

行业研究/年度策略

2019年11月30日

行业评级:

商业贸易 增持(维持)
零售 II 增持(维持)

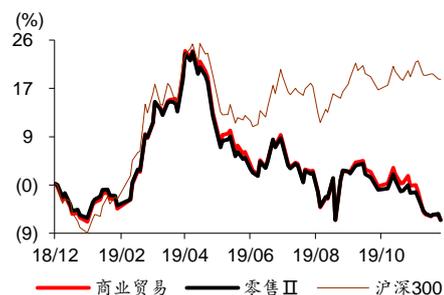
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

张萌 执业证书编号: S0570519090004
研究员 021-38476072
zhangmeng016126@htsc.com

相关研究

- 1《商业贸易:把握低估值和提价弹性,重视餐饮赛道》2019.11
- 2《商业贸易:GMV增速预计趋缓,亮点值得关注》2019.11
- 3《商业贸易:行业略有压力,四季度有望改善》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

优选必选消费, 挖掘下沉市场潜力

商贸零售行业 2020 年策略

消费承压背景下, 必选消费稳健, 消费升级趋势延续

2019年, 消费整体承压, 但必选消费展现出韧性, 此外结构性消费升级趋势延续。展望2020年, 宏观层面经济放缓、居民部门债务率提升仍将制约消费, 但下沉市场消费潜力大, 三四线城市人均收入增速快于一二线城市, 住房性支出压力小, 下沉市场消费升级趋势将会延续。超市行业具备防御性, 建议关注永辉超市、家家悦、红旗连锁; 黄金珠宝龙头持续渠道下沉, 建议关注周大生、老凤祥; 母婴行业维持高景气度, 建议关注爱婴室; 地产回暖趋势下, 家具产业链有望改善, 建议关注美凯龙。

超市行业: 防御性及消费升级兼备, 行业景气度较高

超市行业必选属性强, 在经济下行期展现出较好的防御性, 此外CPI上涨利好超市板块, 行业业绩增速、ROE水平与CPI显著正相关。细分板块中, 便利店及生鲜超市处于消费升级趋势中, 2010-2018年国内便利店销售规模CAGR为14.5%, 2013-2018年, 生鲜消费中, 超市渠道占比从36%提升至41%。

黄金珠宝行业: 渠道下沉扩张提速, 金价上涨改善龙头公司盈利能力

据Euromonitor预测, 2019-2022年我国珠宝市场将维持每年7%的复合增速。国内珠宝行业CR3仅为17.9%, 低于中国香港(41%)和美国(22%), 且行业业绩出现分化趋势, 此背景下龙头公司渠道下沉扩张明显提速。此外, 金价保持上涨趋势或高位企稳有利于龙头公司改善盈利能力。

母婴行业: 消费升级趋势明显, 行业快速增长

据易观数据, 2013-2018年母婴行业规模CAGR为11.9%, 据罗兰贝格预测2020年母婴市场规模近3.6万亿元。中国家庭财富积累、90后父母增多将推动行业持续增长和产品结构持续升级。从竞争格局来看, 线下母婴连锁店综合竞争力强, 服务体验更好, 且龙头公司仍有集中度提升趋势。

家具行业: 地产竣工改善, 后周期产业有望受益

2019年以来商品住宅竣工数据回暖, 且2016-2018年新开工面积增速分别为8.7%/10.5%/19.7%, 为未来竣工进一步改善提供支撑。地产销售及竣工分别对家具行业的估值及业绩有积极影响, 而目前行业估值处于历史底部, 地产改善信息前期尚未反应, 家具行业存在估值业绩改善空间。

投资建议: 优选必选消费, 挖掘下沉市场及消费升级潜力

CPI上行趋势下, 超市龙头投资机会, 关注生鲜超市龙头永辉超市、家家悦, 以及便利超市龙头红旗连锁; 黄金珠宝龙头持续渠道下沉, 黄金涨价带来业绩弹性的机会, 关注周大生、老凤祥; 母婴行业消费升级趋势明显, 景气度高, 关注线下连锁店龙头爱婴室; 地产改善趋势下, 家具家纺等相关产业链后端公司存在弹性机会, 关注美凯龙。

风险提示: 宏观经济加速下行; 居民部门债务压力增大; 国际贸易摩擦加剧; 出生人口数量持续大幅下滑; 新零售探索不及预期。

正文目录

零售行业回顾：经营环境承压，行业整体表现平淡	5
行情走势回顾：行业跑输大盘，配置比例有所下降	5
经济下行压力下，零售行业跑输大盘	5
零售行业基金配置比例下降	6
宏观经济增速放缓，社零增速回落	6
零售行业业绩增长放缓，基数效应下四季度有望改善	7
行业宏观判断：重视防御性板块，下沉市场消费升级持续	8
宏观经济增长放缓，必选消费防御属性增强	8
国内经济增长放缓，外部不确定性增强	8
居民部门经历一轮加杠杆，负债率提升明显	9
P2P 等理财产品风险频发冲击居民消费能力	9
必选消费防御属性凸显，表现优于可选消费	10
下沉市场消费潜力足，消费升级趋势明显	11
低线城市实际可支配收入高，消费潜力强	11
低线城市消费意愿高，消费层级不断提升	12
零售渠道下沉加速，触及更多消费者	13
细分行业投资展望	14
超市行业维持高景气度，生鲜超市及便利店消费升级趋势明显	14
超市行业业绩增速回升，表现优于其他零售子板块	14
必选消费韧性较强，CPI 与超市板块增速显著正相关	14
中小业态超市具备发展潜力，增速较高	15
消费升级趋势下，生鲜超市领域前景广阔	16
黄金珠宝行业集中度提升，行业龙头渠道下沉扩张	17
黄金珠宝行业增速趋缓，但仍有发展空间	17
钻石渗透率较低，未来镶嵌类产品增长空间更大	17
短期金价上行提升龙头企业盈利能力	19
珠宝行业仍相对分散，未来集中度提升趋势下利于龙头企业	19
母婴市场高速发展，线下连锁店仍是主要渠道	20
经济水平稳定增长，助推母婴市场高速扩张	20
品质升级趋势明显，母婴行业仍具增量空间	20
线下连锁店机会仍存，渠道集中度有望提升	22
地产表现边际改善，家具板块值得关注	23
地产数据改善迹象显现	23
地产对于家具板块估值及业绩存在正面影响	23
投资建议	25
风险提示	25

图表目录

图表 1: 年初至今商业贸易 (SW) 板块&沪深 300 股价走势 (截至到 2019/11/29)5	5
图表 2: 零售行业估值水平 (PE) 位于消费行业中部 (截至到 2019/11/29)5	5
图表 3: 年初至今行业涨跌幅排名 (截至到 2019/11/29)6	6
图表 4: 截至 2019Q3 基金持仓比例.....6	6
图表 5: 社会消费品零售额及增速 (截至 2019 年 10 月)7	7
图表 6: 限额以上企业商品零售额及增速 (截至 2019 年 10 月)7	7
图表 7: 网上商品和服务零售额及增速 (截至 2019 年 10 月)7	7
图表 8: 全网及天猫“双十一”历年单日成交额及增速.....7	7
图表 9: 2019Q1-Q3 零售行业营收增速回落.....7	7
图表 10: 2019Q1-Q3 零售行业扣非后归母净利润增速底部回升.....7	7
图表 11: 中国 GDP 不变价累计值及增速.....8	8
图表 12: 中国居民人均可支配收入及增长.....8	8
图表 13: 中国进出口总额及增长.....8	8
图表 14: 棚改安置面积及货币化安置比例.....9	9
图表 15: 居民负债与住户部分可支配收入之比及其增幅.....9	9
图表 16: 中国信用卡交易金额及增速.....9	9
图表 17: 中国分期电商用户规模及增速.....9	9
图表 18: P2P 行业重要监管文件.....10	10
图表 19: P2P 行业问题平台总数及淘汰率 (截至 2019 年 10 月)10	10
图表 20: P2P 行业成交额 (截至 2019 年 10 月)10	10
图表 21: 限额以上企业各类商品零售累计增速.....10	10
图表 22: 2016 年中国各线城市人口占比.....11	11
图表 23: 各线城市 2013-2018 年可支配收入复合增速.....11	11
图表 24: 2018 年一线城市与三四线城市住房支出情况.....11	11
图表 25: 各线城市月实际可支配收入.....12	12
图表 26: 三四五线城市社消费品零售总额占比.....12	12
图表 27: 各线城市居民一周工作时长 (2017 年)12	12
图表 28: 各线城市消费者信心指数.....12	12
图表 29: 2019 年前三季度各线城市奢侈品消费额占比.....13	13
图表 30: 2019 年前三季度各线城市京东网购奢侈品消费增速.....13	13
图表 31: 2017 年各线呈现票房占比及增速.....13	13
图表 32: 2018 年一线城市与三四线城市居民每月网络消费支出.....13	13
图表 33: 超市板块及一般零售营业收入增速.....14	14
图表 34: 超市板块及一般零售归母净利润增速.....14	14
图表 35: 必选消费韧性优于可选消费.....14	14
图表 36: CPI 与超市板块营收增速显著正相关.....15	15
图表 37: CPI 与超市板块 ROE 显著正相关.....15	15
图表 38: 中、美、日、英人口密度 (1961-2018 年)15	15
图表 39: 2018 年中国以便利店为代表的中小业态超市占比低.....15	15

图表 40: 以便利店为代表的中小业态超市快速增长	16
图表 41: 2019 年便利店企业资本引入计划	16
图表 42: 生鲜市场交易额逐年增长	16
图表 43: 生鲜超市渠道占比逐步提升	16
图表 44: 中国珠宝首饰市场规模及增速	17
图表 45: 中国、日本、美国人均珠宝消费额	17
图表 46: 2017/2018 年春节部分省份珠宝首饰销售额增速	17
图表 47: 2013-2018 年各线城市珠宝销售额增速	17
图表 48: 中国钻石珠宝需求量及增速	18
图表 49: 2016 年中国各级城市珠宝渗透率	18
图表 50: 2017 年中国珠宝行业分品类占比	18
图表 51: 2016 年国际珠宝行业分品类占比	18
图表 52: 中国不同年龄段对各类珠宝的欢迎程度	18
图表 53: 中国、日本、美国婚嫁市场钻石渗透率	18
图表 54: 伦敦现货黄金价格 (截至 2019/11/28)	19
图表 55: 老凤祥单季度毛利率	19
图表 56: 周大生素金业务毛利率	19
图表 57: 中国、中国香港、美国、日本珠宝行业 CR3 (2018 年)	20
图表 58: 2018 年珠宝行业市占率前五品牌	20
图表 59: 中国母婴行业市场规模	20
图表 60: 罗兰贝格测算母婴细分市场规模	20
图表 61: 中国、美国出生率变化 (%)	21
图表 62: 美国消费品物价变化	21
图表 63: 中国母婴家庭人群购买母婴产品时关注要素分析	21
图表 64: 母婴渠道婴儿奶粉价格段份额	21
图表 65: 母婴渠道婴儿奶粉价格段份额	22
图表 66: 2018 年奶瓶不同材质占比及增速	22
图表 67: 母婴市场不同渠道份额占比	22
图表 68: 光顾母婴店的主要原因 (2018 年)	22
图表 69: 商品住宅竣工面积累计值及同比增速 (截至 2019 年 10 月)	23
图表 70: 商品住宅新开工施工面积及同比增速 (截至 2019 年 10 月)	23
图表 71: 房地产住宅投资累计值及增速 (截至 2019 年 10 月)	23
图表 72: 商品房销售面积及增速 (截至 2019 年 10 月)	23
图表 73: 家具行业营收与住宅竣工面积相关	24
图表 74: 家具行业营收和滞后一年的商品房销售面积相关	24
图表 75: 家具行业估值水平及商品房销售面积相关	24
图表 76: 近 10 年家具行业估值水平 (截至 2019/11/28)	24

