

奢侈品与宏观经济：从社零增速放缓说起

近期社零增速进一步放缓引发市场对消费、特别是奢侈品等可选消费的一定担忧。值此节点，我们特别推出本篇深度报告，重点弥补市场对此研究的盲点和空白：常用的社零数据能否真实反映高端消费需求？什么宏观经济指标能更好预判奢侈品需求？常被提起的财富效应是否真实存在，到底表现为幻觉还是挤出？我们沉淀了较多奢侈品商的国内外历史数据，并做了扎实定量分析，以供参考

核心观点

- 社零等指标并不是较好的奢侈品需求观测指标，不必对其近期的波动过分恐慌：一方面，社零构成复杂、汽车等权重商品带来扰动大；另一方面，社零无法统计服务、境外等消费需求，与奢侈品需求匹配度低（70%发生在境外），误差逐年加大。从历史数据的相关性分析也看出，社零与奢侈品销售数据并无相关，16年近一轮的社零波动下中国奢侈品的销售反而增速进一步提升。
- 我们认为人均可支配收入及PPI是更好的衡量宏观经济对奢侈品需求影响的可靠指标：（1）GDP与奢侈品销售数据相关度并不显著，尤其是在GDP总体平稳的趋势下，仅在大幅波动时影响奢侈品销售增速中枢（2）中国的人均可支配收入可较好反映及预测亚太区整体的奢侈品销售增速，也再次印证了国人的强购买力及消费外流的情况（3）PPI是各宏观经济指标中与中国奢侈品消费最为相关的指标，对奢侈品的需求预判具备较好可靠度
- 奢侈品消费的财富效应确实存在，且房产效应大于股市，房价提升是核心幻觉来源，对奢侈品消费带动存在1-2年的滞后效应：（1）总量数据来看，房价及交易面积提升均带来了一定的财富幻觉，特别是房价的提升，与滞后一年的奢侈品消费数据呈现较强的相关性（2）分季度及不同城市等级来看：财富效应一般滞后1-2年，在滞后7个季度时体现出最强的对奢侈品消费带动的相关性；一线城市在房价上涨带来的财富幻觉之外，由于较高的房价基准，房屋成交量的快速提升会在2年内同步呈现一定的挤出效应
- 除宏观经济及财富效应的影响外，我们认为本轮奢侈品需求的回暖也存在其内在动力：用户的扩充、频次的提升以及新生代中产阶级推动的消费升级。随着新中产的绝大部分转变为80后，及对奢侈品认知的不断超前和粘性的不断提升，我们认为中国奢侈品市场的成长存在较强的可持续性。

投资建议与投资标的

- 尽管房价的较快上涨今年以来有所放缓，相关的财富效应贡献可能有所降低；但考虑到消费受众结构和习惯变迁下、奢侈品的持续成长动能，以及近期PPI的持续景气表现，我们认为长期和短期的奢侈品需求仍有较强支撑。投资标的角度，继续坚定推荐受益于奢侈品需求稳步提升，中国免税行业龙头中国国旅(601888，买入)

风险提示

- 经济大幅波动（特别是PPI、人均可支配收入等）、或房价向下波动等造成的奢侈品市场需求波动



东方证券
ORIENT SECURITIES

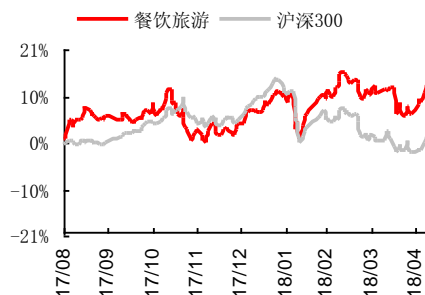
行业评级 看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A股

行业 餐饮旅游

报告发布日期 2018年08月30日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 王克宇
021-63325888-5010
wangkeyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518010001

联系人 董博
dongbo1@orientsec.com.cn

相关报告

部分自然景区降价靴子落地，中期期看好 2018-08-26
优质龙头修复机遇
调整不改看好 把握旺季前的布局窗口 2018-08-20
调整不改看好，布局性价比凸显 2018-08-12

目 录

社零增速放缓？并不一定意味消费/奢侈品需求的全面下行	5
一、 社零指标构成复杂，近期增速放缓主要源于结构性调整，奢侈品相关的品类表现稳定	5
二、 社零指标看奢侈品等消费品需求的两大局限性	6
（一） 社零指标的统计局限性：与“最终需求”对比	6
（二） 社零指标看奢侈品需求的局限性：70%的奢侈品消费发生在境外，但社零不包含境外消费	8
三、 定量分析：奢侈品销售与社零指标相关性低，16年以来分化背离明显	9
如何更好衡量奢侈品的需求？奢侈品消费与各宏观指标的相关性分析	11
一、 奢侈品消费与 GDP：经济大幅波动影响奢侈品增速中枢，经济平稳期相关性减弱	11
二、 奢侈品消费与人均可支配收入：中国人均可支配收入与亚洲奢侈品增速相关性显著，侧面印证消费外流	14
三、 奢侈品消费与价格指数：PPI 历史相关度高，制造业繁荣推升整体奢侈品市场的消费能力	16
奢侈品消费的财富效应——是否真实存在？到底是财富幻觉还是挤出效应？	19
一、 奢侈品消费与房地产市场	19
（一） 总量角度：财富效应明显大于挤出效应	19
（二） 时间维度及一线城市季度拆解：财富效应需滞后 7-9 季度完全显现，一线城市财富效应之外伴生挤出效应	22
二、 奢侈品消费与股票市场	24
如何看待奢侈品的后续成长持续性？复苏存在内在动力切换	26
投资建议	28
继续推荐中国国旅	29
风险提示	30

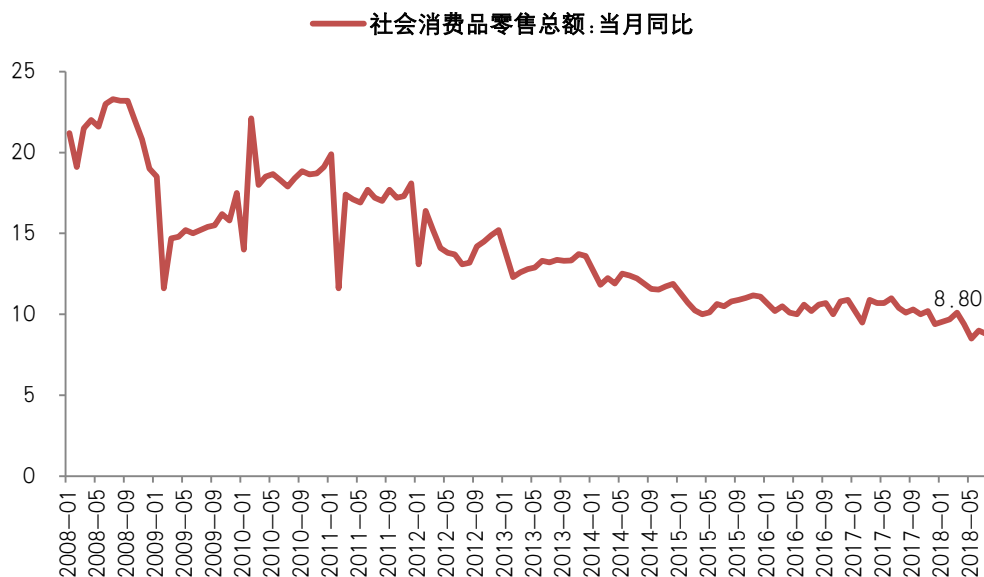
图表目录

图 1: 2008-2018 年社会消费品零售总额月度同比增速	5
图 2: 限额以上企业消费品零售额指标的品类占比	6
图 3: 限额以上企业消费品零售增速分品类情况	6
图 4: 1980-2017 年最终消费, 社零总额及其差值走势	8
图 5: 奢侈品消费外流的主要因素分析	9
图 6: 中国奢侈品销售增速与社零增速趋势	10
图 7: 亚洲主要国家奢侈品销售增速与社零消费增速	10
图 8: LVMH 亚洲营收增速与社零增速趋势	10
图 9: Kering 亚洲营收增速与社零消费增速	10
图 10: 雅诗兰黛亚洲营收增速与社零增速趋势	11
图 11: 资生堂亚洲营收增速与社零消费增速	11
图 12: 中国奢侈品销售增速与 GDP 增速	12
图 13: LVMH 亚洲市场营收增速与 GDP 增速趋势	12
图 14: Kering 亚洲市场营收增速与 GDP 增速	12
图 15: 雅诗兰黛亚洲市场营收增速与 GDP 增速趋势	13
图 16: 资生堂亚洲市场营收增速与 GDP 增速	13
图 17: 日本奢侈品市场增速与 GDP 增速	14
图 18: 中国奢侈品销售增速与人均可支配收入增速趋势	15
图 19: 主要亚洲国家奢侈品销售增速与人均可支配收入增速	15
图 20: LVMH 亚洲营收增速与人均可支配收入增速	15
图 21: Kering 亚洲营收增速与人均可支配收入增速	15
图 22: 雅诗兰黛亚洲营收增速与人均可支配收入增速	16
图 23: 资生堂亚洲营收增速与人均可支配收入增速	16
图 24: 中国奢侈品销售增速与 CPI	16
图 25: LVMH 亚洲营收增速与 CPI	17
图 26: Kering 亚洲营收增速与 CPI	17
图 27: 雅诗兰黛亚洲营收增速与 CPI	17
图 28: 资生堂亚洲营收增速与 CPI	17
图 29: 中国奢侈品销售增速与 PPI	18
图 30: LVMH 亚洲营收增速与 PPI	18
图 31: Kering 亚洲营收增速与 PPI	18
图 32: 雅诗兰黛亚洲营收增速与 PPI	19
图 33: 资生堂亚洲营收增速与 PPI	19
图 34: 中国奢侈品销售增速与领先一期房屋销售面积增速	21

图 35:	中国奢侈品销售增速与领先一期房屋单位面积均价增速	21
图 36:	LVMH 亚洲营收增速与领先一期房屋单位面积均价增速	21
图 37:	Kering 亚洲营收增速与领先一期房屋单位面积均价增速	21
图 38:	雅诗兰黛亚洲营收增速与领先一期房屋单位面积均价增速	22
图 39:	资生堂亚洲营收增速与领先一期房屋单位面积均价增速	22
图 40:	全国房屋成交面积增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析	23
图 41:	全国房屋单位面积均价增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析	23
图 42:	北上广深房屋成交面积增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析	24
图 43:	北上广深房屋单位面积均价增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析	24
图 44:	中国奢侈品销售增速与股市收益率	25
图 45:	中国奢侈品销售增速与股市最高收益率	25
图 46:	LVMH 亚洲营收增速与股市收益率	26
图 47:	Kering 亚洲营收增速与股市收益率	26
图 48:	雅诗兰黛亚洲营收增速与股市收益率	26
图 49:	资生堂亚洲营收增速与股市收益率	26
图 50:	2005-2017 年中国奢侈品销售额及增速	27
图 51:	中国奢侈品消费年龄构成	28
图 52:	2017 年消费者购买奢侈品次数	28
图 53:	新中产阶级年龄分布	28
图 54:	各等级城市不同收入层次占比	28
表 1:	最终消费及社会消费品零售总额对比	7
表 2:	中国奢侈品销售增速与房地产增速相关性分析	20
表 3:	中国奢侈品增速与股市收益率相关性分析	25

市场关于社零增速下行的担忧:近期社零增速数据持续下行,自 2017 年底社零增速跌破 10%以来,18 年持续维持在 10%以下的历史较低水平,且最新数据显示 18 年 7 月社零同比增速 8.8%,进一步放缓,引发了市场较大的担忧。社零的下滑是否意味着消费需求,特别是高端消费需求的全面下行?为此,我们特别推出本篇报告,深入阐述奢侈品消费与宏观经济的关系,供各位投资者参考。

