

大消费

行业年度策略

他山之石可攻玉，寻找增速放缓下的消费趋势

投资要点

◆ **行情回顾：18年股市表现欠佳，估值明显回落：**2018年，我国股市整体表现欠佳，SW纺织服装下跌32.7%、SW商业贸易下跌34.3%，SW休闲服务下跌10.6%。2018年末SW纺织服装、SW商业贸易、SW休闲服务市盈率（TTM，剔除负值）分别下降至16.9倍、14.0倍与25.0倍，估值水平接近2010年来的历史底部。

◆ **社会消费品零售增速放缓，城镇居民消费结构缓慢升级：**2018年，我国社会消费品零售总额同比增长9%。随着社零规模逐步提升，其增速已经由2010年的18.8%降至目前的9%左右。恩格尔系数的逐步降低，居民消费结构存在缓慢的结构升级趋势。2018年食品、衣着支出金额分别保持约3.4%、约2.8%的同比增长，并分别占据27.7%、6.9%的消费占比，占比较2017年的28.6%、7.2%均有所降低。

◆ **国内旅游维持双位数增长，增速较为稳健：**旅游是居民文化娱乐的重要部分。2019年初，国家旅游局预测，2018年全年，国内旅游人数将达55亿人次，同比增长10.8%，国内旅游收入将达5.13万亿元，同比增长12.3%。2012年来国内旅游人次及收入持续保持双位数增长，持续较快发展。

◆ **他山之石：日本80年代的启示，精神文化需求更快增长：**与目前中国经济背景最相似的日本经济时段，可能是1980年代初期。首先是1980年代初期的日本非农人均消费支出与2017年我国城镇居民人均消费支出类似，均位于4000美元左右。其次是这一时段内日本GDP正处于由10%增长的平台下降至6%增长的平台阶段中。这一时段中，日本家庭消费支出增速随GDP增速逐步放缓，由1979年的6.4%逐步下降至1986年的1.2%。分品类看，精神文化需求具有更快增速，基本物质需求保持稳健增长，交通通信、教育、文化娱乐或将有更大机遇。

◆ **纺织服装：**日本80年前后男装消费量稳步提升，剔除价格因素后均价下降明显，其他衬衫带动男装存在向平价、休闲倾斜趋势；目前我国男装市场规模稳步扩张，时尚休闲占比提升，关注平价男装及休闲品类。

日本80年前后女装整体市场增速较快但消费量弹性较高，剔除价格因素后均价基本稳定；目前国内女装市场大而分散，需求或随经济增长波动明显。

日本80年前后童装市场规模略有缩减，消费量受儿童人口影响较大，剔除价格因素后部分品类均价上行，消费者或更加注重品质。目前国内童装市场保持较快增速，未来增速或受人口影响略有放缓，集中度提升利好龙头企业。

目前我国纺织制造公司亏损面扩大，部分较小企业退出市场，越南纺织制造产能利润率较高，关注纺织制造龙头越南布局。

◆ **休闲服务：**日本80年前后出境游出现两次双位数增长时期，分别为1979年前及1986年后，均为日元对美元较快升值时段。目前我国出境旅游重回双位数增长，或受汇率波动影响较大。

日本80年前后酒店逐步替代民俗，入住率略有下滑但维持70%以上水平，1986

投资评级

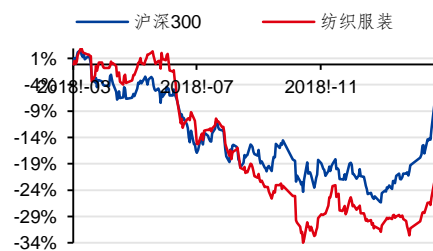
领先大市-A 维持

首选股票

评级

代码	名称	评级
002563	森马服饰	买入-A
600398	海澜之家	买入-A
601339	百隆东方	增持-A
603558	健盛集团	买入-A
601888	中国国旅	买入-A
002127	南极电商	买入-B
002640	跨境通	买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.00	-8.67	-14.41
绝对收益	14.47	6.32	-21.05

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsc.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟

 wuyuzhou@hua.jinsc.cn
 021-20377061

相关报告

纺织服装：节假日致1月棉纺织行业略显低迷，景气指数环比略有下降 2019-02-24

纺织服装：1月纺织服装出口额同比增长9.2%，增速较12月环比回升 2019-02-17

纺织服装：春节前三天典型城市零售平稳增长，持续关注长假零售情况 2019-02-11

纺织服装：12月限额以上纺服零售额增速环比上行，棉纺织景气指数环比回升 2019-01-28

纺织服装：2018年纺织品服装出口同比增加3.5%，年末出口呈下行趋势 2019-01-20

年经济增速回暖后酒店入住率明显提升。目前国内经济增速有所放缓，酒店客房入住率影响间夜收入。

我国 2018 年 6 月发改委指导景区门票价格降低，典型景区门票价格于三季度下调。上次门票价格大幅下降为 2013 年，使 2014 年典型景区游客接待量明显增长。门票降价或使自然景点短期承压，长期预计可稳健增长。

国内免税市场集中，市场规模保持超 20% 增速，中免集团为绝对龙头。未来中国奢侈品消费有望逐步提升，政策有望引导高端消费回流，免税行业有望受益，建议关注行业绝对龙头。

◆ **商贸零售：**日本 80 年前后经济增速放缓时期，超市增速持续高于百货。目前我国超市增速同样持续高于百货，关注生鲜标准化过程中的超市龙头。

我国互联网用户量红利接近尾声，低线城市贡献 2018 年用户量增量，推动实物商品网络销售较快增长。目前低线城市电商渗透率仍有提升空间，部分子行业用户量持续较快增长，未来线上增速有望较线下更快，建议关注电商相关标的。

跨境电商较传统跨境贸易具有更高交易效率，目前进出口市场均保持较快增速。出口市场短期受美国退出万国邮政联盟影响，长期仍有望较快发展；进口市场持续较快发展，市场集中度较高。关注跨境电商相关公司。

日本 80 年前后部分个护化妆消费支出增速略高于整体消费支出增速，剔除价格因素后，实际需求稳中有升。2017 年至 2018 年上半年电商推动化妆品市场快速扩张，目前国内化妆品品牌或迎发展契机。

日本 80 年前后，手表消费支出剧烈波动，高端可选受经济影响较大。目前我国金银珠宝增速放缓，短期内增速存不确定性。

◆ **投资建议：**我们推荐如下公司：（1）大众休闲服装及童装龙头森马服饰；（2）平价男装龙头海澜之家；（3）较早布局海外的色纺纱龙头之一百隆东方；（4）国内棉袜、无缝内衣制造龙头健盛集团；（5）国内免税渠道巨头中国国旅；（6）基于电商的供应链平台公司南极电商。

建议关注如下公司：（7）国内色纺纱龙头之一华孚时尚；（8）布局跨境进出口的跨境电商公司跨境通；（9）全国性超市龙头永辉超市；（10）深耕胶东的区域性商超龙头家家悦。

◆ **风险提示：**整体消费：（1）社会消费品零售增速逐步放缓；（2）经济增速放缓影响消费者信心。纺织服装：（1）温暖天气影响冬装销售；（2）男装市场向休闲转移趋势性存在风险；（3）女装市场消费量受经济增速影响较大；（4）童装市场或受 0~14 岁儿童人口下行趋势拖累；（5）劳动力成本、环保等因素使国内纺织制造竞争力承压。休闲服务：（1）经济增速放缓或影响酒店需求向中高端转移趋势；（2）门票降价使自然景点利润率短期承压；（3）免税渠道年末购物人数增速放缓；（4）跨境电商与国内免税渠道或形成竞争。商贸零售：（1）超市市场份额或被电商市场切割；（2）电商用户量增速或接近尾声；（3）各国跨境电商政策存在不确定性；（4）美国退出万国邮政联盟影响跨境电商出口；（5）经济增速放缓或影响化妆品、金银珠宝等中高端可选消费的消费意愿。

内容目录

一、消费提振我国经济，增速放缓为近期主旋律	8
(一) 行情回顾：18 年股市表现欠佳，估值明显回落	8
(二) 社会消费品零售增速放缓，城镇居民消费结构缓慢升级	9
(三) 国内旅游：2012 年来维持双位数增长，增速较为稳健	12
(四) 他山之石：日本 80 年代的启示，精神文化需求更快增长	12
二、纺织服装：	15
(一) 服装现状：零售增速有所放缓，12 月增速环比回升	15
(二) 日本服装：男装女装持续向好，人口影响童装增速	16
(三) 男装：市场规模稳步扩张，关注平价男装及休闲品类	17
(四) 女装：市场大而分散，消费量随经济增长波动明显	20
(五) 童装：市场有望稳步增长，集中度提升利好龙头企业	22
(六) 纺织制造：越南产能利润率较高，关注龙头越南布局	25
三、休闲服务：	27
(一) 出境旅游：重回双位数增长，受汇率波动影响较大	27
(二) 酒店：经济增速有所放缓，客房入住率影响间夜收入	28
(三) 自然景观：门票降价短期承压，长期预计稳健增长	30
(四) 免税：免税持续较快增长，建议关注免税龙头	31
四、商贸零售：	33
(一) 超市：经济增速放缓时超市优于百货，关注生鲜标准化	33
(二) 电商：线上增速有望较线下更快，建议关注电商相关标的	35
(三) 跨境电商：出口市场保持较快扩张，进口市场集中度较高	37
(四) 化妆品：经济放缓时实际需求或稳定，增速略高于消费增速	39
(五) 金银珠宝：高端可选消费承压，短期内增速存不确定性	43
五、推荐及建议关注标的	44
(一) 纺织服装：	45
1. 森马服饰：童装、大众休闲龙头，有望在行业发展中持续受益	45
2. 海澜之家：平价男装龙头之一，或将在经济增速放缓时期受益	45
3. 华孚时尚：国内的色纺纱龙头之一，产能扩张夯实增长基础	46
4. 百隆东方：较早布局海外的色纺纱龙头之一，产能扩张夯实增长基础	47
5. 健盛集团：棉袜、无缝内衣制造龙头之一，产能扩张夯实增长基础	48
(二) 休闲服务：	49
1. 中国国旅：国内免税巨头，海免并入有望继续强化龙头地位	49
(三) 商贸零售：	50
1. 南极电商：电商供应链平台公司，受益低线城市渗透率提升	50
2. 跨境通：布局跨境电商进出口，受益跨境电商较快增长	51
3. 永辉超市：全国性超市龙头，云创出表有望改善公司业绩	51
4. 家家悦：立足胶东的超市龙头，逐步开启全国性扩张步伐	52
(四) 建议关注标的的估值情况	53
六、风险提示	54

图表目录

图 1：2018 年申万各板块行情回顾	8
---------------------	---

图 2: 2010 年至 2018 年部分消费板块市盈率情况	8
图 3: 2018 年申万部分消费板块公司股价变动分布情况	9
图 4: 2010 年至今社会消费品零售总额增速逐步放缓	9
图 5: 最终消费支出对经济增长贡献占比缓慢增长	9
图 6: 2010 年至今城镇居民消费支出及其增长	10
图 7: 2015 年至今城镇居民消费支出结构	10
图 8: 限额以上企业商品零售总额及其增长	10
图 9: 全国百家大型零售企业零售额同比增长	10
图 10: 2010 年来我国分城乡社零及其增速	11
图 11: 2013 年来我国分城乡可支配收入及其增速	11
图 12: 移动购物 APP 月活跃用户规模及渗透率示意图	11
图 13: 实物商品网上零售额及其增长	11
图 14: 连锁零售企业商品销售额及其增长	12
图 15: 2010 年至今重点流通企业分业态销售额增速	12
图 16: 我国国内旅游收入及其增长	12
图 17: 我国国内旅游人次及其增长	12
图 18: 中日城镇人均消费支出历史对比情况	13
图 19: 日本上世纪 70 年代至 90 年代年度 GDP 及其增长	13
图 20: 日本 1980 年前后家庭月均消费支出及其增长	14
图 21: 日本 1980 年前后家庭月均消费支出结构情况	14
图 22: 日本 1980 年前后家庭分品类月均消费支出同比增长	14
图 23: 日本 1980 年前后消费者价格指数及其增长	14
图 24: 剔除价格因素后日本家庭月均消费支出同比增长	14
图 25: 剔除价格因素后日本家庭分品类月均消费支出同比增长	15
图 26: 2013 年来限额以上纺织服装零售额及其增长	15
图 27: 中国主要城市平均气温及其同比变化	15
图 28: 日本 1980 年前后分类别服装销售额增速	16
图 29: 日本 1980 年前后纺织服装消费者价格指数	16
图 30: 中国男装零售市场规模及其预测	17
图 31: 中国男装零售市场产品结构情况	17
图 32: 中国男装市场集中度情况	18
图 33: 中国男装市场前五企业市占率示意图	18
图 34: 2017 年典型国家男装市场集中度情况	18
图 35: 1980 年前后日本家庭年度男装消费量结构情况 (件)	19
图 36: 1980 年前后日本家庭男装消费均价情况	19
图 37: 1980 年前后日本家庭男装消费量变动情况	19
图 38: 1980 年前后日本家庭男装分品类消费均价变动情况	19
图 39: 1980 年前后日本家庭男装部分品类消费量情况 (件)	20
图 40: 1980 年前后日本家庭男装部分品类消费均价情况	20
图 41: 中国女装零售市场规模及其预测	20
图 42: 服装子行业市场前十市占率情况	20
图 43: 2016 年我国大众女装销售额前十市占率情况	21
图 44: 2014 年我国中高端女装销售额前十市占率情况	21
图 45: 1980 年前后日本家庭女装消费量情况	21
图 46: 1980 年前后日本家庭女装消费均价情况	21

图 47: 1980 年前后日本家庭年度女装消费量结构情况 (件)	22
图 48: 1980 年前后日本家庭女装分品类消费均价变动情况	22
图 49: 中国出生人口及其变化预测	23
图 50: 中国大陆 0 至 14 岁人口数量预测	23
图 51: 中国母婴童市场容量预测	23
图 52: 中国童装市场零售额及其增长预测	23
图 53: 中国童装市场集中度估计	24
图 54: 2017 年天猫平台童装销售前二十市占率估计	24
图 55: 1980 年后日本儿童人口数量情况	24
图 56: 1980 年后日本家庭童装消费量情况	24
图 57: 1980 年后日本家庭童装消费均价情况	24
图 58: 1980 年后日本家庭童装部分品类消费量情况 (件)	25
图 59: 1980 年后日本家庭童装部分品类消费均价情况	25
图 60: 纺织服装出口创汇情况	26
图 61: 纺织服装出口金额及其增长	26
图 62: 纺织服装亏损企业数量及亏损面	26
图 63: 纺织服装企业数量及其变化	26
图 64: 百隆东方及越南百隆部分财务情况	27
图 65: 华孚时尚及华孚越南部分财务情况	27
图 66: 我国居民出境旅游人数及其增长	28
图 67: 美元兑人民币月平均汇率情况	28
图 68: 日本居民出境旅游人数及其增长	28
图 69: 日本平均地价及其增长	28
图 70: 我国星级酒店数量及其增长	29
图 71: 我国星级酒店分星级客房出租率情况	29
图 72: 锦江股份 2018 年国内酒店出租率及 RevPAR 变化情况	29
图 73: 华住集团 2017 年来酒店入住率及 RevPAR 变化情况	29
图 74: 日本酒店及日式旅馆数量变化	30
图 75: 日本平均酒店客房入住率	30
图 76: 部分上市公司景区游客接待及消费情况	31
图 77: SW 自然景点行业利润率情况	31
图 78: 国内免税当月销售额及其增长	32
图 79: 国内免税当月购物人数及其增长	32
图 80: 国内免税格局 (中免控股日上前, 以 2016 年收入计算)	33
图 81: 国内免税格局 (中免控股日上市后, 以 2016 年收入计算)	33
图 82: 2017 年全球免税集团销售额前十情况	33
图 83: 我国重点流通企业超市销售额当月同比增长	34
图 84: 近年来我国快速消费品连锁百强中前十强销售额占比情况	34
图 85: 2016 年我国农产品流通渠道占比	34
图 86: 2017 年我国部分超市上市公司生鲜营收占比情况	34
图 87: 日本 1980 年前后分业态零售额情况	35
图 88: 日本平均地价及其增长	35
图 89: 我国实物商品网上零售额及其增长	35
图 90: 2017 年整体网络零售格局	35
图 91: 我国移动互联网月人均单日使用时长及其增长	36

图 92: 移动购物 APP 行业月人均使用情况	36
图 93: 部分移动购物细分子行业月活跃用户情况	37
图 94: 不同级别城市电商渗透率情况	37
图 95: 跨境出口电商减少中间环节示意图	37
图 96: 中国跨境电商交易规模及其增长	38
图 97: 我国进出口贸易金额及跨境电商占比估计	38
图 98: 跨境电商出口交易规模及其增长	38
图 99: 2017 年我国跨境电商出口主要国家分布	38
图 100: 我国国内常用跨境网购用户规模及其预测	39
图 101: 2018 年前三季度我国跨境电商进口 B2C 市场格局	39
图 102: 2013 年来限额以上化妆品零售额及其增长	40
图 103: 2017 年快消品及彩妆线上销售额增长情况	40
图 104: 2015 年至 2017 年我国快速消费品平均促销力度	40
图 105: 2016 年典型个护品类线上平均售价与线下平均售价差异	40
图 106: 近年来线上彩妆品类消费示意图	41
图 107: 2012 年来城镇市场个人护理商品价格情况	41
图 108: 我国化妆品集中度存在下降趋势	41
图 109: 1980 年前后日本家庭年度个护化妆消费情况	42
图 110: 1980 年前后日本家庭个护化妆消费增速及整体消费增速	42
图 111: 剔除整体价格后日本家庭年度个护化妆消费情况	42
图 112: 我国年度限额以上金银珠宝零售额及其增长	43
图 113: 我国月度限额以上金银珠宝零售额及其增长	43
图 114: 我国年度黄金首饰消费量及其增长	43
图 115: 我国季度黄金首饰消费量及其增长	43
图 116: 2008 年以来黄金期货合约收盘价格	44
图 117: 2008 年以来标普 500 波动率指数	44
图 118: 日本 1980 年前后家庭年度手表支出及其增长	44
图 119: 剔除整体价格后日本家庭年度手表消费情况	44
图 120: 森马服饰年度营收净利情况	45
图 121: 森马服饰分业务营收情况	45
图 122: 海澜之家年度营收净利情况	46
图 123: 海澜之家服饰业务分品牌收入情况	46
图 124: 华孚时尚年度营收净利情况	47
图 125: 华孚越南营收净利及净利率情况	47
图 126: 百隆东方年度营收净利情况	48
图 127: 越南百隆营收净利情况	48
图 128: 健盛集团年度营收净利情况	49
图 129: 健盛集团越南棉袜产量情况	49
图 130: 中国国旅年度营收净利	50
图 131: 中国国旅分业务毛利润情况	50
图 132: 南极电商年度营收净利情况	51
图 133: 南极电商合计 GMV 及其增长	51
图 134: 跨境通年度营收净利情况	51
图 135: 跨境通经营活动现金流量情况	51
图 136: 永辉超市年度营收净利情况	52

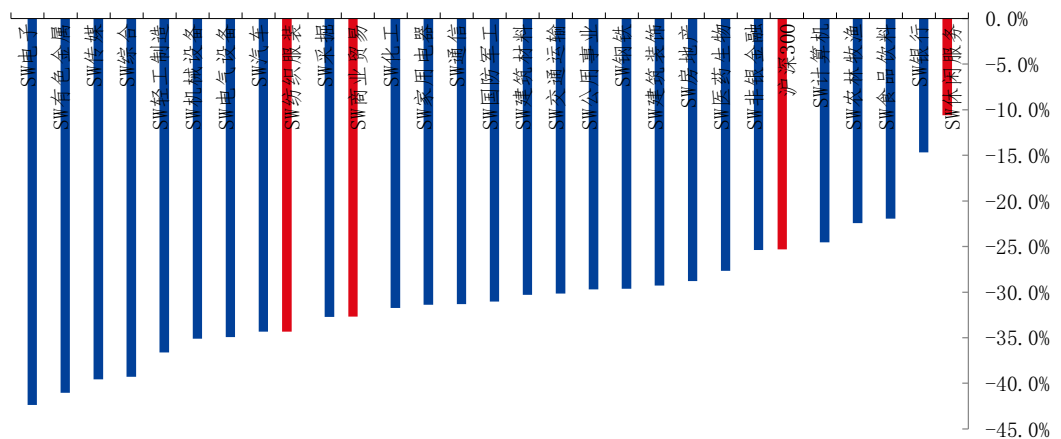
图 137: 永辉超市分区域营业收入情况	52
图 138: 家家悦年度营收净利情况	53
图 139: 家家悦分品类营业收入情况	53
表 1: SW 纺织服装典型上市公司终端门店情况	16
表 2: 我国典型纺织制造上市公司越南产能扩张项目	27
表 3: 2018 年典型景点门票价格降低情况	30
表 4: 我国化妆品行业前十大公司市占率情况	41
表 5: 推荐标的估值情况	53
表 6: 建议关注标的估值情况	53

一、消费提振我国经济，增速放缓为近期主旋律

（一）行情回顾：18年股市表现欠佳，估值明显回落

2018年，我国股市整体表现欠佳，所有板块均出现下跌态势。其中，SW纺织服装、SW商业贸易分别下跌32.7%与34.3%，较沪深300的下跌25.3%落后；SW休闲服务下跌10.6%，较沪深300表现更好。

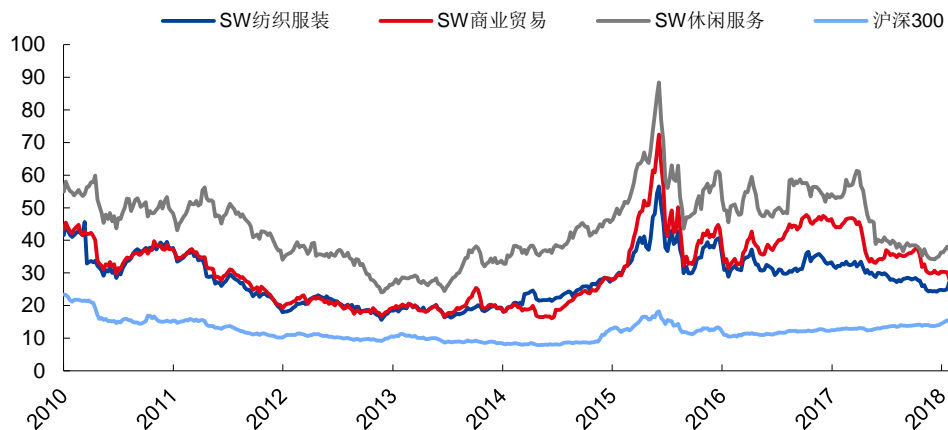
图1：2018年申万各板块行情回顾



资料来源：Wind，华金证券研究所

2018年我国股市估值明显回落其中SW纺织服装、SW商业贸易、SW休闲服务整体法市盈率（TTM，剔除负值）分别由年初的24.9倍、30.4倍、36.3倍下降至年末的16.9倍、14.0倍与25.0倍。年末，上述三个板块估值水平已接近2010年来的历史底部。其中商业贸易估值水平低于最低水平16倍。

图2：2010年至2018年部分消费板块市盈率情况

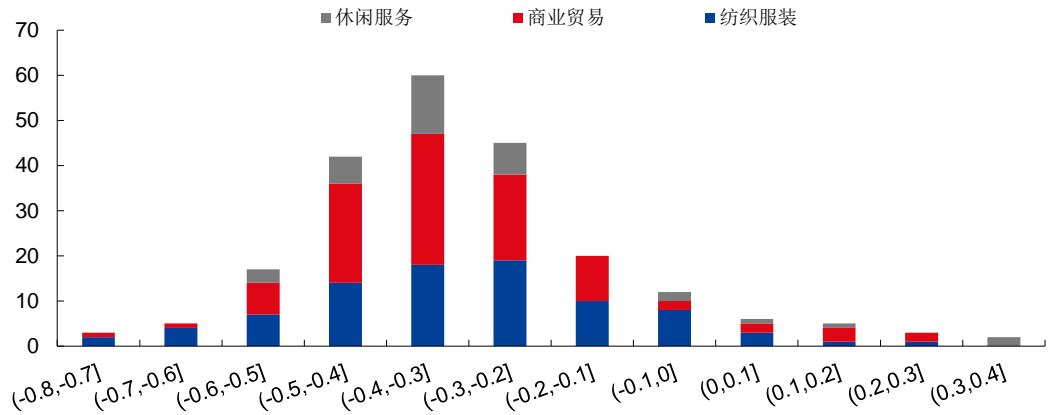


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司层面，SW纺织服装、SW商业贸易、SW休闲服务三个板块中，大部分公司的股价有所下滑，多数公司股价下跌20%至50%。其中，三个板块仅有16家公司实现了股价增长。纺织服装股价增长公司主要为两家休闲服装公司柏堡龙（+27.3%）、森马服饰（+15.7%），以及一家棉纺公司

百隆东方 (+7.1%)。商业贸易股价增长公司主要为次新的爱婴室 (+29.2%)、三家多业态零售公司芒果超媒 (+24.1%)、汇嘉时代 (+18.1%)、重庆百货 (+14.7%)，以及两家区域性龙头天虹股份 (+10.4%)、家家悦 (+2.1%)。休闲服务方面主要是旅游龙头中国国旅 (+39.8%)，以及两家人工景点公司大连圣亚 (+33.7%)、宋城演艺 (+15.1%)。

图 3：2018 年申万部分消费板块公司股价变动分布情况



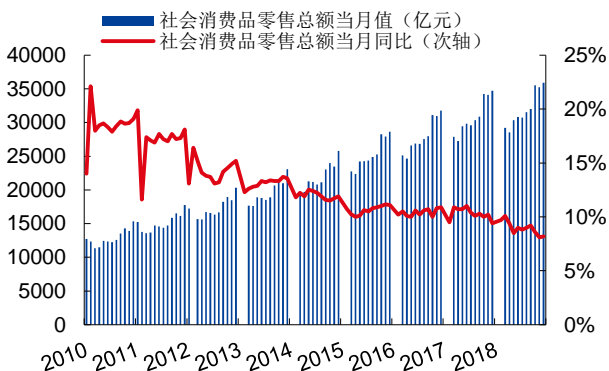
资料来源：Wind，华金证券研究所

注：横轴为 2018 年公司股价变动区间，纵轴为对应公司数量。

（二）社会消费品零售增速放缓，城镇居民消费结构缓慢升级

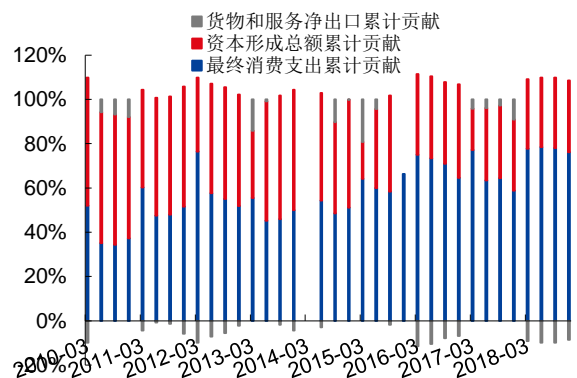
消费连续五年为经济增长第一动力：2018 年，我国社会消费品零售总额达到 38.1 万亿元，同比增长 9.0%。随着社零规模逐步提升，其增速已经由 2010 年的 18.8% 降至目前的 9% 左右。2018 年最终消费对经济增长的贡献率为 76.2%，连续第五年成为拉动经济增长的第一驱动力。

