



批发零售业

2020.09.18

经济回暖，消费回流，可选复苏

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

	瞿猛(分析师)	张睿(分析师)
	021-38676442	021-38031656
	zimmeng@gtjas.com	zhangrui020842@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880520080010

本报告导读:

在国内人民收入持续增长、高资产人群数量不断攀升的大背景下，疫情影响逐步淡化，经济持续复苏，消费显著回流，国内高端消费复苏迹象明显。

摘要:

- **投资建议:** 疫情影响海外消费回流明显，经济持续复苏，社零可选品类增速明显回升，各大奢侈品公司在国内表现一枝独秀，瑞表出口中国金额创新高，国内高端消费复苏迹象明显；长期看，国内居民收入持续增长、高资产人群数量不断攀升，为国内高端消费增长提供了持续动力，可选消费行业有望受益，**推荐标的：飞亚达、王府井、周大生、老凤祥、天虹股份。以及其他可选消费行业。**
- **经济回暖、消费回流共同推动高端消费复苏。** 随着疫情影响淡化，消费复苏，社零增速逐步回升，7 月份增速回升至-1.10%，8 月份社零同比增速由负转正至 0.5%。限额以上 7-8 月份增速分别回升至 3.0%/5.1%，与 2019 年末水平基本持平，复苏强劲。分品类看，可选消费增速回升。海南免税政策实施以来，海南离岛免税购物金额增长迅猛，据海口海关数据，20 年 7 月，海南免税购物金额达 24.9 亿元，占 1-7 月累计金额比重达 24.9%，同比+227.9%，7 月份免税购物人次分别达 38.4 万人次和 288 万件，同比分别增长 54.1%/161.6%。长期看，国内居民收入持续增长、高资产人群数量不断攀升，为国内高端消费增长提供了持续动力。
- **中国奢侈品市场逆势增长。** 2020 年上半年，受疫情影响，全球高端消费市场低迷，各大奢侈品品牌业绩受到较大拖累，除化妆品公司外，各大品牌季度营收同比降幅高达 40%左右，化妆品因为相对更加刚需受疫情冲击程度较小，二季度营收同比降幅在 20%-30%左右。各大奢侈品品牌亚太地区营收增速状况优于整体表现，营收降幅基本控制在 20%以下。从披露中国市场数据的几家公司来看，除潘多拉外，历峰集团、蒂芙尼以及欧莱雅集团等，2020 年二季度营收均实现正增长，中国市场成为拉动奢侈品公司业绩的重要驱动力。
- **瑞表出口中国金额创新高，名表回暖迹象明显。** 受疫情等因素影响，2020 年一季度瑞士钟表在中国市场表现较为低迷，出口金额较 2019 年末走低。从 5 月开始，瑞士钟表出口中国金额大幅回升，由 5 月的 1.02 亿瑞士法郎提升至 7 月的 2.42 亿瑞士法郎，出口金额实现翻倍增长，单月金额创历史新高，回暖迹象明显。从同比增速来看，6、7 月均实现两位数增长，7 月达到 59%。从占比的角度来看，中国市场占瑞士钟表出口的比重在 2020 年 2 月达到低点后开始回弹，4 月份跃升至 33.56%，5-7 月有所回落，但均保持在 15%以上，远高于疫前水平。
- **风险提示:** 经济增速放缓的风险、行业竞争加剧的风险等。