图1: 2008-2018 年社会消费品零售总额月度同比增速



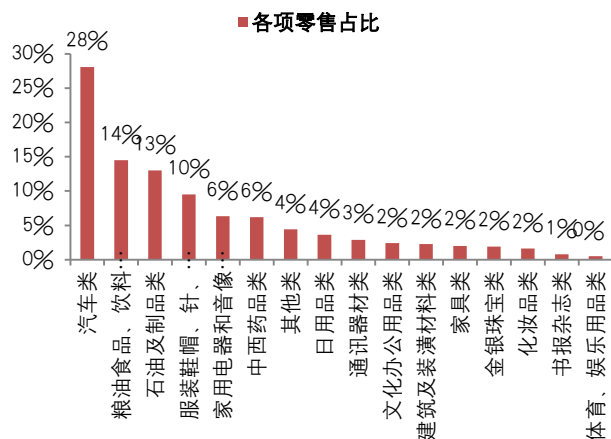
资料来源：Wind，东方证券研究所

社零增速放缓？并不一定意味消费/奢侈品需求的全面下行

一、社零指标构成复杂，近期增速放缓主要源于结构性调整，奢侈品相关的品类表现稳定

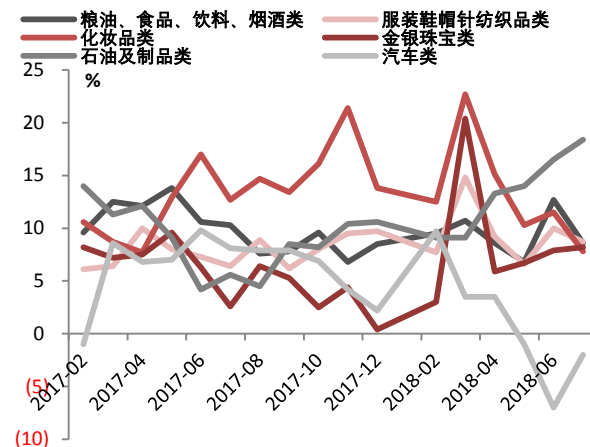
我们认为社零总体增速放缓主要来源于结构性调整,特别是汽车零售增速显著放缓是影响社零增速的主要因素,服装、化妆品、金银珠宝等具有一定奢侈品属性的品类仍较为稳固。通过拆分 2017 年限额以上企业零售数据,我们发现零售中汽车、粮油烟酒、石油制品占据主要部分,比例分别为 28%/14%/13%,而化妆品、服饰及金银珠宝销售额占整体限额以上企业零售比例仅为 13.03% (其中化妆品仅占 1.64%,金银珠宝消费仅占 1.88%,服装鞋帽类消费占 9.51%)。整体数据的下降对于小权重品类的指导意义不大。我们认为本次社零增速放缓主要来源于结构性调整,汽车零售增速 18 年进入下行通道,5/6/7 月出现非常显著负增长,以近 30%的权重比例拖累整体指标,而服装香化类虽然增速略有下滑,但整体变动不大;金银珠宝类零售增速更是出现了不降反升。

图2：限额以上企业消费品零售额指标的品类占比



资料来源：Wind，东方证券研究所

图3：限额以上企业消费品零售增速分品类情况



资料来源：Wind，东方证券研究所

二、社零指标看奢侈品等消费品需求的两大局限性

由于社会消费品零售指标每月更新，因此可以更紧密追踪市场消费总体走势，是市场广泛应用的指标。但我们认为仅凭借社零指标来判断奢侈品等消费需求走势，即时性有余，但准确性不足，主要由于两方面的局限性所导致：

1. 社会消费品零售额统计存在局限性，不能准确衡量全社会的消费需求；
2. 我国奢侈品消费中 70%在境外完成，社零指标不包含境外消费部分，从而对需求判断产生较大偏差

(一) 社零指标的统计局限性：与“最终需求”对比

目前存在两个指标衡量全社会的消费能力和消费水平，一个是市场较熟悉的社会消费品零售指标，另一个是最终需求指标。

从定义层面出发，最终消费指一定时期内一个国家或地区的常住单位为满足物质、文化和精神生活的需要购买各类商品及服务的总支出，不管这些商品和服务是国内还是国外购买的，只要是本国常住单位购买的用于消费的支出就计入最终消费

而社会消费品零售总额指各行业企业直接售给城乡居民和社会集团的消费品总额，反映了通过各种商品流通渠道下居民和社会集团供应的生活消费品总量。

其统计范围的详细对比可见下表：

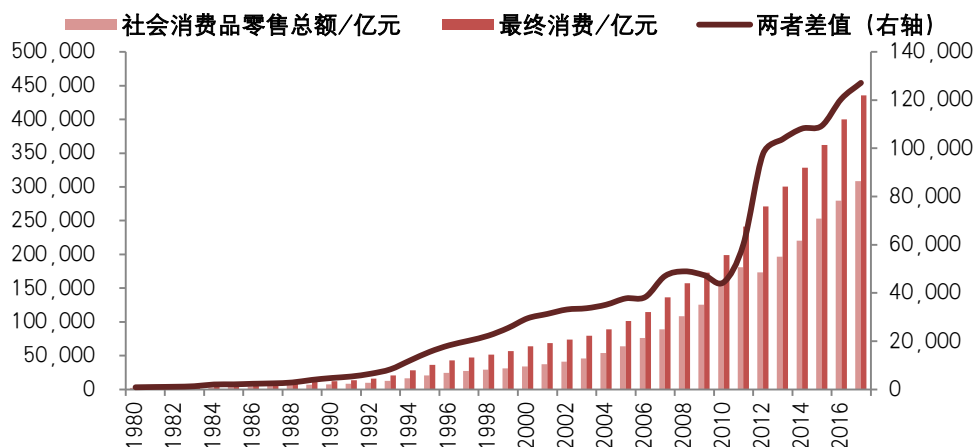
表1：最终消费及社会消费品零售总额对比

		最终消费支出	社会消费品零售总额
统计周期和优缺点		更接近消费概念，为核算指标，精准但时效性差，每年公布一次，供深入分析使用	不完全是消费概念，直接可得，及时，按月公布。可及时观察到消费需求的变动
区别	实质性消费、服务消费及虚拟消费	全部包括	仅包括商品消费
	售给临时来华的外国人、华侨、台湾同胞及驻华领事馆人员的消费品	不包括	包括
	我国临时离境人员和我国驻外使领馆人员在外国消费	包括	不包括
	居民建筑房屋的建筑材料消费	不包括	包括
	对企业、事业单位等非政府单位的商品零售额	不包括	包括
	售给政府单位的交通工具和电信设备等	不包括	包括
	政府单位提供的公共服务的全部价值	包括	仅包括其货物价值

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

上表可知，社零的统计口径相比最终消费有一定局限，但胜在高频数据：社零口径的数据，由于 1) 不包含服务消费 2) 不包括境外消费 3) 包含了外国人的境内消费 4) 包含了政府采购，所以在反映国内消费者的需求层面，存在一定局限性。相比之下，最终消费支出更贴近实际的消费概念，但由于缺乏月度高频数字，了解和使用的较少。

社零与最终消费之间差值逐年扩大，社零的局限性更加突出。社零总额仅包含商品消费支出，不包含服务性支出。近年来，随着人们在教育、交通等服务行业的支出越来越高，社零与最终消费之间的差值逐年扩大，仅依靠社零判断需求的误差也将越来越大，我们认为仅使用社零指标代表全社会消费能力不再完全适用。

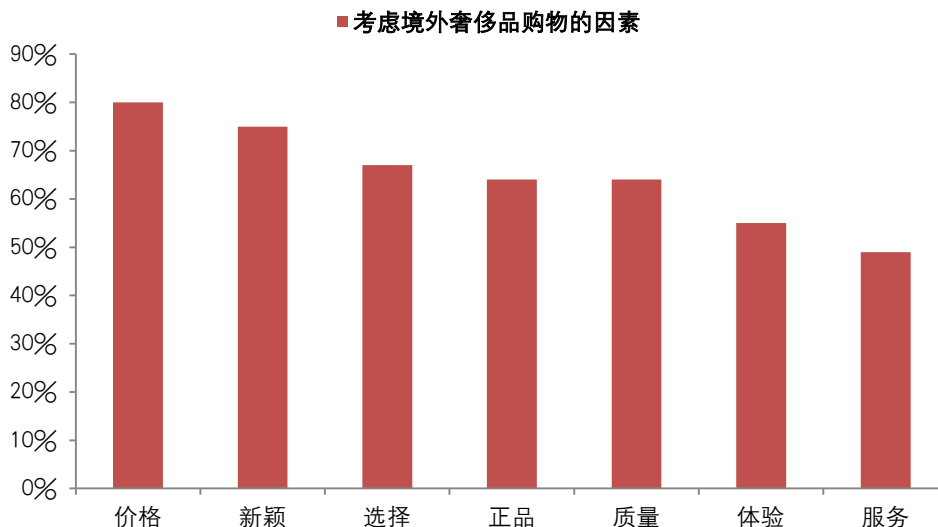
图4：1980-2017 年最终消费，社零总额及其差值走势


资料来源：Wind，东方证券研究所

(二) 社零指标看奢侈品需求的局限性：70%的奢侈品消费发生在境外，但社零不包含境外消费

我国超 70% 的奢侈品消费发生在境外。我国是国际奢侈品消费大国，根据财富研究院数据，2016 年全年中国奢侈品消费 1204 亿美元，其中境外消费 938 亿美元，连续五年中国奢侈品境外消费占比超 70%。奢侈品消费的外流现象主要来源于：

1. **国内外价差大**：由于各类税金叠加品牌区域定价问题，中国国内奢侈品售价相比国外有 30-50% 的溢价，尽管 17 年基于消费回流大方针，国内外奢侈品价差有所缩小，但整体依旧较高。根据《金融时报》报道，中国奢侈品市场与法国的价差在 2017 年从 43% 降至 32%，但整体价差依旧较大；
2. **国内外奢侈品购物体验差别**：国内外新品上市时间差异、品种齐全程度、售后服务等差异均影响境内奢侈品消费。

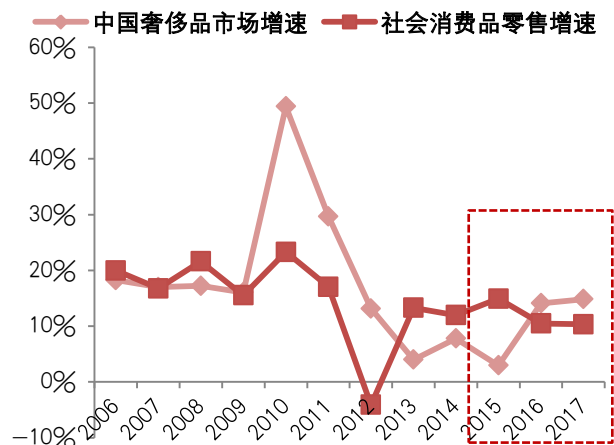
图5：奢侈品消费外流的主要因素分析


资料来源：麦肯锡，东方证券研究所

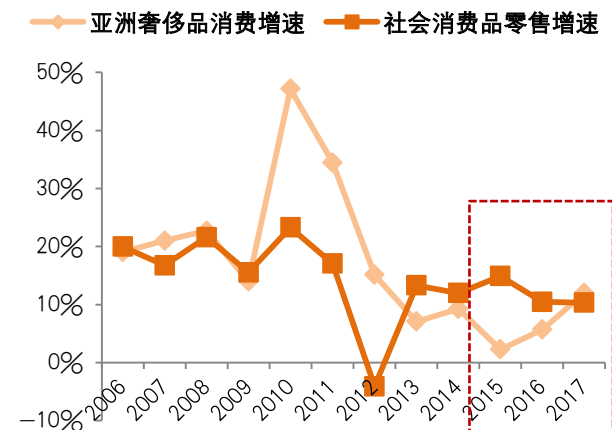
社会消费品零售总额指标不涵盖境外消费，对于外流严重的奢侈品消费需求无法反映。社零指标不包含我国临时离境人员和我国驻外领事馆人员在国外购买的消费品，由于我国奢侈 70% 发生在海外，因此社零无法涵盖整体奢侈品消费，由此来判断国人的奢侈品购买需求也存在较大偏差。

