

# 商业贸易

 证券研究报告  
 2019年01月30日

**投资评级**  
**行业评级** 强于大市(维持评级)  
**上次评级** 强于大市

**作者**
**刘章明** 分析师  
 SAC 执业证书编号: S1110516060001  
 liuzhangming@tfzq.com

**行业走势图**


资料来源: 贝格数据

**相关报告**

- 《商业贸易-行业深度研究:东瀛问美:日本化妆品产业探究》2018-11-05
- 《商业贸易-行业点评:温州再发民促法地方细则,探索民办学校上市做大做强》2018-10-16
- 《商业贸易-行业点评:VIE影响几何——民促法实施条例重点解读》2018-08-13

**【天风商社】2018 社零前后高低企稳收关, 2019 积极布局消费板块“三重底”——总量零售社服教育化妆品黄金珠宝周观点**
**总量: 2018 社零前后高低企稳收关, 2019 积极布局消费板块“三重底”**

2018 社零收关, 前后高低再企稳, 必选优于可选。2019 积极布局政策底、数据底、资金底“三重底”共筑的消费市场底, 我们认为市场预期之外有三层因素影响消费市场底出现。**第一, 政策托底。**新基建托底经济, 消费补贴及减税降费维稳消费, 发改委副主任宁吉喆表示 2019 年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费措施; 财政部部长助理许宏才表示将在 2018 年减税降费的基础上还要有更大规模的减税和更明显的降费, 包括针对小微企业实施普惠性税收减免, 深化增值税改革, 全面实施修改后的个人所得税及实施条例, 研究制定降低社会保险费率综合方案等。汽车家电消费补贴或为本轮提振消费的先行政策, 一揽子政策助力内需市场稳定将成 2019 年大概率事件。**第二, 数据触底。**2016 年年中启动的为期两年的消费品牛市, 本质驱动力来自棚改货币化安置政策的提速及退出, 2016 年 7 月政策加速开始, 我们跟踪的重点零售公司的同店增速进入上升通道, 2018 年 Q1 达到高点后逐渐趋缓, 消费品行业的业绩增速的高点也基本出现在 17Q4 或 18Q1, 当前处于消费数据基数压力最大的时点, 春节后有望触底改善, 关注渠道公司同店增速恢复; **第三, 外资抄底,**近期中美贸易战谈判稳步推进, 美国非农就业数据大超预期、美联储加息鸽派表态、美国通胀压力减轻等推动海外风险偏好回升, 外资加大中国权益资产配置, 特别是消费白马配置, 积极布局。

**零售: 社零中必选消费品表现优异**

在宏观消费不景气的大背景下, 必选消费品受到的影响相对较小。建议重点关注超市板块投资机会。一方面, 超市属于必选消费品, 受到宏观消费不景气影响较小; 另一方面, 优质超市公司可以通过加速新开门店, 进而实现规模效应, 最终达到业绩持续增长。

**教育: K12 教培整顿影响渐消, 幼教管控升级**

K12 教培整顿影响渐消, 本周新东方未来先后发布财报, 业绩及营运指标亮眼, 未来行业高压监管或成常态但目的在于规范而非打压, 开校成本或增加但需求红利依存。国办发文开展幼儿园治理, 小区配套园禁止营利性质, 同时明确规定整改时间表加快实施。该政策坚持此前幼教新规发展普惠园思想, 通过存量园所整治, 切实推动 50%公办 30%民办普惠 20%民办营利的目标, 未来营利性民办园限于非配套园及 20%渗透空间内。

**社服: 快报季来临, 关注业绩稳健的细分龙头**

本周社会服务板块相对依旧承压, 主要来自于权重股中国国旅全年业绩低预期影响所致, 年末市场情绪对于全年业绩情况较为敏感, 我们认为短期内板块将维持小幅波动格局, 目前整体板块估值处历史低位, 叠加春节出游热度, 我们认为短期关注业绩稳健、抗风险能力较强细分行业龙头, 建议重点关注免税、酒店、出境游等细分行业 1-2 月整体经营数据。

**化妆品: 行业景气度仍然低迷吗?**

一方面, 消费者对化妆品认知度持续提升, 尤其是海外化妆品持续保持高增长, 另一方面, 化妆品社零增速景气度下滑, 行业数据持续低预期。我们认为化妆品行业仍然具备较高的可增长性, 主要是在消费者渗透率和客单价方面还有较大的空间, 人口基数和逐渐改变的化妆品习惯是未来空间的坚定支撑; 另一方面化妆品行业部分赛道和品牌正面临前所未有的挑战。传统品牌必须摆脱原有路径依赖, 才能持续焕发生命力。

**黄金珠宝: 社零企稳, 金价回升, 节庆拉动消费, 行业短期回暖**

19 年年初相比 18 年底, 黄金珠宝销售因节庆叠加金价涨幅空间, 环比或有一定提升。总体消费形势对可选消费或有冲击。中国已成为珠宝消费大国, 消费带动力较强, 且 A 股行业龙头因已有门店数量较高, 产品性价比较高, 具有较高的渠道及产品壁垒, 值得关注。

**风险提示:** 宏观经济增速不达预期, 居民消费意愿减弱, 行业竞争加剧

**重点标的推荐**

股票	股票	收盘价	投资	EPS(A 股为人民币元, 港股为港元)				P/E			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
002024.SZ	苏宁易购	10.80	买入	0.45	1.38	1.70	0.44	23.87	7.80	6.34	24.67
601933.SH	永辉超市	8.25	买入	0.19	0.15	0.23	0.33	43.42	55.00	35.87	25.00
603708.SH	家家悦	21.40	买入	0.66	0.81	1.03	1.27	32.42	26.42	20.78	16.85

002419.SZ	天虹股份	11.65	买入	0.9	0.79	0.89	1.02	12.94	14.75	13.09	11.42
002607.SZ	亚夏汽车	8.42	买入	0.09	0.1	0.11	0.13	93.56	84.20	76.55	64.77
0839.HK	中教控股	11.04	买入	0.04	0.38	0.44		276.00	29.05	25.09	
300662.SZ	科锐国际	28.05	买入	0.41	0.63	0.88	1.15	68.41	44.52	31.88	24.39
300663.SZ	珀莱雅	15.11	买入	1	1.34	1.8	2.37	15.11	11.28	8.39	6.38
300664.SZ	上海家化	9.51	买入	0.58	0.83	1.13	1.51	16.40	11.46	8.42	6.30
002867.SZ	周大生	29.03	买入	1.22	1.60	2.01	2.41	23.80	18.14	14.44	12.05
600612.SH	老凤祥	42.66	买入	2.17	2.45	2.81	3.13	19.66	17.41	15.18	13.63
603900.SH	莱绅通灵	11.95	买入	0.91	1.24	1.61	2.05	13.13	9.64	7.42	5.83

资料来源: wind, 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS, 收盘价为 2019 年 1 月 29 收盘价

## 内容目录

1. 行业观点.....	3
2. 数据新闻回顾.....	6
2.1. 数据回顾.....	6
2.2. 本周新闻回顾.....	7
3. 估值表.....	8

## 图表目录

图 1: 12 月社零同比+8.2%, 环比+0.1%企稳, 全年同比+9.0%.....	3
图 2: 本周各中信行业与零售、社服、教育涨跌幅对比.....	6
图 3: 零售/旅游&社服/教育行业周行情.....	6
图 4: 零售/旅游&社服/教育行业年初至今行情.....	6
图 5: 零售板块本周涨跌幅 TOP5 (%).....	6
图 6: 教育板块本周涨跌幅 TOP5 (%).....	6
图 7: 社服板块本周涨跌幅 TOP5 (%).....	7
图 8: 南下北上资金当周净买入额.....	7
表 1: 估值表.....	8

## 1. 行业观点

### 总量

#### 2018 社零前高后低企稳收关，2019 积极布局消费板块“三重底”

2018 社零收关，前高后低再企稳，必选优于可选。2018 年社会消费品零售总额同比+9.0% (+10.2%，2017)，汽车消费因补贴政策退出导致全年数据同比-2.4%，石油及制品消费因年中油价暴涨导致数据同比+13.3%，剔除汽车、石油及制品消费对社零的数据影响，2018 年社会消费品零售总额同比+10.3% (+11.3%，2017)。

①全年来看，节假日因素扰动导致月度同比数据失准，节假日前后月度合并数据显示，2018 年前高后低，Q1 数据高点，Q2 开始走弱至 Q4 呈现企稳。

②线上线下渠道来看，2018 年网上零售额累计同比+23.9%，显著优于全渠道社零总额，但线上渠道月度数据分析，月度累计值逐月降低，单月增速放缓，线上红利逐步减弱。

③城市层级来看，乡村消费品零售总额同比+10.1%，城镇消费品零售总额同比+8.8%，乡村消费增长潜力巨大，乡村振兴提振未来乡村消费空间；

④商品消费分品类来看，地产周期性较弱的必选消费在 2018 年月度数据中呈现更强的稳定性，粮油食品、烟酒、日用品、纺织服装、中西药品等细分品类的月度数据波动性更低；地产周期性较强的家电音像、通讯器材、家具等消费品类，2018 年月度数据呈现更强的波动性；与此同时，可选消费品如黄金珠宝、化妆品等呈现明显的前高后低，数据增速逐月放缓，与 2017 年开始的高基数密切相关。总体来看，经济下行周期中，必选消费稳定性更强；经济托底、消费刺激政策频出，与投资相关高的消费品类有望企稳；与居民财富效应敏感性更强的可选消费，位居其后。

2019 积极布局政策底、数据底、资金底“三底”共筑的消费市场底。2018 年 5 月至今，主要消费品类板块指数调整 30%+，板块估值大幅回落，对于消费趋势、特别是 2019 年春节消费数据压力的担忧已在市场预期之内。当前时点，我们认为市场预期之外有三层因素影响消费市场底出现。

第一，政策托底。新基建托底经济，消费补贴及减税降费维稳消费，发改委副主任宁吉喆表示 2019 年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费措施；财政部部长助理许宏才表示将在 2018 年减税降费的基础上还要有更大规模的减税和更明显的降费，包括针对小微企业实施普惠性税收减免，深化增值税改革，全面实施修改后的个人所得税及实施条例，研究制定降低社会保险费率综合方案等。汽车家电消费补贴或为本轮提振消费的先行政策，一揽子政策助力内需市场稳定将成 2019 年大概率事件。

第二，数据触底。2016 年年中启动的为期两年的消费品牛市，本质驱动力来自棚改货币化安置政策的提速及退出，2016 年 7 月政策加速开始，我们跟踪的重点零售公司的同店增速进入上升通道，2018 年 Q1 达到高点后逐渐趋缓，消费品行业的业绩增速的高点也基本出现在 17Q4 或 18Q1，当前处于消费数据基数压力最大的时点，春节后有望触底改善，关注渠道公司同店增速恢复；

第三，外资抄底，近期中美贸易战谈判稳步推进，美国非农就业数据大超预期、美联储加息鸽派表态、美国通胀压力减轻等推动海外风险偏好回升，外资加大中国权益资产配置，特别是消费白马配置，积极布局。

图 1：12 月社零同比+8.2%，环比+0.1%企稳，全年同比+9.0%

	2018-01-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	增速变动	1-12月累计
社零总额(亿)	61,082	29,194	28,542	30,359	30,842	30,734	31,542	32,005	35,534	35,260	35,893	—	380,987
yoy	9.7%	10.1%	9.4%	8.5%	9.0%	8.8%	9.0%	9.2%	8.6%	8.1%	8.2%	0.1%	9.0%
扣除价格因素实际增速	8.6%	7.9%	6.8%	7.0%	6.3%	6.6%	6.4%	6.2%	5.6%	5.8%	—	—	6.9%
社会零售剔除汽车类和石油类	9.7%	11.1%	10.0%	9.4%	10.8%	9.7%	10.1%	11.0%	10.0%	10.6%	11.2%	0.6%	10.3%
网上零售额累计同比	37.3%	35.4%	32.4%	30.7%	30.1%	29.3%	28.2%	27.0%	25.5%	24.1%	23.0%	—	23.9%
粮油、食品类	9.7%	11.2%	8.0%	7.3%	13.0%	9.5%	10.1%	13.6%	7.7%	10.6%	11.3%	0.7%	10.20%
饮料类	8.2%	11.3%	10.4%	7.1%	12.6%	6.8%	8.1%	10.4%	7.9%	7.9%	9.2%	1.3%	9.00%
烟酒类	9.5%	8.6%	9.5%	4.8%	11.4%	6.3%	7.0%	9.8%	1.2%	3.1%	8.4%	5.3%	7.40%
服装鞋帽、针纺织品类	7.7%	14.8%	9.2%	6.6%	10.0%	8.7%	7.0%	9.0%	4.7%	5.5%	7.4%	1.9%	8.00%
化妆品类	12.5%	22.7%	15.1%	10.3%	11.5%	7.8%	7.8%	7.7%	6.4%	4.4%	1.9%	-2.5%	9.60%
金银珠宝类	3.0%	20.4%	5.9%	6.7%	7.9%	8.2%	14.1%	11.6%	4.7%	5.6%	2.3%	-3.3%	7.40%
日用品类	10.1%	16.9%	12.0%	10.3%	15.8%	11.3%	15.8%	17.4%	10.2%	16.0%	16.8%	0.8%	13.70%
家用电器和音像器材类	9.2%	15.4%	6.7%	7.6%	14.3%	0.6%	4.8%	5.7%	4.8%	12.5%	13.9%	1.4%	8.90%
中西药品类	10.1%	10.9%	8.2%	8.0%	8.5%	9.9%	7.4%	8.9%	11.5%	9.3%	10.6%	1.3%	9.40%
文化办公用品类	-0.9%	12.6%	18.3%	8.1%	3.5%	1.8%	5.4%	4.9%	-3.3%	-0.4%	-4.0%	-3.6%	3.00%
家具类	8.5%	10.9%	8.1%	8.6%	15.0%	11.1%	9.5%	9.9%	9.5%	8.0%	12.7%	4.7%	10.10%
通讯器材类	10.7%	1.6%	10.8%	12.2%	16.1%	9.6%	6.4%	16.9%	7.1%	-5.9%	-0.9%	5.0%	7.10%
石油及制品类	9.1%	9.1%	13.3%	14.0%	16.5%	18.4%	19.6%	19.2%	17.1%	8.5%	5.8%	-2.7%	13.30%
建筑及装潢材料类	6.8%	10.2%	11.4%	6.5%	7.2%	5.4%	7.9%	8.4%	8.5%	9.8%	8.6%	-1.2%	8.10%
汽车类	9.7%	3.5%	3.5%	-1.0%	-7.0%	-2.0%	-3.2%	-7.1%	-6.4%	-10.0%	-8.5%	1.5%	-2.40%

资料来源：国家统计局，天风证券研究所

各行业观点具体来看：

## 零售-马松

### 社零中必选消费品表现优异

**社零中必选消费品表现优异，关注超市板块投资机会。**12月份社零数据同比增长8.2%，环比上升了0.1个百分点，整体表现短期企稳。从细分行业来看，粮食食品类、饮料类、烟酒类、日用品类等都有小幅度环比上升，分别为0.7个百分点、1.3个百分点、5.3个百分点和0.8个百分点，在宏观消费不景气的大背景下，必选消费品受到的影响相对较小。2018年全年社零数据同比增长9.0%，环比下降了1.2个百分点，社零增速跌破两位数已经是常态，总体来看并不乐观。在宏观消费不景气的大背景下，建议重点关注超市板块投资机会。一方面，超市属于必选消费品，受到宏观消费不景气影响较小；另一方面，优质超市公司可以通过加速新开门店，进而实现规模效应，最终达到业绩持续增长。

## 教育-孙海洋

### K12教培整顿影响渐消，幼教管控升级

**K12教培整顿影响渐消，本周新东方好未来先后发布财报，业绩及营运指标亮眼。**截至2018/12/31教育部通报截至2018/12/30全国共摸排校外培训机构40.1万所，存在问题27.3万所，现已完成整改27.0万所，完成整改率98.93%，未来各地开展各省份交叉核对工作。未来行业高压监管或成常态但目的在于规范而非打压，开校成本或增加但需求红利依存，刚性需求叠加市场极度分散使其依旧是具有较强吸引力的细分赛道。

**国办发开展幼儿园治理，小区配套园禁止营利性质，同时明确规定整改时间表加快实施。**该政策坚持此前幼教新规发展普惠园思想，通过存量园所整治，切实推动50%公办30%民办普惠20%民办营利的目标，未来营利性民办园限定于非配套园及20%渗透空间内。幼教行业整治口径是否延伸至K12及高等领域仍需等待民促法实施条例落地，但教育行业特别是学历制赛道或将注定长期受到政策指引及管控；非学历赛道市场化及证券化政策风险相对较小。

## 社服

### 快报季来临，关注业绩稳健的细分龙头

本周社会服务板块相对依旧承压，主要来自于权重股中国国旅全年业绩低预期影响所致，年末市场情绪对于全年业绩情况较为敏感，我们认为短期内板块将维持小幅波动格局，目前整体板块估值处历史低位，叠加春节出游热度，我们认为短期关注业绩稳健、抗风险能力较强细分行业龙头，建议重点关注免税、酒店、出境游等细分行业1-2月整体经营数据。

进入中国酒店市场一年的OYO酒店快速扩张，已遍布国内180多个城市拥有超8.7万客房，继续将6亿美元用于中国业务规模扩张，其依托特许经营、委托管理及租赁经营模式针对三四线无品牌经济连锁酒店存量市场统一改造、高效运营管理赋能，盘活酒店、客房资源，OYO的扩张也反应出，在目前一二线城市经济型、中高端酒店市场三足鼎立格局下，三四线酒店市场依旧有广阔发展空间，这是未来几年酒店巨头纷纷下沉尝试的新方向，另一方面，在传统规模扩张战略下，科技赋能、运营效率、服务体验、供应链体系等方面也向各大酒店连锁品牌提出新的要求，这将逐步构建新一轮酒店核心竞争力。

## 化妆品

### 行业景气度仍然低迷吗？

19年1月，我们关注的两组数据对化妆品行业形成了有趣的双面认知：

①化妆品社零增速持续下滑，12月增速全年触底。18年12月社零规模247亿元，增速仅为1.9%，连续6个月低于社会消费品零售总额平均增速；同时，2018全年限额以上单位化妆品社零额2619亿元，增速9.6%，仅高于同期社会消费品零售总额增速0.6PCTs。

②化妆品需求持续高增长，美妆人群低龄化。根据央视12月《消费主张》数据，2018年70后/80后/90后/95后美妆消费增长分别为55%/90%/202%/347%。

一方面，消费者对化妆品认知度持续提升，尤其是海外化妆品持续保持高增长，2018年1-11月中国美容化妆品及护肤品进口金额为9103.8百万美元（约合614亿人民币），+74.1%yoy。另一方面，化妆品社零增速景气度下滑，行业数据持续低预期。

我们认为，化妆品行业仍然具备较高的可增长性，主要是在消费者渗透率和客单价方面还有较大的空间，人口基数和逐渐改变的化妆品习惯是未来空间的坚定支撑；另一方面，我们认为化妆品行业部分赛道和品牌正面临前所未有的挑战。传统品牌必须摆脱原有路径依赖，除原先重点布局的渠道外，更加注重品牌力打造，以核心产品延长品牌生命周期，才能持续焕发生命力。

注：化妆品社零规模统计的为限额以上（主营业务收入2000万元及以上的批发业、500万元及以上的零售业企业）零售实物商品总额，故部分品牌对经销商销售、限额下经销商零售和门店零售不在统计范围内。

---

## 黄金珠宝

### 社零企稳，金价回升，节庆拉动消费，行业短期回暖

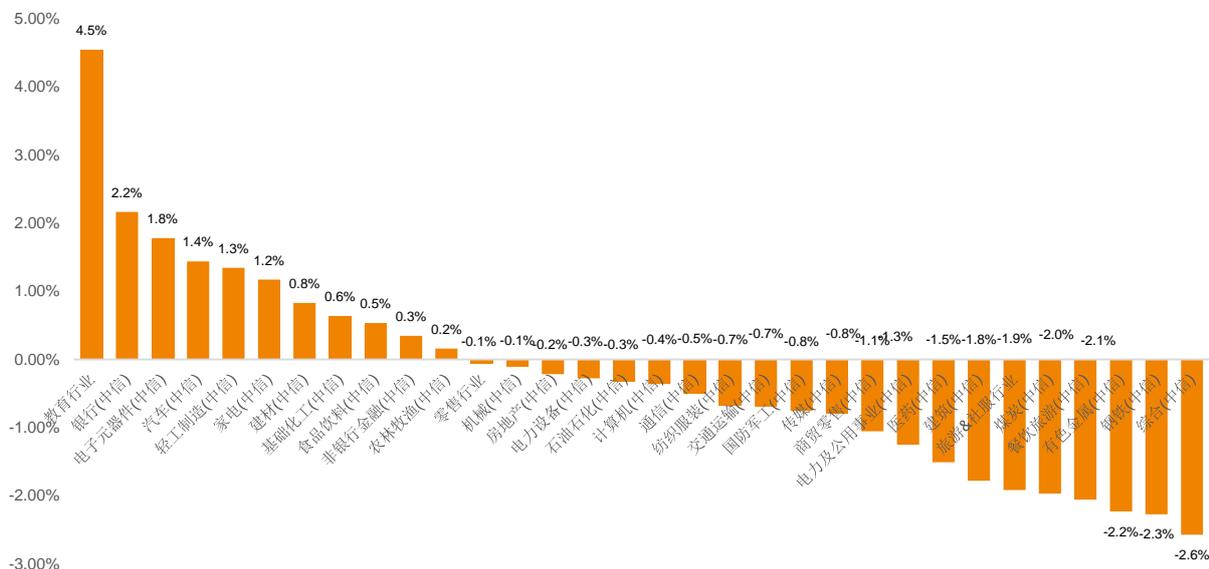
本周披露黄金珠宝行业12月社零数据，12月增速2.3%，环比-3.3个百分点，1-12月累计同比+7.4%，板块消费与宏观及金价走势基本一致。从金价看，以COMEX黄金为例，18年4月金价起跌直至9月底，其中6、7、8三月金价跌幅最大，10月开始回弹，12月底已经基本回升至年初水平。而社零黄金消费情况看，7、8、9三月黄金珠宝零售值增速最高，10月至12月，同比环比增速皆有所放缓。

19年年初相比18年底，黄金珠宝销售因节庆叠加金价涨幅空间，环比或有一定提升。总体消费形势对可选消费或有冲击，目前从宏观看，中国已成为珠宝消费大国，消费带动力较强，且A股行业龙头因已有门店数量较高，产品性价比较高，具有较高的渠道及产品壁垒，值得关注。

## 2. 数据新闻回顾

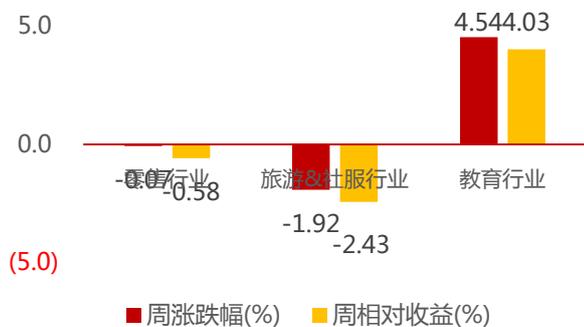
### 2.1. 数据回顾

图 2：本周各中信行业与零售、社服、教育涨跌幅对比



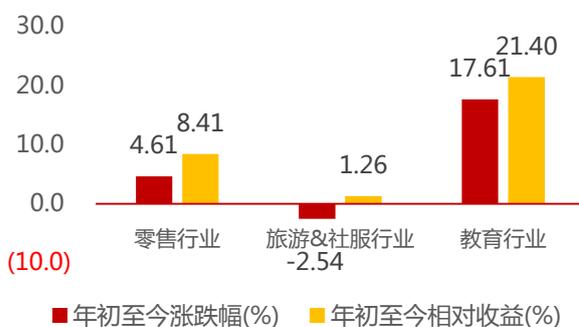
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：零售/旅游&社服/教育行业周行情



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：零售/旅游&社服/教育行业年初至今行情



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：零售板块本周涨跌幅 TOP5 (%)

图 6：教育板块本周涨跌幅 TOP5 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所



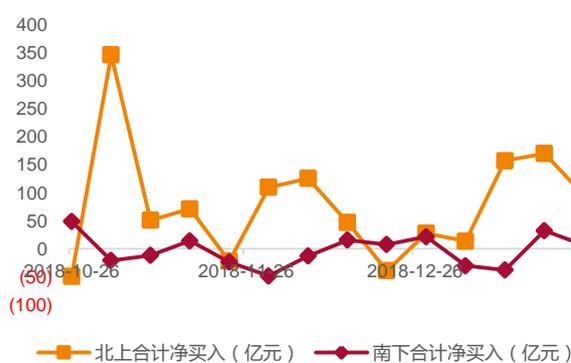
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 社服板块本周涨跌幅 TOP5 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 南下北上资金当周净买入额



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.2. 本周新闻回顾

### 零售

阿里张勇达沃斯谈数字经济: 中产消费者五年内将翻番 <http://t.cn/E5rtq3q>

中央商场发布澄清公告 祝义财巨额行贿为不实信息 <http://t.cn/EtGlodb>

### 教育

国务院办公厅印发《关于开展城镇小区配套幼儿园治理工作的通知》 <http://t.cn/EtGf9nL>

海淀区教委下发寒假通知, 严禁民办中小学以校园开放日名义变相提前招生 <http://t.cn/EtGfj3W>

### 社服

文旅部: 对不合理低价游、强迫消费等保持高压态势 <http://suo.im/5mMxTf>

ITB China 旅游趋势报告: 海岛度假需求高企, 七成将是定制或自助游 <http://suo.im/4w94nv>

### 化妆品

宝洁第二财季业绩超预期, SK-II 和 Olay 是最大功臣 <http://suo.im/4S1Duw>

营业收入同比增长 6.71%, 强生能继续“强”吗? <http://suo.im/5ew4lx>

### 黄金珠宝

蒂芙尼假日季销售低迷 同店销售环比持续倒退 <http://t.cn/EtG9TjD>珠宝行业新风口 终端和产地均布局轻奢珠宝 <http://t.cn/EtG9CUo>

### 3. 估值表

表 1: 估值表

行业	公司	代码	市值 (单位亿人民币)	净利润 (百万)				PE			PS	PB (当年最新年报)	市场
				2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020			
零售	豫园股份	600655.SH	302.72	700.2	3117.7	3758.3	3645.0	9.9	8.3	8.3	1.29	1.04	A 股
	珀莱雅	603605.SH	91.68	200.8	280.0	400.0	560.0	33.5	25.5	19.5	4.30	6.29	A 股
	重庆百货	600729.SH	113.10	605.4	870.2	1073.1	1271.4	13.0	10.5	8.9	0.33	2.26	A 股
	老凤祥	600612.SH	179.98	1136.2	1250.0	1350.0	1540.0	17.1	15.1	13.3	0.51	3.91	A 股
	美凯龙	601828.SH	364.43	4077.9	4997.4	5573.7	6164.2	8.0	7.1	6.5	3.00	0.98	A 股
	天虹股份	002419.SZ	140.44	718.2	942.9	1042.2	1171.3	15.5	13.3	11.4	0.72	2.33	A 股
	小商品城	600415.SH	203.58	1459.4	1459.4	1125.0	1243.0	0.0	0.0	0.0	14.00	1.82	A 股
	银座股份	600858.SH	28.08	49.1	52.0	53.0	54.0	54.0	53.0	52.0	0.22	0.93	A 股
	飞亚达 A	000026.SZ	31.30	140.2	171.4	211.7	259.5	20.0	16.2	13.2	1.00	1.39	A 股
	永辉超市	601933.SH	786.69	1816.8	1580.1	2323.3	2903.6	51.6	36.3	27.2	1.16	3.93	A 股
	步步高	002251.SZ	72.83	146.5	194.5	240.7	293.4	37.5	30.3	24.8	0.40	1.17	A 股
	百联股份	600827.SH	153.59	847.0	853.5	914.8	1015.0	18.5	17.2	15.5	0.33	0.95	A 股
	王府井	600859.SH	111.16	909.8	1165.3	1310.6	1494.6	9.5	8.5	7.4	0.42	1.09	A 股
	家家悦	603708.SH	100.99	310.7	409.0	492.0	603.0	25.6	21.2	17.8	0.81	4.07	A 股
	中百集团	000759.SZ	39.43	67.6	480.1	132.9	166.3	8.2	29.1	22.6	0.26	1.32	A 股
	合肥百货	000417.SZ	35.33	213.1	215.7	232.5	250.8	16.4	15.2	14.1	0.34	0.96	A 股
	物产中大	600704.SH	210.17	2234.8	2512.9	2769.7	3055.1	8.4	7.6	6.9	0.07	0.96	A 股
	红旗连锁	002697.SZ	72.22	164.9	276.7	332.3	391.0	26.1	21.7	18.5	1.01	3.11	A 股
	利群股份	601366.SH	55.50	394.5	442.8	500.8	580.7	12.5	11.1	9.6	0.50	1.22	A 股
	爱婴室	603214.SH	37.12	93.6	125.0	170.0	240.0	31.7	25.2	20.2	1.82	9.93	A 股
	上海家化	600315.SH	186.34	389.8	540.0	730.0	990.0	35.2	27.1	21.0	2.30	3.47	A 股
	苏宁易购	002024.SZ	1002.69	4212.5	8212.9	4833.8	4612.4	11.2	17.5	22.1	0.44	1.27	A 股
	莱绅通灵	603900.SH	42.39	309.2	330.0	370.0	430.0	13.9	11.8	9.7	2.31	1.85	A 股
	跨境通	002640.SZ	163.28	751.0	1225.5	1690.2	2232.2	13.3	9.7	7.3	0.78	3.36	A 股
	潮宏基	002345.SZ	42.01	284.2	345.0	379.0	449.0	13.7	11.0	9.4	1.31	1.23	A 股
	三江购物	601116.SH	62.87	108.7	112.0	121.2	134.3	56.1	51.9	46.8	1.52	3.84	A 股
	周大生	002867.SZ	131.25	592.1	820.0	1040.0	1310.0	16.2	13.0	10.7	2.83	3.88	A 股
	御家汇	300740.SZ	44.66	158.5	190.0	230.0	300.0	22.4	17.1	13.5	2.11	8.27	A 股

	风语筑	603466.SH	45.81	166.2	270.0	390.0	490.0	19.9	15.1	11.7	3.06	3.55	A 股
	宝宝树	1761.HK	91.82	(911.0)	400.0	600.0	800.0	(10.1)	23.0	11.5	5.40	(1.42)	港股
	中国有赞	8083.HK	65.18	(112.0)	(500.0)	(300.0)	(100.0)	(58.2)	(13.0)	(65.2)	36.21	1.82	港股
	高鑫零售	6808.HK	645.95	2793.0	2884.9	3029.7		25.9	24.7			2.79	港股
	小米集团	1810.HK	2089.59	(43888.9)	8036.4	12961.4		30.1	18.7			3.82	港股
	云米	VIOT.O	36.94	168.0	186.0			2.8				3.70	美股
	华米	HMI.N	43.41	93.0	281.0	473.0		2.2	1.3			2.40	美股
	京东	JD.O	2322.73	(152.3)	1000.3	744.3		33.7	45.3			4.29	美股
	拼多多	PDD.O	2220.29	(525.0)	(8500.0)	(4000.0)	100.0	(422.9)	(26.1)	2220.3	22.20	8.24	美股
	亚马逊	AMZN.O	55498.04	3033.0	8483.0	12121.7		97.8	68.4			18.70	美股
	阿里巴巴	BABA.N	27820.27	56424.0	60860.1	87661.8		6.6	4.6			6.98	美股
社服	金陵体育	300651.SZ	34.69	43.9	60.0	70.0	90.0	54.3	36.0	26.3	8.87	5.66	A 股
	中体产业	600158.SH	71.13	58.1	80.0	220.0	300.0	92.3	33.7	23.8	6.65	4.36	A 股
	中国国旅	601888.SH	1101.78	2530.8	3400.0	4400.0	5700.0	24.4	20.3	0.0	2.79	7.85	A 股
	科锐国际	300662.SZ	50.20	74.34	112.62	158.89	206.98	44.52	31.88	24.39	2.93	8.99	A 股
	众信旅游	002707.SZ	51.00	232.6	270.0	320.0	380.0	18.5	14.7	11.9	0.44	2.28	A 股
	力盛赛车	002858.SZ	18.08	40.7	50.0	70.0	90.0	35.8	28.4	23.0	4.74	4.49	A 股
	锦江股份	600754.SH	193.57	881.8	1140.0	1430.0	1770.0	18.5	15.6	13.1	1.42	1.58	A 股
	丽江旅游	002033.SZ	32.69	204.2	220.0	230.0	250.0	13.9	12.8	11.6	4.60	1.41	A 股
	中潜股份	300526.SZ	20.23	43.4	50.0	60.0	70.0	0.0	0.0	0.0	5.12	3.86	A 股
	云南旅游	002059.SZ	40.49	71.5	110.0	130.0	150.0	11.7	21.3	18.7	2.04	2.62	A 股
	寿仙谷	603896.SH	38.53	88.9	110.0	130.0	160.0	36.6	31.8	27.7	8.61	4.43	A 股
	凯撒旅游	000796.SZ	52.03	220.7	330.0	400.0	480.0	16.0	12.9	10.9	0.63	2.58	A 股
	黄山旅游	600054.SH	68.97	414.1	440.0	510.0	590.0	16.2	15.7	14.4	4.38	1.75	A 股
	峨眉山	000888.SZ	32.98	196.6	210.0	230.0	250.0	14.5	13.0	11.9	3.04	1.50	A 股
	首旅酒店	600258.SH	148.89	630.9	840.0	1030.0	1240.0	16.8	14.2	12.0	1.73	2.03	A 股
	中青旅	600138.SH	93.52	571.7	690.0	820.0	970.0	14.6	12.7	11.0	0.79	1.67	A 股
	腾邦国际	300178.SZ	52.90	283.7	410.0	550.0	670.0	13.7	11.1	9.1	1.03	1.98	A 股
	海底捞	6862.HK	825.13	1027.8	1590.0	2140.0	2890.0	50.8	37.7	27.9	5.96	66.29	港股
	美团点评	3690.HK	2275.76	(18916.6)	(64100.0)	(980.0)	9200.0				4.30	(2.81)	港股
教育	立思辰	300010	60.17	202.8	12.0	300.0	400.0	34.6	19.5	15.4	2.75	1.10	A 股
	东方时尚	603377	86.61	234.9	240.0	270.0	300.0	30.6	24.2	20.0	8.30	4.98	A 股
	亚夏汽车	002607	63.49	73.5	1000.0	1300.0	1650.0	43.6	31.0	24.0	0.99	3.32	A 股
	盛通股份	002599	33.53	92.5	180.0	230.0	260.0	24.3	18.6	15.1	1.83	2.18	A 股
	佳发教育	300559	52.20	73.1	130.0	200.0	300.0	37.0	25.9	18.6	15.65	8.12	A 股
	三爱富	600636	54.53	47.8	600.0	230.0	280.0	9.2	23.3	21.8	2.23	2.16	A 股
	昂立教育	600661	57.54	123.1	130.0	170.0	210.0	41.9	32.6	25.3	2.88	3.69	A 股
	凯文教育	002659	35.90	23.3	(90.0)	50.0	100.0	0.0	80.7	22.5	10.93	1.63	A 股
	开元股份	300338	24.85	160.1	130.0	160.0	200.0	15.6	11.6	8.9	1.81	1.18	A 股
	百洋股份	002696	35.06	113.2	190.0	250.0	300.0	17.3	13.5	11.1	1.17	1.59	A 股
	天立教育	1773.HK	28.75	131.2	200.0	280.0	392.0	21.9	14.4	7.3	5.75	3.42	港股
	枫叶教育	1317.HK	91.58	410.5	600.0	750.0	1010.0	22.3	15.3	9.1	6.73	2.52	港股
	睿见教育	6068.HK	54.13	200.2	320.0	430.0	580.0	27.0	16.9	9.3	4.30	2.84	港股
	民生教育	1569.HK	50.79	259.9	470.0	590.0	730.0	19.5	10.8	7.0	10.16	1.62	港股
	希望教育	1765	49.07	211.7	290.0	420.0	600.0	23.2	16.9	8.2	6.13	7.29	港股

宇华教育	6169	89.59	313.8	610.0	760.0	920.0	28.6	14.7	9.7	7.47	2.59	港股
中国新华教育	2779	30.09	172.0	240.0	300.0	360.0	17.5	12.5	8.4	4.88	2.90	港股
新高教集团	2001	50.68	233.4	350.0	470.0	640.0	21.7	14.5	7.9	5.21	2.84	港股
中教控股	0839	194.17	428.9	740.0	900.0	1100.0	45.3	26.2	17.7	3.18	3.17	港股
新东方	EDU.N	833.51	1479.0	1899.5	2300.0	2900.0	56.4	43.9	28.7	5.31	6.16	美股
好未来	TAL.N	1178.64	803.0	1256.0	2009.6	3215.4	146.8	93.8	36.7	10.71	10.70	美股
博实乐	BEDU.N	93.63	172.1	246.0	307.5	384.4	54.4	38.1	24.4	5.51	3.31	美股

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com