

方正证券研究所证券研究报告

行业深度报告

行业研究

商业贸易行业

2018.07.27/推荐

商贸零售首席分析师 倪华
执业证书编号: S1220517070003
TEL:
E-mail: nihua@foundersc.com

联系人:

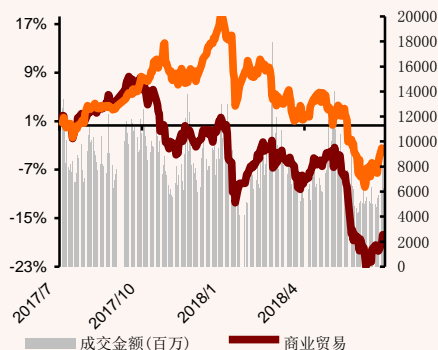
TEL:

E-mail:

重要数据:

上市公司总家数	101
总股本(亿股)	1176.15
销售收入(亿元)	3817.06
利润总额(亿元)	171.37
行业平均 PE	-53.62
平均股价(元)	10.08

行业相对指数表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《人口系列报告之一中日对比: 图说都市圈人口迁徙与住宅价格的相关性》2018.05.04

请务必阅读最后特别声明与免责条款

在研究消费的时候, 人口结构的变迁是一个非常重要的视角。日本人口和消费结构的变迁对研究我国消费趋势有一定的启示, 但不能简单的对标, 我国人口众多, 消费呈现非常明显的分层现象, 不能简单的用消费升级、消费降级来概括 13 亿人口的消费特征。人口系列报告之一的视角更偏一二线都市圈的产业结构、地价变化, 这篇报告的视角更偏不同城市级别的消费特征。我们的核心结论是:

(1) 一二线城市由于收入水平较高, 商品消费的占比在下降, 服务性消费的占比在提升, 且消费呈现多元化、个性化(缺乏共性), 市场相对成熟, 竞争异常激烈, 更多的机会来自教育、医疗、娱乐、外卖(便利店)等行业和业态; (2) 低线城市逐步跨入人均 GDP 5000 美元的门槛, 商品消费需求明显扩大, 很多品类的消费处于一个从无到有的过程, 消费呈现比较明显的共性, 企业的机会更多, 投资标的也更容易寻找。

日本从战后至今, 经历了消费的三个阶段。**第一阶段**(战后~1974 年) 是经济增速 8% 以上, 快速提升的收入使居民消费追求“大”和“量”, 以小家庭为主要消费单元, 家电等耐用消费品普及率迅速提升, 适应家庭大量消费的连锁超市业态市占率从 3.7% 提升到 8.7%; **第二阶段**(1975~1995 年) 是经济换挡时期, 单身人口占比提升, 消费特征由量向质转变, 追求高端化且个人化特征明显, 日本的便利店在此期间销售额翻了 10 倍; **第三阶段**(1995 年之后) 经济增长停滞阶段, 收入出现负增长, 适龄劳动人口占比下降, 抚养负担加重, 消费回归理性, 无印良品和优衣库等淡化品牌、注重品质的品牌出现, 以大创为代表的销售高性价比杂货的百元店业态迅速普及。

中国经济背景与 30 年前的日本相似, 人口结构和 20 年前的日本相似, 消费兼具高端化和追求性价比特征。中国正经历经济增长中枢由 8% 下移的过程, 人均 GDP 突破 8000 美元, 食物支出占比 30%, 和 80 年代的日本相近。适龄劳动人口占比在 2010 年出现向下拐点, 整体年龄结构与 1995 年的日本接近, 有老龄化的趋势。消费特征方面, 部分人口财富迅速积累, 高端名牌化消费受到追捧, 中国奢侈品消费占全球市场份额迅速提升至 30% 以上; 同时, 部分人口, 如生活在大都市的年轻人, 或人均 GDP 较低地区仍然面临较高的生活成本, 高性价比产品仍然受到欢迎, 例如优衣库、H&M、小米、拼多多等业态。

因此我国用户的分层也会带来需求的分层, 允许京东、天猫、淘宝、拼多多这些平台同时存在。

风险提示

平台假货风险, 产品质量问题

目录

前言	5
1 日本的三个消费时代	5
1.1 战后~1974：经济高速发展时期，大量消费时代	5
1.2 1975~1995：个人化的消费时代，追求由量向质转变	8
1.3 1995 之后：理性消费阶段，从高价转向高性价比	12
2 中国：由大量消费向个性消费过渡，兼具追求性价比特征	14
2.1 中国目前经济结构和人口结构和 80 年代日本相似	14
2.2 消费特征：兼具品牌追求和性价比追求的特征	16
2.3 一二线城市和低线城市消费出现分化	18
2.3.1 一二线城市：更高的精神追求，消费呈现个性化、品质化	18
2.3.2 三四线城市：迈入消费需求大幅提升阶段，电商渗透率快速提升	19
风险提示	22

图表目录

图表 1:	日本经济增速 (1956~1980)	6
图表 2:	日本人均 GDP (1960~1980)	6
图表 3:	日本总人口数及增速	6
图表 4:	日本劳动人口及增速	6
图表 5:	日本农户家庭年均可支配收入	6
图表 6:	日本非农家庭月均收入	6
图表 7:	日本的城市化率	7
图表 8:	日本不同人口规模的家庭数量占比	7
图表 9:	日本家庭食物支出占总支出的比例	7
图表 10:	日本家庭各类家电拥有率 (%)	7
图表 11:	日本百货和超市连锁的销售额与份额 (1958~1972)	8
图表 12:	日本经济增速 (1975~1995)	8
图表 13:	日本人均 GDP (1970~2000)	8
图表 14:	日本平均初次结婚年龄 (1970~2010)	9
图表 15:	日本离婚率 (1970~2000)	9
图表 16:	日本单人家庭数 (千户)	9
图表 17:	日本米饭和面包占食物支出的比例	10
图表 18:	日本单个家庭化妆品支出金额	10
图表 19:	日本家庭支出中的教育和文娱支出	10
图表 20:	日本连锁补习班、体育俱乐部的数量	10
图表 21:	日本在外就餐支出占食物支出比例	11
图表 22:	20 世纪 70 年代日本便利店密集开业	11
图表 23:	日本便利店门店数 (1983~1998)	11
图表 24:	日本日本便利店销售额 (1983~1998)	11
图表 25:	日本经济增速 (1992~2010)	12
图表 26:	日本人均 GDP (1990~2016)	12
图表 27:	日本农户家庭年可支配收入 (1990-2003)	12
图表 28:	日本非农家庭月均收入 (1990-2007)	12
图表 29:	日本适龄劳动人口的增速和占比	13
图表 30:	日本的少儿抚养比和老年抚养比	13
图表 31:	优衣库所属 FAST RETAILING 集团的门店数和销售额	14
图表 32:	日本百元店龙头大创集团的销售额和门店数	14
图表 33:	中国 GDP 增速-不变价	15
图表 34:	中国人均 GDP (单位: 人民币)	15
图表 35:	中国人口及增速	15
图表 36:	中国人口抚养比	15
图表 37:	中国人口年龄性别比 (2015, %)	16
图表 38:	日本人口年龄性别比 (1995, %)	16
图表 39:	中国和日本家庭消费支出品类对比	17
图表 40:	中国奢侈品消费占全球的比重	17
图表 41:	优衣库在中国地区的门店数和销售额	17
图表 42:	中国结婚率和离婚率	18
图表 43:	城镇居民家庭平均人口数 (人)	18
图表 44:	中国外卖市场规模及占餐饮业比重	18
图表 45:	一线城市及部分新一线城市的人均 GDP 和城镇化率	19
图表 46:	中国一线城市社零增速慢于低线城市	19
图表 47:	中国人口在不同级别城市的分布	20

图表 48:	中国分等级人均 GDP 突破 5000 美元的城市数量	20
图表 49:	菜鸟提高偏远地区的时效	21
图表 50:	2017 年京东物流已覆盖中国所有区县	21
图表 51:	支付系统普及率较高	21
图表 52:	拼多多渗透率快速提升	21
图表 53:	拼多多的用户主要分布在三四线城市	21

前言

我们在研究消费的时候，人口结构的变迁是一个非常重要的视角。日本人口和消费结构的变迁对研究我国消费趋势有一定的启示，但不能简单的对标，我国人口众多，消费呈现非常明显的分层现象，不能简单的用消费升级、消费降级来概括 13 亿人口的消费特征。

人口系列报告之一的视角更偏一二线都市圈的产业结构、地价变化，这篇报告的视角更偏不同城市级别的消费特征。我们的核心结论是：

(1) 一二线城市由于收入水平较高，商品消费的占比在下降，服务性消费的占比在提升，且消费呈现多元化、个性化（缺乏共性），市场相对成熟，竞争异常激烈好的投资标的相对难找；

(2) 低线城市逐步跨过人均 GDP 5000 美元的门槛，商品消费需求明显扩大，很多品类的消费处于一个从无到有的过程，消费呈现比较明显的共性，企业的机会更多，投资标的也更容易寻找。

我们可以将日本经济、人口、消费周期大致划分成为三个阶段：

(1) 1955 年-1974 年，这一阶段 GDP 增速维持在 9% 左右。经济快速发展消费，家电等耐用消费品普及率迅速提升，适应家庭大量消费的连锁超市业态市占率从 3.7% 提升到 8.7%。

(2) 1975 年-1995 年，这一阶段 GDP 增速换挡至 4% 左右。消费特征由量向质转变，追求高端化且个人化特征明显。必须消费品往高端化走（面包替代米饭），可选消费（包括代表个性的彩妆以及教育、外卖类的服务型支出）快速增长。女性经济劳动率提升带来单身人口占比提升，家庭小型化使得日本的便利店在此期间销售额翻了 10 倍，这一特征在我国一线城市表现尤为明显。