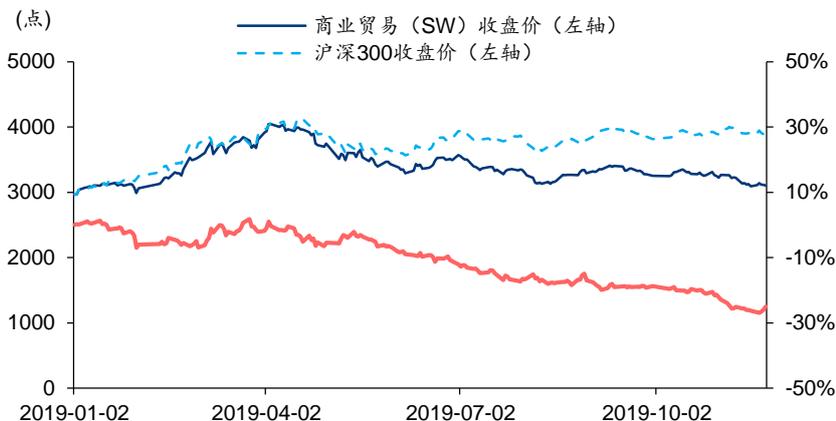
零售行业回顾：经营环境承压，行业整体表现平淡

行情走势回顾：行业跑输大盘，配置比例有所下降

经济下行压力下，零售行业跑输大盘

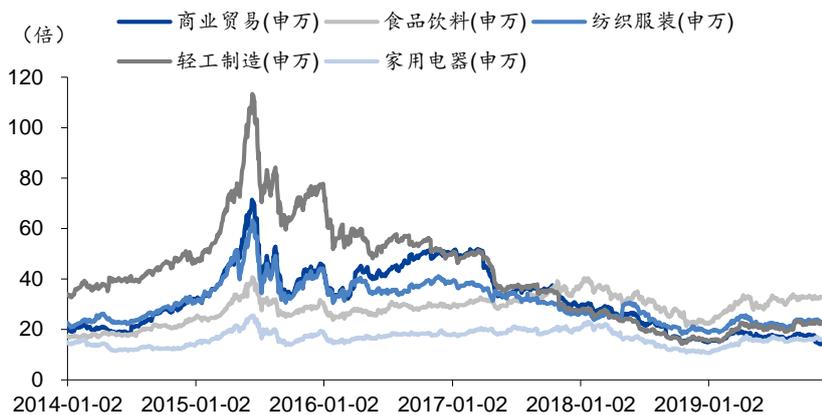
2019 年以来，宏观经济下行，消费者信心与意愿减弱，零售行业存在一定压力。从市场行情角度看，年初至今商业贸易板块整体跑输大盘，2019 年以来商业贸易指数上涨 3.83%，跑输深证成指（25.65%）、上证综指（15.16%）；尤其是自 19Q2 开始，相对沪深 300 指数的超额累计收益率持续下行，且这一趋势至今仍有延续的势头。从估值角度看，零售行业目前的 PE 估值仍处于较低的历史百分位点（17.60%），位于消费行业中部水平。从行业涨跌幅对比角度看，年初至今商业贸易行业在各个行业中排名靠后。

图表1：年初至今商业贸易（SW）板块&沪深 300 股价走势（截至到 2019/11/29）



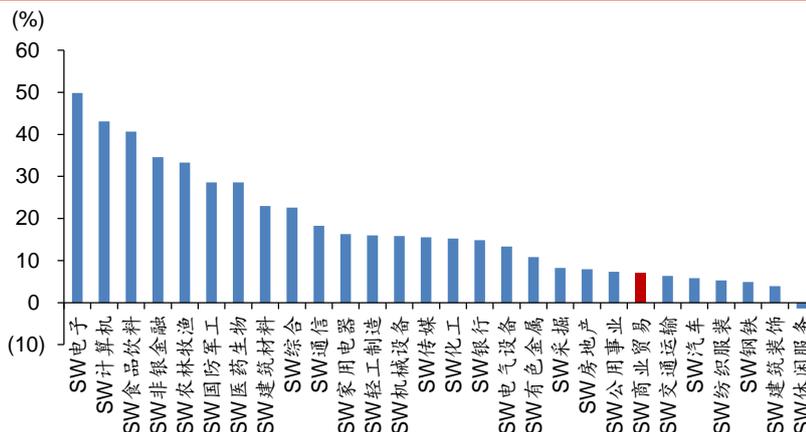
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：零售行业估值水平（PE）位于消费行业中部（截至到 2019/11/29）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：年初至今行业涨跌幅排名（截至到 2019/11/29）

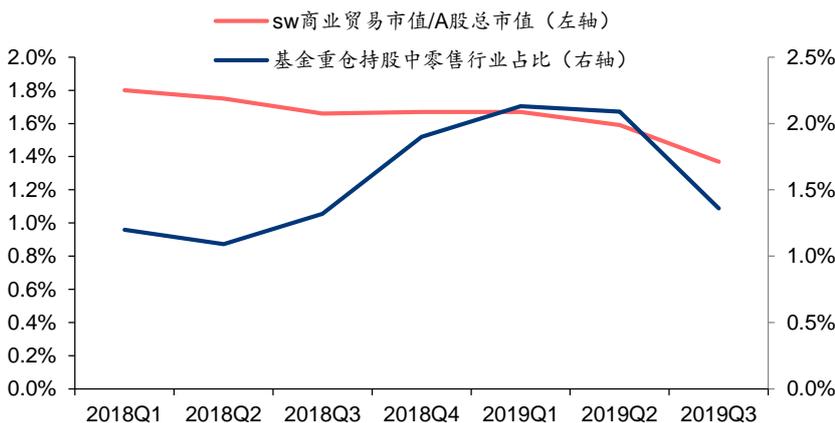


资料来源：Wind、华泰证券研究所

零售行业基金配置比例下降

2019Q3 配置比例出现下降，基金重仓持股中零售行业占比为 1.36%，较 Q2 降低 0.73pct，SW 商业贸易市值与 A 股总市值之比为 1.37%，基金重仓零售股比重从超配降为标配。

图表4：截至 2019Q3 基金持仓比例



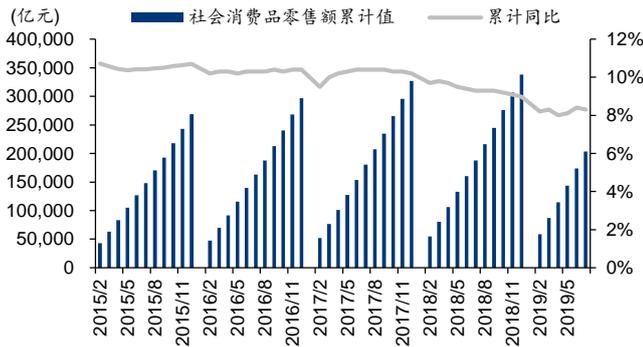
资料来源：Wind、华泰证券研究所

宏观经济增速放缓，社零增速回落

2019 年以来，宏观经济增速温和下降，前三季度 GDP 累计增速 6.2%，其中三季度单季增长 6.0%。2019 年前 10 个月，社会消费品零售总额累计同比 8.1%，较 18 年同期回落 1.1pct；其中限额以上企业商品零售总额累计同比 3.8%，较 18 年同期回落 2.8pct。

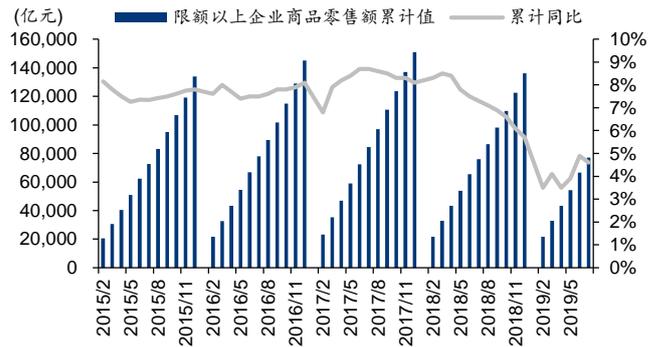
从社会零售的细分数据来看：必选消费增长总体优于可选消费，在 CPI 指数持续上行的驱动下，必选消费品的价格提升，带动了必选消费增速维持在较高水平；网络零售增速持续放缓，但是增速仍显著高于线下，网络消费占比进一步提升，2019 年前 10 个月网络商品和服务零售额累计同比 16.4%，增速同比回落 9.1pct，实物网络消费占社零总额比重达到 19.5%，此外 2019 年“双十一”增速超预期，天猫平台 GMV 同比增长 25.7%，全网 GMV 同比增长 30.5%。

图表5：社会消费品零售额及增速（截至 2019 年 10 月）



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表6：限额以上企业商品零售额及增速（截至 2019 年 10 月）



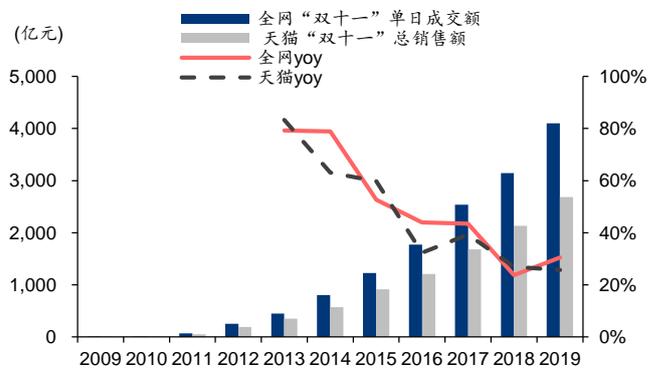
资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表7：网上商品和服务零售额及增速（截至 2019 年 10 月）



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表8：全网及天猫“双十一”历年单日成交额及增速



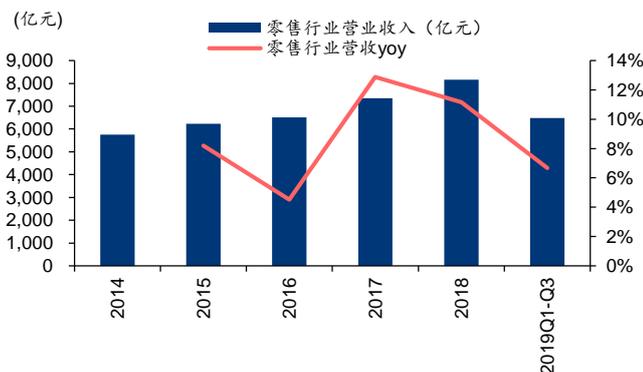
资料来源：星图数据、亿欧、华泰证券研究所

零售行业业绩增长放缓，基数效应下四季度有望改善

2019Q1-Q3，行业整体（选择 43 家 A 股零售上市公司作为观测样本）营收增速为 6.67%，较 2018 年下降 4.5pct，行业整体扣非后归母净利润增速为 -1.82%，较 2018 年提升 22.6pct（利润增速快速提升有去年同期低基数的原因）。

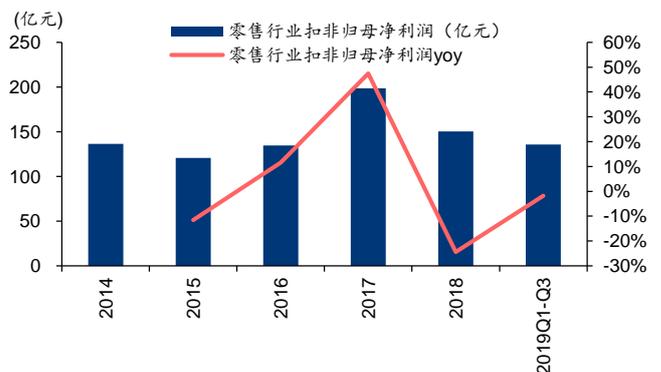
零售行业整体业绩增长趋势与国内宏观经济周期、可选消费增长趋势较为一致，收入端及利润端均从 2016 年开始迎来改善，2018H2 又进入业绩增长回落期。

图表9：2019Q1-Q3 零售行业营收增速回落



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表10：2019Q1-Q3 零售行业扣非后归母净利润增速底部回升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

行业宏观判断：重视防御性板块，下沉市场消费升级持续

宏观经济增长放缓，必选消费防御属性增强

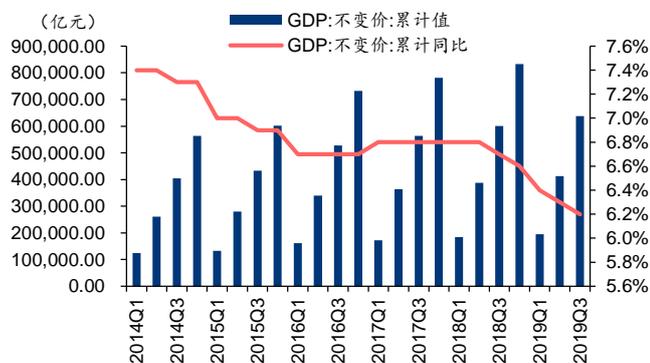
国内经济增长放缓，外部不确定性增强

随着我国进入经济结构转型调整期，GDP增速也呈现出逐步下降的趋势。2019年前三季度，以不变价计量的GDP同比增速为6.2%。同时，居民人均可支配收入的增速也同样趋缓，2019Q3累计同比增6.1%，增速变化基本和GDP保持一致。