图 4：2010 年至今社会消费品零售总额增速逐步放缓



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

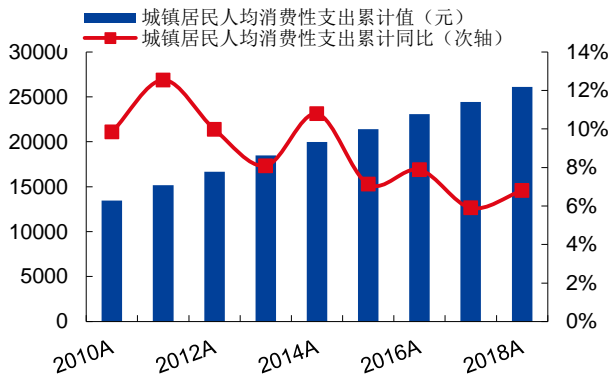
图 5：最终消费支出对经济增长贡献占比缓慢增长



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

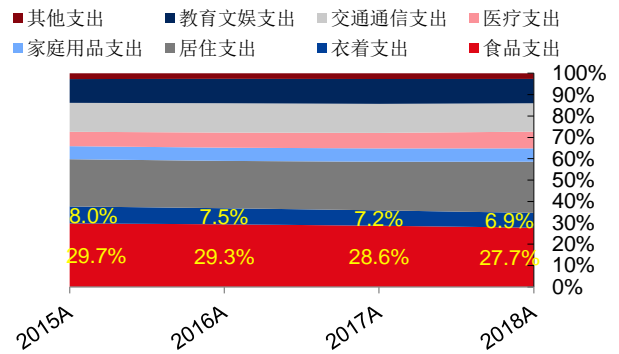
城镇居民消费支出结构存在缓慢升级趋势：2010 年来我国城镇居民消费支出缓慢增长，2018 年同比增长约 6.8% 至 2.61 万元。城镇居民消费支出结构基本稳定，食品、居住支出占据较大份额。在我国居民收入水平稳步提升的过程中，恩格尔系数的逐步降低，居民消费结构存在缓慢的结构升级趋势。2018 年食品、衣着支出金额分别保持约 3.4%、约 2.8% 的同比增长，并分别占据 27.7%、6.9% 的消费占比，占比较 2017 年的 28.6%、7.2% 均有所降低。

图 6：2010 年至今城镇居民消费支出及其增长



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 7：2015 年至今城镇居民消费支出结构

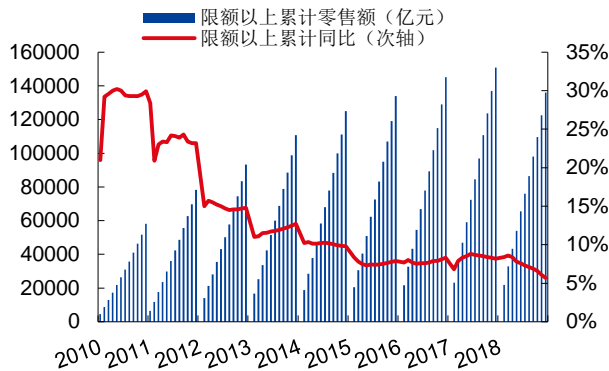


资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

重点零售企业零售增速放缓：2017 年我国零售增速有所提升，重点零售企业零售额增速自 2018 年二季度开始放缓。2018 年限额以上零售企业实现零售额 13.61 万亿元，同比增长 5.7%，增速较 2017 年的 8.2% 放缓。

全国百家大型零售企业零售额走势类似，2018 年一季度后增速明显放缓。全年来看，2018 年全国百家零售企业零售额同比增长仅 0.7%，其中 12 月零售额同比下降 2.4%。

图 8：限额以上企业商品零售总额及其增长



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

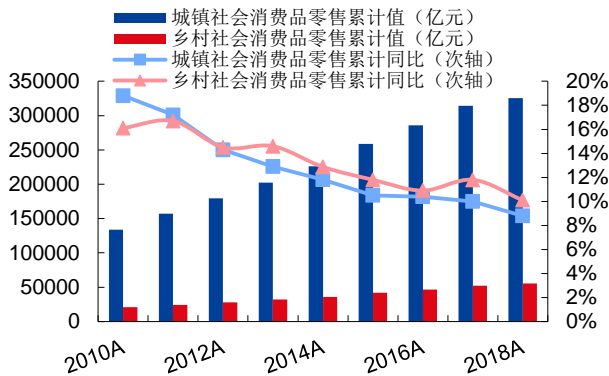
图 9：全国百家大型零售企业零售额同比增长



资料来源：Wind，中华全国商业信息中心，华金证券研究所

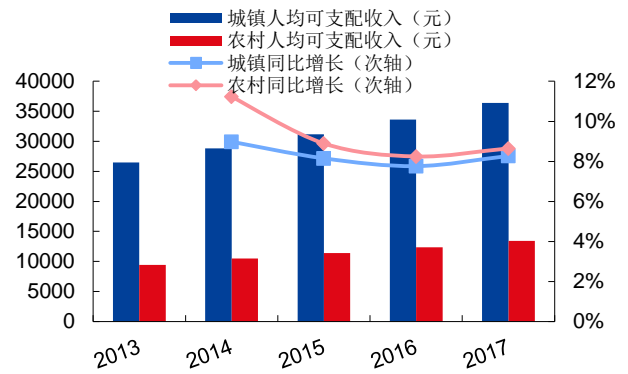
分城乡看，可支配收入支撑乡村社零增速高于城镇社零增速：2013 年来，我国乡村社会消费品零售增速持续高于城镇，2013 年至 2018 年，乡村社零年复合增速达 11.6%，高于同一时期城镇社零增速 10.0%。乡村社零更高的增速，主要由乡村人均可支配收入的更高增速支撑，2013 年至 2017 年，乡村人均可支配收入年复合增速达 9.2%，高于城镇的 8.3%。

图 10：2010 年来我国分城乡社零及其增速



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 11：2013 年来我国分城乡可支配收入及其增速

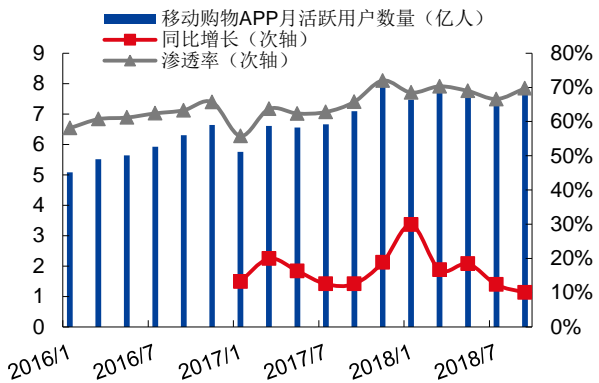


资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

分渠道看：网络购物用户量红利接近尾声，零售额增速放缓：2017 年下半年至 2018 年初，随着电商渠道持续下沉，网络购物用户量红利持续释放，移动购物 APP 月活跃用户量增速一度接近甚至高于 20%。至 2018 年下半年，月活跃用户量增速放缓至 10% 左右，且 2017 年 11 月至 2018 年 9 月，移动购物 APP 用户量渗透率基本维持在 70% 左右，渗透率提升趋势暂时停滞。

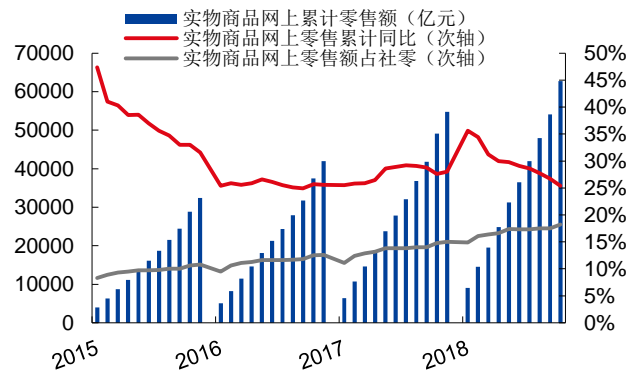
在用户量增速放缓的推动下，我国实物商品网上零售额累计增速于 2018 年二季度起放缓。具体来看，2018 年 Q1、Q2、Q3 及 Q4 的网上零售额增速分别为 34.4%、26.0%、23.9%、20.7%，增速放缓趋势较为明显。

图 12：移动购物 APP 月活跃用户规模及渗透率示意图



资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

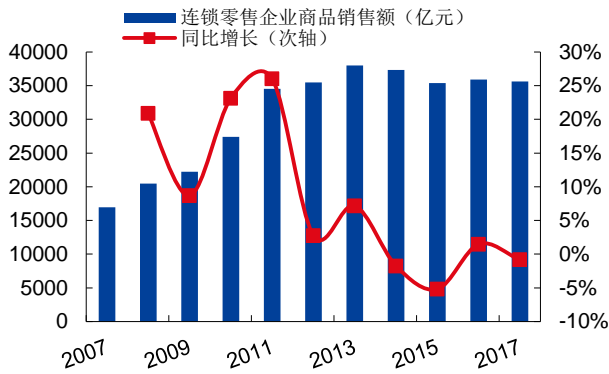
图 13：实物商品网上零售额及其增长



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

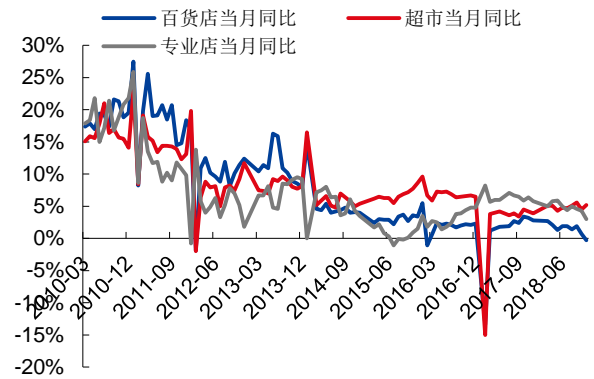
线下渠道商品零售趋近停滞，2018 年百货、专业店增速放缓：2013 年以来，我国连锁零售企业商品零售额增速保持在 0% 左右，线下渠道零售增长趋近停滞。其中 2014 年至 2017 年增速分别为 -1.8%、-5.2%、1.5%、-0.8%。2018 年，商务部监测的重点流通企业中，百货业态、专业店业态销售额增速逐步放缓，分别由年初的 2.7% 与 5.0% 降至 11 月的 -0.3% 与 3%，超市业态则保持着 5% 左右的销售额增速。分月份看，增速放缓主要发生在 10 月和 11 月，其中 9 至 11 月百货业态销售额同比增速约 1.9%、0.7%、-0.3%，专业店业态上述月份同比增速约 4.6%、4.3%、3.0%。

图 14：连锁零售企业商品销售额及其增长



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 15：2010 年至今重点流通企业分业态销售额增速



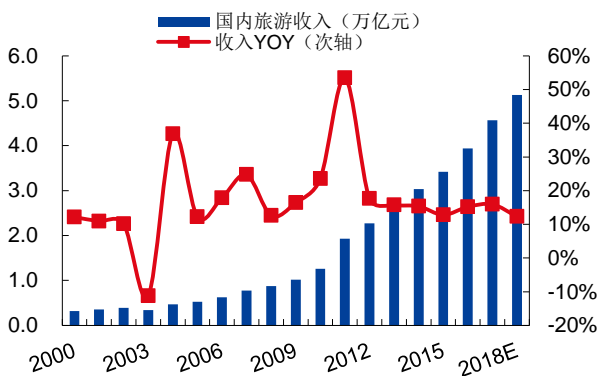
资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

（三）国内旅游：2012 年来维持双位数增长，增速较为稳健

旅游是居民文化娱乐的重要部分，2012 年来我国旅游市场保持较为稳定的增长。2018 上半年，国内旅游人数 28.26 亿人次，比上年同期增长 11.4%。其中，城镇居民 19.97 亿人次，增长 13.7%；农村居民 8.29 亿人次，增长 6.3%。国内旅游收入 2.45 万亿元，比上年同期增长 12.5%。其中，城镇居民花费 1.95 万亿元，增长 13.7%；农村居民花费 0.50 万亿元，增长 8.3%。

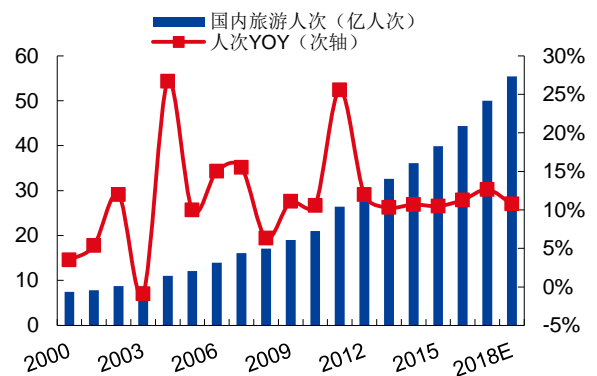
2019 年初，国家旅游局预测，2018 年全年，国内旅游人数将达 55 亿人次，同比增长 10.8%，国内旅游收入将达 5.13 万亿元，同比增长 12.3%。2012 年来国内旅游人次及收入持续保持双位数增长，持续较快发展。

图 16：我国国内旅游收入及其增长



资料来源：Wind，国家统计局，国家旅游局，华金证券研究所

图 17：我国国内旅游人次及其增长



资料来源：Wind，国家统计局，国家旅游局，华金证券研究所

（四）他山之石：日本 80 年代的启示，精神文化需求更快增长

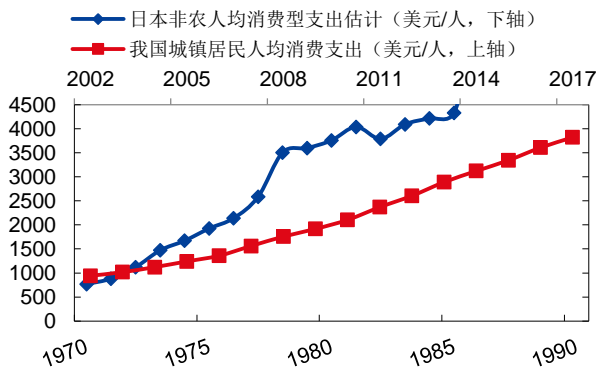
日本和中国都是二战后实现了经济追赶的亚洲重要经济体，从文化、经济发展历程等方面均有较多相似之处。报告中，我们探究日本的类似中国目前经济时段的消费表现，试图对未来中国消费的发展趋势带来启示。

与目前中国经济背景最相似的日本经济时段，可能是 1980 年代初期。首先是 1980 年代初期的日本非农人均消费支出与 2017 年我国城镇居民人均消费支出类似，均位于 4000 美元左右。

其次是这一时段内日本 GDP 正处于由 10% 增长的平台下降至 6% 增长的平台的过程中。1975 年至 1980 年，日本持续录得 10% 左右的 GDP 增长，1982 年至 1990 年，日本的 GDP 增速均在 6% 左右波动，1980 年代初期的日本，正处于 GDP 增速由 10% 下降至 6% 的过程中，这与我国目前的 GDP 情况类似，由较高增速放缓至中等增速。

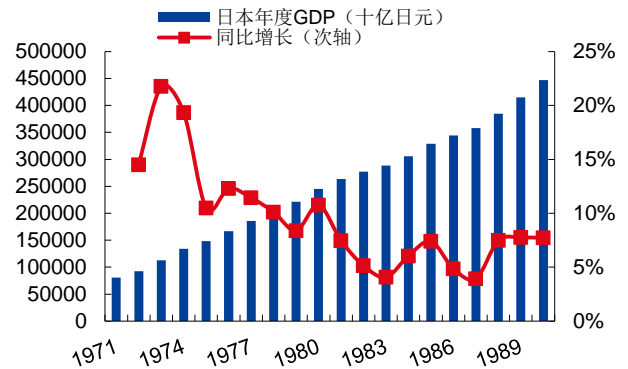
类似的消费水平，以及相似的经济增速放缓背景，日本 1980 年代左右的消费表现或对中国未来的消费趋势具有参考价值。

图 18：中日城镇人均消费支出历史对比情况



资料来源：Wind，国家统计局，日本内阁府，华金证券研究所

图 19：日本上世纪 70 年代至 90 年代年度 GDP 及其增长

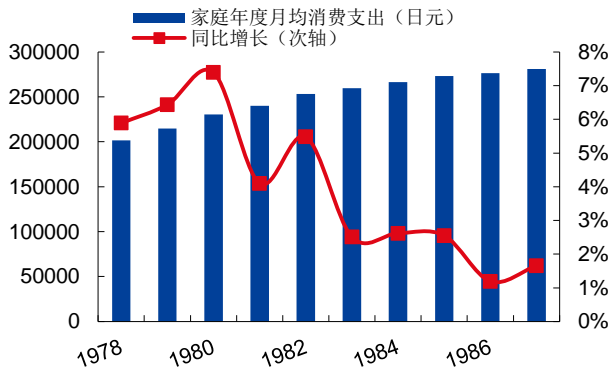


资料来源：Wind，日本内阁府，华金证券研究所

家庭消费支出增速随 GDP 增速逐步放缓，支出结构存在升级趋势：1980 年代前后，日本家庭月均消费支出增速随整体 GDP 增速的放缓而放缓，由 1979 年的 6.4% 逐步下降至 1986 年的 1.2%，年复合增速约 3.7%。在此期间，随着日本收入水平的提高，家庭消费支出结构也存在升级趋势。作为生活必需品的食品饮料、纺织服装的消费支出占比持续缩减，分别由 1978 年的 30.2%、8.4% 降至 1986 年的 26.8%、7.1%。

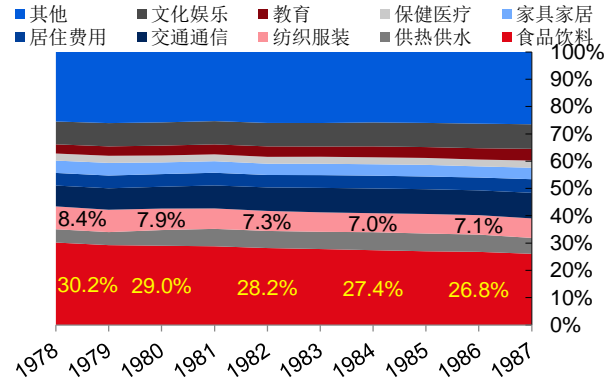
分品类看，精神文化需求具有更快增速，基本物质需求保持稳健增长：整体来看，上述时段中，多数品类增速呈现下行趋势。家庭月均食品饮料、家具家居、纺织服装、保健医疗、交通通信、教育、文化娱乐、其他消费支出于 1979 年至 1986 年分别取得 2.4%、1.8%、1.6%、3.1%、5.8%、6.4%、4.5% 以及 3.8% 的年复合增长。随着居民生活水平的提高，物质需求已逐步满足，精神文化需求成为消费主要增长点，交通通信、教育、文化娱乐将有更大机遇，而作为基本物质需求的食品饮料、家具家居、纺织服装则保持稳健增长。

图 20: 日本 1980 年前后家庭月均消费支出及其增长



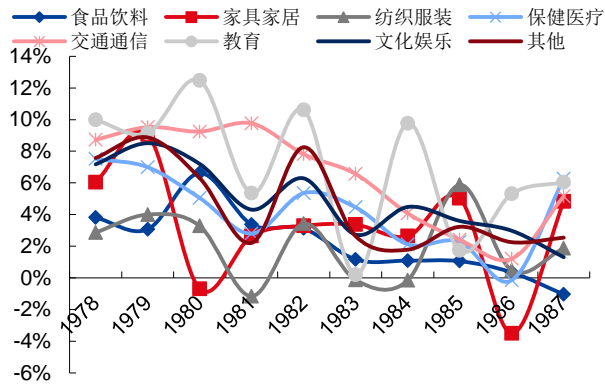
资料来源: 日本总务省, 华金证券研究所

图 21: 日本 1980 年前后家庭月均消费支出结构情况



资料来源: 日本总务省, 华金证券研究所

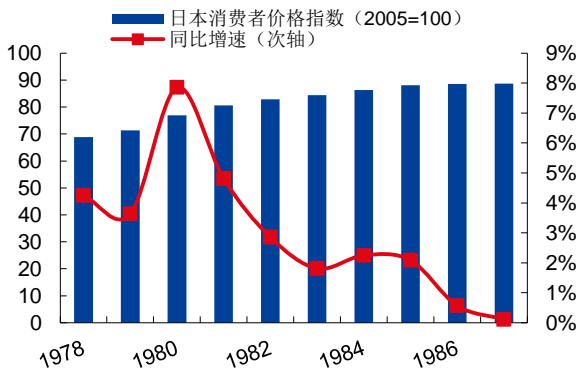
图 22: 日本 1980 年前后家庭分品类月均消费支出同比增长



资料来源: 日本总务省, 华金证券研究所

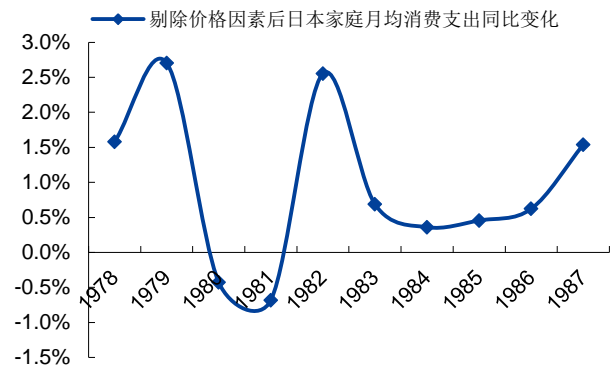
日本消费支出更多依赖价格增长, 交通通信及文化娱乐表现较好: 若剔除各品类消费者价格指数, 日本家庭月均整体消费支出同比增速在-1%至 3%之间波动, 1978 年至 1986 年的同比增速平均约 0.9%。经济增速下滑抑制了消费需求, 家庭消费或更多依赖价格增长。分品类看, 剔除价格因素后, 1978 年至 1986 年, 食品饮料及纺织服装平均增速为负值, 而交通通信、文化娱乐表现较好, 取得 3.9%与 1.9%的平均增速。

图 23: 日本 1980 年前后消费者价格指数及其增长



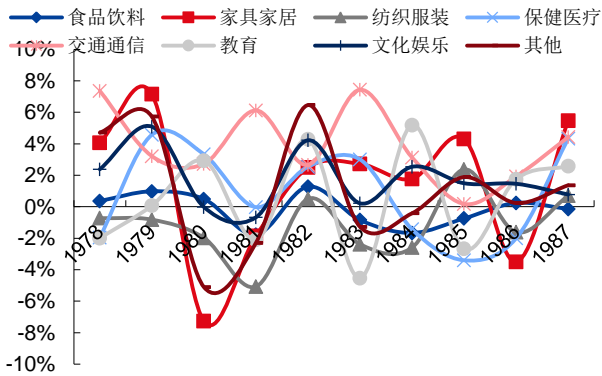
资料来源: 日本总务省, 华金证券研究所

图 24: 剔除价格因素后日本家庭月均消费支出同比增长



资料来源: 日本总务省, 华金证券研究所

图 25：剔除价格因素后日本家庭分品类月均消费支出同比增长



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

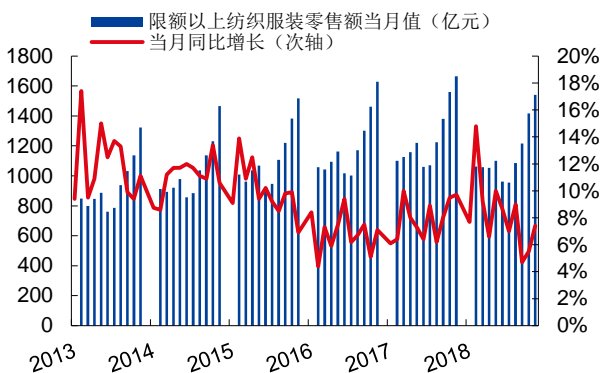
二、纺织服装：

（一）服装现状：零售增速有所放缓，12月增速环比回升

服装是衣食住行的生活必需品之一，在可选消费中更加偏向基础消费。

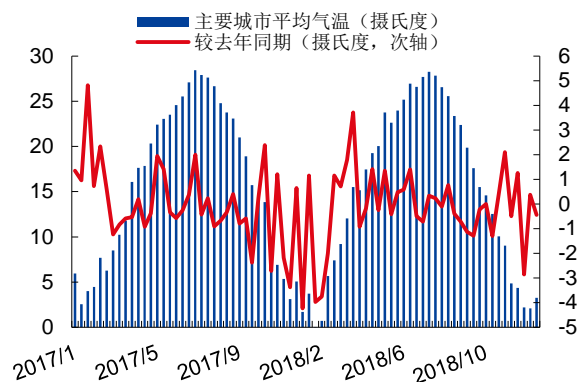
纺织服装限额以上零售增速逐步放缓，温暖天气影响11月冬装销售：2018年，纺织服装限额以上企业零售增速前高后低，各季度分别取得约9.8%、8.6%、8.2%、6.0%的同比增长。我们认为Q4增速的放缓，主要是11月温暖天气影响冬装销售，2018年11月上中下旬的全国主要城市平均气温较2017年11月同期分别低1.3摄氏度、高0.4摄氏度、高2.1摄氏度，中下旬的温暖天气影响了该月份的冬装销售。2018年12月，在天气推动冬装销售、年末促销等因素的促进下，纺织服装限额以上企业零售额同比增长7.4%，增速环比回升。

图 26：2013 年来限额以上纺织服装零售额及其增长



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 27：中国主要城市平均气温及其同比变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

2013年开始，大部分品牌服饰企业调整不盈利或低效店铺，至今，服装家纺典型上市公司终端门店情况已有较大改善，调整基本结束，终端门店数量重新提升。2018年典型上市公司门店数量继续扩张。

