

## 零售业行业

2017-12-18

## 行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

# 商贸零售 2018 年年度投资策略： 品质至上，实体回归

## 报告要点

### ■ 可选消费回暖，海外经验指引或具备持续性

经济基础逐渐夯实、房地产周期性繁荣强化了中产阶级财富基础，共同驱动国内消费者支出结构逐渐向可选消费品类倾斜，2016 年下半年以来终端消费需求中可选中高端品类增速持续改善。同时，与目前中国经济特征具有诸多类似的日本，在 1980 年代迎来可选消费的回暖，该阶段可选消费品类和百货公司收入增速中枢环比提升，持续改善期在 8 年左右，且期间百货龙头上市公司获得相比于指数较大超额收益，强化了我们对中国此轮可选消费回暖持续性的信心。

### ■ 品质消费升级，顺应趋势的品牌迎较快发展

从消费结构来看，中国各级城市中等收入群体扩容、受教育程度提升，以及消费群体迭代过程中消费倾向较高的年轻人群逐步成为消费主力等因素变化，使得居民消费意识从低价主导逐渐向品质化转移。作为印证，我们发现顺应消费趋势变化、积极进行定位和产品升级的品牌能够更快的抢占市场份额。

### ■ 实体供给出清，双线融合共同促进渠道升级

为顺应品质化消费趋势，线上线下渠道均将商品和服务升级上升到战略发展层面。实体方面，供给出清接近尾声，龙头企业倚靠品类和业态优势持续外延扩张的同时，创新升级业态和供应链；电商方面，在品质消费需求提升趋势下，逐渐改变过往以商品性价比作为全部引流基础的思路。在此背景下，电商携大数据、信息管理技术和会员管理系统，开始加速投资或与实体渠道进行深度合作，共同优化供应链和前端运营模式，以更高效率与服务品质进行市场拓展。

### ■ 投资建议：新均衡下新机会，精选稳增长与优模式

当前阶段国内消费市场迎来中高端消费群体崛起且消费趋向品质化、部分国内中高端品牌力提升且市场逐渐打开、实体渠道进入存量市场更注重服务品质和经营效率提升的三角均衡期。我们预判，新消费增长机会有望迸发：国内可选消费品将迎来成长机遇，龙头实体将迎来收入与效率双升。与此同时，零售板块深幅回调后整体估值快速消化，且板块机构配置较低，投资性价比凸显。综合消费趋势和渠道变革思路，我们围绕两条核心思路精选个股：1) 以可选消费需求为主，满足中高端品质化消费趋势的稳健增长个股，渠道维度推荐：**鄂武商、天虹股份、王府井**，品牌维度推荐：**莱绅通灵、周大生**。2) 掌握核心优质网点资源，主动变革望迎效率优化提升的连锁龙头，实体渠道维度推荐：**永辉超市、家家悦、中百集团**；线上线下融合维度，推荐：**苏宁云商**。

**风险提示：**

1. 经济增速出现大幅度下滑，促消费政策方向发生偏移；
2. 企业转型进度不达预期。

分析师 **李锦**

☎ (8627) 65799539

✉ lijn3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080004

分析师 **陈亮**

☎ (8627) 65799539

✉ chenliang5@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070017

联系人 **罗伟**

☎ (8627) 65799532

✉ luoyi1@cjsc.com.cn

联系人 **刘亚舟**

☎ (8627) 65799539

✉ liuyz1@cjsc.com.cn

#### 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000501	鄂武商 A	买入
002024	苏宁云商	增持
002419	天虹股份	买入
600859	王府井	买入

#### 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

#### 相关研究

《可选品类增速向好，化妆品及 3C 表现亮眼》  
2017-12-18

《新零售一周年，从概念到逐步落地》2017-12-10

## 目录

从高性价比到商品品质回归 .....	6
消费结构变化拐点，可选消费迎来复苏 .....	6
借鉴日本发展规律，可选繁荣持续较强 .....	7
品牌顺新消费趋势，快速攫取市场份额 .....	9
从供给侧出清到业态端升级 .....	14
实体出清接近尾声，迎合需求业态创新 .....	15
电商流量红利渐弱，品质提升需求凸显 .....	18
双线合作模式较优，共同促进品质升级 .....	21
供需再平衡后的新成长机会 .....	22
板块调整配置低位，盈利改善估值消化 .....	23
新均衡下新机会，精选稳增长和优模式 .....	26

## 图表目录

图 1: 中国 GDP 增速和人均 GDP (美元)	6
图 2: 中国 GDP 构成中消费支出占比自 2010 年以来持续提升	6
图 3: 中国城镇居民支出结构中, 食品衣着占比收窄, 居住占比趋稳	6
图 4: 中国城镇居民支出结构中, 文娱交通通信类占比提升显著	6
图 5: 2016 年下半年以来化妆品、金银珠宝等可选品类销售增速提升	7
图 6: 2016Q3 以来可选消费品类为主的百货收入增速环比持续提升	7
图 7: 日本 GDP 增速在 1980 年代阶段回升	7
图 8: 日本人均 GDP 在 1980 年代后半期大幅提升	7
图 9: 日本地价在 1980 年代后半期加速上涨	8
图 10: 日经 225 指数在 1980 年代后半期加速上涨	8
图 11: 日本百货商店销售额同比增速在 1980 年代回暖	8
图 12: 日本化妆品、包、首饰等随身用品消费增速于 1980 年代回暖	8
图 13: 日本化妆品销售额同比增速在 1980 年代回暖	8
图 14: 日本珠宝首饰市场规模在 1980 年代增速较快	8
图 15: 日本百货龙头在 1980 年代后半期累计涨幅大幅超越日经 225 指数	9
图 16: 2016 年中国人口结构中 25-29 岁年龄段占比最高	9
图 17: 近年来中国高校毕业生数量持续提升	9
图 18: 18-35 岁人群在城市消费额度 (万亿美元) 中占比提升	10
图 19: 定位青年信贷的趣店用户和借款人数高增长 (万人)	10
图 20: 2014-2016 年中期中国房地产市场形成较大规模销售	10
图 21: 2015 年中期以来中国 70 个大中城市房价经历大幅上涨	10
图 22: 以上海为例, 2015 年中高等收入群体收入增速最快 (%)	11
图 23: 以上海为例, 2015 年中高等收入群体支出增速较快 (%)	11
图 24: 中国一线城市城镇人口占比已经达到较高水平并出现向下趋势	11
图 25: 2011 年以来本地农民工占比持续提升印证农民工回流趋势	11
图 26: 2010 和 2015 年高等教育人群中城市、镇和乡村比例	12
图 27: 2010 年以来农村与城镇居民家庭恩格尔系数差距大幅收窄	12
图 28: 2014-2016 年各品类高端化与大众化产品复合增速	12
图 29: 2016-2017 年中国快消品分品类贵价商品销售额占比提升	12
图 30: 中国钻石饰品市场 2008 年至今 CAGR 超 8%	13
图 31: 2017 年中国结婚人群中钻石的渗透率已达 50%	13
图 32: 非金类饰品在我国黄金珠宝市场中占比已接近黄金饰品	13
图 33: 2012-2016 年黄金珠宝企业收入复合增速	13
图 34: 2016 年各类快消品外资品牌市场份额	14
图 35: 2016 年对比 2015 年各类快消品外资品牌市场份额变化	14
图 36: 高鑫零售和永辉超市在 A 股超市+高鑫的组合中营业收入占比	15
图 37: A 股主要超市公司+高鑫零售 2012 年和 2017 前三季收入增速	15
图 38: 2016 年主要超市公司费用率和扣非净利率水平	16
图 39: 高鑫零售和永辉超市在 A 股超市+高鑫的组合中扣非净利润占比	16
图 40: 永辉新业态门店数量中占比逐渐提升	16

图 41: 永辉绿标店同店增速高于总体同店增速 .....	16
图 42: 盒马鲜生门店数量, 门店仍以一线城市为主 .....	17
图 43: 盒马鲜生与其他超市坪效对比 (单位: 万元/平方米/年) .....	17
图 44: A 股 8 家百货购买固定资产支付的现金及增速 .....	17
图 45: A 股 8 家百货购建固定资产支付的现金 (亿元) .....	17
图 46: 5000 家零售企业中购物中心增速相对较高 .....	18
图 47: 业态调整优化下龙头百货公司同店增速持续改善 .....	18
图 48: 天虹针对不同客群和消费层级进行业态调整升级 .....	18
图 49: 天虹购物中心同店增速显著高于总体同店增速 .....	18
图 50: 银泰购物中心门店数量显著提升 .....	18
图 51: 银泰从业态、品类和品牌三维度对门店进行改革 .....	18
图 52: 实物商品网上零售额累计占比社零以及调整后的网购渗透率 .....	19
图 53: 网络购物交易规模增速落入 30% 以内区间 .....	19
图 54: 全网历年双十一交易额、包裹量和包裹单价增速 .....	19
图 55: 天猫历年双十一交易额、包裹量和单个包裹价格增速 .....	19
图 56: 网购交易额增速和电商网站广告市场增速 .....	20
图 57: 电商广告在网络广告市场规模中占比不断提升 .....	20
图 58: 阿里和京东流量变现能力持续增强 .....	20
图 59: 京东商家数、单个商家 GMV 和单个商家服务费增速 .....	20
图 60: 大部分纯淘品牌公司净利率仍低于线下品牌 .....	21
图 61: 四个品类淘品牌线上平台服务+品牌宣传费用率 .....	21
图 62: 电商渗透率较高的女装品类, 淘品牌增速下行与成熟品牌趋同 .....	21
图 63: 电商发家的品牌遇线上流量瓶颈纷纷进入实体渠道 .....	21
图 64: 阿里系实体零售布局 .....	22
图 65: 京东系实体零售布局 .....	22
图 66: 电商龙头京东 GMV 增速和实体龙头苏宁和永辉单季度营收增速 .....	22
图 67: 2016 年中期以来苏宁云商存货周转天数开始低于京东商城 .....	22
图 68: 门店作为前置仓的盒马鲜生双线共享门店仓储成本 .....	22
图 69: 门店作为电商前置仓的百思买平均配送速度优于亚马逊 .....	22
图 70: 百货行业收入增速中枢大幅下移后迎来改善 .....	23
图 71: 百货行业扣非净利润率中枢下移后迎来底部改善 .....	23
图 72: 2005 年至今 CS 百货板块 PS 估值水平 .....	23
图 73: 2005 年至今 CS 百货板块 PE 估值水平 .....	23
图 74: 超市行业收入增速中枢大幅下移后迎来小幅改善 .....	24
图 75: 超市行业扣非净利润率中枢下移后迎来底部改善 .....	24
图 76: 2005 年至今 CS 超市板块 PS 估值水平 .....	24
图 77: 2005 年至今 CS 超市板块 PE 估值水平 .....	24
图 78: 家电专业连锁苏宁云商变革调整后经营性净利润率迎底部反转 .....	24
图 79: 2005 年以来苏宁云商年末市值对应年营业收入的 PS 估值水平 .....	24
图 80: 2016-2017 年分段消费行业涨跌幅表现情况 .....	25
图 81: 2011 年以来商贸零售板块基金配置水平 .....	25
图 82: 百货、超市和珠宝子行业主要个股目前 PE (TTM) 相较 2005 年以来最低 PE 的溢价 .....	25
图 83: 百货、超市和珠宝子行业主要个股 2017-2019 年 PEG 水平 .....	26

图 84：中国消费市场正迎来需求、供给、渠道逐渐走向新均衡的阶段 .....	27
图 85：黄金珠宝行业平均季度营业收入（万元）和增速（右轴） .....	27
图 86：非金饰品为主企业收入端增速显著高于黄金饰品为主的企业 .....	27
图 87：百货行业平均年度营业收入（万元）和增速（右轴） .....	28
图 88：百货行业平均季度营业收入（万元）逐级持续环比改善 .....	28
图 89：超市行业平均年度营业收入（万元），超市收入弹性低于百货 .....	28
图 90：线上线下龙头企业积极抢占超市行业网点 .....	28
表 1：部分大型企业向三四线城市转移部分产业链 .....	12
表 2：部分国产化妆品优化了产品及品牌定位 .....	14
行业重点上市公司估值指标 .....	29

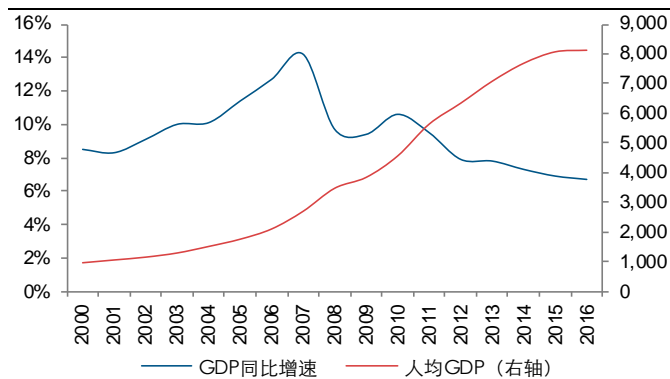
## 从高性价比到商品品质回归

### 消费结构变化拐点，可选消费迎来复苏

从总量来看，终端消费基础取决于收入水平，人均 GDP 增长是推动消费的最好动能。

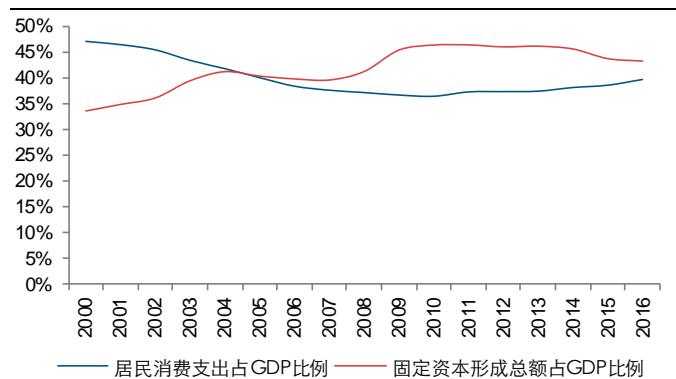
自 2007 年左右中国 GDP 增速开始持续放缓，但人均 GDP 延续提升趋势，2015 年中国人均 GDP 突破 8000 美元，同时从结构来看 2010 年以来中国居民消费支出占比持续提升，截至 2016 年达到 39.79%，居民消费基础逐步夯实。

图 1：中国 GDP 增速和人均 GDP（美元）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 2：中国 GDP 构成中消费支出占比自 2010 年以来持续提升

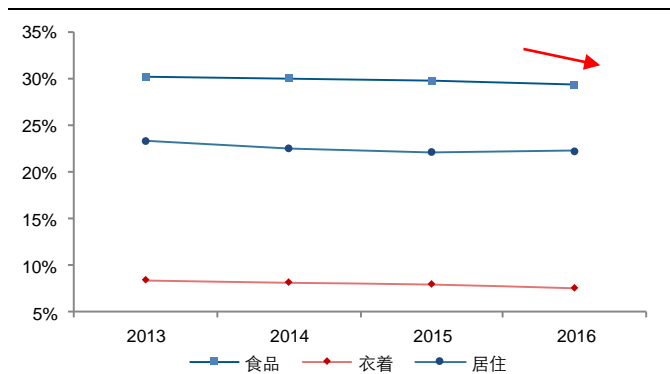


资料来源：Wind, 长江证券研究所

在收入基础整体夯实，财富结构分化基础上，居民消费支出结构开始向可选消费品倾斜。

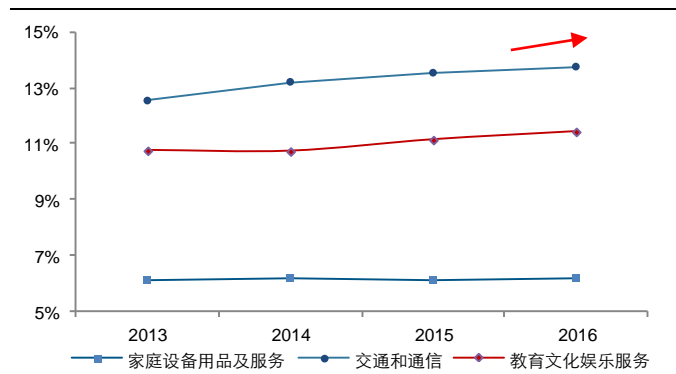
代表生活必须消费需求的食品、衣着支出占比开始出现显著下降，居住支出 2013 年以后小幅收窄趋于稳定，居民文化教育娱乐、交通通讯类等代表可选消费需求的支出占比自 2015 年出现较明显提升。

图 3：中国城镇居民支出结构中，食品衣着占比收窄，居住占比趋稳



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 4：中国城镇居民支出结构中，文娱交通通信类占比提升显著

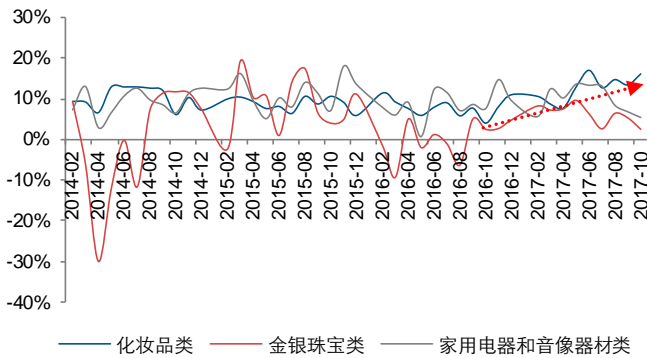


资料来源：Wind, 长江证券研究所

我们进一步分析限额以上分品类消费数据发现，自 2016 年下半年以来化妆品、金银珠宝、家用电器等品类销售增速开始出现持续企稳回升，与此同时 2016Q3 以来以可选消费品销售为主的百货渠道收入端增速开始出现持续环比改善，进一步交叉印证了：国内经济基础夯实，中高收入人群积累到一定阶段后，可选消费需求开始持续提升。

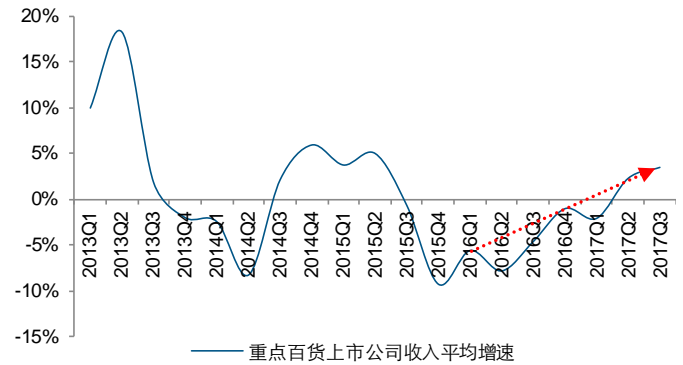


图 5：2016 年下半年以来化妆品、金银珠宝等可选品类销售增速提升



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 6：2016Q3 以来可选消费品类为主的百货收入增速环比持续提升



资料来源：Wind, 长江证券研究所

此轮可选消费复苏的改善幅度以及持续时间如何？我们试图通过探寻国外历史发展脉络来寻找答案，如日本在 20 世纪 80 年代跟中国经济发展状态有相似之处，经济增速大幅放缓后出现阶段企稳和温和回升，该阶段可选消费品消费出现反弹，与此同时百货公司收入端也出现改善，且平均百货收入增速从 2% 左右反弹至约 10%，持续改善期间约为 8 年左右。

## 借鉴日本发展规律，可选繁荣持续较强

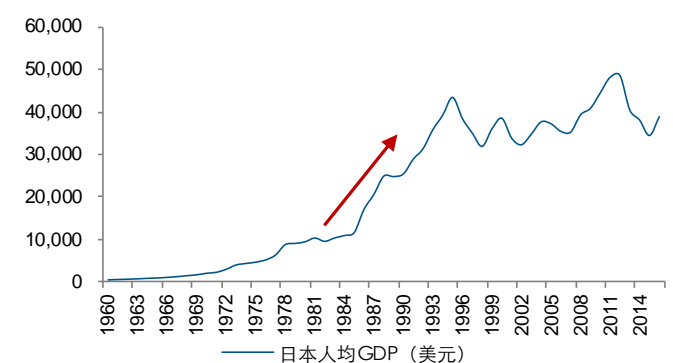
日本 1980 年代经济企稳温和回升叠加日元购买力增强对内需构成有力支撑。以 1973 年石油危机为导火索，叠加经济发展阶段进入由重工业快速扩张向电子、航空等高新技术产业转型阶段，经济增速经过短期快速下探的阵痛期后，伴随经济转型成效逐步显现，日本经济于上世纪 70 年代末至 90 年代初增速逐渐企稳温和回升，开启一轮中枢在 5% 左右的中速成长周期。在此期间，广场协议的签订促进日元大幅升值，导致日本出口竞争力下降，但同时也使本币购买力大幅提升，企业进口原材料、燃料及居民购买外国消费品成本大幅下降，相对便宜的物价也对日本国内消费市场繁荣构成有力支撑。

图 7：日本 GDP 增速在 1980 年代阶段回升



资料来源：世界银行, 长江证券研究所

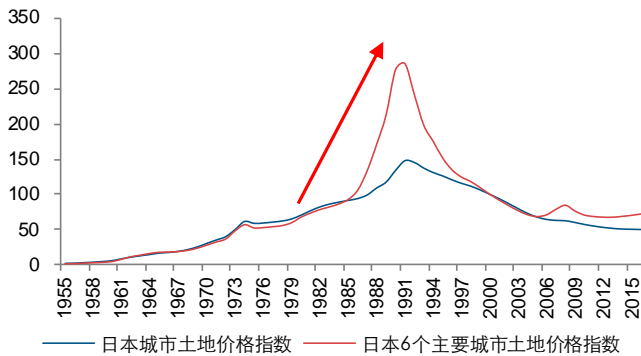
图 8：日本人均 GDP 在 1980 年代后半期大幅提升



资料来源：Wind, 长江证券研究所

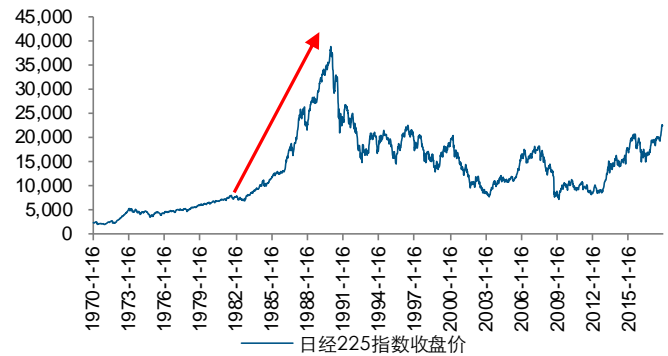
股市与房地产市场价格大幅攀升，财富效应促进居民消费倾向提升。广场协议签订后日元的升值预期也带来大量国外热钱涌入，加上持续下调贴现率、利率的宽松货币政策环境使国内流动性持续宽裕，促使房地产和股票等资产价格在 1980 年代后半期大幅攀升，使大量持有上述资产的日本民众财富大幅增值，也成为刺激 1980 年代后半期消费市场繁荣的重要推动因素。

图 9：日本地价在 1980 年代后半期加速上涨



资料来源：日本统计局,长江证券研究所

图 10：日经 225 指数在 1980 年代后半期加速上涨

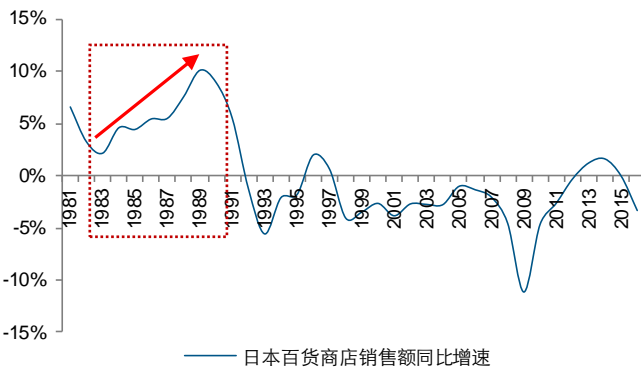


资料来源：Bloomberg,长江证券研究所

**经济温和回升与财富效应共促日本可选消费品市场进入 8 年左右回暖阶段。1980 年代**

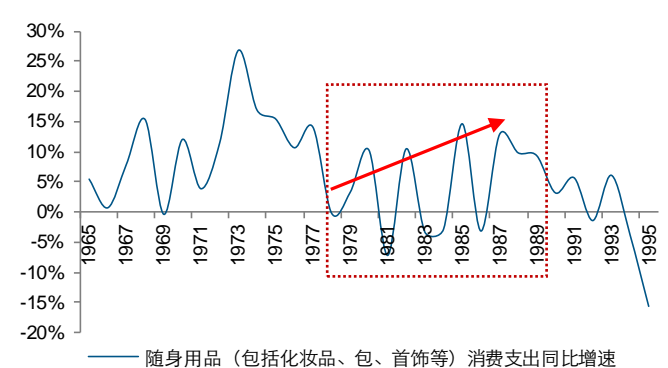
日本可选消费在品类与渠道端均出现了较为显著的回暖，品类端来看，日本化妆品销售额增速中枢从 1979 年零增长提升至 1986 年 10% 左右增长，珠宝首饰市场规模在 1980 年代实现了 10% 左右较高的复合增长；渠道端来看，百货业态于 1983 年起增速由 2.16% 持续回升至 1989 年阶段高点 10.10%。我们认为，经济企稳温和回升与财富效应共同促进日本可选消费品类在 20 世纪 80 年代实现了长达 8 年左右的回暖。

图 11：日本百货商店销售额同比增速在 1980 年代回暖



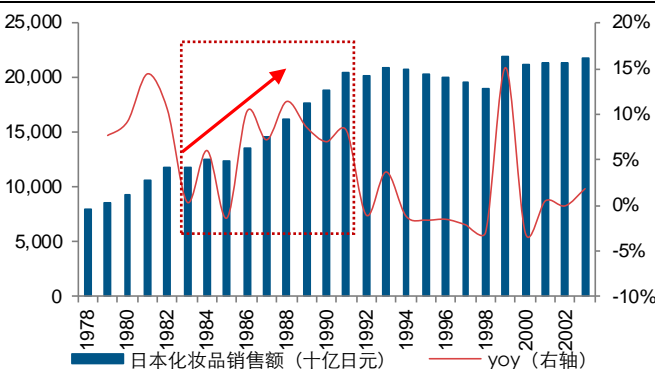
资料来源：日本经济产业省,长江证券研究所

图 12：日本化妆品、包、首饰等随身用品消费增速于 1980 年代回暖



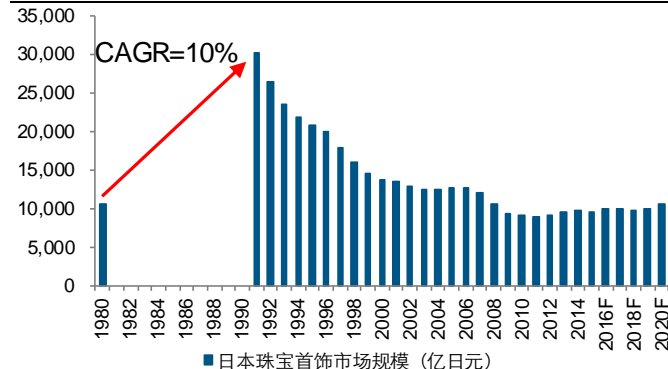
资料来源：日本统计局,长江证券研究所

图 13：日本化妆品销售额同比增速在 1980 年代回暖



资料来源：日本经济产业省,长江证券研究所

图 14：日本珠宝首饰市场规模在 1980 年代增速较快

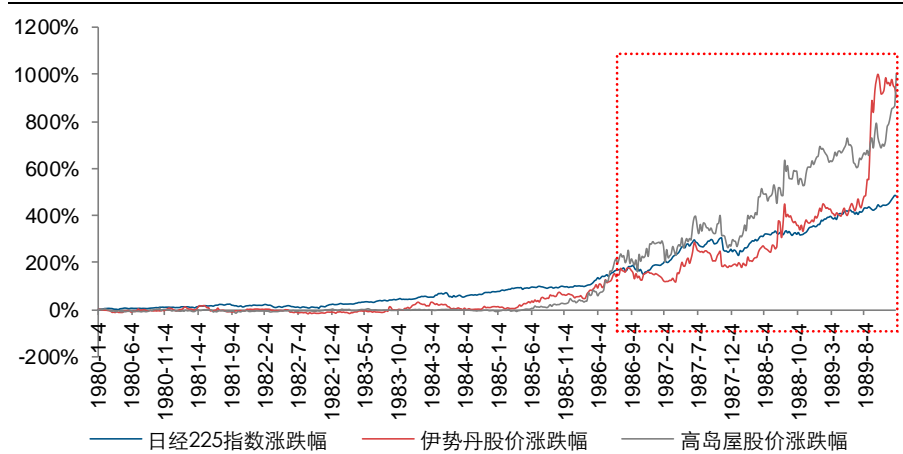


资料来源：日本统计局,长江证券研究所



可选消费市场繁荣促进百货公司股价于1980年代后半期快速攀升。1985年-1989年间，日本百货龙头企业伊势丹和高岛屋股价累计涨幅分别达到803%和1117%，大幅超越同期日经225指数232%的涨幅，表明龙头百货股在行业回暖周期内具备较高的超额收益。

图 15：日本百货龙头在 1980 年代后半期累计涨幅大幅超越日经 225 指数

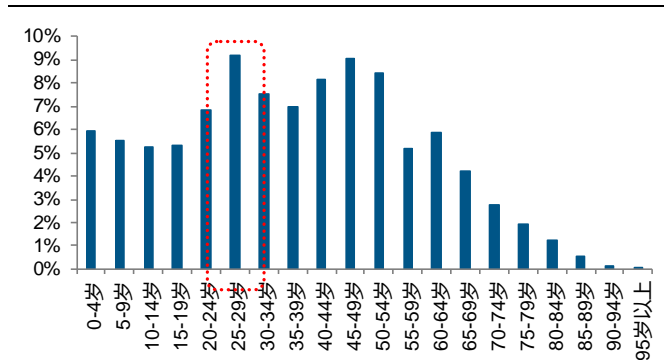


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所, 注：累计涨跌幅以 1979 年 12 月 28 日为基期计算

## 品牌顺新消费趋势，快速攫取市场份额

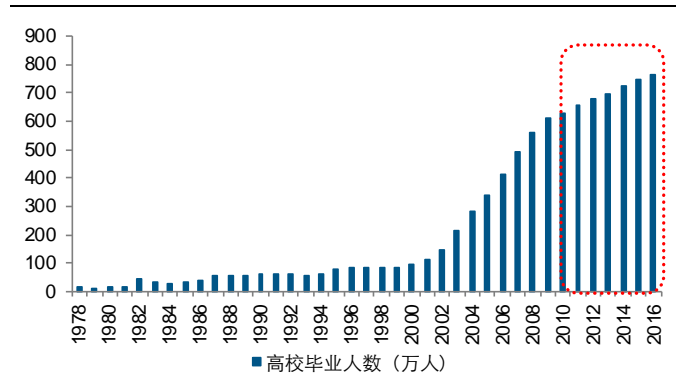
国内高学历强消费倾向的年轻一代消费群体扩容，形成品质化消费的重要推动力。从 2016 年中国人口结构来看，一方面，25-29 岁（大部分为 90 后）年龄段人群占比较高，成长环境优沃追求品质消费，且正处于学业/适婚年龄，改善型消费需求较多；根据 BCG 统计结果来看，近 5 年以来中国 18-35 岁消费人群消费占比快速提升，另外定位青年信贷的趣店注册用户快速提升，表明年轻群体更加偏向于超前消费。

图 16：2016 年中国人口结构中 25-29 岁年龄段占比最高



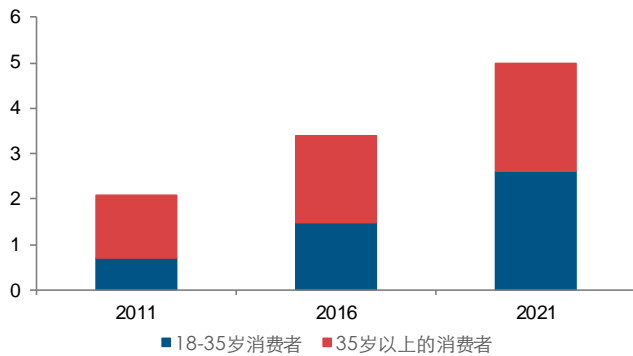
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 17：近年来中国高校毕业生数量持续提升

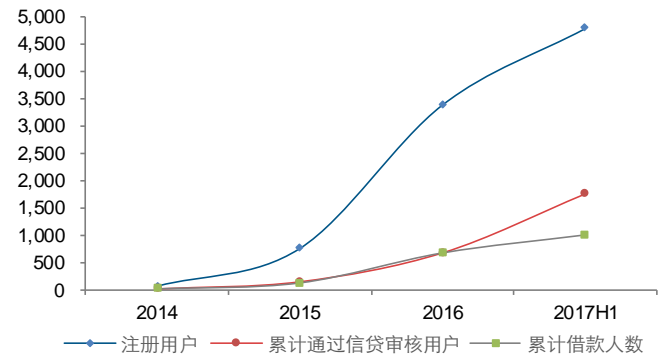


资料来源：中国教育在线, 中国报告大厅, 长江证券研究所

图 18: 18-35 岁人群在城市消费额度（万亿美元）中占比提升



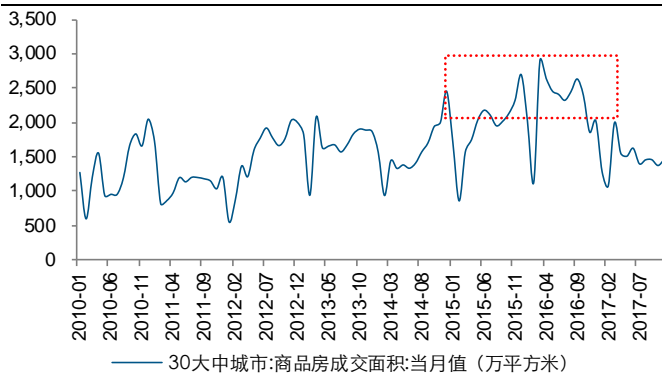
资料来源: BCG, 长江证券研究所

 图 19: 定位青年信贷的趣店用户和借款人数高增长（万人）<sup>1</sup>


资料来源: 趣店招股书, 长江证券研究所

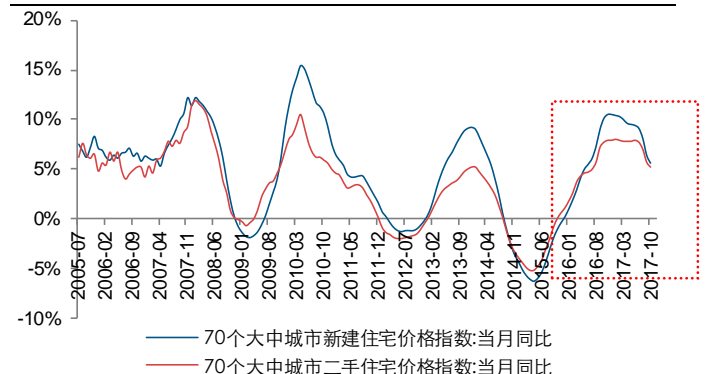
从结构来看，中国一二线城市房产升值以及社会分工分化，加速国内贫富差距，推动中高端偏向品质化的消费升级。从 2014 年下半年至 2016 年 30 个中大城市房地产成交规模维持高位，拥有住房群体快速扩大，与此同时 2015 年年中至 2017 年年中 70 个中大城市新建住房及二手房成交价格快速提升，拥有住房者财富效应快速积累。同时，我们选取上海为例，发现中高收入群体近两年收入增速相对较快，且消费支出增速也较快，预计一二线城市中高收入群体的财富夯实将成为推动一二线城市消费升级的重要力量。

图 20: 2014-2016 年中期中国房地产市场形成较大规模销售



资料来源: Wind, 长江证券研究所

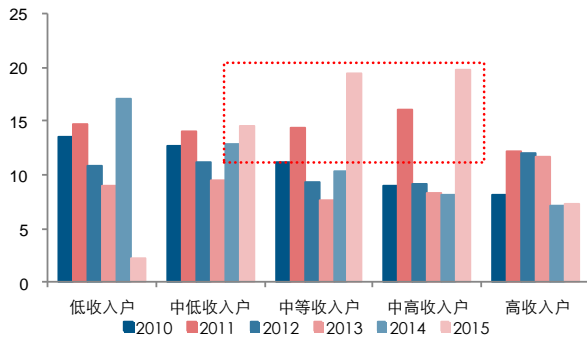
图 21: 2015 年中期以来中国 70 个大中城市房价经历大幅上涨



资料来源: Wind, 长江证券研究所

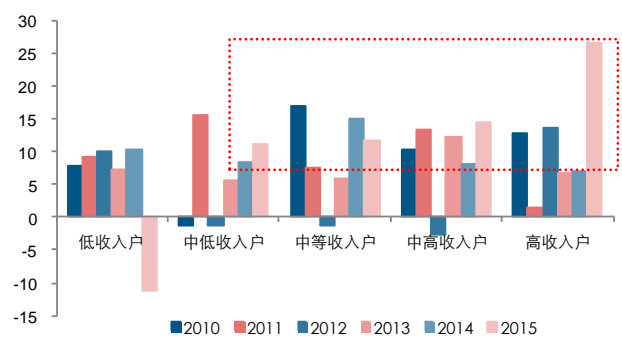
<sup>1</sup>趣店为面向 5 亿非信用卡人群的小额消费信贷企业

图 22：以上海为例，2015 年中高等收入群体收入增速最快（%）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

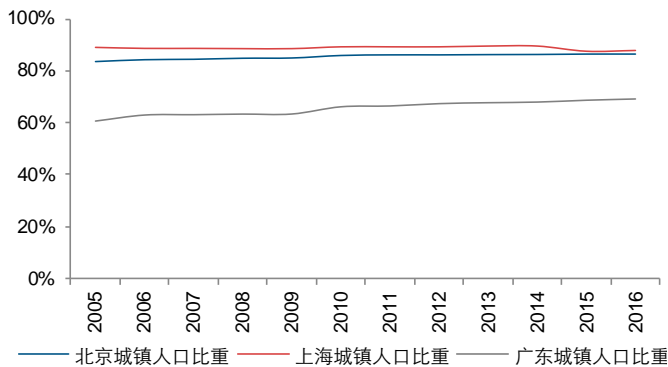
图 23：以上海为例，2015 年中高等收入群体支出增速较快（%）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

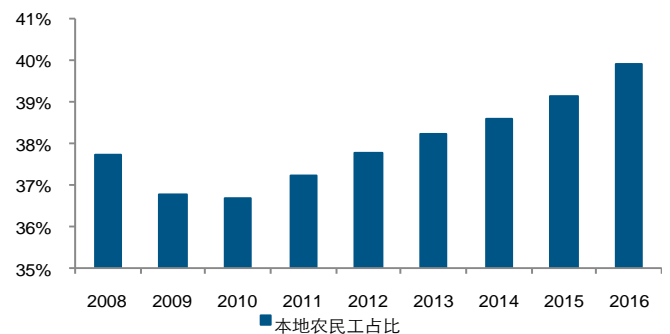
**农民工回流、农村居民受教育程度提升促进三四线城市居民收入水平提升及对消费品质的需求。**在国家政策主导下中国城镇化率近年来快速提升，尤其是一线重点城市城镇人口占比已经达到较高水平，其中 2016 年北京城镇人口占比达到 86.5%，上海城镇人口占比为 87.9%，并开始出现占比下降趋势。与此同时，从 2011 年以来中国开始出现农民工回流趋势，本地农民工占比快速提升，且在 2016 年有加速趋势，农民工的回流一方面印证三四线城市产业化水平有所提升，另一方面农民工本地化将有助于带动周边居民整体消费水平和提升消费意识。从农村居民受教育维度来看，过去 5 年中国镇级、乡村级受高等教育人群占比有较大幅度提升，教育层次的提升将激发农村居民有较高的收入增速预期和品质消费需求，由此带来品质商品的拓展空间。

图 24：中国一线城市城镇人口占比已经达到较高水平并出现向下趋势



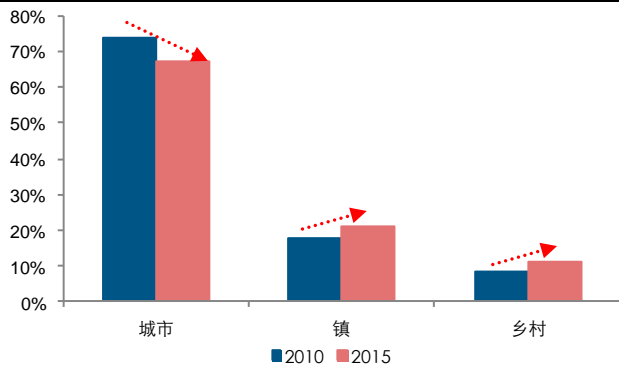
资料来源：国家统计局, 长江证券研究所

图 25：2011 年以来本地农民工占比持续提升印证农民工回流趋势



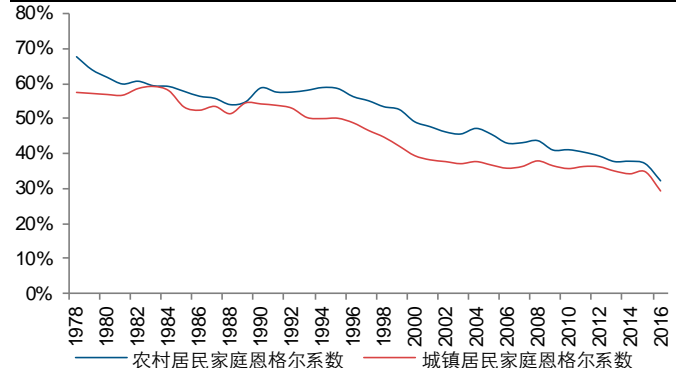
资料来源：国家统计局, 长江证券研究所

图 26：2010 和 2015 年高等教育人群中城市、镇和乡村比例



资料来源：中国社会科学网,长江证券研究所

图 27：2010 年以来农村与城镇居民家庭恩格尔系数差距大幅收窄



资料来源：国家统计局,长江证券研究所

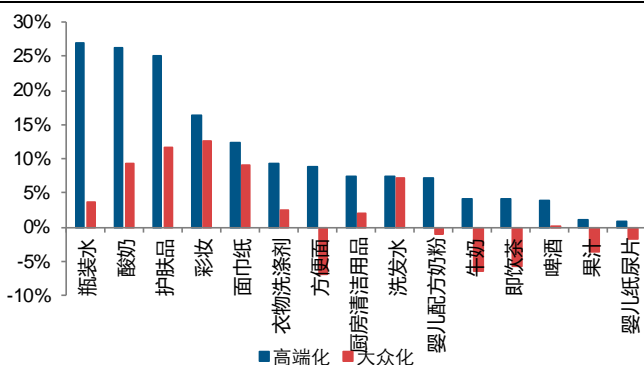
表 1：部分大型企业向三四线城市转移部分产业链

时间	企业名称	所在行业	产业转移
2008年	李宁	纺织	在湖北荆门投资32亿元的李宁工业园
2008年	华硕	电子	在江西吉安投资30亿元建设“博硕科技”
2011年	腾讯	互联网	在深圳-汕尾特别合作区建腾讯深汕云计算数据中心
2011年	沪士电子	电子	在黄石经济开发区投资33亿元建中部最大的PCB生产基地
2013年	吉利	汽车	在宝鸡设立吉利汽车产业基地
2015年	阿里巴巴	电商	在张家口张北投资180亿设立阿里云数据中心,并计划将北方区域约80%的云计算、大数据业务放到张北县
2017年	京东	电商	京东总投资10亿元的客服中心二期在宿迁电子商务产业园正式投入运营

资料来源：公司新闻,长江证券研究所

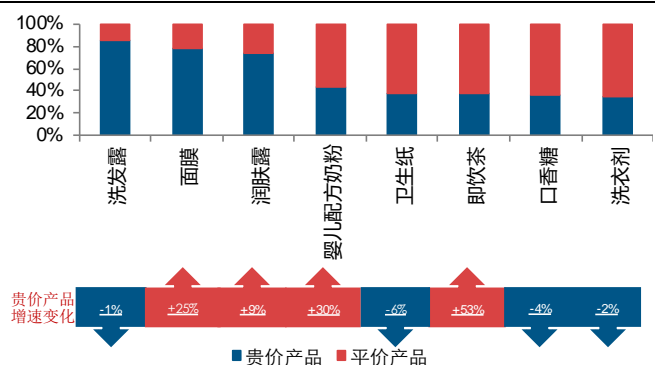
**经济基础具备、财富效应叠加，同时消费群体结构与消费意识的变化，推动了国内消费需求由主要关注性价比向品质消费转变。**从凯度和尼尔森的调查数据来看，消费者开始在护肤品、彩妆、酸奶等代表生活品质的商品上从大众化走向高端化，同时，面膜、润肤、婴幼儿及即饮茶等价格相对更高的产品近年来销售情况更好。

图 28：2014-2016 年各品类高端化与大众化产品复合增速



资料来源：凯度消费者指数研究,贝恩分析,长江证券研究所

图 29：2016-2017 年中国快消品分品类贵价商品销售额占比提升

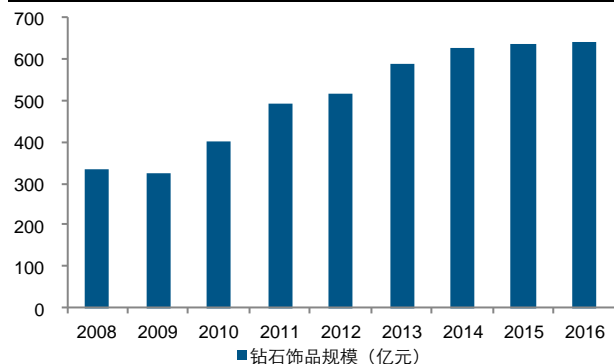


资料来源：尼尔森,长江证券研究所

**在消费趋势、品类结构以及品质化要求发生变化的过程中，部分品牌做出相应战略调整，我们发现，过去几年通过定位于满足品质和个性化消费需求的品牌，较快的抢占市场。**

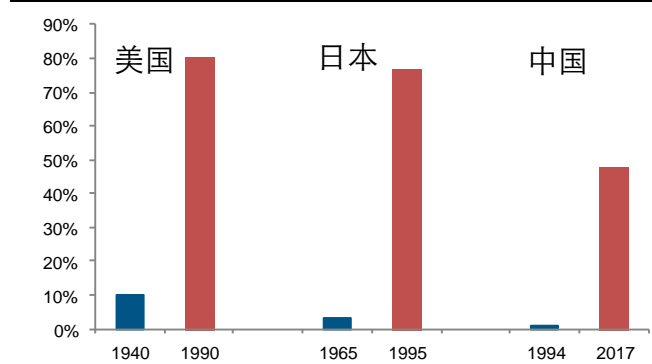
**黄金珠宝市场：定位中高端且强化品牌调性的钻石镶嵌类品牌快速打开市场。**脱离保值需求的镶嵌饰品近年来在个性化消费需求驱动下蓬勃发展，其中相对高端的钻石消费 2008 年至 2016 年保持约 8% 的较高复合增速，与此同时截至 2017 年中国结婚人群钻石消费渗透率达到 50%，但与美国、日本高峰时期接近 70%-80% 的渗透率仍有差距，提升空间较大。在此背景下新兴钻石品牌，如莱绅通灵、恒信玺利（以 IDO 品牌为主）等新生品牌陆续开始借助资本力量进行品牌建设和渠道扩张，强化产品调性和提升品牌影响力，增速显著领先于同业，如莱绅通灵以电视剧植入广告等方式渗透年轻消费群体，融合比利时王室品牌升级品牌定位，并开启快速渠道扩张。

图 30：中国钻石饰品市场 2008 年至今 CAGR 超 8%



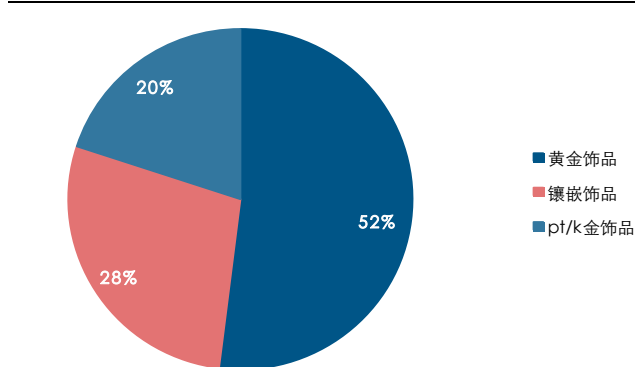
资料来源：Debeers, 长江证券研究所

图 31：2017 年中国结婚人群中钻石的渗透率已达 50%



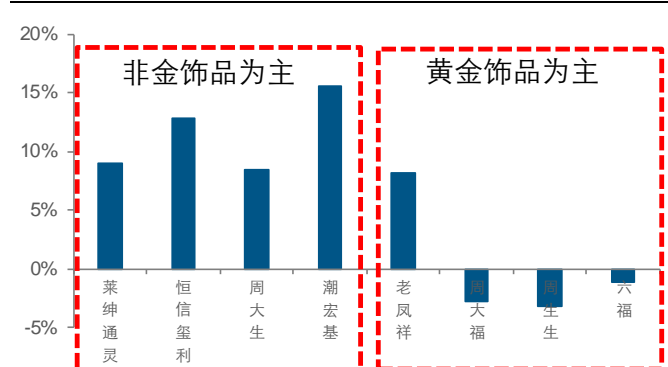
资料来源：Debeers, 长江证券研究所

图 32：非金类饰品在我国黄金珠宝市场中占比已接近黄金饰品



资料来源：中国玉石珠宝首饰协会, 长江证券研究所

图 33：2012-2016 年黄金珠宝企业收入复合增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

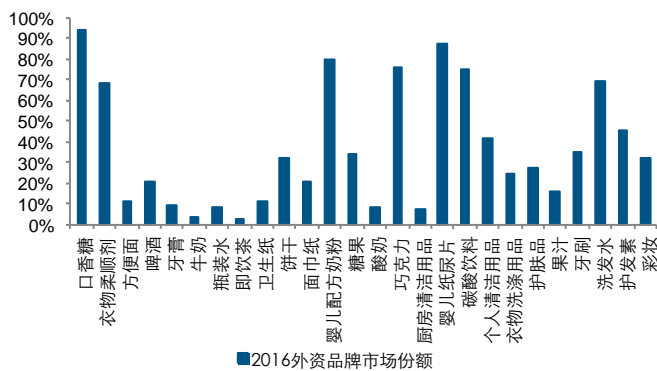
**化妆品市场：能顺应需求变化积极提档升级的国内中小品牌逐渐抢占市场。**在外资品牌占据国内高端化妆品市场的背景下，近年来随国内化妆品市场扩容，国内区域性中小品牌顺应国内新生代消费群体更加注重品质的特性，抓住机遇快速打开市场，同时从原来以纯价格策略逐步转向产品和品牌战略，提升自身产品研发实力，同时注重品牌影响力和产品格调的提升，比如自然堂从以打折为主的价格战打法到从商品角度开始生产专供的产品和系列，并尝试从内容和产品本身来向消费者塑造品牌故事。在国内品牌积极进行战略调整的驱动下，根据凯度和贝恩的调查分析，化妆品市场已呈现内资化妆品品牌市占率提升的现象。

表 2：部分国产化妆品优化了产品及品牌定位

国产化妆品品牌	关于产品及品牌定位方面升级的布局
自然堂	从以打折为主的价格战打法到从商品角度开始生产专供的产品和系列，并尝试从内容和产品本身来向消费者塑造品牌故事；
御泥坊	改变以往销售策略积极布局线下，同时募集资金主要用于品牌建设与推广项目；
拉芳家化	已形成拉芳(大众)、雨洁(去屑)、美多丝(高端)等多品牌矩阵，力图推动拉芳品牌全线升级；
珀莱雅	珀莱雅将继续多品牌发展战略，加大广告宣传并聘请代言人，以提升品牌形象，积极布局高端市场；
名臣健康	加强与经销商、重点商超等的合作，运用精准营销手段满足各细分市场消费者的需求，提升品牌和产品的影响力。

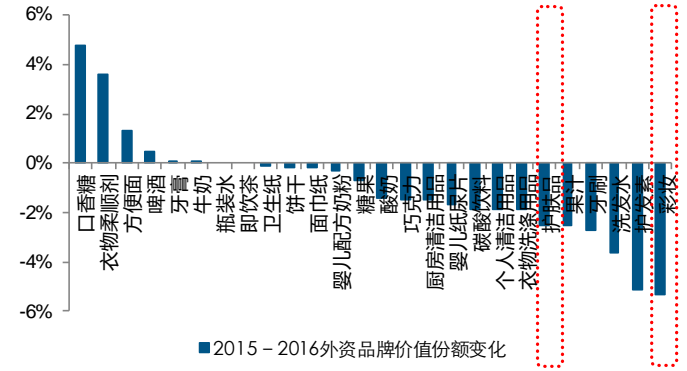
资料来源：亿邦动力网，公司公告，长江证券研究所

图 34：2016 年各类快消品外资品牌市场份额



资料来源：凯度消费指数，贝恩分析，长江证券研究所

图 35：2016 年对比 2015 年各类快消品外资品牌市场份额变化



资料来源：凯度消费指数，贝恩分析，长江证券研究所

我们认为，中国一二线、三四线城市消费群体结构、居民收入水平、财富积累及受教育程度等因素边际变化驱动消费意识的转变，逐渐呈现从注重低价向注重品质的消费习惯迁移，在此背景下催生了国内中高端品质化消费趋势，而部分国内品牌抓住机遇逐渐调整原来的低价策略，提升产品与品牌力快速进驻中高端消费市场，并迅速打开市场；此外，为了顺应国内年轻群体消费需求崛起的特征，国际奢侈品品牌集团也开始逐渐拉平部分商品国内外价格、聘请青年明星作为代言人、拓展轻奢产品线等方式布局中高端市场。总体而言，我们认为，在品质消费需求崛起的过程中，不同档次定位的品牌亦在调整产品调性和品牌定位，增加对新兴品质消费市场的布局。

## 从供给侧出清到业态端升级

作为对接消费者需求和品牌的渠道端，消费品质化特征使得电商和实体均开始提档升级商品、服务与体验：

第一，实体渠道来看，供给侧出清趋近尾声，龙头企业倚靠品类和业态优势持续外延扩张的同时，创新升级前端业态和后端供应链；

第二，电商渠道来看，过往以商品性价比吸纳的流量瓶颈、品牌资源供给瓶颈加速来临叠加品质消费需求凸显，电商品质化的需求也较为迫切；



第三，电商渠道因品类拓展和服务体验具备一定局限性，合作实体渠道打破自身局限渐成趋势，电商以大数据、流量和会员管理结合实体供应链与服务体验优势，双线合作有望成为兼具效率与品质的较佳渠道升级模式。

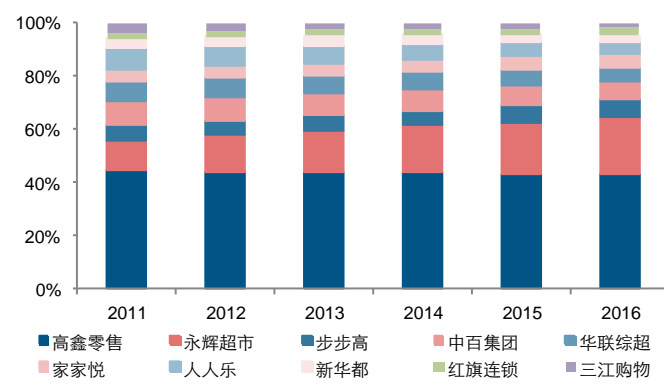
## 实体出清接近尾声，迎合需求业态创新

实体零售渠道供给侧出清接近尾声，品质消费升级趋势下，优质实体企业率先进行商品与业态升级，增加相对中高端的商品和服务供给，匹配品质消费需求。

## 超市盈利分化，持续创新业态

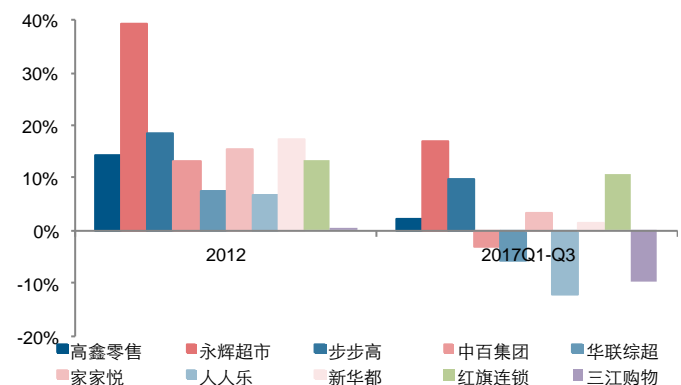
**超市行业：费用竞争加速盈利分化，龙头企业持续外延扩张的同时创新升级业态。**对比过去六年超市行业上市公司情况，我们认为，相较于收入端，行业利润端分化或更为彻底。收入端行业集中度一直在持续提升，盈利端由于毛利率的提升趋势较为一致，费用管控能力成为超市行业盈利能力竞争的关键，而费用管控能力的差异在过去几年分化剧烈，龙头企业业态优化、规模优势显现，针对上游物业获取能力以及人员管理优势强。高鑫与永辉两家企业的扣非利润在高鑫+A股9家超市上市公司组合中占比达到90%以上，行业一轮汰换接近尾声，目前仅以永辉为代表的少数企业处于相对快速展店期。

图 36：高鑫零售和永辉超市在 A 股超市+高鑫的组合中营业收入占比



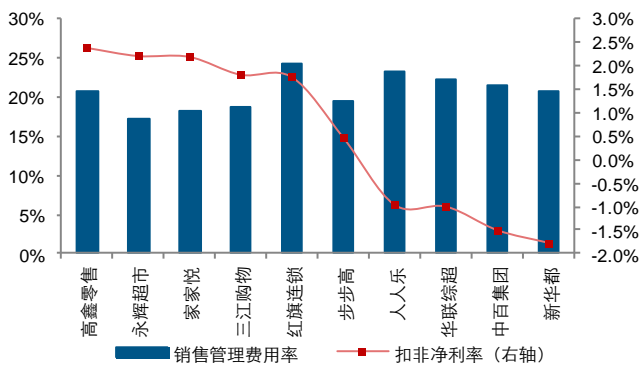
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 37：A 股主要超市公司+高鑫零售 2012 年和 2017 前三季度收入增速

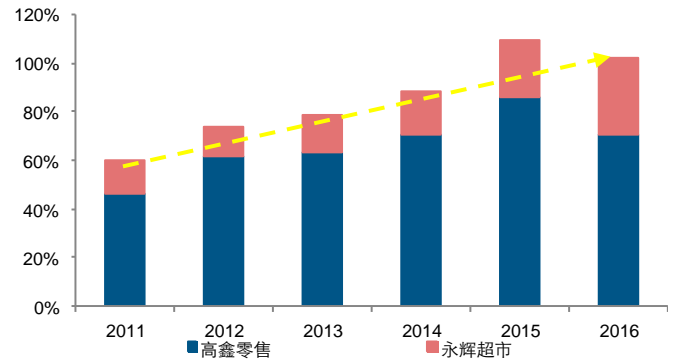


资料来源：Wind,长江证券研究所

图 38：2016 年主要超市公司费用率和扣非净利率水平



资料来源：Wind, 长江证券研究所

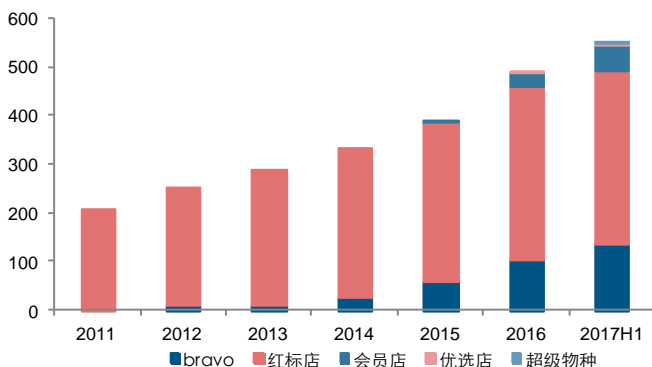
 图 39：高鑫零售和永辉超市在 A 股超市+高鑫的组合中扣非净利润占比<sup>2</sup>


资料来源：Wind, 长江证券研究所

以永辉、盒马为代表的超市创新企业，积极进行商品和服务提档，迎合消费需求升级。

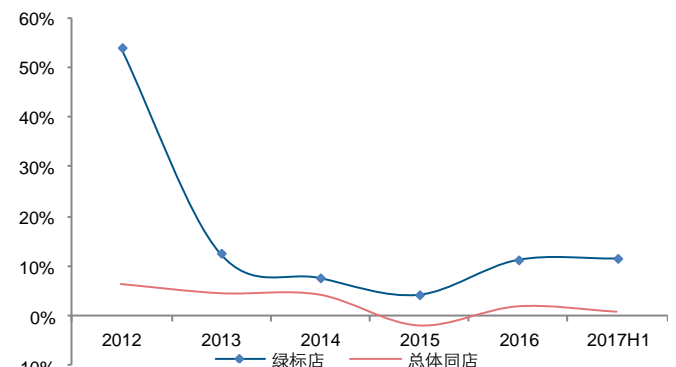
永辉门店业态历经从传统大卖场红标店到精选商品的绿标店，再到超级物种和会员店的不断迭代过程，实质是公司不断摸索一二线城市消费习惯和需求，并针对这样的需求对商品和业态的组合做出优化，新业态拓展对公司收入端的贡献效果突出，绿标店同店增速始终在公司大卖场业态中处领先地位，超级物种和会员店在实体超市创新上画下浓墨重彩的一笔，引导实体朝向更贴近消费者细分品质需求方向演变。

图 40：永辉新业态门店数量中占比逐渐提升



资料来源：公司公告, 长江证券研究所

图 41：永辉绿标店同店增速高于总体同店增速

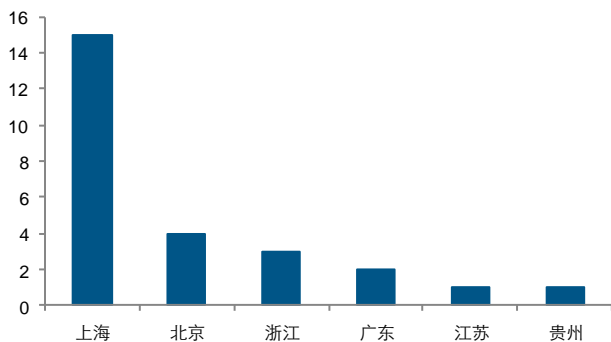


资料来源：公司公告, 长江证券研究所

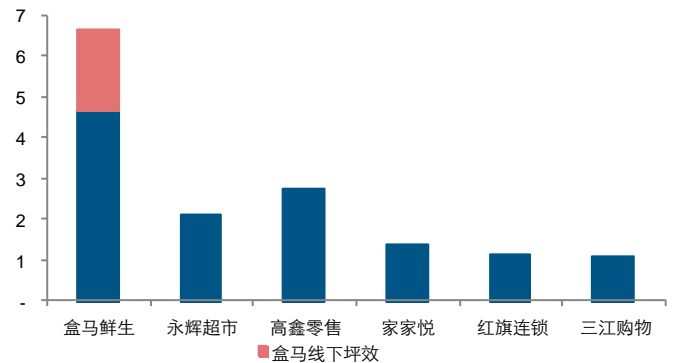
门店商品与业态升级有望带来客流和客单价双重提升，大幅改善门店整体产出效率。超级物种和盒马鲜生为一类以餐饮+零售，线上+线下一体化运营，主打中高端海鲜现场烹制的超市领域新业态，充分融合餐饮聚客能力、门店作为线上订单前置仓的外部性，并对接城市白领人群对食材品质、配送服务体验的较高要求。我们发现，全渠道运营+客单价更高大幅提升盒马鲜生门店坪效水平，我们估算测算盒马鲜生门店坪效产出远高于普通大卖场。

<sup>2</sup> 部分年份有超市企业存在亏损使得两家公司净利润占比超过 100%

图 42：盒马鲜生门店数量，门店仍以一线城市为主



资料来源：公司 APP,长江证券研究所（统计截止 2017 年 12 月 8 日）

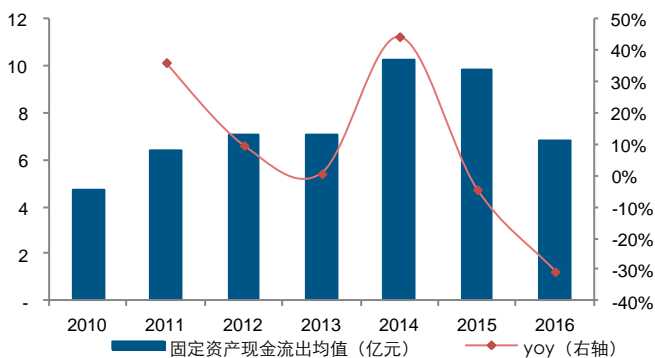
 图 43：盒马鲜生与其他超市坪效对比（单位：万元/平方米/年）<sup>3</sup>


资料来源：Wind,长江证券研究所

## 百货投资降速，体验业态扩张

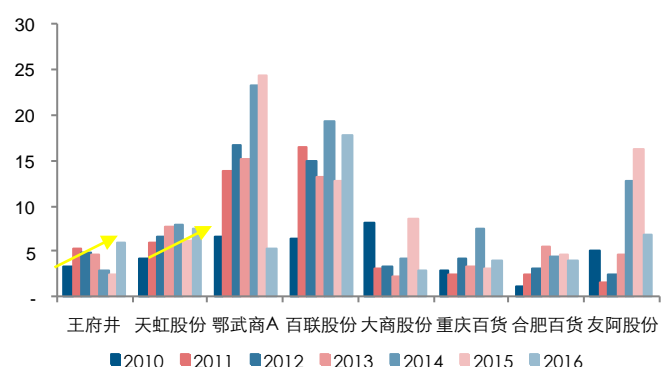
**百货行业：固定资产投资降速，存量资源升级与整合为核心。**我们统计了 A 股 8 家主要百货企业 2010 年以来的固定资产情况，发现行业性固定资产投资自 2015 年以来持续降速，至 2016 年全行业固定资产呈现负增长，大部分企业仍以存量资源优化重塑为核心，一轮“去产能”过后，目前仅部分龙头企业固定资产投资增加相对更为显著。

图 44：A 股 8 家百货购买固定资产支付的现金及增速



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 45：A 股 8 家百货购建固定资产支付的现金（亿元）

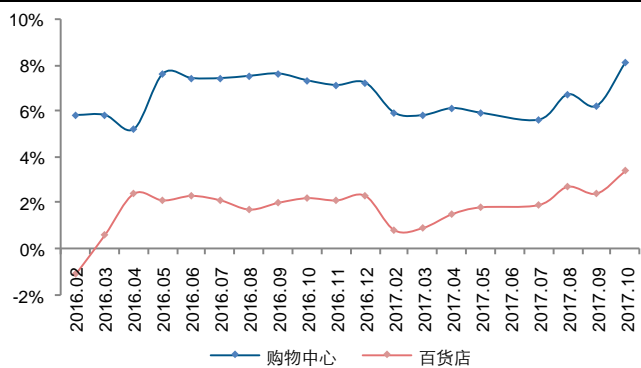


资料来源：Wind,长江证券研究所

**满足用户体验性和品质消费需求的百货购物中心化转型初具成效。**行业层面来看，由于具备更强的聚客能力，购物中心业态增速相对单体百货业态较高，率先进行业态调整的百货企业同店增速从 2016 年下半年以来开始好转；企业层面看，天虹对亲子、年轻和运动等不同客群针对性调整商品结构、增加体验性业态、创新运作社区购物中心、开发中高端精品超市，各方迎合细分需求和需求变化的优化举措使得门店有望迎客流回升；而银泰则从业态、品类和品牌三方面改革门店，购物中心门店占比持续提升。

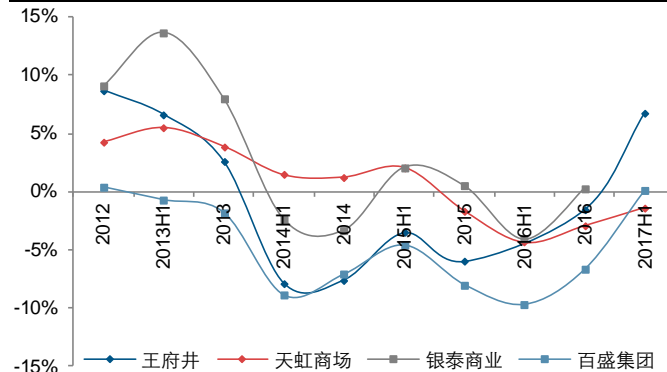
<sup>3</sup> 盒马鲜生我们按公司披露的金桥店，线上占比已经达到 70%，明年预计门店销售额为 3 亿，门店面积 4500 平米测算；永辉超市我们选取 2016 年年报中披露的总体可比坪效，家家悦我们选取招股书披露的 2015 年可比门店坪效，高鑫零售我们假设超市经营面积占比总建筑面积 30%，其余为按 2016 年年末销售额/总面积计算

图 46：5000 家零售企业中购物中心增速相对较高



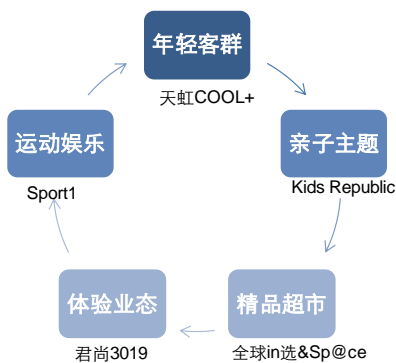
资料来源：商务部、长江证券研究所

图 47：业态调整优化下龙头百货公司同店增速持续改善



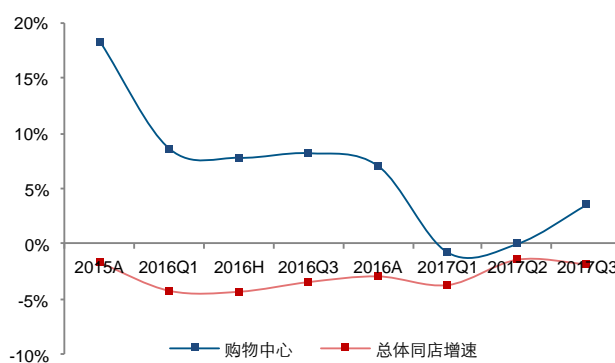
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 48：天虹针对不同客群和消费层级进行业态调整升级



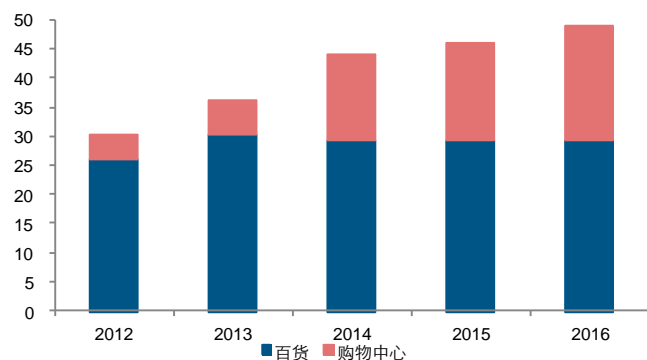
资料来源：公司公告,长江证券研究所

图 49：天虹购物中心同店增速显著高于总体同店增速



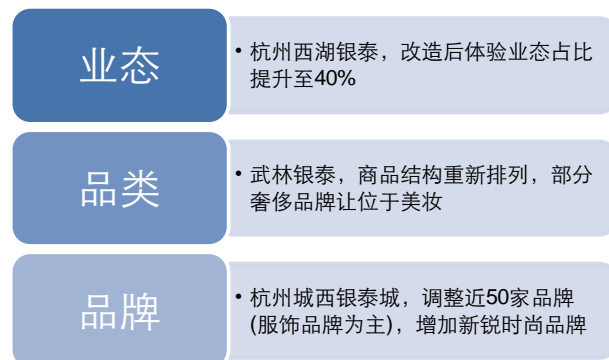
资料来源：公司公告,长江证券研究所

图 50: 银泰购物中心门店数量显著提升



资料来源：公司公告,长江证券研究所

图 51：银泰从业态、品类和品牌三维度对门店进行改革



资料来源：公司公告,长江证券研究所

## 电商流量红利渐弱，品质提升需求凸显

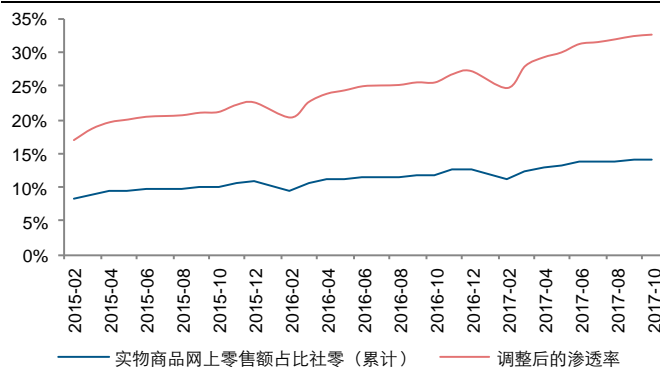
品质消费升级趋势伴随电商流量红利减退，电商企业具备增加品质商品供给和提高客单价的动力。电商流量增长瓶颈逐步显现，一方面来自原本以性价比吸纳的用户红利的减退；另一方面从商户和品牌端来看，在电商平台品牌和商品供给过剩与优质流量入口具备稀缺性的矛盾中，叠加电商提升流量变现能力的需求变强，品牌和商户的线上运营成

本逐渐变高，未来品牌和商户的电商策略和资源投入或趋于理性，进一步加剧线上渠道量的扩增瓶颈。

## 用户增速降档，渗透率至高位

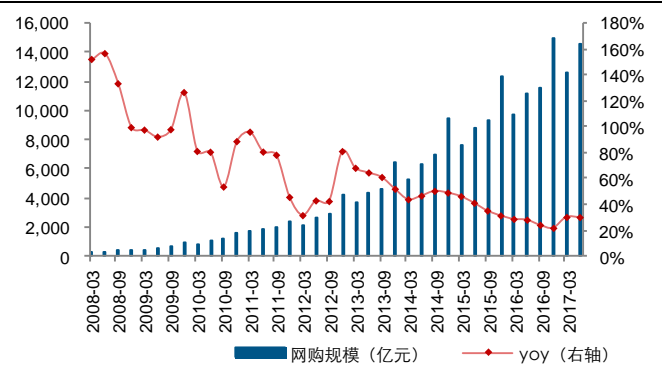
一方面，流量红利减退趋势下，网购交易增速降档，实际网购渗透率已至高位。艾瑞咨询统计的网购规模增速显示，2017 年以来网购交易规模增速已降至 30% 左右，而我们测算，调整后的社零总额中实物商品网上零售额占比已至 30% 的较高水平。

图 52：实物商品网上零售额累计占比社零以及调整后的网购渗透率<sup>4</sup>



资料来源：Wind, 长江证券研究所

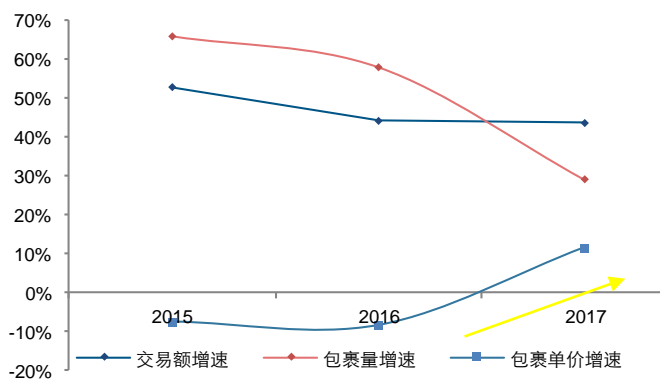
图 53：网络购物交易规模增速落入 30% 以内区间



资料来源：艾瑞咨询, 长江证券研究所

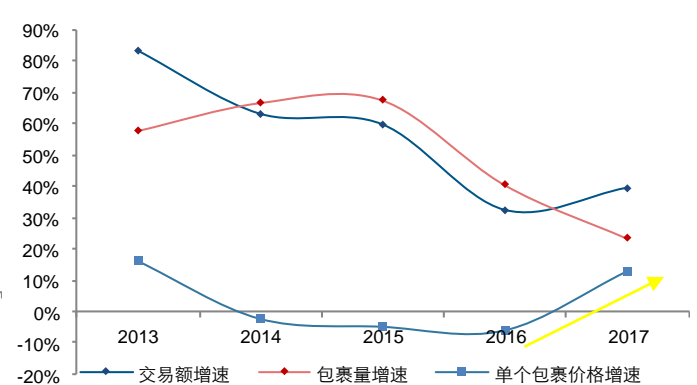
这一趋势，我们可从今年双十一包裹数量增速降低窥见一斑，流量红利趋弱伴随品质消费升级下，电商亦在逐步从过往以性价比商品极大吸纳流量的定位，转向增加中高端品牌曝光、提升客单价。今年双十一，无论是全网还是天猫均呈现包裹数量增长降速、单个包裹价格提升的现象，显现出，电商用户增长幅度趋缓，客单价提升凸显品质消费趋势，同时，电商企业有望主动调整流量资源分配，更多向更具品质的品牌倾斜，迎合需求变化的同时获客单价提升。

图 54：全网历年双十一交易额、包裹量和包裹单价增速



资料来源：星图数据, 长江证券研究所

图 55：天猫历年双十一交易额、包裹量和单个包裹价格增速



资料来源：天猫, 长江证券研究所

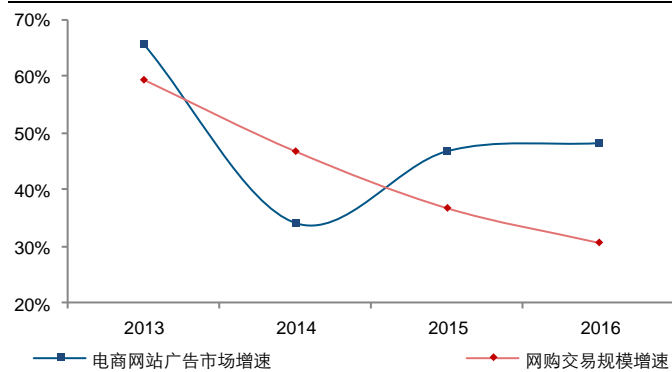
<sup>4</sup> 调整是指，以限额以上品类占比类比社零中的品类占比，剔除社零总额中网购渗透率相对较低的石油、汽车和装潢材料品类后重新计算实物商品网上零售额占比

## 品牌成本提升，线上策略理性

另一方面，从电商的供给端，品牌和商户的角度来看，线上商品供给过剩竞争加剧，伴随电商流量变现能力需求增强，未来品牌在线上策略方面有望趋于理性。

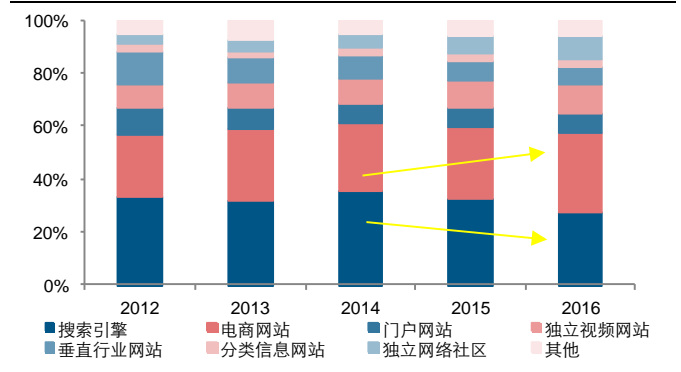
电商平台的角度来看，行业层面，电商网站广告市场增速高于网购交易规模增速，侧面反映电商网站流量价格有所提升；龙头电商来看，阿里和京东流量变现能力显著增强，京东单个平台商户收取的服务费增速高于其平台 GMV 增速。

图 56：网购交易额增速和电商网站广告市场增速



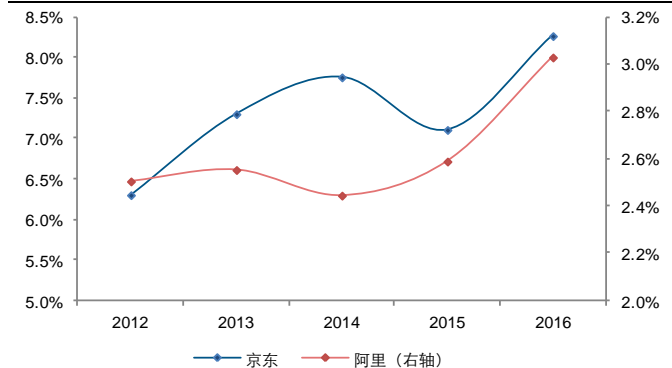
资料来源：艾瑞咨询, Wind, 长江证券研究所

图 57：电商广告在网络广告市场规模中占比不断提升



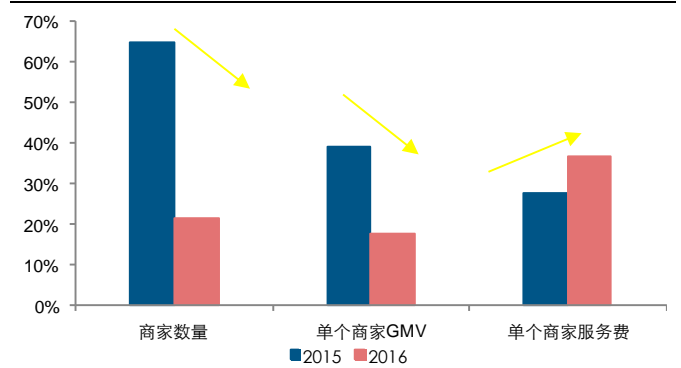
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 58：阿里和京东流量变现能力持续增强<sup>5</sup>



资料来源：公司公告, Wind, 长江证券研究所

图 59：京东商家数、单个商家 GMV 和单个商家服务费增速<sup>6</sup>



资料来源：公司公告, 长江证券研究所

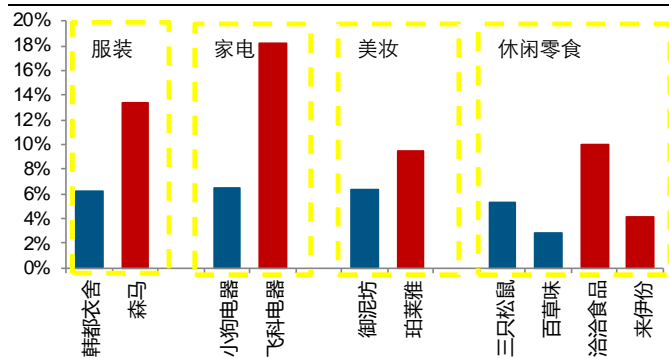
从线上品牌和商户运营的角度来看，盈利端：部分品牌有线上运营成本上升的趋势，总体看，大部分淘品牌净利率仍低于线下，反映出流量成本提升部分影响了线上渠道的盈利能力；收入端：我们观察到较早开始从事淘品牌的女装淘品牌增速已趋近于成熟实体品牌的增速，开始把目光转向线下实体渠道。以淘品牌推及品牌的线上渠道策略，我们认为，基于电商平台竞争加剧和优质流量的价格提升，品牌和商户有望在电商渠道策略上趋于理性。

<sup>5</sup> 此处阿里采用中国零售平台收入/中国零售业务 GMV，京东采用服务费及其他收入/平台业务 GMV

<sup>6</sup> 单个商家 GMV=京东平台业务 GMV/平台商家数量，单个商家服务费=京东服务费及其他收入/平台商家数量

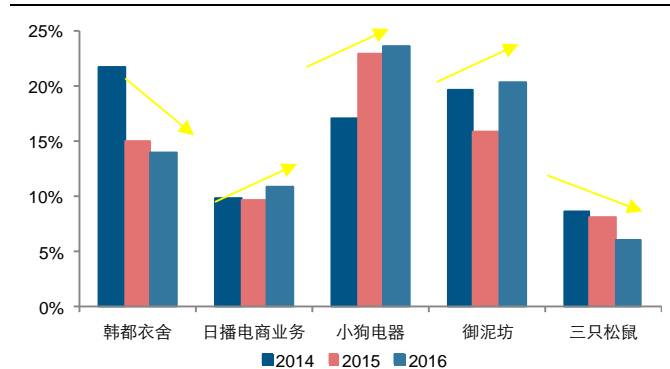


图 60：大部分纯淘品牌公司净利率仍低于线下品牌



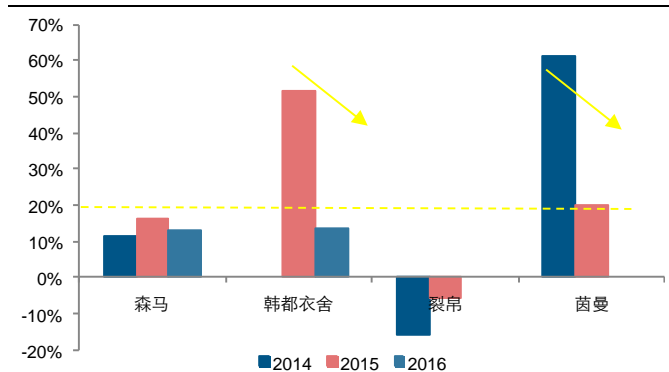
资料来源：公司公告, Wind, 长江证券研究所

图 61：四个品类淘品牌线上平台服务+品牌宣传费用率<sup>7</sup>



资料来源：公司公告, Wind, 长江证券研究所

图 62：电商渗透率较高的女装品类，淘品牌增速下行与成熟品牌趋同



资料来源：公司公告, Wind, 长江证券研究所

图 63：电商发家的品牌遇线上流量瓶颈纷纷进入实体渠道



资料来源：公司公告, 公司新闻, 长江证券研究所

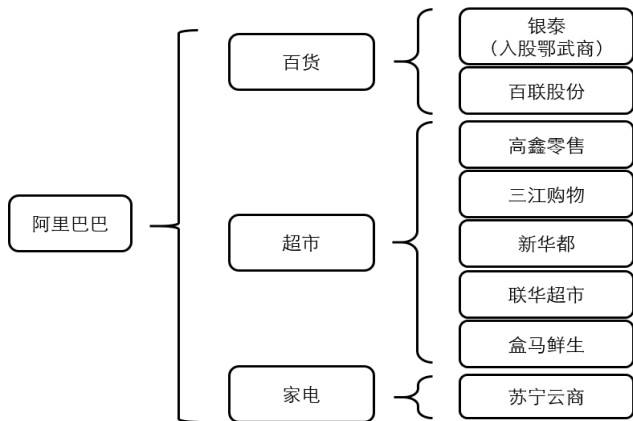
## 双线合作模式较优，共同促进品质升级

在品质消费升级的背景下，无论是实体还是电商均开始了商品和服务的提档升级，在新的背景下，电商所面临的流量、品类、体验和服务的局限性日益突出，实体凭借门店服务、体验和垂直供应链的优势，促使电商与实体渠道的合作，共同提升商品和服务品质，带来体验和效率的双重优化。我们认为，线上以大数据系统、会员精准营销合作实体商品供应链和门店服务体验优势，有望进一步改善购物体验，更加匹配品质消费需求。

这一趋势，我们可从以下全渠道运营的案例得到印证：苏宁云商线下门店体验功能拓展中高端体验品类市场，线上提升爆款单品销售并拓展品类，全渠道收入增速已经开始高于纯电商龙头，后台系统的优化带来存货周转效率的提升，无论是收入端和运营端，均获益于全渠道经营的体验和效率优势；盒马鲜生双线运营模式，一方面线上订单占比提升为门店坪效提供增量，线下门店以中高端海鲜现场烹制为特色改善体验集聚客流，另一方面门店作为订单发货前置仓共享了一部分门店仓储成本，同时优化配送速度，亦是收入与体验的双重提升；而全渠道运营的百思买，线上结合店配模式使得平均配送速度优于亚马逊，在 3C 品类获得远高于线上的服务体验。

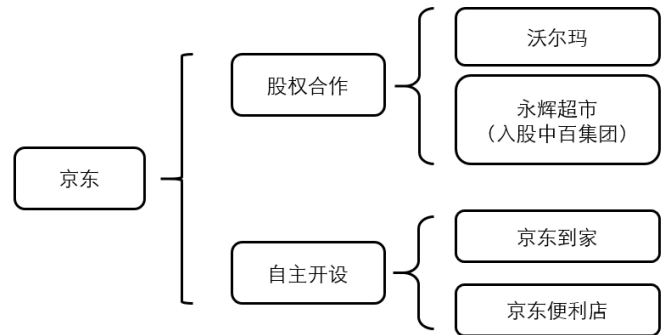
<sup>7</sup> 日播电商业务指日播时尚披露的电商平台费用，由于品牌推广费用在线上线下不可分，因此日播时尚不包含品牌宣传费，费用率较其他淘品牌略低

图 64：阿里系实体零售布局



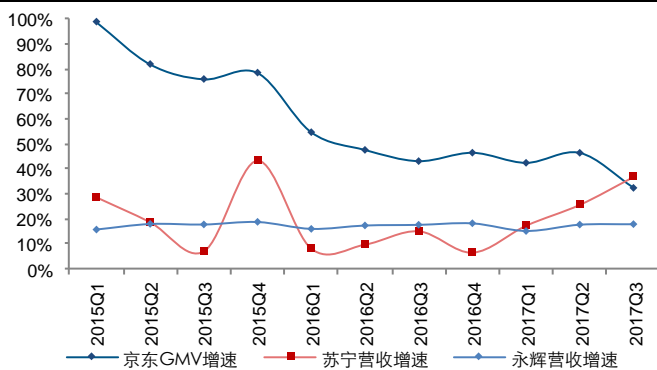
资料来源：公司公告,长江证券研究所（包含拟入股、合作、自主开设、入股等）

图 65：京东系实体零售布局



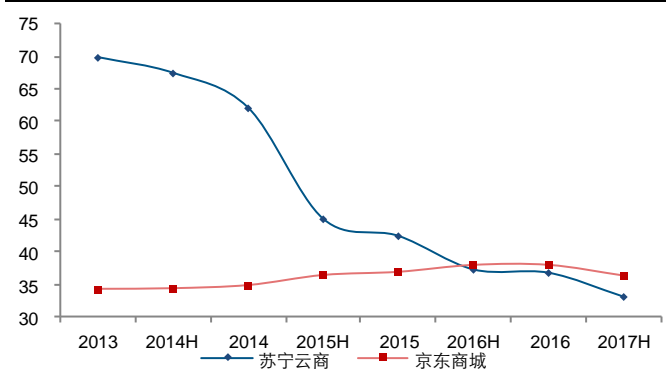
资料来源：公司公告/新闻,长江证券研究所（包含入股、合作、自主开设等）

图 66：电商龙头京东 GMV 增速和实体龙头苏宁和永辉单季度营收增速



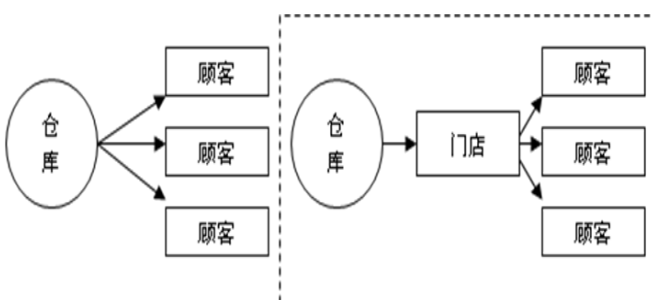
资料来源：公司公告,Wind,长江证券研究所

图 67：2016 年中期以来苏宁云商存货周转天数开始低于京东商城



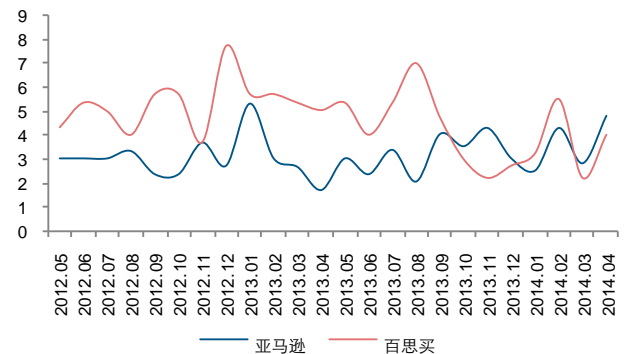
资料来源：公司公告,Wind,长江证券研究所

图 68：门店作为前置仓的盒马鲜生双线共享门店仓储成本



资料来源：长江证券研究所

图 69：门店作为电商前置仓的百思买平均配送速度优于亚马逊



资料来源：StellaService,长江证券研究所

## 供需再平衡后的新成长机会

当前阶段中国消费市场逐步进入中高端消费群体崛起且消费趋向品质化、部分国内中高端品牌力提升且市场逐渐打开、终端渠道进入存量市场更注重服务品质和经营效率的新阶段，在此过程中供需逐渐趋向中高端品质均衡，而渠道的运营和服务正在优化升级，

请阅读最后评级说明和重要声明

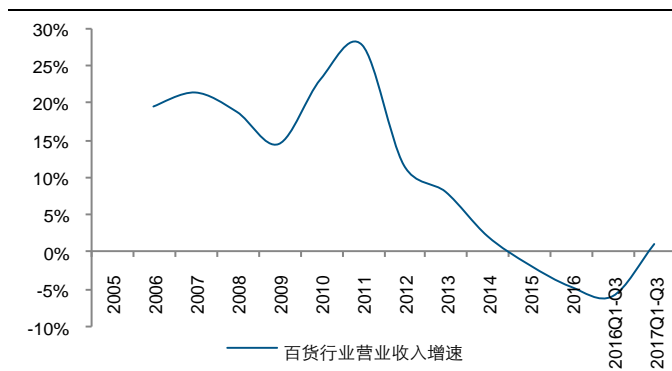
22/30

供需与渠道的三角匹配将驱动新的成长机会，预计行业将迎来收入与业绩的双升。与此同时，当前零售板块配置处于低位，板块调整后部分优质龙头个股估值已近历史最低估值水平，我们认为在基本面积积极改善下，板块估值将进一步消化，投资性价比突出。

## 板块调整配置低位，盈利改善估值消化

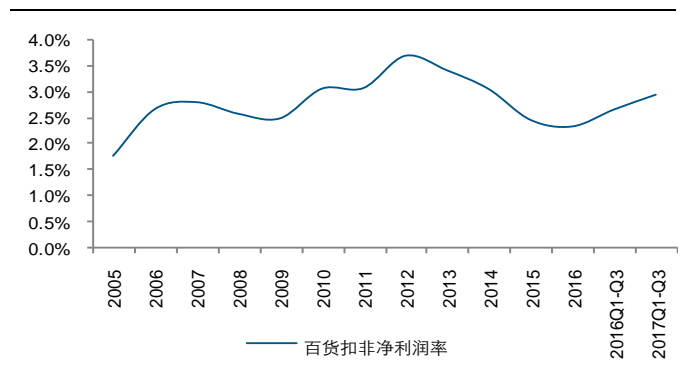
2012 年以来终端百货、超市收入端中枢增速较快下移，而 2017 年以来行业在终端需求尤其是可选消费需求复苏，渠道变革效率优化的支撑下，百货及超市收入端均迎来增速环比改善，与此同时盈利能力增强，扣非净利率持续提升。在业绩增厚背景下，板块估值迎来较快消化，其中百货行业 PE-TTM 估值水平从 2017 年初的约 43 倍消化至目前的约 26 倍，PS 整体法估值由 2017 年初的约 1.3 倍消化至目前的约 1.1 倍，相比历史估值，百货行业 PE 估值和 PS 估值水平均为 2015 年以来最低估值水平。

图 70：百货行业收入增速中枢大幅下移后迎来改善



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 71：百货行业扣非净利润率中枢下移后迎来底部改善



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 72：2005 年至今 CS 百货板块 PS 估值水平



资料来源：Wind, 长江证券研究所

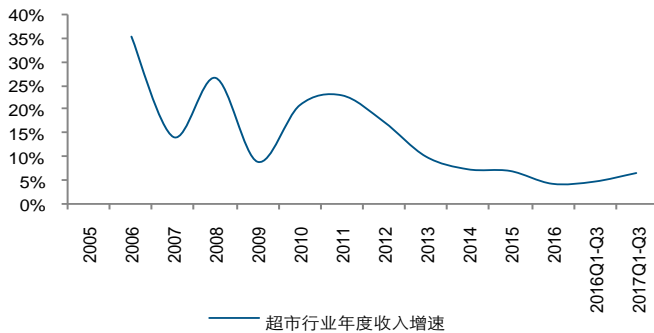
图 73：2005 年至今 CS 百货板块 PE 估值水平



资料来源：Wind, 长江证券研究所

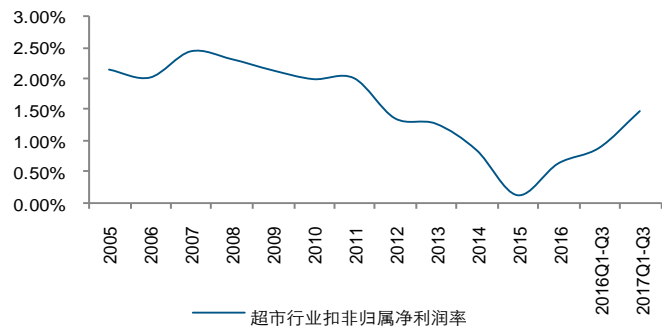
超市行业作为必须消费品渠道，整体需求相对较平稳，收入端改善幅度相对较小，但行业持续推进供应链和组织机制变革强化费用管控能力，行业平均扣非净利润率水平从 2015 年 0.13% 提升至 2017 年前三季度的 1.48%，综合推动下，使得业绩具备较高弹性。估值层面来看，超市行业在业绩支撑下 PE 估值水平也得到大幅消化，从 2017 年年初的 55 倍左右消化至当前约 45 倍，且已经达到 2015 年以来最低估值水平。在净利率大幅提升，同时行业巨头对于存量市场优质网点的积极抢占的背景下，超市行业目前 PS 估值水平约为 1.09 倍，接近 2015 年以来最高水平。

图 74：超市行业收入增速中枢大幅下移后迎来小幅改善



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 75：超市行业扣非净利润率中枢下移后迎来底部改善



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 76：2005 年至今 CS 超市板块 PS 估值水平



资料来源：Wind,长江证券研究所

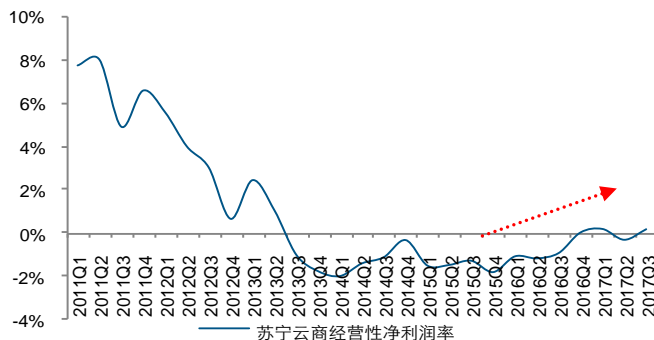
图 77：2005 年至今 CS 超市板块 PE 估值水平



资料来源：Wind,长江证券研究所

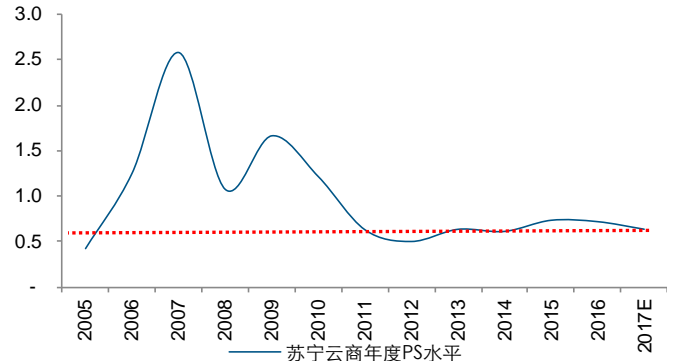
苏宁云商作为家电专业连锁代表，积极推进线上线下模式落地，边际效果逐渐显现，2016Q4 以来经营性净利润中枢持续改善，与此同时在股价深度调整后当前 PS 估值水平已经逐渐至历史极低水平，当前市值对应 2017 年营业收入 PS 仅为 0.6 倍。

图 78：家电专业连锁苏宁云商变革调整后经营性净利润率迎底部反转



资料来源：Wind,长江证券研究所

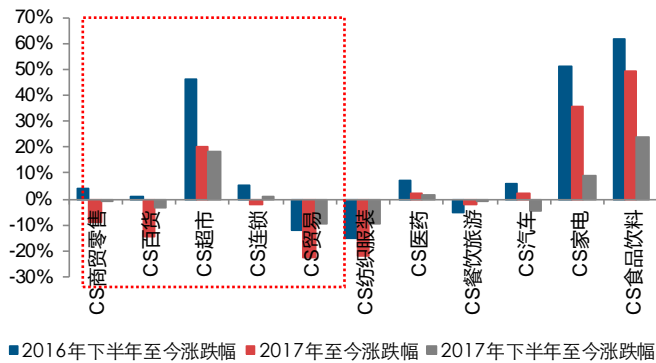
图 79：2005 年以来苏宁云商年末市值对应年营业收入的 PS 估值水平



资料来源：Wind,长江证券研究所

板块市场表现来看，2017 年以来商贸零售板块整体录得约 9% 的较大跌幅，其中除超市行业有永辉超市拉动影响外，其他细分子板块均出现回调，其中百货板块回调约 15%，连锁企业回调约 2%。与此同时，商贸零售板块目前公募基金配置水平较低，且已至 2010 年来最低配置水平。

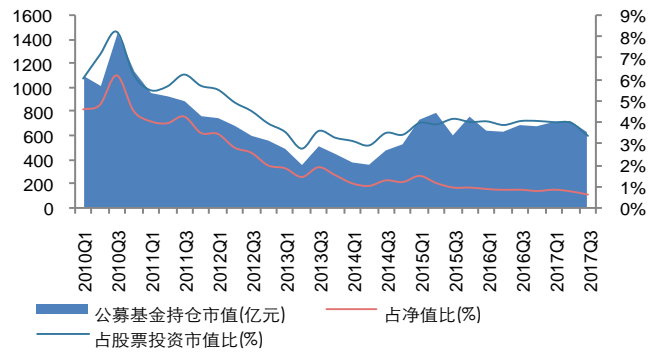
图 80：2016-2017 年分段消费行业涨跌幅表现情况



资料来源：Wind, 长江证券研究所

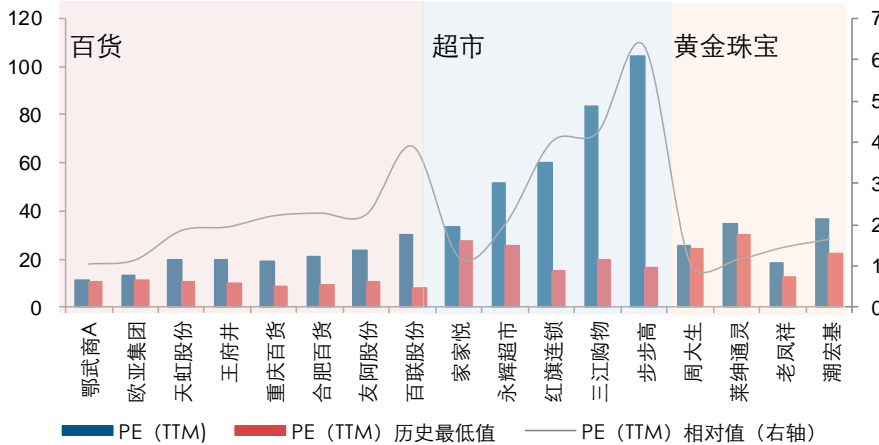
个股来看，我们发现，百货、超市和黄金珠宝三个子行业均出现若干估值处于历史相对较低水平且估值相较业绩增速来看性价比突出的个股。百货子行业，**鄂武商、欧亚集团、王府井、天虹股份**等估值水平回到历史较低位置；超市子行业，得益于以大幅优于同业的业绩增速持续消化估值，**永辉超市**目前 PE 相较历史最低水平的倍数，在板块内处于相对较低的水平；黄金珠宝子行业中崛起中的龙头公司如**周大生、莱绅通灵**估值均有一定的相对优势。此外，值得关注的是，上市时间较短的家家悦、周大生和莱绅通灵，由于今年以来较快的业绩增长部分消化了次新股相对较高的估值，目前趋近于上市以来估值的最低水平。从 PE 与业绩增长匹配度来看，在 PEG1.2 倍以内选股，百货子行业有**王府井、重庆百货、天虹股份、鄂武商**；超市子行业有**永辉超市与家家悦**；黄金珠宝子行业有**莱绅通灵、老凤祥、周大生**。

图 81：2011 年以来商贸零售板块基金配置水平



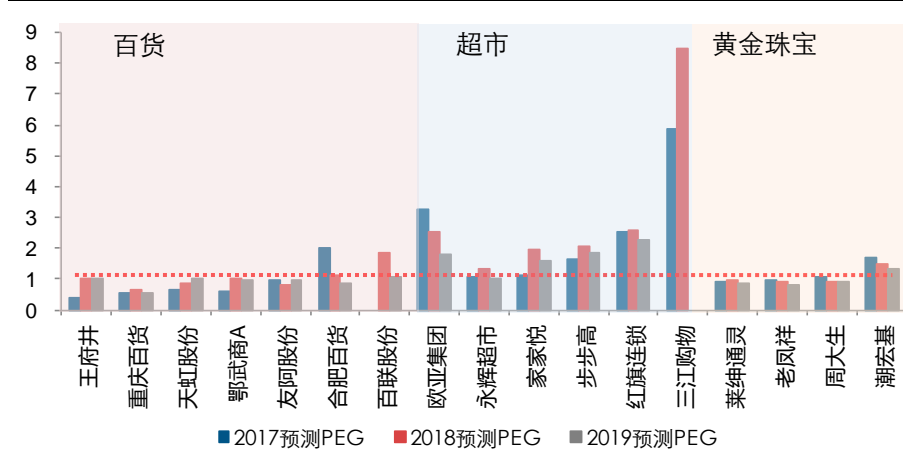
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 82：百货、超市和珠宝子行业主要个股目前 PE（TTM）相较 2005 年以来最低 PE 的溢价



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 83：百货、超市和珠宝子行业主要个股 2017-2019 年 PEG 水平



资料来源：Wind, 长江证券研究所（百联股份 2017 年 PEG、三江购物 2019 年 PEG 均为异常值，予以剔除）

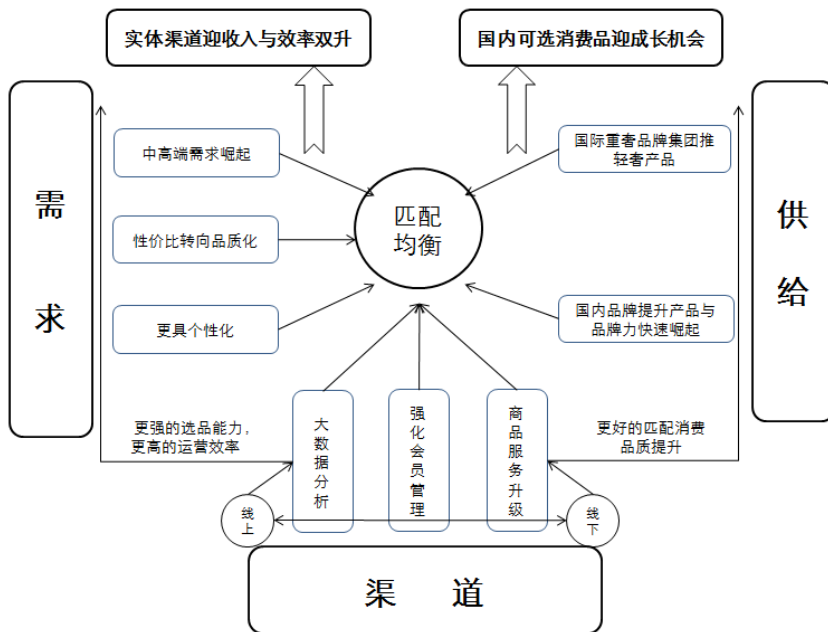
综合来看，与行业积极的基本面变化形成反差对比，板块今年以来较弱的市场表现给予板块估值较大的消化缓冲，我们认为随着行业业绩继续改善，板块估值优势将进一步体现，投资性价比突出。同时，部分处于改革前列的龙头公司业绩弹性较大，估值消化较快，更值得重点关注。

## 新均衡下新机会，精选稳增长和优模式

借鉴国外历史经验并结合中国消费群体结构变化，我们认为中国消费市场正迎来供需深刻变革，渠道发展路径更迭，并通过调整逐步进入均衡的阶段，对应的消费市场的增长逻辑也在发生变化。具体的，从消费者需求结构来看，在居民平均收入迈入较高水平和代际更替的叠加阶段，当前中国消费市场迎来新的需求特征：从单纯性价比转向更注重品质的追求，且个性化属性更加凸显；从国内消费品市场来看，品质消费需求阶段对于中高端品牌的商品需求或将迎来爆发，而国内消费品市场呈现：高端市场被国际品牌占据，国内品牌低端市场激烈竞争的格局，而近来逐渐转向国内新生中高端消费品更注重品牌打造，并逐步打开市场的阶段；从渠道发展路径来看，实体渠道供给侧出清接近尾声伴随龙头企业积极迎合需求变化升级业态；电商增长瓶颈加速来临提升品质和客单价需求较为迫切，而电商由于面临品类拓展和体验的相对局限，合作实体共促品质升级或为更优选择：线上携大数据、会员管理、物流仓配等技术优势主动与线下的体验优势相结合，全渠道模式或更兼顾效率、体验和品质。总体来说，当前阶段中国消费市场综合呈现：中高端消费群体崛起且消费趋向品质化，国内部分中高端品牌力提升且市场逐渐打开，实体渠道进入存量市场更注重服务品质和经营效率，即供需逐渐趋向中高端品质均衡，而渠道的运营和服务正在优化，我们认为新的三角均衡演绎下，新的消费增长机会即将迎来迸发，国内可选消费品将迎来新的成长机会，与此同时国内实体渠道将迎来收入与效率双升阶段。



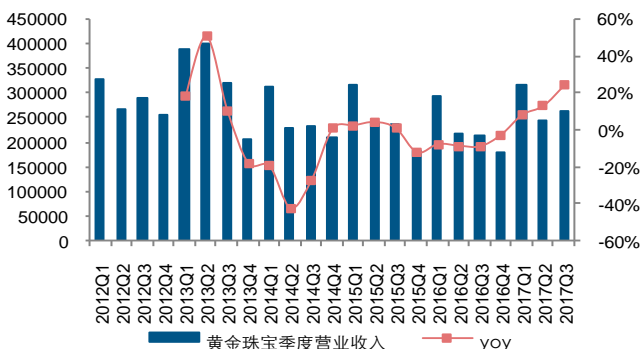
图 84：中国消费市场正迎来需求、供给、渠道逐渐走向新均衡的阶段



资料来源：长江证券研究所

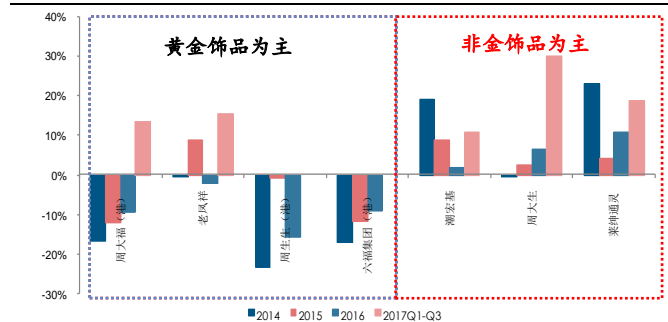
可选消费品层面，建议重点关注部分国内品牌商品影响力逐步提升且市场逐渐打开的化妆品和黄金珠宝钻石饰品等领域，其中黄金珠宝品类具有投资保值属性与消费属性，随投资渠道多元化，同时居民消费实力与品质要求提升，对于黄金珠宝品类的需求重心逐渐转移至偏非黄金类且设计及品牌属性要求较高的钻石及镶嵌类饰品。自 2016Q4 以来，黄金珠宝行业收入端逐季持续改善，且钻石镶嵌类占比较高企业收入弹性更大。

图 85：黄金珠宝行业平均季度营业收入（万元）和增速（右轴）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

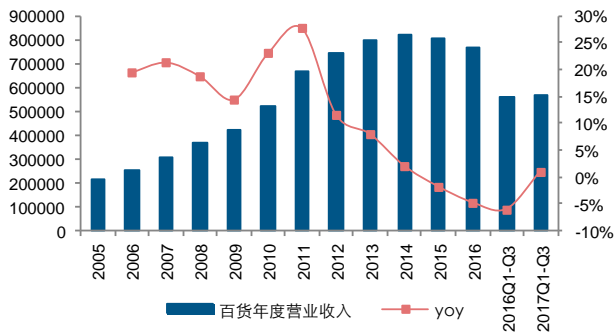
图 86：非金饰品为主企业收入端增速显著高于黄金饰品为主的企业



资料来源：Wind, 长江证券研究所

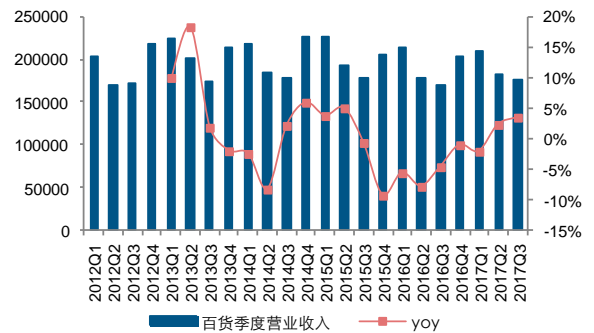
渠道层面，实体渠道迎客流回升收入端改善，同时结合线上大数据及会员管理等优势经营效率将会更高，因此掌握核心渠道网点的龙头企业会迎来资本驱动下的网点价值重估或自身经营变革下更高业绩弹性，与此同时中高端可选消费崛起新阶段，以可选消费品为主的百货渠道将迎来新的增长机会，收入端改善弹性或将更大。

图 87：百货行业平均年度营业收入（万元）和增速（右轴）



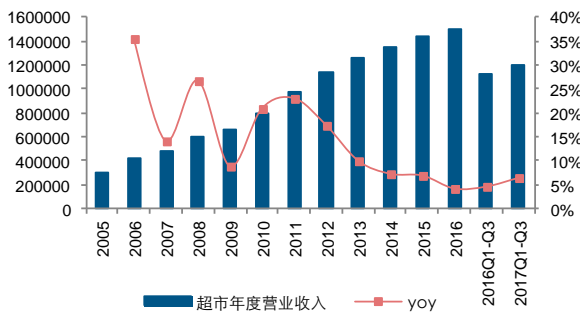
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 88：百货行业平均季度营业收入（万元）逐级持续环比改善



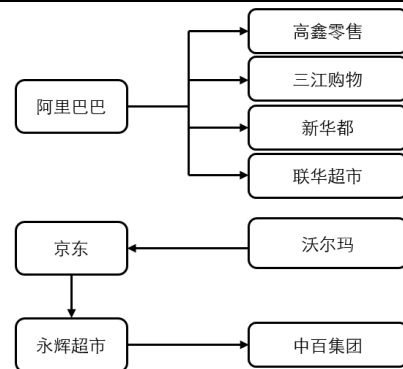
资料来源：Wind,长江证券研究所

图 89：超市行业平均年度营业收入（万元），超市收入弹性低于百货



资料来源：Wind,长江证券研究所

图 90：线上线下龙头企业积极抢占超市行业网点



资料来源：公司公告,长江证券研究所

基于此，综合消费趋势和渠道变革思路，我们围绕两条核心思路精选个股：

1) 以可选消费需求为主，满足中高端品质化消费趋势的稳健增长个股：①中高端品质消费持续回暖有助于收入改善，叠加企业业态调整加快，费用控制能力突出，业绩具备较大弹性的企业，推荐：鄂武商、天虹股份、王府井；②享细分领域品质需求提升，具备较强品牌基础且具有市场开拓能力的消费品连锁企业，推荐：莱绅通灵、周大生。

2) 掌握核心优质网点资源，主动变革望迎来效率优化提升的连锁龙头：①全国龙头市场份额快速提升，业态创新满足消费升级和便利性需求，区域龙头围绕本地市场做深做细，长期渠道价值存重估空间，推荐：永辉超市、家家悦、中百集团；②线上线下融合发展效果突出，享有线下市占率提升和线上规模快速增长的龙头企业，推荐：苏宁云商。

## 行业重点上市公司估值指标

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/S (X)		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
000501	鄂武商A	16.57	1.29	1.55	1.77	12.84	10.69	9.36	0.72	0.68	0.65
002419	天虹股份	15.90	0.65	0.84	1.00	24.46	18.93	15.90	0.74	0.69	0.65
600859	王府井	21.84	0.89	1.13	1.31	24.54	19.33	16.67	0.95	0.71	0.65
603900	莱绅通灵	29.85	0.65	0.87	1.11	45.92	34.31	26.89	6.16	5.10	4.24
002867	周大生	27.32	0.89	1.10	1.34	30.70	24.84	20.39	4.50	3.60	3.00
601933	永辉超市	9.78	0.13	0.19	0.22	75.23	51.47	44.45	1.90	1.62	1.38
603708	家家悦	21.15	0.54	0.68	0.77	39.17	31.10	27.47	0.92	0.87	0.80
000759	中百集团	11.37	0.01	0.25	0.14	1137.00	45.48	81.21	0.50	0.52	0.49
002024	苏宁云商	12.55	0.08	0.10	0.14	156.88	125.50	89.64	0.79	0.60	0.46
002094	青岛金王	18.00	0.53	1.27	1.19	33.96	14.17	15.13	2.98	1.17	0.77

资料来源：Wind, 长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。