(3) 1995 年之后，经济增长停滞阶段，收入出现负增长。适龄劳动人口占比下降，抚养负担加重，消费回归理性，无印良品和优衣库等淡化品牌、注重品质的品牌出现，以大创为代表的销售高性价比杂货的百元店业态迅速普及。

从消费特点来看，中国当前经济背景与 30 年前的日本相似，人口结构和 20 年前的日本相似，消费兼具高端化和追求性价比特征。

我国人口基数较大，消费特征也呈现多元化：部分人口财富迅速积累，高端名牌化消费受到追捧，中国奢侈品消费占全球市场份额迅速提升至 30% 以上；部如生活在大都市的年轻人，或人均 GDP 较低地区的人群仍然面临较高的生活成本，高性价比产品仍然受到欢迎，这也是优衣库、H&M、小米、拼多多等多种高性价比业态在我国蓬勃发展的原因。

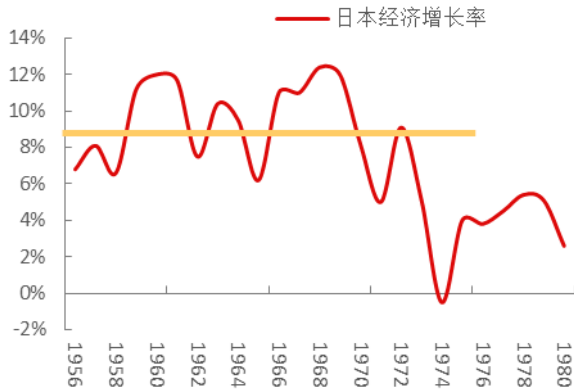
1 日本的三个消费时代

1.1 战后~1974：经济高速发展时期，大量消费时代

日本经济增速保持高位，劳动力充足，居民收入迅速提升。战后日本的经济高速增长，1955~1975 年的 20 年间，年平均经济增长率达到 8.3%，人均 GDP 也从 1960 年的不到 500 美元提升到了 1975 年的 4600 美元。这个时期也是日本人口增长较快的阶段，总人口 5 年复合增长率几乎都保持在 1% 以上；劳动人口也维持较快的增速，1953 年到

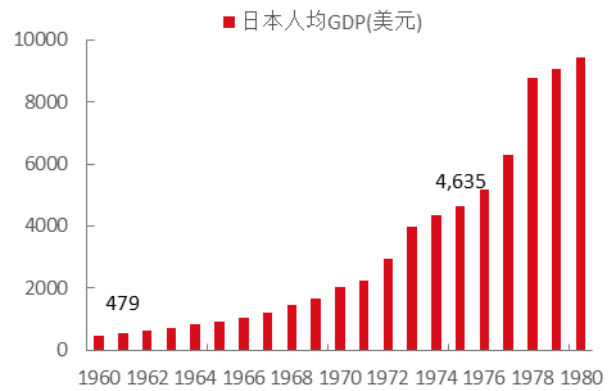
1975 年的年复合增速达到 1.3%。与此同时居民的收入快速增长：根据日本总务省的统计数据：农户家庭年均可支配收入也从 1950 年的 19.4 万日元提升到了 1975 年的 358 万日元，年复合增速达到 12.4%；非农家庭的月均收入从 1953 年的 2.6 万日元增长到 1975 年的 23.6 万元，年复合增速 10.5%。

图表1： 日本经济增速（1956~1980）



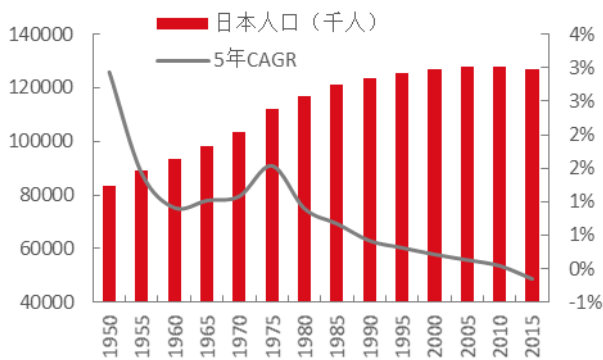
资料来源：日本内阁府，方正证券研究所

图表2： 日本人均 GDP（1960~1980）



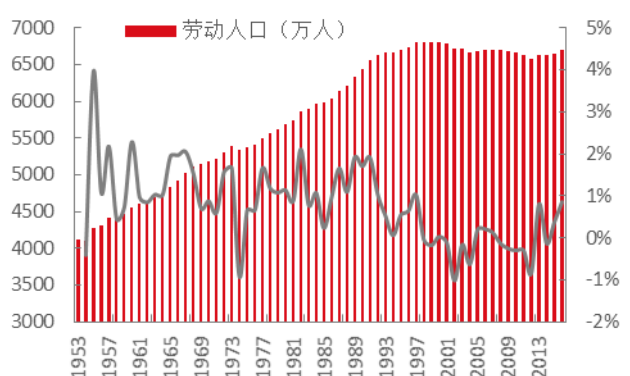
资料来源：世界银行，方正证券研究所

图表3： 日本总人口数及增速



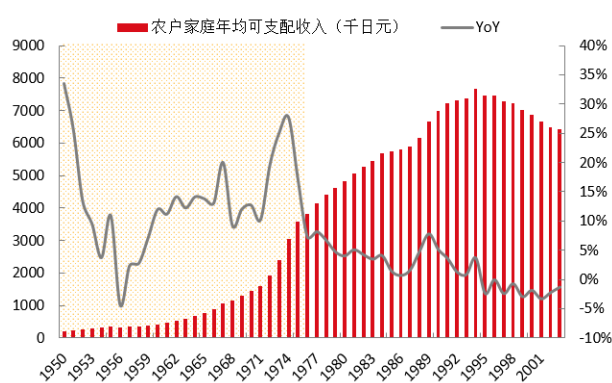
资料来源：日本内阁府，方正证券研究所

图表4： 日本劳动人口及增速



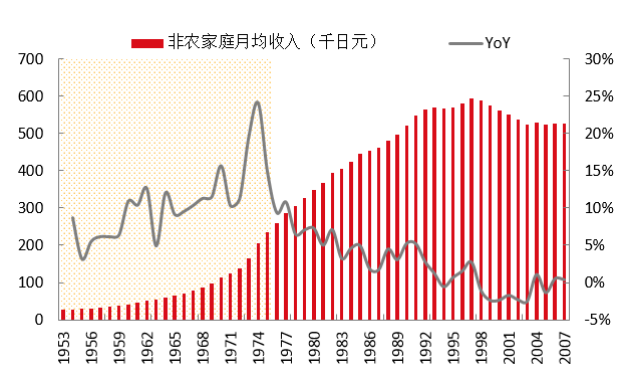
资料来源：日本厚生劳动省，方正证券研究所

图表5： 日本农户家庭年均可支配收入



资料来源：日本总务省家计调查，方正证券研究所

图表6： 日本非农家庭月均收入



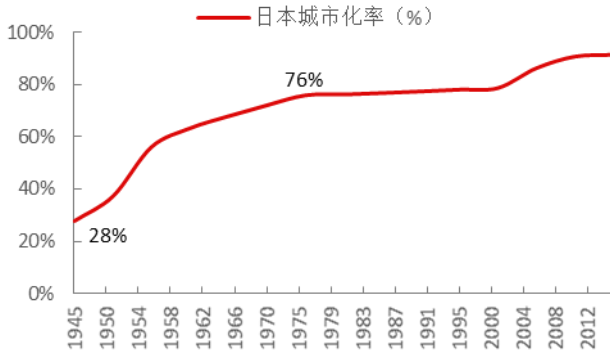
资料来源：日本总务省家计调查，方正证券研究所

人口向都市聚集，小规模家庭数量明显增加。在战后至 1975 年间，日本经历了快速的城镇化，城镇化率从 1945 年的 28%提升到了 1975 年的 76%。大量的人口向大都市聚集，东京、大阪、名古屋 3 大都市

圈的人口占比从 1945 年的 32% 提升到 1975 年的 48%。

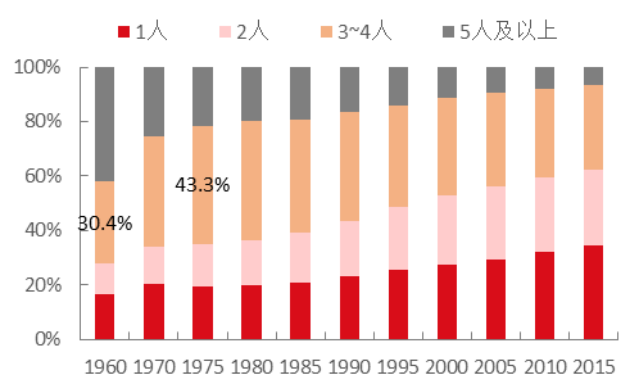
许多原本出身于非城市或小城市地区的大家庭年轻人移居到大都市，开始组建自己 3~4 人的小家庭（夫妻加上 1 或 2 个孩子），因此这个时期有家庭规模缩小化的特征，1960 年时 3~4 人的家庭的数量仅有不到 700 万，家庭数量占比仅为 30%，到了 1975 年 3~4 人的家庭数量已经达到 1456 万，占比达 40%，而 5 人及以上的家庭占比明显减少，1960 年时占比 42%，而 1975 年时占比仅有 22%。这个时期以小家庭为单位的消费特征明显。

