

复苏确定，拥抱成长

——消费服务行业（零售&社服）2020 年中期投资策略报告

行业核心观点：

目前，我国疫情已得到有效控制，我们认为疫情在我国二次爆发的可能性极低，新冠疫情进入后阶段，国内消费加快复苏，政府持续推出各种政策刺激消费，多措并举促进消费回升。综合考虑疫情、宏观经济、政策多重因素，我们精选短期受益于消费复苏，长期具备成长逻辑的细分赛道：1) **电商**：疫情加速线上新零售崛起，618 购物节进一步点燃电商板块；2) **超市**：疫情导致生鲜需求转移超市，“农改超”和到家业务支撑行业长线增长；3) **教育**：“保就业”政策相继出台，职业教育迎风口；4) **旅游**：疫情倒逼出境游转向国内游，看好免税和主题公园演艺。

投资要点：

- **影响下半年消费服务行业投资的关键因素：疫情、宏观经济、政策。**1) **疫情**：国内二次爆发概率不大，关注疫苗研发进展。国内疫情控制良好，疫情控制“常态化”，国外疫情仍处于爆发阶段，尚未见顶。我国防控有序，下半年疫情在我国二次爆发概率不大，主要风险来源于外部输入，乐观估计 2020 年底或 2021 年初疫苗可能研发成功并推出。2) **政策**：政府力推组合拳刺激消费，重点支持消费服务业复苏。从消费券投放到税收优惠，多措并举促进消费回升，两会重点强调扩大内需战略，支持餐饮、商场、旅游等生活服务业恢复发展，预计相关政策还会持续推出。3) **宏观经济**：可选消费加快复苏，食品 CPI 增速从高位逐步回落。社零总额增速降幅收窄，同时可选消费加快复苏，疫情扩大了 CPI 的结构分化，食品 CPI 创历史新高，预计下半年逐步回落，但全年平均食品 CPI 仍在高位。

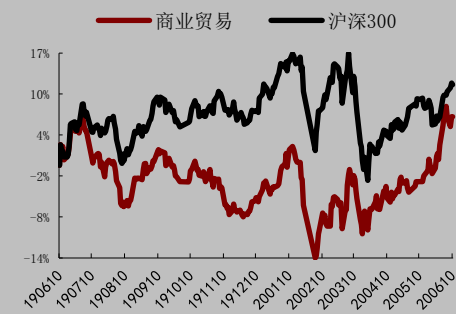
- **短期受益于消费复苏，长期具备成长逻辑，精选细分赛道：**

1) **电商**：疫情加速线上新零售崛起，618 购物节进一步点燃电商板块。需求与技术为新零售提供驱动和支持，新零售发展迅猛，疫情导致线下加速转线上，直播带货爆炸式增长，内容化、社区化的购物场景成为带动疫情期间消费复苏的重要动能。疫情后首个电商大促 618 销势强来，有望进一步带火电商板块。A 股电商板块龙头企业包括多品类布局的新零售龙头南极电商等。

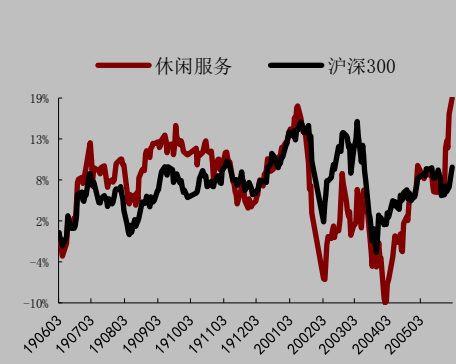
强于大市（维持）

日期：2020 年 06 月 11 日

商业贸易行业相对沪深 300 指数表



休闲服务行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 06 月 10 日

相关研究

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：李滢

电话：15521202580

邮箱：liyong1@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

2) 超市：疫情导致生鲜需求转移超市，“农改超”和到家业务支撑行业长线增长。

疫情导致生鲜需求转移至超市，食品 CPI 高位运行，有助于以食品销售为主的超市业绩增速提升。长期来看，未来超市的看点是对农贸市场的替代，以及到家业务的发展。A 股超市龙头包括全渠道推进“到店+到家”业务的永辉超市，以及立足胶东扩张提速、业绩增长稳健的家悦等。

3) 教育：“保就业”政策相继出台，职业教育迎风口。疫情影响导致失业率提高，

“保就业”政策相继出台，百日冲刺加大就业支持力度，扩招硕士研究生、普通专升本、教师队伍等，此外公务员招录扩招趋势明显，均利好职培训教行业。A 股职业教育龙头为多赛道扩张的中公教育。

4) 旅游：疫情倒逼出境游转向国内游，看好免税和主题公园演艺。Q2 旅游复工进展顺利，

国外疫情仍然严峻，出境游转国内游，利好国内旅游行业发展，细分行业中，我们最看好免税和主题公园。**免税：**中国免税市场规模与自身消费体量不成比例，70%的奢侈品境外消费，疫情倒逼消费回流，海南离岛免税政策稳步推出，市内免税政策有望放松，利好免税行业。免税行业相关上市公司包括绝对龙头中国国旅、从旅游涉水免税业务的凯撒旅业、以及近期拿到免税经营资格的王府井。**主题公园演艺：**主题公园类旅游演出票房过去几年保持 20% 的高增长，为高增长细分赛道，龙头宋城演艺旗下千古情系列票房占据全市场 2/3 左右，未来 3 年多个项目即将落地值得期待。

- **风险提示：**1、政策风险。2、市场投资风格切换风险。3、疫情二次爆发风险。

目录

1、行情和业绩回顾.....	5
1.1 行情回顾.....	5
1.2 A 股上市公司业绩回顾.....	5
2、影响下半年消费服务行业投资的关键因素.....	9
2.1 疫情：国内二次爆发概率不大，关注疫苗研发进展.....	9
2.2 政策：政府力推组合拳刺激消费，重点支持消费服务业复苏.....	11
2.3 宏观经济：可选消费加快复苏，食品 CPI 增速从高位逐步回落.....	12
3、短期受益于消费复苏，长期具备成长逻辑，精选细分赛道.....	13
3.1 电商：疫情加速线上新零售崛起，618 购物节进一步点燃电商板块.....	13
3.2 超市：疫情导致生鲜需求转移超市，“农改超”和到家业务支撑行业长线增长.....	17
3.3 教育：“保就业”政策相继出台，职业教育迎风口.....	22
3.4 旅游：疫情倒逼出境游转向国内游，看好免税和主题公园演艺.....	26
3.4.1 国内旅游行业复工进展顺利，长期看好免税和主题公园演艺.....	26
3.4.2 免税行业：政策有序放开+境外疫情倒逼消费回流，免税行业增长确定.....	28
3.4.3 主题公园演艺：行业高增长，龙头扩张能力强大.....	30
4、投资建议.....	32
5、风险提示.....	33
图表 1：2020 年以来商贸零售和休闲服务跑赢上证综指 (%) _截至 6 月 5 日	5
图表 2：2013 年-2020Q1 休闲服务业绩情况.....	6
图表 3：2013 年-2020Q1 商贸零售业绩情况.....	6
图表 4：申万一级子行业营收增长率（按 2020Q1 增速排序）.....	6
图表 5：申万一级子行业归母净利润增长率（按 2020Q1 增速排序）.....	7
图表 6：申万商贸零售子行业 2019&2020Q1 营收同比增速对比（按 2020Q1 增速排序）.....	7
图表 7：申万商贸零售子行业 2019&2020Q1 归母净利润同比增速对比（按 2020Q1 增速排序）.....	8
图表 8：申万休闲服务子行业 2019&2020Q1 营收同比增速对比（按 2020Q1 增速排序）.....	8
图表 9：申万休闲服务子行业 2019&2020Q1 归母净利润同比增速对比（按 2020Q1 增速排序）.....	9
图表 10：国内外当日新增确诊病例（例）.....	10
图表 11：国内现有确诊及海外累计确诊病例（例）.....	10
图表 12：重点海外国家当日新增确诊病例（例）.....	10
图表 13：我国当日新增确诊病例构成（例）.....	10
图表 14：疫情后各部门刺激消费相关政策一览.....	11
图表 15：社会消费品零售总额当月同比及实际当月同比 (%).....	13
图表 16：CPI 当月同比 (%).....	13
图表 17：中国网民规模及互联网普及率.....	14
图表 18：网络购物用户规模及使用率.....	14
图表 19：阿里巴巴、京东、拼多多活跃会员数.....	14
图表 20：阿里巴巴、京东、拼多多 GMV.....	14
图表 21：中国网络直播用户规模及使用率.....	14

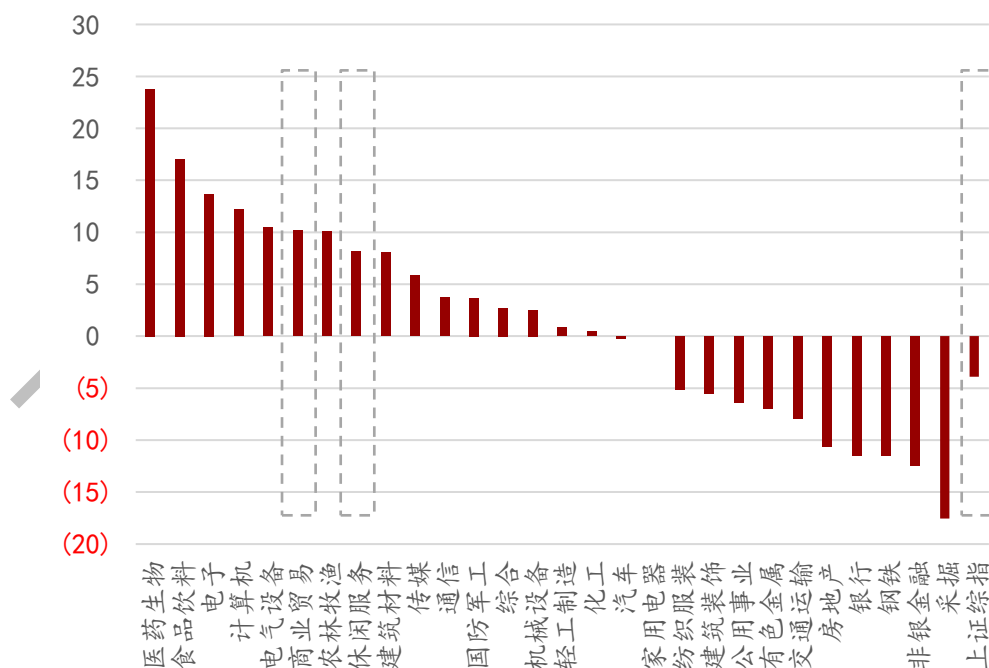
图表 22: 电商直播 GMV 市场规模及增长率.....	14
图表 23: 实物商品网上零售额同比增速及在社零中占比 (%)	15
图表 24: 实物商品网上零售额分品类同比情况 (%)	15
图表 25: 历年双 11 当天与 618 当天移动购物行业 DAU (万)	16
图表 26: 2019 年 618 大促期间揽件量与双 11 对比	16
图表 27: 南极电商营收增速高, 受疫情一定影响.....	16
图表 28: 南极电商 GMV 保持高速增长.....	16
图表 29: 近 30 天南极电商品牌销量为天猫平台第一 (万件)	17
图表 30: 南极电商今年以来股价上涨超过 50%	17
图表 31: 2009-2023 年中国生鲜销售额及同比增速情况和预测.....	18
图表 33: 商超布局线上业务相关事件	18
图表 33: 到家服务入局企业情况	19
图表 32: 2009-2019 年中国生鲜销售超市与传统菜市场渠道占比变化情况.....	20
图表 34: 食品类价格提升推动 CPI	21
图表 35: 永辉超市食品生鲜营收占比近 90%.....	22
图表 36: 家家悦生鲜营收占比超 70%.....	22
图表 37: “百日冲刺”计划十大专项行动汇总表	23
图表 38: 各地区省考扩招情况汇总表 (截至 5 月 26 日)	24
图表 39: 2016-2020 考研人数报名情况	24
图表 40: 2017 年职业教育培训市场各赛道收入占比.....	25
图表 41: 职业教育培训市场较分散 (2017 年, 按收入)	25
图表 42: 2015-2019 公司各项业务营收构成.....	26
图表 43: 2019 年公司各项业务营收占比.....	26
图表 44: 北京当月旅游接待人数及同比.....	27
图表 45: 海南当月旅游接待人数及同比.....	27
图表 46: 国内游客持续增长.....	27
图表 47: 中国免税行业销售收入及增速.....	28
图表 48: 中国奢侈品消费情况.....	28
图表 49: 2018 年中国免税业收入渠道分布.....	29
图表 50: 2018 年韩国免税品销售渠道分布.....	29
图表 51: 国内免税业务企业基本信息	29
图表 52: 2018 年国内免税市场份额情况	30
图表 53: 2018 全球免税集团排名 单位: 亿欧元	30
图表 54: 国内旅游演出票房及增长情况	31
图表 55: 2018 年主题公园演出各系列票房占比情况	31
图表 56: 宋城演艺营收和归母净利润.....	31
图表 57: 宋城演艺主题公园发展的三个阶段	31

1、行情和业绩回顾

1.1 行情回顾

商业贸易与休闲服务市场表现均跑赢大盘。年初至今，申万商贸零售行业指数上涨10.15%，休闲服务指数下跌8.15%，分别跑赢上证综指14.06个pct和12.06个pct。子行业中，超市、电商、教育服务表现相对较好，百货、旅游、景区等线下消费场景为主的行业在疫情期间股价大幅下挫，4月份开始反弹。

