

2019年06月18日

消费数据符合预期，继续把握内需导向的核心资产

看好

——“数据会说话”之2019年5月深度解读

相关研究

本期投资提示：

- **社零增速环比大幅提升，符合市场预期。**5月社零总额同比增长8.6%，增速环比提升1.4pct、同比提升0.1pct。**(1) 主要必需消费品类增速较快，日用品、中西药品增速环比小幅回落，**饮料/粮油食品/日用品/中西药品增速为两位数，分别为12.7/11.4/11.4/11.2%，增速环比分别提升3.0/2.1/-1.2/-0.3pct。烟酒/服装增速为个位数，分别为6.6/4.1%，增速环比分别提升3.3/5.2pct；**(2) 可选品类增速回升，化妆品增速环比大幅提升，**化妆品/通讯器材/家具/家电/金银珠宝增速分别为16.7/6.7/6.1/5.8/4.7%，增速分别环比提升10.0/4.6/1.9/2.6/4.3pct。汽车数据环比大幅改善，品类增速由负转正。5月汽车同比增速2.1%，增速环比提升4.2pct、同比提升3.1pct。
- **从电商及快递数据来看：(1) 线上消费保持高速增长。**1-5月网上零售额同比增长17.8%，增速环比持平。实物商品网上零售额同比增速21.7%，增速环比下降0.5pct。实物商品网上零售额占社零比重为18.9%，占比环比提升0.3pct；**(2) 5月线上实物商品零售增速环比下降，受618影响整体需求有所压制。**5月网上实物商品零售额同比增长21.7%，增速环比放缓3.3pct，我们认为主要受到618影响，阿里、京东等头部电商平台加大年中电商旺季推广力度，后续仍看好线上GMV规模持续扩容；**(3) 快递行业单量延续高增长态势。**1-5月快递单量同比增长24.9%，其中5月单量增速为25.2%。预计6月份单量接近52.5亿单，同比增长24.1%。5月单月增量预计10.3亿件，为今年以来单月最大的增量。
- **从各品类数据来看：(1) 服装：服装消费均价继续保持提升，销量受618后置影响有所下滑，带动交易金额同比下降。**男装/女装/童装/内衣线上阿里体系的行业成交金额增速2.4/-14.5/-19.8/-4.7%；**(2) 化妆品：夏天化妆品旺季逐步到来。**5月天猫平台护肤品GMV达111亿，环比增长26.7%，国际大牌消费爆发，本土品牌分化。彩妆GMV达25亿，国际品牌高端大众定位全面发力，本土品牌杀出黑马；**(3) 家电家居：烟机、灶具4月零售量/额大幅回落，海尔烟灶表现亮眼，小家电和新兴厨电线上延续高增长。**厨房小家电增速内部差异扩大，环境小家电增速内部差异缩小，个护小家电延续高增长，新兴厨电增长势头强劲；**(4) 食品饮料：高端白酒批价6月上漲，主要子行业产量增速环比回落。**53度茅台/52度五粮液一批价6月第2周分别较上月涨50/10-20元，4月乳制品/白酒/啤酒/软饮料产量同比增速环比下降4.3/0.9/6.8/8.3pct；**(5) 旅游：数据短期承压，免税平稳增长，酒店下半年存在改善预期。**端午假期国内旅游接待总人数同比上升7.7%。受高考和降雨影响，核心山岳景区客流明显下滑，黄山/武陵源/九华山客流增速-35.41/-26.95/2.11%。三亚由于今年存在低基数反弹，假期客流增速+22.87%。
- **投资建议：配置核心资产，把握行业龙头。**5月社零增速环比大幅提升，消费数据符合市场预期。展望6月，减税降费政策效果有望逐步显现，端午假期及电商购物节等消费旺季刺激，可选品类增速回升趋势或将延续，必需消费相关品类增速维持高位。**我们维持必需消费韧性较强，可选消费边际改善的观点。**在外部宏观环境不确定背景下，龙头公司强者恒强，继续把握内需导向的核心资产和行业龙头，推荐：永辉超市、苏宁易购、王府井、天虹股份、海澜之家、森马服饰、比音勒芬、南极电商、圆通速递、韵达股份、珀莱雅、格力电器、青岛海尔、苏泊尔、浙江美大、贵州茅台、泸州老窖、五粮液、伊利股份、首旅酒店、广州酒家、中国国旅、劲嘉股份、索菲亚、奥瑞金。
- **风险提示：**内外部经济环境不确定性加剧，居民消费不及预期，公司经营管理风险。

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com
刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
刘乐文 A0230517110001
liuyw@swsresearch.com

研究支持

陈泽人 A0230117090003
chenzr@swsresearch.com
游道柱 A0230118010008
youdz@swsresearch.com
唐宋媛 A0230519010003
tangsy@swsresearch.com

联系人

夏旭
(8621)23297818×66500571
xiaxu@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 消费增速环比大幅回升，食品涨价拉动通胀升温	6
1.1 5月社零增速同比增长8.6%，符合市场预期	6
1.2 必需消费增速稳定，可选消费环比改善	7
1.3 大型零售企业数据回暖，CPI涨幅扩大	9
2. 服饰与电商：受618影响需求延后，线上零售增速放缓	10
2.1 服装品类：5月整体价升量跌，看好6月需求爆发	12
2.2 快递：行业单量延续高增长态势	14
3. 化妆品：电商快速增长，国际大牌强势，本土品牌分化	15
4. 家电家居：厨电基本面筑底，小家电亮点可寻	20
4.1 烟机、灶具4月零售量/额大幅回落，海尔烟灶表现亮眼	20
4.2 小家电、新兴厨电5月线上延续高增长	21
5. 食品饮料：高端酒价格上行，大众品产量增速回落	23
6. 旅游：数据短期承压，酒店下半年存在改善预期	24
6.1 端午节旅游数据：降雨叠加高考影响国内游增速	24
6.2 出境游及免税：韩国低基数反弹明显，东南亚复苏不及预期	26
6.3 酒店：4月数据加速下滑实则符合预期	27
7. 投资建议	29
8. 风险提示	31

图表目录

图 1: 2019 年 5 月社零总额同比增长 8.6%.....	6
图 2: 2019 年 1-5 月社零总额同比增长 8.1%.....	6
图 3: 5 月城镇/乡村社零同比增长 8.5/9.0%.....	6
图 4: 5 月商品/餐饮零售额同比增长 8.5/9.4%	6
图 5: 1-5 月网上零售额同比增长 17.8%	7
图 6: 1-5 月实物商品网上零售额同比增长 21.7%	7
图 7: 5 月限额以上商品零售总额同比增长 5.0%	7
图 8: 5 月汽车相关品类占比 45%	7
图 9: 5 月多数必需消费品类保持两位数高增长	8
图 10: 5 月烟酒、服装增速环比提升	8
图 11: 5 月百货相关品类增速提振.....	9
图 12: 5 月家具/家电增速提升, 建筑装潢跌幅扩大.....	9
图 13: 5 月汽车相关品类中, 汽车增速由负转正, 石油增速环比提升.....	9
图 14: 5 月全国“50 家”零售额同比增长 3.6%	9
图 15: 5 月 CPI 同比上涨 2.7%, 涨幅环比提升 0.2pct	10
图 16: 5 月 CPI 上涨主要由食品价格上涨所致.....	10
图 17: 2019 年 1 月以来生猪存栏大幅下降.....	10
图 18: 实物商品网上零售额增速.....	11
图 19: 手淘 app 多个重要推荐位突出聚划算.....	11
图 20: 京东“疯狂 66 小时”活动	11
图 21: 阿里、拼多多用户规模持续提升	12
图 22: 19Q1 阿里京东 GMV 增速有所分化.....	12
图 23: 内衣品类线上阿里体系交易额变化情况.....	14
图 24: 历年单月快递单量情况	15
图 25: 历年单月快递单量增速情况	15
图 26: 2008-2018 年行业单量及增速	15
图 27: 天猫平台 19 年 5 月美容护肤品类 GMV 达 111 亿.....	16
图 28: 天猫平台 19 年 5 月彩妆 GMV 达 25 亿元	18

图 29: 油烟机零售量/额同比减少 20.8%和 24.2%	20
图 30: 燃气灶零售量/额同比减少 16.5%和 20.2%	20
图 31: 油烟机 4 月零售额增速海尔表现稳健	20
图 32: 燃气灶 4 月份零售额增速海尔表现稳健	20
图 33: 海尔烟机 4 月零售均价同比增幅最高	21
图 34: 海尔燃气灶 4 月均价同比增幅最高	21
图 35: 5 月榨汁机全网销量增速大幅提升	21
图 36: 5 月榨汁机全网均价同比下跌	21
图 37: 5 月扫地机全网销量增速同比回暖	22
图 38: 5 月扫地机全网均价增幅继续提升	22
图 39: 5 月电动牙刷全网销量增速维持高位	22
图 40: 5 月剃须刀全网均价增幅继续提升	22
图 41: 5 月洗碗机全网销量延续高增长	23
图 42: 5 月集成灶天猫均价增速同比回暖	23
图 43: 53 度茅台出厂价及一批价	23
图 44: 52 度五粮液出厂价及一批价	23
图 45: 乳制品行业月度产量及同比	24
图 46: 白酒行业月度产量及同比	24
图 47: 啤酒行业月度产量及同比	24
图 48: 软饮料行业月度产量及同比	24
图 49: 4 月韩国免税店外国人游客销售额增长 20%	26
图 50: 出境游目的地月度增速情况	27
图 51: 4 月酒店数据下行符合预期	28
图 52: 非制造业 PMI 商务活动指数与上月持平	28
图 53: 锦江股份境内酒店 RevPAR4 月份继续下滑	29
表 1: 限额以上商品零售总额分类标准	7
表 2: 服装品类线上月度销售情况	12
表 3: 男装阿里平台 4-5 月头部品牌销售情况	13
表 4: 女装阿里平台 4-5 月头部品牌销售情况	13

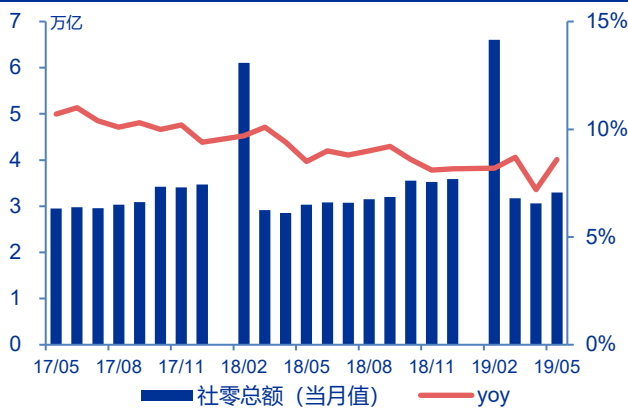
表 5: 童装阿里平台 4-5 月头部品牌销售情况	14
表 6: 国际主要品牌护肤类目天猫渠道同比增长普遍较高.....	16
表 7: 本土品牌护肤类目天猫渠道同比增长分化, 上市公司旗下品牌表现良好	17
表 8: 天猫平台 19 年 5 月国际品牌彩妆普遍表现较好.....	18
表 9: 天猫平台 19 年 5 月本土品牌杀出黑马	19
表 10: 2019 端午全国铁路发送旅客人数.....	24
表 11: 2019 端午假期三亚酒店入住率	25
表 12: 国内部分景区游客接待情况	25
表 13: 行业重点公司估值表.....	31

1. 消费增速环比大幅回升，食品涨价拉动通胀升温

1.1 5月社零增速同比增长8.6%，符合市场预期

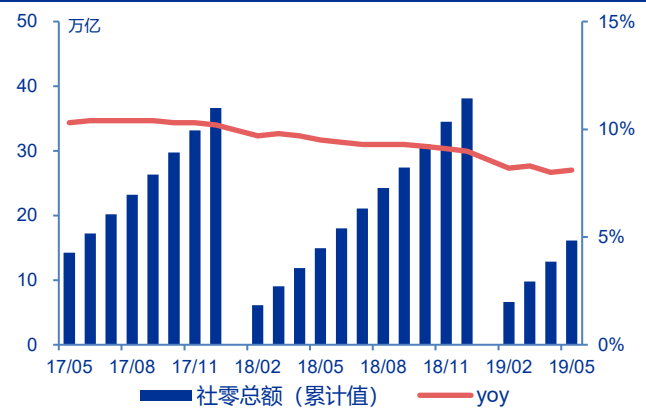
5月社零总额达32,956亿元，同比增长8.6%，较市场预期高0.04pct，增速环比提升1.4pct、同比提升0.1pct。其中限额以上单位消费品零售额11,694亿元，同比增长5.1%，增速环比提升3.1pct、同比提升-0.4pct。1-5月份社零总额161,332亿元，同比增长8.1%，增速环比提升0.1pct、同比提升-1.4pct。其中限额以上单位消费品零售额57,924亿元，同比增长3.9%，增速环比提升0.4pct、同比提升-3.9pct。

图 1: 2019 年 5 月社零总额同比增长 8.6%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

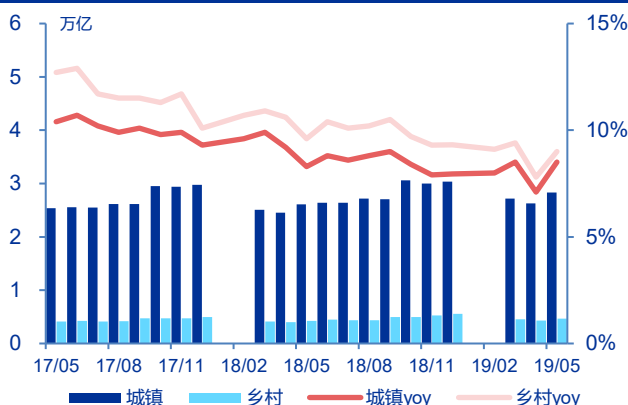
图 2: 2019 年 1-5 月社零总额同比增长 8.1%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

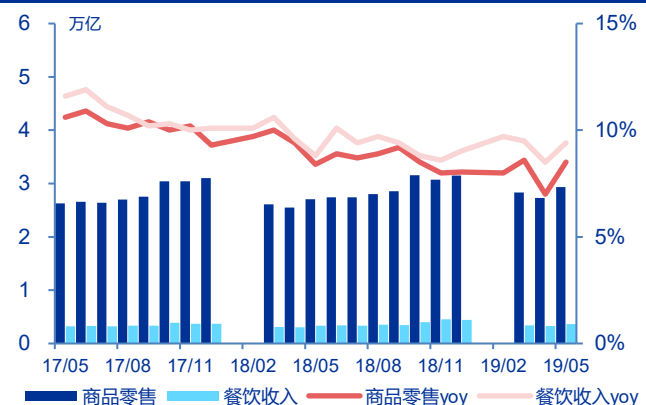
乡村消费增速持续高于城镇，商品零售增速环比大幅提升。城镇消费品零售额28,304亿元，同比增长8.5%，增速环比提升1.4pct。乡村消费品零售额4,652亿元，增长9.0%，增速环比提升1.2pct。商品零售29,324亿元，增长8.5%，增速环比提升1.5pct。餐饮收入3,631亿元，同比增长9.4%，增速环比提升0.9pct。

图 3: 5 月城镇/乡村社零同比增长 8.5/9.0%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

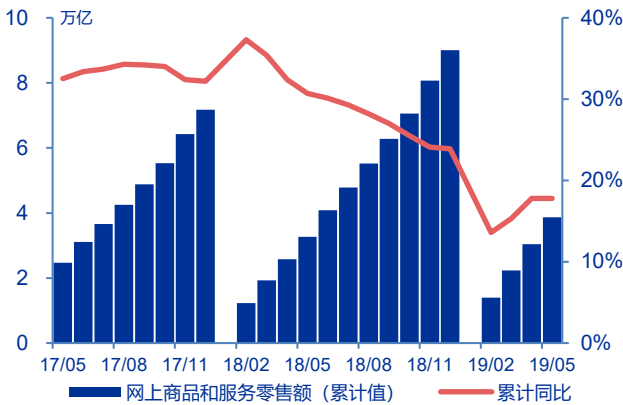
图 4: 5 月商品/餐饮零售额同比增长 8.5/9.4%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

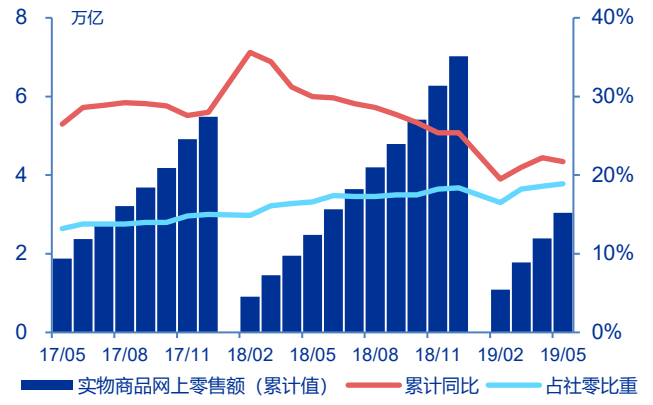
线上消费保持高速增长，线上销售占比提升。1-5月网上零售额38,641亿元，同比增长17.8%，增速环比持平。实物商品网上零售额30,415亿元，同比增速21.7%，增速比同期社零总额增速高13.6pct。实物商品网上零售额占社零比重为18.9%，占比环比提升0.3pct，较去年同期提升2.3pct。

图 5: 1-5 月网上零售额同比增长 17.8%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

图 6: 1-5 月实物商品网上零售额同比增长 21.7%

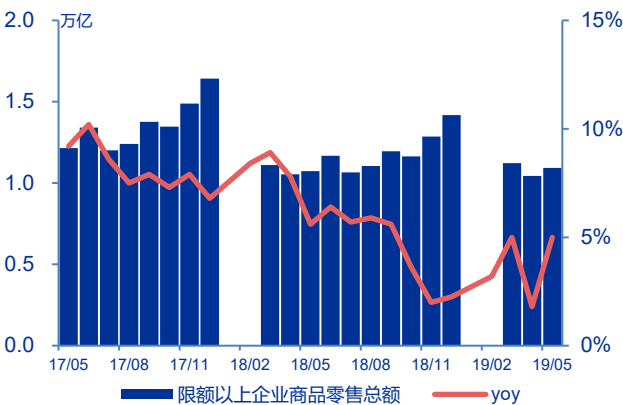


资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

1.2 必需消费增速稳定, 可选消费环比改善

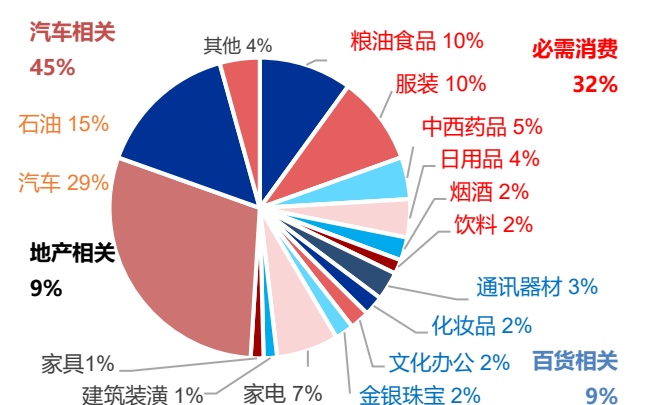
5 月限额以上商品零售总额 10,939 亿元, 同比增长 5.0%, 增速环比提升 3.2pct、同比提升-0.6pct。必需消费零售总额 3520 亿元, 占比 32.2%。可选消费零售总额 6948 亿元, 占比 63.5%。其中百货相关品类零售总额 1019 亿元, 占比 9.3%; 地产相关品类零售总额 1038 亿元, 占比 9.5%; 汽车相关品类零售总额 4891 亿元, 占比 44.7%。

图 7: 5 月限额以上商品零售总额同比增长 5.0%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

图 8: 5 月汽车相关品类占比 45%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

表 1: 限额以上商品零售总额分类标准

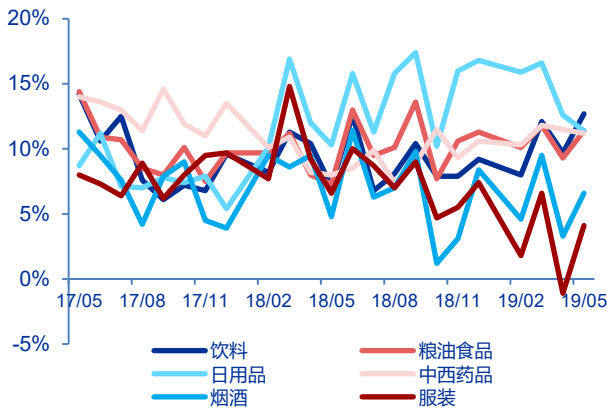
类别	细分品类	简称
必需消费	粮油、食品	粮油食品
	服装鞋帽、针、纺织品	服装
	中西药品	中西药品
	日用品	日用品
	烟酒	烟酒
	饮料	饮料
百货相关	通讯器材	通讯器材
	化妆品	化妆品
	文化办公用品	文化办公
	金银珠宝	金银珠宝

地产相关	家用电器和音像器材	家电
	建筑及装潢材料	建筑装潢
	家具	家具
汽车相关	汽车	汽车
	石油及制品	石油
其它	其他	其它

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

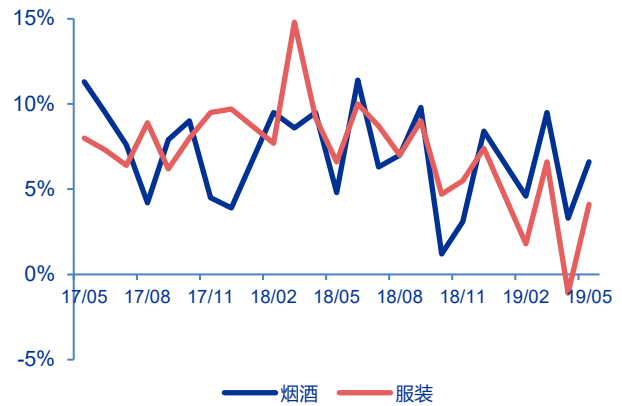
必需消费相对稳定，增速保持高位。（1）多数必需消费品类保持两位数高增长，日用品、中西药品增速环比小幅回落，饮料、粮油食品、日用品、中西药品同比增速分别 12.7%、11.4%、11.4%、11.2%，增速环比分别提升 3.0pct、2.1pct、-1.2pct、-0.3pct；（2）烟酒、服装增速环比提升，服装增速由负转正。烟酒、服装同比增速分别为 6.6%、4.1%，增速环比分别提升 3.3pct、5.2pct。

图 9：5 月多数必需消费品类保持两位数高增长



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

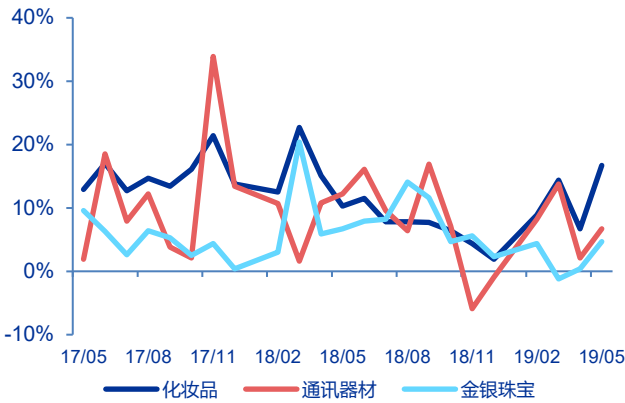
图 10：5 月烟酒、服装增速环比提升



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

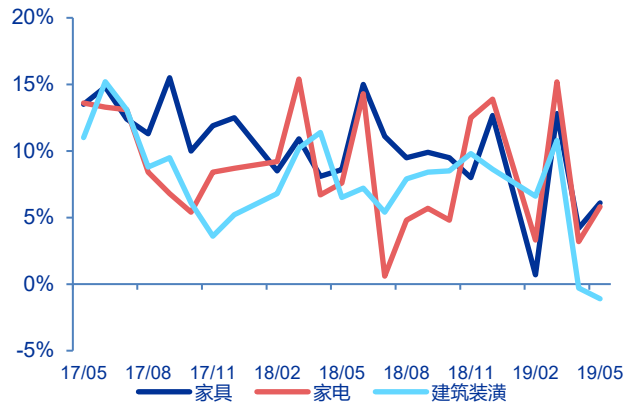
可选消费增速环比改善，增速普遍回升。（1）百货相关品类增速提振，化妆品增速环比大幅提升。化妆品、通讯器材、金银珠宝同比增速分别为 16.7%、6.7%、4.7%，增速分别环比提升 10.0pct、4.6pct、4.3pct；（2）地产相关品类中，家具、家电增速提升，建筑装潢跌幅小幅扩大。家具、家电、建筑装潢同比增速分别 6.1%、5.8%、-1.1%，增速环比分别提升 1.9pct、2.6pct、-0.8pct；（3）汽车相关品类中，汽车增速由负转正，石油增速环比提升。石油、汽车同比增速 3.1%、2.1%，增速环比提升 3.0pct、4.2pct、同比提升-10.9pct、3.1pct。

图 11: 5 月百货相关品类增速提振



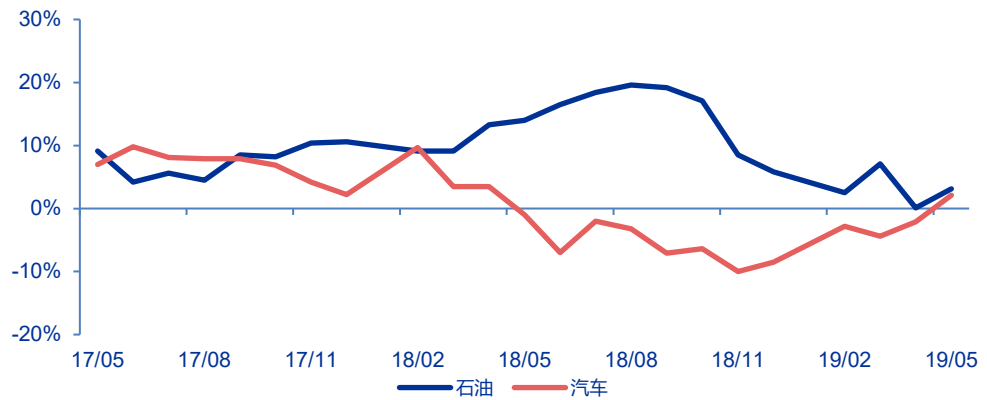
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 12: 5 月家具/家电增速提升，建筑装饰跌幅扩大



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 13: 5 月汽车相关品类中，汽车增速由负转正，石油增速环比提升

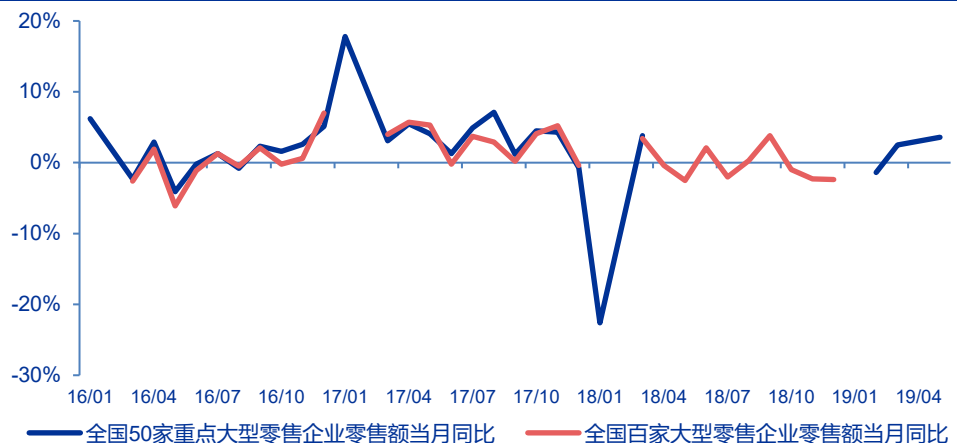


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.3 大型零售企业数据回暖，CPI 涨幅扩大

大型零售企业数据回暖。5 月全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增长 3.6%，增速较 3 月提升 1.1pct，较去年同期提升 7.0pct。

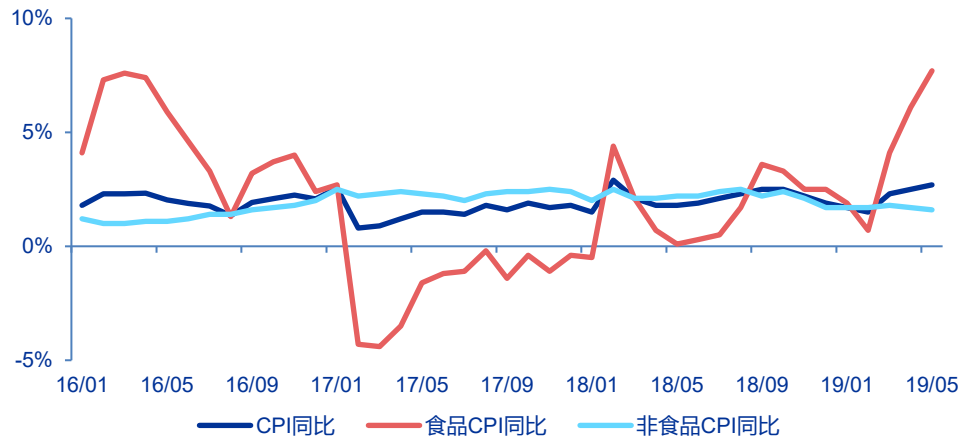
图 14: 5 月全国“50 家”零售额同比增长 3.6%



资料来源：中华全国商业信息中心，申万宏源研究

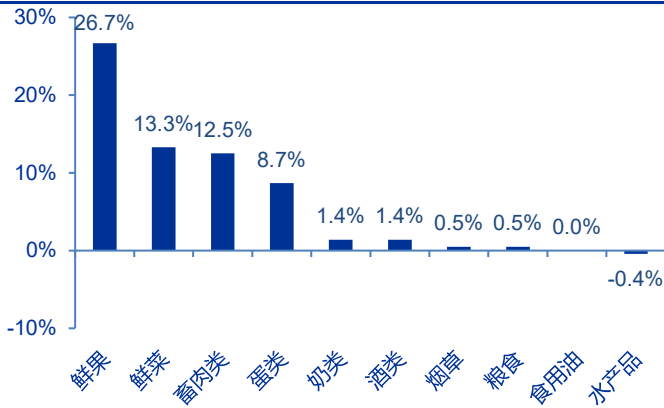
鲜果、畜肉等食品价格上涨推动 CPI 涨幅扩大。5 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅环比提升 0.2pct。其中食品价格上涨 7.7%，非食品价格上涨 1.6%。（1）鲜果价格上涨 26.7%，影响 CPI 上涨约 0.48pct。我们认为，本轮水果涨价主要系极端天气影响致使水果库存不足所致，不具备持续性。随着夏天到来，其它具有替代性的应季水果大量上市，水果涨价潮预计逐步消退；（2）畜肉类价格上涨 12.5%，影响 CPI 上涨约 0.51pct。其中猪肉价格上涨 18.2%，影响 CPI 上涨约 0.38pct。我们认为，猪肉产能下降叠加季节性旺季来临，猪肉价格对 CPI 的推升作用可能保持强势，通胀或将保持温和上涨趋势。

图 15: 5 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅环比提升 0.2pct



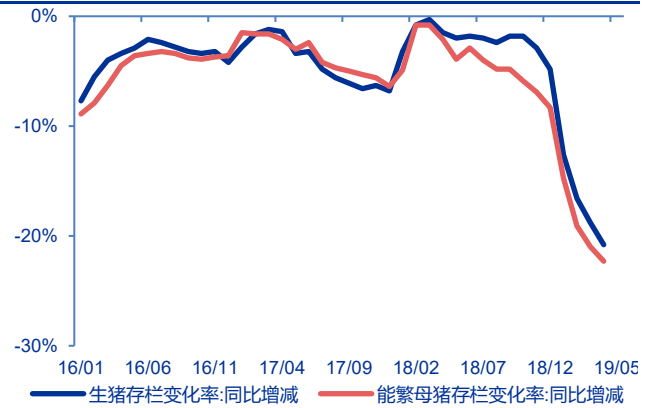
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 16: 5 月 CPI 上涨主要由食品价格上涨所致



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 17: 2019 年 1 月以来生猪存栏大幅下降



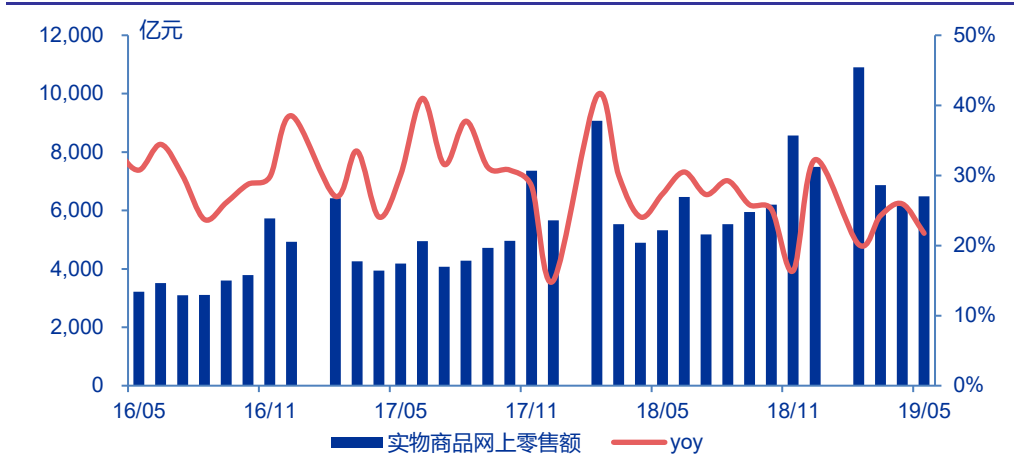
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2. 服饰与电商: 受 618 影响需求延后, 线上零售增速放缓

5 月份线上实物商品零售增速环比下降, 受 618 影响整体需求有所压制。根据国家统计局数据, 2019 年 1-5 月份网上实物商品零售额实现 3.0 万亿元, 同比增长 22.5%, 1-5 月线上零售占社会消费品零售总额的比重达到 18.9%。单月份来看, 5 月份网上实物商品

零售额实现 6482 亿元，同比增长 21.7%，增速环比放缓 3.3pct，我们认为主要受到 618 影响，2019 年阿里、京东等头部电商平台加大年中电商旺季推广力度。

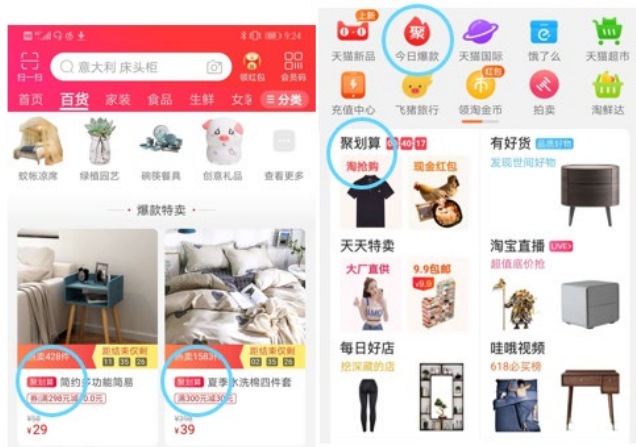
图 18: 实物商品网上零售额增速



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

从平台经营来看，今年 618 主要平台加强了对下沉市场的强调。其中，阿里平台聚划算成为主引擎。手机淘宝 app 主搜页面改版，聚划算商品打标突出显示，并强化活动价格的透出。阿里规划聚划算在天猫 618 期间为品牌商家带来超 3 亿新客，使得天猫 618 成为上半年更大规模的电商节。京东平台“疯狂 66 小时”活动向下渗透。京东每天会陆续开启 20 个左右的的城市，用户可通过京东 APP 定位在当地，为城市集赞平分红包。该活动覆盖国内 360 多个城市，主要是以三线以及三线以下城市。

图 19: 手淘 app 多个重要推荐位突出聚划算



资料来源：手机淘宝截图，申万宏源研究

图 20: 京东“疯狂 66 小时”活动



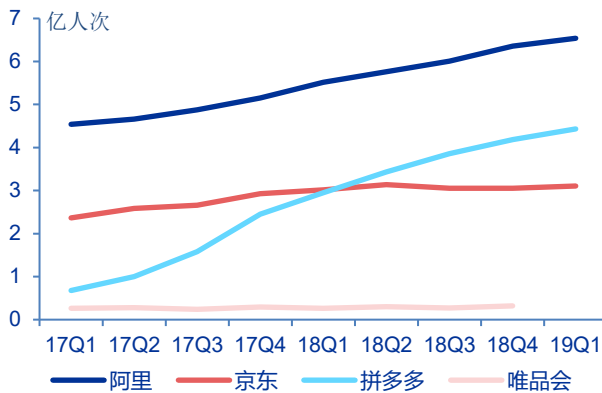
资料来源：京东 app 截图，申万宏源研究

5 月单月线上零售增速受到小幅干扰，我们后续仍看好 2019 年线上 GMV 规模持续扩容。我们认为 2019 年在持续扩张下沉市场、强化精准营销、直播电商不断创新的基础上，加之社交电商新模式兴起，电商平台有望在用户规模、用户粘性及转化率方面进一步提升，从而推动线上成交额持续扩容。

用户规模方面，阿里巴巴、拼多多仍在持续扩容。2019 年一季度阿里巴巴活跃用户增长 2500 万至 6.5 亿，从 2019 财年来看，阿里活跃买家数量较上年增加 1.02 亿，80% 的年度活跃消费者增长来自下沉市场。2019 年一季度拼多多活跃买家数量增长 2500 万至 4.4

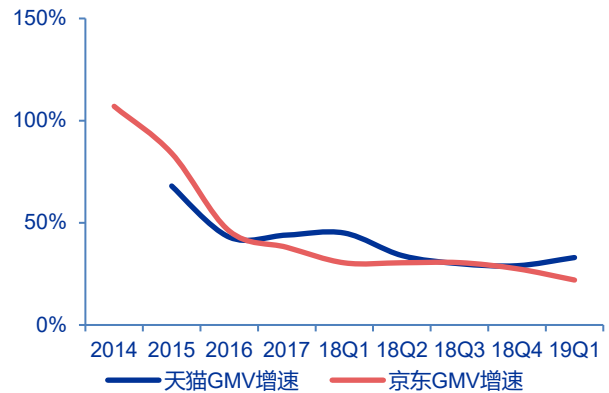
亿，平台对低线城市用户进行网上购物和销售商品实现了成功引流，从长期发展角度，我们预计拼多多在中国电商市场用户渗透空间有望达到 6.3 亿，仍有稳定增长空间。

图 21：阿里、拼多多用户规模持续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：19Q1 阿里京东 GMV 增速有所分化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：19Q1 京东不再披露季度 GMV，19Q1 为申万宏源研究推算值。

GMV 增长方面，高基数下增速放缓，阿里一季度表现优异。2015 年来，天猫平台、京东平台整体 GMV 增速在高基数下增速放缓，19Q1 阿里旗下天猫平台 GMV 增长 33% 增速抬头；京东平台不再披露单季度 GMV 情况，我们根据行业情况推算 GMV 增长约 22%；拼多多持续高增长，单季度 GMV 增速 234%。

2.1 服装品类：5 月整体价升量跌，看好 6 月需求爆发

5 月服装消费均价继续保持提升，销量受 618 后置影响有所下滑，带动交易金额同比下降。淘宝网数据显示，从单件均价来看，5 月份线上阿里体系的服装品类延续提升势头，男装、女装件均价分别增长 27.3%、7.8%，均创下近 3 个月新高，线上消费的升级趋势仍在推进。销量来看，5 月线上阿里体系的服装消费显著受到 6 月份电商活动季需求压制影响，男、女、童装有所下滑。总体来看，成交金额整体呈现下行趋势，仍需结合 6 月份情况分析。

表 2：服装品类线上月度销售情况

品类	月份	成交金额 (亿元)	成交金额 yoy	销量 (亿件)	销量 yoy	件均价 (元)	件均价 yoy
男装	3月	111	24.4%	0.91	3.4%	121	20.3%
	4月	112	14.0%	1.09	-2.1%	104	16.4%
	5月	110	2.4%	1.07	-19.6%	103	27.3%
女装	3月	240	11.1%	2.18	3.1%	110	7.7%
	4月	206	-11.1%	2.15	-15.1%	96	4.7%
	5月	205	-19.8%	2.24	-25.6%	92	7.8%
童装	3月	45	5.1%	0.92	-1.4%	49	6.5%
	4月	49	-1.1%	1.16	-6.5%	43	5.8%
	5月	55	-14.5%	1.35	-22.5%	40	10.3%
家纺	3月	20	11.7%	0.20	0.0%	102	11.6%
	4月	23	3.4%	0.25	-2.8%	93	6.3%

品类	月份	成交金额 (亿元)	成交金额 yoy	销量 (亿件)	销量 yoy	件均价 (元)	件均价 yoy
	5月	27	-7.5%	0.30	-8.0%	88	0.6%
内衣	3月	51	8.5%	1.02	-3.1%	49	12.0%
	4月	47	5.9%	1.01	-8.4%	46	15.6%
	5月	48	-4.7%	1.04	-14.6%	46	11.6%
箱包	3月	25	1.5%	0.22	-9.9%	111	12.6%
	4月	21	-12.4%	0.20	-26.1%	105	18.5%
	5月	22	-17.7%	0.22	-26.0%	100	11.2%

资料来源：淘宝网，申万宏源研究

男装品类方面，淘宝网数据显示，2019年5月份线上阿里体系的行业成交金额增速整体放缓至2.4%，其中销售量大幅下滑19.6%，件均价提升27.3%。品牌方面，龙头品牌表现良好，C10达到17.9%，集中度进一步提升，南极人、花花公子等品牌继续占据头部市占率。

表 3：男装阿里平台 4-5 月头部品牌销售情况

品牌-5月	成交金额 (亿元) -5月	品牌-4月	成交金额 (亿元) -4月
plover	3.0	初策	3.8
playboy/花花公子	2.4	playboy/花花公子	2.6
jervie mix/杰维麦	2.2	rojarden/路杰顿	1.9
rojarden/路杰顿	2.1	南极人	1.8
南极人	2.0	uniqlo/优衣库	1.8
主兹	1.7	主兹	1.6
booxcock/报喜公鸡	1.7	playboy vip collection	1.5
褚派	1.6	褚派	1.4
playboy vip collection	1.5	jervie mix/杰维麦	1.4
uniqlo/优衣库	1.4	苏格森	1.3

资料来源：淘宝网，申万宏源研究

女装品类方面，淘宝网数据显示，2019年5月份线上阿里体系的行业成交金额增速整体下滑14.5%，销售量大幅下滑22.5%，件均价提升10.3%。品牌方面，C10达到4.0%，品类属性影响集中度偏低，但较4月份环比提升了0.4pct，头部品牌优势有所扩大。

表 4：女装阿里平台 4-5 月头部品牌销售情况

品牌-5月	成交金额 (亿元) -5月	品牌-4月	成交金额 (亿元) -4月
uniqlo/优衣库	1.3	uniqlo/优衣库	1.9
派睿斯	1.2	依妮澜	1.0
vero moda	1.0	vero moda	0.9
only	1.0	only	0.8
ur	0.8	hstyle/韩都衣舍	0.6
hstyle/韩都衣舍	0.8	ur	0.5
peacebird/太平鸟	0.6	南极人	0.5
三彩	0.5	乐町	0.4
mg 小象	0.5	peacebird/太平鸟	0.4
semir/森马	0.5	rumere/戎美	0.4

资料来源：淘宝网，申万宏源研究

童装品类方面，淘宝网数据显示，2019年5月份线上阿里体系的行业成交金额增速整体下滑19.8%，其中销售量大幅下滑25.6%，件均价提升7.8%。品牌方面，5月份行业阿里体系C10达到9.4%，较4月份环比下降了1.4pct，整体有所波动。

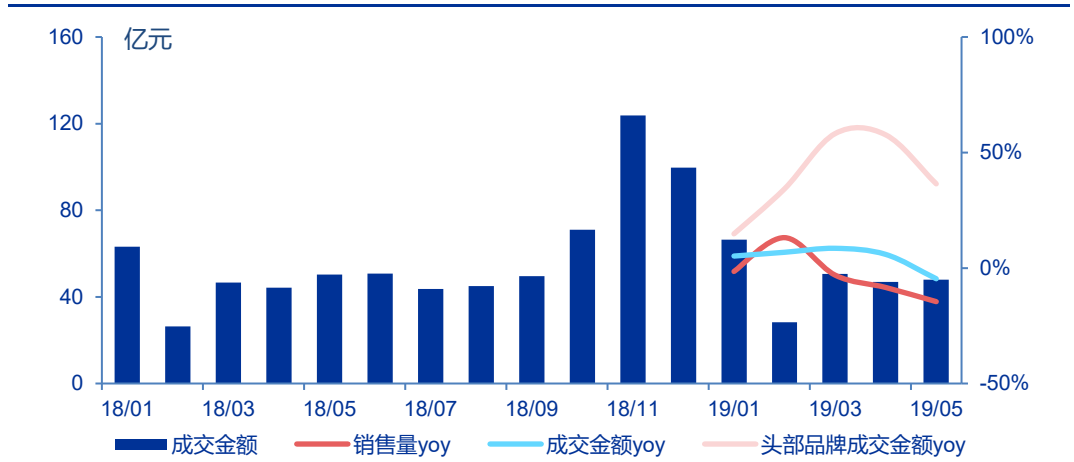
表 5：童装阿里平台 4-5 月头部品牌销售情况

品牌-5月	成交金额 (亿元) -5月	品牌-4月	成交金额 (亿元) -4月
巴拉巴拉	1.9	巴拉巴拉	1.8
南极人	0.8	南极人	0.9
bejirog/北极绒	0.4	dave & bella	0.4
dave & bella	0.3	辰辰妈	0.4
辰辰妈	0.3	bejirog/北极绒	0.4
anta/安踏	0.3	mini balabala	0.3
annil/安奈儿	0.3	hello kitty/凯蒂猫	0.3
hello kitty/凯蒂猫	0.3	anta/安踏	0.3
deesha/笛莎	0.3	annil/安奈儿	0.3
uniqlo/优衣库	0.3	uniqlo/优衣库	0.3

资料来源：淘宝网，申万宏源研究

内衣品类方面，淘宝网数据显示，2019年5月份线上阿里体系的行业成交金额增速整体下滑4.7%，其中销售量大幅下滑14.6%，件均价提升11.6%。品牌方面，我们重点推荐的南极电商旗下的南极人品牌增速持续领跑行业，市占率同比提升显著，品类龙头地位稳固。

图 23：内衣品类线上阿里体系交易额变化情况



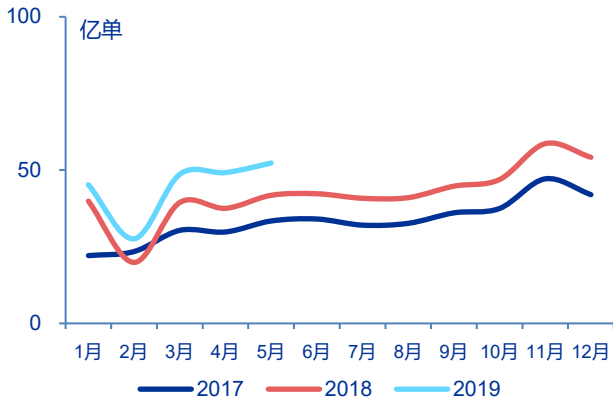
资料来源：淘宝网，申万宏源研究

2.2 快递：行业单量延续高增长态势

2019年1-5月快递单量同比增长24.9%，其中5月单量增速为25.2%。预计6月份单量接近52.5亿单，同比增长24.1%。从5月份来看，单月增量预计为10.3亿件，为今年以来单月最大的增量。除了四月底到五月初“双品网购节”的拉动外，5月份新鲜水果大量上市，如广东、广西和海南的荔枝，山东和辽宁的樱桃等应季部分水果主产区业务量激增。根据国家邮政局统计，以重点品牌快递公司为例，“双品网购节”期间（4月28日-5月10日）业务量超过20亿单，同比增长28%，带动同期全国实物商品网络零售额2850

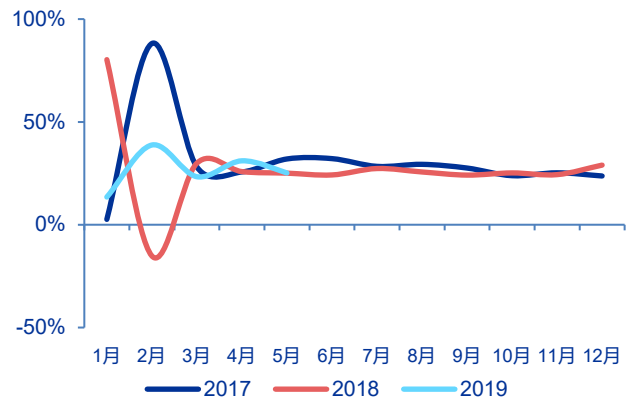
亿元。另一方面，在拼多多等新型电商平台的带动下，农产品网购率持续提升，5月份农村整体快递业务量比城市高7个百分点。

图 24: 历年单月快递单量情况



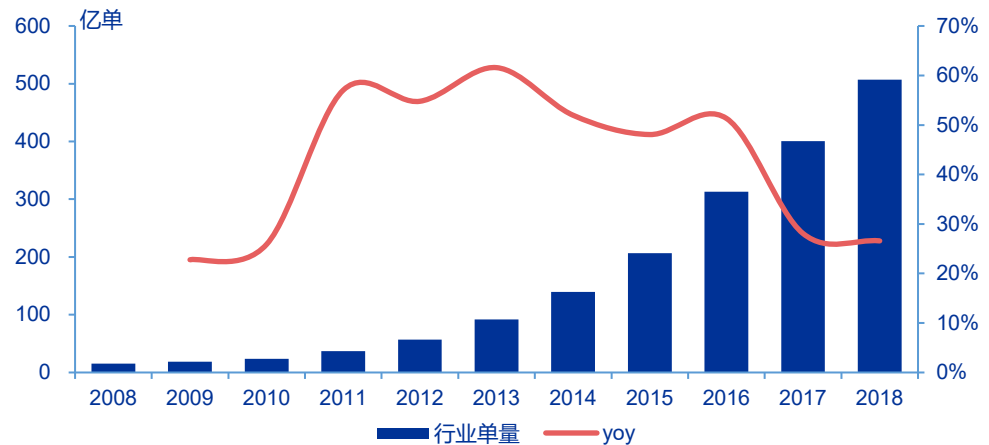
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 25: 历年单月快递单量增速情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 26: 2008-2018 年行业单量及增速

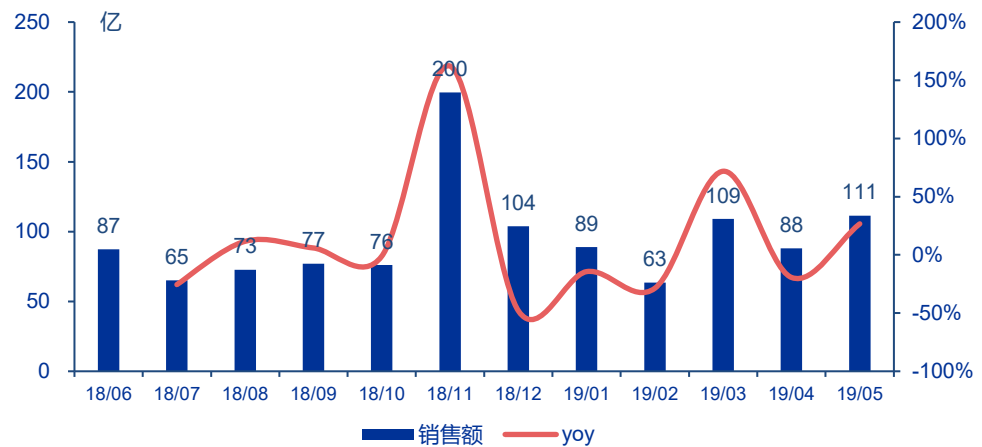


资料来源: Wind, 申万宏源研究

3. 化妆品: 电商快速增长, 国际大牌强势, 本土品牌分化

夏天化妆品旺季逐步到来, 天猫平台 19 年 5 月护肤品 GMV 达 111 亿。18 年天猫美妆同比增长约 60%, 19 年仍然保持较快增长。美容护肤品类在 18 年 11 月由于双十一大促达到 200 亿的高峰后, 环比略有回落, 19Q2 后随着夏季化妆品使用旺季来临, 5 月环比增长 26.7%达到 111 亿元。

图 27: 天猫平台 19 年 5 月美容护肤品类 GMV 达 111 亿



资料来源: 淘宝网, 申万宏源研究

国际大牌消费爆发, 本土品牌分化。以欧莱雅集团为首的国际大牌强势, 淘宝网数据显示, 2019 年 5 月, L'oreal/欧莱雅品牌市占率第一, 仍然实现同比 154% 增长单月破 2 亿 GMV, 集团旗下 Lancome/兰蔻品牌单月同比增长 150% 实现 GMV 1.6 亿, 市占率排名第二, 药妆 Skinceuticals/修丽可进击中国市场, 单月实现同比 544% 增长到 4700 万 GMV。本土品牌分化, 上市公司旗下品牌表现良好。本土品牌中自然堂拔得头筹, 月 GMV 同比增长 16% 近 9 千万。上市公司里, 上海家化的佰草集单月同比增长近 40%, GMV 近 1500 万, 御家汇旗下御泥坊单月 GMV 恢复同比高增长 92% 超 2400 万。珀莱雅主品牌当月 GMV 同比减少 10% 达 6300 万元, 主要是 18 年基数由于优惠券原因高估, 根据化妆品媒体聚美丽数据, 同比增长仍有近 50%。

表 6: 国际主要品牌护肤类目天猫渠道同比增长普遍较高

所属公司	品牌	项目	1 月同比	2 月同比	3 月同比	4 月同比	5 月同比	5 月市占率
资生堂	Shiseido/资生堂	销量	-69%	-40%	-70%	-40%	-3%	
		销售额	-14%	26%	-7%	117%	145%	0.33%
雅诗兰黛	Eestee Lauder/雅诗兰黛	销量	65%	56%	71%	87%	100%	
		销售额	72%	51%	51%	58%	40%	0.66%
	La Mer/海蓝之谜	销量	96%	107%	78%	57%	143%	
		销售额	99%	46%	50%	10%	129%	0.30%
欧莱雅	Lancome/兰蔻	销量	579%	630%	666%	811%	-6%	
		销售额	155%	137%	149%	151%	120%	1.44%
	L'oreal/欧莱雅	销量	15%	101%	57%	51%	65%	
		销售额	46%	113%	127%	102%	154%	1.81%
Skinceuticals/修丽可	销量	184%	475%	143%	340%	600%		
	销售额	201%	330%	123%	245%	544%	0.42%	
宝洁	Olay/玉兰油	销量	19%	58%	74%	113%	124%	
		销售额	3%	5%	69%	68%	88%	1.23%
	SK-II	销量	2%	44%	34%	153%	158%	
		销售额	7%	37%	21%	34%	100%	0.63%
爱茉莉太平洋	Sulwhasoo/雪花秀	销量	-59%	83%	-97%	-98%	221%	
		销售额	-42%	41%	-12%	-59%	191%	0.18%

	Innisfree/悦诗风吟	销量	-9%	-9%	-27%	-40%	-13%	
		销售额	8%	-4%	1%	15%	35%	0.33%
LG 生活	Whoo/后	销量	6%	52%	30%	-11%	182%	
		销售额	30%	75%	63%	3%	181%	0.47%

资料来源：淘宝网，申万宏源研究

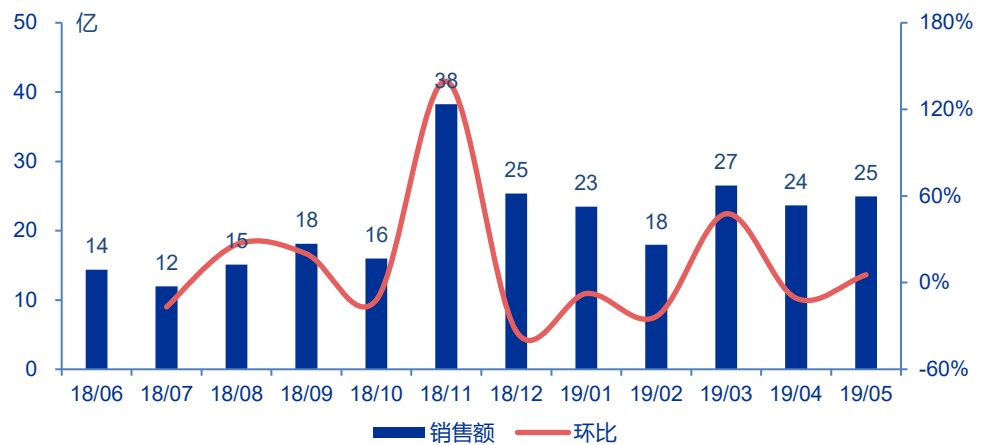
表 7：本土品牌护肤类目天猫渠道同比增长分化，上市公司旗下品牌表现良好

所属公司	品牌	项目	1月同比	2月同比	3月同比	4月同比	5月同比	5月市占率
上海家化	Herborist/佰草集	销量	-10.8%	70.3%	6.3%	-39.6%	28.7%	
		销售额	-23.4%	79.4%	21.9%	-38.9%	39.9%	0.13%
御家汇	Gf/高夫	销量	-4.9%	33.4%	15.5%	-20.1%	1.1%	
		销售额	2.1%	40.7%	7.3%	-18.6%	8.0%	0.11%
	御泥坊	销量	-42.3%	-24.4%	75.3%	10.9%	31.3%	
		销售额	-38.7%	-61.7%	107.6%	40.1%	92.7%	0.22%
珀莱雅	小迷糊	销量	-45.4%	88.7%	-51.3%	-31.3%	-51.3%	
		销售额	-35.8%	70.0%	-42.6%	-21.8%	-46.3%	0.10%
	Proya/珀莱雅	销量	44.9%	66.9%	-5.1%	-24.8%	-29.8%	
		销售额	55.8%	76.4%	19.7%	-5.2%	-10.1%	0.57%
Hapsody/悦芙媞	销量	-63.7%	-51.8%	-68.0%	-84.0%	-56.7%		
	销售额	-81.6%	-72.0%	-81.2%	-88.1%	-61.8%	0.01%	
丸美	Marubi/丸美	销量	13.3%	11.0%	7.0%	-18.0%	-7.7%	
		销售额	34.1%	4.9%	18.5%	-0.8%	7.3%	0.35%
伽蓝	Chando/自然堂	销量	-9.3%	45.8%	0.4%	8.8%	7.8%	
		销售额	-6.3%	41.0%	10.2%	13.7%	16.4%	0.79%
上美	One Leaf/一叶子	销量	-62.0%	-2.0%	-71.8%	-97.4%	-99.1%	
		销售额	-66.6%	-49.9%	-74.1%	23.9%	-99.5%	0.00%
	Kans/韩束	销量	-35.1%	11.4%	-31.9%	-43.1%	-37.7%	
		销售额	-33.5%	5.4%	-21.6%		-24.7%	0.29%
华熙生物	润百颜	销量					40.5%	
		销售额					6.2%	0.07%

资料来源：淘宝网，申万宏源研究

彩妆时代来临，借力新媒体营销，天猫平台 18 年 5 月彩妆 GMV 达 25 亿。国际品牌高端大众定位全面发力，本土品牌杀出黑马。国际高端品牌 Givenchy/纪梵希、YSL/圣罗兰、Armani/阿玛尼三足鼎立，淘宝网数据显示，5 月天猫渠道 GMV 市占率在 2-3%，对应 GMV 在 6000-7000 万，增速超 100%。国际大众品牌 Mac/魅可和 Maybelline/美宝莲分别属于雅诗兰黛集团和欧莱雅集团，两强林立，市占率 2-3%。本土品牌完美日记全面爆发，5 月天猫 GMV 同比增长近 9 倍达 2.2 亿元，天猫彩妆品类市占率近 9%，远超其他品牌。本土老牌代表卡姿兰和年轻化领军代表美康粉黛位居第二梯队，市占率超 2%，单月 GMV 实现 25-30% 增长。

图 28: 天猫平台 19 年 5 月彩妆 GMV 达 25 亿元



资料来源: 淘宝网, 申万宏源研究

表 8: 天猫平台 19 年 5 月国际品牌彩妆普遍表现较好

所属公司	品牌	项目	1 月同比	2 月同比	3 月同比	4 月同比	5 月同比	5 月市占率
LVMH	Givenchy/纪梵希	销量	208%	118%	62%	27%	89%	
		销售额	312%	120%	2%	34%	108%	2.43%
	Bobbi Brown/芭比波朗	销量	53%	96%	44%	80%	96%	
		销售额	44%	72%	32%	100%	83%	0.32%
	Benefit/贝玲妃	销量	112%	144%	107%	35%	34%	
		销售额	71%	115%	99%	34%	42%	0.14%
	Guerlain/娇兰	销量	238%	368%	146%	264%	163%	
		销售额	164%	249%	76%	48%	94%	0.27%
雅诗兰黛	Estee Lauder/雅诗兰黛	销量	157%	122%	92%	62%	134%	
		销售额	142%	100%	92%	-30%	84%	1.84%
	Mac/魅可	销量	25%	146%	62%	33%	183%	
		销售额	21%	36%	-7%	38%	163%	2.15%
花王	Sofina/苏菲娜	销量	-2%	24%	-28%	196%	569%	
		销售额	10%	57%	-9%	269%	245%	0.55%
资生堂	Shiseido/资生堂	销量	-94%	-86%	-97%	-72%	188%	
		销售额	-77%	-54%	-88%	-31%	124%	0.06%
	Ipsa/茵芙莎	销量	-6%	7%	-23%	14%	61%	
		销售额	-1%	-25%	-33%	1%	68%	0.09%
欧莱雅	Maybelline/美宝莲	销量	5%	88%	43%	49%	52%	
		销售额	17%	110%	56%	71%	72%	2.83%
	Lancome/兰蔻	销量	79%	103%	201%	116%	252%	
		销售额	56%	49%	145%	-4%	158%	1.77%
	Armani/阿玛尼	销量	63%	172%	61%	167%	188%	
		销售额	40%	107%	57%	155%	153%	2.16%
	YSL/圣罗兰	销量	154%	242%	204%	59%	-79%	
		销售额	197%	295%	306%	-3%	93%	3.05%
	Shu Uemura/植村秀	销量	25%	20%	-15%	63%	135%	

		销售额	26%	16%	-5%	-3%	46%	0.21%
爱茉莉太平洋	Innisfree/悦诗风吟	销量	-25%	-11%	-15%	-10%	10%	
		销售额	-9%	-11%	-9%	7%	18%	0.53%
	Etude House/伊蒂之屋	销量	-47%	39%	-4%	13%	18%	
		销售额	-46%	47%	-6%	10%	9%	0.15%
其它	Kiko Milano	销量	74%	229%	36%	-100%	-100%	
		销售额	178%	392%	123%	-100%	-100%	0.00%
	Mistine/蜜丝婷	销量	-68%	-50%	-81%	-83%	35%	
		销售额	-80%	-62%	-86%	-89%	39%	0.05%
	Kiss me/奇士美	销量	-59%	-72%	-87%	-46%	-70%	
		销售额	-63%	-72%	-87%	-37%	-72%	0.03%

资料来源：淘宝网，申万宏源研究

表 9：天猫平台 19 年 5 月本土品牌杀出黑马

品牌	项目	1月 同比	2月 同比	3月 同比	4月 同比	5月 同比	5月市占率
Herborist/佰草集	销量	-75%	-20%	-77%	-85%	-49%	
	销售额	-66%	12%	-64%	-73%	-35%	0.00%
Gf/高夫	销量	23%	41%	20%	-5%	-4%	
	销售额	46%	56%	30%	4%	10%	0.01%
御泥坊	销量	74%	84%	156%	443%	188%	
	销售额	63%	-32%	73%	347%	165%	0.02%
Proya/珀莱雅	销量	73%	129%	152%	210%	139%	
	销售额	57%	99%	117%	173%	120%	0.35%
Carslan/卡姿兰	销量	9%	41%	29%	20%	28%	
	销售额	20%	31%	41%	25%	34%	2.22%
Marie Dalgar/玛丽黛佳	销量	-19%	6%	-17%	10%	-33%	
	销售额	-23%	-3%	-92%	10%	-38%	0.99%
Chioture/稚优泉	销量	114%	271%	1985%	125%	104%	
	销售额	87%	231%	95%	86%	78%	1.97%
美康粉黛	销量	204%	357%	68%	-12%	40%	
	销售额	223%	294%	89%	-8%	24%	2.04%
健美创研	销量	5%	72%	21%	25%	63%	
	销售额	-12%	56%	12%	13%	55%	1.47%
思尚	销量	-19%	-8%	-29%	-48%	-23%	
	销售额	-33%	-37%	-38%	-48%	-36%	0.09%
透真	销量	44%	77%	0%	-44%	8%	
	销售额	43%	-24%	-2%	-41%	11%	0.59%
Amy/安美	销量	150%	237%	135%	43%	-15%	
	销售额	124%	72%	185%	90%	17%	0.66%
Perfect Diary/完美日记	销量	2523%	1874%	1737%	777%	797%	
	销售额	2288%	1520%	1659%	811%	893%	8.97%

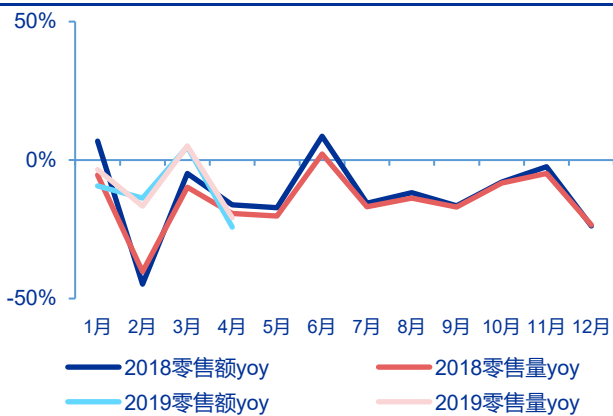
资料来源：淘宝网，申万宏源研究

4. 家电家居：厨电基本面筑底，小家电亮点可寻

4.1 烟机、灶具 4 月零售量/额大幅回落，海尔烟灶表现亮眼

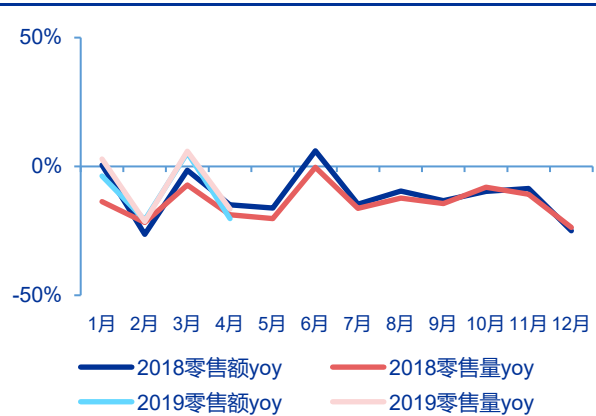
根据中怡康数据,4月份油烟机线下零售量和零售额增速分别同比减少20.8%和24.2%,燃气灶零售量和零售额增速分别同比减少16.5%和20.2%,相比于3月份烟机和灶具5%左右的增长回落较大。2019年初至今地产回暖对厨电行业业绩拉动有望在三季度兑现。短期看随着渠道下沉和品类扩充,厨电龙头集中度有待提高;长期看厨电产品渗透率仍未饱和,厨电市场仍有较大增长空间。

图 29: 油烟机零售量/额同比减少 20.8%和 24.2%



资料来源: 中怡康, 申万宏源研究

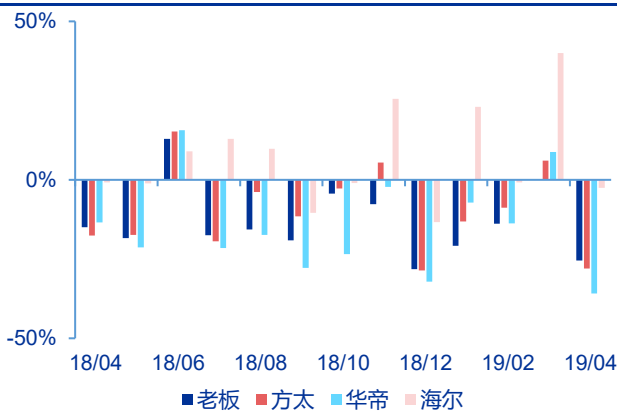
图 30: 燃气灶零售量/额同比减少 16.5%和 20.2%



资料来源: 中怡康, 申万宏源研究

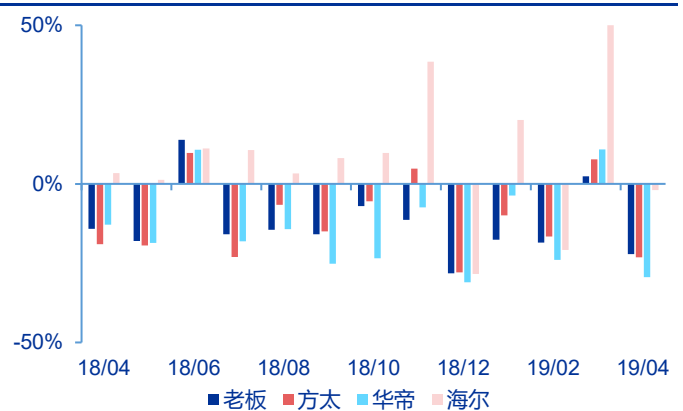
专业厨电增速下滑、海尔表现稳健。重点公司方面,老板、方太、华帝、海尔4月份烟机零售额增速分别同比减少25.5%、28.0%、35.9%和2.5%,灶具分别同比减少22.1%、23.2%、29.4%和2.0%。零售均价方面2019年4月,海尔/万和油烟机均价提升幅度最大,分别同比提升6.0%和0.6%;海尔/万和燃气灶均价提升幅度最大,分别同比提升5.2%和1.0%。

图 31: 油烟机 4 月零售额增速海尔表现稳健



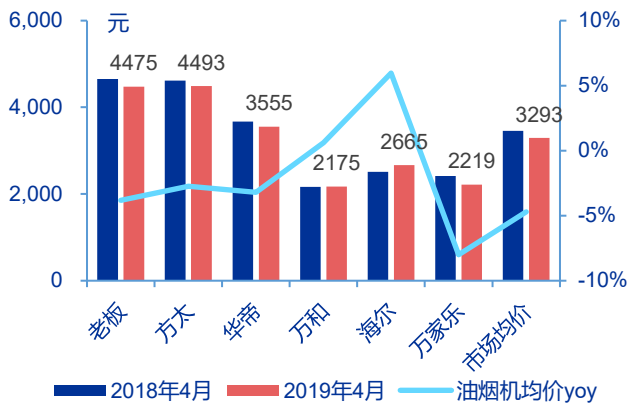
资料来源: 中怡康, 申万宏源研究

图 32: 燃气灶 4 月份零售额增速海尔表现稳健



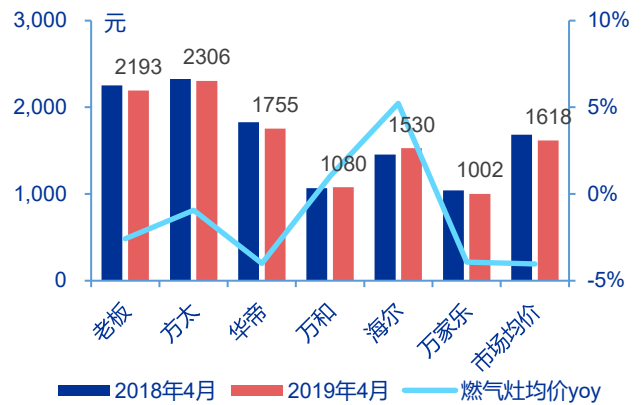
资料来源: 中怡康, 申万宏源研究

图 33: 海尔烟机 4 月零售均价同比增幅最高



资料来源: 中怡康, 申万宏源研究

图 34: 海尔燃气灶 4 月均价同比增幅最高



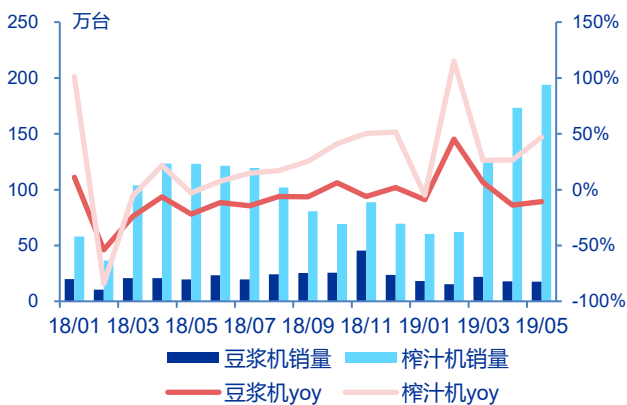
资料来源: 中怡康, 申万宏源研究

4.2 小家电、新兴厨电 5 月线上延续高增长

A、小家电电商数据

厨房小家电增速差异扩大: 根据淘宝网数据, 2019 年 5 月全网厨房小家电品类间差异继续分化。其中, 代表品类榨汁机全网 (天猫+淘宝, 下同) 销售量/额达 194.0 万台/2.49 亿元, 同比增长 57.74%/41.02%, 均价同比下跌 10.6%; 豆浆机全网销售量/额达 17.6 万台/0.79 亿元, 同比下跌 10.79%/增长 12.76%, 均价同比增长 26.4%。我们分析 5 月上述品类增长趋势差异明显的原因在于: 榨汁机品类低价高频, 价格延续下降趋势, 降低消费者尝鲜成本, 有利于线上销量的迅速增长; 豆浆机品类均价提升带动销售额增长, 销量受豆浆机均价提升和破壁机品类的迅速增长两方面压制, 同比有所下滑。

图 35: 5 月榨汁机全网销量增速大幅提升



资料来源: 淘宝网, 申万宏源研究

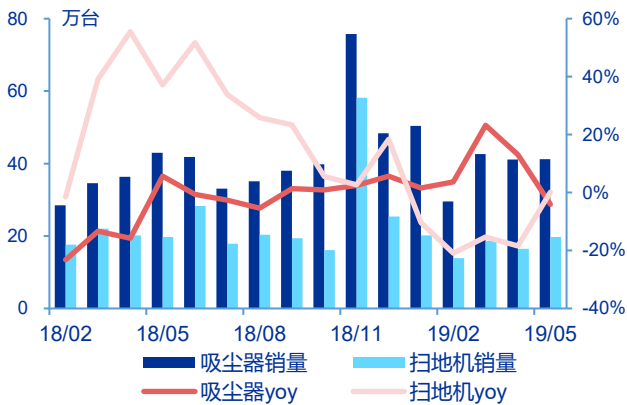
图 36: 5 月榨汁机全网均价同比下跌



资料来源: 淘宝网, 申万宏源研究

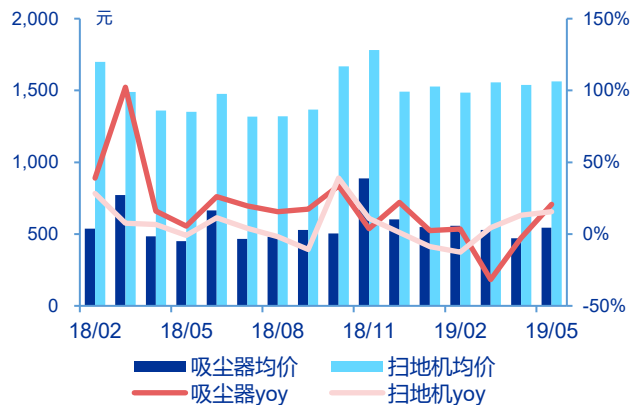
环境小家电增速差异缩小: 根据淘宝网数据, 2019 年 5 月新兴品类扫地机销量增速由负转正, 传统品类吸尘器销量增速下滑。扫地机全网销售量/额达 19.7 万台/3.09 亿元, 同比增长 0.18%/15.89%, 均价同比增长 15.7%; 吸尘器天猫销售量/额达 41.2 万台/2.25 亿元, 同比下跌 4.12%/增长 15.78%, 均价同比增长 20.8%。我们分析 5 月传统吸尘器销量下滑的原因在于吸尘器品类均价提升幅度较高, 由于线上消费者对价格敏感度高, 销量受均价影响较大。

图 37: 5 月扫地机全网销量增速同比回暖



资料来源: 淘宝网, 申万宏源研究

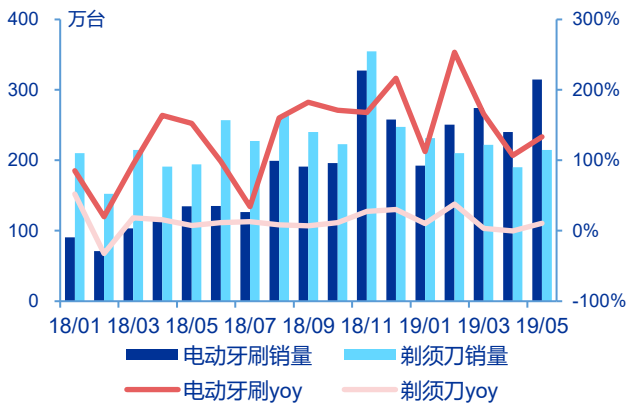
图 38: 5 月扫地机全网均价增幅继续提升



资料来源: 淘宝网, 申万宏源研究

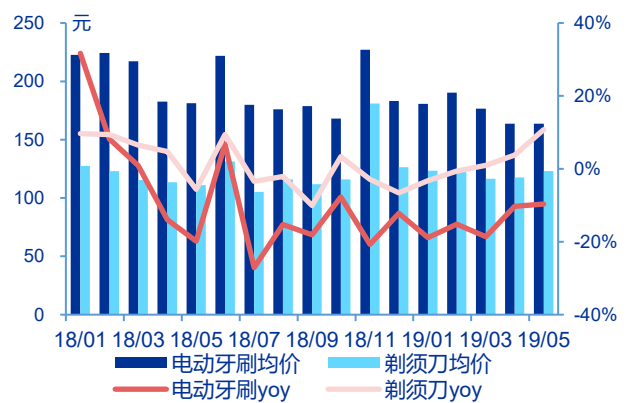
个护小家电延续高增长: 根据淘宝网数据, 2019 年 5 月个护小家电增长势头强劲, 其中电动牙刷品类销量延续高速增长, 剃须刀品类量价双升。电动牙刷全网销售量/额达 314.5 万台/5.15 亿元, 同比增长 133.43%/110.79%, 均价同比下跌 9.7%; 剃须刀全网销售量/额达 214.6 万台/2.64 亿元, 同比增长 10.58%/22.45%, 均价同比增长 10.7%。**我们分析 5 月个户小家电增长势头强劲的原因在于个护小家电价格低、体积小, 5 月五一/双品购物节的线上促销活动拉动销售增长, 电动牙刷品类均价延续下降趋势。**

图 39: 5 月电动牙刷全网销量增速维持高位



资料来源: 淘宝网, 申万宏源研究

图 40: 5 月剃须刀全网均价增幅继续提升

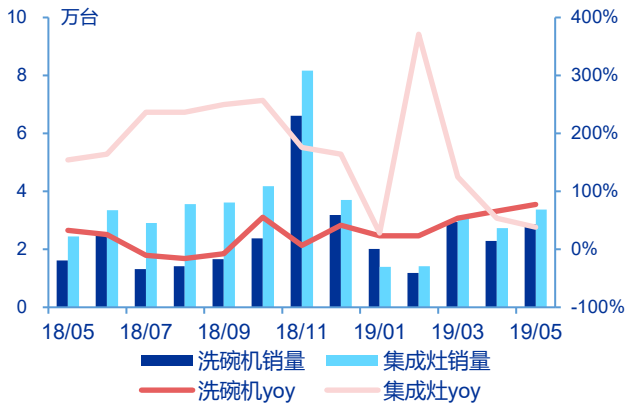


资料来源: 淘宝网, 申万宏源研究

B、新兴厨电电商数据

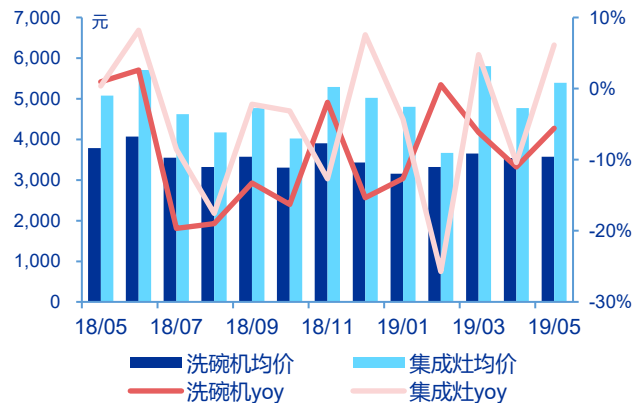
新兴厨电增长势头强劲: 根据淘宝网数据, 2019 年 5 月新兴厨电品类延续高增速。其中, 代表品类洗碗机全网销售量/额达 2.9 万台/1.02 亿元, 同比增长 77.44%/67.53%, 均价同比下跌 5.59%; 集成灶天猫销售量/额达 3.4 万台/1.82 亿元, 同比增长 38.32%/46.78%, 均价同比增长 6.12%。**我们分析 5 月新兴厨电品类维持高增速的原因在于 5 月五一/双品购物节的线上促销活动带动销售, 消费者口碑累积推动持续高增长。**

图 41：5 月洗碗机全网销量延续高增长



资料来源：淘宝网，申万宏源研究

图 42：5 月集成灶天猫均价增速同比回暖

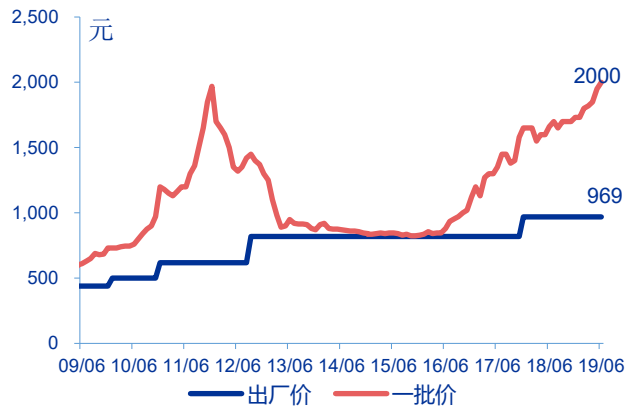


资料来源：淘宝网，申万宏源研究

5. 食品饮料：高端酒价格上行，大众品产量增速回落

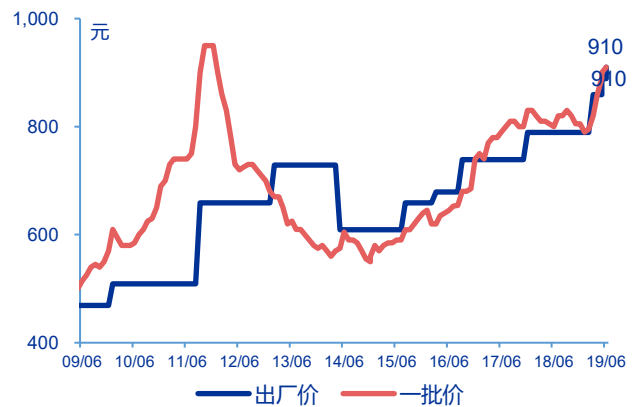
高端白酒批价 6 月上涨。(1) 53 度茅台：6 月第 2 周，53 度茅台一批价 2000 元，较上月上涨 50 元左右，较去年同期上涨 340 元；(2) 52 度五粮液：6 月第 2 周，52 度五粮液一批价 910 元，较上月上涨 10-20 元，较去年同期上涨 110 元。

图 43：53 度茅台出厂价及一批价



资料来源：申万宏源研究

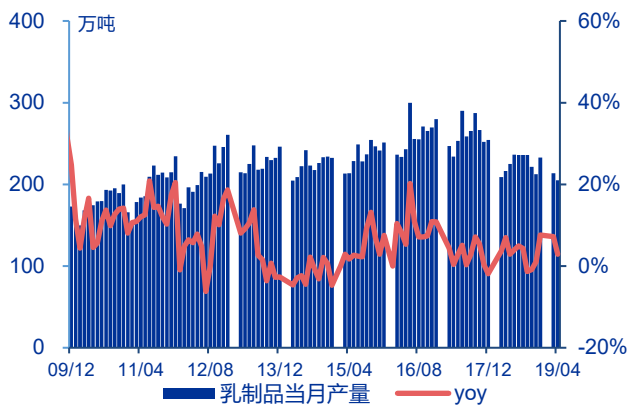
图 44：52 度五粮液出厂价及一批价



资料来源：申万宏源研究

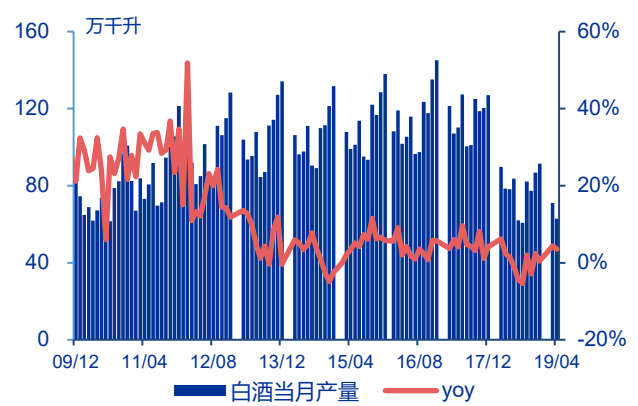
主要子行业产量增速环比回落。(1) 乳制品 4 月产量 204.9 万吨，同比增速 2.9%。1-4 月乳制品累计产量 827.4 万吨，累计同比增速 5.4%。4 月同比增速环比下降 4.3pct；(2) 白酒 4 月产量 62.9 万千升，同比增速 3.5%。1-4 月白酒累计产量 268 万千升，累计同比增速 1.1%。4 月同比增速环比下降 0.9pct；(3) 啤酒 4 月产量 292.1 万千升，同比增速-5.6%。1-4 月啤酒累计产量 1128.8 万千升，累计同比增速 0.8%。4 月同比增速环比下降 6.8pct；(4) 软饮料 4 月产量 1314.4 万千升，同比增速-0.2%。1-4 月软饮料累计产量 4855.4 万千升，累计同比增速 3.9%。4 月同比增速环比下降 8.3pct。

图 45: 乳制品行业月度产量及同比



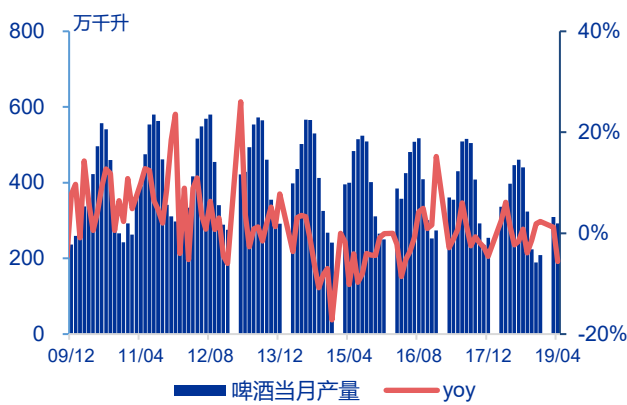
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 46: 白酒行业月度产量及同比



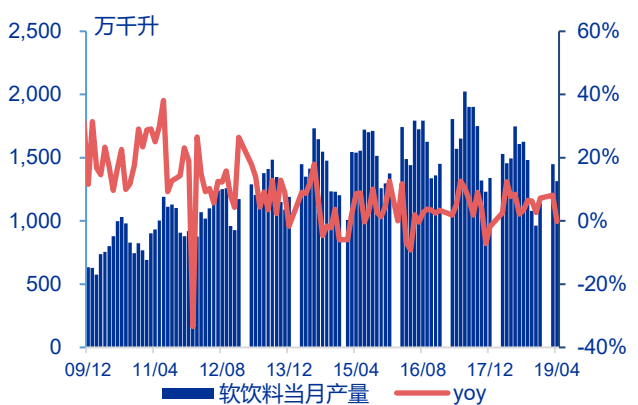
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 47: 啤酒行业月度产量及同比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 48: 软饮料行业月度产量及同比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

6. 旅游: 数据短期承压, 酒店下半年存在改善预期

6.1 端午节旅游数据: 降雨叠加高考影响国内游增速

今年端午北方地区存在阵雨天气, 南方部分地区存在中到大雨, 叠加端午前两天与高考时间重合, 国内游客流增速放缓。端午假期期间, 全国国内旅游接待总人数 9597.8 万人次, 同比增长 7.7%, 增速略低于去年 (18 年端午客流增速 7.9%); 实现旅游收入 393.3 亿元, 同比增长 8.6%。全国铁路预计发送旅客 3823 万人次, 增幅为 4.24%, 受高考影响增速略有收窄。道路交通方面, 全国累计投入班线客车、旅游包车约 65 万辆, 预计完成客运量约 1.34 亿人次, 同比下降约 3%。

表 10: 2019 端午全国铁路发送旅客人数

(单位: 万人次)	第 1 日	第 2 日	第 3 日	合计	同比
2019 端午	1497	956	1370	3823	4.2%
2018 端午	1323.8	1087.5	1256	3667.3	10.7%

资料来源: 新华网, 申万宏源研究

受高考及降雨影响，全国多个景区客流出现下滑。今年端午华南、江南、西南一带降雨较多，叠加端午前两日与高考时间重叠因素（过去端午一般时间均为6月中旬，位于高考之后，可承接部分高考结束后的学生出行热潮），黄山、峨眉山、张家界等核心山岳景区客流增速明显下滑。端午小长假期间，黄山共接待游客2.9万人次（-35.41%），实现门票收入442.71万元（-49.27%）；张家界武陵源景区共接待一次进山游客3.37万人次（-26.95%）；天门山共接待游客4.15万人次（-19.57%）；九华山共接待游客5.33万人次（+2.11%），实现门票收入418.1万元（-15.38%）。

北京、海南实现低基数反弹。北京和三亚18年端午均受降雨及气温偏高影响较大，客流出现负增长，今年端午天气情况较好，呈现低基数反弹。端午假期三亚景区景点、乡村旅游点共接待游客20.31万人次，同比增长22.87%，三亚酒店假期内平均入住率下降1.68pct至60.99%。其中，南山接待2.97万人次，同比下降0.34%；天涯海角接待1.81万人次，同比下降7.3%；千古情接待5.37万人次，同比增长5.51%，三亚千古情从年初至今假期客流增长表现相对一般，主要为竞争压力加剧和基数相对较高的影响。

表 11：2019 端午假期三亚酒店入住率

	6月7日	6月8日	6月9日	平均
酒店入住率	65.16%	64.26%	53.55%	60.99%
同比增长	-1.01%	-1.76%	-2.28%	-1.68%

资料来源：三亚市旅游和文化广电体育局，申万宏源研究

表 12：国内部分景区游客接待情况

景点	项目	6月7日	同比	6月8日	同比	6月9日	同比	总计	同比
黄山	接待人次	0.66	-54.72%	1.75	-23.85%	0.49	-33.66%	2.90	-35.41%
	门票收入	109.04	-60.51%	259.91	-42.30%	73.76	-49.49%	442.71	-49.27%
西递	接待人次	0.26	-9.62%	0.60	-3.09%	0.42	3.04%	1.28	-2.29%
	门票收入	13.76	-9.59%	32.45	-3.56%	22.90	3.29%	69.11	-2.72%
宏村	接待人次	0.58	-8.82%	1.13	-8.26%	0.87	2.38%	2.58	-4.80%
	门票收入	29.88	-8.90%	62.76	-7.10%	42.25	2.39%	134.89	-4.42%
武陵源	接待人次	1.01	-27.18%	1.26	-24.63%	1.10		3.37	-26.95%
天门山	接待人次	1.44	-27.64%	1.45	-13.17%	1.26	-16.00%	4.15	-19.57%
	门票收入	345.38	-14.19%	341.50	-3.19%	282.71	-9.44%	969.59	-9.17%
黄龙洞	接待人次	0.25	-37.50%	0.39	-48.00%	0.44	-58.10%	1.08	-50.91%
	门票收入	25.00	-37.50%	39.00	-48.00%	44.00	-58.10%	108.00	-50.91%
岳麓山	接待人次	2.18	-31.88%	5.42	-27.73%	4.52	37.39%	12.12	-8.25%
凤凰古城	接待人次	1.85	6.94%	4.39	5.53%	1.82	-1.62%	8.06	4.13%
	门票收入	13.26	-54.74%	28.54	-2.69%	12.03	-61.91%	53.83	-40.33%
九华山	接待人次	1.48	0.66%	2.25	0.07%	1.60	6.52%	5.33	2.11%
	门票收入	115.76	-16.73%	176.81	-17.98%	125.53	10.03%	418.10	-15.38%
北京重点监测	接待人次	176.60	7.8%	221.50	26.4%	182.70		580.80	12.10%
167家景区	旅游收入	8820.40	9.6%	11629.20	41.7%	9550.40		30000.00	26.90%
故宫博物院	接待人次	8.00	8.1%	8.00	11.1%	5.20		21.20	8.16%
颐和园	接待人次			4.90	4.3%			11.80	45.68%

天坛公园	接待人次	4.20	31.3%	4.20	44.8%	4.00		12.40	103.28%
八达岭长城	接待人次	3.20	6.7%	3.70	-2.6%				
三亚景区景点、乡村旅游点	接待人次	6.29	25.2%	7.21	28.2%	5.72	-2.56%	20.31	22.87%
蜈支洲岛	接待人次	0.51	27.3%	0.61	-12.2%	0.55	-7.73%	1.67	-6.84%
南山	接待人次	1.02	20.0%	1.13	25.9%	0.82	-27.43%	2.97	-0.34%
天涯海角	接待人次	0.62	11.7%	0.61	6.6%	0.58	-29.79%	1.81	-7.30%
三亚·千古情	接待人次	1.61	-9.2%	2.08	15.3%	1.68	11.08%	5.37	5.51%

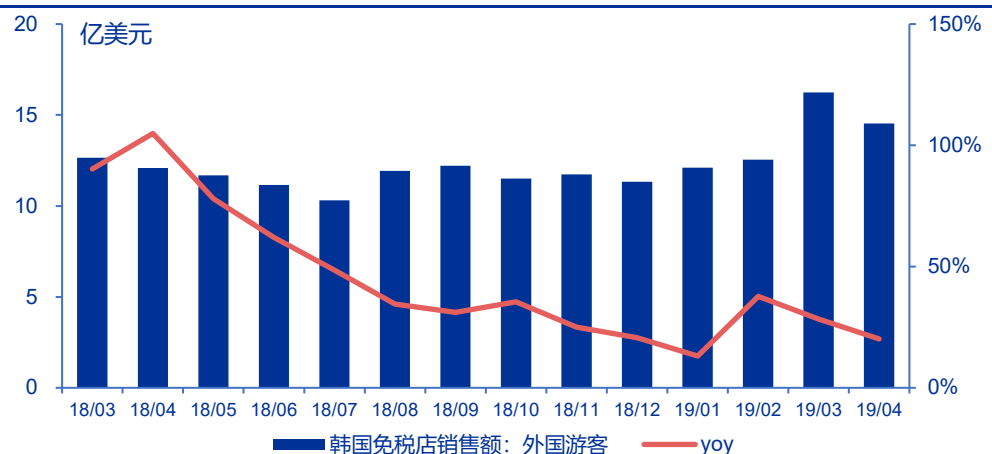
资料来源：各地市旅游局、统计局，申万宏源研究

注：人次单位为万人次，收入单位为万元，标*表示为端午前两日数据合计

6.2 出境游及免税：韩国低基数反弹明显，东南亚复苏不及预期

亚太免税 2018 年高增长，4 月韩国免税销售受到五一错期影响。2018 年全球免税及旅游零售业销售额增长 9.3%，达到 757 亿美元。其中亚太地区销售额增长了 14.2%，达到 352 亿美元，为增速最高的区域。韩国免税店 4 月外国游客销售额 14.53 亿美元，+20.14%，Q1 合计 41 亿，+26%。其中购物人次增长 6.36% (Q1+6.02%)，人均消费 +12.96% (Q1+19.06%)。其中市内店部分 13.20 亿元，为绝对的第一购物渠道。4 月增速下滑我们认为主要与五一错期有关。2018 年 4 月韩国免税店外国人销售额增速高达 105%，而前后的 3、5 月分别为 90%、78% (高位增速主要由于 2017 年萨德问题的低基数)，表明去年五一假期对 4 月销售影响较大。而今年由于缺少两天假期，因此增速正常性回落，预计 5 月份增速将逆转上行。

图 49：4 月韩国免税店外国人游客销售额增长 20%



资料来源：韩国免税业协会，申万宏源研究

出境游长短线均未出现明显复苏拐点，美国游预计今年增速延续下跌趋势。4 月出境游各目的地接待中国内地旅游人次中，韩国同比增长 44.8%，增速较 3 月上升，但免税角度外国游客销售额 14.53 亿美元，仅增长 20.14%，不及 Q1 增速，预计跟五一错期有关。日本同比增长 6.3% (3 月份为 16.2%)，泰国同比-8.9% (3 月为 1.9%)，中国澳门同比增

长 13.6% (3 月为 31.3%)，中国香港同比增长 5.3% (3 月为 22.1%)，大部分短线均出现下滑，与酒店经营数据的趋势相同。美国商务部下属的国家旅游办公室 (NTTO) 公布的数据显示，2018 年中国赴美旅客人数为 290 万人次，同比下滑 5.7%，6 月 2 日中国驻美大使馆发布“提醒中国公民申请赴美签证特别事项”称，近日美国政府开始要求美国签证申请人提供社交媒体账号信息，再次收紧签证，因此预计今年赴美长线下滑趋势会继续延续。整体出境游暂未出现明显复苏态势，下半年东南亚地区若可以低基数反弹，则市场预期可能会有部分转好。

图 50：出境游目的地月度增速情况

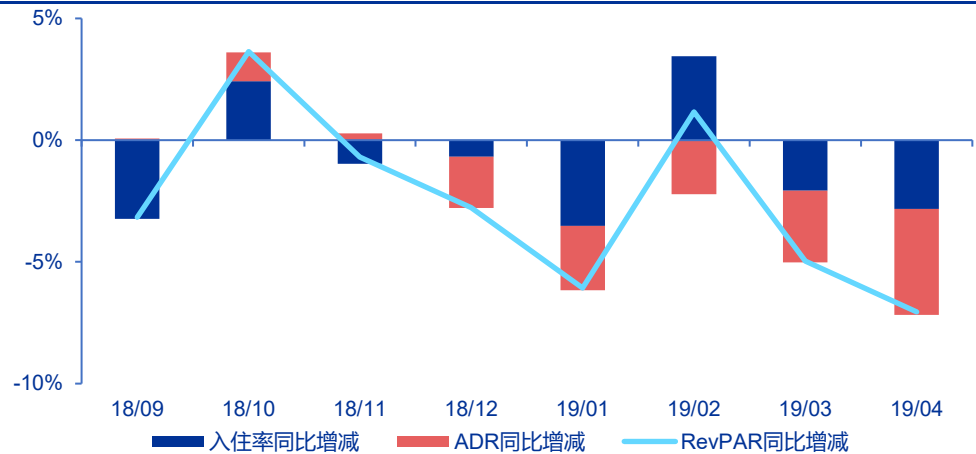
	中国香港	中国澳门	中国台湾	韩国	日本	泰国	越南	马尔代夫	柬埔寨	新加坡	菲律宾	加拿大	澳大利亚	新西兰	德国	奥地利	匈牙利	芬兰	葡萄牙
2017年1月	7.7%	20.4%	-35.5%	7.1%	37.3%	5.5%	67.9%	32.0%	20.4%	38.2%	76.5%	45.7%	-44.8%	32.4%	23.0%	96.4%	49.3%	175.5%	81.1%
2017年2月	-6.8%	-7.5%	-57.0%	8.2%	0.1%	-17.5%	84.3%	-29.3%	13.6%	-3.2%	-4.8%	-11.6%	-18.1%	-36.5%	16.0%	31.5%	51.3%	48.3%	1.3%
2017年3月	10.4%	11.5%	-51.1%	-47.2%	1.9%	-7.9%	39.2%	-16.3%	44.9%	9.7%	42.1%	22.3%	8.2%	3.8%	23.1%	28.9%	96.1%	61.0%	32.3%
2017年4月	1.8%	7.1%	-47.3%	-73.6%	1.6%	-8.3%	54.3%	-15.4%	52.3%	-6.5%	38.7%	21.0%	4.0%	-9.4%	14.9%	18.2%	37.8%	38.8%	17.8%
2017年5月	3.8%	4.4%	-42.0%	-71.9%	1.6%	3.2%	35.5%	-7.1%	59.4%	-0.7%	57.3%	9.5%	11.3%	-5.0%	31.4%	22.8%	56.8%	33.7%	63.1%
2017年6月	-3.4%	1.8%	-34.9%	-73.0%	-0.1%	6.6%	63.2%	-15.7%	66.1%	-1.6%	18.8%	9.0%	15.8%	-4.5%	4.7%	21.7%	41.4%	22.4%	43.1%
2017年7月	3.7%	9.6%	-24.9%	-74.8%	6.7%	8.4%	24.7%	-6.0%	58.6%	12.3%	10.9%	4.5%	24.8%	11.9%	9.2%	14.4%	22.1%	21.9%	38.6%
2017年8月	-2.0%	1.9%	3.8%	-69.8%	22.9%	10.3%	53.6%	-6.8%	55.0%	13.2%	54.9%	9.0%	23.1%	11.9%	7.3%	12.2%	17.9%	13.9%	40.0%
2017年9月	7.2%	9.2%	3.9%	-62.5%	34.5%	15.5%	20.5%	-6.9%	57.1%	33.3%	49.9%	5.2%	18.2%	12.9%	7.1%	19.3%	20.4%	22.4%	55.7%
2017年10月	8.3%	12.8%	26.0%	-58.5%	35.2%	69.8%	28.5%	-2.6%	43.0%	41.6%	101.9%	11.6%	16.3%	12.5%	16.7%	30.7%	43.6%	20.6%	54.6%
2017年11月	8.6%	16.1%	21.7%	-50.5%	35.0%	82.8%	38.6%	11.8%	53.4%	29.0%	64.5%	24.9%	4.3%	7.9%	13.2%	14.3%	23.4%	22.6%	32.5%
2017年12月	7.2%	15.8%	13.0%	-42.9%	34.3%	52.3%	91.0%	22.6%	42.3%	8.1%	72.8%	21.3%	11.7%	9.4%	8.3%	30.6%	7.3%	14.5%	27.9%
2018年1月	-5.5%	-3.5%	-12.9%	-51.6%	-2.0%	12.8%	69.0%	-15.8%	90.5%	-8.1%	29.5%	-13.1%	-29.1%	-31.1%	1.4%	-19.2%	-25.2%	-17.1%	-19.3%
2018年2月	40.2%	37.3%	54.2%	-48.3%	50.7%	51.9%	19.7%	38.1%	78.9%	36.3%	86.0%	76.4%	58.6%	104.4%	13.3%	29.0%	36.5%	67.6%	27.9%
2018年3月	10.1%	9.8%	-6.6%	6.5%	18.2%	27.2%	52.6%	-27.5%	87.9%	-6.5%	50.4%	13.5%	10.3%	3.4%	-0.6%	5.9%	-6.0%	18.8%	52.3%
2018年4月	15.2%	16.5%	5.6%	78.6%	32.8%	31.9%	30.1%	-28.0%	61.1%	15.3%	46.6%	-0.3%	7.1%	18.2%	4.5%	8.8%	16.0%	9.4%	33.2%
2018年5月	10.6%	9.3%	-8.0%	64.8%	33.2%	14.0%	39.3%	-27.1%	75.7%	14.0%	6.0%	14.0%	11.7%	10.8%	-11.4%	7.8%	14.3%	-18.4%	12.8%
2018年6月	17.3%	13.5%	1.1%	67.2%	31.9%	18.1%	31.8%	-5.4%	61.3%	11.0%	29.9%	-5.0%	1.7%	6.7%	7.5%	12.2%	3.2%	-27.7%	13.0%
2018年7月	8.0%	7.6%	-8.4%	60.6%	13.3%	-0.9%	22.8%	-3.1%	56.1%	3.2%	31.1%	-5.3%	2.7%	-0.3%	-2.8%	9.2%	24.0%	-18.0%	4.4%
2018年8月	22.0%	25.3%	-1.4%	59.6%	5.3%	-11.8%	-1.7%	-0.8%	69.8%	6.4%	10.9%	-3.2%	0.8%	7.9%	9.7%	11.0%	28.5%	-7.8%	1.0%
2018年9月	3.9%	5.7%	-3.4%	42.4%	-5.0%	-14.9%	43.7%	2.9%	64.3%	5.7%	28.8%	18.8%	0.2%	5.6%	8.7%	13.1%	15.5%	1.3%	6.8%
2018年10月	15.4%	12.1%	-10.4%	56.6%	-10.8%	-19.8%	20.0%	-10.1%	73.4%	0.8%	-3.0%	19.5%	0.9%	-4.8%	-0.7%	3.8%	3.8%	-1.8%	11.2%
2018年11月	25.8%	15.3%	-13.4%	46.4%	9.6%	-14.6%	9.0%	-12.9%	53.4%	-12.1%	23.0%	10.0%	1.6%	-4.4%	-0.4%	5.8%	0.0%	15.8%	4.1%
2018年12月	21.0%	18.4%	-9.6%	32.2%	6.3%	2.8%	-2.0%	-16.0%	49.9%	-2.9%	25.1%	-1.6%	3.9%	-3.3%	4.2%	1.9%	8.2%	9.8%	11.8%
2019年1月	34.8%	29.9%	4.1%	35.2%	22.5%	10.3%	-10.7%	-0.1%	19.1%	10.1%	17.8%	45.1%	20.7%	-0.6%	16.2%	32.6%	26.0%	23.9%	
2019年2月	3.7%	11.9%	-1.7%	36.8%	1.0%	-12.3%	84.1%	-6.6%	43.4%	-7.4%	19.7%	-16.9%	-9.3%	-26.2%	-4.1%	2.6%	12.6%	-2.6%	
2019年3月	22.1%	31.3%	51.5%	31.4%	16.2%	-1.9%	-14.0%	47.5%	40.2%	21.3%	38.3%	4.3%	1.6%	-5.5%	3.2%	8.6%	-1.1%	-8.5%	
2019年4月	13.6%		44.8%		6.3%	-8.9%	1.7%	23.9%											

资料来源：Wind，申万宏源研究

6.3 酒店：4 月数据加速下滑实则符合预期

酒店 4 月份数据继续下行符合此前预期：根据 STR 酒店数据，4 月份样本酒店入住率同比减少 2.8pct，ADR 同比-4.4%，RevPAR 同比-7.0%，与 3 月同比增速（分别为 -2.1pct/-3.0%/-5.0%）相比，继续下行。拆分来看值得注意的是，一线城市的中高端酒店入住率已由负转正，经济型仍下滑，但下滑速度已较 3 月份有所减缓。由于去年 4 月基数较高，我们此前已判断 4 月酒店数据表现一般，此次 4 月酒店数据可以看到核心城市的商旅需求已有抬头的趋势。结合 PMI 数据，4 月非制造业 PMI 为 54.3，环比回落 0.3pct。其中小型企业的 PMI 为 49.8%，环比提升 0.7pct，考虑到大部分商旅需求来自于中小企业，我们认为不应对小幅环比过于悲观。报告提及航空、快递、住宿、商业等行业商务活动指数上升，景气度提升，我们认为相关行业联动已经显现，第二轮估值提升和经营拐点预计出现在 6 月之后，行业现阶段风险收益比较好，后续关注开店速度带来的市占率成长逻辑。

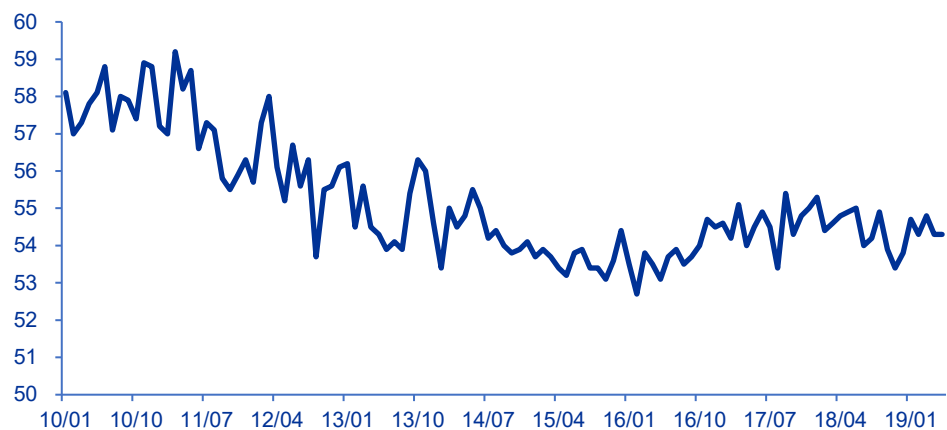
图 51：4 月酒店数据下行符合预期



资料来源：STR Global，申万宏源研究

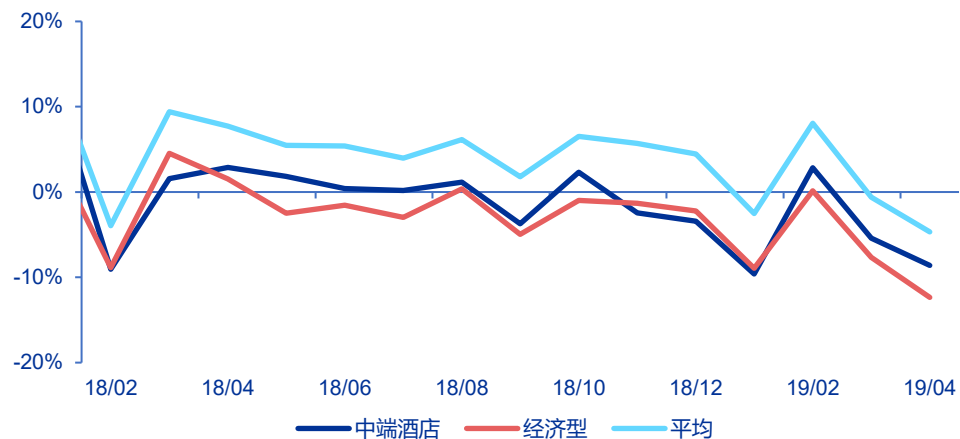
服务业 PMI 稳中有升，住宿业仍维持在高景气度区间。 锦江股份披露 4 月经营数据：开店角度，4 月净开 85 家（去年同期 69 家），国内中高端占比 38.70%，继续保持每月 1pct 的增长。经营角度，入住率整体-5.97pct，入住率下滑与大趋势相符。ADR 中端首次负增长-2.06%，经济型扩大降幅-3.86%。综合至 RevPAR 中端-8.61%，经济型-12.35%。中端下滑明显，经济型首次跌幅达两位数。数据较 3 月份继续恶化，考虑五一错期及经济形势，在预期之内。5 月非制造业 PMI 商务活动指数为 54.3%，与上月持平，其中服务业商务活动指数为 53.5%，比上月上升 0.2 个百分点。报告再次提及住宿等行业商务活动指数位于 60%以上景气度区间。根据我们此前研究，酒店需求滞后非制造业 PMI 一季度左右反映，连续两月的景气度上行我们认为会对应到下半年的指标拐点，目前酒店估值底部，性价比较高，建议关注周期性行情。

图 52：非制造业 PMI 商务活动指数与上月持平



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 53: 锦江股份境内酒店 RevPAR4 月份继续下滑



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

7. 投资建议

配置核心资产, 把握行业龙头。5月社零增速环比大幅提升, 消费数据符合市场预期。展望6月, 减税降费等政策效果有望逐步显现, 端午假期及电商购物节等消费旺季刺激, 可选品类增速回升趋势或将延续, 必需消费具有较强韧性, 相关品类增速维持高位。我们仍然坚持维持可选消费边际不断改善, 消费逐季回暖的观点。在外部宏观环境不确定背景下, 龙头公司调整恒强和穿越周期愈发明显, 继续把握内需导向的核心资产和行业龙头。

零售: 可选消费增速回升趋势或将延续, 必需消费具有较强韧性。推荐: **1) 永辉超市:** 全国生鲜超市龙头, 全球供应链体系构建竞争壁垒, 并购整合加速全国扩张。目前云超 PE 估值 32 倍; **2) 苏宁易购:** 公司是国内最大的线上+线下的家电渠道商, 目前进入新的发展阶段, 打造全品类流通型平台公司。目前 PS 估值 0.4 倍; **3) 王府井:** 全国百货龙头, 处全渠道转型升级档口。具有较强区域扩张实力, 门店数量及收入增速稳定。19 年 PE 估值 9 倍; **4) 天虹股份:** 公司定位中高端消费客群, 主打社区市场, 近年来加快展店速度。推进业态升级转型, 打造全流程数字化消费体验。19 年 PE 估值 15 倍。

纺织服装: 5 月份限额以上服装品类增长 4.1%, 4-5 月份合计增长 1.5%, 当前可选消费仍在磨底。我们重点推荐高股息的白马龙头, 以及业绩有望持续成长的高端细分优质公司: **1) 海澜之家,** 大众白马标的, 公司自 2017 年下半年以来变化积极, 新兴品牌、海外市场拓展等多项战略纷纷落地。公司长期维持高分红比例, 未来五年持续回购规划彰显龙头风范, 19 年 PE 仅 3 倍; **2) 森马服饰,** 大众白马标的, 公司在童装领域的龙头优势强化明显, 2018 年市占率提升逻辑进一步验证, 看好龙头地位带来的估值溢价, 19 年 PE 估值 14 倍; **3) 比音勒芬,** 高端消费标的, 公司是服装行业内生成长最快的优质标的, 18 年同店提升、渠道扩张, 业绩发力弹性大。我们认为公司所处的高端休闲服饰领域赛道优质, 公司多年经营下具备极强壁垒, 19 年 PE 仅 19 倍, 看好长期业绩成长红利。

电商: 天猫提出未来三年天猫平台的交易规模将翻一番, 我们认为, 从行业角度, GMV 的增速中枢提升, 有望带动全网销售规模进一步扩容, 下沉市场带来高性价比的增量机会, 我们看好线上品牌持续成长。从商家角度, 丰富 SKU 及供应链资源、多品类覆盖、打法灵

活的电商品牌有能力快速响应变化，集中享受平台扩容红利。我们重点推荐：**南极电商**，我们认为公司在线上市场具备优势护城河，有能力快速响应行业变化趋势，看好公司 GMV 增速领跑行业，核心品类市占率进一步提升，新兴品类成长态势良好。公司 19 年 PE 仅 19 倍，维持“买入”评级。

快递：我们在当期阶段持续优选具有消费属性的电商快递。从电商件快递公司内部之间来看，单件成本下降幅度仍然是当前阶段观察电商件快递的核心指标。以圆通速递为例，自有车辆与机器设备方面落后于同行。但是从 2018 年初开始，圆通速递开始加大自动化分拣和运输车辆的投入。根据圆通速递 2018 年报业绩数据，2018Q4 业绩大幅超市场预期核心原因，便是运输车辆和自动化分拣设备的投入，使得旺季 Q4 的单件成本得到极大改善。总体来看，上半年电商快递看好的是单票成本下降幅度最大的**圆通速递**、业绩成长性最稳定的**韵达股份**。

化妆品：行业最新媒体营销及新兴电商红利，打通线上的品牌有望快速崛起。推荐标的：**1) 珀莱雅**：抓住电商风口，18 年线上增长 60%，电商收入占比 44%，19 年至今预计线上仍保持近 50% 增长，趋势良好，公司是兼具坚实供应链基础，及新媒体营销爆发力的国内化妆品领先集团，19 年 PE 仅 31 倍，维持买入。**建议关注：华熙生物**：透明质酸最大生产商，研发实力雄厚，切入化妆品领域快速爆发，润百颜有望放量。

家电：政策面看，新一轮家电刺激消费政策陆续启动，4 月 1 日起增值税税率下调（16% 降至 13%），有利于刺激家电消费需求并改善企业盈利能力；资金面看，富时罗素指数纳入 A 股，符合外资投资偏好的家电稳健消费受益；行业基本面方面，上游原材料价格持续回落，下游地产成交结构性回暖有望拉动家电需求改善，行业正在筑底过程中进一步加速行业落后产能出清，龙头企业的优势正在被进一步放大，家电已经进入强者恒强阶段；投资组合方面，我们持续推荐白电龙头**格力电器**、**青岛海尔**、小家电龙头**苏泊尔**及集成灶龙头**浙江美大**。

轻工家居：继续看好防御属性的包装与轻工消费。包装板块：下游稳定，原材料价格回落提供利润弹性；行业洗牌集中度提升，龙头市场份额与话语权提升（如 2017-2018 年的瓦楞纸箱包装行业；如 2019 年之后的金属两片罐包装行业）；新业务抬升估值水平（如劲嘉股份新型烟草）。轻工消费板块：把握内需导向为主的核心资产。长期看好轻工消费领域，已建立护城河优势的龙头企业；内生增长趋势确定，现金流稳定。家居板块，定制家居竞争复杂度开始提升，包括产品服务和渠道方面，但龙头仍有把握凭借综合竞争优势，包括自身信息化能力、成本控制能力、渠道多元化能力及稳定的经销商体系推动行业洗牌，不断提升集中度；估值底部凸显长期价值。推荐：**劲嘉股份**、**索菲亚**、**奥瑞金**。

食品饮料：1、当前的估值水平不高，体现在两点，一是消费板块的横向比较，相比汽车、家电、轻工等板块估值处于 30 分位，在整个大消费中占优；二是与去年同期对比，动态估值要明显低于去年同期，目前龙头公司估值普遍在 20-25x，个别公司接近或不到 20x；2、行业基本面验证了在消费升级和集中度提升的趋势下，龙头公司强者恒强，穿越周期，4-5 月看，白酒价格特别是高端酒价格表现好于去年同期，企业注重控制库存，同时保持了正常的打款进度，食品龙头则保持了稳健增长，增速未出现大幅波动；3、海外资金长期提

高配置的趋势不变，龙头公司因其确定性将逐步走向溢价；4、估值的回落使得股息率吸引力提升，历史分红率稳定的公司中，老窖、洋河、水井坊股息率都在 3%以上，伊利接近 3%，双汇超过 5%是板块最高。我们继续建议从中长期角度，持有板块核心资产。白酒维持“抓两头 找确定”的总体观点，推荐**贵州茅台、泸州老窖、五粮液、伊利股份**等。

旅游：PMI 数据及社融情况使得市场对宏观环境看法发生转变，尤其对于下半年企业盈利的改善有所预期。因此我们认为当前阶段对于周期弹性较大的酒店以及具备成长性逻辑的人造景区会有明显的超额收益，但由于经营指标暂未看到复苏趋势，因此低估值个股修复能力预计更强。大兴机场与浦东卫星厅免税预计 10 月建成开业，北京上海市内免税陆续落地，市内免税有望于年底完成进一步政策放开，消费回流政策推进长期利好免税行业。推荐：**首旅酒店、广州酒家、中国国旅**。

8. 风险提示

内外部经济环境不确定性加剧：不确定因素增加，外部冲击加大，宏观经济增速放缓的风险。

居民消费不及预期：收入增速放缓，消费意愿下降的风险。

公司经营管理风险：公司经营管理不善，收入利润不达预期的风险。

表 13：行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2019-06-17		PB		申万预测 EPS			PE		
			收盘价(元)	总市值(亿元)	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
商贸零售												
601933	永辉超市	买入	9.86	944	4.9	0.15	0.25	0.34	0.45	39	29	22
002024	苏宁易购	买入	10.86	1,011	1.3	1.43	2.00	0.32	0.37	5	34	29
600859	王府井	买入	15.09	117	1.1	1.55	1.64	1.96	2.26	9	8	7
002419	天虹股份	买入	12.88	155	2.4	0.75	0.89	1.03	1.14	15	13	11
服装化妆品												
600398	海澜之家	买入	8.71	391	3.0	0.77	3.20	3.42	3.76	3	3	2
002563	森马服饰	买入	9.93	268	2.4	0.63	0.70	0.84	0.98	14	12	10
002832	比音勒芬	买入	43.76	79	4.9	1.61	2.26	3.00	3.82	19	15	12
603605	珀莱雅	买入	59.40	120	7.1	1.43	1.94	2.63	3.44	31	23	17
600315	上海家化	增持	29.06	195	3.4	0.81	0.84	0.98	1.06	35	30	27
电商快递												
002127	南极电商	买入	9.71	238	6.4	0.36	0.51	0.65	0.82	19	15	12
600233	圆通速递	买入	12.20	345	3.0	0.67	0.81	1.02	1.20	15	12	10
002120	韵达股份	买入	29.92	666	4.5	1.58	1.61	1.94	2.27	19	15	13
家电家居												
000651	格力电器	买入	50.74	3,052	3.3	4.36	4.78	5.29	5.88	11	10	9
600690	青岛海尔	买入	16.14	1,028	2.6	1.17	1.30	1.51	1.75	12	11	9
002032	苏泊尔	买入	71.58	588	10.0	2.03	2.44	2.90	3.36	29	25	21

002677	浙江美大	买入	12.17	79	5.8	0.58	0.74	0.90	1.08	16	14	11
002191	劲嘉股份	买入	10.83	159	2.5	0.49	0.63	0.75	0.93	17	14	12
002572	索菲亚	买入	17.87	165	3.4	1.04	1.20	1.41	1.69	15	13	11
002701	奥瑞金	买入	4.53	107	2.0	0.10	0.35	0.43	0.55	13	11	8
食品饮料												
600519	贵州茅台	买入	911.60	11,451	10.2	28.02	34.49	42.10	47.86	26	22	19
000568	泸州老窖	买入	69.82	1,023	6.0	2.38	3.18	4.02	4.86	22	17	14
000858	五粮液	买入	103.70	4,025	6.3	3.45	4.28	5.24	6.17	24	20	17
600887	伊利股份	买入	31.51	1,921	6.9	1.06	1.18	1.32	1.45	27	24	22
旅游餐饮												
600258	首旅酒店	增持	15.78	156	1.9	0.88	1.01	1.26	1.56	16	13	10
603043	广州酒家	买入	29.60	120	6.1	0.95	1.14	1.50	1.95	26	20	15
601888	中国国旅	增持	81.30	1,587	9.8	1.59	2.39	2.58	3.15	34	32	26

资料来源: Wind 资讯、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。