图表7： 日本的城市化率



资料来源：日本总务省统计局，方正证券研究所

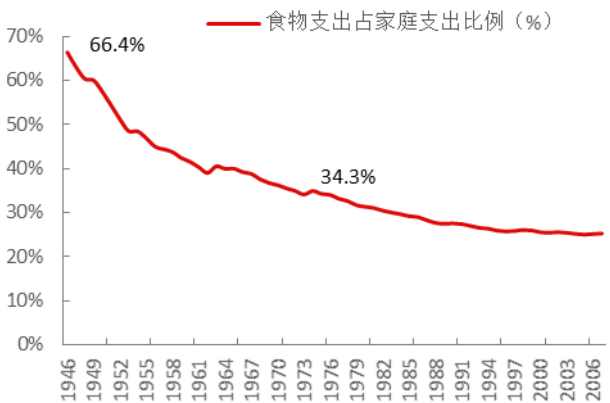
图表8： 日本不同人口规模的家庭数量占比



资料来源：日本厚生劳动省，方正证券研究所

消费特征：追求大量消费，以家庭为中心。在年收入复合增速 10% 的背景之下，居民的购买力迅速扩大，恩格尔系数显著降低：食物支出占家庭总体支出的比例从 1946 年的 66% 降低到了 1975 年的 34%。在满足温饱、财富不断攀升的情况下，居民开始追求消费品的“大”和“量”。这一时期的消费主要体现在对耐用消费品的需求上，在战后初期，美国耐用消费品和大量的生活信息大量涌入日本，由于广播、电视、电影、报纸和杂志的宣传，欧美的生活方式迅速在日本普及，洗衣机、吸尘器、冰箱这“三种神器”（也有说法是洗衣机/冰箱/电视）成了日本人家庭购买的目标，这 4 样家电的家庭拥有率在这个时期均迅速上升，至 1975 年，日本超过 90% 的家庭均拥有这 4 样电器。

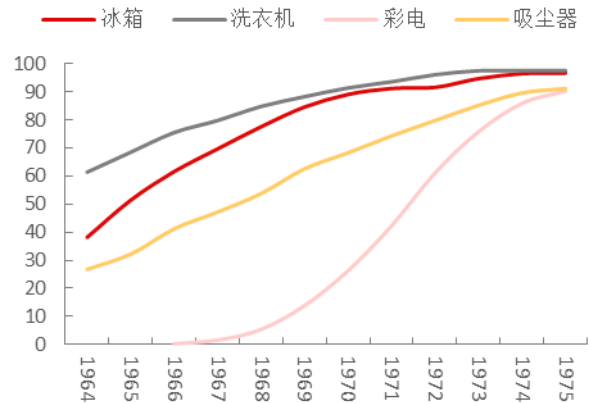
图表9： 日本家庭食物支出占总支出的比例



备注：调查对象为 2 人及以上的家庭

资料来源：日本家计调查，方正证券研究所

图表10： 日本家庭各类家电拥有率 (%)



资料来源：日本总务省，方正证券研究所

迎合家庭消费单位，连锁超市业态兴起。日本最初的超市是 1953 年成立的纪国屋店，而日本真正具有代表性的超市则是 1957 年创建的“主妇之店大荣”，也就是后来的大荣公司，伊藤洋华堂、西友百货等纷纷进军超市行业。为了适应大量生产和大量消费的需要，各超市企业从欧美引进连锁经营的方式，在全国范围内开设或吸纳分店，扩大销售网络，到 1962 年，超市新开设店铺已达到 1350 家。在 1972 年 8 月的中期决算中，大荣超过三越坐上了零售业界销售额第一把交椅。**1962~1972 年间，超市连锁店的销售额翻了 10 倍，占整个零售业的销售额比例也从 3.7% 增长到 8.7%。**

图表11：日本百货和超市连锁的销售额与份额（1958~1972）

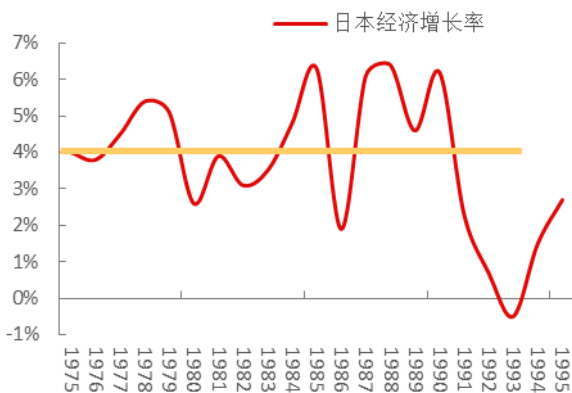
单位： 10 亿日元	零售业	百货店		超市连锁店	
	销售额	销售额	份额	销售额	份额
1958	3,548.3	310.0	8.7%		
1960	4,315.4	384.0	8.9%		
1962	6,149.0	585.1	9.5%	226.0	3.7%
1964	8,349.6	787.7	9.4%	391.6	4.7%
1966	10,683.6	971.0	9.1%	581.1	5.4%
1968	16,507.3	1,286.1	7.8%	1,028.6	6.2%
1970	21,773.4	1,771.6	8.1%	1,612.5	7.4%
1972	28,292.7	2,381.9	8.4%	2,447.6	8.7%

资料来源：《日本人消费行为演变对零售业态的影响》，方正证券

1.2 1975~1995：个人化的消费时代，追求由量向质转变

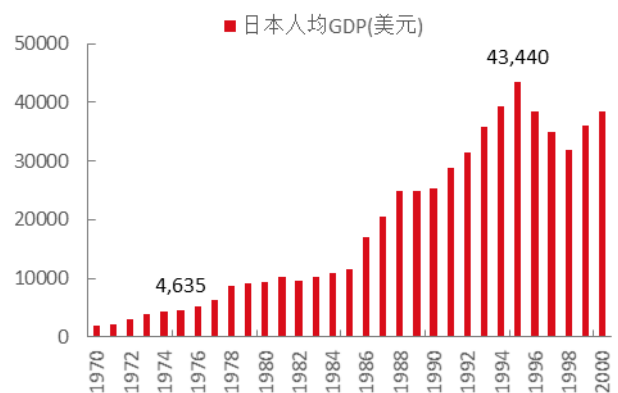
经济增速中枢下移至 4%，人均 GDP 突破 4 万美元。经过第一次石油危机的冲击，日本经济由高速增长转入低速增长：经济年复合增速由前 20 年的 8% 左右转向 3.7%（1975~1995）。虽然经济增速有所放缓，但由于日元相对美元的大幅升值，以美元计的日本人均 GDP 从 1975 年的 4635 美元上升到 1995 年的 43,440 美元。

图表12：日本经济增速（1975~1995）



资料来源：日本内阁府，方正证券研究所

图表13：日本人均 GDP（1970~2000）

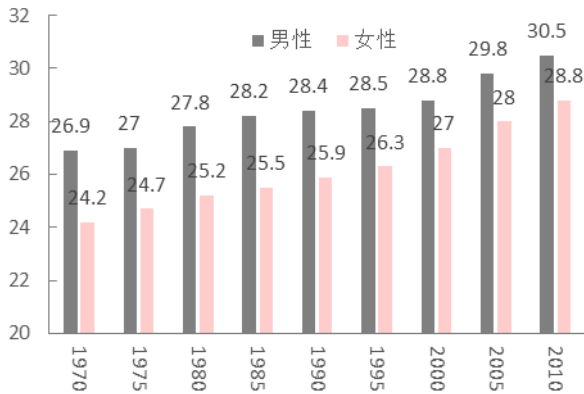


资料来源：世界银行，方正证券研究所

结婚意愿下降、离婚率上升，单身居住人群比例上升。70 年代开始日本人的结婚意愿开始下降，结婚年龄不断后移：男性的平均结婚年龄从 1975 年的 27 岁上升到 1995 年的 28.5 岁，而女性的平均初次结婚

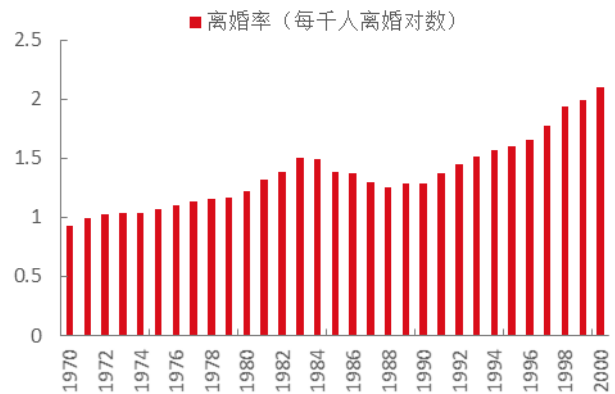
年龄也从 24.7 岁上升到 26.3 岁；与此同时，离婚率也有上升的趋势，1970 年时，1000 个人中只有 0.93 对夫妻离婚，而到了 1995 年，这一数字上升到 1.6 对。这样产生的结果是独居人群数量明显增加，1960 年时单人家庭的数量为 372 万户，占有家庭数的比重为 17%，而到了 2000 年，单人家庭数提升到 1300 万户，占比 28%。