三、定量分析：奢侈品销售与社零指标相关性低，16 年以来分化背离明显

16 年以来奢侈品回暖迹象明显，与社零消费增速放缓形成分化背离。回溯历史，奢侈品消费与社零指标在经济高速增长期，享受经济繁荣大背景下规模增长的红利，显示出增长的同步性。2012 年，国民经济增速放缓，叠加政府整治三公消费、贪腐问题政策出台，整体社零和奢侈品消费均出现增速大幅放缓的现象，也存在一定同步性。但 13 年起两者开始出现分化：由于社零中大部分支出为必需品，因此 2013 年增速迅速反弹回升，而奢侈品市场 2012-2015 年一直处于增长迟缓的状态，中国奢侈品销售/亚洲奢侈品销售 CAGR 为 3.64%/4.6%；2016 年，奢侈品市场回暖迹象显著，中国奢侈品销售/亚洲奢侈品销售增速分别为 14.09%/5.71%，整体增速回升与社零消费增速放缓形成分化甚至背离。

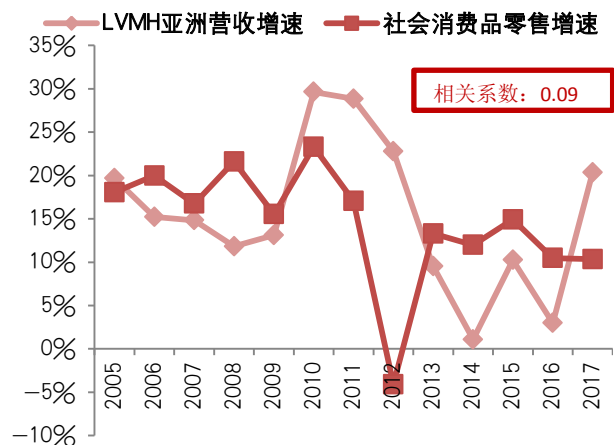
图6: 中国奢侈品销售增速与社零增速趋势


资料来源: Euromonitor, Wind, 东方证券研究所

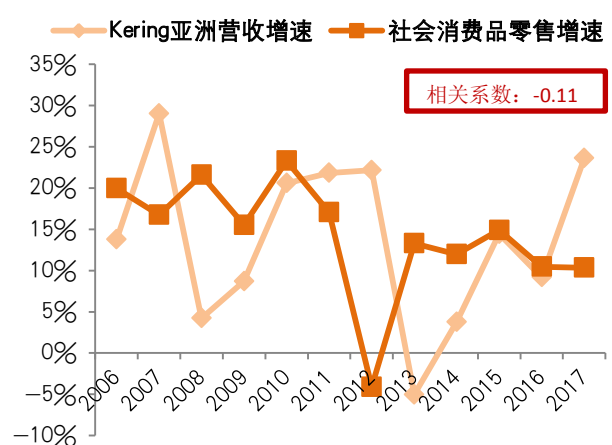
图7: 亚洲主要国家奢侈品销售增速与社零消费增速


资料来源: Euromonitor, Wind, 东方证券研究所

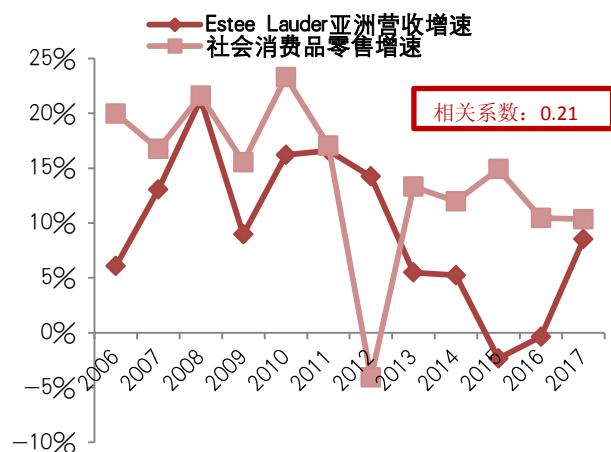
细拆各大奢侈品商数据（由于无中国区数字披露且亚洲区销售大部分为中国人购买，我们以亚洲销售数字代替中国人购买数字，下文同）：营收增速与社零增速的相关度均非常低。LVMH/开云/雅诗兰黛/资生堂 2017 年亚太区营收同比增长 20.33%/23.61%/8.52%/16.98%，相比前期均出现显著回暖现象。各大奢侈品商亚太营收走势基本与中国奢侈品市场保持一致，与社零相关度较低，LVMH/开云/雅诗兰黛/资生堂亚太区营收与社零相关系数分别为 0.09/-0.11/0.21/-0.03。

图8: LVMH 亚洲营收增速与社零增速趋势


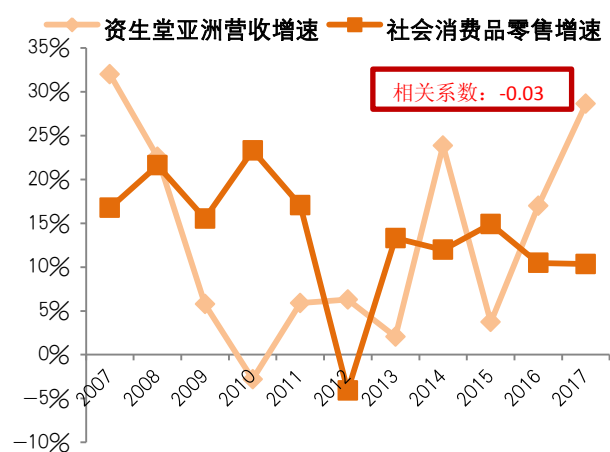
资料来源: 公司财报, Wind, 东方证券研究所

图9: Kering 亚洲营收增速与社零消费增速


资料来源: 公司财报, Wind, 东方证券研究所

图10: 雅诗兰黛亚洲营收增速与社零增速趋势


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图11: 资生堂亚洲营收增速与社零消费增速


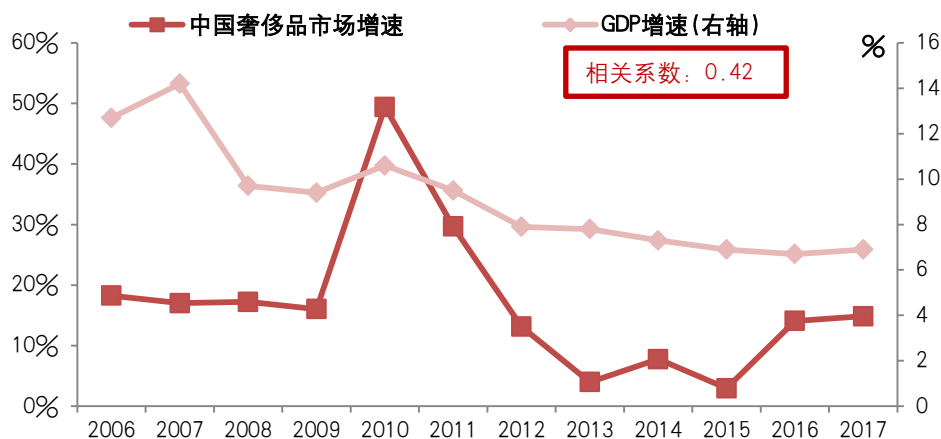
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

如何更好衡量奢侈品的需求？奢侈品消费与各宏观指标的相关性分析

既然社零指标存在一定局限，如何更好反映及预判奢侈品的消费需求？我们挖掘了中国奢侈品市场总体及主要奢侈品运营商数据，并以 GDP 增速、人均可支配收入及价格指数作为宏观经济变量，深入分析经济增长与奢侈品消费增速的相关关系。

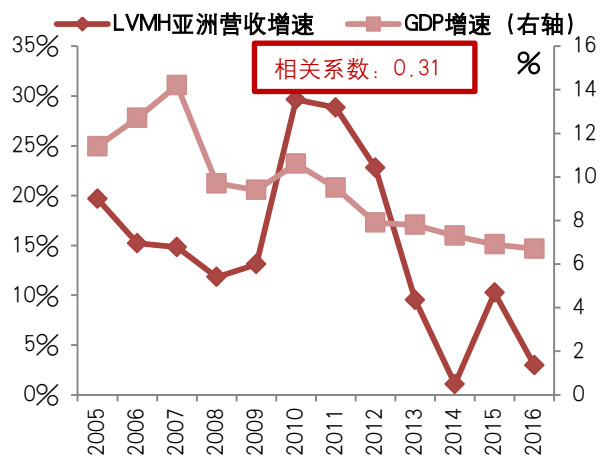
一、奢侈品消费与 GDP：经济大幅波动影响奢侈品增速中枢，经济平稳期相关性减弱

奢侈品消费与 GDP 历史相关度为 0.42，存在一定相关性，但并不显著：当经济出现大幅波动时，奢侈品消费与 GDP 走向保持一致，但当经济增速平稳时，奢侈品消费增速无法由 GDP 增速单一变量解释。2010 年，经历了全球性金融危机后，经济在政府 4 万亿政策激励下，GDP 同比增长 10.6%，相比 2009 年提升 1.2pct，同时奢侈品市场增速大幅回升至 49.4%，达到历史高点。2012 年，经济增长逐渐放缓，增速中枢由 10% 调整至 7%，奢侈品市场增速也显著放缓，增速降至 13.14%。奢侈品市场与整体宏观经济背景息息相关，经济增速中枢调整往往伴随着奢侈品整体市场增长中枢的调整，但当经济稳定维持某一增长中枢水平时，奢侈品市场的波动无法由 GDP 单一变量解释。

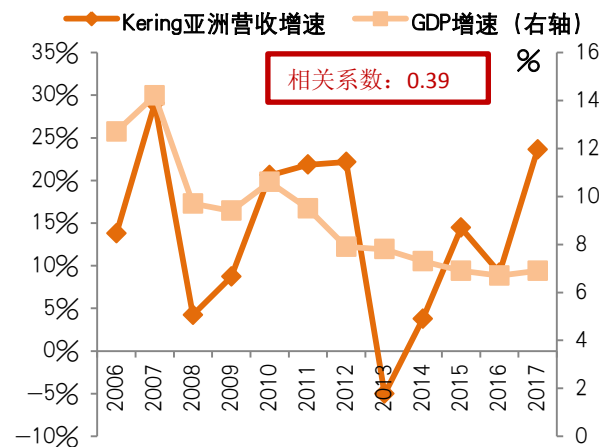
图12: 中国奢侈品销售增速与 GDP 增速


资料来源: Euromonitor, Wind, 东方证券研究所

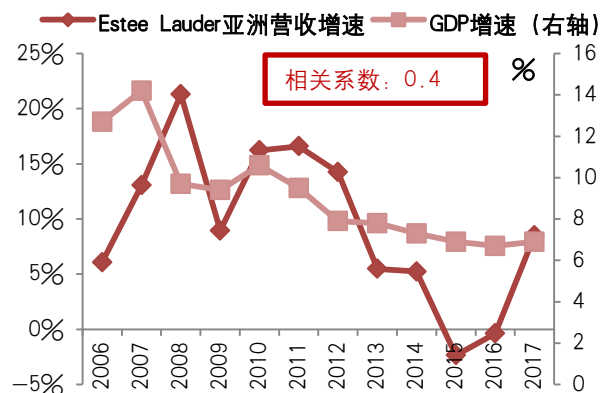
单从奢侈品商营收数据而言, LVMH/开云/雅诗兰黛/资生堂亚太营收增速与 GDP 均显示出了一定的相关性, 但并不显著。LVMH/开云/雅诗兰黛/资生堂亚太营收增速 GDP 增速的相关系数为 0.31/0.39/0.40/0.20, 与奢侈品全市场情况基本相符, 显示出与 GDP 增速的一定相关性。

