

从“零”到“壹”，才能从“壹”到“无限”

最近一年行业指数走势



联系信息

陶冶

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

陈俊希

联系人

chenjunxi@ctsec.com

021-68592286

相关报告

- 1 《险资入股凯撒旅游，保险+旅游协同效应值得关注:社会服务行业周报(第49周)》
2018-12-11
- 2 《离岛免税额度升至三万，利好免税龙头中国国旅:社会服务行业周报(第48周)》
2018-12-02
- 3 《海南离岛免税额度提高，利好龙头中国国旅:免税行业事件点评》 2018-11-29

投资要点:

● 从“零”到“壹”是可选消费必需化的首要步骤

我们认为，可选消费有潜力变成必选消费，进而实现消费从“零”到“壹”的蜕变，而消费需求产生了，才有可能扩散为更强的消费动力，从“壹”向“无限”迈进。基于此，我们看好出境游、免税、化妆品及中端酒店餐饮初次消费升级进程，同时，我们关注新零售发展历程中供需两端蜕变过程。

● 社会服务: 可选消费的黄金时代悄然来临

出境游方面，一年一次的出境游并不会对家庭产生过多的经济压力，并且国际航线正逐渐下沉到三线以下城市，便捷的交通对旅游驱动力巨大，更为重要的是，社交平台为出境游带来了极佳的营销模式。免税方面，我们关注“旅游+政策+零售”，在这其中，旅游或者零售模式的转变，都能够为免税带来隶属于“壹”的消费者，而政策则决定了“壹”能够向“无限”走多远。化妆品方面，低线城市、男性和中老年人逐渐开始使用化妆品，而已经养成化妆习惯的消费者正在尝试更多产品类型，“零”到“壹”到“无限”的道路畅通无阻。酒店和餐饮方面，我们关注的是中端消费的崛起，布局中端酒店成为供给端的共识，而需求端也有更多的客户选择消费升级，餐饮方面的中端消费逐渐增加，餐饮服务、餐厅环境以及餐食品质都成为顾客关注的重点。

● 新零售: 供给侧数字化改革的大幕已经拉开

过去几年，新零售需求侧的数字化改革基本完成，消费者已经接受并使用手机终端进行线上线下消费，类似的消费习惯将在不久覆盖全国各区域。但面对频发的食品安全、山寨假货等问题，未来新零售将在供给侧完成数字化改革，以更透明的态势面对消费者，保证产品质量，连接供需双方。新零售供给侧的改革将从“零”开始，但未来的征途必将为星辰大海。

● 风险提示: 消费政策落地不及预期，新零售供给侧数字化改革进程不及预期。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (12.12)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
300178	腾邦国际	55.30	8.97	0.46	0.62	0.78	19.50	14.47	11.50	增持
603605	珀莱雅	91.04	45.27	1.00	1.35	1.84	45.27	33.53	24.60	增持
600754	锦江股份	221.09	23.08	0.92	1.18	1.46	25.09	19.56	15.81	增持
601888	中国国旅	1,196.87	61.30	1.30	1.86	2.45	47.15	32.96	25.02	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

内容目录

1、 2019 年核心观点:从“零”到“壹”，才能从“壹”到“无限”	5
2、 2018 年回顾:新常态引领经济转型，“零”起点延伸更多可能	7
2.1 短期经济波动为消费市场带来更多不确定性，关注区域消费“零”起点	7
2.2 2018 年行情回顾:什么样的消费受到市场关注?	11
3、 社会服务:可选消费开启从“零”向“壹”的跨越历程	15
3.1 出境游:“零”到“壹”的跨越触手可及	15
3.2 免税:“旅游+政策+X”缺一不可	18
3.3 化妆品:化妆品消费黄金时代已经来临	21
3.4 酒店餐饮:中端消费渐露端倪	24
4、 2019 年重点关注:新零售的供给侧改革	30
4.1 线上零售遭遇天花板，新零售成未来发展趋势	30
4.1.1 智能手机与移动支付普及，为线上线下业务打通提供基础	31
4.1.2 线上零售遭遇天花板，线上线下结合为大势所趋	32
4.1.3 便利化生活+消费升级促使新零售蓬勃发展	32
4.2 新零售需求侧变革已基本完成，供给侧改革仍颇具潜力	34
4.2.1 零售行业需求端集中度逐渐提高，上游供应端仍较为分散	34
4.2.2 需求侧数字化已基本完成，供给侧数字化势在必行	36
4.2.3 传统零售企业拥抱变革，互联网企业中台赋能，供给侧改革渐入佳境	37
5、 重点覆盖标的详情	42

图表目录

图 1: 2017 年 GDP 增速 6.9%	7
图 2: 预计 2018 年社会消费品零售总额增速低于 10%	8
图 3: 2013 年以后乡村社零总额增速快于城镇	8
图 4: 农村家庭人均消费水平增速快于城镇家庭	9
图 5: 2017 年各省及直辖市城镇居民消费支出增速	9
图 6: 2017 年各省及直辖市农村居民消费支出增速	10
图 7: 2017 年各省及直辖市 GDP 增速	10
图 8: 2018 年前十一个月商贸零售&社会服务行业涨跌幅(中信行业分类,总市值加权平均)	11
图 9: 2018 年前十一个月零售&社服板块涨跌幅	11
图 10: 零售&社服估值持续回调(截止 12 月 7 日,历史 TTM 整体法、剔除负值)	12
图 11: 一级行业估值情况(截止 12 月 7 日,历史 TTM 整体法、剔除负值)	12
图 12: 零售&社服各子行业估值(截止 12 月 7 日,历史 TTM 整体法、剔除负值)	13
图 13: 社服行业 2018 前三季度营收增速 25.25%	13
图 14: 社服行业 2018 前三季度净利润增速 24.35%	13
图 15: 零售行业 2018 前三季度营收增速 9.13%	14
图 16: 零售行业 2018 前三季度净利润增速 51.04%	14
图 17: 2018 年国际航线客运量同比增长明显回暖	15
图 18: 出境游人数增长较快	15
图 19: 跟团游人数有所提升	15

图 20: 日本出境人数同比增长 vs 日本 GDP 增速	16
图 21: 韩国出境人数同比增长 vs 韩国 GDP 增速	16
图 22: 中国出境人数同比增长 vs 中国 GDP 增速	17
图 23: 国际航线数量保持较快增长	17
图 24: 腾邦国际前三季度归母净利增速 37.32%	18
图 25: 腾邦国际 2018Q3 归母净利增速 29.72%	18
图 26: 海南接待游客人数快速增加	19
图 27: 海南旅游收入快速上涨	19
图 28: 2018 年进口免税品金额增长较快	20
图 29: 中国国旅前三季度营收增速 64.39%	20
图 30: 中国国旅前三季度净利润增速 41.79%	20
图 31: 中国化妆品市场持续快速增长	21
图 32: 化妆品进口额快速增长	21
图 33: 中国高端化妆品增速显著快于大众化妆品	22
图 34: 2018 年化妆品进口额增长较快	22
图 35: 2017 年我国化妆品行业主要增长动力来自护肤品和彩妆	22
图 36: 2017 年超 8 亿人月均可支配收入不足 2000 元	23
图 37: 中国化妆品人均消费额偏低 (2017 年)	23
图 38: 珀莱雅前三季度营收增速 28.58%	24
图 39: 珀莱雅前三季度净利润增速 44.57%	24
图 40: 2018 年锦江 ADR 稳定提升	25
图 41: 2018 年锦江 OCC 不及去年	25
图 42: 2018 年锦江 RevPAR 主要由 ADR 提高驱动	25
图 43: 2018 年华住 ADR 快速上涨	25
图 44: 2018 年华住 OCC 下降明显	25
图 45: 2018 年华住 RevPAR 为近年来最高	26
图 46: 2018 年全国餐饮收入将在 4 万亿以上	26
图 47: 火锅是中式正餐最受欢迎细分品类 (2017 年数据)	27
图 48: 消费者选择餐厅会着重考量就餐环境	28
图 49: 新生代消费者乐于尝试新鲜餐厅	28
图 50: 锦江股份前三季度归母净利增速 22.51%	29
图 51: 首旅如家前三季度归母净利增速 45.62%	29
图 52: 阿里和腾讯新零售布局	30
图 53: 智能手机市场占有率已达高点	31
图 54: 手机网购用户近两年来提升迅速	31
图 55: 2017 年 10 月支付宝与微信两大第三方支付平台渗透率接近 90%	32
图 56: 线上消费增速趋缓, 线下消费增长保持稳定慢速增长	32
图 57: 2010 年来餐饮行业受到互联网的渗透而渐趋多元化与便利化	33
图 58: 最终消费对 GDP 当季同比的拉动与社零消费增速趋势相反	34
图 59: 前十大实体零售企业市场份额 (2018.11)	35
图 60: 中国主要零售企业市场集中度	35
图 61: 2016 年我国规模农业经营户占比低, 行业分散性强	35
图 62: 中国互联网用户规模及渗透率	36
图 63: 中国网购用户规模及其增速	36
图 64: 中国主要电商平台市场份额 (2018.04)	36
图 65: 中国主要生活服务型电商市场份额	36
图 66: 新零售供给侧变革展望: 实现逆向生产	37
图 67: 新零售对供应链的重构	38
图 68: 盒马鲜生新零售供应链架构	38
图 69: 腾讯新零售布局	39

图 70: 永辉超市旗下新零售布局-超级物种.....	39
图 71: 小象生鲜目前在北京与无锡各有两家店.....	40
图 72: 美团旗下快驴进货布局 B2B 采购配送服务.....	40
图 73: 传统供应链模式与 C2M 供应链模式对比.....	40
图 74: 可心柔纸巾 28 包售价 29.9.....	41
图 75: 可心柔纸巾成本结构简单.....	41
表 1: 国家出台相关政策引导境外消费回流.....	19
表 2: 中国化妆品市场集中度低, 且主要市场份额由国外公司占据 (2017 年)	23
表 3: 连锁火锅餐厅客单价普遍在 100 元以上.....	27
表 4: 重点覆盖标的.....	42

1、2019 年核心观点:从“零”到“壹”，才能从“壹”到“无限”

消费伴随着从无到有，从有到偶尔，从偶尔到经常，从经常到日常的过程，2019 年我们将筛选部分可选消费类别，囊括商贸零售和社会服务板块的多个子行业。我们认为，可选消费有潜力变成必选消费，进而实现消费从“零”到“壹”的蜕变，而消费需求产生了，才有可能扩散为更强的消费动力，从“壹”向“无限”迈进。于是，我们要关注的问题是，哪些消费可能是“零”，哪些消费能从“壹”到“无限”？

1) 出境游。出境游对国民而言绝不是遥不可及的消费，港澳台、泰国越南柬埔寨等目的地单人 3,000 元的消费即可触及，对于国内各地的居民而言都是可以规划并参与行程的，同时一年一次的出境游并不会对家庭产生过多的经济压力。此外，国际航线正逐渐下沉到三线以下城市，不用到北上广深即可直飞出境，便捷的交通对旅游驱动力巨大。更为重要的是，我们注意到社交平台对出境游目的地的宣传效果，无论是朋友圈亦或是商家广告，社交平台对消费的驱动力传统广告渠道已经无法比拟。对此，我们关注出境游从“零”到“壹”的演变，新增消费为后续更多出境目的地提供无限可能。

2) 免税。既然提及了出境，就不得不讲与旅游全过程密切相关的免税。我们看免税主要关注三点：一是旅游，包括出境游和海南旅游的繁盛带来消费人次能够增加多少；二是政策放开是否能为免税业充能；三是零售模式的转变能为免税带来多少利好或者是利空，包括跨境电商、阿里与中免的合作等等。以上三点的正反两面决定了我国免税业的高度和广度。在这其中，旅游、零售模式的转变，都能够为免税带来隶属于“壹”的消费者，而政策则决定了“壹”能够向“无限”走多远。

3) 化妆品。很有意思的是，如果眼光放的足够长，国人用化妆品并不是从“零”到“壹”，而是从“无限”到“零”，再从“零”起步，并且建国后相当长的时间，率先使用化妆品的人都在“壹”这个层次原地踏步，直到最近二十年国际品牌大举进入中国，“无限”才变为可能。所以，对于化妆品，从“零”到“壹”到“无限”的路途畅通无阻，我们关注的是这条路上的“车型”、“车流量”以及“限速”是多少。

4) 酒店及餐饮。大部分消费者对酒店和餐饮都已完成了“零”到“壹”的转变，但对于中端酒店的消费，很多人还处于“零”这个层次。我们注意到国内酒店正大举布局中端酒店，提价预计将贯穿 2018 全年，未来许多人将逐渐完成中端酒店从“零”到“壹”的消费蜕变。

此外，2018 下半年我们一直在研究零售平台，尤其是近期上市的美团点评和拼多多。不可否认的是，线上的零售已经下沉至低线城市，甚至覆盖了中老年人的手机终端，我们看到零售需求侧翻天覆地的变化，无数消费者在社交平台的推动下完成了从“零”到“壹”的转变，并且，这种依托社交而达成的转变要比当初淘宝、京东扩客之初更快、更广、更有效。在此基础上，新零售有了更多想象的空间，我们看到即时配送、手机支付、大数据、人工智能、无人零售等多个新鲜词冒出

来，但我们也看到食品安全、山寨假货等多个零售供给侧老生常谈的问题不断浮现。2019年，我们不仅关注新零售从“零”到“壹”的过程，当然这种过程在现在看来变得“易如反掌”，甚至向“无限”进发的路，对网上购物习惯的养成，或者是手机购物后线下即时配送的尝试都已经变得稀松平常，但同时我们在关注新零售供给侧的变化，尤其是数字化赋能新零售供给端。当在将相关商品和服务提供给终端消费者的同时，如果能将产品的生产全过程同时提供给消费者，那么这样的新零售态势，将最能引领外来发展的潮流。

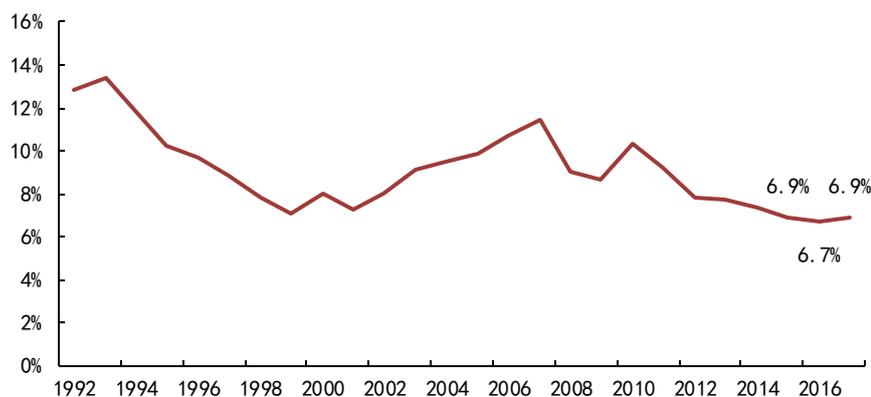
2、2018 年回顾：新常态引领经济转型，“零”起点延伸更多可能

2018 年中期策略，我们提出在消费转型压力下关注“可选消费”中的“必选消费”，建议着重关注免税、化妆品、出境游和商旅住宿为主的有限服务型酒店。就上述各板块的龙头个股而言，在大盘表现不佳的情况下，7 月至 11 月 5 个月的时间内，珀莱雅跌幅-2.13%，抗跌性较强；中国国旅跌幅-14.28%，受海南自贸区政策影响较大，但随着统一海南免税市场，以及多家市内免税店相继落地，未来仍具上升空间。出境游和酒店受制于宏观经济波动，2018H2 表现不佳，估值回落至相对合理区间。回顾 2018 全年，我们经历了国内经济的短期波动，通过回顾近几年宏观和 A 股市场的表现，我们意在发掘可选消费潜在的投资机会，从而寻找那些具有从“零”到“壹”跨越潜力的板块。

2.1 短期经济波动为消费市场带来更多不确定性，关注区域消费“零”起点

回顾近几年中国的宏观经济发展，似乎已经脱离了快速增长的黄金时代，但迎接我们的却是新常态，一个更加注重品质的铂金年代。不过，阵痛总是无法避免的：2017GDP 增速为 6.9%，自 2015 年来 GDP 增速始终处在 7%以下。

图 1：2017 年 GDP 增速 6.9%



数据来源：Wind，财通证券研究所

而从与消费关系密切的社会消费品零售总额增速来看，2018 年 1-10 月社零总额同比增速为 9.2%，预计全年将会低于两位数的增长。虽然消费总体承压，但我们也看到了部分行业的闪光点，例如化妆品类限额以上单位商品零售额 1-10 月同比增长 11.4%。如果商品或者服务在经历从“零”到“壹”的演变，那么其自身将会具有穿越经济周期的能力。

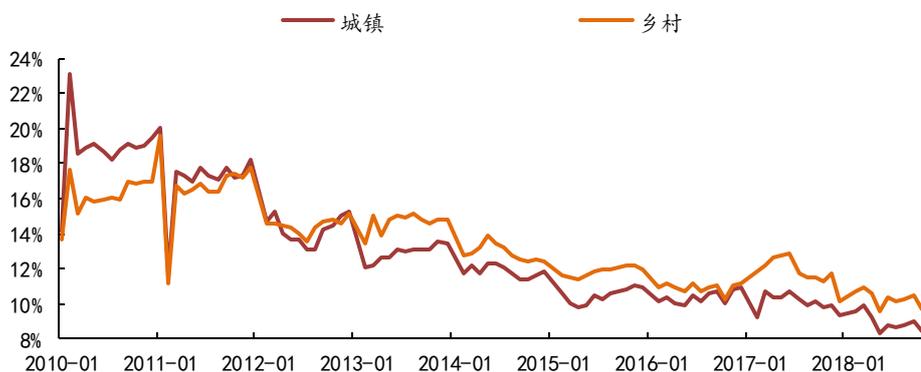
图2：预计2018年社会消费品零售总额增速低于10%



数据来源：Wind，财通证券研究所

同时，我们也发现，乡村零售市场的发展潜力仍旧较大，自从2013年开始乡村社零总额增速始终快于城镇，即便2017年年中乡村社零总额经历过几个月的较快增长阶段，基数提高的前提下今年年中的同比增长仍旧保持两位数。随着基本消费在乡村的饱和度日渐见顶，可选消费进入乡村市场将成为大趋势。

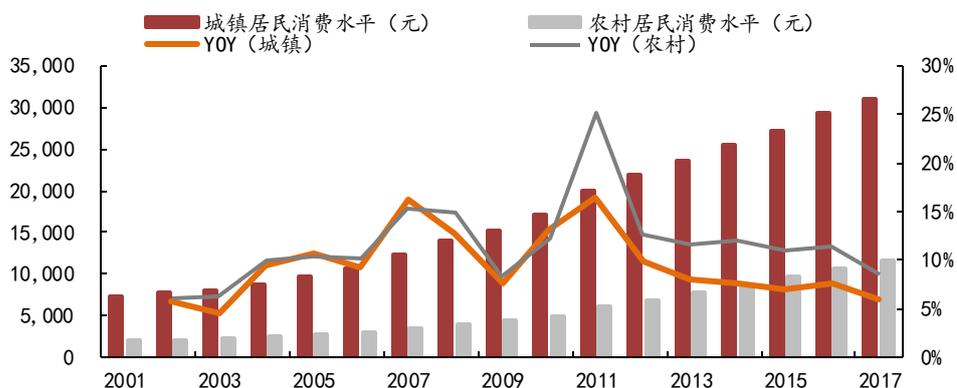
图3：2013年以后乡村社零总额增速快于城镇



数据来源：Wind，财通证券研究所

进一步来看，我们聚焦农村家庭的人均消费水平，这一指标在2017年已经突破万元，并且从2011年开始，农村家庭的消费水平增速始终快于城镇家庭。城镇家庭消费水平突破万元是在2006年，那一年网购刚刚开始起步，京东、拼多多尚未出现，线下消费是主流。而如今网购对于全国大多数人而言都不再是陌生词汇，网络、交通的发展使得地理不再成为购物的障碍。我们可以将万元看做家庭基本消费的门槛，如果跨过这个门槛，在社交、网购平台等多类型的因素促进下，可选消费的需求存在很大的上升空间，并且上升的幅度将高于基本消费需求带来的增量。

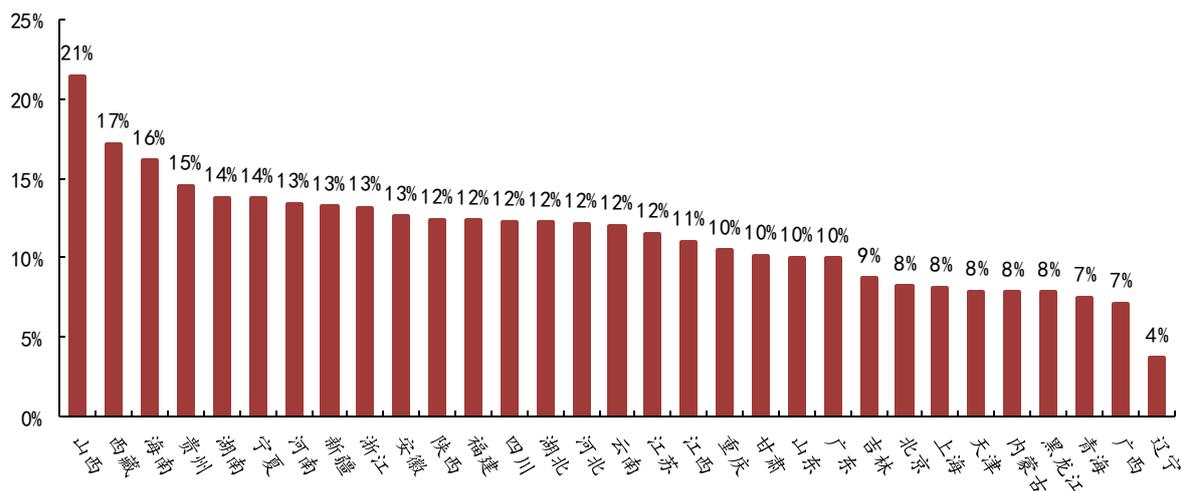
图4：农村家庭人均消费水平增速快于城镇家庭



数据来源：Wind，财通证券研究所

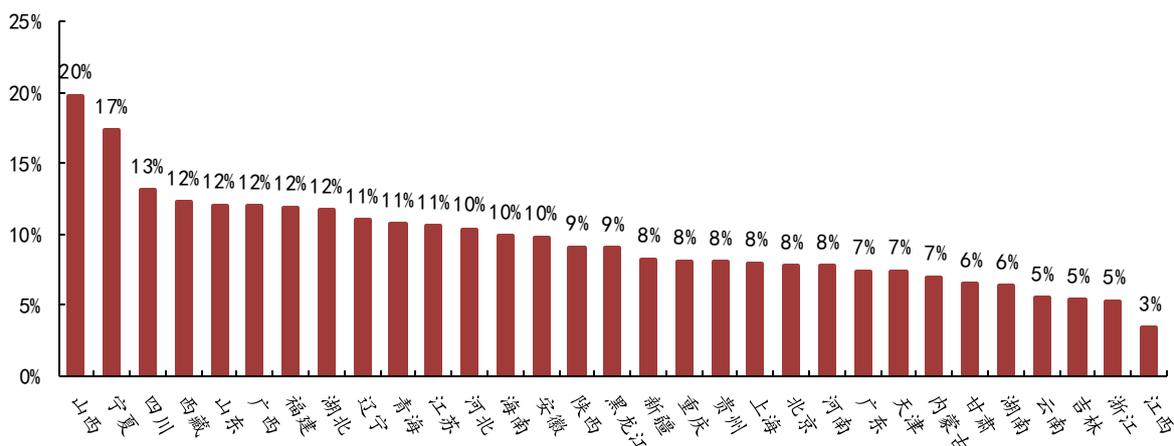
接下来我们关注的是近几年各省及直辖市居民的消费支出增速。从2017年城镇居民消费支出增速来看，山西、西藏、海南、贵州及湖南在31个省及直辖市中排名前五；农村居民消费支出增速中，山西、宁夏、四川、西藏和山东排在前列。可以看出，中西部省份或直辖市的居民消费增速要明显快于东部沿海区域。同时，对于消费支出快速增长的区域而言，我们认为基本消费带来的增量不及消费升级引致的可选消费带来的增量明显，换言之，我们认为可选消费对消费支出数据的拉升要远高于基本消费的效用，而在这方面，中西部省份是核心力量。

图5：2017年各省及直辖市城镇居民消费支出增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

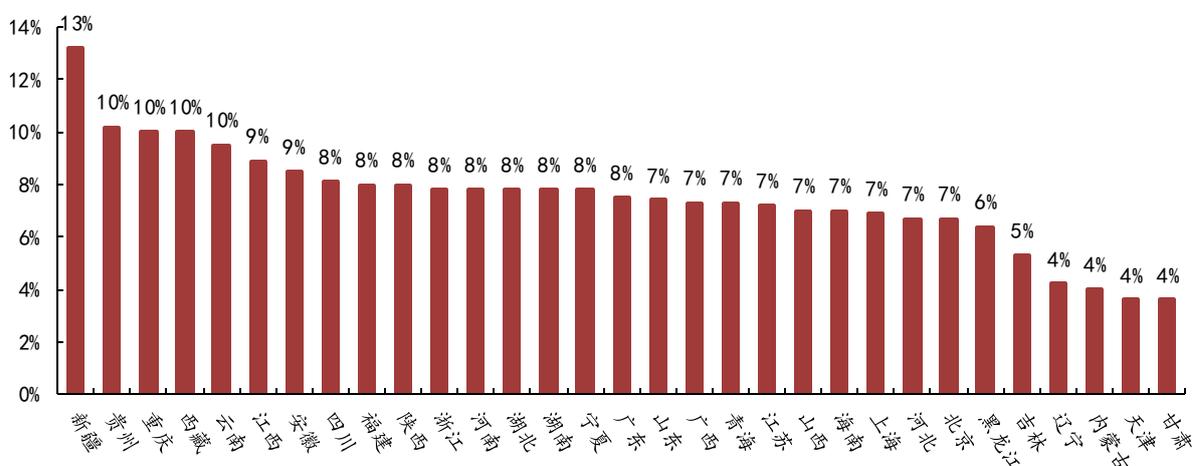
图6：2017年各省及直辖市农村居民消费支出增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

从2017年各省及直辖市的GDP增速来看，中西部省及直辖市经济增速明显快于沿海发达地区，其中新疆、贵州、重庆、西藏、云南GDP增速均在10%以上。结合上文对于不同区域居民消费情况的判断，我们认为未来几年中西部新增可选消费在供给和需求端的将迎来增长机遇。

图7：2017年各省及直辖市GDP增速



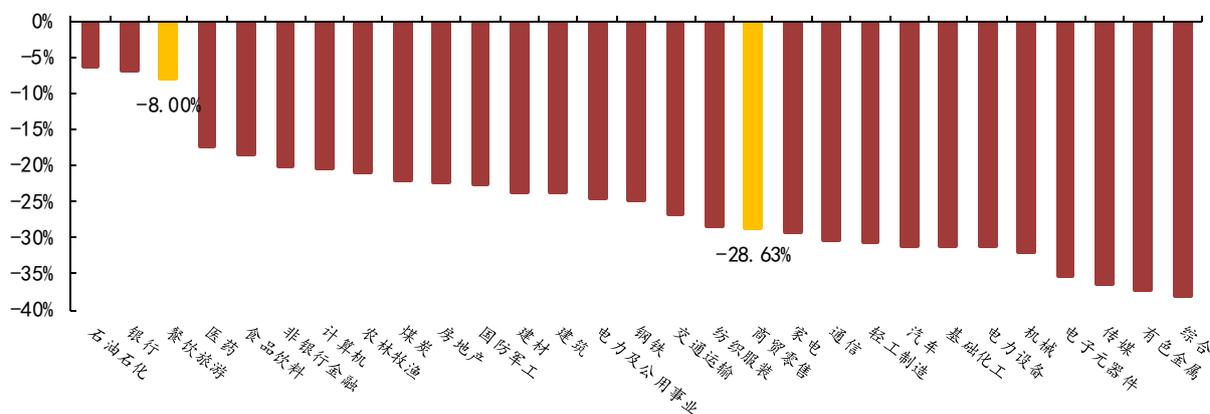
数据来源：Wind，财通证券研究所

综上所述，在过去的几年里我们体会到了经济换挡带来的消费压力，新常态下的铂金年代，阵痛不可避免。但我们也发现，农村和中西部大部分区域正处在可选消费“零”起点阶段，基本消费带来的增量无法驱动支出保持快速增长的情况下，消费升级带来的可选消费增量，也即从“零”跨越到“壹”的过程，将构成未来中国宏观经济的重要驱动力。

2.2 2018 年行情回顾：什么样的消费受到市场关注？

2018 年前十一个月，以总市值加权平均计算，CS 餐饮旅游&商贸零售行业涨跌幅分别为-8.00%和-28.63%，位居 29 个一级行业第三位和第十八位，同期上证综指涨跌幅-17.67%，沪深 300 涨跌幅-16.42%，创业板涨跌幅-27.87%。

图8：2018年前十一个月商贸零售&社会服务行业涨跌幅（中信行业分类，总市值加权平均）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

个股方面，从 2018 年前十一个月的表现来看，国产化妆品龙头珀莱雅(+46.27%)涨幅居首，大连圣亚(+42.17%)、汇嘉时代(+34.88%)、以及今年的新股爱婴室(+31.62%)涨幅在 30%以上。南京新百(-72.82%)、金洲慈航(-61.71%)、金一文化(-61.54%)表现不佳。

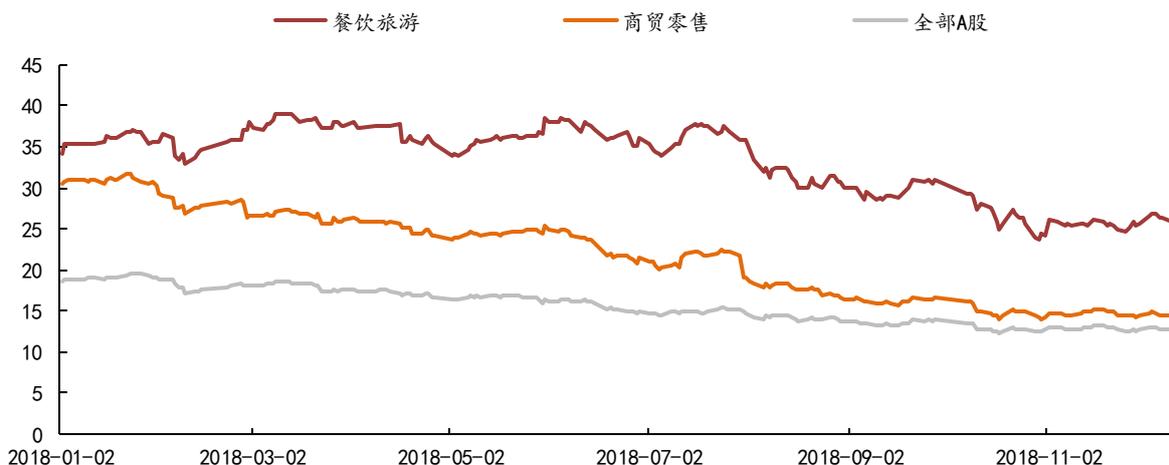
图9：2018年前十一个月零售&社服板块涨跌幅

代码	简称	涨跌幅	代码	简称	涨跌幅
603605.SH	珀莱雅	46.27%	600682.SH	南京新百	-72.82%
600593.SH	大连圣亚	42.17%	000587.SZ	金洲慈航	-61.71%
603101.SH	汇嘉时代	34.88%	002721.SZ	金一文化	-61.54%
603214.SH	爱婴室	31.62%	002251.SZ	步步高	-55.76%
601888.SH	中国国旅	28.23%	600122.SH	宏图高科	-55.43%
603043.SH	广州酒家	26.93%	603900.SH	莱绅通灵	-54.80%
600729.SH	重庆百货	21.91%	002345.SZ	潮宏基	-54.57%
300413.SZ	芒果超媒	18.90%	600280.SH	中央商场	-52.93%
300144.SZ	宋城演艺	18.53%	600749.SH	*ST藏旅	-51.75%
300740.SZ	御家汇	14.88%	600086.SH	东方金钰	-50.42%

数据来源：财通证券研究所

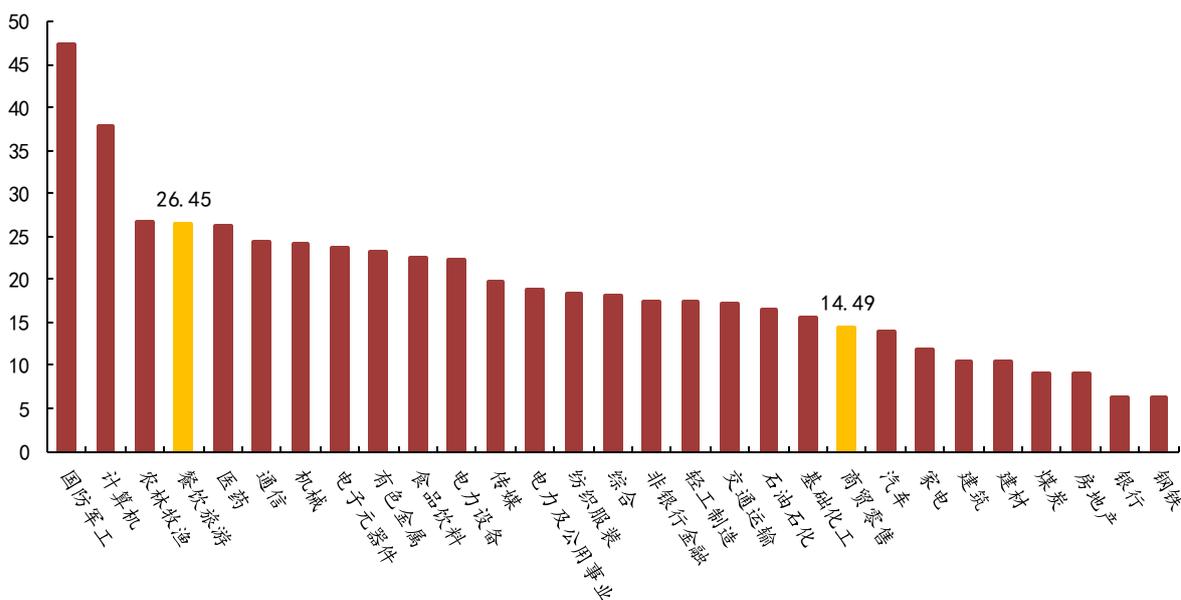
估值方面，2018 年前十一个月，CS 商贸零售估值回落至 14 倍左右，CS 餐饮旅游估值回落至 26 倍左右，板块 PE 已经降至相对较低水平，投资机会逐渐显现。而从全部一级行业的估值情况来看，截止 12 月 7 日，CS 餐饮旅游估值为 26.45 倍，CS 商贸零售估值为 14.49 倍。

图10：零售&社服估值持续回调（截止12月7日，历史TTM整体法、剔除负值）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

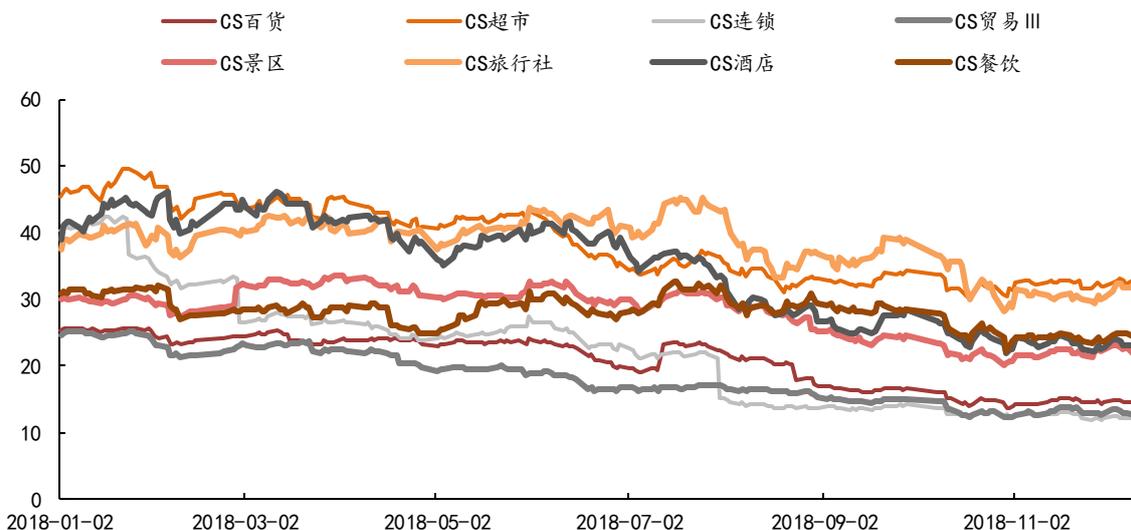
图11：一级行业估值情况（截止12月7日，历史TTM整体法、剔除负值）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

分行业来看，可以发现连锁及酒店板块今年以来估值回调最为明显，其次是旅行社和超市板块也出现明显回调。总体来看，我们可以发现今年以来与宏观经济联系密切的消费子版块都出现了较大幅度的估值回落，倘若相关个股全年业绩仍然保持靓丽的话，较低的估值将会带来新的投资机会，建议关注上述板块中的龙头公司。

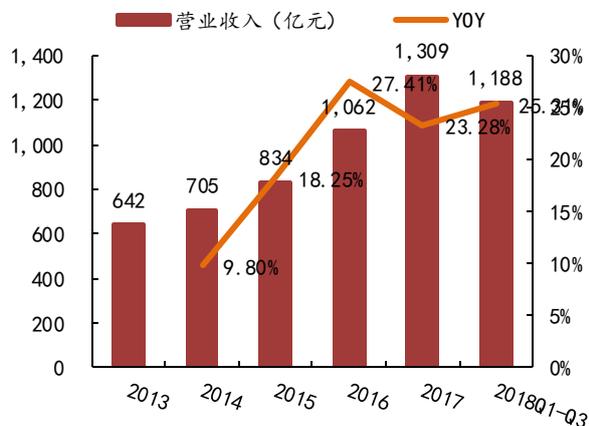
图12：零售&社服各子行业估值（截止12月7日，历史TTM整体法、剔除负值）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

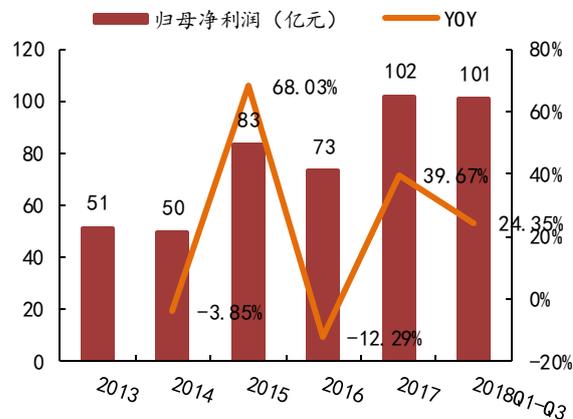
从三季报的业绩来看，社服板块覆盖的公司实现营收1,188亿元（+25.25%），实现归母净利润101亿元（+24.35%），总体保持了较快上涨。其中，中国国旅免税业务表现靓丽，带动板块营收和净利实现较快上涨。

图13：社服行业2018前三季度营收增速25.25%



数据来源：Wind, 财通证券研究所

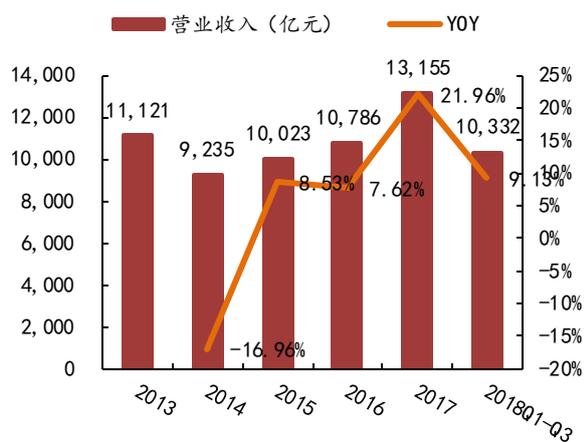
图14：社服行业2018前三季度净利润增速



数据来源：Wind, 财通证券研究所

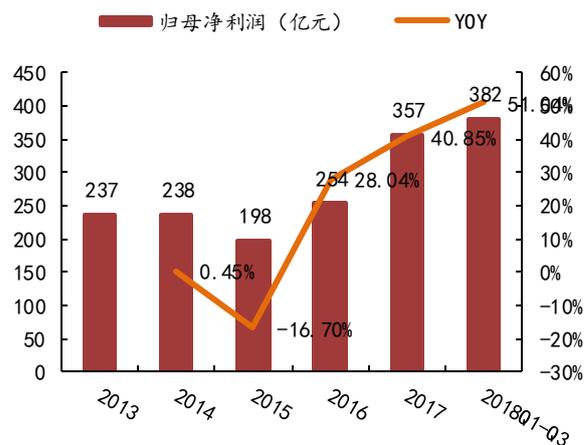
而零售行业的前三季度业绩同样优秀，覆盖的公司实现营业收入10,332亿元（+9.13%），实现归母净利润382亿元（+51.04%）。综合社服和零售两板块业绩来看，我们预计全年利润仍会保持快速增长，在相对低的估值水平下，看好未来股价表现。

图15：零售行业2018前三季度营收增速9.13%



数据来源：Wind，财通证券研究所

图16：零售行业2018前三季度净利润增速51.04%



数据来源：Wind，财通证券研究所

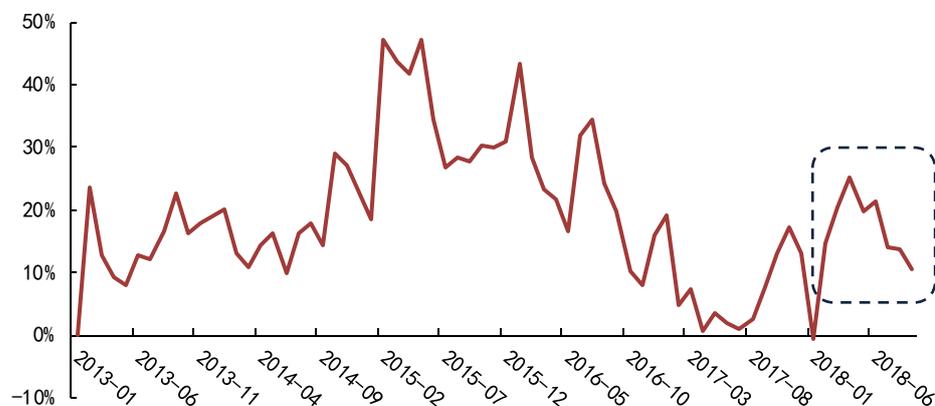
3、 社会服务：可选消费开启从“零”向“壹”的跨越历程

我们在年中策略提出建议关注现代服务可选消费中具有必选属性的消费，结合前文消费升级由东部沿海发达地区向中西部及农村地区转移，可选消费的需求有望进一步扩大，从“零”到“壹”的蜕变利好出境游、免税及化妆品板块。

3.1 出境游：“零”到“壹”的跨越触手可及

在出境游市场，国际航线客运量2018年相较2017年有明显回暖趋势，表明出境游市场逐渐走出去年的颓势。今年来看，世界杯带动了俄罗斯及东欧国家旅游市场，日本逐渐成周边国家热门出境游目的地，韩国游缓慢复苏，而港澳台及东南亚旅游由于较近的地理距离最有可能成为出境游初次消费首选。

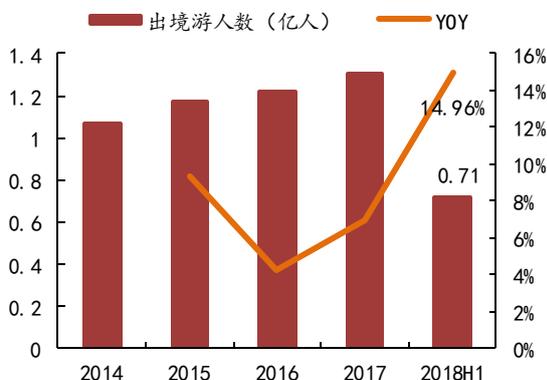
图17：2018年国际航线客运量同比增长明显回暖



数据来源：Wind，财通证券研究所

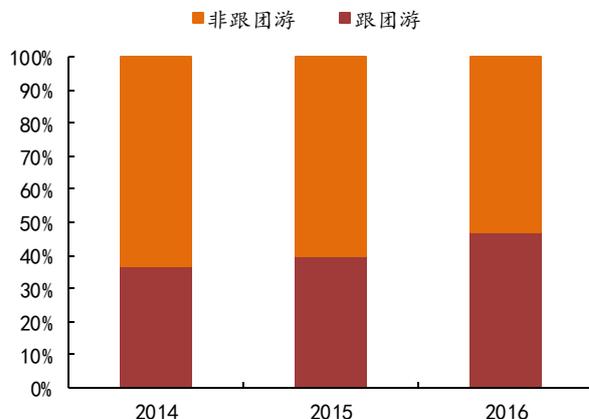
上半年出境游人数来看，增长仍保持较快速度，而从是否跟团出境游来看，近年来选择跟团出境游的游客有所提高。未来随着欧美及中东等远距离出境游兴起，跟团游的市场仍有较大上升空间。

图18：出境游人数增长较快



数据来源：CEIC，财通证券研究所

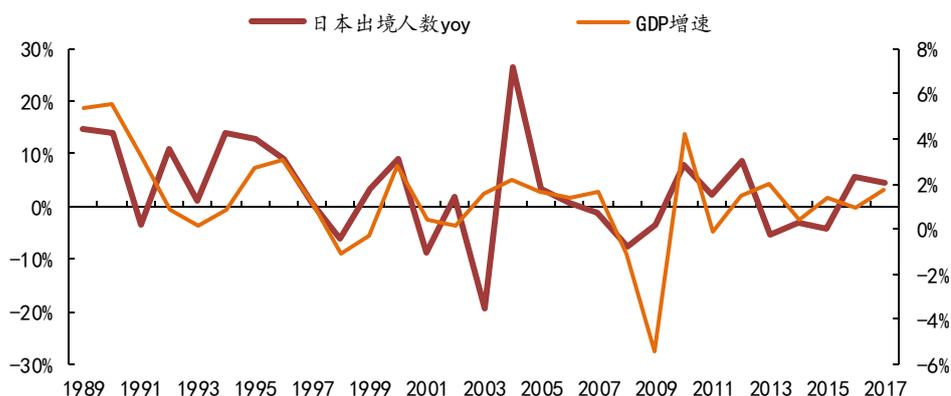
图19：跟团游人数有所提升



数据来源：CEIC，财通证券研究所

而从宏观经济与出境游的关系来看，我们研究了近 30 年间日本、韩国出境人数增速与 GDP 增速之间的关系。以日本为例，除了 21 世纪前十年间出境人数和 GDP 增速有较大程度背离外，其余大部分时间内日本出境人数增速或者滞后 GDP 增速一年，或者同步变动。而从韩国来看，这种同步变动的趋势更为明显。我们认为，这种趋势原因是居民收入提高后，通常会率先规划下一季或者下一年的出境游计划，可选消费支出与 GDP 增速表现出了较强的相关性。

图20：日本出境人数同比增长vs日本GDP增速



数据来源：日本旅游局，财通证券研究所

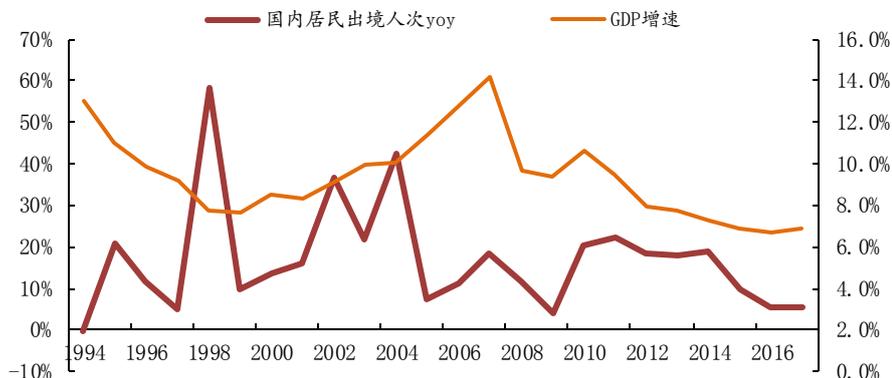
图21：韩国出境人数同比增长vs韩国GDP增速



数据来源：韩国旅游发展局，财通证券研究所

从国内居民出境人数增速与 GDP 增速的关系来看，25 年的时间内，同样的趋势明显体现在 2005 年以后。合理的解释是出境游作为可选消费，通常要在必选消费得到基本满足后才会涉及，2005 年左右是中国出境游市场的分水岭，在那之后，出境人数增速渐渐和宏观经济挂钩，这意味着有更多的人在有足够的收入之后，开始选择出境游消费。并且，参照日韩的经验，类似的趋势将持续保持下去。

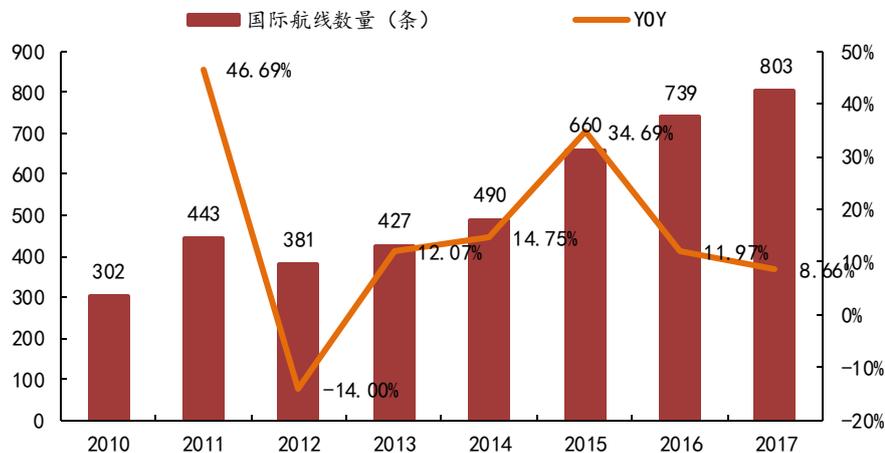
图22：中国出境人数同比增长vs中国GDP增速



数据来源：文旅部，国家统计局，财通证券研究所

出境人数增多，出境游逐渐火热的另一个重要表征在于国际航线数量。从 2012 到 2017 年，我国国际航线数量从 381 条增长至 803 条，已经翻了一倍。这其中除了满足非旅游出境需求外，出境游人数的增长也促使航空公司开通更多的国际航线来解决这块运输。并且，结合前文随团出境游比例上涨来看，航线数量增加使得旅行社有更多的选择布局上游资源，交通之于旅游的重要性已经凸显出来。

图23：国际航线数量保持较快增长



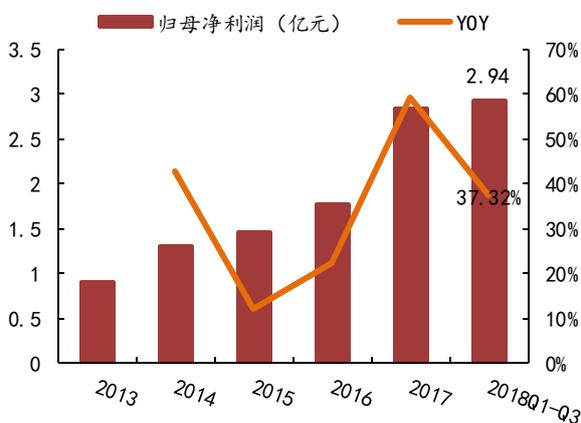
数据来源：Wind，财通证券研究所

我们认为选择出境游目的地通常是根据消费水平呈阶梯型变化，港澳台、东南亚是首选目的地，进阶游包括日韩和太平洋海岛，欧美中东等地由于距离因素，花费较大，一般处于出境游消费的顶层。如果未来更多的三线以下城市开通直飞东南亚国家的航线，那么出境游完成从“零”到“壹”的跨越将触手可及。

标的方面，建议关注腾邦国际，公司今年将开通 20 条包机航线，大部分航班国

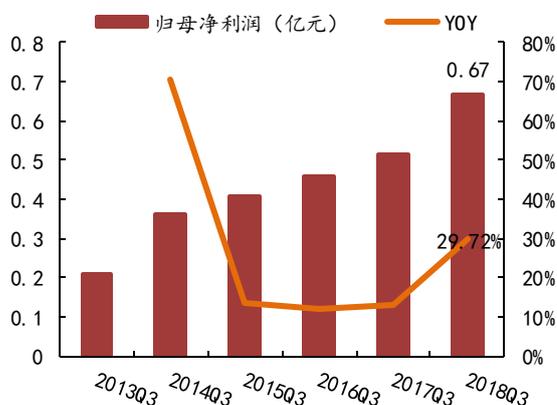
内起降地是二三线城市，布局大交通发展潜力巨大。业绩来看，前三季度实现营收 44.78 亿元(+60.24%)，实现归母净利润 2.94 亿元(+37.31%)，扣非后净利润 2.08 亿元(+41.06%)。未来看点在东南亚市场的新增客源，以及新开航线布局至中西部城市的进程。

图24：腾邦国际前三季度归母净利润增速37.32%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图25：腾邦国际2018Q3归母净利润增速29.72%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2 免税：“旅游+政策+X”缺一不可

免税和旅游关系密切，包括出境游、海南旅游，当然还有部分消费来自商务出境；同时政策对于免税行业的影响巨大，单就 2018 年来看，4 月中央提出海南建设国际旅游消费中心，大力推进旅游消费领域对外开放，10 月海南自贸区方案印发，11 月财政部提高海南离岛旅客免税额度至 3 万元；此外，阿里与中免达成战略合作、电商法落地、跨境电商兴起，这些都构成了 X 因素。因此，对于免税行业而言，“旅游+政策+X”三点深刻影响着行业发展。

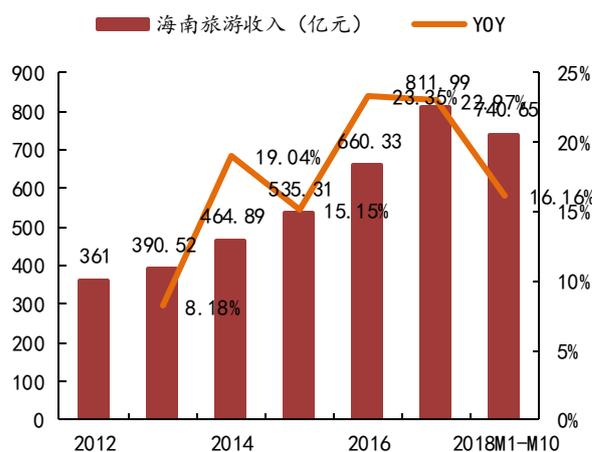
旅游方面来看，中国国旅免税主战场海南，2018 年前十个月接待游客人数 6,041 万人次，同比增长 13.03%，同期海南旅游收入 740.65 亿元，同比上涨 16.16%。更多的人到达海南旅游，意味着更多的人会选择进入免税店购物。我们看海南免税，可以从正反两方面入手，一方面旅游人数增多，推动海南旅游蓬勃发展，更多的消费者完成免税购物从“零”到“壹”的跨越；另一方面，免税其实也有足够的吸引力带动游客前往海南旅游。从这两个层面上来看，海南旅游的推动，同时免税反哺海南观光产业，并有可能依托免税打造更多的休闲娱乐配套设施，这将是未来旅游与免税良性互动的基础。

图26：海南接待游客人数快速增加



数据来源：Wind，财通证券研究所

图27：海南旅游收入快速上涨



数据来源：Wind，财通证券研究所

而在政策层面上，针对消费外流现象，自2015年起国家就出台了一系列促进海外消费回流的政策，境外消费回流国内有望带来千亿规模级别的市场。2016年政府工作报告提出，“降低部分消费品进口关税，增设免税店”，之前导致中国免税店发展与购买力不相符的主要因素就是政策，随着免税业政策逐渐放宽，我国免税产业迎来了高速发展期。

表1：国家出台相关政策引导境外消费回流

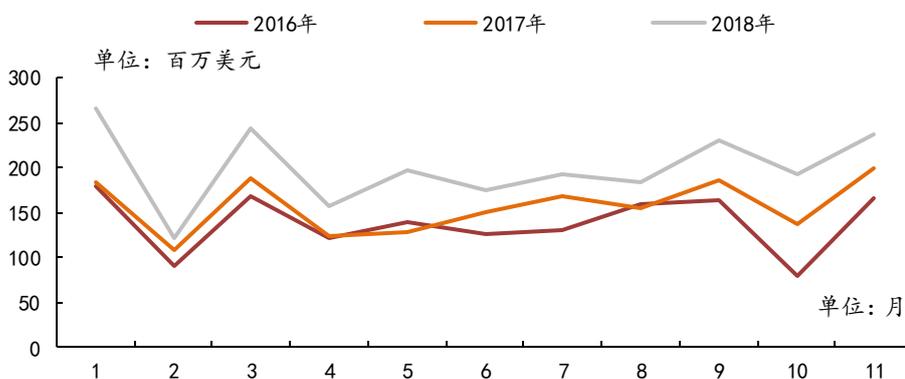
时间	事件
2015年4月	国务院常务会议，部署完善消费品进出口相关政策，丰富国内消费者购物选择
2015年5月	国务院发布《国务院关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》，提出要合理增加一般消费品进口
2015年6月	财政部下调部分服装、鞋靴、护肤品、纸尿裤等日用消费品的进口关税税率，平均降幅超过50%
2015年7月	国务院办公厅印发《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》，提出促进消费回流
2016年1月	财政部再次宣布降低税率相对较高、进口需求弹性较大的箱包、服装、真空保温杯等商品进口关税
2016年2月	同意新增19家口岸进境免税店，印发《口岸进境免税店管理暂行办法》
2016年5月	国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，提出实行积极的进口政策，完善进口贴息政策，将继续降低部分日用消费品关税
2016年10月	降低化妆品消费税，自2016年10月1日起普通化妆品不再征收消费税，高档化妆品消费税税率从30%降至15%
2017年12月	以暂定税率方式降低部分消费品进口关税
2018年4月	为把海南建设成为国际旅游消费中心，国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，随后国家移民管理局公告称海南免签扩大至59个国家并于2018年5月1日期开始实施。
2018年11月	财政部发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，将海南离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到3万元，不限次。

数据来源：国务院、财政部、海关总署、商务部、财通证券研究所

在此基础上，如果旅游和政策面都向好的话，并且没有负面的X因素，我们认为，免税业的发展除了来自于新开店外，更需关注的是初次消费的新增客源。从2018

年进口免税金额来看，增长速度已经步入快车道，供给足够多了，但新店开业并非朝夕之间，反而是“零”免税购物体验着构成全新驱动力，而“壹”次体验之后，“无限”近在眼前。

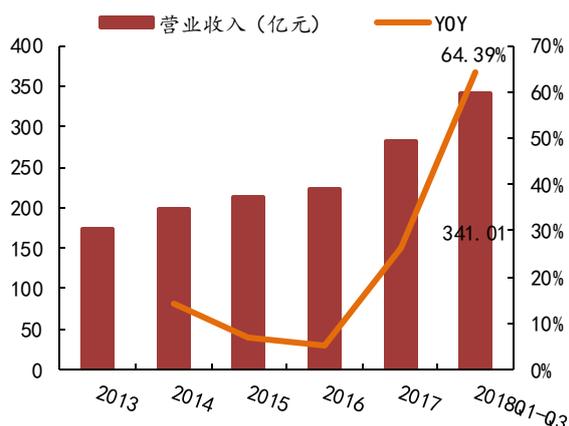
图28：2018年进口免税品金额增长较快



数据来源：CEIC，财通证券研究所

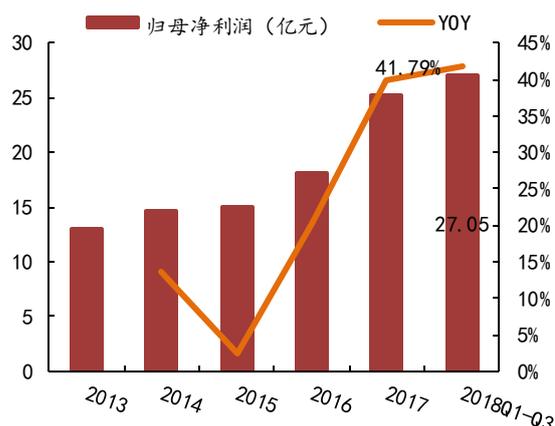
免税首推中国国旅，一统海南免税市场，澳门和上海市内免税店提上日程，引导境外消费回流国内将会是免税市场的主要逻辑。业绩方面，前三季度实现营业收入341.01亿元(+64.39%)，实现归母净利润27.05亿元(+41.79%)，扣非后净利润26.93亿元(+42.50%)，表现优异。静待旅游业盛放，政策持续赋能，X因素不断向好，免税航母扬帆远航。

图29：中国国旅前三季度营收增速64.39%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图30：中国国旅前三季度净利润增速41.79%



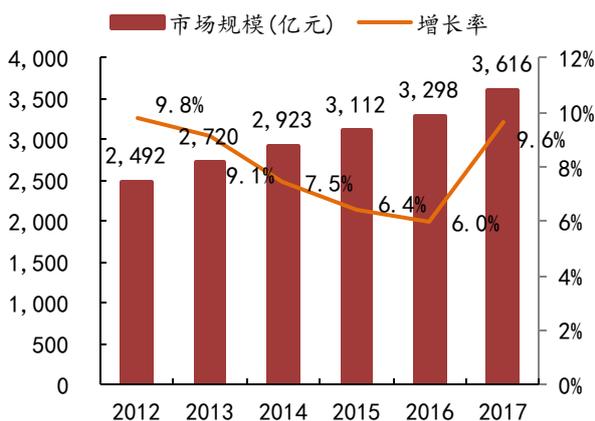
数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3 化妆品：化妆品消费黄金时代已经来临

我们认为，目前化妆品行业从“零”到“壹”到“无限”的路途畅通无阻，值得关注的是这条路上的“车型”、“车流量”以及“限速”。总体来看，基于目前化妆品在中国的低渗透率、与显著的消费升级趋势，我们认为中国化妆品市场正处于较快增长的扩容期，未来市场空间广阔。同时，随着多元化化妆品品类在低线城市的渗透，叠加多种新型营销模式的推广，化妆品市场将渐趋丰富与多元化。但是，考虑到低线城市消费能力有限，一段时间内大众化妆品仍为主流，这为国产化妆品的崛起于发展带来了机会。

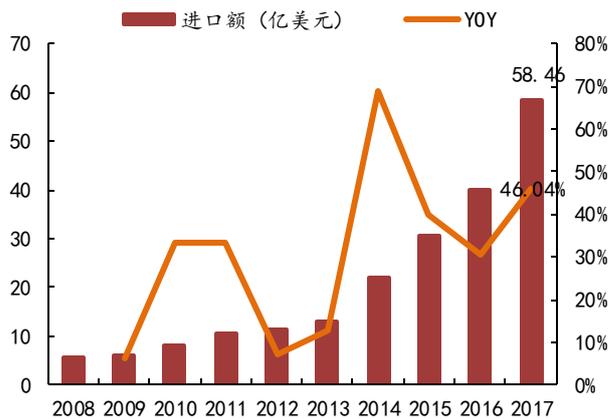
对于“车流量”，中国作为世界第二大化妆品消费国，化妆品消费仍处于快速增长阶段，2017年化妆品市场规模达到3,616亿元，同比增速达到9.6%，6年CAGR高达7.7%。此外，从海关公布的化妆品进口额来看，2017年化妆品进口额高达58.46亿美元，同比增长46.04%。足够多的进口化妆品涌入国内市场，为国内消费者带来了更多的消费选择，也支撑了化妆品行业的快速增长。

图31：中国化妆品市场持续快速增长



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

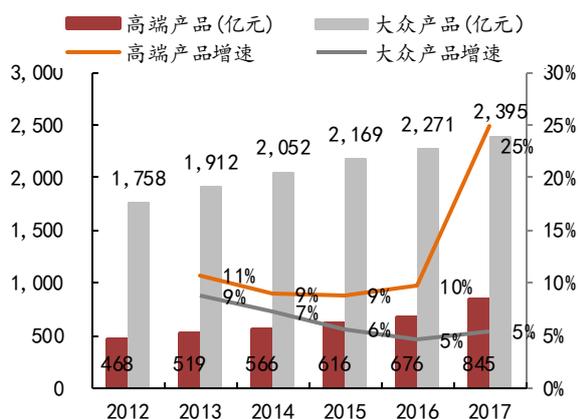
图32：化妆品进口额快速增长



数据来源：CEIC，财通证券研究所

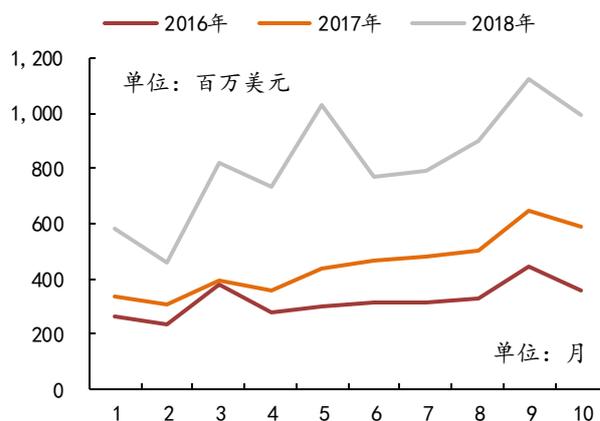
从“车型”上来看，化妆品行业消费升级趋势显著，品类格局也有望随之发生改变，行业黄金时代已然来临。从化妆品档次来看，大众消费类产品占据我国化妆品市场约3/4的市场份额，但近年来高端产品增速较快，占比逐渐提升。2017年高端化妆品增速高达24.95%，而大众市场增速仅为5.46%，消费升级趋势显著。此外，从2018年化妆品进口数据来看，进口额增长更为明显，其中5月和10月进口额都超过了10亿美元，相当于2011年全年的进口额。由于进口化妆品大多以高端产品为主，丰富的产品体验使得消费者的选择更加多样化，这也从侧面反映出化妆品领域的消费升级仍在进行中，行业的黄金时代已经来临。

图33：中国高端化妆品增速显著快于大众化妆



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

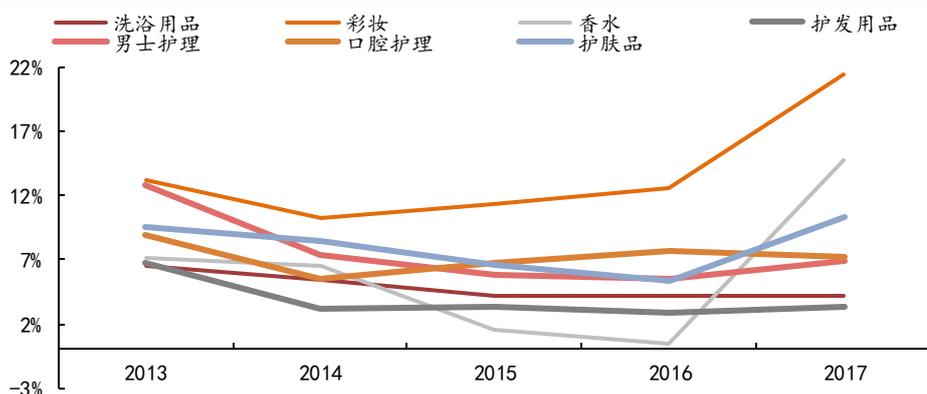
图34：2018年化妆品进口额增长较快



数据来源：CEIC，财通证券研究所

同时，护肤品、彩妆等高阶日化产品成为行业增长的主要动力。究其原因，一方面是消费升级驱动消费者从基础护肤向彩妆等多样化产品进阶。CBNData与天猫美妆发布的《2017中国美妆个护消费趋势报告》通过锁定三年连续购买美妆产品的人群，发现有明显的从基础护肤到基础彩妆到美妆多样化产品的升级趋势。另一方面，电商的普及助力品牌更快铺设销售渠道，优质产品得以迅速推广与销售至各线城市。此外，网络时代营销方式也渐趋多样化，数字营销、KOL推荐等方式深入人心，推动国内“颜值时代”的到来，大众对护肤品、彩妆等需求迅速提升。

图35：2017年我国化妆品行业主要增长动力来自护肤品和彩妆



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

当然，不得不提到的是“限速”，这意味着国人能有多少的消费能力去购买化妆品，而这恰恰是本土化妆品的机遇。目前我国仍有超过8亿人的月人均可支配收入不足2000元，大多数人在“可选消费”上的消费实力十分有限。从人均消费额的角度看，我国化妆品的客单价显著低于世界平均水平，仅约为美国、日本的1/7，

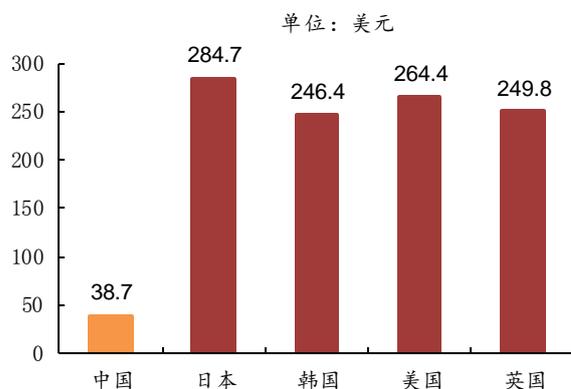
人均化妆品消费能力仍颇为有限，这在短时间内利好较为平价的国产化妆品。

图36：2017年超8亿人月均可支配收入不足2000元



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图37：中国化妆品人均消费额偏低（2017年）



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

竞争格局方面，相比于世界其他化妆品大国，我国化妆品市场集中度较低，且主要市场份额由国际化妆品品牌占据。美国、日本、韩国等化妆品大国中市场份额前三的公司均以本土品牌为主，CR3的市场份额均高于30%，韩国CR3的市场份额甚至超过了50%。而我国市场份额前三的公司分别由美国宝洁、法国欧莱雅与日本资生堂占据，三者市场份额共计21.8%，市场较为分散且本土品牌处于弱势。通过比较欧美、日韩等国的化妆品行业发展史，我们认为中国化妆品行业有望在经历市场整合后催生出本土头部化妆品集团，进而提升本土品牌的市占率，目前较低的市场集中度也为国产化妆品的崛起提供了空间。

表2：中国化妆品市场集中度低，且主要市场份额由国外公司占据（2017年）

国家	市场份额排名	公司名称	公司所属地	市场份额	前三名市场份额占比
美国	1	欧莱雅	法国	12.8%	31.4%
	2	宝洁	美国	10.7%	
	3	雅诗兰黛	美国	7.9%	
日本	1	花王	日本	13.7%	32.4%
	2	资生堂	日本	12.2%	
	3	高丝	日本	6.5%	
韩国	1	爱茉莉太平洋	韩国	24.6%	51.5%
	2	LG生活健康	韩国	23.3%	
	3	宝洁	美国	3.6%	
中国	1	宝洁	美国	10.2%	21.8%
	2	欧莱雅	法国	8.5%	
	3	资生堂	日本	3.1%	

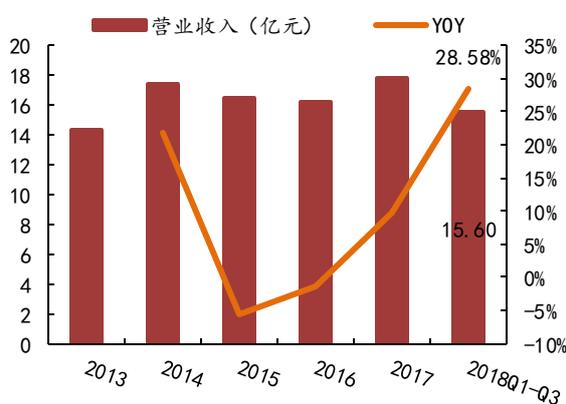
数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

对于国妆而言，需要关注的是三线以下城市的消费升级进程，尤其是中西部区域和农村地区化妆品消费从“零”到“壹”的转变。同时，男性护肤品开始兴起，社交

平台的力量不容小觑。此外，需要率先提及的是，化妆品全行业未来也会走消费者培育，进而高品质产品逐渐替代的过程，也即从“壹”到“无限”，国妆如果想持续稳定发展，从大众化向品牌化最终向高品质化转变势在必行。

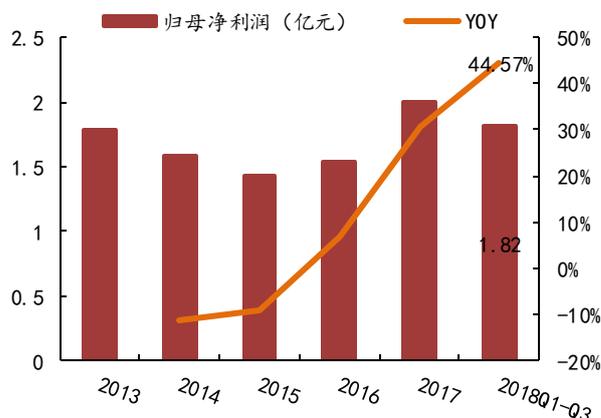
在标的方面，推荐本土化妆品龙头珀莱雅，公司前三季度实现营收 15.60 亿元(+28.58%)，归母净利润 1.82 亿元(+44.57%)，扣非后净利润 1.68 亿元(+49.88%)。公司在拓展低线城市线下渠道布局的基础上，同时注重线上渠道红利，在营销上，线下依托地铁广告、影院包场、冠名综艺等方式，线上借助微博持续制造话题。随着双十一大幕落下，全年业绩可期。

图38：珀莱雅前三季度营收增速28.58%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图39：珀莱雅前三季度净利润增速44.57%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.4 酒店餐饮：中端消费渐露端倪

酒店和餐饮行业我们关注的是中端消费从“零”到“壹”的进程。实际上，无论是酒店还是餐饮，都已经是日常消费必不可少的一部分，其中酒店消费大多伴随着商旅或旅游，餐饮消费多是宴请或聚餐。而我们在这篇报告中关注的是中端消费的崛起。

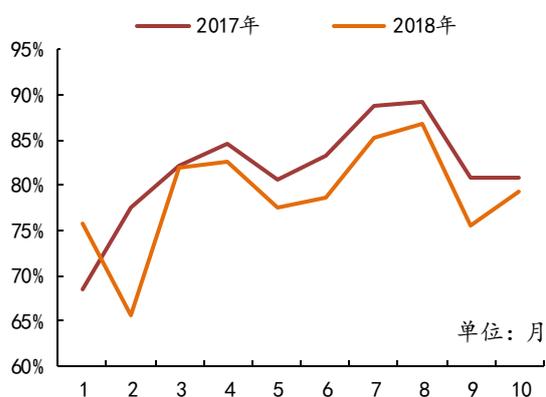
我们挑选了锦江酒店旗下有限服务型酒店和华住集团旗下酒店业务的关键数据，发现中端酒店的消费正逐渐露出端倪，其中最直白的表征来自于价格提升。锦江方面，2018年一直延续提价趋势，这与今年锦江大手笔布局中端酒店的规划密切相关，由于中端酒店价格较经济型酒店要高，除了内生的提价外，部分推动了集团酒店 Adr 的上涨。但由于宏观经济波动，2018年前10个月中有9个月的 Occ 不及去年同期的。然而即便如此，最后从 RevPAR 的数据来看，今年仍要好于去年。同样，对比华住的数据，同样的趋势表现的更为突出。综上，我们认为，2018年中端酒店消费的崛起推动整体酒店业绩向好，如果 Occ 回暖，叠加中端酒店需求端从“零”到“壹”，甚至是习惯养成，酒店的业绩值得期待。

图40：2018年锦江Adr稳定提升



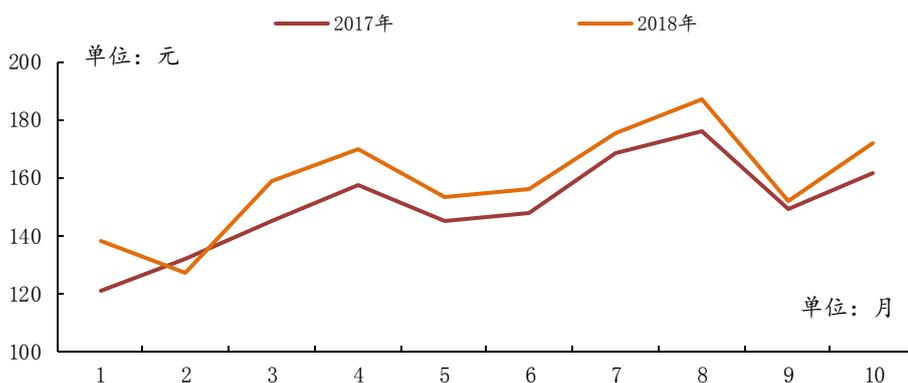
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图41：2018年锦江Occ不及去年



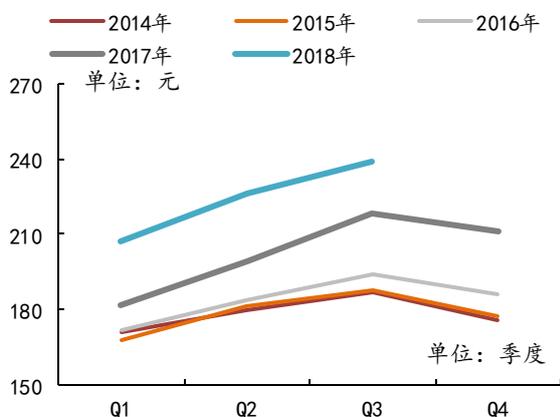
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图42：2018年锦江RevPAR主要由Adr提高驱动



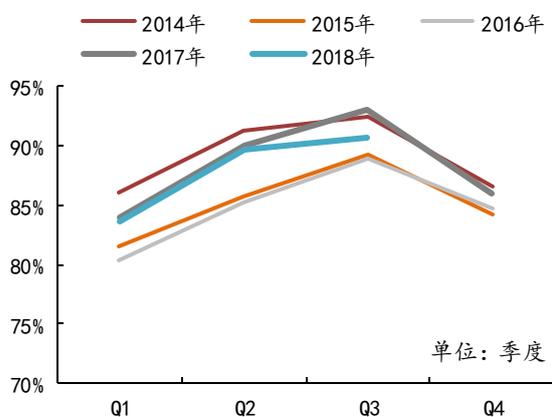
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图43：2018年华住Adr快速上涨



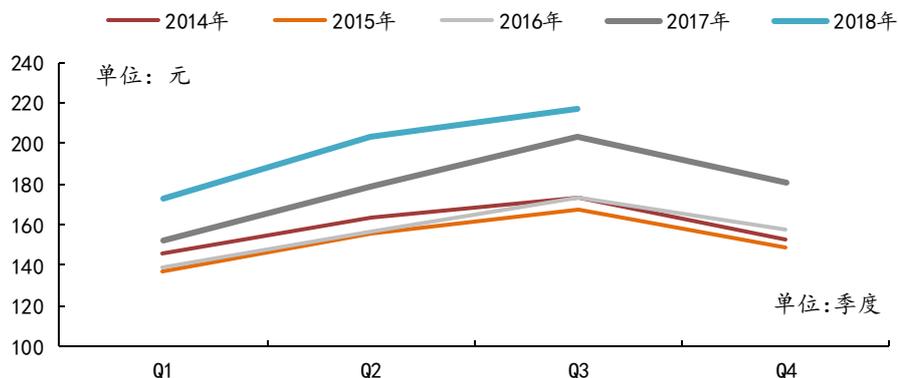
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图44：2018年华住Occ下降明显



数据来源：公司公告，财通证券研究所

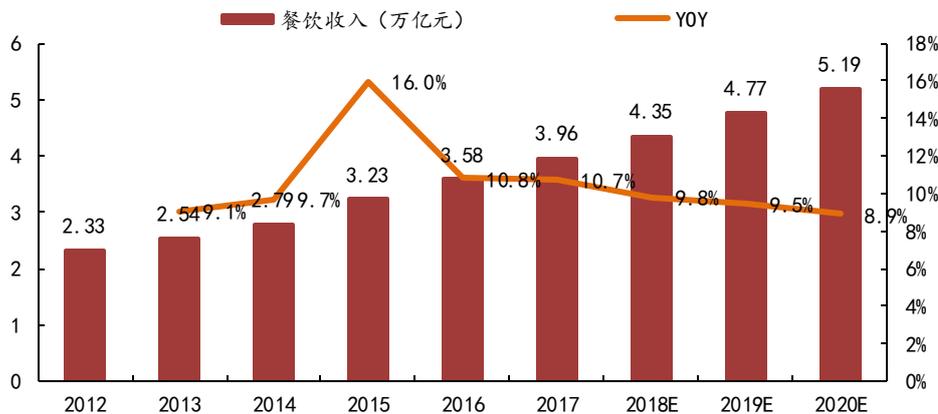
图45：2018年华住RevPAR为近年来最高



数据来源：公司公告，财通证券研究所

在餐饮方面，市场规模足够庞大。2017年全国餐饮收入3.96万亿元，同比增长10.1%，2019H1餐饮收入1.95万亿元(+9.9%)，全年扩容至4万亿以上已成定局。

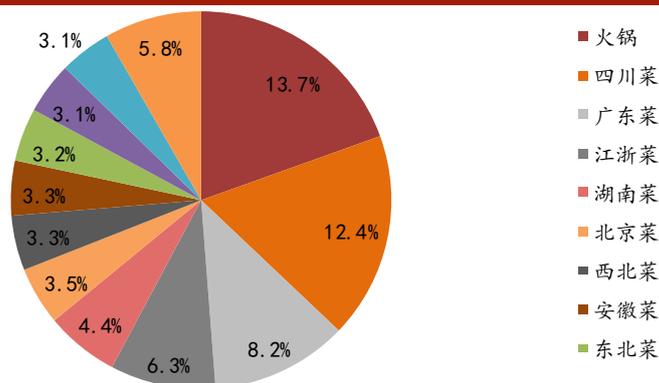
图46：2018年全国餐饮收入将在4万亿以上



数据来源：国家统计局，中国餐饮报告白皮书2018，财通证券研究所

这其中，火锅是中式正餐最受欢迎的细分品类。在海底捞的聆讯后资料集中，2017年火锅以13.7%的占比成为中式正餐收入最多的餐饮类型，并且，这个比例将可能在2022年上升至14.4%。我们研究了海底捞，看到中端餐饮的市场潜力，海底捞的火爆实际上也反映出了中国广大消费者对餐饮服务、用餐环境、餐食品质的追求提升，中端餐饮需求已经显现。

图47：火锅是中式正餐最受欢迎细分品类（2017年数据）



数据来源：海底捞聆讯后资料集，财通证券研究所

我们将火锅视为中端餐饮的代表之一，这其中尤为突出的是连锁火锅餐厅。根据大众点评的数据，国内主要的火锅连锁品牌客单价均在100元以上，但即便是如此的价格，等位时长仍普遍要在1小时以上。从中我们可以看出以火锅为代表的中端餐饮消费已经崛起。

表3：连锁火锅餐厅客单价普遍在100元以上

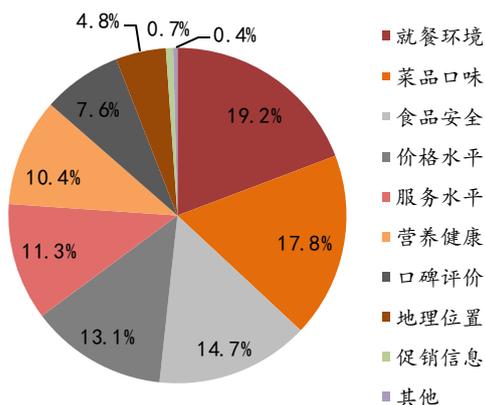
细分品类	品牌名称	客单价（元）	等位时长（小时）
川渝火锅	海底捞	90-120	2-4
	井格老灶火锅	80-110	1-2
	热辣壹号	110-140	1-2
	大龙焱火锅	110-140	1-3
	小龙坎老火锅	120-150	1-2
	巴奴毛肚火锅	100-120	1-3
	哥老官重庆美蛙鱼头	120-140	1-2
	辣府	140-180	1-3
	渝味晓宇火锅	120-140	1-2
	大渝火锅	100-120	1-2
	黄门老灶	100-120	1-2
	杨家火锅	110-140	1-3
	九鼎轩脆毛肚火锅	110-140	1-2
	吴记老锅底麻辣火锅	80-100	1-2
台式火锅	呷哺呷哺	50-80	1-2
	湊湊	120-150	1-3
	豆捞坊	100-120	1-2
	熬八年台湾火锅	140-160	1-2
	齐民市集	150-180	1-2
粤式火锅	左庭右院	110-140	1-3
	捞王锅物料理	100-130	1-3
	牛牛火锅 HolyCow	120-140	1-2
	煲宫	100-120	1-2

	小辉哥	130-180	1-2
	今日牛事	120-150	1-2
	铜炉湾	110-130	1-1.5
京式火锅	老北京五爷涮羊肉	120-130	1-2
	南门涮肉	90-120	1-1.5
	聚宝源涮肉	100-120	1-1.5

数据来源：美团点评数据，中国餐饮报告白皮书2018，财通证券研究所

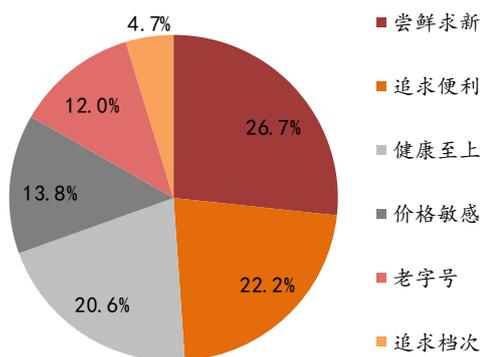
同时需要注意的是，“尝新”成为了年轻一代消费者选择餐厅的关键因素之一，这成为“零”向“壹”转化的重要驱动力。从第三方机构调查问卷得出的数据来看，与菜品本身无关就餐环境往往会成为消费者主要关注的因素，同时新媒体催生的网红餐饮也吸引大量新生代消费者尝鲜求新。此外，美团点评、口碑等线上点评类 App 使得饭店横向比较更为便捷，消费者可以未到店就了解门店的特色菜、价格和装修风格等内容，推动餐饮行业的竞争由顾客用餐后评价变为用餐前考量。

图48：消费者选择餐厅会着重考量就餐环境



数据来源：中国烹饪协会，财通证券研究所

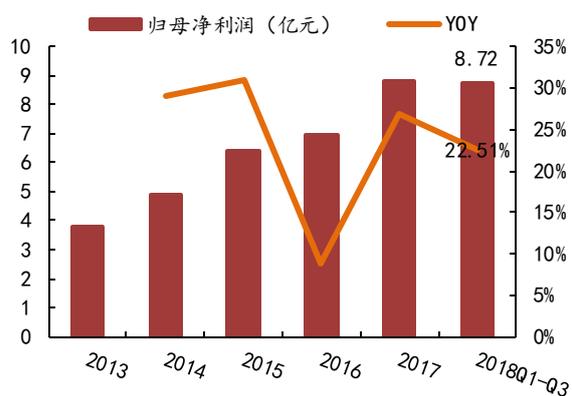
图49：新生代消费者乐于尝试新鲜餐厅



数据来源：零点有数集团，财通证券研究所

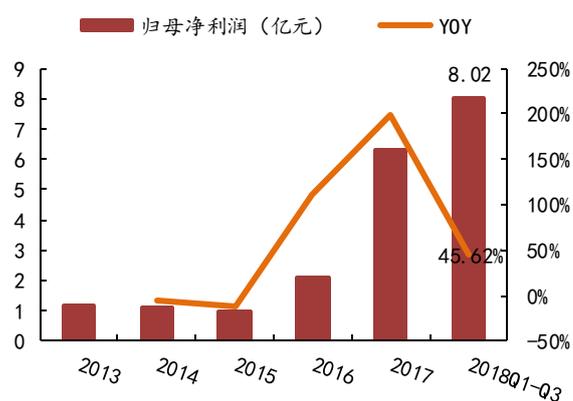
鉴于餐饮市场竞争格局激烈，分散性较强，并且目前 A 股缺少质地较好的纯餐饮标的，推荐公司方面，A 股我们看好酒店业的两强锦江股份和首旅酒店。业绩上，锦江股份前三季度实现营收 109.57 亿元 (+9.23%)，实现归母净利润 8.72 亿元 (+22.51%)，扣非后净利润 6.77 亿元 (+36.99%)。首旅酒店前三季度实现营业收入 63.69 亿元 (+0.90%)，实现归母净利润 8.01 亿元 (+45.62%)，扣非后 6.64 亿元 (+21.89%)。加盟扩张+布局中端，这将成为我国连锁酒店行业未来发展的主流模式。

图50：锦江股份前三季度归母净利增速22.51%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图51：首旅如家前三季度归母净利增速45.62%

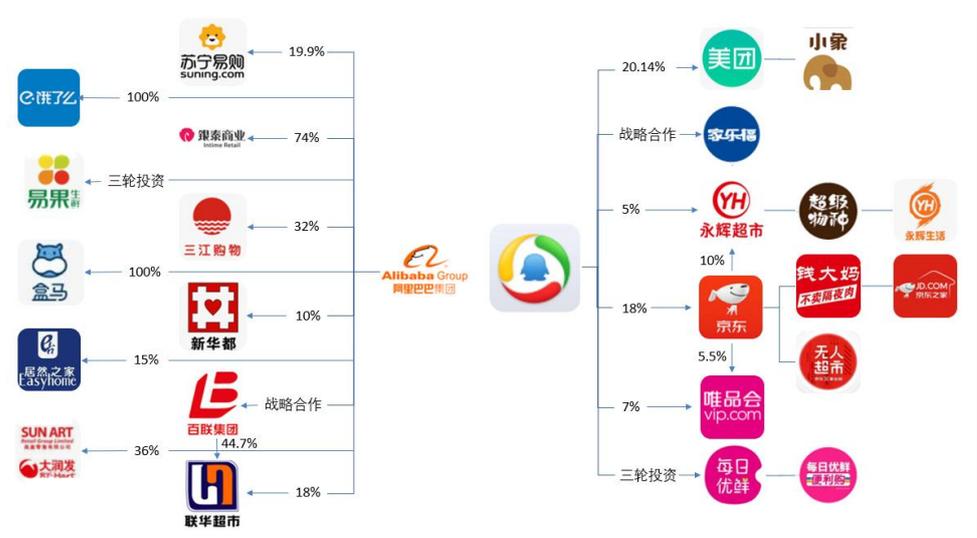


数据来源：公司公告，财通证券研究所

4、2019年重点关注：新零售的供给侧改革

互联网巨头与传统零售巨头纷纷进军新零售，下半场聚焦供给侧改革。“未来的十年、二十年，没有电子商务这一说，只有新零售这一说，也就是说线上线下和物流必须结合在一起，才能诞生真正的新零售。”距离马云2016年首次提出“新零售”这一概念已有两年多的时间。两年间，众多互联网资本涌入实体零售，推动行业发生重大变革，阿里巴巴、腾讯等互联网巨头、永辉超市、苏宁易购等实体零售商、以及拼多多、每日优鲜等独角兽公司纷纷加入新零售的变革的行列。

图52：阿里和腾讯新零售布局



数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

需求侧变革已趋于成熟，新零售下半场聚焦供给侧改革。过去几年中，我们看到即时配送、手机支付、大数据、人工智能、无人零售等多个新鲜概念逐渐渗透到我们生活中，但同时，食品安全、山寨假货等多个零售供给侧老生常谈的问题仍不断浮现。在将相关商品和服务提供给终端消费者的同时，如果能使产品的产业链数字化与透明化，那么这样的新零售态势，将最能引领未来发展的潮流。我们认为，新零售概念下的需求端数字化普及已基本完成，但供给端仍有诸多问题亟待解决。未来供给侧改革有望成为行业下半场的主题。

4.1 线上零售遭遇天花板，新零售成未来发展趋势

随着智能手机与移动支付的普及，线上零售已逐渐下沉至低线城市，甚至覆盖了中老年人的手机终端，互联网人口红利逐渐消失，因此对应的线上消费增速也逐年减缓，线上零售占比接近天花板。而线下传统零售商仅依靠传统模式也难以实现较大突破。在此背景下，打通线上线下渠道，利用线上数据资源优化线下运