图表14：日本平均初次结婚年龄（1970~2010）



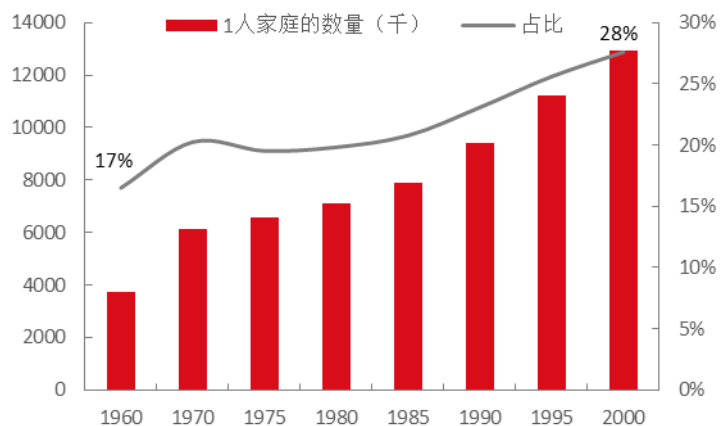
资料来源：日本厚生劳动省，方正证券研究所

图表15：日本离婚率（1970~2000）



资料来源：日本厚生劳动省，方正证券研究所

图表16：日本单人家庭数（千户）



资料来源：日本厚生劳动省，方正证券研究所

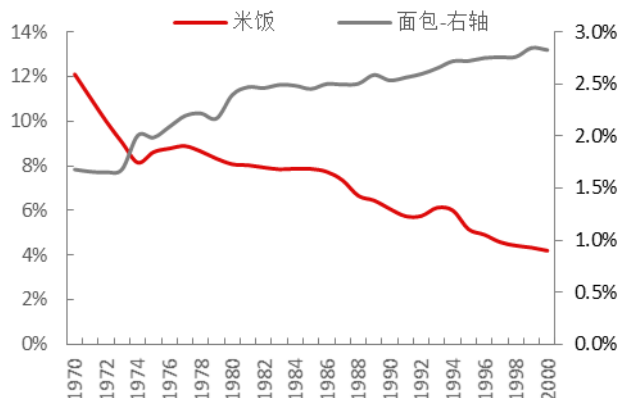
这一时期的消费特征是由“量”到“质”，主要体现在高端化消费和消费方式的转变。70年代至80年代中期，人们的消费行为更多的关注具有个性化和独特价值观的多样性消费，主要体现在以下几个品类：

(1) 消费者对于服装的需求已经转向高档产品：服装的平均购买价格（实际值）呈上升趋势；

(2) 化妆品的支出也在这个时期有较快的增长，到了1995年，家庭支出中的化妆水、粉底和口红的消费金额是1975年的3倍，其增速是快于家庭支出的整体增速的；

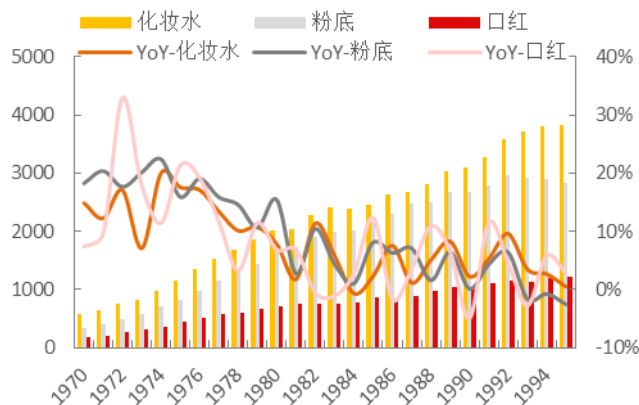
(3) 在食品消费中面包、蔬菜、饮料、酒类的消费增长较高而大米消费逐渐减少，这是由于饮食习惯的西化提高了副食品和奢侈品的消费。

图表17: 日本米饭和面包占食物支出的比例



资料来源: 日本总务省, 方正证券研究所

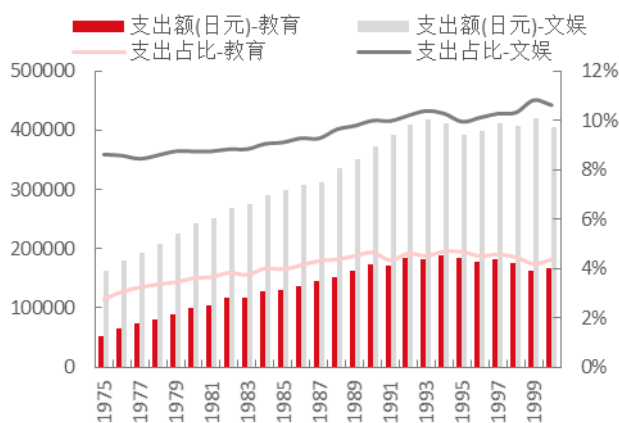
图表18: 日本单个家庭化妆品支出金额



资料来源: 日本总务省家计调查, 方正证券研究所

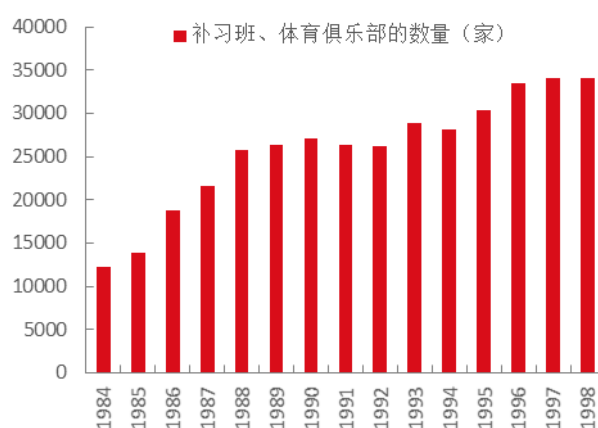
从商品消费到服务消费, 从物质追求到精神追求。该时期的另一个特点是消费服务化的倾向, 在经济高速发展期形成的以耐用消费品为主要消费内容的模式开始发生变化, 消费内容开始转向服务消费, 且在基础的吃穿用住需求得到满足后, 人们的需求会从单纯的物质追求向精神追求转移, 体现在通信、教育和娱乐等消费支出比率上升: 教育支出占家庭总支出的比重从 1975 年的 3.1% 提升到 1995 年的 4.7%, 文化娱乐支出占比 (包括家庭影院等娱乐型家电、运动、旅游、园艺等) 从 1975 年的 8.6% 上升至 1995 年的 10%, 且日本连锁经营的补习班、体育俱乐部的数量从 1984 年的 1.2 万家迅速增长到 1998 年的 3.4 万家。

图表19: 日本家庭支出中的教育和文娱支出



资料来源: 日本总务省家计调查, 方正证券研究所

图表20: 日本连锁补习班、体育俱乐部的数量

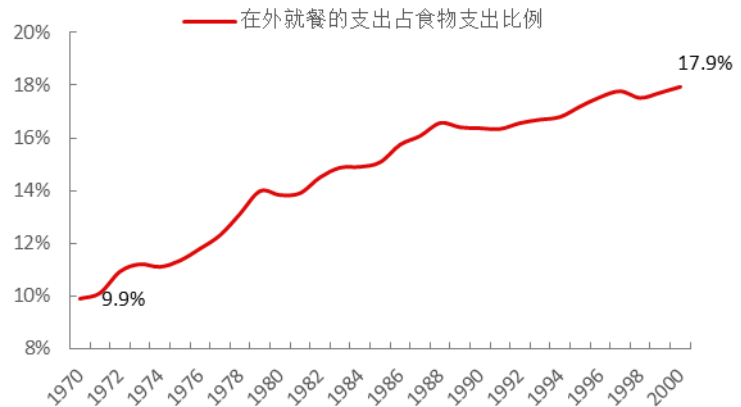


资料来源: JFA, 方正证券研究所

单身人群的增加催生了便利店业态。独居的生活方式使人们在外就餐的比例增加: 日本家庭在外就餐的支出占食物支出的比例从 1970 年的 10% 上升到 2000 年的 18%。便利店提供品类丰富多样的快餐食品和日用品, 24 小时营业, 并能满足取款、打印、缴费等多种生活服务, 切合单身人群的饮食和消费需求。在此背景下, 便利店业态在日本迅速发展。1969~1980 年是日本便利店的引入期, 西友、伊藤洋华堂、大荣先后于 1973 年、1974 年、1975 年开设了全家、7-11、罗森开设第一家店铺, 从而拉开了日本全国连锁便利店的序幕。从 80 年代开始, 便利店进入快速发展期, 1983~1998 年 15 年间, 便利店的店铺数从 6 千

余家增长到 3.6 万家，翻了 6 倍；而营业额则从 6 千亿日元增长到 6 万亿日元，翻了 10 倍。

图表21： 日本在外就餐支出占食物支出比例



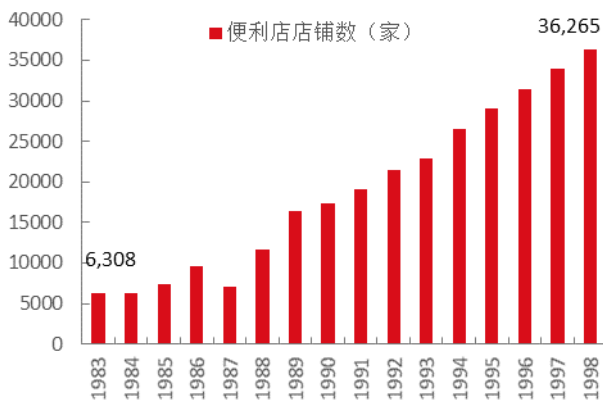
资料来源：日本总务省，方正证券研究所

图表22： 20 世纪 70 年代日本便利店密集开业

时间	便利店开业
1969	My Shop（丰中）开业
1970	K mart（大阪）开业
1971	Seicomart(札幌)和 Cocostore（春日井）第一家门店开业
1972	中小企业厅、农林省制定《便利店、商店手册》
1973	致力于自主开发的 Family Mart（狭山）第一家门店开业
1974	York-7（现在的 7-11Japan）（东京）第一家门店开业
1975	罗森樱塚店（丰中）第一家门店开业
1976	Popular 和 Sunche（东京）开业，7-11 在日本首创 24 小时营业，开店数超过 1000 家
1977	Sun Every，关东 Hot Spar（土浦）开业
1978	国分 KGC（东京）开业，Family Mart 第一家门店开业
1979	Bloomart（东京）开业，7-11 上市

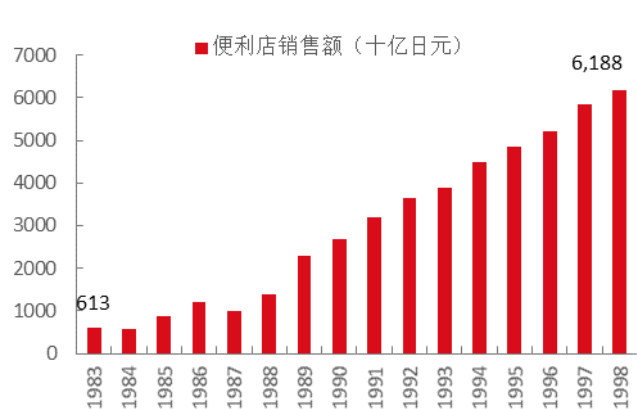
资料来源：《日本便利店的成长过程、特征及现状》，方正证券研究所

图表23： 日本便利店门店数（1983~1998）



资料来源：JFA，方正证券研究所

图表24： 日本日本便利店销售额（1983~1998）

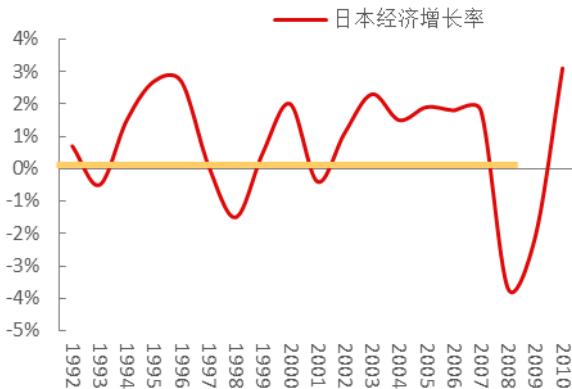


资料来源：JFA，方正证券研究所

1.3 1995 之后：理性消费阶段，从高价转向高性价比

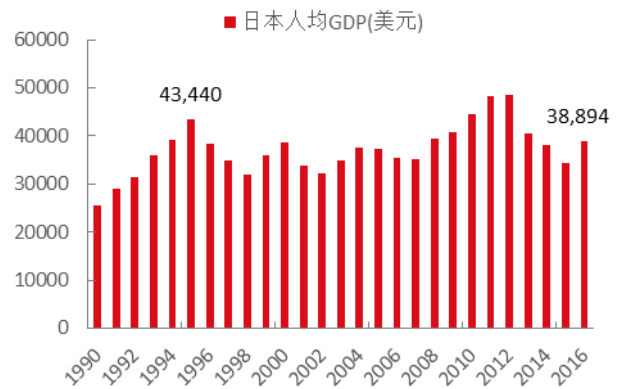
经济增长停滞，居民收入出现负增长。90 年代初泡沫经济崩溃后，日本开始进入“失去的 20 年”，经济增速降到 0 左右，人均 GDP 在 4 万美元左右波动，2016 年人均 GDP 为 3.88 万美元。股市处于低迷状态，地价也连年下降，居民家庭收入呈现下行趋势：农户家庭的收入在 1995 年达到最大值，而非农户家庭的收入也在 1997 年达到最大值后开始下降。

图表25： 日本经济增速（1992~2010）



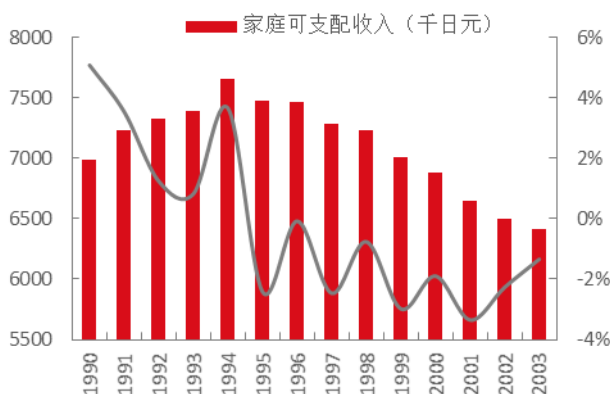
资料来源：日本内阁府，方正证券研究所

图表26： 日本人均 GDP（1990~2016）



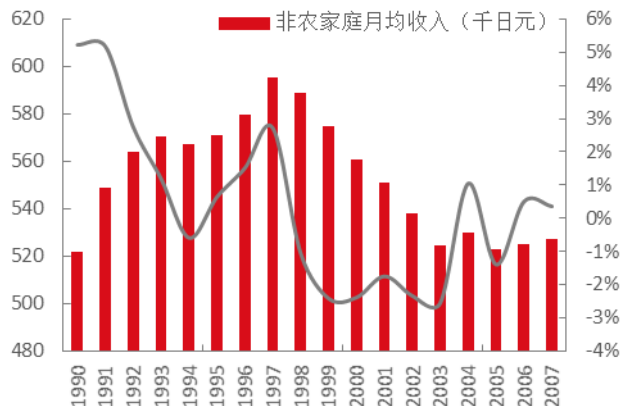
资料来源：世界银行，方正证券研究所

图表27： 日本农户家庭年可支配收入(1990-2003)



资料来源：日本总务省家计调查，方正证券研究所

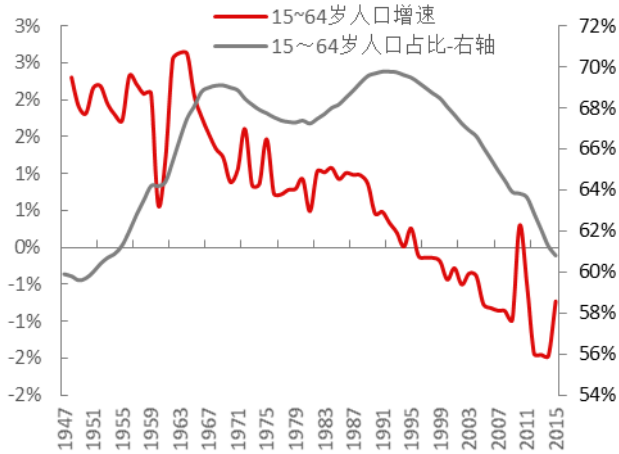
图表28： 日本非农家庭月均收入(1990-2007)



资料来源：日本总务省家计调查，方正证券研究所

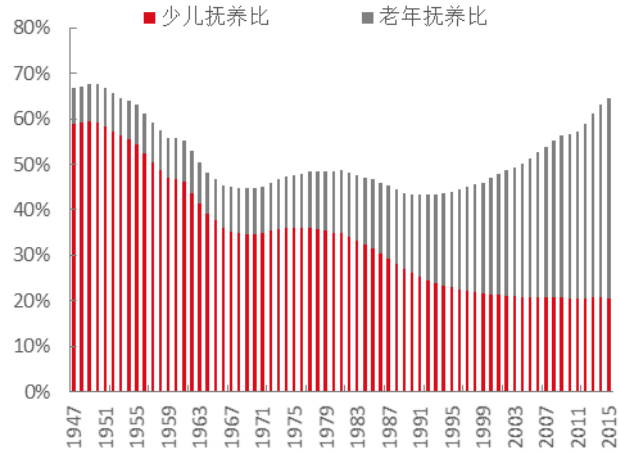
劳动人口占比下降，抚养负担加重。日本的适龄劳动人口（15~64 岁）的绝对值和其在总人口中的占比在 1992~1995 年间达到最大值，之后劳动力人口的数量和占比都在往下走，这意味着劳动力人口抚养老人及少儿的压力增加：目前日本的抚养比为 64%（20%少儿+44%老人），比 1991 年的 43%（25%少儿+18%老人）有大幅提升，且老龄人口的占比在持续增加。

图表29： 日本适龄劳动人口的增速和占比



资料来源：日本总务省统计局，方正证券研究所

图表30： 日本的少儿抚养比和老年抚养比



少儿抚养比=14岁及以下人口/15~64岁人口

老年抚养比=65岁及以上人口/15~64岁人口

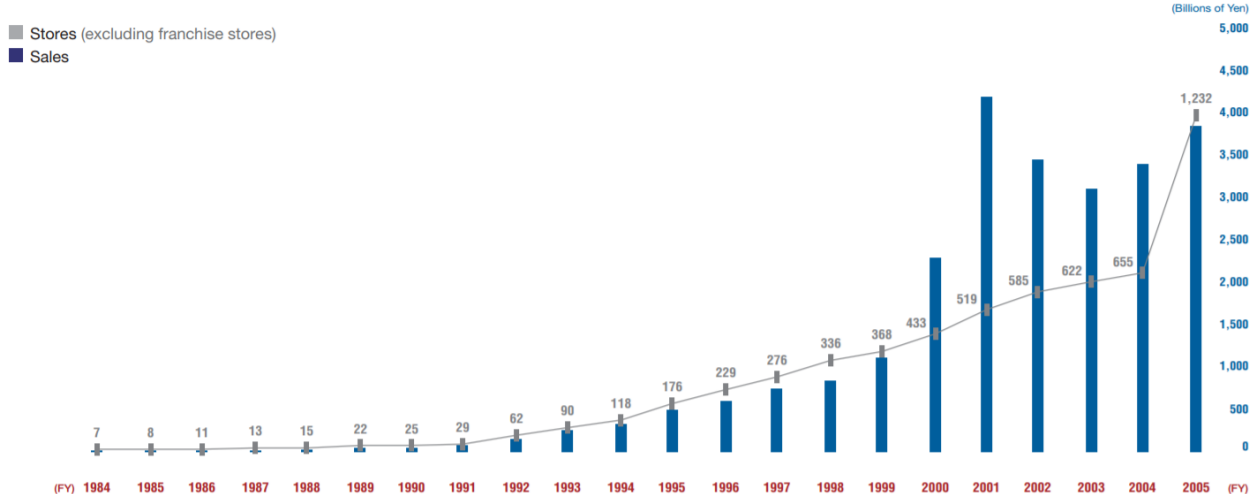
资料来源：日本总务省统计局，方正证券研究所

消费回归理性，追求高性价比，淡化品牌强调品质。在80年代泡沫经济时期，消费者对名牌、奢侈品有较强的消费欲，而到了90年代经济危机后，在收入减缓和抚养负担增加的压力下，消费者对高价、炫耀性的消费热情减弱，却对商品的品质有很高要求，更加注重性价比，商家能否提供优质且价格便宜的商品成为其核心竞争力。

在此背景下，一批淡化品牌而强调商品质量的品牌出现：1980年西武流通集团下的西友超市推出了自有品牌“无印良品”，即“没有品牌的好东西”；日本迅销公司下的品牌优衣库也于1984年在广岛开设第一家门店，主要销售设计简约、实用性强、性价比高的成衣产品，让原本1万日元以上的羊毛衫卖到1千日元一件，其门店数和销售额在90年代迅速增长，其销售额在1996~2006年间的年复合增速达到22%。同时，一种低价位的杂货商店业态“百元店”（店内商品价格不超过100元），在80、90年代开始兴起，例如大创、Seria、Watts、CanDo等，其中的龙头企业大创于1977年成立，在泡沫经济时代却无人问津，但进入90年代，大创的收入迅速增长，从1998年的485亿元增长到2004年的3000亿元，年复合增速达到35%。

图表31: 优衣库所属 FAST RETAILING 集团的门店数和销售额

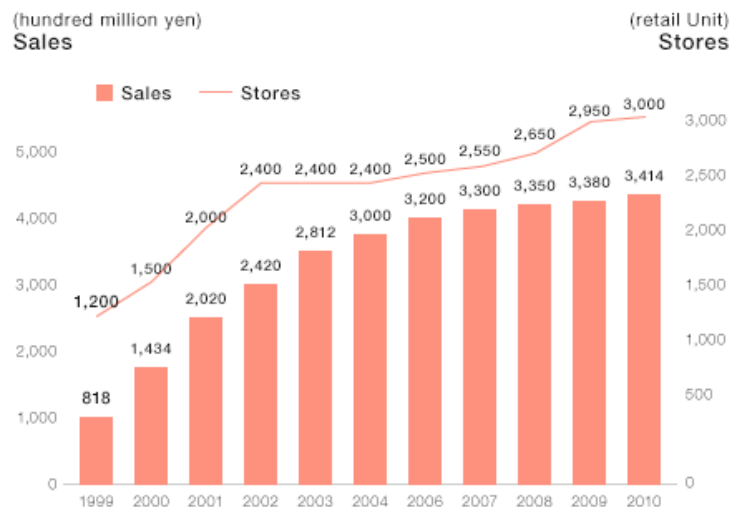
SALES AND STORES OF FAST RETAILING GROUP



备注：集团 80%以上的销售额来自优衣库

资料来源：FAST RETAILING 集团公告，方正证券研究所

图表32: 日本百元店龙头大创集团的销售额和门店数



资料来源：大创集团公告，方正证券研究所

2 中国：由大量消费向个性消费过渡，兼具追求性价比特征

2.1 中国目前经济结构和人口结构和 80 年代日本相似

中国经济增速步入中速增长阶段，多个维度的数据与日本 80 年代相似：

(1) 人均 GDP 和恩格尔系数与 1980s 的日本相当。从食品支出占居民总支出的比重来看，2016 年中国城镇居民食品支出占比为 29.3%，与日本 1985 年（29.2%）的水平相当。

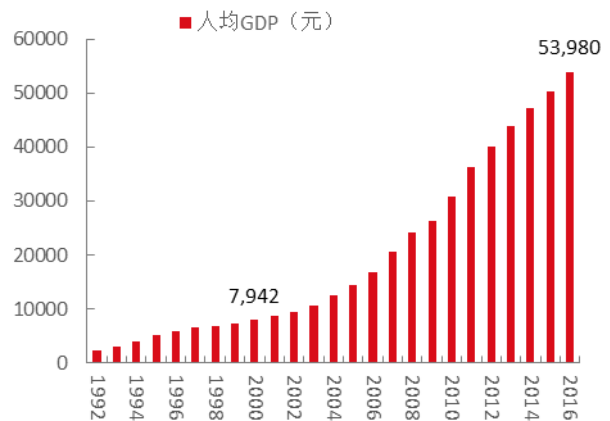
(2) 2016 年中国的人均 GDP 达到 8123 美元，与日本在上世纪 80 年代初的水平相当。GDP 增速也同样在小个位数。

图表33： 中国 GDP 增速-不变价



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

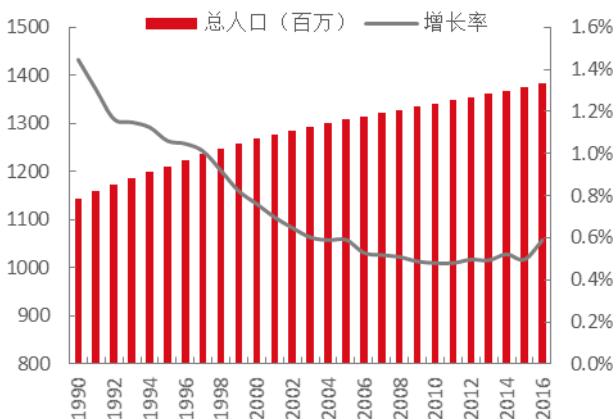
图表34： 中国人均 GDP（单位：人民币）



资料来源：日本总务省统计局，方正证券研究所

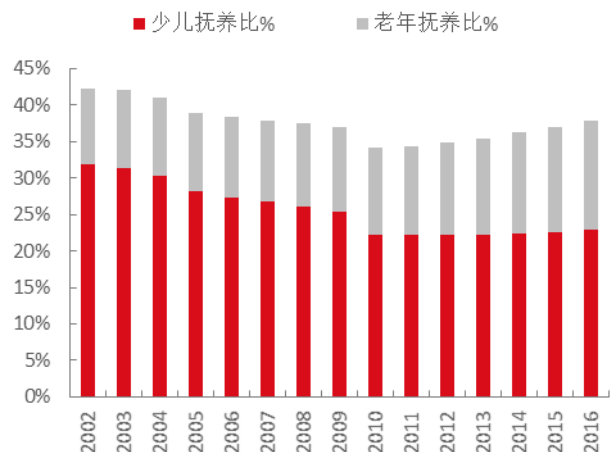
(3) 人口年龄结构与 1995 年的日本类似，人口抚养比开始上升。我国的人口增速近 10 年来都维持在 0.5% 左右的增速，2016 年在全面放开二胎的政策刺激下，人口增速上升到 0.59%。从年龄结构来看，中国当前的年龄结构和日本 1995 年时有相似性，日本 1995 年时的少儿/老年抚养比分别为 23%/20%，中国 2016 年的少儿/老年抚养比分别为 23%/15%。中国和 1995 年时的日本的第一个人口高峰目前集中在 40~50 岁，而中国第二波人口高峰出现在 25~30 岁，日本 1995 年时则是 20~24 岁，意味着 10~15 年后，中国的人口结构将与当前的日本有相似之处，老龄化的问题将出现。人口抚养比在 2010 年达到最低点后开始上升，说明目前的适龄劳动人口比重已经开始下降，劳动人口的赡养负担开始加重，这与日本在 90 年代中期的处境类似。

图表35： 中国人口及增速



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表36： 中国人口抚养比

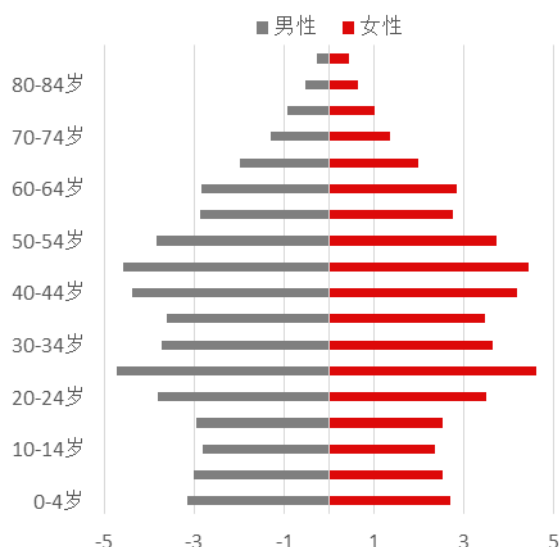


少儿抚养比=0-14 岁人口/15~64 岁人口

老年抚养比=65 岁及以上人口/15~64 岁人口

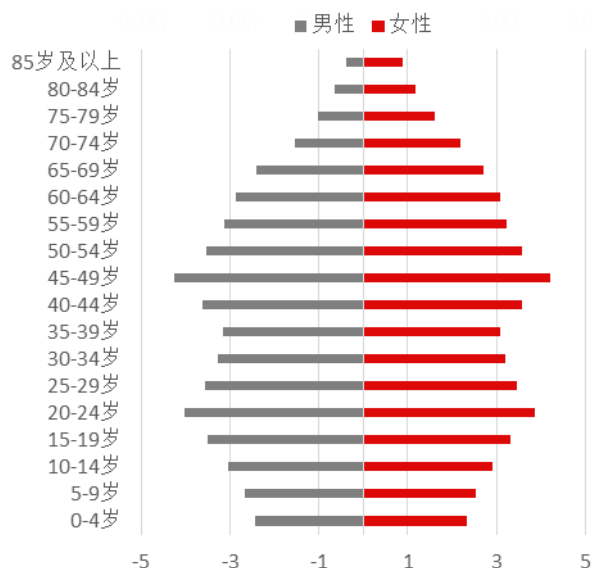
资料来源：日本总务省统计局，方正证券研究所

图表37: 中国人口年龄性别比 (2015, %)



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

图表38: 日本人口年龄性别比 (1995, %)



资料来源: 日本总务省统计局, 方正证券研究所

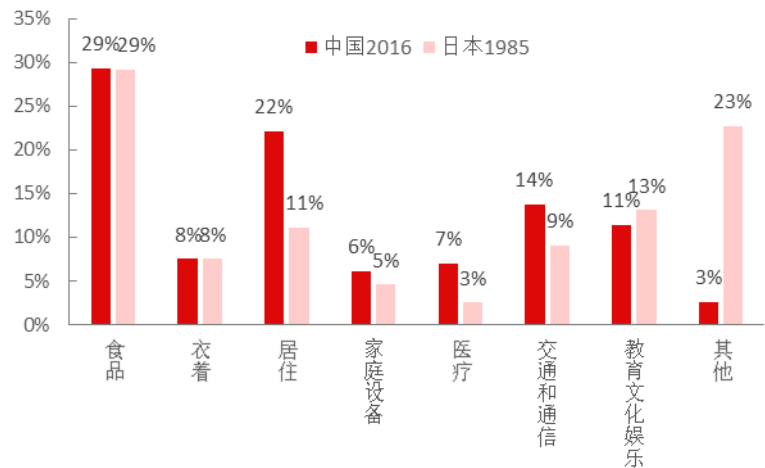
2.2 消费特征: 兼具品牌追求和性价比追求的特征

中国目前的经济发展背景与上世纪 80 年代的日本类似, 但是财富分配并不均匀, 根据北京大学中国社会科学调查中心发布《中国民生发展报告 2014》, 2012 年我国家庭净财产的基尼系数达到 0.73, 顶端 1% 的家庭占有全国三分之一以上的财产, 底端 25% 的家庭拥有的财产总量约 1%, 且由于中国人口众多, 因此在现阶段消费需求呈现多元化特征:

1) 一方面, 有一大批进入中产阶级的居民, 他们具有很强的购买力和消费欲, 因此名牌服饰、珠宝首饰、名车名酒等高端可选消费品近年来需求增速很快, 根据贝恩咨询的数据, 我国 2015 年占全球奢侈品市场的份额已经超过 30%。

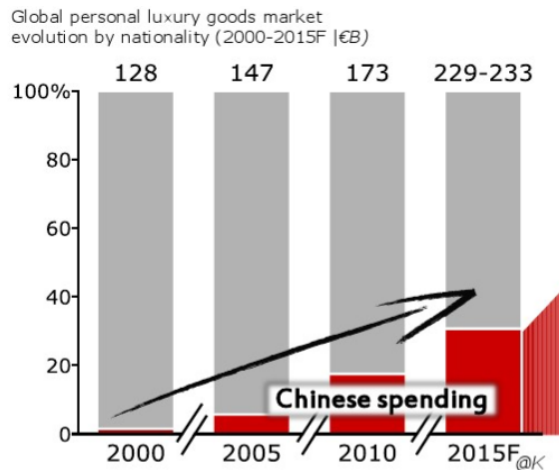
2) 另一方面, 仍然有大批的居民面临着较大的生活压力, 尤其是在大城市生活的年轻一代, 面对较高的生活成本和较大的抚养负担, 选取 2016 年中国和 1985 年的日本进行对比可以发现, 两国食品支出占比相当, 但是中国的居住支出占比 (20%) 却远高于日本的 11%, 说明我国仍有一部分居民面对着较高的生活成本。因此日本的优衣库和无印良品等淡化品牌、且高性价比的品牌进入中国后也取得了良好的业绩: 优衣库 2002 年在上海开了第一家店, 2005 财年中国地区的销售额为 11 亿日元, 到了 2016 年, 在中国的门店数突破 500 家, 2015 财年中国地区销售额突破 3000 亿日元, 占优衣库品牌全部销售额的 20% 以上; 中国本土也诞生了类似的品牌和平台, 例如小米、网易严选、拼多多。此外, 与大创百元店模式类似的“名创优品”也受到了消费者的欢迎, 3 年间开设了 1800 家门店。

图表39： 中国和日本家庭消费支出品类对比



资料来源：中国国家统计局，日本总务省，方正证券研究所

图表40： 中国奢侈品消费占全球的比重



资料来源：贝恩咨询，方正证券研究所

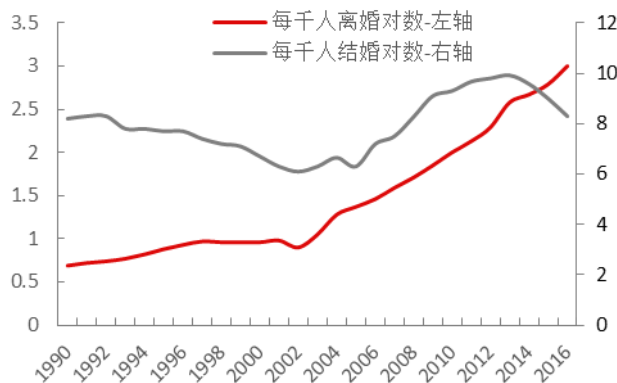
图表41： 优衣库在中国地区的门店数和销售额

	门店数 (家)	销售额
FY2005	9 家	11 亿日元
FY2015	将近 500 家	3000 亿日元

资料来源：公司公告，方正证券研究所

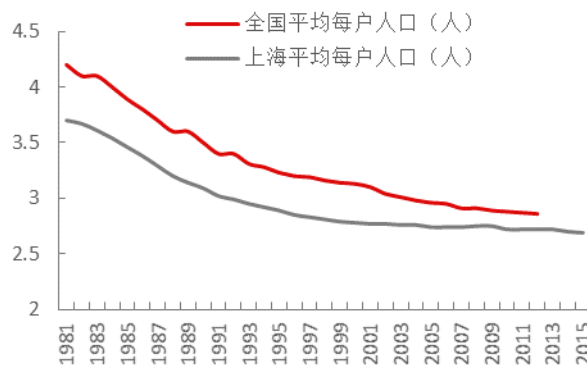
人口向大都市迁移，离婚率上升，家庭平均人口数在下降，单身经济凸显。中国城镇的户均人口在不断下降，在 80、90 年代是受到计划生育的影响，而近年来是由于人口处于从乡村或小城镇向大都市聚集的过程，有很多年轻人从外地来到北上广深等大都市，或单身或组合成 2~3 人的小家庭，因此大都市的独身人口比重更大（上海市的户均人口数低于全国平均水平）；此外，离婚率的逐年提升也是家庭人口数减少的原因之一。近年来，中国外卖市场规模迅速扩张，从 2010 年的 585 亿迅速提升到 2015 年的 2391 亿元，CAGR 达到 32%，占餐饮业的比重也从 3.3% 提升到 7.4%，其中技术的革新和物流的改善肯定是其迅速发展的重要原因，而独身人口的增加也是驱动力之一。

图表42： 中国结婚率和离婚率



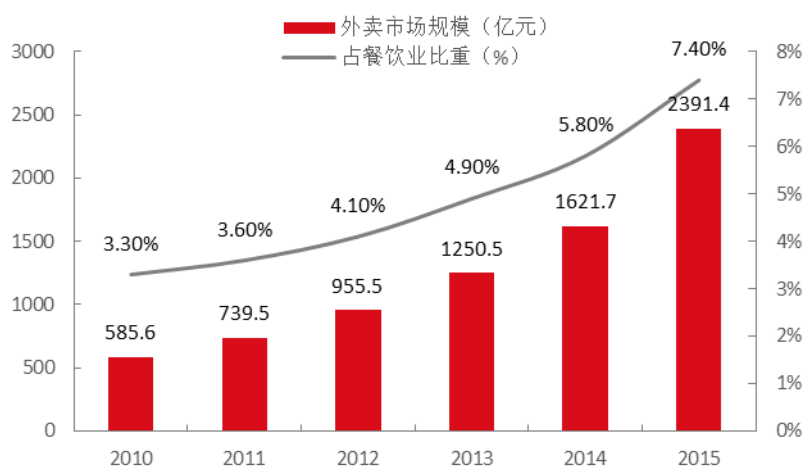
资料来源：民政部，方正证券研究所

图表43： 城镇居民家庭平均人口数（人）



资料来源：国家统计局，上海统计局，方正证券

图表44： 中国外卖市场规模及占餐饮业比重



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

2.3 一二线城市和低线城市消费出现分化

2.3.1 一二线城市：更高的精神追求，消费呈现个性化、品质化

我国四个一线城市及部分新一线城市人均 GDP 已突破 2 万美元，城镇化率达到 70~80% 以上的较高水平，与 90 年代初的日本较相像。消费迈入新的阶段，消费者更看重精神层面的享受，因此在教育文化娱乐方面的服务消费比重提升。2010-2016 年之间，虽然一线城市的人口占比仍有提升，但是社零的增速一直低于二三线城市（社零统计口径不包含服务消费）；从居民的消费构成来看，2013 年，全国居民的教育文化娱乐消费占消费性支出的比重为 13%，而上海和北京该比例为 15%。此外，消费者在选择商品时，对名牌的追捧程度降低，反而更看重品质和个性化，消费喜好的共性减弱，因此全国性的大众消费名牌在一线城市销售需求增速呈现放缓态势，反而小众品牌、买手店等消费形态更受欢迎。

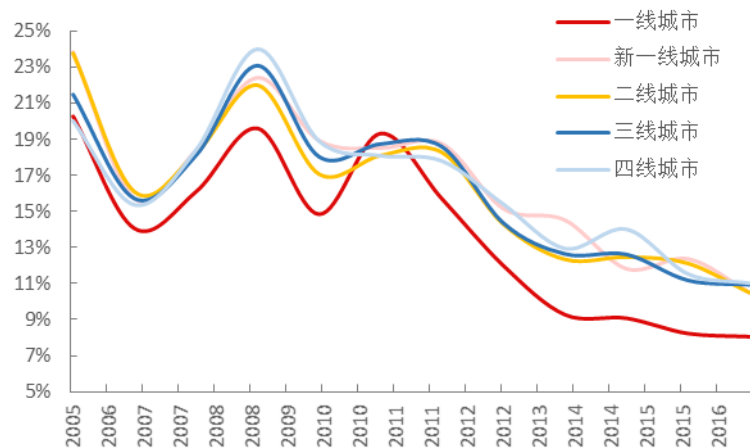
图表45： 一线城市及部分新一线城市的人均 GDP 和城镇化率

城市	2017 人均 GDP (万元 RMB)	城市化率 (2016 或 2017)
北京	12.9	86.5%
上海	12.5	87.9%
深圳	18.3	100%
广州	14.2	86.1%
苏州	14.6	75.5%
杭州	13.5	68.5%
长沙	13.5	76.0%
南京	14.1	82.0%
武汉	12.4	71.7%

备注：苏州人均 GDP 是 2016 年，杭州城镇化率是 2015 年

资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表46： 中国一线城市社零增速慢于低线城市



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

2.3.2 三四线城市：迈入消费需求大幅提升阶段，电商渗透率快速提升

三线及以下城市人口占据我国 70%的人口，社零占我国社零总额的 50%（占比偏低），是未来商品消费的主力军。近年来，三四线城市的城镇化率仍快速提升，同时大量城市迈过人均 GDP 5000 美元的门槛，进入消费需求放大的阶段。

随着收入的提升，三四线消费者的购买力也在不断提升，开始进入“大量消费时代”，很多品类呈现出从无到有的快速渗透阶段。因此不少在一线城市遇到瓶颈的全国性品牌都选择了渠道下沉的策略。

图表47： 中国人口在不同级别城市的分布

城市级别	城市个数	常住人口数（万人）		占比%		常住人口 增量（万人）	增速%
		2010	2016	2010	2016		
一线	4	6,573	7,188	4.9%	5.2%	615	9.4%
新一线	15	15,637	16,772	11.7%	12.1%	1,134	7.3%
二线	30	17,527	18,398	13.1%	13.3%	871	5.0%
三线	71	31,577	32,614	23.5%	23.6%	1,038	3.3%
四线	89	35,693	36,291	26.6%	26.2%	598	1.7%
其他	-	27,084	27,008	20.2%	19.5%	-76	-0.3%
全国人口总数		134,091	138,271	-	-	4,180	3.1%

备注：1）常住人口包含该地区城镇与农村人口；2）部分城市缺失“常住人口”数据，使用“总人口”“户籍人口”指标代替；3）部分城市缺失 2016 年数据，使用就近年份数据

资料来源：各地区统计局，国家统计局，方正证券研究所

图表48： 中国分等级人均 GDP 突破 5000 美元的城市数量

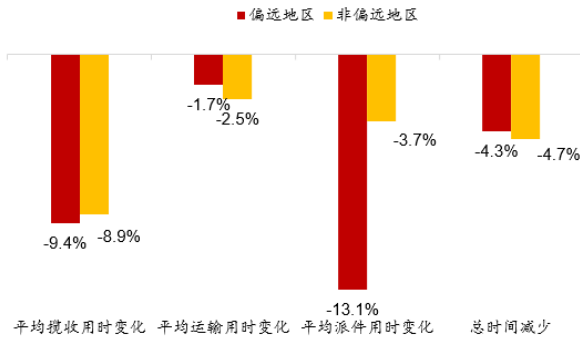
		一线	新一线	二线	三线	四线
城市个数		4	15	30	71	89
常住人口占总人口比重%		5%	12%	13%	24%	27%
人均 GDP 突破 5000 美元城市数量	2010	4	14	26	29	10
	2011	4	15	28	47	20
	2012	4	15	30	51	34
	2013	4	15	30	55	45
	2014	4	15	30	61	52
	2015	4	15	30	62	55
	2016	4	15	30	61	54

资料来源：国家统计局，方正证券研究所

随着物流、支付系统的完善，电商在低线城市迎来新一轮红利。

微信的月活用户数达到 10 亿，而阿里的月活用户数是 5~6 亿，中间相差的人群主要来自于：① 物流无法触及的偏远地区消费者；② 网购使用门槛对其较高的人群（尤其是老年人），而这部分人群主要生活在三线以下城市。而近年来，物流仓储和配送的网点加密，偏远地区的配送效率提升，再加上微信、支付宝的支付系统普及率的提升，三四线网购的基础设施已逐步完善，因此在 2017 年，产品和营销手段更适合低线客群的电商平台拼多多迎来了爆发式的增长，目前其用户数超过 3.4 亿人，其中有相当比例的客群是以前没有过网购经验的三四线城市消费者。

图表49: 菜鸟提高偏远地区的时效



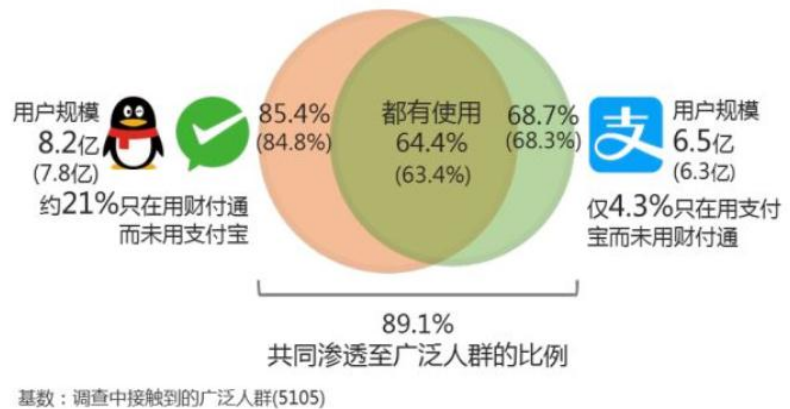
资料来源: 菜鸟网络, 方正证券研究所

图表50: 2017年京东物流已覆盖中国所有区县

京东	2014	2015	2016	2017
仓储面积 (百万平)	2.2	4	5.6	10
仓库数量	123	213	256	486
配送站数量	3210	5367	6906	6500
覆盖区县数量	1862	2536	2655	2800
当日/次日达区县	1000	1021	1410	1752

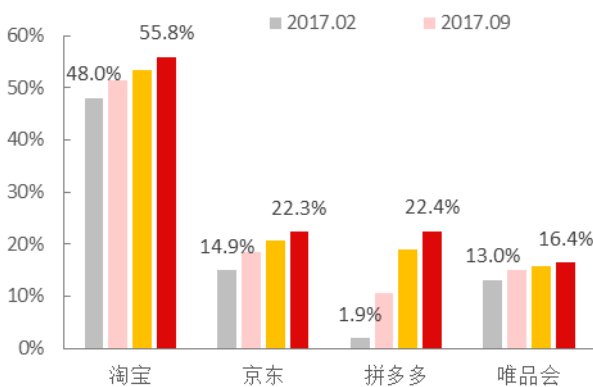
资料来源: 国家统计局, 上海统计局, 方正证券

图表51: 支付系统普及率较高



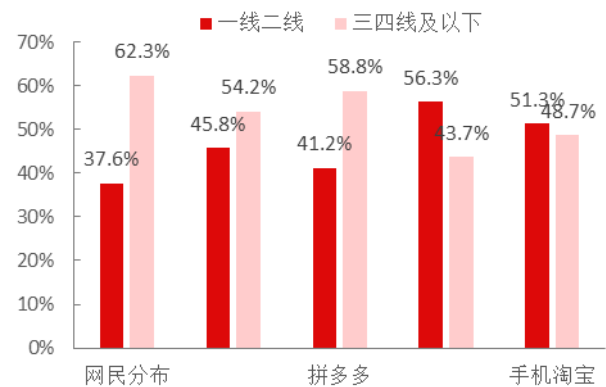
资料来源: Ipsos, 方正证券研究所

图表52: 拼多多渗透率快速提升



资料来源: 极光大数据, 方正证券研究所

图表53: 拼多多的用户主要分布在三四线城市



资料来源: 极光大数据, 方正证券研究所

总结来看, 不同城市级别的消费会出现比较明显的差异: (1) 一二线城市寻找服务性消费标的, 例如教育、医疗、娱乐、外卖 (便利店) 等行业和业态; (2) 而更多的消费品投资机会将来自三线以下城市, 例如我们前期多次提到的珠宝首饰消费, 它就是一个从无到有渗透的过程。

另外，我们必须意识到中国人口基数太大，贫富差距大，不能用一句简单的“消费升级”概括不同群体的消费特征，虽然收入在增长，但消费的效用函数应同时包含量和质， $Y=f(\text{单个产品质量, 消费商品的数量, } \dots)$ ，因此性价比将会是永恒的需求。用户的分层也会带来需求的分层，允许京东、天猫、淘宝、拼多多这些平台同时存在。

风险提示

平台假货风险，产品质量问题

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com