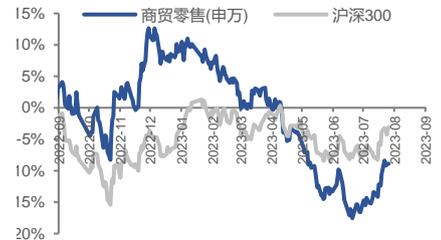


商业贸易行业周报 (09.11-09.17)

参考海外消费发展历程，关注结构性复苏的优质公司

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

➤ **以邻为镜，日本社会结构变化：**通过梳理日本经历的三大经济阶段以及四大消费时代，对比我国的发展阶段，我国目前正处于第二消费社会向第三消费社会转变的阶段，兼具第二和第三消费社会的特征，**我们需要关注的方向：1) 老龄化、少子化带来的情感需求消费（宠物等）、2) 职场女性增长带来的颜值消费（化妆品、医美等）。**

➤ **宠物行业发展伴随着老龄化、少子化带来的情感需求消费：**我们认为在日本经历石油危机后进入第三消费社会开始，消费单位开始由家庭转向个人，与此同时老龄化和少子化开始凸显，单人家庭不断增加，人们原本能够在家庭里满足的情感需求逐渐向宠物去转移，人们对宠物的角色意识从工具化向类人化去递进，由此宠物行业消费的韧性便有所保障。目前日本宠物已进入成熟期，但宠物行业消费相比宏观经济依然韧性十足。

➤ **美业发展伴随着职场女性增长带来的颜值消费：**我们认为日本美业发展体现了口红效应，在1997年泡沫破灭后GDP增速大幅下滑，化妆品出货量增幅反倒有所提升；同样的情况在2013年至2017年经济大幅度下滑时再次出现。另外价增较量增明显：两人以上家庭的年均化妆品支出在不断攀升，同样在1997年泡沫破灭后GDP增速大幅下滑后，人均化妆品消费额处于快速增长的阶段。

➤ **本周商贸零售周涨幅为-0.24%，一般零售表现佳周涨幅为1.34%。**本周商贸零售表现一般，周涨幅为-0.24%，为申万一级31个行业中第13名，社会服务表现较弱，周涨幅为-1.31%，排名为第23名，美容护理表现一般，周涨幅为-0.39%，排名为第15名。细分来看，一般零售表现最优，周涨幅为1.34%，化妆品表现最弱，周涨幅为-1.91%。

➤ **关注结构性复苏的优质公司。**投资主线一：关注出口预期逐季改善且行业具备高景气度的宠物赛道，建议关注：**中宠股份、乖宝股份**。投资主线二：暑期旅游高峰有望结构性复苏下的酒店和旅游板块，建议关注**锦江酒店、华住集团-S、君亭酒店**，以及优质景区标的**黄山旅游、天目湖**。投资主线三：具有强品牌力的**珀莱雅、巨子生物、上海家化**；深耕医用敷料领域且拓展化妆品赛道的**敷尔佳**；地产业务剥离，利润端表现突出的**福瑞达**。注射类产品管线布局完善+监管趋严下龙头集中度提升+股权激励计划三重共振的**爱美客**；不断拓展注射类和射频类家用美容仪产品，同时持续深化直销渠道的**医美设备龙头，复锐医疗科技**；医药板块为基石，向医美板块拓展的**江苏吴中、华东医药、昊海生科**。

➤ **风险提示：**疫情影响消费复苏、宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动、汇率波动风险、市场竞争风险。

团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号：S0210523050001
邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 高兴
执业证书编号：S0210522110002
邮箱：GX3970@hfzq.com.cn

相关报告

- 《龙头韧性视角看中报季后商业板块活力，需求修复与行业复苏同频》— 2023.09.13
- 《酒店三级跳之第二跳：中高端化转型顺应经济发展趋势，提高盈利能力边际》— 2023.09.05
- 《【华福商业】以邻为鉴，日本宠物行业发展复盘》— 2023.08.28