营，同时将部分传统线下流量导至线上，从而打造更加便利化的服务模式，重塑消费者的购物习惯，是新零售发展的趋势所在。

4.1.1 智能手机与移动支付普及，为线上线下业务打通提供基础

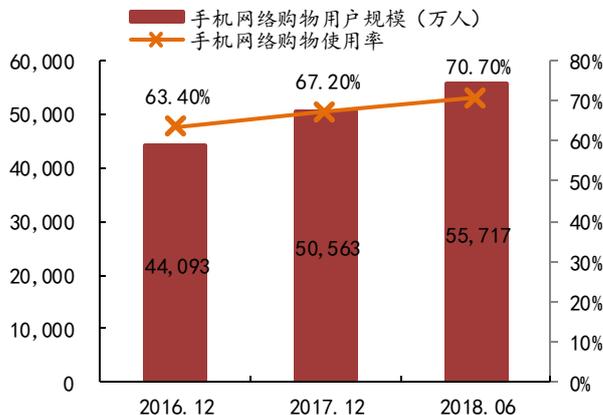
低价智能手机在三线及以下城市的普及，极大的改变了消费者的购物习惯。从2011年开始，智能手机的渗透率开始呈指数型增长，千元机等手机机型的出现，加速了移动互联网在三四线城市的普及。截至2018年9月，我国的智能手机市场占有率已经达到94.2%，智能机的高渗透率为用户消费习惯的养成提供了重要的硬件基础。从手机网购用户规模来看，网购用户使用率由2016年的63.4%迅速增长至2018年6月的70.7%，智能手机的普及极大的影响了用户的消费习惯。

图53：智能手机市场占有率已达高点



数据来源：《中国互联网络发展状况统计报告》，财通证券研究所

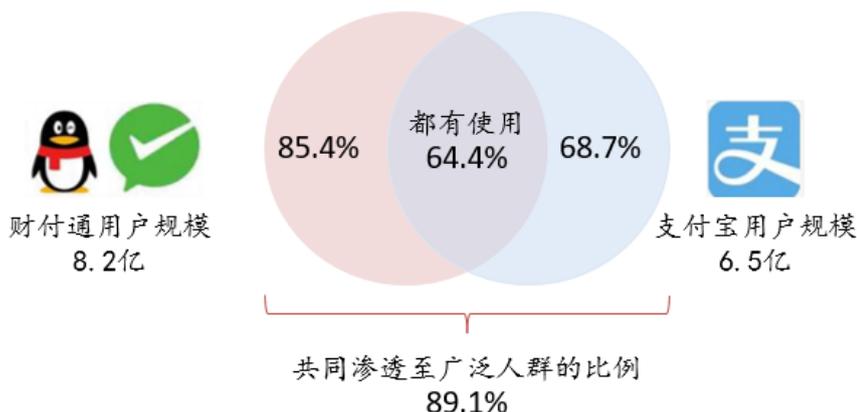
图54：手机网购用户近两年来提升迅速



数据来源：《中国互联网络发展状况统计报告》，财通证券研究所

手机端移动支付的支持，是线上线下场景打通的重要基础。支付作为零售的最后一环，在零售行业的变革中起到支持性作用。支付宝和微信的财付通作为中国第三方移动支付市场的“双巨头”，二者的高渗透率为线上线下零售的结合打通了支付渠道。根据IPSOS（益普索）的数据，截止2018年上半年财付通和支付宝的用户渗透率分别为85.4%和68.7%，共同渗透率为89.1%，几乎等同于整个移动支付市场的用户渗透率（92.4%）。支付宝和财付通已经渗透到了网民日常生活的方方面面。

图55：2017年10月支付宝与微信两大第三方支付平台渗透率接近90%

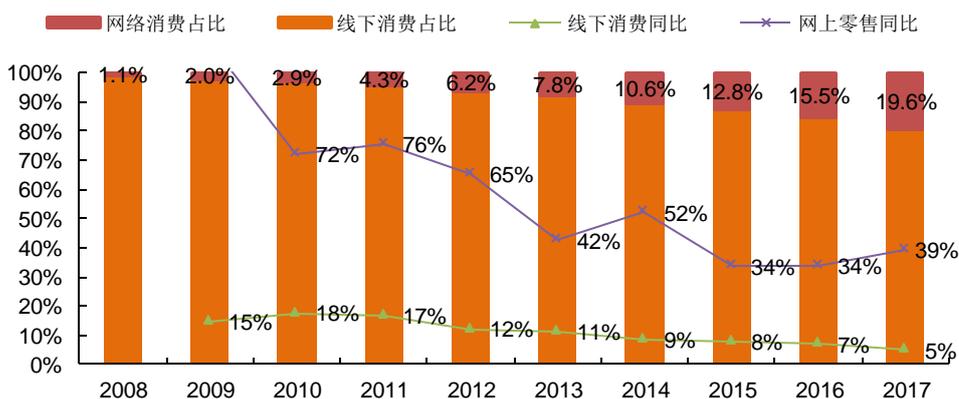


数据来源：IPSOS，财通证券研究所

4.1.2 线上零售遭遇天花板，线上线下结合为大势所趋

互联网与移动支付的普及最终反映到消费额上：自2008年起，我国线上消费占比逐年扩大，由2008年的1.1%迅速增长至2017年的19.6%。然而近几年来，线上消费增速趋缓，线下消费增长一直保持稳定慢速增长，这表明线上零售占比正逐渐接近天花板，线上并不能完全替代线下场景，二者各自有其渠道价值。可以预见，在不久的将来，线上与线下零售额将会达到一个平衡的比例。在这一背景下，线上与线下的融合就显得至关重要，未来兼具线上与线下经营能力的零售商，有望在新零售变革的过程中脱颖而出。

图56：线上消费增速趋缓，线下消费增长保持稳定慢速增长



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

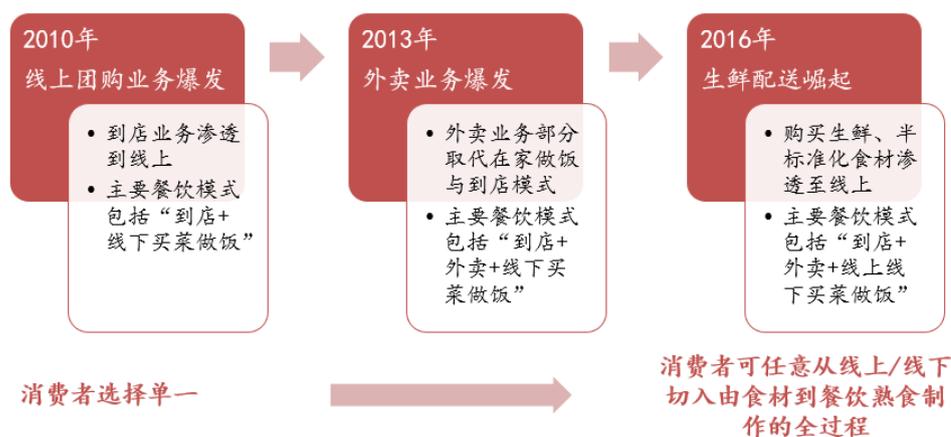
4.1.3 便利化生活+消费升级促使新零售蓬勃发展

互联网的发展使消费者的生活渐趋便利化，新零售符合便利化生活的最终需求。互联网在传统行业的渗透正逐渐改变和丰富我们的生活模式。以餐饮行业为例，从传统的线下人找店模式，到2010年团购的引入衍生出线上选择、到店就餐模

式，再到 2013 年外卖的爆发，到家模式部分替代到店模式，至 2016 年盒马鲜生引领新零售模式开启，线上购买生鲜或标准化的餐饮半成品成为可能。这一过程使得餐饮领域由传统的“外出到店+线下买菜做饭”的模式，丰富为“到店餐饮+餐饮外卖+线上购买生鲜做饭+线下买菜做饭”的多元化选择。

与此同时，便利化也渗透其中，到店餐饮平台使我们省去线下挑选店铺的精力，餐饮外卖使我们足不出户完成吃饭需求，而新零售使得由食材到餐饮的过程更加透明化，消费者可自由选择从哪一过程切入来完成餐饮制作。因此在便利化生活的驱使下，新零售成为未来趋势所在。

图57：2010年来餐饮行业受到互联网的渗透而渐趋多元化与便利化

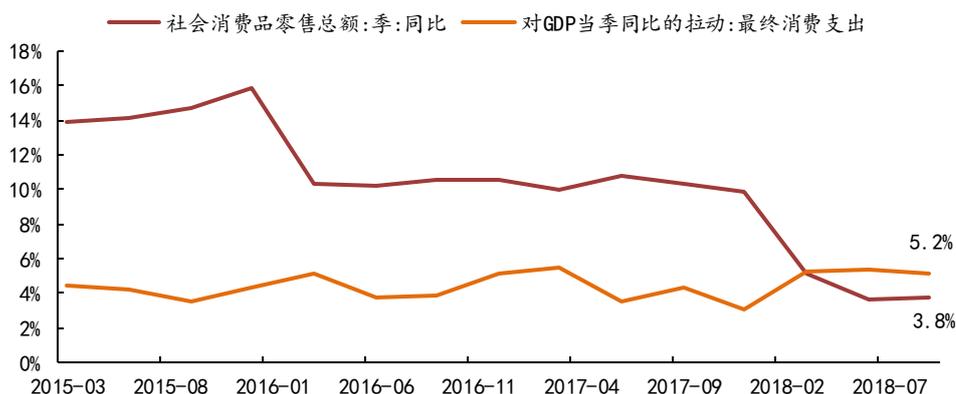


数据来源：财通证券研究所

消费结构转变与消费升级为大势所趋，促使新零售行业蓬勃发展。虽然从社会消费品零售额角度看，2018 年我国社会消费品零售额增长率呈现下降态势，2018Q3 同比增长率仅为 3.8%，远低于去年同期的 10.3%。然而，消费不仅仅包含社会零售品等实物商品，更包含越来越多的服务性消费与虚拟消费，如教育、文娱等消费。相对而言，GDP 居民消费的统计范围更加广泛，不仅包含食品、衣着、居住等实物消费，还包含了文教娱乐、交通和通信及其他服务类消费，更能全面反映居民的消费水平。数据显示，2018 年最终消费对 GDP 当季同比的拉动较 2017 年呈上升态势，这与社零消费相反的趋势折射出服务性消费的增速要快于实物类消费的增速，我国消费现状实际并非完全悲观，而是呈现出消费结构转变与消费分化的态势。

服务型消费需求的增强，实际上也是消费升级的一种体现。而新零售概念中的即时配送、人工智能、无人零售等，均在致力于将服务与客户体验做到极致，这一结构转变所带来的消费升级趋势，更体现出新零售发展的必要性与强大的潜力。

图58：最终消费对GDP当季同比的拉动与社零消费增速趋势相反



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

4.2 新零售需求侧变革已基本完成，供给侧改革仍颇具潜力

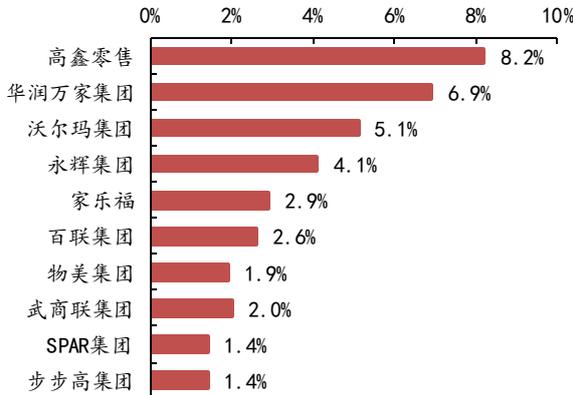
在硬件与软件条件都已成熟、零售需求端整合步入新阶段的背景下，新零售从“零”到“壹”的过程已逐渐变得“易如反掌”，现在甚至在向“无限”进发的路上。消费者对网上购物习惯的养成，或者是手机购物后线下即时配送的尝试都已经变得稀松平常，然而食品安全、山寨假货等多个零售供给侧老生常谈的问题仍未能得到根本解决。

零售是世界上就业人口最多、环节最复杂的一个行业，也是最能体现供应链效率的一个行业。从商品开发、仓储物流、销售到售后，需要很多支部队的协同作战，数字化则是最有效率的指挥棒。我们也观察到，众多互联网公司已开始布局与助力供给侧改革，力图从产业链的起始端开始，重塑各个零售细分产业。因此2019年，我们也着力关注新零售供给侧的变化，尤其是数字化赋能供给端。

4.2.1 零售行业需求端集中度逐渐提高，上游供应端仍较为分散

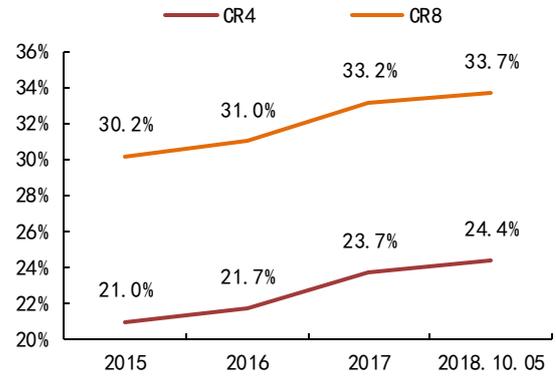
实体零售商集中度逐年提高，推动需求端数字化变革顺利进行。零售的需求端直接对接消费者，因此零售端的集中度提高是消费者端数字化变革实现的基础。近年来，实体零售龙头不断通过扩张与并购加强其头部地位，前四大零售商（CR4）的市场份额由2015年的21%升至2018年10月的24.4%，进而方便了数字化变革在需求端的普及。同时互联网巨头也与线下零售企业深度合作，阿里巴巴合作高鑫零售、三江购物、联华超市等，腾讯合作永辉超市、家乐福、步步高等，使得数字化变革在线下实体零售商中深入渗透。

图59：前十大实体零售企业市场份额（2018.11）



数据来源：Kantar Worldpanel，财通证券研究所

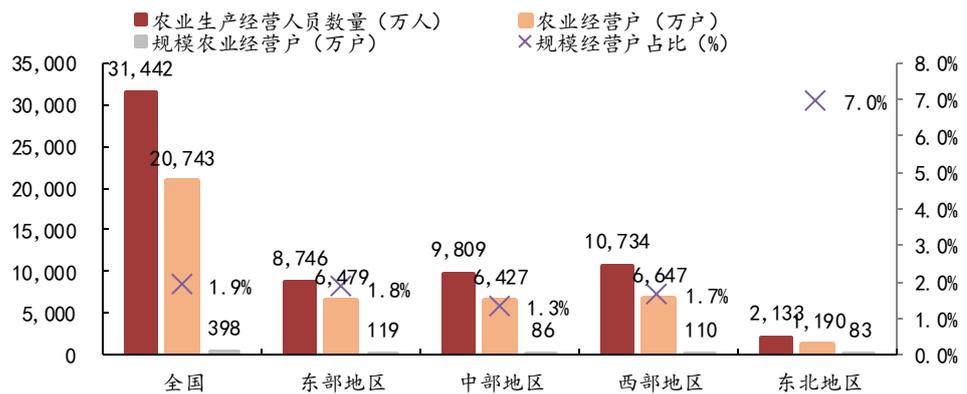
图60：中国主要零售企业市场集中度



数据来源：Kantar Worldpanel，财通证券研究所

上游供应端分散性强，集中化整合颇具潜力。零售业的供给侧包括上游的生产商、制造商、经销商等。以农业生产商为例，我国地域广阔，叠加传统的小农经济模式，使得食品零售业的上游生产商极度分散。根据全国第三次农业普查的数据，2016年我国农业经营户共20743万户，其中较大农业经营规模、以商品化经营为主的规模农业经营户仅398万户，占比不足2%。分散化经营不仅使得质量、包装、价格等标准难以执行，更导致供需匹配难度大。目前，个体小农经营模式由于灵活性不足和低效性已经越来越不能适应市场竞争和环境变化，未来农业科技化与农业集中度提升颇具潜力。

图61：2016年我国规模农业经营户占比低，行业分散性强



数据来源：国家统计局《第三次全国农业普查》，财通证券研究所

在需求端集中度提升，而供给端仍高度分散的大背景下，零售行业在供需匹配方面还有很大的提升空间，这也成为新零售变革过程中需要着力解决的问题。

4.2.2 需求侧数字化已基本完成，供给侧数字化势在必行

互联网人口红利逐渐减弱，需求侧数字化覆盖已基本完成。数字化转型是指通过利用现代技术和通信手段，改变企业为客户创造价值的方式。数字化生态的建立是线上消费迅速崛起的关键。从用户增长情况来看，截至2018年6月，我国的互联网用户数已达8.02亿，网购用户规模达到5.69亿，而用户增速却已降至10%左右，互联网人口红利逐渐消失。

图62：中国互联网用户规模及渗透率



数据来源：CNNIC，财通证券研究所

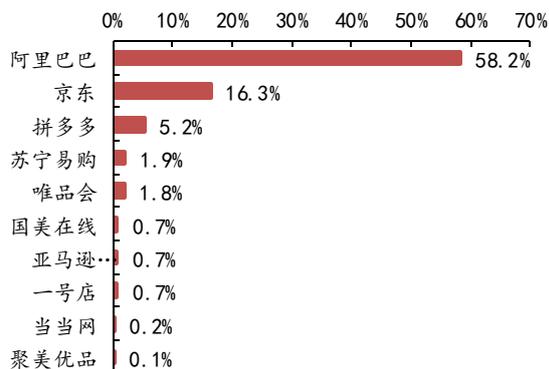
图63：中国网购用户规模及其增速



数据来源：CNNIC，财通证券研究所

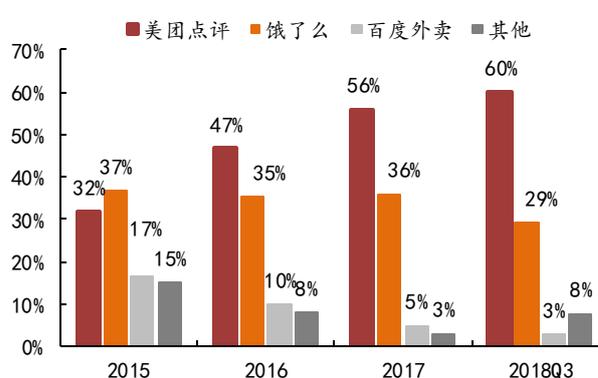
我国线上消费格局已基本成型，头部平台的稳定格局是需求端覆盖趋于成熟的标志。消费型电商主要分为两类：实物型电商与服务型电商。目前，我国实物电商行业已形成阿里巴巴一家独大、京东与拼多多加速追赶的格局；生活服务型电商平台则由美团点评与饿了么+口碑双寡头垄断。头部平台已起到培养与改变用户消费习惯的作用，目前阿里巴巴淘宝平台覆盖的活跃用户数已超过6亿，美团点评覆盖的年度交易用户数达到3.8亿，需求侧的数字化已基本实现。

图64：中国主要电商平台市场份额（2018.04）



数据来源：eMarketer，财通证券研究所

图65：中国主要生活服务型电商市场份额

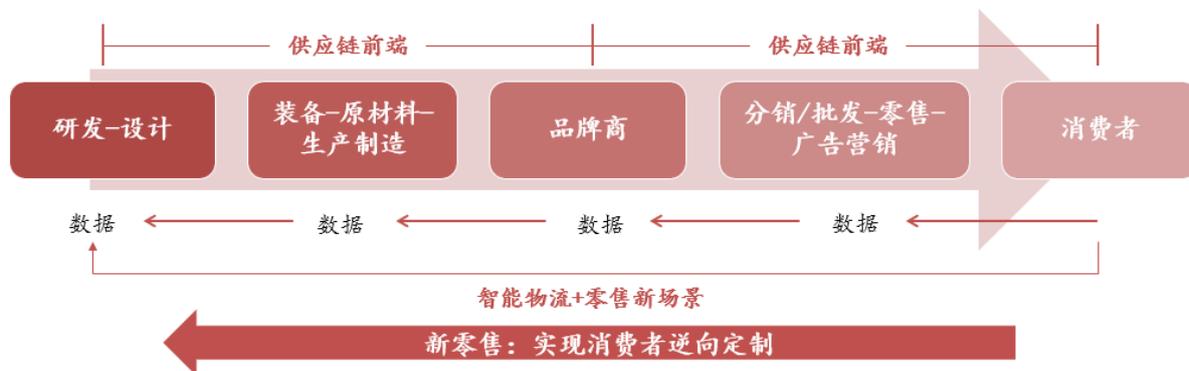


数据来源：Trustdata，财通证券研究所

供给侧的数字化有望颠覆传统供应链模式，完善数字经济布局。过去的商业模式，

是由企业到消费者，即企业生产什么决定了消费者可购买什么，但未来有可能通过供应链改造，通过大数据将消费者的需求传递给企业，实现消费者的逆向定制。这一过程对于企业的业务模式和流程，都将带来颠覆式的改变。只有把供给侧的各个层级逐步数字化以后，整个产业链才能完全被打通，整个数字经济才完整，因此供给侧的改革势在必行。

图66：新零售供给侧变革展望：实现逆向生产



数据来源：宜人智库，财通证券研究所

供给侧数字化改革也有望解决现有需求侧消费升级面临的痛点。传统行业在需求侧实现数字化后，不得不面临变革带来的众多供给侧痛点：

- 实物电商行业：假货、山寨产品层出不穷，质量如何保证？
- 餐饮外卖行业：食材供应、食品安全如何保证？
- 生鲜业务行业：如何在小农经济背景下减少产品流通环节，打造标准化与品牌化？

这类痛点的解决，均需要供给侧的进一步整合与改造，只有当供给侧实现了数字化与透明化，整个行业才有望实现真正的有序与标准化。

4.2.3 传统零售企业拥抱变革，互联网企业中台赋能，供给侧改革渐入佳境

相较需求端而言，供给侧的数字化过程更为复杂：供给侧涉及到的经营层次更为繁杂，不仅需要产业链的各个环节进行改造，还需考虑各个环节价值链的优化，因此这一改革进程起步较晚且推进缓慢。未来新零售有望推动传统零售企业拥抱变革，同时，互联网企业借助其数据与渠道资源，有望以中间人的角色助力供给端的整合与与需求端的匹配。

新零售对供应链的重构有望呈现出以下特征：大数据整合需求实现订单集中；供应链简化实现去中间化；效率优化带来多级分仓的出现。

图67：新零售对供应链的重构



数据来源：财通证券研究所

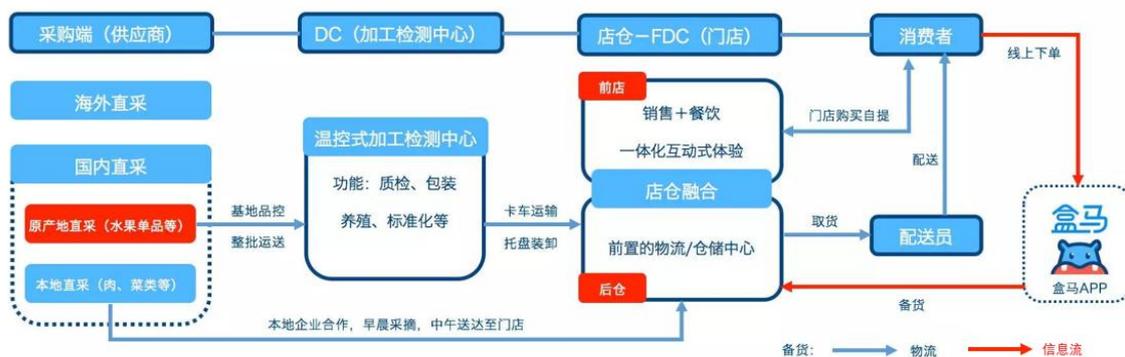
从阿里巴巴、腾讯等互联网巨头，到美团点评、拼多多等新崛起的互联网平台，均开始发力供应链改造，力图在新零售变革的大浪中抓住先机。

• 阿里巴巴：成立新零售供应链平台，打造智慧供应链体系

作为在零售业有深厚根基的企业，阿里巴巴是最早进行新零售布局的企业之一，自2016年第一家盒马鲜生开业，至2018年12月已完成100家店铺的落地。此外，公司还通过控股或战略合作的方式合作高鑫零售、银泰商业、三江购物等多家传统零售企业，线上线下合作整合供应链，力图实现大范围的零售行业数字化覆盖。公司旗下成立了新零售供应链平台事业部，为各个零售业务提供供应链管理的优化方案和大数据决策能力。

目前公司在供应链创新与改造方面已颇具成效，以盒马鲜生为例，盒马建构商业模式的时候，就是用数字化方法和实践去改造整个经营链条。公司将整个供应链拆解为若干关键节点，各个节点的货物状态、员工行为全部切割成最细小的动作，把这些信息输入系统，数字化生成可追踪的指标，“商品在什么空间、哪个位置，准确度99%以上。”由此，订单的数字化管理成为现实。目前，盒马在售的标品已经全部实现自动订货，生鲜等非标品也开始由手工订货向自动订货升级。

图68：盒马鲜生新零售供应链架构



数据来源：亿欧，财通证券研究所

● 腾讯：借力永辉超市与京东，完善新零售布局

腾讯以社交起步，连接人与人的关系是其核心优势，而零售与消费恰恰与人人有关。然而不同于阿里巴巴，腾讯较少以直接切入或控股的方式进行新零售布局，而多是以直接或间接持股的方式，与更多零售商合作来构造自身的新零售布局。其对被投资公司持股比例基本都少于10%，如仅占有永辉超市5%的股份，甚至对京东也仅持股18%，但却以京东和永辉为两大抓手，迅速布局了中百集团、红旗连锁、沃尔玛、家乐福等商超巨头。目前腾讯借力京东与永辉，在各自优势领域进行供应链改造。

图69：腾讯新零售布局



数据来源：公开资料整理，财通证券研究所

图70：永辉超市旗下新零售布局-超级物种



数据来源：界面新闻，财通证券研究所

● 美团：小象生鲜新零售尝试+快驴进货布局餐饮供应链

美团点评从团购到餐饮外卖，把握住两拨餐饮行业变革红利，在新零售的变革中，公司继续聚焦食品餐饮领域，并依托其成熟的随时配送系统，在生鲜零售与餐饮供应链纵向拓展上作出尝试。

生鲜零售端，公司旗下生鲜店小象生鲜正式上线，生鲜配送领域的广阔空间为公司未来发展注入了足够活力。目前小象生鲜在北京和无锡各有两家店铺，结合美团已有的用户流量优势、配送网络优势和大数据优势，在与已有生鲜配送公司的竞争中有望快速争取市场份额，开拓新的业绩增长点。

餐饮供应链端，美团点评也开始将采购与配送服务引入B2B的交易中，力图对餐饮前端供应链进行整合与改造。目前，美团已经为餐饮业的商家创建了“快驴进货”平台，该平台专注于向餐饮业提供B2B服务，让商家可以向广大的供应商订购原材料、食材和一次性餐厅用品，同时还针对这些货品提供配送服务。在2018Q3，公司餐厅管理系统及供应链解决方案等相关业务实现了高速增长。

图71：小象生鲜目前在北京与无锡各有两家店



数据来源：红商网，财通证券研究所

图72：美团旗下快驴进货布局B2B采购配送服务

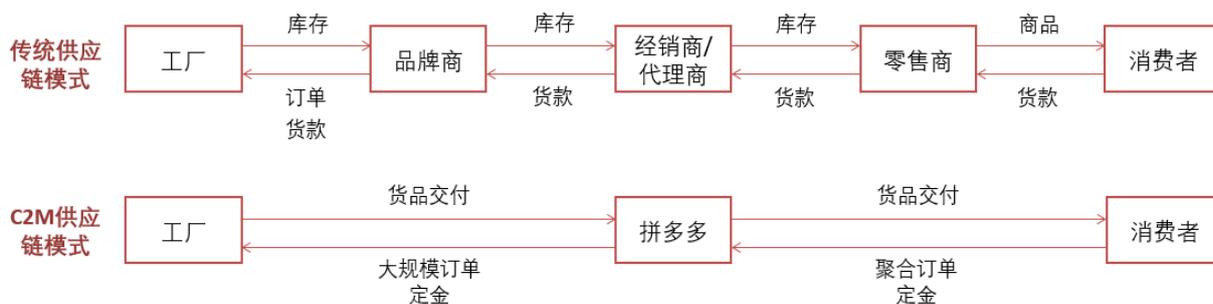


数据来源：APP STORE，财通证券研究所

• 拼多多：拼单模式整合需求，供应链改造力图实现 C2M 模式

拼多多依靠其“拼团”模式的订单汇集功能，着力对供应链进行升级改造，力图打造扁平化的 C2M 模式。C2M (Customer-to-Manufacturer) 即“顾客对工厂”的缩写，是一种新型的电子商务互联网商业模式。该模式下，用户需求与工厂直接连接，去除中间库存、物流、分销等流通加价环节，为用户提供高品质但平民价格的产品。C2M 模式颠覆了从工厂到用户的传统零售思维，由用户需求驱动生产制造，通过电子商务平台反向订购，消除了工厂的库存成本，同时没有中间商加价，用户购买产品的成本自然也随之下降。

图73：传统供应链模式与C2M供应链模式对比



数据来源：公开资料，财通证券研究所

目前公司已在一些供应链较短的商品上实现了 C2M 模式。可心柔是拼多多平台上依靠 C2M 模式走红的典型品牌。公司是拥有近 20 年历史的老牌代工厂，此前常年为欧尚、大润发等零售企业代工纸巾产品。进入拼多多两年多时间，依托定制化生产+供应链压缩，该品牌名下的多款产品成为“爆款”。例如，爆款产品“竹浆本色”成本结构非常透明：28 包仅售 29.9 元，平均每包售价仅为 1.067 元。其

中，每包纸巾快递物流费用为 0.125 元 / 包，生产成本为 0.91 元 / 包，净利润仅为 3.2 分钱一包。这种高效、低成本的模式印证了 C2M 模式的可行性。

图74：可心柔纸巾28包售价29.9



数据来源：拼多多APP，财通证券研究所

图75：可心柔纸巾成本结构简单

“可心柔”每包定价1.067元纸中的成本构成



数据来源：拼多多，财通证券研究所

我们建议关注积极布局新零售领域、或着力推进供给侧改革的互联网平台阿里巴巴、美团点评、拼多多等，同时关注具有强大传统供应链能力，并积极推进新零售布局的传统零售商永辉超市、高鑫零售等。

5、重点覆盖标的详情

表4：重点覆盖标的

公司	评级	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE (TTM)	净资产收益率 (%)	资产负债率 (%)
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E			
中国国旅	买入	282.82	442.8	542.06	624.51	25.31	36.26	47.81	56.78	35.96	20.99	30.39
yoy			56.57%	22.42%	15.21%		43.26%	31.85%	18.76%			
珀莱雅	增持	17.83	22.94	29.86	38.99	2.01	2.72	3.7	4.93	35.45	16.18	38.83
yoy			28.66%	30.17%	30.58%		35.32%	36.03%	33.24%			
锦江股份	增持	135.83	149.95	169.06	186.3	8.82	11.27	14.03	17.05	21.22	8.23	65.55
yoy			10.40%	12.74%	10.20%		27.78%	24.49%	21.53%			
首旅酒店	增持	84.17	85.29	88.24	91.07	6.31	9.06	10.65	12.11	19.41	10.91	50.59
yoy			1.33%	3.46%	3.21%		43.58%	17.55%	13.71%			
腾邦国际	增持	35.3	58.79	89.22	121.69	2.84	3.85	4.81	5.83	15.21	12.35	64.65
yoy			66.54%	51.76%	36.39%		35.56%	24.94%	21.21%			
中青旅	增持	110.2	118.91	127.28	136.22	5.72	6.32	7.13	8.01	15.95	10.17	43.73
yoy			7.90%	7.04%	7.02%		10.49%	12.82%	12.34%			

数据来源：财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。