表 1: SW 纺织服装典型上市公司终端门店情况

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018Q2	2018Q3
歌力思	362	354	347	474	533	551	566
安正时尚			915	862	917	952	957
太平鸟	2406	3215	3794	4279	4251	4307	4431
海澜之家			3990	5243	5792	6097	6401
七匹狼	3502	3155	2300	-	-	-	-
报喜鸟	902	871	791	704	718	716	-
九牧王	3124	2945	2792	2779	2633	2694	2718
森马服饰	7500	7082	7341	-	8423	8864	-
朗姿股份	573	586	486	445	454	467	-
宝姿	352	310	313	343	398	-	-
拉夏贝尔		6887	7893	8907	9448	9674	9625
星期六	2363	2327	2044	1811	1589	1491	-
探路者	1614	1677	1455	1370	1525	1439	-
李宁	5915	5626	6133	6440	6435	6898	-
安踏	8638	8850	8489	8860	10983	11316	-
罗莱家纺	2849			2230	2663	-	-
水星家纺		2559	2648	2606		-	-

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

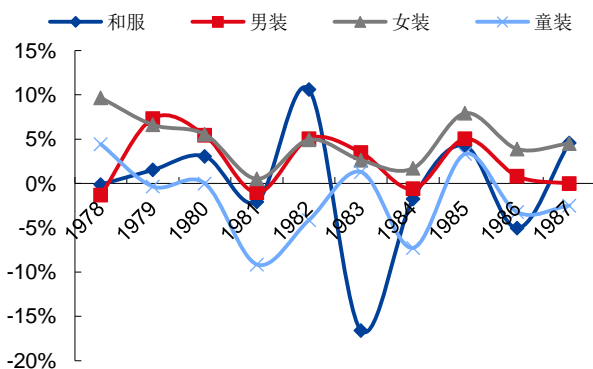
注: 朗姿股份为女装业务门店情况, 报喜鸟仅包括报喜鸟品牌门店。图中浅红色为数量增加, 浅灰色为数量减少。

(二) 日本服装: 男装女装持续向好, 人口影响童装增速

总量方面, 1979 年至 1986 年, 日本家庭纺织服装消费年复合增速约 1.9%。其中, 日本男装、女装维持平稳增长, 和服、童装规模下降。日本男装、女装于 1979 年至 1986 年的家庭年度消费额年复合增速分别约 2.6%与 3.9%, 女装市场增长较快。和服、童装市场规模有所缩减, 1979 年至 1986 年的家庭年度消费额年复合增速分别约-1.4%与-2.8%。

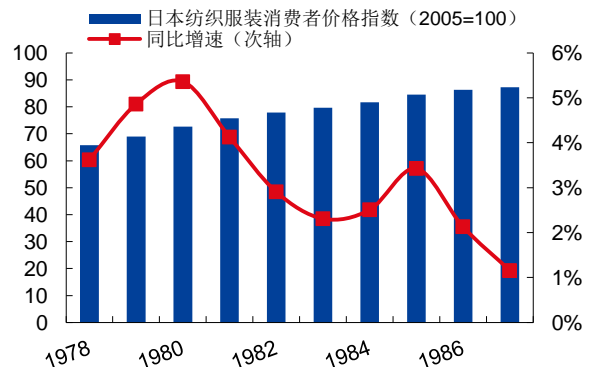
该时段, 纺织服装消费者价格指数与整体价格指数走势类似, 且与 GDP 增速类似。1978 年至 1986 年, 纺织服装价格指数年复合增速约 3.5%。

图 28: 日本 1980 年前后分类别服装销售额增速



资料来源: 日本总务省, 华金证券研究所

图 29: 日本 1980 年前后纺织服装消费者价格指数



资料来源: 日本总务省, 华金证券研究所

各品类量价结构基本结论如下, 其中均价均为剔除纺服价格因素后的消费均价。

男装消费量上升，剔除纺服价格因素后的消费均价有所下降，主要源于男装存在品类变化趋势。相较商务衬衫更为休闲的其他衬衫品类在 1980 年前后受到消费者青睐，消费量快速提升，1978 至 1986CAGR 约 24%。其他衬衫更低的均价，以及剔除纺服价格因素后均价的下行，带动整体男装消费均价下降。剔除其他衬衫后，男装品类消费量趋势与经济增速正相关，经济双位数增长的 1970 至 1978 年，CAGR 约 2.7%，经济增速放缓的 1978 年至 1986 年，CAGR 约-1.2%。剔除价格因素后的消费均价于 1978 年至 1986 年基本稳定。其他衬衫带领下，男装或存在向平价、休闲倾斜趋势。

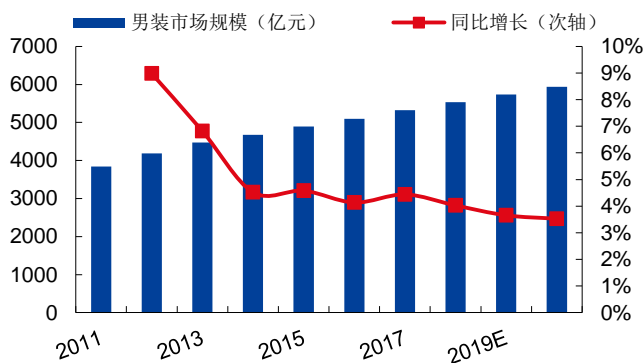
女装消费量弹性较大，经济较快增长显著推升女装消费量，剔除价格因素后的消费均价稳中有升。女装消费量弹性较大，经济双位数增长的 1970 至 1978 年，CAGR 约 8.5%，经济增速放缓的 1978 年至 1986 年，CAGR 约-4.6%。经济增速放缓的 1978 年至 1986 年，剔除纺服价格因素后的女装消费均价稳中有升，年复合增速约 1.1%。

童装市场受人口冲击，消费量下行，带动整体市场规模增速承压，婴儿服饰消费均价上行。日本 0~14 岁儿童人口自 1980 年的 2.76 亿人下降至 1986 年的 2.54 亿人，CAGR 约-1.3%。人口下降使童装市场消费量承压，1980 年至 1986 年童装消费量 CAGR 约-5.3%，消费均价稳中有升。分品类看，消费均价变化有所分化。剔除纺服价格因素后，婴儿服饰消费均价上行，1980 年至 1986 年 CAGR 约 3.2%，儿童衬衫消费均价整体稳定，CAGR 约-0.6%。

（三）男装：市场规模稳步扩张，关注平价男装及休闲品类

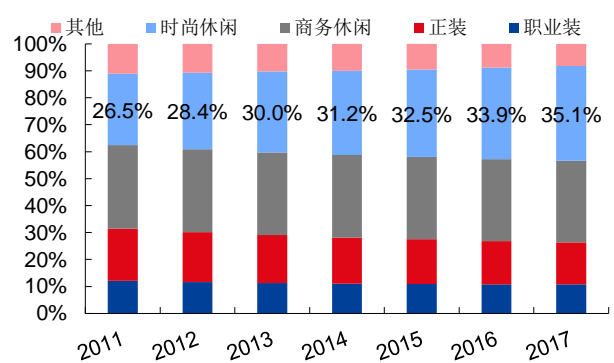
男装市场规模预计稳步扩张，近年来休闲品类较受欢迎：男装是我国服装市场的重要组成部分之一，预计仍将保持稳步扩张态势。Euromonitor 数据显示，2017 年男装市场零售额约占整体服装零售额的 33%，且 2021 年男装市场规模有望达近 6200 亿元，2017 年至 2021 年的年复合增速预计约 3.8%。男装市场中，时尚休闲及商务休闲是最主要的品类，近年来上述品类增速高于男装整体。据观研天下，时尚休闲及商务休闲品类零售额在男装市场中分别占有约 35%、30%的市场份额，是占比最高的两个品类。同时 2013 年至 2017 年，男装中职业装、正装、商务休闲、时尚休闲、其他品类分别取得 12%、10%、13%、18%、7%的年复合增速，在居民消费向个性化升级过程中，休闲品类较受欢迎。

图 30：中国男装零售市场规模及其预测



资料来源：观研天下，Euromonitor，华金证券研究所

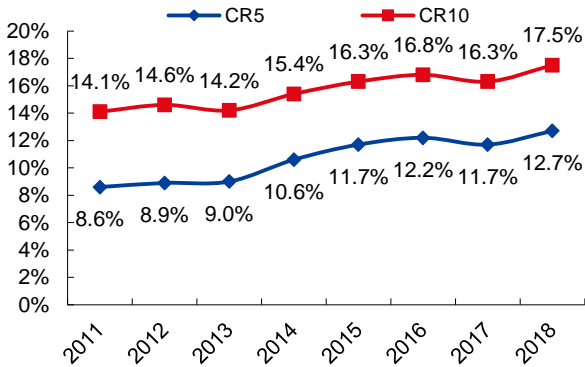
图 31：中国男装零售市场产品结构情况



资料来源：观研天下，华金证券研究所

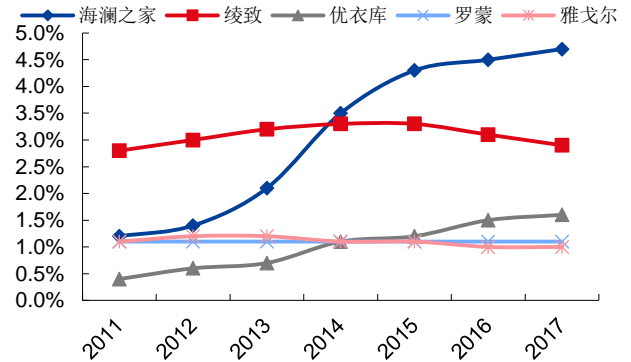
男装市场集中度缓慢提升，我国男装市场集中度仍有提升空间：龙头快速拓店以及规模效应推动我国男装市场稳步提升，据前瞻研究院，2018年我国男装市场CR5为12.7%，较2011年的8.6%有较大提升，主要是男装龙头的海澜之家快速扩张门店带动规模提升，以及具有规模效应的优衣库取得持续的市占率增长。对比全球典型国家的男装市场来看，我国男装市场仍然较为分散，2017年男装市场CR5约11.7%，较日本的30%与美国的18%有较大差距，集中度存在提升空间。

图 32：中国男装市场集中度情况



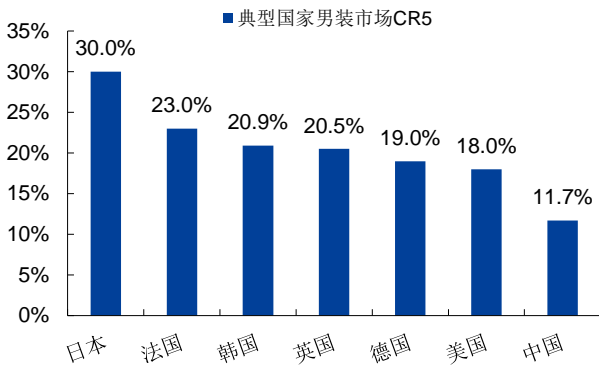
资料来源：前瞻研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 33：中国男装市场前五企业市占率示意图



资料来源：前瞻研究院，Euromonitor，华金证券研究所

图 34：2017 年典型国家男装市场集中度情况



资料来源：前瞻研究院，Euromonitor，华金证券研究所

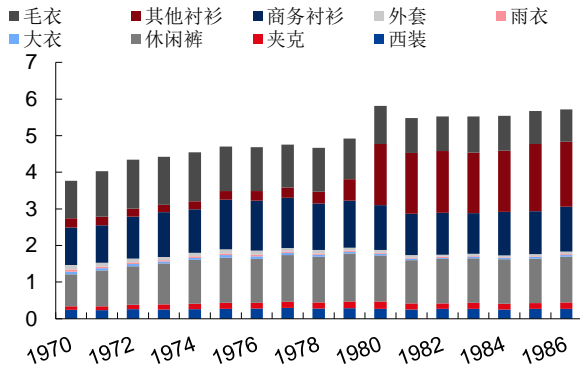
日本类似经济时段男装消费存在向平价、休闲服饰转移的趋势：1978年至1986年，日本年度家庭男装消费量持续上行，1986年的男装消费量已较1978年增加约23%。而这一时期内，日本家庭平均人口位于3.2人左右，15岁以上男性人口占比保持在48.5%左右，家庭平均男装消费增加并非源于人口提升，主要在于男装消费结构的变化。

1970年至1978年，剔除纺织服装消费者价格指数变动后，日本家庭男装消费均价持续下行，1978年均价已较1970年下降约24%。从品类方面来看，除大衣、雨衣、外套的其他品类均保持消费量的上行，主要的消费结构变化在于各品类消费均价的下降。

分品类看，1979年至1986年，随着社会经济增速的放缓，以及文化的进一步开放，单价较低的其他衬衫受到消费者青睐，消费量于1978年至1980年快速提升，并在1980年之后成为家庭男装消费量最大的品类。在此时段，其他衬衫品类剔除价格因素后的均价持续走低，使1986年日本家庭男装消费均价较1978年继续下降约17%。消费金额方面，除其他衬衫品类市场规模增长明显高于价格指数外，其他品类规模增长均于价格指数变动类似。因此，我们认为，1979

年至 1986 年，受经济增速逐步放缓影响，男装消费在其他衬衫品类的带动下，存在向平价服饰转移，以及向休闲服饰转移的趋势。

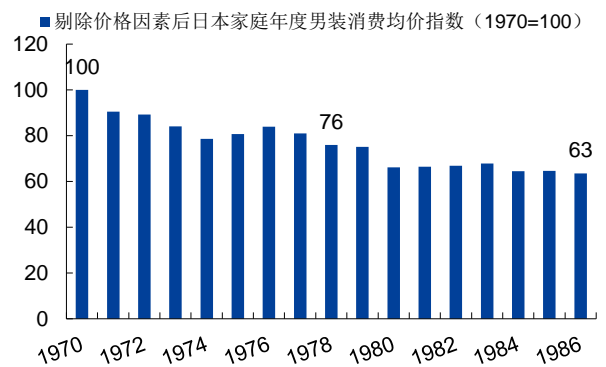
图 35：1980 年前后日本家庭年度男装消费量结构情况（件）



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的数据推算

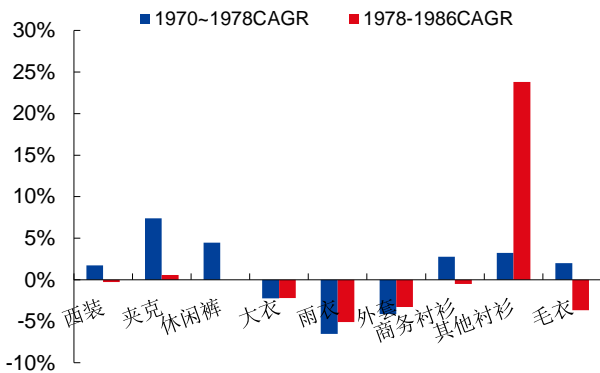
图 36：1980 年前后日本家庭男装消费均价情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：已剔除纺织服装消费者价格指数，由该时段内口径统一的数据推算

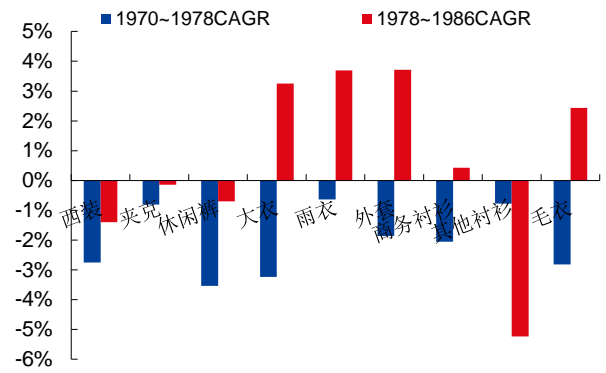
图 37：1980 年前后日本家庭男装消费量变动情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的数据推算

图 38：1980 年前后日本家庭男装分品类消费均价变动情况



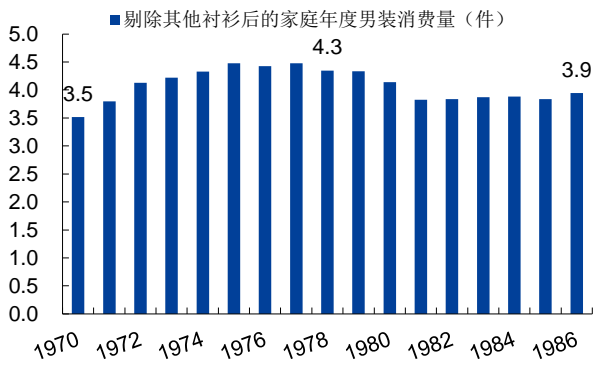
资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：已剔除纺织服装价格因素，由该时段内口径统一的数据推算

若剔除其他衬衫品类后，1978 年至 1986 年日本男装消费量随经济增速放缓而略有下降。剔除其他衬衫品类后，日本男装价格带结构（剔除纺服价格因素后的均价）基本稳定。整体来看，其他衬衫品类带动日本男装，存在向休闲、平价方向倾斜的趋势。

综上所述，1978 至 1986 年，日本男装市场存在向平价服饰及休闲服饰转移的趋势，经济增速放缓时期内，平价服饰以及休闲服饰或有较好发展机遇。目前我国休闲品类持续领先其他品类。建议关注我国休闲服饰龙头森马服饰以及大众男装龙头海澜之家。

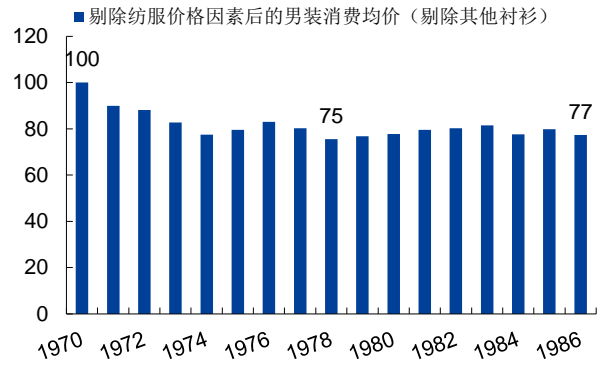
图 39：1980 年前后日本家庭男装部分品类消费量情况（件）



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的数据推算

图 40：1980 年前后日本家庭男装部分品类消费均价情况



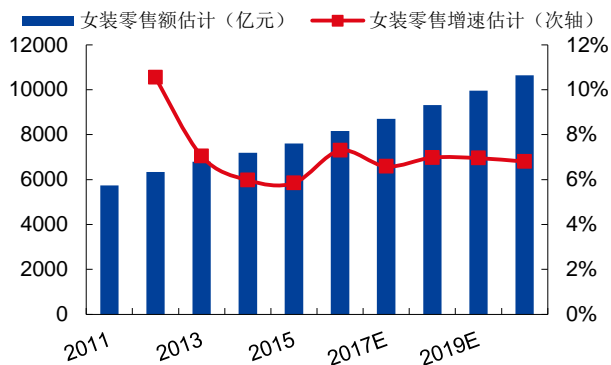
资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：已剔除纺织服装消费者价格指数，由该时段内口径统一的数据推算

（四）女装：市场大而分散，消费量随经济增长波动明显

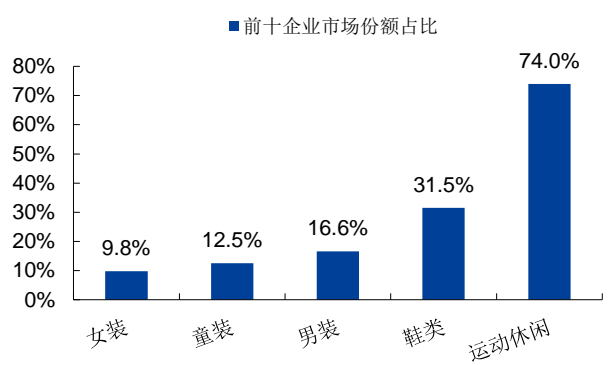
女装占据服装市场半壁江山，个性化需求使女装市场较为分散：女装是我国服装的重要品类，持续占据超 50% 的市场份额。Euromonitor 数据显示，2017 年女装市场零售额约占整体服装零售额的 56%，且 2021 年女装市场规模有望达近 1.1 万亿元，2017 年至 2021 年的年复合增速约为 4.4%。由于女性对服装具有更加个性化的需求，不同风格、不同定位的品牌服装均可分割部分市场，女装呈现较为分散的市场格局。据前瞻研究院，女装市场销售额前十企业的市占率仅为 9.8%，较童装的 12.5% 与男装的 16.6% 更低。从价格带来看，大众女装市场较中高端女装市场更加分散。据智研咨询与人大经济论坛，大众女装 CR10 约为 8.3%，中高端女装 CR10 约为 14.7%。

图 41：中国女装零售市场规模及其预测



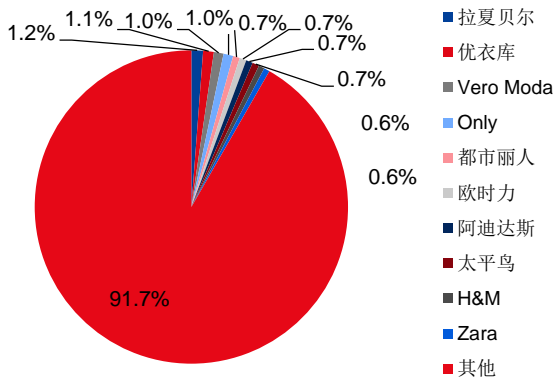
资料来源：EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

图 42：服装子行业市场前十市占率情况



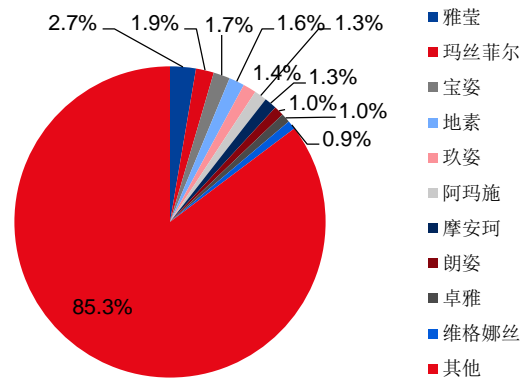
资料来源：前瞻研究院，华金证券研究所

图 43：2016 年我国大众女装销售额前十市占率情况



资料来源：智研咨询，华金证券研究所

图 44：2014 年我国中高端女装销售额前十市占率情况



资料来源：人大经济论坛，华金证券研究所

日本类似经济时段的女装消费量随经济增长波动，市场需求具有较大的弹性：女装市场的表现与经济增长明显相关，消费量随经济增速变化而呈现明显的趋势性变化，市场需求具有较大弹性。

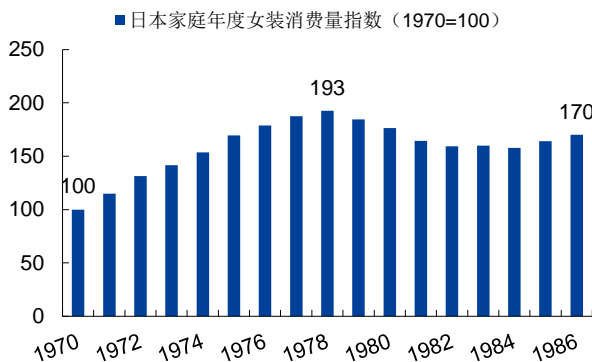
(1) 在日本 GDP 双位数增长的 1970 年至 1978 年，日本家庭年度女装消费量接近翻倍，年复合增速达 8.5%。

(2) 在 GDP 增速由 10% 下降至 6% 左右的 1979 年至 1982 年，家庭女装消费量明显下滑，年复合增速达 -4.6%。

(3) 在 GDP 持续维持 6% 左右增长的 1983 年至 1986 年，女装消费量基本稳定。

另外在价格结构方面，剔除纺织服装价格因素后，日本家庭年度女装消费均价未出现明显的趋势性变化。

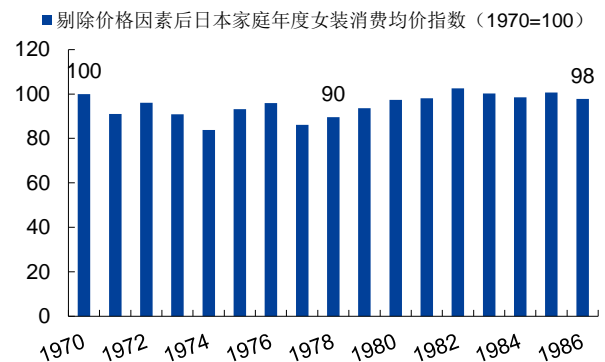
图 45：1980 年前后日本家庭女装消费量情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的数据推算

图 46：1980 年前后日本家庭女装消费均价情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

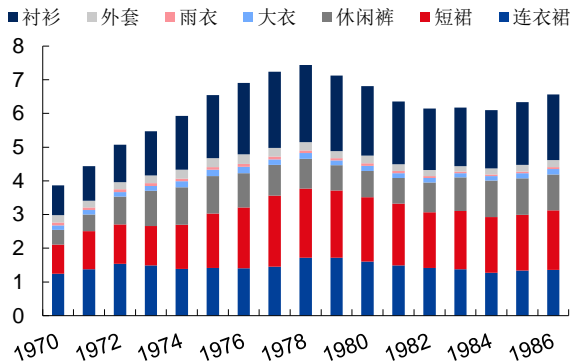
注：已剔除纺织服装消费者价格指数，由该时段内口径统一的数据推算

分品类看，女装消费量没有明显的品类结构变化，多数品类消费均价于 1978 年至 1986 年提升。由于上述均价已剔除纺织服装消费者价格指数，因此或是女装提价超过行业平均水平，或是女装存在向中高端转移趋势。

高弹性或使女装公司在经济增长向上时更具投资价值。女装市场体量大但格局分散，就日本经验来看，女装消费量受经济增长影响较为明显。在经济增长或财富效应出现向上拐点时，女装公司具有更好的投资价值，或可贡献较高的业绩增长。

综上所述，女装市场体量大但格局分散，就日本经验来看，女装消费量受经济增长影响较为明显，市场需求具有较大弹性，但经济增速放缓时期女装增速仍然较快。我们认为，在经济增长或财富效应出现向上拐点时，女装公司具有更好的投资价值，可贡献较高的业绩增长。

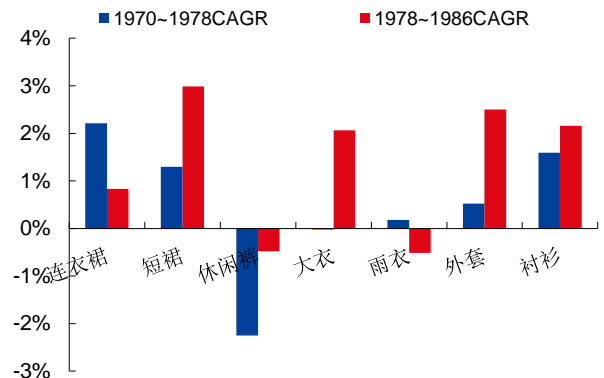
图 47：1980 年前后日本家庭年度女装消费量结构情况（件）



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的数据推算

图 48：1980 年前后日本家庭女装分品类消费均价变动情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

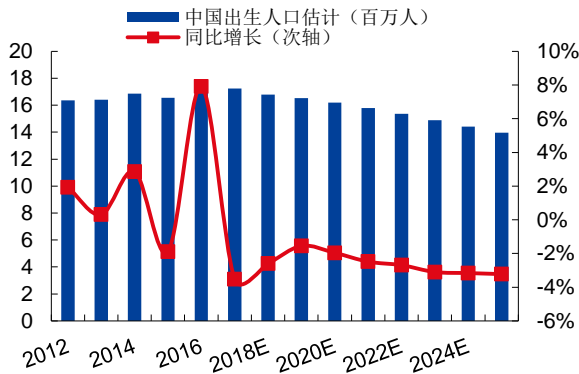
注：已剔除纺织服装消费者价格指数，由该时段内口径统一的数据推算

（五）童装：市场有望稳步增长，集中度提升利好龙头企业

生育意愿拖累，出生人口同比下行，我国 0~14 岁儿童人口增速放缓：自 2013 年我国实施单独二孩政策、2016 年实施全面二孩政策之后，2012 年至 2016 年，我国出生人口基本保持稳步提升的趋势，年复合增速约为 2.23%。2017 年，据国家统计局抽样调查，我国出生人口预计约为 1723 万人，较 2016 年减少 3.53%。随着我国子女养育、住房等成本的逐步提高抑制部分适龄人群的生育意愿，以及 1986 年至 1990 年出生人口高峰期对应适龄人群的年龄的逐步增长，美国统计局预计，中国出生人口将保持缓慢降低的趋势，2018 年至 2025 年的出生人口年复合增速约为 -2.60%。

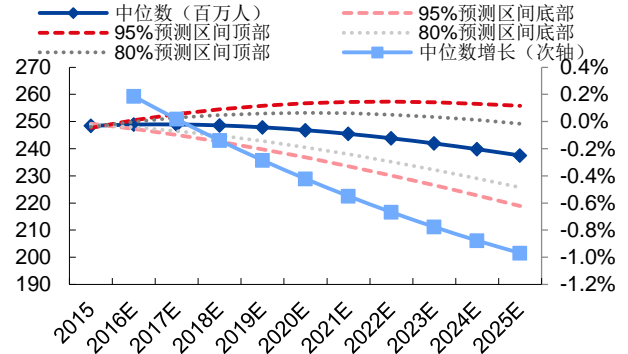
随着出生人口的逐步下行，联合国预测中国大陆 0 至 14 岁人口数量将逐步降低。根据 2017 年 6 月联合国对我国 2015 年至 2050 年的预测，运用三次样条插值的方法，我们估计中国大陆的 0 至 14 岁的人口数量将于 2018 年或 2019 年出现缓慢下行的拐点，且 2018 年至 2025 年的 0 至 14 岁人口数量年复合增速约为 -0.65%。

图 49：中国出生人口及其变化预测



资料来源：Wind，国家统计局，US Census Bureau，华金证券研究所

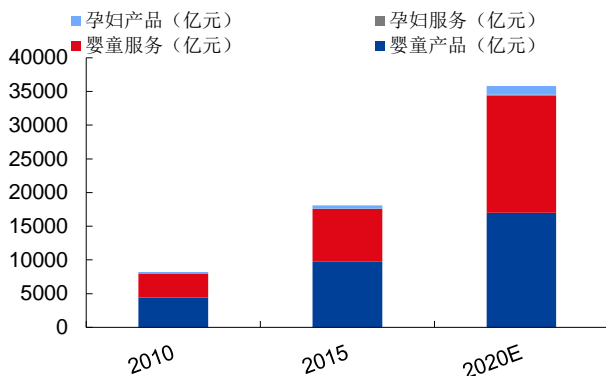
图 50：中国大陆 0 至 14 岁人口数量预测



资料来源：联合国，华金证券研究所

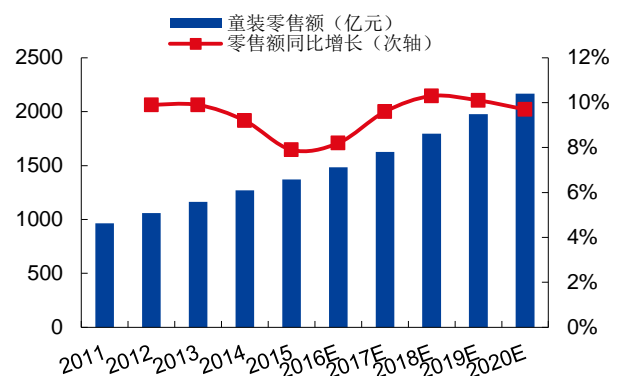
目前母婴童市场继续扩张，童装市场有望稳步增长：不过，出生人口缓慢降低不改我国童装市场较快增长趋势。随着我国居民收入及生活水平的逐步提高，人们更加重视对母婴童的呵护，母婴童市场正处于快速发展时期。据罗兰贝格，我国母婴童市场容量有望于 2020 年达约 3.58 万亿元，2015 年至 2020 年年复合增速约 15%。婴童产品是母婴童板块最大的市场之一，预计 2020 年实现约 1.7 万亿元的销售额，2015 年至 2020 年年复合增速约 12%。母婴童市场的较快开拓，离不开童装市场的较快发展。据 Euromonitor，我国童装市场零售规模有望于 2020 年达 2167 亿元，2018 年至 2020 年年复合增速约为 9.89%，童装市场有望保持稳步增长。

图 51：中国母婴童市场容量预测



资料来源：罗兰贝格，华金证券研究所

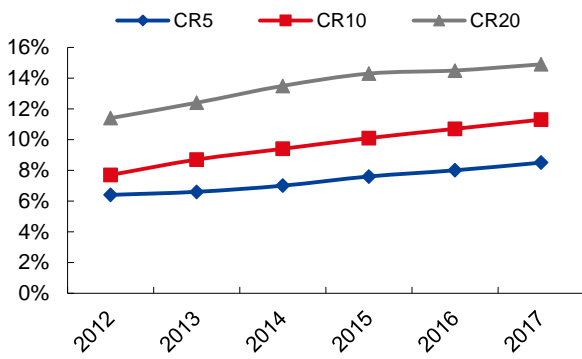
图 52：中国童装市场零售额及其增长预测



资料来源：公司公告，Euromonitor，华金证券研究所

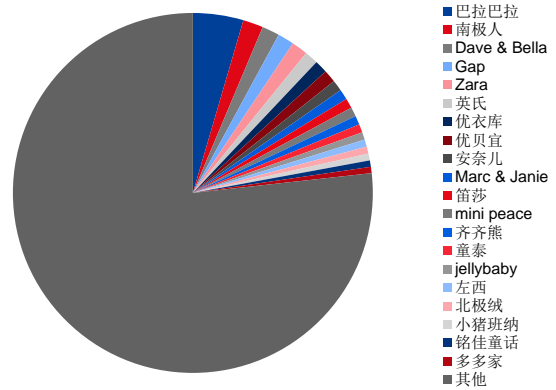
童装市场持续分散，集中度提升或使龙头受益：目前，我国童装市场较为分散。据观研天下，2017 年我国童装市场 CR5 约占据 8.5% 的市场份额，远低于美国、英国、日本童装市场 2016 年 CR5 的 27.1%、23.5%、18.8% 的市场占有率。具体来看，在市场集中度相对更为集中的天猫平台童装市场中，头部品牌巴拉巴拉、南极人的市场占有率分别仅 4.5% 与 1.8%。近年来，我国童装市场集中度正稳步提升，CR20 已由 2012 年的 11.4% 提升至 2017 年的 14.9%，并有望在龙头企业规模效应优势、竞争力优势的推动下持续提升。

图 53：中国童装市场集中度估计



资料来源：观研天下，华金证券研究所

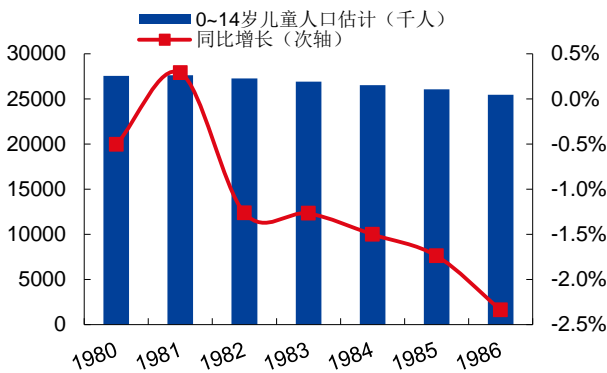
图 54：2017 年天猫平台童装销售前二十市占率估计



资料来源：云观咨询，华金证券研究所

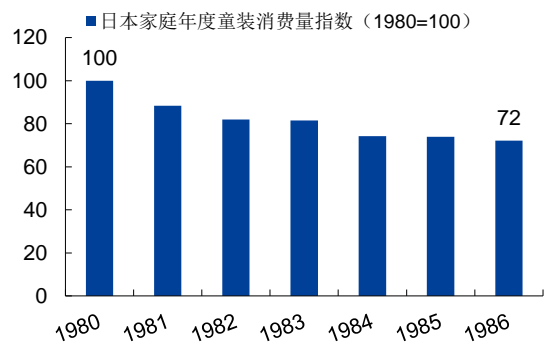
日本类似经济时段，儿童人口下降使童装消费量承压：日本 1978 年至 1986 年，日本童装市场承压，该时段内家庭年度童装消费支出年复合增速约为-2.8%，市场份额持续缩减。其中，0~14 岁人口下降是童装市场规模缩减的主要原因，1978 年至 1986 年，日本 0~14 岁儿童人口由 2770 万人降至 2543 万人，1980 年至 1986 年的儿童人口年复合增速约-1.3%。人口减少影响童装消费量，1980 年至 1986 年家庭年均童装消费量年复合增速约-5%。该时段内，日本家庭更重视童装品质，剔除纺服价格因素后，童装消费均价略有上行，消费均价年复合增速约 0.5%。

图 55：1980 年后日本儿童人口数量情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

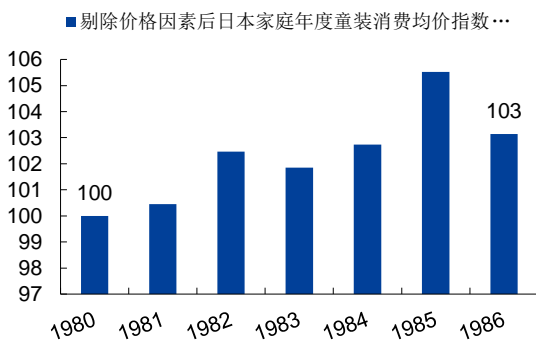
图 56：1980 年后日本家庭童装消费量情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的数据推算

图 57：1980 年后日本家庭童装消费均价情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

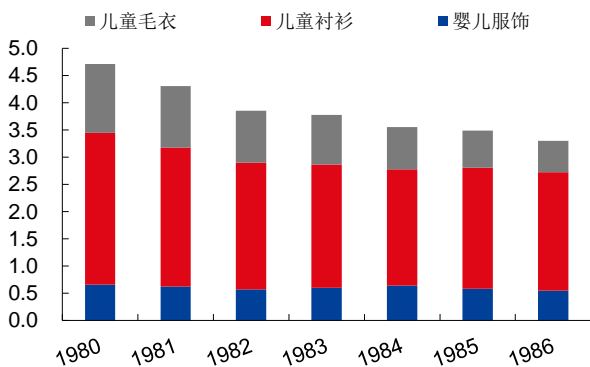
注：已剔除纺织服装消费者价格指数，由该时段内口径统一的数据推算

分品类看，1980年至1986年，日本童装部分品类消费量均有所下降。其中，婴儿服饰消费量下降17%至每年每户0.6件，儿童衬衫下降22%至2.2件，儿童毛衣下降55%至0.3件。童装的品类结构未发生明显变化。

1980年至1986年，人们对安全等因素的较高要求，使婴儿服饰消费均价上升，不过儿童衬衫的均价略有下行，整体趋于稳定。1980年至1986年，剔除纺服价格因素后，婴儿服饰消费均价年复合增长3.2%，儿童毛衣消费均价年复合增长4.0%，两个小品类均呈现均价持续上行趋势。同时期，剔除纺服价格因素后，儿童衬衫消费均价年复合增速约-0.6%，均价略有波动，整体趋于稳定。

综上所述，日本儿童人口下降影响童装消费量，我国未来儿童人口或迎下行拐点，童装增速或有所放缓。目前来看我国童装市场仍具有较男装女装更快的增速，市场集中度提升或持续利好龙头。建议关注已建立良好口碑并具有较好规模，能够在集中度提升过程中持续受益的童装龙头品牌。

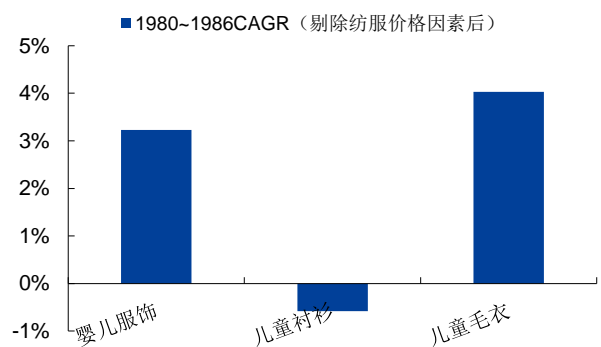
图 58：1980 年后日本家庭童装部分品类消费量情况（件）



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的数据推算

图 59：1980 年后日本家庭童装部分品类消费均价情况



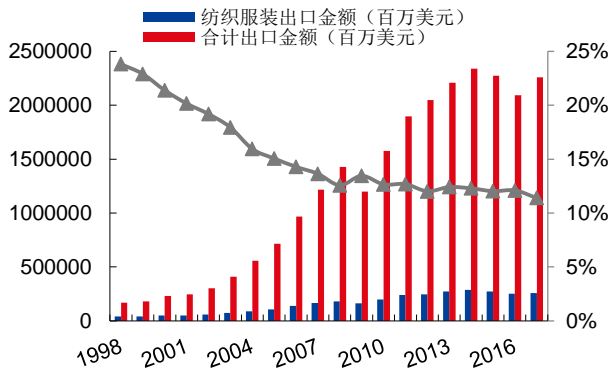
资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的数据推算，剔除纺织服装价格指数

（六）纺织制造：越南产能利润率较高，关注龙头越南布局

纺织服装是我国老牌出口创汇行业，目前出口规模或接近瓶颈：加入WTO之前，我国已凭借庞大的劳动力人口以及低廉的劳动力成本，在技术门槛较低的纺织行业中创造大量出口收入，1998年，我国纺织原料及纺织产品出口金额达405亿美元，约为该年度我国合计出口金额1700亿美元的24%。目前，随着国内技术水平的不断提高，其他行业快速发展，纺织服装出口金额占比缓慢下行，2017年仅占合计出口金额的约11%。2014年，我国纺织服装出口金额达到峰值的近3000亿美元，随后的2015年、2016年，由于国际纺织服装市场竞争加剧、国内劳动力成本攀升、环保压力加剧，纺织服装出口出现负增长。2017年、2018年我国纺服出口金额有所回升，2018年全年纺服出口额约1.74万亿美元，但出口规模或已接近瓶颈。

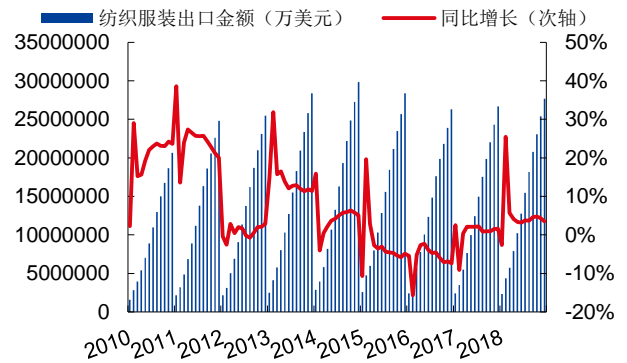
图 60: 纺织服装出口创汇情况



资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

注: HS 分类口径, 剔除武器弹药及特殊交易品出口。

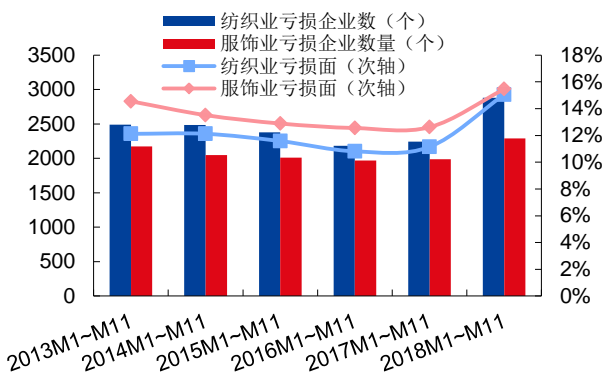
图 61: 纺织服装出口金额及其增长



资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

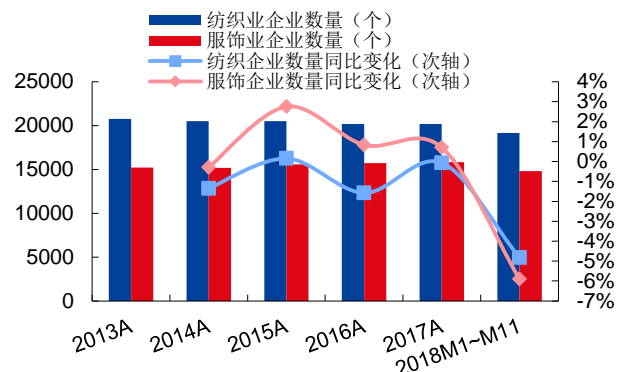
在零售增速放缓, 环保压力加剧, 劳动力成本不断提升背景下, 纺织制造行业较小企业面临生存压力。2018 年前 11 月, 纺织服装供给端亏损面达到 2013 年以来同期亏损面的顶峰, 纺织业、服饰业亏损面分别达 15.1%、15.5%, 较 2017 年同期的 11.1% 与 12.6% 继续提升。因此部分较小纺织企业已退出该市场, 2018 年前 11 月纺织业、服饰业企业数量已分别同比减少 4.8% 与 5.9%。2018 年已成为 2014 年来纺织工业企业数量减少的较多的一年。

图 62: 纺织服装亏损企业数量及亏损面



资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

图 63: 纺织服装企业数量及其变化



资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

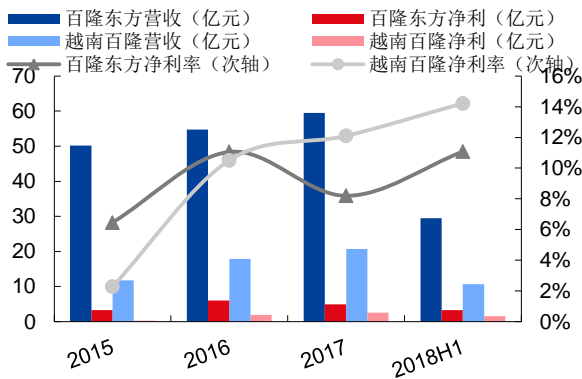
越南人力税收成本具备优势, 利润率水平高于国内: 国内纺织制造压力加大, 促使国内典型企业产能逐步向海外转移。越南凭借人力成本、税收优惠等优势, 成为国内典型企业产能扩张的目的地。目前, 典型纺织制造公司在越南的产能具有较高的利润率。2018 年上半年, 百隆东方越南产能净利率约 14%, 高于整体的净利率 11%, 华孚时尚越南产能净利率约 11%, 高于整体的 8%。另外 2017 年健盛集团越南分公司棉袜产能占公司约 37%, 实现净利润占公司约 42%, 越南净利率同样高于整体净利率。

典型公司越南产能继续扩张, 推动未来业绩稳步向好: 国内典型的百隆东方、华孚时尚、健盛集团的越南产能继续提升中。百隆东方于 2017 年投资建设的越南 B 区预计于 2020 年完全建成; 华孚时尚于 2018 年末拟投资 25 亿元至越南新型纱线项目, 设计产能 50 万锭; 健盛集团于 2018 年末拟投资 2 亿元至越南清化新增 9000 万双中高档棉袜生产项目, 拟投资 2.5 亿元至健盛越

南年产 1800 万件无缝运动服饰项目。典型公司越南产能继续扩张，或凭借更高的利润率，使公司未来业绩稳步向好。

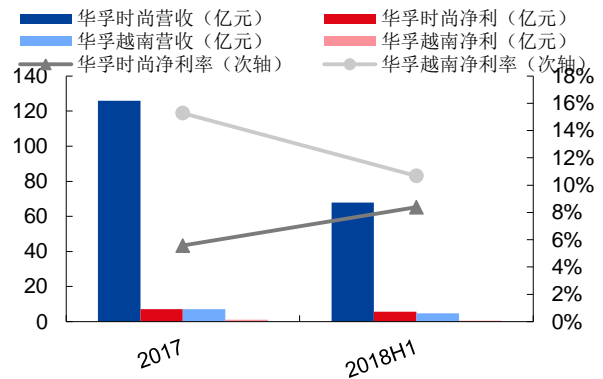
目前国内环保压力加剧、劳动力成本持续上行，纺织服装行业承压，越南产能贡献更高利润率，典型公司越南产能继续扩张，**建议关注涉足全球纺织供应链、具备海外产能拓展能力，且海外高利润率产能预计推动未来业绩的纺织制造龙头。**

图 64：百隆东方及越南百隆部分财务情况



资料来源：百隆东方公告，华金证券研究所

图 65：华孚时尚及华孚越南部分财务情况



资料来源：华孚时尚公告，华金证券研究所

表 2：我国典型纺织制造上市公司越南产能扩张项目

目前拟投建项目	
百隆东方	投资 3 亿元建设的越南 B 区预计于 2020 年完成建设。
华孚时尚	拟投资 25 亿元至越南新型纱线项目，设计产能 50 万锭。
健盛集团	拟投资 2 亿元至越南清化新增 9000 万双中高档棉袜生产项目。
	拟投资 2.5 亿元至健盛越南年产 1800 万件无缝运动服饰项目。

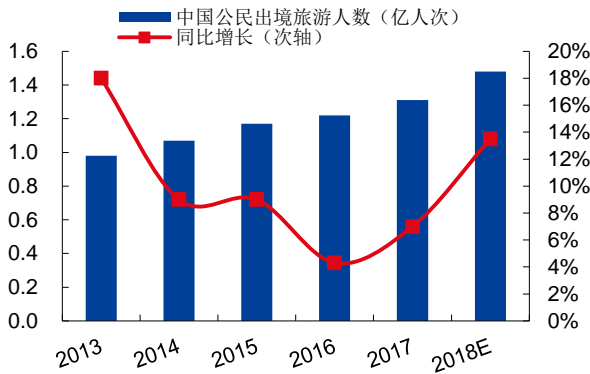
资料来源：各公司公告，华金证券研究所

三、休闲服务：

（一）出境旅游：重回双位数增长，受汇率波动影响较大

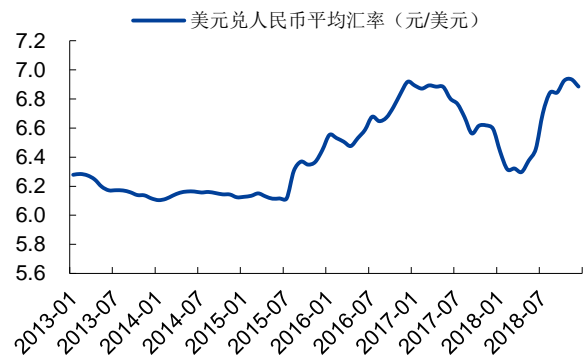
出境旅游人数重回双位数增长，汇率推动增速回暖：出境旅游是旅游的另一选择，随着国民收入水平的逐步提升，出境游也实现较快发展。2014 年，我国出境旅游人数已突破 1 亿人次。国家旅游局预测 2018 年出境游人数达 1.48 亿人次，同比增长 13.5%。历经数年单位数增长后，出境旅游人数重新双位数增长。2017、2018 年出境游增速回暖，主要源于低基数以及人民币升值两点原因。2016 年出境旅游受暴恐、地缘政治因素等原因，出境旅游人数仅增长约 4%，形成了低基数。2017 年起人民币对美元升值，由 2016 年末的 1 美元兑 6.92 人民币升值至 2018 年年初的 1 美元兑 6.32 人民币。汇率升值带来境外购买力提升，国内居民出境游意愿增强。

图 66：我国居民出境旅游人数及其增长



资料来源：TalkingData，国家旅游局，华金证券研究所

图 67：美元兑人民币月平均汇率情况

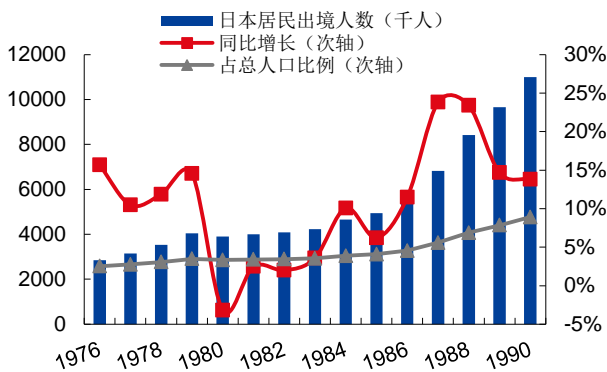


资料来源：Wind，中国人民银行，华金证券研究所

日本类似经济时段出境游存在两次高增长时段，均由汇率升值推动：就日本类似经济时段来看，居民出境人数存在两次较快增长的时段，一是 1979 年之前，二是 1986 年后，两个时段的日本居民出境人数分别保持约 10% 以上的双位数增长。我们认为：（1）1979 年之前，日本经济较快增长，GDP 双位数增长，且日元汇率长期升值，带动出境游市场持续向好。（2）1986 年后，广场协议使日元大幅升值，境外购买力提升刺激了居民出境游意愿，推动出境游市场较快扩张。

而日本经济增速由 10% 降至 6% 左右的 1980 年至 1984 年，由于经济增速承压，居民收入水平提升放缓，居民收入水平及预期均未有明显改善。同时日元汇率小幅贬值，出境游人数增长维持低位，市场扩张较为缓慢。目前我国正处于经济增速放缓的时期内，IMF 于 2018 年 10 月发布的世界经济展望预计 2019 年中国 GDP 增速约为 6.2%。2018 年下半年汇率重新贬值，年末汇率回到了 1 美元兑 6.9 人民币，目前汇率重新企稳。借鉴日本经济增速放缓时期出境人数的表现，未来我国出境旅游市场增速或略有放缓。

图 68：日本居民出境旅游人数及其增长



资料来源：日本国际旅游促进组织，日本总务省，华金证券研究所

图 69：日本平均地价及其增长



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

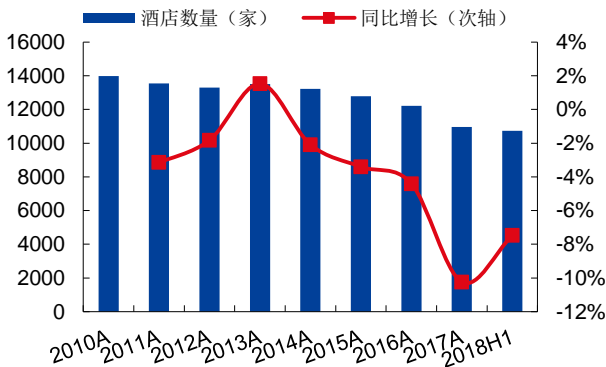
（二）酒店：经济增速有所放缓，客房入住率影响间夜收入

我国星级酒店数量正逐步减少，结构正逐步向中高端转变。2017 年，我国星级酒店数量同比下降 10%，2018 年上半年继续同比下降 7.5% 至 10739 家，2014 年至 2018 年上半年酒店数量年复合增速约 -5.8%，星级酒店数量逐步减少。分星级来看，2014 年至 2017 年一至五星酒店数量年

复合增速分别约-13.5%、-13.4%、-5.1%、0.5%、3.1%。一二星酒店数量快速下降，可能是该星级酒店市场需求下滑，认证意愿下降使一二星级酒店数量开始减少，但四星级、五星级酒店数量持续增长，三星级酒店数量负增长，我国酒店结构存在向中高端转变趋势。

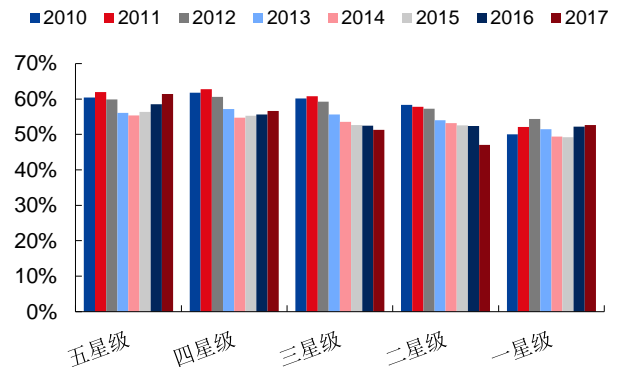
酒店客房出租率有所回升，存在向中高端转移趋势：星级酒店数量减少，星级酒店客房出租率有所回升，已由2014年二季度的54%回升至2018年二季度的58%。分结构看，2015年来四星级、五星级酒店客房出租率有所回升，二星级、三星级客房出租率保持下降趋势，我国酒店市场需求存在向中高端转移趋势。

图 70：我国星级酒店数量及其增长



资料来源：文化和旅游部，华金证券研究所

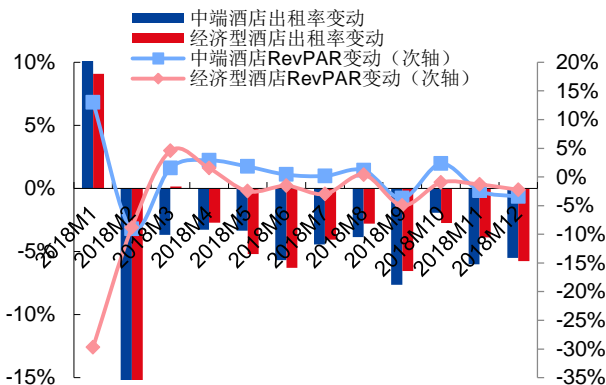
图 71：我国星级酒店分星级客房出租率情况



资料来源：文化和旅游部，华金证券研究所

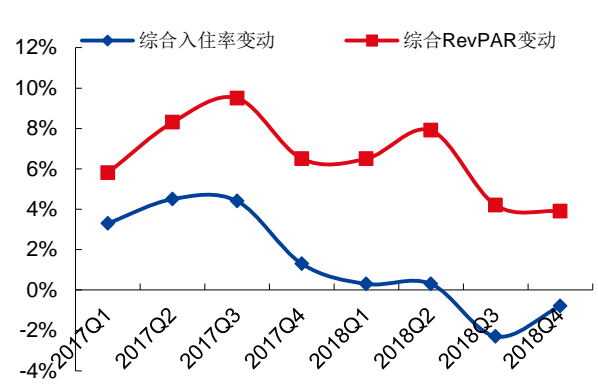
典型公司酒店入住率下滑，间夜收入增长受影响：2018年锦江股份及华住集团酒店入住率增速均有所下滑，使间夜收入增长承压。其中，锦江股份方面，2018年2月起，中端酒店及经济型酒店出租率同比增速持续为负，使间夜收入增速保持在5%以下。华住集团方面，2018年四个季度综合入住率变动分别为0.3%、0.3%、-2.3%、-0.8%，三季度起入住率同比下降，带动间夜收入增长由一二季度的6%以上降至三四季度的约4%。另外，锦江股份数据显示，中端酒店增速略好于经济型酒店，需求存在向中高端转移趋势。

图 72：锦江股份 2018 年国内酒店出租率及 RevPAR 变化情况



资料来源：锦江股份公告，华金证券研究所

图 73：华住集团 2017 年来酒店入住率及 RevPAR 变化情况



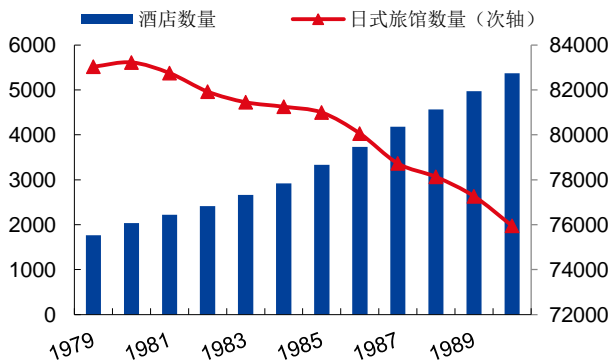
资料来源：华住集团公告，华金证券研究所

日本类似经济时段酒店逐步替代日式旅馆，酒店入住率随经济增速放缓而下滑：日本1980年代前期，酒店正逐步替代民宿，数量稳步扩张。1980年至1984年，酒店数量与日式旅馆数量的年复合增速分别为9.4%、-0.6%。由于该时段日本经济增速由10%逐步放缓至6%，日本酒店客

房入住率承压，由1980年的73.3%降至1983年的70.6%。日本酒店客房入住率的重新回升，是在1987年房地产推动日本经济增速回升之后，财富效应使日本居民旅游等需求增速提升。

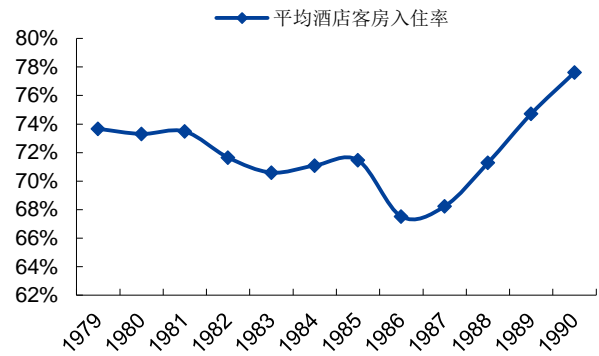
酒店是国内商务出行、旅游出行等需求的部分反映，与经济增速正相关，借鉴日本经济增速放缓时期内酒店入住率承压，以及典型公司入住率情况，我们认为**短期内我国经济增速放缓或将导致国内酒店入住率承压，间夜收入增速受到影响。**

图 74：日本酒店及日式旅馆数量变化



资料来源：日本旅游协会，华金证券研究所

图 75：日本平均酒店客房入住率



资料来源：日本旅游协会，华金证券研究所

（三）自然景点：门票降价短期承压，长期预计稳健增长

国家发改委指导价格，重点景区门票9月底前下降：2018年6月28日，国家发改委发布《完善国有景区门票价格形成机制 降低重点国有景区门票价格》的指导意见，明确要求各地于同年9月底前降低偏高的重点国有景区门票价格需取得明显成效，并计划于2020年形成以景区合理运营成本为基础的景区门票价格形成机制，推动旅游业高质量发展。因此2018年多数典型景点门票价格于2018年8至10月有所降低，平均降幅约15%。

表 3：2018 年典型景点门票价格降低情况

景点	时间	原价	调整后价格	降价时间
鸟巢	全年	50	40	9月22日
京东石林峡	全年	78	68	10月1日
古北水镇	全年	150	140	10月30日
黄山	旺季	230	190	9月28日
九华山	旺季	190	160	9月28日
天柱山	旺季	150	130	9月28日
天堂寨	全年	115	100	9月28日
八里河	全年	104	90	9月28日
万佛湖	全年	80	65	9月28日
华山	旺季	180	160	5月10日
桂林象山	全年	70	60	8月20日
桂林七星	全年	70	60	8月20日
芦笛景区	全年	110	100	8月20日
乌镇东栅景区	全年	120	110	9月20日
乌镇东西栅景区	全年	200	190	9月20日

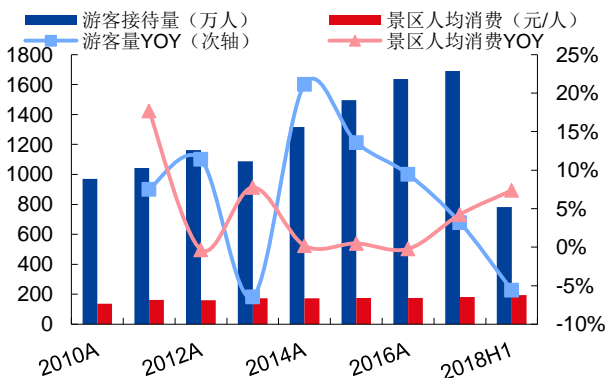
九寨沟	旺季	220	190	9月20日
峨眉山	旺季	185	160	9月20日
黄龙	旺季	200	170	9月20日
乐山大佛	全年	90	80	9月20日
青城山	全年	90	80	9月20日
都江堰	全年	90	80	9月20日
世博园	全年	100	70	10月1日
玉龙雪山大索道	全年	180	120	10月1日
云杉坪索道	全年	55	40	10月1日
牦牛坪索道	全年	60	45	10月1日
武陵源核心景区	旺季	245	225	9月22日
	淡季	136	115	9月22日

资料来源：景区官网，各大新闻网站，华金证券研究所

2018年并非首次门票价格下调，前次下调后游客接待量较快提升：2013、2014年也存在景区门票价格下调的类似情况。据人民网，《2015中国旅游业发展报告》数据显示，至2014年年底，全国5A级旅游景区旺季平均门票价格为102元，较2012年、2013年分别下降22.14%和1.92%，淡季平均门票价格为92元，较2012年、2013年分别下降19.83%和1.07%。景区门票价格的下降，使2013、2014年部分上市公司景区中，以门票为主的游客人均消费增速承压，但同时促进了上述上市公司景区游客接待量的提升，游客量同比增长达21%。2014年景区门票价格下降使SW自然景点行业利润率有所下滑，但长期来看行业利润率基本稳定。

自然景点是具有较稳定现金流的现金牛行业。2018年三季度末，发改委价格指导使典型景区门票价格下行，但就前次门票降价经验来看，半年或一年后的景点游客接待量有望回升。**整体来看，门票降价或使行业短期承压，预计行业仍将保持长期稳健发展趋势。**

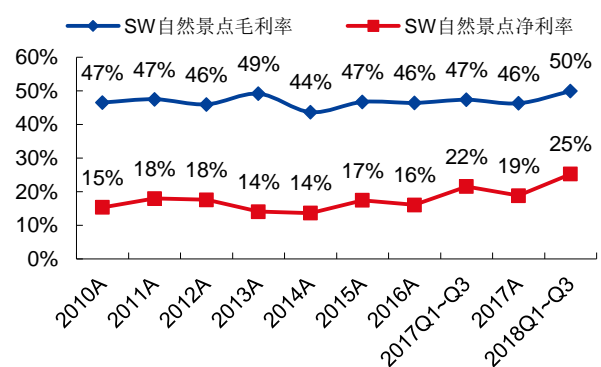
图 76：部分上市公司景区游客接待及消费情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：由于部分数据缺失，仅统计丽江、峨眉山、乌镇景区

图 77：SW 自然景点行业利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

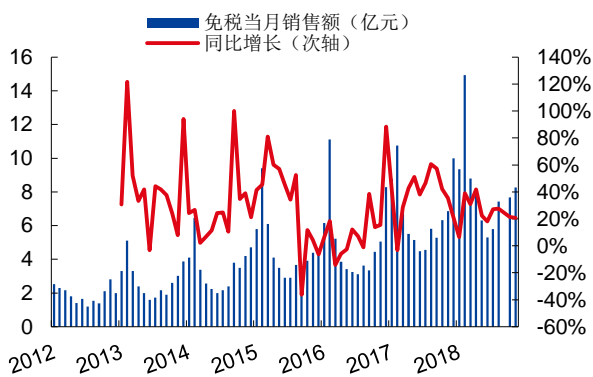
（四）免税：免税持续较快增长，建议关注免税龙头

目前免税行业持续较快增长，年末购物人数增速略有放缓：商务部数据显示，销售额方面，2018年前8月，我国国内免税渠道销售额达66亿元，同比增长27%，同年10月、11月，免税

渠道分别实现销售额 7.7 亿元、8.3 亿元，同比增长 21.4%、20.7%，免税渠道销售额持续较快增长。购物人数方面，前 8 月免税购物人数累计达 188 万人次，同比增长 21%，同年 10 月 11 月各有 22.2 万人次于免税渠道消费，分别同比增长 16.8%、5.9%，年末购物人数增长略有放缓。

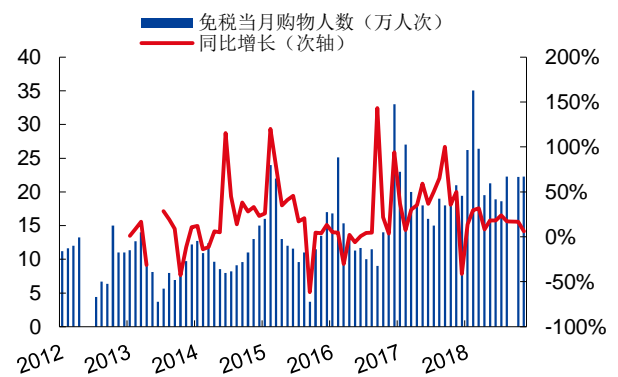
免税店吸引中高端消费回流，未来仍有较大发展空间。据胖鲸智库，波士顿咨询 2018 年数据显示，目前奢侈品市场中，中国消费者消费额已占到全球奢侈品市场的 32%，到 2024 年，这一比例有望达到近 40%。而中国消费者的奢侈品消费的过半数发生在海外，据联商网，2013 年中国消费者对奢侈品的购买只有 24% 发生在中国大陆，约 76% 发生在全球其他地区。另据百度百家号，麦肯锡数据显示，2016 年中国消费者的奢侈品消费仍然有 74% 发生在海外。作为吸引中国消费者中高端消费回流的重要渠道，免税渠道在国内消费者奢侈品购买力以及免税政策的推动下，有较大的发展空间。

图 78：国内免税当月销售额及其增长



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

图 79：国内免税当月购物人数及其增长

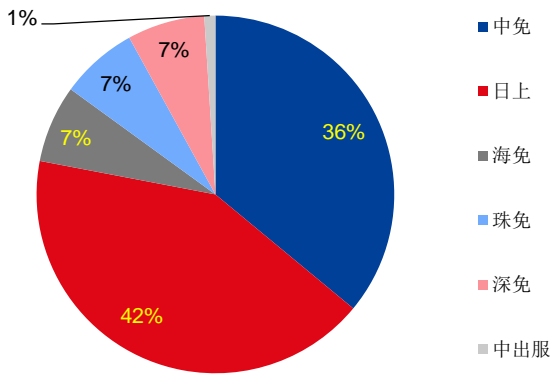


资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

国内免税市场集中，中免集团为绝对龙头：我国免税行业实行国家专营管理制度，行业集中度较高且进入门槛较高。目前，中免集团是国内经国务院批准，在全国范围内开展免税业务的国有公司。凭借其牌照优势，中免集团在控股日上后，已成为国内免税的绝对龙头，据中国民航网，中免集团收入占比已超 7 成。同时，据前瞻研究院，控股日上后，中免集团 2017 年实现销售额约 20 亿欧元，已成为全球第八大免税集团。

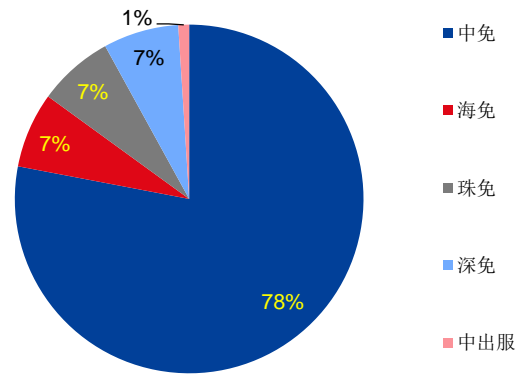
免税行业趋向于行政垄断，具有较高的市场集中度。目前免税行业持续较快增长，未来中国奢侈品消费有望逐步提升，政策有望引导高端消费回流，免税行业有望受益，建议关注行业绝对龙头中免集团的母公司中国国旅。

图 80：国内免税格局（中免控股日上前，以 2016 年收入计算）



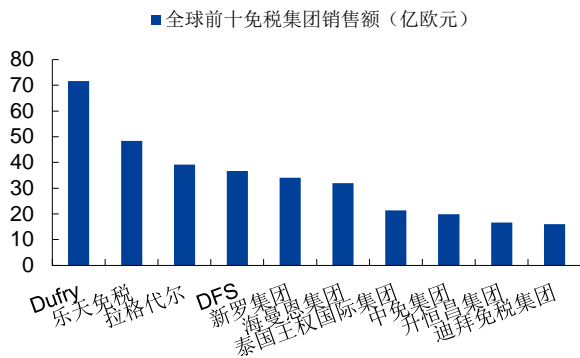
资料来源：中国民航网，华金证券研究所

图 81：国内免税格局（中免控股日上市后，以 2016 年收入计算）



资料来源：中国民航网，华金证券研究所

图 82：2017 年全球免税集团销售额前十情况



资料来源：前瞻研究院，华金证券研究所

四、商贸零售：

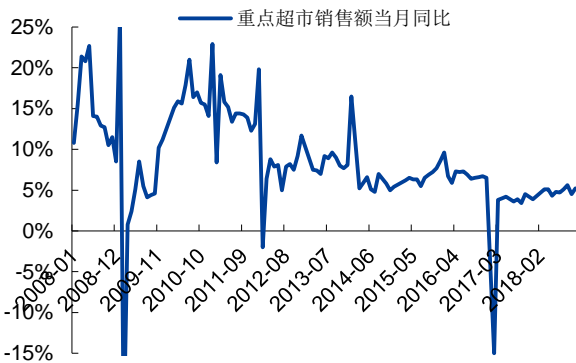
（一）超市：经济增速放缓时超市优于百货，关注生鲜标准化

快消品市场稳步向好，超市份额平稳扩张：超市是线下零售的重要渠道之一。相较于百货而言，超市销售商品更偏向于食品饮料、日用百货等快消品，更贴近消费者的生活。凯度消费者指数显示，2018 年中国城市快速消费品销售额同比增长 4.3%，增速较 2017 年持平，西部地区以 6.5% 的较快增速拉动整体增长。另在商务部监测的重点流通企业中，超市销售额月度同比增速较 2017 年略有提升，2018 年各月增速于 5% 左右略有波动。近年来，我国快消品线下销量增速放缓，但典型渠道的快消品销售额保持平稳增长。凯度数据显示，包括大卖场、超市、便利店的现代渠道，其快速消费品销售额于 2016 年至 2018 年分别同比增长 1.6%、2.6%、2.1%，超市份额保持平稳扩张。

现代渠道集中度较高，龙头受益于集中度提升：虽然超市等零售渠道存在较为明显的区域分化，但随着十数年的发展，包含大卖场、超市、便利店的现代渠道已具有较高的集中度。凯度数据显示，2018 年，现代渠道前十零售商销售额已占总体的约 37%，较 2017 年提高 1pct，行业集中度缓慢提升。另据连锁经营协会，我国快速消费品连锁百强的行业集中度也存在缓慢提升的趋

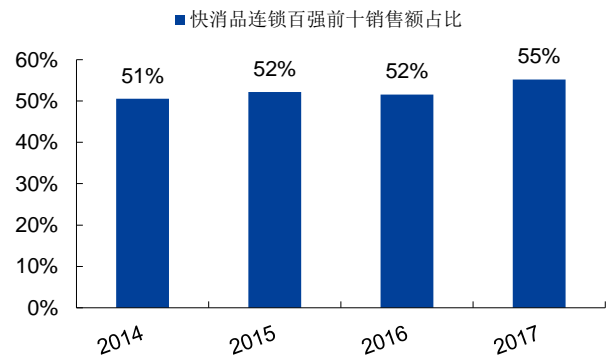
势，前十名销售额占百强销售额已由2014年的约51%提升至2017年的约55%。规模优势使龙头更具供应链整合能力及议价能力，行业龙头有望持续受益。

图 83：我国重点流通企业超市销售额当月同比增长



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

图 84：近年来我国快速消费品连锁百强中前十名销售额占比情况



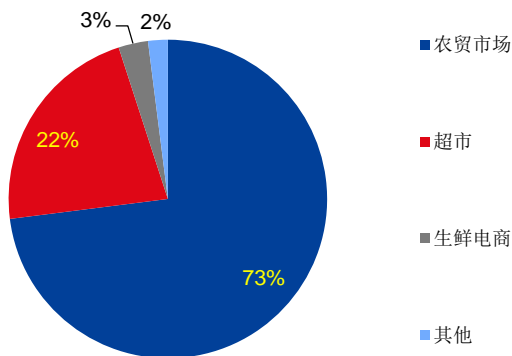
资料来源：中国连锁经营协会，华金证券研究所

生鲜标准化推动生鲜电商较快增长，或使超市渠道持续受益：由于农产品难以标准化、产品质量参差不齐，以及生鲜类运输易损坏、运输效率难以保障产品质量，据智研咨询，约73%的农产品由农贸市场进行流动，电商渗透率较低。随着物流改善及电商渗透的逐步推进，线上对线下的改造逐步进行，我国农产品、食品鲜材市场正处于整合过程中，生鲜电商渗透率正快速提升，2017年至2020年，易观预计生鲜电商交易额年复合增速高于40%，预计渗透率由11%提升至22%左右。

生鲜电商渗透率的快速提升，反映了生鲜市场的快速标准化过程，生鲜市场的快速标准化，并非线上独有。线下超市O2O、自有品牌等生鲜运营模式的逐步增长，或在生鲜市场标准化过程中持续受益。

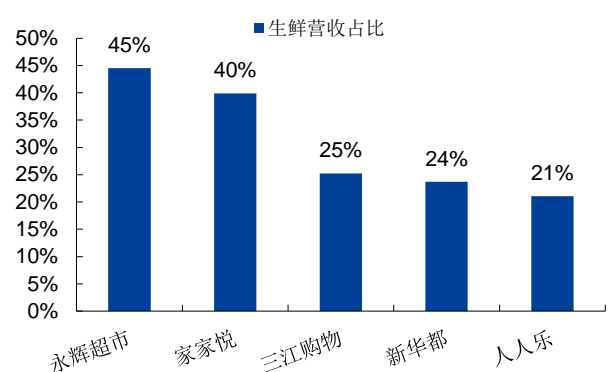
就我国超市类上市公司来看，永辉超市、家家悦凭借较好的供应链布局及合作，在生鲜品类占据部分优势，生鲜类营收占比位于40%左右，较其他超市在生鲜品类具有更强运营能力，或将在生鲜标准化的进程中取得更好表现。

图 85：2016 年我国农产品流通渠道占比



资料来源：智研咨询，华金证券研究所

图 86：2017 年我国部分超市上市公司生鲜营收占比情况



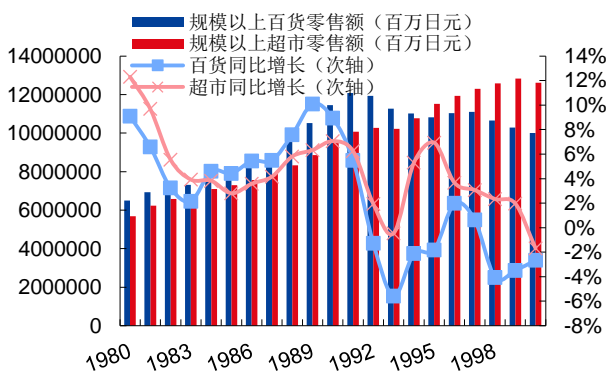
资料来源：各公司公告，华金证券研究所

日本类似时段的经验看，经济增速放缓时超市较百货具有更好的增长表现：日本经济增速由10%放缓至6%左右的1979年至1982年，更贴近生活必需的快消品的超市渠道，较更倾向中高端

消费的百货渠道，有更好的零售额增长表现，增速平均高出 2.6pct。其后，在日本泡沫经济的刺激下，1985 年至 1990 年日本中高端消费持续向好，百货渠道增速高于超市渠道。1992 年经济增速重新开始放缓后，超市继续较百货有更好的表现，1992 年至 1999 年超市零售额增速较百货增速平均高 5.06pct。在经济增速放缓、人民消费更加精打细算时段内，贴近生活必需品的超市渠道较百货渠道有更好的增长表现。

