逐步进入第三消费时代。站在零售研究员的视角，历史经验和我们当前密集草根调研的成果告诉我们，未来零售行业长期存在投资机遇。体验和技术等方面的升级所驱动的消费渠道革命并不一定是零售行业未来的唯一机遇。我们认为，多元化的消费群，细分化的渠道商将迅速割裂零售市场，并将催生出一系列细分领域的“小霸王”。

2019 年，**可选消费受收入和杠杆扰动**。长期居民收入增长受制，居民消费升级驱动消费社会升级；居民银行贷款主要受房贷影响，以及短期外部杠杆拖累消费增速。**必选消费受人口结构和通胀影响**。在人口结构向老龄化、低生育率和城镇化变化，未来城镇化将驱动居民消费能力的提升。下游消费者对于部分必选消费品类价格的不敏感，通胀驱动的价格变化使得必选消费的渠道商在通胀环境下受益。

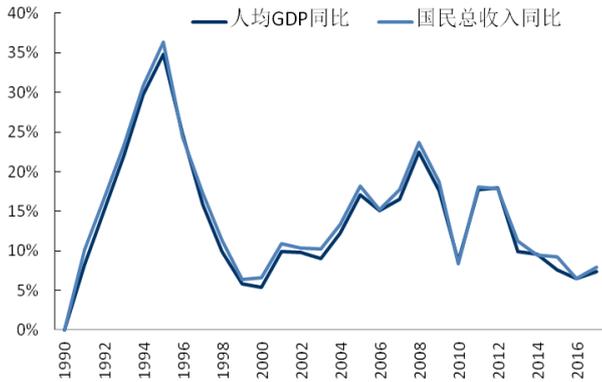
2019 年，我们看好**必选消费综超（永辉超市和家家悦）和百货（王府井和天虹百货）子版块**，以及**可选消费美妆（珀莱雅和上海家化）和珠宝（周大生和老凤祥）子版块**。

在 2018 年末展望 2019，这种渠道细分、受众多元化的格局仍处萌芽期，也正是投资者悉心播种，加大对零售行业重视度的最佳时刻。

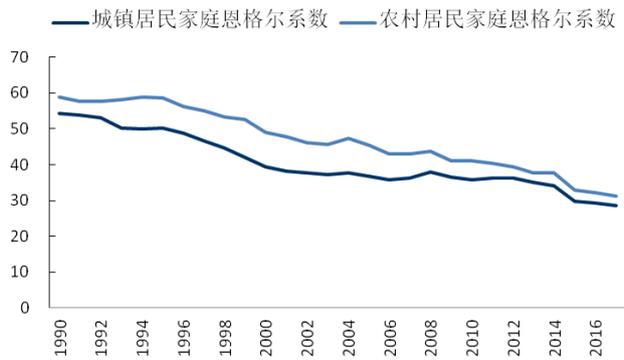
2. 可选消费：收入决定长周期，杠杆扰动短周期

2.1 长期：收入增速随 GDP 中枢下移

居民收入中枢下移。伴随 GDP 增速中枢下移，中国居民收入增速也出现阶段性下滑。长期而言，可选消费的周期性与居民收入变化基本同向。微观层面上，居民收入的变化影响消费信心，进而带动可选消费周期的变化。

图 1：人均 GDP 增速中枢下移


资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：恩格尔系数下降趋势延续


资料来源：Wind、东兴证券研究所

收入增长受制，居民消费升级驱动消费社会升级。与此同时，居民恩格尔系数持续下降，意味着居民端的消费升级仍然存在。受制于收入增长的乏力，旧有的“批量化消费”模式难以复制，居民消费升级的需求将带动中国走入第三消费时代。

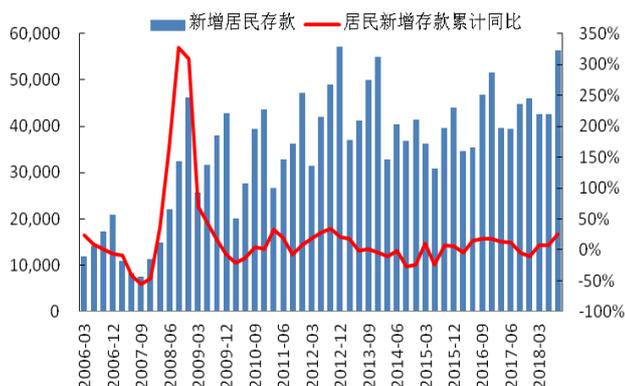
图 3：人均可支配收入增长降速


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2 长期：房贷提升银行端居民负债

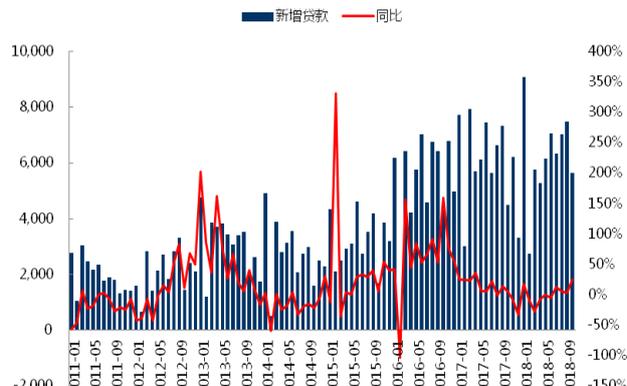
居民银行贷款主要受房贷影响。草根调研显示，某股份行居民消费贷中，近七成投入房贷首付款。叠加居民中长期贷款中房贷的高占比，房贷对于银行端居民借贷影响极大，因此银行端的居民负债无法真实体现居民消费对于外部杠杆的偏好及总量变化。

图 4：居民存款增速基本持平



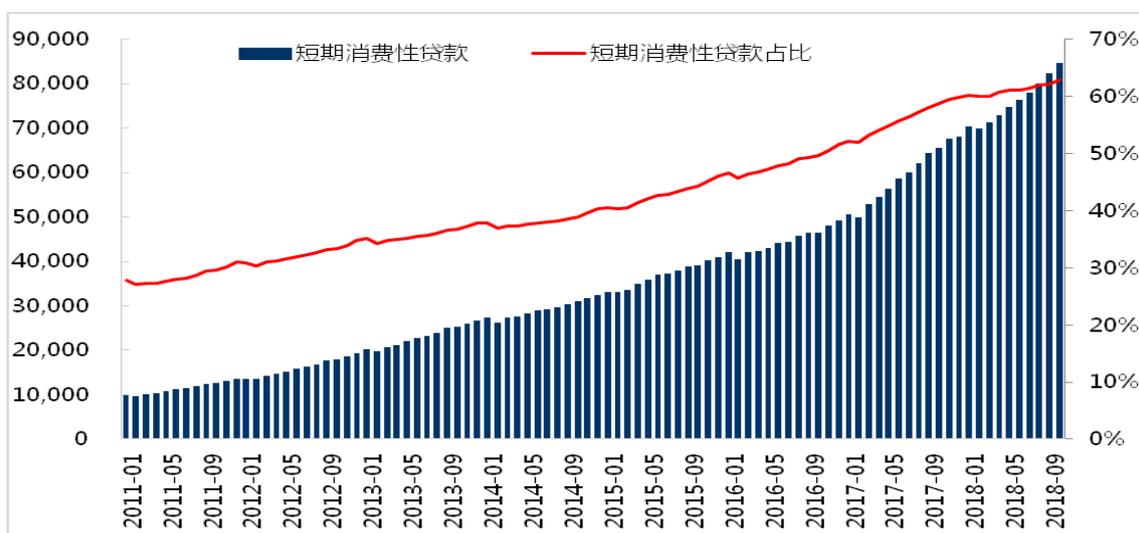
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5：贷款增速主要受房贷影响



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6：银行端短期消费贷持续增长



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.3 长期：居民改善性住房需求压缩可支配收入

我们同期对于北京、上海和西安双薪家庭的改善性住房开支进行测算。尤其以北京为首，即使不考虑首付压力在面对地段更好或面积更大房产时加倍的增长，仅月供方面也会对居民现金流产生巨大压力。在面临市区内房源或二胎需求时，房产对消费将开始出现压制。即房价上涨在超过居民储蓄力之后，对于消费将存在抑制作用。然而按照当前中国居民储蓄情况，在宏观层面，这一现象尚未发生。

表 1：北京市双薪家庭改善性住房需求压力测试

	两口之家	三口之间	四口之家	三环内房产
平均住宅面积	64.76	97.14	129.52	64.76
平均房价	34,117.58	34,117.58	34,117.58	80,000.00
总价值	2,209,454.44	3,314,181.66	4,418,908.89	5,180,800.00
首付（30%）	662,836.33	994,254.50	1,325,672.67	1,554,240.00
所需贷款金额	1,546,618.11	2,319,927.17	3,093,236.22	3,626,560.00
公积金贷款部分				
月均工资	8,467.00	8,467.00	8,467.00	8,467.00
缴存比例	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
公积金贷款额度	1,200,000.00	800,000.00	800,000.00	1,200,000.00
公积金贷款利率	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%
每月偿还	5,222.48	3,481.65	3,481.65	5,222.48
公积金偿还	4,064.16	4,064.16	4,064.16	4,064.16
自有资金偿还	1,158.32	-	-	1,158.32
商业贷款部分				
商业贷款	346,618.11	1,519,927.17	2,293,236.22	2,426,560.00
贷款利率	4.87%	4.87%	4.87%	4.87%
月供	1,833.28	8,038.97	12,129.04	12,834.19
总贷款月供	7,055.76	11,520.62	15,610.69	18,056.67
其中：公积金偿还	4,064.16	4,064.16	4,064.16	4,064.16
公积金偿还占比	57.60%	35.28%	26.03%	22.51%
自有资金偿还	2,991.60	7,456.46	11,546.53	13,992.51
自有资金偿还占工资比例	17.67%	44.03%	68.19%	82.63%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：住房为首套住房，贷款年限 30 年，首付 30%，公积金缴存比例 12%。北京市规定住房面积在 90 平方米以上的，公积金贷款额度为 80 万元。模型中假设不同家庭组成都由两人负责偿还贷款。

表 2：上海市双薪家庭改善性住房需求压力测试

	两口之家	三口之间	四口之家	内环内房产
平均住宅面积	40.00	60.00	80.00	40.00
平均房价	24866.13	24866.13	24866.13	65000.00
总价值	994645.28	1491967.92	1989290.56	2600000.00

首付（30%）	298393.58	447590.38	596787.17	780000.00
所需贷款金额	696251.70	1044377.54	1392503.39	1820000.00
公积金贷款部分				
月均工资	7132.00	7132.00	7132.00	7132.00
缴存比例	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
公积金贷款额度	696251.70	1000000.00	1000000.00	1000000.00
公积金贷款利率	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%
每月偿还	3030.13	4352.06	4352.06	4352.06
公积金偿还	1996.96	1996.96	1996.96	1996.96
自有资金偿还	1033.17	2355.10	2355.10	2355.10
商业贷款部分				
商业贷款	0.00	44377.54	392503.39	820000.00
贷款利率	4.87%	4.87%	4.87%	4.87%
月供	0.00	234.71	2075.97	
总贷款月供	3030.13	4586.78	6428.03	8689.08
其中：公积金偿还	1996.96	1996.96	1996.96	1996.96
公积金偿还占比	65.90%	43.54%	31.07%	22.98%
自有资金偿还	1033.17	2589.82	4431.07	6692.12
自有资金偿还占工资比例	7.24%	18.16%	31.06%	46.92%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：住房为首套住房，贷款年限30年，首付30%，公积金缴存比例7%。2015年上海提高首套房公积金贷款额度，由60万提高至100万元，假设无补充公积金。模型中假设不同家庭组成都由两人负责偿还贷款。

表 3：西安市双薪家庭改善性住房需求压力测试

	两口之家	三口之家	四口之家
平均住宅面积	78.32	117.48	156.64
平均房价	12,245.83	12245.83	12245.83
总价值	959,093.46	1438640.19	1918186.92
首付（30%）	287,728.04	431592.06	575456.08
所需贷款金额	671,365.42	1007048.13	1342730.85
公积金贷款部分			
月均工资	6271.83	6271.83	6271.83
缴存比例	12%	12%	12%
公积金贷款额度	671,365.42	750,000.00	750,000.00

公积金贷款利率	3.25%	3.25%	3.25%
每月偿还	2,921.82	3,264.05	3,264.05
公积金偿还	3,010.48	3,010.48	3,010.48
自有资金偿还	-	253.57	253.57
商业贷款部分			
商业贷款	-	257,048.13	592,730.85
贷款利率	4.87%	4.87%	4.87%
月供	-	1,359.54	3,134.98
总贷款月供	2,921.82	4,623.59	6,399.03
其中：公积金偿还	2,921.82	3,264.05	3,264.05
公积金偿还占比	100.00%	70.6%	51.0%
自有资金偿还	-	1,359.54	3,134.98
自有资金偿还占工资比例	0.00%	10.84%	24.99%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

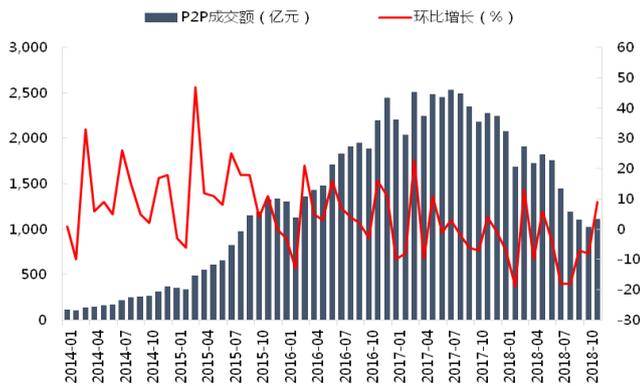
注：住房为首套住房，贷款年限 30 年，首付 30%，公积金缴存比例 12%。2015 年西安提高首套房公积金贷款额度，由 70 万提高至 75 万元，贷款额度不超过总价款的 70%。模型中假设不同家庭组成都由两人负责偿还贷款。

2.4 短期：居民消费杠杆 2019 年有望转好

外部杠杆拖累消费增速。我们认为，P2P 平台借贷情况可以较为真实地反映中国居民对于消费信贷的需求变化，尤其是当银行端的居民负债与投资属性强的房贷关联极为紧密。受央行表外清理等因素的影响，今年二季度起 P2P 平台参与借贷人数出现大幅滑坡，直接导致二季度以来消费数据的疲软。

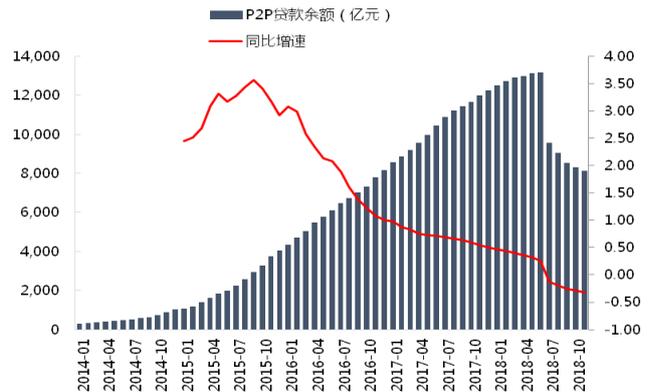
四季度起，居民参与借贷数回升。虽然从 P2P 余额降速等各项数据未止跌，但平台成交额和居民参与借贷人数的回升或意味着居民消费去杠杆阶段性见底。伴随央行货币政策的微调，我们有理由相信明年居民消费杠杆有望逐步回升。中长期而言，消费贷仅为不同年份间居民消费力的挪移，并不影响消费的中长期趋势。

图 7: P2P 平台成交额三季度开始回升



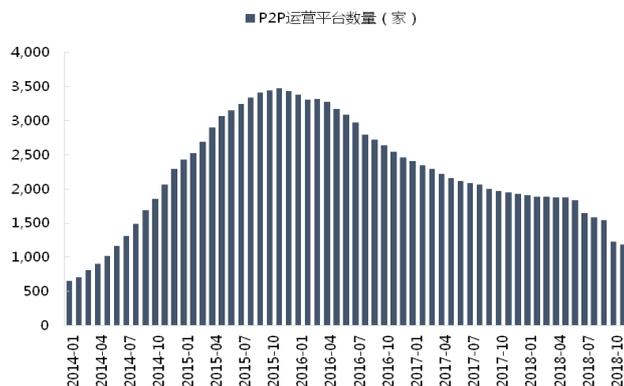
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 8: P2P 存量增速仍未见底



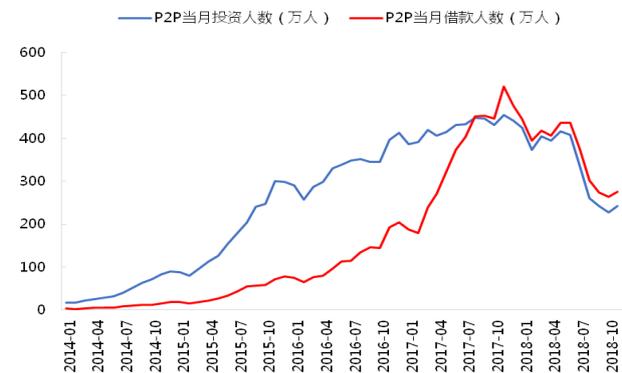
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 9: P2P 家数持续下降



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 10: 但平台参与借贷人数 10 月起现回升



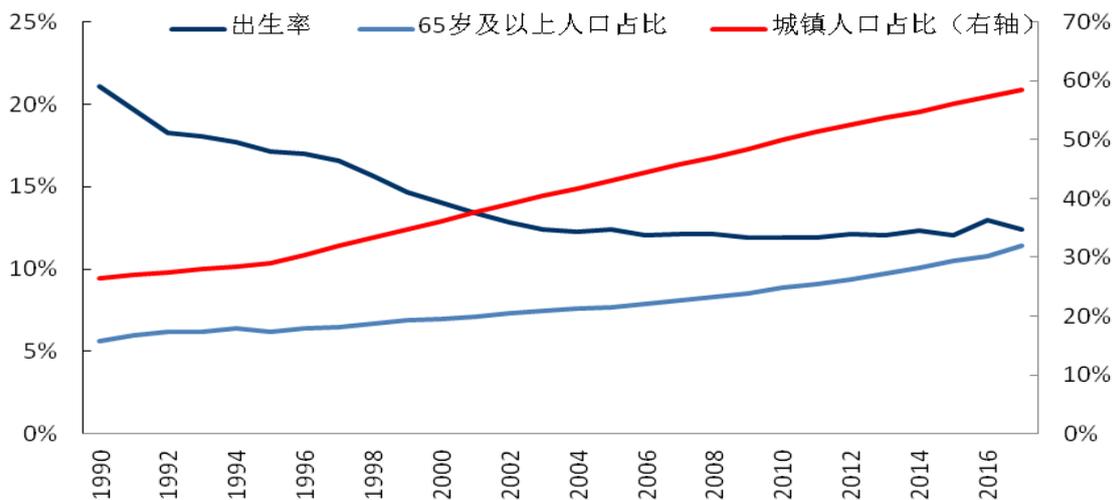
资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 必选消费：人口定义长期趋势，通胀驱动短期营收

3.1 人口变化定义必选消费品长期趋势

人口变化的三个关键词。未来数年，中国人口结构变化的三个关键词应为：老龄化、低生育率和城镇化。必选消费品在后人口红利时代所面临的压力便是总人口消费量的下滑。与此同时城镇化驱动下，居民消费能力的提升也为必选消费行业的增长播撒希望。

图 11: 老龄化、后人口红利和城镇化驱动人口结构变化

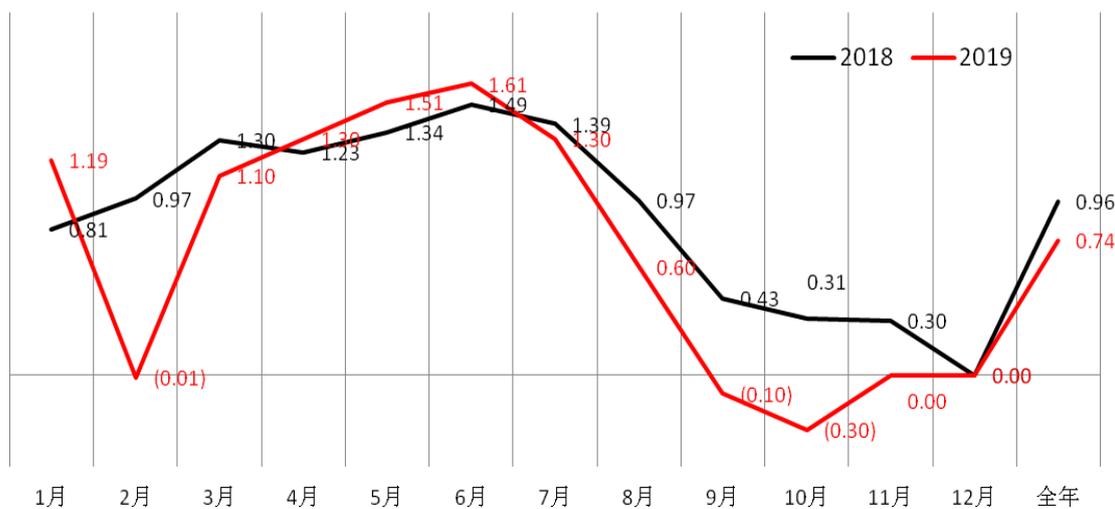


资料来源: Wind、东兴证券研究所

3.2 通胀变化驱动短期营收

由于下游消费者对于部分必选消费品类价格的不敏感，通胀驱动的价格变化易使得必选消费的渠道商在通胀环境下受益。展望 2019 年，假设今年 12 月 CPI 同比 2.2% 增长持平 11 月，则 2019 年全年 CPI 翘尾因素将弱于 2018 年。然而伴随着不确定的油价，以及受猪瘟疫情影响的猪肉供给，我们认为明年 CPI 将维持温和通胀，分月度而言，上半年通胀对于必选消费品及综超行业贡献将更高。

图 12: 2018&2019 翘尾因素展望 (假设 12 月 CPI 同比 2.2%)

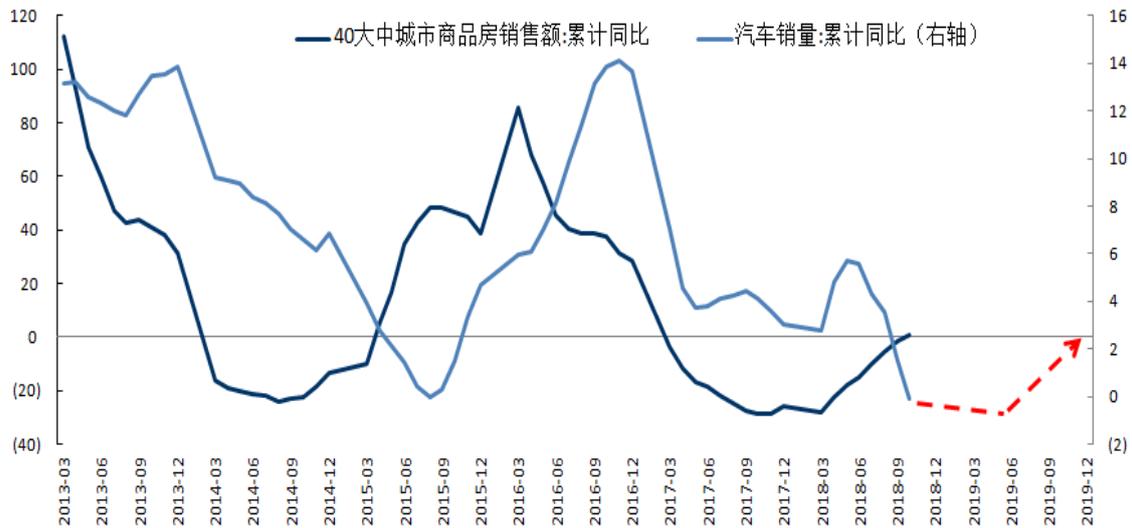


资料来源: Wind、东兴证券研究所

3.3 社零口径：2019 年汽车见底，社零增速温和回升

汽车增速有望 2019 年见底。社零占比中，汽车高达 28%，是影响最大的品类。历史经验来看，汽车销量增速往往滞后地产销售额 12-15 个月。我们认为这应该与新房交付及装修周期，以及居民储蓄的变化有关。在 2018 年受政策、消费杠杆等因素的冲击，低迷的汽车销量拖累社零增速，但我们认为，2019 年下半年，汽车大概率启动新周期，拖底社零增速。

图 13: 汽车增速明年有望见底



资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 4: 社零品类占比

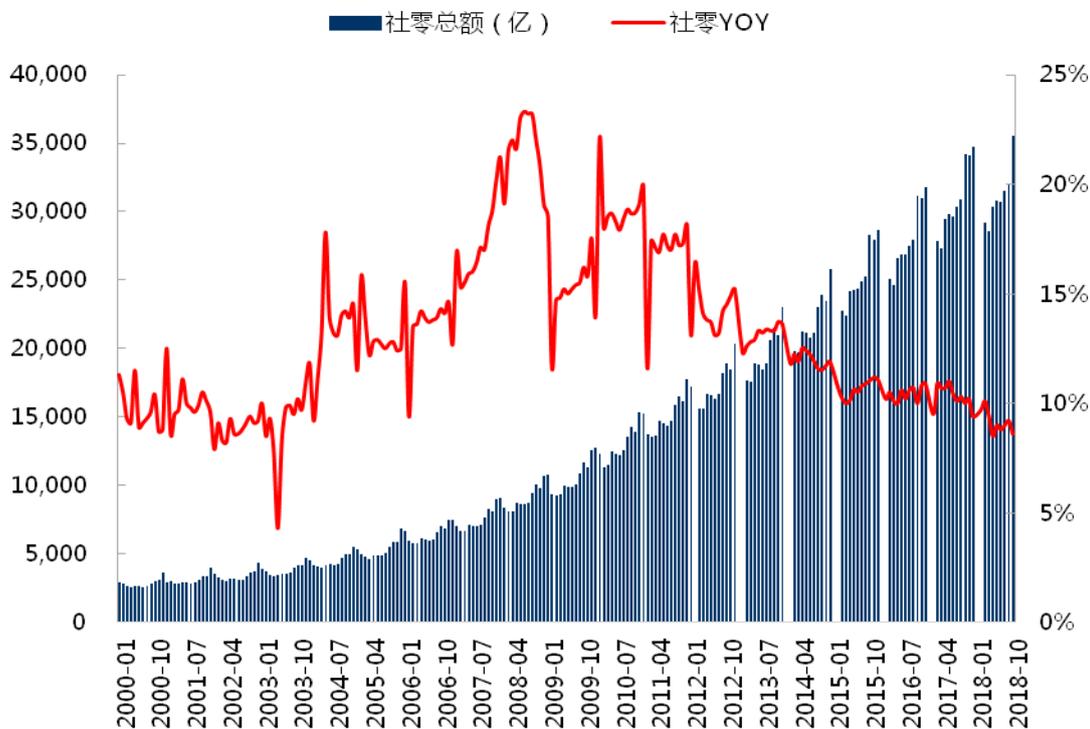
分品类占比	2015	2016	2017
粮油食品、饮料烟酒类	14.54%	14.84%	14.61%
粮油、食品类	10.12%	10.38%	10.16%
饮料类	1.46%	1.50%	1.51%
烟酒类	2.95%	2.96%	2.94%
服装鞋帽、针、纺织品类	10.07%	9.95%	9.65%
服装类	7.16%	7.04%	6.86%
化妆品类	1.53%	1.53%	1.67%
金银珠宝类	2.29%	2.06%	1.97%
日用品类	3.62%	3.77%	3.65%
体育、娱乐用品类	0.40%	0.44%	0.49%
书报杂志类	0.82%	0.75%	0.77%
家用电器和音像器材类	6.18%	6.21%	6.27%

中西药品类	5.90%	5.83%	6.28%
文化办公用品类	2.21%	2.28%	2.43%
家具类	1.83%	1.92%	1.86%
通讯器材类	2.59%	2.68%	2.87%
石油及制品类	13.78%	12.89%	13.09%
建筑及装潢材料类	2.29%	2.32%	2.14%
汽车类	26.89%	27.83%	27.99%
其他类	5.06%	4.70%	4.28%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

2019 年社零增速温和回升。当前市场对明年消费趋势的担忧与讨论主要集中在反映实物商品增速变化的社零增速上。除汽车增速外，我们对于明年可选品类（服饰、美妆和珠宝）预期较为乐观，主因居民消费去杠杆的阶段性缓和。此外，地产后周期消费品（家具家电装修）或将持续低迷，而食品类必需品增速除受通胀影响外，社零统计口径变化或将逐步趋缓。整体而言，我们认为明年社零增速有望温和回升。

图 14：社零有望阶段性触底



资料来源：Wind、东兴证券研究所

4. 综超：碎片化与规模化并进，体验革命驱动总量增长

据统计局2017年数据,全国计入统计口径的6155家大型超市店均面积达5751平方米,在过去六年间持续扩大,但其坪效却已下降至1.25万元/平米,门店总数也在2017年单年大幅下降2297家。

新零售与电商转线下的冲击,结合行业竞争的加剧,致使行业内供给快速出清。这一趋势预计仍将在2019年持续。综超行业竞争与发展呈现严重的割裂。一方面,不同地域与城市发展水平造就不同行业现状并存:西部城市仍维持传统的规模化扩张,然而东部沿海城市的综超却早已开始研究大型超市的小型化;低线城市综超仍在与牙膏洗发水经销商勾心斗角,然而一线城市综超新零售、生活店遍地开花;区域综超龙头仍在考虑插手新商圈,构造万平大卖场,然而部分综超已开始研究门店小型化。

综超行业的拐点已至。虽然当前时点上,传统规模化扩张,以强化综超核心实力的旧有发展思路仍能边际维持正增长,但若无法及时预判零售市场的新变化,则容易在弯道被同业对手抛在身后。

新零售非行业颠覆,而是体验革命。我们认为,新零售在不改变零售渠道商对于上下游对接的模式的情况下,并非颠覆性变化,而是体验革命。因此对于零售商而言,把握新零售机遇的难度并没有想象的大。对于行业而言,体验革命将通过交易成本的下降和消费欲的刺激来实现对于总量的挖掘,进一步拓展零售市场的体量与空间。

当前超市行业上市公司中,我们重点关注永辉超市和家家悦。作为全国性和区域性的综超龙头,两者在强化自身旧有核心竞争力的同时,对于行业变化表现出积极性与极高的敏感度。

表 5: 全国超市统计

	大型超市:店均 面积(平方米)	超市:店均面积 (平方米)	大型超市:坪效 (万元/平米)	超市:坪效(万 元/平米)	大型超市:门店 总数	超市:门店总数
2007	1533.68	639.31	1.66	1.11	7332	27145
2008	1641.39	647.95	1.69	1.15	8072	30240
2009	7399.79	579.36	1.32	1.33	2493	33224
2010	2916.38	586.41	1.58	1.44	6322	32818
2011	6926.14	568.27	1.47	1.55	2542	38554
2012	2297.53	571.08	1.54	1.65	11947	31016
2013	3311.85	547.74	1.52	1.56	9380	33835
2014	3279.35	569.49	1.49	1.58	9481	33202
2015	3925.19	576.16	1.47	1.63	8584	33301
2016	4451.21	574.74	1.36	1.60	8452	33372
2017	5751.11	707.10	1.25	1.67	6155	29881

资料来源:国家统计局、东兴证券研究所

表 6: 龙头超市坪效提升优于行业

超市	坪效变化	1H18	2017	2016	2015	2014	2013	2012
家家悦		0.51	1.44	1.40	1.42	1.38	1.39	
永辉超市	红标	0.63	1.50	1.41	1.53	1.24	1.21	1.25
	绿标	0.67	2.60	2.39	1.32	1.16	1.42	1.52
红旗连锁		0.65	1.27	1.17	1.27	1.40	1.60	1.43

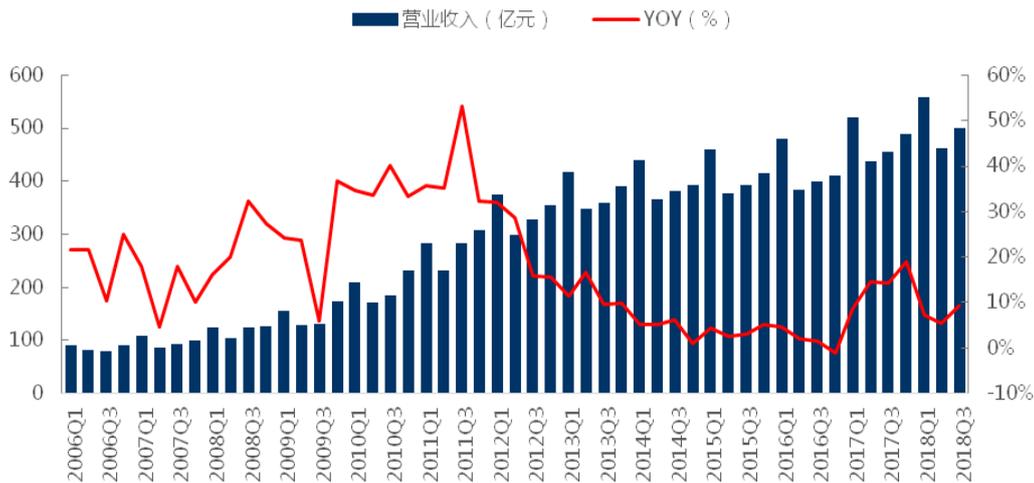
资料来源：上市公司公告、东兴证券研究所

表 7: 龙头超市扩张速度优于行业

超市	拓展	3Q18	2017	2016	2015	2014	2013	2012
家家悦	新开	63	68	49	66	81	69	
	闭店	19	24	28	17	20	12	
	期末数	719	675	631	582	521	464	
永辉超市	新开	332	332	105	72	51	46	47
	闭店	14	7	7	7	7	4	2
	期末数	1124	806	487	388	330	288	249
红旗连锁	新开	66	119	538	606	174	20	235
	闭店	31	93					
	期末数	2765	2730	2704	2166	1560	1386	1366

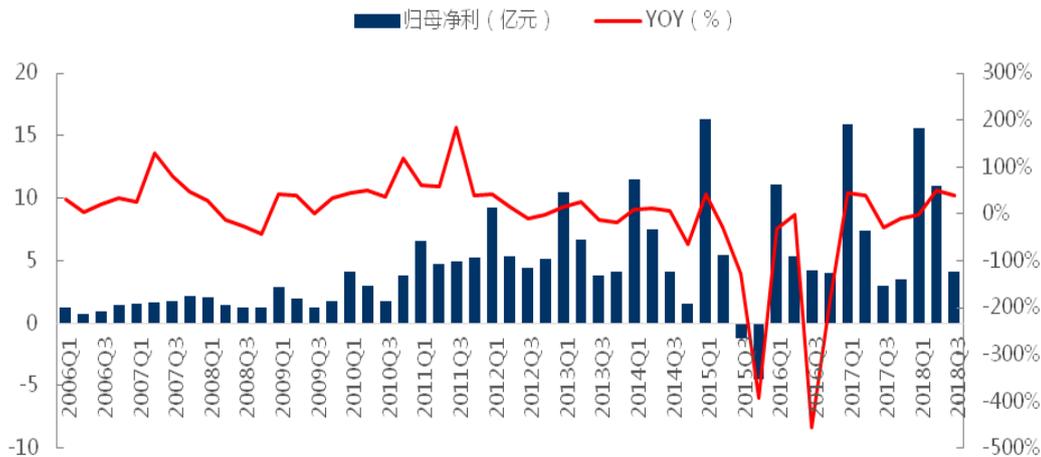
资料来源：上市公司公告、东兴证券研究所

图 15: CS 超市营收变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 16: CS 超市盈利变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

5. 百货：可选消费的 FoF 组合，消费升级带来配置价值

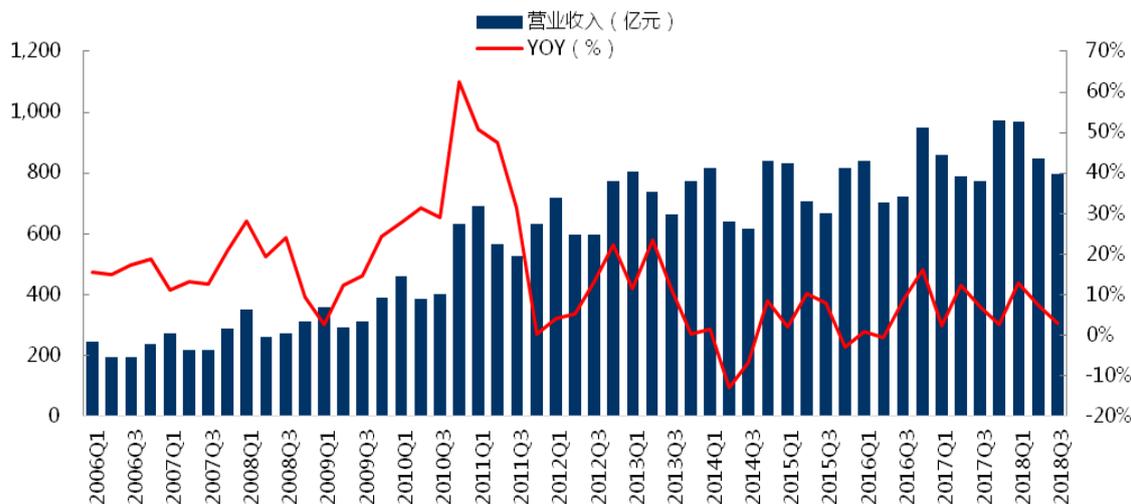
于高成长度的综超行业不同，百货股可以直观理解成投资可选消费品的 FoF 基金。由区域化的职业经理人进行品类的主动调整，以期最大化调动本区域消费群体的购买力，实现对于可选消费品的配置价值。连锁百货更可以在此基础上通过扩大区域覆盖以分散风险，并加以对于经销商与生产商的溢价能力。

基于我们对于百货的理解，其投资价值更多在 1) 可选消费品的行业周期性；2) 对于上下游的议价能力；以及 3) 职业经理人（店长）的主动管理能力。

当前中国的消费市场面临收入增速下降和居民消费升级并存的矛盾状态，在消费社会向第三消费时代行变的时期，注重到店体验、个性化服务的百货业态更易享受行业成长。犹如日本同时期优衣库、无印良品和三越百货等企业的崛起，中国百货行业已存在霸主崛起的温床。

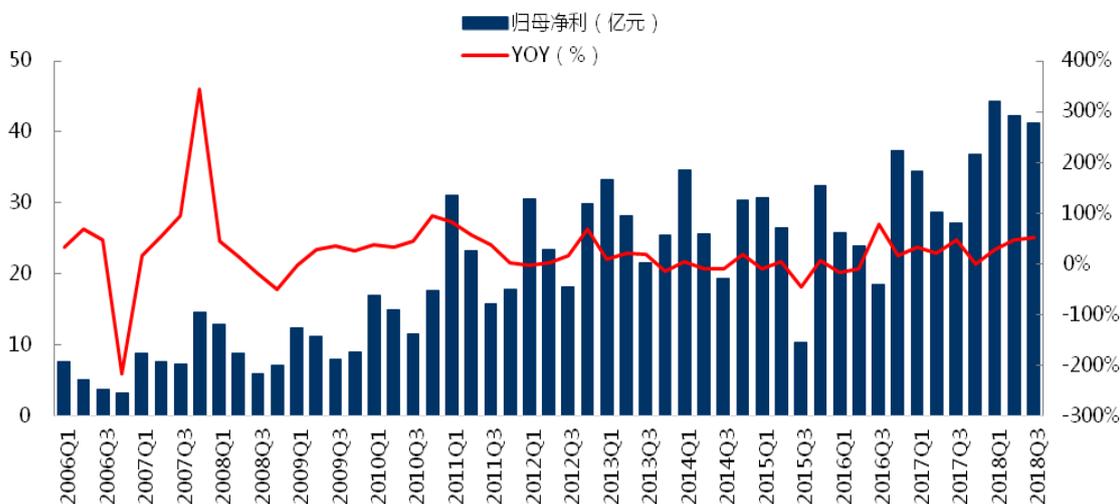
考虑到全国布局能力，我们在百货行业最为关注全国巨头王府井和业态革命先锋的天虹百货。

图 17: CS 百货行业营收



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 18: CS 百货行业盈利能力



资料来源：Wind、东兴证券研究所

6. 美妆：年轻客群话语权提升，行业持续量价齐升

6.1 年龄维度：强购买力的新生消费者推动化妆品上行

6.1.1 化妆品的潜在消费群体规模庞大

年轻人在消费市场扮演越来越重要的角色，这不仅包括 3.23 亿的 85、90 后，更值得注意的是 1.5 亿的 95、00 后。物质富裕的成长环境和信息爆炸的时代，形成年轻人独立和超前的消费意识和较高的消费偏好；移动互联网的发展提供了发声的平台，使得年轻人逐渐掌握消费话语权。

表 8:各年龄段人群特征

	95 及 00 后	85 及 90 后	60-80 后	60 前
统计年龄段	10-19 岁	20-34 岁	35-49 岁	50 岁及以上
消费特征	消费新力量	消费中坚	务实派	数字不落伍
人口	1.55 亿	3.23 亿	3.23 亿	2.72 亿
群体所占比例	11%	23%	23%	20%
社会特征	经济结构型调整	经济高速发展	经济起飞	改革开放的红利
	信息爆炸时代	互联网时代	事业有成	安逸洒脱
	学生&意见领袖	新中产阶级	中产核心	或已退休

资料来源：World Bank，艾瑞咨询、东兴证券研究所

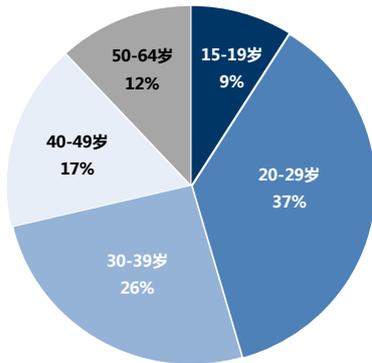
6.1.2 高偏好的新生消费者购买力强劲

美妆偏好高企，年轻人购买力强劲。对美的追求下，个性独立、审美独特的年轻人更愿意为颜值付出高溢价。伴随着国际品牌开拓中国市场，这一代年轻人经历了完整的消费教育，化妆品消费的渗透率远超其他年龄段，进而表现出强购买力。

- ◆ **85、90 后：延续品类升级。**劳动力消费者具有较强的边际消费倾向作用，千禧一代的化妆品消费表现出明显的中高档化趋势，2017 年人均支出高增 23%。
- ◆ **95、00 后：化妆品消费从“0”到“1”。**成长于互联网时代的青少年网购比例居高。考虑淘系数据，18-22 岁美妆用户销售额占比由 2013H1 的 11.4% 攀升至 2017H1 的 26.7%，用户群体不断扩张。

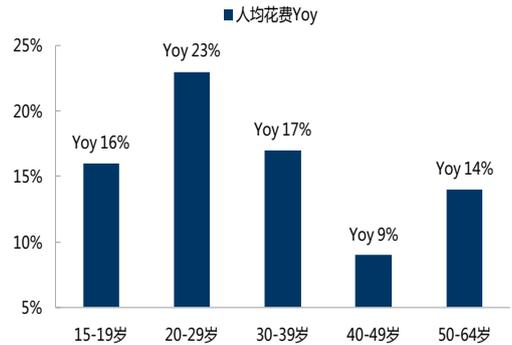
新生消费群体对化妆品的高偏好和高支出水平远超其他年龄段。我们认为，这批消费者对化妆品消费提档加量，形成了自 2016 年下半年以来化妆品销售量爆发式的增长。伴随着化妆品群体扩大及品类消费升级延续，化妆品市场的高增可期。

图 19:2017 年化妆品消费的年龄分布



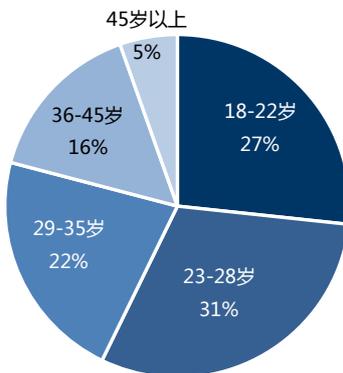
资料来源：凯度、东兴证券研究所

图 20:2017 年化妆品消费的人均开支增速



资料来源：凯度、东兴证券研究所

图 21:2017 年 H1 淘系美妆用户的年龄分布



资料来源：CBNData、东兴证券研究所

图 22:18-22 岁用户的销售量攀升



资料来源：CBNData、东兴证券研究所

6.2 性别维度：女性红利之外，男性美妆消费潜力爆发

6.2.1 化妆品市场享受女性消费力释放

女性经济独立性增强，释放化妆品消费潜力。我国女性社会地位抬升、经济独立性增强，对应更强的消费能力。追求时尚且具备经济实力的 20-45 岁女性约 2.5 亿人，占我国约 18%的人口，这部分女性消费潜力的逐步释放，将直接推动化妆品市场的繁荣。

6.2.2 男性正成为化妆品市场的新贵

形象管理的理念同样影响男性，构成增量需求。唯品会和艾瑞共同报告显示，2017 年 95 后男性的化妆品销售规模同比增长 42.9%，较去年多增 26.2pct。随着社会分工的不断变迁，性别固有的身份和责任也在经历重组和进步。个性化需求释放下，消费表现出去性别化的趋势，2.5 亿年轻男性组成的他经济成为化妆品市场的重要增量。

Euromonitor 预测，到 2019 年中国男性化妆品消费量的年均增长率将达到 13.5%，远高于全球平均水平的 5.8%。

6.3 地区维度：低线城市消费升级，带来化妆品消费放量

低线城市正在经历对一二线城市的消费复制，在化妆品消费上表现为美妆意识开始渗透，消费习惯逐步养成。叠加电商渠道的下沉，推动低线城市化妆品市场的开拓，美妆消费享受线上渠道的增长红利。凯度数据显示，2017 年二线、三线和四五线城市的在护肤彩妆上的人均消费分别同比增 19%、20%和 20%，远超一线城市（9%）。伴随低线市场的开拓，大众化妆品消费进入放量阶段。

6.4 颜值需求增长，社交平台加速化妆习惯养成

好货共享，美妆社交引领消费新潮流。在移动互联网时代，“好货需分享”的生活态度将年轻人的消费和社交融为一体，诞生的美妆社交潮流加速化妆品消费渗透率的提升。

社交平台激发颜值追求，加速化妆品渗透率的提升。抖音、美拍等短视频平台高速发展，以零门槛的创作和效率高的分享大幅激发年轻人对颜值的追求，使得美妆意识深入人心，加速化妆习惯的培育。

自媒体时代，消费者接触品牌的广度和密度大幅提升。韩国美妆达人 PONY 在 YouTube 上的视频点击轻松破百万，在新浪微博上的粉丝数超 625 万。KOL 极高的热度可直接转化为品牌影响力，轻松打造“爆款”产品。自媒体巨大的消费导向作用，可助力品牌形成口碑和销量齐增长。

6.5 美妆意识深种，需求趋向专业个性化

化妆习惯普及下，消费者趋向横向拓展品类。从基础护肤上移至更复杂的护肤和彩妆的过程，使得消费进入不断做加法的阶段。据贸发局，受访的 2400 名女性人均使用 4.7 种化妆品，化“淡妆”需要 3 种最基本的化妆品，而化“全妆”所需要的化妆品接近 10 多种。

个性化需求崛起，细分市场成消费新方向。消费群体的认知和审美双重升级，消费走向多元化和碎片化，催生庞大的细分市场。满足消费者日益变化的个性化需求，将成为美妆市场的新增长点，催生出细分市场的龙头。

6.6 市场规模：国内化妆品需求远未饱和。

对标接近饱和的日本市场，国内化妆品市场无论从渗透率、集中度或市场规模上都与成熟市场存在一定差距。触及天花板尚早，行业长期高速发展可期。

- ◆ 潜在用户群体庞大。据世界银行数据，消费主力的 85、90 后+高消费倾向的 95 及 00 后，合计占全国人口的 34.28%。
- ◆ 消费水平方面，2017 年国内人均支出仅为 181 元，远不及日本（1196 元）。对标接近饱和的日本市场，国内的化妆品市场有望发展到万亿体量。

6.7 市场结构：高端市场顺风而起，大众市场高速扩张

高偏好的新生消费者延续化妆品类的消费升级。国内环境正处于第二消费时期向第三消费时期过渡阶段，消费主力的年轻人愿意为品牌和服务付出溢价，对高端美妆品牌的热爱远高于其他年龄段。在他们的主导下，化妆品类上的消费升级有望持续，高端化妆品市场具备较大的向上空间。

化妆习惯养成，大众市场享受扩张的红利。随着美妆意识向低线市场和年轻人不断渗透，性价比产品符合消费趋势。国货化妆品具备本土竞争优势，享受电商渠道开拓红利，在低线城市的市场享有更高的传播度。国产企业有望乘着市场扩张的东风高速增长。

6.8 国产品牌成长路径：洞察消费趋势，巩固本土优势

国内高端市场大牌云集、竞争激烈，本土品牌无论在品牌沉淀还是技术积累上都存在一定的差距。但从消费趋势的变迁来看，我国消费市场庞大，在一部分消费者由品牌驱动走向品质驱动的过程中，仍有广大的消费市场处于品牌认知逐步形成，由价格驱动走向品牌驱动的阶段。对标海外龙头的发展史，技术+营销+创新是典型的成长路径，把握消费趋势、洞察细分市场的机会，在分级的中国消费市场寻找切入口是弯道超车的关键。

7. 珠宝：黄金珠宝新机遇，迎接大众消费时代

截至 2018 年 10 月，限额以上黄金珠宝累计同比增速 8.3%，增速较去年同期提高 1.9pct，延续 2017 年行业回暖趋势。然而宏观经济下行压力仍在，短期居民消费持续承压，可选消费短期高速增长的可能性较小。我们认为，黄金珠宝行业存在长期三条投资主线。1、三四线城市渠道下沉黄金珠宝消费潜力持续挖掘。2、国民经济发展、个税减免等政策利好推动中产阶级的消费回升。3、千禧一代和 Z 时代个性化消费引领消费偏好转变，黄金珠宝消费向常态化和个性化消费转变，成为珠宝消费需求增长突破口。

图 23：2016-2018 年 10 月黄金珠宝社零数据

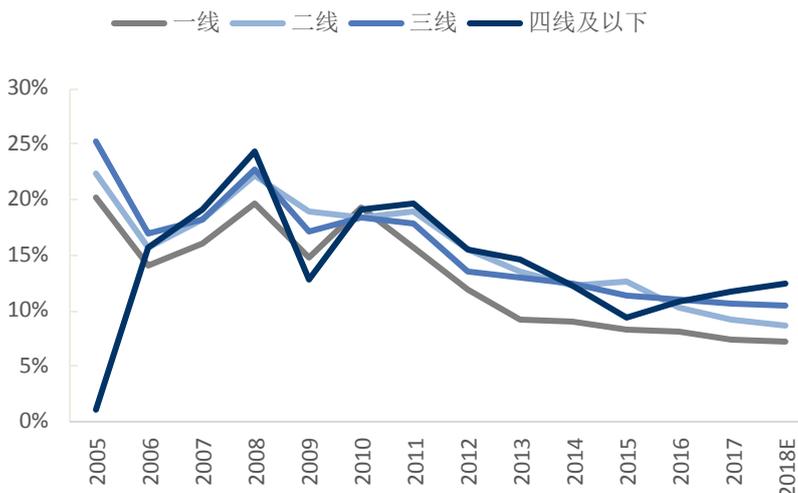


资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

程加速，居民消费高增速。伴随三四线消费渗透，品牌渠道日趋完善，三四线黄金珠宝消费群体庞大叠加人均可支配收入的不断增加，国内需求尚有增长空间。目前我国一、二线城市人口约占总人口 19.8%，三四线城市人口达 53%，低线城市存在人口红利。目前我国三四线城市化水平为 60%，尚未达到发达国家的城市化率 80%。2016 年三四线居民社零增速同时突破一二线社零水平，引领消费增速。随着三四线城镇化建设的持续推进，三四线居民收入消费能力将继续提高。

珠宝品牌持续拓展三四线城市渠道。区别于珠宝品牌饱和、国际奢侈品牌竞争的一线城市，三四线城市珠宝消费市场尚处于快速发展和成熟过程中，高端奢侈品牌由于市场地位等因素尚未涉猎低线城市，中高端珠宝品牌渗透率不高，三四线城市存在“人口红利”巨大的存量市场。

图 24: 2005~2018E 各线城市社会消费品零售总额增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

7.2 中产阶级崛起 加速中高端消费市场成长

社会财富结构变化，中产阶级人口持续增加。据西南财经大学《中国家庭金融调查报告》公布数据显示，我国人口财富结构 2011-2018 年由金字塔式向锥形结构转变贫困人口向工薪阶级转移。我国上工薪至上中产人口约 8.66 亿人，占总人口 65.6%，相较于 2011 年新增工薪至中产阶层人口占总人口 14.6%。据麦肯锡预计 2022 年我国中产阶级以上消费将占全国消费总额 81% 以上。

中产阶级人口的聚拢，带动中高端消费市场。相对于动辄数万元的高端外资珠宝品牌，上工薪以上消费群以万元以内的高端品牌需求为主。消费阶层的巨龙带动黄金珠宝消费驱动力从高端奢侈市场消费，逐渐向中高端“轻奢”消费过度。

表 9: 我国财富分层情况

	2011		2018	
	年收入 (万元)	占比	年收入 (万元)	占比
贫困	<3	27%	<3	0.02%
工薪	3-6 万	20%	3-8 万	36.98%
上工薪	10-25 万	28%	8-15 万	34.00%
中产	25-50 万	15%	15-80 万	21.00%
上中产	50-100 万	8%	80-200 万	7.60%
富裕	100-300 万	1.50%	200-500 万	0.32%
超富裕	>300 万	0.50%	500 万以上	0.08%

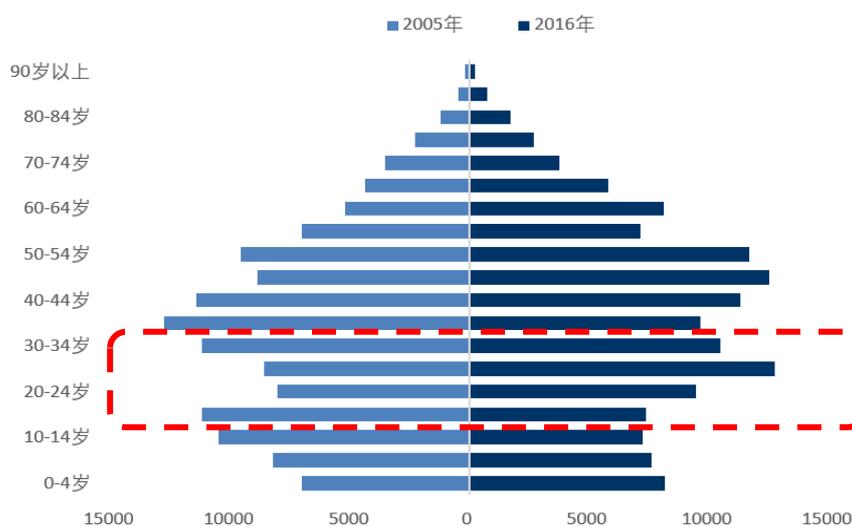
数据来源：西南财经大学、每日财经、东兴证券研究所

7.3 年轻一代带动珠宝日常化消费趋势

新生消费群体规模庞大。“85及90后”约3.26亿人，占比23.61%，巨大的人口基数为市场注入新活力。且20-35岁年轻一代消费主力进入工作领域，逐渐掌握消费自主权。

新生消费群体更具消费活力，黄金珠宝消费呈现出常态化和个性化消费趋势。年轻一代消费主力经济独立掌握消费自主权，超强的购买力。具有“情绪型”消费特征，想买就买不需等到特定时机和特定地点。与以往追求产品保值、贵价的中年消费群体不同，在富裕的时代下成长的年轻消费一代，对彰显个性设计款式饰品更有消费热情。饰品的购买主要需求为满足日常彰显个性需求，消费呈现出日常化购买趋势。

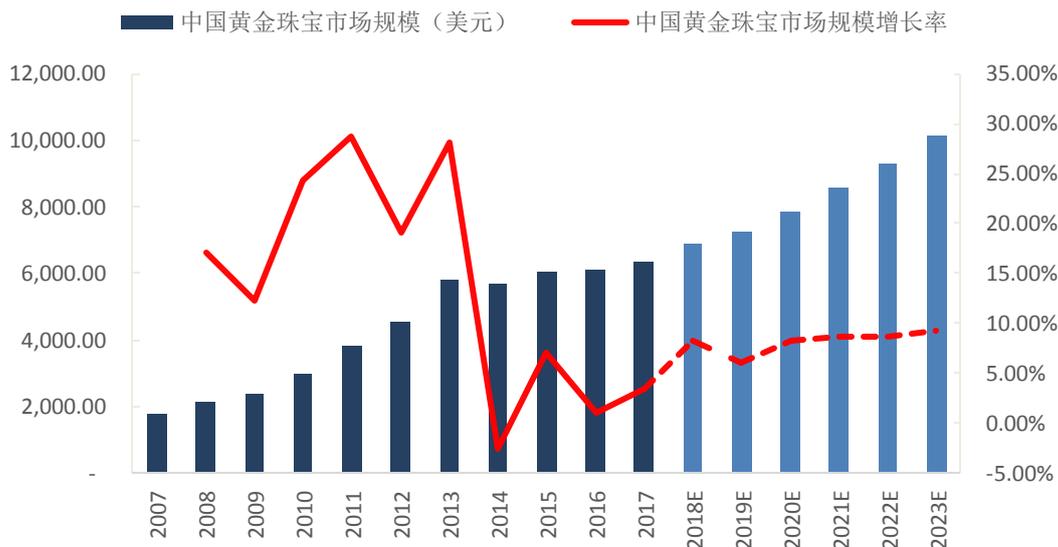
图 25: 2005~2018E 各线城市社会消费品零售总额增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

我们预计，在三四线消费渠道日趋完善、中产阶级崛起以及千禧一代和Z时代进入消费市场情形下，驱动黄金珠宝增速。2017年我国珠宝市场规模为6346亿。预计2020年黄金珠宝消费将进入新一轮高增速区间，到2023年黄金珠宝市场规模将达到10,000亿元以上。

图 26: 我国黄金珠宝市场规模（美元）



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

8. 投资策略

2019 年，**可选消费受收入和杠杆扰动**。长期居民收入增长受制，居民消费升级驱动消费社会升级；居民银行贷款主要受房贷影响，以及短期外部杠杆拖累消费增速。**必选消费受人口结构和通胀影响**。在人口结构向老龄化、低生育率和城镇化变化，未来城镇化将驱动居民消费能力的提升。下游消费者对于部分必选消费品类价格的不敏感，通胀驱动的价格变化使得必选消费的渠道商在通胀环境下受益。我们看好如下板块：

综超：

当前超市行业上市公司中，我们重点关注**永辉超市和家家悦**。作为全国性和区域性的综超龙头，两者在强化自身旧有核心竞争力的同时，对于行业变化表现出积极性与极高的敏感度。

百货：

考虑到全国布局能力，我们在百货行业最为关注全国巨头**王府井**和业态革命先锋的**天虹百货**。

化妆品：

国产化妆迎春天，企业伴随行业高速增长。化妆品行业具备高成长性，国产化妆品企业在渠道、营销及本土化上具备竞争优势，拥抱市场扩张东风。重点关注大众化妆品

龙头，线上线下渠道齐发力**珀莱雅**，以及百年日化龙头，中高端化战略持续推进**上海家化**。

珠宝：

当前珠宝行业上市公司中，我们重点关注具有渠道优势，已完善布局二三等低线城市，通过行业内整合逐步拓展一线城市**周大生**，以及传统黄金消费持续增长，CPI上行保值属性引发购买需求，历史悠久定位清晰的老字号品牌再发力**老凤祥**。

风险提示：居民降杠杆、收入增长不及预期。

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士，曾任职于元大证券、哲奔咨询（上海）有限公司，2016年加入东兴证券研究所，从事策略和商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。