图13: LVMH 亚洲市场营收增速与 GDP 增速趋势


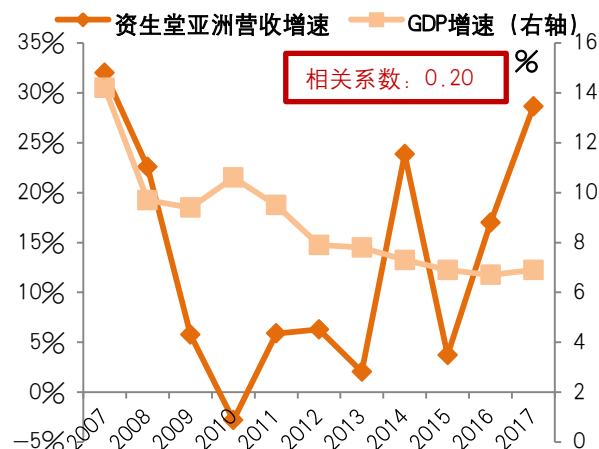
资料来源: 公司财报, Wind, 东方证券研究所

图14: Kering 亚洲市场营收增速与 GDP 增速


资料来源: 公司财报, Wind, 东方证券研究所

图15: 雅诗兰黛亚洲营收增速与 GDP 增速趋势


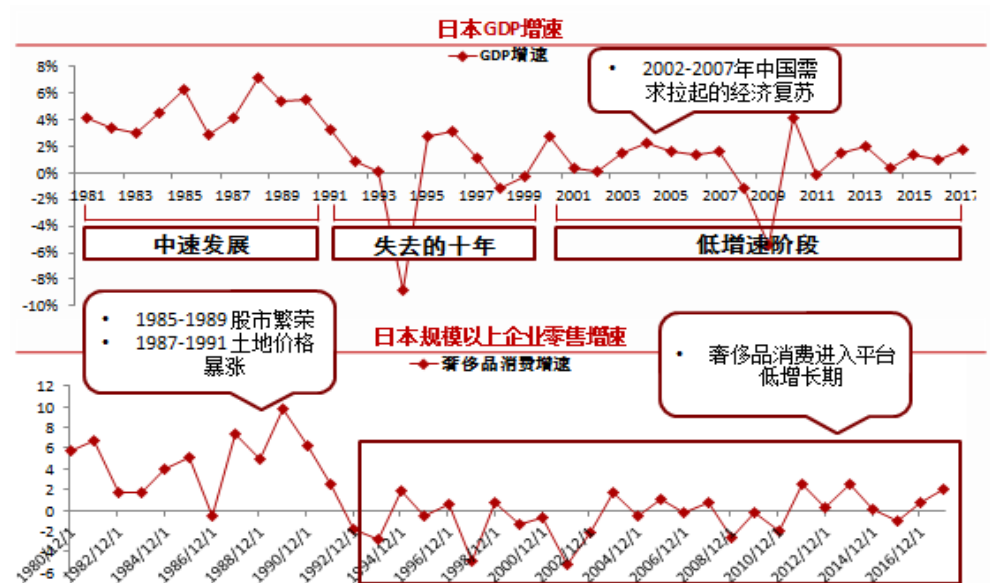
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图16: 资生堂亚洲营收增速与 GDP 增速


资料来源：公司财报，Wind 东方证券研究所

与中国类似：对标日本过往 40 年奢侈品市场发展，90 年代日本经济增速切换也伴随着奢侈品市场增长中枢的下移，也即在 GDP 等宏观经济指标出现大幅波动时奢侈品消费出现显著同向性。我们对照日本 1980 年以来奢侈品市场发展历程，1980-1990，日本处于中速发展阶段，GDP 增长中枢在 5%，伴随着 1985-1989 年的牛市以及 1987-1991 年土地价格的暴涨，整体奢侈品市场虽然增速绝对值不高，但整体维持了 6%左右的稳定水平。伴随着 90 年代初股市崩盘，土地价格暴跌，日本经济进入大幅过剩的阶段，经济增长中速显著下移，同时奢侈品消费 6%的增速也难以维持，整体市场进入滞缓增长的阶段。

图17: 日本奢侈品市场增速与 GDP 增速

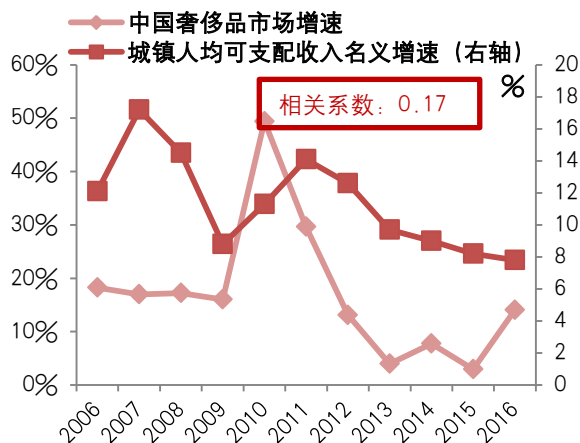


资料来源：Bloomberg，Wind，东方证券研究所

二、 奢侈品消费与人均可支配收入：中国人均可支配收入与亚洲奢侈品增速相关性显著，侧面印证消费外流

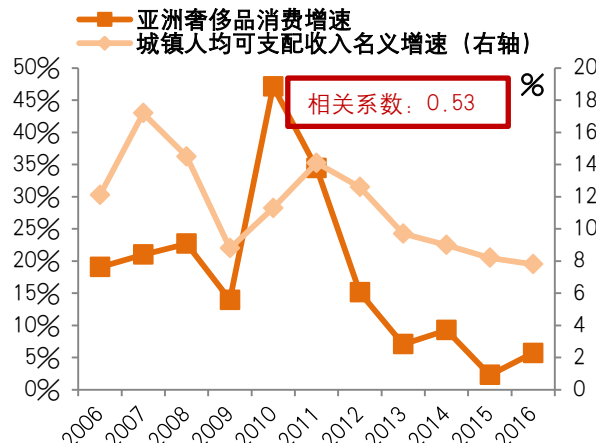
中国奢侈品销售市场增速与人均可支配收入相关性较弱，但亚洲整体市场销售增速与中国人均可支配收入的相关性较强。从中国整体奢侈品市场角度分析，中国市场奢侈品销售与城镇人均可支配收入的相关性不大，仅 0.17，但将市场范围扩大，我们可以看到主要亚洲国家奢侈品消费的增速与中国人均可支配收入的相关系数高达 0.53，主要奢侈品商亚洲区市场营收增速与人均可支配收入呈现一定的相关性，其中 LVMH/开云/雅诗兰黛/资生堂的相关系数为 0.39/0.57/0.44/0.33。我们认为，这种情况可能是因为人均可支配收入的提升伴随着出境游的提升，奢侈品消费外流现象严重，导致国内市场不能完全反映中国整体奢侈品消费。

图18: 中国奢侈品销售增速与人均可支配收入增速趋势



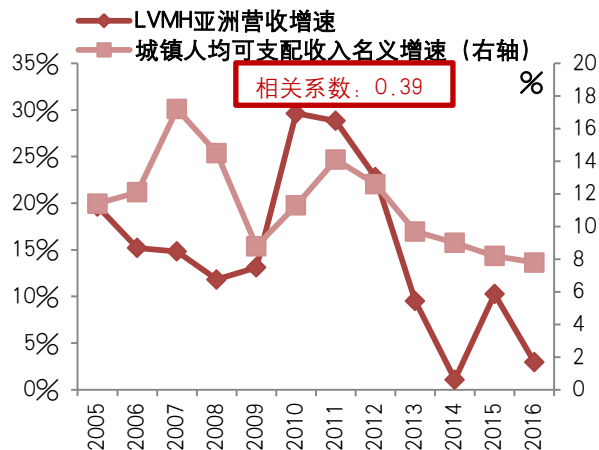
资料来源：Euromonitor，Wind 东方证券研究所

图19: 主要亚洲国家奢侈品销售增速与人均可支配收入增速



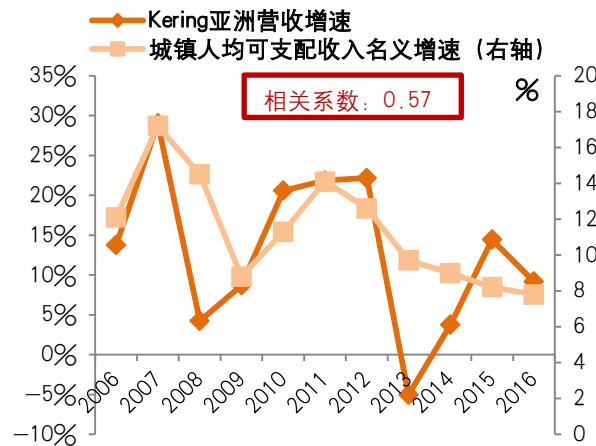
资料来源：Euromonitor，Wind 东方证券研究所

图20: LVMH 亚洲营收增速与人均可支配收入增速

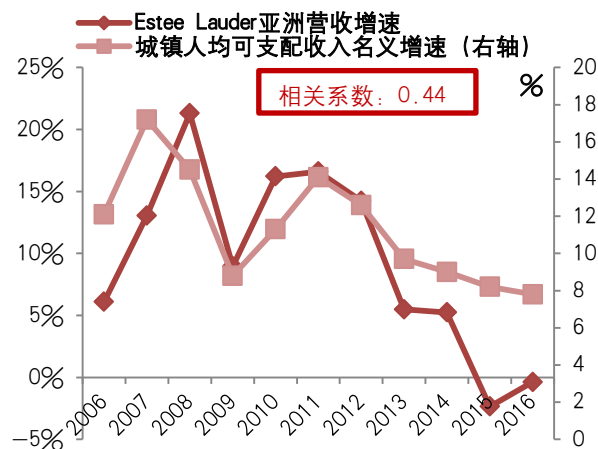


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

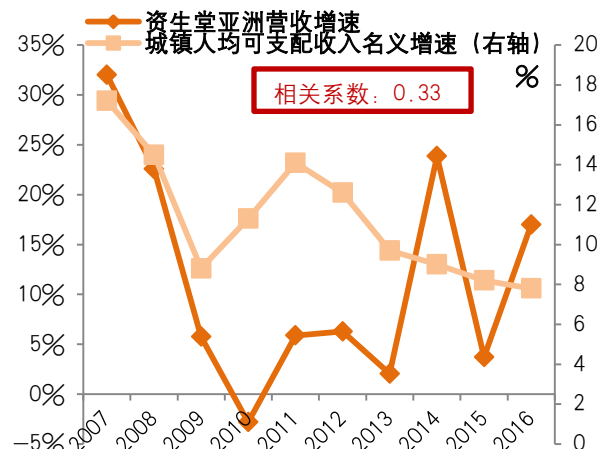
图21: Kering 亚洲营收增速与人均可支配收入增速



资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图22: 雅诗兰黛亚洲营收增速与人均可支配收入增速


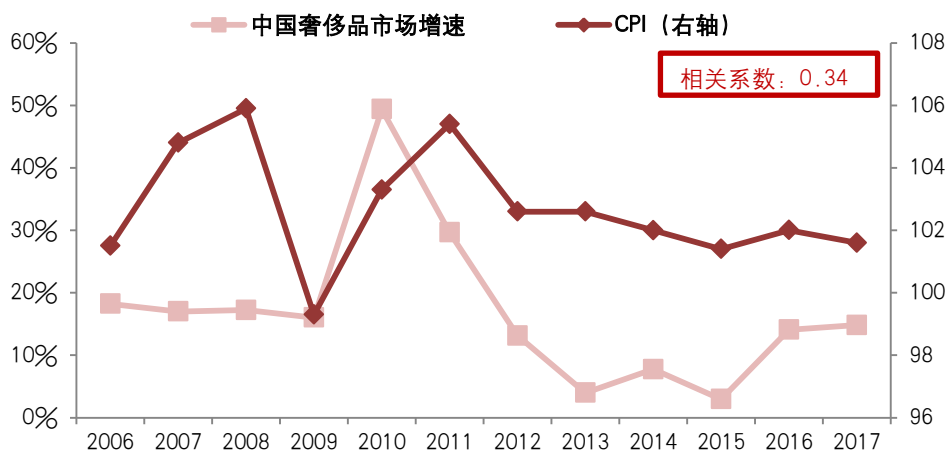
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图23: 资生堂亚洲营收增速与人均可支配收入增速