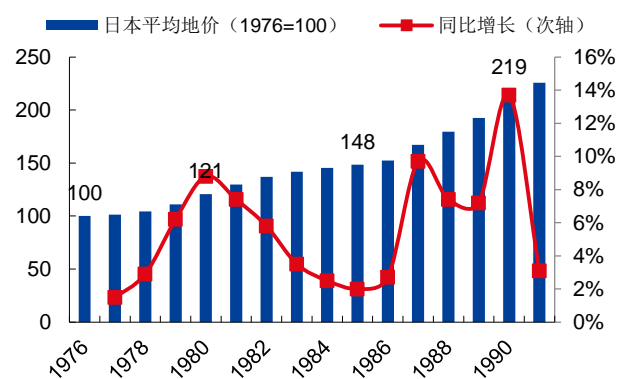
综上所述，超市渠道目前平稳扩张，存在 3 个可能的趋势：（1）行业集中度缓慢提升，龙头有望凭借规模优势更具竞争力；（2）生鲜标准化进程持续进行，生鲜占比较高的超市渠道有望受益；（3）日本类似经济时段经验表明，经济增速放缓时段超市较百货具有更好增长表现。建议关注生鲜品类布局较好，有望取得先机的全国性龙头永辉超市，以及区域性龙头家家悦。

图 87：日本 1980 年前后分业态零售额情况



资料来源：Wind，日本经济产业省华金证券研究所

图 88：日本平均地价及其增长

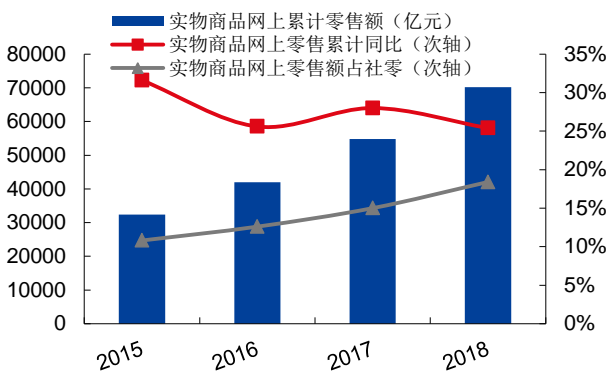


资料来源：日本总务省，华金证券研究所

（二）电商：线上增速有望较线下更快，建议关注电商相关标的

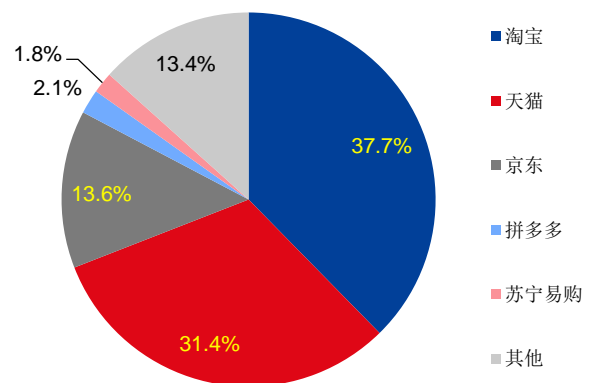
电商渠道持续较快增长，行业集中度已然较高：电商渠道一直是近年来零售增速较快的渠道，2015 年来保持超 25% 的零售额增速。2018 年实物商品网上零售额同比增长 25.4% 至 7.02 万亿元，占社零比重已达 18.4%。据云观咨询，阿里平台 2017 年已占整体网络零售额的约 69%，再加上京东，电商前三龙头已占据近 83% 的市场份额，电商行业具有较高的市场集中度。

图 89：我国实物商品网上零售额及其增长



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

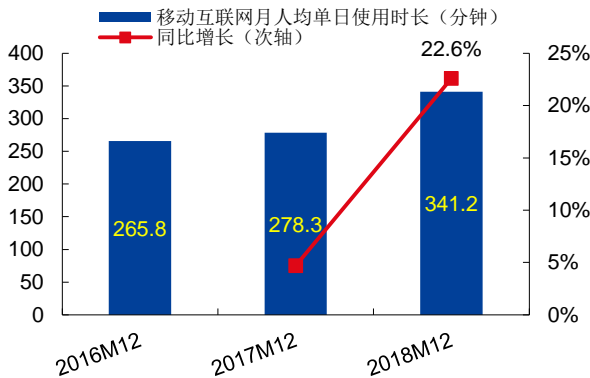
图 90：2017 年整体网络零售格局



资料来源：云观咨询，华金证券研究所

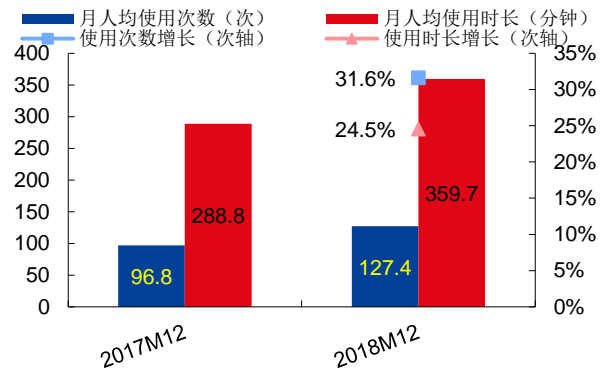
互联网用户量红利或接近尾声，使用时长红利仍然存在：目前，我国互联网用户量红利或接近尾声，据 QuestMobile，移动购物 APP 月活跃用户量增速逐步放缓至 10% 左右，且 2017 年 11 月至 2018 年 9 月，移动购物 APP 用户量渗透率基本维持在 70% 左右，渗透率提升趋势暂时停滞。不过，互联网使用时长红利仍然存在，2018 年 12 月，移动互联网月人均单日使用时长同比增长近 23% 至 5.7 小时，移动购物 APP 月人均使用时长也增长近 25% 至 6 小时。互联网及移动购物使用时长的增加，意味着 APP 有更多的机会吸引、转化消费者，电商消费可以更好地满足消费者计划消费的需求，冲动消费也或将增加。

图 91：我国移动互联网月人均单日使用时长及其增长



资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

图 92：移动购物 APP 行业月人均使用情况

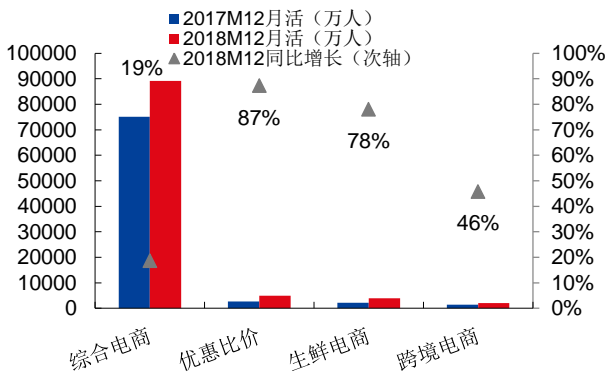


资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

低线城市仍有增长空间，电商有望保持较线下更快的增长：2018 年，在电商渠道下沉的推动下，低线城市贡献主要用户量增量，QuestMobile 数据显示，2018 年 12 月综合电商月活跃用户同比增加 19%，在移动购物子行业中保持较快的用户量增速。目前，低线城市电商渗透率仍有提升空间，据凯度，2018 年低线城市（部分地级市、县级市、县城）电商渗透率达 62%，较高线城市（重点直辖市、部分省级市、深圳、青岛、大连）的近 70% 有 7.1pct 的差距。另据商务部消费升级行动计划，2019 年重点工作涵盖进一步健全乡镇和农村服务网点，深化电商进农村综合示范，组织电子商务企业举办品牌消费、品质消费进乡村的“双品购物节”系列活动，让电商企业能够在农村市场扎下根，实现规模、成本、效益的良性发展。低线城市电商渗透率有望在政策引导下继续拓展，电商渠道有望受益于用户量增长，继续保持较线下渠道更快的零售额增长。

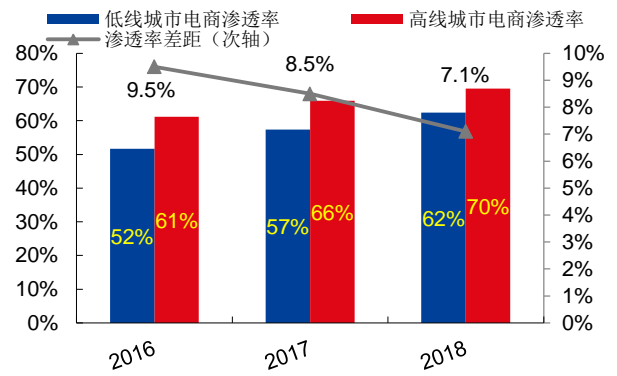
电商渠道是我国增速较快的零售渠道，行业集中度较高，马太效应明显，目前互联网用户量红利接近尾声，使用时长红利仍然存在，低线城市渗透率仍有提升空间，或将在政策引导下继续贡献电商用户增量，预计未来线上零售额增速虽有所放缓，但增速仍将较线下具有更高的增速。可关注电商龙头阿里巴巴、京东，以及受益电商渠道下沉的拼多多，建议关注受益电商快速发展的供应链平台公司南极电商。

图 93：部分移动购物细分子行业月活跃用户情况



资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

图 94：不同级别城市电商渗透率情况



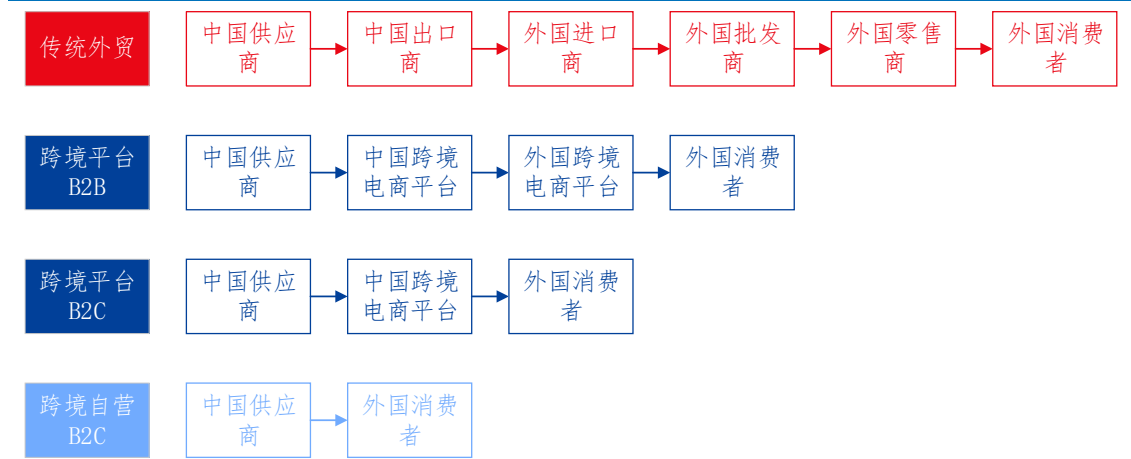
资料来源：凯度，华金证券研究所

注：低线城市为部分地级市、县级市、县城；高线城市为重点直辖市、部分省级市、深圳、青岛、大连。

（三）跨境电商：出口市场保持较快扩张，进口市场集中度较高

跨境电商是跨境进出口的新兴渠道，通过电子商务平台达成交易、进行支付结算，并通过跨境物流进行商品配送、完成交易。相较传统跨境贸易，跨境电商可以缩短部分交易中间环节，提高交易效率，降低最终售价加价倍率，有利于终端消费者以及供应商。

图 95：跨境出口电商减少中间环节示意图



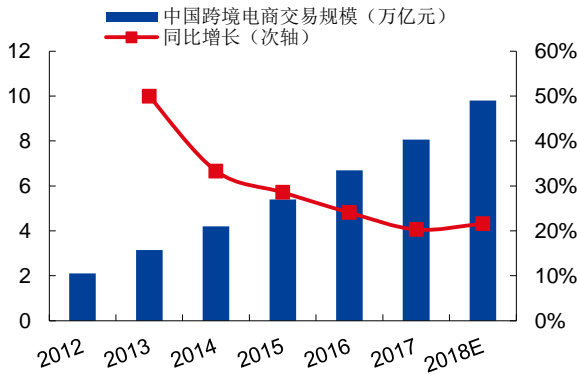
资料来源：华金证券研究所整理

凭借更有效率及性价比的商业模式，近年来跨境电商已实现较快的规模增长，2018 年预计维持超 20% 的规模增速。2018 年，据易观，我国跨境电商出口规模预计可达 7.9 万亿元，另据电子商务研究中心，跨境电商进口规模预计可达 1.9 万亿元，整体跨境电商市场规模预计约 9.8 万亿元，同比增长约 21.6%。2012 年至 2018 年，跨境电商保持较快的市场扩张，市场规模年复合增速约 29.3%。

随着跨境电商的快速扩张，跨境电商已逐步替代部分传统进出口贸易，跨境电商在我国进出口贸易中的渗透率不断提升。2012 年至 2018 年，我国进出口贸易金额缓慢提升，并于 2018 年前 11 月取得 29.44 万亿元的进出口累计金额，同比增长约 20.6%。该时段内，跨境电商渗透

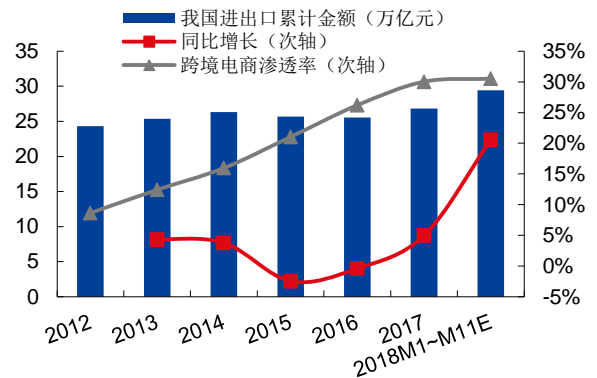
率已由不足 10%提升至 30%左右，跨境电商已占据我国进出口的重要地位。未来，据阿里研究院估计，到 2020 年，我国跨境电商市场规模预计占据我国进出口贸易总额的 37.6%，跨境电商仍将凭借具有更高效率的商业模式，实现渗透率的稳步提升。

图 96：中国跨境电商交易规模及其增长



资料来源：电子商务研究中心，易观，华金证券研究所

图 97：我国进出口贸易金额及跨境电商占比估计

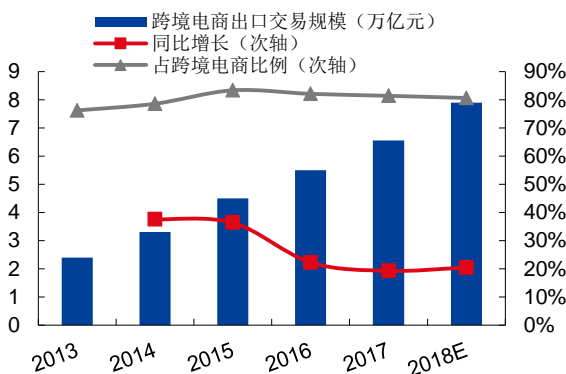


资料来源：Wind，电子商务研究中心，易观，华金证券研究所

跨境电商出口是目前我国跨境电商的主要部分，近年来跨境电商出口保持较快增速，短期内或将受美国退出万国邮政联盟影响。近年来，跨境电商出口是我国跨境电商的主要部分，2013 年至 2018 年，跨境电商出口均占据约 80% 的跨境电商交易规模。据易观，2018 年我国跨境电商出口交易规模预计将达 7.9 万亿元，同比增长约 25%，继续保持较快的市场扩张。分国别看，美国是我国跨境电商出口的第一目的地。美国于 2018 年 10 月启动退出万国邮政联盟程序，依赖邮政体系的我国中小跨境电商出口企业对美出口的物流成本或将有所提升，短期内跨境电商对美出口将受负面影响。

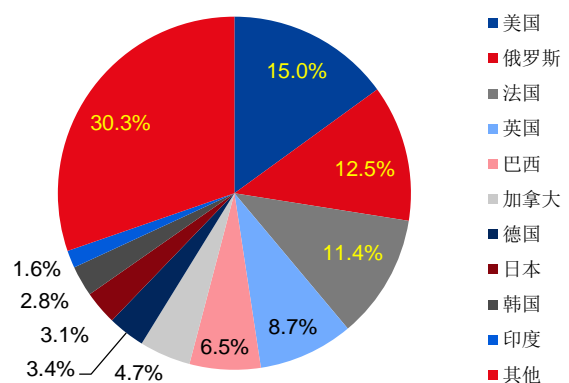
不过，从跨境电商市场需求来看，凭借较少的中间环节，目前全球跨境电商 B2C 市场仍在扩张，北美、西欧、亚太地区仍然是重点市场，但中东欧、拉丁美洲以及中东和非洲也具有较快增长的机遇。据亚马逊预测，2014 年至 2020 年，B2C 跨境电商于北美、西欧、亚太、中东欧、拉丁美洲、中东&非洲的市场规模年复合增速分别约 17.5%、17.3%、37.2%、43.8%、23.0%、32.4%，全球跨境电商 B2C 市场交易规模年复合增速约 26.2%。全球跨境电商市场规模预计较快扩张，为我国跨境电商出口提供良好机遇，长期来看我国跨境电商出口有望稳中向好，保持较快扩张趋势。

图 98：跨境电商出口交易规模及其增长



资料来源：易观，电子商务研究中心，华金证券研究所

图 99：2017 年我国跨境电商出口主要国家分布

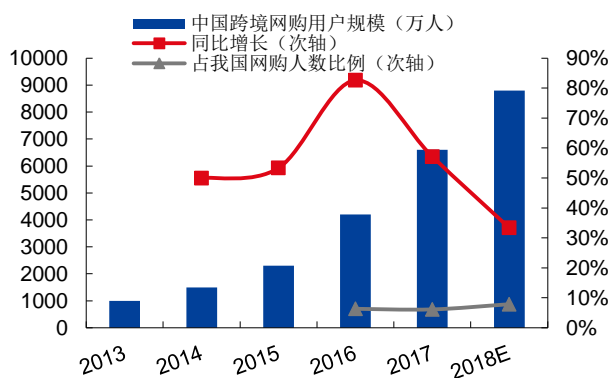


资料来源：电子商务研究中心，华金证券研究所

跨境电商进口是跨境电商的另一个方向，我国跨境网购人数快速增长，带动跨境交易规模较快提升。据电子商务研究中心，截止 2018 年 6 月，我国国内经常使用跨境网购的用户达 7500 万人，预计于 2018 年底达 8800 万人，同比增长约 33%。跨境网购用户数量快速提升，带动我国跨境进口电商快速发展，2018 年跨境进口电商交易规模预计达 1.9 万亿元，同比增长约 27%。随着我国 2018 年进口博览会的成功举办，以及跨境进口单次交易商品限额由 2000 元提升至 5000 元，年度交易限额由 2 万元提升至 2.6 万元等利好跨境进口电商的监管政策，未来数年，我国跨境进口电商用户人数及市场规模仍将保持较快增长趋势。

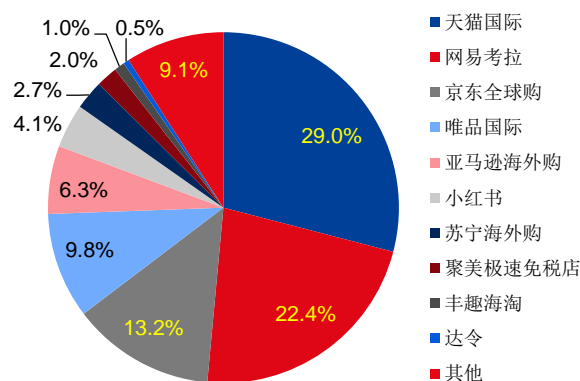
从跨境电商进口市场格局来看，行业前四占据约 74% 的市场份额。其中，天猫国际及京东全球购凭借优秀的平台知名度及用户粘性，分别在天猫、京东平台为用户提供平滑的跨境购物体验，并分别占据 29.0%、13.2% 的市场份额，另有网易考拉、唯品国际先期布局跨境进口电商，并凭借自营、闪购的模式以及直采成本优势，分别占据 22.4%、9.8% 的市场份额。整体来看，跨境进口电商 B2C 市场格局较为集中，且头部企业多数具有国内电商平台业务，市场竞争较为激烈，电商龙头或将凭借其他领域规模优势，持续占据较大市场份额。

图 100：我国国内常用跨境网购用户规模及其预测



资料来源：电子商务研究中心，华金证券研究所

图 101：2018 年前三季度我国跨境电商进口 B2C 市场格局

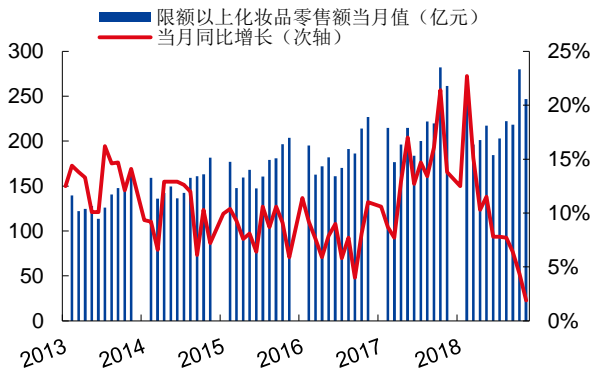


资料来源：易观，华金证券研究所

（四）化妆品：经济放缓时实际需求或稳定，增速略高于消费增速

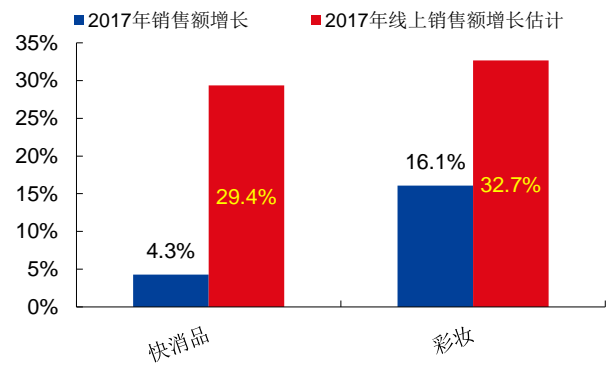
化妆品是可选消费的重要品类，2018 年增速前高后低：近年来我国限额以上化妆品市场稳步增长，并于 2017 年 4 月至 2018 年 6 月取得双位数增长，带动 2017 年化妆品零售额累计增长 13.5%。此次化妆品双位数增长，主要源自线上销售额的较快提升。据凯度，2017 年快消品线上销售额增长约 29.4%，增速远高于线下的 4.3%，彩妆品类线上销售额增长约 32.7%，增速高于线下的 16.1%。2018 年 7 月起，受高基数以及消费者信心回落影响，限额以上化妆品零售额增速随社零增速的放缓而放缓。

图 102：2013 年来限额以上化妆品零售额及其增长



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

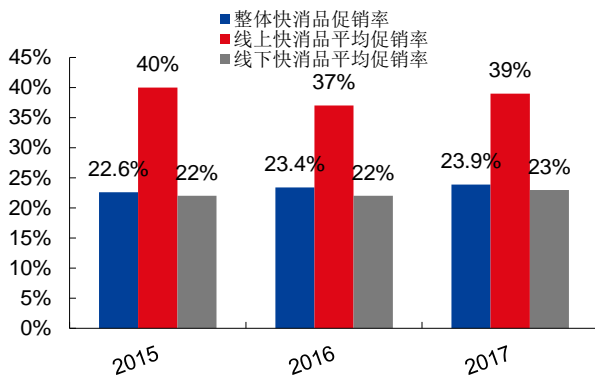
图 103：2017 年快消品及彩妆线上销售额增长情况



资料来源：凯度，华金证券研究所

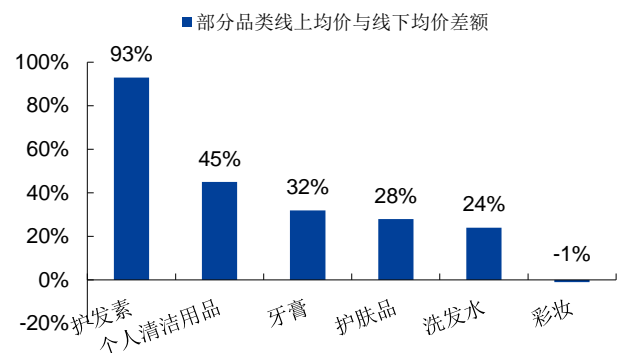
2017 年线上渠道个护均价高于线下，源于线上渠道个护消费档次更高：据凯度，2015 至 2017 年我国快消品线上渠道平均促销力度明显高于线下渠道，但 2016 年典型个护品类线上渠道平均售价却高于线下渠道平均售价，如线上护发素均价较线下高 93%，护肤品高 28%。这意味着我国个护化妆品类中，线上渠道的消费档次高于线下渠道。

图 104：2015 年至 2017 年我国快速消费品平均促销力度



资料来源：凯度，华金证券研究所

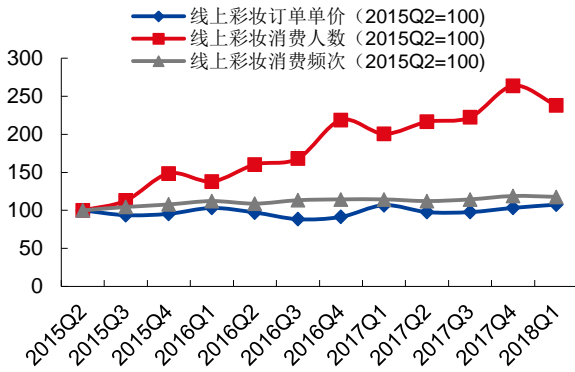
图 105：2016 年典型个护品类线上平均售价与线下平均售价差异



资料来源：凯度，华金证券研究所

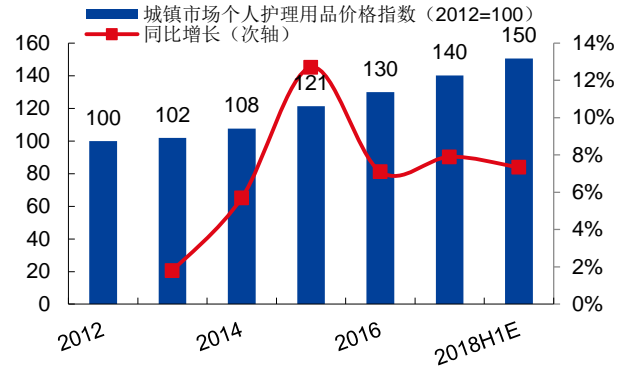
近年来线上渠道消费人数较快提升，叠加线上档次升级，个护用品价格较快提升：近年来，我国线上渠道彩妆消费单价及消费频次大致稳定，线上渠道消费人数随线上渠道渗透率提升以及中高端品牌的广告投入较快提升，据搜狐网，阿里数据显示，2017 年 4 季度，线上彩妆消费人数已达 2015 年 2 季度的约 2.5 倍。另外由于线上渠道个护品类消费档次较线下更高，线上消费人数的较快提升，推动城镇市场个人护理用品价格较快提升，据凯度，2016、2017 以及 2018 上半年，个护用品价格均提升 7% 左右。

图 106: 近年来线上彩妆品类消费示意图



资料来源: 搜狐网, 阿里数据, 华金证券研究所

图 107: 2012 年来城镇市场个人护理商品价格情况

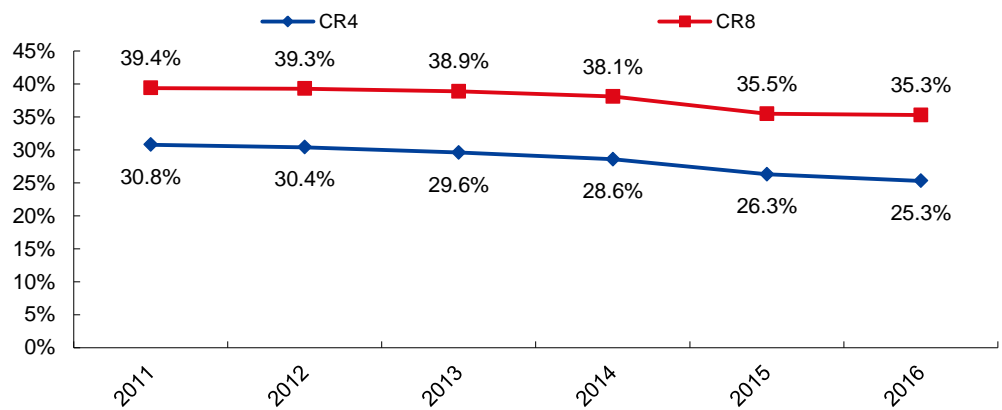


资料来源: 凯度, 华金证券研究所

国内化妆品的市场集中度在走低, 小品牌迎来发展机遇: 据 EMIS, Euromonitor 数据显示, 我国化妆品市场 CR4 由 2011 年 39.4% 降低至 2016 年 35.3%。消费者对品牌的粘性不强, 可选化妆品品牌太多, 消费者愿意尝试新的品牌。正因为消费者对品牌粘性不强, 这给其他小品牌有了快速成长、弯道超车的机会。

国产品牌开始入围国内化妆品市场前十, 已有较大进步: 2017 年国内化妆品市场规模 TOP10 中, 有三个国产品牌入围, 上海上美、百雀羚和伽蓝集团。国产三大品牌市占率合计 7.1%, 与第一名宝洁 10.1% 的份额仍有较大差距。但从 2008 年、2012 年、2017 年这三年市场份额 TOP10 品牌变迁看, 国产品牌已经取得较大进步。

图 108: 我国化妆品集中度存在下降趋势



资料来源: EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

表 4: 我国化妆品行业前十大公司市占率情况

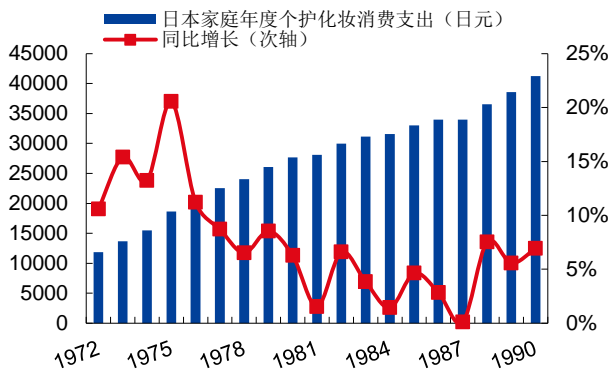
市场排名	2008		2012		2017	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
1	宝洁	16%	宝洁	14.20%	宝洁	10.10%
2	欧莱雅	7.40%	欧莱雅	9.10%	欧莱雅	8.50%
3	联合利华	3.60%	联合利华	3.70%	资生堂	3.10%
4	资生堂	3.50%	资生堂	3.40%	高露洁	2.80%
5	安利集团	3.30%	高露洁	2.80%	联合利华	2.80%
6	高露洁	2.80%	安利集团	2.80%	上海上美	2.60%

7	拜尔斯道夫	2.60%	玫琳凯	2.70%	雅诗兰黛	2.50%
8	强生	2.40%	拜尔斯道夫	2.40%	爱茉莉太平洋	2.50%
9	玫琳凯	1.90%	强生	1.80%	百雀羚	2.30%
10	完美	1.80%	雅诗兰黛	1.70%	伽蓝集团	2.20%
CR5	33.80%		33.20%		27.30%	
CR10	45.30%		44.60%		39.40%	

资料来源: EMIS, Euromonitor, 华金证券研究所

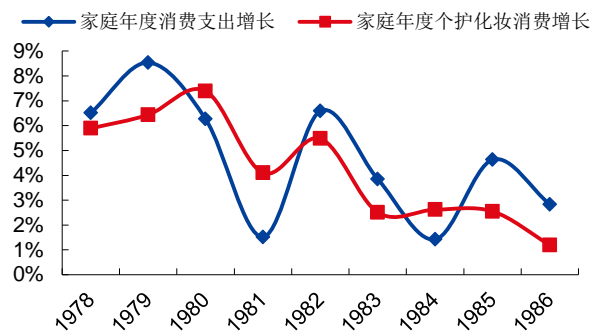
日本 1980 年前后个护消费需求大致稳定, 个护化妆消费增速略高于整体: 1972 年至 1985 年, 日本个护化妆增速放缓明显, 由 10-20% 的增长降至个位数。若剔除整体消费者价格指数, 日本 1972 年至 1990 年家庭年度个护化妆消费支出增长在 0-5%, 仍有小幅增长。1979 年至 1986 年日本家庭个护化妆消费金额年复合增速约 3.9%, 略高于该时段内日本家庭消费支出增长的 3.7%。个护化妆消费金额占比由 1978 年的 0.99% 微升至 1986 年的 1.02%。

图 109: 1980 年前后日本家庭年度个护化妆消费情况



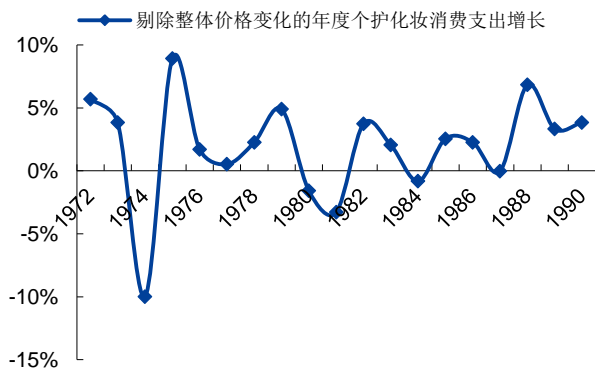
资料来源: 日本总务省, 华金证券研究所

图 110: 1980 年前后日本家庭个护化妆消费增速及整体消费增速



资料来源: Wind, 日本经济产业省, 日本总务省, 华金证券研究所

图 111: 剔除整体价格后日本家庭年度个护化妆消费情况



资料来源: 日本总务省, 华金证券研究所

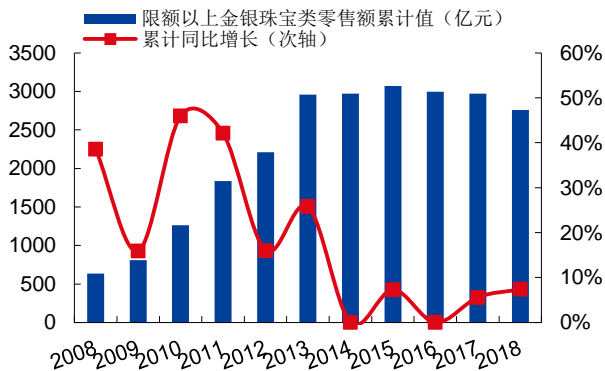
2017 年至 2018 上半年, 我国线上渠道渗透率上行叠加线上消费档次更高, 推动个护化妆品价格上行, 最终带动我国化妆品市场双位数增长。近期我国化妆品增速随社零增速放缓而放缓。日本 1980 年前后经验来看, 经济增速放缓导致化妆品消费增速放缓, 但个护化妆实际需求或稳定, 个护化妆消费增速略高于整体。据凯度, 2017 年至 2018 年的化妆品平均售价较快提升已经导致销量有所放缓, 经济增速放缓也使价格提升空间承压。因此, 整体化妆品市场增速或有所承

压，2019 年二季度后由于较低基数，增速或有所回暖。另外由于消费者对国产产品的认可，以及整体化妆品市场龙头市占率存在下降趋势，国内化妆品品牌或迎发展契机，可关注上海家化。

（五）金银珠宝：高端可选消费承压，短期内增速存不确定性

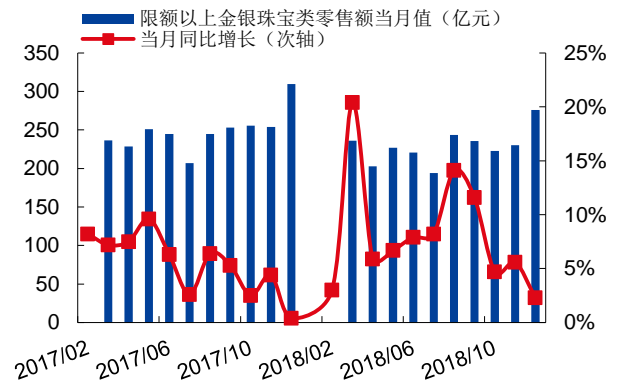
四季度金银珠宝增速放缓，经济增速放缓使中高端消费承压：金银珠宝是具有高弹性的中高端消费行业，经济增速放缓影响消费者信心，对金银珠宝零售额有较大影响。2018 年，我国限额以上金银珠宝零售额同比增长 7.4% 至 2758 亿元。分季度看，2018 年四个季度限额以上金银珠宝零售额增速分别为 7.9%、6.8%、11.5%、3.8%，四季度增速已明显放缓。黄金首饰是金银珠宝中的重要品类，2018 年前三季度黄金消费量同比增长 6.9% 至 539 吨，季度增速分别为 5.6%、7.2%、8.0%。黄金首饰同样受经济增速放缓影响，四季度消费量增速或环比承压。

图 112：我国年度限额以上金银珠宝零售额及其增长



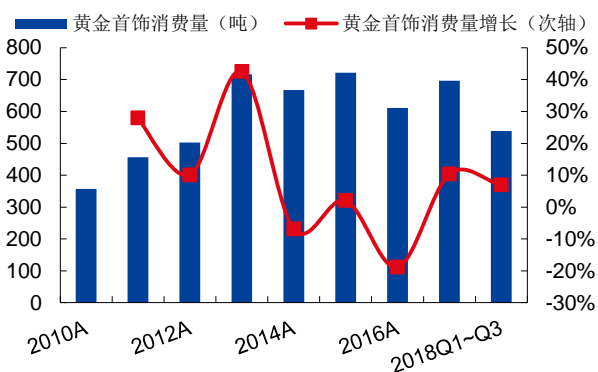
资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 113：我国月度限额以上金银珠宝零售额及其增长



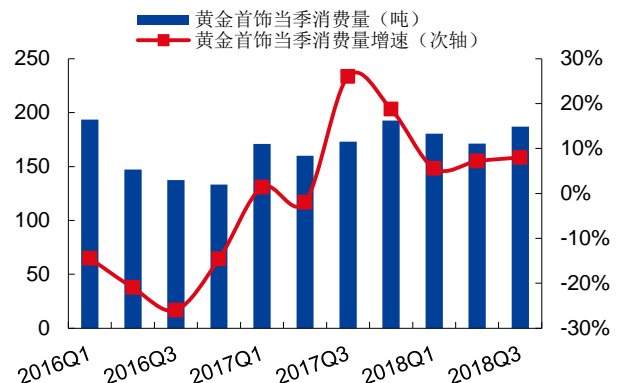
资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 114：我国年度黄金首饰消费量及其增长



资料来源：Wind，中国黄金协会，华金证券研究所

图 115：我国季度黄金首饰消费量及其增长



资料来源：Wind，中国黄金协会，华金证券研究所

黄金首饰消费与金价相关，金价上升或将助力黄金首饰消费：黄金首饰的消费与黄金价格存在正相关性，且黄金价格波动对金银珠宝的零售增速影响存在滞后性，比如 2009 年至 2011 年黄金价格持续提升，2010、2011 年金银珠宝零售增速表现较好，2013 年中黄金价格大幅下跌，2014 年金银珠宝零售增速明显下滑。而黄金是避险及保值增值的大类资产之一，黄金价格与人们对未来不确定性的判断正相关。比如 2008 年金融危机后 VIX 指数三次大幅提升，黄金价格上涨近 3 年，其后的 2015 年下半年 VIX 指数上升，推动了 2015 年下半年至 2016 年上半年的金价上行，

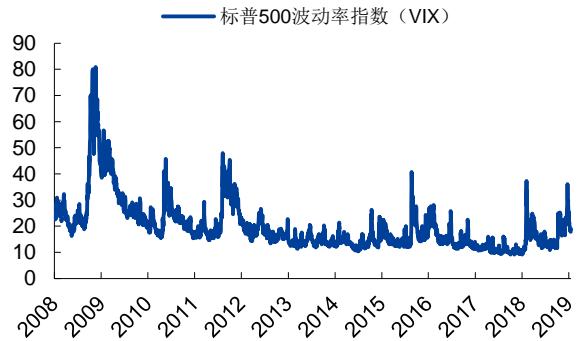
2018年1月VIX指数的上升或与对美联储加息的担忧有关。2018年下半年至今，中美贸易摩擦、英国脱欧方案、法国黄背心等事件推动全球不确定性增加，避险情绪使黄金价格存在短期上升趋势，金价上涨或助力2019年国内金银珠宝零售增长。

图 116：2008 年以来黄金期货合约收盘价格



资料来源：Wind，上海期货交易所，华金证券研究所

图 117：2008 年以来标普 500 波动率指数

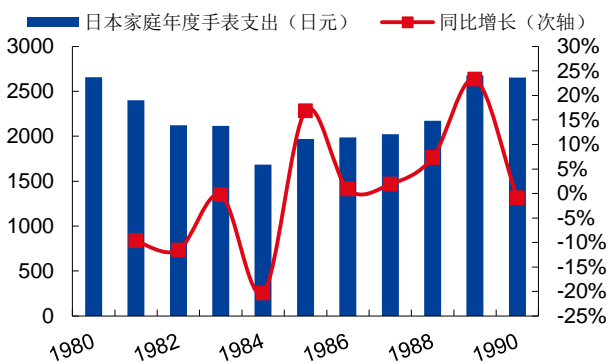


资料来源：Wind，CBOE，华金证券研究所

日本类似经济时段手表支出持续负增长，高端可选消费在经济放缓时表现欠佳：日本经济增速由 10%左右放缓至 6%左右的 20 世纪 80 年代初期，日本居民消费信心欠佳，高端可选消费承压，日本家庭年度手表消费支出持续负增长，1980 年至 1984 年的年复合增速约为 -10.7%。若剔除仍保持正增长的整体价格变化，手表实际消费增速或更低。

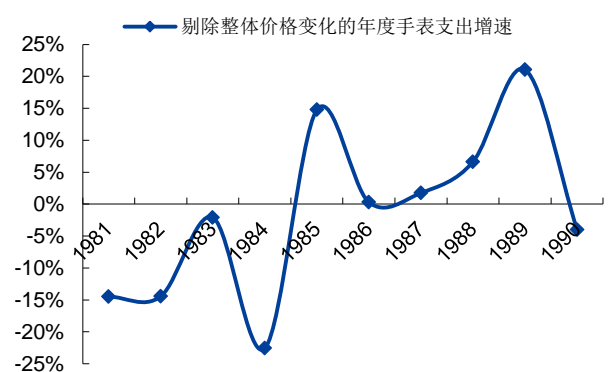
金银珠宝是中高端消费行业，短期来看经济增速放缓影响消费者信心，按照日本类似经济时段高端可选表现欠佳的经验，金银珠宝整体零售增速或将承压，其中若金价上行趋势则或将助力 2019 年金饰消费；长期来看国内居民收入水平逐步提升，消费升级缓慢进行，或推动金银珠宝需求逐步提升。

图 118：日本 1980 年前后家庭年度手表支出及其增长



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

图 119：剔除整体价格变化后日本家庭年度手表消费情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

五、推荐及建议关注标的

基于我们对纺织服装、休闲服务、商贸零售的部分主要子行业的分析，我们推荐如下公司：
(1) 大众休闲服装及童装龙头森马服饰；(2) 平价男装龙头海澜之家；(3) 较早布局海外的色

纺纱龙头之一百隆东方；(4) 国内棉袜、无缝内衣制造龙头健盛集团；(5) 国内免税渠道巨头中国国旅；(6) 基于电商的供应链平台公司南极电商。

建议关注如下公司：(7) 国内色纺纱龙头之一华孚时尚；(8) 布局跨境进出口的跨境电商公司跨境通；(9) 全国性超市龙头永辉超市；(10) 深耕胶东的区域性商超龙头家家悦。

(一) 纺织服装：

1. 森马服饰：童装、大众休闲龙头，有望在行业发展中持续受益

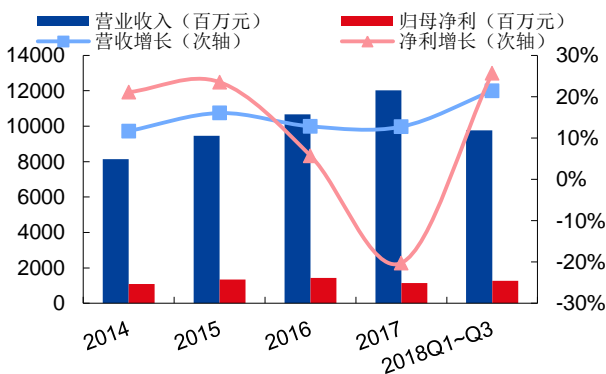
森马服饰是我国童装龙头以及大众休闲服饰 A 股龙头。2018 年前三季度公司实现营业收入 97.64 亿元/+21.41%，归母净利 12.72 亿元/+25.66%。近年来公司门店数量持续扩张，并且以加盟渠道为主，截止 2018 年上半年，公司加盟门店达 8098 家，占整体 8864 家的 91%。公司童装较快发展，2018 年上半年童装营收占比达 52%，已超过休闲服饰，成为公司营收的主要支柱。

推荐理由：(1) **巴拉巴拉为童装市场龙头：**森马服饰旗下巴拉巴拉品牌是我国童装龙头，据云观咨询，2017 年巴拉巴拉占据天猫平台童装市场销售额的 4.5%，位居市占率第一位，品牌有望凭借龙头地位，在童装市场扩张及集中度提升过程中持续受益；(2) **男装市场或存在向平价、休闲倾斜趋势：**按照我国近期情况及日本 80 年代经验，经济增速放缓时，男装市场存在向平价、休闲服饰转移的趋势，公司大众休闲服饰定位与趋势相符，或将从中受益。

盈利预测：我们预测公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.7 元、0.83 元，目前 PE (2019E) 约为 15 倍。

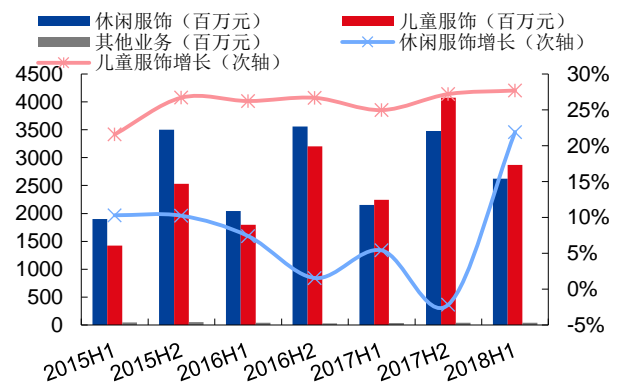
风险提示：(1) 童装市场竞争更加激烈；(2) 休闲服饰转型或不及预期；(3) 加盟商库存增加或使未来营收增长承压。

图 120：森马服饰年度营收净利情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 121：森马服饰分业务营收情况



资料来源：森马服饰公司公告，华金证券研究所

2. 海澜之家：平价男装龙头之一，或将在经济增速放缓时期受益

海澜之家是我国平价男装龙头之一。2018 年前三季度公司实现营业收入 130.42 亿元/+4.53%，归母净利 26.28 亿元/+4.66%。近年来公司门店数量持续扩张，2016 年末、2017 年末、2018 前

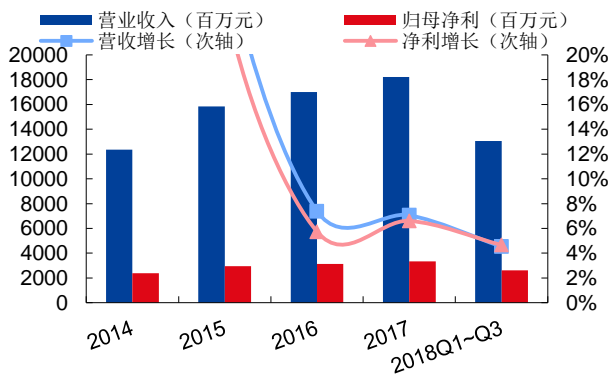
三季度末，公司门店数量分别同比增长 31%、10%、14%。目前，公司主品牌海澜之家为公司核心，2018 年前三季度主品牌营收占比约 83%。

推荐理由：（1）**主品牌海澜之家为国内男装龙头：**为海澜之家主品牌是平价男装服饰龙头，据前瞻研究院，2017 年海澜之家品牌占据男装市场 4.7% 的市场份额，市占率居于第一位，公司有望凭借市场龙头地位取得规模优势；（2）**男装市场或存在向平价倾斜趋势：**按照日本 80 年代经验，经济增速放缓时男装消费结构存在向平价转移的趋势，海澜之家主品牌定位符合这一趋势，或将从中受益；（3）**目前及未来的回购计划提振市场信心：**公司计划回购股份资金不低于 6.66 亿元，不超 9.98 亿元，以回购资金上限及回购价格上限测算，回购股份约占总股本的 1.85%，回购股份将予以注销，截止 1 月末已支付回购资金 6016 万元，目前回购计划进行中；另外海澜之家计划 2018 年至 2022 年每年以前一会计年度归母净利的 20%~30% 资金回购公司股份，目前及未来的大额回购计划提振市场信心。

盈利预测：我们预测公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.85 元、0.91 元，目前 PE (2019E) 约为 12 倍。

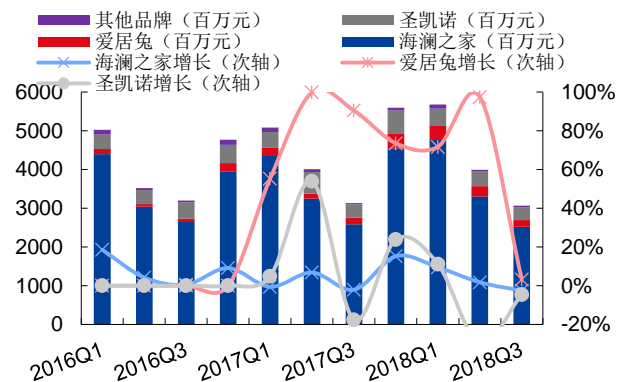
风险提示：（1）服装终端零售不及预期使公司营收增速承压；（2）公司库存或仍处于较高水平；（3）门店调整及品牌推广或不及预期。

图 122：海澜之家年度营收净利情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 123：海澜之家服饰业务分品牌收入情况



资料来源：海澜之家公司公告，华金证券研究所

3. 华孚时尚：国内的色纺纱龙头之一，产能扩张夯实增长基础

华孚时尚是我国全产业链布局的色纺纱龙头之一，并向上游棉花供应链进行延伸。2018 年前三季度公司实现营业收入 107.34 亿元/+21.01%，归母净利润 7.32 亿元/+20.98%。截止 2018 年上半年，公司浙江、黄淮、长江、新疆、越南五大生产区域合计已形成 188 万锭纱线产能，2015 年至 2018 年上半年公司纱线产能年复合增速约为 14.2%，推动纱线业务 2017 年、2018 年上半年营收分别增长 12.9%、16.7%。2017 年，公司纱线业务实现毛利润占整体毛利率约 63%，纱线业务是目前公司业绩核心。分地域看，2018 年上半年，公司港澳台及海外营收 16%。

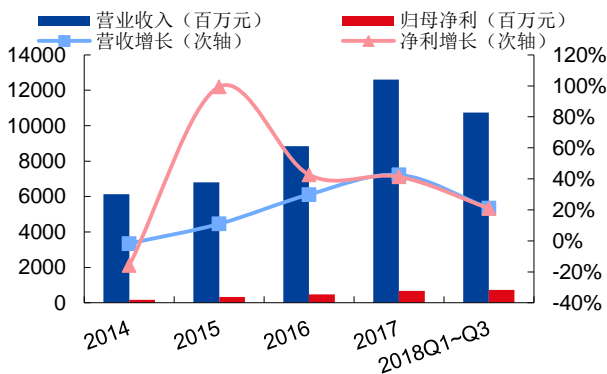
关注理由：（1）**新疆及越南产能持续扩张：**2018 年公司新疆阿克苏及越南产能继续扩张，该年 12 月公司计划拓展越南纱线产能，项目总投资额 25 亿元，设计产能 50 万锭，为公司计划 100 万锭新型纱线产能的第一期，新建产能的逐步投产，有望推动公司营收持续提升；（2）**越南产能具有更高利润率水平：**2018 年上半年华孚越南分别实现 4.7 亿元的营收，约占同期公司纱

线营收的 12%，不过华孚越南取得更高的净利率，2017 年、2018 上半年净利率分别为 15.3%及 10.7%，高于整体的 5.6%、8.4%。具有较高利润率水平的越南产能继续扩张，或将推动公司利润率上行。

盈利预测：按照 Wind 一致预期，公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.64 元、0.72 元，目前 PE (2019E) 约为 10 倍。

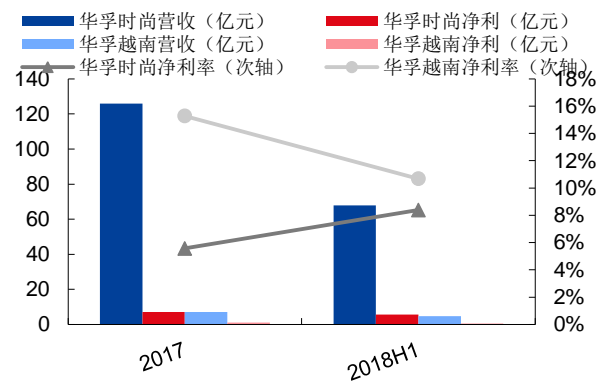
风险提示：(1) 棉价波动影响公司存货价值；(2) 新增产能建设及投产或不及预期；(3) 国内纺服零售增速放缓使国内纺织制造竞争更为激烈。

图 124：华孚时尚年度营收净利情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 125：华孚越南营收净利及净利率情况



资料来源：华孚时尚公司公告，华金证券研究所

4. 百隆东方：较早布局海外的色纺纱龙头之一，产能扩张夯实增长基础

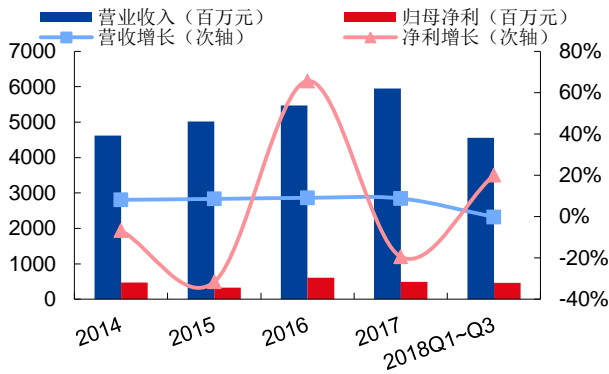
百隆东方是我国色纺纱龙头之一，2018 年前三季度公司实现营业收入 45.58 亿元/-0.15%，归母净利润 4.65 亿元/+20.15%。目前，公司年生产色纺纱 17 万吨以上。2017 年公司棉纱业务实现收入 56.51 亿元，约占公司总营收的 95%。分地域看，公司海外营收占比约为 42%。2013 年公司即开始在越南设立海外生产季度。截止 2017 年，公司越南 A 区完成投资，产能约占公司总产能的 40%，产能扩张推动公司营收持续增长。

推荐理由：(1) **越南产能持续扩张：**越南百隆 A 区投资 4 亿美元，截止 2017 年已完成建设，产能约占该年公司整体产能的 40%，2017 年 5 月公司开始投资越南 B 区 50 万纱锭生产项目，总投资 3 亿美元，分三年逐步建成，越南产能陆续建成投产，有望推动公司营收增长；(2) **越南产能贡献更高净利率：**2015 年至 2017 年，越南百隆实现营收分别约占公司总营收的 23%、33%、35%，实现净利约占 8%、31%、51%，越南产能已成为重要利润来源，2017 年越南百隆 A 区完成建设以来，越南百隆净利率持续高于公司整体净利率，未来越南产能扩张有望继续推升整体净利率。

盈利预测：我们预测公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.46 元、0.52 元，目前 PE (2019E) 约为 11 倍。

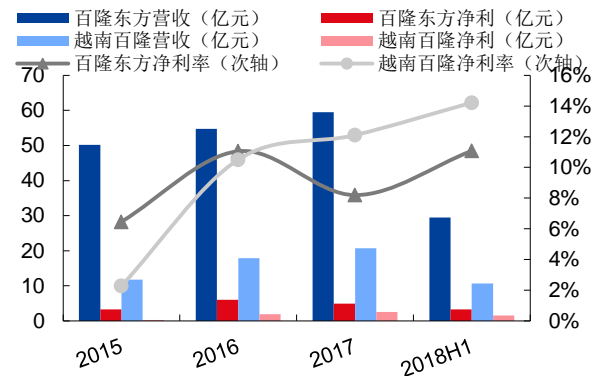
风险提示：(1) 棉价波动使公司 2018 年棉花期货持仓浮亏；(2) 新增产能建设及投产或不及预期；(3) 人民币汇率波动风险。

图 126: 百隆东方年度营收净利情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 127: 越南百隆营收净利情况



资料来源: 百隆东方公司公告, 华金证券研究所

5. 健盛集团：棉袜、无缝内衣制造龙头之一，产能扩张夯实增长基础

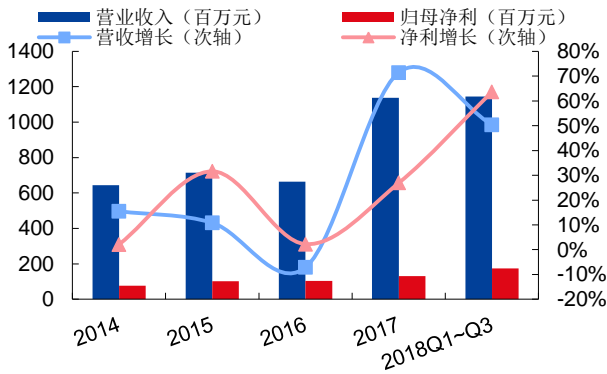
健盛集团是我国棉袜、无缝内衣制造龙头之一，2018 年前三季度公司实现营业收入 11.44 亿元/+50.39%，归母净利润 1.74 亿元/+63.66%。近年来，公司棉袜产能持续扩张，由 2015 年的 1.9 亿双提升至 2018 年的 3.2 亿双，年复合增速约 19%，推动营收持续增长。2017 年公司境外营收达 9.31 亿元，约占公司营收的 82%。2018 年公司预计全年实现归母净利润 1.96 亿元至 2.41 亿元，同比增长 50%至 90%，主要是越南棉袜产能、贵州无缝内衣产能释放，以及俏尔婷婷全年并表。

推荐理由：(1) 越南产能具有更高利润率：2017 年，越南健盛实现产量约占公司棉袜的 37%，贡献净利润约占公司原业务的 42%，人工成本优势，税收优惠等原因，越南健盛具有更高的利润率；**(2) 越南产能仍将持续扩张：**2018 年公司越南产能持续扩张，预计实现 1.2 亿双产量，同比增长 26%，占年末 3.2 亿双产能的约 38%，年末，健盛越南清化年产 9000 万双棉袜项目、越南年产 1800 万件无缝内衣项目均获得股东大会通过，未来越南产能持续释放，公司规划越南产能将接近总产能的一半。

盈利预测：我们预测公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.61 元、0.73 元，目前 PE (2019E) 约为 17 倍。

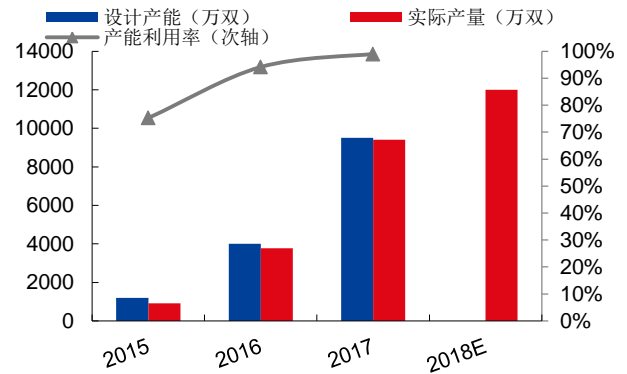
风险提示：(1) 公司业绩预告未经审计；(2) 越南健盛在建项目投资进度或不达预期；(3) 人民币汇率波动风险。

图 128: 健盛集团年度营收净利情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 129: 健盛集团越南棉袜产量情况



资料来源: 健盛集团公司公告, 华金证券研究所

(二) 休闲服务:

1. 中国国旅: 国内免税巨头, 海免并入有望继续强化龙头地位

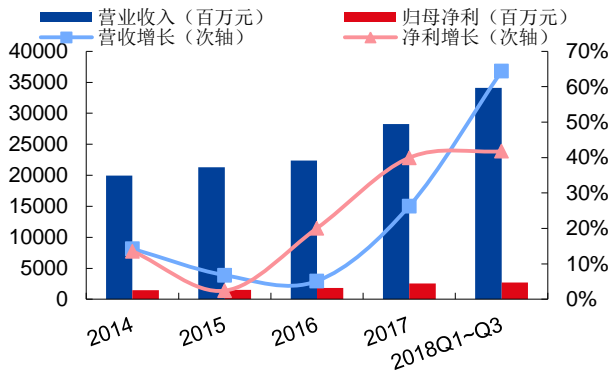
中国国旅主要从事旅行社业务及免税业务, 2018 年前三季度公司实现营业收入 341.01 亿元/+64.39%, 归母净利润 27.05 亿元/+41.79%。分业务看, 2017 年公司免税商品贡献毛利润 78.46 亿元, 约占该年度公司毛利润的 80%, 而这一比例在 2018 年上半年已提升至 90%。免税业务是公司业绩核心, 而在行政垄断支持下, 公司是国内免税业务的绝对龙头。公司预计 2018 年全年实现营收 470.12 亿元/+66.23%, 归母净利润 31.48 亿元/+24.39%, 日上免税全年并表、开展首都机场、香港机场免税业务等因素共同推动营收净利较快提升。

推荐理由: (1) **中国国旅为国内免税巨头:** 2017 年公司收购日上中国 51% 股权, 成为国内免税巨头, 据中国民航网, 若以 2016 年收入计, 收购日上中国后, 中免集团已占国内免税行业 78% 的份额, 另据前瞻研究院, 控股日上后, 中免集团 2017 年实现销售额约 20 亿欧元, 已成为全球第八大免税集团; (2) **海免公司并入有望强化龙头地位:** 1 月中旬, 公司收到控股股东旅游集团通知, 海免公司 51% 股权无偿划转至旅游集团已获市场监管总局不予禁止决定, 工商过户登记已办理完毕, 后续旅游集团将尽快将所持海免公司股份注入中国国旅, 海免公司并入有望继续强化公司免税龙头地位, 有望继续提高公司免税商品议价能力; (3) **国内免税渠道销售额较快增长:** 2018 年前 8 月, 国内免税渠道销售额同比增长 27%, 免税渠道销售额持续较快增长, 另外目前中国消费者的奢侈品消费近四分之三发生在海外, 吸引中高端消费回流的免税渠道有望在国内奢侈品购买力及免税政策的推动下具有较大发展空间。

盈利预测: 我们预测公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 2.32 元、2.78 元, 目前 PE (2019E) 约为 28 倍。

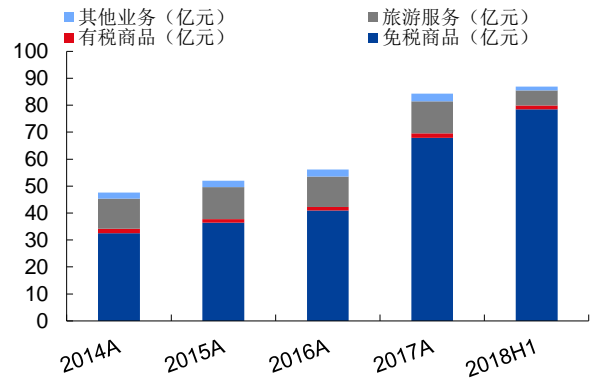
风险提示: (1) 行政垄断为公司国内免税巨头地位及议价能力奠定基础; (2) 免税渠道扩张仍存不确定性; (3) 业绩快报未经审计。

图 130: 中国国旅年度营收净利



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 131: 中国国旅分业务毛利润情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 商贸零售:

1. 南极电商: 电商供应链平台公司, 受益低线城市渗透率提升

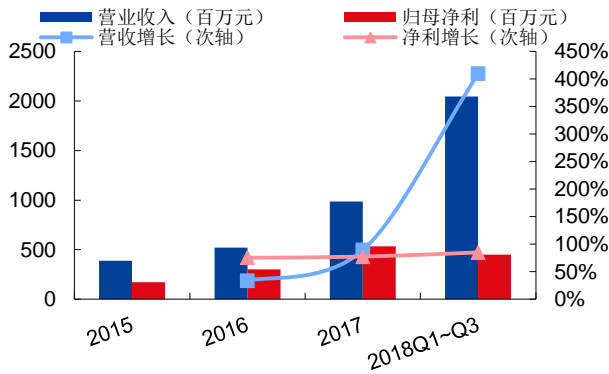
南极电商是电商供应链平台公司, 以“品牌+运营”为核心竞争力, 2018 年前三季度公司实现营业收入 20.45 亿元/+409.2%, 归母净利润 4.49 亿元/+85.01%。近年来, 凭借南极人品牌及卡帝乐鳄鱼品牌, 公司合计 GMV 快速增长, 已由 2014 年的 20.8 亿元提升至 2017 年的 124.0 亿元。2018 年前三季度公司实现 GMV 约 105.4 亿元, 同比增长约 63%, 全年 GMV 接近 200 亿元。

推荐理由: (1) 线上增速有望继续高于线下: 南极电商多数利润源于电商服务及品牌服务业务, 与电商平台增速相关度较高, 电商渠道增速有望持续高于线下零售增速, 南极电商或将由此受益; (2) 电商渠道下沉使公司受益: 2018 年, 渠道下沉为电商平台提供用户增量, 低线城市购买力较为有限, 南极电商品牌定位较低, 满足部分电商渠道新增用户需求, 公司有望在电商渠道下沉中持续获益; (3) 四季度货币化率环比回升: 由于品类较快扩张以及争夺当前价格带的优质供应商, 公司品牌综合服务货币化率有所下降, 不过, 四季度是公司成熟品类保暖内衣的主要销售时段, 在成熟品类的带动下, 公司货币化率环比回升。

盈利预测: 我们预测公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.5 元、0.67 元, 目前 PE (2019E) 约为 21 倍。

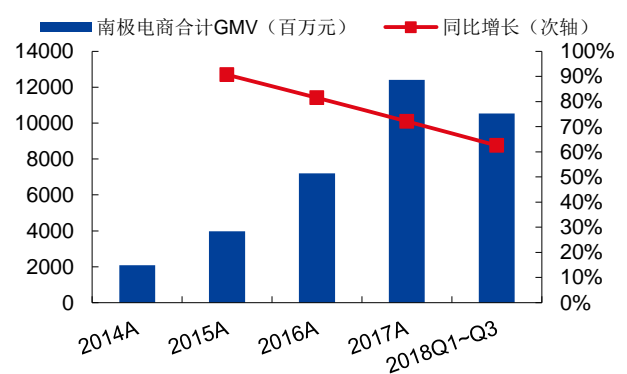
风险提示: (1) 激烈的市场竞争或使货币化率及毛利率下降; (2) 品类及品牌拓张存在不确定性; (3) 平台化运营质量管控能力受挑战; (4) 控股股东及其一致行动人存在减持计划。

图 132: 南极电商年度营收净利情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 133: 南极电商合计 GMV 及其增长



资料来源: 南极电商公司公告, 华金证券研究所

2. 跨境通: 布局跨境电商进出口, 受益跨境电商较快增长

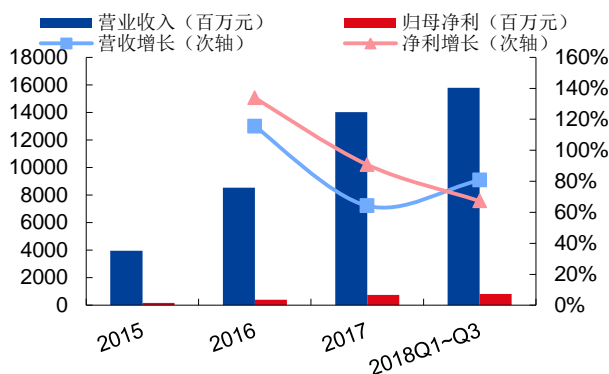
跨境通是布局跨境电商净出口的 A 股龙头公司, 2018 年前三季度公司实现营业收入 157.91 亿元/+80.66%, 归母净利润 8.28 亿元/+67.23%。目前公司物流服务体系已取得较好成绩, 截止 2018 年上半年, 公司拥有国内仓 9 个, 仓储面积达 22 万平方米, 通过与第三方合作在 20 个建立了 61 个海外仓, 仓储面积达 9 万平方米。

推荐理由: (1) **跨境电商行业预计持续较快发展:** 凭借更有效率及性价比的商业模式, 近年来跨境电商已实现较快的规模增长。据易观及电子商务研究中心, 2018 年跨境电商进出口市场规模预计可达 9.8 万亿元, 同比增长约 21.6%; (2) **监管政策继续支持跨境电商进口:** 2018 年 11 月, 国务院决定将享受跨境电商税收优惠的单个交易限制由 2000 元提升至 5000 元, 年度交易限制由每人每年 2 万元提升至 2.6 万元, 监管政策继续支持跨境电商进口, 已布局跨境电商进口并与网易考拉等平台合作的跨境通或受益。

盈利预测: 公司预计 2018 年归母净利润 10.2 亿元, 目前市值约为预计净利的 18 倍。

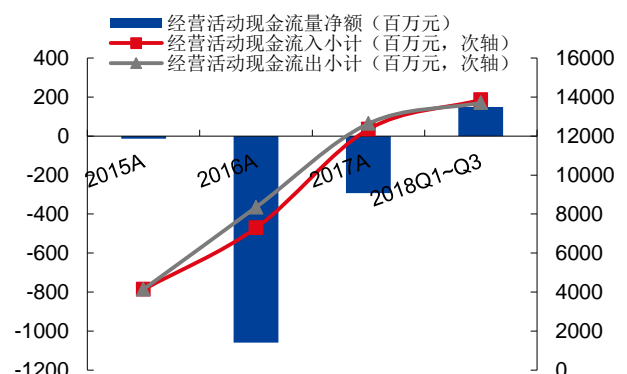
风险提示: (1) 国内外跨境电商政策存在不确定性 (2) 电商流量持续龙头向集聚; (3) 自有品牌及新品类的扩张存在不确定性。

图 134: 跨境通年度营收净利情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 135: 跨境通经营活动现金流量情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

3. 永辉超市: 全国性超市龙头, 云创出表有望改善公司业绩

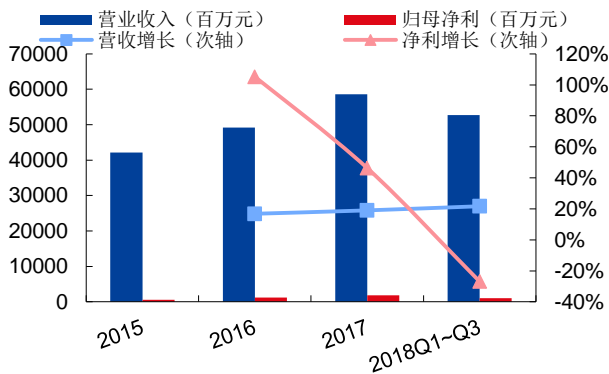
永辉超市是A股全国性超市龙头,2018年前三季度公司实现营业收入526.92亿元/+21.67%,归母净利10.18亿元/-26.9%。永辉超市起源于福建省,2010年已在福建、华西两个大区取得较好表现,2018年前三季度营收占比分别为22%与36%,分别增长11%与21%;北京、华东大区培育较好,已各占据约15%的营收份额,且分别保持着12%、49%的增长。

关注理由: (1) **经济增速放缓时超市表现优于百货:** 日本经济增速由10%放缓至6%左右的1979年至1982年,更贴近生活必需的快消品的超市渠道,较更倾向中高端消费的百货渠道,有更好的零售额增长表现,增速平均高出2.6pct,超市渠道更好的表现有望使龙头受益; (2) **公司生鲜占比较高有望受益生鲜标准化:** 生鲜是永辉超市主打的品类之一,2015年以来生鲜品类均保持40%以上的营收份额,公司与牛奶国际、星源农牧、国联水产等多个上下游企业建立股权绑定的长期合作关系,供应链优势有望使公司在生鲜标准化过程中受益; (3) **云创出表有望改善公司业绩:** 2018年12月公司将云创20%股权转让给张轩宁并完成工商登记,交易完成后公司仅持股26.6%,由第一大股东变为第二大股东,云创前三季度亏损6.17亿元,出表有望改善公司业绩。

盈利预测: 按照Wind一致预期,公司2019年、2020年EPS分别为0.23元、0.31元,目前PE(2019E)约为38倍。

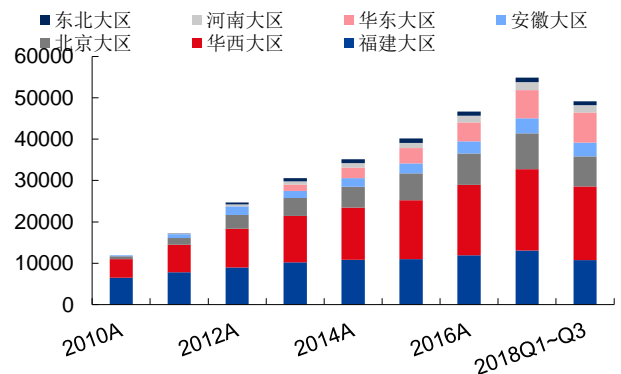
风险提示: (1) 整体社零增速持续放缓; (2) 电商向线下渠道渗透使超市行业竞争加剧; (3) 公司渠道扩张或不及预期。

图 136: 永辉超市年度营收净利情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 137: 永辉超市分区域营业收入情况



资料来源: 永辉超市公司公告, 华金证券研究所

4. 家家悦: 立足胶东的超市龙头, 逐步开启全国性扩张步伐

家家悦是立足胶东的超市龙头,2018年前三季度公司实现营业收入95.56亿元/+13.95%,归母净利3.01亿元/+34.03%。公司深耕胶东地区,胶东营收占比约88%。目前在当地物流优势明显,具备2.5小时配送到店的能力。整体来看,2017年公司直采规模达86.75%,建立公司竞争力优势。截止2017年,公司共拥有会员463.92万人,会员销售收入达80亿元,占总收入约76%。

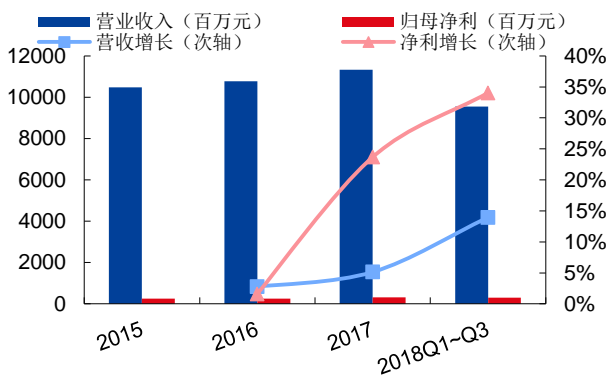
关注理由: (1) **经济增速放缓时超市表现优于百货:** 日本经济增速由10%放缓至6%左右的1979年至1982年,更贴近生活必需的快消品的超市渠道,较更倾向中高端消费的百货渠道,有更好的零售额增长表现,增速平均高出2.6pct,超市渠道更好的表现有望使龙头受益; (2) 公

司生鲜占比较高有望受益生鲜标准化：生鲜品类占家家悦营收约 40%，公司与超 100 家基地签订 5 年以上长期合同，生鲜直采比例超过 80%，形成生鲜商品竞争力，有望在生鲜标准化过程中受益；（3）收购福悦祥超市，开始全国性扩张第一步：公司拟以自有资金 1.56 亿元受让张家口福悦祥超市 67% 股权，收购福悦祥 11 家超市，并将依托福悦祥旗下土地，投资建设张家口综合物流项目，公司全国性扩张将迈出第一步。

盈利预测：按照 Wind 一致预期，公司 2019 年、2020 年 EPS 分别为 1.02 元、1.23 元，目前 PE（2019E）约为 23 倍。

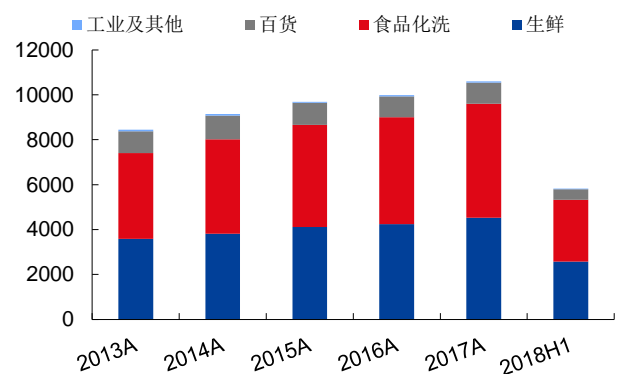
风险提示：（1）整体社零增速持续放缓；（2）电商向线下渠道渗透使超市行业竞争加剧；（3）公司新区域拓展效果存在不确定性。

图 138：家家悦年度营收净利情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 139：家家悦分品类营业收入情况



资料来源：家家悦公司公告，华金证券研究所

（四）建议关注标的的估值情况

表 5：推荐标的的估值情况

证券代码	公司简称	公司股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PEG (倍)
				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
002563.SZ	森马服饰	10.51	283.75	0.70	0.83	15.05	12.64	0.75
600398.SH	海澜之家	9.92	445.68	0.85	0.91	11.69	10.86	1.47
601339.SH	百隆东方	5.24	78.60	0.46	0.52	11.48	10.05	0.77
603558.SH	健盛集团	10.27	42.76	0.61	0.73	16.77	14.09	0.83
601888.SH	中国国旅	64.45	1258.37	2.32	2.78	27.72	23.18	1.24
002127.SZ	南极电商	10.51	258.01	0.50	0.67	21.08	15.65	0.56

资料来源：Wind，最新日期 2019/03/01，华金证券研究所

注：EPS 为华金证券研究所历史报告预测，PEG 由 2018 年至 2020 年预测 EPS 增长计算。

表 6：建议关注标的的估值情况

证券代码	公司简称	公司股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PEG (倍)
				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
002042.SZ	华孚时尚	6.47	98.30	0.64	0.72	10.11	8.99	0.65
002640.SZ	跨境通	5.24	78.60	0.46	0.52	11.39	10.08	0.81
601933.SH	永辉超市	8.72	834.54	0.23	0.31	37.91	28.13	0.97

603708.SH 家家悦 23.00 107.64 1.02 1.23 22.55 18.78 1.17

资料来源: Wind, 最新日期 2019/03/01, 华金证券研究所

注: EPS 为三季报后的研报的 Wind 盈利预测中位数, PEG 根据 2018 年至 2020 年预测 EPS 增长中位数计算。

六、风险提示

整体消费: (1) 社会消费品零售增速逐步放缓; (2) 经济增速放缓影响消费者信心。

纺织服装: (1) 温暖天气影响冬装销售; (2) 男装市场向休闲转移趋势性存在风险; (3) 女装市场消费量受经济增速影响较大; (4) 童装市场或受 0~14 岁儿童人口下行趋势拖累; (5) 劳动力成本、环保等因素使国内纺织制造竞争力承压。

休闲服务: (1) 经济增速放缓或影响酒店需求向中高端转移趋势; (2) 门票降价使自然景观利润率短期承压; (3) 免税渠道年末购物人数增速放缓; (4) 跨境电商与国内免税渠道或形成竞争。

商贸零售: (1) 超市市场份额或被电商市场切割; (2) 电商用户量增速或接近尾声; (3) 各国跨境电商政策存在不确定性; (4) 美国退出万国邮政联盟影响跨境电商出口; (5) 经济增速放缓或影响化妆品、金银珠宝等中高端可选消费的消费意愿。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn