

以长期为锚，看澎湃不改！

——社会服务与食品行业 2020 投资策略

回望 2019，消费的分化加剧，市场对优秀行业愈发挑剔，却也对优秀公司的估值溢价前所未有的慷慨。展望 2020，我们认为资金向长期优秀赛道优秀公司的靠拢，恐怕短期难以改变：这一方面，是经济预期仍偏紧情况下、消费头部公司核心竞争优势的继续演绎；另一方面，也是市场筹码结构改变、资金审美偏好开始转变的结果。

20 年，站在 90 后迈入而立 00 后逐步经济独立的当口、乡村消费总量增速已达城市 1.5 倍的节点，我们认为代际与城乡变革将为这种长期价值增添更多力量。我们继续看好优质消费赛道的行情延续：19 年业绩与长逻辑共振的龙头个股得到发掘；但消费中仍有很多赛道及公司长期质地优秀，短期业绩因内/外部性原因暂时承压、估值中低，20 年有望实现逐步加速或价值回归，值得重点配置！我们的年度策略将从长期出发，综合中短期复盘与性价比比较，欢迎阅读！

研究结论

● 消费长期价值展望：代际与城乡变革推动的下一个澎湃十年！

(1) 代际结构变迁：90 后乃至 00 后的话语权，中国消费的最大基本面！ 90/00 后消费者表现出更强的边际消费欲望、更多元的消费需求及更超前的消费习惯，根据我们定量测算，十年后 90+00 后消费将占全社会消费比重 48.63%，成为社会消费的绝对主力，十年间仅 90+00 后将拉动国民消费总格年化 5.23% 增长，贡献显著。同时其单身化、互联网化与社交、以及服务型消费趋势带动的结构性提升也将为细分消费板块提供更充足成长动力；

(2) 城乡地域分化是消费结构性机会的核心来源： 城镇消费体量虽大，但低线城市消费持续高速增长+年轻一代向低线的回流让其真正成为消费整体结构中越来越重要的部分。城乡二元结构将带来越来越明显的消费端显著差异，从城镇看，必选消费总量提升空间较少，但品牌依赖与集中度提升下龙头发展机遇更大；从农村看，可支配收入与消费支出占比双升下的不断进击，高线城市品牌外溢的时效缩短，必需的下沉与渠道力体现，可选的红利收割；

(3) 综合代际变迁及城乡结构，我们认为可看十年的黄金赛道机会： 我们全面看好可选规模和结构双重改善逻辑，优选免税、酒店、人工景区、休闲零食；看好必选的结构性价机会，优选餐饮、速冻、调味品、酵母、榨菜与肉制品；

● 行业比较与 20 年行业策略：优质赛道为先，精选中短期性价比

(1) 对上述优质行业复盘中可以发现： 可选展现出更强的规模增长能力，必选则拥有更强的盈利稳定性，市场从稳定、高增以及长期角度给予板块估值；

(2) 展望 20 年，较多子行业估值处于过去 5 年的最低水平，可看修复；

(3) 以我们对行业长逻辑的判断与排序为锚，综合行业层面的估值性价比： 我们强烈看好长期价值优秀、看明年估值有弹性的优质赛道：酒店及速冻；看好赛道长期价值尚佳、估值低的行业龙头：酵母、榨菜及肉制品；看好赛道长期价值优秀的龙头长期配置机会：首选免税、餐饮；以及调味品、休闲零食、人工景区的配置机会。

投资建议与投资标的

● 结合个股逻辑及业绩情况，我们针对明年的个股推荐排序：

(1) 社服行业： 强烈看好酒店龙头的价值回归，推荐锦江酒店(600754，买入)、首旅酒店(600258，买入)；强烈看好免税龙头的长期配置价值，推荐中国国旅(601888，买入)；看好估值中低的人工景区的弹性机会，推荐中青旅(600138，买入)、天目湖(603136，买入)；看好人工景区及餐饮龙头的配置价值，推荐宋城演艺(300144，买入)、关注海底捞(06862，中性)。

(2) 食品行业： 强烈看好速冻龙头的配置价值，推荐安井食品(603345，买入)、广州酒家(603043，买入)；看好酵母、榨菜及肉制品龙头的业绩提速与估值提升，推荐安琪酵母(600298，买入)，关注涪陵榨菜(002507，买入)、双汇发展(000895，未评级)；看好调味品龙头的长期配置价值，关注海天味业(603288，未评级)、中炬高新(600872，未评级)、千禾味业(603027，未评级)、颐海国际(01579，买入)。

风险提示

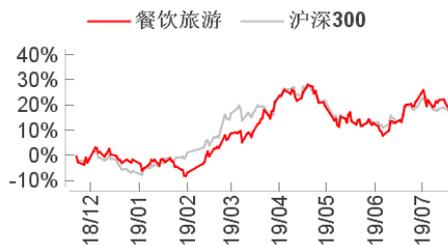
● 经济下行风险；疫情与传染病，大型自然灾害



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 餐饮旅游行业
报告发布日期 2019 年 11 月 21 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王克宇
021-63325888-5010
wangkeyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518010001

联系人 徐椰香
021-63325888-6129
xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

继续坚定看好龙头配置及低估值修复性价 2019-11-17
比：
全面看好社服板块，重视龙头配置与低估值 2019-11-10

目 录

写在开头：坚定看好消费行情延续，好赛道中掘金继续	7
一、 消费行业长期价值展望：代际与城乡变革推动的下一个澎湃十年！ ..	8
1.1、 代际结构变迁：90 后乃至 00 后的话语权，中国消费的最大基本面！	8
1.1.1、 总量贡献：代际变迁对消费总量的拉动有多大？	8
1.1.2、 偏好下的结构变化：看服务型消费、单身经济、社交化消费的新风口	10
1.2、 城乡二元分布：崛起的低线与可选消费，更细致的必选斟酌	12
1.2.1、 城乡消费的显著差异：进击的低线消费！	13
1.2.2、 城乡消费区隔下，可选消费和必选消费的发展方向	15
1.3、 总结：以代际与城乡变革，寻找消费的长期黄金赛道	17
二、 行业比较与 20 年策略：优质赛道为先，精选中短期性价比	19
2.1、 各赛道历史复盘	19
2.2、 目前时点的估值比较	22
三、 各子行业 2020 展望	23
3.1 酒店板块：alpha 空间与确定性有望得到重视与重估，静待行业回暖的更大弹性	23
3.1.1 Alpha 长逻辑有望得到重视：核心看结构升级与加盟开店	23
3.1.2 板块龙头估值处于历史绝对地位，布局性价比高	25
3.2 免税板块：长期空间大确定性高，20 年看市内店落实催化	26
3.2.1 长期看奢侈品消费回流，免税作为核心承接渠道规模有三翻以上的机遇	26
3.2.2 行业上限高空间大，公司优秀市占格局有望享受长期高速增长	28
3.2.3 20 年期待市内店落地的进一步催化	29
3.3 速冻食品：家务社会化与餐饮供应链，速冻行业坡道仍长	29
3.4 酵母：长期看赛道公司“双优质”，短期看 20 年业绩复苏持续	32
3.5 榨菜：长期看量价逻辑下龙头增长空间仍大，品类导入外延发展可能性存在	33
3.6 餐饮板块：必选属性预期差大，龙头外延扩张集中迎来机遇期	35
3.6.1 行业中长期逻辑：城镇化推动下的连锁化率持续提升	36
3.6.2 短期看点：龙头纷纷重回门店外延扩张的快车道，值得关注！	37
3.7 酱油：赛道优质天花板尚未达到，后续看区域渗透率提升及品类结构升级	39
3.8 人工景区板块：客流稳固保障内生、外延带来更大超预期空间	41

风险提示.....43

图表目录

图 1: 2010 年开始储蓄率不断下降	8
图 2: 消费信贷余额维持高增速	9
图 3: 各代际消费贷占比情况	9
图 4: 2018 年中国出境游年龄结构	10
图 5: 现场娱乐消费人数分年龄占比	10
图 6: 2013-2018 年消费结构变迁	11
图 7: 2005-2017 年平均婚姻登记年龄稳步提升	11
图 8: 2000-2018 平均初婚年龄变化	11
图 9: 2000-2018 平均家庭户规模 (人/户)	12
图 10: 2018 中国城乡社会消费品零售总额及比例	13
图 11: 2013-2018 中国城乡居民人均消费支出及增速	13
图 12: 2014-2018 年城乡居民边际消费倾向对比	14
图 13: 2014-2018 年城乡人均消费支出占可支配收入之比	14
图 14: 城镇居民消费结构 (2018 截面)	14
图 15: 乡村居民消费结构 (2018 截面)	14
图 16: 城乡居民必选消费占总体消费支出比例	15
图 17: 城乡居民可选消费占总体消费支出比例	15
图 18: 2013-2018 年城镇必选消费占总消费支出比例	15
图 19: 2016-2018 年乳业 Top3 行业集中度	15
图 20: 2013-2018 年城镇可选消费占总消费支出比例	16
图 21: 2013-2018 年城镇消费细分 CAGR	16
图 22: 2013-2018 年农村必选消费占总消费支出比例	17
图 23: 2013-2018 年农村可选消费占总消费支出比例	17
图 24: 首旅经济型/中高端酒店数量	24
图 25: 华住经济型/中高端酒店数量	24
图 26: 如家经济型/中高端/整体 RevPAR 增速	25
图 27: 华住新增酒店结构 (加盟/直营)	25
图 28: 首旅新增酒店结构 (加盟/直营)	25
图 29: 首旅酒店 PE-Band 图	26
图 30: 锦江酒店 PE-Band 图	26
图 31: 2017-2030 年中国奢侈品销售格局 (海外及国内消费市场规模)	27
图 32: 2017-2030 年国内免税各渠道增长情况/亿元	27
图 33: 2017 年我国速冻食品市场规模达到 1235 亿元	30

图 34: 17 年速冻面米和速冻火锅料占比分别达到 52%/33%	30
图 35: 日本外食支出占比与女性劳动力占比呈现出较为一致的发展趋势	30
图 36: 随着家务劳动的社会化进程，日本速冻食品的生产量也迎来快速发展	30
图 37: 新中产平均每月下厨频率，一线城市平均 2 天下厨一次	31
图 38: 我国餐饮业收入保持稳定增长的趋势（%）	31
图 39: 不同品类的速冻产品所处的产业周期是不同的	31
图 40: 全球酵母市场规模及增速	33
图 41: 全球分地区膨松剂市场规模及增速	33
图 42: 青菜头产地集中度	34
图 43: 榨菜加工企业数量	34
图 44: 17 年大众餐饮收入增速为 14.9%	36
图 45: 餐饮行业收入增速始终高于社零增速	36
图 46: 17 年下半年起商铺租金出现跃升 19 年仍保持高位	36
图 47: 美国餐饮行业收入随着城镇化率提升稳步增长	37
图 48: 城市化率进程	37
图 49: 我国餐饮门店的连锁化率仅为 6.2%，还有很大提升空间	37
图 50: 餐饮公司的盈利框架	38
图 51: 连锁餐饮门店扩张速度高于坪效增速	39
图 52: 19H1 海底捞新开 130 家门店	39
图 53: 酱油市场规模保持稳定增长	39
图 54: 调味品价格始终保持与 CPI 同步	39
图 55: 中日人均消费量对比	40
图 56: 外卖及在外就餐增速远大于家庭烹饪	40
图 57: 单餐餐饮调味品用量较家庭烹饪高出 60%	40
图 58: 日本酱油升级路径持续近 40 年	41
图 59: 产品升级带动间接提价幅度空间	41
图 60: 乌镇收入结构图	42
图 61: 部分自然景区收入结构图	42
图 62: 宋城未来景区布局概览图（预测）	43
表 1: 2018-2028 年 90/00 后消费贡献度	9
表 2: 代际变迁+城乡结构的长期变革对必选消费细分行业及龙头的影响	17
表 3: 代际变迁+城乡结构对可选消费细分行业影响	18
表 4: 可选消费 15-18 年营收增长显著高于必需品消费	19
表 5: 必需品消费 2015-2018 年归母净利润增速显著高于可选消费	20
表 6: 估值变动与业绩变动的相关性	21

表 7: 19-20 年细分板块估值变动.....	22
表 8: 如家 3.0 的改造成本.....	24
表 9: 近年海南免税政策梳理.....	28
表 10: 酵母全市场需求量规模测算.....	33
表 11: 涪陵榨菜历史提价.....	34
表 12: 人工景区配套设施完善.....	41

写在开头：坚定看好消费行情延续，好赛道中掘金继续

回望 2019，消费股票的分化从未如此之大。市场对优秀行业、优秀赛道愈发挑剔，却也对优秀公司的估值溢价前所未有的慷慨。

展望 2020，我们认为极致风格未必一定延续贯穿，但资金向消费优秀行业优秀公司的靠拢，恐怕仍将根深蒂固。这一方面，是经济预期仍偏紧情况下、存量及结构性博弈中、消费头部公司岁月积淀的核心竞争优势的继续演绎；另一方面，也是市场筹码结构改变——外资占比已开始超越公募、A 股配置权重在全球主要指数中的进一步上升（社保及险资等参与权益投资比例亦有不断上升的预期），资金审美偏好开始转变的必然结果。**优秀行业量价齐升的前途似海，优秀公司开疆拓土的份额收割/愈发夯实的护城壁垒，种种消费行业长期价值的孕育生发，仍将是中國资本市场上最好的投资方向。**

而站在 2020 的门槛，我们认为这种对消费行业长期价值的展望格外具有价值，激动人心！

-2020 年开始，备受瞩目的 90 后将开始迈入而立之年，真正成为社会消费的中坚力量，代表社会消费的真正主流；而在新时代成长起来的 00 后，也将逐步跨过 20 岁的门槛，从大学踏入社会，真正开始经济独立后的自由消费。代际变迁的背后，是更强的消费欲望、更新的消费理念催生的未来十年，中国消费行业总量的持续扩张与结构向上的更强动力

-2018 年，以农村为代表的低线消费总量增速已达城镇消费增速的 1.5 倍，其占比有望在 2020 年接近 20%；叠加年轻一代由一二线城市向三四线城市的回流，低线与农村市场已经越发成为中国消费市场无法忽视的力量。而地域分化的背后，在带来新一轮流量红利的同时，也可能带来未来十年，中国消费市场必需与可选、龙头与其他的进一步结构分化。

在代际与城乡的巨大变革力量推动下，我们认为消费的未来十年仍澎湃可期，大有可为，建议持续超配！与市场观点不同，一方面我们认为消费的估值高位只是即期的、个别公司的，应以更长远眼光看待；另一方面，我们认为市场对好赛道及公司的价值发掘只是开始，20 年仍有空间。

如果说 19 年是业绩与长逻辑共振的龙头个股得到追捧；那么展望 20 年，除前述一线龙头的长期配置价值与稳健盈利收益外，我们认为仍有很多赛道及公司质地均优秀，但短期业绩因内/外部性原因暂时承压，公司有望逐步拐点向上的较多价值回归与再发掘的机会，将有望成为 20 年消费的主力行情！此外，若市场有更显著回暖，消费行业其余板块凭借业绩拐点与估值大底，亦有望迎来较强的修复行情。

以上，我们对消费的全面看好不变。今年的年度策略，我们将从上述长期变革的力量出发，挑选可看长远、有望长期享受高估值的好行业；然后从中短期各板块的个性逻辑与业绩/估值性价比二次筛选，选择 20 年我们最看好的板块与个股。且听道来。

一、消费行业长期价值展望：代际与城乡变革推动的下一个澎湃十年！

1.1、代际结构变迁：90后乃至00后的话语权，中国消费的最大基本面！

三浦展在著名的《第四消费时代》写到，不同消费时代之间的变迁发展，本质上是这个时代的主力消费者消费偏好决定，而每一个独立的消费行为背后都深刻上了他们成长时代背景的烙印。为什么我们尤其强调90后步入而立之年、00后开始经济独立对消费板块的重大意义？因为这代人被赋予特色的时代背景，他们出生于中国改革开放红利，成长于中国经济高速发展、互联网爆发式膨胀的年代，叠加考虑一胎政策的影响，他们集中享受了家庭经济快速增长以及育儿资源集中化的红利，物质生活的富足培养了他们显著区别于父母辈的消费特征，主要以更低的储蓄率，更多元的消费需求，更超前的消费观念为主。伴随着他们成为社会消费主力，我们认为全新的中国消费时代正在徐徐展开，90后与00后的消费话语权提升，将是未来十年中国消费行业快速发展的最大基本面！

1.1.1、总量贡献：代际变迁对消费总量的拉动有多大？

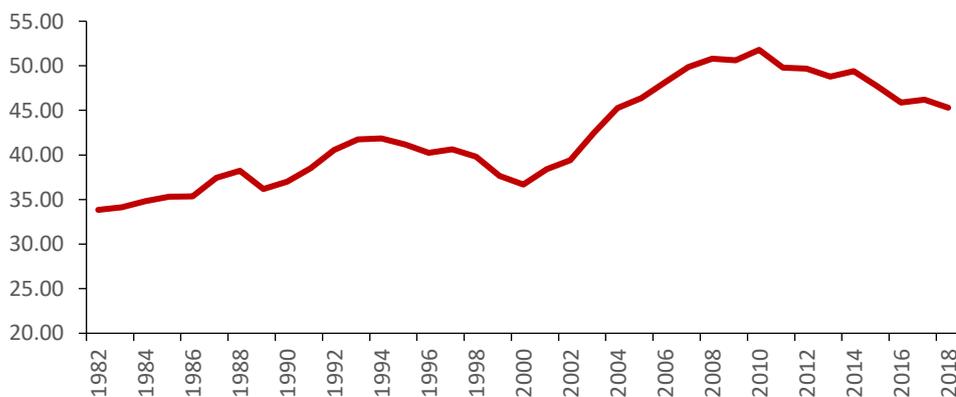
那么新生代消费者的消费提升对整体消费规模到底有多大的影响？我们摆脱市场传统的定性描述，做定量计算。我们认为偏好的核心变量是人均消费支出/人均收入，其核心增长来自于两大要素：

1、新生代消费者拥有更旺盛的消费欲望，催化消费支出占收入比提升

根据央行发布的《2018年支付体系运行总体情况》，信用卡逾期半年总额已达789亿，是十年前的十倍，这侧面反映了年轻人月光族的现状。

代际变迁下，年轻消费意愿的增强，总储蓄率的下降也可以得到部分印证。根据汇丰银行调查，90后的平均负债是月收入的18.5倍。根据蚂蚁金服和福达国际发布的《2018中国养老前景调查报告》数据显示：18-34岁年轻人平均月储蓄为1339元。储蓄意识的下降是表象现象，追究深层我们认为还是归因于消费欲望的提升。

图 1：2010 年开始储蓄率不断下降

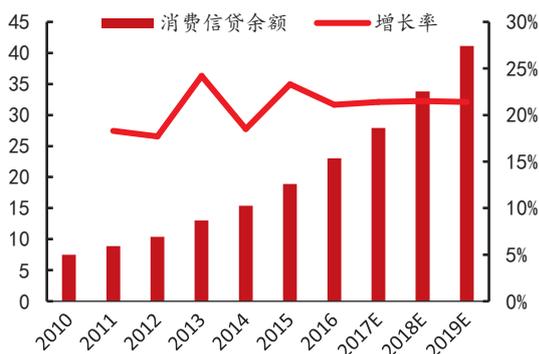


数据来源：Wind，东方证券研究所

2、消费金融工具普及，年轻一代当期消费预算约束线显著放宽

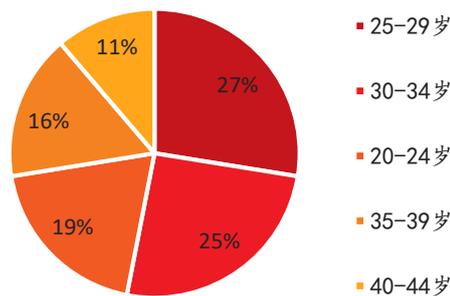
2013 年以来，中国消费信贷余额增速虽有波动，但整体依然维持 20% 以上的增长水平。从消费金融贷的代际需求占比看，25-34 岁用户占 52%，超过一半的比例，年轻消费一代展现出对消费金融贷更强的需求。消费金融产品所具有的低门槛，申请便捷，服务场景化等特征，为庞大年轻消费群体提供了方便的金融工具，年轻一代获得消费金融贷难度低，其当期消费预算约束线得到显著外移，均衡需求水平亦提升显著。

图 2：消费信贷余额维持高增速



数据来源：海尔消费金融报告，东方证券研究所

图 3：各代际消费贷占比情况



数据来源：海尔消费金融报告，东方证券研究所

展望未来，我们认为随着代际的迁移，每一个年龄段的消费者均被消费需求更旺盛的新一代取代，边际消费倾向增强及超前消费对总体消费规模的增长会形成强有力的支撑。基于以上分析，我们测算出 2028 年我国消费规模将达到 104.18 万亿元的规模，其中 20-39 岁（即 90-00 后）占全社会消费比重 48.63%，90-00 后正式成为社会消费主力，从增速拉动角度看，20-39 岁消费者对 18-28 年全社会总消费增速拉动部分为 5.23%，实际贡献亦十分可观，90-00 后消费已经成为不可忽视的强劲力量。

表 1：2018-2028 年 90/00 后消费贡献度

	20-29 岁	30-39 岁
总体消费规模/亿元		
2028 年	239533.07	267046.32
2018 年	91450.79	91257.05
占社会整体消费比例		
2028 年	22.99%	25.63%
10 年 CAGR		
2028 年	10.11%	11.34%
贡献全社会消费增速	5.23%	

数据来源：东方证券研究所

1.1.2、偏好下的结构变化：看服务型消费、单身经济、社交化消费的新风口

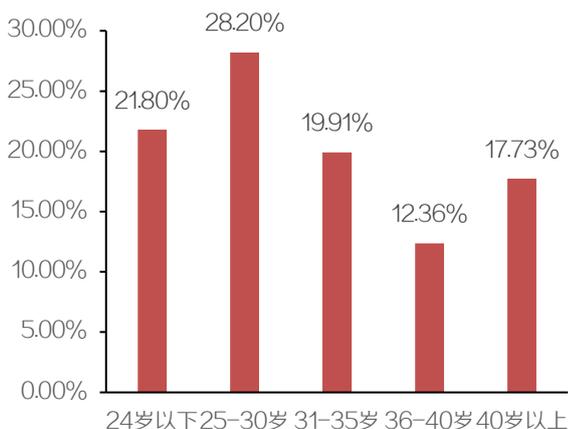
前文我们从总量角度详细测算了，代际变迁推动下消费总体十年近翻三倍的发展空间。但我们认为，在基础消费需求得到日以满足的基础之上，市场总量的提升并不是来自于每个消费品细分赛道的同步增长，由于代际变迁下消费偏好及需求方向的转变，部分细分行业赛道将迎来超越同行更大的成长机会，更加值得市场重点关注。

从代际消费结构看，年轻一代消费偏好显著区别于前期消费主力，驱动行业结构升级及可选消费更大弹性。随时代变迁，以 90 后、95 后作为消费主力人群引入新的消费趋势，这些趋势包括家庭人口结构的转变带来的消费观念转变、互联网的兴起带来的消费习惯变化，以及收入增加带来的消费需求升级等。年轻一代消费需求及习惯的显著差异，驱动行业呈现发展新动向，主要包括以下三个方面：

1、年轻一代服务需求旺盛，催动可选服务行业规模增速更高

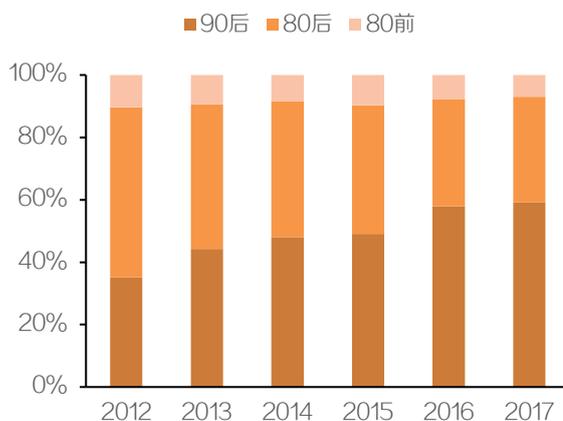
90/95 后消费者对旅游、娱乐等重体验及服务型消费需求较高。年轻一代消费者的成长在经济条件相对富足，文化氛围更为宽松的时代背景下，相比对物质消费的热衷，年轻一代展现出更强的体验式消费需求。易观数据显示，2018 年，90/95 后为出境游主体人群，合计占比达 50%；《90 后社交行为调研报告》显示有一百万后选择旅游的 90 后消费人数高达 85.6%，高于买房付首付、存起来和买车等其他用途；现场娱乐方面，90 后亦是核心消费人群，17 年消费人数占比达 58.9%。年轻一代对服务型消费的需求提升驱动可选消费市场规模仍有较大提升空间。

图 4：2018 年中国出境游年龄结构



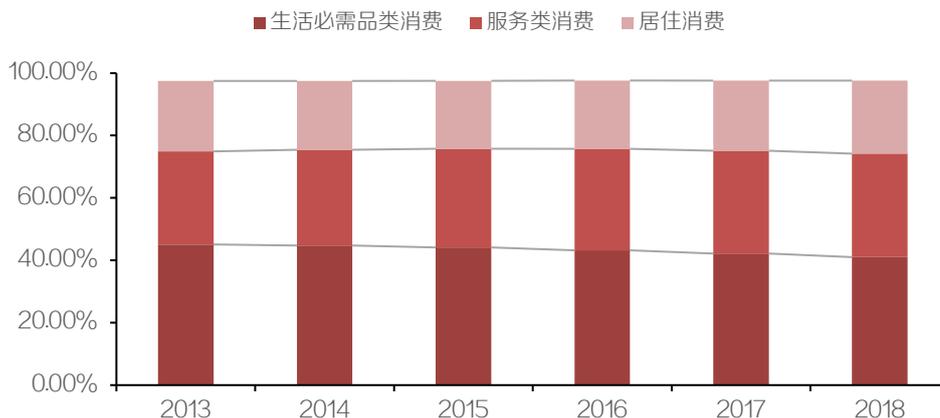
数据来源：易观数据，东方证券研究所

图 5：现场娱乐消费人数分年龄占比



数据来源：CBNData，东方证券研究所

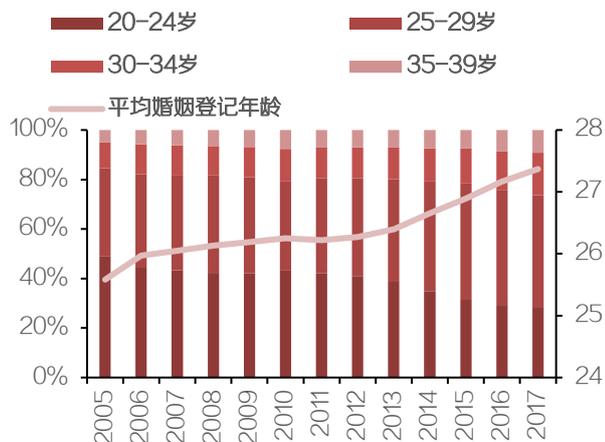
从整体居民支出结构看，教育、文化和娱乐等服务性消费需求占居民支出比例日渐提升。2018 年，我国居民消费支出中食品烟酒、衣着等必需品消费占比为 34.86%，相比 2013 年下降 4.13 个百分点，而教育、文化及娱乐等可选消费占比为 11.2%，相比 2013 年提升 0.6 个百分点，服务性可选消费支出占比日渐提升，一方面与经济收入跨界层式增长带动的消费结构性升级有关，另一方面亦是年轻一代对服务型消费的高需求推动。

图 6：2013-2018 年消费结构变迁


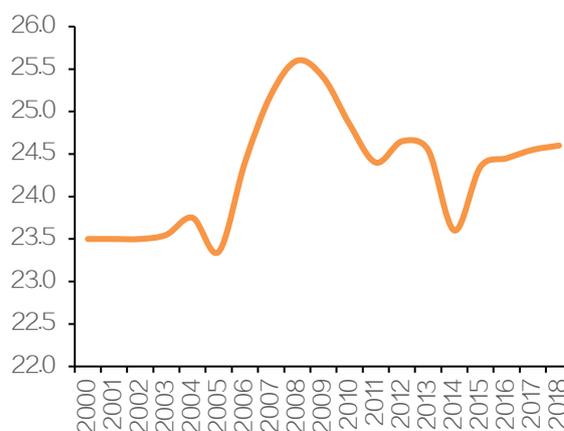
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

2、晚婚+不婚带来单身经济新需求，家庭规模小型化推动品类升级

单身比例提升，高线城市试婚年龄单身比例更高，且晚婚趋势明显。速途研究院调研显示，半数以上的单身青年集中在一线和新一线城市，占比分别为 29.70%和 26.42%，分布在三线城市和四五线城市的占比为 10.14%和 1.35%。民政局婚姻登记年龄分布显示，2005 年至 2017 年，在 40 岁以下的登记人群中，20-24 岁人群占比由 48.87%下降至 28.2%，25-29 岁/30-34 岁/35-39 岁结婚人群占比由 35.71%/10.33%/5.09%提升至 45.41%/17.20%/9.20%，整体平均婚姻登记年龄由 2005 年的 25.58 岁上升至 2017 年的 27.37 岁，晚婚趋势显著。

图 7：2005-2017 年平均婚姻登记年龄稳步提升


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 8：2000-2018 年平均初婚年龄变化


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

多重原因作用下，当代家庭户规模呈下降趋势，2000 年至 2018 年，平均家庭户规模由 3.46 人下降至 3.00 人，核心家庭成为主流。2000-2018 年，中国家庭规模始终保持稳步下降的趋

势，15年虽然受到13年“单独二孩”政策、2015年全面放开二孩的政策影响，家庭户规模有所回升，但从2017年起回落趋势重现，预期未来核心家庭仍为主流。

图9：2000-2018平均家庭户规模（人/户）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

单身+晚婚延长了人们在旺盛消费阶段中作为独立消费个体的存续时间，核心家庭规模趋势催动消费需求发生结构性转变。25-35岁是一个事业最重要的奠基及高速发展期，收入维持高速增长消费欲望亦维持高水平，此年龄阶段若处于单身状态，由于没有家庭的负担及育儿的压力，消费预算约束线更为宽松。单身比例提升、晚婚趋势叠加核心家庭主流，催动行业发生如下变革，主要包括小包装产品更受青睐、宠物经济的高速发展及互联网消费共享的趋势：

- 1、**小包装、单人用产品更受青睐**：家庭规模小型化趋势下，以往家庭装产品将不再是主流，小包装、单人用产品成为主要需求痛点，同时，与小包装逻辑相通，我们认为线下零售以便捷、快速为特征的便利店发展增速要高于以量贩、实惠为特征的商超；
- 2、**宠物经济将成为新的消费风口**：新一代年轻消费者，一方面作为独生子女缺乏同龄亲属间的陪伴和倾诉，一方面成年后独居比例提升加强“孤独感”，因此对陪伴的情感诉求一定程度上推动了宠物经济的发展；
- 3、**互联网消费占比提升，消费社交化放大品牌效应**：互联网渗透率提升叠加年轻一代消费主力互联网消费比例更高，推动整体消费互联网趋势显著。而互联网购物大趋势推动购物的社交属性凸显，分享成为消费的关键词，因此互联网消费时代下，消费者通过平台分享消费的行为进一步削弱了信息不对称带来的价格差，因此同质化产品定价将更为透明，另一方面，分享行为亦放大了品牌效应，优质品牌的市场号召力将得到加强，品牌议价力更强。

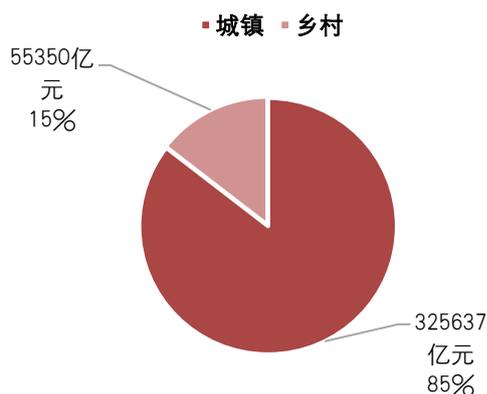
1.2、城乡二元分布：崛起的低线与可选消费，更细致的必选斟酌

我们从代际的时间序列角度切换回到2019年的时点看，国内的消费市场亦呈现“两元并存”的格局。随着低线消费的占比越来越高以及愈发不可忽视，我们认为这将带来未来十年消费行业最大的结构性变化：

1.2.1、城乡消费的显著差异：进击的低线消费！

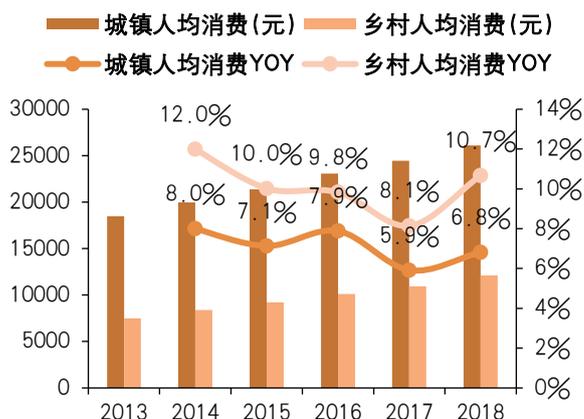
城乡消费总量市场存在显著差异，城镇消费呈现量大但增速平缓的特点，农村消费虽总量水平不高但增速显著高于整体。2018 年全年，我国社会消费品零售总额为 38 万亿元，其中城镇消费品零售额 32.56 万亿元，占总额年全国社会消费品总额的 85%，乡村消费品零售额 5.54 万亿元，占总额的 15%，城镇人口仍是国内消费的主力。但从增长角度看，2013-2018 年，城镇居民人均消费 CAGR 6.8%，实际增速 4.6%（扣除价格因素），农村居民 CAGR 10.7%，实际增速 8.4%，乡村居民消费增速更为强劲，未来乡村及低线城镇的消费市场潜力十分值得期待。

图 10：2018 中国城乡社会消费品零售总额及比例



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 11：2013-2018 中国城乡居民人均消费支出及增速



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

除了总量上的差异，从消费需求及消费结构上看，我们认为城乡二元结构亦存在显著差异

1、消费意愿差异：低线消费意愿的显著上行

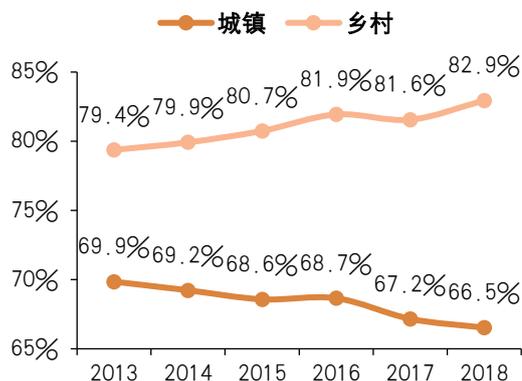
农村消费者消费意愿仍处于旺盛增长过程中。为了衡量消费者的消费意愿，我们构建了边际消费倾向指标，即消费增长/收入增长，用以衡量消费者额外收入一元愿意多消费多少钱。2014-2018 年，城镇居民可支配收入每增加 1 元，用于消费的部分从 0.62 元下降至 0.58 元，而乡村居民可支配收入每增加 1 元，用于消费的部分从 0.85 元上涨至 0.99 元。农村消费者边际消费意愿仍处于旺盛增长过程中，反映到终端数据，我们可以看到 2013-2018 年，城镇居民人均消费支出占可支配收入比重从 69.9% 下降到 66.5%，而乡村居民人均消费支出占可支配收入比重从 79.4% 上涨至 82.9%。

图 12：2014-2018 年城乡居民边际消费倾向对比



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 13：2014-2018 年城乡人均消费支出占可支配收入之比

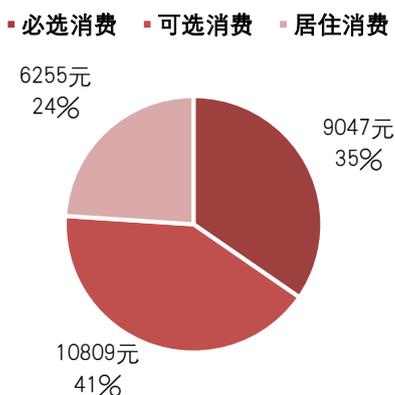


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

2、消费结构异同：较低的居住消费挤出下，可选在低线的更快攀升！

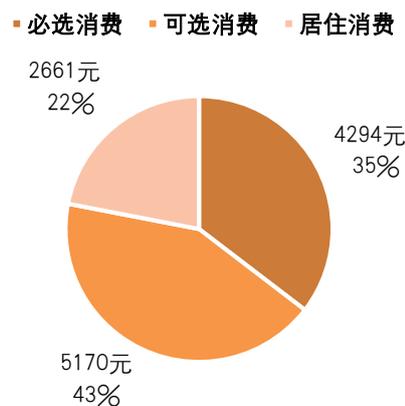
从截面数据来看，城乡必选消费结构性占比相近，但城镇可选消费受到居住费用的挤出，整体占比较小。2018 年，城镇居民在必选消费/可选消费/居住消费的人均支出为 9047 元/10809 元/6255 元，分别占总消费支出比例的 35%/41%/24%；乡村居民在必选消费/可选消费/居住消费的人均支出为 4294 元/5170 元/2661 元，分别占总消费支出比例的 35%/43%/22%。城乡必选消费结构性占比均为 35%，但可选消费农村高于城镇 2 pct，这一差异主要来源于于居住成本的挤出效应。

图 14：城镇居民消费结构（2018 截面）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

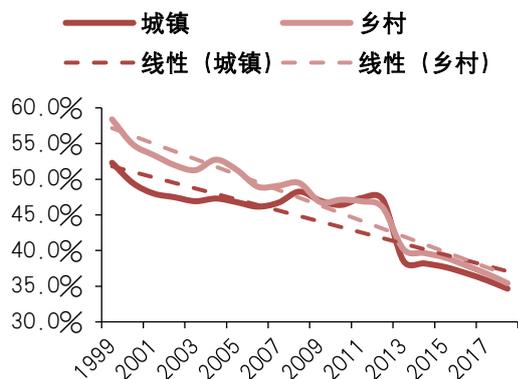
图 15：乡村居民消费结构（2018 截面）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

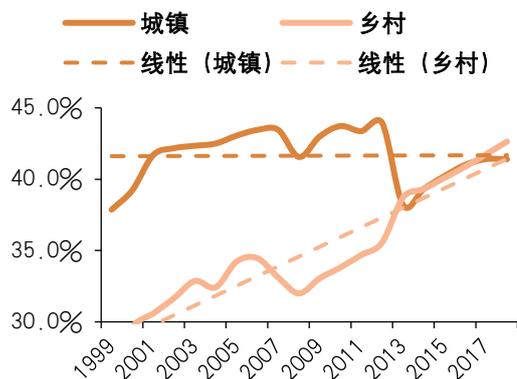
从动态时间序列数据看，城乡必选消费占比持续下滑，可选消费比例农村增长幅度显著大于城镇。1999-2018 年，城镇居民必选消费占比从 52.3%下降至 34.6%，下降趋势较慢；乡村居民必选消费占总体比例从 58.4%下降至 35.4%，下降趋势较快。1999-2018 年，城镇居民可选消费占比从 37.9%上涨至 41.4%，有所上升；但乡村居民必选消费占总体比例从 26.7%上涨至 42.6%，上升趋势明显，并已开始超过城市。

图 16: 城乡居民必选消费占总体消费支出比例



数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

图 17: 城乡居民可选消费占总体消费支出比例



数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

1.2.2、 城乡消费区隔下，可选消费和必选消费的发展方向

1、 城镇可选及必选消费发展方向

(1) 城镇必选消费发展方向

在城镇消费市场的必选消费发展方向上，我们认为：

- a) 必选消费支出占比持续下滑，行业规模成长红利将被削弱，城镇居民必选消费趋于精挑细选，整体发展模式从总量增长到结构性调整转变。从前文分析我们可知，城镇必选消费品占整体消费支出比例持续下滑，城镇必需性物质需求已经得到较为充分的满足，后续边际提升的可能性降低，整体行业总量大幅增长的红利时代已逝。整体行业发展由量向质转变，结构性升级趋势显著；
- b) 由于市场对必选消费品质量的侧重点提升，推动龙头优势品牌进一步整合市场，头部企业可以获得市占率提升红利。市场发展逻辑的切换，亦推动市场格局的进一步变动，以乳制品市场为例，2008年-2017年，乳制品市场三家龙头市占率由57%提升至69%，后续，我们认为必选品消费的品牌格局将进一步集中，龙头整合市场的红利继续；

图 18: 2013-2018 年城镇必选消费占总消费支出比例

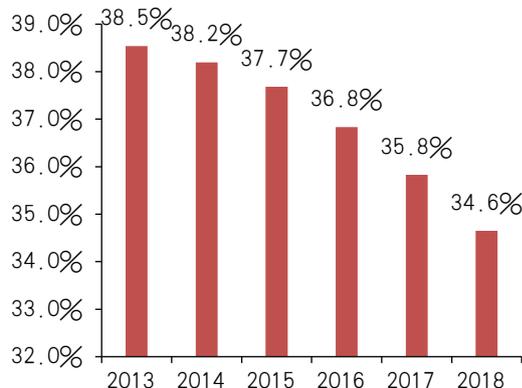
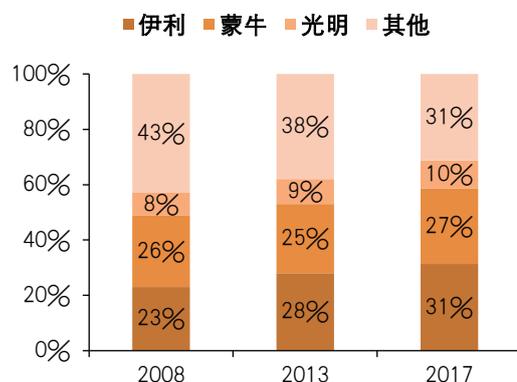


图 19: 2016-2018 年乳业 Top3 行业集中度



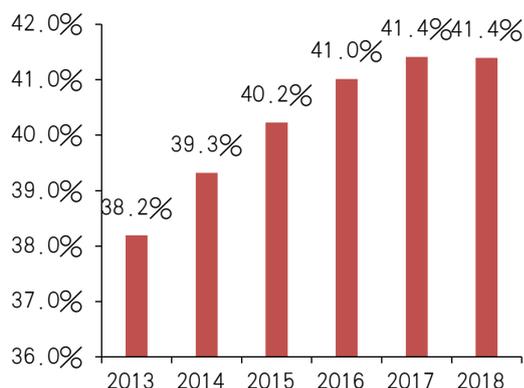
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

数据来源：产业信息网，东方证券研究所

(2) 城镇可选消费发展方向

城镇可选消费规模仍有提升空间，预计未来维持稳定增长。2013-2018年，城镇居民可选消费占总消费支出比例从38.2%上涨至41.4%，有所上行并开始趋于平稳。从分支消费增速看，我们可以看到，可选消费医疗保健/交通和通信/教育、文化和娱乐/生活用品及服务2013年到2018年CAGR分别为12.5%/8.4%/8.4%/7.6%，显著高于人均消费总支出CAGR 7.1%，预计后续城镇可选消费仍然存在进一步提升的空间。

图 20：2013-2018 年城镇可选消费占总消费支出比例



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 21：2013-2018 年城镇消费细分 CAGR



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

2、低线消费可选及必选消费发展方向

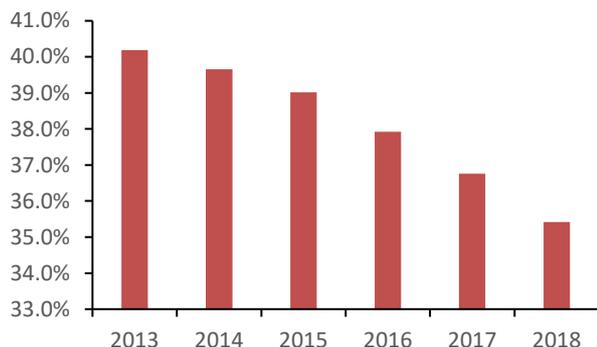
(1) 必选消费品

在乡村消费市场的必选消费发展方向上，我们认为：乡村必选消费目前可选择品类依然相对有限，因此仍处于“所见即所得”的状态，因此渠道下沉完善的品牌可以获得农村消费者更高的偏好与新的流量红利。农村必选消费虽然结构性占比仍在下滑，但由于消费支出占比提升叠加收入的快速增长，整体规模仍有继续上行的空间。但目前农村的消费品牌数量与城镇仍有较大差距，处于所见即所得的状态，因此农村消费者对于所能接触到的优质消费品牌具有更强的粘性。2013-2016年，在家用电器、手机、母婴、酒类消费品中，农村地区居民长期保持着较高的品牌忠诚度，其中美的始终居于家电销售榜首，帮宝适、好奇、惠氏亦是母婴用品中更受青睐的品牌，农村消费者消费的品牌粘性及其稳定性更强。

(2) 可选消费品

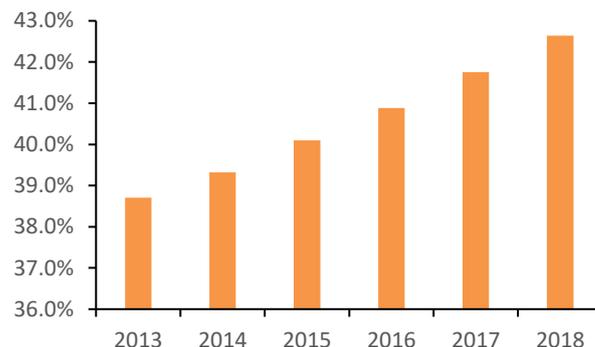
农村可选消费支出占比较高且提升快，未来叠加收入端的增长空间仍大。1999-2018年乡村居民可选消费占总消费支出比例由26.7%增长至42.6%，并已开始高于2018年城镇居民可选消费结构性占比，发展迅猛，潜力仍大。前文已述，目前农村收入的绝对水平仅相当于城镇08年的水平，城乡收入差距仍大。后续我们认为一方面农村收入提升的空间仍大，叠加偏好的不断提升，可选消费规模仍有较大潜力。

图 22：2013-2018 年农村必选消费占总消费支出比例



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：2013-2018 年农村可选消费占总消费支出比例



数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3、 总结：以代际与城乡变革，寻找消费的长期黄金赛道

我们将覆盖板块分为三部分，可选、必需及介于可选和必需三类，其中可选板块包括免税、酒店、旅行社等社服板块及休闲零食、烘焙及休闲卤制品等食品板块，必需主要包括调味品、榨菜、酵母、肉制品、速冻食品等食品板块，而餐饮是介于可选和必需之间的品类，我们此处暂且归为必需消费品作为分析。

基于以上代际变迁以及城乡分化的分析，我们罗列出分代际及城乡的细分评判指标，并针对各个指标做定性分析，以“+”数量代表行业在该指标上的得分情况（+数量越多则得分越高），最后取综合平均作为该指标得分，对所覆盖的必选与可选子行业做了进一步的定性受益分析。从中国消费市场的长期变革力量寻找优质的可看长远的子行业机会。

首先，对于食品及餐饮为代表的必选消费：

表 2：代际变迁+城乡结构的长期变革对必选消费细分行业及龙头的影响

优化方向	优化动力来源	酱油	酵母	榨菜	速冻食品	餐饮	肉制品
代际结构	代际变迁的意愿提升与创新机会				±	+++	
	服务型消费					+++	
	单身化消费	+		+	++	+++	+
	互联网化与社交趋势						
城乡结构-行业趋势	城乡趋势对必选行业带动	±±	±±	±±	±	±	±
	强需求刚性应对必选占比下降	+++	+++	++		++	+
	强升级能力应对必选占比下降	++	+	+	+	+	+
	城市的品牌化需求	++	+	++	++	+	+
城乡结构-行业格局	城乡趋势对行业结构及龙头的影响	±±	±	±±	+++	±	±
	龙头在城市的集中度进一步提升	++	+	++	+++	+	+

	龙头在低线的渠道进一步下沉	+	++	++	++	+	+
代际总览					<u>2+</u>	<u>3+</u>	
城乡总览		<u>2+</u>	<u>1.5+</u>	<u>2+</u>	<u>2+</u>	<u>1+</u>	<u>1.5+</u>

数据来源：东方证券研究所

我们认为必选消费的整体趋势将出现分化，一方面顺应代际变迁能力强的行业有望迎来行业显著红利期、生发出较多新品类、新龙头崛起的创新型机会；另一方面，在可选支出/可支配收入持续走低的影响下，传统行业将更趋向于结构性变化，龙头突围与优势夯实、品类扩张将成为主旋律。

1) 对于代际变化：根据前述代际变迁的偏好变化特征，未来长周期我们最看好餐饮、速冻行业在偏好提升下带来的赛道扩张的红利期

2) 对于城乡带来的龙头结构性机会：我们认为各必选行业普遍具备在城乡二元分布下结构进一步优化机会，尤其看好酱油、榨菜及速冻的龙头提升机遇，同时看好酵母及肉制品已有巨头的长周期稳健成长。

对于可选消费板块：

表 3：代际变迁+城乡结构对可选消费细分行业影响

优化方向	优化动力来源	免税	酒店	人工景区	自然景区	休闲零食	休闲卤制品	烘焙	旅行社
代际结构	代际变迁的意愿提升与创新机会	±±	±	±		±			
	服务型消费		++	++					+
	单身化消费	++				++	++	+	
	互联网化与社交趋势	+++	++	+		++			+
城乡格局-行业趋势	城乡趋势对可选行业带动	±±	±±	±	±	±±	±	±	
	消费升级逻辑通顺应对可选偏好的长期全面上升	+++	+++	++	+	++	+	++	+
	城市的品牌化需求	++	++	+	++	++	++	++	
	低线的品牌粘性建立		+		+	+	+		+
城乡格局-行业格局	城乡趋势对行业结构及龙头的影响	±	+++	±		±±	±±	±	
	城市的集中度进一步提升	+	+++	+		++	++	+	
代际总览		<u>2+</u>	<u>1+</u>	<u>1+</u>		<u>1+</u>			
城乡总览		<u>1.5+</u>	<u>2.5+</u>	<u>1+</u>	<u>1+</u>	<u>2+</u>	<u>1.5+</u>	<u>1+</u>	

数据来源：东方证券研究所

我们认为对于可选消费板块，其更强的服务型、单身型、互联网化的趋势奠定了其整体长期向好的基础，无论代际或城乡都有望呈现快速成长的趋势。这其中，在城市可选支出/可支配收入趋于稳

定的情况下，开始出现集中度提升的趋势；而在低线可选快速上行的阶段，品牌化力量开始建立粘性。

综合代际变化与城乡格局：1) 我们最看好免税行业、酒店行业及其龙头的黄金机遇；2) 看好休闲零食、人工景区及各自龙头的长期向好机遇；3) 关注休闲卤味、烘焙及自然景区的龙头品牌机会。

二、行业比较与 20 年策略：优质赛道为先，精选中短期性价比

基于前述分析，我们挑选了长期看好的优质赛道：

- 1) 我们最看好餐饮、速冻、免税、酒店的长期赛道红利与各自龙头的长周期黄金机遇
- 2) 看好酱油、榨菜、酵母、肉制品、休闲零食、人工景区各自龙头的长期向好机遇

文初我们也提及，尽管部分消费赛道与龙头公司在得到市场重视后经历了估值的继续提升，但仍有较多优质赛道与龙头公司因短期内/外部性因素等影响，仍存在较大预期差。在优选赛道之余，站在 2020 年门槛，我们将对以上各优秀赛道的中短期业绩与估值做复盘及展望，进一步优选性价比赛道。

2.1、各赛道历史复盘

依照上述对可选、必需消费品的分类，我们复盘了 2014-2018 年细分板块的营收、业绩以及估值情况，我们发现：

- 1、**营收角度**：行业增长规模充分验证了前文逻辑，可选行业展现出更强的营收增长能力；
- 2、**盈利角度**：盈利能力上亦与我们前文分析的长期逻辑相似，必选消费品虽营收增长相对弱势，但盈利能力上展现出了显著高于营收的增速水平以及更平稳的刚性特征；
- 3、**估值角度**：重点关注短期业绩估值双低板块的业绩回暖带来的更强向上弹性，同时我们亦需要尊重市场资金长期向优质板块倾斜、用脚投票的逻辑，看好板块估值随业绩增速及确定性逐步验证后继续提升逻辑，继续看好已经获得市场认可的消费品板块。

从营收角度看，15-18 年 CAGR 排名靠前的以可选消费为主，这亦验证了我们上文对于可选市场规模仍有成长红利的观点。从细分板块看，免税行业复合增速达到 60.36%，位居榜首，主要贡献来源于 17/18 年合并日上中国及日上上海带来的绝对增量；酒店行业增速位居第二，增长主要集中于 16-17 年，行业整体回暖带来的快速成长；榨菜作为必需消费品，16-17 年营收增速均维持 25% 左右的高水平，规模提升主要来源于公司主动提价贡献。从最新数据看，2019 前三季度，营收增速排名前三的行业为免税、肉制品及休闲零食，但其中亦要注意由于港股无三季度数据导致餐饮及休闲卤制品行业增速口径变动带来的影响。整体来看，可选消费品在营收端的增长态势仍要强于必需消费品。

表 4：可选消费 15-18 年营收增长显著高于必需品消费

营业收入	2015	2016	2017	2018	2019 前三季度	近四年 CAGR
免税	15.05%	8.97%	69.25%	123.59%	42.75%	60.36%
酒店	12.20%	111.22%	57.45%	6.30%	5.73%	52.34%
榨菜	2.67%	20.43%	35.64%	25.92%	3.83%	27.18%
休闲零食	17.17%	33.59%	25.52%	19.03%	18.95%	25.91%
餐饮		14.71%	20.06%	34.32%	6.44%	22.75%
旅行社	150.99%	25.53%	29.39%	7.52%	-9.81%	20.42%
烘焙	17.08%	18.27%	19.60%	15.96%	14.64%	17.93%
酵母	15.30%	15.36%	18.83%	15.75%	13.49%	16.64%
休闲卤制品	19.95%	12.36%	17.36%	10.50%	17.84%	13.37%
速冻食品	3.67%	13.51%	10.99%	12.57%	9.14%	12.35%
肉制品	3.68%	17.60%	12.46%	3.19%	19.14%	10.92%
调味品	16.39%	5.02%	13.66%	11.65%	11.97%	10.05%
人工景区	5.00%	5.50%	8.28%	10.49%	7.30%	8.07%
自然景区	7.51%	-0.99%	8.74%	7.97%	3.13%	1.09%

备注：2019 年 Q3 港股无数据，影响了餐饮及休闲卤制品；免税及人工景区中部分公司 19Q3 业绩受到非经常性损益影响，表中数据为调整后

红色标注为可选行业，橙色标注为可选与必需交界行业，白色为必需品行业

数据来源：Wind，东方证券研究所

但从归母净利润增速看，必需品消费 15-18 年 CAGR 表现更强劲。通过对比 15-18 年归母净利润增速，排名前三的板块包括榨菜、酵母及餐饮板块，其中榨菜和酵母属于必需消费品范畴，餐饮属于介于可选和必需的消费品范畴。调味品行业虽然从营收增速看排名倒数第三，但业绩增速水平与免税、人工景区等无太大差距，且展现出更强的稳定性。从最新数据看，2019 年前三季度归母净利润排名前三的为免税、休闲卤制品、调味品，对比 15-18 年复合增速，19 年前三季度可选消费品表现显著优于必需消费品，出现一定变化拐点。

表 5：必需品消费 2015-2018 年归母净利润增速显著高于可选消费

归母净利润增速	2015	2016	2017	2018	2019 前三季度	近四年 CAGR
榨菜	19.23%	63.46%	61.00%	59.78%	-0.99%	61.41%
酵母	90.29%	91.04%	58.33%	1.12%	-1.21%	45.16%
餐饮	42.89%	102.45%	-34.26%	109.97%	-16.18%	40.86%
速冻食品	-42.73%	63.59%	13.04%	47.13%	-1.85%	39.60%
酒店	43.60%	-17.50%	177.52%	-8.42%	1.02%	27.99%

免税	2.42%	20.07%	39.96%	22.29%	55.09%	27.14%
人工景区	26.04%	44.03%	19.43%	15.20%	5.62%	25.60%
烘焙	30.15%	21.48%	27.89%	23.30%	9.63%	24.19%
调味品	13.47%	34.82%	23.08%	14.56%	23.40%	23.88%
休闲零食	6.25%	38.37%	10.78%	2.63%	19.89%	16.30%
休闲卤制品	22.60%	29.49%	18.59%	-3.60%	25.88%	13.97%
自然景区	39.46%	-21.29%	22.26%	38.49%	-18.14%	10.04%
肉制品	7.54%	7.70%	1.19%	9.15%	7.19%	5.95%
其他食品	170.87%	25.77%	-22.96%	12.24%	5.35%	2.84%
旅行社	116.51%	12.32%	16.55%	-32.95%	-76.14%	-4.25%

红色标注为可选行业，橘色标注为可选与必需交界行业，白色为必需品行业

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们回顾细分板块历史业绩增速变动及估值变动的关系，可以将细分板块大致分为以下四类：

- 1、**业绩增速稳步提升带动估值中枢提升，如免税、餐饮。**免税及餐饮行业 18 年业绩增速相比 15-17 年年均增速出现大幅上行，同时估值中枢亦有显著提升，其中餐饮行业的大幅变动与海底捞上市有较大关系：
- 2、**业绩增速放缓但估值中枢提升，如调味品。**调味品 18 年业绩增速相比前期放缓，但由于其历史业绩增速波动性更低，长期资金对此类公司的偏好提升带动了整体估值中枢的提升：
- 3、**业绩增速提升但估值中枢下滑，如自然景区、榨菜、肉制品、速冻食品。**除速冻食品行业主要因为前期仅三全食品一家公司影响了行业整体估值水平外，其余品类主要受制于长期升级逻辑的相对缺乏。
- 4、**业绩增速及估值中枢同步下滑，如人工景区、旅行社、酒店、休闲卤制品、休闲零食、烘焙、酵母及其他产品。**

表 6：估值变动与业绩变动的相关性

板块	2018 年估值变动			2018 年业绩增速变动			估值与业绩是否保持一致变动方向
	2018	2015-2017 年估值均值	2018 年相比前期变动比例	2018	2015-2017 年业绩增速	2018 年相比前期变动比例	
自然景区	20.20	40.39	-49.99%	38.49%	13.48%	185.6%	0
人工景区	24.74	44.67	-44.61%	15.20%	29.84%	-49.1%	1
免税	35.32	33.18	6.45%	22.29%	20.82%	7.0%	1
旅行社	21.14	68.91	-69.32%	-32.95%	48.46%	-168.0%	1
酒店	19.28	55.12	-65.02%	-8.42%	67.87%	-112.4%	1
餐饮	53.75	22.20	142.06%	109.97%	37.03%	197.0%	1
肉制品	18.36	27.12	-32.29%	9.15%	5.48%	67.0%	0
休闲卤制品	19.43	63.31	-69.31%	-3.60%	23.56%	-115.3%	1
速冻食品	48.32	159.71	-69.74%	47.13%	11.30%	317.1%	0

调味品	39.68	38.71	2.52%	14.56%	23.79%	-38.8%	0
休闲零食	23.94	-43.84	-154.61%	2.63%	18.46%	-85.7%	1
烘焙	31.44	44.47	-29.29%	23.30%	26.51%	-12.1%	1
酵母	22.86	37.56	-39.13%	1.12%	79.89%	-98.6%	1
榨菜	26.92	37.96	-29.09%	59.78%	47.89%	24.8%	0
其他食品	27.62	28.54	-3.23%	12.24%	57.89%	-78.9%	1

数据来源：Wind，东方证券研究所

综合以上的分析，我们也可以发现，市场对消费的选择看重稳定性、盈利性及强变现能力，因此我们可以看到市场愿意给予消费板块高估值往往需要同时具备三个条件中的至少两条：**长期性、稳定性及高增长性（这也是我们在文初从长逻辑筛选赛道的重要原因）**。如调味品行业具备长期性和稳定性特点，免税行业则具备长期性及高增长性，稳定性仍需时间验证，餐饮行业亦具备长期性及高增长性。

2.2、目前时点的估值比较

我们对前述各消费子行业做估值比较，与我们文初提及一致，仍有较多消费子行业 20 年动态 PE 处于近 5 年历史估值的最低水平，主要有：速冻、旅行社、烘焙、自然景区、酵母、酒店、肉制品、榨菜行业。

表 7：19-20 年细分板块估值变动

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	未来三年净利润增速
餐饮	16.79	17.15	32.67	53.75	68.08	47.45	35.62%
旅行社	115.57	52.36	38.79	21.14	18.25	15.06	34.03%
速冻制品	118.84	276.43	83.85	48.32	48.25	37.18	27.01%
休闲零食	34.48	-193.80	27.81	23.94	44.97	35.77	25.13%
烘焙	52.83	43.78	36.80	31.44	35.36	29.38	19.97%
其他食品	33.25	25.08	27.29	27.62	24.86	20.04	19.48%
调味品	45.66	27.19	43.27	39.68	51.21	42.54	19.22%
免税	36.27	25.71	37.56	35.32	38.52	34.23	17.03%
休闲卤制品	64.07	90.78	35.07	19.43	31.21	25.78	14.77%
榨菜	44.28	33.20	36.39	26.92	21.85	21.85	14.60%
酵母	46.08	31.32	35.30	22.86	25.99	22.20	12.31%
酒店	75.23	52.47	37.66	19.28	17.87	15.92	10.06%
肉制品	35.69	21.32	24.34	18.36	17.93	16.26	8.72%
人工景区	65.76	39.74	28.51	24.74	32.05	29.53	6.53%
自然景区	31.02	52.23	37.93	20.20	26.38	22.40	1.22%

数据来源：Wind，东方证券研究所

结合前述我们对行业长逻辑的判断与排序，综合各板块的估值性价比，我们认为：

- 1) 强烈看好长期价值优秀、看明年估值低的优质赛道：酒店及速冻
- 2) 看好赛道长期价值尚佳、估值低的行业龙头：酵母、榨菜及肉制品
- 3) 看好赛道长期价值优秀的龙头长期配置机会：免税、餐饮；以及调味品、休闲零食、人工景区的配置机会。

结合个股逻辑及业绩情况（重点考虑拐点与逐季向上等加分项）我们针对明年的各行业推荐排序为：

- 1、**社服行业**：强烈看好酒店龙头的价值发现，推荐锦江股份、首旅酒店；强烈看好免税龙头的长期配置价值，推荐中国国旅；看好估值中低的人工景区的弹性机会，推荐中青旅、天目湖；看好人工景区及餐饮龙头的配置价值，推荐宋城演艺、关注海底捞。
- 2、**食品行业**：强烈看好速冻龙头的配置价值，推荐安井食品、广州酒家；看好酵母、榨菜及肉制品龙头的业绩提速与估值提升，推荐安琪酵母，关注涪陵榨菜、双汇发展；看好调味品龙头的长期配置价值，关注海天味业、中炬高新、千禾味业、颐海国际。

三、各子行业 2020 展望

以我们对行业长逻辑的判断与排序为锚，综合行业层面的估值性价比：我们强烈看好长期价值优秀、看明年估值有弹性的优质赛道：酒店及速冻；看好赛道长期价值尚佳、估值低的行业龙头：酵母、榨菜及肉制品；看好赛道长期价值优秀的龙头长期配置机会：首选免税、餐饮；以及调味品、休闲零食、人工景区的配置机会，其中需要注意由于免税看明年政策落地带来的个股业绩确定性更强，中短期配置价值高。

3.1 酒店板块：alpha 空间与确定性有望得到重视与重估，静待行业回暖的更大弹性

从代际变迁及城乡结构长期视角下，我们认为酒店板块具备规模提升及龙头扩张的核心推荐赛道：

- 1、从代际角度看，我们认为 90/00 后对服务性消费的偏好提升会带来酒店下游需求的增长，而消费的互联网分享趋势又促进整体市场需求重心偏向龙头优质企业；
- 2、从城乡结构角度看，我们认为在农村及低线城市，龙头酒店仍有渠道进一步下沉的空间，对单体酒店的整合可支撑连锁酒店的进一步增长，在城镇及高线城市，由于消费从量向质的转变，龙头酒店的升级方向明确且品牌市占率有望进一步提升；

从酒店行业本身而言，我们认为长期的增长逻辑主要来源于以下几点：

3.1.1 Alpha 长逻辑有望得到重视：核心看结构升级与加盟开店

酒店牛股辈出，其核心在于龙头的 alpha 逻辑通顺且持续，一方面消费升级下的结构升级带来公司持续提价和盈利改善的能力；另一方面龙头品牌优势也会传导到加盟输出，进而带来进一步的份额提升与盈利中枢上行。

1.经济型翻牌升级提价空间大，改造成本小，能够带来更快更高的业绩改善

1) 经济型酒店升级后，提价的空间可以从原有的 120-180 元提升至 200-350 元，且设备更新后更能满足旅客的居住需求，提升入住率；2) 经济型升级改造普遍单间投入在 1-2 万左右，投入小，且改造周期短，降低改造期间的收入损失，成本增幅会明显小于业绩改善幅度；3) 综合来看，经济型升级后，能够进一步提升经营效率，继续带动净利率的持续提升。

表 8：如家 3.0 的改造成本

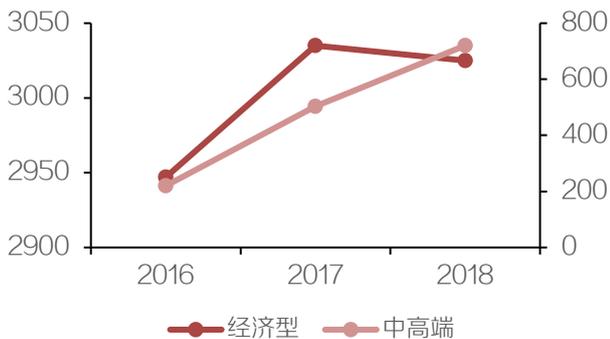
改造类型	改造设施	改造成本
小改	大堂+门头+墙面	1 万左右
中改	小改+客房	2 万左右
大改	中改+卫生间	4 万左右

数据来源：公开新闻资料，东方证券研究所

2.龙头集团中端扩张持续，提价效应有望继续驱动结构性的 revpar 提升

在消费升级的大背景下，中端酒店正迎来发展的黄金期，各大龙头酒店集团纷纷布局，中端开店速度均维持在较高水平：如家前三季度净增中高端酒店 191 家，同期经济型减少 321 家，中高端酒店数量占比提升 3pct；锦江酒店前三季度净增中高端酒店 755 家，同期经济型减少 37 家，中高端酒店数量占比提升 6.34pct。

图 24：首旅经济型/中高端酒店数量



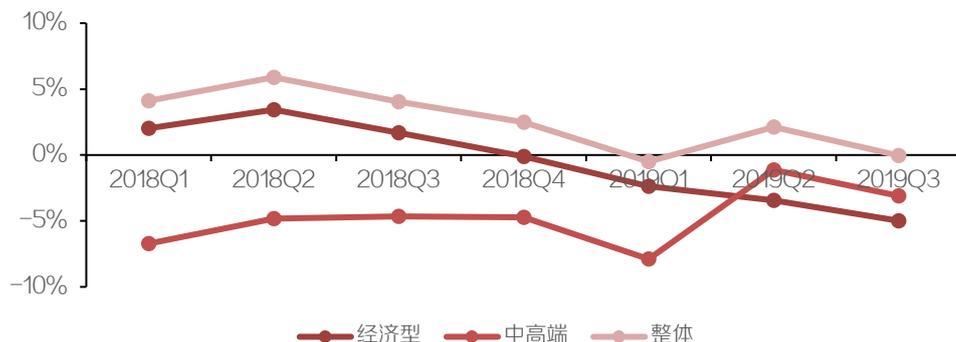
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：华住经济型/中高端酒店数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

龙头集团的中端提价幅度大，营收有望翻倍，提价效应有望驱动结构性 RevPAR 提升，抵御行业波动。中端酒店房价在 300-400 元区间，较经济型提价幅度大，能够带动营收实现翻倍（如家中端同店 RevPAR 280 元左右，较经济型同店的 151 元提升 85%）。随着存量占比的提升，整体房价会有结构性的提高，驱动三大龙头酒店集团的 RevPAR 在入住率平稳或有所下滑、行业复苏效应有所减弱的情况下依然实现增长。

图 26：如家经济型/中高端/整体 RevPAR 增速


数据来源：公司公告，东方证券研究所

3、加盟加速龙头渠道下沉速度，成为行业规模成长的重要推动力量

加盟模式相比直营，品牌扩张成本更低扩张速度更高，可加速品牌下沉提升品牌影响力，成为行业规模成长的重要推动力量。酒店行业具备显著的先进优势，包括对优质稀缺物业的占据、对核心交通优势低端的提前布局以及品牌力在地方的推广力，因此实现门店的快速拓张是酒店行业的核心关键。相比直营模式而言，加盟拓张成本更低，拓张速度更高，已成为行业规模增长主要推动力量，回顾近年来主要品牌门店成长主要来源于加盟酒店的快速拓张，我们认为，未来中长期看，加盟形式仍然是酒店规模增长的核心推动力之一。

图 27：华住新增酒店结构（加盟/直营）


数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 28：首旅新增酒店结构（加盟/直营）


备注：2017 年以前为如家数据

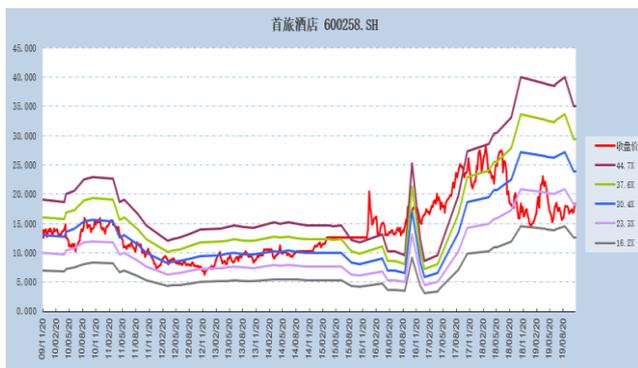
数据来源：公司财报，东方证券研究所

3.1.2 板块龙头估值处于历史绝对地位，布局性价比高

2019 年三季度，酒店经营数字仍有下行，行业基本面筑底过程多有波动、仍在继续，行业估值水平已经基本反映了市场悲观预期，处于历史大底。尽管中短期看，我们认为仍然需要跟踪经济走势，行业基本面向上的时间点仍有一点不确定性，但从长期看，我们认为酒店行业逻辑及商业模式仍优

秀，后续如有预期转暖带动业绩估值双提升弹性更大，性价比较高。继续推荐国内酒店龙头锦江股份、首旅酒店。

图 29：首旅酒店 PE-Band 图



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 30：锦江酒店 PE-Band 图



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 免税板块：长期空间大确定性高，20 年看市内店落实催化

免税并非是消费的具象产品，而是产品的销售渠道，从代际变迁及城乡结构上看我们认为免税仍然长期规模增长的逻辑主要来源于：

1、从代际角度看，我们认为新生代消费者主要从需求提振和客户基数扩充两个角度对免税销售规模提升提供正面影响。从需求端看，一方面单身推动下 90/00 后对于自我管理需求的提升显著带动美妆个护产品需求提升，另一方面互联网分享经济背后各类博主及直播对新生代消费者需求的进一步挖掘，90/00 后对于美妆个护的消费显著提升。从渠道端看，90/00 后对服务性消费的偏好及分享消费需求的提升，出境游比例显著提升，扩充了免税渠道的目标客户基数；

2、从城乡结构角度看，我们认为城乡可选消费受到收入与占比双提升逻辑催化下，无论是中高端美妆个护的需求，亦或是出境游的需求，均具备长足增长的动力。未来免税店，尤其是市内免税店向其他一线城市下沉仍有较大空间，龙头具备较强的市场竞争力有望在竞争中获得优先发展；

从免税行业本身而言，我们认为长期的增长逻辑主要来源于以下几点：

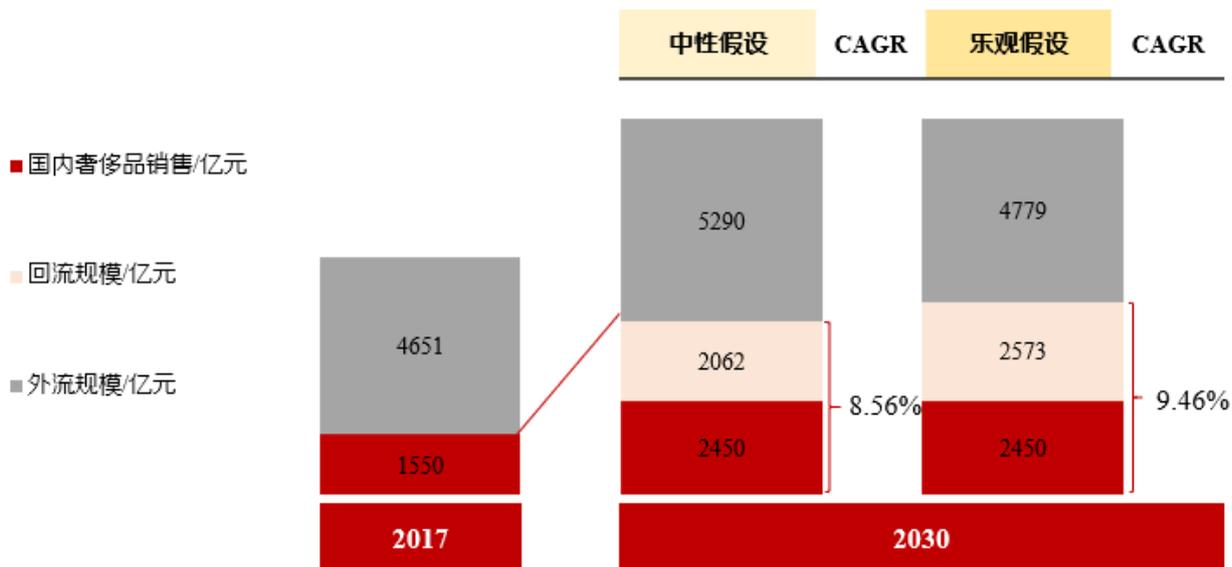
3.2.1 长期看奢侈品消费回流，免税作为核心承接渠道规模有三翻以上的机遇

国人奢侈品消费需求基数大增速高，境外消费仍是主流。17 年，国人奢侈品消费占全球奢侈品市场 32%，整体规模约 812.9 亿欧元；其中国内消费部分仅占 25%，约 203.2 欧元，609.69 亿欧元的奢侈品消费外流。

后续，我们认为随着国内奢侈品销售渠道的进一步完善，尤其是免税渠道的规模拓张，国内与国际价差进一步缩小，国内奢侈品销售市场规模有望受益于内生需求的旺盛增长叠加外流消费回流趋势加大，看十年国人奢侈品消费规模可达到 9801.9 亿元，而国内销售规模接近 5000 亿元，可占

比达到 46%-51%，具体的测算过程可参加我们前期深度报告《中国免税的十年之约：从奢侈品需求、海外回流、渠道格局展望行业未来空间》。

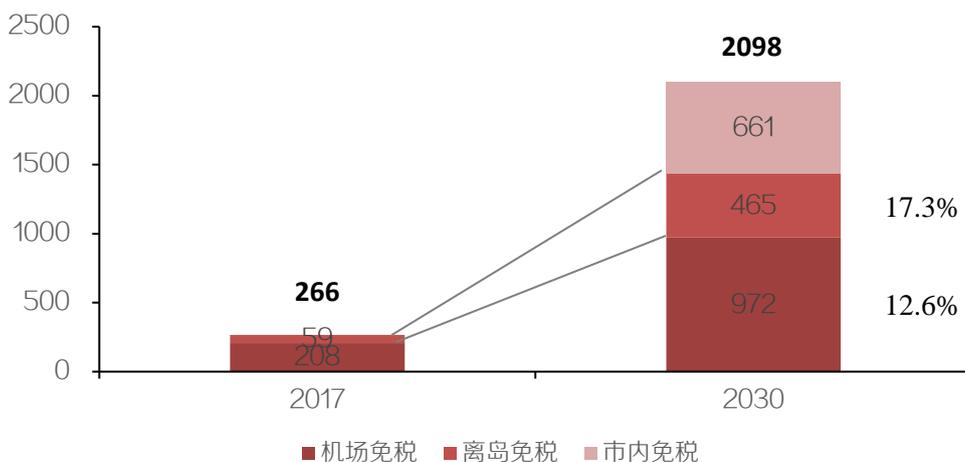
图 31：2017-2030 年中国奢侈品销售格局（海外及国内消费市场规模）



数据来源：东方证券研究所

由于免税具备购买资质、价格及政策端优势，是消费回流的核心承接渠道，其规模增长优势显著强于奢侈品其他销售渠道，包括线下百货及跨境电商渠道。预计看到 2030 年，我们认为中国免税市场整体规模可达到 2098.32 亿元，其中机场/离岛/市内免税店规模分别为 971.83/465.38/661.11 亿元，预测中未考虑后续额度、件数等放宽带来的客单价大幅提升，但政策放宽为必然趋势，将为整体市场提供更大上行弹性。

图 32：2017-2030 年国内免税各渠道增长情况/亿元



数据来源：东方证券研究所

3.2.2 行业上限高空间大，公司优秀市占格局有望享受长期高增长

1、离岛免税板块政策放宽叠加市场精耕细作，规模维持较高增长

海南政策持续放宽加持叠加公司对市场精耕细作，离岛免税存量市场有望进一步扩张。2012-2018年，海南关于免税限额/品类/购物资格等方面的相关政策持续放宽，反映了海南政府对发展当地免税行业的积极态度。2019年，海口免税城着手建设，预计2023年投入运营，对市场商务人士及附近居民的免税消费需求进一步挖掘将带来离岛免税市场更大规模空间。

表 9：近年海南免税政策梳理

发布日期	发布人	重要文件	内容概要
2015年2月16日	财政部	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	增加免税种类；放宽香水、化妆品等10种商品的单次购物数量限制。
2016年1月28日	财政部	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	调整免税购物限额管理方式，对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过16000元人民币；同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。
2017年1月10日	财政部	《将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	进一步扩大免税购物适用范围，将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围。
2018年4月11日	中共中央 国务院	《中共中央 国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	创新促进国际旅游消费中心建设的体制机制，实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。
2018年10月11日	财政部	《支持海南全面深化改革开放有关财税政策的实施方案》	在税收支持政策方面，财政部门将进一步完善离岛免税购物政策和离境退税政策，扩展离岛免税购物政策适用对象范围到乘船旅客，实现离岛旅客全覆盖，研究增设免税店，提高年度免税购物限额。

数据来源：各部委官方网站，东方证券研究所

2、市内店政策预计明年放开，中期内预计提供350亿以上规模

市内店政策预计明年放开，上海/北京市内店（目前已投入运营）潜在规模增量巨大，预计中期规模可达200/100亿左右，同时市内店盈利能力更强，预计提供可观盈利增厚。目前国内发展市内店环境已经逐步成熟，上海及北京丰富的客流量、垄断市场下相对温和的市场环境和日益成熟的价格

优势将支撑北京和上海市内店发展，目前北京、上海等市内免税店已投入运营，国人市内免税店消费政策预计明年放开，放开后北京及上海市内店坐拥国内超一半出境客流人次，其市内免税店规模十分可观，中期预计将达到 100/200 亿左右的体量。

3、 电商法推出代购收紧免税行业有望承接主要回流消费

代购政策收紧，消费回流加速，免税渠道承接回流增量受益。《电子商务法》预计将于 2019 年 1 月 1 日开始实施，法案带来对代购的政策性收紧将加速消费回流进程，回流消费主要由百货、免税及跨境电商承接，免税相对百货有 30-50% 的价差优势，跨境电商品类有限且有假货风险，仍缺乏竞争力，免税有望承接消费回流主要增量。

外延拓张叠加内生稳步增长，行业龙头正稳步推进对国内免税行业的深度整合，规模更大叠加渠道把控制力更强增强企业向上议价力。一方面免税行业存量优势市场增长迅猛，存量离岛及机场板块均维持高速增长态势；另一方面，行业龙头外延拓张稳步推进，中国国旅 2017-2018 年先后收购日上中国、日上上海，投资设立中免-拉加代尔，并获得首都、上海及香港机场经营权；2019 年，中免获得北京大兴机场免税运营权，海免 51% 股权划归至集团内部，后续将推动注入上市公司。公司在免税行业的发展除了规模端的快速提升，更为重要的是把握国内主要出境客流枢纽，这对于提升公司向上游品牌供应商议价力有重大意义。

随着行业龙头对免税市场的整合，规模扩张必将带来整体毛利率的提升，对此我们做了详细的定量计算，详细测算过程参照我们的深度报告《中国国旅：从海外经验看国旅的盈利提升空间》。我们认为在现有品类结构下，未来中长期三亚海棠湾目标毛利率 68.40%，未来随着公司规模扩张及经营效率改善，盈利能力仍有长足提升的机会。

3.2.3 20 年期待市内店落地的进一步催化

20 年，国内针对国人的市内店政策有望获得放开，国旅已有 5 家市内店布局，有望迎来新一轮利好。根据我们《透视市内店：国旅发展新征程》的测算，我们认为中期看，北京上海的市内店有望贡献 120 亿左右的营收增量，考虑到其大概率较低的扣点率下较高的净利率水平，有望贡献 15-20 亿的净利润增量，增厚明显。有望构成 20 年中短期的进一步催化，可能带来估值中枢的进一步上行，值得期待。继续推荐国内免税龙头中国国旅。

3.3 速冻食品：家务社会化与餐饮供应链，速冻行业坡道仍长

从代际及城乡角度看，我们认为速冻行业是必选消费中少数可同时在代际变迁及城乡结构中均显著收益的优质赛道：

- 1、 从代际角度看，新生代年轻人单身比例提升，饮食消费从家庭厨房趋向便捷化、快餐化发展，速冻产品无论从餐饮渠道亦或是独居家庭消费端看，需求端均显著受益；
- 2、 从城乡结构角度看，我们认为随着必需品消费从量到质的驱动转变，无论对于城乡现有渠道亦或者农村下沉渠道看，速冻食品品牌化渗透率将逐步提升，龙头具备超越市场增长的长足动力；

从速冻行业本身而言，我们认为长期的增长逻辑主要来源于以下几点：

我国速冻食品人均消费仍处较低水平，家务社会化+餐饮供应链打造下，提升空间显著，变化正在发生：

- 1、我国速冻食品的市场规模达 1235 亿元，其中速冻面米占 52.4%/速冻火锅料 33.3%/其他速冻食品 14.3%。从人均年消费量上，相比美国 60kg，欧洲 35kg，日本 20kg，我国的人均年消费量仅 9kg，差距较大，主要由于冷链运输水平低+消费习惯尚未形成。

图 33：2017 年我国速冻食品市场规模达到 1235 亿元



数据来源：frost&sullivan，东方证券研究所

图 34：17 年速冻面米和速冻火锅料占比分别达到 52%/33%

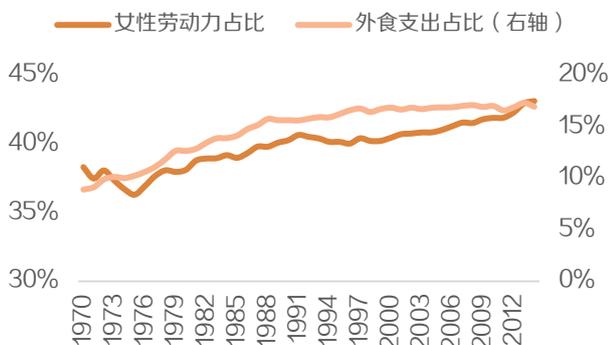


数据来源：公开新闻资料，东方证券研究所

2、站在当前时点，我们认为速冻食品行业提升空间大，且供需端变化正在发生。

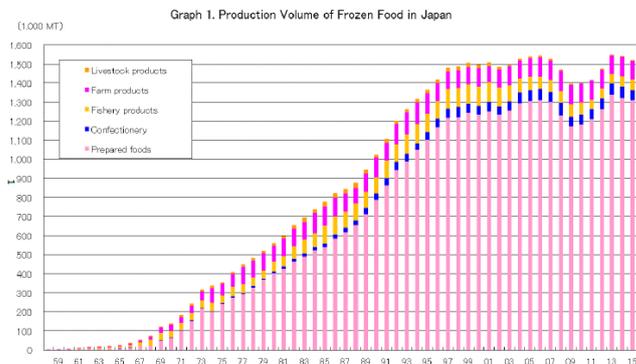
- 1) 长期趋势来看，对标日本，生活节奏加快，家务劳动社会化更加明显，速冻食品等便捷性食品的用量提升是长期的必然结果。由于人口结构变化，我们面临劳动年龄人口数量下降的问题（18 年劳动年龄人口占比已降至 65.3%，7 年间减少 3000 万人），因此对于新增劳动力（包含劳动时间）需求加大，决定我国生活节奏加快带来的家务劳动社会化趋势。

图 35：日本外食支出占比与女性劳动力占比呈现出较为一致的发展趋势



数据来源：日本统计局，东方证券研究所

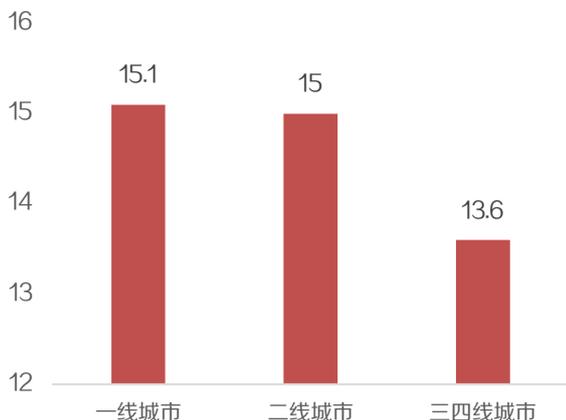
图 36：随着家务劳动的社会化进程，日本速冻食品的生产量也迎来快速发展



数据来源：日本统计局，东方证券研究所

- 2) 需求端：年轻人的烹饪技术下降，带来家庭端半成品材料需求；外卖比例提升+快速响应食材+节约成本，带来餐饮端需求。我们认为搭乘广阔的餐饮市场，餐饮通路供应链打造将是速冻食品的新蓝海。

图 37：新中产平均每月下厨频率，一线城市平均 2 天下厨一次



数据来源：产业信息网，东方证券研究所

图 38：我国餐饮业收入保持稳定增长的趋势（%）

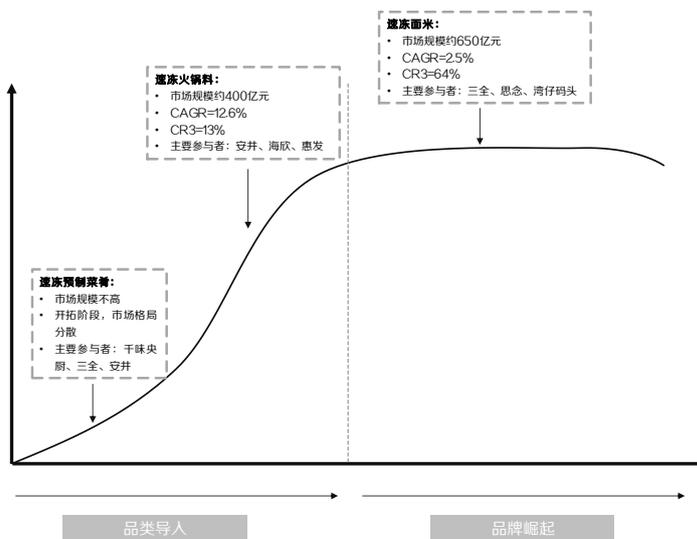


数据来源：wind，东方证券研究所

- 3) 供给端：冷链运输的快速发展，带动速冻行业的辐射半径提高；创新能力提升驱动品类爆发和品质升级，满足日益变化的消费习惯。

细分品类来看，我们认为对于行业规模而言，我国速冻预制菜肴还处在发展的初期，搭乘万亿餐饮市场的东风，速冻预制菜肴有望成为下一个蓝海。但由于预制菜肴产品更为复合，我们认为面食与火锅料的龙头公司将在竞争中具备产能、渠道等的明显先发优势：

图 39：不同品类的速冻产品所处的产业周期是不同的



数据来源：东方证券研究所

- 1、 **速冻面米：规模最大，龙头突出。**17 年我国速冻面米的市场规模约 647 亿元/+7.1%，5 年 CAGR2.5%，CR3 市占率接近 64%，市场集中度较高，行业表现出生命周期的成熟阶段特征，未来核心在于细分子品类中的大单品挖掘机会。
- 2、 **速冻火锅料：速冻食品的赛道风口。**17 年我国速冻火锅料（包括速冻鱼糜和肉制品）的市场规模约 411 亿元/+11.4%，5 年 CAGR12.6%。相较速冻面米，速冻火锅料市场格局分散，CR3 市占率仅 13%。我们认为，速冻火锅料符合国人口味习惯，拥有庞大潜在消费人群；叠加火锅+便利店两大下游需求的快速发展，有望成为风口赛道，其中安井等龙头气质初现，品牌崛起将是下一阶段主题。
- 3、 **速冻预制菜肴：速冻食品的下一个蓝海。**从日本经验看，餐饮渠道是消化速冻食品产能的主力，餐饮：家庭比例 6:4，而我国餐饮：家庭 3:7，餐饮通路还有很大的提升空间。

展望行业未来，我们认为什么公司会脱颖而出？

- 1、 **短期：积极把握餐饮通路的蓝海机遇。**
 - i) **产品性价比高：**餐饮门店对速冻食品的需求来自于降成本，要求餐饮适销产品需要较高的性价比
 - ii) **产能充足，保证稳定供应。**餐饮门店需要及时而稳定的货源供应，要求供应商拥有足够的生产能力。同时，在保证核心产品不受影响的情况下，进行新品的开拓
 - iii) **渠道力突出：**能够保证稳定的消化能力和覆盖市场的能力，特别是在餐饮渠道开拓的前期，优秀的渠道力将有利于公司占据先发优势。

长期：把握消费习惯改变带来的消费趋势。随着人们对于速冻食品健康观念的改善，我们认为未来我国速冻食品的人均消费量将得到提升。而这这就要求速冻企业 i) **新品开发能力强。**能够不断推出新品满足日益变化特别是升级的消费需求；ii) **丰富的品类组合与品牌优势。**能够在日益分化的市场环境中，通过品类的轮动保持稳定、持续的长期竞争力。

继续推荐速冻火锅料龙头安井食品与广式速冻面点龙头广州酒家，关注速冻米面龙头三全食品。

3.4 酵母：长期看赛道公司“双优质”，短期看 20 年业绩复苏持续

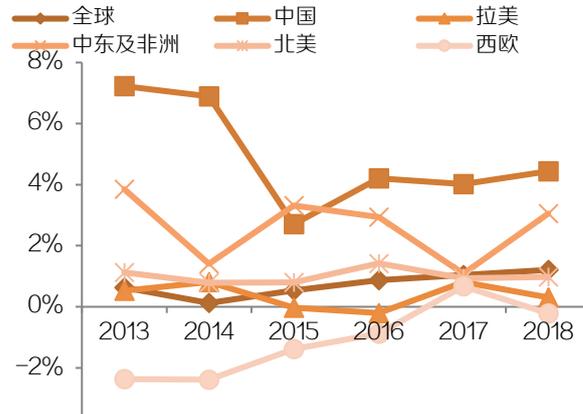
酵母行业属于必需品消费，下游需求刚性，整体规模小但稳，国内市场增速相对全球更高。酵母广泛应用于酿酒、面食发酵等多重领域，属于刚性需求行业，根据 Zion 数据显示，2017 年全球酵母产品市场规模达到 235 亿元，同比增长 7.8%，整体市场不大但始终处于稳步增长阶段。由于国内酵母市场规模数据缺失，我们使用膨松剂零售端规模增速作为参考，中国膨松剂需求市场规模增速远超全球平均水平，这与下游烘焙市场蓬勃发展有显著相关性。

图 40: 全球酵母市场规模及增速



数据来源: 公开数据, 东方证券研究所

图 41: 全球分地区膨松剂市场规模及增速



数据来源: 公开数据, 证券研究所

长期看, 海外市场填补空白仍有较大空间, 国内烘焙增长叠加酵母使用渗透率提升, 总量仍有接近 50% 以上增长空间。酵母需求市场主要拆分为国内及海外市场, 首先海外市场上发展中地区仍存在较大空白市场, 包括中东, 东南亚等地。从国内市场看, 我们认为一方面酵母使用渗透率仍低, 低线城市老面发酵替代仍有空间, 另一方面, 国内烘焙市场发展迅速, 带动整体行业需求提升, 预计长期看国内酵母市场规模可达到 47-53.8 万吨, 相比目前仍有 54%-73% 的增长空间。

表 10: 酵母全市场需求量规模测算

以小麦粉产量为依据估算酵母市场需求	
整体市场面粉消费量/万吨	8,025.00
方便面面粉消耗量/万吨	450.00
挂面面粉消费量/万吨	170.00
新鲜面条消费量/万吨	340.00
用于其他无需酵母消费量/万吨	340.00
用于中式面点以及烘焙的面粉消费量/万吨	6,725.00
1kg 面粉使用发酵粉/g	10g
对应酵母需求的市场上限/万吨	67.25

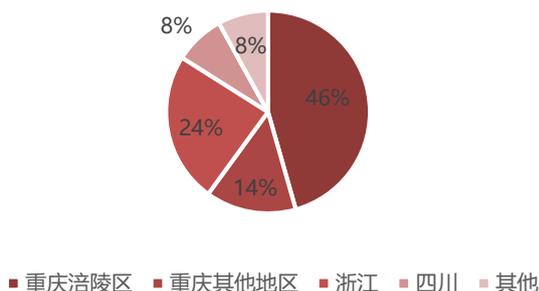
数据来源: 国家统计局, 产业信息网, 东方证券研究所

短期看明年, 我们认为公司营收端增速确定, 成本端亦有下行趋势。(1) 营收端存在三年百亿的业绩目标, 年营收增长 15% 压力不大, 预计达成是大概率事件; (2) 盈利端看: 从折旧成本看, 产能释放趋缓, 明年仅俄罗斯 1.2 万吨产能投放, 折旧占营收比无太大压力, 从糖蜜成本看, 20 年榨季白糖产量预计大概率无显著下行, 目前北方糖蜜价格同比下滑 10% 左右, 南方糖蜜仍需后续跟踪但由于需求端萎缩, 预计大幅上行可能性低, 成本端大概率下行。继续推荐酵母龙头安琪酵母。

3.5 榨菜: 长期看量价逻辑下龙头增长空间仍大, 品类导入外延发展可能性存在

从总量看，我们认为原材料的高度集中叠加中小企业退出，市场整合给予龙头更大成长空间。榨菜行业属于传统消费品行业，增速稳定，2003-2017 年行业规模 CAGR 6.9%，保持稳定中低速增长。但鉴于（1）随着农贸市场逐步被替代，包装榨菜替代家庭制作仍有空间；（2）由于原材料的地域生产高低集中，龙头企业与当地生产形成良性合作关系，成本端掌控有显著优势；（3）涪陵产地原材料产量增速缓慢，小企业退出释放更多份额空间，因此我们认为行业龙头在总量上仍有成长空间。

图 42：青菜头产地集中度



数据来源：产业信息网，东方证券研究所

图 43：榨菜加工企业数量



数据来源：产业信息网，东方证券研究所

从价格角度看，龙头展现出极强的提价力。作为行业龙头，涪陵榨菜良好的品牌知名度使得其直接提价能力较强，同时公司推出的低盐脆口榨菜作为榨菜产品的升级版，较好适应了消费升级和健康化消费趋势，16 年起进入高速增长期，有望推动榨菜系列价格结构性提升。从历史看，公司亦完成了多次提价，成功提价是公司利润释放的核心。

表 11：涪陵榨菜历史提价

时间	提价方式	说明	提价幅度
2008	升规格提价	将 0.5 元/70 克提升为 1 元/100 克	40%
2012	缩规格提价	1 元/100 克变为 1 元/80 克	25%
2013Q1	缩规格提价	1 元/80 克变为 1 元/70 克，更换包装	14%
2014.1	缩规格提价	1 元/70 克变为 1 元/60 克	17%
2015	升规格提价	广东地区：鲜爽菜丝包装从 1 元/50 克，60 克，70 克升级为 1.5 元/88 克	2%
2015	升规格提价	全国地区：鲜爽菜丝包装从 1 元/50 克，60 克，70 克升级为 1.5 元/88 克	2%
2016.7	提出厂价	上调商场渠道 11 个单品的产品到岸价格	8%-12%
2017.2	提出厂价	上调非商超渠道 80 克和 88 克榨菜主力 9 个单品的产品到岸价格	15%-17%
2017.11	缩规格提价	88 克主力产品和 175 克产品调整为 80 克和 150 克	10%/17%
2018.11	提出厂价	上调 7 个单品的产品到岸价格	10%

数据来源：公司公告，公开信息，东方证券研究所

未来向泡菜等同类型行业外延拓张的空间和机会均大。2015 年全国泡菜市场规模超过 450 亿，且在过去五年间基本均保持双位数增长，行业空间较榨菜更大，且行业目前高度分散，缺少绝对龙头。公司于 2015 年 11 月收购四川惠通，正式切入四川红油泡菜市场，渠道等多方面都已完成融合。目前公司仍持续关注佐餐菜品、调味料行业中的其他品类，并寻找并购机会，后续外延拓张带来的空间和机会均大。

短期看，公司通过渠道下沉与增量寻求、经销商适度松绑（预收款/营收比例下降）以及费用端的持续扩大等举措，以解决短期量增放缓的问题，后续业绩端改善值得期待。关注榨菜行业龙头涪陵榨菜。

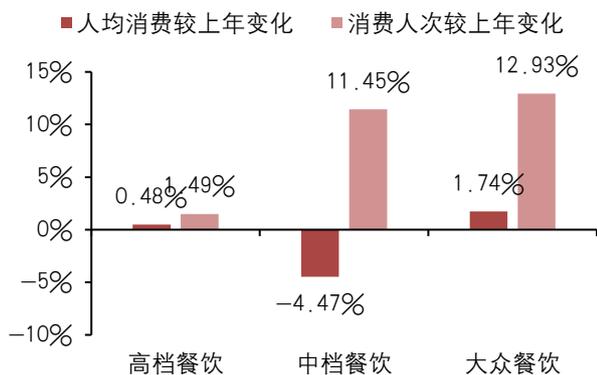
3.6 餐饮板块：必选属性预期差大，龙头外延扩张集中迎来机遇期

餐饮行业是介于可选与必需消费品之间的板块，其增长逻辑共享了可选和必需品的核心驱动力，是可看长期的优质赛道：

- 1、从代际角度看，餐饮渠道是全面受益于代际变迁的渠道，包括新生代消费者对于体验式服务式消费的偏好、单身趋势带来的外出就餐提升以及互联网分享时代网红餐厅对需求的深度挖掘；
- 2、从城乡结构角度看，餐饮虽归类为必需消费品，但其总需求受到必需消费占比下滑影响相对较小，其可选性质相对更为突出，随着农村及低线城市消费能力的提升，外出就餐的可选必需化仍可带动行业成长，龙头下沉仍有一定空间；

从餐饮行业本身而言，我们认为长期的增长逻辑主要来源于以下几点：

餐饮行业抗周期的属性突出，收入增长稳固。我们认为在社服所有板块中，餐饮行业是兼具可选和必选特性的板块，因此在经济波动中具备更强的抗周期性。但餐饮板块较强的必选属性市场有所忽略，存在较大的预期差！12-13 年“八项规定”出台，高端餐饮受到限制，13 年行业收入增长 9.0%，同比下滑 4.6pct，行业整体经历了一段低潮。随着大众餐饮（17 年收入增速 14.9%）和电商平台的兴起，餐饮行业正处于复苏阶段。15-17 年，行业收入增速保持在 10%以上，18 年起虽增速中枢有所下调，但仍保持 9%以上的增速，均高于同期的社零增速，收入增长稳固。

图 44：17 年大众餐饮收入增速为 14.9%


数据来源：中国饭店业协会，东方证券研究所

图 45：餐饮行业收入增速始终高于社零增速


数据来源：Wind，东方证券研究所

但也要注意，租金、人工等成本的快速上涨，使得餐饮行业的利润增长承压，我们认为这也正是行业集中度继续提升，龙头崛起的契机。餐饮行业进入壁垒低，行业市场集中度低，竞争日益激烈，对下游消费者的议价能力趋弱。伴随着原材料、店铺租金（19 年商铺租金居于历史高位）、人工成本的增长，成本端上涨使得行业整体的利润增长承压，我们认为这也正是行业集中度继续提升，龙头崛起的契机。

图 46：17 年下半年起商铺租金出现跃升 19 年仍保持高位

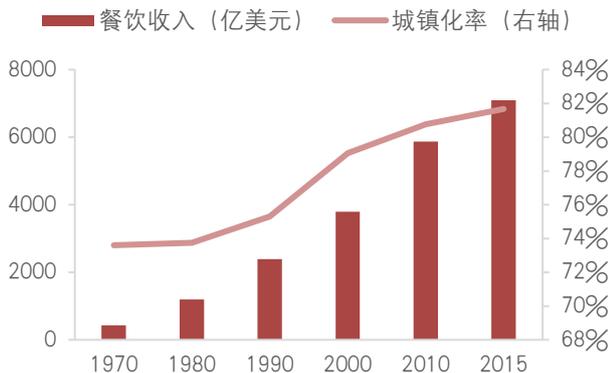

数据来源：Wind，东方证券研究所

3.6.1 行业中长期逻辑：城镇化推动下的连锁化率持续提升

城镇化进程持续推进，是驱动中长期行业发展的核心因素。城镇化进程持续推进，这意味着将有更多居民成为城市消费者，城市生活的节奏加快与日益增加的社交需求将推动外出就餐频率的增加。从美国的经验来看，城镇化率从 74% 提升至 80% 的进程中，餐饮行业收入始终保持着稳固的增速。

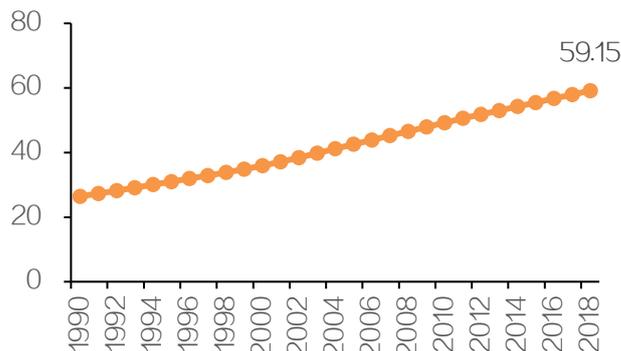
18 年我国城市化率达到 59.2%/+1.24pct，距离成熟阶段的 70%还有差距，城镇化进程的推进，将成为中长期驱动我国餐饮业增长的核心要素。

图 47：美国餐饮行业收入随着城镇化率提升稳步增长



数据来源：产业信息网，东方证券研究所

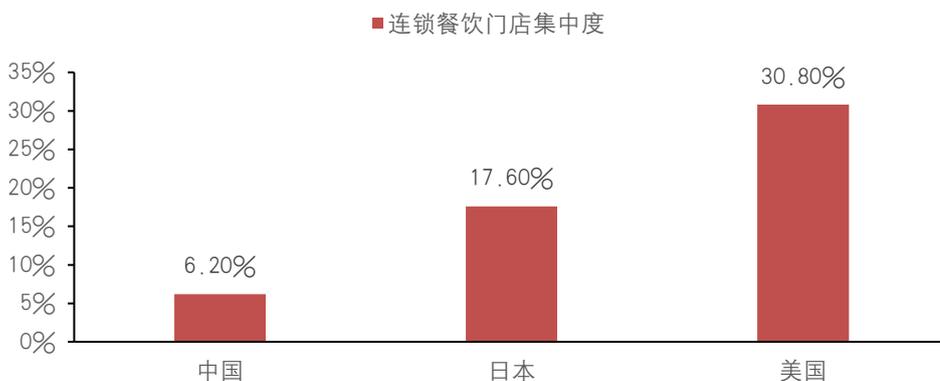
图 48：城市化率进程



数据来源：Wind，东方证券研究所

利润增长承压的背景下，控成本成为盈利的关键手段，连锁化势在必行。连锁餐饮企业的一大优势就是经营的规模化和标准化，带来规模效益：单位产品采购成本降低、单位产品物流成本降低、单位产品宣传成本降低、单位产品人力成本降低等。对标发达国家（美国 30.8%、日本 17.6%），我国餐饮门店的连锁化率仅为 6.2%，还有很大的提升空间。在利润增长承压的背景下，连锁化能够提高企业的生存能力，是行业发展的必然趋势，而品牌认可度高的连锁餐饮龙头将进一步凸显比较优势，我们认为这也是龙头有望进一步崛起的本质原因。

图 49：我国餐饮门店的连锁化率仅为 6.2%，还有很大提升空间



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.6.2 短期看点：龙头纷纷重回门店外延扩张的快车道，值得关注！

门店扩规模，人次提业绩。餐饮企业收入端的增长主要包含三个驱动因素：门店数、客单价和消费人次（翻桌率是核心变量）。利润端来看，餐饮行业成本费用端主要包括原材料、消耗品、人工成

本、租金、水电费、折旧摊销等，固定成本的比重较高，因此消费人次的增长，可以摊薄单位人次的固定成本，从而提升利润率。

图 50：餐饮公司的盈利框架



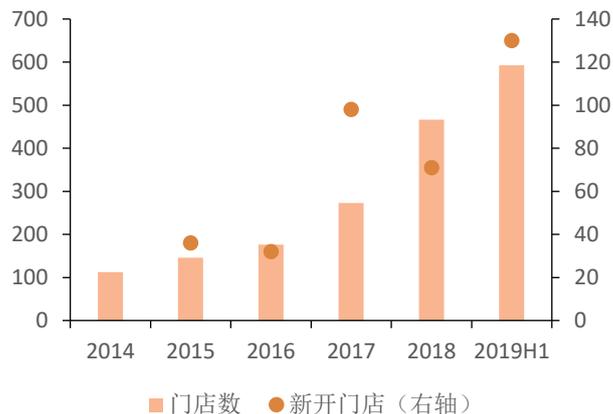
数据来源：东方证券研究所

成熟门店仅靠内生增长的空间相对有限，外延门店扩张是提高营收规模的核心驱动。对于经营比较稳定的成熟餐饮门店，其翻桌率和营业面积等经营指标相对平稳，仅仅靠坪效的内生增长来提高业绩的空间有限。10 年以来，我国连锁餐饮企业的门店一直保持正增长趋势，CAGR 达到 4.3%，高于坪效增速（15-16 年坪效增速高系 13-14 年的低基数带来的报复性反弹），门店扩张是餐饮企业实现发展的核心驱动因素。

以龙头企业海底捞为例，19 年 H1 新开门店 130 家，相比去年同期 71 家新开店几乎翻倍，门店扩张加速；广州酒家亦在 17 年成功上市后，积极重启了餐饮店铺的新店计划；呷哺呷哺上半年新开 76 家门店呷哺门店及 13 家凑凑门店。各龙头公司纷纷重回新店外延扩张的快车道，值得重视！

图 51：连锁餐饮门店扩张速度高于坪效增速

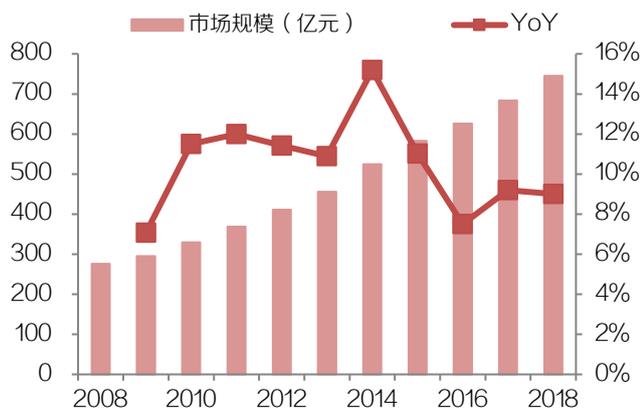

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 52：19H1 海底捞新开 130 家门店


数据来源：公司财报，东方证券研究所

3.7 酱油：赛道优质天花板尚未达到，后续看区域渗透率提升及品类结构升级

酱油市场作为调味品行业最大的细分子行业，市场规模稳步增长，价格保持温和上行，需求刚性特征显著。在各类调味品中，酱油消费量所占比重高达 43%，是调味品行业最大的细分子行业。2017 年，酱油市场规模达 745.55 亿元/+9%，近年来一直维持稳定增速。从价格端看，调味品行业价格一直保持着与 CPI 同步的温和上行趋势，展现了行业相对较强的提价能力。酱油作为生活必需品，其消费需求刚性特征显著，抗周期性基于行业营收及盈利端更稳定的长期增长预期。

图 53：酱油市场规模保持稳定增长


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 54：调味品价格始终保持与 CPI 同步

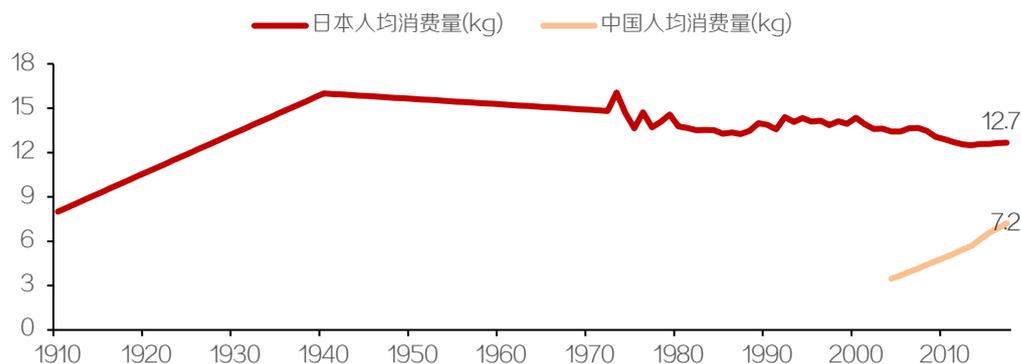

数据来源：Wind，东方证券研究所

长期看行业天花板仍高，总量增长潜力足。我们认为从总量角度看，国内酱油行业需求仍有较大提升空间，未来十年可看，主要动力来源于：

1、人均消费总量相比日本仍有较大差距

从人均消费量看，2017 年日本酱油人均消费量达到 12.7kg/年，中国人均酱油消费量仅 7.2kg/年，鉴于中日两个在酱油消费等口味上存在共性，我们认为国内酱油消费随着经济增长仍有上行的空间。

图 55：中日人均消费量对比

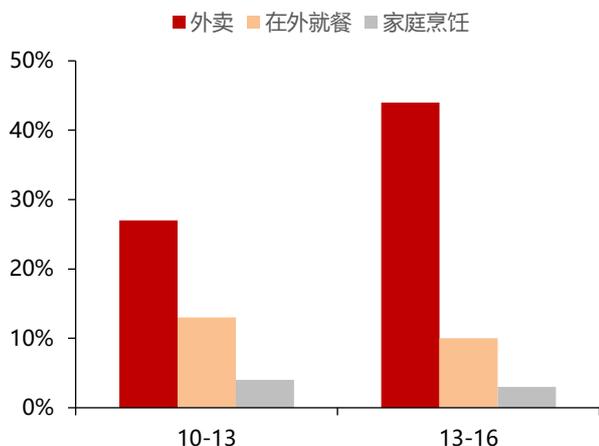


数据来源：《龟甲万的营销创举》，日本酱油协会，日本总务省统计局，东方证券研究所

2、大众餐饮渗透率提升，拉动行业需求量提升

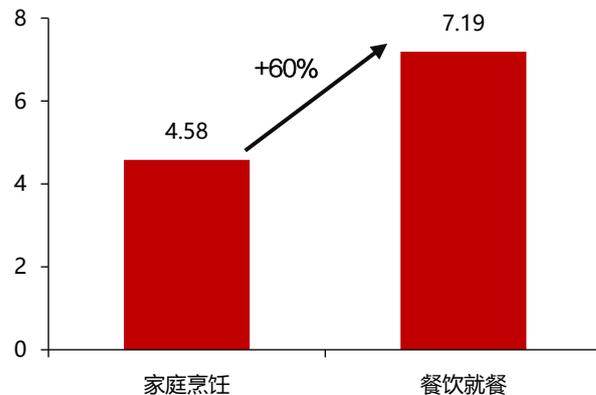
根据 iResearch 调研显示，80/90 后一周外出用餐次数超过 3 次的比例在 60.6%，高于整体 47.8% 的比例，年轻一代相比老一代具有更强的餐饮消费意识。从在外就餐/外卖/家庭烹饪增速看，13-16 年，外卖/在外就餐增速达到 44%/10%，远高于家庭烹饪增速 3%，餐饮需求未来受代际变迁影响拉动，仍有较大的增长空间。同时，餐饮行业的单位消耗酱油量显著高于家庭烹饪，因此餐饮行业的发展亦是未来酱油行业成长的重要拉动力量。

图 56：外卖及在外就餐增速远大于家庭烹饪



数据来源：iResearch，东方证券研究所

图 57：单餐餐饮调味品用量较家庭烹饪高出 60%



数据来源：iResearch，东方证券研究所

从价格看，酱油升级是必然趋势方向，结构性升级带动价格提升逻辑成立。对标日本市场，日本酱油升级经历了四十年时间区间，完成了从传统酱油到鲜榨酱油的消费切换。目前国内市场亦出现了

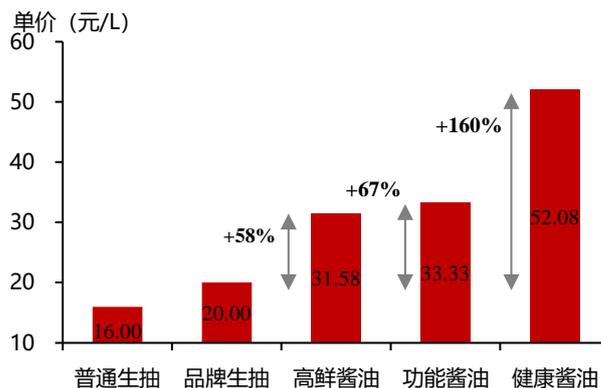
零添加酱油、高鲜酱油等升级产品，相比普通生抽，高鲜酱油/功能性酱油/健康酱油价格普遍高 50% 以上，未来随着居民健康意识提升推动的产业升级持续推进，行业价格中枢提升空间仍大。

图 58：日本酱油升级路径持续近 40 年



数据来源：日本酱油协会，东方证券研究所

图 59：产品升级带动间接提价幅度空间



数据来源：天猫超市，东方证券研究所

3.8 人工景区板块：客流稳固保障内生、外延带来更大超预期空间

从代际及城乡角度看，我们认为人工景区需求具备长期增长的空间及驱动力，但相比核心赛道，规模增长上相对更为平缓，龙头具备超越市场增速的动力：

- 1、从代际角度看，人工景区是满足休闲游的主要载体，受益于年轻人对于体验式和服务式消费偏好的提升，规模上仍有长期增长的动力；
- 2、从城乡结构角度看，景区作为可选消费的重要赛道，一定是受益于城乡消费升级逻辑带动的整体可选板块需求的提升，且由于龙头人工景区具备更强的复制能力，因此渠道下沉及品牌影响力提升上具备强者更强的逻辑，因此龙头具备超越行业更强的增长动力；

从人工景区行业本身而言，我们认为长期的增长逻辑主要来源于以下几点：

- 1、人工景区特色鲜明，主题多样化，已成为国内游成长的主要动力。

相比自然景区，人工景区主题更多样，涵盖古镇游、演艺游、主题乐园等多元化形式。随着国内人均 GDP 水平的逐步提升，旅游需求差异化、多样化趋势明显，人工景区优势正逐步凸显。

- 2、区旅游设施及配套服务建设完善，收入多样化，门票依赖度更低，收入保障系数更强。

人工景区基础设施建设更完善，基础设施及配套服务构建的完善和多样将在两方面对景区业绩产生较大影响：1.提升游客旅游体验，有利于激发周边游客的休闲游热情；2.景区收入更多元化，降低景区对门票收入过度依赖造成的风险。

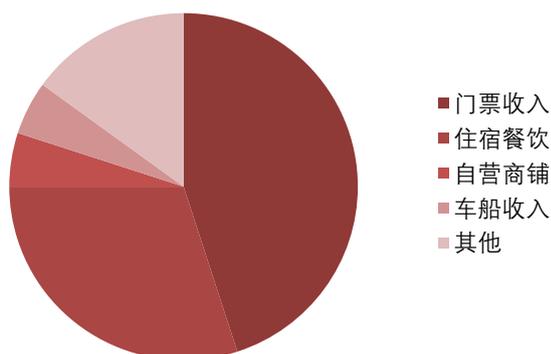
表 12：人工景区配套设施完善

乌镇休闲配套设施	
酒店	昭明书舍

	枕水度假酒店
	水巷驿
	通安客栈
	水市客舍
休闲娱乐	洛神水疗养生馆
	昭明书院
	莲足道馆
	通安露天泳池
文化活动	乌镇戏剧节
	木心美术馆
其他	酒吧、咖啡馆

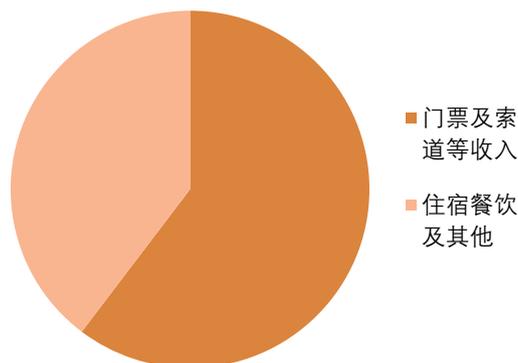
数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 60：乌镇收入结构图



数据来源：公司调研，东方证券研究所

图 61：部分自然景区收入结构图

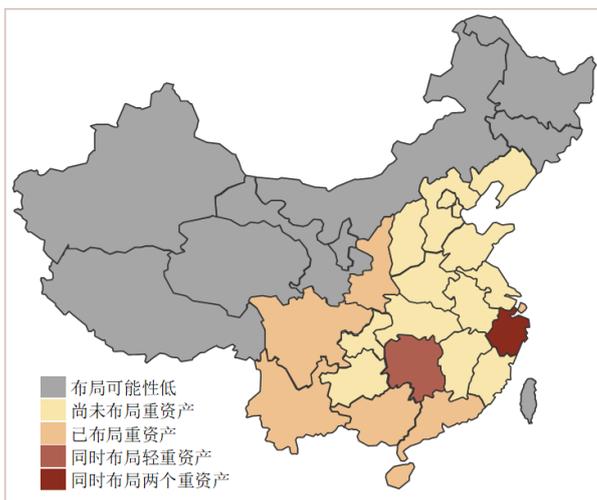


数据来源：Wind，东方证券研究所

3、相比于自然景区对自然资源的高度依赖，人工景区的发展和扩张更为灵活，其外延增长的动力更加充足，也因此有望维持更高的估值中枢

与自然景区对资源及地理位置的强依赖不同，人工景区有更强的可复制性，选址及配套设施建设更为灵活，行业发展天花板更高。以宋城演艺为例，公司目前全国运营中重资产景区 6 个，20 年预计投放两个重资产项目，相比其他自然景区，宋城演艺展现出了更强的外延扩张能力，据估测，我们认为宋城未来潜在可布局重资产项目规模达到近五十亿，相比目前公司现有规模仍有较大的增长空间，对于此类具备长期成长逻辑的景区，我们认为可以给予更高的估值水平。

图 62：宋城未来景区布局概览图（预测）



数据来源：公司财报，东方证券研究所

风险提示

经济增速进一步放缓风险：由于消费品行业与人均可支配收入息息相关，经济增速缩窄带来的消费能力下滑可能带来整体消费品行业增长不及预期；

疫情及传染病风险：疫情与传染病对行业成本端及需求端均产生一定冲击；

大型自然灾害风险：大型自然灾害造成出行等需求下滑，对旅游及相关消费产生一定冲击；

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有中青旅(600138)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