相关报告

批发零售业《高端消费回流强劲，高估值板块回调重点关注》

2020.09.13

批发零售业《中报必选和线上表现良好，双十一变化多多》

2020.09.06

批发零售业《必选和线上韧性强，可选逐步恢复》

2020.09.01

批发零售业《疫情加剧板块分化，化妆品和超市增速领先》

2020.08.30

批发零售业《国货发力内容营销和新品类，电商龙头业绩亮眼》

2020.08.23

目 录

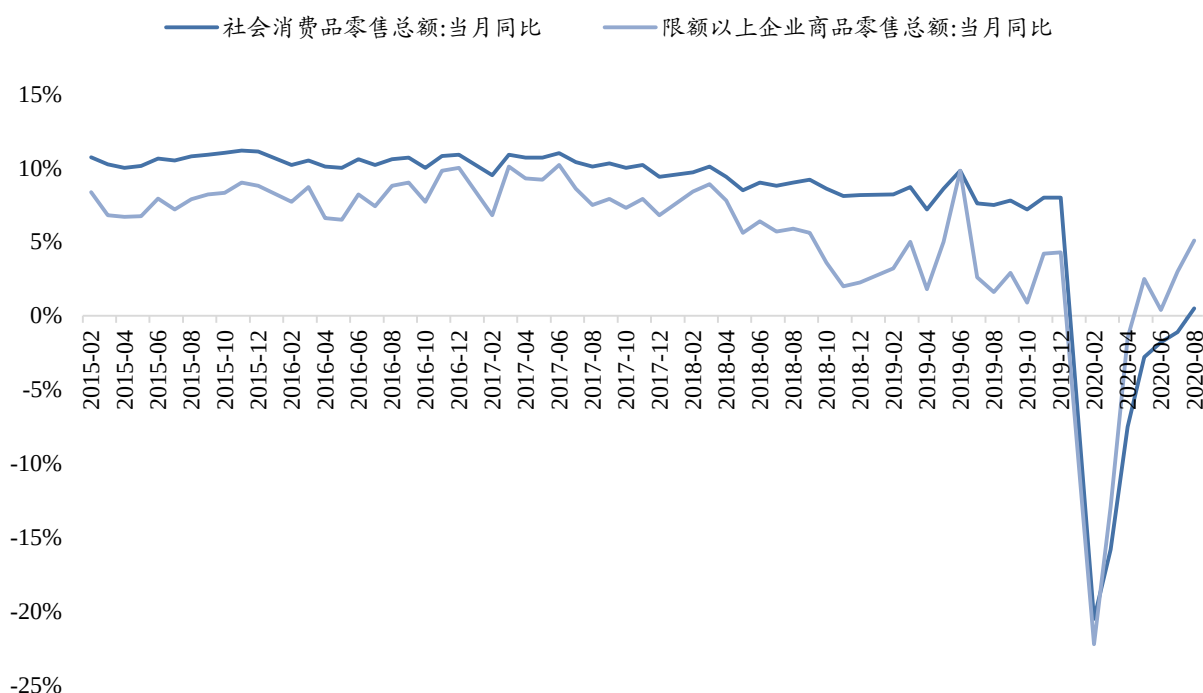
1. 经济回暖、消费回流、收入增长共同推动高端复苏	3
1.1. 疫情影响渐淡，消费逐步回暖	3
1.2. 免税政策及海外疫情促进消费回流	4
1.3. 长期看高资产人群数量攀升为高端消费增长提供动力	4
2. 中国奢侈品市场逆势增长，名表行业回暖明显	5
2.1. 疫情导致奢侈品公司业绩下滑，中国市场表现亮眼	5
2.2. 瑞表出口中国金额创新高，名表回暖迹象明显	7
3. 投资建议	8
4. 风险提示	8

1. 经济回暖、消费回流、收入增长共同推动高端复苏

1.1. 疫情影响渐淡，消费逐步回暖

疫情影响逐渐淡化，社零增速逐步回升，限额以上复苏强劲。随着疫情影响淡化，消费复苏，社零增速逐步回升，Q2 社零总额同比下降 4%，4-6 月份增速分别为-7.5%/-2.8%/-1.8%，7 月份增速回升至-1.10%，8 月份社零同比增速由负转正至 0.5%。限额以上 2020Q2 三个月同比增速分别为-1.5%/2.5%/0.4%，实现正增长，7-8 月份增速分别回升至 3.0%/5.1%，与 2019 年末水平基本持平，复苏强劲。

