

大消费

行业中期策略

三四线城市助推消费复苏，国内外历史演绎行业轮动

投资评级

领先大市-A 维持

投资要点

◆ **消费连续四年为经济增长第一动力**：2017年，我国社会消费品零售总额达到36.6万亿元，同比增长10.2%，最终消费对经济增长的贡献率为58.8%，连续第四年成为拉动经济增长的第一驱动力。2018年1至4月，我国社会消费品零售总额达11.88万亿元/+9.7%。其中，限额以上单位消费品零售额4.6万亿元/+8.4%。中商联预计2018年社会消费品零售额将同比增长约10.1%。

◆ **本轮复苏大众化消费为主力，渠道下沉助力三四线消费稳步升级**：大众消费品增速明显快于城镇居民消费支出增速，大众化消费是本次消费复苏主要动力。二、三四线城市的社零总额超过10%，增速快于一线城市。

线上助推：电商渠道下沉释放三四线活力：据易观资讯，2017年末，随着我国电商渠道持续下沉，超一线、一线城市移动购物人群占比已有所减少，二线、三线及其他城市移动购物人群占比提升。**契合三四线的拼多多快速扩张**：2016年，主打性价比商品的社交电商拼多多快速增长契机。极光大数据显示，拼多多的用户70%为女性，65%来自三四线城市，与京东用户结构有较明显差异；契合三四线消费习惯，2018年3月，拼多多日活跃用户数量已超4300万人。

线下助推：奥特莱斯持续布局二三线城市：近年来，一线城市及新一线城市奥特莱斯项目开业逐步减少，而二三线城市的奥特莱斯项目则正逐步发展。2017年二线城市奥特莱斯开店数量占比最高。奥特莱斯渠道下沉是线下渠道下沉的缩影，品牌商通过线下渠道下沉，持续外延扩张，并逐步凭借商品品质和品牌优势抢占被无品牌或地方品牌商品占据的市场份额。

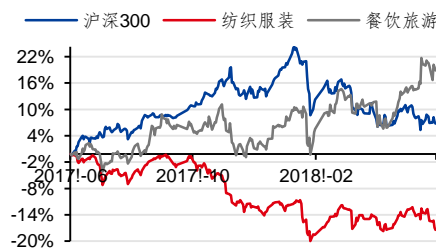
如何升级：三四线的品牌消费：对于一二线城市居民而言，消费升级意味着对轻奢商品的偏好。对三四线城市居民而言，则是从无品牌或地方小品牌，向全国性大品牌商品的品牌化升级。据亿邦动力网，三四线城市用户品牌意识正在崛起。在TOP20品牌建材销量中，三四线消费占比已由2015年的12%快速提升至38%。而近年来三线城市成交面积占比并未大幅提升。

◆ **以史为镜：我国2004-2010年的消费增长**：大消费行业中，食品饮料、商贸零售最贴合人们的日常消费，大多属于基本消费品，而服装、旅游等商品和服务消费频次更低，更倾向于可选消费品。2004年至2010年的消费复苏主要源于居民收入逐步提升以及食品类价格指数的上行，在行业零售额、上市公司财务、公司市场行情上行周期中，呈现**食品饮料→商贸零售→纺织服装→休闲服务**的传递趋势，而休闲服务的收益率上行较食品饮料晚一年左右。

◆ **他山之石：美国的长周期消费增长**：目前，我国人均消费支出水平与美国70年代初的水平类似。从消费的周期看，一个周期大约6年时间（低点到低点）。**分行业看**，1970-1980年零售销售额增长最快的是餐饮场所，CAGR达11.5%。食品

首选股票		评级
600398	海澜之家	买入-A
002563	森马服饰	买入-A
603808	歌力思	买入-A
603839	安正时尚	买入-A
002127	南极电商	买入-B
002640	跨境通	买入-B
601888	中国国旅	买入-A
002707	众信旅游	增持-A
600138	中青旅	买入-A
300144	宋城演艺	买入-A
002507	涪陵榨菜	增持-A
600887	伊利股份	增持-A
600298	安琪酵母	增持-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
餐饮旅游相对收益	7.52	12.82	12.13
餐饮旅游绝对收益	3.68	4.94	19.06
纺织服装相对收益	-0.31	2.27	-24.21
纺织服装绝对收益	-4.16	-5.61	-17.28

分析师

 王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsc.cn
 021-20377089

报告联系人

 齐莉娜
 qilina@hua.jinsc.cn
 021-20377037

相关报告

纺织服装：1至5月纺织品出口持续回暖；棉纺企业进口棉配额或将提升 2018-06-11

商店、家用电器店、家具家居店、服装配饰店等零售额分别实现了 9.5%、9.4%、9.2%、7.9%的年复合增速。

旅游方面，1978 年起，美国酒店住宿房间数量平稳增长，至 1990 年的年复合增速约为 3.72%。整体客房入住率仍保持基本稳定。1976 年至 1990 年，酒店住宿销售额年复合增速约为 13.67%。而就零售终端业态来看，1970 年至 1980 年，美国购物中心规模快速扩张，自 1.25 万个提升至 2.2 万个。且购物中心零售额占比自 14%提升至 33%。

- ◆ **大消费行业业绩增速改善，多数行业市盈率较 17 年初下降：**2017 年，除纺织服装外，其他大消费行业归母净利润同比增速均保持 10%及以上，而纺织服装龙头持续向好，市值前 20%上市公司于 2017 年实现 30%的归母净利润同比增速。而除食品与家电外，其他大消费行业市盈率已较 2017 年初有所下降。

大消费龙头：商贸、休服、纺服业绩良好，纺服、轻工估值较低：我们选用各行业市值前 20%上市公司反映行业龙头情况。净利润增速方面：SW 商业贸易龙头在 2017 年业绩增速最快，休闲服务龙头增速仍然可观。而纺织服装龙头 Q1 增速最好。盈利预测方面：SW 纺织服装、商业贸易、轻工、休闲服务龙头的业绩增速或将超 40%。估值方面：SW 家用电器龙头 PEG 最低，但业绩增速或有限，且股价已于 2017 年有较大涨幅。纺织服装龙头、轻工制造龙头 PEG 较低，位于 0.9 左右。

- ◆ **食品饮料：看好品牌下沉、大众化定位的食品饮料公司：**酒类：白酒近期销量下滑，高端价格提升；啤酒关注产能调整下的龙头、葡萄酒进口冲击持续；乳制品：产量稳步增长，成本略有下降，产品结构稳步升级；肉制品：产量提升，成本处于低位；调味品：大众消费的调味品提升空间较大。建议关注：(1) 预期修复，渠道库存良好的乳品龙头伊利股份；(2) 原材料资源构筑定价权护城河的涪陵榨菜；(3) 酵母行业龙头，产能逐步外延扩张的安琪酵母。

- ◆ **纺织服装：终端零售回升，关注业绩拐点及棉价中期上行：**服装家纺方面，线下零售底部回升，净关店阶段基本结束；线上渠道快速发展，同比增长维持 30%以上。业绩通常滞后于收入回升时点，预计净利润会随着收入端的增长而增长，业绩拐点出现。同时，目前纺服整体估值 26 倍左右，龙头公司估值 20 倍左右。纺织制造方面：国内意向植棉面积减少，国储棉逐步抛售，全球棉花供给不足，预计棉价中期上行。建议关注：(1) 业绩有保障的休闲服装企业，海澜之家、太平鸟、森马服饰；(2) 同店增长良好，多品牌贡献增量未来有望实现较快增长的女装企业，安正时尚、歌力思；(3) 受益于电商销售快速增长的服装供应链平台企业，南极电商；跨境出口行业快速增长，关注跨境出口龙头企业跨境通。

- ◆ **休闲旅游：整体旅游行业数据高于经济增长，供需优化，长期发展无忧：**景区：客流制约业绩增长，关注休闲景区客单价提升；免税：好行业、好赛道，中免肩负消费回流重任；出境游：行业拐点已至，长线逻辑向好；酒店：供需改善，进入 ADR 提升阶段。(1) 推荐：好赛道、好格局的免税龙头中国国旅；(2) 关注双寡头锦江股份/首旅酒店。(3) 估值相对合理、外延扩张预期的中青旅/宋城演艺；(4) 出境游复苏的大背景下、布局上游资源和下游渠道的零售龙头众信旅游。

- ◆ **风险提示：**1.经济增速或不达预期，行业终端销售或低于预期；2.经济转型期的宏观、行业政策或发生变化；3.行业竞争激烈，原材料价格或上行，上市公司业绩或不达预期；4.食品安全问题，突发性事件影响旅游，环保高压持续，消费升级低于预期，新零售推进不达预期。

纺织服装：纺织服装保持稳步回暖，关税降低提振消费信心 2018-06-04

纺织服装：7 月起进口关税部分下调，提振消费者信心 2018-06-01

纺织服装：棉花供需或逐步推升棉价；18 年家纺行业品牌集中度继续提升 2018-05-28

纺织服装：4 月服装鞋帽零售总额增长 9.4%；大风天气影响新疆棉苗 2018-05-21

内容目录

一、消费提振我国经济，渠道下沉释放三四线活力	7
(一) 社会零售双位数增长：线下渠道复苏，线上较快增长	7
(二) 目前趋势：消费升级大势所趋，渠道下沉释放三四线活力	8
1. 人均收入稳步增长，消费升级大势所趋	8
2. 本轮消费复苏，三四线升级是主力	9
3. 线上线下渠道齐下沉，助力三四线消费活力释放	10
4. 三四线消费品牌化，为上市公司创造更多空间	11
(三) 以史为镜：我国 2004-2010 年的消费周期回顾	12
1. 食品饮料优先回升，休闲服务增速滞后	13
2. 行业行情轮动仍然类似，休闲服务滞后一年左右	14
(四) 他山之石：美国的长周期消费增长	15
1. 美国消费周期中食品饮料优先回升	15
2. 消费增长助推酒店住宿业快速发展	16
3. 美国购物中心快速兴起	16
二、大消费行业上市公司估值与业绩	17
(一) 大消费行业业绩增速明显改善	17
(二) 大消费龙头业绩良好，部分行业龙头估值仍然较低	18
三、大消费部分子行业分析	19
(一) 食品饮料：看好品牌下沉、大众化定位的食品饮料公司	19
1. 行业零售及景气指数平稳回升，但产能调整持续	19
2. 白酒：2017Q4 起行业销量下滑，高端白酒价格持续提升	20
3. 啤酒：关注产能调整下的龙头	20
4. 葡萄酒：进口葡萄酒持续冲击国内生产商	21
5. 乳制品：乳制品产量稳步增长，消费升级促品类高端化	22
6. 肉制品：行业产量快速提升，原材料价格处于历史低位	22
7. 调味品：市场逐步集中带来龙头机遇	23
(二) 纺织服装：线上线下稳步增长，关注业绩拐点及棉价中期上升	24
1. 线下零售底部回升，品牌净关店阶段基本结束	24
2. 网购用户稳步增长，线上渠道快速扩张	25
3. 纺织服装景气回升，库存压力保持低位	26
4. 国内意向植棉面积减少，预计棉价中期上涨，关注棉纺龙头	27
(三) 旅游行业：供需结构优化，长期发展无忧	29
1. 宏观经济向好，旅游行业供需结构优化，中长期发展无忧	29
2. 自然景区 VS 休闲景区业绩增长驱动力	31
3. 免税：好行业、好赛道	32
4. 出境游：行业拐点已至，长线逻辑向好	33
5. 酒店：供需改善是核心，行情已进入 ADR 提升阶段	34
四、投资建议与推荐、关注公司	37
五、风险提示	38

图表目录

图 1：2010 年至今社会消费品零售总额维持双位数增长	7
------------------------------	---

图 2: 最终消费支出对经济增长贡献占比缓慢增长	7
图 3: 2015 年至今城镇居民消费支出及其增长	7
图 4: 2015 年至今城镇居民消费支出结构	7
图 5: 限额以上企业零售额缓慢提升	8
图 6: 全国百家零售企业零售额稳步回暖	8
图 7: 2010-2017 年网络购物用户规模	8
图 8: 2010-2017 年网络购物市场规模快速发展	8
图 9: 城镇居民人均可支配收入稳步提升	9
图 10: 我国城镇农村居民家庭恩格尔系数	9
图 11: 我国生活用纸消费量及市场规模	9
图 12: 2017 年社会零售总额增速	9
图 13: 近四年部分三四线城市 GDP 及其增长	10
图 14: 农村居民家庭人均纯收入及其恩格尔系数	10
图 15: 近两年我国移动购物人群地理分布	10
图 16: 近四年我国农村电商市场规模	10
图 17: 拼多多与京东的用户地理位置对比	11
图 18: 我国主要综合电商 APP 日活跃用户数量统计 (百万人)	11
图 19: 2014 年至 2017 年中国大陆新开业奥特莱斯所在城市级别分布	11
图 20: 前 20 品牌建材销量中三四线消费占比快速提升	12
图 21: 近四年安踏体育营收增速与二三四线城市社会零售额增速	12
图 22: 三四线城市人口 VS 一二线城市人口	12
图 23: 一至五线城市社会消费品零售额情况	12
图 24: 2000 年至 2016 年社会消费品零售额同比增长	13
图 25: 2003 年至 2013 年我国消费者价格指数变化	13
图 26: 2004 年至 2009 年食品饮料、服装社会消费品零售额同比增长	13
图 27: 2005 至 2009 年部分 SW 行业报告期营收及净利润增速	14
图 28: 2005 年至 2009 年部分 SW 行业累计超额收益率	14
图 29: 我国与美国人均消费支出对比	15
图 30: 1970 年至 1990 年美国零售销售增长情况	15
图 31: 1967 年至 2000 年美国整体零售额增长率变化以及食品饮料、酒店专卖店、服装配饰店零售增长率情况	15
图 32: 1970 年至 1990 年美国零售销售增长情况	16
图 33: 1970 年至 1990 年美国零售销售额年复合增长情况	16
图 34: 1978 年至 1990 年美国酒店房间数量	16
图 35: 1976 年至 1990 年美国酒店住宿销售额	16
图 36: 1970 年至 1980 年美国购物中心数量快速提升	17
图 37: 1960 年至 1970 年购物中心零售额占比大幅提升	17
图 38: SW 大消费行业营业收入同比增速	17
图 39: SW 大消费行业归母净利润同比增速	17
图 40: SW 大消费行业历史市盈率 (TTM, 剔除负值)	18
图 41: SW 大消费龙头近一年半加权平均净利润增速	18
图 42: SW 大消费龙头近一年半加权平均股价涨幅	18
图 43: 大消费龙头 2018 年预测业绩及估值	19
图 44: 2010 年至今限额以上企业零售额及食品零售额变化	19
图 45: 2011 年至今 50 家零售企业零售额及食品零售额变化	19

图 46: 2012 年至今食品饮料企业景气指数.....	20
图 47: 2012 年至今食品饮料固定资产投资完成额累计同比.....	20
图 48: 2010 年至今白酒（折 65 度）累计销量情况.....	20
图 49: 2013 年至今一号店白酒（500ml）产品价格.....	20
图 50: 2010 年至今啤酒产量及其变化.....	21
图 51: 2013 年至今 SW 啤酒行业存货及其变化.....	21
图 52: 2015 年至今一号店啤酒（330ml）产品价格.....	21
图 53: 2010 年至今葡萄酒产量及进口情况.....	21
图 54: 2014 年至今一号店红酒（750ml）产品价格.....	21
图 55: 2010 年至今乳制品产销情况.....	22
图 56: 2012 年至今乳制品出口情况.....	22
图 57: 2012 年至今生鲜乳主产区平均价.....	22
图 58: 2017 年部分乳制品相关百度搜索指数增速.....	22
图 59: 2014 年至今鲜、冷藏肉生产情况.....	23
图 60: 2014 年至今生猪及猪肉市场价格.....	23
图 61: 2014 年至今能繁母猪存栏量持续下行.....	23
图 62: 2016 年调味品行业市场结构.....	24
图 63: 2011 年至 2016 年调味品行业集中度示意图.....	24
图 64: 我国与其他国家地区调味品人均销售额对比.....	24
图 65: 2010 年至今限额以上企业零售额及服装零售额变化.....	25
图 66: 2011 年至今 50 家零售企业零售额及服装零售额变化.....	25
图 67: 2010-2017 年网络购物用户规模.....	26
图 68: 2010-2017 年网络购物市场规模快速发展.....	26
图 69: 中国服装网购 B2C 市场规模.....	26
图 70: 2011-2016 中国服装网购渗透率.....	26
图 71: 服装企业景气指数回升.....	27
图 72: 1999 年-2018Q1 纺织服装行业收入、存货、毛利率变化.....	27
图 73: 2006 年至今我国棉花供需变化.....	28
图 74: 2006 年至今国储棉库存及库存消费比.....	28
图 75: 国内外棉花价差逐步趋近为零.....	28
图 76: 2017 年期纺织服装出口缓慢回暖.....	28
图 77: 居民人均可支配收入/国内人均旅游花费稳步增长.....	29
图 78: 2000~2017 年国内游人次、收入复合增速.....	29
图 79: 2012~2016 年国内旅游投资额情况.....	30
图 80: 2016 年以来 PPP 模式开展的旅游投资项目金额和个数.....	30
图 81: 2017 年旅游目的地资源投资事件分布.....	30
图 82: 国内消费者信心指数创 2010 年来新高.....	31
图 83: 2016 年中国内受访地出境游客个人税前月收入分布.....	31
图 84: 国内旅游意愿比例逐步提升（%）.....	31
图 85: 2017 年国内旅游服务行业贸易逆差高达 1.5 万亿人民币.....	32
图 86: 中国奢侈品消费占比：境外 VS 境内.....	32
图 87: 中免集团收入与利润情况.....	33
图 88: 三亚免税店收入与利润情况.....	33
图 89: 2000 年以来国人出境游人次及数量(亿人次).....	33
图 90: 2017 年国人出境游方式.....	34

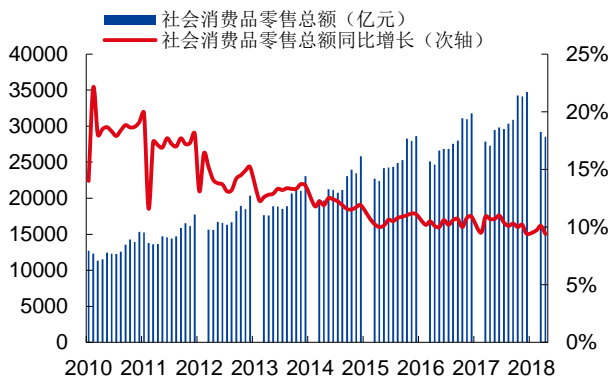
图 91: 2017H1 各线城市赴欧洲旅游人群占比及变化情况.....	34
图 92: 2005 年以来国内有限服务酒店增速情况.....	35
图 93: 2012 年以来国内酒店供需关系变化情况.....	35
图 94: 华住集团经营指标情况.....	35
图 95: 如家集团经营指标情况.....	35
图 96: 2018 年国内十大酒店市占率情况.....	36
图 97: 2013-2017 经济型连锁酒店规模增长.....	36
图 98: 2013-2017 中端连锁酒店规模增长.....	36
图 99: 1979 年至 2000 年日本酒店及日式旅馆数量.....	37
图 100: 1979 年至 2000 年日本酒店客房平均入住率.....	37
表 1: 2009 年至 2017 年部分服装品牌门店数量情况.....	25
表 2: 中国及全球棉花供需平衡表.....	28
表 3: 主要棉纺上市公司原材料库存情况.....	29
表 4: “十三五”期间旅游业发展主要指标.....	30
表 5: 自然景区与休闲景区业绩增长因素.....	31
表 6: 我国关税下调政策梳理.....	32
表 7: 涉及出境游业务的上市公司业绩情况.....	34
表 8: 大消费行业推荐公司业绩估值表.....	37
表 9: 大消费行业可关注公司业绩估值表.....	38

一、消费提振我国经济，渠道下沉释放三四线活力

(一) 社会零售双位数增长：线下渠道复苏，线上较快增长

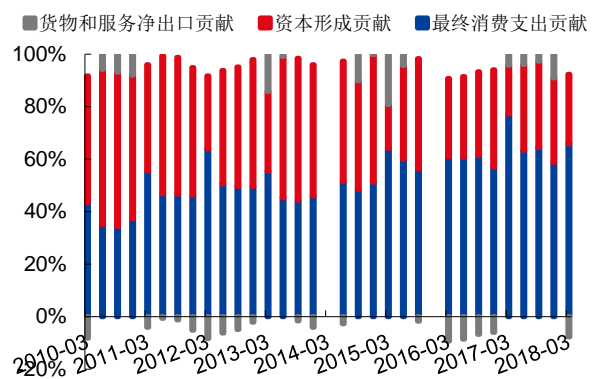
消费连续四年为经济增长第一动力：2017年，我国社会消费品零售总额达到36.6万亿元，同比增长10.2%，最终消费对经济增长的贡献率为58.8%，连续第四年成为拉动经济增长的第一驱动力。而2018年1至4月，我国社会消费品零售总额达11.88万亿元/+9.7%。其中，限额以上单位消费品零售额4.6万亿/+8.4%。另据中国商业联合会预计，2018年社会消费品零售总额将同比增长约10.1%，社会消费有望保持增长态势。

图1：2010年至今社会消费品零售总额维持双位数增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

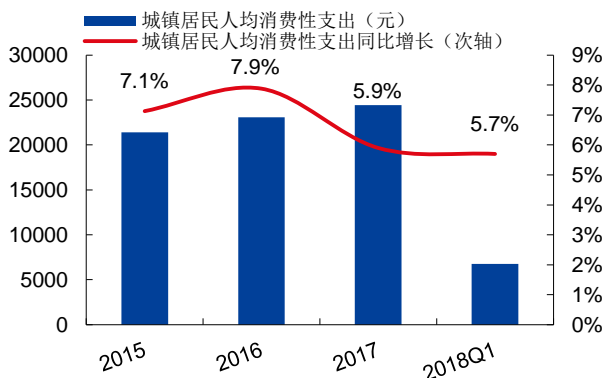
图2：最终消费支出对经济增长贡献占比缓慢增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

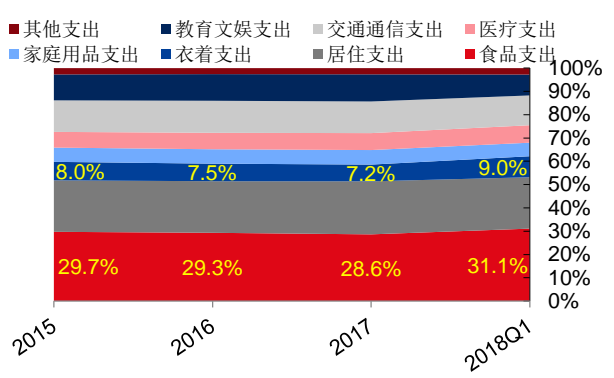
城镇居民消费支出结构基本稳定：而从城镇居民消费支出来看，2015年来我国城镇居民消费支出缓慢增长，同比增速约为6%。同时城镇居民消费支出结构基本稳定，食品、居住支出分别占据31.1%、9%的份额。另外，食品、衣着支出金额分别保持约4%、约9%的同比增长，市场规模稳步扩张。

图3：2015年至今城镇居民消费支出及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图4：2015年至今城镇居民消费支出结构

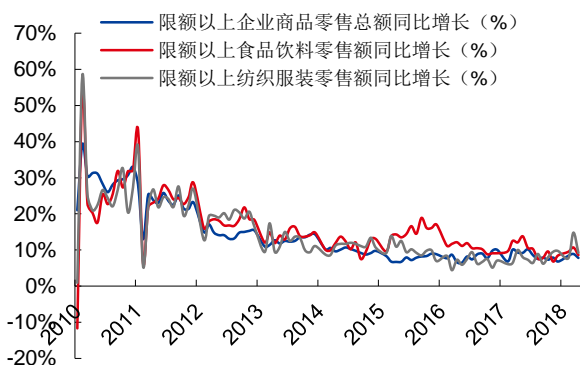


资料来源：Wind，华金证券研究所

线下零售回暖趋势明显：2018年1-4月份，限额以上单位消费品零售额46137亿元，增长8.4%。其中，粮油食品类零售额同比增9.7%、饮料烟酒分别增加9.4%与9.3%，而纺织服装增加9.7%。另外，根据中华全国商业信息中心的数据，2018年一季度，全国百家重点大型零售企业

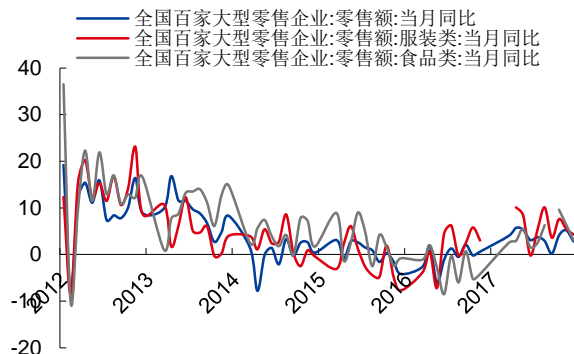
零售额同比增长 3.3%，增速较去年同期提升 0.6 个百分点；同期，50 家重点零售企业零售额同比增长 2.6%，增速较去年同期提升 0.7 个百分点。

图 5：限额以上企业零售额缓慢提升



资料来源：Wind，华金证券研究所

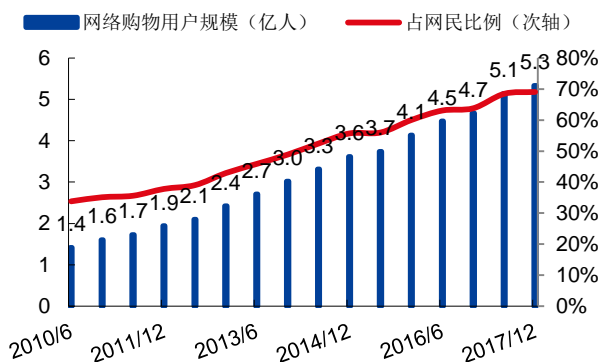
图 6：全国百家零售企业零售额稳步回暖



资料来源：中华商业信息中心，华金证券研究所

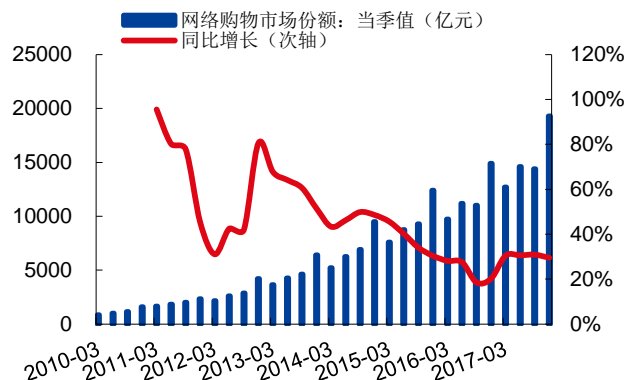
线上渠道保持快速发展：2010-2017 年我国网络购物用户规模持续增长，2017 年末网购用户总规模达 5.33 亿人，占整体网民比率已达 69%。另据艾瑞咨询，2017 年网络购物市场规模已达 6.1 万亿，同比提升 30.31%。而 2018 年一季度，商务部称，网络销售保持高速增长，网上商品零售额达 1.5 万亿元，同比增长 34.4%。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 44.9%、28.0%和 31.1%。

图 7：2010-2017 年网络购物用户规模



资料来源：中国互联网络信息中心，华金证券研究所

图 8：2010-2017 年网络购物市场规模快速发展



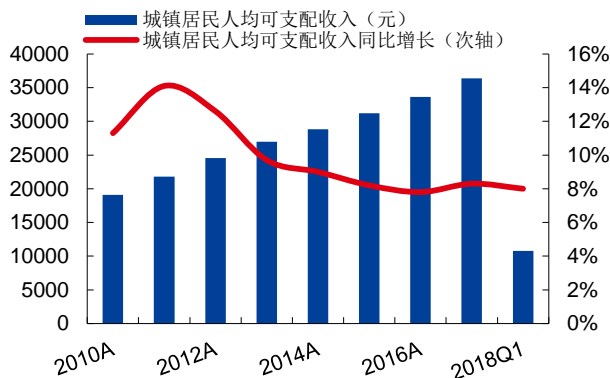
资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

（二）目前趋势：消费升级大势所趋，渠道下沉释放三四线活力

1. 人均收入稳步增长，消费升级大势所趋

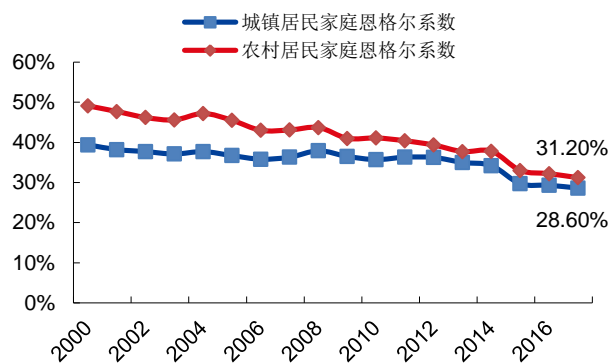
我国城镇可支配收入提升。据国家统计局，2010 年至今，我国城镇居民人均可支配收入稳步提升，截止 2018 年一季度，人均可支配收入年复合增速已达 10.04%。恩格尔系数显示我国居民进入富足阶段。2017 年，我国恩格尔系数为 29.3%，进入联合国划分的富足区间。这意味着食品这种必需品的消费权重下降，居民消费升级趋势明显。2017 年，消费升级类商品销售增长较快，其中通讯器材提升 11.7%，体育娱乐提升 15.7%，化妆品增长 13.5%。

图 9：城镇居民人均可支配收入稳步提升



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：我国城镇农村居民家庭恩格尔系数

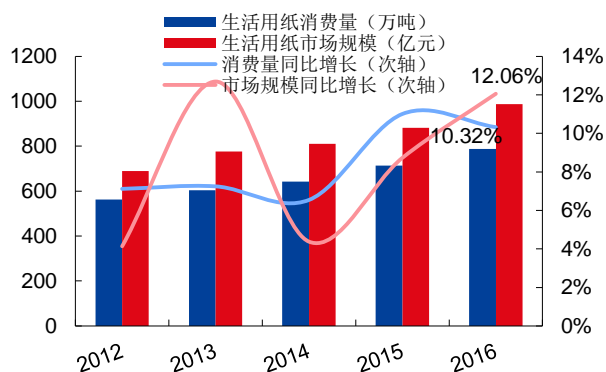


资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

2. 本轮消费复苏，三四线升级是主力

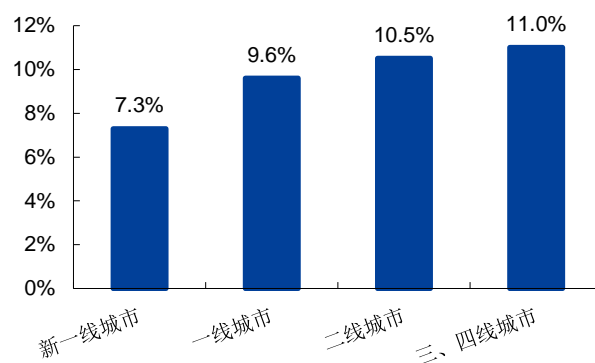
本轮消费复苏，三四线城市、大众化消费为主力：就本轮消费复苏来看，二、三、四线城市的社零总额超过 10%，增速快于一线城市。另外大众消费品增速略快于城镇居民消费支出增速，大众化消费是本次消费复苏主要动力，以生活用纸为例，消费量快速提升，2016 年我国生活用纸消费量提升 10.32% 至 788 万吨，市场规模增长 12.06% 至 988 亿元。

图 11：我国生活用纸消费量及市场规模



资料来源：Wind，中国生活用纸年鉴，华金证券研究所

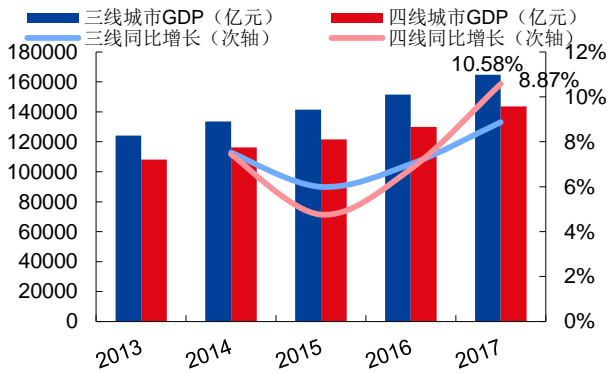
图 12：2017 年社会零售总额增速



资料来源：商务部，华金证券研究所

三四线城市的消费升级，其收入增长是原动力：我们根据《第一财经周刊》城市分级，对已有 2017 年 GDP 的三四线城市进行统计。其中，2017 年，三线城市 GDP 同比增长 8.87%，四线城市 GDP 同比增长 10.58%，均高于全国 GDP 增速的 6.9%。而我国农村居民纯收入保持较快增长，2015 年增速仍保持 8.9%。同时，农村居民恩格尔系数不断降低，基本的食品支出占比降低，为消费提升留出空间。

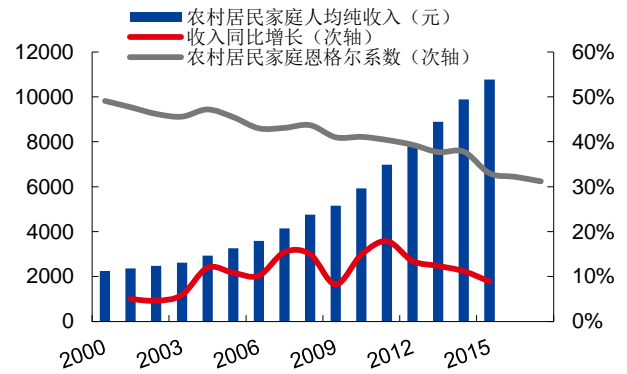
图 13：近四年部分三四线城市 GDP 及其增长



资料来源：Wind，《第一财经周刊》，华金证券研究所

注：仅计算了 Wind 中已有 2017 年数据的城市

图 14：农村居民家庭人均纯收入及其恩格尔系数

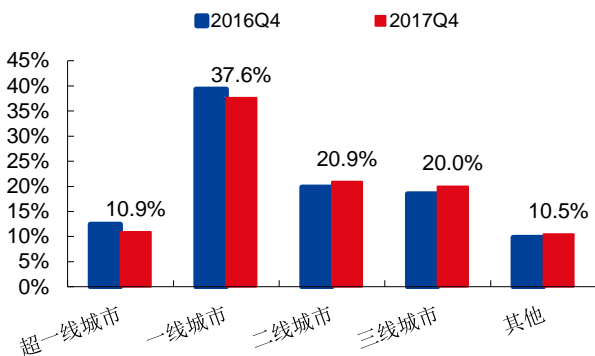


资料来源：Wind，华金证券研究所

3. 线上线下渠道齐下沉，助力三四线消费活力释放

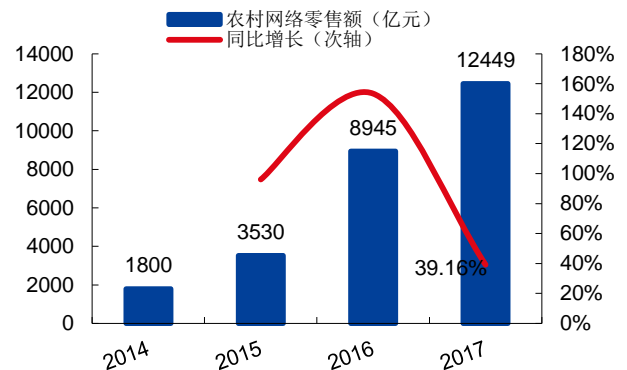
线上助推：电商渠道下沉释放三四线活力：据易观资讯，2017 年末，随着我国电商渠道持续下沉，超一线、一线城市移动购物人群占比已有所减少，二线、三线及其他城市移动购物人群占比提升。与此同时，农村电商已实现快速发展。据前瞻研究院，2017 年全国农村实现网络零售额 12448.8 亿元人民币，同比增长 39.1%。其中，服装鞋包、食品保健类网络零售额分别达 1600、1031 亿元，分别同比增长 30.5%、61%。

图 15：近两年我国移动购物人群地理分布



资料来源：易观，华金证券研究所

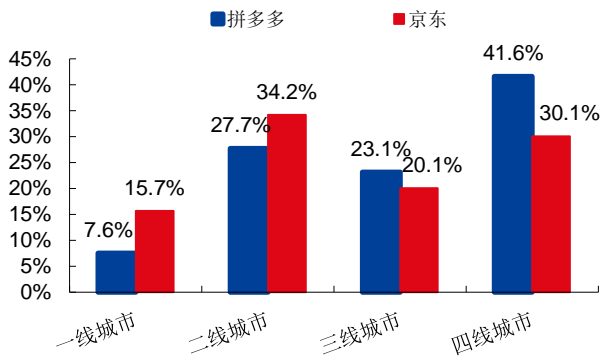
图 16：近四年我国农村电商市场规模



资料来源：智研咨询，华金证券研究所

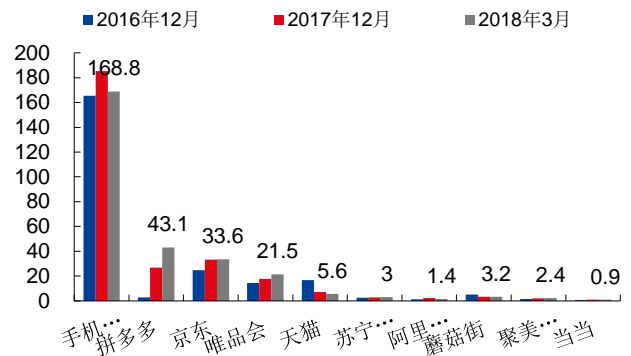
契合三四线城市消费的拼多多快速扩张：2016 年，淘宝向品质化发展，聚划算业务被弱化，给予主打性价比商品的社交电商拼多多快速增长契机。极光大数据显示，拼多多的用户 70% 为女性，65% 来自三四线城市，与京东用户结构有较明显差异。同时，拼多多契合三四线消费习惯，日活跃用户及 GMV 快速提升。2018 年 3 月，拼多多日活跃用户数量已超 4300 万人，较 2016 年末提升逾 14 倍。据 36 氪，2018 年初拼多多 GMV 已达 400 亿元，而 2017 年初，拼多多月 GMV 仅为 20 亿元。

图 17：拼多多与京东的用户地理位置对比



资料来源：极光大数据，华金证券研究所

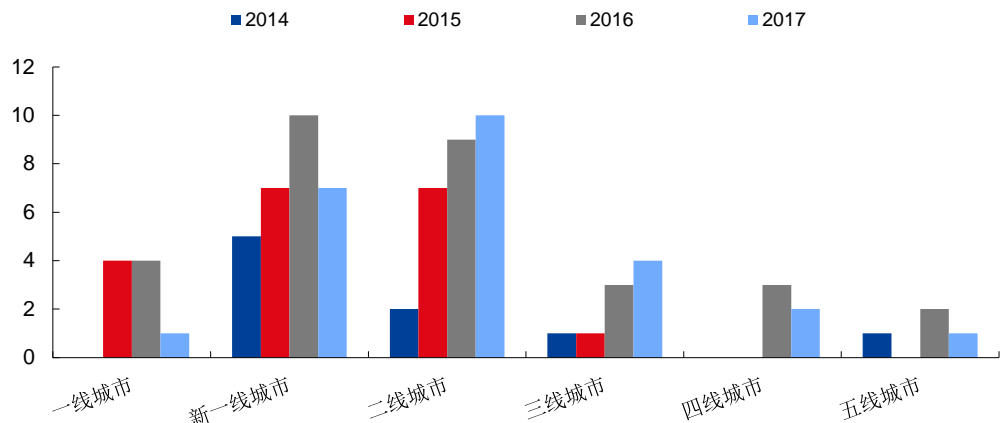
图 18：我国主要综合电商 APP 日活跃用户数量统计（百万人）



资料来源：极光大数据，华金证券研究所

线下助推：奥特莱斯持续布局二三线城市：奥特莱斯是典型服装家纺品牌折扣店渠道，通过较好的品牌与一定的折扣吸引消费者，并为品牌商处理库存。近年来，一线城市及新一线城市新开奥特莱斯项目逐步减少，而二三线城市的奥特莱斯项目则正稳步发展。2017 年二线城市奥特莱斯开店数量占比最高。奥特莱斯渠道下沉是线下渠道下沉的缩影，品牌商通过线下渠道下沉，持续外延扩张，并逐步凭借商品品质和品牌优势抢占被无品牌或地方品牌商品占据的市场份额。

图 19：2014 年至 2017 年中国大陆新开业奥特莱斯所在城市级别分布



资料来源：联商网，赢商网，《第一财经周刊》，华金证券研究所

注：万宁市在统计中缺失，暂定为五线城市

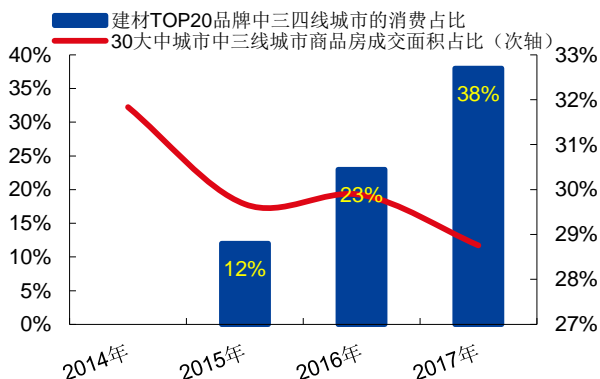
4. 三四线消费品牌化，为上市公司创造更多空间

居民品牌意识逐步提升，三四线消费向品牌化发展：品牌的升级对于一二线城市居民而言，消费升级意味着对轻奢商品的偏好。对三四线城市居民而言，则是从无品牌或地方小品牌，向全国性大品牌商品的品牌化升级。

据亿拜动力网，三四线城市用户 品牌意识正在崛起。近年来三线城市的成交面积占比并未大幅提升，而在 TOP20 品牌建材销量中，三四线消费占比已由 2015 年的 12% 快速提升至 38%。另外，大力布局二三四线城市的安踏体育，受益三四线消费品牌化与童装市场拓展，2016 年安踏体育

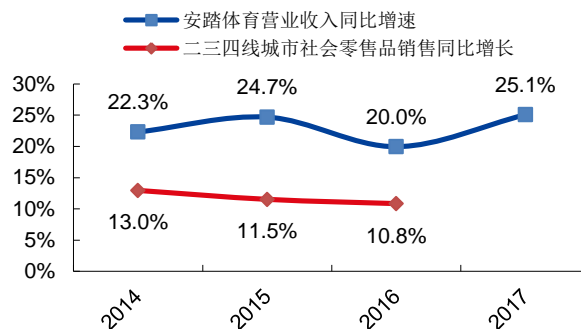
实现 25.08%的营收增速，高于二三四线城市社零销售约 9 个百分点，安踏品牌服饰在二三四线城市快速扩张。

图 20：前 20 品牌建材销量中三四线城市消费占比快速提升



资料来源：Wind，亿拜动力网，华金证券研究所

图 21：近四年安踏体育营收增速与二三四线城市社会零售额增速

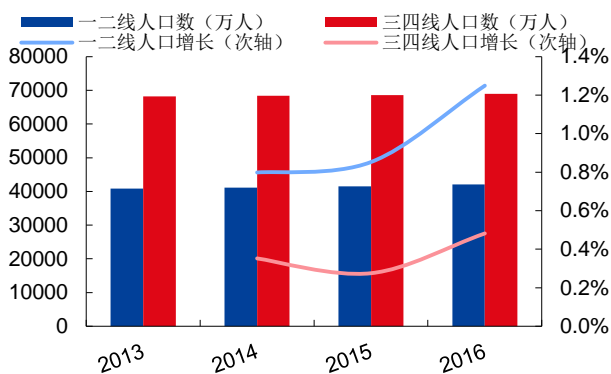


资料来源：Wind，《第一财经周刊》，华金证券研究所

注：极少四线城市数据缺失，予以剔除

三四线消费升级创造更大行业机会：根据《第一财经周刊》城市分类及我们的统计，截止 2016 年末，三四线常驻人口约 7 亿人，而一二线城市常住人口约 4.2 亿人，三四线常住人口约为一二线的 1.6 倍。更大的人口基数，使三四线城市消费市场规模具有较大潜力。2016 年，三线及其以下城市社会消费品零售总额占全国消费品零售总额的约 48%，而三四线城市 GDP 较快提升，其社会消费品零售有更大提升空间。同时三四线城市消费升级，将为持有更好供应链、品牌的消费类上市公司创造更大行业机遇。

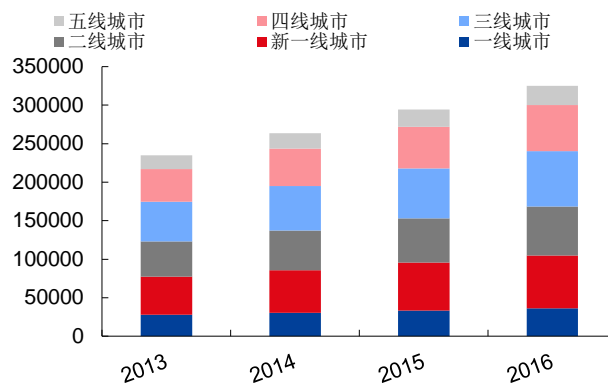
图 22：三四线城市人口 VS 一二线城市人口



资料来源：Wind，《第一财经周刊》，华金证券研究所

注：由于常住人口与户籍人口有一定差异，或有一定误差

图 23：一至五线城市社会消费品零售额情况



资料来源：Wind，《第一财经周刊》，华金证券研究所

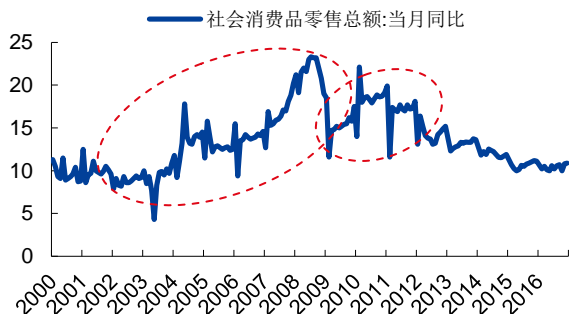
注：部分四五线城市数据缺失，只能剔除

（三）以史为镜：我国 2004-2010 年的消费周期回顾

二十一世纪以来，我国社会消费品零售额增速呈现先快速提升，后增速放缓的趋势。以我国 2004 年至 2010 年的区间为例，社会消费品零售额增速呈现逐步提升的趋势，其中，社会消费品零售额增

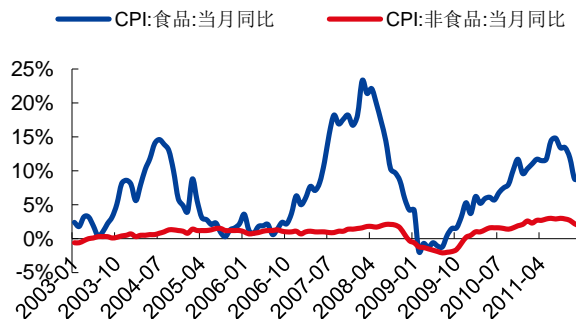
速分别于 2003 年至 2005 年，2006 年至 2008 年有较快提升，而这些时间段，均是我国食品类消费者价格指数提升的时段，食品价格或为推升消费品零售额快速增长的原因之一。

图 24：2000 年至 2016 年社会消费品零售额同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 25：2003 年至 2013 年我国消费者价格指数变化

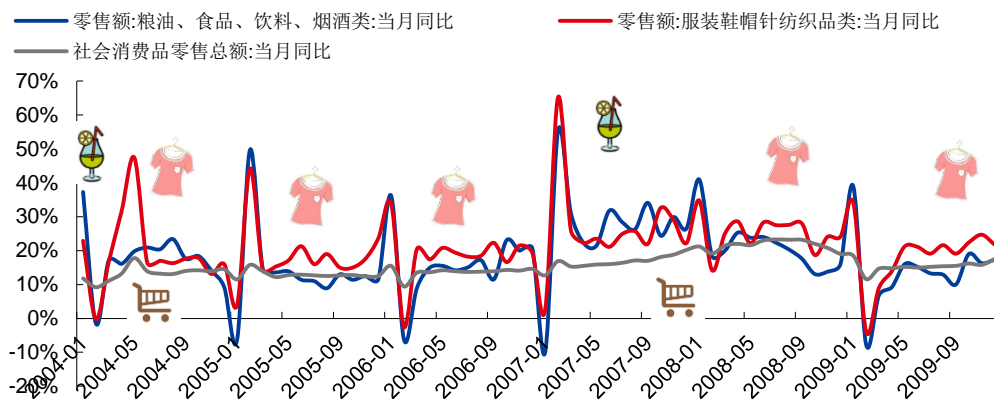


资料来源：Wind，华金证券研究所

1. 食品饮料优先回升，休闲服务增速滞后

行业零售额轮动轮动，食品饮料先行：由于这几轮的消费增速提升，均是食品饮料价格上行，带动社会消费品零售额增速提升，从而带动其他消费品行业销售额提升，因此大部分子行业的零售额同比增速于 2004 年 1 月上行，剔除个别月份，食品饮料首先回升。2007 年之后的消费回升，也是食品饮料先回升。

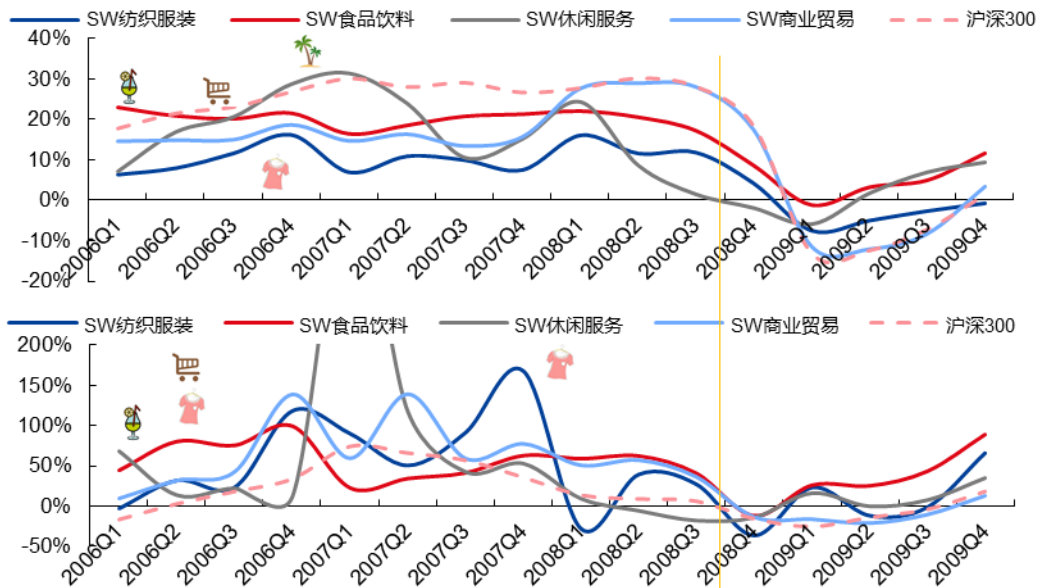
图 26：2004 年至 2009 年食品饮料、服装社会消费品零售额同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

上市公司财务的行业轮动，休闲服务落后一季：2006 年一季度起，纺服、休服营收增速均出现恢复式上涨；而该年四季度起，纺服、商贸净利润增速快速提升，而休闲服务则滞后一个季度，由 2007 年一季度起快速增长。从财务方面来看，也基本是食品饮料先回升，商业贸易紧随其后，纺织服装次之，最后是休闲服务。

图 27：2005 至 2009 年部分 SW 行业报告期营收及净利润增速

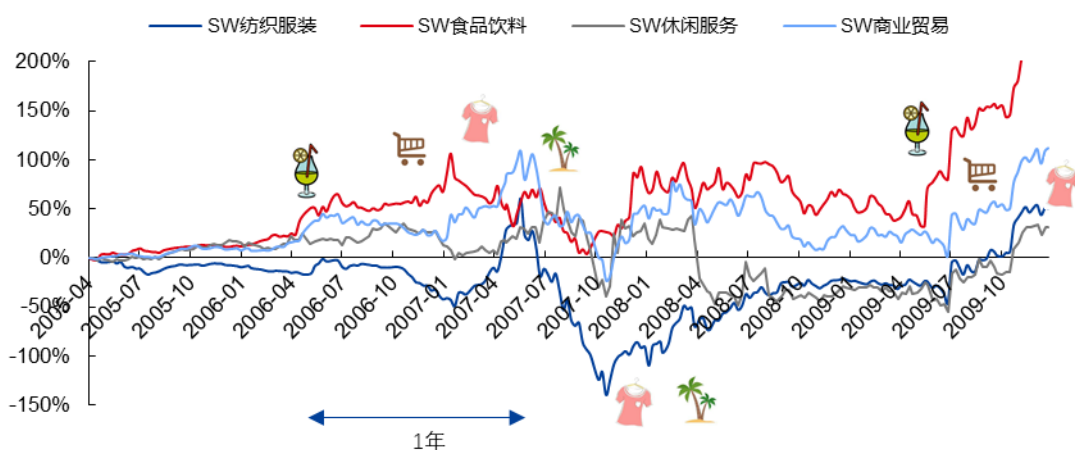


资料来源：Wind，华金证券研究所

2. 行业行情轮动仍然类似，休闲服务滞后一年左右

大消费行业中，由于食品饮料、商贸零售最贴合人们的日常消费，大多属于基本消费品，而服装、旅游等商品和服务则消费频次更低，较食品饮料和商贸零售，更加倾向于可选商品。再加上 2004 年至 2010 年的消费复苏主要源于居民收入逐步提升以及食品类价格指数的上行，在累计超额收益率上行周期内，仍然呈现食品饮料→商贸零售→纺织服装→休闲服务的趋势，而休闲服务的收益率上行较食品饮料晚一年左右。而在下行周期内，纺织服装领先下滑，且纺服、休闲服务的波动性更大。

图 28：2005 年至 2009 年部分 SW 行业累计超额收益率



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：超额收益率指的是行业指数收益率扣除沪深 300 指数收益率的部分

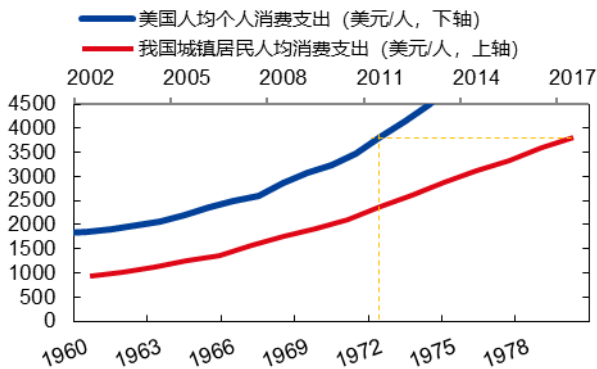
因此，由于 2017 年 SW 食品饮料呈现较好地涨势，SW 商业贸易、SW 纺织服装也有超额收益上行趋势，SW 休闲服务行情或将在 2018 年有所回升。

（四）他山之石：美国的长周期消费增长

2017年，我国城镇居民人均消费性支出已达24444.95元，按照近期的1美元约合6.4人民币，上述人均消费水平约合3819.52美元，大概相当于美国70年代初的水平。因此，我们探索美国1970年代的消费增长，或将为我国未来的消费增长提供参考。

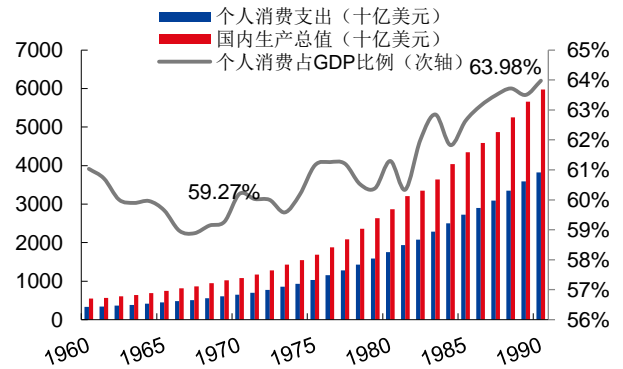
1970年代至1990年代，美国的个人消费占GDP比例自59.3%逐步增长至64.0%，消费成为美国越来越重要的经济增长极。

图 29：我国与美国人均消费支出对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 30：1970 年至 1990 年美国零售销售增长情况

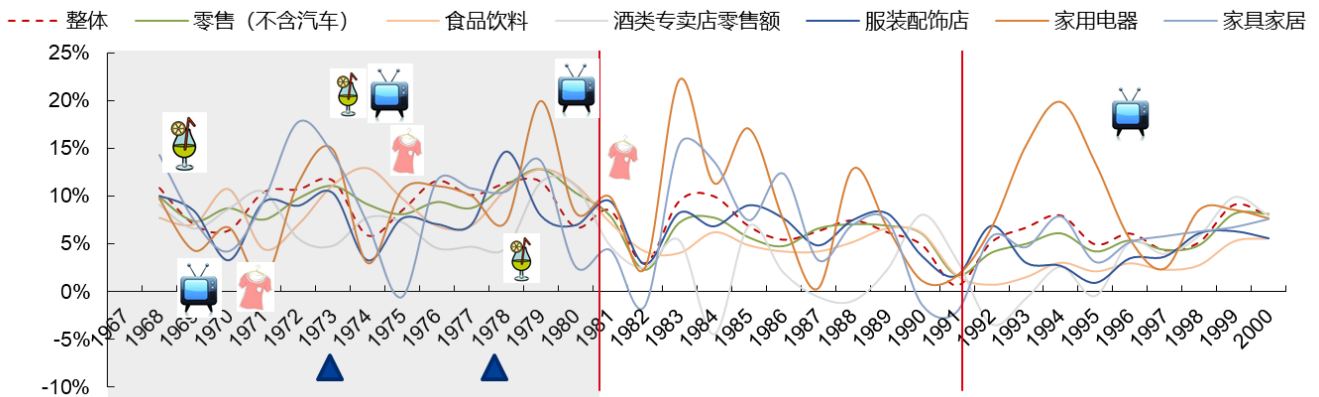


资料来源：Wind，美国经济分析普查局，华金证券研究所

1. 美国消费周期中食品饮料优先回升

就美国1967年至1997年，从消费的周期看，一个周期大约6年时间（低点到低点），比如自1968年至1974年，自1974年至1982年，自1982年至1987年。从单个周期的增速复苏时间点看，食品饮料早于整体零售额回升，其次是家电销售，而服装与整体零售基本同步，这与我国2004年至2010年的情况有相似之处。另外从子行业的波动程度看，食品饮料波动相对小周期相对长，服装相对波动大周期更多，酒类专卖店零售波动较大；另外家具家居的波动仍然较大。

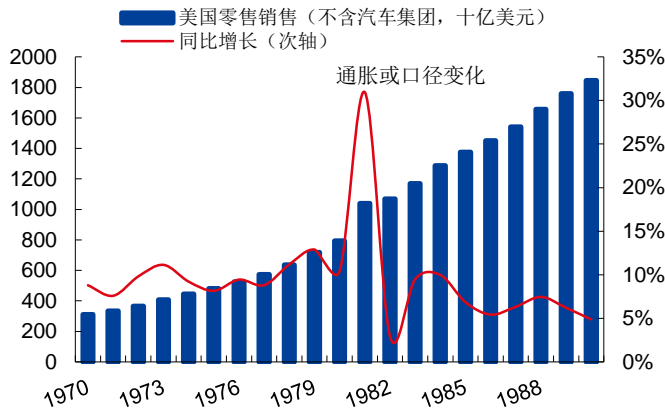
图 31：1967 年至 2000 年美国整体零售额增长率变化以及食品饮料、酒店专卖店、服装配饰店零售增长率情况



资料来源：美国人口普查局，华金证券研究所

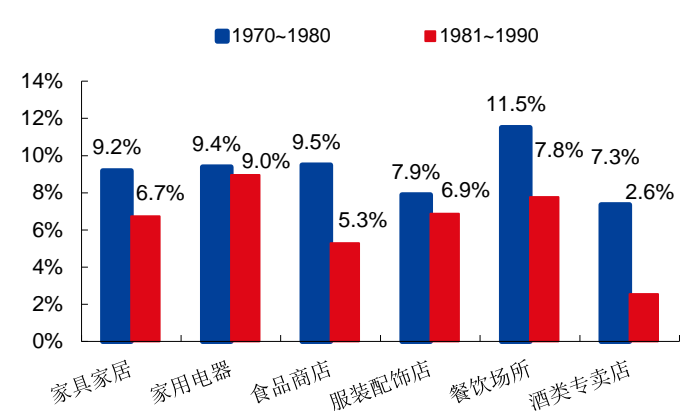
食品饮料、家用电器保持较高的年复合增速：而在与我国目前消费水平类似的 1970 年代，美国零售销售快速增长，年复合增速达 9.76%。分行业看，1970-1980 年零售销售额增长最快的是餐饮场所，CAGR 达 11.5%。食品商店、家用电器店、家具家居店、服装配饰店等零售额分别实现了 9.5%、9.4%、9.2%、7.9%的年复合增速。

图 32：1970 年至 1990 年美国零售销售增长情况



资料来源：美国人口普查局，华金证券研究所

图 33：1970 年至 1990 年美国零售销售额年复合增长情况

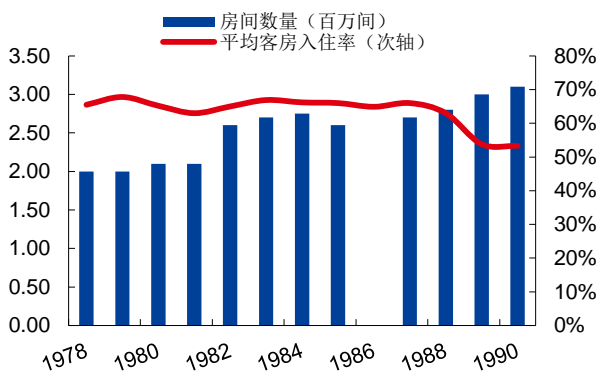


资料来源：美国人口普查局，华金证券研究所

2. 消费增长助推酒店住宿业快速发展

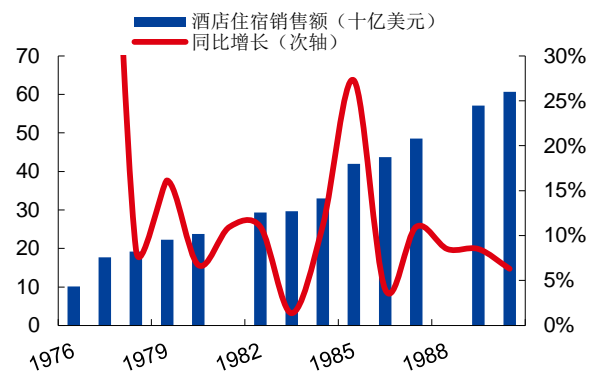
旅游方面，1978 年起，美国酒店住宿房间数量平稳增长，至 1990 年的年复合增速约为 3.72%。整体客房入住率仍基本稳定在 65%左右。1976 年至 1990 年，酒店住宿销售额年复合增速约为 13.67%，高于整体的年复合增速。在一个较为稳定的酒店入住情况下，**酒店住宿销售额的增长主要源于价格的提升**，收入的增长促使美国公民消费能力有所提升，愿意为旅游支付更高的价格。这或许意味着，在我国目前的消费升级过程中，旅游的市场规模或许会在人均收入增长的推动下提升。

图 34：1978 年至 1990 年美国酒店房间数量



资料来源：美国酒店与住宿协会，华金证券研究所

图 35：1976 年至 1990 年美国酒店住宿销售额



资料来源：美国酒店与住宿协会，华金证券研究所

3. 美国购物中心快速兴起

而就零售终端业态来看，1970 年至 1980 年，随美国人口向郊区转移与汽车保有量的快速提升，消费者对一站式购物娱乐存在较大需求，美国购物中心规模快速扩张，自 1.25 万个提升至

2.2 万个。同时，1960 年至 1970 年代中期，美国购物中心零售额占全国零售额总量的比例自 14% 提升至 33%，购物中心受到消费者青睐。这与我国目前的购物中心蓬勃发展状况类似，也意味着未来，提供购物、观影、娱乐等一站式服务的购物中心将成为消费者的首选，线下渠道持续向购物中心倾斜。

图 36：1970 年至 1980 年美国购物中心数量快速提升

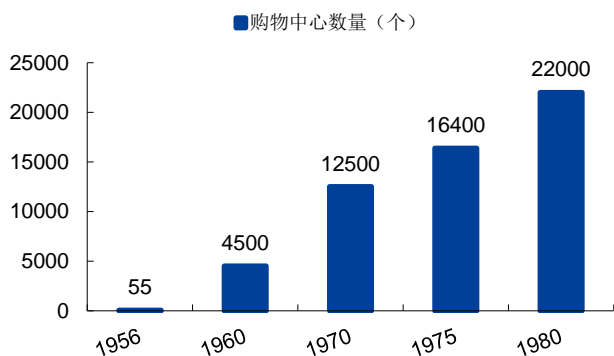
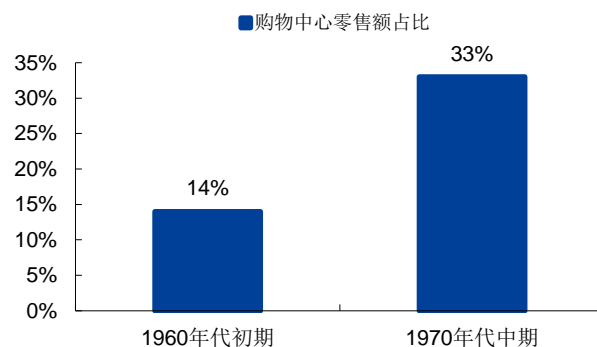


图 37：1960 年至 1970 年购物中心零售额占比大幅提升



资料来源：《20 世纪 50-70 年代美国购物中心的兴盛及其原因与影响》，华金证券研究所

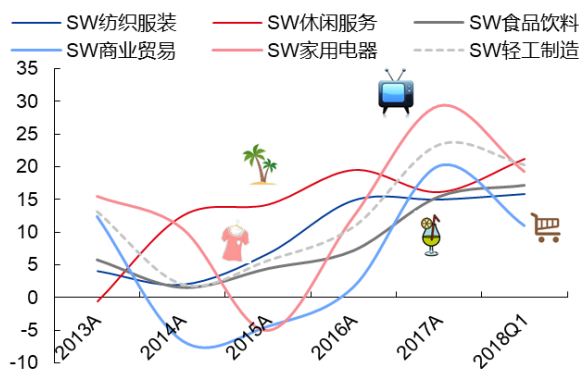
二、大消费行业上市公司估值与业绩

(一) 大消费行业业绩增速明显改善

营业收入方面，2017 年，纺织服装、休闲服务、食品饮料、商业贸易等大消费行业的营业收入均保持了 10% 以上的同比增速。

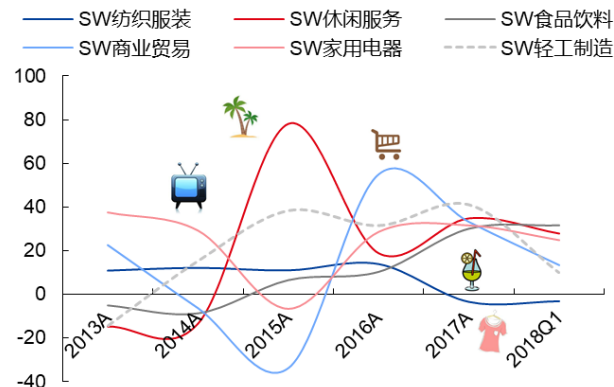
归母净利润方面，2017 年，除纺织服装外，其他大消费行业归母净利润同比增速均保持 10% 及以上，2018 年 Q1，商业贸易及轻工制造净利润增速有所下行。另外，纺织服装龙头持续向好，市值前 20% 上市公司于 2017 年、2018 年一季度分别实现 30%、16% 的归母净利润同比增速。

图 38：SW 大消费行业营业收入同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

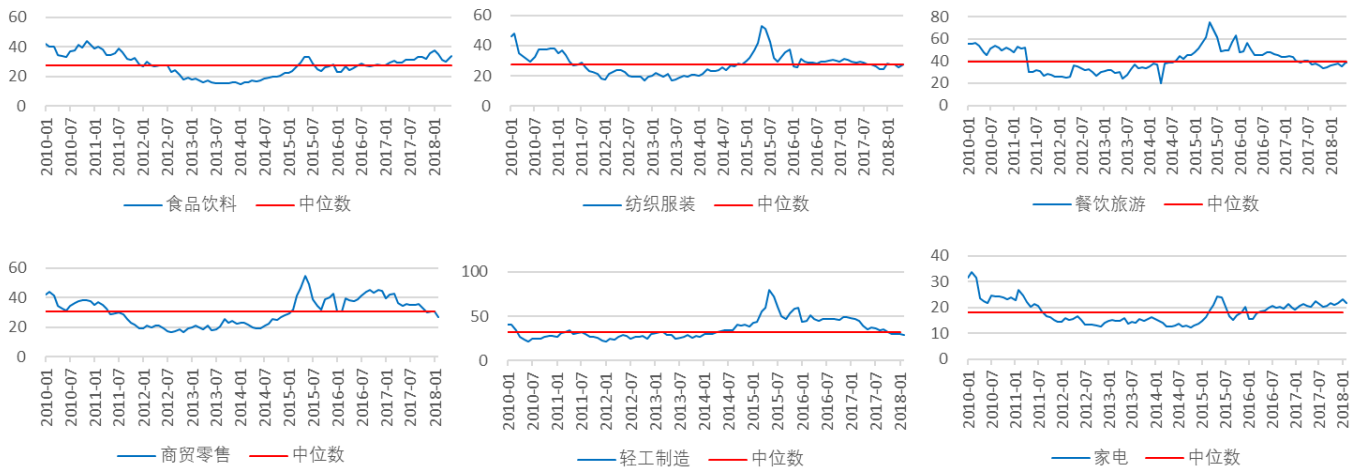
图 39：SW 大消费行业归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

而就市盈率来看，多数大消费行业市盈率较 2017 年初有所下降。而目前来看，纺织服装、餐饮旅游、轻工制造市盈率均低于 2010 年以来的市盈率中位数，估值处于较低的水平。

图 40: SW 大消费行业历史市盈率 (TTM, 剔除负值)



资料来源: Wind, 最新日期 2018/06/04, 华金证券研究所

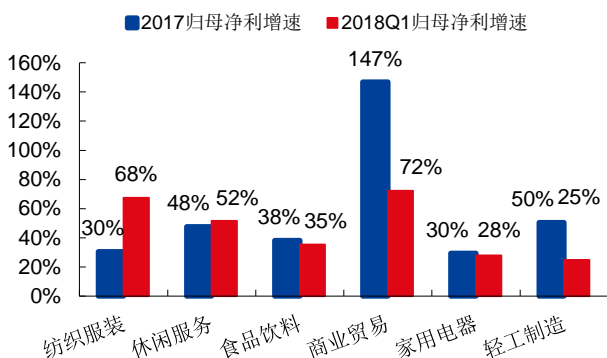
(二) 大消费龙头业绩良好, 部分行业龙头估值仍然较低

由于多数子行业内部产能调整, 市场份额向子行业龙头集中, 我们选用各行业市值前 20% 上市公司以反映行业龙头情况。

净利润增速方面: SW 商业贸易龙头在 2017 年业绩增速最快, 而 2018 年 Q1 仍维持较高增速。SW 休闲服务龙头增速仍然可观。而 SW 纺织服装龙头 Q1 增速最好。

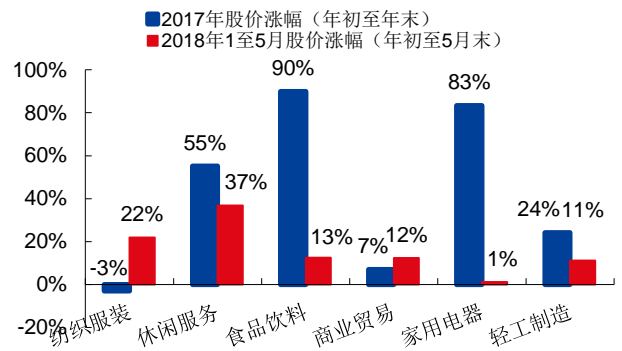
历史涨幅方面: SW 休闲服务、食品饮料、家用电器龙头在 2017 年均较大的涨幅, 涨幅高于其业绩增速。2018 年来, 食品饮料龙头、家用电器龙头的股价涨幅已明显减少。

图 41: SW 大消费龙头近一年半加权平均净利润增速



资料来源: Wind, 最新日期 2018/06/04, 华金证券研究所

图 42: SW 大消费龙头近一年半加权平均股价涨幅

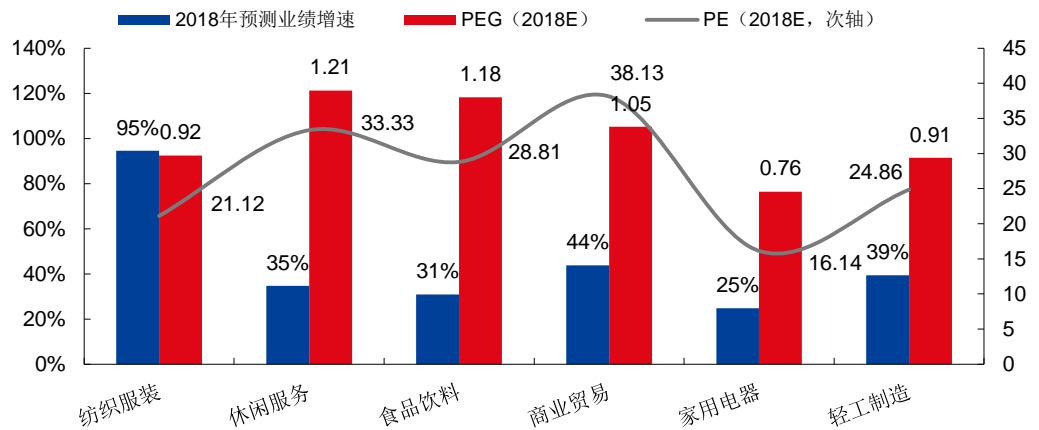


资料来源: Wind, 最新日期 2018/06/04, 华金证券研究所

业绩增长预期: 根据 wind 一致预期, SW 纺织服装、SW 商业贸易、轻工、休闲服务龙头的业绩增速或将超 40%。

估值方面: SW 家用电器龙头 PEG 最低, 但业绩增速或有限, 且股价已于 2017 年有较大涨幅。SW 纺织服装龙头、轻工制造龙头的 PEG 较低, 位于 0.9 左右。

图 43: 大消费龙头 2018 年预测业绩及估值



资料来源: Wind, 最新日期 2018/06/04, 华金证券研究所

注: 市值前 20% 中, 无一致预期或无 PEG 的上市公司 (2018E 业绩增速为负) 不参与上述加权平均

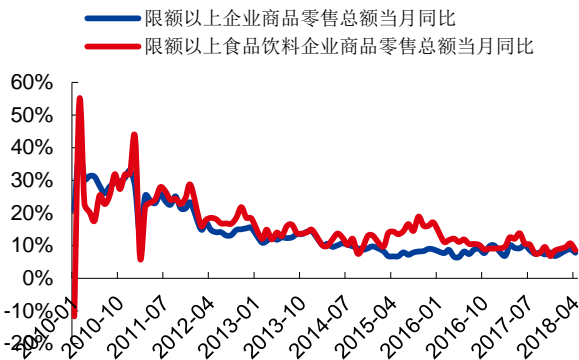
三、大消费部分子行业分析

(一) 食品饮料: 看好品牌下沉、大众化定位的食品饮料公司

1. 行业零售及景气指数平稳回升, 但产能调整持续

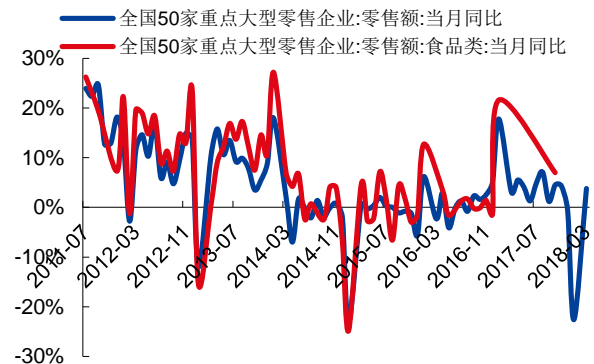
近期食品饮料零售随整体零售平稳增长, 全国 50 家重点大型零售数据已逐步回暖。根据国家统计局, 2018 年 4 月, 我国限额以上食品饮料企业实现批发零售额 1419 亿元, 同比增长 8.6%。而 2018 年 1~4 月, 限额以上食品饮料批发零售额累计达 6455 亿元, 同比增长 9.6%。另外, 根据中华全国商业信息中心的数据, 2018 年一季度, 全国百家重点大型零售企业食品零售额同比增长 3.8%, 增速较去年同期提升 3 个百分点; 同期, 50 家重点零售企业食品零售额同比增长 1.9%, 增速较去年同期提升 3.6 个百分点。

图 44: 2010 年至今限额以上企业零售额及食品零售额变化



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

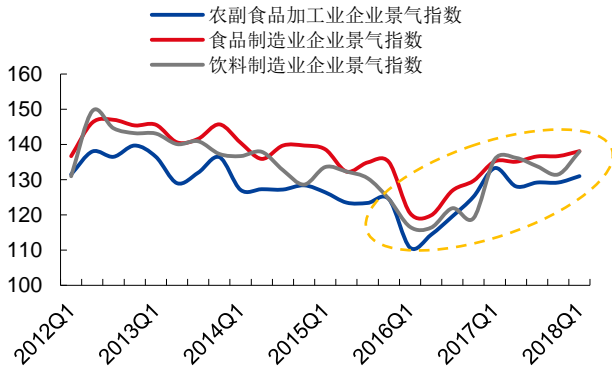
图 45: 2011 年至今 50 家零售企业零售额及食品零售额变化



资料来源: 中华商业信息中心, 华金证券研究所

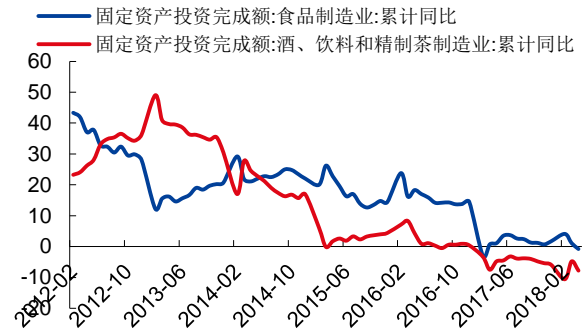
食品饮料景气度平稳回升，但行业产能调整仍然持续。2016 年来，食品饮料景气指数逐步提升，目前维持 130~140 的高位，预计行业景气态势可维持。不过，食品饮料各子行业市场竞争仍然激烈，产能调整态势仍然存在，2017 年来，食品加工板块固定投资额增速趋近于零，而饮料制造板块固定投资额增速持续为负。市场竞争及行业产能调整，建议关注子行业结构性机遇。

图 46：2012 年至今食品饮料企业景气指数



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 47：2012 年至今食品饮料固定资产投资完成额累计同比

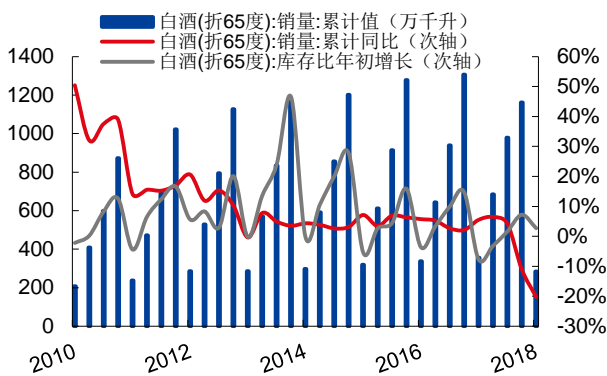


资料来源：Wind，华金证券研究所

2. 白酒：2017Q4 起行业销量下滑，高端白酒价格持续提升

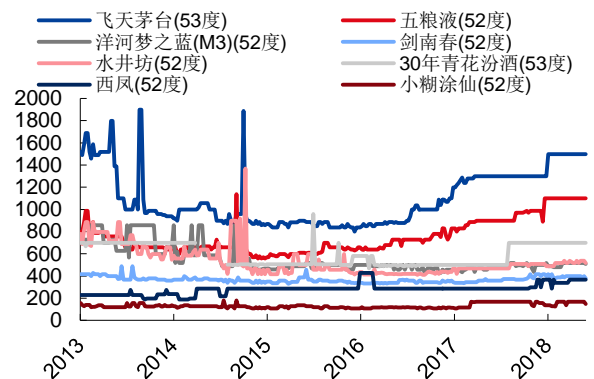
销量方面：2017 年全年至 2018 年一季度，白酒（折 65 度）累计销量已同比下降 11.03% 与 20.26%。价格方面：一号店 500ml 产品价格显示，2018 年，高端白酒价格继续提升，截止 6 月初，飞天茅台价格已较 2017 年末提升 15.4%。高端白酒价格提升打开中端白酒提价空间，2017 年来中端白酒价格略有提升，比如水井坊价格已较 2017 年末提升 6.1%。

图 48：2010 年至今白酒（折 65 度）累计销量情况



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 49：2013 年至今一号店白酒（500ml）产品价格

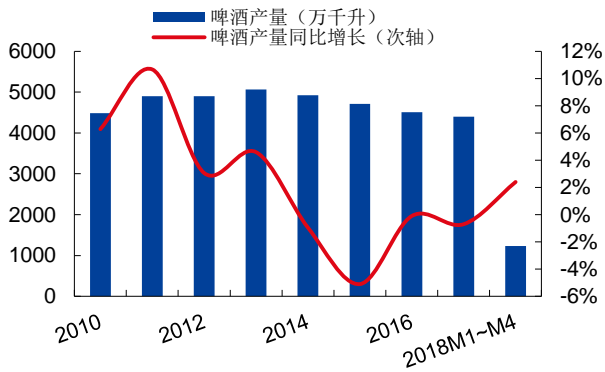


资料来源：一号店，华金证券研究所

3. 啤酒：关注产能调整下的龙头

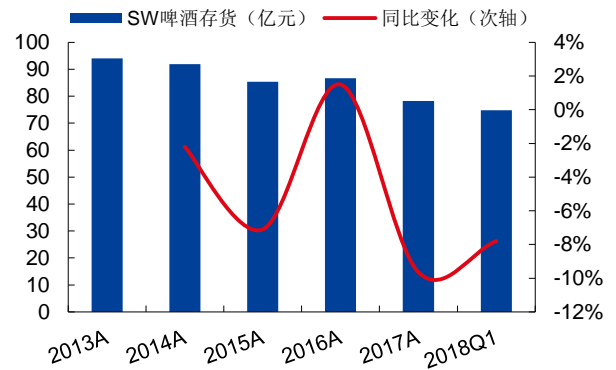
近年来国内啤酒消费有所下滑，2015 年起啤酒行业产能逐步调整，2016、2017 产量基本保持不变。2018 年 1 至 4 月，啤酒行业产量同比略有回升，且上市公司库存持续降低，行业产能清理或接近末端，终端销售价格升降互现，补库存有望推动龙头公司业绩提升，建议关注产能调整下的龙头机遇。

图 50：2010 年至今啤酒产量及其变化



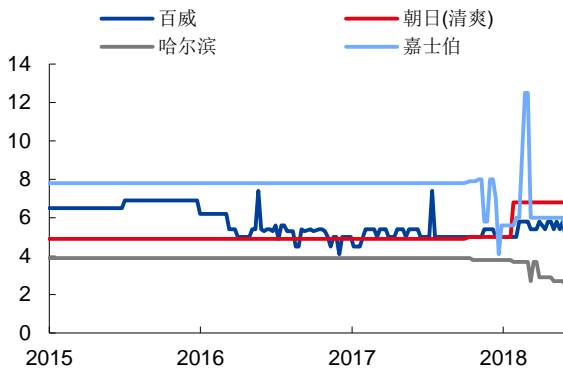
资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 51：2013 年至今 SW 啤酒行业存货及其变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 52：2015 年至今一号店啤酒（330ml）产品价格



资料来源：一号店，华金证券研究所

4. 葡萄酒：进口葡萄酒持续冲击国内生产商

产量方面：国内葡萄酒消费偏爱进口商品，进口葡萄酒持续冲击国内葡萄酒生产商。2015 年至今，葡萄酒进口量已保持 24.35% 的年复合增长，而国内葡萄酒产量缓慢下降。2018 年 1~4 月，进口葡萄酒已占国内葡萄酒供给的 53%，国内葡萄酒产量占比仍然呈现下降趋势。

价格方面：中高端红酒价格有所增长，但进口葡萄酒价格上涨后保持稳定，国内长城干红价格有所回落；中低端红酒价格基本稳定。

图 53：2010 年至今葡萄酒产量及进口情况

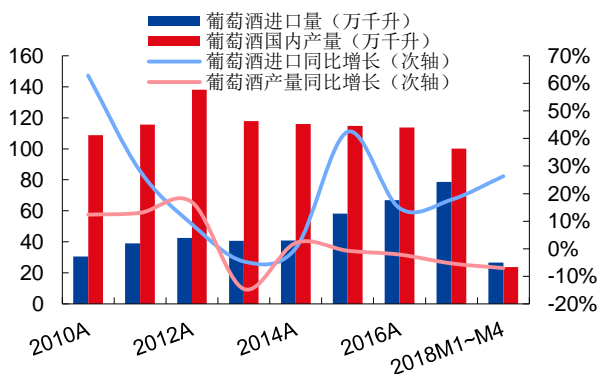
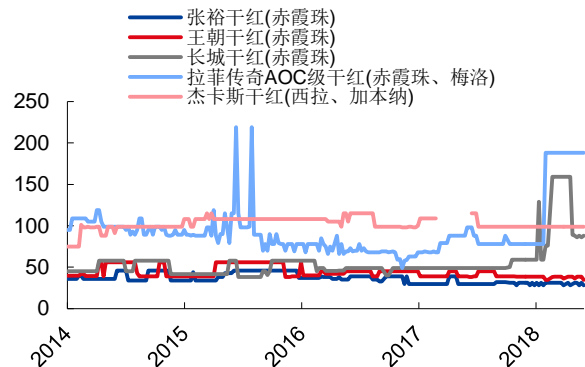


图 54：2014 年至今一号店红酒（750ml）产品价格



资料来源: Wind, 国家统计局, 海关总署, 华金证券研究所

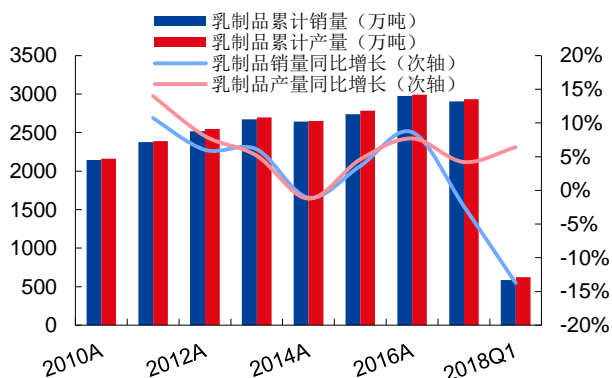
资料来源: 一号店, 华金证券研究所

5. 乳制品: 乳制品产量稳步增长, 消费升级促品类高端化

乳制品行业市场庞大, 据尼尔森, 乳制品份额占快消整体超过两成。而中国奶业质量报告显示, 2017年乳制品全渠道销售额已达3500亿元。产销方面: 乳制品产量保持稳步增长。近期国内销量出现下滑, 2017年及2018年一季度, 乳制品销量分别减少2.36%及13.75%, 但近期乳品出口快速提升, 或将创造新的业绩增长点。原材料方面: 2017年12月起, 国内生鲜乳主产区平均价格略有下降, 或提升乳制品行业未来业绩。

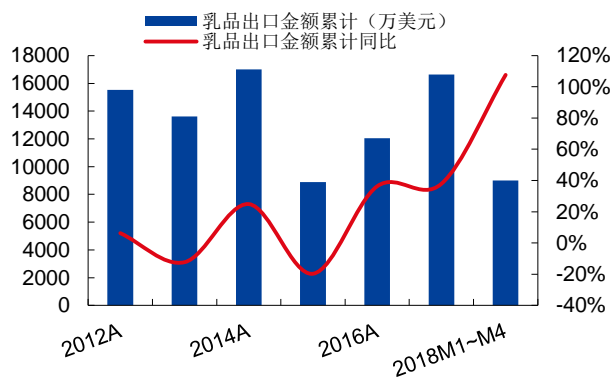
另外, 大众消费升级促使乳制品品类高端化稳步推进, 高端酸奶销售额贡献由2016年的40%提升至45%。与此同时中西部、东北乳制品高端化趋势明显。而百度搜索指数显示, 2017年新疆、青海、辽宁等省份的高端乳制品概念搜索指数增速超过60%, 全国二线及以下城市对乳制品的需求将逐步推动乳制品结构升级, 带来行业毛利率的稳步提升。

图 55: 2010 年至今乳制品产销情况



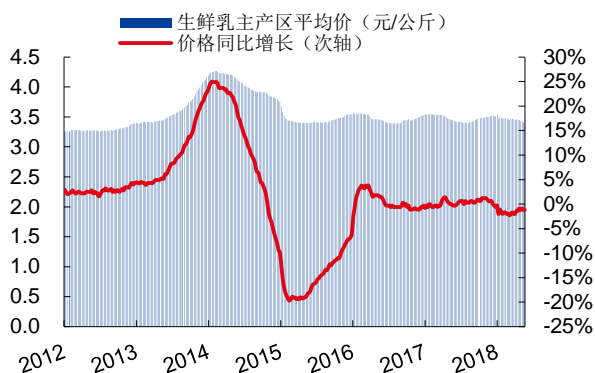
资料来源: Wind, 国家统计局, 华金证券研究所

图 56: 2012 年至今乳制品出口情况



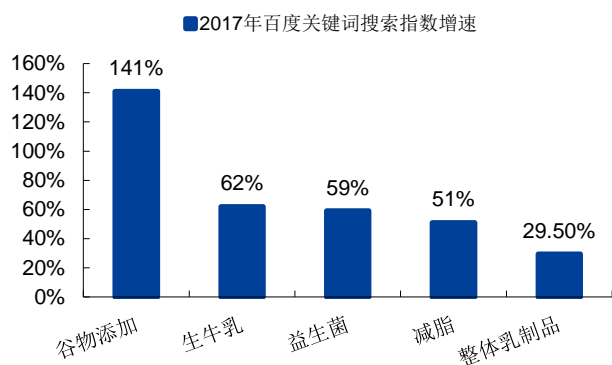
资料来源: Wind, 海关总署, 华金证券研究所

图 57: 2012 年至今生鲜乳主产区平均价



资料来源: 农业部, 华金证券研究所

图 58: 2017 年部分乳制品相关百度搜索指数增速

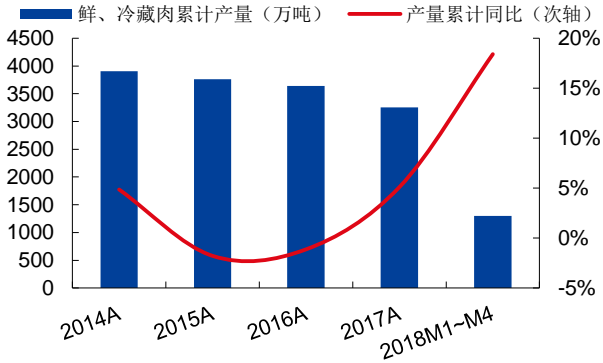


资料来源: 尼尔森, 百度指数, 华金证券研究所

6. 肉制品: 行业产量快速提升, 原材料价格处于历史低位

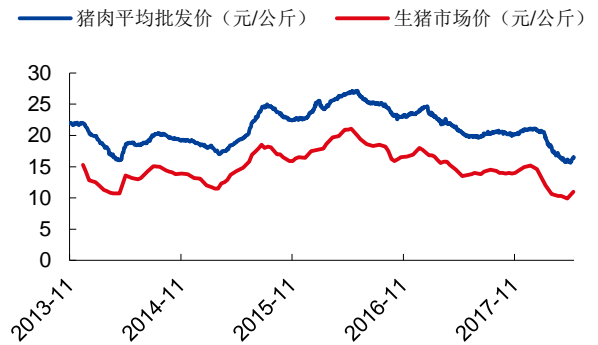
产量方面：肉制品产量已逐步回暖，2017年、2018年前4月产量累计同比增长分别为5.1%、18.4%。原材料方面：2016年起，生猪及猪肉市场价逐步下行，目前原材料价格位于历史低点。能繁母猪存栏量持续降低，猪肉价格或有所反弹。

图 59：2014 年至今鲜、冷藏肉生产情况



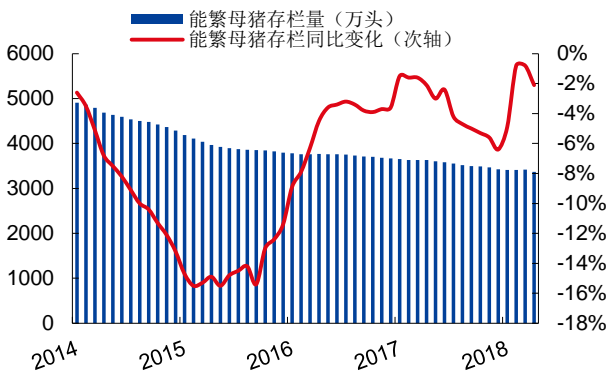
资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 60：2014 年至今生猪及猪肉市场价格



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 61：2014 年至今能繁母猪存栏量持续下行



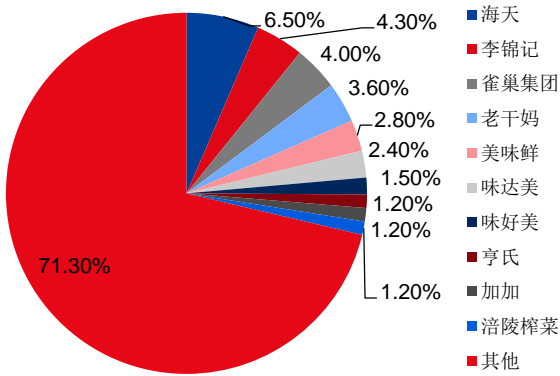
资料来源：Wind，华金证券研究所

7. 调味品：市场逐步集中带来龙头机遇

调味品是我国居民生活的基本用品，消费群体庞大，市场广泛。根据智研咨询，2016年，我国调味品市场集中度仍然较低，前5大企业所占份额仅21.2%，而同时期日本前5大企业所占市场份额为32.5%。另外，2011年至2016年，我国调味品行业集中度逐步提升，市场集中带来龙头发展机遇。

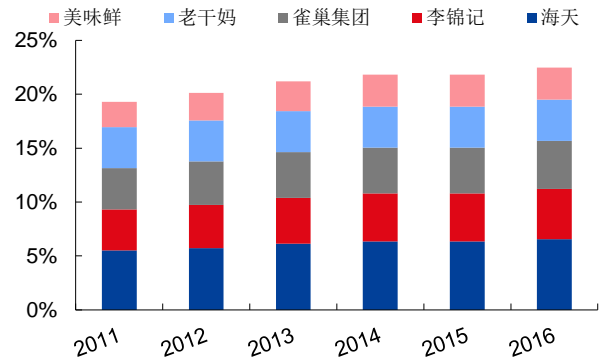
另外，消费升级促使产品结构改善，我国调味品人均销售额逐步增长，并于2016年达11美元左右。不过，我国调味品人均消费仍与发达国家有较大差距，日本人均调味品支出约为141.5美元，而美国人均约为75.6美元，世界人均水平约为15.8美元。我国人均调味品支出低于世界平均水平，调味品市场空间仍然具有较大提升空间。

图 62：2016 年调味品行业市场结构



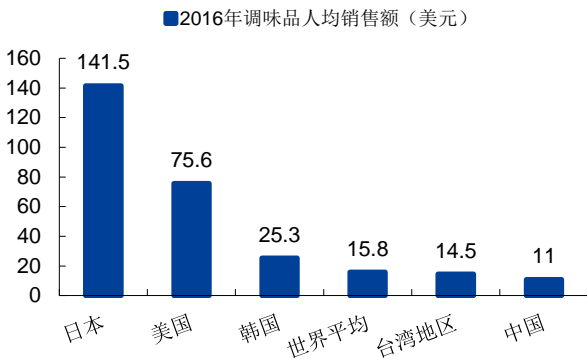
资料来源：智研咨询，华金证券研究所

图 63：2011 年至 2016 年调味品行业集中度示意图



资料来源：智研咨询，华金证券研究所

图 64：我国与其他国家地区调味品人均销售额对比



资料来源：智研咨询，华金证券研究所

（二）纺织服装：线上线下稳步增长，关注业绩拐点及棉价中期上升

1. 线下零售底部回升，品牌净关店阶段基本结束

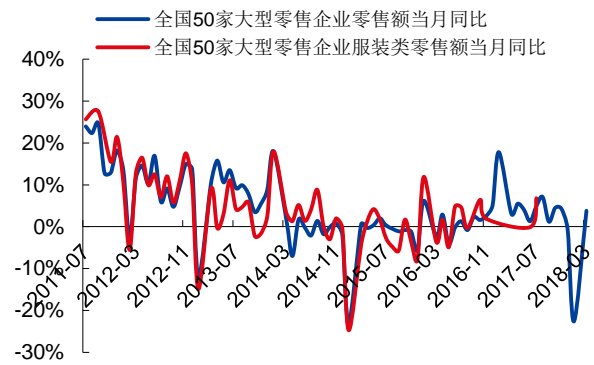
根据国家统计局，2018 年 4 月，我国限额以上纺织服装企业实现批发零售额 1057.50 亿元，同比增长 9.2%。而 2018 年 1~4 月，限额以上纺织服装批发零售额累计达 4520 亿元，同比增长 9.7%。另外，根据中华全国商业信息中心的数据，2018 年一季度，全国百家重点大型零售企业服装零售额同比增长 8.1%，增速较去年同期提升 7.9 个百分点；同期，50 家重点零售企业服装零售额同比增长 6.5%，增速较去年同期提升 6.7 个百分点。

图 65：2010 年至今限额以上企业零售额及服装零售额变化



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 66：2011 年至今 50 家零售企业零售额及服装零售额变化



资料来源：中华商业信息网，华金证券研究所

而 2013 年开始，大部分品牌服饰企业开始关闭不盈利或低效店铺，截止 2017 年末，部分品牌已结束调整，终端门店数量重新提升。

表 1：2009 年至 2017 年部分服装品牌门店数量情况

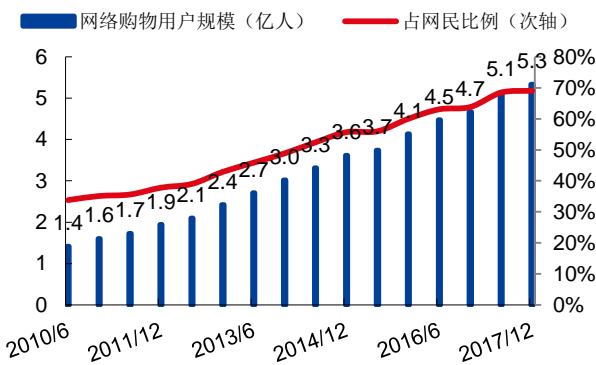
	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
七匹狼	3249	3525	3976	4007	3502	3155	2300	-	-
报喜鸟	665	715	821	875	902	871	791	704	718
九牧王	2525	2710	3140	3264	3124	2945	2792	2779	2633
森马服饰	5159	6683	7000+	7728	7500	7082	7341	8252	8423
美邦服饰	2863	3659	4793	5220	近 5000	4880	3700+	-	-
朗姿股份	-	353	388	521	573	586	486	445	454
宝国国际	356	300	389	392	352	310	313	343	398
拉夏贝尔	-	-	-	-	-	6887	7893	8907	9448
星期六	1409	1713	1961	2351	2363	2327	2044	1811	1589
探路者	481	666	1041	1395	1614	1677	1455	1370	1525
李宁	7249	7916	8255	6434	5915	5626	6133	6440	6435
安踏	7162	8681	9297	8908	8638	8850	8489	8860	10983
罗莱生活	1810	2085	2371	2737	2849	-	-	-	2663
富安娜	-	-	1930	2273	2210	2015	1704	-	-
水星家纺	-	-	-	-	-	2559	2648	2606	-

资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：红色标注的公司均实现门店净增长）

2. 网购用户稳步增长，线上渠道快速扩张

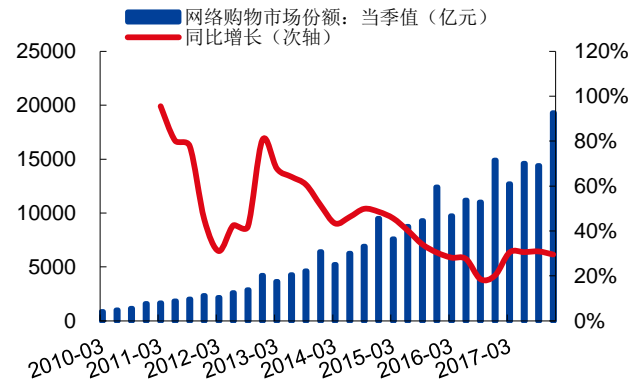
整体来看，2010 年至 2017 年我国网络购物用户规模持续增长。2017 年末网购用户总规模达 5.33 亿人，占整体网民比率已达 69%。据艾瑞咨询，2017 年网络购物市场规模已达 6.1 万亿，同比提升 30.31%。而 2018 年一季度，商务部称，网络销售保持高速增长，网上商品零售额达 1.5 万亿元，同比增长 34.4%。

图 67：2010-2017 年网络购物用户规模



资料来源：中国互联网络信息中心，华金证券研究所

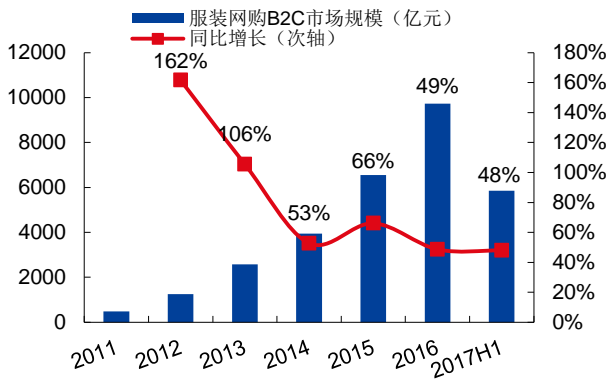
图 68：2010-2017 年网络购物市场规模快速发展



资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

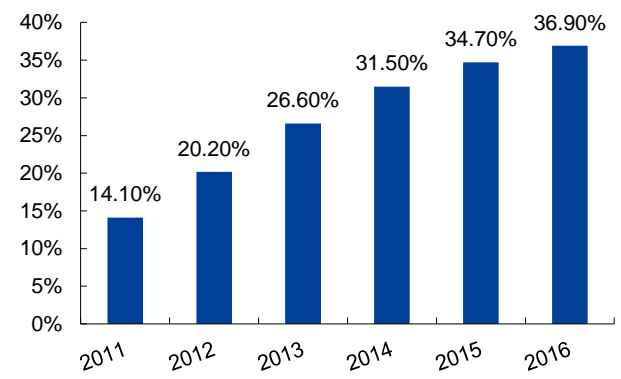
而就服装网购方面，服装网购市场份额随网购用户的持续增长而持续增长，再加上线上渠道中间环节更少，对线下渠道更有价格优势，服装网购保持快速扩张。中国电子商务研究中心监测数据显示，2017 年上半年，我国服装网购 B2C 市场交易规模达 5854 亿元，同比增长 48%。2016 年，服装网购渗透率达到 36.9%，服装网购渗透率保持提升趋势。

图 69：中国服装网购 B2C 市场规模



资料来源：中国电子商务研究中心，华金证券研究所

图 70：2011-2016 中国服装网购渗透率



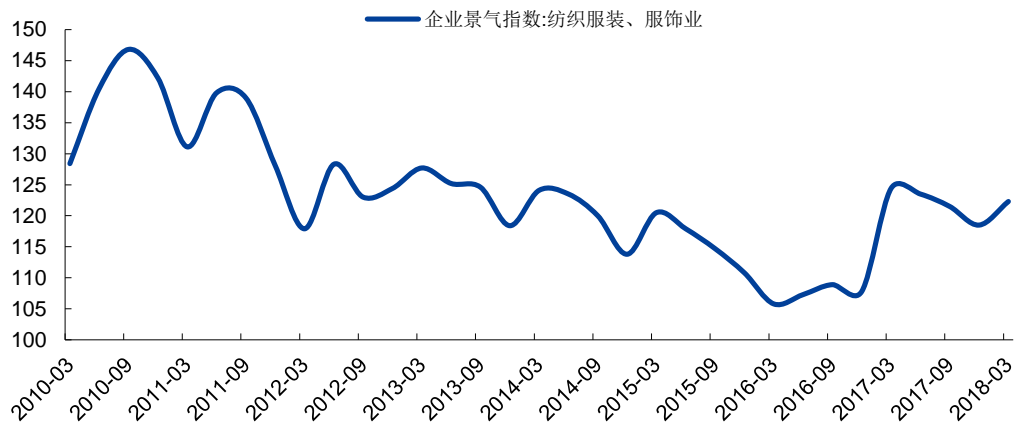
资料来源：中国电子商务研究中心，华金证券研究所

3. 纺织服装景气回升，库存压力保持低位

2000 年后，服装企业的发展大致可分为四个部分。2000 年至 2008 年，服装行业处于快速发展时期。2009 年至 2012 年，受次贷危机影响，服装行业出口受挫，并在危机后逐步恢复。2013 年至 2016 年，服装行业整体处于供应链调整期，并逐步向电商渠道等快速发展的新型模式转型。目前，在整体服装行业转型初见成效后，行业景气指数有所回升，整体呈现恢复发展态势。

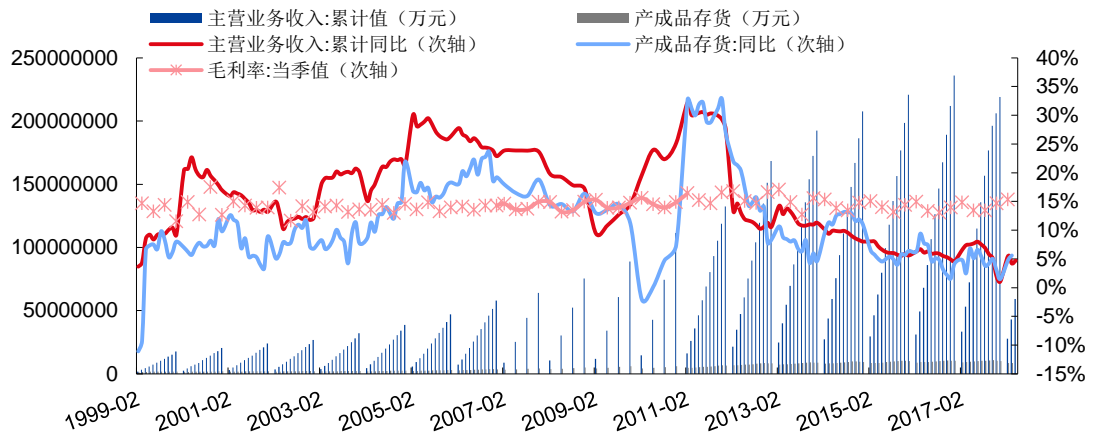
近年来，纺织服装企业不断改善供应链，通过新兴的电商等渠道，大力清理库存。如今，纺织服装行业库存压力处于历史低位，同比增速仅 5%，为整个纺织服装行业的发展减负。同时，行业毛利率保持稳定，1992 年至今，平均毛利率为 14%，而 2017 年的平均毛利率为 13%，未出现较大变化。另外，如今纺织服装行业的存货增速与收入增速更为同步，运营能力较之前有所提升。

图 71: 服装企业景气指数回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 72: 1999 年-2018Q1 纺织服装行业收入、存货、毛利率变化



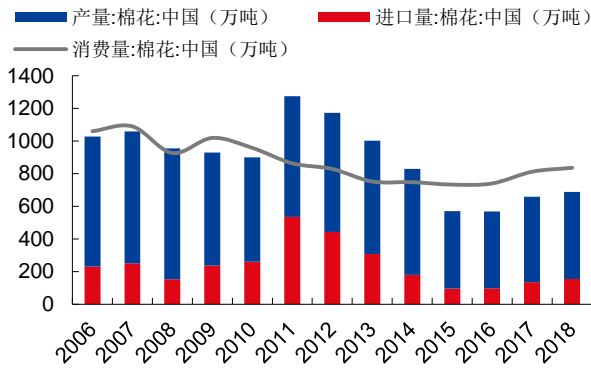
资料来源: Wind, 统计局, 华金证券研究所

4. 国内意向植棉面积减少, 预计棉价中期上涨, 关注棉纺龙头

近期棉花期货价格快速提升, 对此, 我们对棉花供给与需求进行了简单梳理。结合国内外需求情况, 整体上, 我们认为棉花价格将维持中期上涨趋势。

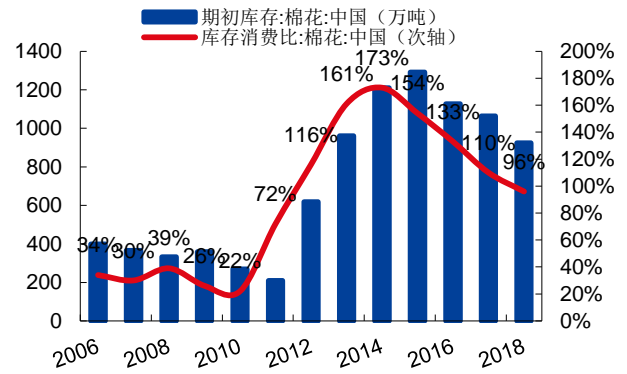
国内供给端: 2017 年全国棉花产量 548.6 万吨、同比增长 2.7%, 新疆占比已达 74%; 2018 年意向植棉面积同比降 4.4%, 在天气正常情况下棉花总产量或将下降。进口方面, 2018 年棉花进口关税配额为 89.4 万吨。国储棉库存约 500 万吨, 2018 年计划抛储约 5 个月, 日轮出数量不超 3 万吨。不过, 近期中国棉花协会称进口配额或有所提升, 国储棉销售时间也将视棉花需求情况而改变。**国内需求端:** 根据 ICAC 棉花供需报告, 2017 年度以来中国棉花消费量保持在 900 万吨左右。预计 2018 年随着下游服装持续弱复苏, 棉花需求将稳中有升。

图 73：2006 年至今我国棉花供需变化



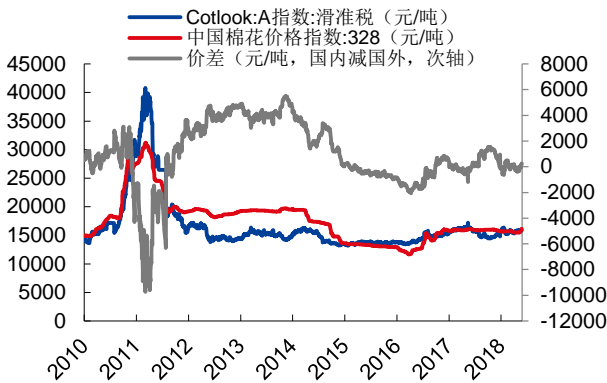
资料来源：ICAC 棉花供需报告，华金证券研究所

图 74：2006 年至今国储棉库存及库存消费比



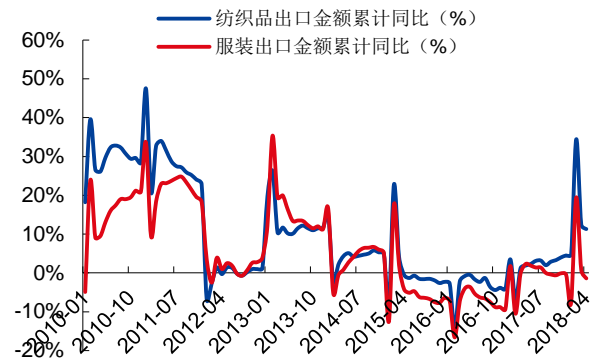
资料来源：ICAC 棉花供需报告，华金证券研究所

图 75：国内外棉花价差逐步趋近为零



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 76：2017 年期纺织服装出口缓慢回暖



资料来源：Wind，华金证券研究所

而就全球棉花供求来看，根据美国农业部棉花预测报告，2017/18 年全球棉花总消耗量增速约 4.0%，而总供给量同比减少 0.8%。其中，中国区棉花总供给量下降 7.5%，而总消耗量则增长 3.7%，预计中国将更多进口棉花。因此，无论国内或是国际，棉花消耗增速均高于供给增速，未来全球棉花供给不足，棉花价格预计将上行。

表 2：中国及全球棉花供需平衡表

中国棉花供需平衡表 (万吨, %)				全球棉花供需平衡表 (万吨, %)			
项目	2017/18	2018/19E	变化 (%)	项目	2017/18	2018/19E	变化 (%)
期初库存	1054	892	-15.4	期初库存	1892	1921	1.5
生产量	599	588	-1.8	生产量	2666	2639	-1.0
进口量	111	152	37.3	进口量	854	895	4.8
总供给量	1764	1632	-7.5	总供给量	5412	5454	0.8
消费量	871	904	3.7	消费量	2629	2731	3.9
出口量	1	1	0.0	出口量	857	895	4.4
总消耗量	872	905	3.7	总消耗量	3492	3631	4.0
期末库存	892	728	-18.4	期末库存	1921	1823	-5.1
储备库存	392	229	-41.7				

库存消费比 102.3 80.4 -21.4 库存消费比 73.1 66.8 -8.6

资料来源：美国农业部，华金证券研究所

注：按美棉一包 480 磅约 217.72 千克换算，或有一定误差

因此，短期来看，棉价上行利好库存储备充足的棉纺行业龙头企业。长期来看，棉纺龙头具有规模及供应链优势，在下游服装行业弱复苏行情下，棉纺龙头具有更大发展空间。可关注具有较强棉纺议价能力及较多原材料库存的棉纺龙头。

表 3：主要棉纺上市公司原材料库存情况

证券代码	证券简称	2017 年末原材料 库存 (百万元)	2017 年初原材料 库存 (百万元)	2017 年营业成本 (百万元)	2017 年末原材料 库存占营业成本	原材料库存周转 天数 (天)
002042.SZ	华孚时尚	3060.91	906.00	11187.03	27.36%	106.38
000726.SZ	鲁泰 A	858.26	719.58	4477.05	19.17%	105.73
601339.SH	百隆东方	1744.35	1138.12	4909.81	35.53%	176.12
002083.SZ	孚日股份	397.94	237.78	3770.64	10.55%	50.58
002087.SZ	新野纺织	1043.30	541.63	4297.68	24.28%	110.64
000850.SZ	华茂股份	271.41	110.65	2084.65	13.02%	54.98
002394.SZ	联发股份	185.73	218.81	3232.01	5.75%	37.55
600152.SH	维科精华	91.96	44.54	1309.66	7.02%	31.27

资料来源：公司公告，华金证券研究所

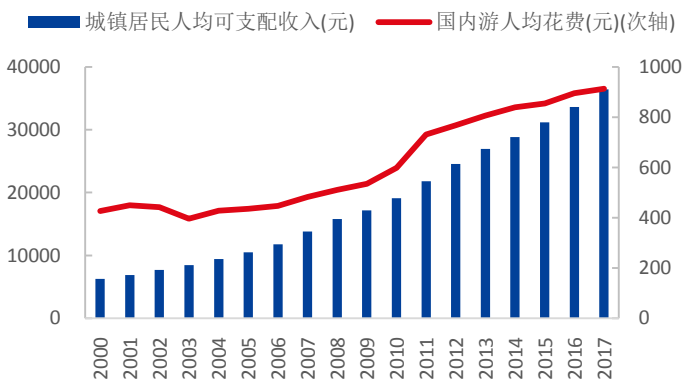
注：计算原材料库存周转天数时，假设 60% 的营业成本源于原材料成本

(三) 旅游行业：供需结构优化，长期发展无忧

1. 宏观经济向好，旅游行业供需结构优化，中长期发展无忧

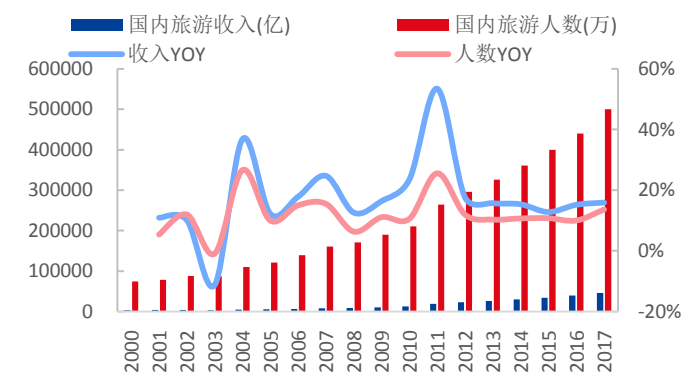
居民人均可支配收入的增长是旅游业发展的根本驱动力。2000~2016 年，人均可支配收入由 6280 元提升到 36396 元、旅游人均花费由 427 元提升到 913 元，二者相关性高。而旅游方面，2000~2017 年国内游人次、收入复合增速分别为 16.98%、11.86%。另外，按照十三五旅游规划，各项指标稳健增长，旅游总收入和旅游投资规模预期复合两位数增长。

图 77：居民人均可支配收入/国内人均旅游花费稳步增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 78：2000~2017 年国内游人次、收入复合增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

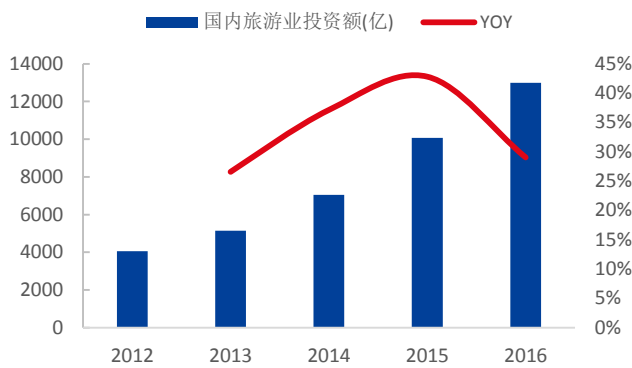
表 4：“十三五”期间旅游业发展主要指标

指 标	2015 年实际数	2020 年规划数	年均增速 (%)
国内旅游人数 (亿人次)	40	64	9.86
入境旅游人数 (亿人次)	1.34	1.5	2.28
出境旅游人数 (亿人次)	1.17	1.5	5.09
旅游业总收入 (万亿元)	4.13	7	11.18
旅游投资规模 (万亿元)	1.01	2	14.65
旅游业综合贡献度 (%)	10.8	12	-

资料来源：文化和旅游部，华金证券研究所

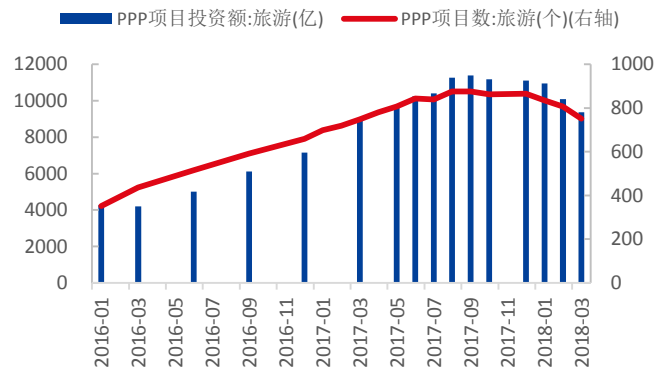
供给端：关注游客需求，内容创新是旅游业发展的重要方向：旅游项目投资快速发展，2016 年投资额增速仍超 20%；投融资模式不断创新，资本助推行业发展；优质内容打造将是旅游项目开发的重点。

图 79：2012~2016 年国内旅游投资额情况



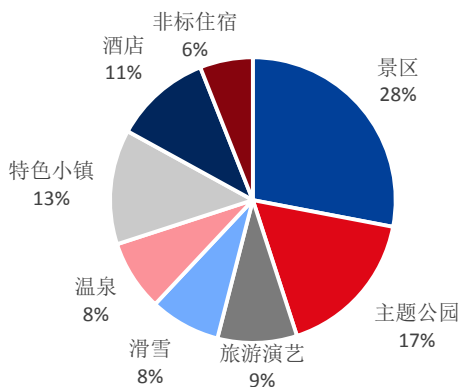
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 80：2016 年以来 PPP 模式开展的旅游投资项目金额和个数



资料来源：Wind，华金证券研究所

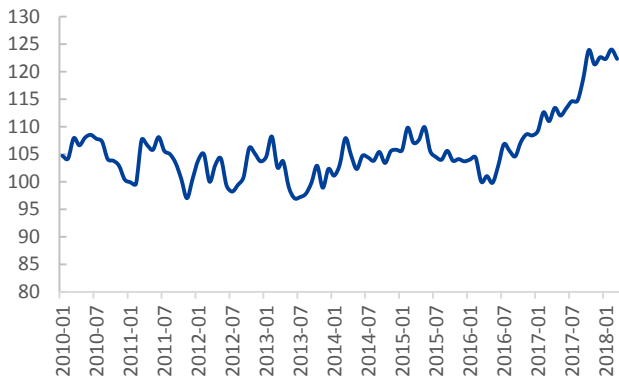
图 81：2017 年旅游目的地资源投资事件分布



资料来源：新旅界，华金证券研究所

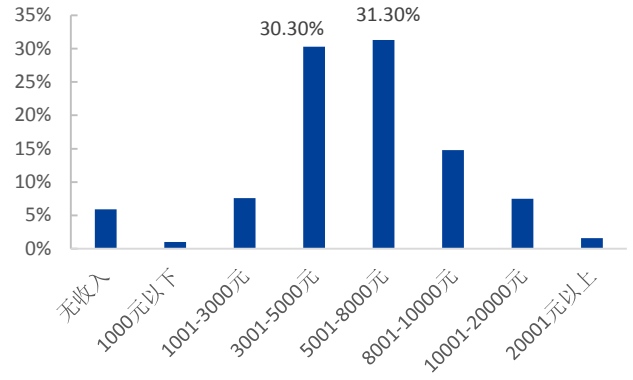
需求端：旅游业是承载居民日益增长的美好生活需要重要途径：2018 年初，消费者信心指数已超 120，创 2010 年来新高；而据中国旅游研究院，2016 年，出境游的消费群体月收入区间 3000~8000 的占比超过 60%；国内居民旅游意愿逐步走高，收入提升是根本动力。

图 82: 国内消费者信心指数创 2010 年来新高



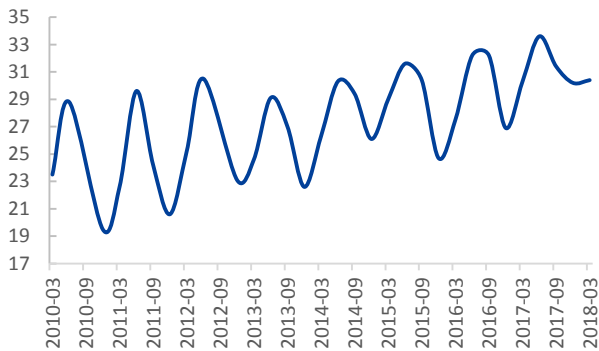
资料来源: 财政部网站, 华金证券研究所

图 83: 2016 年中国内受访地出境游客个人税前月收入分布



资料来源: 中国旅游研究院, 华金证券研究所

图 84: 国内旅游意愿比例逐步提升 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

2. 自然景区 VS 休闲景区业绩增长驱动力

对于自然景区而言, 自然景区客流增速制约收入增长; 而休闲景区客单价提升抵消客流增速下滑。自然景区业绩增长驱动力为客流增长、强化改革, 内部控费/外延布局, 而休闲景区业绩增长驱动力则在于客流增长、客单价提升、轻资产输出。

表 5: 自然景区与休闲景区业绩增长因素

自然景区增长驱动因素			休闲景区增长驱动因素		
增长驱动	条件	例子	增长驱动	条件	例子
客流增长	外部交通环境 (高铁、航线等) 改善、周边旅游业态丰富	峨眉山 (西成高铁)、黄山旅游 (杭黄高铁)	客流增长	营销策划	宋城演艺 (杭州宋城举报营销策划活动, 开业 20 年收入仍 20%+)
强化改革, 内部控费	国企改革, 引入管理层持股或激励市场化制	黄山旅游 (高管薪酬与经营业绩挂钩)、中青旅 (大股东股权划转)	客单价提升	重内容打造、提供更好服务	乌镇优化团散客结构、提高商务客占比等
外延拓展	破除存量景区增长瓶颈, 寻找新项目互补	张家界 (大庸古城)、黄山旅游 (一山一水一村一窟)、九华旅游资料来源: 华金证券研究所 (牯牛降景区)、丽江旅游 (大香格里拉旅游圈)	轻资产输出	已经形成一定的规模和知名度	乌镇模式、海昌海洋公园、宋城演艺

资料来源: 华金证券研究所整理

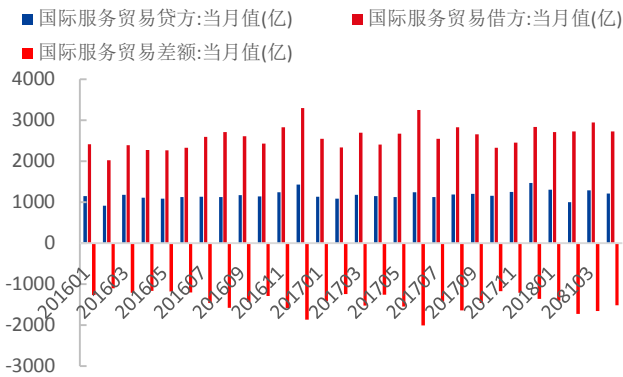
3. 免税：好行业、好赛道

国内奢侈品购买力强，但消费外流严重。2018年3月11日，商务部部长钟山在记者会上指出，中国居民每年境外购物消费大约2000亿美元，包括高档商品、日用消费品等。

免税 VS 跨境电商 VS 专柜，免税拥有正品+价格优势。免税商品与跨境电商(海淘)比，正品保障度高、体验度好；免税商品与专柜比，免税商品便宜15%至35%；

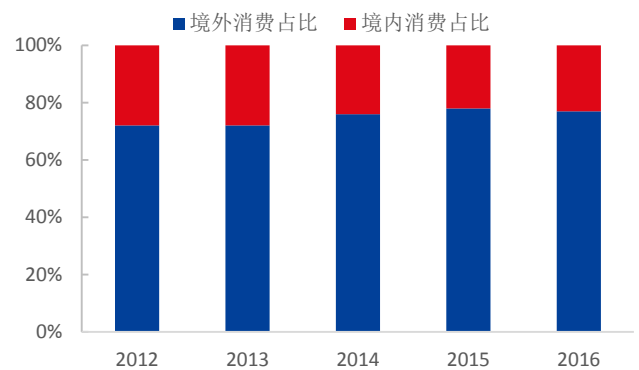
消费回流大势所趋，免税肩负此重任。政策多次提及降低进口关税，提振消费信心；增设免税网点，积极引导消费回流。

图 85：2017 年国内旅游服务行业贸易逆差高达 1.5 万亿人民币



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 86：中国奢侈品消费占比：境外 VS 境内



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 6：我国关税下调政策梳理

时间	具体政策
2015/06	降低部分服装、鞋靴、护肤品、纸尿裤等日用消费品的进口关税税率，平均降幅超过 50%。西装、毛皮服装等的进口关税将由 14%至 23%降低到 7%至 10%，短统靴、运动鞋等的进口关税由 22%至 24%降低到 12%，纸尿裤的进口关税由 7.5%降低到 2%，护肤品的进口关税由 5%降低到 2%。
2016/01	适度扩大日用消费品降税范围，以暂定税率方式降低进口关税税率相对较高、进口需求弹性较大的箱包、服装、围巾、毯子、真空保温杯、太阳镜等商品的进口关税。
2016/09	高档美容修饰类和高档护肤类化妆品界定标准为进口完税价格在 10 元/毫升(克)或 15 元/片(张)及以上；将进口环节消费税税率由 30%下调为 15%。
2017/12	唇膏、眼影、香水等化妆品关税由 10%降至 5%；咖啡机、智能马桶盖关税由 32%降至 10%；矿泉水由 20%降至 10%；牙膏、牙线等口腔清洁用品关税从 10%降到 5%；婴儿尿布及尿裤，以及部分配方婴幼儿奶粉，进口关税均降为零。平均税率由 17.3%降至 7.7%。
2018/07	鞋服帽、体育健身用品等进口关税平均税率由 15.9%降至 7.1%；洗涤用品和护肤、美发等化妆品及部分医药健康类产品进口关税平均税率由 8.4%降至 2.9%

资料来源: 财政部, 国务院, 华金证券研究所整理

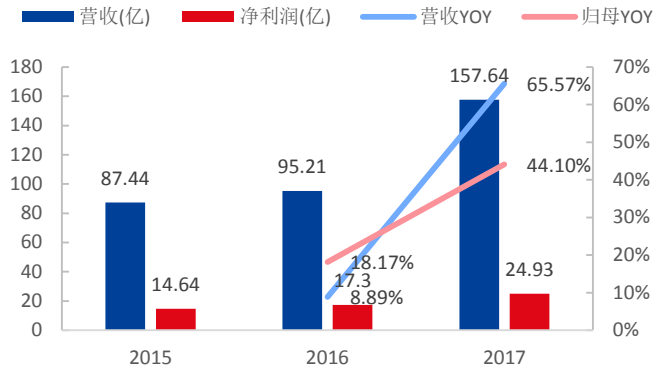
离岛免税政策放宽。4月初，党中央决定支持海南自贸区建设，关于免税板块提到实施更加开放的免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。

市内店开设预期。市内店租金低、客流量保障、线上+线下一体化购物体验；韩国首尔市内免税店的销售额占 55%。免税店肩负消费回流重要渠道，而市内店作为传统免税业态的补充，意

义重大。今年5月8日，上海市商务委副主任刘敏表示，上海在打造国际消费城市，引导境外消费回流方面，将适度发展市内免税店、口岸免税店。

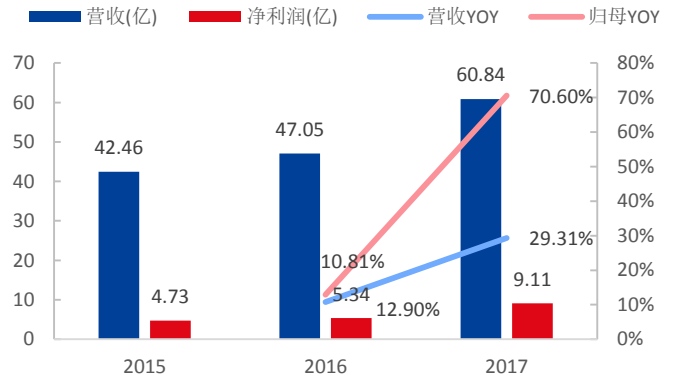
国际化扩张是中免跻身国际一流免税运营商阵营的必然之路。中免已拿下香港机场烟酒免税段、澳门机场免税店运营权，并运营三家柬埔寨市内店，展望未来，中免会积极参与国际免税店的竞标。

图 87：中免集团收入与利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 88：三亚免税店收入与利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

4. 出境游：行业拐点已至，长线逻辑向好

2017年出境旅游人数13051万人次/+7%，较2016年的+4.27%增速明显反弹。其中出国游人数0.61亿/+10.6%、港澳台游人数0.7亿/+4%。17年受韩国萨德事件影响，剔除韩国游后出国游人数增速在20.2%。

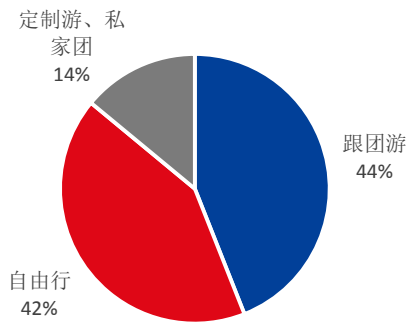
图 89：2000 年以来国人出境游人次及数量(亿人次)



资料来源：Wind，华金证券研究所

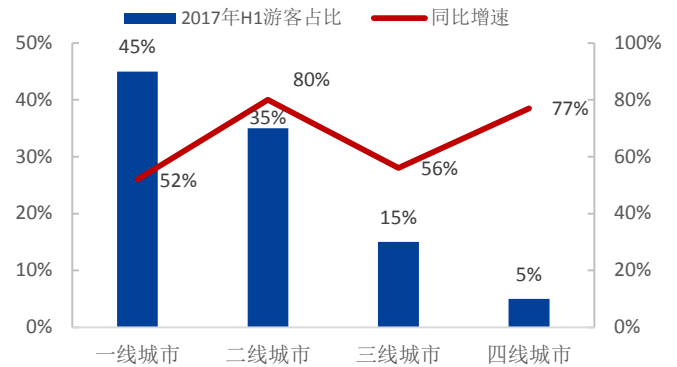
而据2017出境旅游大数据报告，由于省心省力，安全可靠，跟团出行仍然是出境游的首选。另外，2017上半年，二三四线城市赴欧旅行人数同比分别提升80%、56%、77%，均高于一线城市的52%的增速，同时目前二三四线城市的人数合计占比达约55%，二三四线城市出境游人群快速提升，有望持续推动我国出境游市场稳步发展。

图 90：2017 年国人出境游方式



资料来源：《2017 出境旅游大数据报告》，华金证券研究所

图 91：2017H1 各线城市赴欧洲旅游人群占比及变化情况



资料来源：中国旅游发展研究院，华金证券研究所

内、外环境改善，出境游长线逻辑看好。内部：居民收入增长是出境游改善的根本动力、国际航线增多、一带一路出境游战略性支持；外部：人民币升值、目的地国家对华签证放宽。

供、需格局优化，出境游需求进一步释放。供给：出境游的消费并非高不可攀、旅行社提供的旅游产品更加丰富需求：老年群体数量多(60 岁以上超 2 亿)，对出境游的需求增加；二三四线城市出境游增长快。

优选龙头：上游资源+下游客户为旅行社核心资源(凯撒旅游+众信旅游)

表 7：涉及出境游业务的上市公司业绩情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
营业收入	中国国旅(旅游服务)	67.16	85.29	106.02	107.72	120.11	123.3	126.55	122.78
	YOY	79.24%	26.95%	24.31%	1.60%	11.50%	2.66%	2.64%	-2.98%
	中青旅(旅游产品服务)	30.47	36.16	41.22	42.37	45.39	46.8	38.72	37.76
	YOY	31.40%	18.69%	13.98%	2.78%	7.15%	3.10%	-17.26%	-2.49%
	岭南控股(广之旅)					43.81	45.91	47.99	53.26
	YOY						4.80%	4.54%	10.99%
	众信旅游	10.35	15.93	21.5	30.05	42.17	83.7	101.04	120.48
	YOY	33.49%	53.91%	34.97%	39.77%	40.33%	98.48%	20.72%	19.24%
	凯撒旅游	4.13	5.17	5.48	6.47	5.94	49.35	66.36	80.45
	YOY	43.45%	25.18%	6.00%	18.07%	-8.19%	730.81%	34.47%	21.23%
毛利率	中国国旅(旅游服务)	11.47%	10.57%	9.85%	9.94%	9.26%	9.65%	8.92%	9.60%
	众信旅游	9.37%	9.07%	9.93%	10.00%	8.77%	9.16%	10.35%	9.89%
	批发业务	8.13%	7.92%	8.77%	8.81%	7.71%	7.20%	8.27%	7.88%
	零售业务	12.12%	11.74%	13.15%	13.57%	12.03%	15.28%	15.44%	16.36%
	凯撒旅游	41.80%	44.11%	45.58%	47.66%	46.10%	19.36%	18.14%	18.00%
	零售业务							15.78%	16.46%
	批发业务							6.36%	5.57%

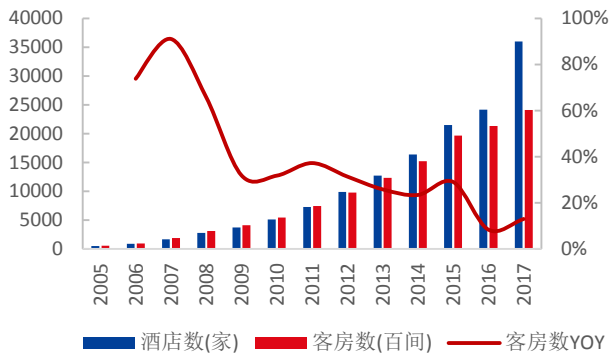
资料来源：公司公告，华金证券研究所

5. 酒店：供需改善是核心，行情已进入 ADR 提升阶段

供需关系改善是本轮酒店行情复苏的核心因素。2005~2009年资本助力，行业快速扩张，2016年客房增速首次放缓至10%以下。STR供需数据显示，剔除春节因素扰动影响，供给端增速基本小于需求增速。酒店行业良性化发展预计可以持续。

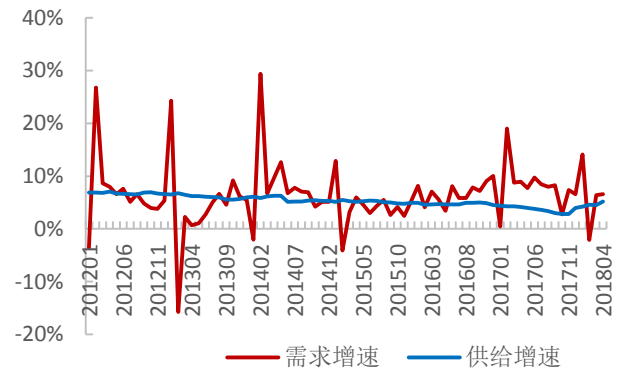
酒店集团经营数据 RevPAR 改善明显：上半场(入住率提升)→下半场(平均房价提升)。华住集团、如家集团 RevPAR 增速分别自 2016Q1、2015Q4 转正；2018Q1 华住、如家 RevPAR 增速分别为 13.5%、4.12%。

图 92：2005 年以来国内有限服务酒店增速情况



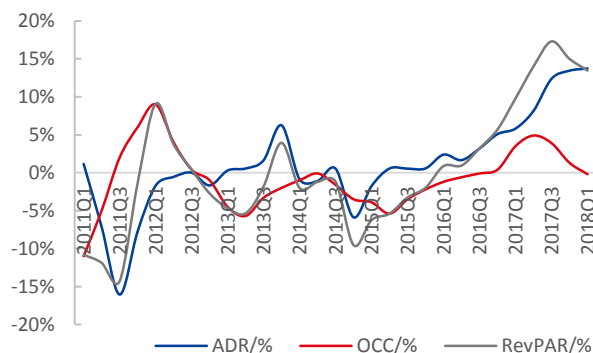
资料来源：中国饭店协会，华金证券研究所

图 93：2012 年以来国内酒店供需关系变化情况



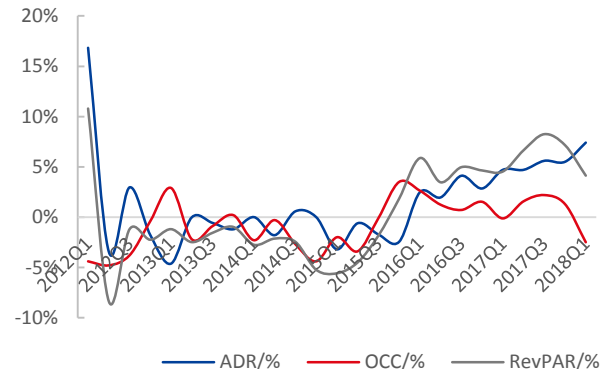
资料来源：STR，华金证券研究所

图 94：华住集团经营指标情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 95：如家集团经营指标情况



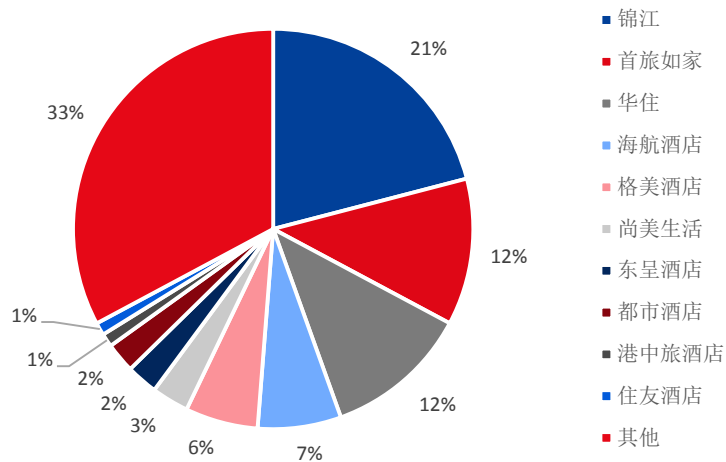
资料来源：Wind，华金证券研究所

寡头格局形成：国内酒店 CR3 超 40%。行业兼并收购，集中度明显提升：2015 年锦江收购铂涛、2016 年首旅收购如家、2017 年华住收购桔子水晶。CR3 由 2013 年的 34% 提升到 2018 年 44%。

结构调整：经济型增速放缓、中高端保持较快增长。酒店结构调整：中端酒店符合当下国内居民消费升级的需求，对比欧美国家，高端：中端：经济=2:5:3。而当前国内中端酒店占比仅有 30%，提升空间大。

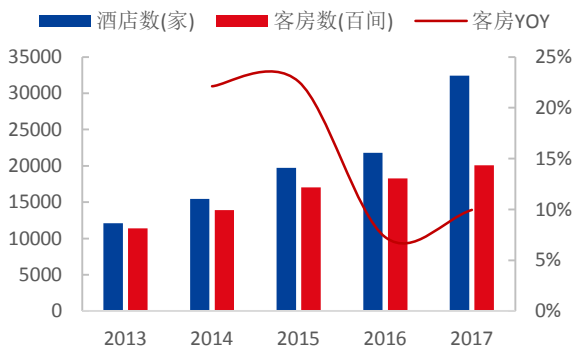
多重因素促使提价可持续。中高端占比提升、酒店成本上升、OCC 达到阈值后酒店损耗和人工会增加、当前 ADR 距离历史峰值还有空间。

图 96：2018 年国内十大酒店市占率情况



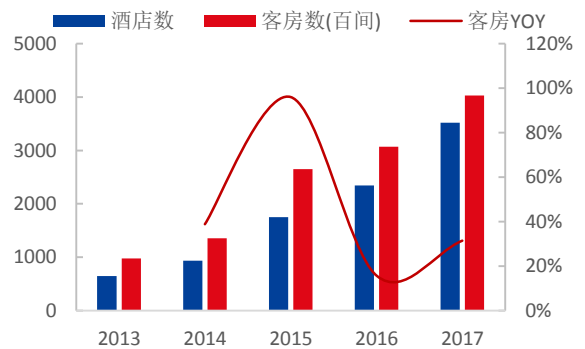
资料来源：中国饭店协会，华金证券研究所

图 97：2013-2017 经济型连锁酒店规模增长



资料来源：中国饭店协会，华金证券研究所

图 98：2013-2017 中端连锁酒店规模增长

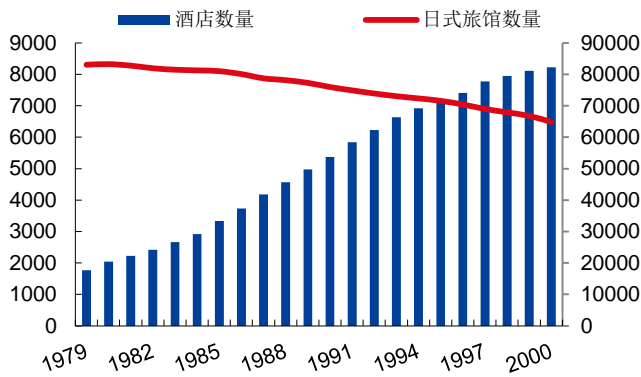


资料来源：中国饭店协会，华金证券研究所

另外美国日本对应消费水平下，酒店住宿业均实现较快发展。对于美国 20 世纪 70 年代的旅游业发展，可参见本报告第一章中的“他山之石：美国的长周期消费增长”部分。1978 年起，美国酒店住宿房间数量平稳增长，至 1990 年的年复合增速约为 3.72%。整体客房入住率仍基本稳定在 65%左右。1976 年至 1990 年，酒店住宿销售额年复合增速约为 13.67%，高于整体的年复合增速。酒店业市场份额的增长主要源于放假的快速提升。

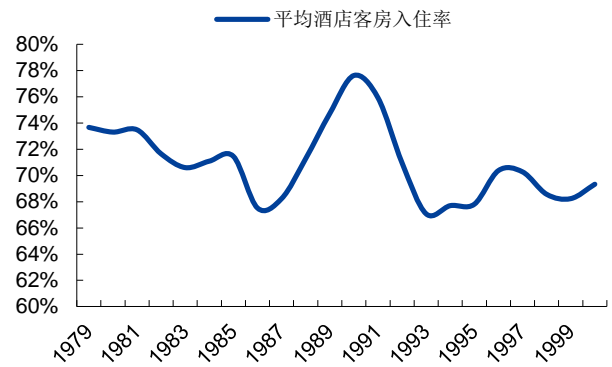
上世纪 80 年代初，日本与我国目前的消费水平类似，当时随着日本的快速与国际接轨，日本国内旅游业的快速发展，1979 年至 1990 年，酒店数量年复合增速达 11.8%，而该时段日本酒店入住率保持 72%的较高水平。

图 99：1979 年至 2000 年日本酒店及日式旅馆数量



资料来源：日本旅游协会，华金证券研究所

图 100：1979 年至 2000 年日本酒店客房平均入住率



资料来源：日本旅游协会，华金证券研究所

四、投资建议与推荐、关注公司

纺织服装方面，我们建议关注以下几条投资主线：（1）业绩有保障的休闲服装企业，海澜之家、太平鸟、森马服饰；（2）同店增长良好，多品牌贡献增量未来有望实现较快增长的女装企业，安正时尚、歌力思；（3）受益于电商销售快速增长的服装供应链平台企业，南极电商；跨境出口行业快速增长，关注跨境出口龙头企业跨境通。

餐饮旅游方面，我们建议关注：（1）好赛道、好格局的免税龙头中国国旅；（2）关注酒店双寡头锦江股份/首旅酒店；（3）估值相对合理、外延扩张预期的中青旅/宋城演艺；（4）出境游复苏的大背景下、布局上游资源和下游渠道的零售龙头众信旅游。

食品饮料方面，我们建议关注：（1）预期修复，渠道库存良好的乳品龙头伊利股份；（2）原材料资源构筑定价权护城河的涪陵榨菜；（3）酵母行业龙头，产能逐步外延扩张的安琪酵母。

另外，基于前述我们对于消费行业轮运的判断，以及对一致预期中业绩增速较快、目前 PE 合理公司的梳理，我们选取可关注公司，见表 9。

表 8：大消费行业推荐公司业绩估值表

股票代码	公司简称	目前股价	目前市值 (亿元)	EPS			PE			PEG
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2018E
600398.SH	海澜之家	13.39	601.58	0.74	0.82	0.92	18.07	16.28	14.59	1.43
603808.SH	歌力思	25.30	85.26	0.91	1.13	1.40	28.20	22.38	18.09	0.94
603839.SH	安正时尚	19.62	79.39	1.00	0.89	1.15	29.07	22.11	17.07	0.72
002563.SZ	森马服饰	13.33	358.50	0.42	0.58	0.70	31.50	22.81	19.17	0.83
601888.SH	中国国旅	65.87	1286.10	1.30	1.86	2.32	50.82	35.46	28.33	1.27
002707.SZ	众信旅游	11.28	95.84	0.28	0.44	0.57	41.20	25.85	19.93	0.91
600138.SH	中青旅	22.42	162.28	0.79	0.85	1.00	28.39	26.33	22.36	1.46
300144.SZ	宋城演艺	24.54	356.47	0.73	0.89	1.06	33.39	27.44	23.17	1.25
600887.SH	伊利股份	31.83	1934.78	0.99	1.20	1.44	32.24	26.45	22.15	1.08
002507.SZ	涪陵榨菜	27.27	215.26	0.52	0.73	0.91	51.98	37.48	30.01	1.15
600298.SH	安琪酵母	38.70	318.92	1.03	1.34	1.65	37.64	28.94	23.46	1.09
002640.SZ	跨境通	17.40	269.22	0.52	0.80	1.09	35.85	21.69	15.96	0.41

002127.SZ	南极电商	10.03	246.22	0.34	0.35	0.51	46.08	28.34	19.80	0.60
-----------	------	-------	--------	------	------	------	-------	-------	-------	------

资料来源: Wind, 最新日期 2018/06/12, 华金证券研究所

表 9: 大消费行业可关注公司业绩估值表

股票代码	公司简称	目前股价	目前市值 (亿元)	EPS			PE			PEG
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2018E
002042.SZ	华孚时尚	8.48	128.84	0.69	0.58	0.70	19.02	14.71	12.05	0.57
603877.SH	太平鸟	36.04	173.33	0.97	1.37	1.78	37.99	26.29	20.23	0.71
002293.SZ	罗莱生活	16.68	124.22	0.61	0.73	0.87	29.03	22.95	19.28	1.01
002327.SZ	富安娜	12.23	106.54	0.60	0.68	0.80	21.59	17.91	15.34	0.96
600258.SH	首旅酒店	28.06	274.68	0.77	0.89	1.14	43.54	31.38	24.62	0.95
600754.SH	锦江股份	38.23	333.37	0.92	1.17	1.45	41.53	32.71	26.42	1.29
002582.SZ	好想你	12.71	65.54	0.21	0.37	0.54	61.32	34.80	23.38	0.56
600729.SH	重庆百货	36.03	146.47	1.49	1.98	2.52	24.19	18.19	14.32	0.61
002511.SZ	中顺洁柔	9.99	128.64	0.47	0.34	0.43	36.85	29.24	23.06	1.11
603898.SH	好莱客	30.79	98.64	1.15	1.45	1.88	28.34	21.30	16.34	0.67
002605.SZ	姚记扑克	8.34	33.12	0.19	0.30	0.37	43.11	27.37	22.69	0.72
002615.SZ	哈尔斯	6.99	28.69	0.27	0.38	0.50	26.13	18.33	14.07	0.51
002084.SZ	海鸥住工	5.18	26.23	0.18	0.26	0.38	28.52	20.02	13.59	0.45

资料来源: Wind 一致预期, 最新日期 2018/06/12, 华金证券研究所

五、风险提示

1. 经济增速或不达预期, 行业终端销售或低于预期;
2. 经济转型期的宏观、行业政策或发生变化;
3. 行业竞争激烈, 上市公司业绩或不达预期。

食品饮料

- 1、食品安全风险; 2、原材料成本快速上升的风险; 3、销售不达预期。

纺织服装

- 1、终端销售不达预期; 2、新品牌或并购整合品牌不达预期。3、原材料成本大幅上升的风险。

旅游

- 1、突发性事件(恐袭、自然灾害等)影响旅游意愿; 2、免税政策放开不及预期。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn