

投资评级:增持(维持)

## 消费专题报告之一

## 何谈悲观? 这是属于消费的时代

最近一年行业指数走势



## 联系信息

陶冶

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

陈俊希

联系人

chenjunxi@ctsec.com

021-68592286

## 相关报告

1 《从“双十一”十年看中国零售进化史:新零售专题报告》 2018-12-25

## 投资要点:

## ● 戊戌年消费市场不尽如人意,但不必悲观

如果以农历来计时的话,过去的戊戌年中国消费市场的表现并不尽如人意,在农历腊月,社零增速已经降至8.2%,是自2003年以来的历史最低值。于是,在戊戌年底,对消费的悲观情绪自然甚嚣尘上。我们综合研究了社会消费品零售总额、人均可支配收入、居民杠杆率等指标,并且以东部省市、中部省市为划分考察了社零增速的变化,用一二线城市与三线以下城市的人均可支配收入增速作对比来看收入的差别。我们认为,悲观情绪大可不必,中国的中部省份及大部分三线城市仍旧具有足够的消费动力,消费市场的前景依旧光明。

## ● 可选消费依旧要选,经济复苏弹性可观

我们盘点了酒店、免税、旅游、化妆品这几个可选消费行业。我们认为,酒店将会是经济复苏后最先回暖的细分子行业,入住率的提升叠加已经上提过的房价,将会驱动业绩快速增长;而免税行业则是最有望穿越经济周期的子版块,人均实际消费与免税限额之间的差距给予更多的上涨空间;国产化妆品的逻辑很清晰,三线以下城市“零”到“壹”的消费升级带来足够的增量;而旅游板块虽然受景区票价下降,及部分出境旅游目的地安全事件的负面影响,不确定性较强,但2019年“五一”假期延长将为旅游注入强心剂,接下来通过看“五一”小长假的旅游数据,将能洞悉全年旅游市场总体情况。

## ● 有增有减,开启消费新时代

戊戌年前后,我们看到了政策面的“增减”,增在于促进消费政策相继颁布,减在于减税降费措施落到实处。我们始终认为这是属于消费的时代,即使目光转向科创,但如果没有消费作为支撑,技术的进步将难以得到兑现。长期来看,消费的新时代已经来临。

**建议关注:** 中国国旅、锦江股份、首旅酒店、珀莱雅。

## ● 风险提示: 经济复苏不及预期,政策实施进度不及预期。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (04.22)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	
603605	珀莱雅	122.85	61.01	1.00	1.43	1.89	61.01	42.66	32.28	增持
600258	首旅酒店	207.62	21.21	0.64	0.88	0.95	33.14	24.10	22.33	增持
600754	锦江股份	264.01	27.56	0.92	1.13	1.29	29.96	24.39	21.36	增持
601888	中国国旅	1,522.93	78.00	1.30	1.61	2.10	60.00	48.45	37.14	增持

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

可选消费

证券研究报告

行业专题报告

行业研究

财通证券研究所

## 内容目录

1、 我们的观点：这是属于消费的时代.....	3
2、 回望戊戌年：何谈悲观？没钱消费或者被压抑的需求.....	4
3、 可选消费“不可选”了？.....	9
3.1 酒店：为什么酒店能在经济下行阶段持续提价？.....	9
3.2 经济压力下，旅游需求会被首先摒弃吗？.....	11
3.3 免税如何穿越周期？.....	13
3.4 “零”到“壹”的逻辑继续讲通.....	14
4、 这是属于消费的时代.....	16
4.1 社零回暖只是开始，有增有减开启消费新时代.....	16
4.2 重点推荐行业及公司核心逻辑.....	17

## 图表目录

图 1： 戊戌年社零增速已创 2003 年来最低值（截止 2018 年 2 月数据）.....	4
图 2： 近五年人均可支配收入保持平稳增长.....	4
图 3： 居民杠杆率快速上涨.....	5
图 4： 消费者信心指数已创下历史最高值.....	5
图 5： 经济较发达地区消费品零售增速下降较快.....	6
图 6： 中部省份消费增速下降幅度较小.....	6
图 7： 全国主要城市人均可支配收入增幅稳定在 8%-10%.....	7
图 8： 中东部三线城市人均可支配收入增幅在 8%-10%之间.....	7
图 9： 酒店行业在戊戌年下半年持续提价.....	9
图 10： ADR 和 RevPAR 并非会同向变动.....	10
图 11： Occ 与 RevPAR 一般会同向变动.....	10
图 12： 2009 年以来，国庆旅游收入增速首次低于旅游人次增速.....	11
图 13： 春节旅游收入增速已经和旅游人次增速很接近.....	11
图 14： 2018 年国内旅游市场表现不佳.....	12
图 15： 出境游人次在 2016 年后企稳回升.....	12
图 16： 出境游占出境人次比例提升.....	12
图 17： 国内机场免税店在人均消费层面仍有较大提升空间.....	13
图 18： 海南离岛免税销售额稳定增长.....	14
图 19： 海南离岛免税购物人数稳健增长.....	14
图 20： 化妆品消费迎来上升通道.....	14
图 21： 2019 年 3 月社零数据开始回暖.....	16

表 1： 2018 年以来主要消费促进政策.....	16
表 2： 2018 年以来主要减税降费政策.....	17

## 1、我们的观点：这是属于消费的时代

### 1) 戊戌年消费不尽如人意，但不必悲观

刚刚过去的农历戊戌狗年，中美贸易战拉开序幕，金融市场去杠杆轰轰烈烈，关于货币政策的讨论不绝于耳，社零增速下滑至 2003 年以来的最低值。戊戌年消费的确不尽如人意，但真的应该对中国的消费市场持悲观情绪吗？我们整理了人均可支配收入，发现近几年增速仍旧稳健；我们拉取了居民杠杆率数据，发现近几年持续上涨；我们选取了东部沿海省市与中部省市的社零数据作对比，发现中部省份的社零增速下滑并不明显。我们认为，对于消费的预期或许不必悲观，问题也许只出现发达地区，或者说是房价较高的地区，大多数三线城市及中部省份城市的消费市场仍保持较高的景气度。