图 1：社零增速持续回升，限额以上复苏强劲



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

分品类看，必选稳定增长，可选回暖明显。从各品类限额以上增速来看，4-8 月粮油食品、日用品等必需消费继续延续一季度的稳健增长，粮油食品饮料、服装鞋帽、日用品 8 月分别实现 4.2%/4.2%/11.4%的同比增长。可选品类改善明显，化妆品自二季度以来始终维持较快增速，8 月份同比高增 19.0%，金银珠宝 7 月增速转正，8 月份同比增长 15.3%。

表 1：必选稳定增长，可选回暖明显

	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	202001-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08
粮油食品饮料	12.30%	9.00%	8.20%	9.20%	10.70%	9.70%	19.20%	18.20%	11.40%	10.05%	6.90%	4.20%
服装鞋帽类	5.20%	3.60%	-0.80%	4.60%	1.90%	-30.90%	-34.80%	-18.50%	-0.60%	-0.10%	-2.50%	4.20%
日用品类	13.00%	12.00%	12.00%	17.50%	13.90%	-6.60%	0.30%	8.30%	17.30%	16.90%	6.90%	11.40%
化妆品类	12.80%	13.40%	6.20%	16.80%	11.90%	-14.10%	-11.60%	3.50%	12.90%	20.50%	9.20%	19.00%
金银珠宝类	-7.00%	-6.60%	-4.50%	-1.10%	3.70%	-41.10%	-30.10%	-12.10%	-3.90%	-6.80%	7.50%	15.30%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究注：2020 年粮油食品饮料类中不包含饮料、烟酒

1.2. 免税政策及海外疫情促进消费回流

6 月 1 日，我国正式发布《海南自由贸易港建设总体方案》。方案提出了贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利等 11 个方面、共 39 条具体政策。其中，针对贸易自由便利，对货物贸易实行以“零关税”为基本特征的自由化便利化制度安排，放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品种类。随后财政部、海关总署、税务总局联合发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，公告主要涉及消费额度、种类、单次消费限额及部分品类单次购物数量限制，根据该公告，对首饰、手表、服饰、箱包等商品品类不限购买数量，化妆品每人每次限购 30 件。

海南免税政策实施以来，海南离岛免税购物金额增长迅猛。据海口海关数据，20 年 7 月，海南免税购物金额达 24.9 亿元，占 1-7 月累计金额比重达 24.9%，同比+227.9%，7 月份免税购物人次分别达 38.4 万人次和 288 万件，同比分别增长 54.1%/161.6%。从 1-7 月累计数据来看，尽管疫情影响下上半年旅游业低迷，购物人数同比下降 12.1%，但由于免税政策的实行，7 月数据亮眼，拉动累计免税购物金额和件数实现高速增长。

表 2：消费回流推动海南免税购物金额迅速增长

	2020 年 07 月		2020 年 01—07 月	
	当月值	同比	累计值	同比
免税购物金额（亿元）	24.9	227.9%	99.81	35.0%
免税购物实际人次（万人次）	38.4	54.1%	187.4	-12.1%
免税购物件数（万件）	288	161.6%	1315.9	30.7%

数据来源：海口海关，国泰君安证券研究

1.3. 长期看高资产人群数量攀升为高端消费增长提供动力

中国高资产人群数量跃升至全球第二，为高端消费增长提供强劲驱动力。伴随着中国经济的快速发展，国内高资产人群数量迅速攀升。根据瑞士信贷的数据，2000-2019 年，中国百万美元资产人群数量从 4 万人增长到 445 万人，年复合增长 28%，成为高资产人群数量增长最快的国家。从高资产人群的数量来看，中国也仅次于美国（1861 万人），远超其他国家。

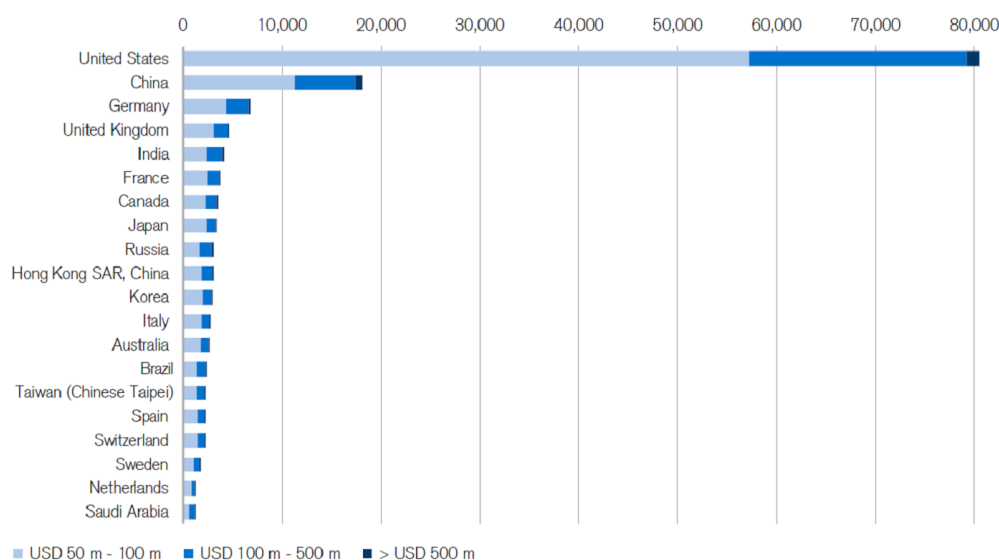
表 3：中国百万美元资产人群 2000-2019 年复合增长率高达 28%（单位：万人）

	2000 年	2019 年	年复合增长率
United States	744	1861	5%
China	4	445	28%
Japan	199	303	2%
United Kingdom	75	246	6%

Germany	62	219	7%
France	43	207	9%
Italy	42	150	7%
Canada	27	132	9%
Australia	11	118	13%
Spain	17	98	10%
Netherlands	19	83	8%
Switzerland	18	81	8%
India	3	76	18%
Korea	8	74	13%
United States	744	1861	5%

数据来源：《瑞士信贷研究所：2019 年全球财富报告》，国泰君安证券研究

图 2：中国高资产人群数量位居第二，仅次于美国



数据来源：《瑞士信贷研究所：2019 年全球财富报告》

2. 中国奢侈品市场逆势增长，名表行业回暖明显

2020 年上半年，受疫情影响，全球高端消费市场低迷，各大奢侈品品牌业绩受到较大拖累，二季度中国奢侈品消费率先复苏，出现逆势增长，对奢侈品品牌业绩拉动较大。名表行业来看，二季度瑞表出口中国数据明显改善，出口金额创历史新高。

2.1. 疫情导致奢侈品公司业绩下滑，中国市场表现亮眼

2020 年上半年各大奢侈品集团受疫情拖累，业绩下滑明显。全球各大奢侈品品牌 2020 年上半年销售数据全面下滑，由于海外疫情的扩散，二季度下滑的尤为明显，除化妆品公司外，各大品牌季度营收同比降幅高达 40% 左右，化妆品因为相对更加刚需受疫情冲击程度较小，二季度营收同比降幅在 20%-30% 左右。

表 4: 2020 年上半年各奢侈品公司总体营收大幅下滑（自然年季度，非财年）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	年报结算日
综合集团							
历峰集团	41.00%	12.00%	6.00%	6.00%	-17.80%	-47.00%	3 月 31 日
开云集团	21.90%	15.90%	14.20%	13.80%	-15.40%	-43.50%	12 月 31 日
LVMH	16.00%	14.00%	17.00%	10.20%	-15.00%	-38.00%	12 月 31 日
箱包&皮具							
Hermes	15.50%	14.70%	18.20%	13.40%	-6.50%	-41.30%	12 月 31 日
Prada	2.30%		3.00%		-40.30%		1 月 31 日
珠宝							
蒂芙尼	3.31%	2.76%	3.29%	3.84%	-45.00%	-29.00%	1 月 31 日
潘多拉	-6.00%	-3.00%	-11.00%	1.00%	-13.00%	-40.00%	12 月 31 日
化妆品							
欧莱雅	11.40%	9.80%	11.00%	11.40%	-11.70%	-19.40%	12 月 31 日
雅诗兰黛	17.96%	16.43%	13.82%	17.60%	-11.00%	-32.00%	6 月 30 日
爱茉莉太平洋	2.49%	2.63%	6.05%	6.46%	-22.10%	-24.20%	12 月 31 日
服装与配饰							
GUCCI	24.60%	15.40%	13.30%	12.90%	-23.20%	-44.70%	12 月 31 日
Dior	13.29%	15.97%	15.23%	10.20%	-15.17%	-36.71%	6 月 30 日

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究注：以上财报均采用自然年而非财年，对于 PRADA 和蒂芙尼，因为年报结算日为 1 月 31 日，所以选用与自然年季度重合度最高的财报数据。

分区域来看，亚太地区表现较优，中国市场逆势增长。各大奢侈品品牌亚太地区营收增速状况优于整体表现，营收降幅基本控制在 20% 以下。从披露中国市场数据的几家公司来看，除潘多拉外，历峰集团、蒂芙尼以及欧莱雅集团等，2020 年二季度营收均实现正增长，中国市场成为拉动奢侈品公司业绩的重要驱动力。

表 5: 各奢侈品公司亚太地区尤其是中国区营收增速表现亮眼（自然年季度，非财年）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	年报结算日
综合集团							
历峰集团	29.00%	12.00%	2.00%	3.00%	-37%	47%（中国区）	3 月 31 日
开云集团	29.55%		17.80%		-25%		12 月 31 日

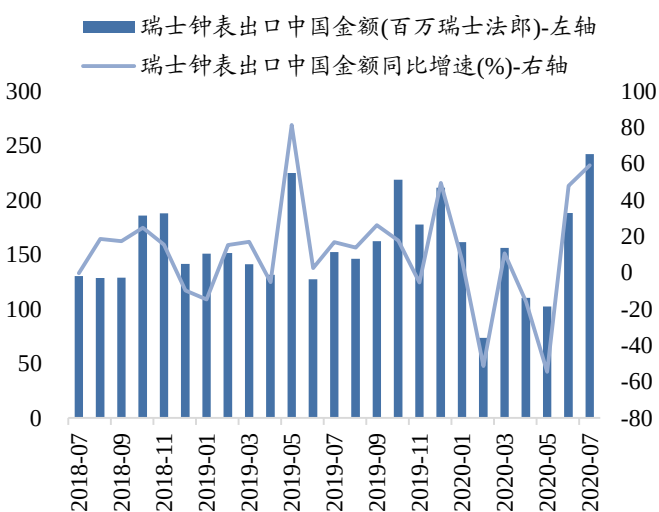
LVMH	20.16%	21.30%	14.26%	13.97%	-32.00%	-13.00%	12月31日
箱包&皮具							
Hermes	21.50%	20.70%	24.80%	16.70%	-8.4%	-9.40%	12月31日
Prada	-4.00%		-0.70%			-18%	1月31日
珠宝							
蒂芙尼	26.50%	24.60%	14.60%	10.03%	-46%	80%（中国大陆）	1月31日
潘多拉	-3.00%	-7.00%	-16.00%	-11.00%	-61%	-24%（中国区）	12月31日
化妆品							
欧莱雅集团	30.40%	30.30%	27.10%	33.30%	-3.4%	30%（中国区）	12月31日
雅诗兰黛	22.00%	18.00%	24.00%	29.00%	-4%	12.00%	6月30日
爱茉莉太平洋	4.97%	4.35%	2.30%	0.53%	-30.60%	-20%	12月31日
服装与配饰							
GUCCI	35.30%					-24.6% （中国大陆+6.4%）	12月31日

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究注：以上财报均采用自然年而非财年，对于 PRADA 和蒂芙尼，因为年报结算日为 1 月 31 日，所以选用与自然年季度重合度最高的财报数据。

2.2. 瑞表出口中国金额创新高，名表回暖迹象明显

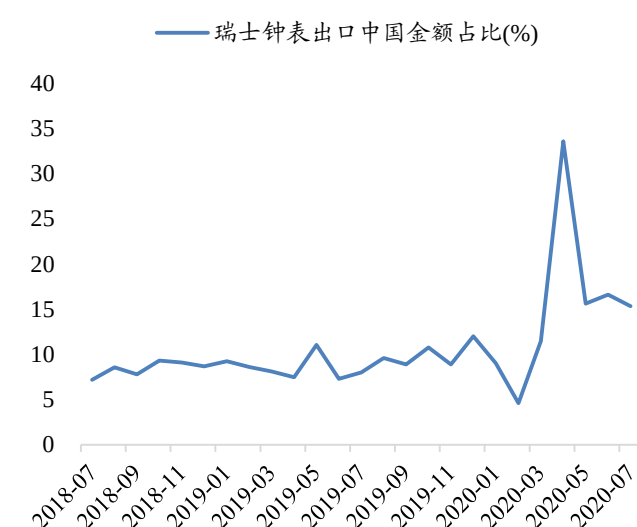
受疫情等因素影响，2020 年一季度瑞士钟表在中国市场表现较为低迷，出口金额较 2019 年末走低。从 5 月开始，瑞士钟表出口中国金额大幅回升，由 5 月的 1.02 亿瑞士法郎提升至 7 月的 2.42 亿瑞士法郎，出口金额实现翻倍增长，单月金额创历史新高，回暖迹象明显。从同比增速来看，6、7 月均实现两位数增长，7 月达到 59%。从占比的角度来看，中国市场占瑞士钟表出口的比重在 2020 年 2 月达到低点后开始回弹，4 月份跃升至 33.56%，5-7 月有所回落，但均保持在 15% 以上，远高于疫前水平。

图 3: 瑞士钟表出口中国回暖明显



数据来源: 瑞士钟表协会, 国泰君安证券研究

图 4: 瑞士钟表出口中国占比大幅提升



数据来源: 瑞士钟表协会, 国泰君安证券研究

3. 投资建议

疫情影响逐步淡化, 经济持续复苏, 社零可选品类增速回升, 消费显著回流, 各大奢侈品公司在国内表现一枝独秀, 瑞表出口中国金额创新高, 国内高端消费复苏迹象明显; 长期看, 国内人民收入持续增长、高资产人群数量不断攀升, 为国内高端消费增长提供了持续动力。顺周期消费行业有望受益, 推荐标的: 飞亚达、王府井、周大生、老凤祥、天虹股份等。

表 6: 重点推荐公司最新盈利预测表 (截止 2020 年 9 月 16 日)

公司代码	公司名称	每股收益 (元)			市盈率 (X)			目标价	投资评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
000026.SZ	飞亚达 A	0.49	0.58	0.75	35.40	30.17	23.33	20.00	增持
002419.SZ	天虹股份	0.72	0.38	0.70	13.72	25.84	14.03	13.16	增持
600859.SH	王府井	1.24	0.46	1.10	37.96	102.17	42.73	66.00	增持
600612.SH	老凤祥	2.69	2.96	3.70	18.65	16.96	13.57	60.00	增持
002867.SZ	周大生	1.37	1.46	1.91	18.67	17.52	13.39	30.56	增持

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4. 风险提示

1、经济增速下滑拖累消费

经济低迷下非必需性开支将下降, 终端零售环境将持续低迷。

2、行业竞争加剧;

零售行业处于高度竞争状态, 市场化程度较高, 行业竞争加剧有可能导

致公司盈利能力下降。

3、并购整合不及预期。

零售行业仍处于整合并购阶段，如果业务融合不及预期有可能导致公司经营效率低下。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		