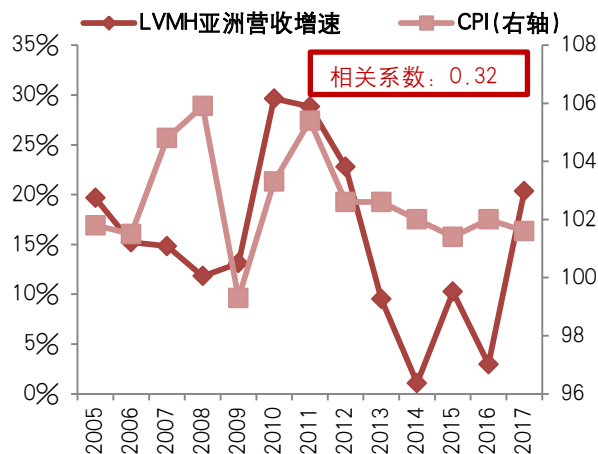
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

三、 奢侈品消费与价格指数：PPI 历史相关度高，制造业繁荣推升整体奢侈品市场的消费能力

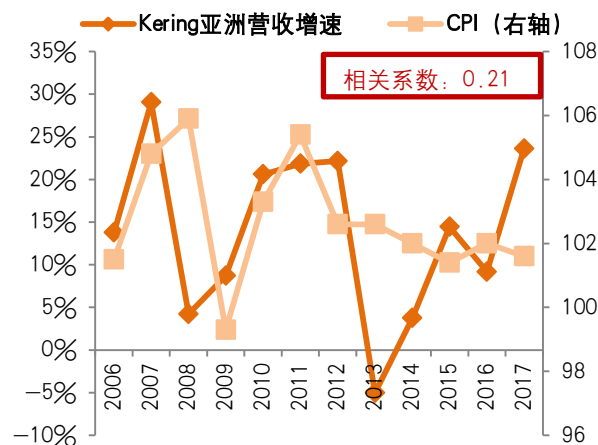
中国奢侈品销售增速与 CPI 相关性不强，相关系数仅 0.34，奢侈品与日常消费相互挤占作用不大。从中国市场奢侈品销售而言，其与 CPI 相关系数为 0.34，亚洲主要国家奢侈品销售与 CPI 相关性与中国数据相同，总体而言相关系数较低。从主要奢侈品商亚洲营收数据而言，仅雅诗兰黛相关系数达 0.69，其余三家均未显示出与 CPI 较强的相关性。我们认为，这说明日常消费品价格上涨带来的财富压缩对奢侈品消费的影响较小，因此奢侈品消费受生活必需品消费的挤压作用不大。

图24: 中国奢侈品销售增速与 CPI


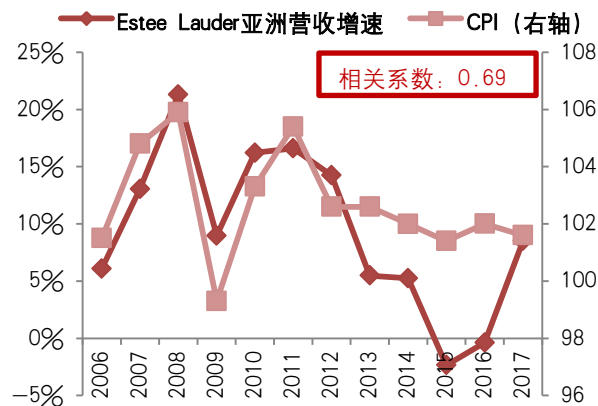
资料来源：Euromonitor，Wind，东方证券研究所

图25: LVMH 亚洲营收增速与 CPI


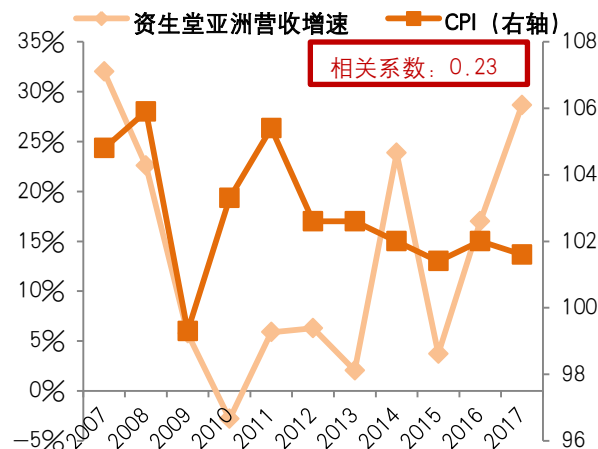
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图26: Kering 亚洲营收增速与 CPI


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

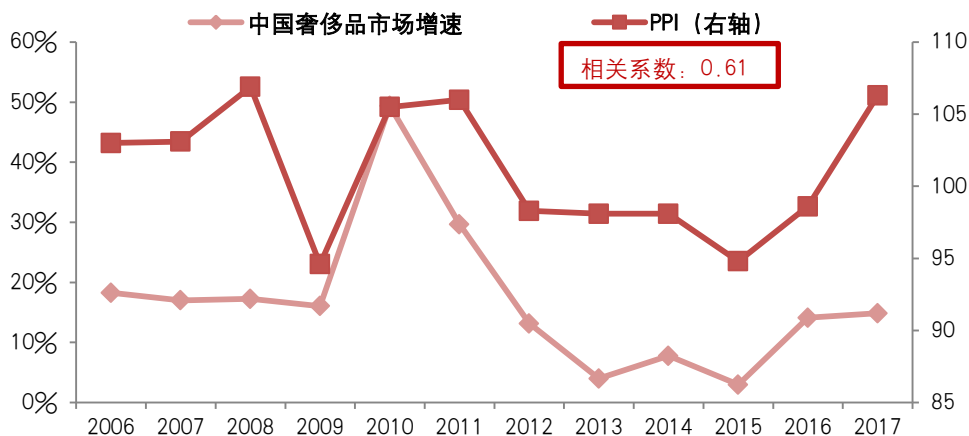
图27: 雅诗兰黛亚洲营收增速与 CPI


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图28: 资生堂亚洲营收增速与 CPI


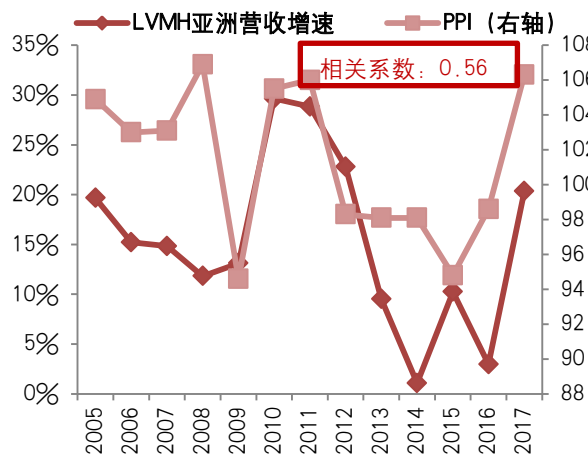
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

奢侈品消费与 PPI 显示出极强的相关性，相关系数达 0.61，说明制造业繁荣可以带来奢侈品消费能力的整体提升。PPI，即生产价格指数，是衡量工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度的指数，是反映某一时期生产领域价格变动情况的重要经济指标。与 CPI 不同，PPI 显示出与奢侈品消费的强相关性，与中国及亚洲主要国家奢侈品销售增速的相关系数均为 0.61。我们认为，奢侈品与 PPI 的强相关主要由于上游产品价格上涨，预示下游需求旺盛，制造业繁荣景气伴随着盈利能力的提升，企业业绩改善大环境下，企业股东/所有人/管理者等高薪及高资产人群收入提升，对奢侈品消费需求和消费能力均大幅增长。

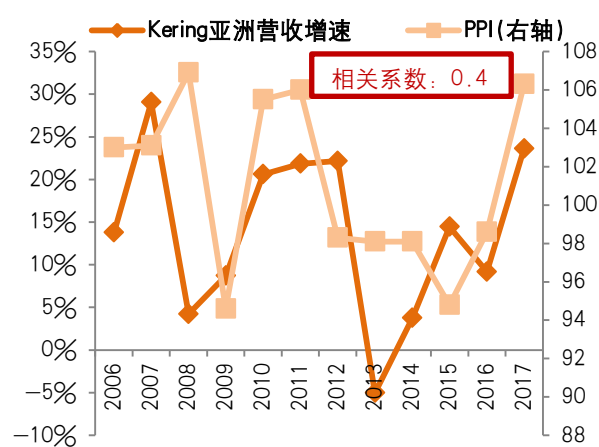
图29: 中国奢侈品销售增速与 PPI


资料来源: Euromonitor, Wind, 东方证券研究所

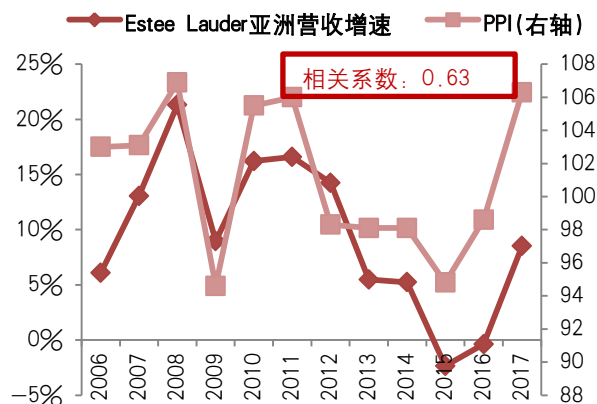
单从奢侈品商营收数据而言，LVMH/开云/雅诗兰黛/资生堂亚太营收增速均与 PPI 显示出了较强的相关性。LVMH/开云/雅诗兰黛/资生堂亚太营收增速与 PPI 的相关系数为 0.56/0.40/0.63/0.33，与奢侈品全市场情况相符，说明制造业繁荣对奢侈品企业营收有很强的正向作用。

图30: LVMH 亚洲营收增速与 PPI


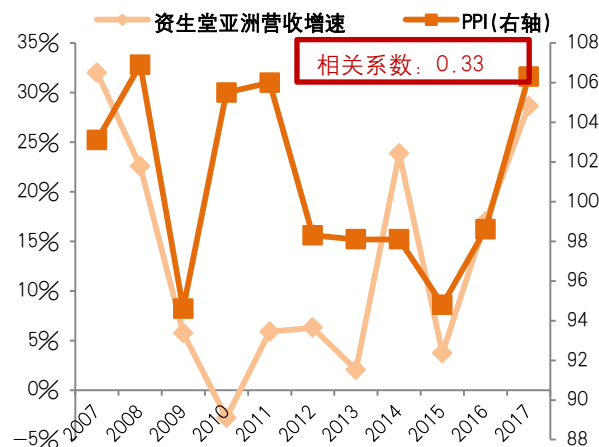
资料来源: 公司财报, Wind, 东方证券研究所

图31: Kering 亚洲营收增速与 PPI


资料来源: 公司财报, Wind, 东方证券研究所

图32: 雅诗兰黛亚洲营收增速与 PPI


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图33: 资生堂亚洲营收增速与 PPI


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

考虑到今年以来，特别是二季度以来 PPI 持续处于景气区间，我们对于奢侈品公司的需求仍较有信心。

奢侈品消费的财富效应——是否真实存在？到底是财富幻觉还是挤出效应？

考虑到奢侈品消费属于高净值消费，我们在前面讨论的流量财富之外，本章节将从存量财富的角度对其影响做验证。此前，我们在奢侈品消费与宏观经济相关度分析中，已经覆盖了部分流量财富的影响，如 GDP 增速、人均可支配收入、CPI 等，本章，我们将从房地产市场以及股票市场分析存量财富与奢侈品消费的关系。

相比于流量财富，存量财富的即时性较差，即存量财富的变化传导至消费端的改变需要一定时间。对于流量财富而言，当期收入的变化直接影响到当期消费能力，消费者对于奢侈品消费可能产生即时性的变化。但相对而言，存量财富的变化需要一定时间，首先存量财富转化为实质性收入需要时间，股票市场交易及房地产市场交易需要考虑多方面的因素，如交易时点、交易价格等，因此由财富变为金钱收入需要一定周期；其次大部分存量财富在不转化为实质性收入的前提下，可以通过对消费者消费心理、消费理念的重塑影响消费者消费行为，但消费者从感知到财富幻觉发展为消费心理变化需要一定时间。因此我们在研究存量财富效应时，加入了滞后一期/滞后几期的奢侈品消费作为匹配研究。

一、奢侈品消费与房地产市场

(一) 总量角度：财富效应明显大于挤出效应

房屋作为家庭的主要资产，我们预计对奢侈品可能产生挤出/幻觉效应两个角度的影响，我们着重从这两个方面进行了验证：

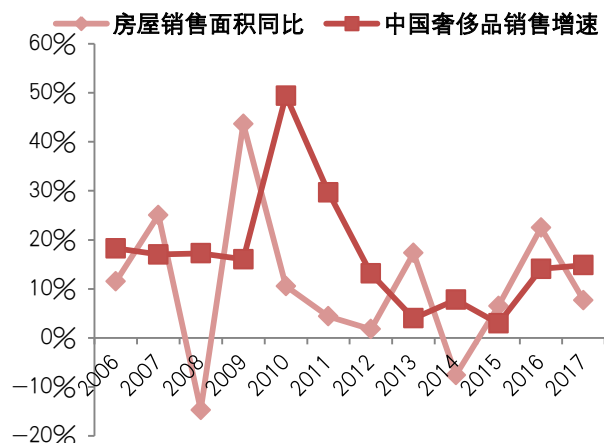
1. **挤出效应**：住房作为家庭的刚性需求，占用了极大一部分家庭收入，随着房屋销售面积和单位面积均价的提升，住房支出占收入比重上扬，家庭经济负担加重，从而对奢侈品消费有部分的挤出效应；
2. **财富效应**：住房作为家庭主要资产，单位面积均价的提升带来了资产账面价值的提升，一方面住房买卖可以将资产账面价值转化为实际收入影响家庭财富从而促进奢侈品消费，另一方面家庭资产账面价值的提升带来财富幻觉，财富幻觉影响家庭消费心理和消费理念，从而影响奢侈品消费。

通过对历史数据的回溯分析,我们发现中国房地产销售面积及单位面积均价增速与当期奢侈品销售增速无相关性,但与下一期奢侈品销售相关性极高,达 **0.59/0.67**,尤其是房价的带动效应,背后体现了一定的财富效应。房地产销售面积及单位面积均价的增速对当期的奢侈品消费相关系数仅 0.01/0.02,相关性极弱,可以佐证房地产对于奢侈品消费的挤出效应相对而言不太显著。但房地产增速对下一期奢侈品销售的显著正影响,说明房地产的财富效应对奢侈品消费有明显的促进作用,尤其是房价的上涨带来的财富幻觉较为明显。

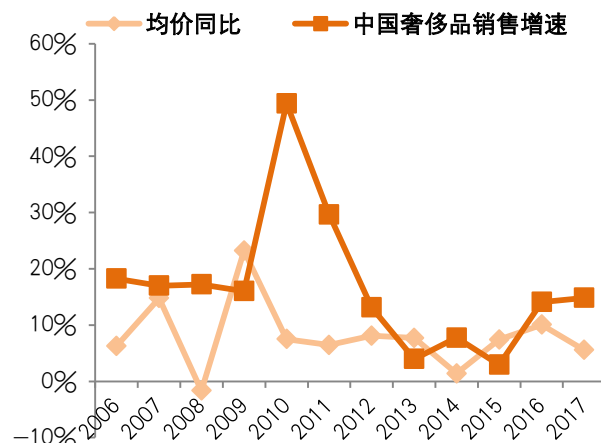
表2: 中国奢侈品销售增速与房地产增速相关性分析

	奢侈品消费增速与房地产增速相关性分析			
	房地产销售面积增速		房地产单位面积均价增速	
	当期	领先一期	当期	领先一期
中国奢侈品销售增速	0.01	0.59	0.02	0.67

资料来源：Euromonitor，Wind，东方证券研究所

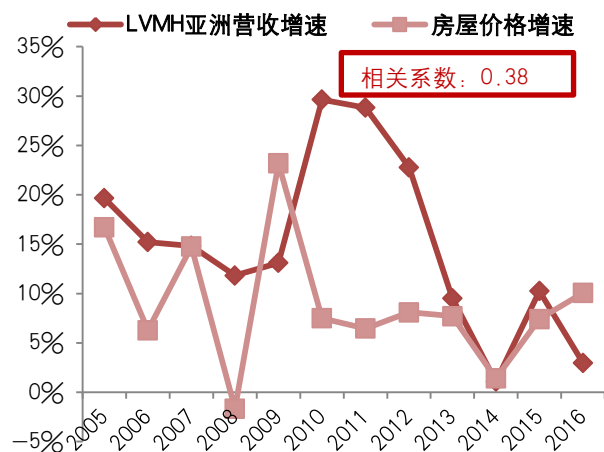
图34: 中国奢侈品销售增速与领先一期房屋销售面积增速


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

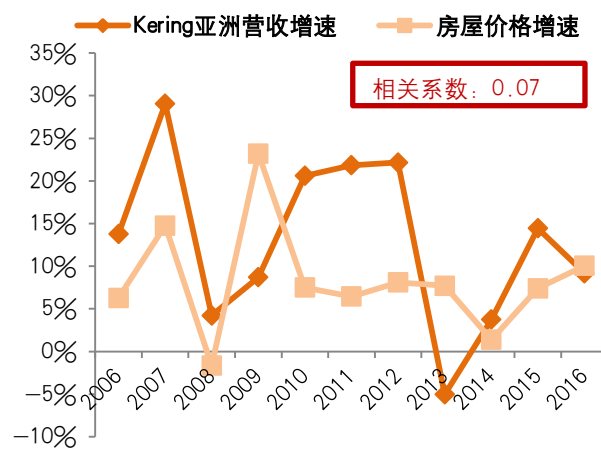
图35: 中国奢侈品销售增速与领先一期房屋单位面积均价增速


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

从各个奢侈品商营收数据而言，财富效应规律的相关度不如总量数据高。LVMH/雅诗兰黛亚太营收与前期房屋单位面积售价显示出了一定的相关性，Kering/资生堂则无明显相关性。LVMH/雅诗兰黛亚太营收增速与前期房屋单位面积增速的相关系数为 0.38/0.43，相关系数弱于整体奢侈品销售市场，而开云及资生堂则未显示显著的相关性。

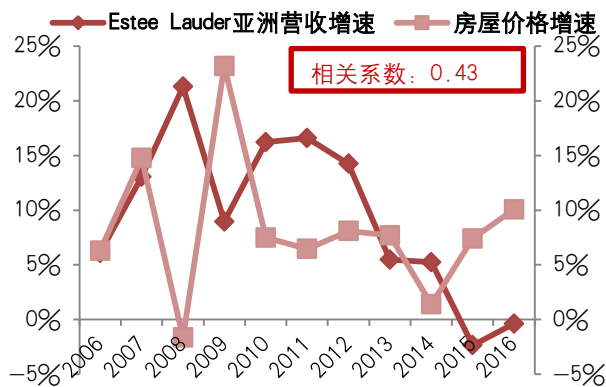
图36: LVMH 亚洲营收增速与领先一期房屋单位面积均价增速


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图37: Kering 亚洲营收增速与领先一期房屋单位面积均价增速


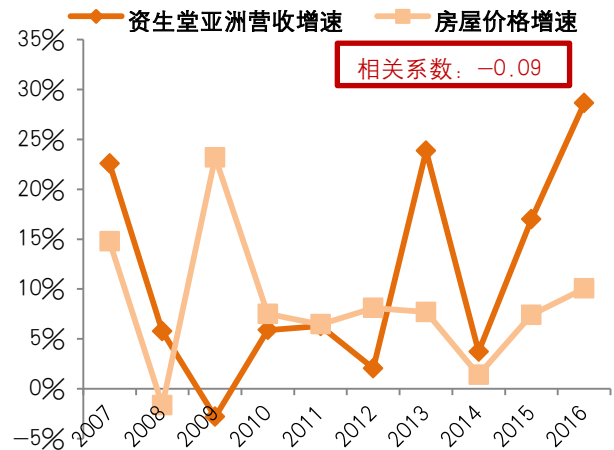
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图38: 雅诗兰黛亚洲营收增速与领先一期房屋单位面积均价增速



资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图39: 资生堂亚洲营收增速与领先一期房屋单位面积均价增速



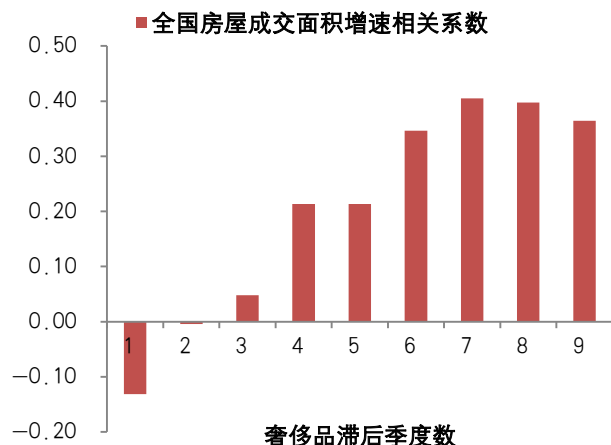
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

(二) 时间维度及一线城市季度拆解：财富效应需滞后 7-9 季度完全显现，一线城市财富效应之外伴生挤出效应

为了测算房地产财富效应显示在奢侈品消费的时间长度，并深入研究一线城市房地产财富效应的差异，我们使用奢侈品销售季度数据与全国及北上广深四市房地产数据进行分析。但一方面由于中国全市场奢侈品季度数据的缺失，另一方面基于我们前面的分析，LVMH 亚太经营数据与全市场数据基本保持一致，我们使用 LVMH 亚太市场（剔除日本）的季度营收增速作为代理变量进行分析：

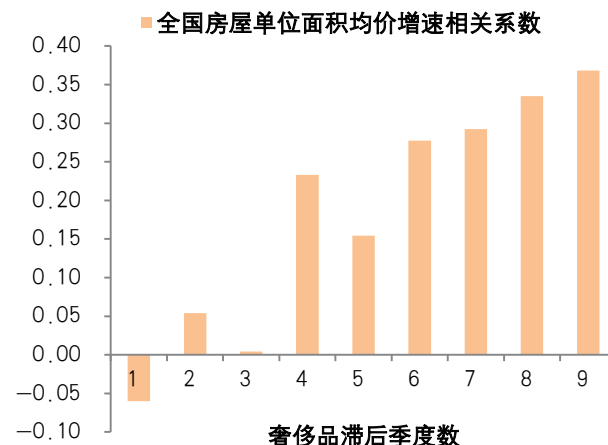
1. 房屋财富效应需要 4 个季度开始反映到奢侈品消费端，7-9 个季度财富效应达到最高。通过分析奢侈品增速滞后项与全国房屋成交面积的相关性，我们可以发现，当奢侈品营收增速滞后 4 季度时，房地产财富相应开始显现，当奢侈品营收增速滞后 7-9 季度时，奢侈品营收增速与房屋成交面积增速/房屋单位面积均价增速正相关性最强，财富效应达到最高。

图40: 全国房屋成交面积增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析



资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

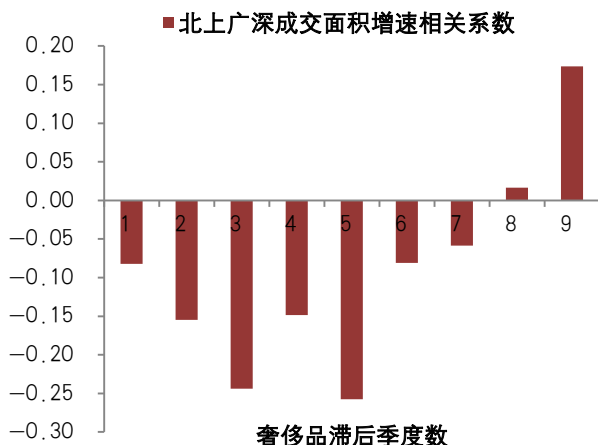
图41: 全国房屋单位面积均价增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析



资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

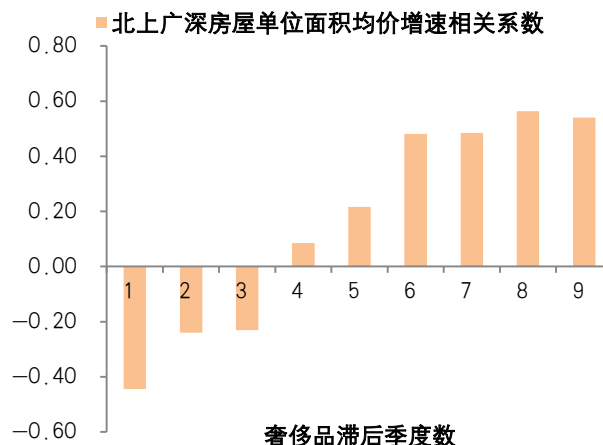
2. 北上广深一线城市：财务效应与挤出效应并存。房价的上涨带来的财务幻觉于滞后 4 季度后开始显现，而销售面积与奢侈品营收增速呈现负相关性存在一定的挤出效应。我们使用北上广深销售面积之和以及四地销售均价的平均值作为一线城市房地产发展的代理变量，我们可以看到，与全国数据明显不同，房地产销售面积与滞后 1-7 季度的奢侈品销售数据存在显著的负相关性，而这一负向关系在滞后 3-5 季度时达到顶峰。但是与之相反，单位面积均价增速于滞后 4 季度时显示出显著的财富效应，并在滞后 8 季度时达到最大值。这说明一线城市的房地产单位面积价格绝对水平高，购房面积提升给家庭带来较大经济负担，对奢侈品消费形成了一定的挤出效应，而房屋单位面积售价的提升又为拥有房屋的群体造成一定的财富效应。因此，我们推测，当房价绝对水平较高时，房地产市场新增销售量对奢侈品消费存在一定的挤出效应。

图42: 北上广深房屋成交面积增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析



资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图43: 北上广深房屋单位面积均价增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析



资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

二、 奢侈品消费与股票市场

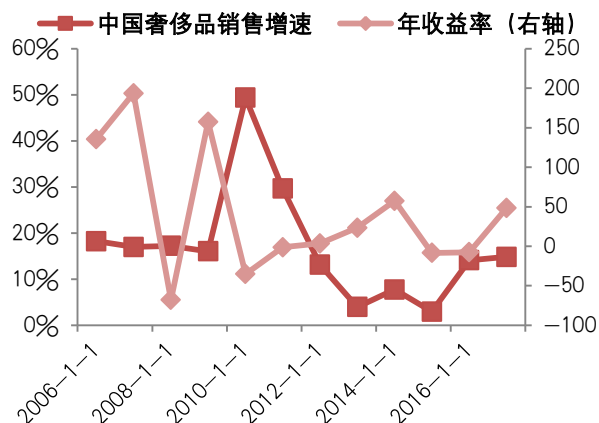
相比于房市，股市收益对奢侈品消费的财富效应较弱。此处我们使用上证综指年化收益率作为主要收益率参考对象，同时加入年化最高收益，即年内最高价相比最低价涨幅作为对比分析。相比于房地产对奢侈品消费的强财富效应，股市收益率与奢侈品市场的相关性较弱，年化收益/年化最高收益与奢侈品销售增速相关性仅为 0.34/0.12。我们认为这种差别主要来源于：

- 1.股市参与者覆盖率低于房市：**根据 2016 年数据，目前中国股民数量超 1.2 亿，绝对值数量非常高，但相比于房地产，人群覆盖率相对较低；
- 2.持有市值不大，财富效应不明显：**近八成投资者账户均为投资额低于 50 万元的中小投资者，股市收益率提升带来的财富提升绝对值有限；
- 3.极少部分投资者可以在股市中获利：**投资者在股市中盈利一方面受到大盘走势的影响，但更大一方面取决于投资者本身的投资经验、交易手法及社会资源，中专及以下学历的投资者占整体市场的半壁江山，而硕士及以上投资者仅占 4%，过半的投资者开户以来均未实现获利。

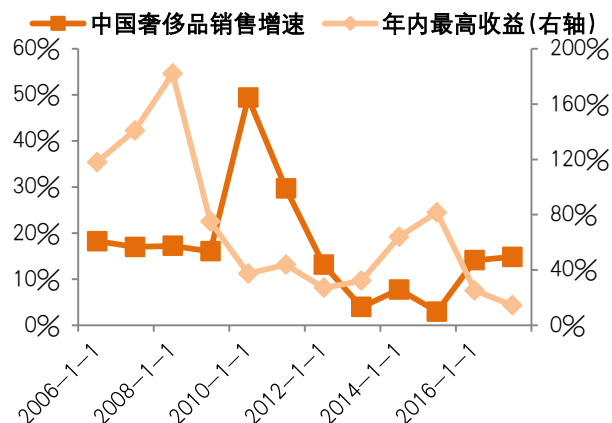
表3: 中国奢侈品增速与股市收益率相关性分析

奢侈品消费增速与股票收益相关性分析				
	上证指数年收益		上证指数年最高收益	
	当期	领先一期	当期	领先一期
中国奢侈品销售增速	-0.18	0.34	-0.07	0.12

资料来源：Euromonitor，Wind 东方证券研究所

图44: 中国奢侈品销售增速与股市收益率


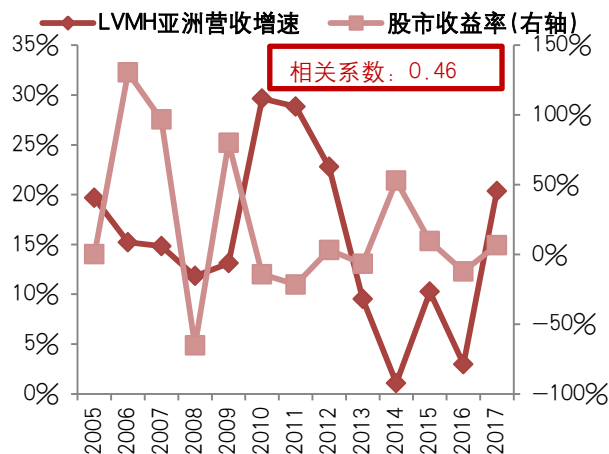
资料来源：Euromonitor，Wind，东方证券研究所

图45: 中国奢侈品销售增速与股市最高收益率


资料来源：Euromonitor，Wind，东方证券研究所

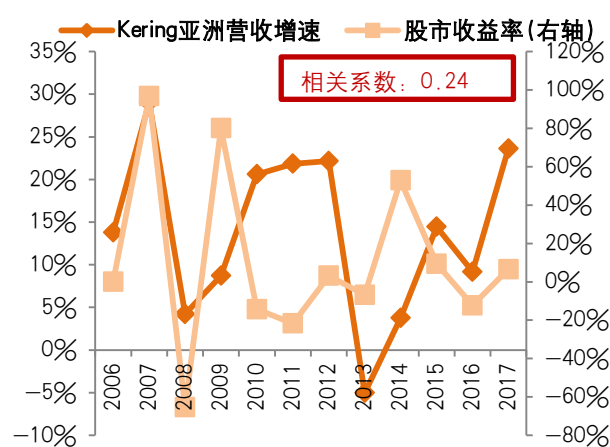
单从奢侈品商营收数据而言，LVMH/开云/雅诗兰黛/资生堂亚太营收均与前期股市收益率显示出了一定的相关性。LVMH/开云/雅诗兰黛/资生堂亚太营收增速与前期股市收益率的相关系数为0.46/0.24/0.28/0.29，均显示出了一定的相关性。

图46: LVMH 亚洲营收增速与股市收益率



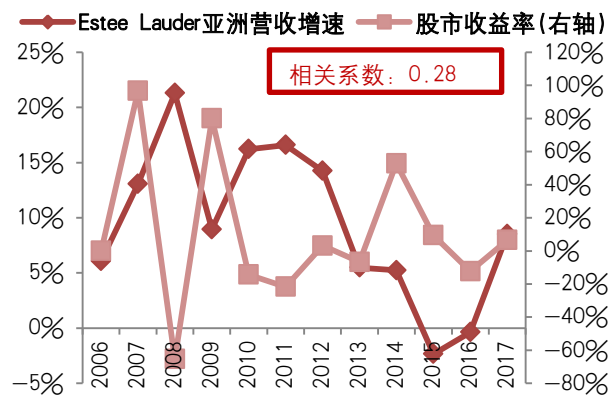
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图47: Kering 亚洲营收增速与股市收益率



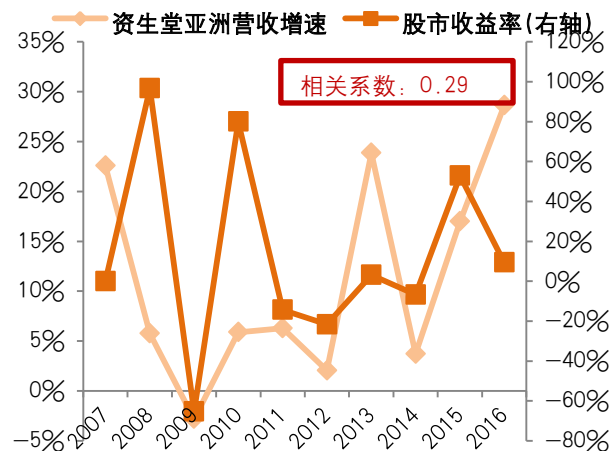
资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

图48: 雅诗兰黛亚洲营收增速与股市收益率



资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

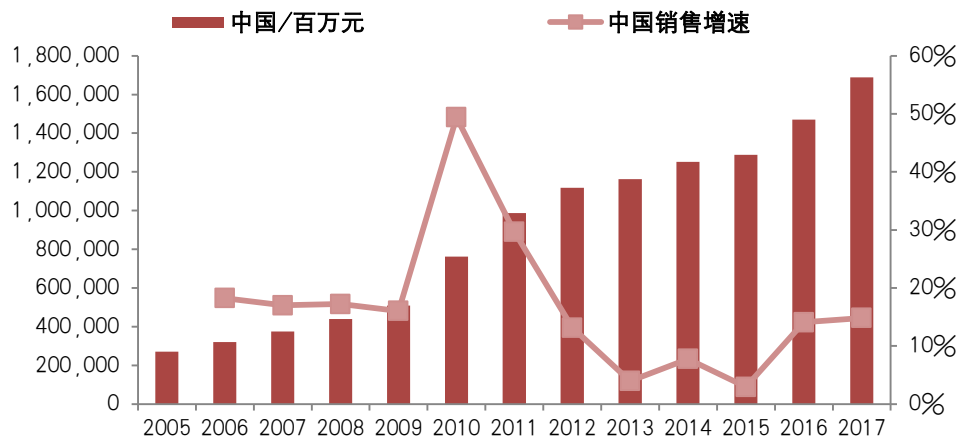
图49: 资生堂亚洲营收增速与股市收益率



资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

如何看待奢侈品的后续成长持续性？复苏存在内在动力切换

宏观而言中国整体奢侈品市场 16 年进入回暖阶段，微观上各大奢侈品商亚太营收增速也同步开启上升通道。从宏观市场数据上来看，2016/2017 年中国奢侈品销售同比增长 14.09%/14.84%，相比 12-15 年增速显著回暖。从微观层面出发，主要奢侈品商亚太区营收增速于 16 年初开始回暖，17/18 年复苏显著，其中 LVMH/开云/欧莱雅/雅诗兰黛回暖迹象最显著，2018H1 营收同比增速达 34.40%/41.9%/13.16%/24.98%。

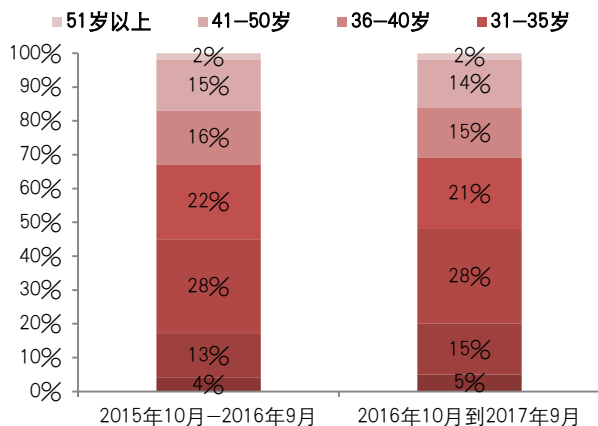
图50: 2005-2017 年中国奢侈品销售额及增速


资料来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

我们认为在本文前面章节探讨的宏观经济以及财务效应之外，本轮奢侈品消费的复苏亦伴随着行业内在增长动力的切换，有望逐步转变为由经济发展带来的规模放量式增长转变为用户精耕下市场规模的稳步提升。未来奢侈品在中国的核心增长动力将主要来源于三个方面：用户的扩充、频次的提升以及新生代中产阶级推动的消费升级：

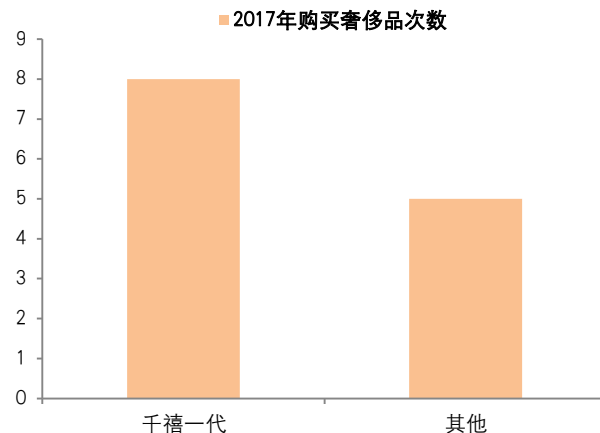
1. **用户扩充**：用户扩充主要包括奢侈品消费从一线城市向二三线城市渗透，奢侈品用户年龄向年轻化渗透等方面；
2. **使用频次的提升**：随着整体消费能力提升、消费习惯转变及消费客群的切换，奢侈品使用频次也有了较大的提升。以香化产品为例，根据寺库数据显示，目前奢侈品消费者主要客群为 18-30 岁，占比超 40%，而麦肯锡调研显示这部分客群，即千禧一代对香化等奢侈品使用频次显著高于其他受访者。

图51: 中国奢侈品消费年龄构成



资料来源：寺库、腾讯、东方证券研究所

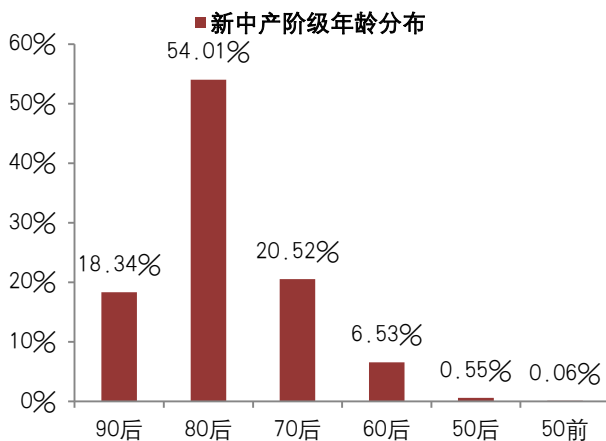
图52: 2017年消费者购买奢侈品次数



资料来源：麦肯锡、东方证券研究所

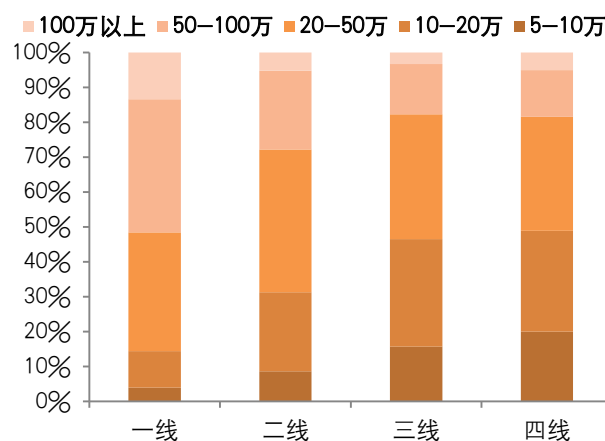
3. **新生代中产阶级推动的消费升级**：新生代中产阶级以 80.90 后为主，即我们所说的千禧一代，与传统中产阶级不同，新生代中产阶级拥有清晰且符合当代商业美学的审美趣味，在满足物质生活的前提下，将更多的时间和金钱投入与体验有关的商品与服务，提升自我价值。根据相关数据显示，40%的年轻人在第一次使用化妆品时会选择奢侈品，在提升自我外貌气质方面，新生代中产阶级有意愿、并且有能力投入更多。

图53: 新中产阶级年龄分布



资料来源：吴晓波频道 2017 新中产报告，东方证券研究所

图54: 各等级城市不同收入层次占比



资料来源：吴晓波频道 2017 新中产报告，东方证券研究所

投资建议

综合以上探讨，我们对于奢侈品市场需求的核心结论可以总结如下：

- **社零等指标并不是较好的奢侈品需求观测指标，不必对其近期的波动过分恐慌：**一方面，社零构成复杂、汽车等权重商品带来扰动大；另一方面，社零无法统计服务、境外等消费需求，与奢侈品需求匹配度低（70%发生在境外），误差逐年加大。从历史数据的相关性分析也看出，社零与奢侈品销售数据并无相关，16 年近一轮的社零波动下中国奢侈品的销售反而增速进一步提升。
- **我们认为人均可支配收入及 PPI 是更好的衡量宏观经济对奢侈品需求影响的可靠指标：**（1）GDP 与奢侈品销售数据相关度并不显著，尤其是在 GDP 总体平稳的趋势下，仅在大幅波动时影响奢侈品销售增速中枢（2）中国的人均可支配收入可较好反映及预测亚太区整体的奢侈品销售增速，也再次印证了国人的强购买力及消费外流的情况（3）PPI 是各宏观经济指标中与中国奢侈品消费最为相关的指标，对奢侈品的需求预判具备较好可靠度
- **奢侈品消费的财富效应确实存在，且房产效应大于股市，房价提升是核心幻觉来源，对奢侈品消费带动存在 1-2 年的滞后效应：**（1）总量数据来看，房价及交易面积提升均带来了一定的财富幻觉，特别是房价的提升，与滞后一年的奢侈品消费数据呈现较强的相关性（2）分季度及不同城市等级来看：财富效应一般滞后 1-2 年，在滞后 7 个季度时体现出最强的对奢侈品消费带动的相关性；一线城市在房价上涨带来的财富幻觉之外，由于较高的房价基准，房屋成交量的快速提升会在 2 年内同步呈现一定的挤出效应
- **除宏观经济及财富效应的影响外，我们认为本轮奢侈品需求的回暖也存在其内在动力：用户的扩充、频次的提升以及新生代中产阶级推动的消费升级。**随着新中产的绝大部分转变为 80 后，及对奢侈品认知的不断超前和粘性的不断提升，我们认为中国奢侈品市场的成长存在较强的可持续性。

尽管房价的较快上涨今年以来有所放缓，相关的财富效应贡献可能有所降低；但考虑到消费受众结构和习惯变迁下、奢侈品的持续成长动能，以及近期 PPI 的持续景气表现，我们认为长期和短期的奢侈品需求仍有较强支撑。

继续推荐中国国旅

投资标的角度，继续坚定推荐受益于奢侈品需求稳步提升，中国免税行业龙头中国国旅！

我们认为公司在奢侈品总体需求的稳定上升中，政策的陆续突破将带来更大的需求增量和弹性。尽管公司前期涨幅较大，但我们认为只是公司成长的第一个阶段，后续仍有两大阶段的看点，空间仍大，且确定性高：

- （1） **未来公司增长将一方面来自于上述规模+垄断优势下毛利率及净利率较大提升空间的继续兑现。**随着公司收购日上完成，两家龙头向一家垄断的格局切换完成，公司规模体量+垄断优势均再上台阶，由此带来向上游议价能力的显著提升，并传导至毛利率和净利率的快速提升。18H1 三亚海棠湾免税店实现免税业务收入 40.32 亿元/+28.65%，整体三亚免税店实现营业利润/归母净利润 10.56/7.88 亿元（+67.97%/+69.22%），营业利润率/归母净利润率 25.51%/19.04%（+6.03pct/+4.61pct），提升已在显现，且对标 dufry 等国际龙头，我们预计毛利率仍有较大提升空间，将为公司经营效率和业绩提升带来可观增量！
- （2） **另一方面来自于政策突破推动行业翻番以上的规模红利。**且随着国旅进一步整合国内市场确定垄断地位后，确定性进一步提升：今年海南政策有望落实，叠加明年起国产品退税及

市内店政策不断放宽，以及海外的诸多竞标参与，政策突破及国际化将带来行业及国旅持续跃升的更大机遇，我们认为事件性催化有望成为公司下一阶段的常态，将为公司更广阔成长提供持续动力。

风险提示

- 1、 宏观经济大幅波动，特别是人均可支配收入及 PPI 波动：可能会造成奢侈品市场需求波动
房价的大幅向下波动：可能会造成财富效应的逆转，带来奢侈品市场的需求疲软。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