此外，我国经济发展过程中不确定因素显现，特别是去年开始的中美贸易摩擦对我国的进出口情况造成了一定的冲击，2019年以来我国的进出口总额增速明显下降，2019Q3累计下降2.4%，较2018全年增速下降15pct。

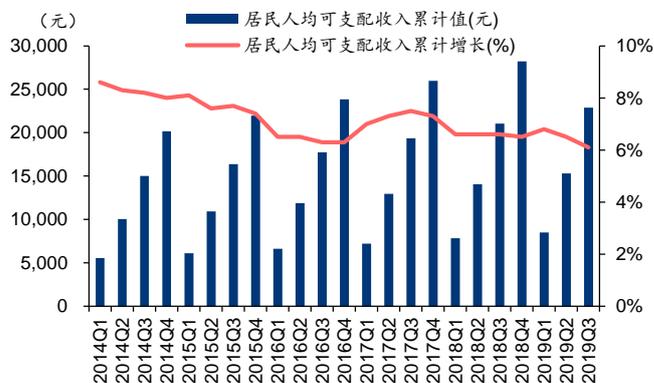
我们认为近期我国的经济增长无论在内部还是在外部均承受了一定的压力，一定程度上抑制了居民部门的消费能力和需求，也相应地引起了社会消费品零售总额增速的回落。

图表11：中国GDP不变价累计值及增速



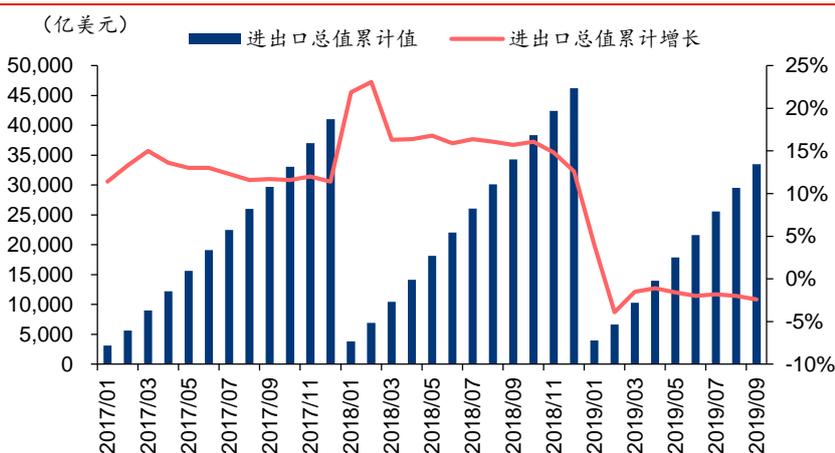
资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表12：中国居民人均可支配收入及增长



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表13：中国进出口总额及增长



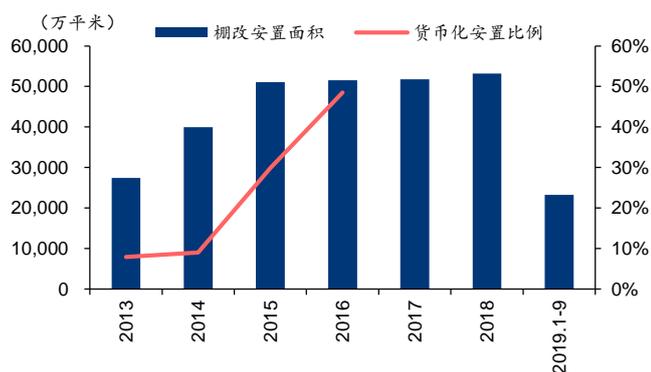
资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

居民部门经历一轮加杠杆，负债率提升明显

过去几年，棚改货币化对于国内经济有明显影响，在一定意义上为市场注入了大量的流动性。根据住建部数据，2016 年棚改货币化安置的比例为 48.5%，且估算 2017 年进一步提升，这也一定程度上导致了居民部门货币幻觉的产生。同时房价处于上行通道，居民负债超前消费倾向提升，也带动了居民部门债务水平的快速上升。具体来看，居民负债与可支配收入之比从 2010 年的 27.13% 快速上升至 2018 年的 52.72%，信用卡的交易金额以及分期电商的用户规模的均保持了较高的增速。

在棚改货币化退潮以及居民部门债务率处于较高位置的背景下，消费端势必受到影响，叠加经济增长放缓的影响，整体零售表现预计延续平淡状态。

图表14：棚改安置面积及货币化安置比例



资料来源：住建部、华泰证券研究所

图表15：居民负债与住户部分可支配收入之比及其增幅



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表16：中国信用卡交易金额及增速



资料来源：中国银行业协会、华泰证券研究所

图表17：中国分期电商用户规模及增速



资料来源：前瞻经济学人、华泰证券研究所

P2P 等理财产品风险频发冲击居民消费能力

此外，近年来 P2P 等理财行业野蛮发展，大量社会资金参与，而行业风险快速提升，相关风险事项也频频发生，在金融强监管的基调下，政府部门陆续出台了一系列文件来规范金融市场的运行。P2P 行业中原本大量不规范、高风险的理财产品也受到了整治和清理，众多 P2P 暴雷事件也冲击了居民部门的资产负债表。根据网贷天眼数据，截至 2019 年 10 月，P2P 行业整体的平台淘汰率达到了 87.88%，相应的 P2P 行业成交额也不断下滑，10 月成交额为 646.37 亿元，仅为年初的 41.28%。

图表18: P2P 行业重要监管文件

推出时间	监管文件	文件主要内容
2016.8	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法》	以负面清单形式划定了 P2P 业务边界
2016.11	《网络借贷信息中介机构备案登记管理指引》	建立健全的 P2P 备案登记制度, 加强事中事后监管
2017.2	《网络借贷资金存管业务指引》	明确 P2P 业务的基本规则和实施标准
2017.8	《网络借贷信息中介机构业务活动信息披露指引》	明确 P2P 行业监管制度及业务规则, 明确行业发展方向
2018.8	《网络借贷信息中介机构合规检查问题清单》	督促 P2P 机构合规经营, 加强风险管控
2019.1	《关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见》	坚持以机构退出为主要工作方向没加大整治力度和速度
2019.9	《关于加强 P2P 网贷领域征信体系建设的通知》	支持在营 P2P 机构接入征信系统

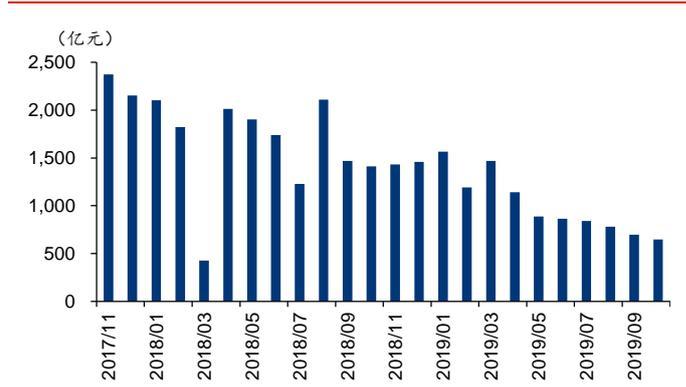
资料来源: 前瞻产业研究院、搜狐、华泰证券研究所

图表19: P2P 行业问题平台总数及淘汰率 (截至 2019 年 10 月)



资料来源: 网贷天眼、华泰证券研究所

图表20: P2P 行业成交额 (截至 2019 年 10 月)



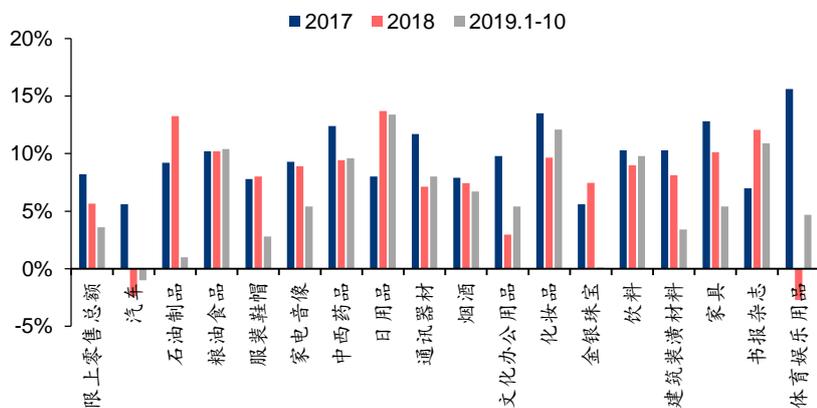
资料来源: 网贷天眼、华泰证券研究所

必选消费防御属性凸显, 表现优于可选消费

当整体经济面临较大压力, 社会整体的消费能力受到抑制时, 居民的消费行为更为保守, 消费的结构也更偏向粮油食品、日用品等生活刚需类产品, 这就意味着必选消费类或有更好的业绩支撑, 突显了其在宏观经济放缓背景下的防御属性, 而可选消费类则承受了一定的压力, 表现大概率弱于必选消费类。横向对比各个消费品类零售表现, 2019 年 1-10 月的累计增速中, 粮油食品、饮料、日用品等品类排名靠前, 而汽车、金银珠宝、石油制品等则表现较差。

我们预计 2020 年在整体宏观经济走弱, 居民杠杆率较高的背景之下, 社会消费总体仍将承压, 必选消费依然具备良好的防御属性, 相对表现更为稳健, 可选消费类需等待经济企稳改善。

图表21: 限额以上企业各类商品零售累计增速



资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

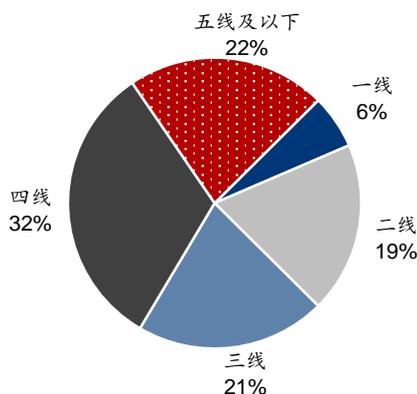
下沉市场消费潜力足，消费升级趋势明显

低线城市实际可支配收入高，消费潜力强

近年来，代表下沉市场的低线城市愈发展现出了强大的消费潜力和消费升级的趋势，已经成为了驱动零售行业发展的重要动力源。首先从各线城市的人口占比来看，根据中国产业信息的数据，2016 年总共有 75% 的人口居住在三线及以下的城市，下沉市场拥有庞大的消费群体。同时在人均可支配收入方面，尽管从绝对数量上来说低线城市收入低于高线城市，但是低线城市的增速表现亮眼，2013-2018 年三四线城市 CAGR 达到 8.28%，高于一线城市（7.51%）及二线城市（7.7%）。此外，相当部分的三四线城市居民没有住房方面的支出，因此对生活压力和实际可支配收入（剔除房租、房贷等住房性支出的可支配收入）明显好于高线城市的居民。具体来看，根据企鵝智库的调研结果，2018 年三四线城市有 43% 的居民不存在住房性支出，高于一线城市（21.4%），且仅有 26.8% 的居民日常花费中住房支出的比重最高，明显低于一线城市（45.1%）。若考虑实际可支配收入，一线城市由于房价高企导致住房性支出较大，由我们测算可得实际可支配收入为 -1189 元（出现负值主要是因为收入数据统计口径没有考虑到资产收入和家庭财富累积的问题），大幅低于三、四线城市的 2173 元。

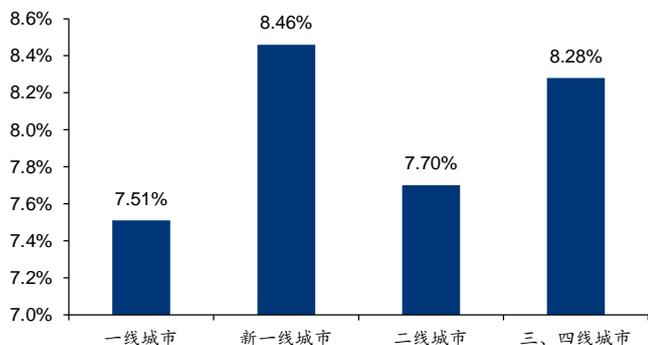
根据上述结果，我们认为三四线城市群体拥有不亚于高线城市的消费潜力和能力，是中国的消费经济进一步发展的不可或缺的一部分。根据中国产业信息网，三四五线城市的社会消费品零售总额占比逐年上升，自 2005 年的 47.2% 上升 1.6pct 至 2017 年的 48.8%，后续仍有提升空间。