图表 1：2020 年以来商贸零售和休闲服务跑赢上证综指 (%) _截至 6 月 5 日

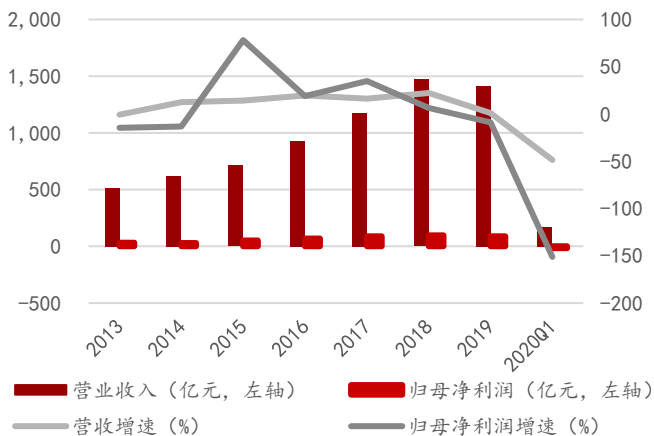


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

1.2 A股上市公司业绩回顾

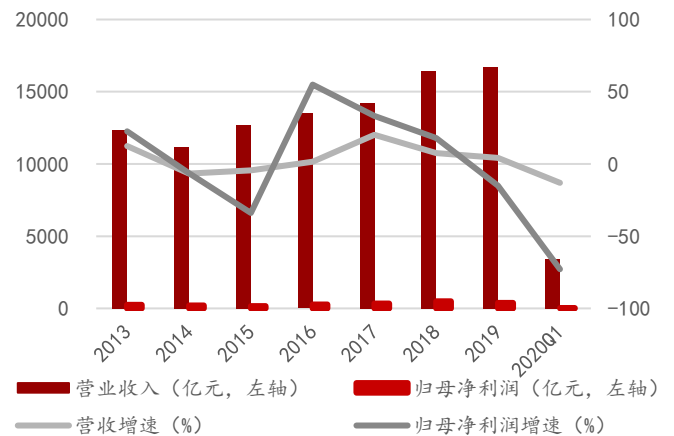
2019年商业贸易和休闲服务板块营收与利润增速放缓，2020Q1业绩遭受重创。2019年，商贸零售行业总营收16728.34亿元，同比增长4.27%，归母净利润378.47亿元，同比下降15.17%；休闲服务行业总营收1415.15亿元，同比增长0.98%，归母净利润87.42亿元，同比下降8.95%。2019年商贸零售和休闲服务的盈利增速均呈下降态势，其中：商贸零售行业上市公司主要是线下零售企业，近年来受线上新零售崛起的冲击导致盈利下降；休闲服务行业盈利下降主要受腾邦国际大额计提减值损失导致净利润大幅亏损拖累所致。2020Q1，受疫情影响，商贸零售和休闲服务业绩受挫严重。其中，商贸零售行业总营收3443.94亿元，同比下降13.06%，归母净利润31.27亿元，同比下降72.87%；休闲服务行业总营收173.50亿元，同比下滑48.63%，归母净利润-17.29亿元，同比下降151.16%。由于商贸零售和休闲服务上市公司均以线下消费场景为主，受疫情影响最直接，因此业绩受到的影响也较其他行业更严重，特别是休闲服务行业，业绩降幅在申万28个一级行业中最大。

图表 2：2013年-2020Q1休闲服务业绩情况



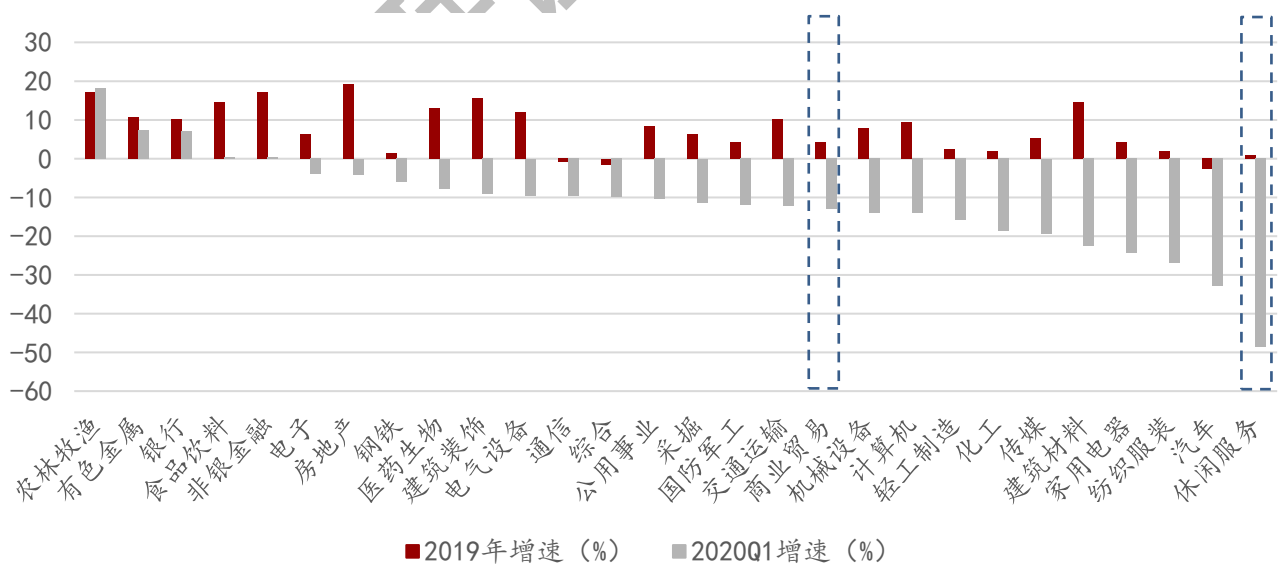
资料来源：Wind，万联证券研究所整理

图表 3：2013年-2020Q1 商贸零售业绩情况



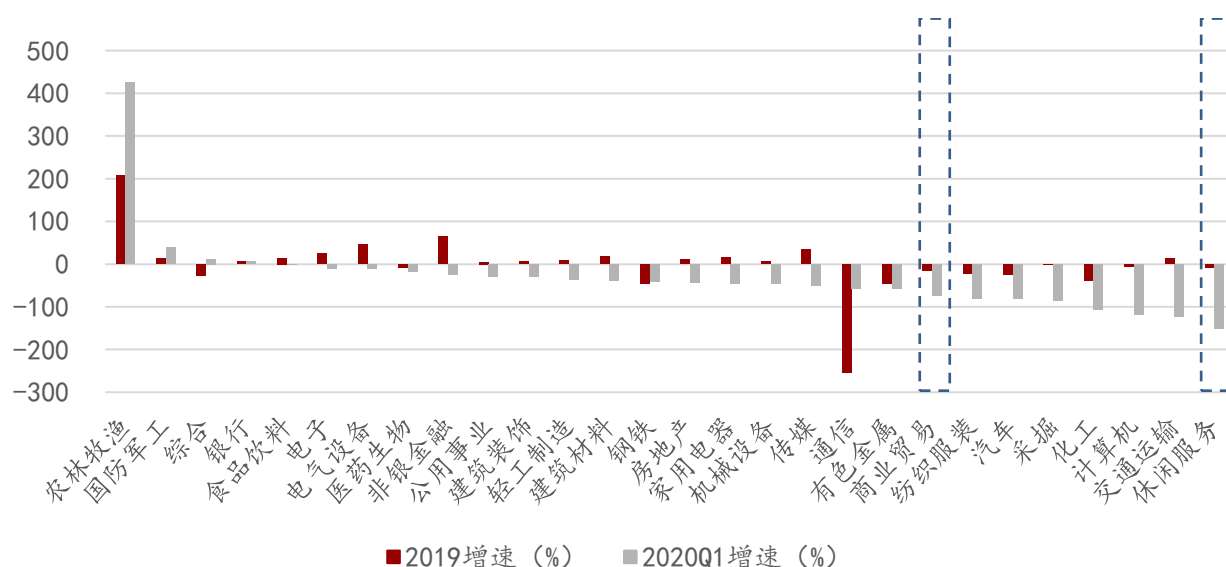
资料来源：Wind，万联证券研究所整理

图表 4：申万一级子行业营收增长率（按 2020Q1 增速排序）



资料来源：Wind，万联证券研究所整理

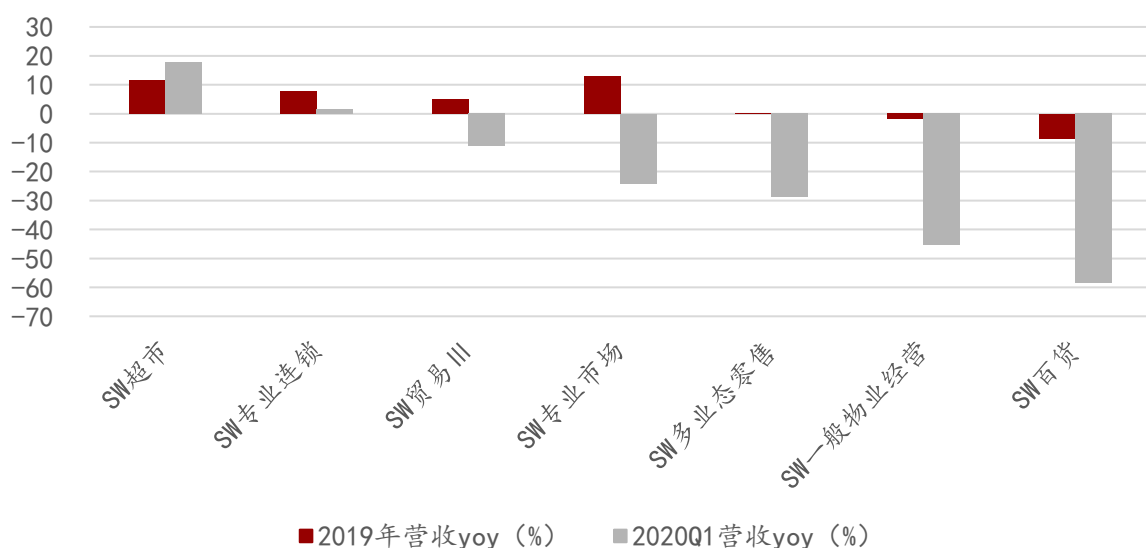
图表 5: 申万一级子行业归母净利润增长率 (按 2020Q1 增速排序)



资料来源: Wind、万联证券研究所整理

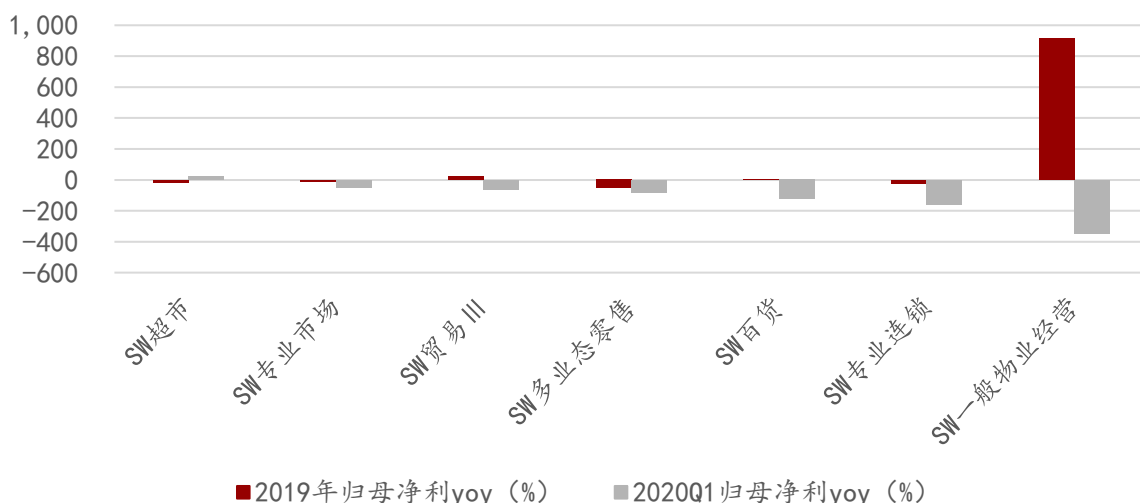
商贸零售子板块: 疫情下超市逆势增长, 而百货下跌严重。2019 年营收同比增速较高子板块为专业市场 (+13.01%)、超市 (+11.53%), 而百货 (-8.53%) 表现最差; 2020 年 Q1, 商贸零售子行业营收只有超市逆市同比大幅增长 21.22%, 专业连锁也微弱正增长 1.59%, 主要是因为疫情期内大量农贸市场关停, 部分生鲜食品需求转移至超市; 其他子板块同比全线下滑, 其中, 百货板块跌幅最大, 营收同比下降 58.45%。2019 年归母净利润同比增速最高的一般物业经营板块, 多业态零售表现最差, 跌幅达到 52.33%; 2020 年 Q1, 受疫情影响, 专业连锁、一般物业经营板块跌幅最大, 而超市板块则录得 21.22% 的增速。

图表 6: 申万商贸零售子行业 2019&2020Q1 营收同比增速对比 (按 2020Q1 增速排序)



资料来源: Wind、万联证券研究所整理

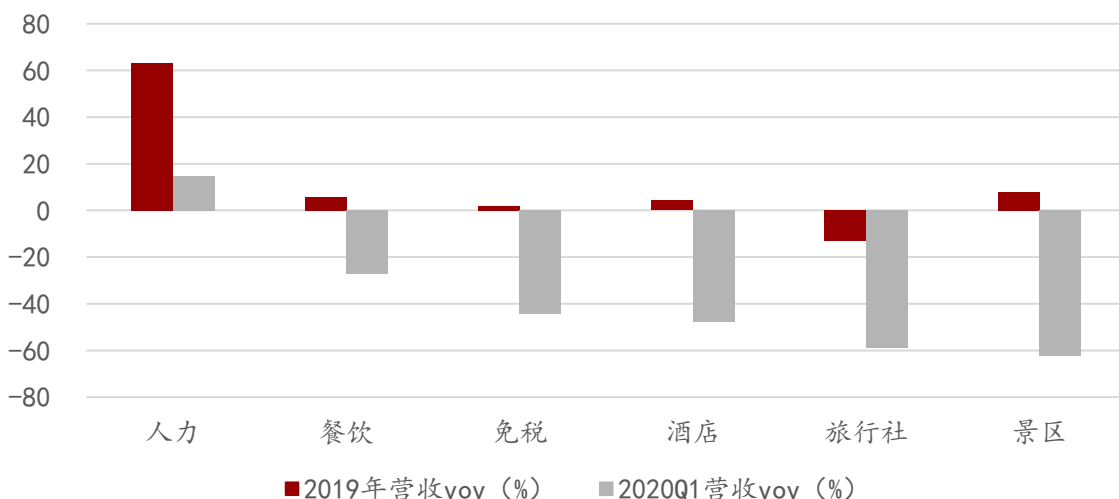
图表7：申万商贸零售子行业2019&2020Q1归母净利同比增速对比（按2020Q1增速排序）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

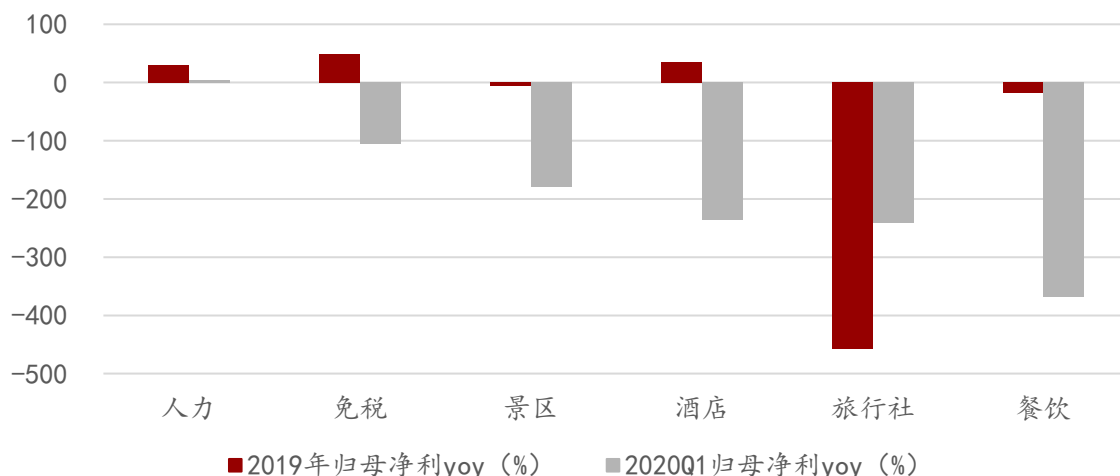
休闲服务子板块：业绩全线下降，疫情后国内旅游有望率先复苏。2019年营收同比增速分别为景区（+7.87%）、餐饮（+5.93%）、酒店（+4.24%）、免税（+2.04%）、旅行社（-13.00%）；2020年Q1，休闲服务子行业营收增速几乎全线下跌，跌幅分别为餐饮（-27.24%）、免税（-44.23%）、酒店（-47.69%）、旅行社（-58.79%）、景区（-62.21%）。**归母净利润方面，2019年，免税板块增速最高，归母净利润大幅增长49.58%，旅行社由于部分头部公司大额商誉减值，以-458.46%的增速位居倒数第一；**2020年Q1，受疫情影响，归母净利润同比全部下降，免税、景区、酒店、旅行社、餐饮板块分别下降105.21%、180.06%，236.77%，240.82%，368.81%。目前旅游行业处于复苏阶段，由于国内国外疫情阶段不同，各细分行业复苏节奏不同，国内旅游率先复苏，相关的板块包括景点、餐饮、酒店，出境游复苏有待国外疫情的控制，相关的板块包括免税、出境游。

图表8：申万休闲服务子行业2019&2020Q1营收同比增速对比（按2020Q1增速排序）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表9：申万休闲服务子行业2019&2020Q1归母净利同比增速对比（按2020Q1增速排序）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

2、影响下半年消费服务行业投资的关键因素

2.1 疫情：国内二次爆发概率不大，关注疫苗研发进展

国内疫情控制良好，国外疫情仍处于爆发阶段，尚未见顶。面对 COVID-19 的全球性蔓延，我国通过强而有力的防疫举措控制住了疫情，截至 6 月 5 日，全国当日新增病例 3 例，现有确诊病例仅 67 例。反观海外，截至 6 月 5 日，海外累计确诊病例快速上升至 676.56 万例，当日新增 13.21 万例，其中疫情最严重的美国、巴西当日新增病例均超过 2 万例。美国为重灾区，累计确诊 196.59 万例，累计死亡 11.14 万例，虽然新增病例较 4 月初的高点有所下降，但下降曲线平缓，每日新增病例仍高达 2 万左右；拉美疫情处于快速上升期，尤其以巴西最为严重；欧洲疫情拐点已过，新增病例显著减少，但俄罗斯疫情仍处于爆发阶段，日新增 8000 多例。由于疫情爆发初期，海外国家对疫情重视程度不足，错过了疫情防控的黄金窗口期，叠加人文文化、社会制度、经济状况等维度的影响，海外防疫难度预计远高于国内，拐点何时显现尚未可知。

我国新增病例降为个位数，新冠疫情控制“常态化”。我国近一个月以来日新增病例基本控制在个位数，且大部分为境外输入病例，反映了我国“抗疫”的基本成功。但由于海外疫情的影响，我国仍不能放松疫情管控，5月8日，国务院发布《应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的指导意见》，此次政策将新冠肺炎疫情防控工作定位为“常态化”。疫情后续走势对消费行业具有重大影响，下半年需持续关注。

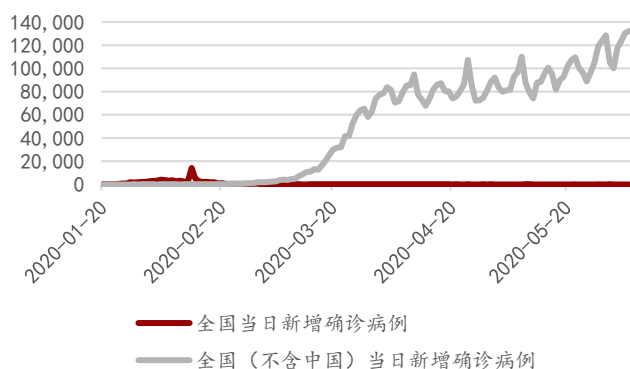
下半年疫情可能二次爆发，但我国防控有序，主要风险来源于外部输入。疫情会在全球互相输送和变异，随着北半球夏天逐渐到来，南半球开始进入秋冬季，疫情从北半球往南半球转移，因此近期拉美地区疫情开始上升，到了下半年，北半球进入冬天，疫情可能会再次从南半球输送回北半球，北半球已经控制住疫情的国家可能会出现二次爆发，不排除下半年新冠肺炎反复流行、进一步延长全球衰退的可能。回顾 1918 年爆发的大流感，跨越了 3 个年头，爆发、消退、又爆发，又消退，再爆发，再消退，

一共 3 次，直至 1920 年的春天才彻底结束。但我国明确疫情控制“常态化”，国内大规模爆发的概率较低，主要风险来自外部输入。

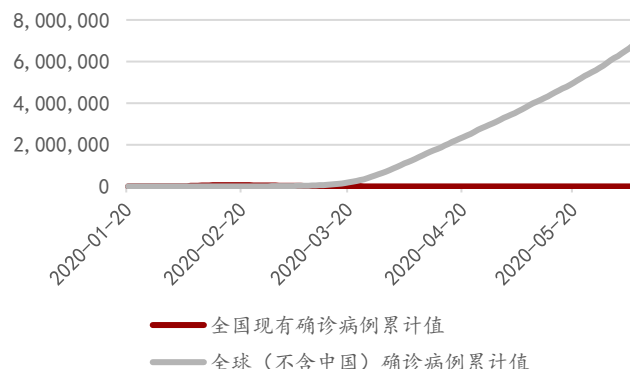
包括我国在内的多项疫苗研发进入临床实验，乐观估计 2020 年底或 2021 年初可能研发成功并推出。根据世卫组织报告，全球正在研发的 COVID-19 疫苗项目共计超过 120 项，15 项已进入临床试验阶段，其中包括我国陈薇院士研发的疫苗。多家疫苗公司宣告，5 月初进入临床实验，疫苗最早 9 月份能做好紧急使用的准备，但要找到足够大的样本量完成二三期试验，确认安全性，预计今年推出难度较大，但乐观估计，2020 年底或 2021 年初可能研发成功并推出。如果疫苗成功推出，将大大缩短此次疫情的延续时间和由此造成的经济损失。

疫情成为贯穿全年投资的重要影响因素，下半年重点关注消费行业的复苏。上半年尤其是 1 季度，由于我国疫情严重，市场投资热点聚集在食品饮料、超市等与必须消费相关的行业，下半年随着消费复苏，我们认为可关注线下可选消费行业。

图表 10：国内外当日新增确诊病例（例）



图表 11：国内现有确诊及海外累计确诊病例（例）

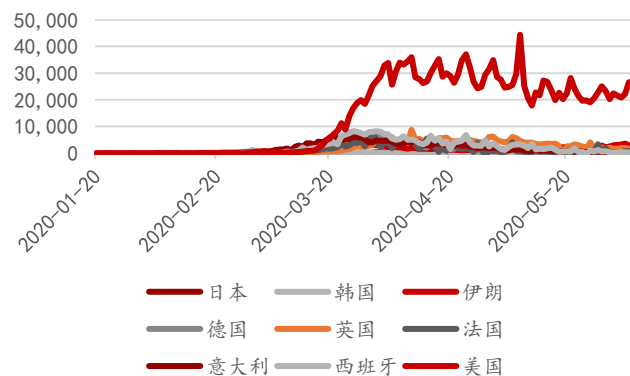


资料来源：Wind，万联证券研究所整理

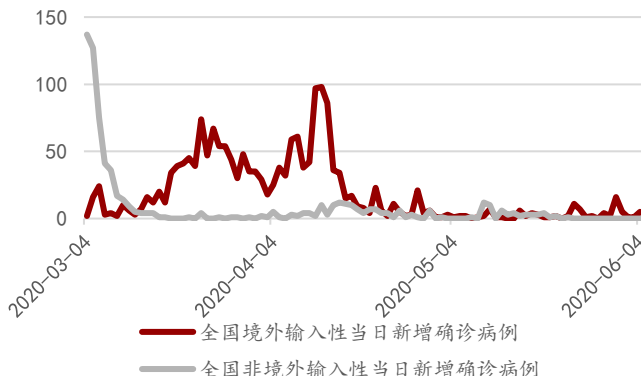
注：全国数据不含港澳台，下同

资料来源：Wind，万联证券研究所整理

图表 12：重点海外国家当日新增确诊病例（例）



图表 13：我国当日新增确诊病例构成（例）



资料来源：Wind，万联证券研究所整理

资料来源：Wind，万联证券研究所整理

2.2 政策：政府力推组合拳刺激消费，重点支持消费服务业复苏

政府持续推出各种政策刺激消费，多措并举促进消费回升。近年来消费作为推动我国经济发展的重要驱动力，对 GDP 的增长举足轻重。尽管近期政府不把 GDP 增长作为政策目标，但消费对我国经济发展依然起着很关键的作用，消费扩容及消费升级的大政策不会改变。疫情后相关政策托底消费，从各地的消费券投放到给企业更多的政策优惠，政府刺激消费的政策一直持续不断地推出。

两会重点强调扩大内需战略，促进消费力度重大。今年两会提出的坚定实施扩大内需战略，一方面是让扩大内需与供给侧结构性改革相结合，让供给侧结构性改革去创造和拉动需求；另一方面也凸显了在当前复杂外部形势下提振内需的重要性和紧迫性。两会期间《政府工作报告》明确提出“加大减税降费力度”，“助力市场主体纾困发展”等，“两会”提出支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，免征公共餐饮住宿、旅游娱乐等服务增值税，推动餐饮旅游行业复苏。

图表14：疫情后各部门刺激消费相关政策一览

政策出台部门	出台时间	政策文件	政策要点
西安市商务局	2月21日	《促进商贸业健康发展38条措施》	年零售额10亿元以上的大型百货、超市企业开展的促消费活动，按照其促消费用给予一定补助
辽宁省政府	3月6日	《支持文化和旅游企业共渡难关若干政策措施》	鼓励向大众发放惠民文化和旅游消费券，促进文旅市场复苏
国家发改委、商务部等23个部门	3月13日	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	重点推进文旅休闲消费提质升级，丰富特色文化旅游产品，改善入境旅游与购物环境，创新文化旅游宣传推广模式。
广东省工信厅	4月12日	《关于提供家电下乡备选生产企业及产品清单的函》	广东省财政安排5.8亿元支持开展2020年家电下乡专项行动。
河南发改委等部门	4月16日	《关于促进消费市场扩容提质的若干意见》	针对餐饮娱乐、文化旅游、住宿、体育健身、商业零售、电影院等行业，发放电子消费券。郑州首批5000万元消费券。
文化和旅游部办公厅	5月1日	《文化和旅游部办公厅关于用好地方政府专项债券的通知》	争取将文化和旅游行业纳入各地地方政府专项债券重点支持范围。
贵州省金融监督管理局	5月10日	《贵州金融系统“金融担当·促进消费”倡议书》	多出支持消费的信贷政策和信贷消费产品，加大个人贷款投放规模，推动消费提质扩容；灵活调整个人消费贷款还款安排，提高个人消费的金融服务效率，促进消费回补，释放新型消费潜力。
广州市黄埔区工业和信息化局	5月18日	《广州市黄埔区 广州开发区 广州高新	对生产汽车、电子终端消费品的企业，2020年采购金额2亿元以上的，按采购金额的5%给予奖励，单个企业最高300万元

区促进消费品工业发
展八条》

全国人大常 委会	5月25日	《全国人民代表大会 常务委员会工作报 告》	坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，提高居民消费意愿和能力，多措并举推动消费的回升，支持餐饮、商场、旅游等生活服务业恢复发展。
-------------	-------	-----------------------------	--

资料来源：各部门公告，万联证券研究所整理

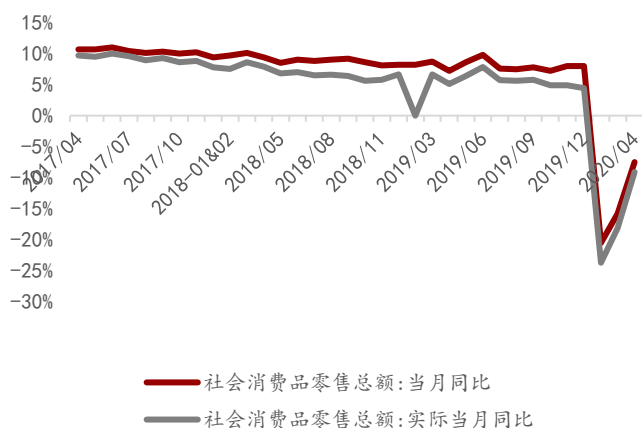
2.3 宏观经济：可选消费加快复苏，食品CPI增速从高位逐步回落

随着复产复工进行，社零总额降幅收窄。由于疫情影响，2020年1-2月我国社零数据遭遇断崖式下跌，社零总额近25年来首次出现负增长，同比下降20.50%，为随着3月份开始复产复工，消费回暖，3月社零总额同比下降15.80%，4月社零总额同比下降7.50%，降幅持续收窄。疫情对消费的影响继续，但降幅收窄加快，显示随着复产复工进行，消费处于快速复苏态势。

粮油食品为代表的必须消费保持较高增长，同时可选消费加快复苏。4月各类消费除粮油食品外，同比增速均较3月份均有不同程度的好转，尤其可选消费加快复苏。粮油食品生活必需品(18.2%)继续维持高增速，但增速较3月(19.2%)略微收窄了1个pct。饮料(12.9%)、通讯器材(12.2%)、中西药品(8.6%)、日用品(8.3%)、烟酒(7.1%)、文化办公用品(6.5%)、化妆品(3.5%)都实现了同比正增长，其中烟酒、化妆品同比实现由负转正。餐饮、服装、家用电器、金银珠宝等可选消费受疫情冲击较为严重，零售同比仍下降，但降幅均收窄，特别是餐饮、服装，疫情后首现降幅收窄，显示餐饮、服装行业在4月份也开始进入复苏通道。

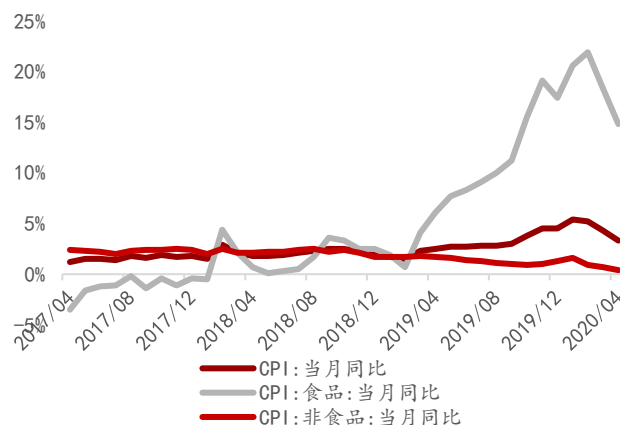
疫情扩大了CPI的结构分化，食品CPI创历史新高，Q2开始回落，但全年平均食品CPI仍在高位。2020年1-4月份CPI同比增速分别为5.4%、5.2%、4.3%、3.3%，1季度CPI的上涨主要由食品带动，食品CPI同比增速分别为20.6%、21.9%、18.3%、14.8%，而非食品CPI同比增速分别为1.6%、0.9%、0.7%、0.4%，反而在下跌。2020年食品CPI同比涨幅大幅高于2019年年均9.2%的增速，其中2月食品CPI份创下近11年来的历史新高，主要原因是非瘟和疫情叠加导致的猪肉价格上涨，以及疫情下物流不畅导致生鲜价格上涨。从3月开始，随着疫情后生猪调运通畅、物流成本下降，春夏时令生鲜上市，食品CPI开始回落。下半年预计猪肉价格回到本轮猪周期的高点并逐步回落，生鲜供应也将恢复正常，考虑翘尾因素，预计食品CPI持续回落，在全年平均食品CPI仍在高位。

图表15：社会消费品零售总额当月同比及实际当月同比 (%)



资料来源：国家统计局，万联证券研究所整理

图表16：CPI 当月同比 (%)



资料来源：国家统计局，万联证券研究所整理

3、短期受益于消费复苏，长期具备成长逻辑，精选细分赛道

3.1 电商：疫情加速线上新零售崛起，618购物节进一步点燃电商板块

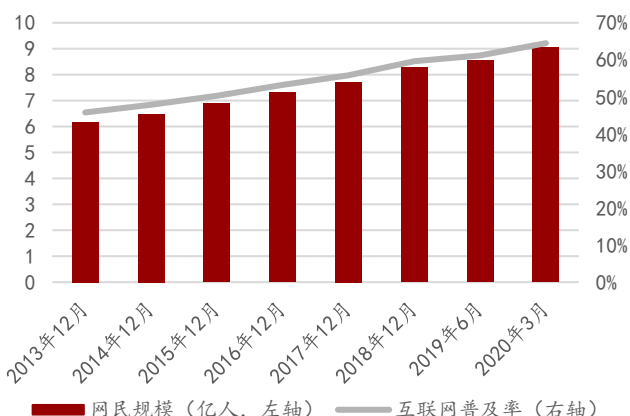
线上新零售崛起。从2016年阿里云栖大会上首次提出“新零售”概念起，融合线上、线下及物流的新零售模式近年发展迅猛，成为零售业转型的关键。随着零售业的发展，传统线下零售面临高运营成本、受电商冲击等多重困境，线上电商则面临竞争加剧，压缩利润空间，流量红利趋顶等挑战，零售转型呼声渐高。新零售经过三年发展，巨头的新零售布局放缓，寻找更加合理的发展方向。

需求与技术为新零售提供驱动和支持。需求方面，人均收入提升，中产阶级比重扩大，消费结构升级。90后作为新生代消费主力，具有网上消费惯性较强，注重个性、品质消费，价格敏感度降低等消费特点，成为线上新零售崛起的主要驱动力。**技术方面**，大数据、AI、物联网、云计算等技术的快速发展提供有力的技术支持。

新零售新形式：直播带货爆炸式增长、流量变现形式多样。直播电商不断拓展网络消费空间，通过“内容种草”、实时互动的方式激活用户感性消费，提升购买转化率及用户体验。根据CNNIC（中国互联网络信息中心）数据统计，截至2020年3月，电商直播用户规模达2.65亿，占网购用户的37.2%。2019年直播电商规模预计达到4338亿，同比增速达到226%，2020年预计至少翻倍。互联网巨头加速布局赛道，淘宝直播2019年GMV破2500亿，拼多多、京东等电商平台纷纷入局直播，快手、抖音等视频平台向自建电商闭环过渡。内容电商渗透货架式电商市场，微信小程序为代表的私域流量价值显现，下沉市场重要性凸显。

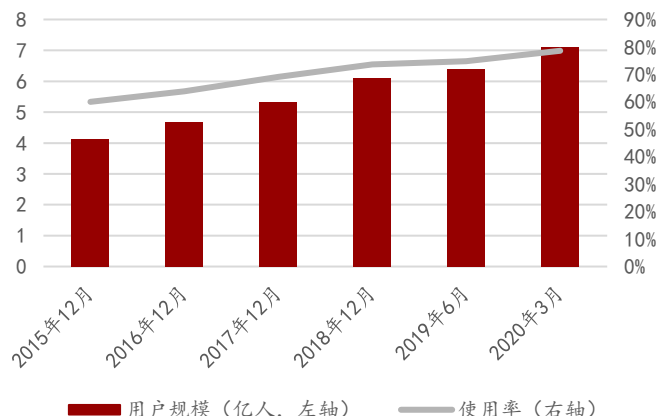
内容化、社区化的购物场景成为带动疫情期间消费复苏的重要动能。疫情导致的社交隔离状态进一步推进电商直播快速发展，QuestMobile数据显示，3月份用户在短视频和直播上的消耗时长同比增长了80%。优大人数据显示，直至20年3月淘宝直播共播放175万场，比2月9.7万场翻17倍，历史观看人次达34亿。

图表 17: 中国网民规模及互联网普及率



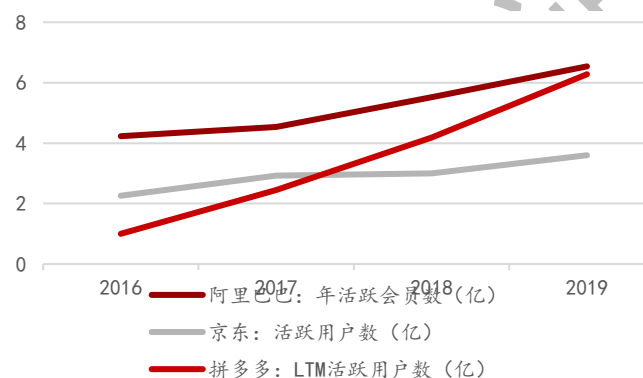
资料来源: CNNIC, 万联证券研究所整理

图表 18: 网络购物用户规模及使用率



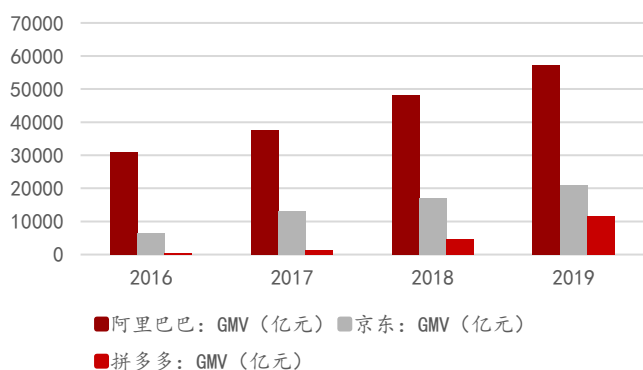
资料来源: CNNIC, 万联证券研究所整理

图表 19: 阿里巴巴、京东、拼多多活跃会员数



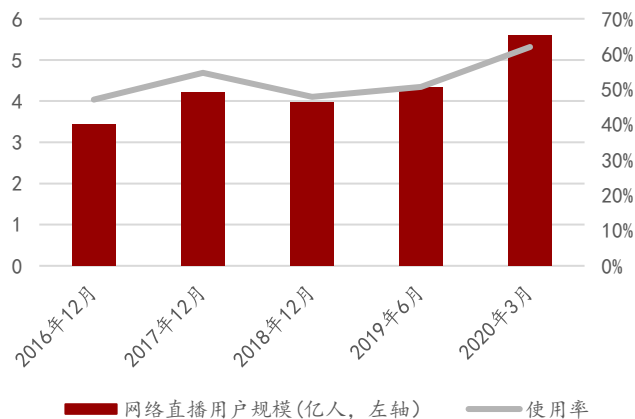
资料来源: 公司财报整理, 万联证券研究所整理

图表 20: 阿里巴巴、京东、拼多多 GMV



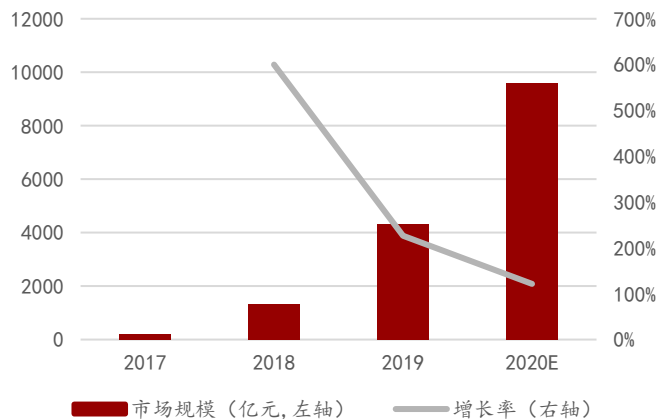
资料来源: 公司财报整理, 万联证券研究所整理

图表 21: 中国网络直播用户规模及使用率



资料来源: CNNIC, 万联证券研究所整理

图表 22: 电商直播 GMV 市场规模及增长率

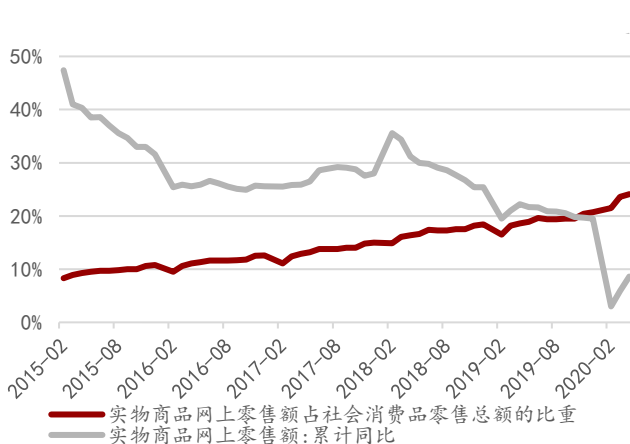


资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所整理

疫情导致线下加速转线上。疫情期间由于隔离需要以及部分实体商店停业，民众的消费需求由线下转为线上，线上消费活跃，线上增幅进一步提高。国家统计局数据显示，1-4 月份，全国网上零售额 30698 亿元，同比增长 1.7%，1-3 月份为同比下降 0.8%；其中，实物商品网上零售额同比增长 8.6% (+2.7pct)，占社会消费品零售总额的比重为 24.1%，较 2019 年提升了 3.4pct，渗透率进一步提升。

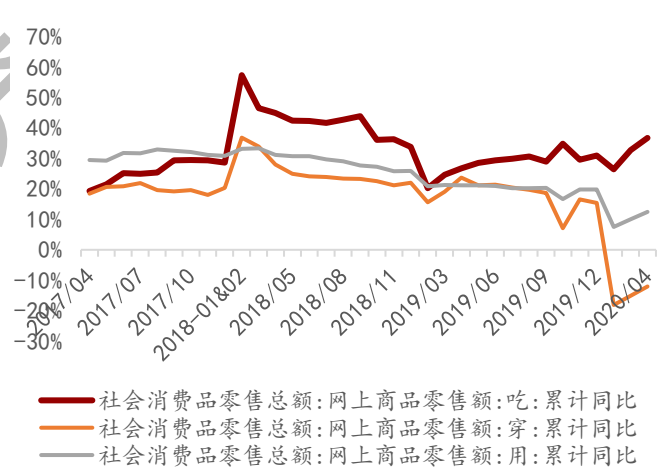
分品类看，食物必需品线上需求旺盛，用、穿品类放缓，下半年用、穿品类有望回暖。食物作为生活必需品，疫情期间人们减少线下采购数量，转为线上采购，食物品类仍保持较快增速。由于出门次数减少，非必需的用、穿品类需求减少，预期随着疫情好转将恢复较高增速。4 月份实物商品网上零售额中，吃/ 用/ 穿类商品分别同比 +36.7%/12.4%/-12.0%，环比分别 +4.0pct/2.4pct/3.1pct。

图表 23：实物商品网上零售额同比增速及在社零中占比 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

图表 24：实物商品网上零售额分品类同比情况 (%)



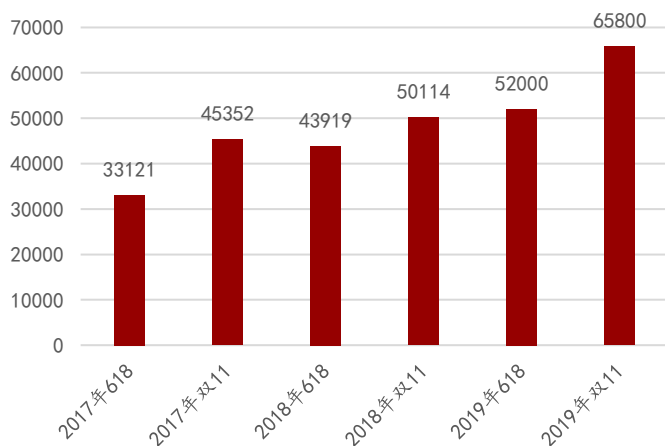
资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

展望 618，疫情后首个电商大促销强势来袭，进一步带火电商板块。618 大促活动已经成为年中最重要的行业大促活动，根据 QuestMobile 数据，2019 年 6 月 1 日至 6 月 18 日移动购物行业日均活跃用户达 4.63 亿，同比增长 25.1%，期间揽件量达 31.9 亿，同比增长 26.6%。**疫情背景下活跃用户仍保持较快增长，预计 2020 年 618 日均活跃用户超过 5 亿。**淘宝 2020 年 3 月的日均 DAU 已经超过去年 12 月的高点，淘宝天猫的日均订单数环比去年 12 月增长了 1200 万单。**多个电商平台宣布强有力的 618 促销方案。**京东 618 宣布将推出超 2 亿件五折商品，京东、苏宁、天猫均发放百亿消费券及补贴。由于疫情，一季度消费行业制造企业业绩受到较大影响，而制造业备货周期较长，目前供给端库存压力较大，倒逼厂商低价促销。今年 618 大促折扣力度预期将会加大，从而带动用户参与度提升。

南极电商：具有平台属性的多品类新零售龙头。南极电商是以品牌授权和产业链服务为主的消费品创新型公司，是具有平台属性的新零售品牌。公司拥有品牌、流量资源以及电商运营经验，自身既不生产也不销售，而是对接上游制造商和下游经销商，为拥有优秀制造资源的供应商提供品牌、渠道流量，为拥有电商销售经验和资源的经销商提供品牌、产品，并提供电商运营服务支持，通过这种共赢机制形成强大的竞争壁垒。公司的主要品牌包括南极人、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪，其中南极人是最核心的品牌。南极人品牌的定位是大众的家庭生活方式品牌，以家庭为场景，向阿里、京东、

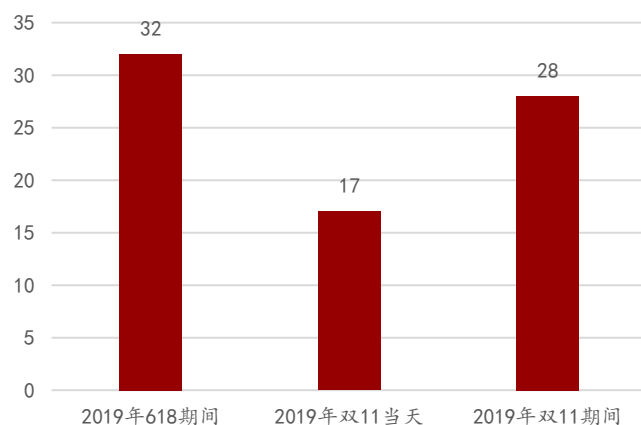
社交电商、唯品会等各电商渠道上的消费者提供高性价比、穿透消费层级和消费周期的有个性的基础款产品，公司品牌在各电商渠道合计约有 10 万个产品链接。公司积极拥抱直播电商等新兴渠道，成立直播事业部开展直播带货，截止到 2020 年 5 月 27 日的前 30 日，南极人销量为 3112 万件，销量位居天猫平台第一名。公司近年来业务规模增长迅猛，2016-2019 年营业收入的 CAGR 为 78%，GMV 的 CAGR 为 70%。公司未来业务的增长点是通过品牌、流量、电商运营的优势壁垒，吸引更多的供应商和经销商加入，扩充品类和渠道。

图表 25：历年双11当天与618当天移动购物行业DAU（万）



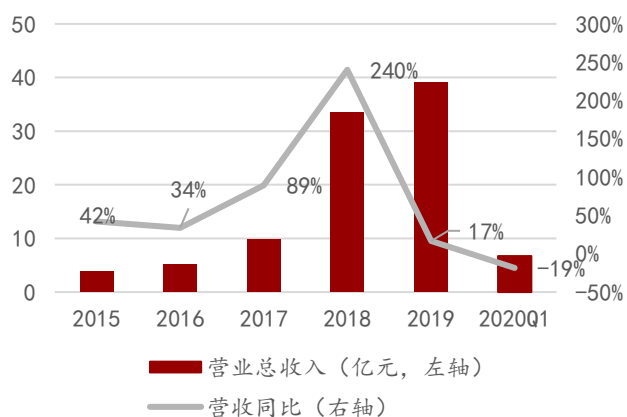
资料来源：QuestMobile，万联证券研究所整理

图表 26：2019 年 618 大促期间揽件量与双 11 对比



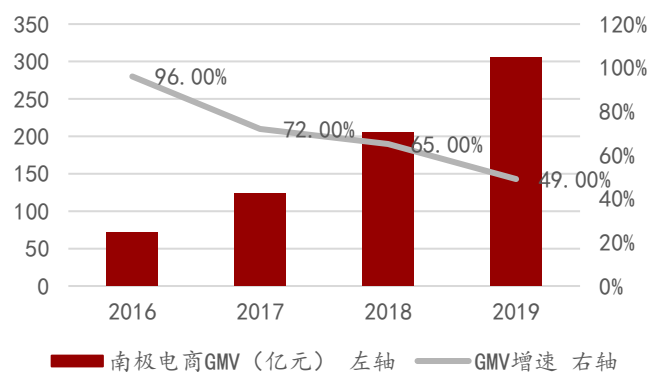
资料来源：国家邮政局，星图数据，万联证券研究所整理

图表 27：南极电商营收增速高，受疫情一定影响



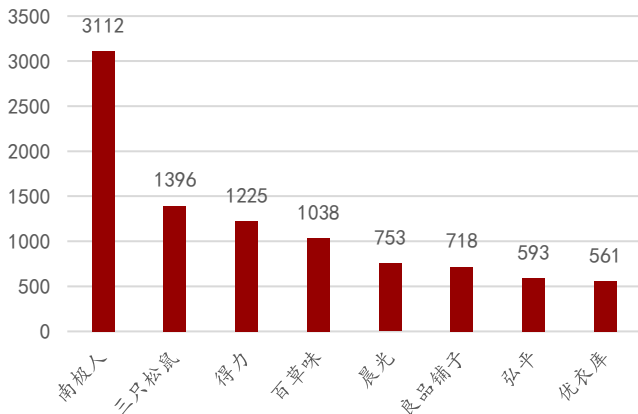
资料来源：公司报表，万联证券研究所整理

图表 28：南极电商 GMV 保持高速增长



资料来源：公司年报，万联证券研究所整理

图表 29：近30天南极电商品牌销量为天猫平台第一（万件）



资料来源：淘数据，万联证券研究所整理
数据截止至2020年5月27日

图表 30：南极电商今年以来股价上涨超过 50%



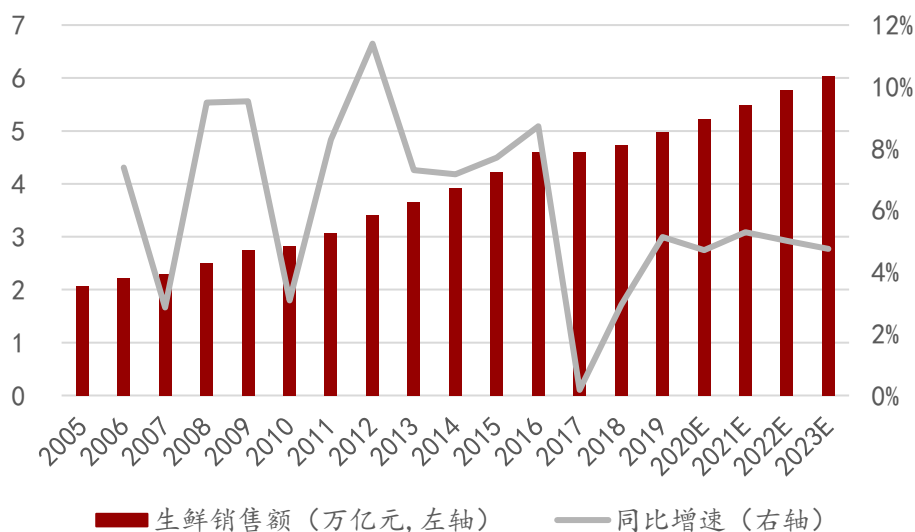
资料来源：wind，万联证券研究所整理

3.2 超市：疫情导致生鲜需求转移超市，“农改超”和到家业务支撑行业长线增长

疫情导致生鲜需求转移至超市，2020Q1业绩逆势增长。2020Q1，超市板块营收合计为553.27亿元，同比增长17.93%；归母净利润合计为20.93亿元，同比增长21.22%。超市在疫情期间业绩逆市增长，主要因为生鲜消费具备刚性，而疫情期内大量农贸市场关停，部分生鲜食品需求转移至超市，同时餐饮消费从餐厅转移至庭厨房，超市生鲜购物需求增加，此外门店促销减少、商品结构变化使得盈利能力提升。疫情期间的生鲜消费使得农贸市场转超市的长期趋势进一步得到强化。

我国生鲜销售市场规模庞大。根据Euromonitor的数据，2019年中国生鲜销售额达到4.98万亿元，2009-2019年CAGR10为6.14%，预计2023年将突破6万亿元大关。我们认为，生鲜是每日必需品，并且随着现代人越来越注重健康饮食，生鲜食品的需求量将会以一定的增速继续上升。

图表31：2009-2023年中国生鲜销售额及同比增速情况和预测



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

传统农贸市场和超市是生鲜零售主要渠道。生鲜销售的渠道主要包括传统菜市场、个体商户、超市、电商等。2009年，生鲜销售的传统农贸市场与超市渠道共计占比87.1%，到2019年两者相加占比为83.91%，随着人们消费习惯的改变，生鲜销售的渠道变得越来越多样化，但传统农贸市场与超市渠道依然享有稳固的地位。

未来超市的看点一是对农贸市场的替代。2002年起，不少省市纷纷推行“农改超”模式，即把传统农贸市场改造成超级生鲜市场。随着经济的发展和居民生活水平的提高，人们对农贸市场的要求也更高了。农贸市场存在卫生条件差、缺乏有效监管、部分菜品的安全质量没有保障等缺点。围绕这些缺点，“农改超”模式在全国迅速推进。

未来超市的看点二是到家业务的发展。随着我国消费升级，消费者对便利的要求越来越高，生鲜网购的用户也越来越多，传统的商超受互联网的冲击不小，也相继试水O2O模式，希望通过与巨头的合作来寻求线上与线下的融合发展，于是商超“到店+到家”模式应运而生，以实体店为依托，让顾客既可以到店体验，也可以通过网上平台、APP、小程序进行线上购买并享受配送到家服务，满足如今的“宅经济”需求。不少商超企业布局线上业务，其主要方式为自建线上APP、接入电商巨头的平台。

图表32：商超布局线上业务相关事件

时间	商超名称	相关事件
2015年3月	大润发	飞牛网通过大润发全国门店，“一店配送一省”的发货方式，完成全国业务的快速铺开。此后，飞牛就在寻求基于门店发货的“多地多仓”O2O速配体系的打通。
2017年5月	大润发	大润发上海首家门店上线测试。28天后，大润发全国371家门店全部实现3公里内配送“1小时达”的服务。

2015 年 5 月	沃尔玛	沃尔玛上线了“沃尔玛速购 APP”，正式开启了自己的 O2O 平台，主要以送货上门与线下门店自提两种服务为主。送货上门服务是 188 元免配送费，4 小时送达。随后不久，沃尔玛接入第三方到家服务平台京东到家，自此真正地开始了其到家业务的拓展。
2016 年 10 月	沃尔玛	沃尔玛宣布，战略投资打造了京东到家的新达达 3.36 亿元人民币，双方将建立全面深度战略合作。
2014 年 1 月	永辉超市	生鲜超市永辉超市早在 2014 年 1 月就推出永辉微店手机 APP，实现线上下单支付、门店自提的服务，随后永辉微店又开通同城配送业务。2015 年年底永辉超市接入京东到家，与永辉微店并行发展，但随后永辉微店业务停滞。
2015 年 11 月	华润万家	华润万家 2015 年 11 月在深圳上线速配服务“soon 万家送”，通过 APP 购物可以送货到家，同时，华润万家在深圳入驻了超市 O2O 平台乐来，华润万家华北区和华东区也入驻了另外一家超市 O2O 平台小 e 到家。
2016 年 11 月	永旺	永旺接入京东到家，开始布局到家业务。
2017 年 10 月	永辉生活	永辉生活微信小程序上线，消费者可在超级物种、永辉生活等门店用其扫码购物，并且支持门店 3 公里内“配送到家”。
2018 年 8 月	大润发	大润发接入淘鲜达，配送范围为以大润发超市为中心的半径 3 公里内的地址，1 小时送达。
2019 年 3 月	大润发	门店淘鲜达服务范围扩至 5 公里，1.5 小时送达。

资料来源：赢商网、搜狐、百度、联商网、万联证券研究所整理

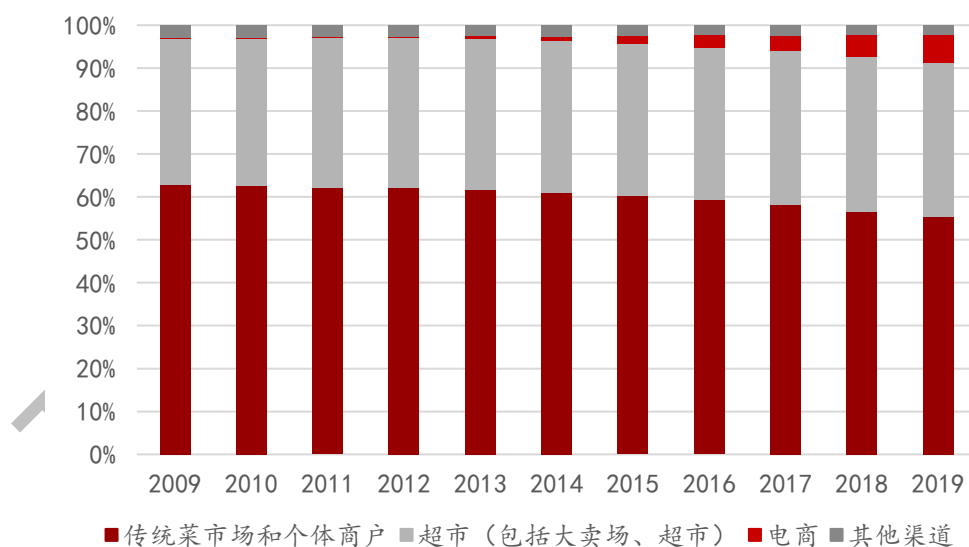
图表33：到家服务入局企业情况



资料来源：万联证券研究所整理

生鲜市场中超市与电商渠道占比不断提升，拥有强大供应链系统和规模效应，并布局“到店+到家”模式的商超龙头将受益。根据Euromonitor数据，农贸市场2019年市场份额占比47.90%，相比2009年下降4.8个pct，超市渠道2019年占比36.0%，较2009年提升1.8pct，农贸市场份额正慢慢被超市和电商蚕食。此外，随着我国消费升级，消费者对便利的要求越来越高，也会加速传统农贸市场被取代的步伐。商超到家业务基础设施在资本的助力下不断完善，随着行业的中长期洗牌，拥有强大供应链系统和规模效应的龙头企业将凭借极致的配送速度、优良的商品品质与高性价比迎来更多的客流量和契机。

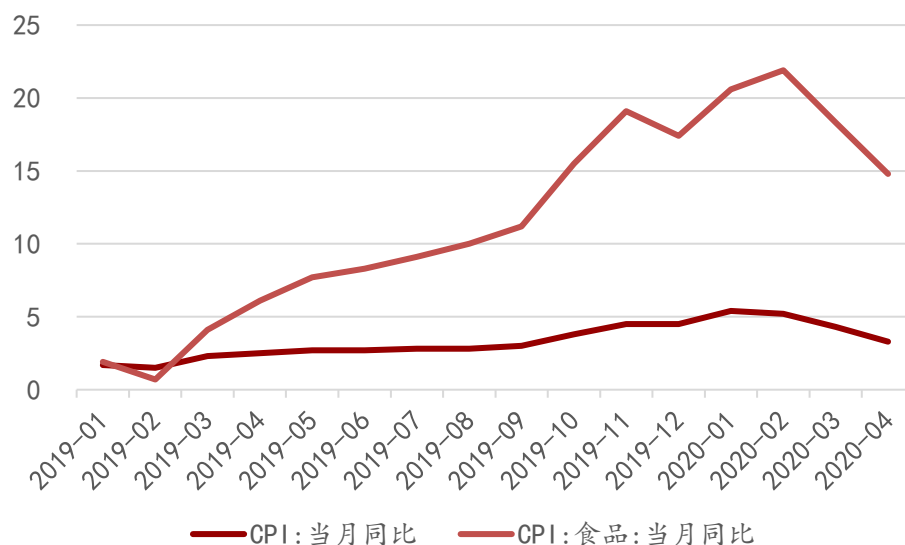
图表34：2009-2019年中国生鲜销售超市与传统菜市场渠道占比变化情况



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

短期食品 CPI 高企，利好超市业绩。2019 年，受极端天气及季节性影响，鲜菜、鲜果价格明显上涨，同时叠加非洲猪瘟影响使得猪肉价格上涨，食品 CPI 提升显著，2020 年新冠疫情爆发，防疫措施使得食品供求改变，价格高企。2020 年 1 至 4 月 CPI 分别为 5.4%/5.2%/4.3%/3.3%，食品 CPI 同比增速分别为 20.6%/21.9%/18.3%/14.8%。食品 CPI 的高位，将有助于以食品生鲜销售为主的超市同店业绩增速的提高，生鲜与食品占比较高的超市龙头将受益。

图表35：食品类价格提升推动CPI

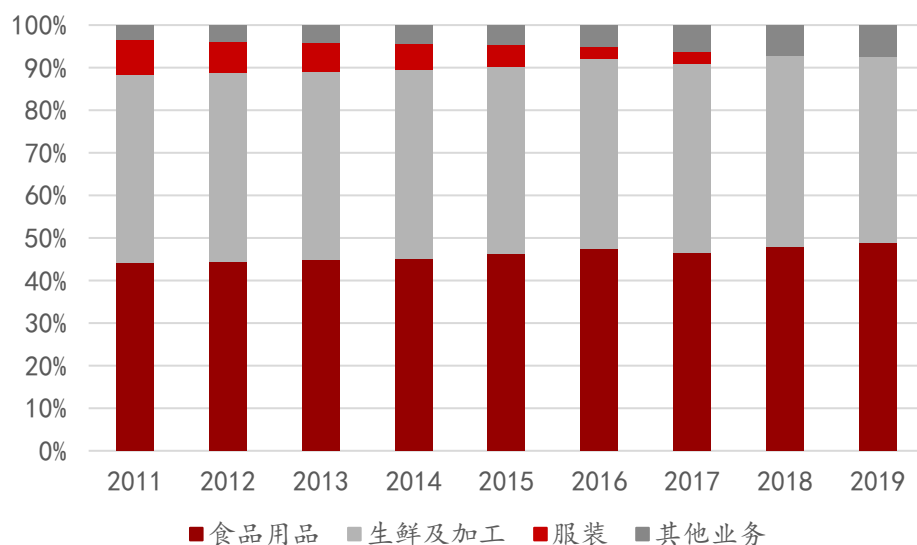


资料来源：wind、万联证券研究所整理

永辉超市：全渠道推进“到店+到家”业务。永辉超市是以生鲜经营为特色的全国性超市行业龙头，2019 年生鲜收入占比达到 43.74%。公司立足生鲜进行差异化发展，门店异地扩张收效显著，截止 2019 年底，公司共有门店 910 家，完成全国布局。公司在生鲜供应链方面已构筑竞争壁垒，未来聚焦云超主业继续加速渠道整合扩张，并且在社区生鲜和在线生鲜等新兴业态的挑战下，公司推出 mini 业态下沉社区并作为到家业务的承载，全渠道发展“到店+到家”业务。

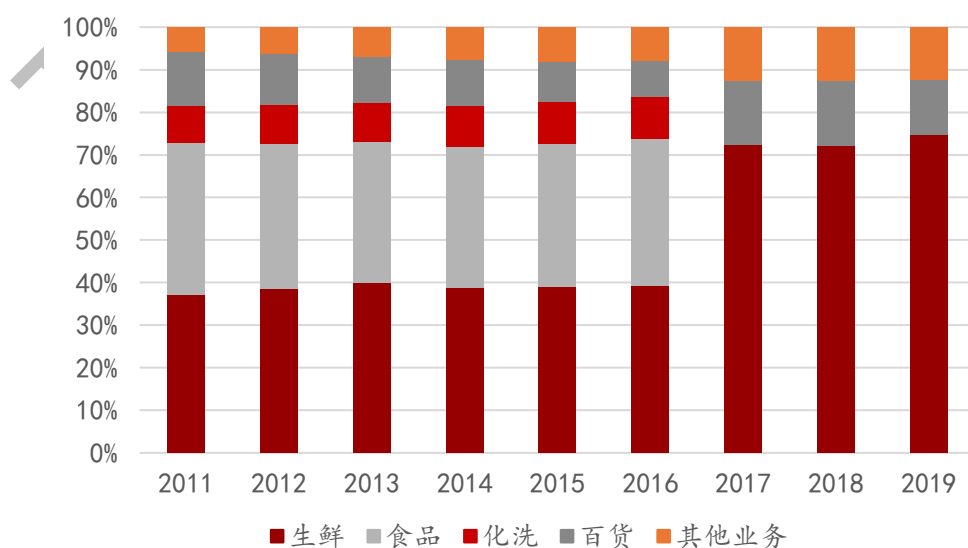
家家悦：立足胶东扩张提速，业绩增长稳健。家家悦是深耕生鲜经营的胶东地区超市龙头，2019 年生鲜收入占比达到 74.72%。2018 年开始公司持续向山东西部扩展，并通过并购进入河北、安徽市场，开启全国扩张，通过门店合伙人机制保障了新店的高效运营，截止 2019 年底，公司连锁门店数量达到 783 家。公司经营生鲜业务多年，依托高直采比例（超过 80%）、完善的物流仓储基地布局和中央厨房等规模化生产中心运作，在供应链等生鲜经营全方面建立了牢固竞争壁垒。公司门店以自营为主要商品销售模式，自营商品销售占商业主营业务收入的比重接近 90%。门店扩张战略下，公司收入端稳步提升、成本端规模优势显现，近年来业绩保持稳健增长。

图表36：永辉超市食品生鲜营收占比近90%



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

图表37：家家悦生鲜营收占比超70%



资料来源：公司公告、万联证券研究所整理

83.3 教育：“保就业”政策相继出台，职业教育迎风口

政策指引叠加失业率上升促进教育多赛道扩招。2020年5月22日，全国十三届人大三次会议政府工作报告强调，国内就业压力显著加大，优先稳就业、保民生，全面强化就业优先政策。同时，2020年1-4月我国城镇调查失业率分别为5.3%/6.2%/5.9%/6.0%，同比上升明显。疫情影响的连锁效应导致的企业经营承压，或将导致失业率保持高位。**政策指引叠加失业率上升将促进教育行业多赛道扩招，**市场规模扩容下，职教技能、招录培训板块以及高教板块优质龙头有望优先受益。

“保就业”政策相继出台，百日冲刺加大就业支持力度。2020届高校毕业生874万人，

同比增加40万人，人数再创历史新高。同时受新冠肺炎疫情、经济下行压力等多种因素叠加影响，就业形势复杂严峻。目前国家积极出台了相关就业支持政策，5月12日教育部联合人力资源和社会保障部门共同开展2020届高校毕业生就业“百日冲刺”行动，并发布了促进高校毕业生就业创业的十大专项行动，其中涉及升学扩招、充实基层等多个方面，如**扩大硕士研究生招生规模18.9万、普通专升本扩招32.2万**；“**特岗教师**”计划**将增加招募规模5000人**，今年招募规模将达到10.5万等，用以解决毕业生就业难题，采取“先上岗、再考证”的举措，**吸纳40多万毕业生补充中小学和幼儿园教师队伍等**。

图表38：“百日冲刺”计划十大专项行动汇总表

专项行动	具体内容
升学扩招吸纳行动	教育部已经安排硕士研究生扩大招生规模 18.9 万、普通专升本扩招 32.2 万。
充实基层专项计划行动	“特岗教师”计划将增加招募规模 5000 人，今年招募规模将达到 10.5 万。将招收 40 多万毕业生补充中小学和幼儿园教师队伍。
扩大毕业生参军入伍行动	将加大力度推进精准征兵、精准动员，进一步落实好毕业生参军入伍的优惠政策。
大力开拓科研、社区、医疗等基层岗位行动	努力开发适合毕业生的科研助理岗位。有关部门将推动全国城乡社区和基层卫生部门新增岗位优先招录毕业生。
推进企业稳岗扩就业行动	国有企业今明两年将连续扩大高校毕业生招聘规模。有关部门将落实一次性补贴、返还失业保险等优惠政策，鼓励中小微企业吸纳更多高校毕业生。
持续开展网上就业服务行动	进一步开展好“24365 校园网络招聘服务”、“百日千万网络招聘专项行动”、央企“抗疫稳岗扩就业”“国聘行动”“千校万岗”线上招聘会等，为企业和毕业生提供全天候不断线、不打烊的就业服务。
推进创业带动就业行动	实施高校毕业生创业支持计划，办好第六届中国国际“互联网+”大学生创新创业大赛，引领大学生投身“双创”。
开展重点帮扶支持湖北行动	教育部会同有关部门制定了“中央+地方”促进湖北高校毕业生就业创业的“十个一批”政策，将实现全国高校与湖北高校就业创业“一帮一”行动的全覆盖。
助力脱贫攻坚行动	对全国建档立卡家庭毕业生、52 个未摘帽贫困县毕业生实行分类帮扶和“一人一策”动态服务。设立“建档立卡家庭贫困生专升本专项计划”，单独进行录取。
狠抓责任落实行动	将毕业生就业纳入对地方政府和高校的督导考核内容，高校要落实“一把手”工程，发动全国 5 万余名毕业班辅导员，逐一压实责任。

资料来源：人民网、万联证券研究所整理

公务员招录扩招趋势明显，利好职培训教行业。2020年国家公务员招录人数2.41万人，扩招比例达66%，继2019年因政府机关改革大幅缩招后重回两万人以上水平。**国考招**

录人数的回暖，也将带动后续面试培训需求的上升，并对留存率有一定的保证。虽然目前国考面试时间暂定在6月中下旬，面试培训需求只是延迟并不会消失，从另一个角度讲，在线下培训机构有序复课的背景下，考生们的线下培训时长也可以得到相应的保证。此外，各省市也相继提出了省考扩招计划，已公告省考招录人数的江苏/上海/北京/山东等地分别扩招23%/22%/12%/142%，四川内江明确2020年上半年公开考试录用490名公务员，扩招330%。政策刺激下，事业单位招聘也有所回暖，公职类岗位扩招趋势有望加强。

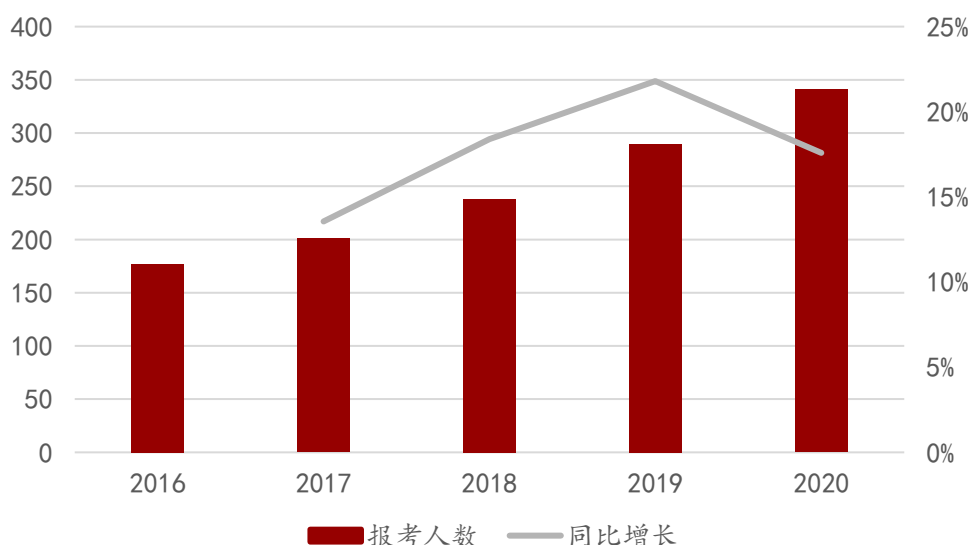
图表 39：各地区省考扩招情况汇总表（截至5月26日）

省份	2019 年招录人数	2020 年招录人数	扩招比例
江苏	6507	7985	22.71%
上海	3123	3803	21.77%
北京	3243	3620	11.63%
浙江	4829	4831	0.04%
山东	3047	7360	141.55%
湖北	5690	6828	20.00%
海南	706	1566	121.81%

资料来源：中公教育网，万联证券研究所整理

硕士研究生扩招，报考人数逐年上升。为稳定高校毕业生2020年教育部安排硕士研究生扩大招生规模18.9万，根据中国教育在线发布的《2020年全国研究生招生调查报告》测算，2019年，考研录取人数约为80.5万人，2020年扩招比例约为23.5%。近年由于就业形势严峻、期望学历提升等因素，硕士研究生报考人数逐年增加，2020年考研人数达到341万人，同比增长17.6%。

图表 40：2016-2020 考研人数报名情况

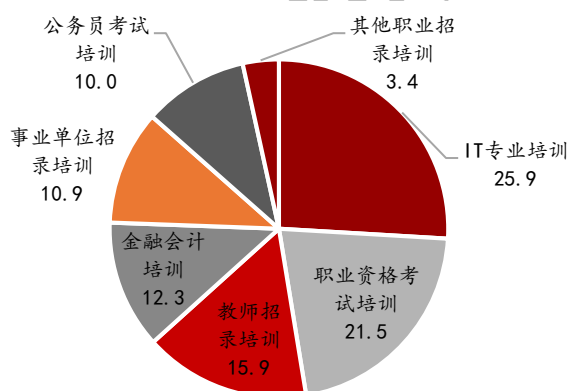


资料来源：研招网，万联证券研究所整理

职业教育细分赛道多元，市场较为分散。职业教育培训板块涵盖了众多细分赛道，整体可分为职业资格培训（如公职培训等招录类及企管财会等资质证书类等）以及职业技能培训（如厨师培训、IT 培训等）。2017 年，IT 专业培训收入占我国职教培训市场总收入的比例最高，约为 25.9%，公务员招录培训的收入占比约为 10%。由于职教培训板块内部赛道多元，行业整体集中度较低，2017 年 CR3 约为 9.2%，龙头中公占比仅为 4.08%，集中度上升潜力大，因此具有跨赛道整合能力的职教龙头企业则有望直接受益于行业集中度的上升。

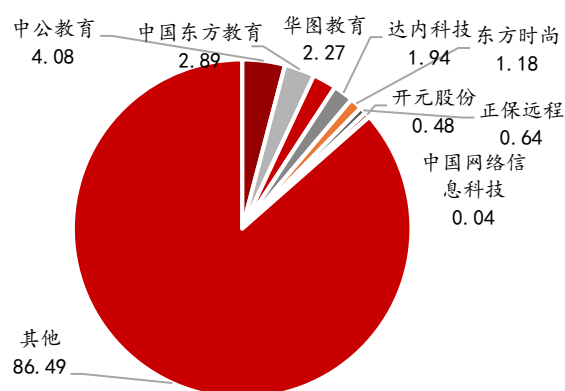
中公教育：职业教育龙头，多赛道景气度高企。公司深耕公考培训，在品牌、产品、研发、管理及渠道等多维度构建壁垒。依托自身竞争优势，公司横向扩张赛道，逐步向事业单位、教师资格及招录、考研、IT、金融财会等多领域扩张，旨在打造综合职业教育平台；纵向打通面授+线上业务模式，全国化布局并不断下沉渠道。截至 2019 年末，公司已覆盖 31 个省份，开设 1104 家直营分支机构，拥有 13475 名专职授课师资，当年累计培训人次高达 328.7 万人，已经成为我国职教领域的领头羊。国考、省考、教师岗位和考研扩招，招录人数回暖，就业压力大带来的竞争加剧下，参培率及客单价均处于上升通道，职业教育培训市场将被进一步激活。

图表41：2017年职业教育培训市场各赛道收入占比



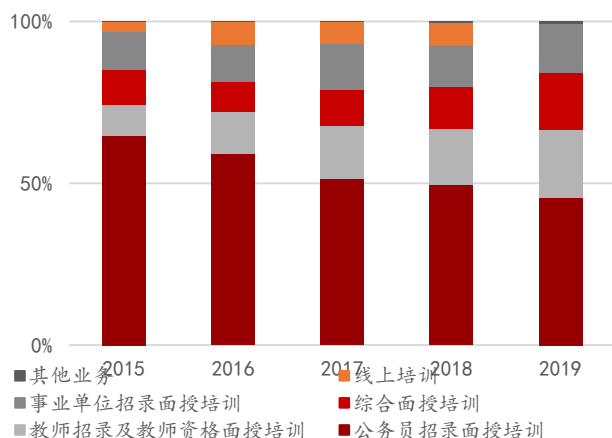
资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表42：职业教育培训市场较分散（2017年，按收入）



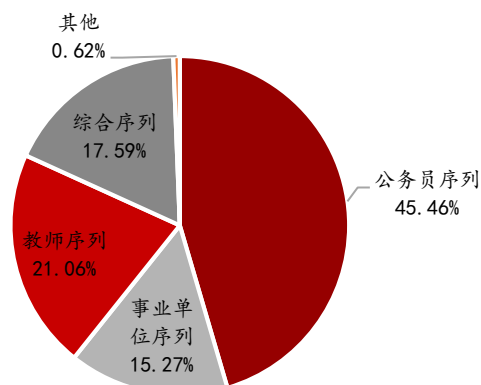
资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，万联证券研究所

图表43: 2015-2019公司各项业务营收构成



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表44: 2019年公司各项业务营收占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

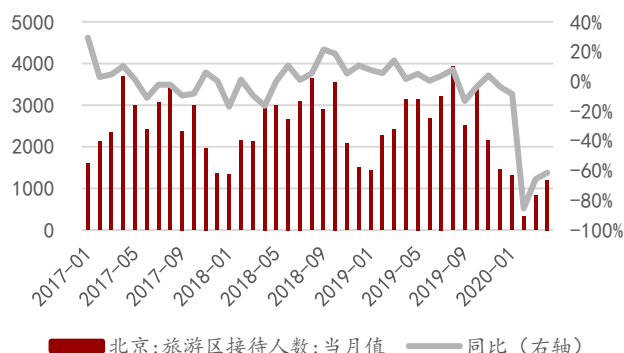
3.4 旅游: 疫情倒逼出境游转向国内游, 看好免税和主题公园演艺

3.4.1 国内旅游行业复工进展顺利, 长期看好免税和主题公园演艺

短期受疫情影响, 1季度旅游行业遭受严重打击。从国内游的情况来看, 疫情爆发后, 北京、海南这两个典型的旅游地区, 2月旅游接待人数断崖式下跌, 同比降幅分别为85.43%和86.61%。这也导致了旅游行业20Q1业绩承压, 下降明显。2020年Q1, 旅游子行业营收增速几乎全线下跌, 跌幅分别为免税(-44.23%)、酒店(-47.69%)、旅行社(-58.79%)、景区(-62.21%)。

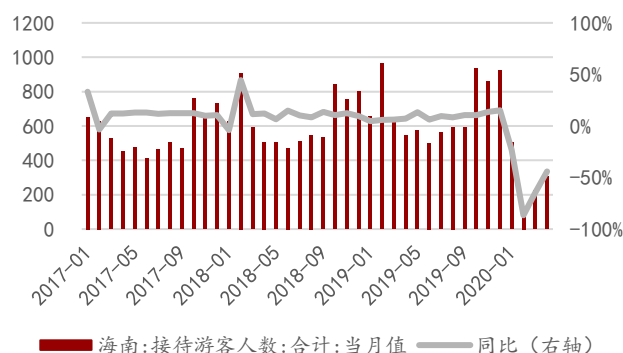
旅游行业复工进展顺利, 出境游转国内游。3月初各省市开始逐步开展文旅行业复工复产, 五一期间全国70%的景区已实现开放, 目前省内组团旅游已经放开, 但跨省组团旅游预计6月份才会逐步放开。根据商务部公布的数据, 五一黄金周期间全国共计接待国内游客1.15亿人次, 按可比口径同比恢复至去年同期的58.97%。餐饮、百货商场2月底复工, 根据商务部数据, 3月底, 百货商场复工率已达95.8%, 销售额恢复到去年同期的50%左右, 餐饮、住宿企业的复工率分别达到了80%、60%, 销售额恢复到去年同期的35%左右。前我国疫情得到有力控制, 国内旅游业正有序恢复, 而国外疫情仍然严峻, 消费者的出境游需求转为国内游, 利好国内旅游行业的发展。

图表 45: 北京当月旅游接待人数及同比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

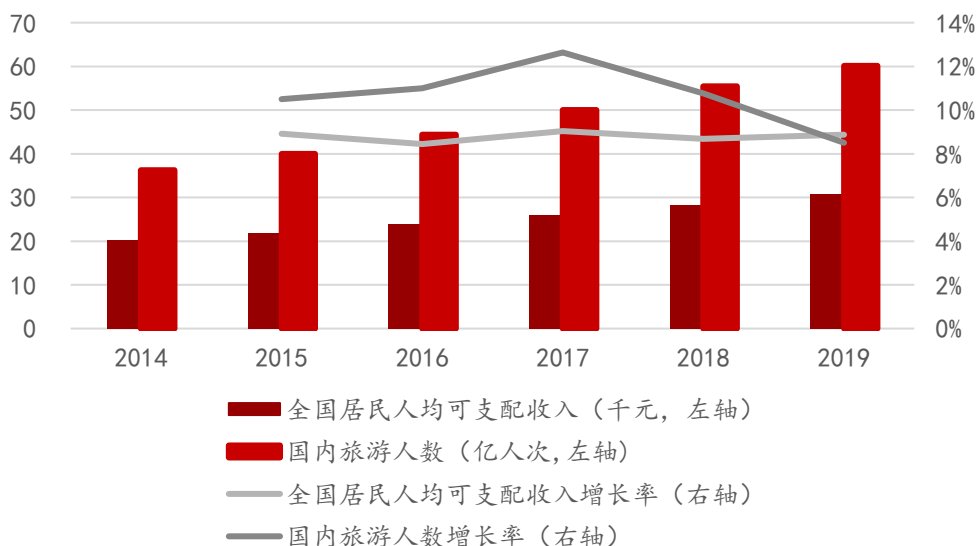
图表 46: 海南当月旅游接待人数及同比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

长期来看,我国旅游业整体向好,居民旅游偏好从观光式旅游向度假式旅游转变。近年来我国经济高速发展,居民人均可支配收入稳定增长,生活水平和消费水平持续提高,各大景区的旅游人次和旅游收入相应的大幅增长。2019 年我国居民人均可支配收入达到 30733 元,近五年 CAGR 为 8.79%; 全年我国国内和入境旅游人数超过 60 亿人次,近五年 CAGR 为 10.67%, 旅游总收入超过 6.6 万亿元。相比于过去观光式的旅游和粗放式表演节目,度假式的旅游方式和优质的演艺节目更受到人们的欢迎。

图表 47: 国内游客持续增长



资料来源: 统计局, 万联证券研究所整理

旅游细分行业中,我们最看好免税和主题公园演艺。3月份,国家发改委、商务部等 23 个部门联合发布《关于促进消费扩容提质, 加快形成强大国内市场的实施意见》, 指出消费是经济增长的持久动力, 提出从六大方面促进国内消费市场发展, 其

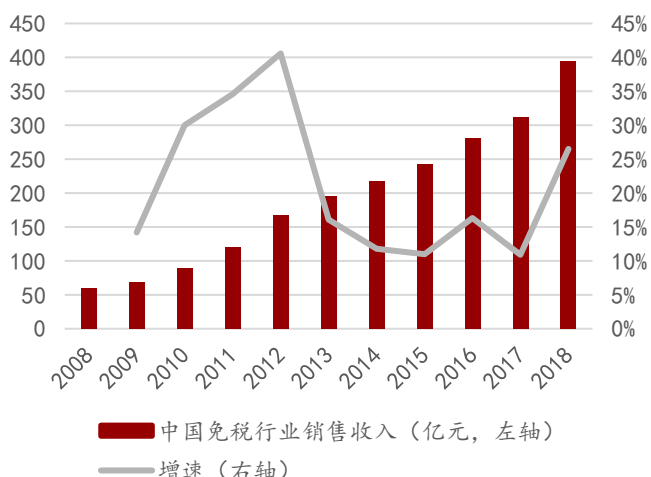
中重点提到文旅行业和免税业务。对**文旅行业**，提出重点推进文旅休闲消费提质升级，包括丰富特色文化旅游产品、改善入境旅游与购物环境、创新文化旅游宣传推广模式；对**免税业务**，提到进一步完善免税业政策，包括完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，扩大口岸免税业务，增设口岸免税店，适时研究调整免税限额和免税品种类。

3.4.2 免税行业：政策有序放开+境外疫情倒逼消费回流，免税行业增长确定

我国免税业增长迅速，3年CAGR高于同期全球增速9.73个pct。根据商务部以及中国产业信息网数据显示，2018年中国免税市场规模为395亿元，同比增长26.51%，2016-2018年平均每年复合增长率为15.63%，高于同期全球增速（5.90%）9.73个pct。我国旅游业和免税业长期向好的趋势没有改变，随着国家为吸引海外消费回流不断推出利好政策，海南自贸区建设有望加速实施，出入境及海南客源市场持续增长，加上国民的高品质消费需求仍然旺盛等利好因素，预计国内免税市场在未来几年仍将呈现较快发展。

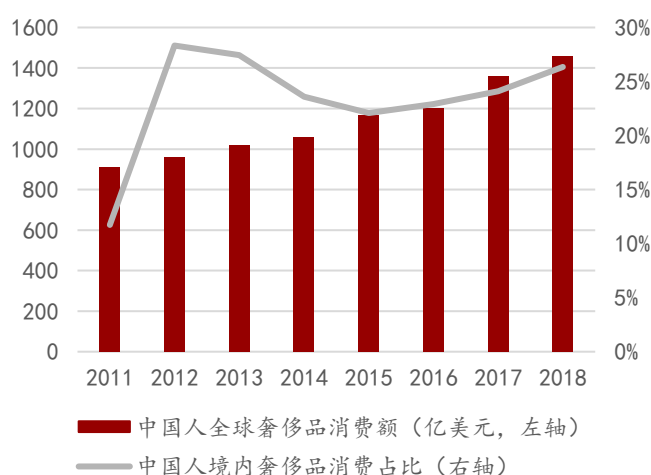
中国免税市场规模与自身消费体量不成比例，70%奢侈品境外消费，疫情倒逼消费回流。根据要客研究院发布的《2018中国奢侈品报告》，2018年全球奢侈品规模大约3470亿美元，其中，中国人全球奢侈品消费达到1457亿美元，占全球奢侈品市场的42%，并按约年均7%的速度进行增长；而国内奢侈品总消费额384亿美元，仅占所有中国人奢侈品消费的26.36%。免税店由于价格优势，是奢侈品消费的重要渠道。根据商务部数据，2018年中国居民境外购买免税商品总体规模超过1800亿元，占全球免税市场销售额的34.8%，但国内2018年免税市场销售额仅395亿元，与巨大的市场需求并不匹配。由于疫情在海外蔓延，旅游和航班限制导致出入境困难，倒逼国人境外消费回流。

图表 48：中国免税行业销售收入及增速



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表 49：中国奢侈品消费情况

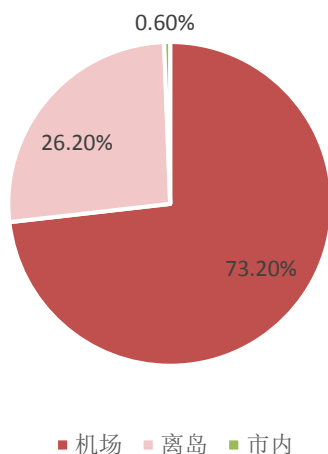


资料来源：要客研究院，万联证券研究所

海南离岛免税政策稳步推出，市内免税政策值得期待。近年来为鼓励境外消费回流，将免税做大做强，我国不断放宽免税政策，尤其在海南离岛免税政策方面，放开力度较大。2018年12月1日，海南离岛免税额度从每人每年1.6万元增至3万元，今

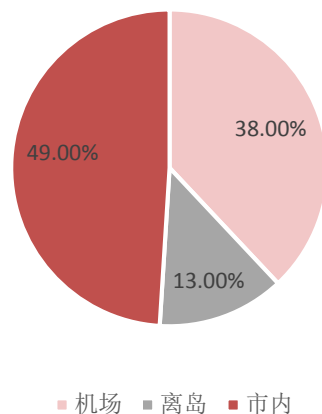
年6月1日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》，提出在2025年前，放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品种类，我国离岛免税业务将进入黄金发展期。此外，市内免税政策放松也值得期待，我国市内免税还处于早期阶段，2018年我国市内免税收入占比只有0.60%，远低于免税业务发达的韩国49%的占比。2018年底，海关总署同意中免提出的恢复设立北京等地市内免税店申请，2019年，青岛、厦门、大连、北京、上海市内免税店相继开业。未来，市内免税将进一步放宽，财政部正在会同有关部门在统筹平衡我国免税品和有税品两个市场的基础上，研究完善市内免税店政策。届时，我国市内免税业将真正迎来快速发展期。

图表50：2018年中国免税业收入渠道分布



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

图表51：2018年韩国免税品销售渠道分布



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

免税行业相关上市公司。中国国旅全资子公司中免集团是我国免税行业绝对龙头，是我国唯一可以全国性运营的免税企业，2018年国内免税市场份额占比达到82%，且以43.94亿欧元在全球免税集团销售额排名中位列第四。中免集团通过收购进一步做大做强，于2017年和2018年分别收购日上中国和日上上海各51%的股权，2020年5月份公司公告收购海免集团51%的股权，强强联合，在国内及国际免税市场的竞争力将进一步提升。**凯撒旅业**主业是出境游，但去年以来公司通过股权收购涉水免税业务。公司先后参股中出服在天津、江苏、北京的市内免税店，近期通过总部迁址三亚，上市公司及其控股免税平台强化与三亚市政府等的合作，强化其海南旅游布局。此外，近期，**王府井**获得免税品经营资质，成为我国第8家拥有免税经营资质的企业。

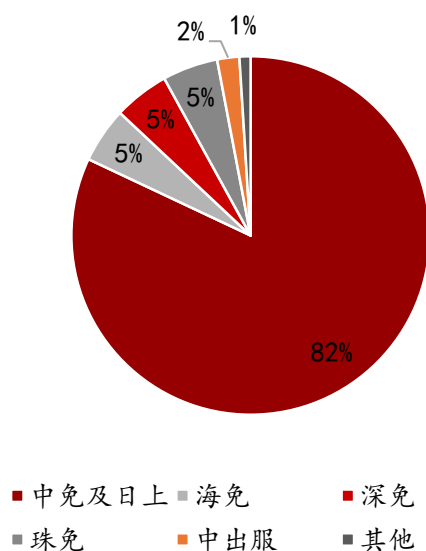
图表52：国内免税业务企业基本信息

名称	种类	牌照	主要经营范围	门店数量
中免集团	全国性运营商	出入境免税牌照、海南离岛免税牌照、离境外国人市内免税店牌照	在全国范围内设立覆盖机场、边境、客运站、火车站、邮轮等九大类型200多家免税店，拥有海南离岛免税店经营资格	240+
日上免税行	特殊运营商	出入境免税牌照（中免控股51%）	北京首都国际机场T3、上海浦东机场、虹桥机场出入境免税店	3
深免集团	区域性运营商	出入境免税牌照	深圳各口岸、西安机场	11

珠免集团	区域性运营商	出入境免税牌照	珠海各口岸出境店、天津机场入境店	5
海免集团	区域性运营商	海南离岛免税牌照 (中免控股 51%)	海南美兰国际机场	3
中出服	市内运营商	出入境免税牌照、出 国归国市内免税店牌 照	北京、上海等城市市内店	15
中侨	市内运营商	出国归国市内免税店 牌照	隶属港中旅，开展哈尔滨市内免 税店	1

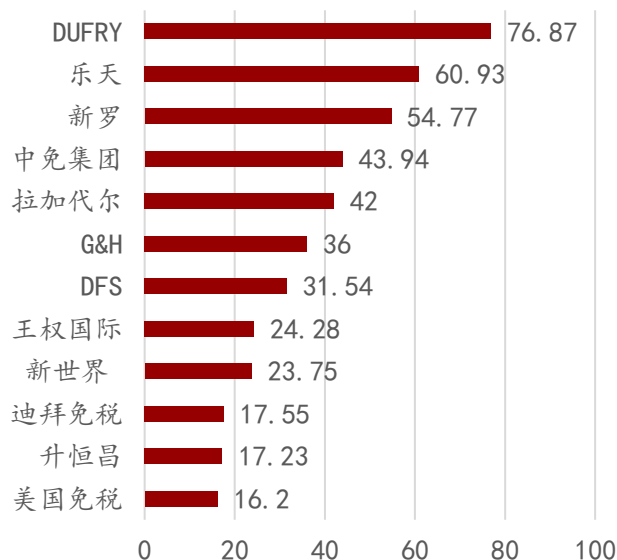
资料来源：各公司官网，万联证券研究所

图表 53：2018年国内免税市场份额情况



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表 54：2018 全球免税集团排名 单位：亿欧元

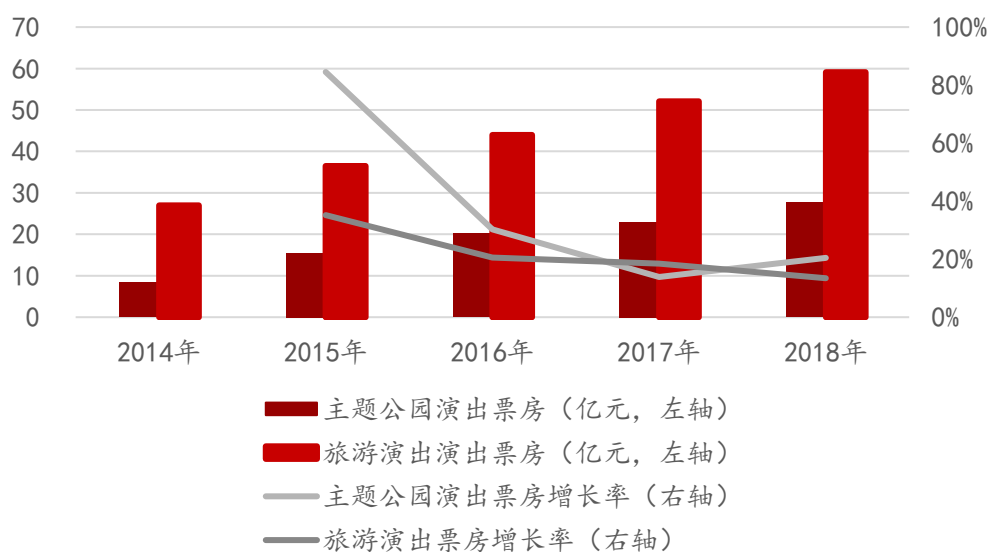


资料来源：智研咨询，万联证券研究所

3.4.3 主题公园演艺：行业高增长，龙头扩张能力强大

旅游演出：主题公园类旅游演出票房过去几年保持 20% 的高增长。2018 年我国主题公园类旅游演出票房 27.7 亿，占旅游演出剧目总票房的 46.87%，占了旅游演出票房市场的半壁江山；近五年来，主题公园类演出票房持续增长，2018 年同比增长 20.43%，远高于旅游演出的整体增速。

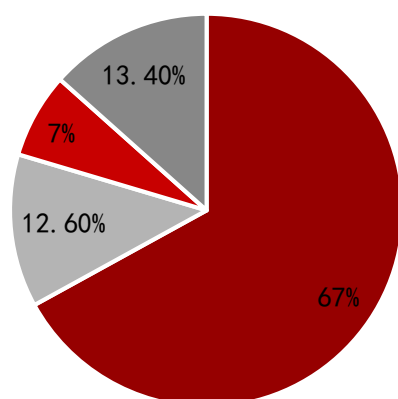
图表55：国内旅游演出票房及增长情况



资料来源：道略演艺产业研究院，万联证券研究所

宋城演艺：旅游演艺龙头，具备卓越的扩张能力，成长确定。2018 年千古情系列的票房占据全市场 2/3 左右，长隆、华夏系列各占 13% 左右，其余品牌分散，形成“1+2+N”的局面。公司目前成熟运营的景区主要有 3 个（杭州大本营+三亚千古情+丽江千古情），2017 年-2019 年落地的 4 个项目将逐步成熟，2020 年-2022 年计划有 7 个新项目陆续落地，2020 年九寨沟项目已确定重新开业。由于新冠肺炎疫情影响，公司关闭景区，业绩出现较大幅度下调。6 月 12 日起，公司八大千古情景区（杭州、三亚、丽江、九寨沟、桂林、张家界、宁乡、宜春）全线开园，杭州乐园、烂苹果乐园恢复开园，6 月 22 日起，公司的新项目西安千古情正式开园。

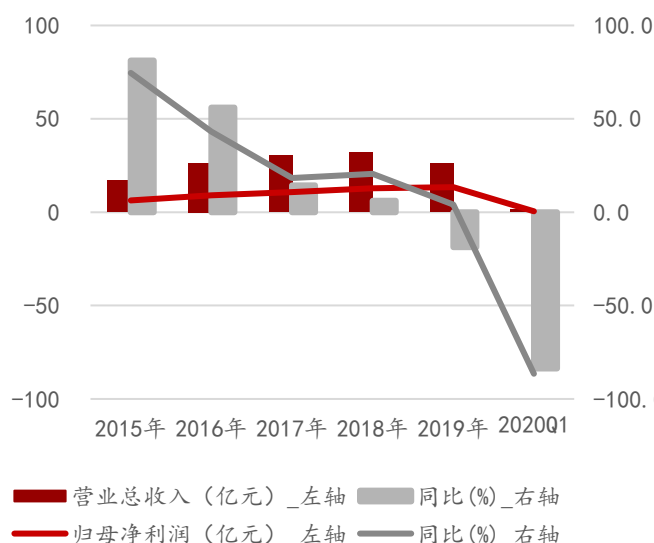
图表 56：2018年主题公园演出各系列票房占比情况



■ 千古情系列 ■ 长隆系列 ■ 华夏系列 ■ 其他

资料来源：道略演艺产业研究院，万联证券研究所

图表 57：宋城演艺营收和归母净利润



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

图表 58：宋城演艺主题公园发展的三个阶段

发展阶段	位置	景区	公园类型	(预计) 开业时间
杭州大本营	浙江·杭州	杭州宋城	宋文化主题公园	1996 年 5 月
	浙江·杭州	杭州乐园	机动乐园	2007 年 12 月
		烂苹果乐园	室内亲子乐园	2012 年 7 月
		浪浪浪水公园	水乐园	2014 年 7 月
首轮复制	海南·三亚	三亚千古情	热带风情主题公园+冰雪世界	2013 年 9 月
	云南·丽江	丽江千古情	纳西风情主题公园+映像丽江实景演出	2014 年 3 月
	四川·九寨沟	九寨千古情	藏羌风情主题公园+藏秘剧院	2014 年 5 月
二轮复制	湖南·宁乡	宁乡炭河千古情	西周文化主题公园	2017 年 7 月
	广西·桂林·阳朔	桂林千古情	漓江风情主题公园	2018 年 7 月
	江西·宜春	宜春明月千古情	宋文化主题公园	2019 年 1 月
	湖南·张家界	张家界千古情	武陵风情主题公园	2019 年 6 月
	陕西·西安	中华千古情	黄河风情主题公园	预计 2020 年 6 月
	上海	上海宋城演艺	剧场+商场新型城市演艺	预计 2020 年下半年
	河南·新郑	黄帝千古情	黄河流域文化主题公园	预计 2020 年下半年
	广东·佛山	佛山千古情	岭南风情主题公园	2021
	浙江·嘉善	西塘·宋城演艺谷	多层次旅游目的地	2021
	广东·珠海	珠海·宋城演艺谷	多层次旅游目的地	2022
	澳大利亚·昆士兰	澳大利亚传奇王国		2022

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

4、投资建议

目前，我国疫情已得到有效控制，各地复工复产正有效推进，我们认为疫情在我国二次爆发的可能性极低，新冠疫情进入后阶段，政府持续推出各种政策刺激消费，多措并举促进消费回升。综合考虑疫情、宏观经济、政策多重因素，我们精选短期受益于消费复苏，长期具备成长逻辑的细分赛道：

- 1) 电商：疫情加速线上新零售崛起，618 购物节点燃电商板块
- 2) 超市：疫情导致生鲜需求转移超市，“农改超”和到家业务支撑行业长线增长
- 3) 教育：“保就业”政策相继出台，职业教育迎风口
- 4) 旅游：疫情倒逼出境游转向国内游，看好免税和主题公园演艺

5、风险提示

- 1、**政策风险。**教育、免税等行业容易受政策影响，教育行业是政策管理严格的行业，免税行业需关注牌照、免税政策方面变动，有可能出现关键政策变动，导致行业出现大幅调整的风险。
- 2、**市场投资风格切换风险。**近年来由于多方面的综合影响，市场偏好大白马尤其是消费大白马，且给予消费大白马一定的估值溢价，未来可能发生某些未预期的因素，导致市场投资风格出现切换的风险。
- 3、**疫情二次爆发风险。**如果疫情出现二次爆发没有得到有效控制，且疫苗无法按照预期推出，对经济造成再次打击，可能导致股市出现大幅波动。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

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

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

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场