

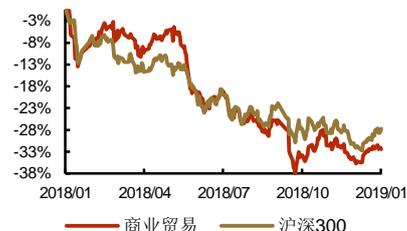
消费是经济增长第一驱动力，服务型消费贡献经济发展新驱动力

行业深度研究

陈文倩（分析师） 谢海音（分析师）
010-83561313 xiehaiyin@xsdzq.cn
chenwenqian@xsdzq.cn 证书编号：S0280518060001
证书编号：S0280515080002

推荐（维持评级）

行业指数走势图



● 最终消费对 GDP 增长贡献率 76.2%，消费对经济增长的贡献不断提高

2018年，我国消费品市场总量继续扩大，结构优化调整，消费升级持续推进，市场供给方式不断创新，消费继续发挥经济增长第一驱动力的作用

● 全年社零增速 9%降至个位数，服务性消费市场不断壮大

2018年全年社零总额 38 万亿元，较上年增长 9.0%，增速创近 10 年新低（2017 年社零同比增速 10.2%），虽然社零增速低迷，但考虑社零基数不断抬升，整体消费总量稳中向好。

2018 年 12 月单月社零总额 35893 亿元，同比名义增长 8.2%。12 月受圣诞节和元旦影响，整体消费弱复苏，社零增速较 11 月小幅抬升 0.1 个百分点，但仍处于全年次低水平。

服务性消费仍保持较快增速，修复了传统消费动力减弱带来的影响，消费结构优化调整，服务业对稳就业也发挥重要作用。2018 年居民人均服务性消费支出为 8781 元，占人均消费支出 44.2%，较 2017 年提高 1.6 个百分点。第三产业占 GDP 的比重为 52.2%，较上年提升 0.3 个百分点，对经济增长的贡献率达到 59.7%，成为支持国民经济发展的主要动力。尽管近些年服务业在国民生产总值中占比不断攀升，消费者对服务业的需求持续增加，但与发达国家相比仍有较大差距，预计未来各种新业态的高附加值服务业将继续维持强劲的发展势头，成为国民经济发展的新驱动力。

相关报告

《三部委电话会议部署促进居民消费，春节期间稳定消费预期》2019-01-20

《发改委拟出台刺激消费新政策 促进和刺激国内消费市场》2019-01-13

《促消费稳增长 消费结构进一步优化》2019-01-06

《“年货节”蓄势待发 拼团成为网购新趋势》2018-11-18

《国家鼓励消费新业态 新零售开启新时代》2018-12-23

● 城乡社零增速加速分化，乡村消费崛起趋势明显

城乡增速分化加大，低线消费崛起趋势明显。2018 年 12 月，城镇消费品零售额 30329 亿元，同比增长 8.0%，占社零总额比重 84.5%；乡村消费品零售额 5565 亿元，增长 9.3%，占社零比重 15.5%。2018 年全年，城镇消费品零售额 325637 亿元，较上年增长 8.8%；乡村消费品零售额 55350 亿元，同比增长 10.1%，增速差达 1.3 个百分点，2017 年两者增速差 0.8 个百分点，城镇与乡村消费增速差距进一步拉大，乡村消费崛起趋势明显。

● 网上消费实现 9 万亿，有望带动传统零售业升级

2018 年全国网上实现零售额 90065 亿元，较上年同期增长 23.9%，占社零总额比重继续提升。其中，实物商品网上零售额 70198 亿元，增长 25.4%，增速较社会消费品零售总额高 15.7 个百分点，占社零总额的比重为 18.4%，高出 2017 年 3.46 个百分点。如今，网上零售市场日益成熟，商品零售额在整体消费的影响越来越大，并促进线上线下全渠道融合的新零售快速发展。互联网与实体零售融合加速，或将带动线下零售业态回升。

● 汽车类零售额下降拖累社零数据，限额以上必选消费规模持续扩大

若扣除汽车类商品，按相同口径计算，2018 年社零总额同比增长 10.3%，增速比上年仅回落 0.4 个百分点。大部分限额以上零售商品都在 2018 年实现稳步增长。8 类限额以上商品 1-12 月累计增速较 11 月单月增幅高过年初至今累计增速。与民生密切相关的必选消费类商品销售仍保持平稳增长，其中日用品持续保持两位数增长；可选消费品中，家电、家具品类表现回升，12 月零售额增速分别为 13.9% 和 12.7%，较 11 月分别提升 1.4 和 0.2 个百分点，其他可选消费品表现仍不同程度弱于社零增速。12 月限额以上粮油食品类、日用类、家用电器和音响器材类、中西药品类 4 类商品单月消费增速高过其所属品类。

● 风险提示：宏观经济风险；消费下行风险；公司业绩不及预期

目 录

1、 消费继续发挥经济增长第一驱动力作用	4
1.1、 服务性消费增速超商品消费增速，仍有客观增长潜力	4
2、 社零增速降至个位，服务消费市场不断壮大	6
2.1、 居民收入增速实际增长 6.5% 消费信心有回升	7
2.2、 恩格尔系数持续下降，餐饮收入增速高于商品零售	8
2.3、 服务性消费持续提升，提升最终消费对经济影响	9
3、 城乡社零增速差距加大，乡村消费比重持续提升	10
4、 网上消费保持快速发展，有望带动传统零售业态回升	10
5、 限额以上必选消费规模持续扩大，汽车类零售额减少拖累社零数据	12
5.1、 必选消费维持两位数增长	13
5.2、 可选消费出现分化	16
5.2.1、 “她经济”消费表现有所下滑	16
5.2.2、 “家经济”普遍保持两位数增长	17
5.2.3、 “车经济”-汽车类零售额拖累社零增速	19
6、 风险提示	21

图表目录

图 1: 最终消费对 GDP 增长贡献率 76.2%，消费对经济增长的贡献不断提高	4
图 2: 最终消费支出包括政府消费支出与居民消费支出两部分	5
图 3: 服务性消费增速超商品消费增速，服务性消费占比持续提升	5
图 4: 12 月社零总额增速 8.2% 全年次低，同比增速较 11 月微增 0.1 个百分点	6
图 5: 社零基数抬升增速持续放缓	7
图 6: 2018 年四季度社零规模达到规模顶峰超 10 万亿	7
图 7: 2018 年全国居民人均可支配收入平均数与中位数	7
图 8: 2018 年全国居民人均消费支出及构成	7
图 9: 全国居民人均消费性收入-支出增速背离	8
图 10: 12 月消费者信心指数 122.10 较 11 月上涨 1%	8
图 11: 餐饮收入(累计)增速高于商品零售	9
图 12: 餐饮收入(当月)增速高于商品零售	9
图 13: 全国居民食品消费支出比重(恩格尔系数)持续降低	9
图 14: 服务业在 GDP 中占比一半以上	9
图 15: 人均服务性消费支出占比 44%	9
图 16: 12 月乡村社零总额占比较 11 月增长至 16%	10
图 17: 乡村消费增速持续多年优于城镇	10
图 18: 网上零售服务类消费占比	10
图 19: 网上零售实物类消费占比	10
图 20: 12 月网上零售额同比增长 23.90%，持续回落	11
图 21: 12 月实物网上零售额占比持续提升，增速持平	11
图 22: 吃、穿、用网上零售额同比分化，12 月吃的下降，穿和用的微升	11
图 23: 12 月限额以上企业商品零售额增速同比 2.2%	12
图 24: 12 月限额以上企业粮油、食品类零售额当月同比	13
图 25: 12 月限额以上企业粮油、食品类零售额累计同比	13
图 26: 12 月限额以上企业饮料类零售额当月同比	13
图 27: 12 月限额以上企业饮料类零售额累计同比	13

图 28:	12 月限额以上烟酒类零售额当月同比	14
图 29:	12 月限额以上烟酒类零售额累计同比	14
图 30:	12 月限额以上企业服装鞋帽针织品类零售额当月同比	14
图 31:	12 月限额以上企业服装鞋帽针织品类零售额累计同比	14
图 32:	12 月限额以上企业日用品类零售额当月同比	15
图 33:	12 月限额以上企业日用品类零售额累计同比	15
图 34:	12 月限额以上中西药品类零售额当月同比	15
图 35:	12 月限额以上中西药品类零售额累计同比	15
图 36:	12 月限额以上企业化妆品类零售额当月同比	16
图 37:	12 月限额以上企业化妆品类零售额累计同比	16
图 38:	12 月限额以上企业金银珠宝类零售额当月同比	16
图 39:	12 月限额以上企业金银珠宝类零售额累计同比	16
图 40:	12 月限额以上企业家用电器和音响器材类零售额当月同比	17
图 41:	12 月限额以上企业家用电器和音响器材类零售额累计同比	17
图 42:	12 月限额以上企业文化办公用品类零售额当月同比	17
图 43:	12 月限额以上企业文化办公用品类零售额累计同比	17
图 44:	12 月限额以上企业家具类零售额当月同比	18
图 45:	12 月限额以上企业家具类零售额累计同比	18
图 46:	12 月限额以上企业通讯器材类零售额当月同比	18
图 47:	12 月限额以上企业通讯器材类零售额累计同比	18
图 48:	12 月限额以上企业建筑及装潢材料类零售额当月同比	19
图 49:	12 月限额以上企业建筑及装潢材料类零售额累计同比	19
图 50:	12 月限额以上企业石油及制品类零售额当月同比	19
图 51:	12 月限额以上企业石油及制品类零售额累计同比	19
图 52:	12 月限额以上企业汽车类零售额当月同比	20
图 53:	12 月限额以上企业汽车类零售额累计同比	20
图 54:	剔除汽车类商品影响, 12 月限额以上企业商品零售总额当月同比回升明显	20

1、消费继续发挥经济增长第一驱动力作用

2018年，我国消费品市场总量继续扩大，社零总额实现38万亿，网上实现零售额9万亿，结构优化调整，消费升级持续推进，市场供给方式不断创新。国内消费对经济增长的拉动作用进一步增强。据统计局测算，2018年最终消费支出对经济增长的贡献率为76.2%，比上年提高18.6个百分点，消费继续稳居经济增长的第一驱动力。

1.1、服务性消费增速超商品消费增速，仍有客观增长潜力

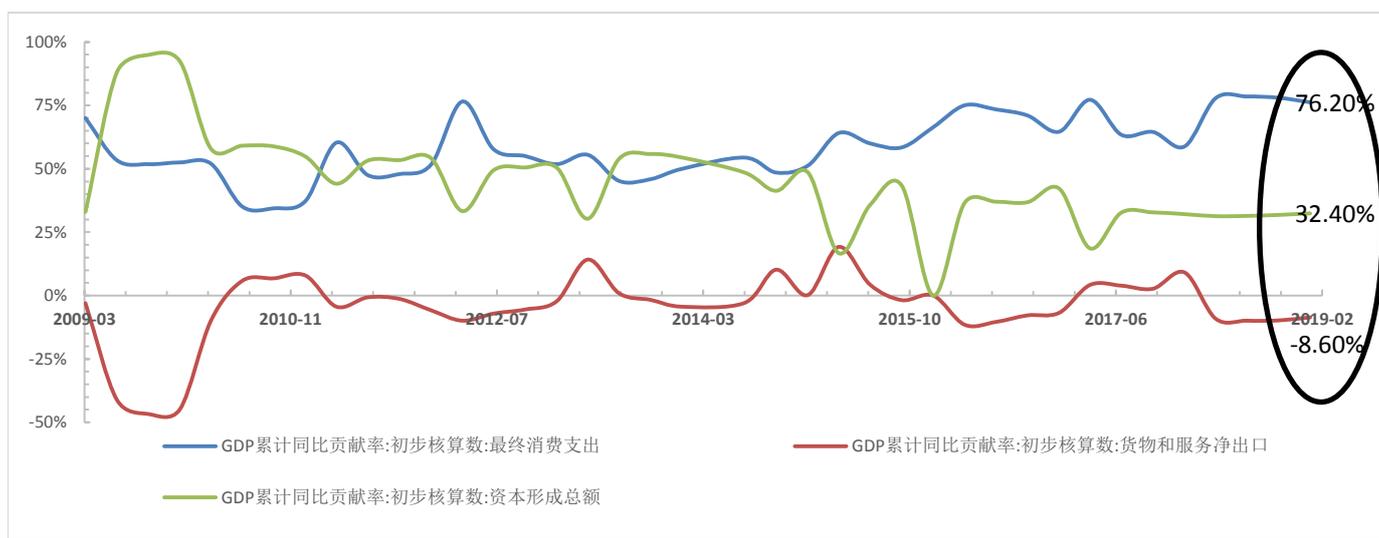
苏宁金融研究院报告指出，根据世界各国的发展经验，居民消费升级最重要的特征之一是服务性消费逐渐取代商品性消费的主导地位。横向对比看，2017年中国居民服务性消费支出占居民消费总支出的比重为42.6%，不仅远低于同期美国（64.55%）、日本（59.98%）和韩国（56.45%）的服务性消费支出占比，也大幅低于美国、日本和韩国在人均8500美元（2017年中国人均GDP为8836美元）时的居民服务消费水平，例如韩国1993年人均GDP为8740美元，服务消费占比高达53.8%。可见，我国服务性消费具有可观的增长潜力。

2018年服务消费中旅游、文化、信息、健康、餐饮等都在迅速提高。2018年餐饮收入实现4万亿元，增速9.5%，高于商品零售增速0.6个百分点。旅游市场方面，据文化和旅游部预计，2018年全年我国国内旅游人数超过55亿人次，旅游总收入超过5万亿元，分别增长10.8%和12.3%，旅游经济继续保持快速增长。与旅游相关的住宿业比上年增长5.5%，其中一般旅馆业增长8%，保持较快增长。文化市场方面，电影市场在近年来高速增长的基础上继续保持增长，电影票房再创新高。2018年内地票房超过600亿元，比上年增长约9%；内地城市院线观影人次超过17亿，在上年较高基数基础上继续保持增长态势。另外，中国互联网协会发布的报告显示，2018年我国信息消费实现5万亿元，比上年增长11%，占GDP比例提升至6%，信息服务消费规模首次超过信息产品消费，信息消费市场出现结构性改变。

在目前服务消费并未完全纳入社零总额，仅餐饮服务消费纳入社零总额，服务消费快速提升对社零增速也产生分流影响。随着供给侧改革的深入，服务消费和商品消费无论是从稳就业还是稳经济等都将发挥更大作用。

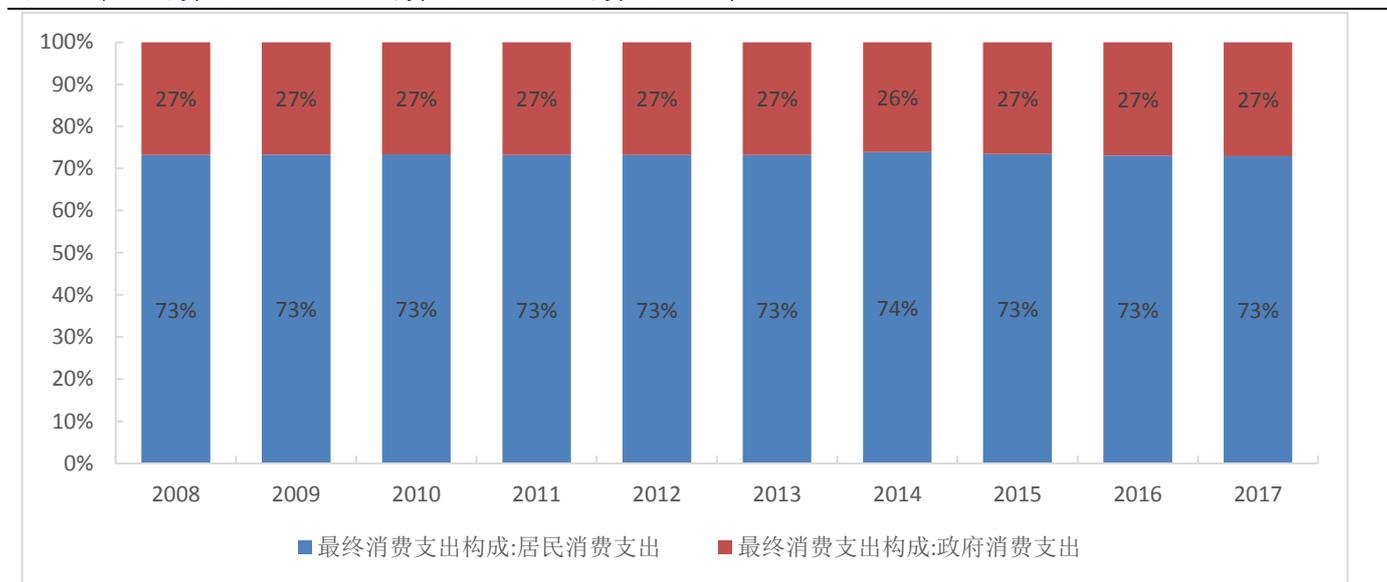
消费是经济增长的第一驱动力，在社零增速存压下，消费升级、消费结构调整成为零售企业关注的重点。服务性消费有望成为消费中的重中之重。商品消费传统零售企业收入规模提升的核心，未来不排除伴随商品消费的服务性消费将成为影响零售企业发展趋势的关键之一，服务将成为零售企业品牌的支撑之一。

图1：最终消费对GDP增长贡献率76.2%，消费对经济增长的贡献不断提高



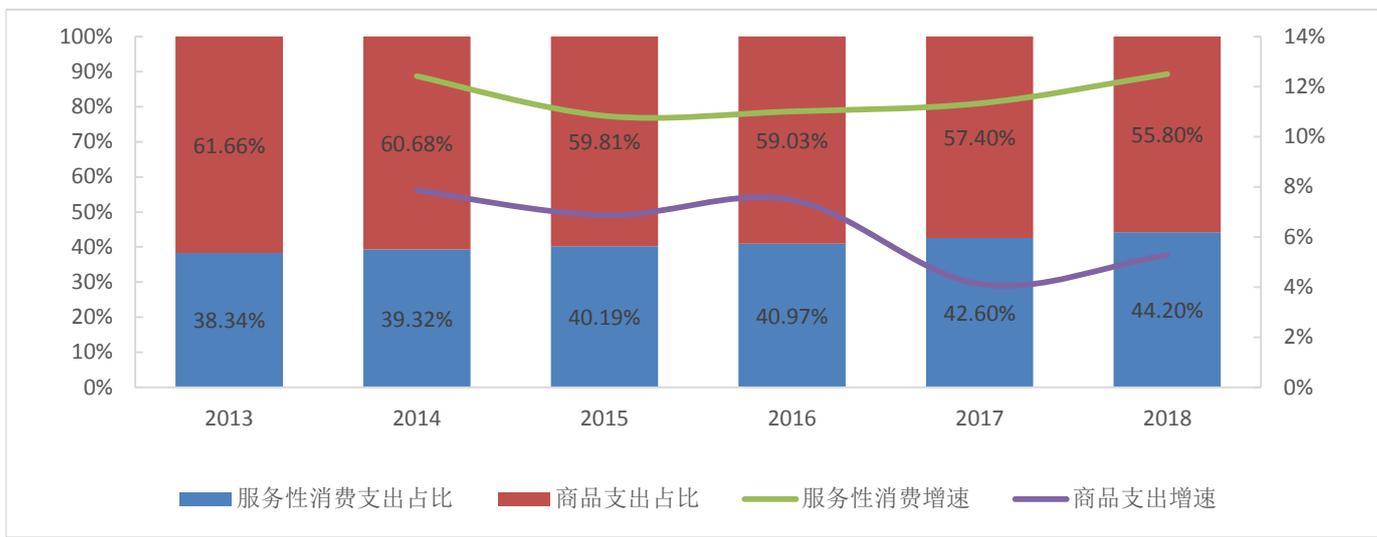
资料来源: wind, 苏宁金融研究院, 新时代证券研究所

图2: 最终消费支出包括政府消费支出与居民消费支出两部分



资料来源: wind, 苏宁金融研究院, 新时代证券研究所

图3: 服务性消费增速超商品消费增速, 服务性消费占比持续提升



资料来源: wind, 新时代证券研究所

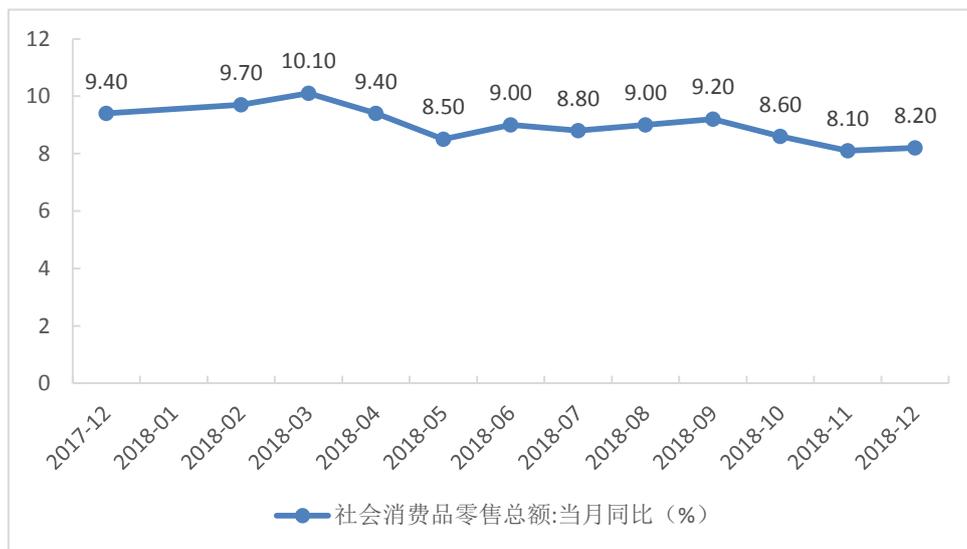
2、社零增速降至个位，服务消费市场不断壮大

2018年12月，社会消费品零售总额35893亿元，同比名义增长8.2%。12月受圣诞节和元旦影响，整体消费弱复苏，较上月小幅回升0.1个百分点，处于年内次低位。

2018年全年社会消费品零售总额380987亿元，较上年增长9.0%，增速创近10年新低。2017年全年社会消费品零售总额同比增速为10.2%，2018年增速较上年回落1.2个百分点。虽然社零增速低迷，但考虑基数不断抬高，整体消费总量仍是稳中向好。

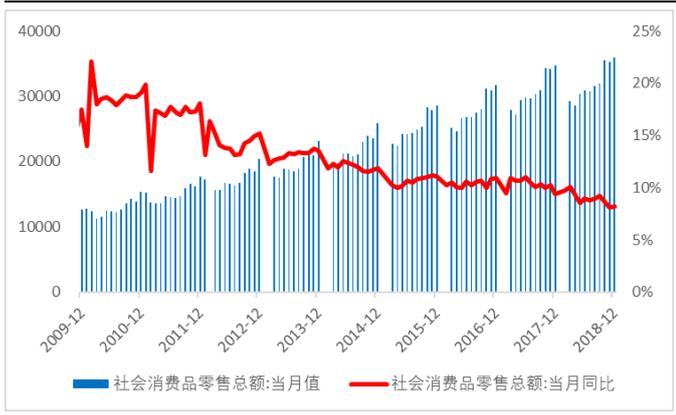
分季度看，社会消费品零售总额基本呈现逐季升高态势，其中，受国庆假期、“双11”和年末传统销售旺季的影响，第四季度达到年内规模顶峰，当季消费品零售总额超过10万亿元。

图4：12月社零总额增速8.2%全年次低，同比增速较11月微增0.1个百分点



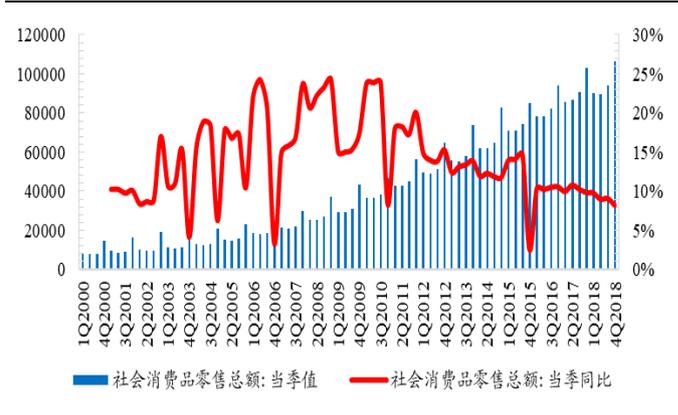
资料来源: 统计局网站, 新时代证券研究所

图5: 社零基数抬升增速持续放缓



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图6: 2018年四季度社零规模达到规模顶峰超10万亿



资料来源: Wind、新时代证券研究所

2.1、居民收入增速实际增长 6.5% 消费信心有回升

2018年,全国居民人均可支配收入28228元,比上年名义增长8.7%,扣除价格因素,实际增长6.5%。其中,城镇居民人均可支配收入39251元,增长(同比名义增长)7.8%,扣除价格因素,实际增长5.6%;农村居民人均可支配收入14617元,增长8.8%,扣除价格因素,实际增长6.6%。

全年全国居民人均可支配收入中位数24336元,比上年增长8.6%,中位数是平均数的86.2%。其中,城镇居民人均可支配收入中位数36413元,增长7.6%,是平均数的92.8%;农村居民人均可支配收入中位数13066元,增长9.2%,是平均数的89.4%。

全国居民人均消费性支出增速,较全国居民人均可支配收入增速反应相对滞后。2018年上半年,全国居民人均消费性收入增速由7.43%下降至6.6%。2018年下半年,全国居民人均可支配收入实际增速基本稳定在6.5%左右。但人均消费性支出增速下行0.4个百分点。虽然人均可支配收入增速在下半年较稳定,但考虑上半年企业承压,对居民消费影响的滞后性,以及年中中美贸易战等因素,消费者消费信心难增长,社零数据回落。年底随着“六稳”政策稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期出台,稳就业放在首位,及各种降税降费消费刺激政策密集出炉啦,12月消费者信心指数回升。

图7: 2018年全国居民人均可支配收入平均数与中位数

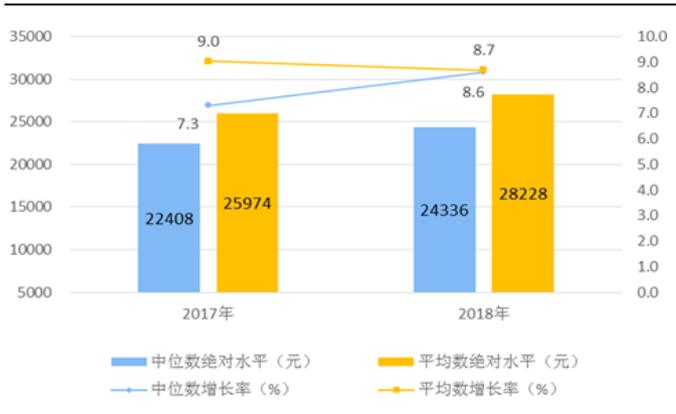
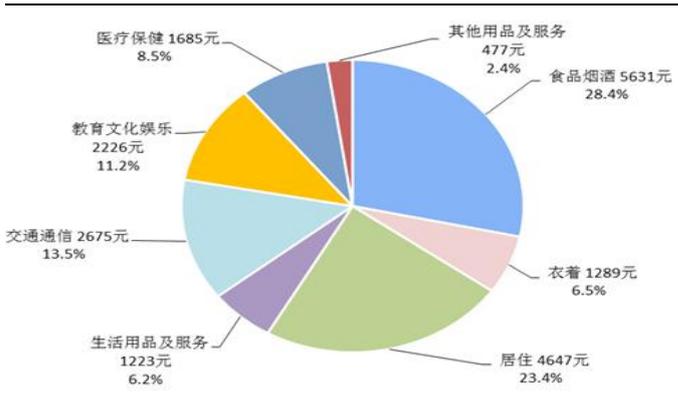
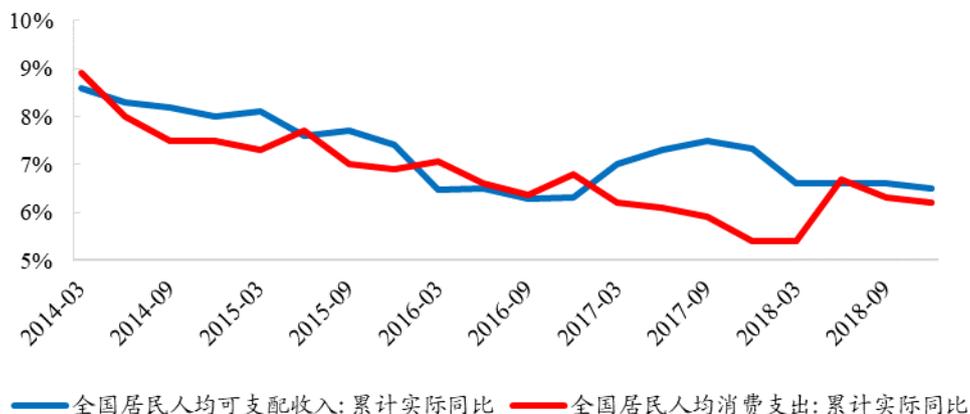


图8: 2018年全国居民人均消费支出及构成

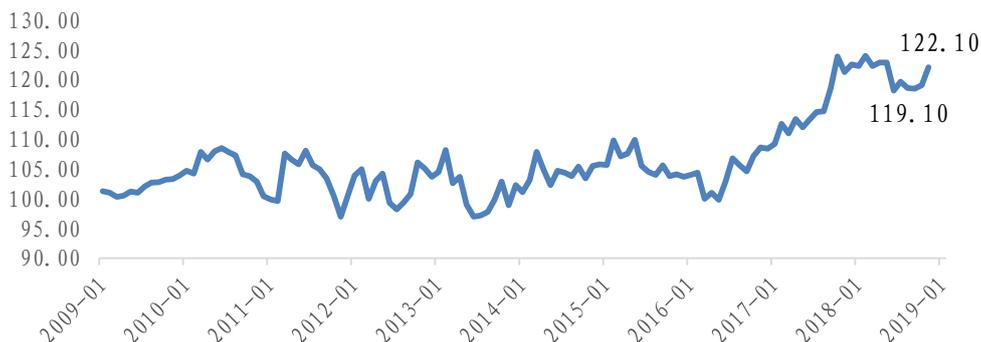


资料来源：统计局网站，新时代证券研究所

资料来源：统计局网站，新时代证券研究所

图9： 全国居民人均消费性收入-支出增速背离

资料来源：wind，新时代证券研究所

图10： 12月消费者信心指数 122.10 较11月上漲1%

资料来源：wind，新时代证券研究所

2.2、恩格尔系数持续下降，餐饮收入增速高于商品零售

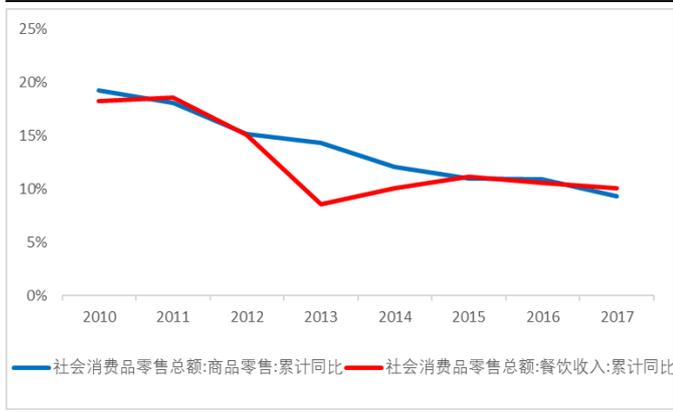
2018年，全国居民人均食品烟酒消费支出增长4.8%，占消费支出比重为28.4%，比上年下降0.9个百分点。城镇居民和农村居民食品烟酒消费支出比重分别为27.7%和30.1%，分别比上年下降0.9和1.1个百分点。

餐饮收入增速高于商品零售。2018年，餐饮收入市场规模首次超过4万亿元，达到42716亿元，比上年增长9.5%；商品零售338271亿元，增长8.9%。餐饮增速比商品零售高0.6个百分点；其中限额以上单位餐饮收入增长6.4%，增速比限额以上单位商品零售高0.7个百分点。特别是快餐、特色餐饮企业营业额较快增长。在限额以上餐饮企业中，快餐服务企业营业额比上年增长10.4%，饮料及冷饮服务企业增长15.8%，餐饮配送及外卖送餐服务增长18.8%，均保持较快增长。

2018年12月餐饮收入4422亿元，同比增长9%；商品零售31472亿元，增长8%，当月餐饮增速比商品零售高1个百分点，增速高于全年。自2015年以来，餐

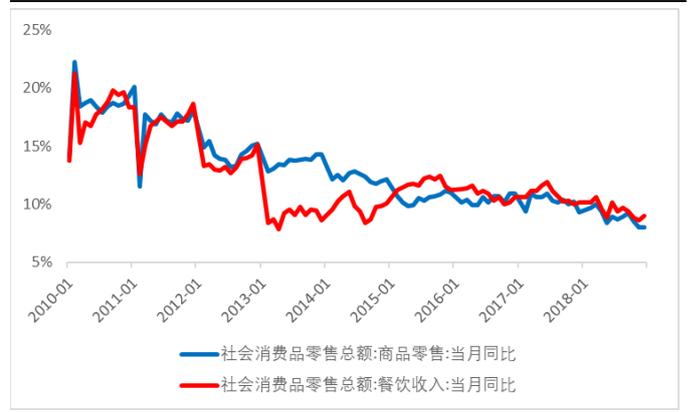
饮收入规模快速扩大，赶超商品零售增速后，普遍优于商品零售增速。我国全国居民恩格尔系数自 2015 年以来持续下降，2018 年全国居民恩格尔系数为 28.4%，较上年下降 0.9 个百分点，居民消费质量持续改善。

图11: 餐饮收入(累计)增速高于商品零售



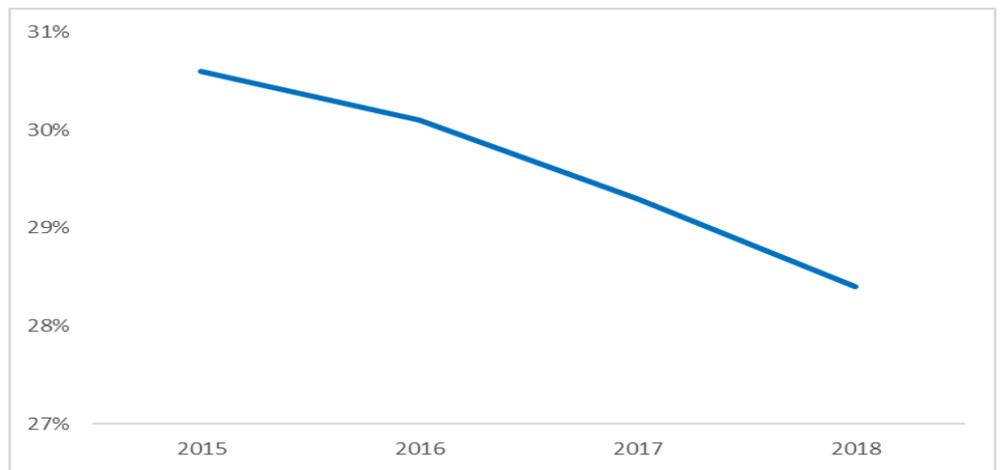
资料来源: Wind、新时代证券研究所

图12: 餐饮收入(当月)增速高于商品零售



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图13: 全国居民食品消费支出比重(恩格尔系数)持续降低



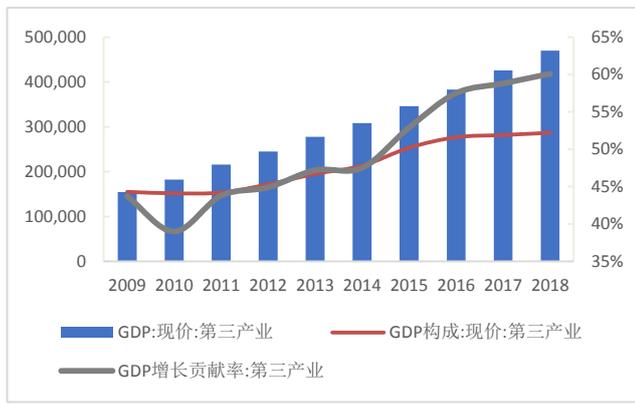
资料来源: Wind、新时代证券研究所

2.3、服务性消费持续提升，提升最终消费对经济影响

服务性消费仍保持较快增速，修复传统消费动力减弱带来的影响。2018 年居民人均服务性消费支出为 8781 元，占人均消费支出 44.2%，较 2017 年提高 1.6 个百分点。第三产业占 GDP 的比重为 52.2%，比上年提升 0.3 个百分点，对经济增长的贡献率达到 59.7%，成为支持国民经济发展的主要动力。尽管近些年服务业在国民生产总值中占比不断攀升，消费者对服务业的需求持续增加，但与发达国家相比仍有较大差距，预计未来各种新业态的高附加值服务业将继续维持强劲的发展势头，成为国民经济发展的新驱动力。此外，按照目前的统计方法，我国社零总额主要反映商品消费的情况，仅餐饮纳入社零，其他服务性消费并未纳入社会消费品零售总额的统计中。

图14: 服务业在 GDP 中占比一半以上

图15: 人均服务性消费支出占比 44%



资料来源: wind, 新时代证券研究所

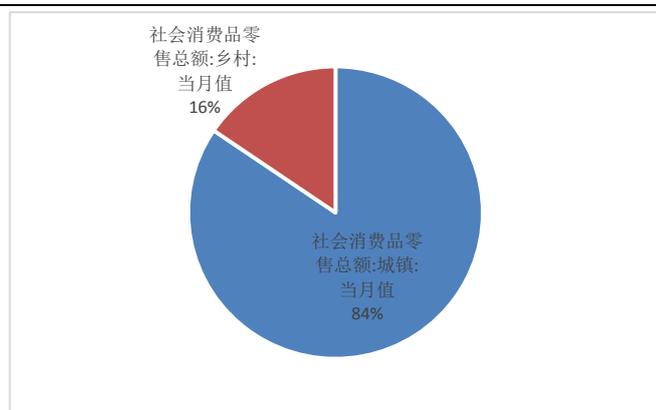


资料来源: wind, 新时代证券研究所

3、城乡社零增速差距加大，乡村消费比重持续提升

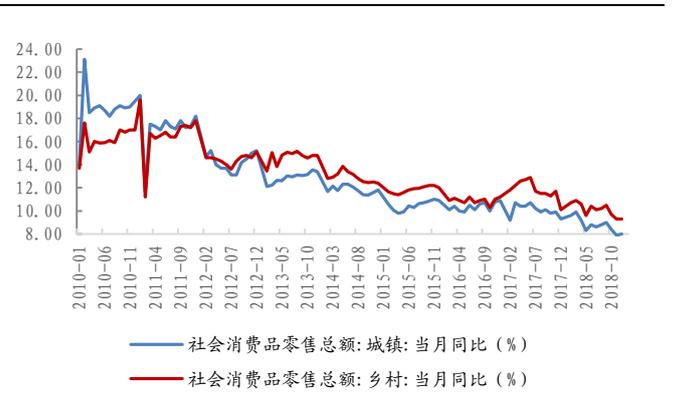
城镇、乡村增速分化加大，低线城市消费崛起趋势明显。2018年12月，城镇消费品零售额30329亿元，同比增长8.0%，占社零总额比重84.5%；乡村消费品零售额5565亿元，增长9.3%，占社零比重15.5%。2018年全年，城镇消费品零售额325637亿元，较上年增长8.8%；乡村消费品零售额55350亿元，同比增长10.1%，增速差达1.3个百分点，与2017年城镇、乡村相差0.8个百分点的增速差相比，城镇与乡村消费增速差距进一步加大，乡村消费有望崛起。

图16: 12月乡村社零总额占比较11月增长至16%



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图17: 乡村消费增速持续多年优于城镇



资料来源: Wind、新时代证券研究所

4、网上消费保持快速发展，有望带动传统零售业态回升

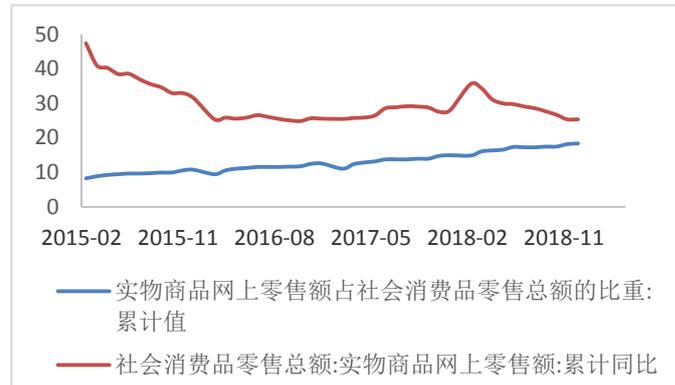
2018年，网上零售依旧保持快速增长，占社会消费品零售总额的比重持续扩大。2018年，全国网上实现零售额90065亿元，较上年同期增长23.9%。其中，实物商品网上零售额70198亿元，增长25.4%，增速较社会消费品零售总额高15.7个百分点，占社会消费品零售总额的比重为18.4%，高出2017年3.46个百分点。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长36.3%（较10月增速变化0.2%）、21.2%（-1.3%）和25.8%（-1.4%），吃类商品持续增长。如今，网上零售市场日益成熟，商品零售额在整体消费的影响越来越大，并促进线上线下全渠道融合的新零售快速发展。互联网与实体零售融合加速，或将带动线下零售业态回升。

图18: 网上零售服务类消费占比

图19: 网上零售实物类消费占比



资料来源：Wind、新时代证券研究所



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图20： 12月网上零售额同比增长23.90%，持续回落



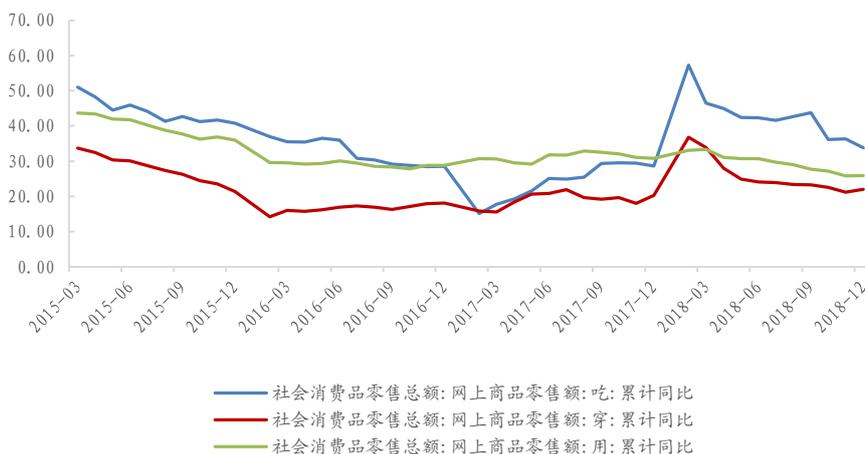
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图21： 12月实物网上零售额占比持续提升，增速持平



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图22： 吃、穿、用网上零售额同比分化，12月吃的下降，穿和用的微升



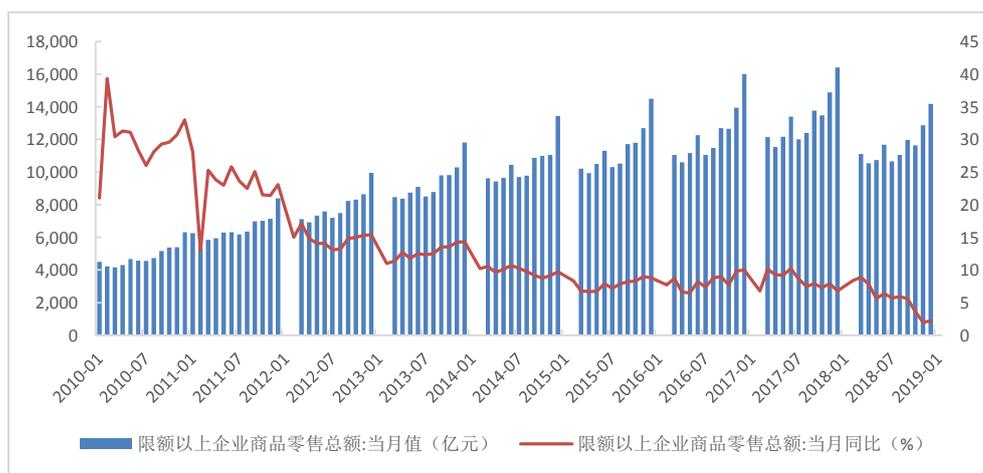
资料来源: Wind、新时代证券研究所

5、 限额以上必选消费规模持续扩大，汽车类零售额减少拖累

社零数据

大部分限上零售分类都在 2018 年实现稳步增长。若扣除汽车类商品，按相同口径计算，2018 年社零总额同比增长 10.3%，增速比上年仅回落 0.4 个百分点。其中，文化用品，化妆品，日用品等必选消费的增速普遍优于可选消费。12 月限额以上粮油食品类、日用类、家用电器和音响器材类、中西药品类 4 类商品单月消费增速高过其所属品类。1-12 月累计增速较 11 月有 8 类商品单月增幅高过年初至今累计增速。与民生密切相关的必选消费类商品销售仍保持平稳增长，其中日用品持续保持两位数增长；可选消费品中，家电、家具品类表现回升，12 月零售额增速分别为 13.9%和 12.7%，较 11 月分别提升 1.4 和 0.2 个百分点，其他可选消费品表现仍不同程度弱于社零增速。

图23: 12月限额以上企业商品零售额增速同比 2.2%



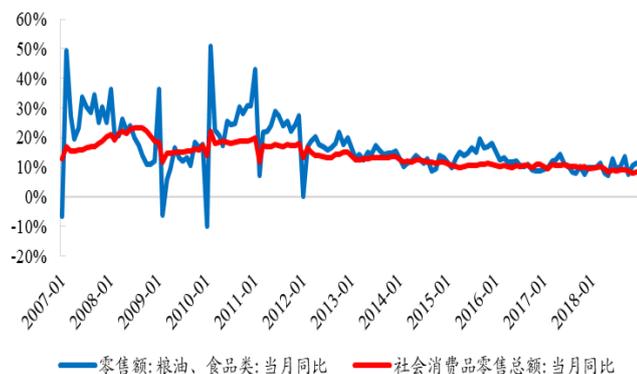
资料来源: wind, 新时代证券研究所

5.1、必选消费维持两位数增长

12月，必选消费品增速优于可选消费品，日用品保持两位数持续增长。12月，限额以上单位粮油食品类、日用品类商品同比分别增长11.3%和16.8%（10月同比增长分别为10.6%和16%），增速分别比限额以上单位消费品零售额高9.1和14.6个百分点；限额以上单位粮油食品类、服装、日用品类商品分别增长10.2%、8.0%和13.7%（1-11月分别增长10.1%、8.1%和13.4%），继续保持较快增长。1-12月，化妆品同比增长9.6%（1-11月增长10.5%）增速持续回落。

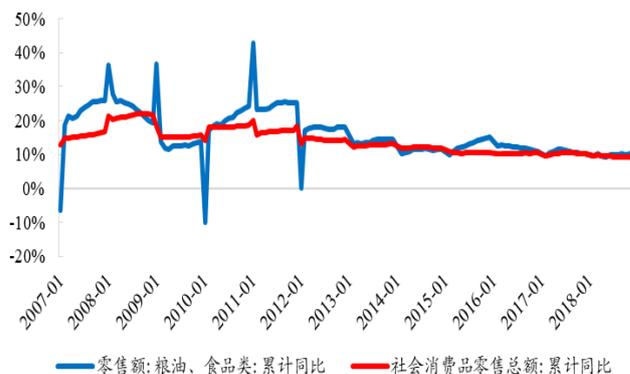
2018年12月，限额以上企业粮油、食品类销售额增速处于全年较高水平。2018年12月，限额以上企业粮油、食品类销售额同比增长11.3%，较11月有一定程度回升。从全年看，2018年12月限额以上企业粮油、食品类销售额的同比增速仅次于9月（13.6%），处于全年的较高水平。在近10年的周期中，粮油食品的销售增速仍处于历史较低水平，这在某种程度上反映了居民基本生活保障的健全和相关消费受人口影响的未来的局限性。

图24: 12月限额以上企业粮油、食品类零售额当月同比



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图25: 12月限额以上企业粮油、食品类零售额累计同比

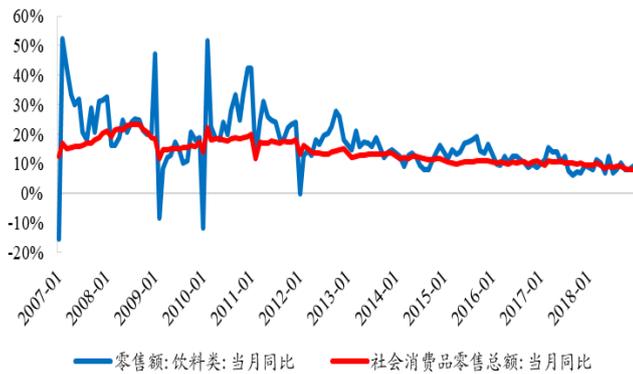


资料来源: Wind、新时代证券研究所

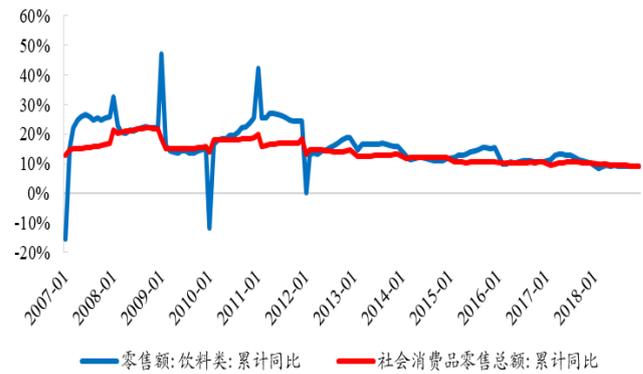
限额以上企业饮料类零售额增速与限额以上企业粮油、食品类零售额增速走势趋同。2018年12月，限额以上企业饮料类零售额同比增长9.2%，较11月增长1.3个百分点，增长位于年内平均水平。从历史数据看，限额以上企业饮料类零售额在2009-2015年高速增长，2017年后明显增速逐渐放缓。主要原因是市场经过前期较快增长，已经积累较大基数。此外，居民消费观念的改变和服务类饮品企业对传统饮料业的冲击等因素有关。未来，限额以上企业饮料类零售额增速将与社零总额的增速趋于同步。

图26: 12月限额以上企业饮料类零售额当月同比

图27: 12月限额以上企业饮料类零售额累计同比



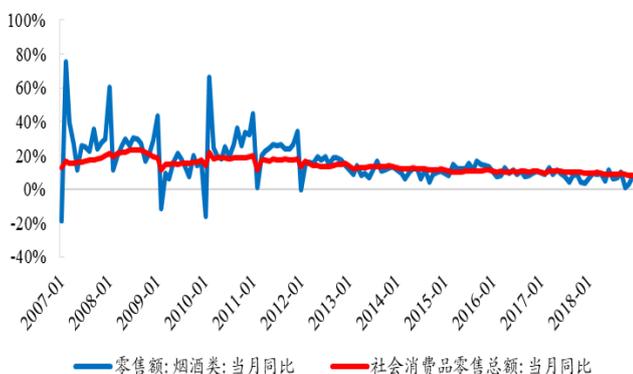
资料来源: Wind、新时代证券研究所



资料来源: Wind、新时代证券研究所

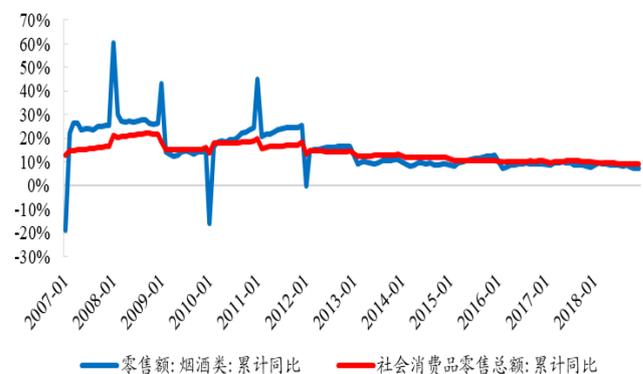
得益于年关将至以及元旦等节假日的影响，2018年12月，限额以上烟酒类零售额增速较11月大幅提升。2018年12月，限额以上烟酒类零售额同比增长8.4%，较11月增加5.3个百分点。受益于元旦及春节消费旺季的到来，12月限额以上烟酒类零售额较11月有增速提升，但从全年来看，增速仅处于年度平均水平。2018年限额以上烟酒类零售额累计同比增长7.4%，低于同期社零总额增速1.6个百分点，与2017年增速基本持平。观察近十年数据可看出，2009-2013年间烟酒类消费增速维持高速增长，此后三公消费受到严格限制，烟酒类增速下滑严重，虽2015-2016年增速有所回升，但2017-2018年增速保持较低水平。2018年我国烟酒类限额以上商品零售额3873亿元，基数较大，但受“少酒少烟”健康理念的影响，以及政府多项禁酒令的影响，预计未来烟酒市场零售对社零增长的贡献水平将维持中性。

图28: 12月限额以上烟酒类零售额当月同比



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图29: 12月限额以上烟酒类零售额累计同比

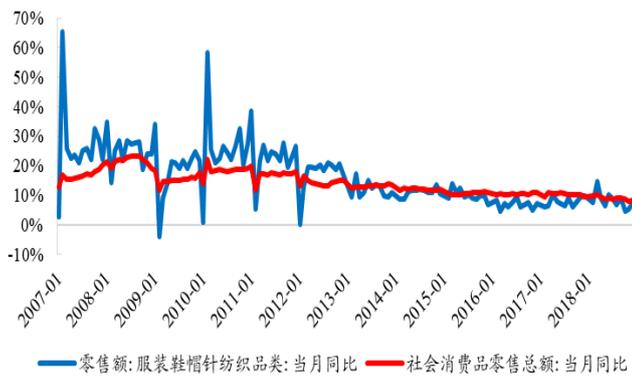


资料来源: Wind、新时代证券研究所

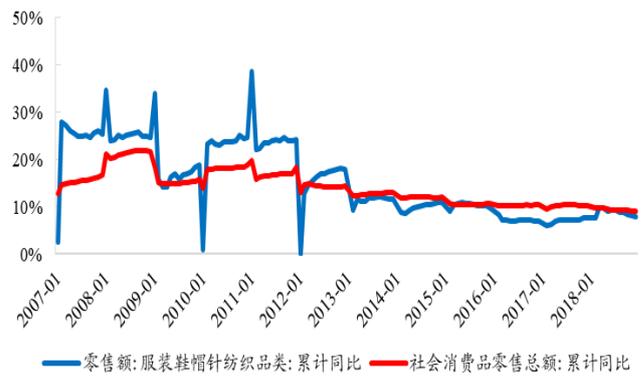
2018年12月，限额以上企业服装鞋帽针织品类零售有所回暖。2018年12月，限额以上企业服装鞋帽针织品类零售额同比增长7.4%，较11月增加1.9个百分点。而从全年看，增速处于全年中等水平。而从历史数据上看，2018年周期也基本与前两年增长速度相同，服装产业在较长周期内已经进入平稳增长的阶段。

图30: 12月限额以上企业服装鞋帽针织品类零售额当月同比

图31: 12月限额以上企业服装鞋帽针织品类零售额累计同比



资料来源: Wind、新时代证券研究所

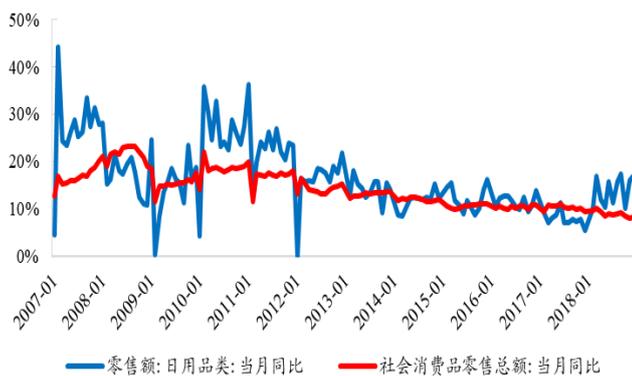


资料来源: Wind、新时代证券研究所

2018年，限额以上企业日用品类零售额增速普遍高于社零增速。2018年12月，限额以上企业日用品类零售额同比增长16.8%，较11月小幅增长0.8个百分点，且处于较高水平。而从历史数据来看，限额以上企业日用品类零售规模自2015年开始增速放缓，在2018年开始回升，且全年增速普遍高于社零增速。

图32: 12月限额以上企业日用品类零售额当月同比

图33: 12月限额以上企业日用品类零售额累计同比



资料来源: Wind、新时代证券研究所

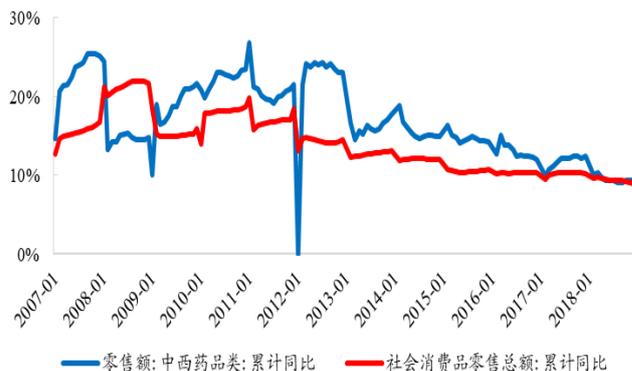
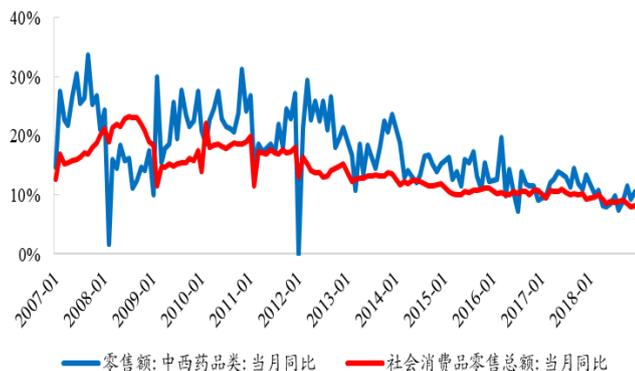


资料来源: Wind、新时代证券研究所

医改措施趋严，2018年限额以上中西药品类零售额增速继续放缓。2018年12月，限额以上中西药品类零售额同比增长10.6%，较11月增长1.3个百分点。从全年来看，该值也仅次于10月（11.5%）和3月（10.9%）。2018年，限额以上中西药品类零售额累计同比增长9.4%，较2017年下降3个百分点。根据近10年的数据显示，中西药品类零售额增速有所放缓，但一直保持着10%以上的增长速度。增速放缓的主要原因是受到国家医改措施的趋严，但全年药品零售额仍维持较快增长。近十年来，随着人均期望寿命的提高，人口老龄化的到来使得对医药类商品需求逐渐上升，我国中西药品零售额增速保持较高水平，但近些年增速有所放缓。预计随着人们对健康越来越多的关注，以及医改政策的落地，从长期来看，中西药品零售市场仍需求巨大，将成为拉动消费增长的一大动力。

图34: 12月限额以上中西药品类零售额当月同比

图35: 12月限额以上中西药品类零售额累计同比



资料来源：Wind、新时代证券研究所

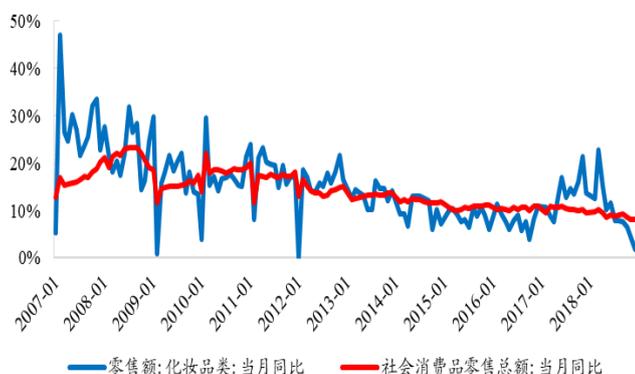
资料来源：Wind、新时代证券研究所

5.2、可选消费出现分化

5.2.1、“她经济”消费表现有所下滑

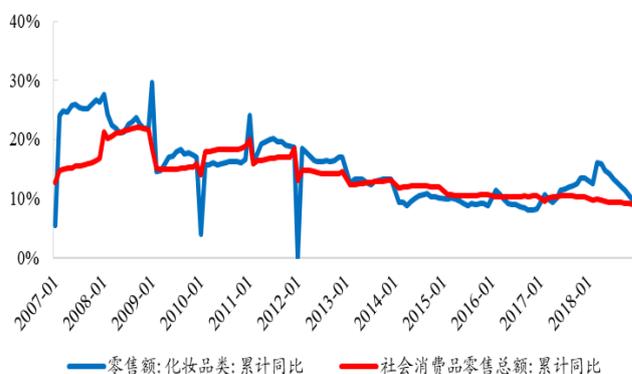
限额以上企业化妆品类零售额增速趋缓。2018年12月，化妆品类零售额同比销售额增长1.9%，较11月下降2.5个百分点，增速创全年新低。近10年的数据显示，2012-2017年间全球化妆品市场呈现出一定的波动性，2012-2017年，我国经济复苏乏力，化妆品行业整体增速放缓，随着近两年我国经济有所回暖，带动化妆品消费反弹。2018年上半年，限额以上企业化妆品类零售额以不低于10%的增长率高速增长，下半年因整体宏观环境变差，导致限额以上企业化妆品类零售额增速迅速下跌。

图36：12月限额以上企业化妆品类零售额当月同比



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图37：12月限额以上企业化妆品类零售额累计同比



资料来源：Wind、新时代证券研究所

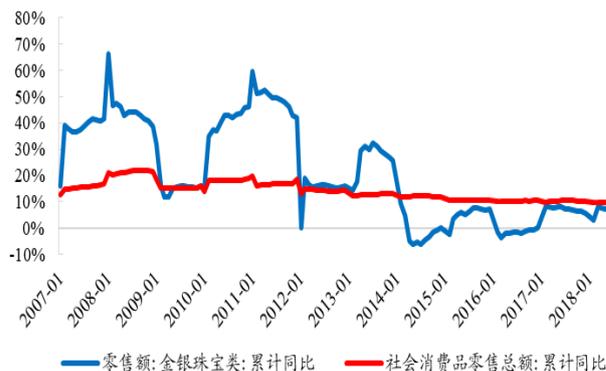
限额以上企业金银珠宝类零售额维持低速增长。2018年12月，限额以上企业金银珠宝类零售额同比增长2.3%，较11月下降3.3个百分点。从全年来看，10-12月处于该行业的下降期，整体增长速度处于较低水平。9月以来，金价开始抬升，降低了消费欲望。

图38：12月限额以上企业金银珠宝类零售额当月同比

图39：12月限额以上企业金银珠宝类零售额累计同比



资料来源: Wind、新时代证券研究所



资料来源: Wind、新时代证券研究所

5.2.2、“家经济”普遍保持两位数增长

限额以上企业家用电器和音像器材类零售额增速有望提高。2018年12月，家用电器和音像器材类零售额实现了13.9%的增长，较11月增长1.4个百分点。从全年来看，12月的增长也仅次于3月（15.4%）和6月（14.3%）。从近10年的历史数据上看，家电制品增速处于历史较低水平。未来，新家电的补贴政策可能会刺激新的相关消费。

图40: 12月限额以上企业家用电器和音像器材类零售额当月同比



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图41: 12月限额以上企业家用电器和音像器材类零售额累计同比

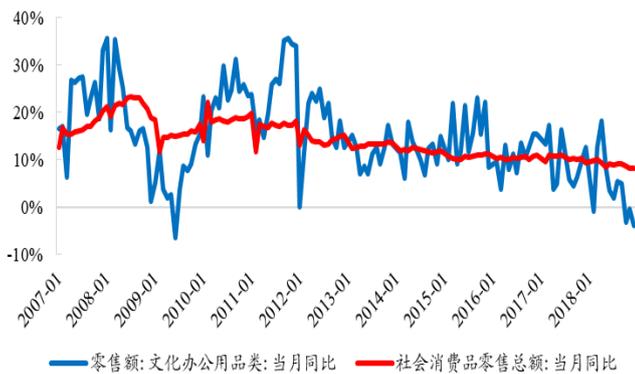


资料来源: Wind、新时代证券研究所

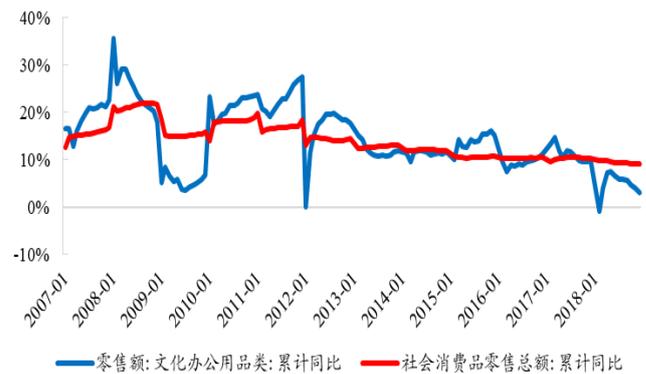
图42: 12月限额以上企业文化办公用品类零售额当月同比

2018年，限额以上企业文化办公用品类零售额增速放缓。2018年12月，文化办公用品零售额出现负增长，同比减少4%，较11月增速继续降低3.6个百分点，并创2018年新低。全年增速3.0%，较2017年下降6.8个百分点，位于近十年最低位，低于同期社零总额增速6.0个百分点。根据近10年数据，限额以上企业文化办公用品类零售额增速剧烈波动，2017-2018增速低于10%，主要原因在于近年来对无纸化办公的提倡一定程度上遏制了对办公用品的需求。2018年累计增速较2017年有所提升，但仍处于近10年较低水平。

图43: 12月限额以上企业文化办公用品类零售额累计同比



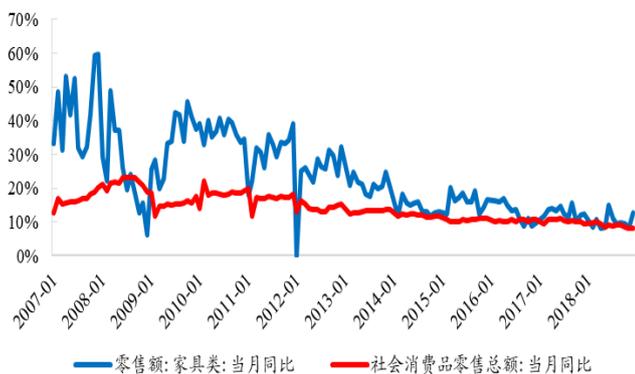
资料来源：Wind、新时代证券研究所



资料来源：Wind、新时代证券研究所

限额以上企业家具类零售额增速优于社零增速。2018年12月，限额以上企业家具类零售额同比增长12.7%，较11月增加4.7个百分点。从全年来看，12.7%的数值仅次于6月的15%，处于全年较高水平。对比近十年数据，限额以上企业家具类零售额累计增速逐年下滑，2018年限额以上家具类零售额累计同比增长10.1%，为10年内最低点。2017年前受益于房地产市场的快速成长，家具类消费一直维持快速增长，近两年受对房地产市场的悲观情绪影响，家具类消费增速有所下滑，但增速仍维持两位数增长。

图44: 12月限额以上企业家具类零售额当月同比



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图45: 12月限额以上企业家具类零售额累计同比



资料来源：Wind、新时代证券研究所

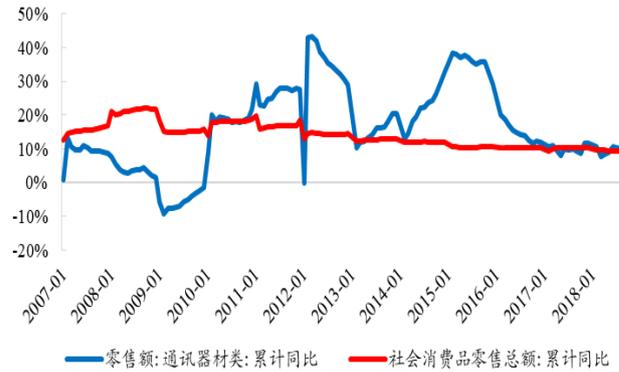
通讯器材类商品依旧保持负增长。2018年12月，通讯器材类商品零售额同比减少0.9%，较11月的-5.9%有所缓和。从全年来看，12月的负增长依然处于全年的低谷。受中美贸易摩擦影响，国内通讯企业在国际市场上受挫，零售额持续下滑。虽然2018年下半年通讯器材行业较低迷，但不应忽略该行业在1-9月实现的快速增长。2019年5G概念受到市场热捧，概念虽热但对5G商品的消费期待，或会降低眼下通讯器材需求增长。

图46: 12月限额以上企业通讯器材类零售额当月同比

图47: 12月限额以上企业通讯器材类零售额累计同比



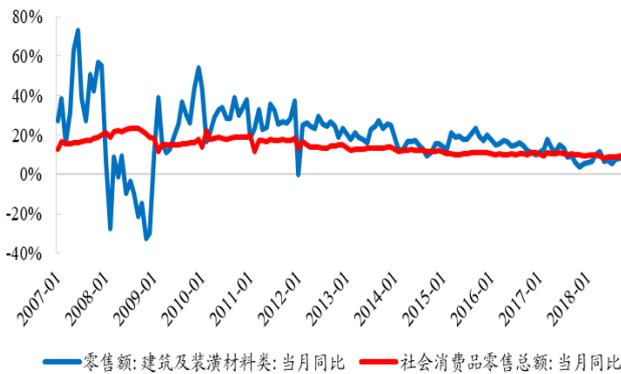
资料来源: Wind、新时代证券研究所



资料来源: Wind、新时代证券研究所

受房地产调控影响，建筑装潢类商品零售额低速增长。2018年12月，建筑装潢类零售额同比增长13.9%，较11月增加1.4个百分点。在2018年全年中，12月该项增速在仅次于3月的15.4%的增速。从过去十年历史数据来看，2018年，建筑装潢行业周期内低速发展。2009年-2012年，因房地产市场迅速发展，建筑装潢曾是过去消费增长的最主要驱动力之一。未来，房地产市场的相关政策依旧具有较高的不确定性，建筑装潢行业仍可能维持低速增长的状态。

图48: 12月限额以上企业建筑及装潢材料类零售额当月同比



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图49: 12月限额以上企业建筑及装潢材料类零售额累计同比



资料来源: Wind、新时代证券研究所

5.2.3、 “车经济”-汽车类零售额拖累社零增速

受成品油总体均价下跌等因素影响，12月限额以上企业石油及制品类零售额增速放缓。2018年12月，限额以上单位石油及制品类零售额同比增长5.8%，较11月增速下降2.7个百分点。2018年全年，限额以上单位石油及制品类零售额累计同比增长13.3%，增速为近5年高值。2018年，国际石油价格波动较大：布伦特油价最高时达86.29美元/桶，最低50.47美元/桶，高低价差达35.82美元/桶。2018年10月以来，成品油价格开始走低，12月我国石油及制品类零售受油价影响，增速大幅放缓。

图50: 12月限额以上企业石油及制品类零售额当月同比

图51: 12月限额以上企业石油及制品类零售额累计同比



资料来源：Wind、新时代证券研究所



资料来源：Wind、新时代证券研究所

限额以上商品零售额增速不及预期主要受汽车类消费影响,汽车类零售额拖累超过5个百分点。12月限额以上企业零售额同比增长2.2%,较11月增加0.2个百分点。汽车类零售额自2018年5月开始出现负增长后,在12月增速同比下降8.5%。剔除掉汽车类商品的影响,12月限额以上企业商品零售额同比增速达7.6%。未来,随着发改委、商务部、市场监管总局定调“因地制宜地促进汽车消费”,汽车市场的增速或有望提高。

图52: 12月限额以上企业汽车类零售额当月同比



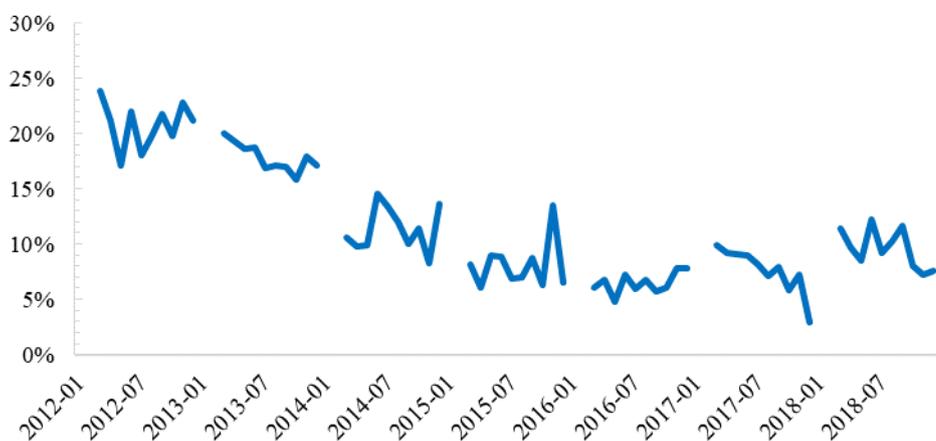
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图53: 12月限额以上企业汽车类零售额累计同比



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图54: 剔除汽车类商品影响,12月限额以上企业商品零售总额当月同比回升明显



资料来源：Wind、新时代证券研究所

6、风险提示

宏观经济风险；消费下行风险；公司业绩不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

谢海音，商贸零售分析师，纽卡斯尔金融经济学硕士。具有一定研究工作经验，曾先后就职于五道口金融学院、联讯证券研究院。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>