图表22： 2016 年中国各线城市人口占比



资料来源：中国产业信息、华泰证券研究所

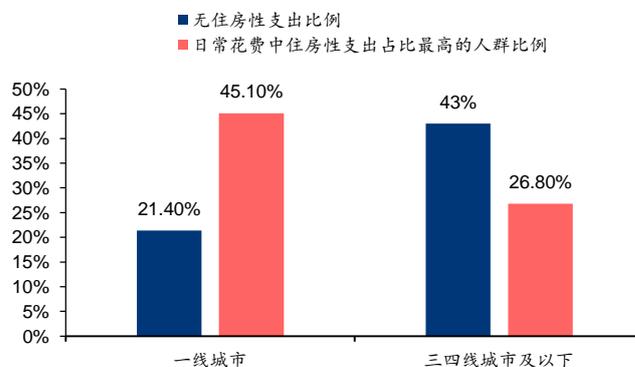
图表23： 各线城市 2013-2018 年可支配收入复合增速



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

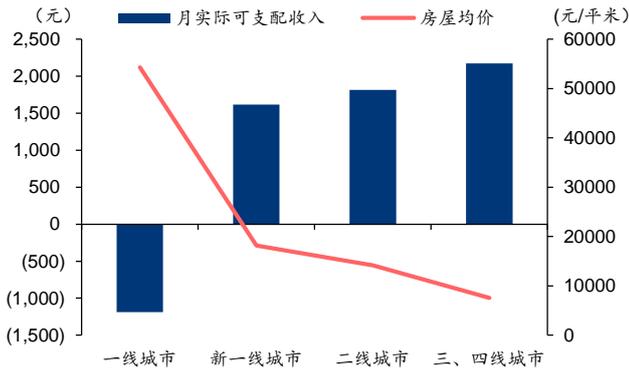
注：各线城市分类以《第一财经周刊》为标准新一线、二线、三四线分别选取 10/10/20 座城市作为样本

图表24： 2018 年一线城市与三四线城市住房支出情况



资料来源：企鵝智库、华泰证券研究所

图表25： 各线城市月实际可支配收入

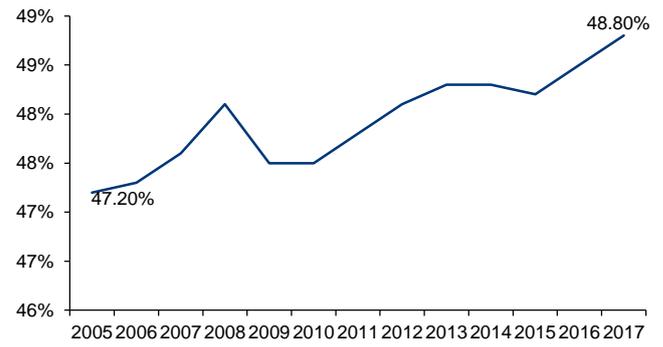


资料来源：国家统计局、链家网、房天下、吉屋网、华泰证券研究所

注：样本公司选取与图表 23 相同，月实际可支配收入为可支配收入剔除住房性支出

假设人均住房面积 30 平米、年利率 5.5%，首付比例 30%，贷款年限 30 年

图表26： 三四五线城市社消费品零售总额占比

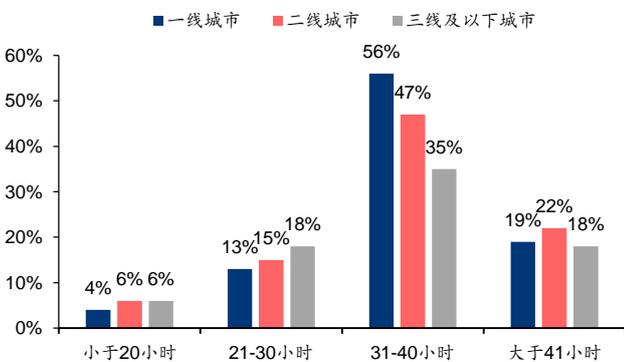


资料来源：中国产业信息、华泰证券研究所

低线城市消费意愿高，消费层级不断提升

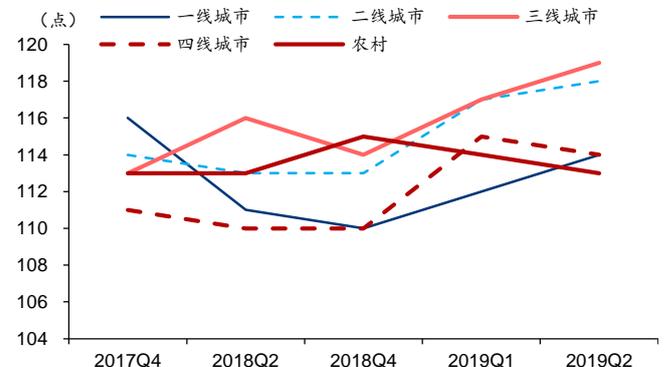
根据艾瑞咨询，低线城市群体相比高线城市拥有更长的闲暇时间，一、二线城市每周工作 31-40 小时的人群分别比例为 56%和 47%，高于三线以及下城市的 35%，低线城市群体每周工作 30 小时以下的比例也高于一、二线城市，更多的闲暇时间能够为消费者提供更多的消遣娱乐频次，刺激消费的增长。在消费信心和意愿方面，下沉市场群体依然表现良好，根据尼尔森的调研，截至 2019Q2，三线城市的消费者信心指数为 115，高于一、二线城市，四线城市为 114，与一线城市持平。我们认为充足的闲暇时间和消费意愿、信心的提升使得低线消费者愈发追求更高消费品质和体验，助推消费结构的升级。

图表27： 各线城市居民一周工作时长（2017 年）



资料来源：艾瑞咨询、华泰证券研究所

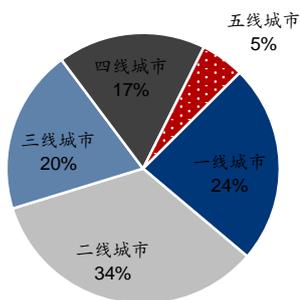
图表28： 各线城市消费者信心指数



资料来源：尼尔森、华泰证券研究所

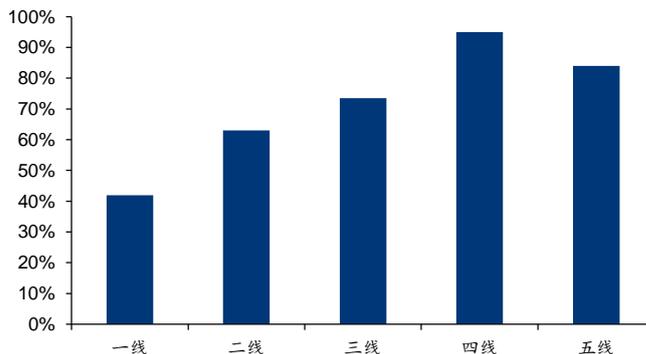
例如，在奢侈品消费方面，根据《德勤—寺库 2019 进博会蓝皮书》，2019 年前三季度三线及以下城市共计占 42.27%销售额，同时根据 Mob 研究院，低线城市的奢侈品消费增速高于一、二线城市，下沉市场消费前景良好。此外在代表娱乐、消遣性消费的票房收入和网络支出方面，低线城市也表现良好，2017 年三线城市的票房收入占比已经持平一线城市，且票房收入增速高于高线城市；同时网络消费支出结构也与高线城市相差不大。我们认为下沉市场的消费能力旺盛，消费结构与层次不断优化提升，与高线城市的差距将进一步减小。

图表29： 2019 年前三季度各线城市奢侈品消费额占比



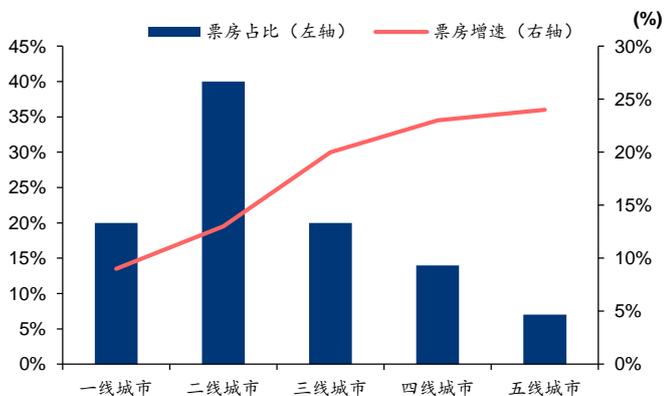
资料来源：德勤——寺库 2019 进博会蓝皮书、华泰证券研究所

图表30： 2019 年前三季度各线城市京东网购奢侈品消费增速



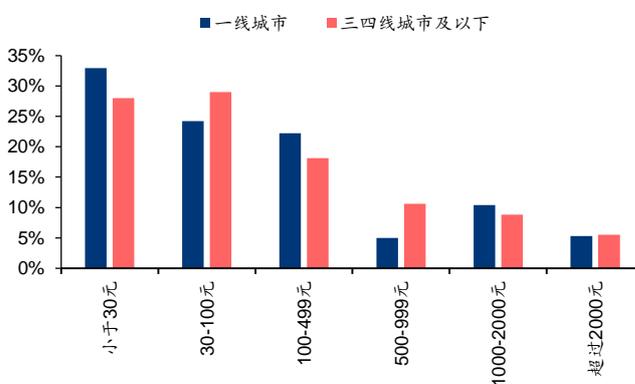
资料来源：Mob 研究院、华泰证券研究所

图表31： 2017 年各线呈现票房占比及增速



资料来源：搜狐、华泰证券研究所

图表32： 2018 年一线城市与三四线城市居民每月网络消费支出



资料来源：企鹅智库、华泰证券研究所

零售渠道下沉加速，触及更多消费者

线上和线下渠道不断渗透进入下沉市场也是推动低线城市零售消费快速发展的因素之一。根据 Questmobile，2017 年 9 月以来，移动电商平台中下沉用户数量已经高于高线城市用户，且每月都基本保持 15% 以上的增长。下沉市场为电商平台带来了新的增量空间，根据淘宝官方宣称最近两年淘宝和天猫的 2 亿新用户中 70% 来自于下沉市场，且他们第一年在淘系平台的消费额就超过 2000 元。

从代表线下零售的购物中心来看，2017 年新开业的购物中心项目中，有 58% 的项目位于三四线城市，同时根据艾瑞咨询，截至 2017 年底，中小城市拥有全国 43.2% 的人口数量，而购物中心数量仅占全国的 16.5%，未来购物中心主要的增量空间集中在潜力巨大的下沉市场。

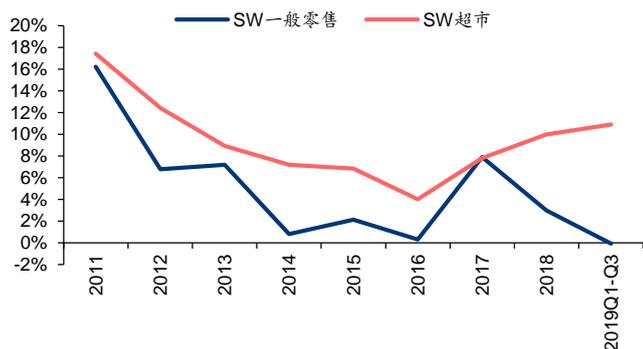
细分行业投资展望

超市行业维持高景气度，生鲜超市及便利店消费升级趋势明显

超市行业业绩增速回升，表现优于其他零售子板块

超市行业业绩 2016 年起增速回升，营业收入增速快于零售行业整体增速。2019Q1-Q3 超市板块实现营业收入 1565.86 亿元，同比增长 10.89%，走势向好；2011-2018 年营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 31.25%/27.55%，均高于行业整体 CAGR (20.23%/22.09%)。

图表33：超市板块及一般零售营业收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表34：超市板块及一般零售归母净利润增速

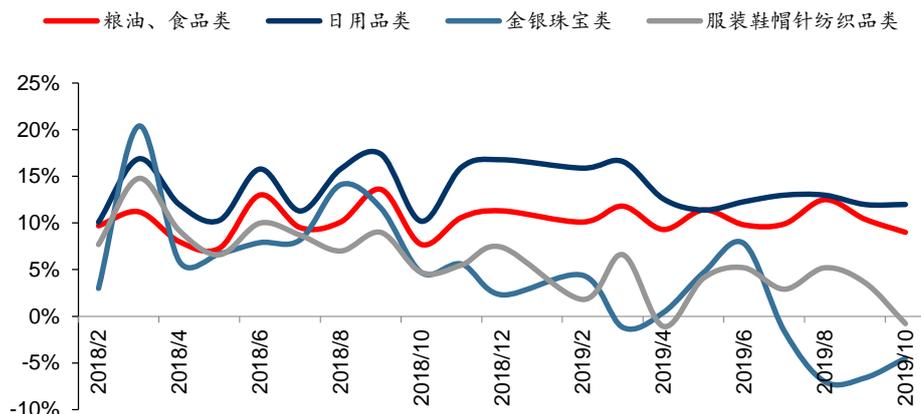


资料来源：Wind、华泰证券研究所

必选消费韧性较强，CPI 与超市板块增速显著正相关

经济增速放缓，必选消费韧性优于可选消费。超市板块基本面主要与社零中粮油饮料、日用品等增速相关，属于必选消费，具备较强需求刚性。经济下行期社零分品类增速分化，以粮油食品、日用品为代表的必选消费增速维持高位，可选消费增速较去年同期明显回落，2019 年 10 月粮油食品/日用品/金银珠宝/服装鞋帽纺织品零售额增速分别为 9%/12%/-4.5%/-0.80%。

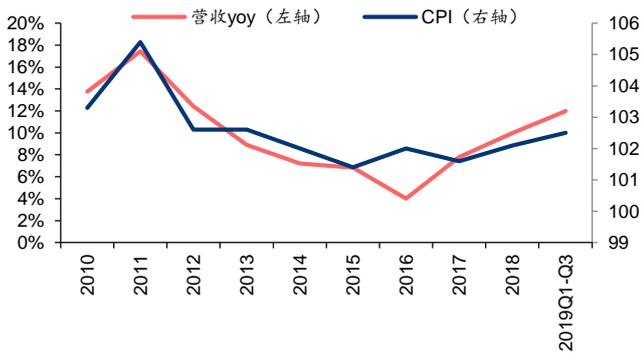
图表35：必选消费韧性优于可选消费



资料来源：Wind、华泰证券研究所

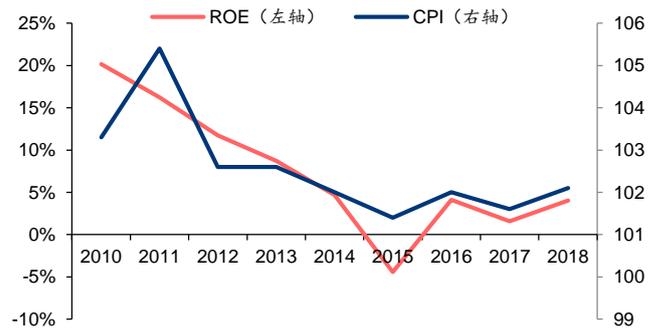
CPI 与超市板块增速显著正相关，持续推动超市板块增长。超市销售商品绝大多数为生活必需品，商品需求的价格弹性较低，价格抬升时超市营收增长提速。2010-2018 年期间，CPI 与超市板块营收同比、ROE 均呈明显的一致性走势。超市行业得益于 CPI 上行，2019Q1-Q3 行业营收增速达 10.89%，同期 CPI 累计同比增长 2.5%，食品类 CPI 累计同比增长 6.5%。

图表36: CPI 与超市板块营收增速显著正相关



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表37: CPI 与超市板块 ROE 显著正相关



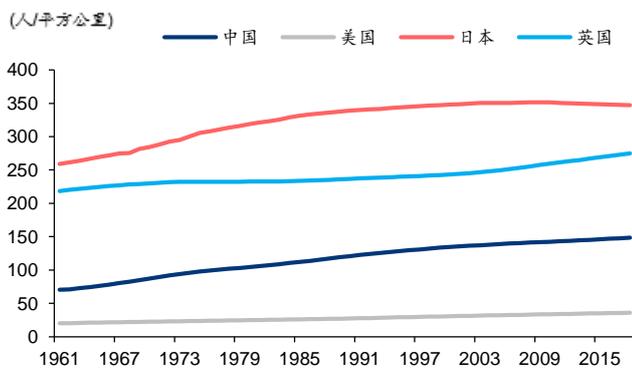
资料来源: Wind、华泰证券研究所

中小业态超市具备发展潜力，增速较高

基于中国人口密度情况，中小业态超市占比低，仍具发展潜力。地区能够承载的业态结构，主要依赖于人口密度，2018 年中国人口密度为 148 人/平方千米，低于日本和英国（日本人口密度为 347 人/平方千米，英国人口密度为 275 人/平方千米），远高于美国（美国人口密度为 36 人/平方千米）但是考虑到中国的地理特点，大量地域不适合居住，人烟稀少，相关统计数据低估了中国的人口密度。

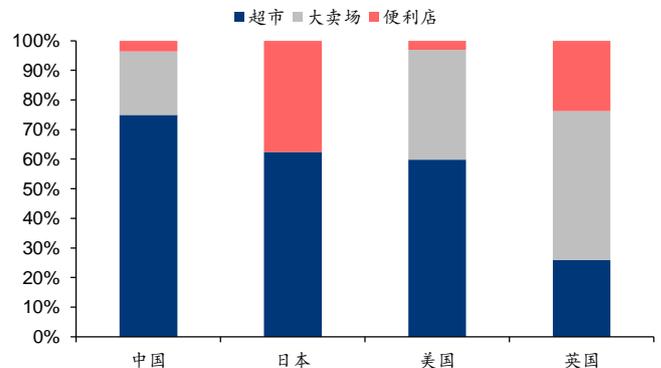
人口密集度较高的地区，便利店等中小业态将有更大的发展空间。目前我国便利店行业发展及渗透率仍落后于发达国家，2018 年中国便利店零售额占比为 3.63%，远低于日本/英国的 37.57%/ 23.75%，仅跟美国大致持平。

图表38: 中、美、日、英人口密度 (1961-2018 年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表39: 2018 年中国以便利店为代表的中小业态超市占比低



资料来源: Euromonitor、华泰证券研究所

除了人口密集度外，便利店的发展还与国家经济水平有关，经济水平较高的消费者更愿意为便捷程度、时间成本支付溢价。根据发达市场经验，便利店一般在人均 GDP 达到 3000 美元时兴起，在人均 GDP 达到 1 万美元时步入快速扩张期。随着中国经济持续发展，2018 年人均 GDP 约 9780 美元，经济水平的提升为便利店加速发展创造条件。目前便利店在中国主要集中在上海、东莞、深圳等部分经济发展水平高、人口密度大的城市。近年来便利店在中国快速发展，2018 年行业销售规模增速达 18.0%，近五年门店面积、数量增速均在 10% 以上，快于其他超市业态。

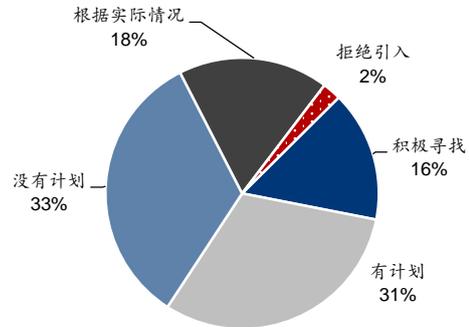
资本进入加速了中小业态超市的布局。一方面，2018 年沃尔玛的小业态智能超市“惠选”已于深圳落地；华润万家则推出全新品牌“万家 MART”，营业面积压缩近一半；百佳加速布局缩小版的百佳超市的小业态社区店；2019 年物美计划新开 260 家门店中 160 家都是小业态门店。另一方面，根据中国连锁经营协会报告显示，2019 年积极寻找和有计划进行资本引入的便利店企业达 46.7%，可预见未来资本对中小业态超市的助推作用。

图表40: 以便利店为代表的中小业态超市快速增长



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表41: 2019 年便利店企业资本引入计划



资料来源: CCFA, 华泰证券研究所

消费升级趋势下，生鲜超市领域前景广阔

中国生鲜市场在消费端和供应端均具备升级潜力。消费端看，新一代消费者价格敏感度低，更注重产品质量和消费变量水平。根据 BCG 中国消费者信心调查显示，生鲜是消费者进行消费升级意愿最高的品类，有 63% 的消费者表示要购买品质更好的生鲜产品，高于所有品类的平均比率 42%。消费升级叠加生鲜消费的高频次消费及刚需性质，生鲜市场规模保持快速增长趋势，2018 年生鲜交易规模达到 1.91 万亿元，同比增加 6.92%；但与国外生鲜市场相比，还具有很大的增量空间。供应端看，目前中国生鲜冷链运输尚不发达，损耗率约为 25-30%，相较于美国 1~2%、日本 5% 非常高，且供应链环节冗余，产地集中度低，中小企业居多，有较大的升级空间。近年以永辉超市、家家悦为代表的商超龙头依托优秀的冷链运输网络，推进从终端逆向垂直整合生鲜产业链，二者生鲜直采比例均超过 70%，并积极加强与供应商的合作关系，消除中间环节溢价。

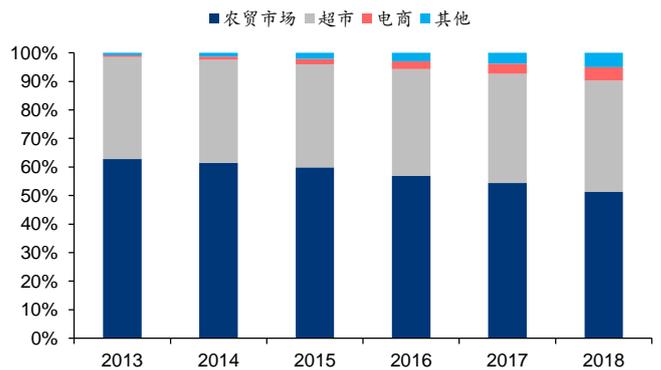
受益于消费升级与供给侧改革，生鲜超市渠道占比提升。总体上看，中国生鲜虽然还是以农贸市场为主，但正在超“农改超”方向转变，生鲜超市渠道占比从 2013 年的 36% 上升至 2018 年的 41%。老牌商超企业方面，2018 年永辉超市、家家悦生鲜营收占比分别为 44.90%、40.65%，增速达 21.31%、14.44%；且永辉推出自有生鲜品牌“超级 U 选”以满足消费升级的需求，家家悦自有品牌销售占比逐年上升，达 9.83%。新业态方面，超级物种、苏鲜生及 7 Fresh 分别依托永辉、苏宁及京东建立生鲜自有品牌。

图表42: 生鲜市场交易额逐年增长



资料来源: 商务委, 华泰证券研究所

图表43: 生鲜超市渠道占比逐步提升



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

黄金珠宝行业集中度提升，行业龙头渠道下沉扩张

黄金珠宝行业增速趋缓，但仍有发展空间

近年来我国的黄金珠宝行业从之前的高速增长阶段进入了平稳发展时期，根据 Euromonitor 数据，2013 年以来我国的珠宝首饰市场增速逐渐下降，2009-2013 年 CAGR 达 23.81%，而 2014-2018 年 CAGR 回落至 5.34%，主要系 2013 年的“抢金潮”提前透支了黄金珠宝消费需求、国际金价结束了上行趋势以及房价上涨挤占了黄金珠宝的消费力。

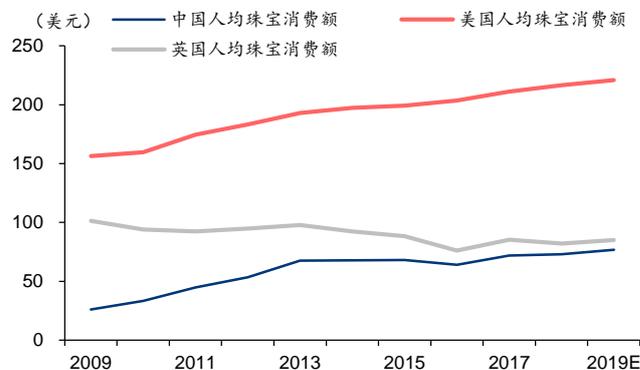
从长期角度来看，珠宝行业仍将保持稳健增长。据 Euromonitor 预测，2019 年中国人均珠宝消费额将达到 76.78 美元，与美国的 220.97 美元存在较大差距。我们认为随着经济企稳，可选消费压力缓解，黄金珠宝人均消费额存在进一步提升空间。此外，下沉市场是珠宝首饰行业增长的重要驱动因素。根据商务部，在 2018 年春节下沉市场占比较高的陕西、贵州、吉林等地的珠宝首饰销售同比增速分别为 43%/30.6%/17.8%，同时 2013-2018 年三线及以下的珠宝销售增幅达到 39.1%，高于一线（28.4%）以及二线（32.3%）。我们认为随着下沉市场的消费能力进一步被开发挖掘，黄金珠宝行业依然具备增长潜力。根据 Euromonitor 预测，2019-2022 年我国珠宝首饰市场将保持每年 7% 左右的增速。

图表44：中国珠宝首饰市场规模及增速



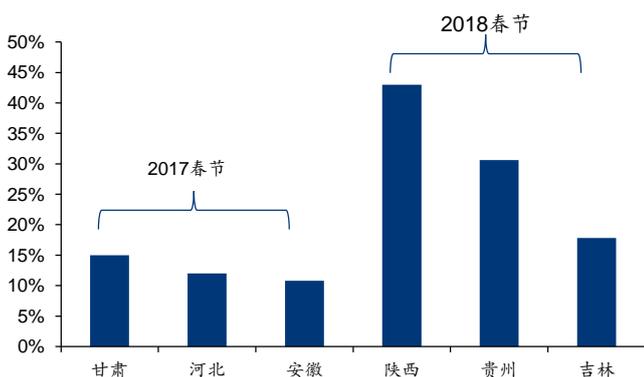
资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

图表45：中国、日本、美国人均珠宝消费额



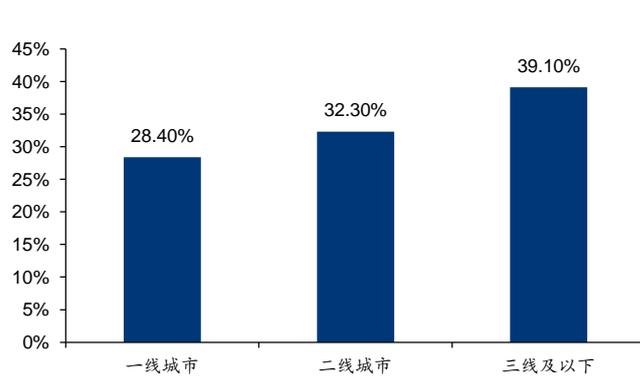
资料来源：Euromonitor、Wind、华泰证券研究所

图表46：2017/2018年春节部分省份珠宝首饰销售额增速



资料来源：商务部、华泰证券研究所

图表47：2013-2018年各线城市珠宝销售额增速



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

钻石渗透率较低，未来镶嵌类产品增长空间更大

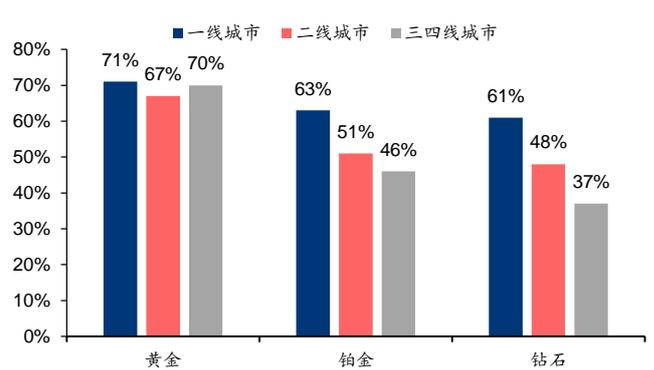
根据 De Beers 数据，2013-2018 年中国的钻石首饰需求量从 590 亿元上升至 690 亿元，CAGR 为 3.18%。从发展空间来看，钻石品类在中国市场、尤其是三四线市场渗透率仍较低。根据前瞻产业研究院数据，黄金品类在各线城市的渗透率均在 70% 左右，而钻石在一线、二线、三四线的渗透率分别为 61%/48%/37%，明显低于黄金。而近年来下沉市场的消费能力亮眼，对奢侈品的消费热情不亚于高线城市，有望带动钻石品类渗透率的提升。此外，2017 年中国珠宝行业的销售额占比中，钻石仅占 15%，大幅落后于国际市场 48% 的水平。我们认为以钻石为代表的镶嵌类产品在珠宝行业中的增长潜力较大。

图表48: 中国钻石珠宝需求量及增速



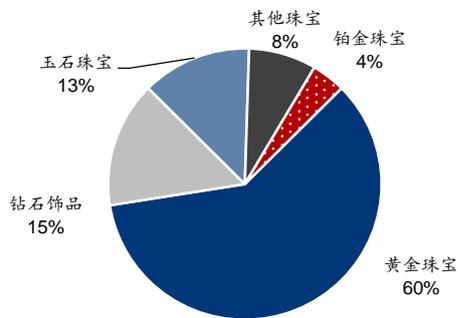
资料来源: De Beers、华泰证券研究所

图表49: 2016年中国各级城市珠宝渗透率



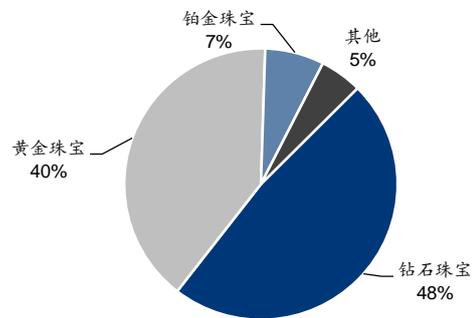
资料来源: De Beers、华泰证券研究所

图表50: 2017年中国珠宝行业分品类占比



资料来源: 周六福招股说明书、华泰证券研究所

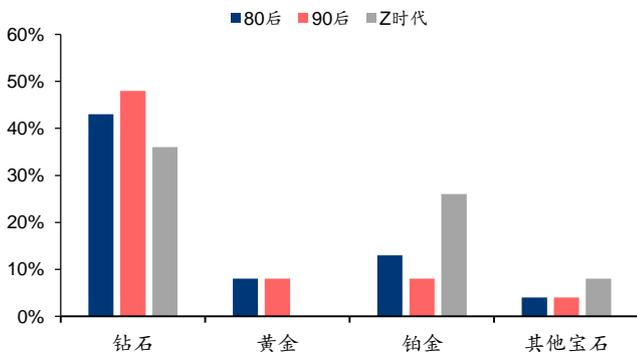
图表51: 2016年国际珠宝行业分品类占比



资料来源: 中国产业信息、华泰证券研究所

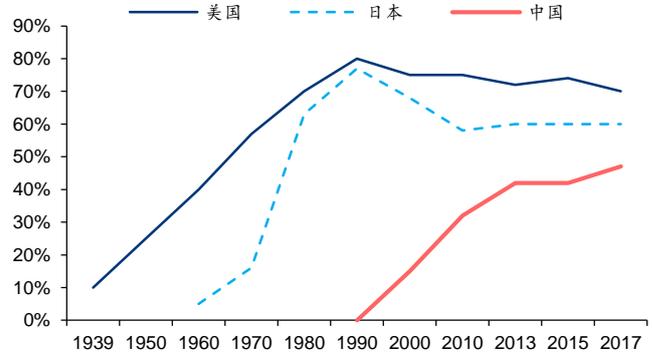
此外, 钻石相比于其他珠宝品类更受到年轻消费者的欢迎, 根据 De Beers 的数据, 在中国的千禧一代 (包括 80 后与 90 后) 以及 Z 时代 (00 后) 之中, 钻石均为最受欢迎的品类, 大幅高于黄金、铂金和其他宝石。同时钻石在中国婚嫁市场中的渗透率也逐年提升, 在 2017 年达到 47%, 但仍低于日本及美国。尽管近年来中国的结婚对数有所下降, 但钻石渗透率的提升依然能够保证钻石消费较强的韧性。

图表52: 中国不同年龄段对各类珠宝的欢迎程度



资料来源: De Beers、华泰证券研究所

图表53: 中国、日本、美国婚嫁市场钻石渗透率

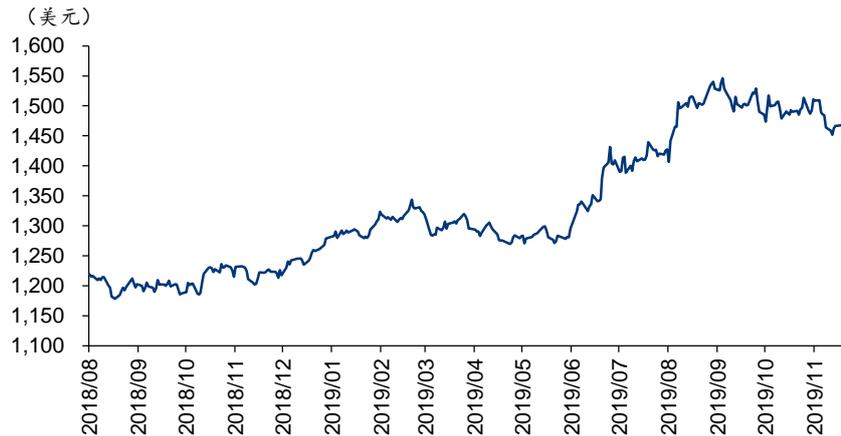


资料来源: De Beers、华泰证券研究所

短期金价上行提升龙头企业盈利能力

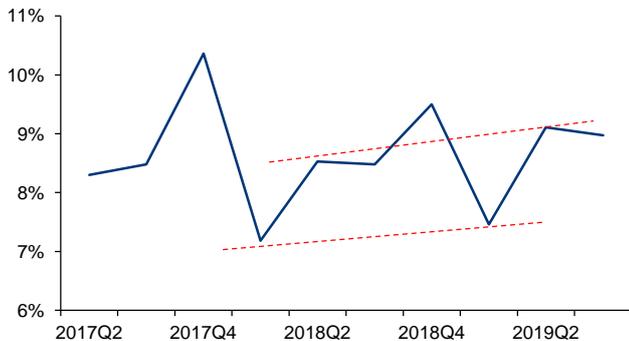
自2018年下半年以来，国际黄金的价格由于中美贸易摩擦和英国硬脱欧风险等不稳定的国际形势以及美联储执行降息而大幅上行。截至2019/11/28，伦敦现货黄金为1454美元，相较于2018年8月的低点已经累计上涨约23.39%。受益于黄金价格的大幅上涨，珠宝企业相应减少对冲比例，黄金首饰业务毛利率也得以上升，例如老凤祥的2019Q3单季度为8.97%，对比去年同期上涨0.49pct，周大生的素金首饰业务毛利也明显上升，2019H1达到22.9%，高于2018H1的19.1%以及2018全年的19.92%。我们认为在中短期内金价受国际局势面临较大的不确定性影响依然能够维持在较高的价格水平，利于珠宝企业提升盈利能力。

图表54：伦敦现货黄金价格（截至2019/11/28）



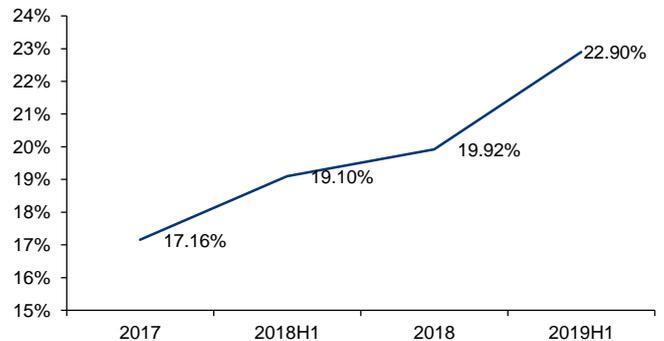
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表55：老凤祥单季度毛利率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表56：周大生素金业务毛利率

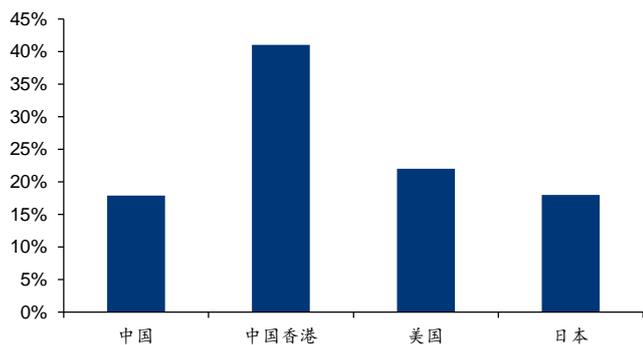


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

珠宝行业仍相对分散，未来集中度提升趋势下利于龙头企业

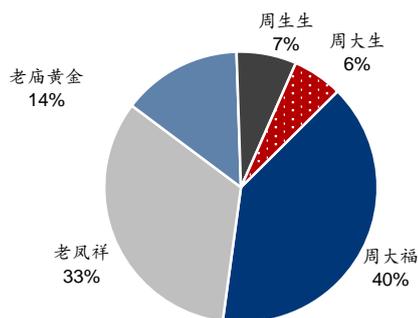
中国的珠宝行业集中度与中国香港、美国等市场比较仍相对较低，2018年我国的珠宝行业CR3 17.9%，低于中国香港的41%和美国的22%，与日本市场大致相当（18%），考虑到内地黄金珠宝市场结构与消费偏好更像中国香港市场（更加偏重黄金类产品，欧美偏重珠宝类产品），我们预计行业集中度有望向中国香港市场趋近。我们发现2013-2016年中国的珠宝行业集中度呈下降趋势，主要系行业内竞争加剧导致，而2016年以来，竞争格局逐渐明朗，行业龙头的地位愈发稳固，2018年市占率前五的品牌分别为周大福（6.7%）、老凤祥（5.6%）、老庙黄金（5.6%）、周生生（1.2%）和周大生（1.2%）。我们认为随着龙头企业渠道和品牌优势进一步加强，珠宝行业未来集中度有望继续提升，强者恒强局势会更加清晰。

图表57： 中国、中国香港、美国、日本珠宝行业 CR3 (2018 年)



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

图表58： 2018 年珠宝行业市占率前五品牌



资料来源：Euromonitor、华泰证券研究所

母婴市场高速发展，线下连锁店仍是主要渠道

经济水平稳定增长，助推母婴市场高速扩张

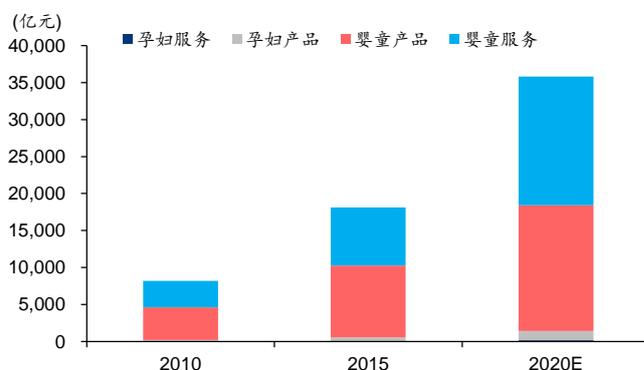
母婴市场高速发展，仍具备增量空间。近年来经济飞速发展，为母婴行业提供潜在消费能力，2018 年人均 GDP 达 6.5 万元，同比增长 9.19%；城镇居民人均可支配收入增加至 3.93 万元，同比增长 7.84%。据易观数据，2018 年我国母婴行业市场规模达 2.77 万亿元，同比增长 9.50%，2013-2018 年期间 CAGR 约为 11.9%；罗兰贝格预测 2020 年母婴市场总体规模近 3.6 万亿元。

图表59： 中国母婴行业市场规模



资料来源：易观、华泰证券研究所

图表60： 罗兰贝格测算母婴细分市场规模

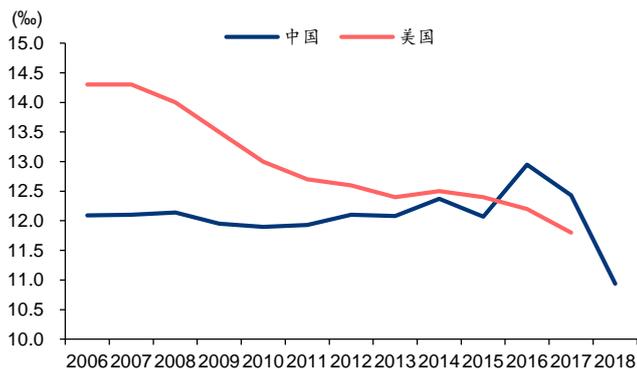


资料来源：罗兰贝格、华泰证券研究所

品质升级趋势明显，母婴行业仍具增量空间

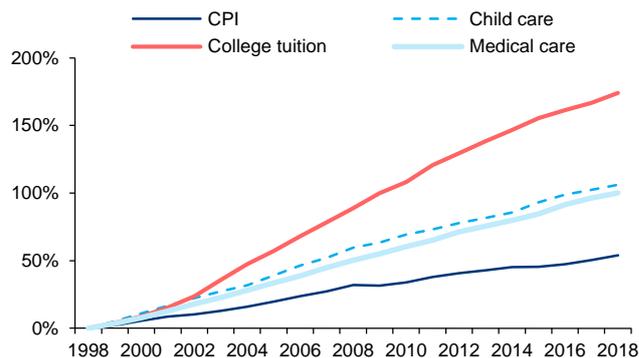
出生率下降背景下，母婴行业仍快速发展。我们认为母婴行业增长主要受经济增长及消费升级影响（表现为产品升级和价格提升），与新生儿数量关系较小。根据 BLS 数据，近 20 年来美国儿童护理类产品价格提升幅度远高于整体 CPI 的上涨幅度；中国 2018 年出生人口 1523 万人，出生率仅 10.94%，同比下降 1.49%，但母婴产品的零售额仍保持稳健较快增长。

图表61: 中国、美国出生率变化 (%)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

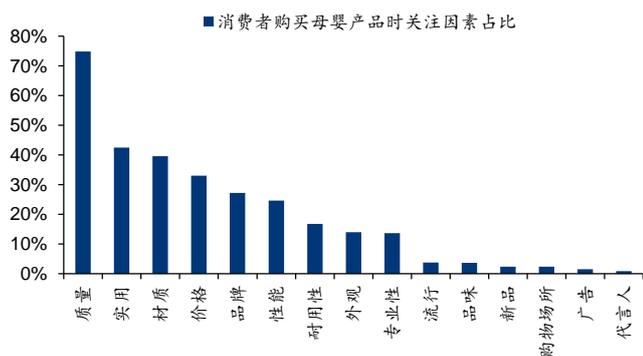
图表62: 美国消费品物价变化



资料来源: BLS、华泰证券研究所

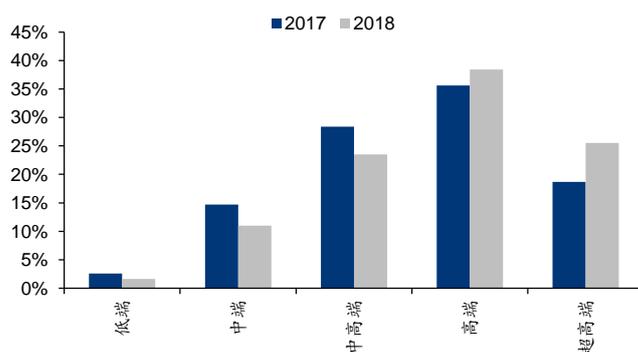
消费升级趋势下，母婴行业具备增量空间。尼尔森研究显示，对比 2017、2018 年，五大母婴品类（婴儿奶粉、婴儿尿布、奶瓶、婴儿食品、吸奶器），销量与价格的贡献比例较小，销售增长主要来源于消费升级和新品。主要体现在四个方面：1) 421 家庭结构的支付能力增强，每个新生儿可获得的投入增加，根据沙利文报告，母婴类产品与服务消费占家庭消费的比重从 2013 年的 15.87% 上升至 2017 年的 18.18%，并预计 2020 年将进一步提升至 19.9%；2) 年轻家庭逐渐成为母婴市场消费主体，消费者对母婴产品价格敏感度低，更为注重产品质量，沙利文报告预测中国年轻家庭消费市场规模总量于 2019、2022 年分别达到 14.3、21.5 万亿元；3) 中高端产品占比持续提升，消费者更愿意为高品质、高安全性和高附加值的母婴产品支付溢价，据尼尔森数据显示，从不同品类看，2018 年高端、超高端奶粉分别同比增加 26.5%、59.9%，超高端尿布同比增加 30.7%，PPSU 材质与硅胶材质奶瓶增速均超 30%。4) 母婴产品营销效果好，由于母婴消费者和产品使用者不重合，并且消费者在备孕或怀孕后才会关注母婴产品，消费者需要获取营销信息，且更愿意为新品付费。

图表63: 中国母婴家庭人群购买母婴产品时关注要素分析



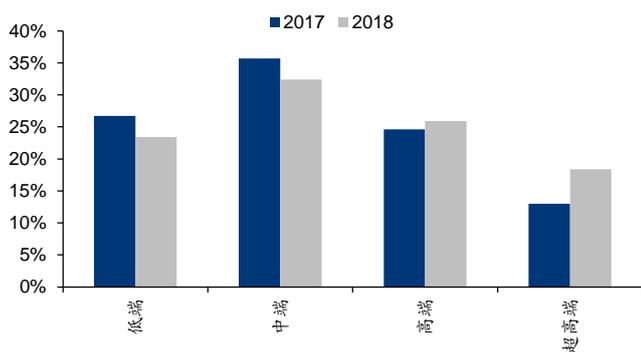
资料来源: 艾瑞咨询、华泰证券研究所

图表64: 母婴渠道婴儿奶粉价格段份额



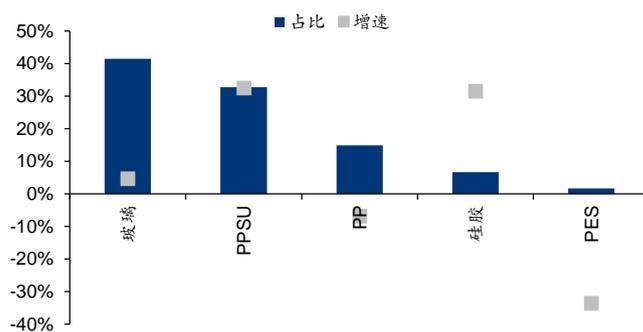
资料来源: 尼尔森、华泰证券研究所

图表65： 母婴渠道婴儿奶粉价格段份额



资料来源：尼尔森、华泰证券研究所

图表66： 2018 年奶瓶不同材质占比及增速



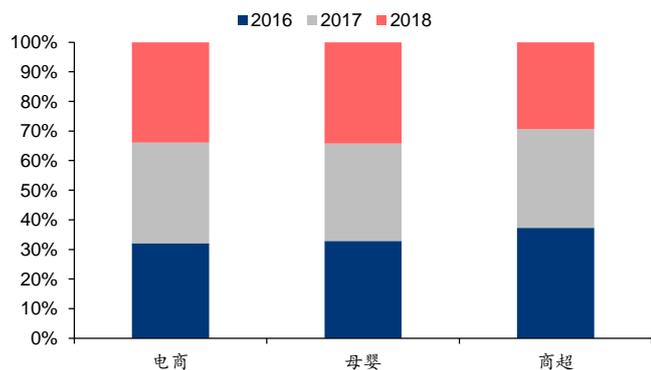
资料来源：尼尔森、华泰证券研究所

线下连锁店机会仍存，渠道集中度有望提升

母婴连锁店仍是主要渠道，份额持续提升。近年母婴线下连锁店和电商渠道推动整体母婴市场的增长，持续蚕食商超、百货渠道份额。2018 年国内母婴连锁渠道规模接近 2000 亿元，占据近 50% 的份额，增速近 20%；电商渠道增速达 23%，均高于母婴行业整体增速。母婴连锁店占比较高主要源于：1) 相较电商渠道，线下渠道的体验感和信任感是线上渠道短期内无法取代的，线下消费体验感和线下场景能够更好地满足母婴消费者特有的促达需求。2) 相较商超、百货渠道，母婴连锁店更具备全品类一站式便利购物条件，能够提供更完整的配套服务，包括专业化服务和相关增值服务，与消费者联系更为紧密。

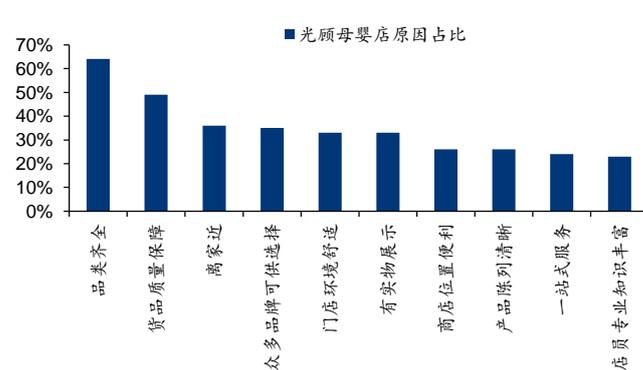
发挥门店获客优势，提升渠道集中度。母婴产品具有阶段性特征，需要不断获取新客，门店可通过独有优势增强消费者粘性和进行引流。据尼尔森调查，2018 年，母婴用品品类齐全、产品质量有保障、离家近是消费者选择光顾母婴店的主要三个因素；且在所有影响渠道选择的因素中，满足“一站式服务”的需求相比增长最为明显，高达 7%；“有照顾小孩或供小孩玩耍的专区”增长比例为 4%。由此，爱婴室门店推出婴儿抚触服务，且定价较低，并非以营利为目的，主要是借此打造体验式服务；孩子王通过育儿顾问加强与用户间的联系，门店提供儿童游乐、早教才艺等区域，以拉长会员生命周期。