### 2) 可选消费并非不可选，“零”到“壹”的跨越仍在持续

我们探讨了部分可选消费，包括酒店、旅游、免税和化妆品。我们认为，酒店将会是经济复苏后最先回暖的细分子行业，入住率的提升叠加已经上提过的房价，将会驱动业绩快速增长；而免税行业则是最有望穿越经济周期的子版块，人均实际消费与免税限额之间的差距给予更多的上涨空间；国产化妆品的逻辑很清晰，三线以下城市“零”到“壹”的消费升级带来足够的增量。相比之下，旅游板块回暖逻辑更难厘清，尤其是旅游消费增速放缓，景区票价下降使得国内旅游市场遇到了一些问题，而出境游也受制于目的地安全事件影响，不确定因素较多，不过，2019 年“五一”假期延长为旅游注入了强心剂。

### 3) 有增有减彰显政策导向，这仍是属于消费的时代

戊戌年前后，我们看到了政策的之于消费而言，有增有减。增在于多项促进消费的政策相继颁布，提振市场信心；减在于减税降费不断落地实施，增强消费能力。这仍是属于消费的时代。我们看到高端制造、人工智能、信息技术等高精尖行业蓬勃发展，也看到科创板群雄即将逐鹿中原，但我们不能遗忘，科技的发展需要消费来兑现，这也是为什么我们长期看好消费的核心原因。

#### 建议关注

国内酒店行业龙头：锦江股份、首旅酒店、华住；

免税行业龙头：中国国旅；

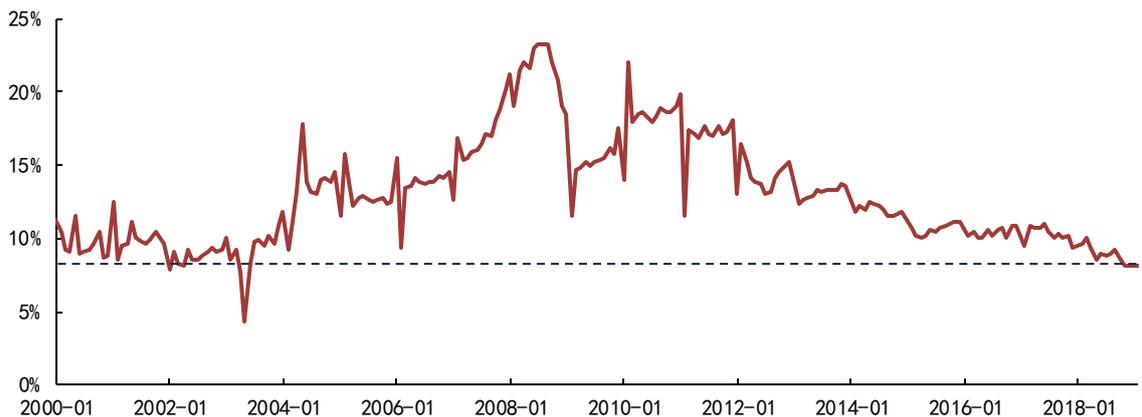
国产化妆品龙头：珀莱雅；

旅游行业建议关注腾邦国际、众信旅游等国内旅游企业的业绩改善进程。

## 2、回望戊戌年：何谈悲观？没钱消费或者被压抑的需求

如果我们以农历来计时的话，刚刚过去的戊戌狗年中国经济似乎出现了一些震荡，这自然也让很多人开始对消费产生了担忧。我们把社零增速拉出来看，会发现增速在近几年呈现出稳定下降的趋势，并在2018年底至2019年初创下2003年“非典”以来最低值，2018年11月增速8.1%，同时在后面3个月保持8.2%的增幅，远低于历史同月数据。

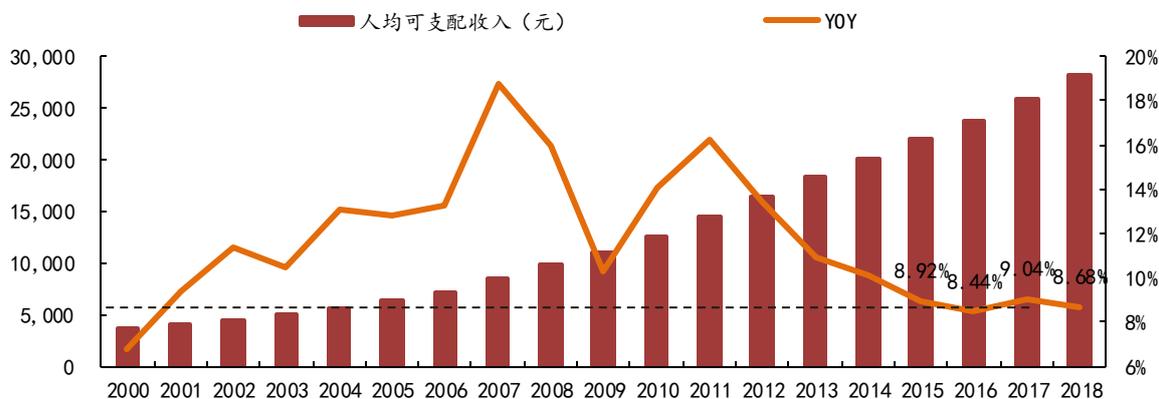
图1：戊戌年社零增速已创2003年来最低值（截止2018年2月数据）



数据来源：Wind，财通证券研究所

社零相当于支出端，数据表现不佳或者是没钱消费，或者是没意愿消费。从收入端来看，人均可支配收入在近五年来保持平稳增长，2018年增速是8.68%，甚至高于2016年8.44%的增长。然而从社零来看，2016年全年各月份增速基本稳定在10%以上，远好于2018年的数值。那么，既然收入无虞，为何消费跟不上收入增长的步伐呢？

