

## 政策加持，柳暗花明

### ——休闲服务行业 2019 年中期 投资策略报告

## 强于大市（首次）

日期：2019 年 06 月 26 日

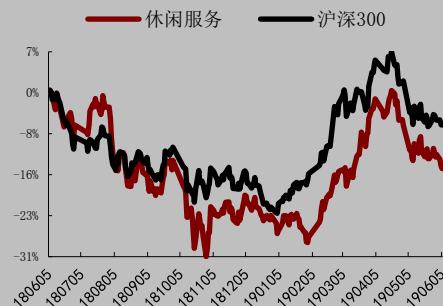
#### 行业核心观点：

我们从两个时间维度来看消费行业：一是中期，消费有望在下半年回暖；二是长期，消费行业处于升级大趋势中。当下，这两个维度的影响交织在一起，形成我们对下半年消费行业的投资判断：1、消费有望回暖，建议关注最有可能受益于消费刺激政策的汽车、家电行业。2、消费升级趋势下，建议关注具备成长性的教育、文旅、餐饮行业。

#### 投资要点：

- **消费有望回暖，关注汽车、家电行业。**经济增速下降叠加中美贸易摩擦，对社会消费造成负面影响，社零增速自 2017 年持续下降，2019 年有所企稳。我们判断下半年消费有望回暖，主要是基于两个判断：1) 过去几年居民高杠杆购房造成居民实际可支配收入下降，对消费造成挤出效应，地产政策持续收紧态势下，房贷对消费挤出效应逐步减弱。2) 自 2015 年起消费取代投资，成为 GDP 增长的新引擎，在地产投资受到调控、出口受中美贸易摩擦影响的背景下，刺激消费拉动经济成为最可行的实施方案，2019 年以来密集出台的消费刺激政策印证这一判断，预计将在下半年显现效应。从对消费的重要程度和政策发力重点来看，最有可能受益于消费刺激政策的是汽车和家电行业。
- **消费升级趋势确定，关注教育、文旅、餐饮。**无论短期消费数据如何波动，我国消费行业仍处于升级的大趋势下，主要体现在两个方面：1) 消费结构调整，我国居民处于生存型消费向服务型消费转型过程中，可选消费品支出占比提升，必需消费品支出占比下降。2) 渠道下沉，低线城市和农村居民的人均可支配收入增速超过城镇居民，低线城市和农村地区的消费迎来快速增长期。在消费升级趋势下，我们建议关注具备成长性的教育、文旅、餐饮行业。
- **风险提示：**1. 政策出台力度不及预期风险。2. 消费回暖不及预期风险。3. 贸易摩擦进一步加剧对经济造成扰动风险。

#### 休闲服务行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 06 月 26 日

#### 相关研究

**分析师： 陈雯**  
执业证书编号：S0270519060001  
电话：18665372087  
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

## 目录

1、2019 上半年消费行业表现：可选 VS 必需，冰火两重天 .....	5
2、政策加持，消费有望回暖 .....	6
2.1 消费数据回顾：社零增速自 2017 年持续下降，2019 年有所企稳 .....	6
2.2 房地产政策收紧，房贷对消费挤出效应减弱 .....	7
2.3 消费成为 GDP 增长新引擎，政策托底消费 .....	8
3、消费升级，结构调整+渠道下沉 .....	10
3.1 消费升级趋势一：结构调整，可选消费品支出占比提升 .....	10
3.2 消费升级趋势二：渠道下沉，三四线城市及农村市场崛起 .....	11
4、消费回暖，关注汽车、家电 .....	12
4.1 汽车：否极泰来，拐点将至 .....	12
4.1.1 汽车消费占据消费半壁江山，为刺激政策发力重点 .....	12
4.1.2 汽车销量处于底部区域，拐点将至 .....	13
4.1.3 新能源汽车处于快速增长中，新的刺激政策将促进新能源汽车消费 .....	14
4.2 家电：政策临近，呼之欲出 .....	15
4.2.1 预计将实施新一轮家电补贴政策 .....	15
4.2.2 中国家电对于三四线城市和农村渗透率低 .....	17
4.2.3 国家支持智能家电发展，5G 实施将加快这一步伐 .....	18
4.2.4 家电出口受中美贸易战影响不大 .....	20
5、消费升级，关注教育、文旅、餐饮 .....	21
5.1 教育：资产证券化热潮，集中度加速提升 .....	21
5.1.1 政策支持，促进教育行业快速增长 .....	21
5.1.2 行业分散、大量上市、并购整合兴起，集中度有提升趋势 .....	23
5.1.3 职业教育：国家重点支持行业，产业升级市场前景广阔 .....	24
5.1.4 K12 教育：市场需求量最大，市场集中度低 .....	26
5.1.5 民办学校：新政策利好民办高等教育，龙头企业加速扩展 .....	28
5.2 文旅：免税成长确定，酒店与主题公园品质提升 .....	30
5.2.1 旅游行业与经济发展强相关，且高于经济整体增速 .....	30
5.2.2 免税：充分享受政策红利，成长确定 .....	31
5.2.3 酒店：中端化+轻资产化，龙头优势明显 .....	33
5.2.4 主题公园：已形成本土高端品牌，强 IP 兴起 .....	35
5.3 餐饮：大众消费崛起，连锁化趋势明显 .....	37
5.3.1 城镇化+家庭小型化，带来外出就餐比例提升 .....	37
5.3.2 餐饮行业发展趋势：大众消费升级+连锁化 .....	38
5.3.3 火锅是最具潜力赛道 .....	39
6、投资建议及风险提示 .....	41
6.1 投资建议 .....	41
6.2 风险提示 .....	41
图表 1：2019 年以来可选消费普遍跑输大盘_截至 6 月 13 日 .....	5
图表 2：消费各子行业本年初以来涨跌幅_截至 6 月 13 日 .....	5
图表 3：消费行业 2018 年归母净利润同比增速 .....	5
图表 4：经济增速下降叠加中美贸易摩擦，对社会消费造成负面影响 .....	6
图表 5：限额以上零售的组成结构_2018 年 .....	7

图表 6: 限额以上零售的主要成分零售增速 .....	7
图表 7: 个人购房贷款余额增速在大幅增长后呈下降趋势 .....	7
图表 8: 购房贷款透支了居民购买力, 但挤出效应逐步减弱 .....	7
图表 9: 2019 年棚改房计划开工量数量减半 .....	8
图表 10: 我国社零增速自 2015 年持续超过投资增速 .....	9
图表 11: 消费对 GDP 增长贡献率超过投资 .....	9
图表 12: 今年以来国内消费刺激政策密集出台 .....	9
图表 13: 美国居民必需消费支出占比持续下降 .....	10
图表 14: 美国居民可选消费支出占比持续提升 .....	10
图表 15: 近年我国居民必需消费支出占比下降, 但仍显著高于美国 .....	10
图表 16: 近年我国居民可选消费支出占比提升, 但仍显著低于美国 .....	10
图表 17: 我国低线城市人均可支配收入增速超过一二线城市 .....	11
图表 18: 我国农村居民人均消费支出增速超过城镇居民 .....	11
图表 19: 我国低线城市社零增速超过一二线城市 .....	12
图表 20: 汽车行业消费占据限额以上零售规模的半壁江山 .....	12
图表 21: 2019 年以来促进汽车消费政策密集出台 .....	13
图表 22: 我国汽车销量及增速 .....	14
图表 23: 我国乘用车销量及增速 .....	14
图表 24: 我国汽车销量及增速 .....	15
图表 25: 我国充电桩保有量 .....	15
图表 26: 近期与家电相关政策 .....	15
图表 27: 预计 2019 年将实施新一轮家电补贴政策 .....	16
图表 28: 从历史数据看, 家电补贴政策对家电销售有明显提振 .....	16
图表 29: 传统家电渗透率高, 小家电与智能家电渗透率较低 .....	17
图表 30: 农村家庭家电保有量还有很大提升空间 .....	18
图表 31: 优质品牌在三四线城市及农村地区仍具较大市场潜力 .....	18
图表 32: 中国智能家居渗透率与发达国家相较差距巨大 .....	18
图表 33: 中国出台的支持智能家电发展政策 .....	19
图表 34: 美国调升对中国进口产品关税 .....	20
图表 35: 中国家电出口比例 .....	20
图表 36: 冰洗空类大家电产品受贸易战影响甚微 .....	20
图表 37: 2018 年下半年以来教育行业政策频出 .....	21
图表 38: 2017 年中国教育细分市场份额 .....	22
图表 39: 中国教育行业市场规模保持快速增长 .....	23
图表 40: 我国教育行业集中度低 .....	24
图表 41: 国内教育机构扎堆赴港股、美股上市 .....	24
图表 42: A 股教育行业并购数量 .....	24
图表 43: 职业教育分类 .....	25
图表 44: 中国职业教育市场规模 .....	25
图表 45: 中国职位空缺与求职者比例 .....	26
图表 46: 公务员考试培训市场竞争格局 .....	26
图表 47: 中国 K12 在校生数 .....	27
图表 48: 中国 K12 不同阶段在校生数 .....	27
图表 49: K12 教育市场规模 .....	27
图表 50: 中国 K12 教育细分市场规模 .....	27

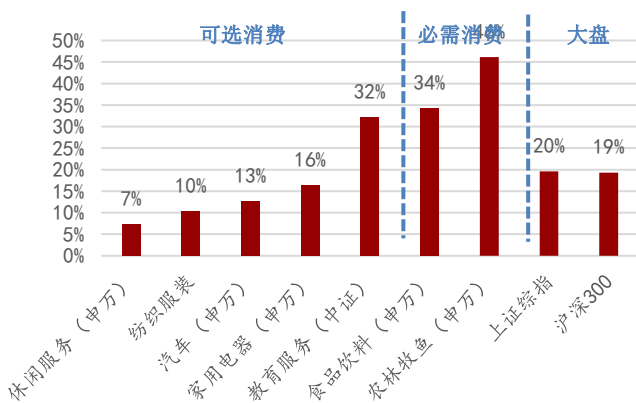
图表 51: K12 教育市场格局.....	28
图表 52: K12 教育市场格局.....	28
图表 53: 中国民办高校比重 .....	29
图表 54: 民办高校龙头纷纷进行外延式并购扩张.....	29
图表 55: 六大民办高校集团营业收入.....	29
图表 56: 旅游行业产业链 .....	30
图表 57: 我国旅游行业收入及增速.....	31
图表 58: 旅游行业收入增速与 GDP 强相关.....	31
图表 59: 2017 年全球奢侈品消费分布 .....	31
图表 60: 中国消费者购买奢侈品渠道.....	31
图表 61: 中国免税销售规模及增速.....	32
图表 62: 中国免税市场份额.....	32
图表 63: 韩国 2016 年市内免税店收入占比高达 73%.....	32
图表 64: 规模效应下中免毛利率明显提升, 且仍有提升空间 .....	33
图表 65: 中国酒店以经济型为主, 美国酒店以中端为主 .....	33
图表 66: 我国中端酒店客房增速超过经济型酒店 .....	33
图表 67: 国际酒店公司与国内酒店公司加盟比例对比 .....	34
图表 68: 我国酒店龙头近两年持续提升加盟占比 .....	34
图表 69: 中国酒店行业的集中度显著提升 .....	35
图表 70: 全球前 10 大主题公园集团中国占据 3 个席位 .....	35
图表 71: 中国主题公园零售额快速增长 .....	36
图表 72: 我国龙头主题公园商业模式对比 .....	36
图表 73: 餐饮支出占食品烟酒消费支出的比例不断提升 .....	37
图表 74: 我国城镇人口比例不断提升 .....	38
图表 75: 家庭小型化, 一人户和二人户比例提升 .....	38
图表 76: 我国大众化餐饮消费升级, 成为主体.....	38
图表 77: 我国餐饮市场结构从哑铃型转型为纺锤形.....	38
图表 78: 连锁化成为我国餐饮行业近年最明显的发展趋势.....	39
图表 79: 我国餐饮行业连锁化率较发达国家还有很大差距.....	39
图表 80: 火锅为我国餐饮行业占比最大的市场.....	40
图表 81: 我国火锅行业收入规模及增速.....	40
图表 82: 我国火锅行业连续 4 年排名前 20 的品牌.....	40
图表 83: 龙头企业营业收入增速远高于餐饮行业整体水平.....	41

## 1、2019 上半年消费行业表现：可选 VS 必需，冰火两重天

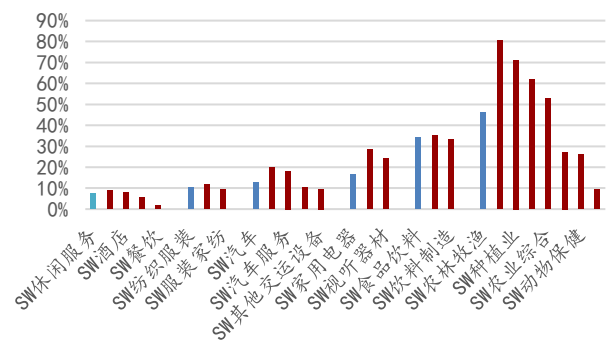
可选消费普遍跑输大盘，必需消费涨幅居前。截止到 2019 年 6 月 13 日，可选消费普遍跑输大盘，必需消费表现亮眼，涨幅位列申万一级子行业前列。可选消费行业中，教育表现相对较好，休闲服务、纺织服装、汽车、家电均跑输大盘。

我们认为消费行业分化的主要原因：1) 经济增速下行和贸易摩擦升级背景下，不确定性增加，居民消费偏谨慎，必需消费受到的负面影响较小，可选消费受到的负面影响相对较大；2) 受非洲猪瘟影响，猪肉迎来上涨周期，利好养猪产业。

图表 1：2019 年以来可选消费普遍跑输大盘\_截至 6 月 13 日



图表 2：消费各子行业本年初以来涨跌幅\_截至 6 月 13 日

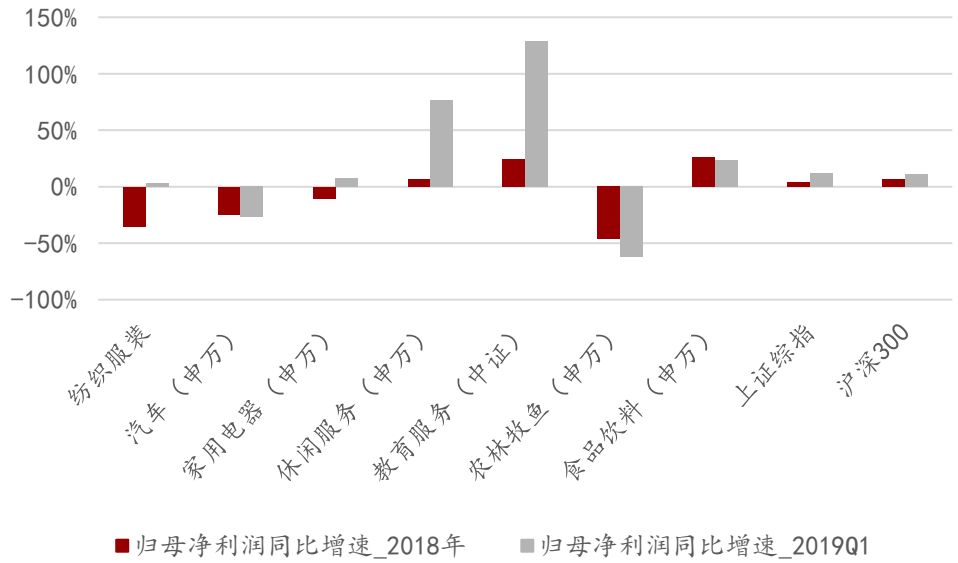


资料来源：Wind、万联证券研究所  
备注：采用成分股涨跌幅算数平均数

资料来源：Wind、万联证券研究所  
备注：采用成分股涨跌幅算数平均数

消费行业经营情况。分析归母净利润指标，可选消费中，教育、休闲服务 2018 年和 2019Q1 均实现正增长；纺服、家用电器 2018 年负增长，2019Q1 实现反转；汽车经营情况不佳，2018 年和 2019Q1 均为负增长。必需消费中，食品饮料 2018 年和 2019Q1 均为正增长。农林牧渔 2018 年和 2019Q1 均为负增长，且 2019Q1 降幅扩大。

图表 3：消费行业 2018 年归母净利润同比增速



资料来源: Wind、万联证券研究所

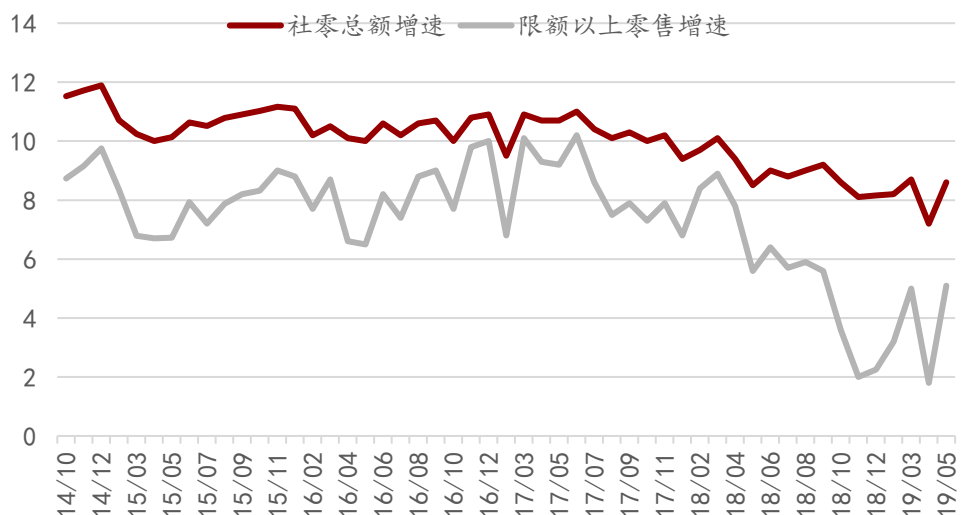
备注: 剔除中公教育上市的影响

## 2、政策加持，消费有望回暖

### 2.1 消费数据回顾：社零增速自2017年持续下降，2019年有所企稳

社零增速自2017年下半年呈下行趋势，于2019年有所企稳。社零总额增速从2017年6月的11.0%降为2018年12月的8.2%，2019年Q1开始企稳回升，4月增速创新低7.2%，5月增速回升至8.6%。

图表 4：经济增速下降叠加中美贸易摩擦，对社会消费造成负面影响

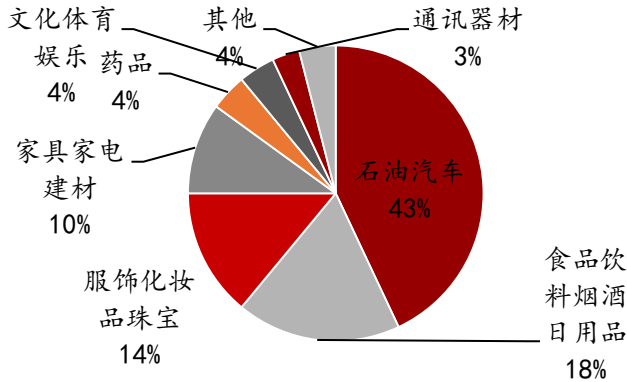


资料来源: Wind、万联证券研究所

社零数据拆解。限额以上零售数据最主要的成分是石油汽车、食品饮料烟酒日用品、

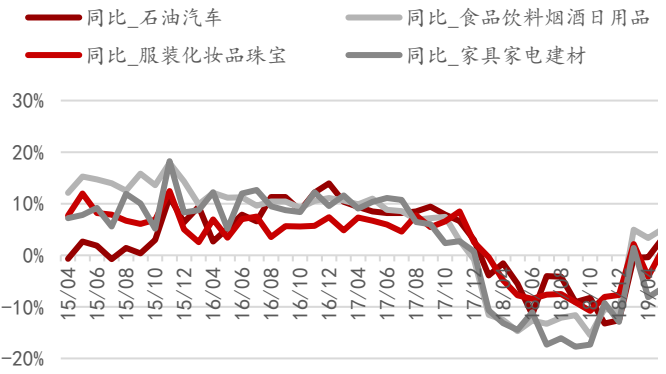
服装化妆品珠宝、家具家电建材四大类，2018 年占比分别为 43%、18%、14%、10%。从 17 年 10 月开始这四大类零售规模增速下降明显，18 年全年为负增长，19 年开始增速逐渐提升为正增长。与地产相关的家具家电建材零售额增速下降幅度较其他品类更大，主要原因是受地产调控影响。石油汽车、食品饮料烟酒日用品零售额增速在 2019 年反弹幅度较大。

图表 5：限额以上零售的组成结构\_2018年



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表 6：限额以上零售的主要成分零售增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

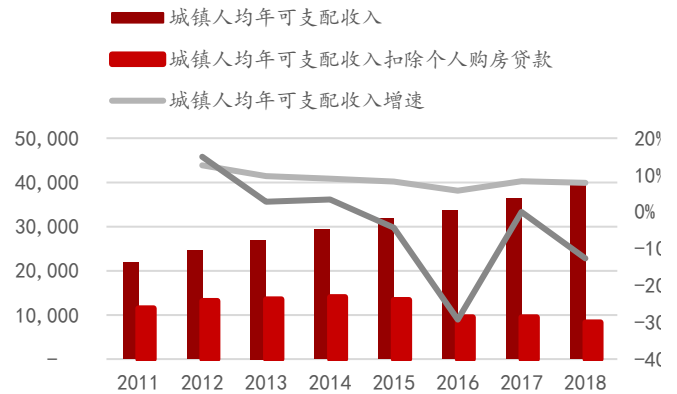
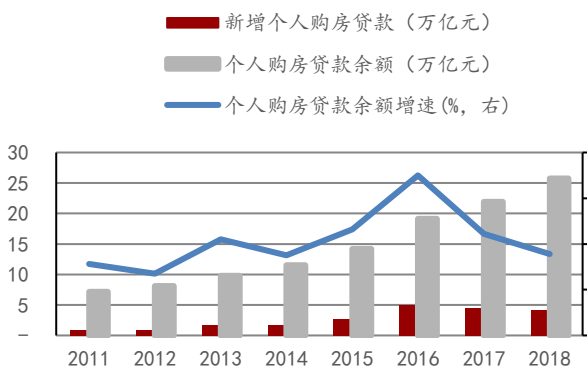
## 2.2 房地产政策收紧，房贷对消费挤出效应减弱

**棚改及高货币化安置比例提升居民购房贷款。**2014 年开始主要针对二三四线城市的棚改提速和货币补贴比例大幅提高。棚改开工量从 2013 年的 304 万套增至 2015 年-2018 年连续 4 年 600 万套左右，货币补贴比例从 2013 年的 7.9% 增至 2017 年的 53.9%，成为催高房价、居民购房贷款快速提升的重要因素。居民新增房贷从 2013 年的 1.7 万亿飙升至 2016 年的 4.96 万亿，2017 年-2018 年新增房贷虽然有所下降，但仍在 4 万亿以上。

**高购房贷款短期透支居民购买力。**高杠杆购房对消费造成挤出效应，近几年城镇居民人均可支配收入增速 8% 左右，但扣除购房贷款后的余额从 2015 年到 2018 年持续增长，在一定程度上抑制了居民的消费。

图表 7：个人购房贷款余额增速在大幅增长后呈下降趋势

图表 8：购房贷款透支了居民购买力，但挤出效应逐步减弱



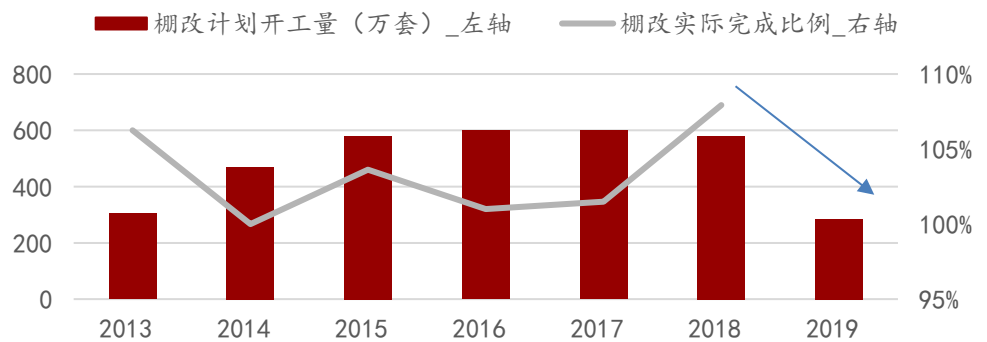
资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

**房地产政策持续收紧，房贷对居民消费挤出效应减弱。** 房地产政策收紧，多种限制措施出台，体现出政府去除杠杆的决心，房贷余额增速下降，叠加居民可支配收入的增长，房贷对消费挤出效应减弱。2019年棚改数量计划数量腰斩，预计将使楼市进一步降温，房贷对消费挤出效应进一步减弱。

**楼市降温对消费的负面影响有限。** 房地产带动的消费（家具家电建材）占社零的比例只有10%，因此楼市降温对消费的负面影响有限。

图表 9: 2019 年棚改房计划开工量数量减半



资料来源: Wind、万联证券研究所

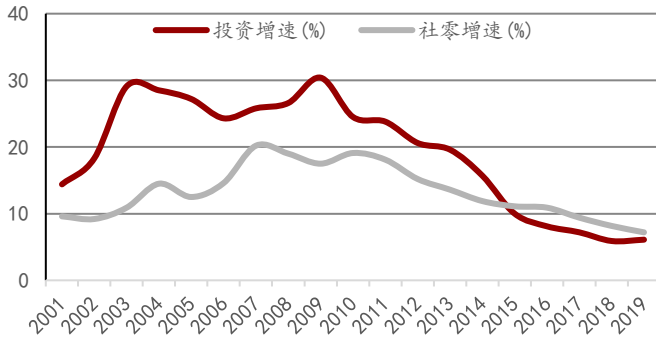
### 2.3 消费成为GDP增长新引擎，政策托底消费

**社零增速自 2015 年开始持续高于投资增速。** 2015 年之前，投资增速一直高于社零增速，2015 年社零增速达到 11.1%，首次超过投资增速的 10%，并在后续年份持续高于投资增速，表明我国经济增长的结构发生改变，消费重要性提升并超过投资。

**与此同时，消费对 GDP 增长的贡献率自 2015 年开始持续高于投资，且差距拉大。** GDP 增长的三驾马车分别为投资、消费、出口，2015 年之前，投资一直是 GDP 增长最重要的驱动因素，从 2015 年开始消费对 GDP 增长的贡献率超过投资，并持续提升，与投资的贡献率差距拉大。2018 年消费对 GDP 增长的贡献率达到 76.2%，达到投资对 GDP 增长贡献率的 2 倍水平。

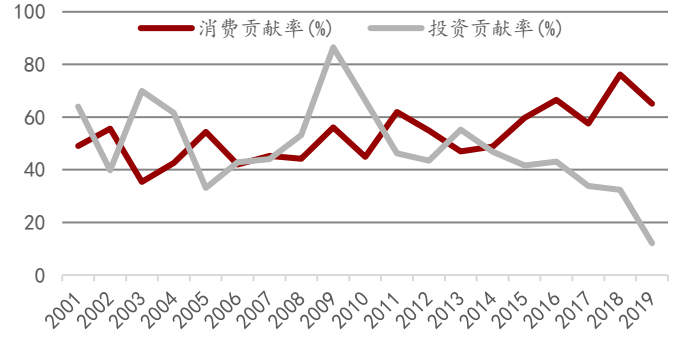


图表 10: 我国社零增速自2015年持续超过投资增速



资料来源: Wind、万联证券研究所

图表 11: 消费对 GDP 增长贡献率超过投资



资料来源: Wind、万联证券研究所

消费成为经济增长的引擎，今年以来消费刺激政策密集出台。经济增速下行，叠加地产调控、投资增速上行空间有限、出口受中美贸易摩擦影响的背景下，消费成为经济增长的引擎。为了刺激消费，各国家级和省级机关 2019 年相继出台消费刺激政策，这表明了政府提振消费的决心。如果消费数据不能好转，预计会有更大力度的消费刺激政策出台。

图表 12: 今年以来国内消费刺激政策密集出台

时间	部门	政策名
2019 年 1 月	发改委	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案 (2019 年)》
2019 年 1 月	河北省人民政府	《关于完善促进消费体制机制实施方案 (2019-2020 年)》
2019 年 1 月	北京市商务局	新一轮节能减排促消费政策
2019 年 3 月	财政部、税务总局、海关总署	《关于深化增值税改革有关政策的公告》
2019 年 4 月	上海市委	《关于进一步优化供给促进消费增长的实施方案》
2019 年 5 月	广东省委	《广东省完善促进消费体制机制实施方案》
2019 年 6 月	国家发展改革委、生态环境部、商务部	《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案 (2019-2020 年)》

资料来源: 政府官网, 万联证券研究所

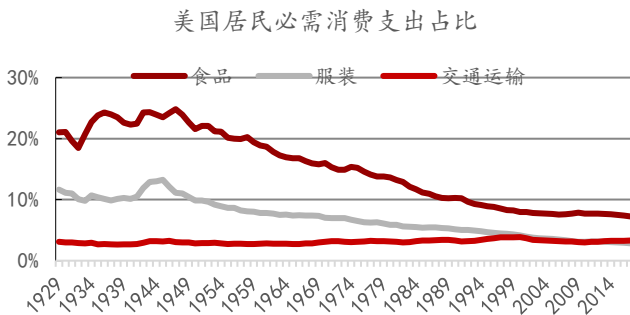
### 3、消费升级，结构调整+渠道下沉

#### 3.1 消费升级趋势一：结构调整，可选消费品支出占比提升

我国居民处于生存型消费向服务型消费转型过程中。随着居民收入水平提高，居民消费需求从满足吃穿用度的生存型消费转向能提高生活品质的服务型消费，因此消费支出结构也相应发生变化。从我国最近5年的数据来看，居民食品烟酒、衣着等消费支出占比处于下降趋势，医疗保健、教育文化和娱乐消费支出占比处于提升态势。

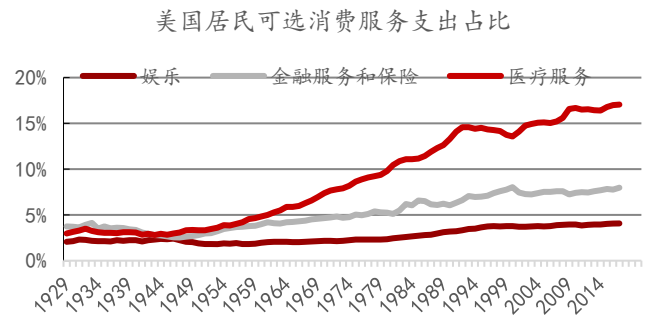
对比美国，我国居民消费支出结构中必需消费占比仍较高。不过对比美国，目前我国居民必需消费支出占比仍较高，其中食品烟酒支出占比仍高达30%，教育、文化和娱乐支出占比只有11%，医疗保健支出占比只有8%。参考美国从1929年至今的消费结构数据，食品支出占比从25%左右降至目前的7%，医疗服务支出占比从3%左右提升至目前的17%，娱乐支出占比从2%提升至目前的4%。预计未来我国的服务型支出占比仍将持续提升。

图表 13：美国居民必需消费支出占比持续下降



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表 14：美国居民可选消费支出占比持续提升

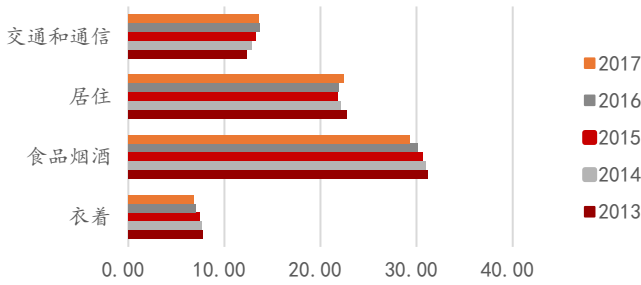


资料来源：Wind、万联证券研究所

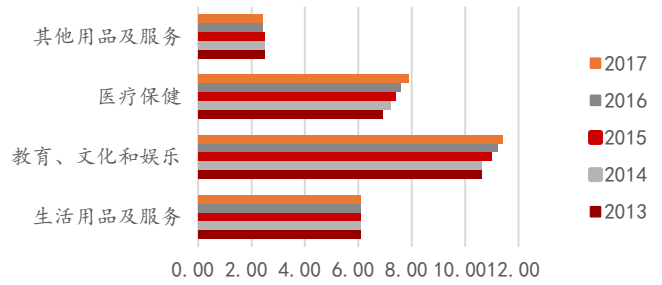
图表 15：近年我国居民必需消费支出占比下降，但仍显著高于美国

图表 16：近年我国居民可选消费支出占比提升，但仍显著低于美国

中国居民必需消费支出占比(%)



中国居民可选消费支出占比(%)



资料来源: Wind、万联证券研究所

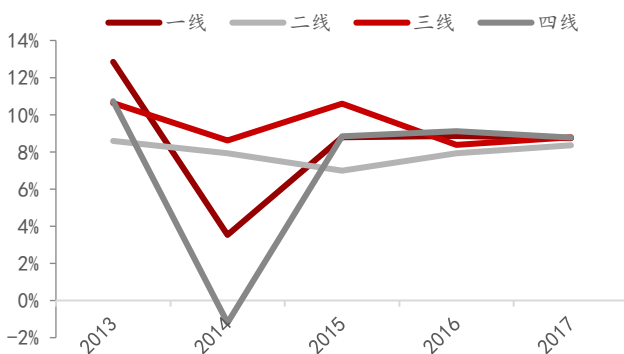
资料来源: Wind、万联证券研究所

### 3.2 消费升级趋势二：渠道下沉，三四线城市及农村市场崛起

低线城市和农村居民的人均可支配收入增速超过城镇居民。2014 年开始主要针对低线城市的棚改，加上高货币化的安置比例催生出了一批低线城市中产阶级。近年一线城市人均可支配收入增速低于低线城市，而农村居民人均消费支出增速则长期高于城镇居民。

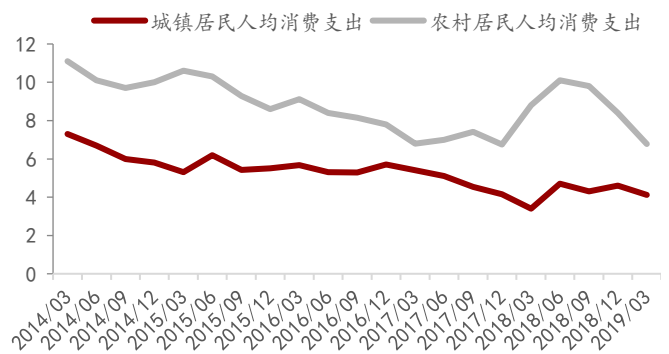
低线城市和农村地区的消费需求迎来快速增长期。相对一线城市高额房价导致高额购房和租房成本，低线城市居民生活压力更小，且时间相对充裕，因此能将更多的收入用于消费活动中。在线上互联网以及线下门店连锁扩张，带来一线城市和低线城市的消费便利性差异显著缩小背景下，低线城市的消费需求迎来快速增长期。

图表 17: 我国低线城市人均可支配收入增速超过一二线城市



资料来源: Wind、万联证券研究所

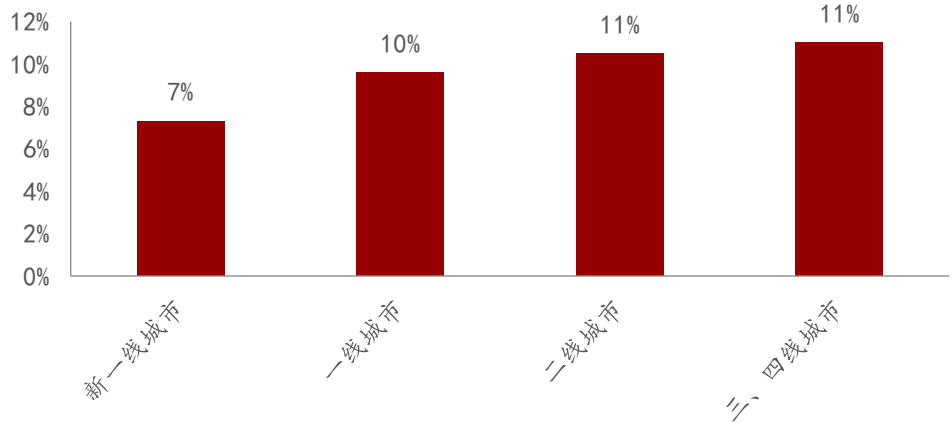
图表 18: 我国农村居民人均消费支出增速超过城镇居民



资料来源: Wind、万联证券研究所

下沉市场仍有巨大空间。根据商务部数据，2017 年二、三、四线城市的社零总额增速超过 10%，增速快于一线城市。高线城市的市场逐渐饱和，低线城市和农村地区消费升级，随着渠道的进一步下沉，低线城市和农村市场仍有巨大空间可释放。

图表 19：我国低线城市社零增速超过一二线城市



资料来源：商务部，万联证券研究所

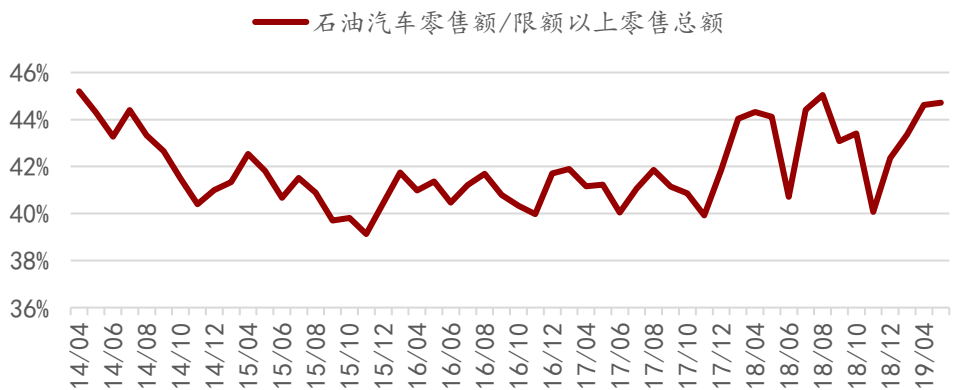
## 4、消费回暖，关注汽车、家电

### 4.1 汽车：否极泰来，拐点将至

#### 4.1.1 汽车消费占据消费半壁江山，为刺激政策发力重点

汽车行业占据消费半壁江山。与汽车行业相关的汽车、石油消费总额占限额以上零售总额的 43% 左右，对消费的拉动有着举足轻重的作用。近年来石油汽车消费增速逐渐减弱，拉动汽车消费成为促进限额以上零售消费增长的重点。

图表 20：汽车行业消费占据限额以上零售规模的半壁江山



资料来源：Wind、万联证券研究所

### 2019 年以来促进汽车消费政策密集出台：

- 财政部调整车辆购置税计税依据，降低车辆购置税，将于 2019 年 7 月 1 日实施，参照历史实施效果，提振汽车消费短期效果显著。

- **国六排放标准即将实施**，多数提前的城市都将于 2019 年 7 月 1 日开始实行国六（B）标准，将刺激新车消费和旧车替换。
- **广深放松汽车限购**，2019 年 6 月到 2020 年 12 月，广州和深圳分别新增汽车牌照 10 万辆和 8 万辆。
- **国家发改委发文规定要求取消新能源汽车限购、开展“汽车下乡”促销活动**，预计后续即将有具体政策出台。

这一系列政策的出台都说明在下半年乃至明年，汽车消费将会是政策促进的重点领域。

图表 21：2019 年以来促进汽车消费政策密集出台

2018.07	国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2019 年 7 月 1 日起，国内重点区域、珠三角地区、成渝地区等将提前实施国六排放标准。
2019.01	国家发改委等部门举行电视电话会议，指出因地制宜促进汽车和家电消费
2019.03	《2019 年政府工作报告》提出，稳定汽车消费
2019.05	财政部等部门《关于车辆购置税有关具体政策的公告》，调整车辆购置税计税依据，降低车辆购置成本
	广东省委发布《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，广州和深圳放松汽车限购调价增加车牌照限额，省内其他城市不得再出台汽车限购政策。
2019.06	国家发改委等部门发布《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》，严禁各地出台新的汽车限购规定，各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消，组织开展“汽车下乡”促销活动，促进农村汽车消费。

资料来源：政府官网、万联证券研究所

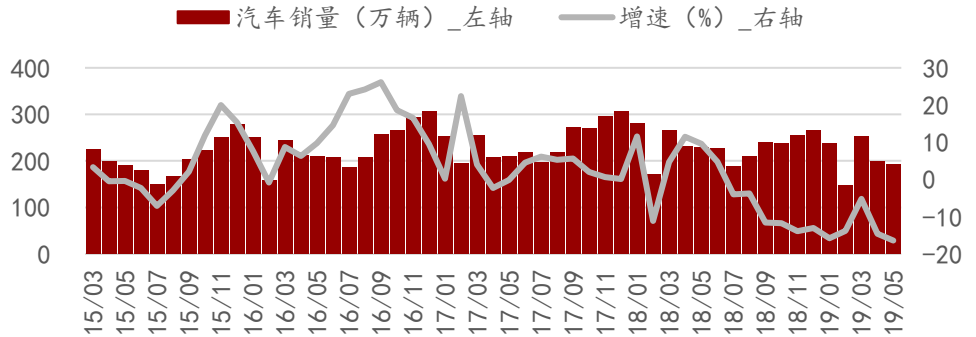
#### 4.1.2 汽车销量处于底部区域，拐点将至

**汽车销量已经连续 11 个月下降**。受宏观经济下行压力，以及部分地区国六排放标准即将实施造成消费者观望情绪等因素影响，汽车销量连续 11 个月下降。自 2018 年 7 月开始，我国汽车销量及乘用车销量均呈现连续下降趋势。2019 年 1-5 月，汽车销量下降趋势仍在延续，5 月汽车零售销量为 191 万辆，同比增速-16.4%；乘用车零售销量 156 万辆，同比增速-17.4%。

**多项刺激政策的联合效应，以及低基数的影响下，汽车销量拐点将至**。车辆购置税调整方案、国六标准推出、广深地区汽车限购额度放宽均将分别于 2019 年 6-7 月陆续实施，一方面释放前期处于观望的消费需求，另一方面刺激汽车消费。预计其他地区也将陆续推出取消限购或限购额度放宽政策，此外还将推出“汽车下乡”促销活动，预计将进一步刺激汽车消费。虽然汽车零售数据已经连续多个月负增长，但是目前汽

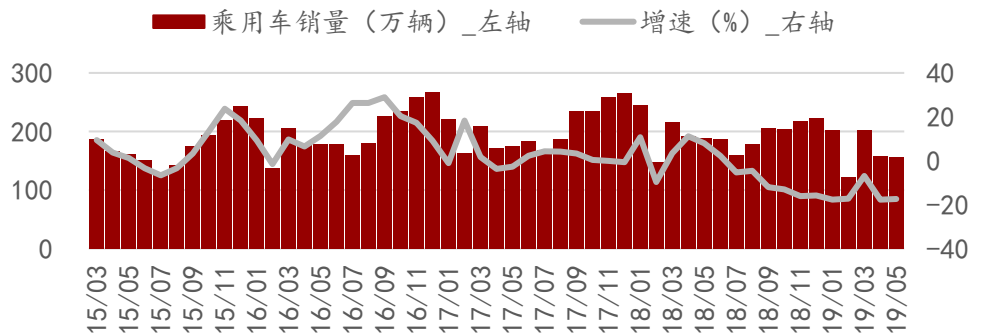
车整车行业已经处于本轮周期的筑底阶段，并且利好政策不断，预计汽车零售增速今年下半年有望迎来拐点。

图表22：我国汽车销量及增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表23：我国乘用车销量及增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

#### 4.1.3 新能源汽车处于快速增长中，新的刺激政策将促进新能源汽车消费

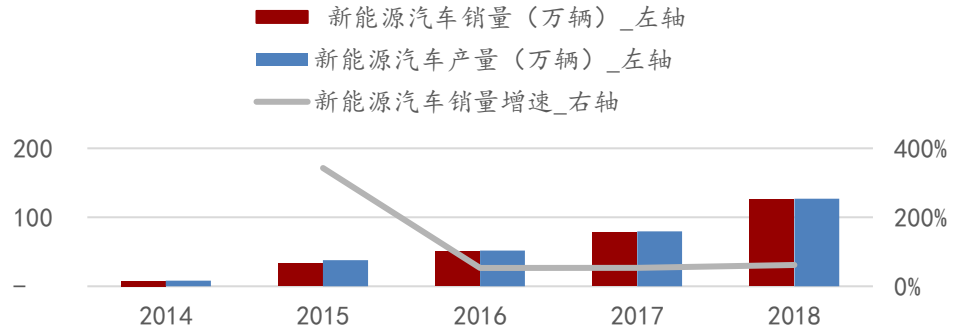
新能源汽车保持高速增长，充电设施逐步完善。2018年新能源汽车全年销量125.62万辆，同比增长61.67%；2019年前五个月共实现销量47.50万辆，同比增长46.19%；产量增长保持和销量一致。与新能源汽车销量和产量保持同步增长的，还有相关配套设施。我国充电桩数量，从15年末的不到5万台，2019年4月增长到超过39万台。

新的优惠政策将促进新能源汽车消费。6月6日，发改委出台《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案》（2019-2020），明确：

- 各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消。预计北京42万辆累积需求有望部分释放，预计释放20万辆以上新增量。
- 加快更新城市公共领域用车。推动城市公共领域车辆更新升级，2020年之前大气污染防治重点区域公共用车新能源占比需达80%。“京津冀+长三角+汾渭平原”共保有35万辆出租车，预计2019-2020年合计替换23万辆。

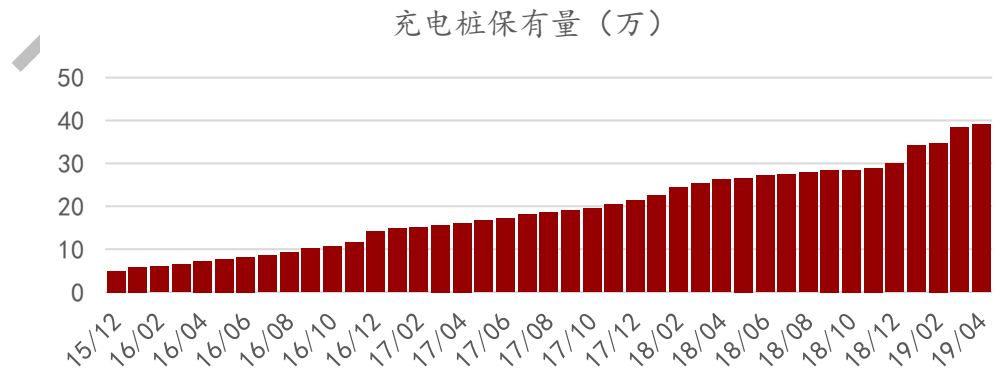
充电设施的完善保障供给端，政策发力刺激需求端，预期接下来新能源汽车将持续稳健增长。

图表24：我国汽车销量及增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表25：我国充电桩保有量



资料来源：Wind、万联证券研究所

## 4.2 家电：政策临近，呼之欲出

### 4.2.1 预计将实施新一轮家电补贴政策

刺激家电消费政策呼之欲出。2019年1月，国家发展改革委等十部门联合印发的《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》中，明确2019年家电产品刺激消费政策，其主要措施为：①支持绿色、智能家电销售，促进家电产品更新换代；②积极开展消费扶贫带动贫困地区产品销售。

图表26：近期与家电相关政策

出台时间	出台部门	出台文件	文件内容

2019年1月	国家发展改革委等十部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	支持绿色、智能家电销售,促进家电产品更新换代,积极开展消费扶贫带动贫困地区产品销售。
2019年2月	国务院	《2019年政府工作报告》	深化增值税改革,将制造业等行业现行16%的税率降至13%,确保主要行业税负明显下降。
2019年3月	工业和信息化部等三部门	《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》	加快发展超高清视频产业,按照“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线,大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。

资料来源:政府官网、万联证券研究所

回顾历史经验,家电补贴政策对销售有明显提振。主要的政策手段包括家电下乡、节能补贴、以旧换新。2009年-2011年实施了系列家电补贴政策,家电销量增速迎来高峰;2012年-2013年实施节能补贴,家电销量迎来反弹。家电产品正阶段性迎来“家电下乡”政策(2007-2012年)推广产品的更新周期(10年左右),在居民可支配收入持续稳健增长,且对品牌产品消费意愿提升的背景下,更有品牌影响力的企业或迎来份额提升。

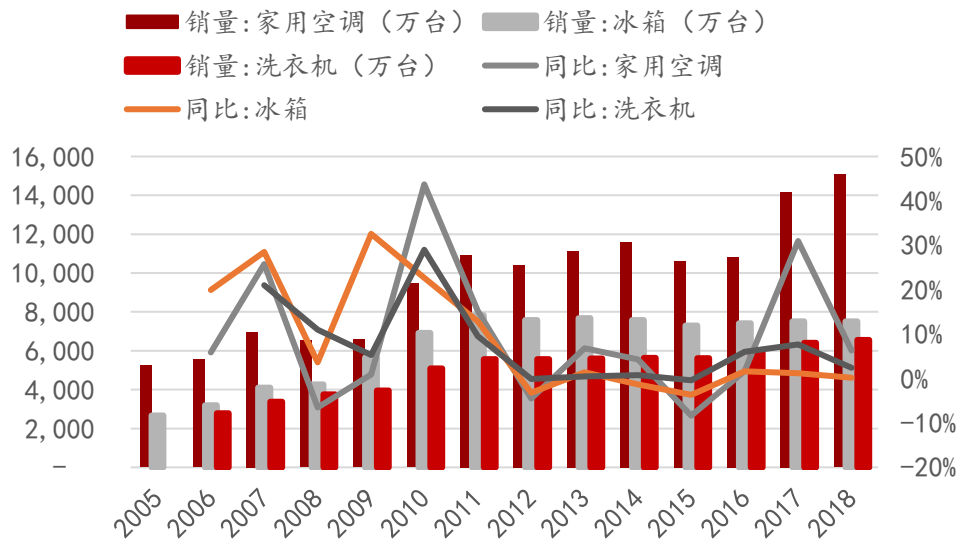
图表27: 预计2019年将实施新一轮家电补贴政策



资料来源:政府官网、万联证券研究所

图表28: 从历史数据看, 家电补贴政策对家电销售有明显提振



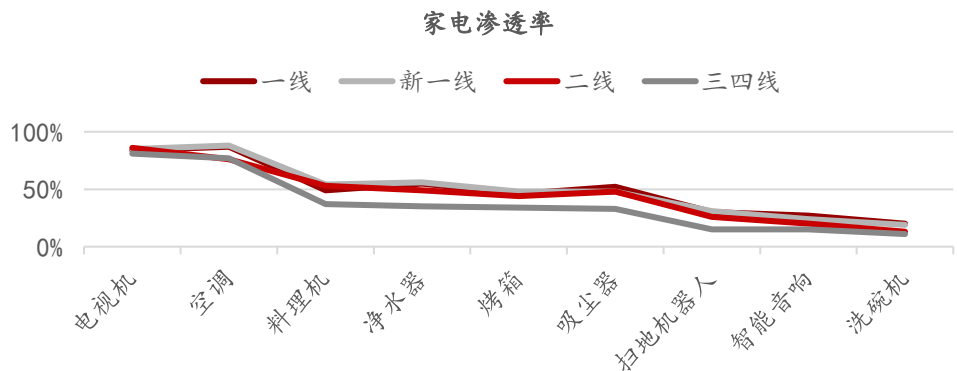


资料来源：产业信息网、万联证券研究所

#### 4.2.2 中国家电对于三四线城市和农村渗透率低

传统家电渗透率较高，小家电渗透率低，一二线城市渗透率高于低线城市。电视机、空调等传统家电渗透率较高，达到75%以上；小家电如料理机、净水器、烤箱、吸尘器渗透率较低，普遍在50%以下。电视机在不同城市渗透率差别不大，但其他家电渗透率在一二线城市与低线城市渗透率差距在10%以上。

图表29：传统家电渗透率高，小家电与智能家电渗透率较低



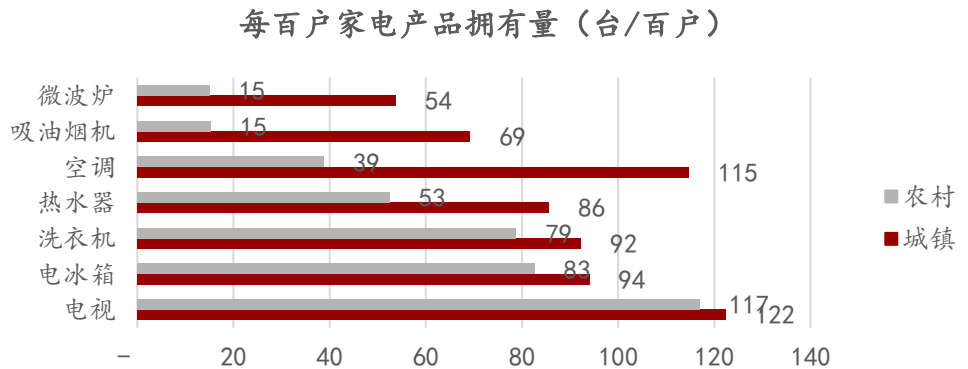
资料来源：智研报告、万联证券研究所

农村家庭家电保有量还有较大提升空间。农村家庭的电视、电冰箱拥有量比较高，与城镇家庭保有量差距不大，但在空调、热水器、抽油烟机、微波炉等家电保有量上还有很大提升空间。此外，品牌是农村消费者最关注的维度，高品质家电在低线城市及农村市场具有较大潜力。

渠道下沉，有望提升市场供给能力。低线城市的家电渗透率低以及农村家电保有量的提升空间，表明家电还有较大的发展市场。近年来家电企业及经销商均实施渠道下沉

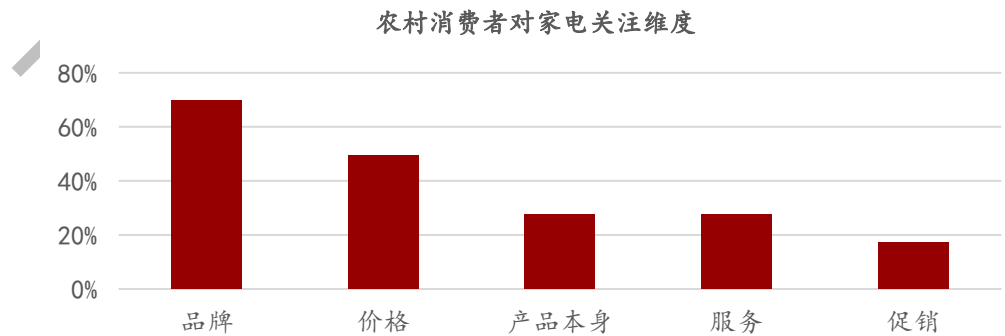
战略，有望释放低线城市和农村地区的家电需求。

图表30：农村家庭家电保有量还有很大提升空间



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表31：优质品牌在三四线城市及农村地区仍具较大市场潜力



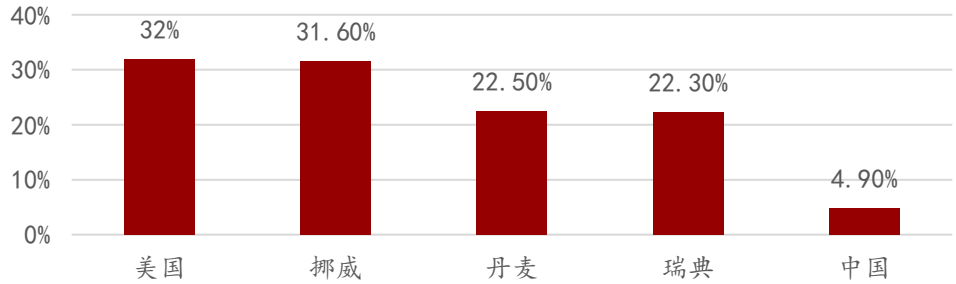
资料来源：奥维云网、万联证券研究所

#### 4.2.3 国家支持智能家电发展，5G实施将加快这一步伐

中国智能家居渗透率与发达国家差距巨大。2018 年智能家居市场渗透率排名前五的国家分别为美国 32.0%、挪威 31.6%、丹麦 22.5%和瑞典 22.3%，而中国智能家居市场渗透率仅为 4.9%，远低于这些国家。

图表32：中国智能家居渗透率与发达国家相较差距巨大

2018年国家智能家居渗透率



资料来源: Statista、万联证券研究所

**国家大力支持智能家电发展。**国务院发布的《国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》中,明确支持智能家电发展,提出引领智能家居、智慧家庭等领域消费品标准制定,加大新技术新产品等创新成果的标准转化力度。

**5G 加快智能家电发展。**5G 商用牌照已于 6 月 6 日正式发放。5G 代表着全新的“第五代”移动通信服务标准,其利用毫米波的无线频谱的高频段,使得数据传输速度比 4G 专用的低频段快 10~100 倍。5G 时代的意义不只是为了解决传输速度的问题上,它还意味着机器更加自动化,虚拟现实、物联网、人工智能、智慧城市等的一系列技术都将会迎来更加广阔的应用空间,包括促进“智能家居”的落地。

图表33: 中国出台的支持智能家电发展政策

出台时间	出台部门	出台文件	文件内容
2017 年 1 月	工业和信息化部	《信息通信行业发展规划物联网分册》	作为物联网六大重点领域应用示范工程之一,提出打造生态系统、推广集成应用解决方案,重点支持其物联网操作系统研发。
2017 年 8 月	国务院	《关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	鼓励企业发展面向定制化应用场景的智能家居“产品+服务”模式,推广智能电视、智能音响、智能安防等新型数字家庭产品,积极推广通用的产品技术标准及应用规范。
2017 年 12 月	工业和信息化部	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划》	支持物联网、机器学习等技术在智能家居产品中的应用,建设并推广一批智能家居示范应用项目。

2018年10月	国务院	《国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》	引领制定智能家居、智慧家庭等领域消费品标准，加大新技术新产品等创新成果的标准转化力度。
----------	-----	-----------------------------------	---

资料来源：政府官网、万联证券研究所

#### 4.2.4 家电出口受中美贸易战影响不大

**中美贸易战波及部分家电。**2019年5月10日起，美国正式调升对中国2000亿美元商品的进口关税，税率由此前的10%上调至25%。此外，美国计划对中国输美商品剩余的3250亿美元加征25%的关税。建议加征关税的中国进口产品清单中涉及的电器产品及配件主要包括：热水器、干衣机、净水器、空气净化器、洗碗机、烤箱、用于制冷设备（包括空调）的各种零部件。

图表34：美国调升对中国进口产品关税

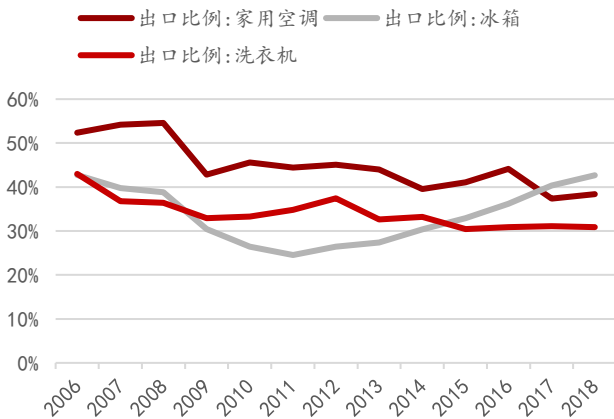


资料来源：智研报告、万联证券研究所

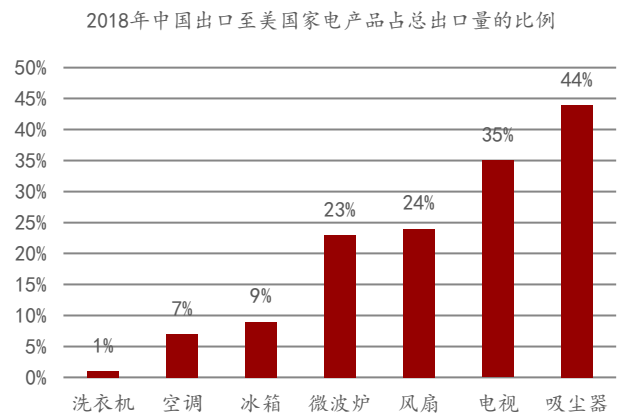
传统冰洗空类家电出口美国占比很低，且出口美国占比较大的商品并未在加征关税清单中，影响很小。中国是家电出口大国，2018年空调、冰箱、洗衣机的出口量占总销量比例分别为38%、43%、31%。但是，从出口美国的家电来看，冰箱、空调、洗衣机出口美国占总出口量比例分别为1%、7%、9%，受中美贸易战影响很小；出口美国占总出口比例较大的包括吸尘器、电视、风扇、微波炉，但并未在加征关税的清单中。因此，总体而言，中美贸易战对家电行业出口影响很小。

图表 35：中国家电出口比例

图表 36：冰洗空类大家电产品受贸易战影响甚微



资料来源：产业信息网、万联证券研究所



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

## 5、消费升级，关注教育、文旅、餐饮

### 5.1 教育：资产证券化热潮，集中度加速提升

#### 5.1.1 政策支持，促进教育行业快速增长

教育行业对政策敏感度高，2018年下半年以来支持政策频出：

- 学前教育政策导向是扩大资源供给，增强学前教育普惠性，规定营利性幼儿园不得上市。
- K12 培训教育政策导向是规范化，2018 年底前必须持证上岗，在线教育管理强化。
- 素质教育政策导向是 STEAM 模式化。STEAM 教育是集科学，技术，工程，艺术，数学多学科融合的综合教育。2015 年 9 月，教育部在《关于“十三五”期间全面深入推进教育信息化工作的指导意见（征求意见稿）》中提出了“探索 STEAM 教育、创客及教育等新教育模式”。
- 民办学校政策导向是义务教育不能设置为营利性的。新《民促法》未限制民办高等教育营利性，高等教育在收费和招生规模上有望更加市场化。同时送审稿暂未改变外延并购逻辑，各大民办高校并购举措仍在持续。
- 职业教育政策导向是支持“1+N”模式化。从 2019 年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度（“1+X 证书制度”）试点工作。

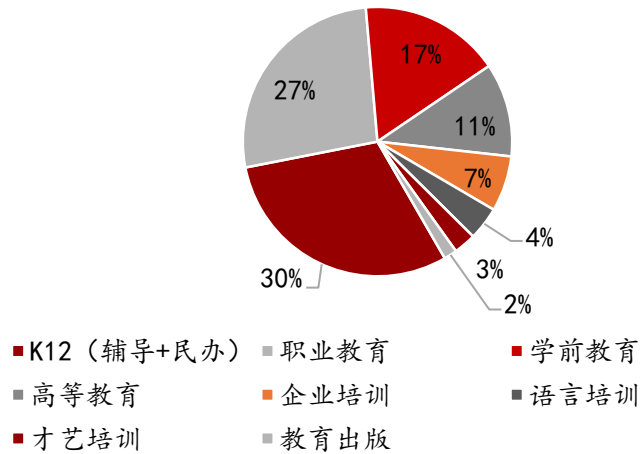
图表37：2018年下半年以来教育行业政策频出

日期	细分行业	发布部门	政策
2018年11月	学前教育	中共中央、国务院	《中共中央国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》
2018年11月	K12教育	教育部	《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》
2018年8月	民办学校	司法部	《民促法(修订草案)(送审稿)》
2019年2月	职业教育	国务院	《国家职业教育改革实施方案》
2019年2月	教育行业	中共中央、国务院	《中国教育现代化2035》
2019年2月	教育行业	中共中央、国务院	《加快推进教育现代化实施方案(2018—2022年)》
2019年5月	职业教育	国务院	《职业技能提升行动方案(2019—2021)》
2019年5月	学前教育	国务院	《关于促进3岁以下婴幼儿照护服务发展的指导意见》

资料来源：政府官网、万联证券研究所

**中国教育细分市场份额。**中国教育行业细分市场份额最大的三类依次为 K12 教育（辅导+民办）、职业教育、学前教育，根据 2017 年的数据，这三类教育机构市场份额分别为 30%、27%、17%，其中，K12 教育与职业教育占据了教育细分市场份额的半壁江山。

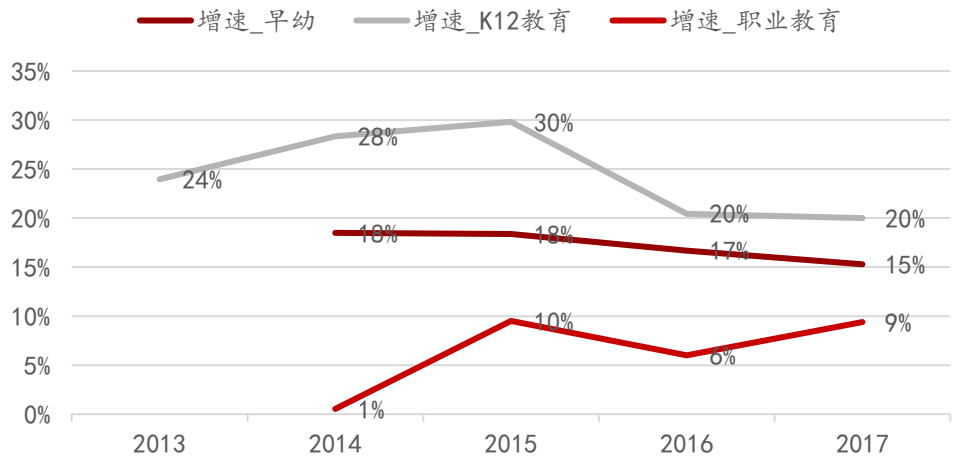
图表38：2017年中国教育细分市场份额



资料来源：产业信息网、万联证券研究所

中国教育行业市场规模保持较快增长。K12 教育市场规模在近五年间增速一直保持快速增长，虽然 2016 年增速下滑严重，但增速仍在 20% 左右。早教市场增速呈现缓慢下降态势，但仍在 15% 以上。职业教育市场增速呈现提升态势，目前在 10% 左右。

图表 39：中国教育行业市场规模保持快速增长

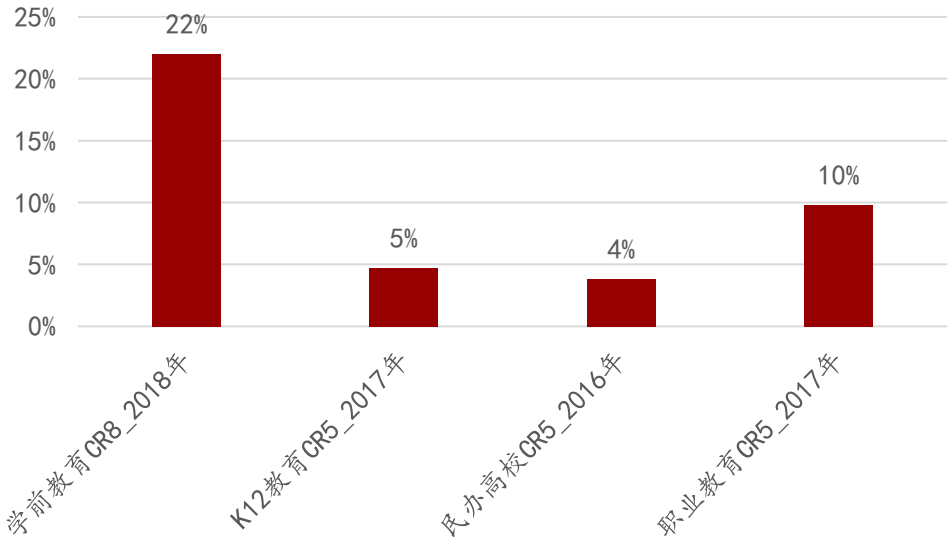


资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

### 5.1.2 行业分散、大量上市、并购整合兴起，集中度有提升趋势

教育行业集中度低，细分领域来看：民办高校和 K12 教育集中度最低，学前教育集中度相对高。学前教育中的十大品牌有半数来自国外，相比于国内的早教行业，国外的早教机构更加成熟，也更受到家长的青睐。K12 教育由于各地教材、考试制度存在差异、各年龄段及科目之间辅导内容存在差异、辅导机构资产较重以及对辅导机构的评价标准难以统一，因此市场目前难以集中。民办高校呈现整合趋势，有望提高行业集中度。职业教育是产业升级的获益者，龙头公司如中公教育仍具有较大潜力，参股控股成为行业趋势。

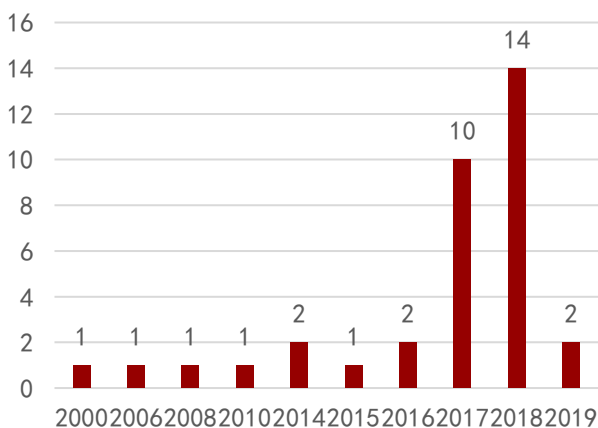
图表40：我国教育行业集中度低



资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

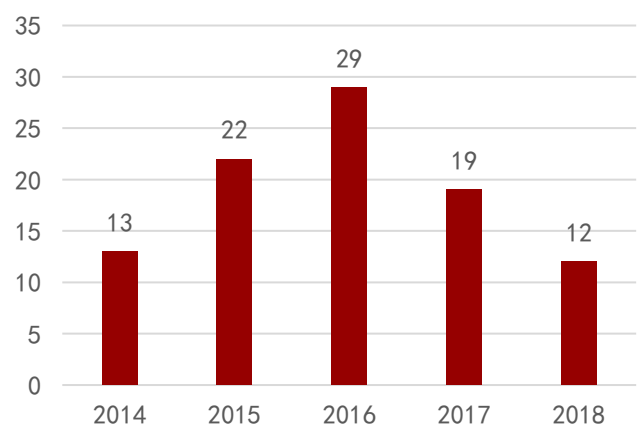
产业快速发展+资本大量涌入+上市通道打开，资产证券化加速，集中度有提升趋势。2017年-2018年，国内教育机构扎堆在港股和美股上市，2019年仍有数十家在港股排队上市中。2015-2017年是A股教育机构上市的高峰期，除了东方时尚和全通教育以外，基本上都以并购重组为主完成教育公司的资产证券化。美国和A股上市的中国教育公司以教育培训机构（K12课外辅导、职业培训等）为主，在香港上市的教育公司则以全日制学校为主（全日制的中小学、全日制的高校等）。大量上市后，并购整合也将加快速度，行业集中度有提升趋势。

图表 41：国内教育机构扎堆赴港股、美股上市



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表 42：A股教育行业并购数量



资料来源：Wind、万联证券研究所

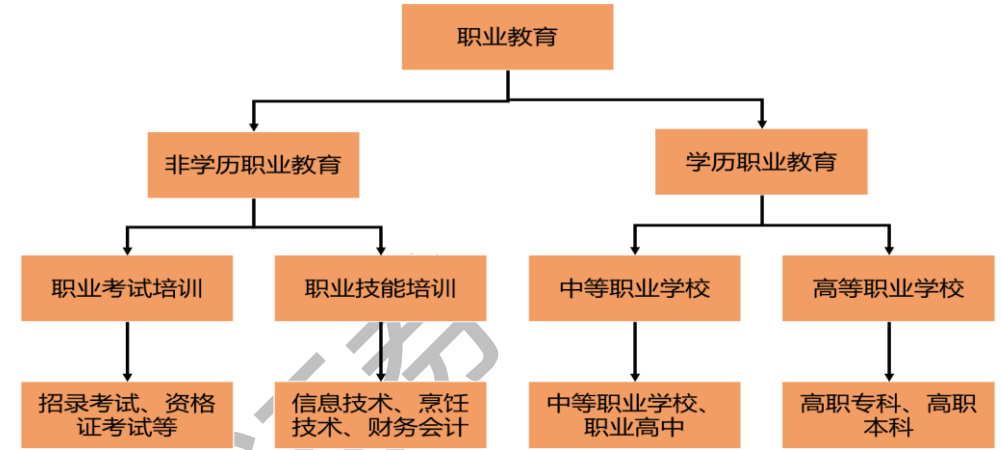
### 5.1.3 职业教育：国家重点支持行业，产业升级市场前景广阔

**职业教育分类。**职业教育主要包括职业学校教育和职业培训。职业学校教育是学历性的教育，分为初等、中等和高等职业学校教育；职业培训是非学历性的教育，是为培



养和提高劳动者从事各种职业所需要的知识和技能而进行的教育和训练,目前市场上存在的职业培训类别主要包括公务员考试培训、事业单位招聘培训、教师招录考试培训、金融会计培训、IT专业培训等。

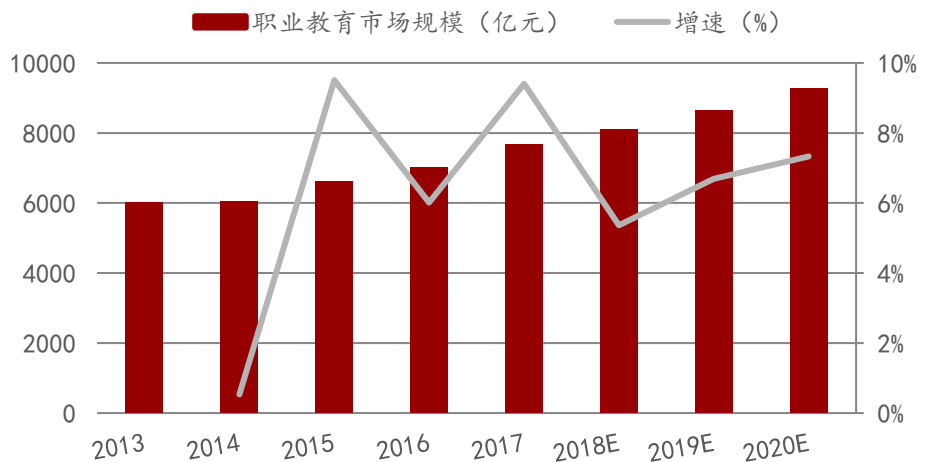
图表43: 职业教育分类



资料来源: 万联证券研究所

职业教育为国家政策最支持的教育细分板块。我国职业教育市场规模已达到近 7000 多亿元,是近年来国家政策最支持的教育细分板块。2019 年 1 月,国务院印发《国家职业教育改革实施方案》:到 2022 年,一大批普通本科高等学校向应用型转变,建设 50 所高水平高等职业学校和 150 个骨干专业(群)。从 2019 年开始,在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点工作。

图表44: 中国职业教育市场规模

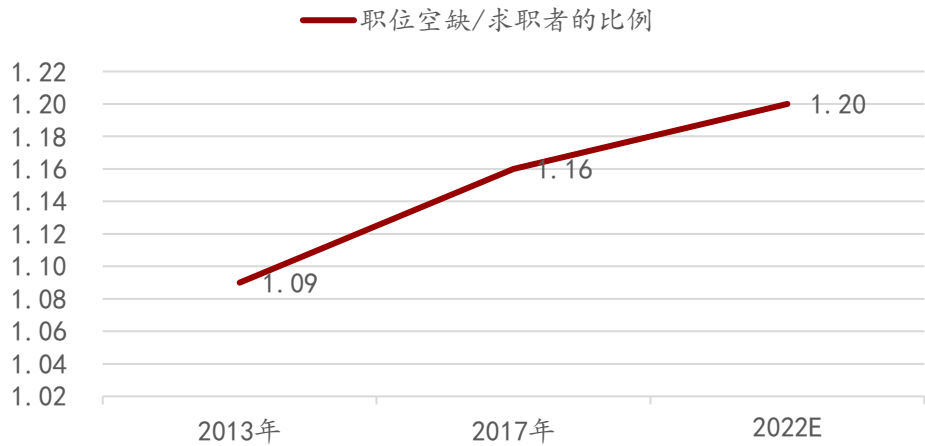


资料来源: 弗若斯特沙利文、万联证券研究所

产业升级导致劳动力缺口加大,促使职业教育市场需求提升。产业升级背景下,高质量的劳动力需求提升,市场需求与劳动力供给存在结构性矛盾,根据人力资源和社会保障部数据统计,职位空缺与求职者的比例从 2013 年的 1.09 增至 2017 年的 1.16,

带来职业教育需求的提升。

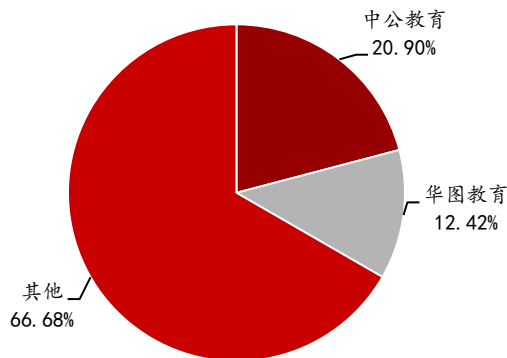
图表45：中国职位空缺与求职者比例



资料来源：人力资源和社会保障部、弗若斯特沙利文、万联证券研究所

多家职业教育机构纷纷在 A 股、新三板、港股和美股上市。上市 A 股和美股的职业教育公司多涉及非学历职业教育培训，其中 A 股的公司多以参股或者控股公司的方式涉入职业教育领域，美股中纯正非学历的教育培训公司较多；港股的职业教育公司多为学历职业教育，以中专、大专院校的形式提供职业教育服务。目前上市的职业教育企业中，规模最大的在公务员考试培训领域。已形成以中公教育、华图教育为龙头的竞争格局，中公教育和华图教育市场份额分别为 20.90%、12.42%。

图表46：公务员考试培训市场竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

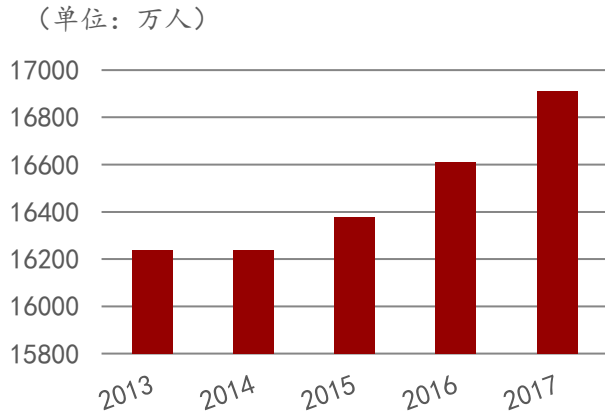
#### 5.1.4 K12教育：市场需求量最大，市场集中度低

2018 年 11 月，教育部、国家市场监督管理总局及应急管理部，三部门联合发布《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》，主要针对两个方面：①证件执照：完善部门联合执法，不符合标准的要依法予以停业整顿，2018 年底前不能存在无

证无照还在开展培训的机构；②在线教育：加强线上教育管理，相关内容需公示。

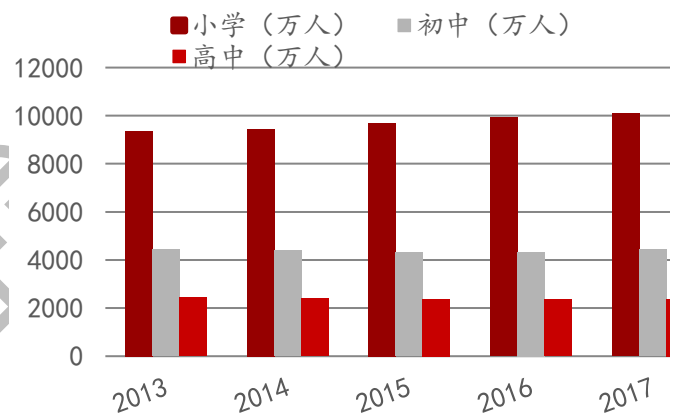
**K12 教育适龄人口基数大，受政策影响未来会进一步增加。**据教育部数据统计，我国 2017 年 K12 阶段在校生人数为 1.69 亿人，其中小学在校生 1.01 亿人，初中在校生 4442.1 万人，高中在校生 2374.5 万人。近两年在全面开放二胎的政策下，新生儿人口数增加，从 2013 年的 1640 万人，增至 2017 年的 1723 万人，预计未来适龄儿童数量会进一步提升。

图表 47：中国K12在校生数



资料来源：教育部、Wind、万联证券研究所

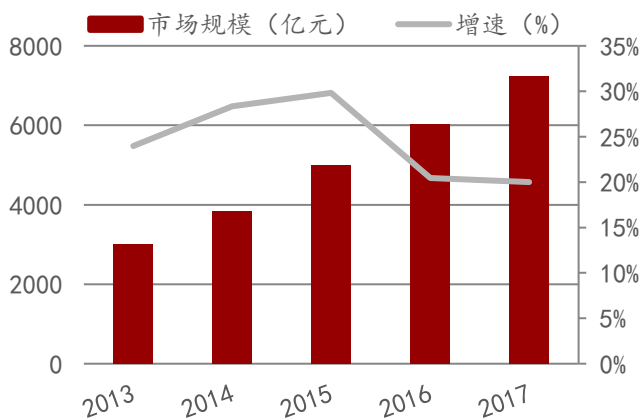
图表 48：中国K12不同阶段在校生数



资料来源：艾瑞咨询、教育部、万联证券研究所

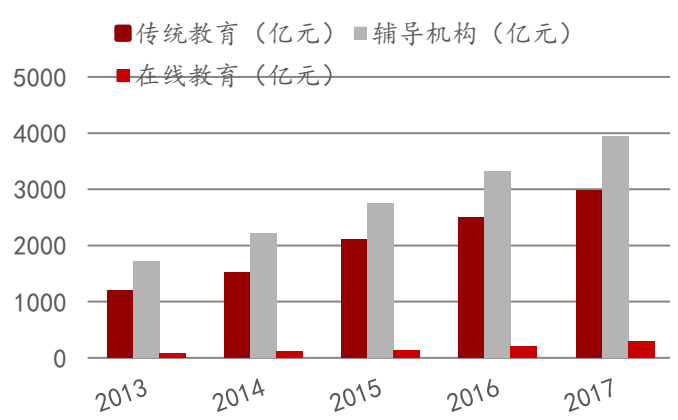
**K12 教育参培率近 6 成，市场规模巨大超 7000 亿。**据 2017 年 11 月 30 日华兴资本发布的教育行业报告，截止 2017 年 11 月，中国平均课外文化参培率达到 57%，参培人数近 9639 万人，市场规模巨大。据艾瑞咨询报告，我国 2017 年 K12 教育市场规模约 7224 亿元，近五年增速都再 20% 以上。其中传统教育市场 2975 亿元，辅导机构市场 3950 亿元，在线教育市场 298.7 亿元。随着我国居民人均收入的逐步增加，预计 2018 年 K12 教育市场规模将突破 8000 亿元。

图表 49：K12教育市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

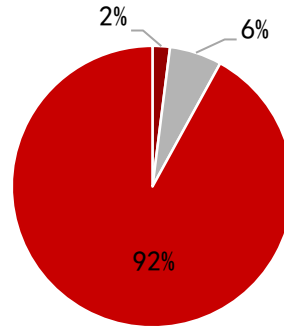
图表 50：中国K12教育细分市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

市场集中度低，政策规范下利好龙头企业。据弗若斯特沙利文 2018 年报告，截至 2017 年 12 月 31 日，中国 K12 辅导机构超过 10 万家，前五名为新东方、好未来、学大教育、精锐教育、卓越教育，市场份额合计 4.7%，CR5 不足 5%。随着《通知》中“2018 年底前不能存在无证无照还在开展培训的机构”的逐渐落实，预计小型机构逐渐退场。

图表51：K12教育市场格局



- 全国龙头（营收30亿以上）
- 区域龙头（营收5-30亿）
- 区域机构（营收5亿以下）

资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

图表52：K12教育市场格局



资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

### 5.1.5 民办学校：新政策利好民办高等教育，龙头企业加速扩展

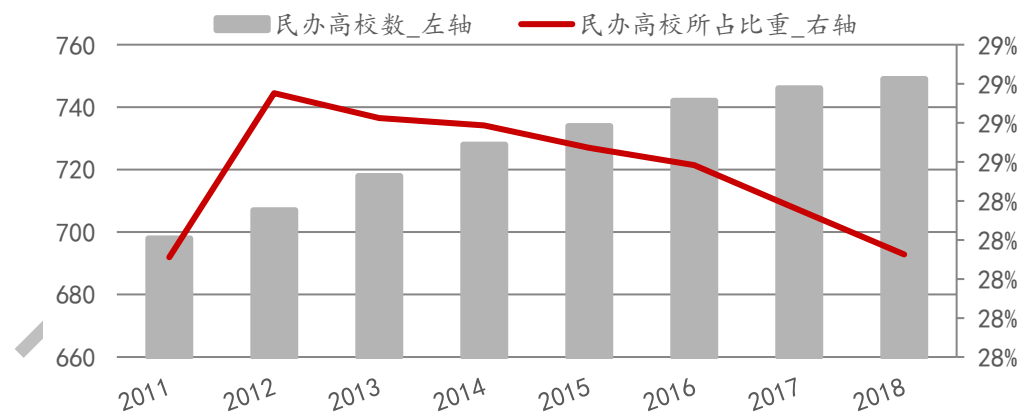
新《民促法》颁布后，民办高等教育是政策风险最小的细分领域，也是政策着重鼓励的方向：

- 不得设立义务教育的营利性民办学校，但高等教育阶段不受限制。

- 在收费上，规定营利性民办学校的收费标准实行市场调节。
- 在招生规模上，之前高等教育主要由政府规定招生名额，新《民促法》民办高等职业学校，允许其可在核定的办学规模内自主确定招生范围和年度招生计划。
- 限制独立学院依托公办高校品牌获得收益，鼓励独立学院剥离，未来资产证券化速度或加快，有望实现并购或独立上市。

民办高校已经具有规范的办学体系和相当的办学规模，成为高校招生构成中的重要组成部分。2018年，我国民办高等院校749所，占比28.13%，连续三年在全国高校中占比接近1/3，高等教育中民办学校的力量不容小觑。

图表53：中国民办高校比重



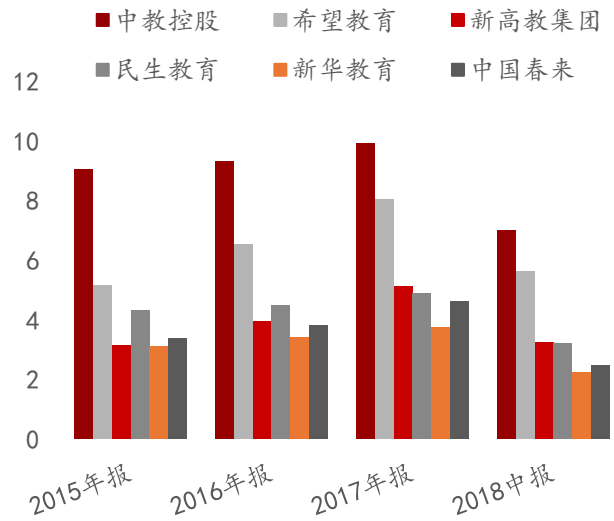
资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

民办高校高门槛低集中度，整合大有可为。新设立民办高等教育机构需要取得一系列批文、执照及许可，并符合特定要求规范，尤其本科高校，手续繁琐耗时且不确定性较大，行业进入壁垒较高，未来将进入存量博弈时代。目前民办高校CR6只有6.16%行业集中度低，存在较大的整合空间。而中国共有700多所民办高等教育机构，包括民办大学、民办普通专科学校、独立学院等，以及上千所民办职业学校，这些学校大多为独立拥有及经营，所有权高度分散，为龙头高教集团提供了庞大的并购机遇。

图表 54：民办高校龙头纷纷进行外延式并购扩张

图表 55：六大民办高校集团营业收入

并购的学校数量	2015	2016	2017	2018-2019
中教控股	3	3	3	4
民生教育	5	5	5	2
希望教育	6	8	9	2
中国春来	3	3	3	1
新高教	3	4	5	1
中国新华	2	2	3	1



资料来源：弗若斯特沙利文、万联证券研究所

资料来源：公司年报、万联证券研究所

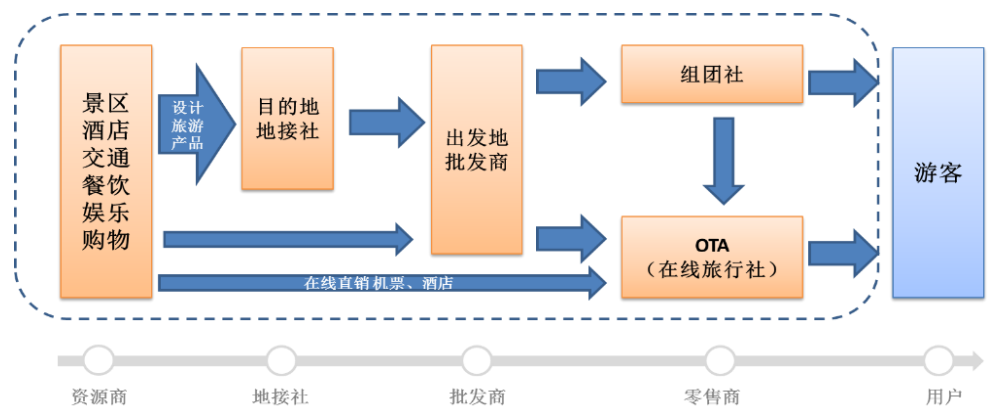
## 5.2 文旅：免税成长确定，酒店与主题公园品质提升

### 5.2.1 旅游行业与经济发展强相关，且高于经济整体增速

**旅游行业产业链特征。**旅游行业产业链从资源端到渠道端包括资源商、地接社、批发商、零售商、游客，各自的特点如下：

- **资源商：**品类众多、竞争格局相对分散，景区、酒店对渠道端依赖性较强。
- **渠道商：**包括地接社、批发商、组团社、OTA，除 OTA 之外的统称为线下旅行社。线下旅行社区域性较强，竞争格局分散，面临 OTA 的整合；线上旅行社已形成寡头垄断竞争格局，背后是 BTA 的支持。

图表56：旅游行业产业链

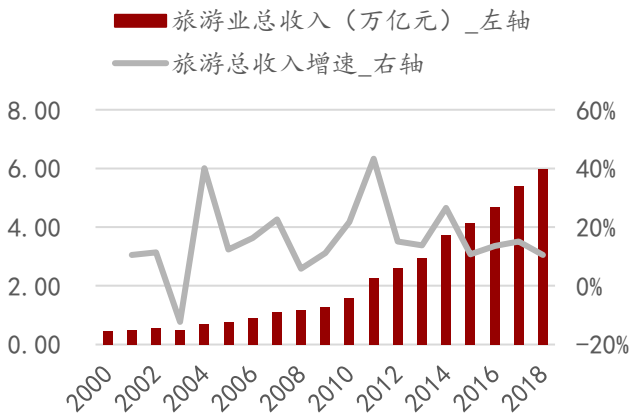


资料来源：万联证券研究所

经济增长是旅游业发展的核心驱动因素，其他还包括休闲时间、出行便利、旅游产品。经济发展到一定阶段，消费结构从生存型消费向服务型消费转移，旅游行业的收

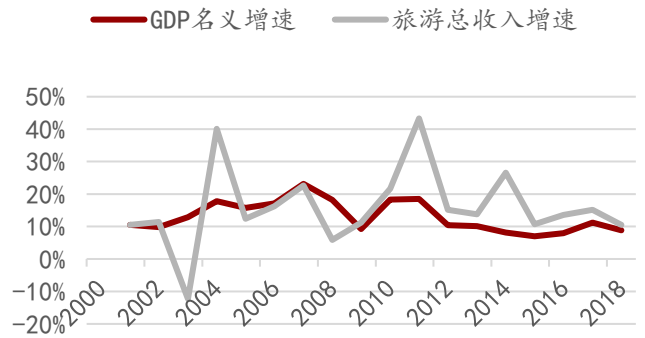
入增速将高于经济整体增速。我国从 2010 年开始旅游收入增速持续高于 GDP 增速。

图表 57：我国旅游行业收入及增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表 58：旅游行业收入增速与GDP强相关



资料来源：Wind、万联证券研究所

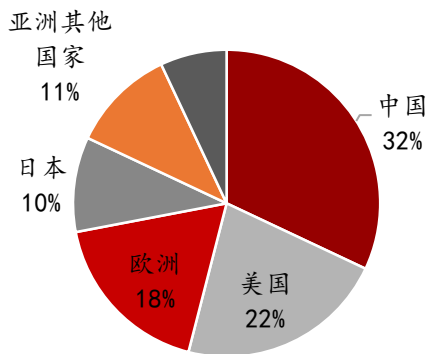
### 5.2.2 免税：充分享受政策红利，成长确定

**国家支持免税业务做大做强，支持并购整合。**中免 2017-2018 年先后收购日上中国和日上上海，2018 年海免股权划转至中旅集团，中免和海免合并指日可待。

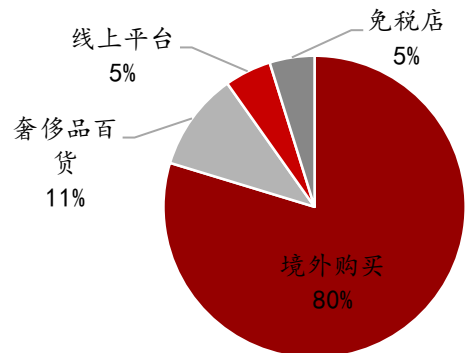
**政策引导境外消费回流。**我国奢侈品消费外流严重，中国消费者奢侈品消费规模约 5400 亿人民币，为 2017 年的全球奢侈品销售贡献了 32% 的收入，位列全球第一。但奢侈品境外消费占比高达约 80%，即有约 4300 亿人民币的奢侈品消费流入其他国家，消费外流现象十分严重。目前我国免税业务规模约 400 亿人民币左右，按照 4300 亿人民币的奢侈品外流规模来计算，我国免税业务尚有巨大提升空间。

**免税牌照垄断政策。**我国免税业务主要实行国家专营管理制度。免税经营采取“统一经营、统一进货，统一制定零售价格，统一制定管理规定”的“四统一”政策。免税牌照的垄断提高了准入门槛，也有助于内部整合。

图表 59：2017 年全球奢侈品消费分布



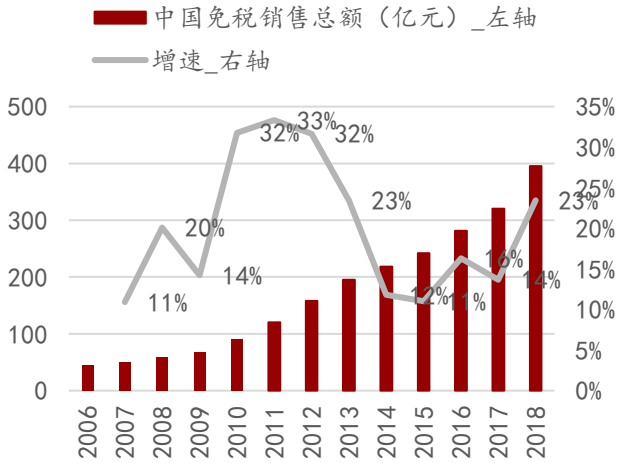
图表 60：中国消费者购买奢侈品渠道



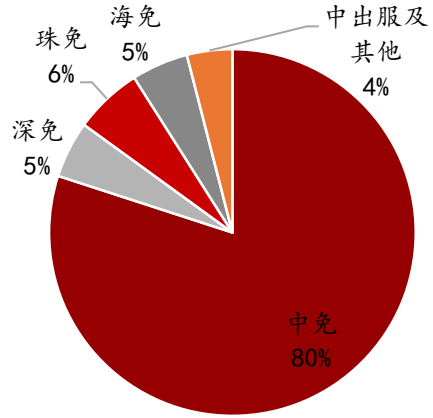
资料来源：贝恩咨询、开锐咨询、万联证券研究所

资料来源：贝恩咨询、开锐咨询、万联证券研究所

图表 61：中国免税销售规模及增速



图表 62：中国免税市场份额

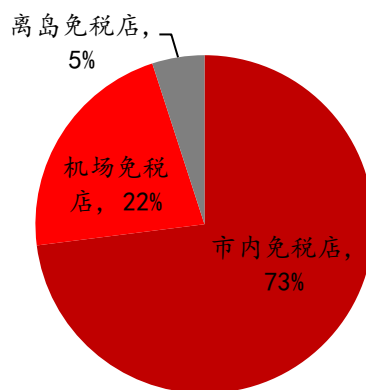


资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

免税店网点从机场、口岸，离岛拓展到市内免税店。此前中免集团拥有在北京、上海、大连、青岛、厦门等地开设离境市内免税店的牌照资质，但均未开设。中免 2018 年年报明确提及将推动市内店国人购物政策与市内店筹备工作，吸引消费回流，积极抢占国内免税业未来战略市场。借鉴免税业发达的韩国，其市内免税店收入占比高达 73%。与韩国相比较，我国市内免税店还存在巨大的发展空间。

图表 63：韩国 2016 年市内免税店收入占比高达 73%



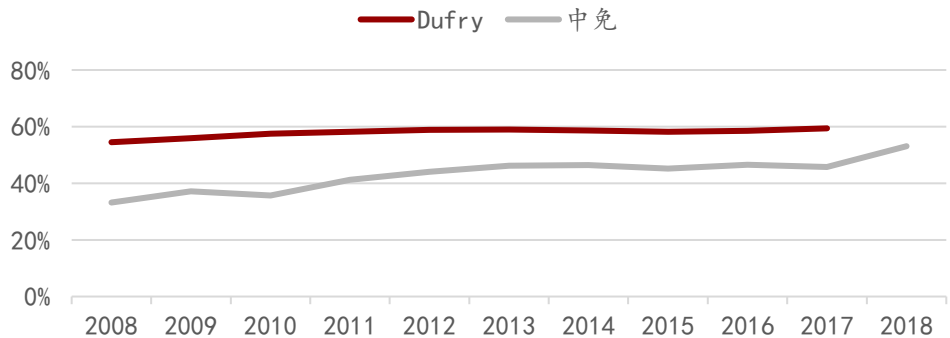
资料来源：www.Trbusiness.com、万联证券研究所

通过规模扩大和规模效应下的毛利率提升，来提升盈利能力。全球第一大免税商 Dufry 规模扩大提升对上游商品和下游渠道端的议价能力，带动毛利率升高。中免集团并购日上上海、日上中国后，2018 年毛利率 52.54%，提升了 7.37 个百分点，参考



免税龙头 Dufry 60%的毛利率水平，未来仍有提升空间。

图表64：规模效应下中免毛利率明显提升，且仍有提升空间

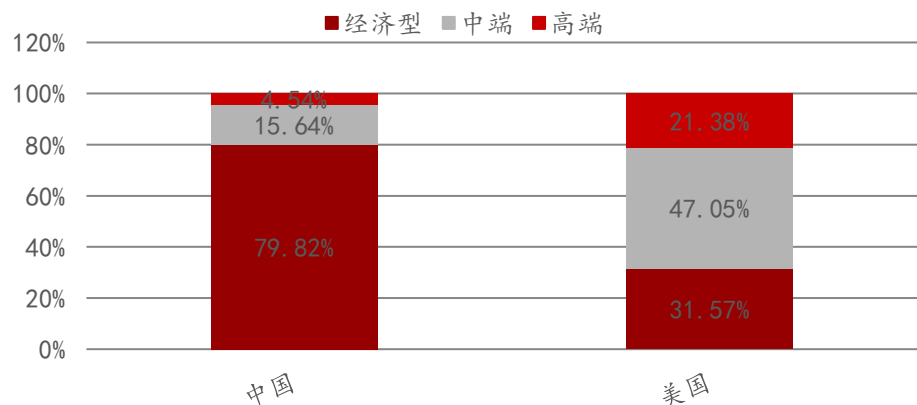


资料来源：公司年报、万联证券研究所

### 5.2.3 酒店：中端化+轻资产化，龙头优势明显

**酒店结构从经济型转型中端。**中国酒店结构以经济型为主，占据8成份额，经济型酒店存量上已经充足，但中高端酒店相对不足。我国2017中高端酒店占比仅20%，美国中高端占比68%，我国中高端酒店仍有很大发展空间。从2015年开始，经济型酒店增速开始放缓，其客房数增速从22%降至10%以下，2015年中端酒店客房数增速达96%，2017年降至31%，但依然明显超出经济型客房数增速。

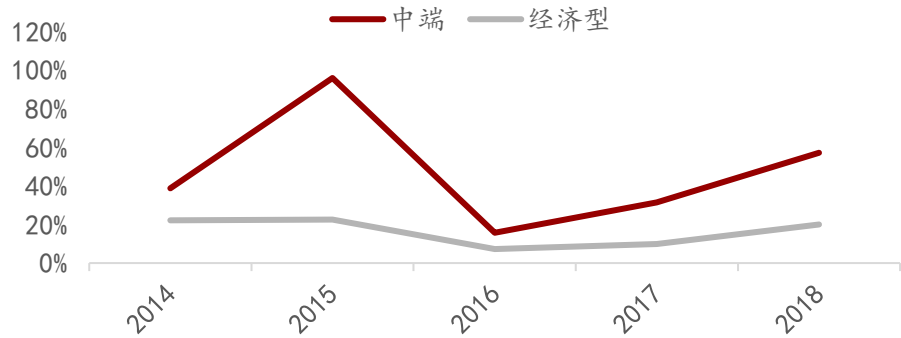
图表65：中国酒店以经济型为主，美国酒店以中端为主



资料来源：产业信息网、中国饭店协会、万联证券研究所

图表66：我国中端酒店客房增速超过经济型酒店

我国中端和经济性酒店客房增速



资料来源：中国饭店协会、万联证券研究所

直营与加盟是酒店运营的两种业务模式。直营业务模式需要企业自身投入大量的资金和人力资源，建成后盈亏自负。直营门店比例越高，业绩随周期的波动性越大。加盟业务模式由运营商进行标准化的设计指导及后续的运营管理，酒店建设和日常运营的成本由业主自行承担，公司采取营收比例分成的形式来确认收益。加盟模式能够实现稳定收益和快速扩张，对于行业周期性并不敏感，但考验的品牌的输出和管理能力。

与国际酒店龙头比较，我国加盟模式仍有很大上升空间。目前国内酒店行业龙头加盟比例在 75%-85%之间，相比国际酒店龙头 97%-99%的加盟比例仍有很大上升空间。

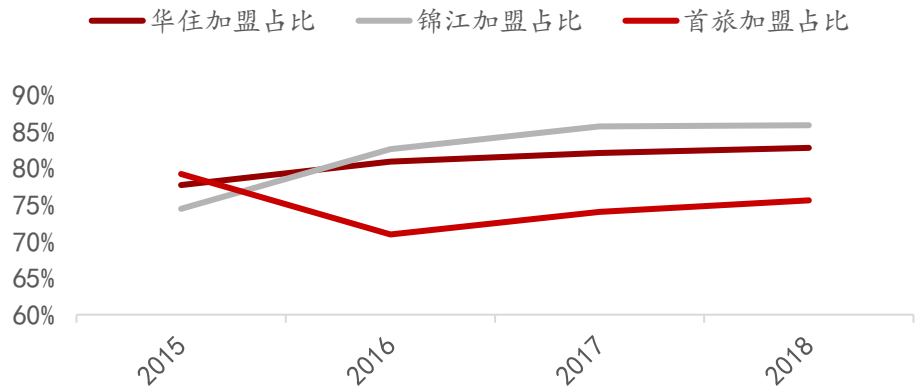
国内龙头酒店加盟比例不断提高。近两年，酒店龙头锦江、首旅和华住纷纷扩张加盟酒店规模，新增酒店中加盟酒店的占比持续提升，甚至减少直营酒店。从存量上看，截止至 2018 年末，锦江、首旅如家、华住三家酒店集团加盟酒店占比分别为 86%、76%、83%。

图表67：国际酒店公司与国内酒店公司加盟比例对比

国内龙头	加盟占比	国际龙头	加盟占比
锦江	85.88%	希尔顿	98.62%
首旅	75.64%	万豪国际	98.97%
华住	82.79%	洲际酒店	99.85%
		温德姆	97.44%

资料来源：年报、万联证券研究所

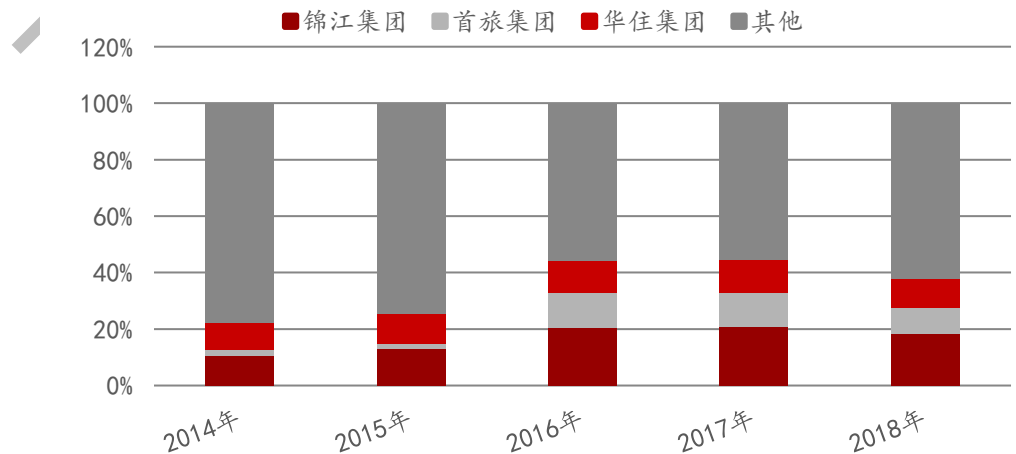
图表68：我国酒店龙头近两年持续提升加盟占比



资料来源：年报、万联证券研究所

通过扩张和并购，中国酒店行业集中度有望进一步提升。加盟占比持续提升，预计未来将提升至90%以上，具备品牌优势和管理优势的龙头酒店在轻资产化的进程中具备扩张优势，市场份额有望提升。

图表69：中国酒店行业的集中度显著提升

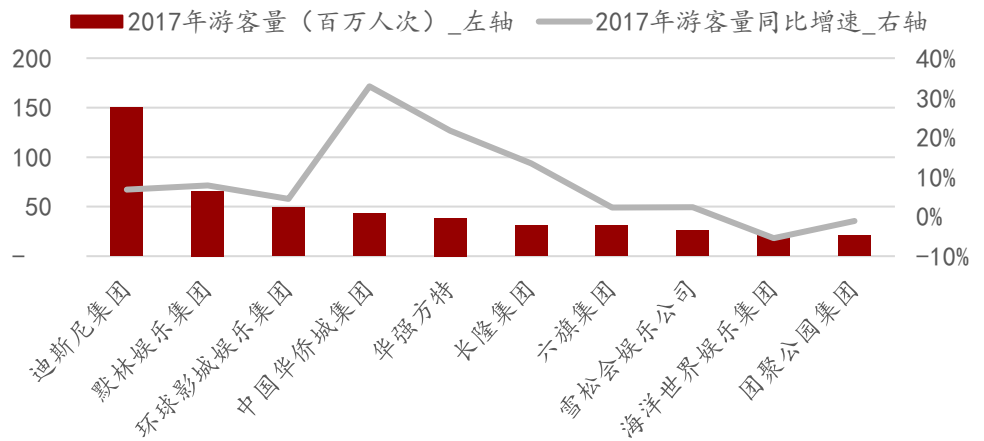


资料来源：Wind、万联证券研究所

#### 5.2.4 主题公园：已形成本土高端品牌，强IP兴起

**中国已形成本土高端主题公园品牌：**全球排名前10主题公园中国入围3家（华侨城集团、华强方特、长隆集团）。中国主题公园集团客流量增速显著高于他国，成为最具活力的市场。

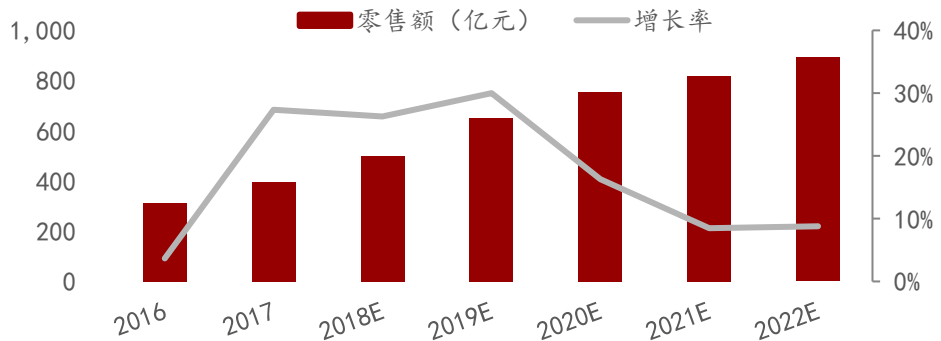
图表70：全球前10大主题公园集团中国占据3个席位



资料来源: AECOM、万联证券研究所

中国主题乐园有望继续保持两位数的快速增长, 市场空间可观。2017年, 中国主题乐园实现零售额 396 亿元, 同比增速 27%。随着中国经济发展, 居民消费结构发生变革, 从生存型消费转向服务型消费, 因此旅游行业处于快速发展阶段。相对于欧美等发达国家, 中国旅游产品数量和品质还有很大提升空间。根据 AECOM 预测数据, 中国主题乐园未来 3 年还将保持两位数的快速增长, 预计到 2022 年, 主题乐园零售额能达到近 900 亿元, 实现翻倍。

图表71: 中国主题乐园零售额快速增长



资料来源: AECOM、万联证券研究所

我国龙头主题乐园已经形成各具特色商业模式, 通过打造强 IP 进行复制是决胜的关键。我国主题乐园龙头商业模式各不相同, 包括华侨城的文化+旅游+城镇化, 华强方特的科技+文化+主题乐园, 长隆集团的主题乐园+主题酒店, 海昌海洋主打海洋产业资源的主题乐园, 宋城演艺的演艺类主题乐园。通过强 IP 的打造和商业模式的构建, 主题乐园才能成功进行复制并实现可持续成长。

图表72: 我国龙头主题乐园商业模式对比

主题公园	商业模式
华侨城	旅游+地产——>文化+旅游+城镇化&旅游+互联网+金融
华强方特	科技+文化+主题公园
长隆集团	主题公园+主题酒店
海昌海洋	海洋产业资源+地产+旅游
宋城演艺	主题公园+演艺

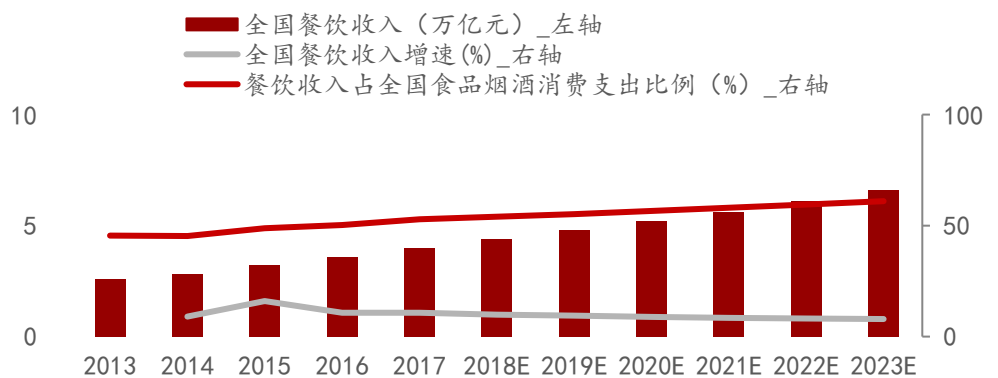
资料来源：公司公告、万联证券研究所

### 5.3 餐饮：大众消费崛起，连锁化趋势明显

#### 5.3.1 城镇化+家庭小型化，带来外出就餐比例提升

餐饮行业市场规模庞大，近年来持续保持 10% 左右的稳定增长。2017 年，全国餐饮收入达 4.0 万亿元，同比增长 10.7%。2018 年 1 月份至 4 月份，全国餐饮营业额达 12736 亿元，同比增长 10.1%。餐饮收入占食品烟酒消费支出的比例持续提升，从 2013 年的 46% 提升至 2017 年的 53%。

图表 73：餐饮支出占食品烟酒消费支出的比例不断提升



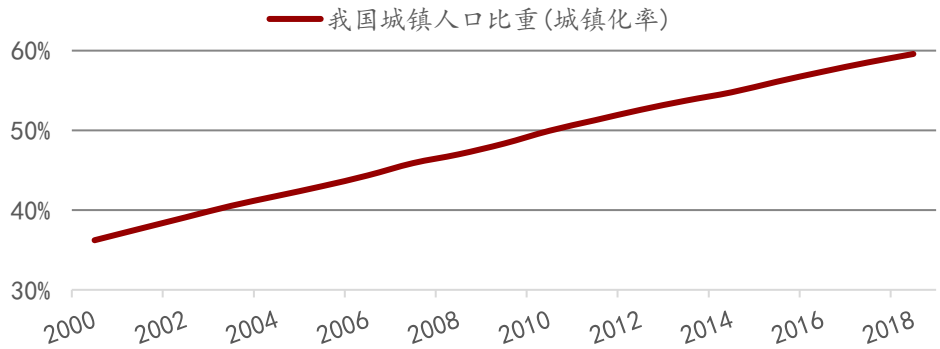
资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

驱动餐饮需求增长有两大因素：

- **城镇化。**城镇人口比例不断提升，从 2000 年的 36% 提升至 2018 年的 60%，带来城镇餐饮需求的提升。美国 2000 年时城镇化率为 79%，2010 年时已高达 80.7%，我国城市化进程还将持续，餐饮行业仍存在较大上升空间。

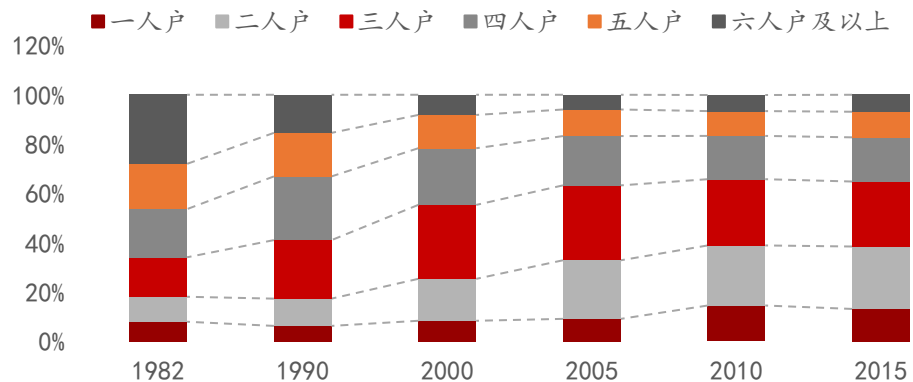
- **家庭小型化。**一人户的比例从1982年的8%提升至2015年的13%，二人户的比例从1982年10%提升至2015年的25%，小家庭往往外出就餐意愿较强，推动餐饮行业的发展。

图表74：我国城镇人口比例不断提升



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表75：家庭小型化，一人户和二人户比例提升



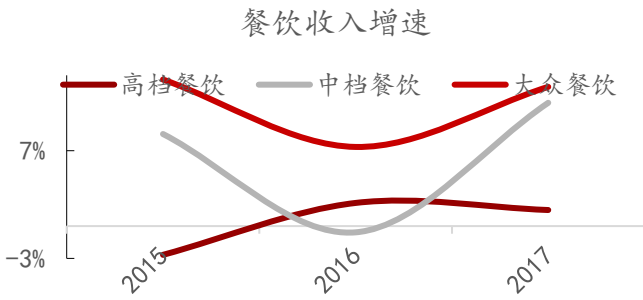
资料来源：历年人口普查数据、万联证券研究所

### 5.3.2 餐饮行业发展趋势：大众消费升级+连锁化

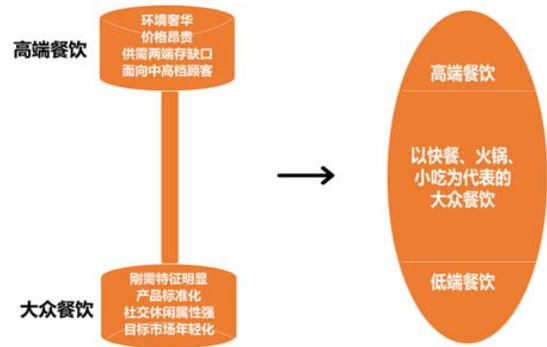
**大众消费升级：餐饮结构由哑铃形转为纺锤形。高端餐饮式微。**自2012年中央八项规定、六项禁令以及反对四风等政策出台、落实，直接导致了以公务接待为主要市场的高端餐饮走向式微，我国餐饮业进入了深度转型期。**大众消费崛起。**根据中国饭店协会的数据显示，从2016年起，餐饮业大众消费已经成为餐饮收入最主要的部分，贡献超过了80%的餐饮收入。大众化餐饮的消费升级成为主体市场，快餐、团餐、火锅、小吃、商场餐饮、休闲餐饮、餐饮食品、面包甜品生意红火。高端消费比例下降，百姓消费成为主流。

图表 76：我国大众化餐饮消费升级，成为主体

图表 77：我国餐饮市场结构从哑铃型转型为纺锤形



资料来源：中国饭店协会、万联证券研究所

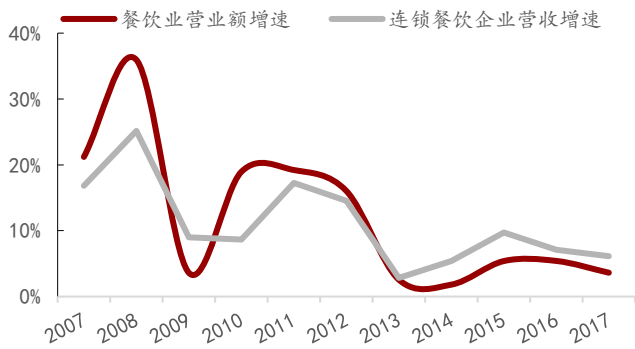


资料来源：中国饭店协会、万联证券研究所

**连锁化为近年来餐饮行业最明显的趋势。**连锁经营具有成本优势、价格优势、服务优势以及品牌优势，有着极强的竞争能力，连锁化扩张是餐饮行业实现收入快速增长的必然路径。近年来，随着上游食材供应链管理水平的提升、餐饮企业自身经营管理的提升，以及消费者对食品和服务品质需求提升，我国餐饮行业加快连锁化经营趋势。2013年-2017年，连锁餐饮企业营收增速均高于餐饮行业整体营收增速。

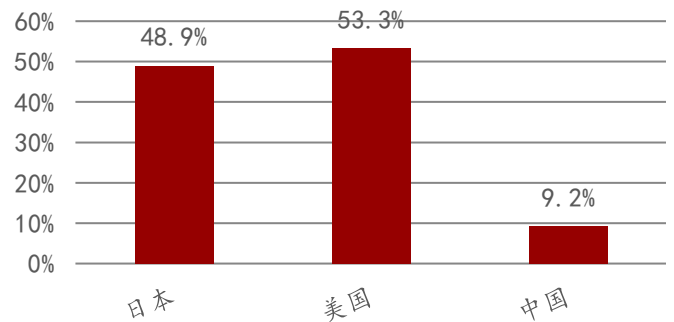
我国餐饮企业连锁化率还有很大的上升空间。2017年，我国餐饮企业连锁化率仅为9.2%，远低于美国、日本的53.3%、48.9%，我国餐饮企业连锁化还处于初级阶段，未来还有很大提升空间。

图表 78：连锁化成为我国餐饮行业近年最明显的发展趋势



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表 79：我国餐饮行业连锁化率较发达国家还有很大差距

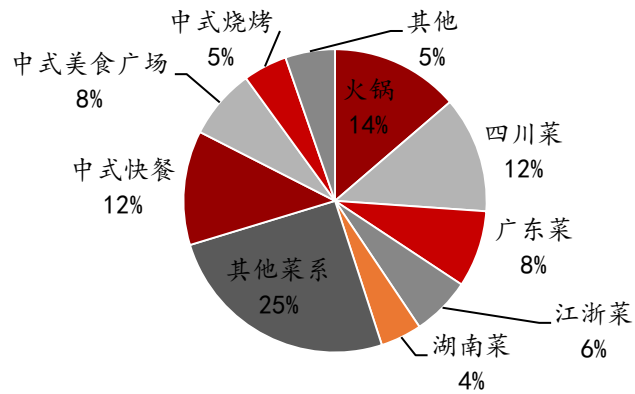


资料来源：欧瑞数据库、万联证券研究所

### 5.3.3 火锅是最具潜力赛道

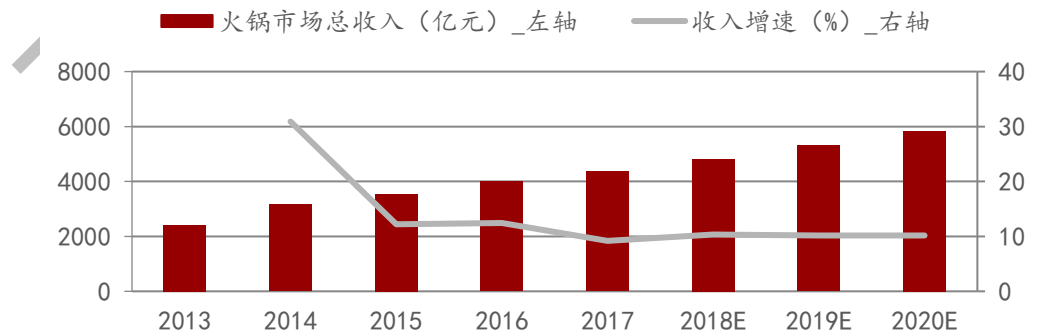
**火锅为餐饮行业占比最大细分市场，保持稳定增长。**火锅具备无需厨司、容易复制、口味受欢迎的特点，根据中国饭店业协会数据，我国餐饮市场中，火锅为份额最大的细分领域，规模占比13.7%。根据艾瑞咨询数据显示，火锅餐饮市场的总收入由2013年的2419亿元，增加至2017年的4362亿元，近年来收入同比增速10%左右，保持稳定增长。

图表 80：火锅为我国餐饮行业占比最大的市场



资料来源：中国饭店协会、万联证券研究所

图表 81：我国火锅行业收入规模及增速



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

**火锅龙头企业成长空间大。**一是增速快，海底捞和呷哺呷哺增速远高于行业整体水平。二是行业集中度比较低，海底捞 2017 年在火锅行业中的市占率仅为 2.2%，具备极大的提升空间。

图表 82：我国火锅行业连续4年排名前20的品牌

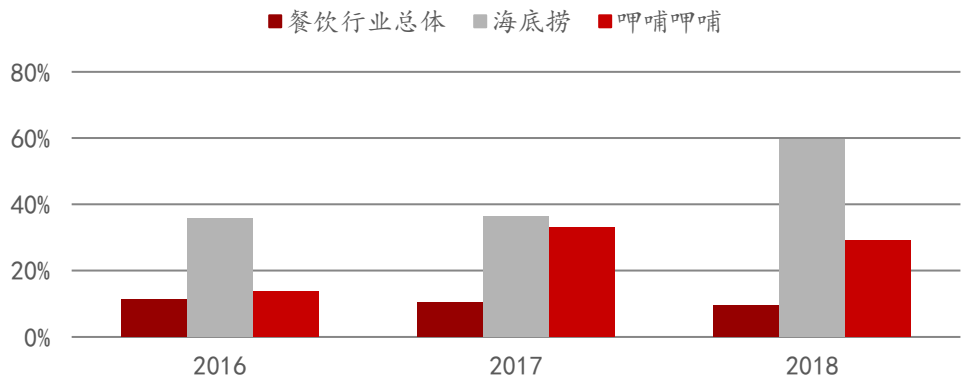
排名	2014年	2015年	2016年	2017年
海底捞	1	1	1	1
呷哺呷哺	7	6	4	2
黄记煌	3	2	2	4



重庆德庄	4	4	5	5
内蒙古小尾羊	2	3	3	6

资料来源：中国饭店协会、万联证券研究所

图表 83：龙头企业营业收入增速远高于餐饮行业整体水平



资料来源：中国饭店协会、年报、万联证券研究所

## 6、投资建议及风险提示

### 6.1 投资建议

我们从两个时间维度来看消费行业：一是中期维度，消费成为经济增长引擎，在多项政策刺激下，消费有望在下半年回暖；二是长期维度，我国居民消费结构从必需消费转型可选消费，且低线城市消费崛起，消费行业处于升级大趋势中。当下，这两个维度的影响交织在一起，形成我们对下半年消费行业的投资判断：

1、消费有望回暖，建议关注最有可能受益于消费刺激政策的汽车、家电行业，其中：

- 1) 汽车行业，建议关注符合低线城市需求的乘用车品牌，以及新能源汽车领域龙头
- 2) 家电行业，建议关注智能家电、小家电、家电龙头

2、消费升级趋势下，建议关注具备成长性的教育、文旅、餐饮行业，其中：

- 1) 教育行业，建议关注职业教育、K12 教育、民办高校三个细分领域龙头
- 2) 文旅行业，建议关注免税、酒店、主题公园三个细分领域龙头
- 3) 餐饮行业，建议关注火锅龙头

### 6.2 风险提示

1. 政策出台力度不及预期风险。
2. 消费回暖不及预期风险。
3. 贸易摩擦进一步加剧对经济造成扰动风险。

万联证券

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场

万联证券