图表67： 母婴市场不同渠道份额占比



资料来源：尼尔森、华泰证券研究所

图表68： 光顾母婴店的主要原因（2018 年）



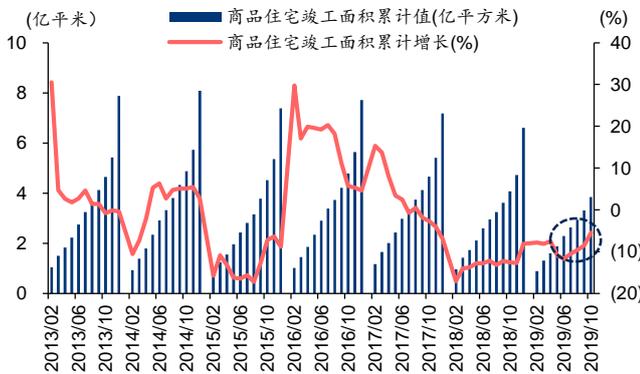
资料来源：尼尔森、华泰证券研究所

地产表现边际改善，家具板块值得关注

地产数据改善迹象显现

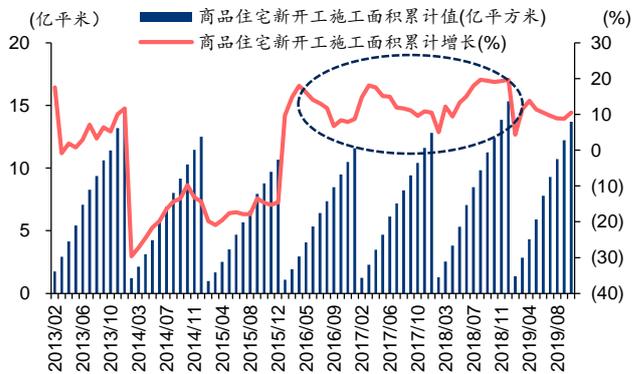
2019 年以来，商品住宅的竣工数据已经产生了逐渐企稳回暖的迹象，2019 年 10 月商品住宅累计竣工面积达 13.69 亿平方米，同比下降 5.5%，尽管仍然呈现负增长，但是降幅收窄，增速相较于 9 月环比增加 3pct，超过市场预期。另外从房地产的开发周期来看，从新开工到竣工交房大致需要 3 年的时间，而从 2016 年以来，商品住宅新开工施工面积保持了较高的同比增速，2016-2018 年分别同比增 8.7%/10.5%/19.7%，随着这批新开工住宅的陆续交付，我们认为新开工面积的高增速赋予的传导效应能够为后续的竣工面积增速提供有力的支撑。此外，房地产住宅投资额也从 2016 年以来触底回升，说明房地产开发企业对市场的信心逐渐提升，10 月累计同比增 10.46%，整体趋势向好。在商品房销售面积方面也呈现出了稳中向好的态势，2019 年 10 月商品房销售面积累计为 13.33 亿平方米，同比增 0.1%，而 2019 年 2-9 月累计同比均为负增长，边际改善趋势显现。

图表 69：商品住宅竣工面积累计值及同比增速（截至 2019 年 10 月）



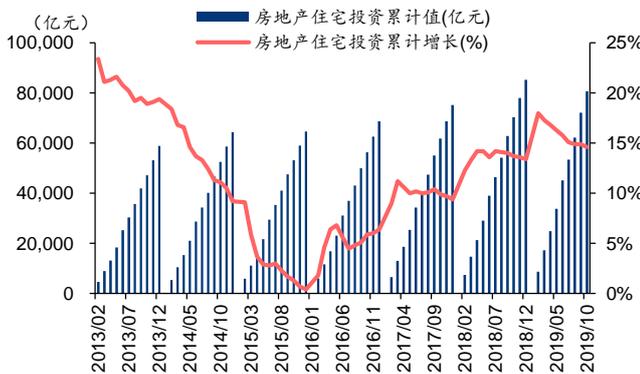
资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表 70：商品住宅新开工施工面积及同比增速（截至 2019 年 10 月）



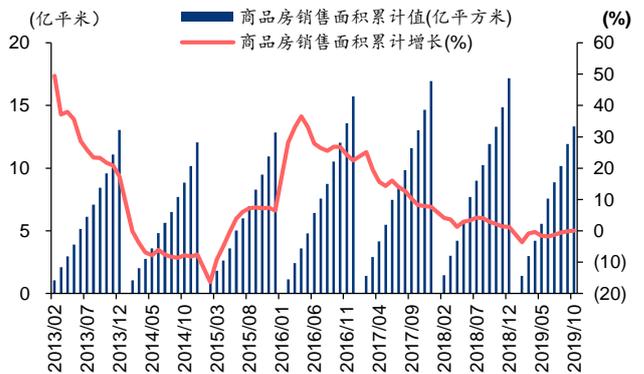
资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表 71：房地产住宅投资累计值及增速（截至 2019 年 10 月）



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表 72：商品房销售面积及增速（截至 2019 年 10 月）

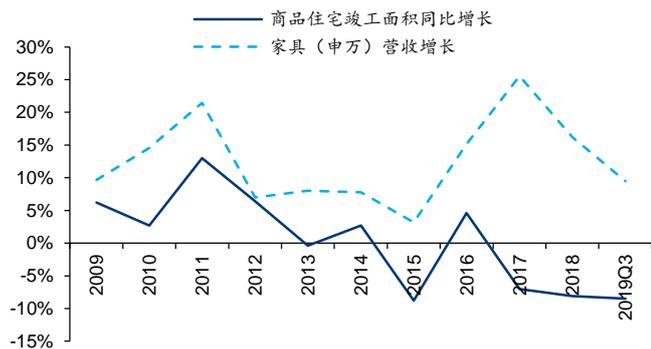


资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

地产对于家具板块估值及业绩存在正面影响

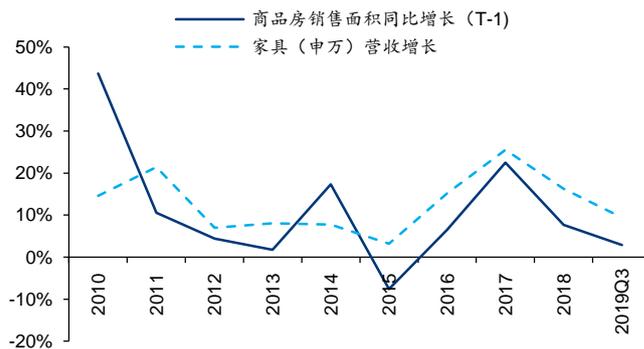
一般来说，无论是毛坯房还是精装房，在商品住宅竣工交付之前或之后均会产生装修以及添置家具配饰的需求。因此地产的整体表现与家具企业的业绩呈正相关关系，地产表现的好转能够有效刺激作为下游的家具行业的需求，促进产品销量的放量增长，进而推动行业内公司的估值水平以及业绩的增长。我们将申万家具指数的估值和业绩表现与地产行情进行比较可以发现，家具行业的营收增速和商品住宅的竣工面积呈现了较为明显的相关性，竣工交付带动了家具产品的销量，另外，若将商品房的销售面积增速之后一年与家具行业的营收进行比较可以发现，2015 年至今两者之间也展现了较好的相关性，印证了地产增速对于家具业绩的引领带动效应。同时，家具行业的估值水平和商品房的销售面积之间存在着相关关系，主要系商品房销售面积的提升改善了市场对于家具行业的预期水平，从而推高了估值水平。

图表 73: 家具行业营收与住宅竣工面积相关



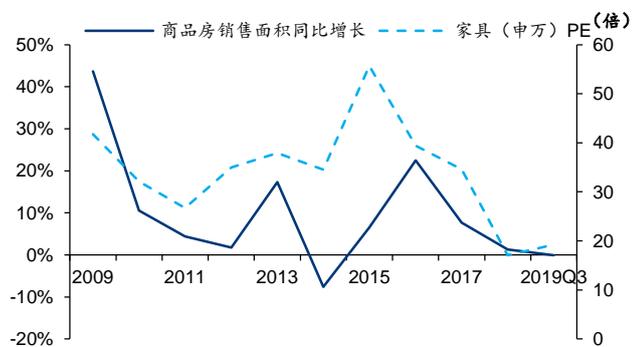
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 74: 家具行业营收和滞后一年的商品房销售面积相关



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 75: 家具行业估值水平及商品房销售面积相关



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 76: 近 10 年家具行业估值水平 (截至 2019/11/28)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

从家具行业的估值水平来看, 目前已经处于近 10 年的历史底部位置, 家具行业 PE-TTM 约为 20 倍 (近十年行业平均水平约为 36 倍)。我们认为这轮地产行情回暖, 首先能够提振市场对于地产后周期行业的信心, 带来家具行业估值水平的提升, 在竣工面积增速进一步上升后, 改善家具公司的营收业绩水平和基本面情况。

投资建议

经济逐渐降速背景下，虽然社零增速及零售行业增长都呈现放缓态势，但消费整体还是展现出一定韧性，尤其是必选消费表现较好。从当前宏观分析角度看，必选类消费以及下沉市场仍然具备持续增长的潜力；从中长期产业发展趋势角度看，符合消费升级趋势的细分行业，尤其是其中的龙头公司有望获得长期的超额收益；从边际改善、估值修复角度看，处于底部的优质公司，当外部经营环境回暖时，存在弹性机会。

1、CPI 上行趋势下，超市龙头投资机会。必选类消费与宏观经济关联度较低，且考虑到 2019Q4 猪肉价格维持高位，食品类 CPI 仍有支撑，这对于必需品类涨价有明显推动作用，相关超市企业同店收入有望继续提升。考虑到生鲜超市在长期仍有广阔发展空间，其中中小业态超市处于行业红利期，建议关注生鲜超市龙头企业永辉超市（601933.SH）、家家悦（603708.SH），以及便利超市龙头红旗连锁（002697.SZ）。

2、黄金珠宝龙头持续渠道下沉，黄金涨价带来业绩弹性的机会。国内黄金珠宝行业集中度偏低，且近年来龙头公司与其他公司之间业绩表现呈现分化趋势，伴随着三四线城市消费升级，黄金珠宝企业越来越强调渠道下沉扩张，行业龙头渠道扩张纷纷提速。另一方面，2019 年金价大幅上涨，对相关龙头企业盈利能力改善提供了正向支撑。建议关注黄金珠宝龙头企业周大生（002867.SZ）、老凤祥（600612.SH）。

3、关注高景气度的母婴行业。母婴行业消费升级趋势非常明显，从海外经验看，母婴类产品和服务长期价格持续上行，居民在母婴方面的投入持续增加，短期受新生儿人口数量下降影响有限。从国内格局看，母婴行业集中度提升仍有空间，相关龙头公司产品及服务提升明显。建议关注母婴线下连锁店龙头爱婴室（603214.SH）。

4、地产改善的趋势下，关注家具等相关产业链后端公司的弹性机会。地产行业的整体表现与家具企业的估值及业绩均呈正相关关系，地产表现的好转能够有效刺激作为下游的家具行业的需求，促进产品销量的放量增长，在地产行业竣工出现改善趋势的情况下，建议关注家具行业龙头美凯龙（601828.SH）。

风险提示

1、宏观经济加速下行。若国内宏观经济出现意外波动，则会影响居民可支配收入，进而对整体居民消费构成长期影响。

2、居民部门债务压力增大。若居民部门杠杆率继续提升，债务压力增大，会影响居民消费的风险偏好，抑制消费动力，对社零增长及消费公司业绩有不利影响。

3、国际贸易摩擦加剧。外部局势变化不仅会对贸易部门产生较大影响，同时也会影响国内多个产业，存在一定的不可预测性。

4、出生人口数量持续大幅下滑。近年来国内出生人口数量持续下降，如果下降幅度进一步扩大，或者持续时间特别长，则会对未来劳动人口及经济增长造成压力，间接影响到各个消费行业的持续增长。

5、新零售探索不及预期。零售行业对于新模式新消费的探索越来越积极，行业整合升级趋势明显，大量社会资本流入新零售领域。但是如果相关探索脱离实际，或者相关技术手段发展不达预期，则可能影响行业短期业绩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com