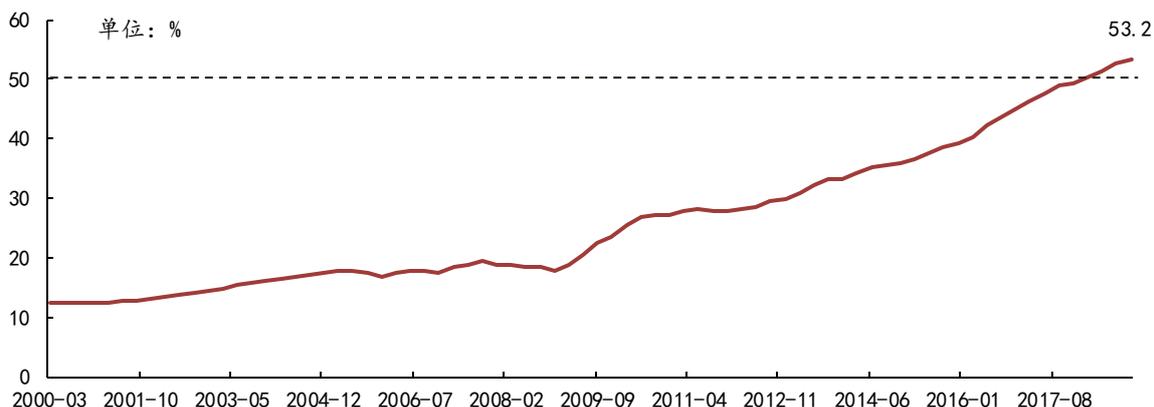
图2：近五年人均可支配收入保持平稳增长



数据来源：CEIC，财通证券研究所

可供参考的原因之一是居民抵押贷款快速提升，挤压消费支出。自从2018Q1居民部门杠杆率超过50%之后，该项数值就一路攀升至2018Q4的53.2%。当然，负债提升的因素不止抵押和消费贷，我们暂且不细分辨，但从支出、收入及负债三方面，可以得出初步的假设，即居民收入依旧稳定提升，但花在消费上的钱减少了，进而导致社零增速下滑。

图3：居民杠杆率快速上涨



数据来源：Wind，财通证券研究所

不过，很有意思的是，一如近代历史上的戊戌年，越是现实“悲观”，就越会心态“乐观”，社零增速下滑的同时，消费者信心指数正快速攀升，并且在2019年2月达到126的历史最高值。有理想总归是好事，但除去还债要有钱消费才能坚定信心，因此，我们又在思考，什么样的居民会这么有信心消费？

图4：消费者信心指数已创下历史最高值

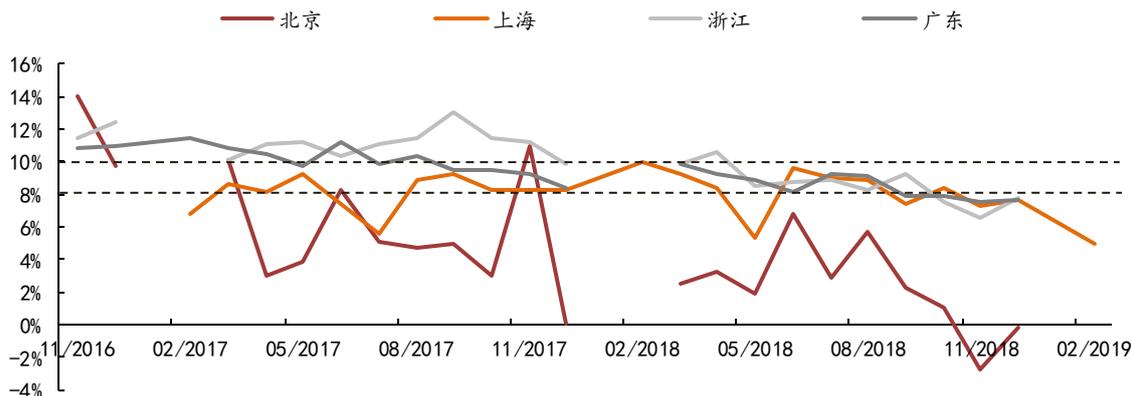


数据来源：CEIC，财通证券研究所

比较可惜的是，社零囊括的分类数据比较单一，主要是从地域的角度来考察社零数值，没有囊括年龄、教育水平等方面，当然这可能也具有较大的统计难度。如

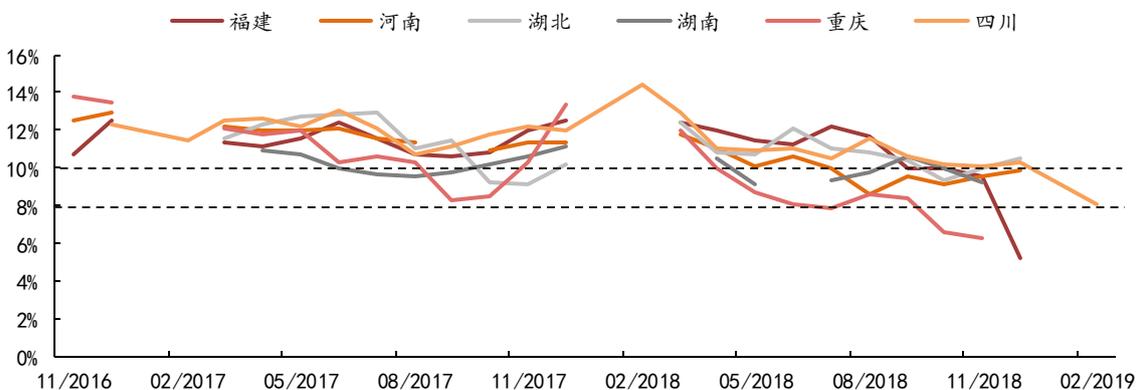
果单从可查的数据来看，我们认为，中部省份的消费活力明显要强于东部沿海省份。换言之，总体上 8.2% 的增幅是靠着中部省份 8%-10% 的增速顶起来的，北京、上海、广东、浙江四省在 2018 年底社零增速已经低于全国总体水平，北京更是实现负增长。同时，更有意思的点在于，河南、湖北、湖南、四川四个省份，2018H2 各月社零增速并没有出现大幅波动，反倒是北京、上海等一线城市或较发达地区的社零增速出现了较快下滑。所谓“消费寒冬”，或许并不像想象中的那么悲观。

图5：经济较发达地区消费品零售增速下降较快



数据来源：CEIC，财通证券研究所  
\*部分月份数据缺失

图6：中部省份消费增速下降幅度较小

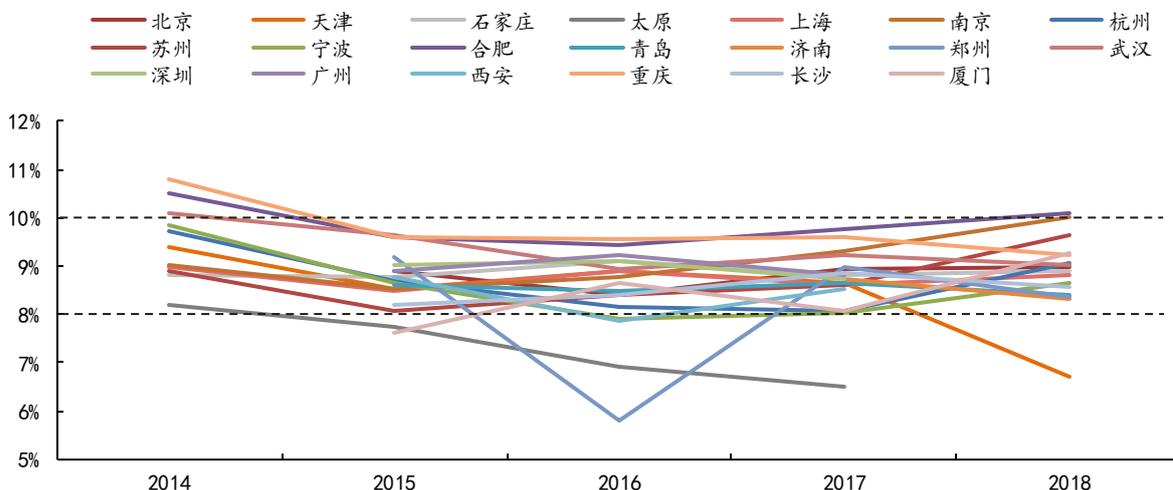


数据来源：CEIC，财通证券研究所  
\*部分月份数据缺失

再来看收入端的数据，无论是全国主要城市还是中东部的三线城市，人均可支配收入增速在近 5 年均保持在 8%-10% 之间，基本和全国整体呈现一致的变化规律。至此，问题很明白了，即为什么在全国可支配收入增速基本一致的前提下，中部省份消费依旧保持稳健，而东部地区的社零率先萎靡了呢？我们可以先做个假设，认为东部地区居民杠杆率高于中部省份，还贷压力压缩了日常消费。如果这个假

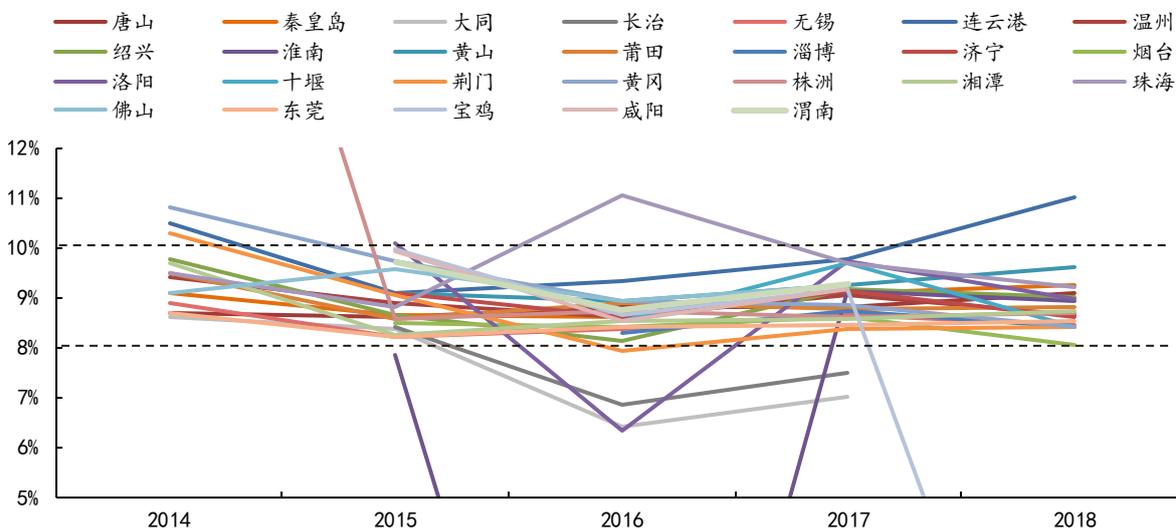
设应验，那么进一步猜测来看，在去杠杆的环境下，如果东部省份居民负债不再大幅提升，人均可支配收入继续稳定上涨，那么社零是否会展现出较大弹性呢；如果中部省份负债不变，或者杠杆率提高是因为消费支出的话，在可支配收入稳健的前提下，消费能否会有更大的弹性呢？

图7：全国主要城市人均可支配收入增幅稳定在8%-10%



数据来源：CEIC，财通证券研究所  
\*部分月份数据缺失

图8：中东部三线城市人均可支配收入增幅在8%-10%之间



数据来源：CEIC，财通证券研究所  
\*部分月份数据缺失

再回看这部分内容的核心论题：“何谈悲观？没钱消费或者被压抑的需求”，这其实是两个问题：是主动不消费还是被动不能多消费。如果单从收入端来看，可支配收入稳健增长，完全可以支撑消费数据的稳定，但实际上消费数据不稳定了，

多半是由于被动不能多消费。那么，为什么消费需求被压抑了？我们认为来自贷款的压力，并且还不是消费贷，否则社零数据会更好看。

至此，结合前文的内容，我们可以得出一个结论和一个预期。一个结论是消费不景气不是因为收入减少了，而是因为较高的杠杆挤压消费，这在中东部省份的社零/可支配收入比较中可以看出端倪。一个预期是如果要提振消费，在全国范围内增加可支配收入的同时，东部地区控制杠杆，中部地区甚至可以增加杠杆，促进消费市场的触底回升。

于是，刚刚过去的戊戌年，个人所得税降了，增加可支配收入；部分二线以下城市放开限购，抵押贷款的同时也能促进消费贷，进而拉动整体消费市场。前文我们讲“变”之后需要“革新”，我们看到了革新的影子，但我们更想看到的是，影子背后的光是来自什么时候的阳光，当然我们希望的是清晨的第一缕阳光。

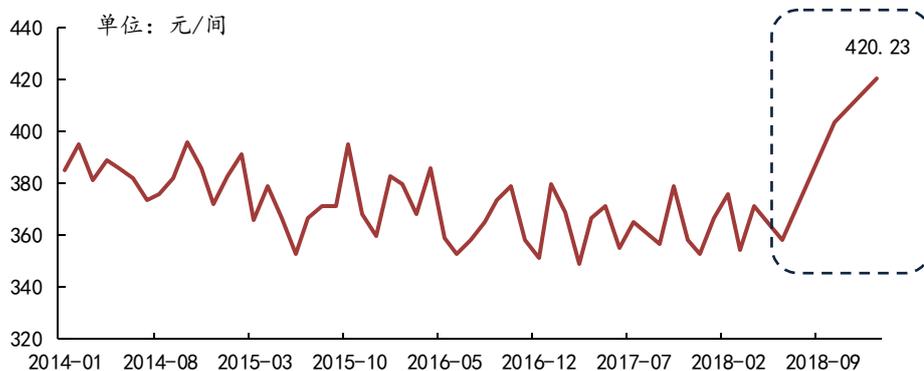
### 3、可选消费“不可选”了？

接下来我们关注行业层面，复盘一下酒店、旅游、免税、化妆品几个细分领域的情况，以上几个行业都属于可选消费，一般来讲，在经济下行的时期，可选消费通常表现不佳，然而问题在于，可选消费真的“不可选”了吗？或者换句话说，可选消费就不可以被消费了吗？

#### 3.1 酒店：为什么酒店能在经济下行阶段持续提价？

酒店行业在戊戌年下半年一直延续提价进程。据中国旅游饭店业协会的数据，全国样本星级酒店平均房价从2018年6月的358.28元/间一路飙升至2019年1月的420.23元/间，虽然中间有月份数据缺失，但8个月房间单价涨幅高达17.3%，绝对值涨了近62元，涨价幅度之高容易让人误以为GDP仍有两位数增长。

图9：酒店行业在戊戌年下半年持续提价

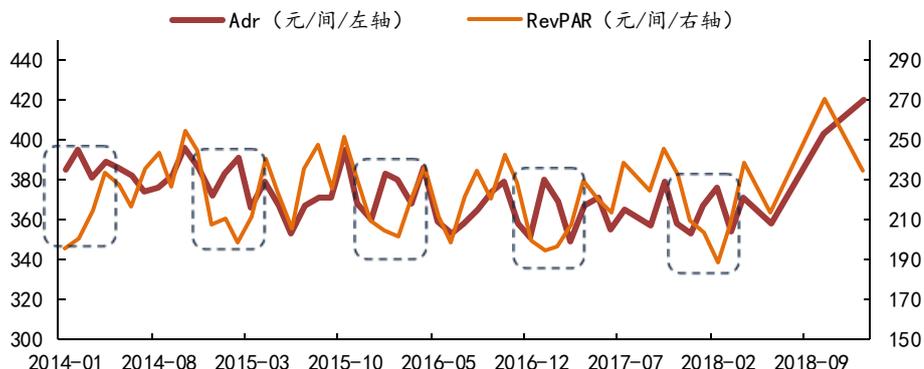


数据来源：中国旅游饭店业协会，Wind，财通证券研究所

所以，问题来了，为什么酒店会选择在经济下行的时期快速提升房价呢？对于此问题有很多合理的解释，例如高端酒店自从八项规定后，价格一路下跌，此次反弹属正常现象；例如中端酒店数量增加，单价高于经济型酒店，从而推动价格上升；或者是经济下行时期住酒店的都是偏刚需的人群，尤其以商旅为主，可以报销，收割这部分人的资金可以在入住率不及预期的前提下稳定业绩。

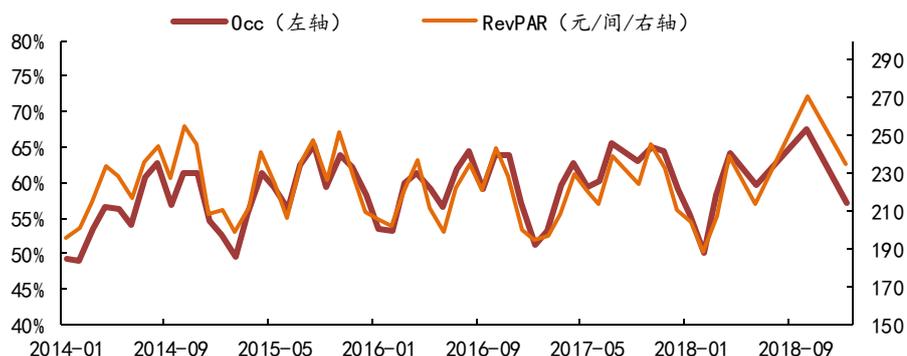
以上的解释都很合理，但我们更想从另外一方面来看酒店提价的问题，即酒店提价与否，对其收益，也即RevPAR有影响吗？我们分别把Adr和RevPAR，以及Occ和RevPAR放在同一张图表里，可以看出Adr与RevPAR并非始终呈现同向变动趋势，甚至在很多时期出现了背离，反倒是Occ与RevPAR的变化始终保持紧密的联系。这说明房间单价并不是酒店收益的风向标，酒店景气与否更关键的是入住率。

图10: ADR和RevPAR并非会同向变动



数据来源: 中国旅游饭店业协会, Wind, 财通证券研究所

图11: Occ与RevPAR一般会同向变动



数据来源: 中国旅游饭店业协会, Wind, 财通证券研究所

所以, 结合所有原因, 我们试着解释为什么酒店选择在经济下行时期持续提价: 一是酒店价和量并不存在紧密联系, 入住率和旅游及商旅人群关系更紧密, 尤其是经济不景气, 抛去一些不必需住店需求后, 剩下的消费者需求更稳定; 二是房间单价并不会直接反应为收益, 但在入住率同等水平下, 高房价自然能获得更高的收益, 先行提价, 静待入住率回暖; 三是酒店本身确实有提价空间。

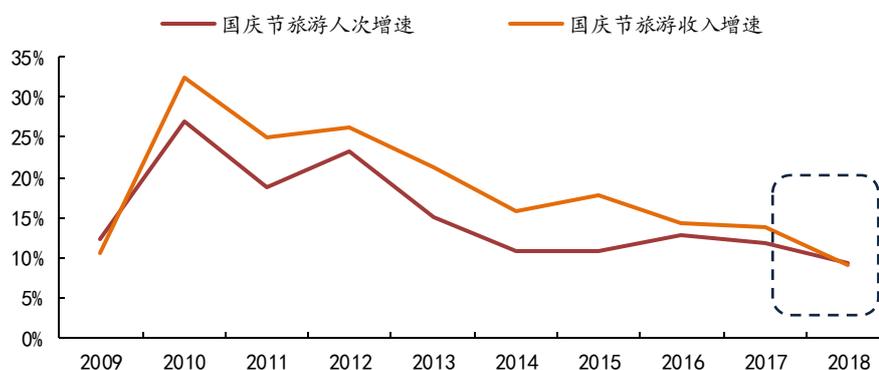
接下来再回到这部分核心议题上, 即酒店消费真的是不可选了吗, 或者说会因为提价而影响收益吗? 实际上在一年前我们就提出酒店消费相对商旅和旅游而言是必选消费, 是具有刚需属性的, 进一步来看, 不是酒店消费不可选, 而是出行频率发生了变化。因此, 我们认为酒店将会是经济触底反弹后确定性最强的行业, 不仅受益于出行需求, 还有本地住宿的增量。

### 3.2 经济压力下，旅游需求会被首先摒弃吗？

刚刚过去的戊戌年，我们总是在思考一个问题：如果经济不断探底，可以用来消费的钱少了，那么旅游人次和旅游收入会不会也减少了呢？其实，我们并不担心旅游人次的减少，在国内旅游市场经历几十年的两位数增长后，人次跌破10%应属正常，毕竟适龄旅游人口增速放缓，长假相对固定，出境游人次增加压缩国内游需求，一系列的因素导致国内旅游人次增速放缓应在情理之中。相比之下，我们更关注国内旅游收入增速的降低。

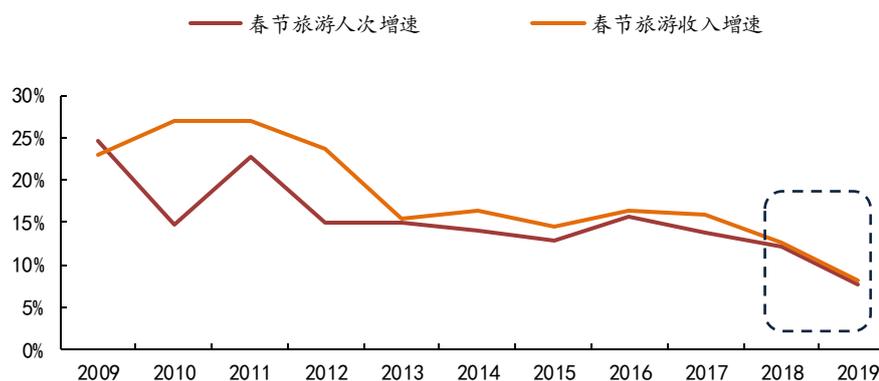
我们先从国庆、春节这两个最主要的长假开始谈起。在可比口径下，2018年国庆旅游人次增速9.43%，旅游收入增速9.04%，这是近10年来旅游收入增速首次落后于旅游人次增速。而春节旅游同样表现一般，2019年旅游人次增速7.6%，旅游收入增速8.2%，均创下十年来最低值，并且二者增速已经比较接近。

图12：2009年以来，国庆旅游收入增速首次低于旅游人次增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

图13：春节旅游收入增速已经和旅游人次增速很接近



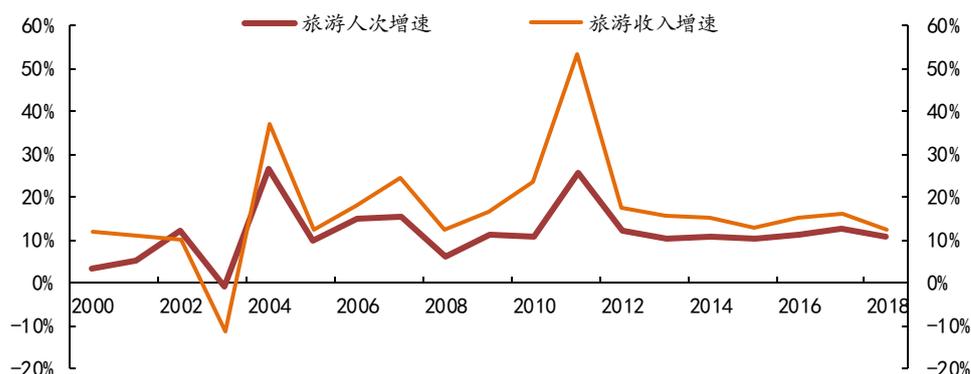
数据来源：Wind，财通证券研究所

为什么我们会重视旅游收入增速的变化？因为旅游人次仅代表出游这个行为的频率，而旅游的天数，旅游的利润更多是靠旅游收入。如果旅游收入增速较快，

一是说明旅游天数增多，二是日均消费增加，三是供给端有更多的商品及服务可以满足需求。因此，从这个角度来看，旅游收入更能反映整体旅游市场的发展情况。

然而，客观来讲，过去的一年国内旅游市场的确表现不佳，从2018年全年数据来看，旅游人次增速10.76%，旅游收入增速12.30%，其中旅游收入增速是十年来最低值。我们认为，2018年国内旅游市场疲软，但这并不能说明旅游需求将会一蹶不振，从出境游的表现来看，我们可以看到中国游客旅游的新趋势。

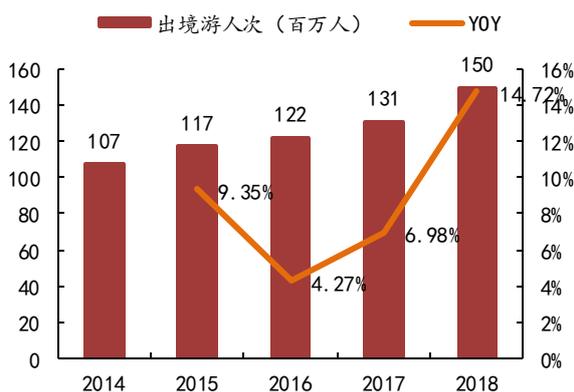
图14：2018年国内旅游市场表现不佳



数据来源：Wind，财通证券研究所

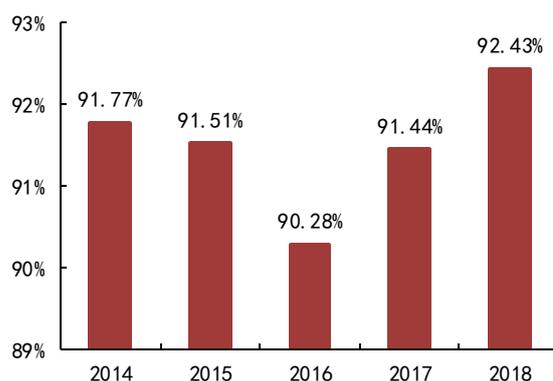
从数据上来看，2018年出境游达到1.5亿人次，同比增长14.72%，自2016年后回暖趋势明显。而出境游占出境人次的比例也从2016年的低点90.28%提升至2018年的92.43%，直接说明出境游正处于上升通道中。

图15：出境游人次在2016年后企稳回升



数据来源：Wind，财通证券研究所

图16：出境游占出境人次比例提升



数据来源：Wind，财通证券研究所

由于出境游旅游天数及日均消费金额要高于国内旅游，同时有较强的免税商品购物需求，如果结合国内旅游情况来看，我们可以对戊戌年旅游市场得出以下结论：

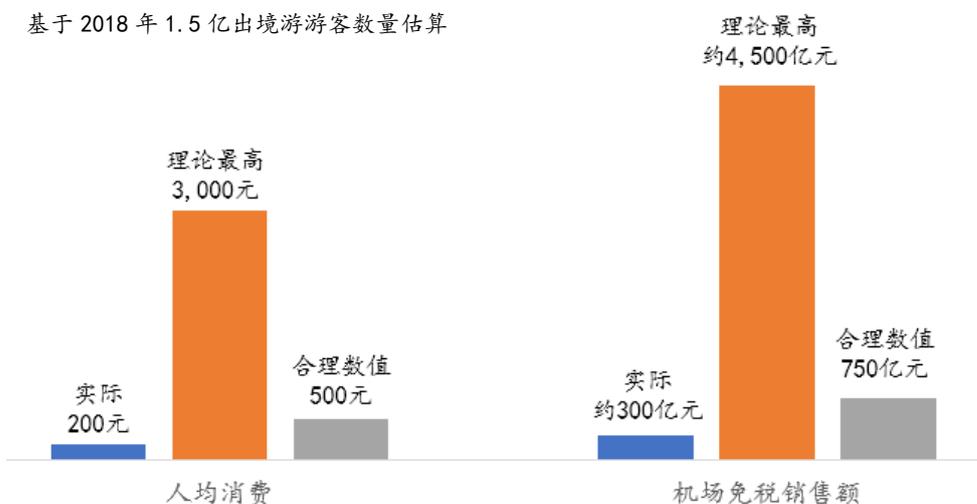
一是国内旅游疲软，旅游消费动力减弱；二是出境游仍处于上升通道，消费升级持续推进；三是将上述内容结合起来，实际上回答了我们的核心问题，即经济压力下，旅游需求非但没有被抛弃，以出境游为代表的消费升级产品反倒维持增长态势。

### 3.3 免税如何穿越周期？

我们将酒店视为经济企稳回暖后确定性最强的行业，但同时我们将免税视为能够穿越经济周期的行业。

提起免税，不得不提到出境游，正如前文所述，出境游人次在 2016 年回归上升通道，需求明显升温，其中机场免税几乎成为了出境游过程中的必需消费。我们综合中免集团等各方数据，以 2018 年中国免税行业销售额 395 亿元，减去去年海南离岛免税 101 亿的销售额，在不考虑其他市内免税店和其他形式免税店的基础上，高估得出机场免税店实现 300 亿左右的营业收入。在此基础上，平均至 1.5 亿出境游游客身上的免税消费金额为每人每次 200 元，与 3,000 元的机场免税额度差距巨大。

图17：国内机场免税店在人均消费层面仍有较大提升空间

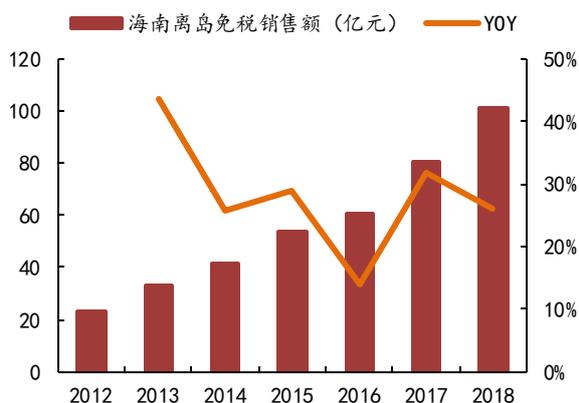


数据来源：Wind，财通证券研究所

\*海南美兰机场主要是离岛免税而非进出境免税，此处统计重点是机场进出境免税店

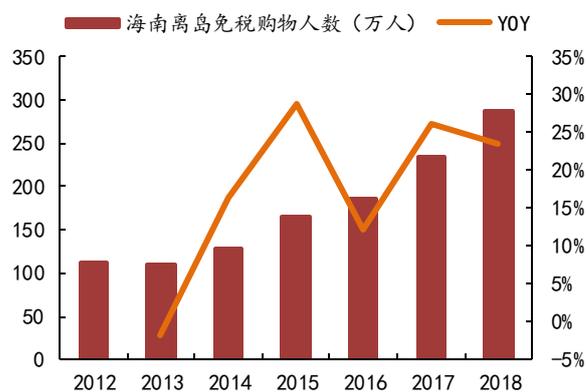
再者，我们探讨海南离岛免税。2018 年海南离岛免税实现销售额 101 亿元 (+25.94%)，离岛免税购物人数 288 万人 (+23.39%)，增幅均在 20% 以上，反映出海棠湾及美兰机场免税店仍有充足的消费需求。随着海口、博鳌两家市内免税店开业，同时政策支持海南开放旅游产业，一方面购物场所增加，刺激需求，另一方面游客增多，带来更多需求，双管齐下，使得海南离岛免税在未来 3 年都有望维持高景气。

图18：海南离岛免税销售额稳定增长



数据来源：Wind，财通证券研究所

图19：海南离岛免税购物人数稳健增长



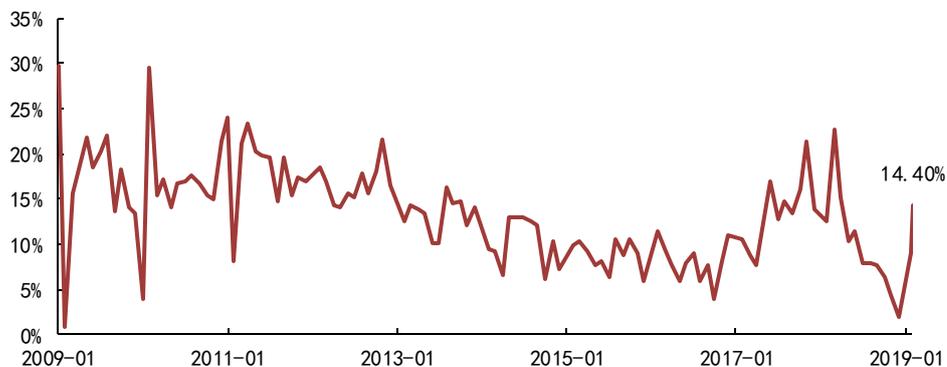
数据来源：Wind，财通证券研究所

综上所述，为什么我们会将免税视为可以穿越经济周期的行业？1) **游客未及上线**：出境游客及赴海南旅游游客数量仍有较大上升空间；2) **消费未及上线**：其中机场免税店人均消费额仅 200 元，远未及限定额度；3) **政策未及上线**：不仅免税额度仍有提高的可能，旅游开放程度仍有更多发展潜能；4) **模式未及上线**：不仅包括机场免税和离岛免税，免税店将有更多新模式问世。因此，我们看好免税穿越经济周期的能力。

### 3.4 “零”到“壹”的逻辑继续讲通

最后，是对于化妆品的复盘。我们在年度策略报告就提出以三线以下城市为代表的化妆品消费将经历从“零”到“壹”的过程。而从社零数据来看，2019年1-2月化妆品类销售额同比增长8.9%，大超前值，也超出了市场的预期，而后在3月份同比增速高达14.4%，逻辑已经应验。

图20：化妆品消费迎来上升通道



数据来源：Wind，财通证券研究所

我们重申，对于国妆而言，需要关注的是三线以下城市的消费升级进程，尤其是中西部区域和农村地区化妆品消费从“零”到“壹”的转变。同时，男性护肤品开始兴起，社交平台的力量不容小觑。此外，需要率先提及的是，化妆品全行业未来也会走消费者培育，进而高品质产品逐渐替代的过程，也即不仅是从“零”到“壹”，更是从“壹”到“无限”，未来产品升级后的本土化妆品更加值得期待。

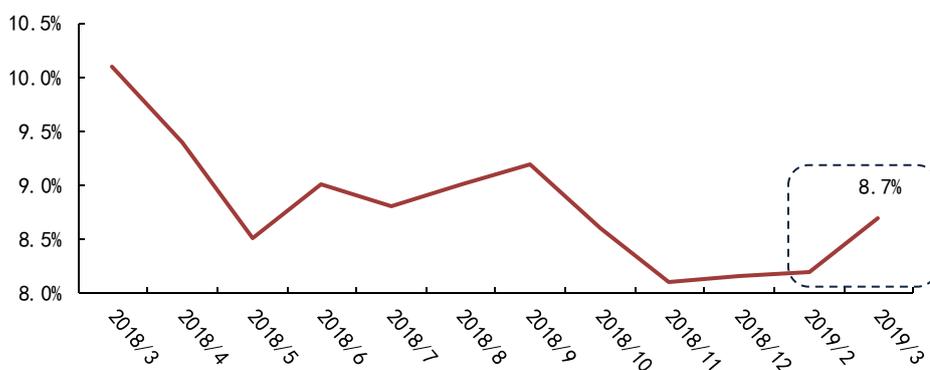
#### 4、这是属于消费的时代

戊戌年前后，我们看到了政策的之于消费而言，有增有减。增在于多项促进消费的政策相继颁布，提振市场信心；减在于减税降费不断落地实施，增强消费能力。这仍是属于消费的时代。我们看到高端制造、人工智能、信息技术等高精尖行业蓬勃发展，也看到科创板群雄即将逐鹿中原，但我们不能遗忘，科技的发展需要消费来兑现，这也是为什么我们长期看好消费的核心原因。

##### 4.1 社零回暖只是开始，有增有减开启消费新时代

从最新的2019年3月社零数据来看，8.7%的同比增速反映出了消费企稳回升的趋势，但我们认为，回暖只是开始，后面各月的消费数据值得期待。

图21：2019年3月社零数据开始回暖



数据来源：Wind，财通证券研究所

特别是从政策面上来看，一年来减税降费、促进消费的政策频频颁布，有增有减将开启消费新时代。增在于2018年9月，《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》与《完善促进消费体制机制实施方案(2018-2020年)》出台，为消费提供新动能、新指引，而后在2019年1月，《进一步优化供给推动消费平稳增长，促进形成强大国内市场的实施方案》颁布，实施细则落地，为消费再注入强心剂。

表1：2018年以来主要消费促进政策

颁布时间	文件名称
2018/9	《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》
2018/9	《完善促进消费体制机制实施方案(2018-2020年)》
2019/1	《进一步优化供给推动消费平稳增长，促进形成强大国内市场的实施方案》

数据来源：财通证券研究所整理

而减在于戊戌年前后，多项减税降费政策相继落到实处，尤其是 2019 年 4 月 1 日，“增值税税率中原适用于 16% 税率的降低至 13%，原适用于 10% 的税率降低至 9%”的政策正式落到实处，为消费市场持续输能。

**表 2：2018 年以来主要减税降费政策**

实施时间	内容
2018/5/1	制造业增税税率从 17% 降至 16%
	交通运输等行业及农产品等货物从 11% 降至 10%
2018/10/1	工资薪金所得的起征点提高至 5,000 元
2019/1/1	实行个税专项附加扣除
2019/4/1	增值税税率中原适用 16% 税率的降低至 13%，原适用 10% 税率的降低至 9%
2019/5/1	基本养老保险单位缴费率从 20% 降至 16%
2019 年	一般工商业平均电价在 2018 年已降低 10% 的基础上再降低 10%

数据来源：财通证券研究所整理

## 4.2 重点推荐行业及公司核心逻辑

### 1) 酒店行业：经济复苏环境下最有望率先回暖的板块

- ① 入住率与酒店收益关系更密切，而住店人数通常与商旅人次联系更紧密；
- ② 延续近一年的提价，为酒店复苏创造高起点；
- ③ 中端+加盟的逻辑仍旧为主流，支撑业绩稳健上升

建议关注：锦江股份、首旅酒店、华住。

### 2) 免税行业：对于旅游消费而言，是“全村的希望”

- ① 另类零售逻辑，单店客流远未及天花板，人均消费远未及限额，开店数量远未及需求所需；
- ② 政策导向逻辑，境外消费回流趋势下的强势行业；
- ③ 消费升级逻辑，旅游全过程相关联，价格敏感性相对较低，消费升级背景下重点考虑的销售渠道，拉动旅游消费再上一个台阶的关键因素。

建议关注：中国国旅。

### 3) 化妆品行业：“零”到“壹”，“壹”到“无限”

- ① 三线以下城市化妆品消费崛起，本土化妆品率先受到青睐；
- ② 性价比优势无可比拟，宣传手段切中消费者要害；
- ③ 引导消费升级的同时，自身也在升级，为“无限”提供无限可能。

建议关注：珀莱雅。

### 4) 旅游行业：“五一”假期成全年旅游市场关键风向标

一叶落而知天下秋，“五一”小长假时间延长后，游客参与境内境外旅游的热情，及消费的积极性，可以预见出全年旅游市场的情况。

建议持续跟踪腾邦国际、众信旅游等公司的业绩情况。

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。