正文目录

1	日本“失去的二十年”社会结构变化复盘	3
1.1	日本宠物行业：老龄化、少子化带来的情感需求消费	4
1.2	日本美业：职场女性增长带来的颜值消费	5
2	商业贸易行业本周动态	7
3	风险提示	9

图表目录

图表 1：日本经济增长中枢持续下行，1998 年开始受金融危机影响陷入经济衰退和通缩	3
图表 2：日本经历四大消费社会	4
图表 3：宠物行业发展的三个阶段	5
图表 4：日本宠物行业消费韧性足	5
图表 5：日本美业随经济发展和民族自信加强逐渐发展起来	6
图表 6：日本化妆品出货量增速和 GDP 增速比对	7
图表 7：户均化妆品消费额（单位：日元）	7
图表 8：商贸零售近 3 个月内走弱于沪深 300	7
图表 9：商贸零售走弱，整体表现强于创业板指、中小板指	7
图表 10：商贸零售表现疲软，周涨幅为-0.24%	8
图表 11：一般零售表现佳，周涨幅为 1.34%	8
图表 12：本周表现最佳的标的为嘉亨家化、华东医药、普门科技、名创优品、江苏吴中	8
图表 13：本周表现不佳的标的为医思健康、华凯易佰、敷尔佳、泡泡玛特、名臣健康	9

1 日本“失去的二十年”社会结构变化复盘

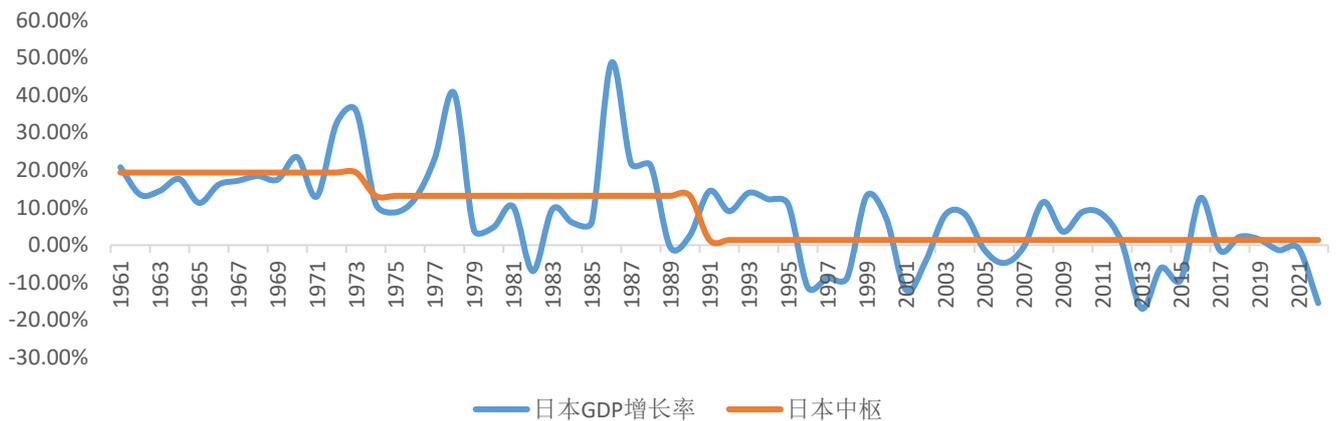
日本经历过三大经济周期，如下所示。

1) 经济快速增长期 (1961-1973): 技术进步、资源配置的改善带来经济快速增长，投资和净出口在快速扩张中起关键作用；

2) 经济增速放缓期 (1973-1987): 1973 年和 1979-1980 年两次石油危机带来了强劲的收缩压力，另外投资减少和技术进步放缓进一步对经济增长起到压制作用；

3) 泡沫期和失去的二十年 (1992-2012): 1997Q1 开始日本出现消费品“抢购热潮”，Q2 开始消费和住宅投资便急剧下降，1997Q4 开始日本银行业危机导致衰退演变成长期停滞，2008 年雷曼兄弟破产后出现的全球金融危机又使日本经济陷入严重衰退，其原因有两方面，其一是美国经济陷入严重衰退对日本出口品的需求急剧下降，导致失业率飙升、通缩恶化，其二是美国和欧洲采取的大规模货币宽松政策带来日元大幅升值，而日本央行错误的货币政策决策带来日元进一步升值，由此汽车出口受打击尤为严重，1998-2012 年日本重新陷入了经济衰退和通缩。

图表 1：日本经济增长中枢持续下行，1998 年开始受金融危机影响陷入经济衰退和通缩



数据来源：WIND、《繁荣与停滞：日本经济发展和转型》、华福证券研究所

而日本与我国同为东亚国家，比肩而立，经济、文化、政治等多方面与我国较为相似，具备重要的借鉴意义。根据三浦展在《第四消费时代》中指出，日本经历四大消费社会：

1) 第一消费时代 (1912-1942 年): 一战结束后，经济呈现繁荣景象，伴随着人口不断向城市地区集中而发展起来。媒体、批量生产、娱乐文化迅猛发展，即以城市为中心，中等阶级享受消费的时代；

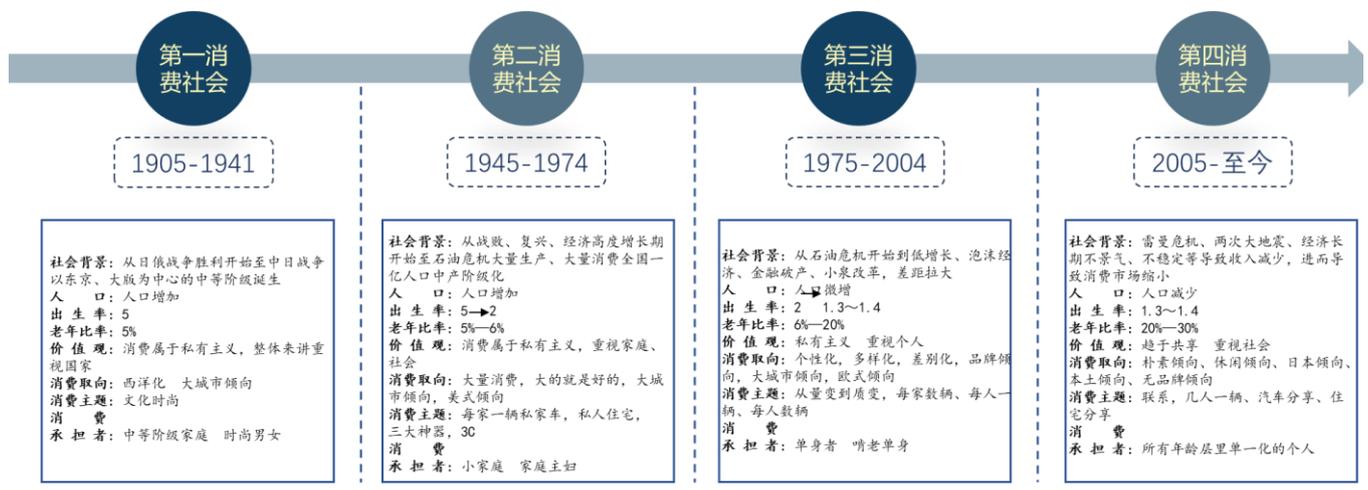
2) 第二消费时代 (1945-1974 年): 人口加速向城市集中，近代工业化发展，以家用电器为代表的批量生产商品在全国普及推广，夫妻和两个孩子组成的小家庭是消费的主要单位，日本成为追求以私家住宅、私家车为象征的美式批量生产、大量消费的社会；

3) 第三消费时代 (1975-2004 年): 石油危机之后低增长期，消费单位由家庭转向个人，个人化的商品开始受欢迎，消费逐渐个人化；

4) 第四消费时代 (2005-2034 年): 伴随人口减少，经济能力、购买能力、消费总额降低，社会呈现个人化。

从第二消费社会到第三消费社会，有以下五点变化：1) 从家族到个人；2) 从物质到服务；3) 从量到质（追求名牌）；4) 从理性、方便到感性、个性化（时尚化备受重视）；5) 从家庭主妇到职场女性。从第三消费社会到第四消费社会，有以下五个变化：1) 从个人意识到社会意识；2) 从私有主义到共享意识；3) 从追求品牌到追求简单、休闲；4) 从崇尚欧美、向往都市、追求自我到日本意识、地方意识；5) “由物质到服务”的真正实现。

通过梳理日本经历的三大经济阶段以及四大消费时代，对比我国的发展阶段，我国目前正处于第二消费社会向第三消费社会转变的阶段，兼具第二和第三消费社会的特征，我们需要关注的方向：**1) 老龄化、少子化带来的情感需求消费（宠物等）、2) 职场女性增长带来的颜值消费（化妆品、医美等）。**

图表 2：日本经历四大消费社会


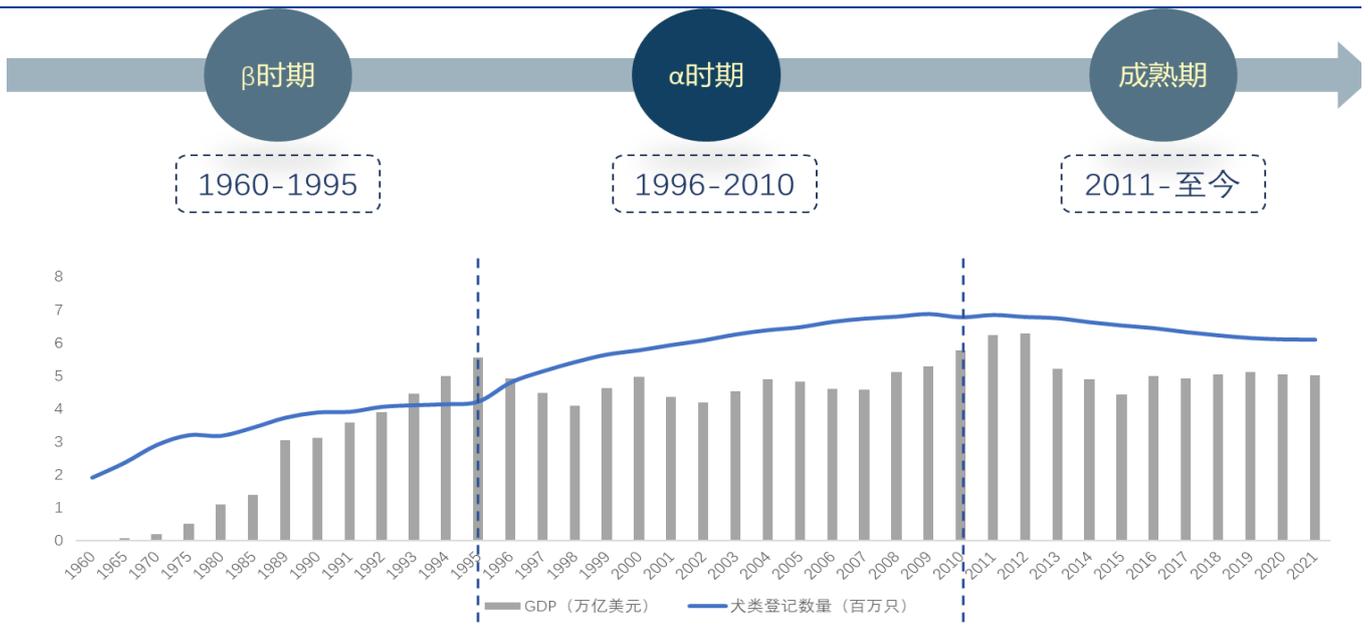
数据来源：《第四消费时代》、华福证券研究所

1.1 日本宠物行业：老龄化、少子化带来的情感需求消费

通过复盘日本宠物行业发展历程，我们将行业发展分为以下三个阶段：

- 1) β 时期 (1960-1995)：**行业发展随日本经济快速提振而发展；
- 2) α 时期 (1996-2010)：**日本经济逐渐走弱，但宠物行业增速斜率反倒更为陡峭，行业自身的 α 属性凸显；
- 3) 成熟期 (2011-至今)：**行业处于发展平稳的阶段，和经济发展相关性走弱。

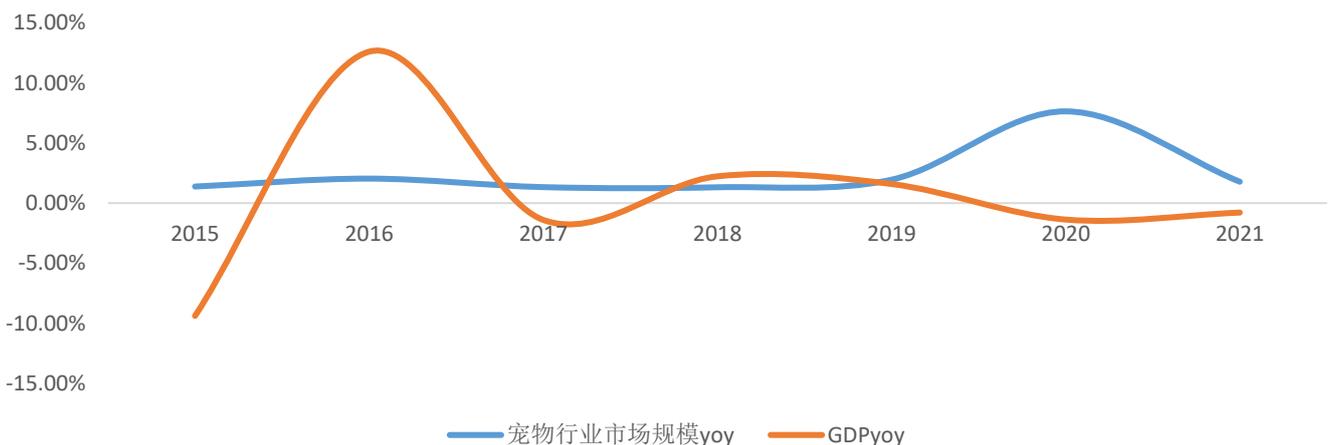
图表 3：宠物行业发展的三个阶段



数据来源：WIND、日本厚生劳动省、华福证券研究所

目前日本宠物已进入成熟期，但宠物行业消费相比宏观经济依然韧性十足，宠物行业发展伴随着老龄化、少子化带来的情感需求消费：我们认为在日本经历石油危机后进入第三消费社会开始，消费单位开始由家庭转向个人，与此同时老龄化和少子化开始凸显，单人家庭不断增加，人们原本能够在家庭里满足的情感需求逐渐向宠物去转移，人们对宠物的角色意识从工具化向类人化去递进，由此宠物行业消费的韧性便有所保障。目前日本宠物已进入成熟期，但宠物行业消费相比宏观经济依然韧性十足。

图表 4：日本宠物行业消费韧性足



数据来源：WIND、Statista、华福证券研究所

1.2 日本美业：职场女性增长带来的颜值消费

通过复盘日本美业发展历程，行业可以分为以下三个阶段：

- 1) 西方文化渗透阶段（20年代-70年代）：20年代开始受欧美荧屏影响，民众对化妆便已能够接受；

2) 民族骄傲兴起阶段 (70年代后-90年代初): 70年代开始民众重新认识日本美, 80年代开始日本女性走向社会, 伴随着 GDP 增速加快, 经济和文化双重因素对日本化妆品品牌发展产生了强推动力;

3) 独特潮流形成阶段 (90年代后-至今): 90年代后期开始 GDP 开始下滑, 波动较大, 但日本民族自信已经稳固, 日本品牌开始走上世界舞台。

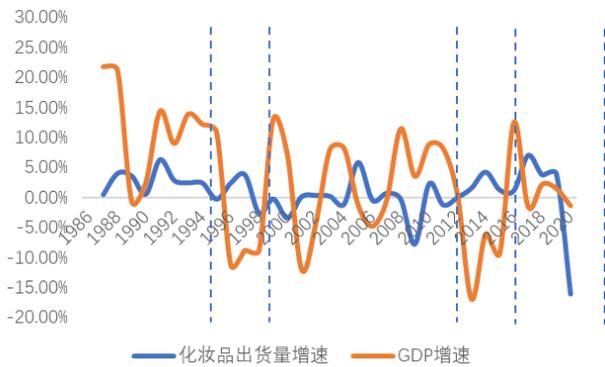
图表 5: 日本美业随经济发展和民族自信加强逐渐发展起来



数据来源: 品观网、WIND、华福证券研究所

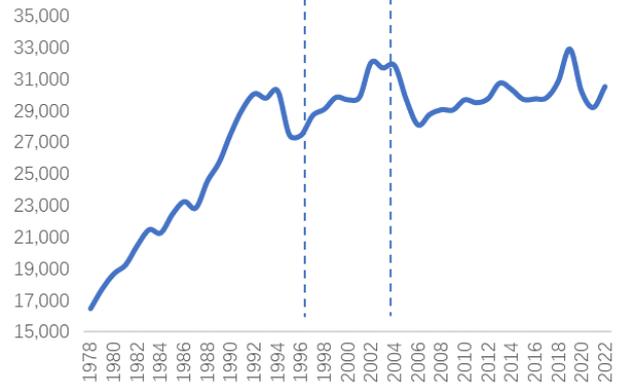
美业发展伴随着职场女性增长带来的颜值消费, 我们认为日本美业发展体现了口红效应。在 1997 年泡沫破灭后 GDP 增速大幅下滑, 化妆品出货量增幅反倒有所提升; 同样的情况在 2013 年至 2017 年经济大幅度下滑时再次出现。另外价增较量增明显: 两人以上家庭的年均化妆品支出在不断攀升, 同样在 1997 年泡沫破灭后 GDP 增速大幅下滑后, 户均化妆品消费额处于快速增长的阶段。

图表 6: 日本化妆品出货量增速和 GDP 增速对比



数据来源: 日本经济省、WIND、华福证券研究所

图表 7: 户均化妆品消费额 (单位: 日元)



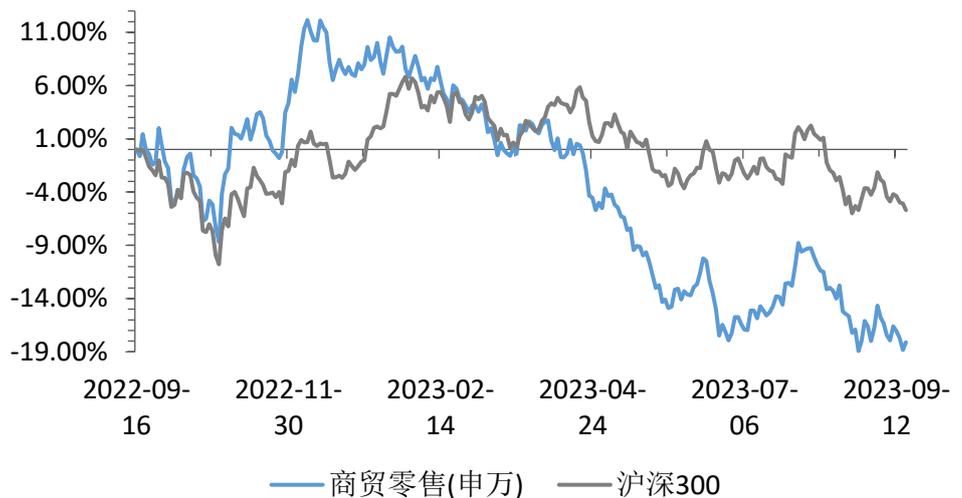
数据来源: 日本经济省、WIND、华福证券研究所

以上关于日本“失去的二十年”的详细内容及宠物、美业的行业相关研究请详见报告【华福商业】专题报告: 以邻为镜, 消失的二十年内零售机会挖掘。

2 商业贸易行业本周动态

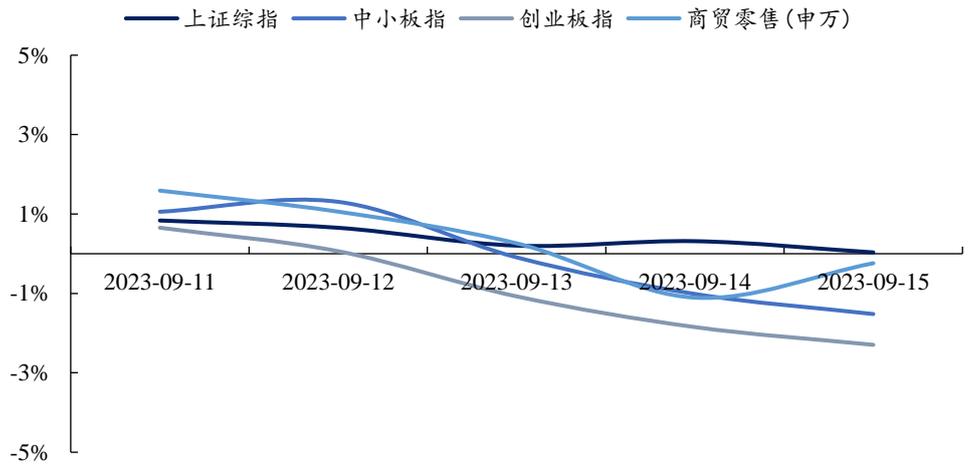
商贸零售弱于上证, 强于中小板指和创业板指。本周上证综指上涨 0.03%, 报 3117.74, 中小板下跌 1.52%, 报 6441.81, 创业板下跌 2.29%, 报 2002.73。商贸零售同比下跌 0.24%, 报 2171.51, 表现弱于上证 0.27 个 pct, 强于中小板 1.28 个 pct, 强于创业板 2.06 个 pct。

图表 8: 商贸零售近 3 个月内走弱于沪深 300



数据来源: Wind、华福证券研究所

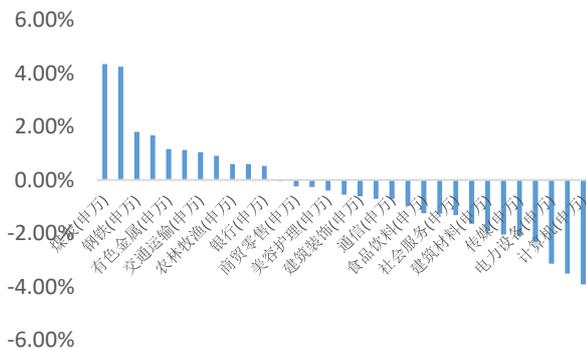
图表 9: 商贸零售走弱, 整体表现强于创业板指、中小板指



数据来源: Wind、华福证券研究所

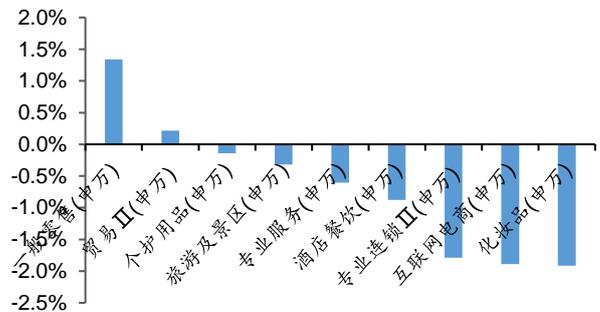
商贸零售表现弱。本周商贸零售表现一般,周涨幅为-0.24%,为申万一级31个行业中第13名,社会服务表现较弱,周涨幅为-1.31%,排名为第23名,美容护理表现一般,周涨幅为-0.39%,排名为第15名。细分来看,一般零售表现最优,周涨幅为1.34%,化妆品表现最弱,周涨幅为-1.91%。

图表 10: 商贸零售表现疲软,周涨幅为-0.24%



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 11: 一般零售表现佳,周涨幅为 1.34%



数据来源: Wind、华福证券研究所

线下消费场景修复带来的投资机会值得关注。本周表现最佳的五个标的为嘉亨家化、华东医药、普门科技、名创优品、江苏吴中,涨幅分别为12.40%/10.37%/9.17%/8.85%/6.66%,表现不佳的五个标的为医思健康、华凯易佰、敷尔佳、泡泡玛特、名臣健康,跌幅分别为-14.01%/-5.16%/-5.10%/-4.79%/-4.60%。

图表 12: 本周表现最佳的标的为嘉亨家化、华东医药、普门科技、名创优品、江苏吴中

周涨幅 Top5	证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅(%)
1	300955.SZ	嘉亨家化	25.11	12.40

2	000963.SZ	华东医药	41.09	10.37	
3	688389.SH	普门科技	20.96	9.17	
4	9896.HK	名创优品	58.45	8.85	
5	600200.SH	江苏吴中	7.69	6.66	
月涨幅 Top5		证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅(%)
1	9896.HK	名创优品	58.45	15.94	
2	300945.SZ	曼卡龙	16.61	10.44	
3	002336.SZ	人人乐	16.17	10.00	
4	000963.SZ	华东医药	41.09	8.16	
5	1696.HK	复锐医疗科技	6.96	5.45	
年涨幅 Top5		证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅(%)
1	9896.HK	名创优品	58.45	183.76	
2	002315.SZ	焦点科技	28.11	62.57	
3	600612.SH	老凤祥	66.19	58.23	
4	300592.SZ	华凯易佰	23.90	57.76	
5	600729.SH	重庆百货	32.93	42.52	

数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 13: 本周表现不佳的标的为医思健康、华凯易佰、敷尔佳、泡泡玛特、名臣健康

周跌幅 Top5		证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅(%)
1	2138.HK	医思健康	3.13	-14.01	
2	300592.SZ	华凯易佰	23.90	-5.16	
3	301371.SZ	敷尔佳	48.57	-5.10	
4	9992.HK	泡泡玛特	23.85	-4.79	
5	002919.SZ	名臣健康	32.13	-4.60	
月跌幅 Top5		证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅(%)
1	2138.HK	医思健康	3.13	-17.59	
2	002315.SZ	焦点科技	28.11	-16.98	
3	002919.SZ	名臣健康	32.13	-13.19	
4	301371.SZ	敷尔佳	48.57	-8.98	
5	002803.SZ	吉宏股份	17.00	-8.41	
年跌幅 Top5		证券代码	证券简称	收盘价	涨跌幅(%)
1	2279.HK	雍禾医疗	4.24	-64.61	
2	2138.HK	医思健康	3.13	-60.59	
3	2373.HK	美丽田园	12.46	-57.28	
4	301177.SZ	迪阿股份	35.92	-41.54	
5	002640.SZ	跨境通	3.53	-33.65	

数据来源: Wind、华福证券研究所

3 风险提示

疫情影响消费复苏、宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动、汇率波动风险、市场竞争风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn