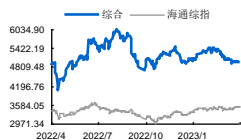


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

分析师:许樱之

Tel:(755)82900465

Email:xyz11630@haitong.com

证书:S0850517050001

分析师:颜慧菁

Tel:(021)23154181

Email:yhj12866@haitong.com

证书:S0850520020001

“中特估值”推动消费企业走向价值重估 ——“中特估值”探究系列 9

投资要点:

- 我们认为，相比海外，我国消费类企业有成长空间、政策支持和效率优化三方面优势，未来随着市场对中特估值的不断挖掘，消费类企业有望迎来价值重估。
- 酒类：（1）啤酒成长性优于海外，享有估值溢价。根据欧睿，21年我国啤酒行业销售额为6870亿元，16-21年CAGR为5.0%（量-0.6%，价+5.6%），显著高于世界平均（1.5%）。我们认为啤酒行业量稳价增或成为常态：量：销量下滑企稳，预计未来或保持稳定；价：受益于提价、产品结构升级与罐化率提升。我们认为啤酒行业成长性及盈利能力优于海外，叠加市场竞争格局优化，应享有估值溢价。（2）白酒行业盈利能力突出，估值具备提升空间。白酒行业量减价增，17-22年收入CAGR为3.2%（17-19年均价CAGR为23.6%）。伴随着消费升级与高净值人群增长，我们认为行业均价增长态势有望延续。我国白酒企业毛利率、净利率近年来呈上升趋势，整体水平高于海外烈酒龙头。高端白酒品牌壁垒强劲、定价权较强，对标海外奢侈品龙头，估值仍有提升空间。
- 乳制品：对标海外乳企，我国乳制品行业成长性更优，龙头企业估值有进一步提升空间。一方面对标海外市场，从行业增速及人均饮用量来看，我国乳制品行业仍处较好成长期，具有较大发展空间。另一方面从市场份额来看，我国乳制品市场2020年CR2合计约67%份额，而美国乳制品企业22年CR5市占率合计仅仅23.9%，因此我国常温奶龙头有着更高的市占率，体现了乳制品企业更强的竞争力，同时能够更好的享受行业成长机会。我们认为，从历史/未来业绩成长性来看，我国乳企龙头表现优于海外乳企。但从估值来说，我国乳企龙头的PE估值基本与海外乳企估值相差不大，我们认为未来我国乳企龙头的PE有着进一步的提升空间。
- 免税：牌照形成强壁垒，消费回流推动行业规模持续成长。（1）盈利性：免税牌照形成强壁垒，相较于竞争激烈的海外免税企业盈利能力更强。（2）成长性：政策大力支持消费回流，①离岛免税：需求端：我国中产人群规模过亿，渗透空间广阔，23年春节假期海南离岛免税店销售额同比增20.69%，迅速修复。供给端：三亚一期二号地及海棠湾项目落地有望提升门店承载力，海南积极扩张运力，客流空间有望逐步打开。②市内免税：政策暖风频吹，我们测算25年全国市内免税规模达324亿。中国中免：布局、供应链优势持续强化有望带动规模和盈利能力双重提升。
- 酒店：供给出清&消费升级，酒店国企仍有估值提升空间。①国企酒店集团估值略低于民企，我们认为估值差异主要来源于规模和效率。对标海外，国内酒店行业估值水平相对合理。②疫情使行业供给出清，供需关系改善；连锁酒店快速增长，连锁化率持续提升；受益于消费升级，中高端酒店增长强劲。酒店集团有望进入新一轮高质量增长周期。③国企酒店效率提升和资产注入有望带来估值重塑。
- 百货：机制优化&消费REITs政策催化国企价值重估。①运营效率低&自有物业难以变现一定程度上压制百货国企估值；②对于区域内规模优势突出的地方国企，有望通过激励等措施提升管理效率、打开成长空间；③消费REITs政策盘活存量资产，带动百货自有物业价值重估，预计龙头企业既有拓展零售主业提升份额，也将有更多开拓新业务布局的机会与潜力。
- 风险提示。宏观经济波动，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，食品安全问题，治理机制和经营改善不达预期。

目 录

1. “中国特色估值体系”推动消费企业价值重估.....	6
2. 酒类：啤酒成长性优于海外，白酒估值具备提升空间.....	7
2.1 啤酒成长性优于海外，享有估值溢价.....	7
2.2 白酒行业盈利能力突出，估值水平具备提升空间.....	9
3. 乳制品：对标海外乳企，我国乳制品行业成长性更优，龙头企业估值有进一步提升空间.....	12
3.1 我国乳制品行业成长性更优，龙头竞争格局更佳.....	12
3.2 估值/业绩匹配度对比来看，我国乳企龙头估值有进一步提升空间.....	14
4. 免税：牌照形成强壁垒，消费回流推动行业规模持续成长.....	15
4.1 盈利性：特许经营形成强壁垒，我国免税企业利润率优于海外.....	15
4.2 成长性：政策大力支持消费回流，免税行业成长空间广阔.....	16
4.3 中国中免：兼具成长与盈利的行业龙头.....	18
5. 酒店：供给出清&消费升级，酒店国企仍有估值提升空间.....	19
5.1 国企酒店估值水平略低于民企，对标海外估值水平相对合理.....	19
5.2 供给出清&消费升级，酒店行业进入新一轮增长周期.....	20
5.3 国企酒店效率提升和资产注入有望带来估值重塑.....	21
6. 百货：机制优化&消费 Reits 政策催化下，国企有望迎来价值重估.....	23
6.1 百货国企估值折价来源：效率有待提升、自有物业价值难以变现.....	23
6.2 激励优化带动国有百货企业效率提升.....	24
6.3 消费 REITs 政策盘活存量资产，带动百货自有物业价值重估.....	26
6.4 推荐标的.....	27
7. 风险提示.....	28

图目录

图 1	2012-2M23 年中美消费增速对比.....	6
图 2	我国啤酒行业销售额及同比增速.....	7
图 3	价增有望驱动我国啤酒行业规模增长.....	7
图 4	啤酒行业收入、销量和均价 CAGR 对比.....	7
图 5	21 年啤酒行业人均消费量对比.....	7
图 6	21 年啤酒行业销售均价对比.....	8
图 7	我国高端啤酒销量占比持续提升.....	8
图 8	21 年啤酒行业销售量口径 CR5 对比.....	9
图 9	21 年啤酒行业销售额口径 CR5 对比.....	9
图 10	2010 年以来我国白酒收入及产销量.....	10
图 11	全球烈酒市场规模（亿美元）.....	10
图 12	我国白酒企业销售毛利率整体较高（%）.....	10
图 13	我国白酒企业销售毛利率多呈上升趋势（%）.....	10
图 14	我国白酒企业销售净利率整体较高（%）.....	10
图 15	我国白酒企业销售净利率多呈上升趋势（%）.....	10
图 16	我国白酒行业集中度仍有提升空间（2021 年）.....	10
图 17	各国烈酒行业销售均价对比（2021 年）.....	10
图 18	估值折价率（贵州茅台/爱马仕）与历史中枢.....	11
图 19	2012-2022 年美国乳制品行业市场规模及增速.....	12
图 20	2012-2022 年中国乳制品行业市场规模及增速.....	12
图 21	2012-2022 年中国人均饮奶量.....	13
图 22	2012-2022 年美国人均饮奶量.....	13
图 23	2012-2022 年中国乳制品平均零售价.....	13
图 24	2012-2022 年美国乳制品平均零售价.....	13
图 25	2012-2022 年中国低温奶人均饮奶量.....	14
图 26	2012-2022 年美国低温奶人均饮奶量.....	14
图 27	2012-2022 年中国低温奶平均零售价.....	14
图 28	2012-2022 年美国低温奶平均零售价.....	14
图 29	Dufry 与中国中免历年归母净利率对比（%）.....	16
图 30	海南离岛免税月度销售额（亿元）.....	16

图 31	全球个人奢侈品市场消费结构（按地区）	16
图 32	中国中产人数及增速	17
图 33	海南免税购物人次占中产比例仍较低	17
图 34	我国市内免税店发展及相关政策支持	18
图 35	中国中免彭博一致预期动态 PE（倍）	19
图 36	AH 股酒店公司估值水平（PE 2023E）	19
图 37	AH 股酒店收入规模和净利率	19
图 38	美股酒店公司估值水平（PE 2023E）	20
图 39	美股酒店公司历年 PE 估值水平	20
图 40	中国住宿业设施数量	20
图 41	中国住宿业客房数	20
图 42	中国酒店数量（2016-2026E）	21
图 43	中国酒店业客房数量与连锁化率（2016-2026E）	21
图 44	A 股百货&综合业态不同属性企业占比	23
图 45	A 股百货&综合业态不同属性企业估值	23
图 46	百货：国企与非国企平均收入规模及毛利率	24
图 47	百货：国企与非国企毛净差对比（pct）	24
图 48	综合业态：国企与非国企平均收入规模及毛利率	24
图 49	综合业态：国企与非国企毛净差对比（pct）	24

表目录

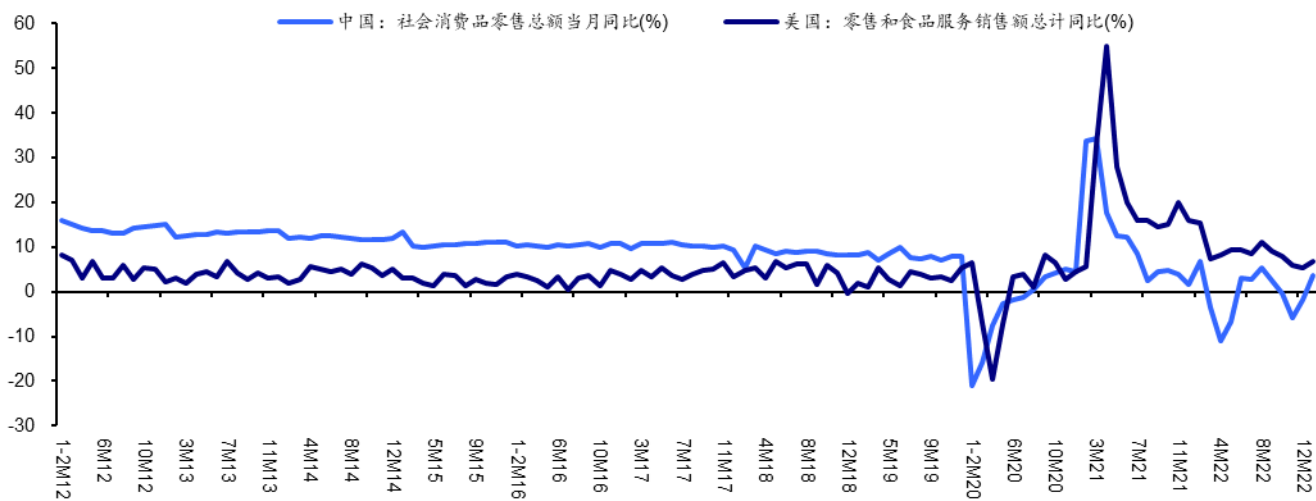
表 1	啤酒行业公司净利率、ROE 对比	8
表 2	啤酒行业可比公司估值表	9
表 3	白酒行业可比公司估值表	11
表 4	可比公司估值表	15
表 5	免税行业主要相关标的（市值对应 2023-03-29 收盘价）	15
表 6	海南离岛免税未来空间测算	18
表 7	中国连锁酒店分等级（千家，2016-2026E）	21
表 8	首旅集团旗下酒店资产	22
表 9	主要零售公司 RNAV 测算	24
表 10	近三年发行激励方案 A 股零售企业概况	25
表 11	激励方案对应三期行权条件	25
表 12	已发行 REITs 公司梳理	27
表 13	公募 REITs 和类 REITs 区别	27

1. “中国特色估值体系”推动消费企业价值重估

2022年11月21日，证监会主席易会满在金融街论坛年会上首次提出“中国特色估值体系”这一概念，指明要研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。

对标海外，国内消费类央国企：①行业成长空间广阔。过去十年我国消费对GDP增长的贡献率平均达50.41%。据国务院发展研究中心市场经济研究所所长王微和副研究员王念，2025年中国的消费率将有望达到60%，最终消费规模约为90万亿元，形成超大规模市场优势和较大内需潜力，疫情前，我国社零总额增速长期领先美国食品零售销售额增速。参考美国疫情后食品零售销售额增长的复苏态势，我们认为，随着消费场景、消费需求的复苏和释放，行业有望重启增长。

图1 2012-2M23年中美消费增速对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

②政策支持力度加大，增长动力充足。《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》和《“十四五”扩大内需战略实施方案》等政策性文件强调恢复和扩大消费的重要意义，我们判断，受益于政策指引，消费增长前景明朗。

③市场化改革释放活力。2020年6月30日，习近平总书记主持召开中央深改委第十四次会议，审议通过了《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》。当前，国企改革三年行动主要目标任务已经完成，未来新一轮国企改革还将继续深化。23年1月5日，国资委表示，2023年，中央企业要突出重点攻坚克难，乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动。积极稳妥分层分类深化混合所有制改革，促进国企民企协同发展，进一步发挥国有企业引领带动作用。除了深化改革外，2023年中央企业要锚定新时代新征程奋斗目标，2023年3月4日新华社报道国务院国资委日前以视频形式召开会议，对国有企业对标世界一流企业价值创造行动进行动员部署，此外今年政府工作报告指出，“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”。未来随着国企改革进一步推进，央、国企市场化经营机制不断完善，经营活力持续释放，国企的盈利中枢有望抬升。

我们认为，相比海外，我国消费类央国企有成长空间、政策支持和效率优化空间上的三方面优势，有望在扩大内需政策的引领、国内广阔消费市场的支撑和自身积极的效率改革的推动下，激发成长活力、取得亮眼成长，未来随着市场对中国特色估值体系的不断挖掘，国内消费类央国企有望迎来价值重估。

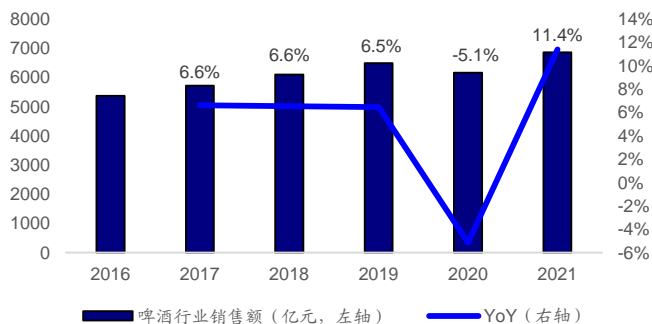
2. 酒类：啤酒成长性优于海外，白酒估值具备提升空间

2.1 啤酒成长性优于海外，享有估值溢价

啤酒行业量稳价增，成长性优于海外。根据欧睿，21年我国啤酒行业销售额为6870亿元，16-21年CAGR为5.0%（量-0.6%，价+5.6%），预计21-26年CAGR为7.3%。我国啤酒行业收入复合增速显著高于世界平均（16-21年CAGR为1.5%），日本/韩国/英国/美国16-21年销售额CAGR分别为-7.7%/-1.2%/-0.5%/+0.4%。我们认为价增有望驱动啤酒行业规模增长：

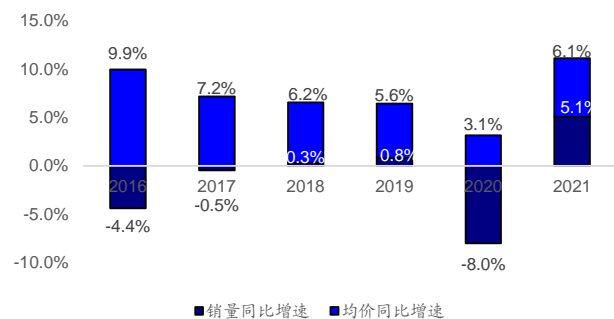
- **量：销量下滑企稳，预计未来或保持稳定。**2013年我国啤酒行业产销量见顶，分别为5065/5058万千升，近年来销量呈下降趋势，18-19年销量企稳回升，21年同比+5.1%至4436.11万千升。我国啤酒人均消费量高于世界平均（21年我国31.4升/人 vs 世界24.9升/人），略低于亚洲发达国家日本（37.7升/人）、韩国（39.0升/人）。此外，啤酒消费者年龄段多集中于20-50岁，我们认为我国老龄化程度加深或进一步限制消费量增长空间，预计未来啤酒行业销量或保持稳定，增长空间有限。
- **价：受益于提价、产品结构升级与罐化率提升。**近年来高端啤酒收入、销量占比持续提升，2016-21年占比分别提升5.86pct/3.78pct至31.8%/12.1%。对标发达国家（2019年美国高端啤酒销量占比44%），我们预计未来啤酒行业结构仍有较大升级空间。此外，疫情影响下居家饮酒场景需求增长，非即饮渠道兴起有望推动罐化率提升。对标发达国家（日本/韩国/英国/美国均价分别为5298/5509/6538/4481美元/千升），我国啤酒行业销售均价仍有提升空间（21年为2402美元/千升），我们预计受益于直接提价、罐化率上升及产品结构高端化，我国啤酒龙头企业吨价有望进一步增长。

图2 我国啤酒行业销售额及同比增速



资料来源：欧睿，海通证券研究所

图3 价增有望驱动我国啤酒行业规模增长



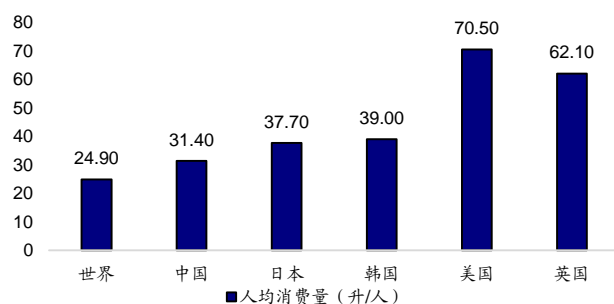
资料来源：欧睿，海通证券研究所

图4 啤酒行业收入、销量和均价 CAGR 对比

16-21年 CAGR	销售收入	销量	吨价
世界	1.5%	0.2%	1.2%
中国	5.0%	-0.6%	5.6%
日本	-7.7%	-4.2%	-3.6%
韩国	-1.2%	2.5%	-3.6%
英国	-0.5%	-1.2%	0.7%
美国	0.4%	-0.6%	1.0%

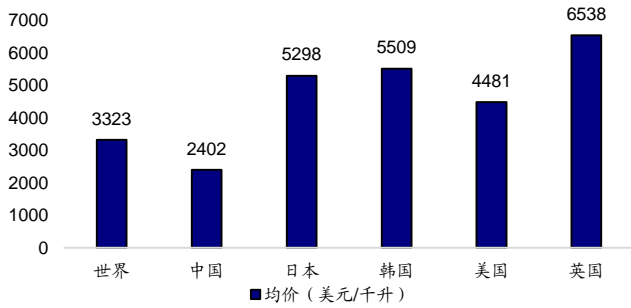
资料来源：欧睿，海通证券研究所

图5 21年啤酒行业人均消费量对比



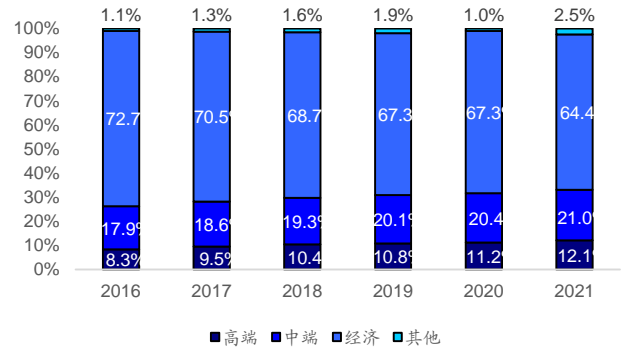
资料来源：欧睿，海通证券研究所

图6 21年啤酒行业销售均价对比



资料来源：欧睿，海通证券研究所

图7 我国高端啤酒销量占比持续提升



资料来源：欧睿，海通证券研究所

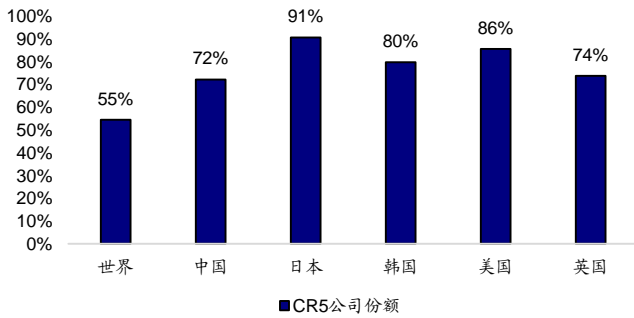
啤酒企业盈利能力较优，集中度仍有提升空间。与海外企业相比，我国啤酒企业盈利能力较强，归母净利率均值高于海外可比公司（21年均值：国内 12.3% vs 海外 7.2%），ROE 亦优海外（21年均值：国内 21.4% vs 海外 8.9%）。近年来国内啤酒龙头推进关厂整合计划、推进降本增效，产品高端化趋势持续，我们认为改革有望释放企业活力，行业盈利能力有望进一步提升。此外，**我国啤酒行业集中度仍有上升空间**，21年我国啤酒行业销售额口径 CR5 为 63.5%，低于英美等发达国家（21年分别为 74.4%/77.9%）。**我们认为啤酒行业成长性及盈利能力优于海外，叠加市场竞争格局优化，应享有估值溢价。**

表 1 啤酒行业公司净利率、ROE 对比

代码	简称	净利率 (%)			ROE (%)		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
国内							
600600.SH	青岛啤酒	6.89	8.38	10.79	9.66	10.67	13.72
600132.SH	重庆啤酒	22.00	17.21	19.62	46.30	183.98	66.47
000729.SZ	燕京啤酒	2.55	2.88	2.70	1.75	1.49	1.70
002461.SZ	珠江啤酒	13.32	15.17	15.23	5.80	6.38	6.58
0291.HK	华润啤酒	3.88	6.45	13.35	6.67	9.87	18.77
	均值	9.73	10.02	12.34	14.04	42.48	21.45
海外							
SAM US Equity	波士顿啤酒	8.80	11.05	0.71	14.96	20.06	1.48
ABI BB Equity	百威英博	15.15	4.70	5.94	12.11	2.07	6.80
2503 JT Equity	麒麟啤酒	4.20	5.40	3.76	6.58	8.58	6.69
HEIA NA Equity	喜力啤酒	9.90	-0.45	16.11	13.41	-1.52	19.15
2502 JT Equity	朝日啤酒	6.76	4.57	6.88	11.41	6.12	8.74
CARLB DC Equity	嘉士伯啤酒	8.59	8.97	12.02	15.12	15.34	15.58
000080 KS Equity	海特真露	-2.08	3.84	3.26	-4.10	8.07	6.57
2587 JT Equity	三得利	6.16	5.46	6.54	9.11	6.68	7.98
TAP US Equity	Molson Coors	2.33	-9.80	9.81	1.80	-7.67	7.50
	均值	6.65	3.75	7.23	8.93	6.41	8.94

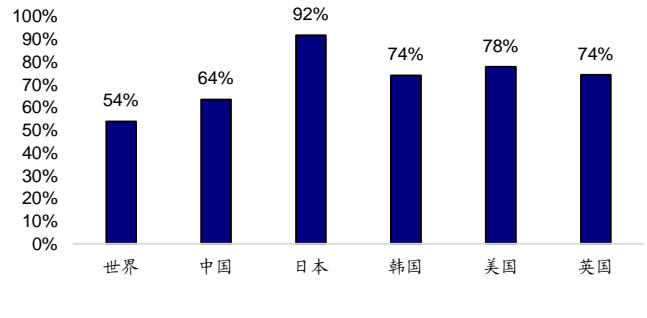
资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

图8 21年啤酒行业销售量口径CR5对比



资料来源：欧睿，海通证券研究所

图9 21年啤酒行业销售额口径CR5对比



资料来源：欧睿，海通证券研究所

表2 啤酒行业可比公司估值表

代码	简称	PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E
国内					
600600.SH	青岛啤酒	45.83	41.32	34.22	29.30
600132.SH	重庆啤酒	48.29	44.57	34.87	29.06
000729.SZ	燕京啤酒	153.53	100.08	65.09	47.05
002461.SZ	珠江啤酒	30.09	30.75	25.25	22.44
0291.HK	华润啤酒	34.15	40.10	31.01	25.20
	均值	62.38	51.36	38.09	30.61
海外					
SAM US Equity	波士顿啤酒	122.63	39.42	40.15	28.88
ABI BB Equity	百威英博	25.98	19.35	18.42	16.09
2503 JT Equity	麒麟啤酒	25.75	12.46	14.16	11.97
HEIA NA Equity	喜力啤酒	17.13	19.83	17.97	15.93
2502 JT Equity	朝日啤酒	14.77	15.51	13.98	12.38
CARLB DC Equity	嘉士伯啤酒	22.79	18.59	18.60	17.03
000080 KS Equity	海特真露	29.24	14.30	11.71	10.55
2587 JT Equity	三得利	18.72	18.43	18.74	16.86
TAP US Equity	Molson Coors	16.71	12.89	12.26	11.59
	均值	32.64	18.97	18.44	15.70

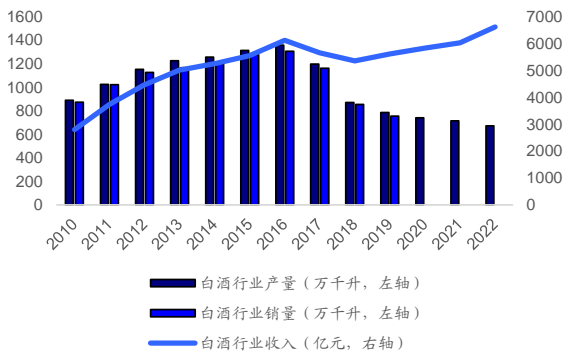
注：收盘价为2023年3月20日价格，国内估值为Wind一致预期，海外估值为Bloomberg一致预期。
 资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

2.2 白酒行业盈利能力突出，估值水平具备提升空间

白酒行业量减价增，销售均价低于英美。根据前瞻网、Wind，2017-22年白酒收入CAGR为3.2%（2017-19年均价CAGR为23.6%）。对标海外烈酒行业，我国行业均价仍有提升空间（根据欧睿，21年英美均价分别为50231/45646美元/千升 vs 我国42969美元/千升），伴随着消费升级与高净值人群增长，我们认为行业均价增长态势有望延续。

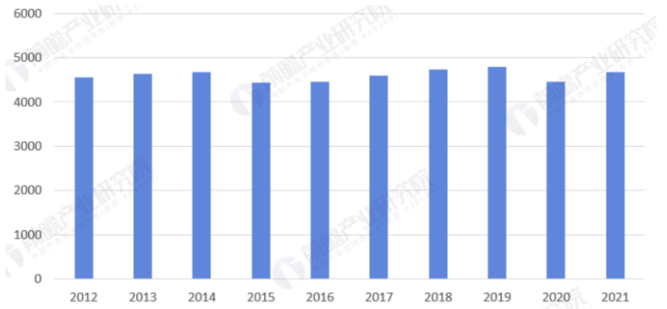
我国白酒盈利能力突出，头部酒企市占率有望提升。我国白酒企业毛利率、净利率近年来呈上升趋势，整体水平高于海外烈酒龙头。五届评酒会铸就品牌高度，我们认为名优白酒竞争优势较强，有望抢占中小白酒企业市场份额，进一步优化市场格局。21年我国白酒行业CR5为38.5%，低于海外烈酒市场（日本/韩国/英国/美国CR5分别为47.3%/63.3%/56.6%/43.7%）。

图10 2010年以来我国白酒收入及产销量



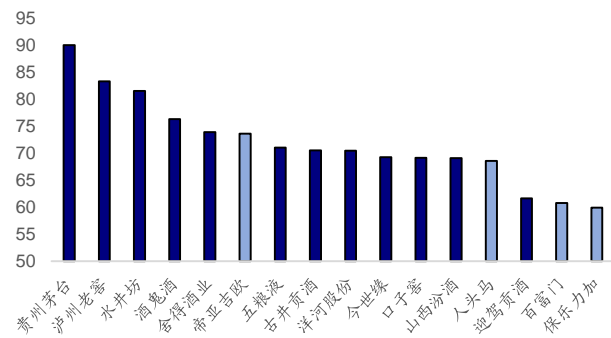
资料来源：前瞻网，Wind，国家统计局，海通证券研究所

图11 全球烈酒市场规模 (亿美元)



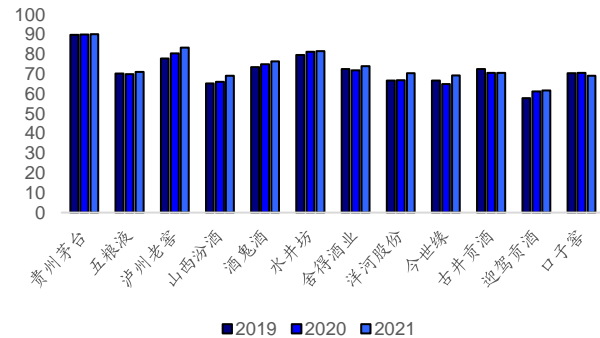
资料来源：前瞻网搜狐号，《Statista Consumer Market Outlook》，海通证券研究所

图12 我国白酒企业销售毛利率整体较高 (%)



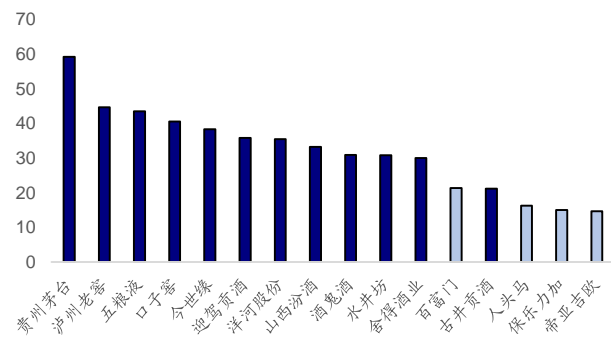
资料来源：Wind，人头马 21-22 财年年报，海通证券研究所

图13 我国白酒企业销售毛利率多呈上升趋势 (%)



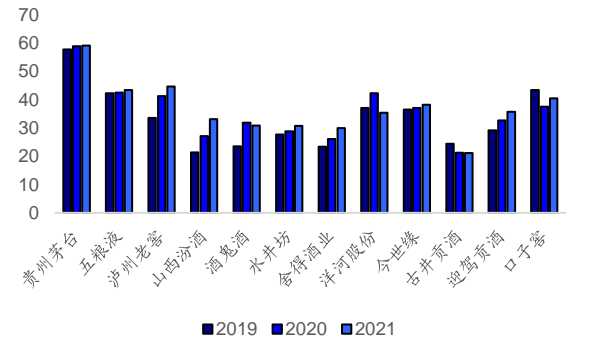
资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 我国白酒企业销售净利率整体较高 (%)



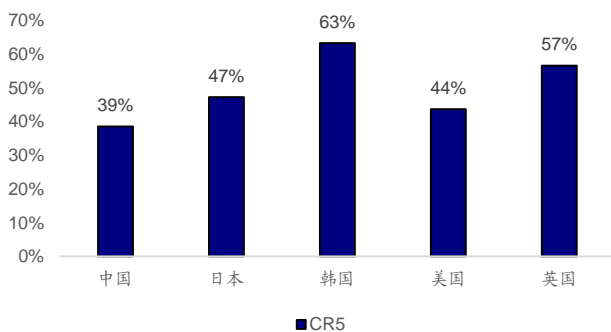
资料来源：Wind，人头马 21-22 财年年报，海通证券研究所

图15 我国白酒企业销售净利率多呈上升趋势 (%)



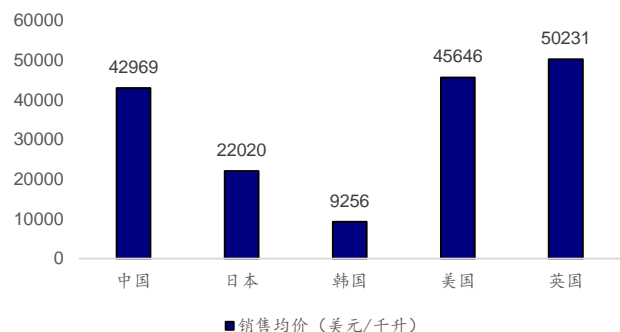
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 我国白酒行业集中度仍有提升空间 (2021年)



资料来源：前瞻网，贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份 21 年年报，欧睿，海通证券研究所

图17 各国烈酒行业销售均价对比 (2021年)



资料来源：欧睿，海通证券研究所

对标奢侈品龙头，高端白酒估值仍有提升空间。我国白酒行业估值略低于海外烈酒行业，我们认为高端白酒品牌壁垒强劲、定价权较强，与奢侈品行业属性类似，估值仍有提升空间。贵州茅台为我国白酒行业龙头，产品具备稀缺性，与奢侈品龙头爱马仕相比，贵州茅台收入复合增速较高，2016-21 年达 22.9% (vs 爱马仕 11.5%)，盈利能力优异(21 年毛利率: 茅台 90.1% vs 爱马仕 71.3%; 净利率: 茅台 59.2% vs 爱马仕 27.3%)。受益于产品、渠道结构升级与产能扩张，茅台具备较强增长势能。目前茅台 23 年 P/E 估值约为爱马仕六成 (茅台 29.67 倍 VS 爱马仕 49.25 倍)，未来折价率若回归历史中枢 (五年均值为 77%)，则估值仍有提升空间。

图18 估值折价率（贵州茅台/爱马仕）与历史中枢


资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

表 3 白酒行业可比公司估值表

代码	简称	PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E
国内					
600519.SH	贵州茅台	41.42	34.78	29.67	25.59
000858.SZ	五粮液	30.87	26.78	23.13	20.09
000568.SZ	泸州老窖	42.74	33.39	26.79	21.93
600809.SH	山西汾酒	61.13	41.58	31.98	25.20
000799.SZ	酒鬼酒	45.83	34.94	27.26	21.45
600779.SH	水井坊	29.26	27.73	23.37	19.55
600702.SH	舍得酒业	46.38	37.34	29.25	22.32
002304.SZ	洋河股份	31.92	24.99	20.66	17.37
603369.SH	今世缘	35.71	29.11	23.33	18.82
000596.SZ	古井贡酒	61.08	46.39	36.41	29.41
603198.sh	迎驾贡酒	36.50	28.88	23.29	19.19
603589.sh	口子窖	23.11	23.20	19.93	17.25
均值		40.50	32.42	26.26	21.51
海外					
DGE LN Equity	帝亚吉欧	30.41	24.30	20.60	19.02
RI FP Equity	保乐力加	37.44	25.13	20.68	19.28
BF/B US Equity	百富门	45.64	36.36	35.58	30.28
RCO FP Equity	人头马	54.69	39.61	28.59	26.25
均值		42.05	31.35	26.36	23.71

注: 收盘价为 2023 年 3 月 20 日价格, 国内估值为 Wind 一致预期, 海外估值为 Bloomberg 一致预期。

资料来源: Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

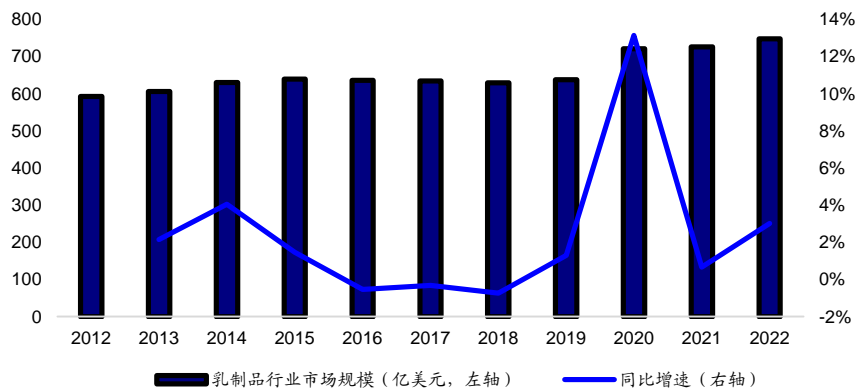
3. 乳制品：对标海外乳企，我国乳制品行业成长性更优，龙头企业估值有进一步提升空间

3.1 我国乳制品行业成长性更优，龙头竞争格局更佳

我国乳制品市场依然处于较长成长期。根据欧睿数据，2022年我国乳制品销售规模4192亿元，同比+4.48%，过去十年CAGR为6.03%。此外根据欧睿预测，2027年我国乳制品销售规模有望达到5393亿元对应未来5年CAGR为5.17%。

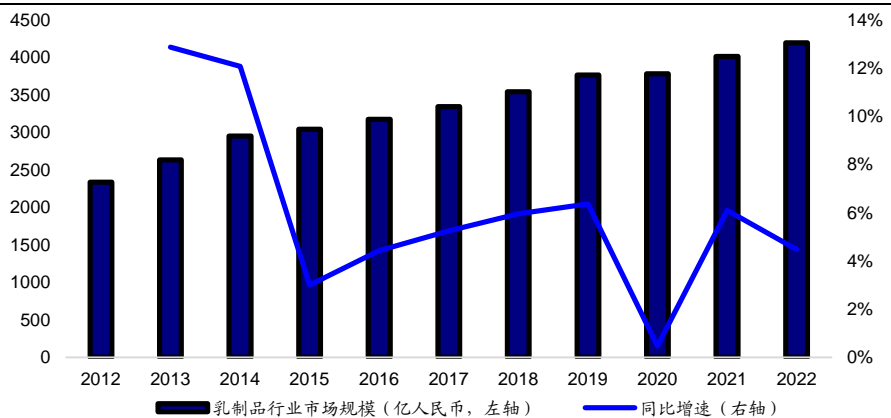
而对标海外发达市场来看，2022年美国乳制品销售规模748亿美元（约合人民币5149亿元），但是过去十年CAGR仅仅为2.35%。此外据欧睿数据，2027年美国市场规模将达到849亿美元（约合人民币5844亿元），对应未来5年CAGR为2.58%。由此可见，不同于海外发达市场乳制品行业进入稳定期，我们认为当前我国乳制品市场发展依然处于较好成长期。

图19 2012-2022年美国乳制品行业市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

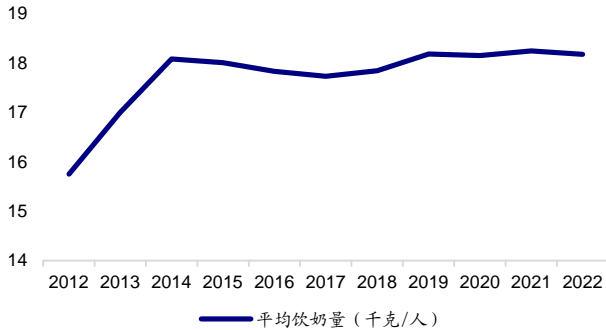
图20 2012-2022年中国乳制品行业市场规模及增速



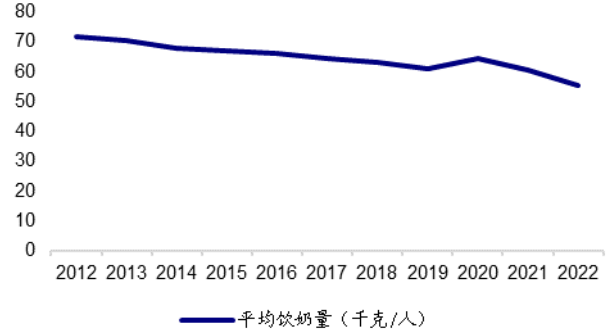
资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

人均饮用量&零售单价有较大提升空间。从年平均饮量来看，2022年我国的年平均饮奶量为18.17千克/人，而作为对比，美国年平均饮奶量为55.44千克/人，同时与我国饮食习惯相似的日本的年平均饮奶量为30.52千克/人。由此可见，未来我国人均饮用量较海外发达市场依然有着较大提升空间。

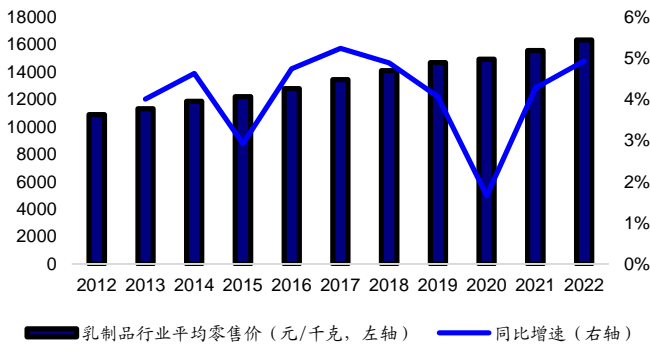
此外从乳制品零售单价方面，2022 年我国乳制品平均零售价为 1.63 万元/吨，而作为对比，美国乳制品平均零售价为 4034 美元/吨（约合人民币 2.78 万元/吨），日本为 56.34 万日元/吨（约合人民币 2.91 万元/吨）。我们认为，目前随着我国经济持续良好发展，以及随着消费升级，大家对不同类型乳制品的多元化需求越来越丰富，我国乳制品市场零售价有望持续上升。

图21 2012-2022 年中国人均饮奶量


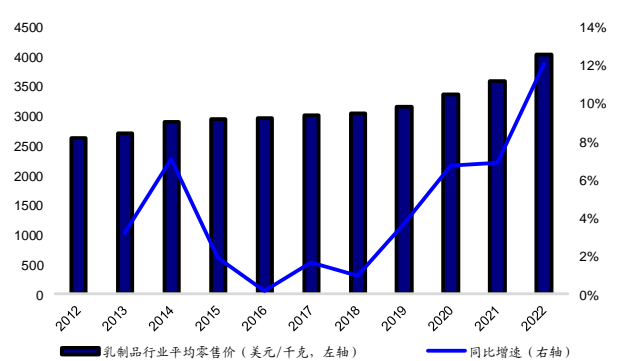
资料来源：Wind, Euromonitor, 海通证券研究所

图22 2012-2022 年美国人均饮奶量


资料来源：Wind, Euromonitor, 海通证券研究所

图23 2012-2022 年中国乳制品平均零售价


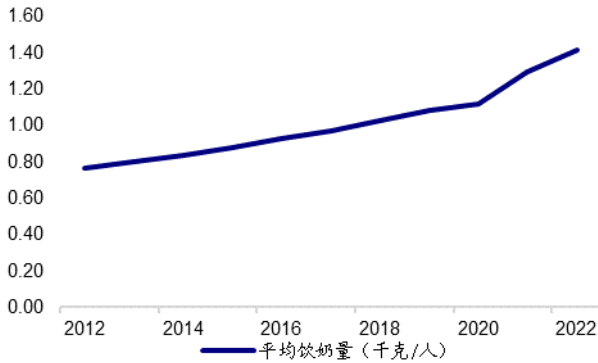
资料来源：Euromonitor, 海通证券研究所

图24 2012-2022 年美国乳制品平均零售价


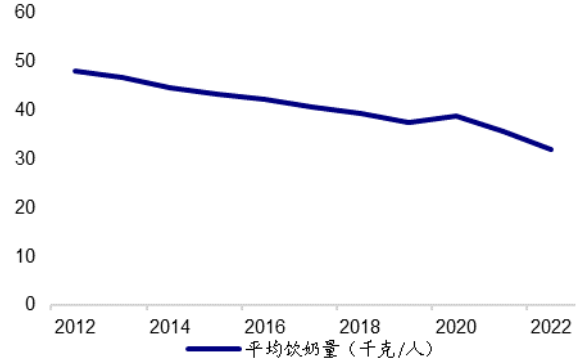
资料来源：Euromonitor, 海通证券研究所

目前常温奶份额集中，低温奶格局较为分散。目前我国乳制品市场中常温奶市场龙头为伊利、蒙牛公司，根据立鼎产业研究院，2020 年两家企业在常温奶市场中占据 67% 的份额。而相比海外发达国家，英国、美国前五大企业市占率较为均衡。根据欧睿数据，美国前五大乳制品公司分别为卡夫亨氏，达能，雀巢，雅培，美赞臣，22 年 CR5 市占率合计仅仅 23.9%。我们认为，我国常温奶两家龙头有着更高的市占率，体现了乳制品龙头更强的竞争力，同时能够更好的享受行业成长机会。

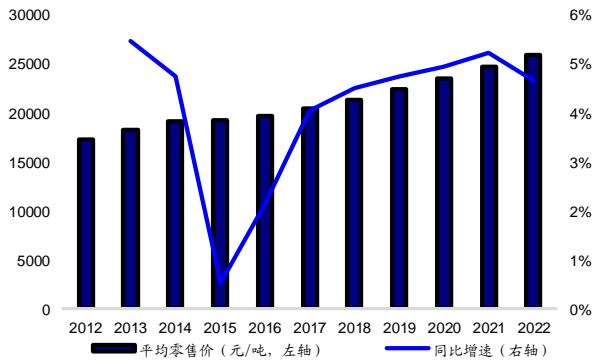
此外，受低温奶冷链壁垒所致，目前我国低温奶以区域化地方型乳企为主，例如三元在北京独占优势，君乐宝主要覆盖河北区域，光明布局上海及周边城市，新乳业大本营为四川成都，天润在新疆具备绝对优势。我们认为目前低温奶行业竞争格局较为分散，对标常温奶来看，未来有着较大份额提升空间。

图25 2012-2022 年中国低温奶人均饮奶量


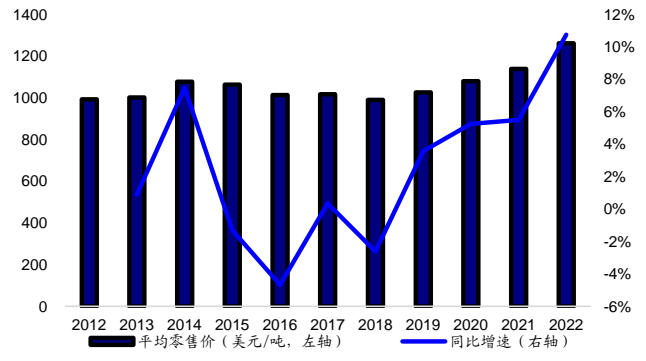
资料来源: Wind, Euromonitor, 海通证券研究所

图26 2012-2022 年美国低温奶人均饮奶量


资料来源: Wind, Euromonitor, 海通证券研究所

图27 2012-2022 年中国低温奶平均零售价


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

图28 2012-2022 年美国低温奶平均零售价


资料来源: Euromonitor, 海通证券研究所

3.2 估值/业绩匹配度对比来看，我国乳企龙头估值有进一步提升空间

我们从业绩成长性、财务指标、估值等角度将中国的龙头乳制品企业与海外乳制品企业进行对比。

(1) 业绩成长性对比。

2017-2021 年伊利/蒙牛/光明的收入/利润复合增速分别为 12.91%/9.75%; 10.05%/25.16%; 7.74%/-1.02%，同时据 wind 一致预期，2021-2024 年伊利/蒙牛/光明的收入/利润复合增速分别为 11.09%/13.94%; 5.87%/29.91%; 6.87%/8.15%。作为对比，海外乳企 2017-2021 年雀巢/达能/恒天然/明治/Savencia 的收入/利润复合增速分别为 0.93%/12.77%; 0.49%/1.95%; 0.91%/-6.28%; -0.44%/3.12%; 3.89%/14.21%。

(2) 估值对比。

据 wind 数据，截至 23 年 4 月 10 日，伊利/蒙牛/光明的 PE(2023E)分别为 16.49x/18.29x/22.21x，作为对比，据彭博数据，截至 23 年 4 月 10 日，海外乳企雀巢/达能的 PE (2023E) 分别为 22.61x/17.26x。

我们认为，无论是从历史业绩成长性来看，还是未来的成长性预期来说，我国乳企龙头的表现均优于海外乳企。但是从估值来说，我国乳企龙头的 PE 估值基本与海外乳企估值相差不大，因此从业绩成长与估值匹配度而言，我们认为未来我国乳企龙头的 PE 有着进一步的提升空间。

表 4 可比公司估值表

简称	PE (倍)			
	2021	2022	2023E	2024E
NSRGY 雀巢	21.03	23.83	22.61	20.32
DONNOY 达能	18.33	17.82	17.26	15.29
Fonterra 恒天然	12.07	10.03	5.19	7.47
2269.T 明治	15.73	15.54	4.99	16.19
SAVE.PA Savencia	10.12	6.65	7.20	6.52
600887 伊利股份	30.48	19.42	16.49	14.17
2319.HK 蒙牛乳业	28.43	23.58	18.29	15.61
600597 光明乳业	33.79	41.13	22.21	19.43

注：收盘价为 2023 年 4 月 10 日价格，国内公司估值为 Wind 一致预期；海外公司估值为 Bloomberg 一致预期
资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

4. 免税：牌照形成强壁垒，消费回流推动行业规模持续增长

我们认为，在扩内需、促消费大背景下，免税行业的蓬勃发展有利于引导海外消费回流，刺激中高端消费，带动旅游购物与国际接轨。免税企业作为央企，在其中发挥着重要作用。

表 5 免税行业主要相关标的（市值对应 2023-03-29 收盘价）

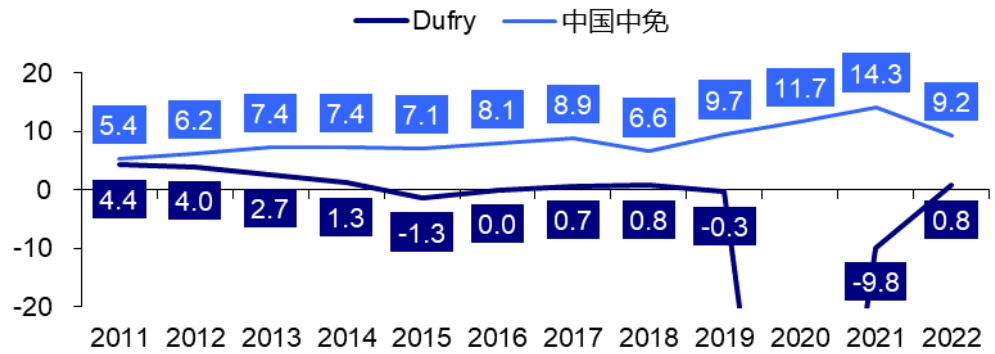
公司名称	市值(亿元)	实控人	免税业务概述
中国中免	3776	中央国资委	全球第一的免税龙头，2021 年国内免税市场市占率 86%；2022 年收入 544 亿元，归母净利润 50 亿元
王府井	278	北京市国资委	经营离岛免税店王府井国际免税港（4M23 正式开业），获北京政府支持积极筹备北京市内免税等业务
海南发展	98	海南省国资委	控股股东承诺将全球精品贸易控股权注入上市公司，该公司经营的全球精品免税城 22 年销售额近 38 亿
海汽集团	81	海南省国资委	拟收购 100% 股权的海旅免税经营离岛免税店海旅免税城，22 年该门店销售额约 38 亿元
格力地产	157	珠海市国资委	拟收购 100% 股权的珠海免税经营拱北等口岸免税店，珠免 1-11M22 收入 15.1 亿元

资料来源：中国中免招股说明书，Wind，王府井国际免税港公众号，国新网，海南发展：关于控股股东支持公司布局及整合免税品经营业务并承诺注入相关资产及业务的公告，海南国资公众号，海汽集团：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿），海南省旅游投资发展有限公司官网，格力地产：发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案），中国中免 2022 年年报，海南发展 2022 年半年报，王府井 2022 年半年报，海通证券研究所 注：市值对应 2023-03-29 收盘价。

4.1 盈利性：特许经营形成强壁垒，我国免税企业利润率优于海外

免税业务由国家颁发牌照指定特定公司经营，经营牌照是最关键的竞争壁垒。目前，我国仅有 8 家企业拥有免税牌照，形成寡头垄断格局，因此，相较于竞争激烈、不得不压缩利润以赢得竞争的海外免税企业，国内免税企业盈利能力较强，疫情前的 2011-19 年，国内免税龙头中国中免净利率领先海外免税龙头 Dufry。

图29 Dufry 与中国中免历年归母净利率对比 (%)



资料来源: Bloomberg, Wind, 海通证券研究所

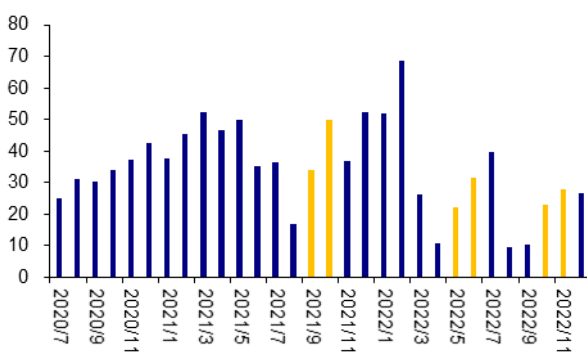
4.2 成长性: 政策大力支持消费回流, 免税行业成长空间广阔

(1) 离岛免税:

政策逐步放开, 大力推动消费回流。为促进消费回流, 离岛免税消费限额不断放开, 2020年离岛免税消费限额从3万元大幅提升至10万元, 带动2020年离岛免税销售金额同比增长104%。2023年3月, 海关总署、财政部、税务总局联合发布离岛免税“担保即提”和“即购即提”政策, 进一步为促进消费回流提供政策便利。

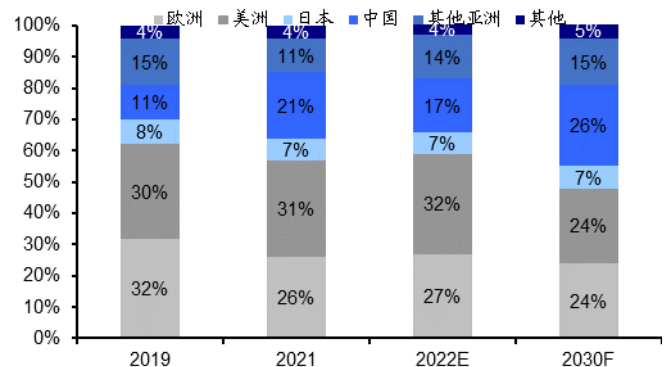
海南离岛免税销售高速增长。8M21、3-4M22、8-9M22销售额因疫情有所回落, 但疫情减退的9-10M21、5-6M22、10-11M22反弹迅速。据中国日报网百家号报道, 23年春节假期, 全省12家离岛免税店总销售额25.72亿元, 同比增长20.69%, 比2019年同期增长329%。1-2M23三亚海关共监管离岛免税销售金额79.78亿元, 取得“开门红”。我们认为海南消费需求韧性较强, 有望在政策刺激下, 推动离岛免税销售额持续增长。据贝恩, 预计22年发生在中国的个人奢侈品消费占全球的17%, 2030年将占26%, 国内居民境外消费有望持续回流。

图30 海南离岛免税月度销售额 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图31 全球个人奢侈品市场消费结构 (按地区)

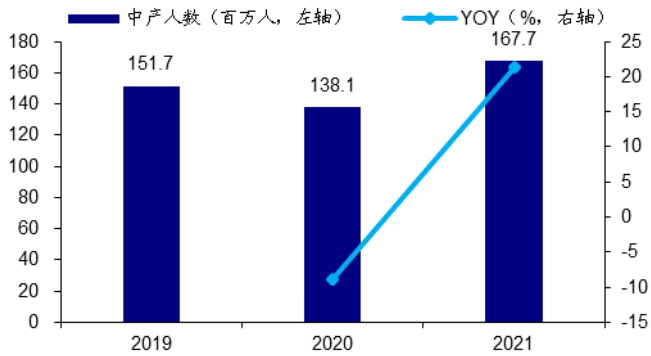


资料来源: 贝恩官网, 海通证券研究所

从需求端看:

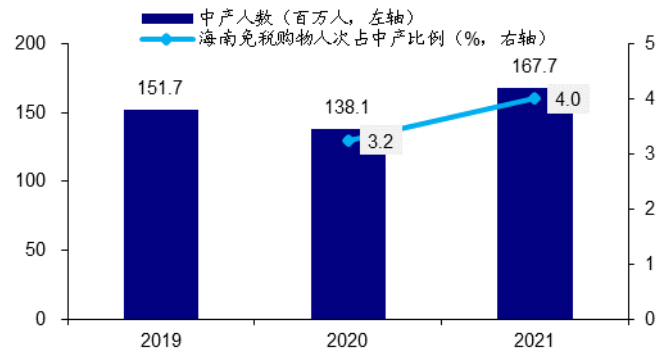
中产崛起, 海南免税渗透空间广阔。参考瑞信财富报告, 我们将资产10-100万美元的成人视为中产人群, 2021年, 中产人群规模达到1.7亿, 消费客群庞大; 2022年, 海南离岛免税购物人次仅422.3万人, 我们认为, 相比中产的过亿规模, 海南免税与日上仍有非常大的渗透空间。

图32 中国中产人数及增速



资料来源：瑞信财富报告，海通证券研究所

图33 海南免税购物人次占中产比例仍较低



资料来源：瑞信财富报告，Wind，海通证券研究所

疫情后海南离岛客流迅速修复。23年1-2月，海南离岛客流665万人，恢复至2019年同期的99%，已基本恢复至疫情前水平。23年1月1日-3月25日，海口美兰机场日均客流7.14万人次，恢复至19年同期的90.37%；1月1日-3月23日，凤凰机场累计进出港航班3.39万次，旅客吞吐量570.75万人次，23年航空客运数据已全面超越疫情前水平。我们认为疫情影响消退后，海南离岛免税销售有望随客流修复而逐步增长。

从供给端看：

门店布局逐步完善，提升承载能力。23年春节期间，据央广网，三亚国际免税城接待人数同比增22%，部分门店排起长队。我们判断，旅游热潮来临，免税店拥挤度提升，也表明当前离岛免税门店仍不能满足消费者的旺盛需求，购物体验不佳也可能导致转化率无法提升。我们判断，未来三亚门店扩容有望解决这一问题：中免三亚国际免税城一期2号地项目包括免税商场7.8万平方米、酒店14万平方米，预计将于23年9月30日开业；中免集团与太古集团合作开发的三亚国际免税城三期项目总占地面积20.75万平，预计将于2024年起分阶段落成。我们判断，两大项目落成后，海南免税门店承载力有望改善，届时消费者购物体验优化有望带来转化率的持续提升。

海南积极扩张运力打破客流增长限制。据海南省统计局，19年海南离港旅客为2896万人次，逼近全岛承载能力3000万人（海南大学教授陈扬乐推算）；据海南日报，美兰机场扩建前设计运力仅1500万人次，但高峰期实际年旅客吞吐量已超过2400万人次，我们判断，此前海南运力不足也限制了旅客规模的提升；随着美兰机场二期、新海港客运枢纽项目运力的逐步释放，我们预计到25年海南全岛运力可达1亿人次以上，客流空间有望逐步打开。

综合前文的分析，我们对未来海南离岛免税市场规模进行如下测算：

①**客流**：我们测算，25年海南运力（旅客吞吐能力）可达1亿人次，对应出岛人次可达到5000万（即25年海南最大旅客数量承载量），假设23年客流恢复至19年同期水平，24-25年客流保持中低速度的平稳增长，同比增速分别为+35%、+27%，25年实际客流接近交通承载能力。②**转化率**：我们认为中免海棠湾一期2号地项目及三期项目有望释放海南免税门店的承载力，布局和入驻品类的完善、消费者教育的持续也有利于提升转化率，我们假设23-25年转化率各为29.5/31/31.3%。③**客单价**：2020-22年，离岛免税客单价分别同比+71%、20%、12%，上行动力充足。我们判断，随着高端品类进一步丰富，客单价有望持续提升，假设2023-25年客单价各同比增长8/10/8%。

综上，我们测算2023-25E海南离岛免税销售额各762、1190、1648亿元，2021-25年CAGR达35%，在供需两端的持续优化下，海南离岛免税有望实现亮眼成长。

表 6 海南离岛免税未来空间测算

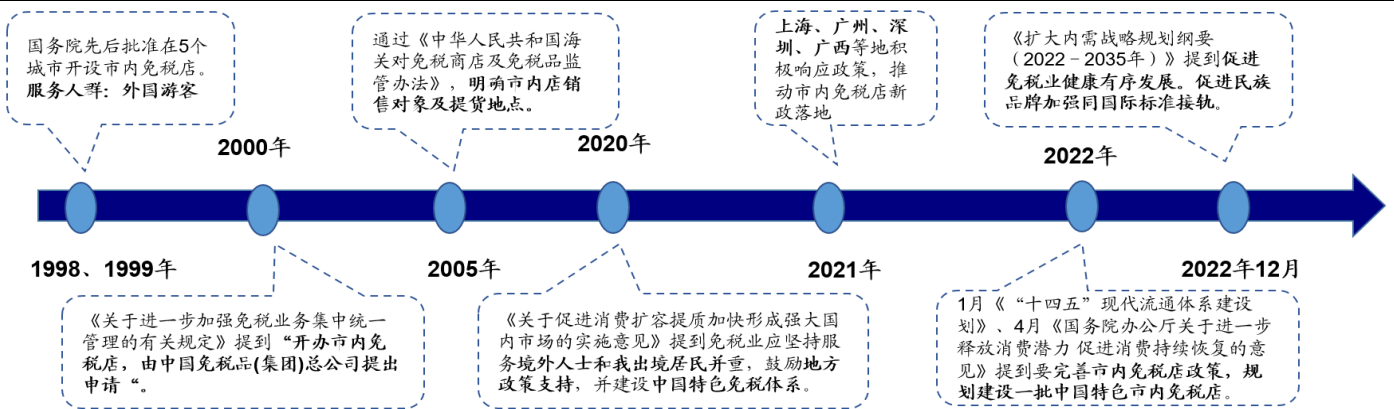
年份	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
海南离岛客流(万)	2129	2258	1564	2896	3909	4965
YOY	-26%	6%	-31%	85%	35%	27%
转化率	21.1%	29.7%	27.0%	29.5%	31.0%	31.3%
免税购物人次(万)	448	671	422	854	1212	1554
YOY	19%	50%	-37%	102%	42%	28%
客单价(元)	6129	7367	8263	8925	9817	10602
YOY	71%	20%	12%	8%	10%	8%
免税销售金额(亿元)	275	495	349	762	1190	1648
YOY	104%	80%	-29%	118%	56%	38%

资料来源：海南省统计局，海口海关、Wind、海通证券研究所

(2) 市内免税:

市内免税获政策大力支持。2020年以来，市内免税政策暖风频吹。2月《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》提出要鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。2022年1月和4月我国分别在“十四五”现代流通体系建设规划及《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》中强调要进一步完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。同年12月，《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》提出要更好满足中高端消费品消费需求，促进免税业健康有序发展。我们在2023年2月9日发布的报告《后疫情时代，国内市内免税展望与规模测算》中测算额度放开情景下，2025年我国市内免税规模有望达324亿。

图34 我国市内免税店发展及相关政策支持



资料来源：国务院，财政部，中国政府网、各地方政府网等，海通证券研究所

综合以上讨论，我们认为，国内免税业务壁垒高筑、盈利能力强、成长空间广，国内免税企业以央企、国企为主，有望在政策支持下分享行业发展红利，实现业绩的亮眼增长，应当给予较高的估值水平。

4.3 中国中免：兼具成长与盈利的行业龙头

业务布局持续扩张，领先优势稳固。①离岛免税：根据中国中免2021年报、2022年报，公司在海南的海口国际免税城、三亚国际免税城是全球第一、第二大单体免税综合体，重磅项目三亚国际免税城一期2号地、三期项目有望进一步完善布局，卡位优势进一步强化；②市内免税：23年3月，公司宣布拟收购中出服（经营12家市内免税店）49%股权，公司与中出服是国内唯二经营市内免税店的企业，我们认为，此次收购完成后，中免系基本覆盖国内重点城市，市内免税业务有望扬帆起航。

估值分析。2023年以来，公司彭博一致预期动态PE稳定在30倍左右，我们判断，

在消费回流大背景下，公司作为免税龙头，有望充分分享免税行业发展红利，布局、供应链能力优势的持续强化也有望带动规模和盈利能力的双重提升，公司兼具成长性和盈利性，具备突出的投资价值。

图35 中国中免彭博一致预期动态 PE (倍)



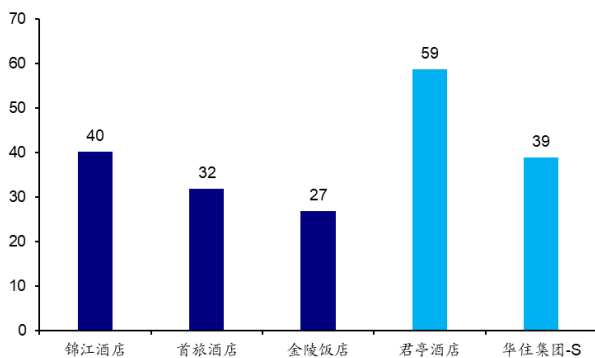
资料来源: Bloomberg, Wind, 海通证券研究所

5. 酒店：供给出清&消费升级，酒店国企仍有估值提升空间

5.1 国企酒店估值水平略低于民企，对标海外估值水平相对合理

国企酒店集团估值略低于民企。主要国企酒店集团 2023 PE：锦江酒店 40x、首旅酒店 32 x、金陵饭店 27 x（数据截至 3 月 28 日，下同）；民企酒店集团：2023 PE：君亭酒店 59 x，华住集团（H 股）39 x，国企酒店集团估值整体略低于民企。我们认为估值差异主要来源于两点：①**规模**：从收入规模看，锦江酒店和华住集团明显领先于其他公司，具有一定规模优势；②**效率**：从疫情前净利率水平看，君亭酒店、华住集团 2019 年净利率各 19.3%、15.7%，三家国企酒店净利率约在 10%左右，民企具有经营效率优势。

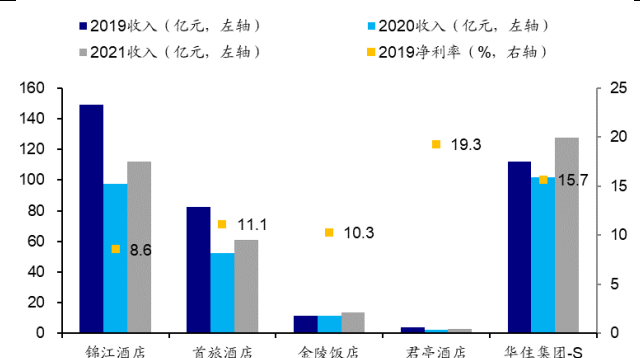
图36 AH 股酒店公司估值水平 (PE 2023E)



资料来源: Wind, 海通证券研究所; 数据截至 20230328

注: 取 wind 一致预期

图37 AH 股酒店收入规模和净利率

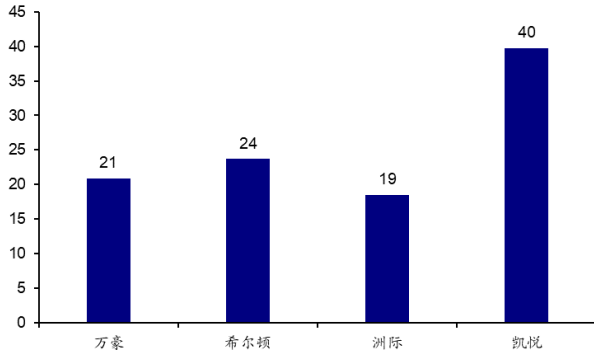


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 数据截至 20230328

注: 取当年 12/31 的 PE 估值

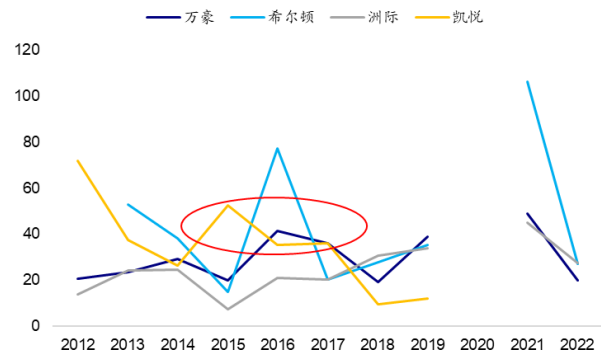
对标海外，国内酒店行业估值水平相对合理。美股酒店集团 2023 PE 除凯悦估值水平较高为 40 x 外，万豪、希尔顿、洲际各为 21 x、24 x、19 x。我们认为对估值水平的

判断需要考虑市场所处的增长周期，美股酒店公司估值中枢下降到 20 倍左右主因美国酒店市场已进入平稳增长阶段，而中国酒店市场仍处于高速增长期，理应具有一定估值溢价。对比美股酒店公司历史估值水平，市场增速较快时如 2015/2016 年，万豪、希尔顿、凯悦当年的 PE 水平都曾超过 40 x，因此我们认为国内酒店行业目前的估值水平相对合理。

图38 美股酒店公司估值水平 (PE 2023E)


资料来源：彭博，海通证券研究所；数据截至 20230328

注：取彭博一致预期

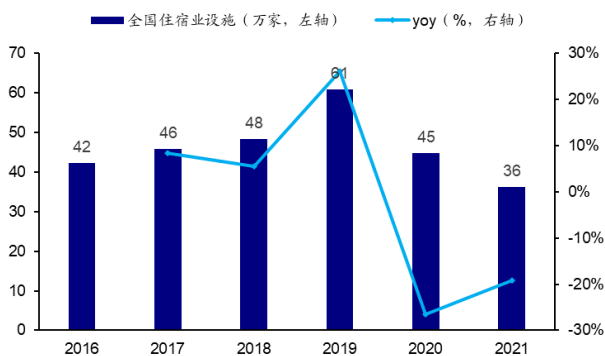
图39 美股酒店公司历年 PE 估值水平


资料来源：Wind，海通证券研究所；数据截至 20230328

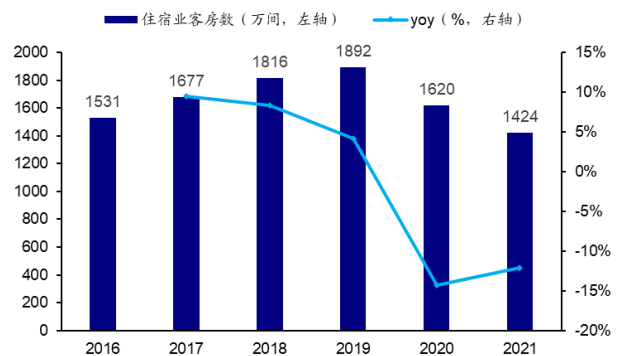
注：取当年 12/31 的 PE 估值

5.2 供给出清&消费升级，酒店行业进入新一轮增长周期

疫情使行业供给出清，供需关系改善。根据中国饭店协会援引盈蝶咨询，2019-2021 年中国住宿业设施数（包含酒店住宿业和其他住宿业）各 61 万家、45 万家、36 万家，2020-21 年同比各降 26%、19%；2019-2021 年中国住宿业客房数各 1892 万间、1620 万间、1424 万间，2020-21 年同比各降 14%、12%。尾部单体酒店持续出清，供给结构持续优化。防控政策优化后，需求端边际回暖，而酒店筹建开业通常需要 6-12 个月的时间周期，短期供需格局改善。

图40 中国住宿业设施数量


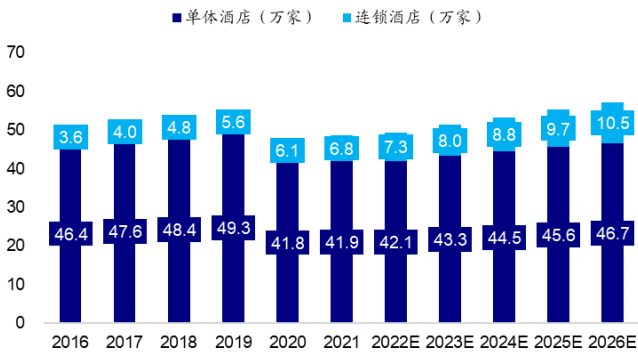
资料来源：199IT，酒店高参搜狐号，中国饭店协会，盈蝶咨询，海通证券研究所

图41 中国住宿业客房数


资料来源：199IT，酒店高参搜狐号，中国饭店协会，盈蝶咨询，海通证券研究所

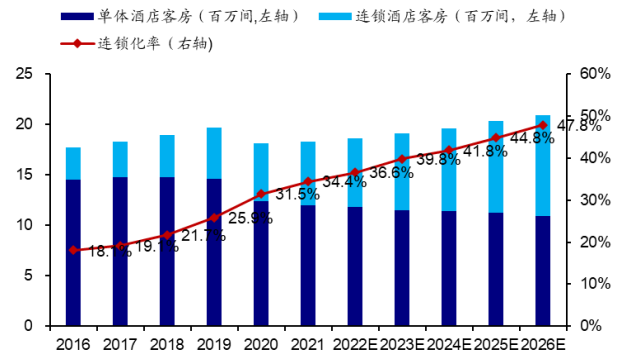
连锁酒店快速增长，连锁化率持续提升。2016-2021 年，连锁酒店和单体酒店 CAGR 各为 13.7%、-2.0%，单体酒店呈现负增长主因 2020-21 年行业出清大部分为单体酒店；沙利文预计 2021-26 年，连锁酒店和单体酒店 CAGR 各为 9.3%、2.2%，连锁酒店增速远高于单体酒店，进而带动中国酒店业连锁化率由 2021 年的 34.4% 提升至 2026 年的 47.8%。

图42 中国酒店数量（2016-2026E）



资料来源：弗若斯特沙利文，亚朵招股书，海通证券研究所

图43 中国酒店业客房数量与连锁化率（2016-2026E）



资料来源：弗若斯特沙利文，亚朵招股书，海通证券研究所

受益于消费升级，中高端酒店增长强劲。与经济型酒店逐渐陷入存量竞争不同，中高端酒店由于起步较晚，目前仍处于行业上升期，2016-21年，中高端酒店和中端酒店CAGR各35.6%、29.7%，而经济型酒店仅为10.7%，根据沙利文预计，2021-26年中高端酒店CAGR为14.7%，为酒店分级增速最快的等级。“十四五”规划提出，到2035年，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大。考虑到酒店消费结构应与居民收入结构相匹配，预计将带动中高端酒店比例进一步提升。

表7 中国连锁酒店分等级（千家，2016-2026E）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	16-21 CAGR	21-26 CAGR
奢华	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1	1	1.1	8.4%	4.1%
高端	1.4	1.5	2	2.3	2.4	2.5	2.7	2.9	3	3.3	3.5	12.3%	7.0%
中高端	1.2	1.6	2.4	3.8	4.6	5.5	6.1	7.1	8.3	9.6	10.9	35.6%	14.7%
中端	2.4	3.3	4.2	6.5	7.7	8.8	9.3	10.3	11.4	12.5	13.5	29.7%	8.9%
经济型	30	33.3	38.9	42	44.9	49.8	54.2	59.2	64.5	70.2	76.3	10.7%	8.9%
总计	35.6	40.4	48.3	55.5	60.5	67.5	73.2	80.4	88.2	96.6	105.3	13.7%	9.3%

资料来源：弗若斯特沙利文，亚朵招股书，海通证券研究所

我们认为，酒店集团一方面受益于中高端酒店占比提升，结构优化带来ADR增长，另一方面受益于行业供需格局改善带来的ADR溢价，同时伴随连锁化率逐渐提升，酒店集团的议价权有望提升。酒店集团有望进入新一轮高质量增长周期。

5.3 国企酒店效率提升和资产注入有望带来估值重塑

锦江酒店：创新变革、整合提效。2019年，锦江推出“一中心三平台”后台支持体系，分别是锦江全球创新中心（GIC）、锦江全球酒店互联网平台WeHotel、锦江全球采购平台GPP、锦江全球财务共享平台FSSC。2020年成立锦江酒店（中国区），设立上海、深圳双总部，依托锦江国际集团“一中心三平台”，不断优化整合系统平台和职能部门，打通财务、IT、采购平台，为前后端组织和品牌结构整合蓄力。2022年收购锦江联采50%股权、受让20%股权，2022-23年分两次收购wehotel 65%、25%股权，交易完成后对wehotel和锦江联采持股各为100%、100%，进一步整合集团资源，协同赋能提效。

首旅酒店：集团承诺解决同业竞争，资产有望逐步注入。2021年6月集团变更此前避免同业竞争承诺，承诺将旗下单体酒店及管理公司逐步注入上市公司体内，对于无法单方决定的单体酒店及管理公司，集团将积极提出议案协商，议案未通过，则自能够单方决定之日起继续推进注入。2023年3月31日公司公告拟以5061万元现金收购首旅日航50%股权，拟以623万元现金收购安麓公司40%股权，拟以2亿元现金收购诺金公司100%股权，交易完成后，首旅集团2021年6月避免同业竞争承诺中关于日航、

安麓、诺金的股权转让承诺将完成，并进一步丰富公司高端酒店品牌体系和增强公司在高端酒店管理市场竞争优势。

表 8 首旅集团旗下酒店资产

单体酒店及管理公司	首旅集团持有股权情况	首旅集团承诺及进展
诺金公司	首旅置业持诺金公司 100%的股权	首旅集团将于 2022年12月31日 之前将首旅置业持有的诺金公司 100%股权转让给首旅酒店或其下属公司。(进展:拟以 2亿元现金收购诺金公司 100%股权)
凯燕国际	诺金公司持有凯燕国际 50%的股权	
北京诺金酒店	凯燕国际管理	
环球影城大酒店	凯燕国际管理	
诺金度假酒店	凯燕国际管理	
北京饭店诺金	凯燕国际管理	
新侨饭店	首旅置业持有 100%股权	首旅集团将于 2021年7月31日 到期后 6个月 之内,将新侨饭店交由首旅酒店或其下属公司管理。(进展:首旅建国酒店管理有限公司与北京新侨饭店有限公司签署 5年 的全权委托管理服务协议,预计累计收取 750万元 的管理费。)
上园饭店	首旅集团持有 100%股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 6个月 内将上园饭店交由首旅酒店或其下属公司管理。(进展:公司间接全资控股子公司与北京市上园饭店签署了 租赁期10年 ,累计总金额为 8621.80万元 的商业物业租赁协议。)
和平宾馆	首旅置业持有 100%股权	在和平宾馆的管理合同于 2025年12月31日 到期后 6个月 之内,将和平宾馆交由首旅酒店或其下属公司管理。
无法单方决定的单体酒店及管理公司	首旅集团持有股权情况	首旅集团承诺及进展
新世纪饭店	首旅集团持有 40%股权	首旅集团将于新世纪饭店与首旅日航签署的管理协议到期(2021年12月31日)后 3个月 内,将新世纪饭店交由首旅酒店或其下属公司管理的 议案提交 给新世纪饭店的董事会审议并投赞成票。
长城饭店	首旅集团合计持有 51.82%股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3个月 内,将长城饭店交由首旅酒店或其下属公司管理的 议案提交 给亮马河大厦的董事会审议并投赞成票;若未通过,自能够单方决定之日起 6个月 内,将长城饭店交由首旅酒店或其下属公司管理。
燕莎凯宾斯基	首旅集团持有 40.64%股权	首旅集团将于《北京燕莎中心饭店经营合同》及其补充协议到期后 3个月 内,将燕莎凯宾斯基交由首旅酒店或其下属公司管理的 议案提交 给北京燕莎中心有限公司的董事会审议并投赞成票。若未通过,自能够单方决定之日起 6个月 内,将燕莎凯宾斯基交由首旅酒店或其下属公司管理。
亮马河大厦 (酒店部分)	首旅集团持有 50%股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3个月 内,将亮马河大厦(酒店部分)交由首旅酒店或其下属公司管理的 议案提交 给亮马河大厦的董事会审议并投赞成票;若未通过,自能够单方决定之日起 6个月 内,将亮马河大厦(酒店部分)交由首旅酒店或其下属公司管理。(进展:公司子公司与亮马河大厦签署了 4年零11个月 的全权委托管理服务协议,预计将累计收取约 517万元 的管理费)
首旅日航	首旅集团持有 50%股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3个月 内,将首旅置业持有首旅日航 50% 的股权转让给首旅酒店或其下属公司的 议案提交 给首旅日航的董事会审议并投赞成票,若首旅日航的董事会通过上述股权转让的议案,则于董事会通过之日起 6个月 内完成股权转让。若首旅日航董事会无法通过上述议案,则未来首旅集团能够单方决定将首旅集团控制的首旅日航的股权转让给首旅酒店或其下属公司时,自能够单方决定之日起 6个月 内,将首旅置业持有的首旅日航的股权转让给首旅酒店或其下属公司。(进展:拟以 5061万元现金收购首旅日航 50%股权)
安麓管理	首旅集团持有 40%股权	首旅集团将于本说明及承诺出具之日起 3个月 内,将首旅集团持有的安麓管理 40% 股权转让给首旅酒店或其下属公司的 议案提交 给安麓管理的董事会审议并投赞成票,若安麓管理董事会通过将首旅集团持有的安麓管理股权转让给首旅酒店或其下属公司的议案,则于董事会通过之日起 6个月 内完成股权转让。若安麓管理董事会无法通过上述议案,则未来首旅集团能够单方决定将首旅集团控制的安麓管理的股权转让给首旅酒店或其下属公司时,自首旅集团能够单方决定之日起 6个月 内,将持有的安麓管理的股权转让给首旅酒店或其下属公司。(进展:拟以 623万元现金收购安麓公司 40%股权)

资料来源:首旅酒店关于控股股东变更避免同业竞争承诺的公告(2021.6.23)、首旅酒店与新侨饭店(2022.1.29)、亮马河大厦(2022.1.29)、上园饭店(2022.1.29)、诺金(2023.3.31)、日航(2023.3.31)、安麓(2023.3.31)相关的关联交易公告,海通证券研究所

6. 百货：机制优化&消费 Reits 政策催化下，国企有望迎来价值重估

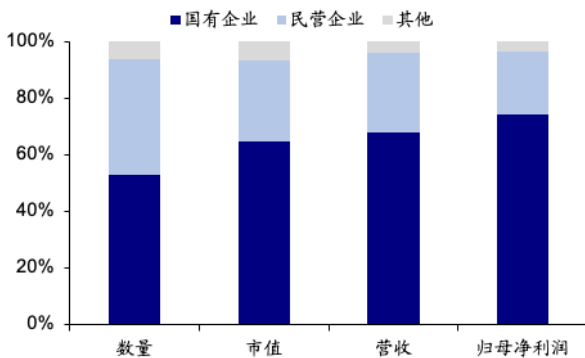
6.1 百货国企估值折价来源：效率有待提升、自有物业价值难以变现

A 股层面国有百货&综合业态贡献大部分利润和营收，但 PE (TTM) 估值相对民企有一定折价。我们选取中信百货&综合业态三级指数成分（剔除 ST 股票），其中共有国有企业（中央+地方）17 家、民营企业 13 家，分别占比 53%、41%。以 2021 年归母净利润看，国有企业占比 74%，而国有企业的市值占比仅为 65%。截至 2023 年 3 月 28 日，A 股中信百货&综合业态板块国有企业 PE (TTM) 仅 28.9 倍，远低于民企的 64.4 倍；国有企业/民营企业 PB (LF) 分别为 1.4 倍/1.3 倍。

我们认为，估值折价或与国有企业相较于民营企业运营效率较低有关。零售国企多以地方性企业为主，区域内存在一定规模效应，但效率仍有提升空间。我们以中信三级百货、综合业态指数成分股测算国有与非国有企业的财务指标（剔除 ST 公司），①国有企业通常在区域内有规模优势：从平均收入规模看，百货与综合业态国有企业平均收入体量高于非国有企业。②国有企业效率仍有提升空间：从毛净差指标看，百货非国有企业运营效率均优于国有企业；综合业态国有与非国有企业整体持平，但 2020 年期间非国有综合业态毛净利差均值 28%，低于国有企业平均值 31%，显示出疫情期间非国有企业组织调率、调整能力优于国有企业。

由于缺少合适的变现途径，百货企业自有物业价值相较于市值有一定折价。我们按照谨慎情景假设各市场销售单价，综合测算百货企业自有物业价值（表 9），并计算他们相较于市值（截至 2023 年 3 月 28 日）溢价率。基于谨慎情形下，溢价率高于 200% 的有步步高、欧亚集团、大商股份、银座股份；高于 100% 的有合肥百货、百联股份、华联股份、天虹股份等。

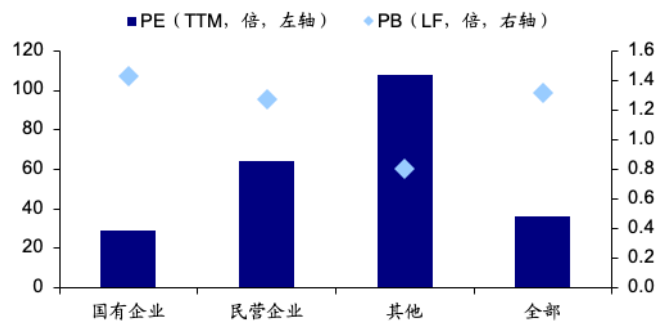
图44 A 股百货&综合业态不同属性企业占比



资料来源：Wind，海通证券研究所；数据截至 20230328

注：选取中信百货&综合业态三级指数成分股并剔除 ST 股票

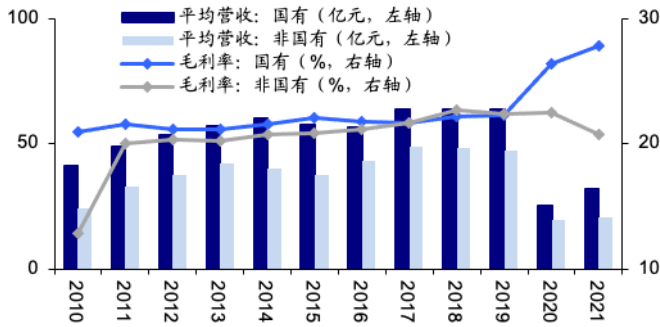
图45 A 股百货&综合业态不同属性企业估值



资料来源：Wind，海通证券研究所；数据截至 20230328

注：选取中信百货&综合业态三级指数成分股并剔除 ST 股票

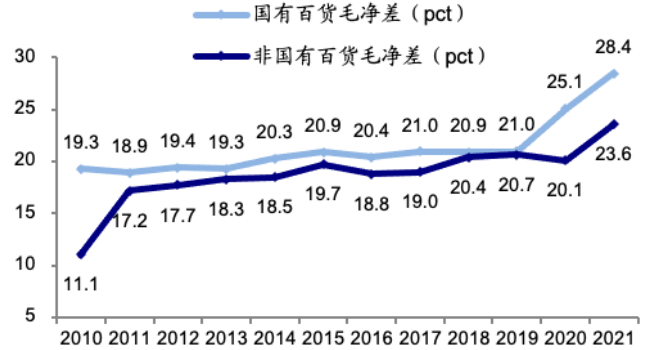
图46 百货：国企与非国企平均收入规模及毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：选取中信百货三级指数成分股并剔除 ST 股票

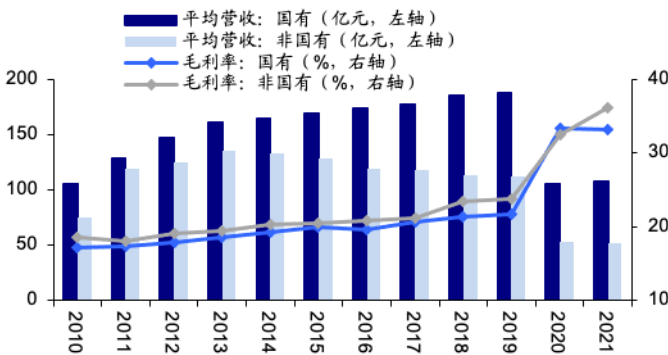
图47 百货：国企与非国企毛净差对比 (pct)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：选取中信百货三级指数成分股并剔除 ST 股票

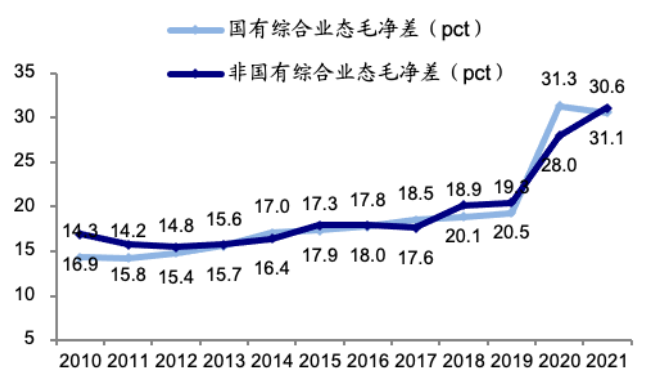
图48 综合业态：国企与非国企平均收入规模及毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：选取中信综合业态三级指数成分股并剔除 ST 股票

图49 综合业态：国企与非国企毛净差对比 (pct)



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：选取中信综合业态三级指数成分股并剔除 ST 股票

表9 主要零售公司 RNAV 测算

序号	公司	总市值 (亿元)	重点区域	RNAV (亿元)		较市值溢价率	
				中性	谨慎	中性	谨慎
1	步步高	51	湖南、广西、江西、四川	359	270	608%	434%
2	天虹股份	71	广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川	196	164	178%	131%
3	小商品城	317	义乌	656	518	107%	63%
4	重庆百货	105	重庆、四川、贵州、湖北	160	133	52%	26%
5	王府井	279	华北地区	344	294	23%	5%

注：①部分公司折价主因市值中已包含新业务的预期，如王府井。②RNAV 测算中天虹股份基于 2022 年年报，中百集团基于 2022 年半年报，其余公司基于 2021 年年报。③市值截至 20230328。

资料来源：Wind，各公司财报，海通证券研究所测算

6.2 激励优化带动国有百货企业效率提升

2023年3月16日，国务院国资委党委在人民论坛发表署名文章《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》。围绕国企改革，文章提出要推动中长期激励政策更大范围、更大力度规范实施。我们认为，对于区域内规模优势突出的地方国企，有望通过激励等措施提升管理效率、打开成长空间。

此前行业内已有武商集团成功示范，实施激励后，公司经营显著改善。武商集团（原鄂武商）曾于2015年实施限制性股票激励计划，2015-2017年，武商集团归母净利润各增长21.2%、24.1%、25.2%，净利率从4.6%提高至6.8%。我们认为，国有企业建立员工持股计划和管理层股权激励机制，使员工与企业共享效益，有望激发企业活力，增强企业竞争力。

表 10 近三年发行激励方案 A 股零售企业概况

公司	市值 (亿元)	PE (2023E)	PB (LF)	现金/总市值 (倍)	优势区域	管理层变更(2020年以后)	激励发布日期及完成情况
王府井	288	28.2	1.5	2.5	华北地区	董事长(杜宝祥→白凡, 2022年12月23日); 财务总监(杜建国→吴珺, 2021年10月28日)	2020年3月10日发布, 达成第一期, 第二期和第三期仍在考核阶段
小商品城	284	13.9	1.8	11.2	义乌	未变更	2020年10月24日发布, 达成第一期, 第二期和第三期仍在考核阶段
银座股份	28	27.4	1.1	1.9	山东省、河北省	董事长(布廷现→马云鹏, 2022年12月30日); 代总经理(康翔→马云鹏, 2022年12月30日)	2020年7月11日发布, 未达成第一期, 第二期和第三期仍在考核阶段
中百集团	33	2477.2	1.1	1.9	湖北省、重庆市、湖南省	董事长(李军→汪梅方, 2022年12月20日); 总经理(汪梅方→张俊, 2022年12月20日)	2022年12月22日发布, 三期均在考核阶段
广百股份	49	--	1.2	1.6	广州市	董事长(王华俊→王晖, 2022年12月12日); 代总经理(钱圣山→蔡劲松, 2022年12月12日)	2019年7月27日发布, 未达成前两期
杭州解百	56	11.7	1.7	1.2	杭州市	董事长(陈燕霆→毕铃, 2022年4月29日); 总经理(毕铃→俞勇, 2022年4月29日)	2021年10月19日发布, 第二期和第三期仍在考核阶段
东方创业	63	--	0.9	1.4	从事贸易业务	董事长(朱继东→赵晓东, 2022年1月28日); 财务总监(周显枫→陈乃轶, 2021年1月22日)	2021年11月30日发布, 三期均在考核阶段
江苏舜天	24	--	1.4	2.6	从事贸易业务	财务经理(王重人→倪晓飞, 2022年4月)	2020年12月30日发布, 未达成第一期, 第二期和第三期仍在考核阶段
南纺股份	18	--	3.8	5.0	从事贸易业务	总经理(丁益兵→沈颖, 2021年8月16日), 其中丁益兵2013-2021年期间是代总经理	2021年12月18日发布, 三期均在考核阶段

注: 市值、估值对应日期为2023/3/17; 其中现金/总市值指标通过现金及交易性金融资产/总市值测算(截至3Q2022); 盈利预测为WIND一致预期。
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 11 激励方案对应三期行权条件

公司	第一期	第二期	第三期
王府井	以2016-2018年均为基准, 2021年扣非净利增长率不低于20%, 扣非归母加权ROE不低于8%, 且上述指标都不低于当年对标企业75分位值; 2021年度购物中心和奥莱业态门店收入占比所有门店不低于30%。	以2016-2018年均为基准, 2023年扣非净利增长率不低于30%, 扣非归母加权ROE不低于8.5%, 且上述指标都不低于当年对标企业75分位值; 2023年度购物中心和奥莱业态门店收入占比所有门店不低于40%。	以2016-2018年均为基准, 2024年扣非净利增长率不低于40%, 扣非归母加权ROE不低于9%, 且上述指标都不低于当年对标企业75分位值; 2024年度购物中心和奥莱业态门店收入占比所有门店不低于50%。
东方创业	2022年每股收益不低于0.31元; 归母净利润增长率(较2018年-2020年平均值)不低于57%, 且不低于行业平均值; 大健康板块核心企业东松公司净利润不低于12800万元。	2023年每股收益不低于0.33元; 归母净利润增长率(较2018年-2020年平均值)不低于65%, 且不低于行业平均值; 大健康板块核心企业东松公司净利润不低于13000万元。	2024年每股收益不低于0.35元; 归母净利润增长率(较2018年-2020年平均值)不低于75%, 且不低于行业平均值; 大健康板块核心企业东松公司净利润不低于14000万元。
小商品城	以2019年为基数, 2021年营业收入增长率不低于75%, 每股收益不低于0.20元, 且均不低于对标企业75分位值水平或同行业平均水平; 2021年主营业务收入占营	以2019年为基数, 2022年营业收入增长率不低于120%, 每股收益不低于0.22元, 且均不低于对标企业75分位值水平或同行业平均水平; 2022年主营业务收入占营业收入比重不	以2019年为基数, 2023年营业收入增长率不低于180%, 每股收益不低于0.25元, 且均不低于对标企业75分位值水平或同行业平均水平; 2023年主营业务收

	业收入比重不低于 90%；2021 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 130 亿元。	低于 90%；2022 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 240 亿元。	入占营业收入比重不低于 90%；2023 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 500 亿元。
银座股份	以 2019 年为基数，2021 年归母净利润增长率不低于 20%，加权平均 ROE 增长率不低于 15%，且均不低于对标企业 75 分位值。	以 2019 年为基数，2022 年归母净利润增长率不低于 25%，加权平均 ROE 增长率不低于 20%，且均不低于对标企业 75 分位值。	以 2019 年为基数，2023 年归母净利润增长率不低于 30%，加权平均 ROE 增长率不低于 25%，且均不低于对标企业 75 分位值。
中百集团	2023 年平均净资产现金回报率(EOE)不低于 31.0%；以 2021 年为基数，2023 年利润总额增长率不低于 300%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2023 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。	2024 年平均净资产现金回报率(EOE)不低于 31.5%；以 2021 年为基数，2024 年利润总额增长率不低于 500%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2024 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。	2025 年平均净资产现金回报率(EOE)不低于 31.7%；以 2021 年为基数，2025 年利润总额增长率不低于 600%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2025 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。
广百股份	以 2017 年业绩为基数，2020 年扣非净利润增长率不低于 40%，扣非归母加权 ROE 不低于 6.7%，且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值；2020 年主营业务收入占比不低于 95%；2020 年度公司现金分红比例不低于 40%。	以 2017 年业绩为基数，2021 年扣非净利润增长率不低于 50%，扣非归母加权 ROE 不低于 7.0%，且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值；2021 年主营业务收入占比不低于 95%；2021 年度公司现金分红比例不低于 40%。	以 2017 年业绩为基数，2022 年扣非净利润增长率不低于 65%，扣非归母加权 ROE 不低于 7.3%，且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值；2021 年主营业务收入占比不低于 95%；2021 年度公司现金分红比例不低于 40%。
杭州解百	以 2018-2020 年均值为基数，2021 年归母扣非净利润增长率不低于 50%，加权平均净资产收益率不低于 7.40%，且均不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2021 年净利润现金含量不低于 100%；2021 年现金分红比例不低于 2021 年合并报表中归母净利润的 40%。	以 2018-2020 年均值为基数，2021 年度和 2022 年度归母扣非净利润平均值的的增长率不低于 55%，2021 年度和 2022 年加权平均净资产收益率平均值不低于 7.50%，且均不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2022 年净利润现金含量不低于 100%；2022 年现金分红比例不低于 2022 年合并报表中归母净利润的 40%。	以 2018-2020 年均值为基数，2021-2023 年三年归母扣非净利润平均值的的增长率不低于 61%，2021-2023 年三年加权平均净资产收益率平均值不低于 7.60%，且均不低于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；2023 年净利润现金含量不低于 100%；2023 年现金分红比例不低于 2023 年合并报表中归母净利润的 40%。
江苏舜天	以 2019 年为基数，2021 年归母扣非净利润增长不低于 7.56%，2021 年净资产收益率不低于 4.7%，且均不低于同行业平均水平；2021 年现金分红占当年归母净利润的比例不低于 30%	以 2019 年为基数，2022 年归母扣非净利润增长率不低于 18.32%，2022 年净资产收益率不低于 4.9%，且均不低于同行业平均水平；2022 年现金分红占当年归母净利润的比例不低于 30%	以 2019 年为基数，2023 年归母扣非净利润增长率不低于 30.15%，2023 年净资产收益率不低于 5.2%，且均不低于同行业平均水平；2023 年现金分红占当年归母净利润的比例不低于 30%
南纺股份	以 2020 年为基数，2022 年利润总额增长率不低于 130%，净资产收益率增长率不低于 34%，且均不低于同行业的平均水平或对标企业的 75 分位值；2022 年旅游、商业零售等新板块业务利润总额合计不低于 6500 万元。	以 2020 年为基数，2023 年利润总额增长率不低于 210%，净资产收益率增长率不低于 53%，且均不低于同行业的平均水平或对标企业的 75 分位值；2023 年旅游、商业零售等新板块业务利润总额合计不低于 8800 万元。	以 2020 年为基数，2024 年利润总额增长率不低于 275%，净资产收益率增长率不低于 73%，且均不低于同行业的平均水平或对标企业的 75 分位值；2024 年旅游、商业零售等新板块业务利润总额合计不低于 10750 万元。

资料来源：Wind，各公司股权激励公告，海通证券研究所

6.3 消费 REITs 政策盘活存量资产，带动百货自有物业价值重估

2023 年 3 月 24 日，发改委发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》，旨在提高申报推荐的质量和效率。

支持消费基础设施建设。优先支持百货商超、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目。项目发起人应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。发起人应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，满足居民消费需求。

把控项目收益率。特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于 5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%。可通过剥离低效资产、拓宽收入来源、降低运营成本、提升管理效率等多种方式提高项目收益水平，达到发行要求。首次发行基础设施 REITs 的保障性租赁住房项目，当期目标不动产评估净值原则上不低于 8 亿元。

回收资金用于有效投资。①基础设施 REITs 净回收资金应主要用于在建项目、前期工作成熟的新项目（含新建项目、改扩建项目）；不超过 30%的净回收资金可用于盘活存量资产项目，不超过 10%的净回收资金可用于已上市基础设施项目的小股东退出或补充发起人（原始权益人）流动资金等。在符合国家政策及企业主营业务要求的条件下，

回收资金可跨区域、跨行业使用。②基础设施 REITs 购入项目（含首次发行与新购入项目）完成之日起 2 年内，净回收资金使用率原则上应不低于 75%，3 年内应全部使用完毕。

我们认为，此通知首次将百货商场、购物中心、农贸市场、社区商业纳入 REITs 项目范围，为零售企业打开 REITs 融资空间，过去的“类 REITs”融资方式向“公募 REITs”转变，流动性增强。同时把控资金使用用途，不超过 30% 的净回收资金可用于盘活存量资产项目，即大部分资金有望用于增量业务投资，且可跨区域、跨行业使用，为现金流本就充沛的零售企业打开新的发展空间。我们预计，龙头企业既有拓展零售主业提升份额，也将有更多开拓新业务布局的机会与潜力。

表 12 已发行 REITs 公司梳理

公司	发行时间	产品规模	具体内容	产品类型
天虹股份	2015	14.5 亿元	将持有的深圳深诚物业管理有限公司 100% 股权转让至招商资管发行的“招商创融-天虹商场（一期）资产支持专项计划”，实际收到认购资金 14.5 亿元，其中优先级证券 9.425 亿元、次级证券 5.075 亿元。 2020 年，鉴于一期专项计划即将到期，招商资管发行“招商创融-天虹（二期）资产支持专项计划”受让一期专项计划持有的深诚公司 100% 的股权。	ABS/类 Reits
步步高	2021	7.8 亿元	金星路步步高广场实施不动产资产证券化（REITs），发行“建信资本-招商创融-步步高资产支持专项计划”，发行规模 7.8 亿元。其中优先 A 类 3.35 亿元预期收益率 6%；优先 B 类 2.1 亿元预期收益率 6.5%；中间级 1.6 亿元预期收益率 7%；次级 7500 万元。	类 Reits
百联股份	2022	21.06 亿元	将所持百联金山、百联川沙 100% 股权及不超过 11.5 亿元的债权通过公开挂牌转让方式进行出售，并开展资产证券化（类 REITs）事项。产品总规模 21.06 亿元，其中优先级 18.95 亿元，占比 89.98%；次级 2.11 亿元，占比 10.02%。	类 Reits

资料来源：各公司收并购、资产证券化公告，海通证券研究所

表 13 公募 REITs 和类 REITs 区别

	标准公募 REITs	类 REITs
发行方式	公募发行	私募发行
市场流动性	较强	较弱
产品属性	以权益型为主，抵押型和混合型为辅	以固定收益产品为主，权益型
资产管理	对物业进行主动管理，可以新增投资或出售物业	对物业以被动管理为主
投资范围	物业项目、地产股、债权、贷款、其他 REITs 或 CMBS（商业物业抵押支持证券）	项目公司股权及债权、监管部门规定的合格投资项目
融资方式	银行贷款、发债、股票增发	产品本身不融资，可分级
产品期限	长期或永久	有存续期，久期相对较短
退出方式	二级市场证券交易为主	到期通过主体回购或物业处置退出；也可通过二级市场交易退出但流动性弱
增信措施	极少部分产品有租金差额补足增信	多有租金差额补足增信，大部分还通过主体回购为本金偿付增信

资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华），海通证券研究所

6.4 推荐标的

重庆百货：2022 年 12 月 22 日发布集团整体上市预案，短期优化股权架构，中期提升运营效率。我们认为面向未来 3 年，公司兼备短期复苏弹性和中期净利率提升弹性，有望加快存量盈利挖潜和增量创新成长。

风险提示：行业竞争加剧，治理机制和经营改善不达预期，马上金融投资收益的不确定性。

王府井：2020 年公司发布股票期权激励计划，且公司已达成第一期行权条件，第二期&第三期仍在考核期。我们认为，公司深耕零售主业，2022 年陆续收购万宁首创奥

特莱斯、获准在万宁经营离岛免税业务，2023年1月18日离岛免税项目王府井国际免税港试营业；随市内免税和机场免税逐步落地，有税+免税双轮驱动为公司带来业绩增量。

风险提示：新店培育期拉长；竞争压力风险；免税业务发展不及预期，有税业务转型进展及效果低于预期。

小商品城：2020年公司发布限制性股票激励计划，且公司已达成第一期行权条件，第二期&第三期仍在考核期。我们认为，从安全边际角度，公司拥有总建面490.4万平方米，可租面积约155.7万平方米，我们按照谨慎情景假设各市场销售单价，综合测算公司重估价值约680亿元；从空间角度，公司聚焦数字化与全球供应链服务转型，实现商业模式升级和多元价值变现，日臻成熟，成效显著。

风险提示：宏观经济波动、仓储物流服务拓展的不确定性、供应链金融业务发展的不确定性。

7. 风险提示

宏观经济波动，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，食品安全问题，治理机制和经营改善不达预期。

信息披露

分析师声明

汪立亭	社会服务行业、批发和零售贸易行业
李宏科	批发和零售贸易行业
许樱之	社会服务行业
顾慧菁	食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城,爱美客,千味央厨,特海国际,京东集团-SW,天目湖,广州酒家,东软教育,首旅酒店,富森美,中国东方教育,华熙生物,九毛九,海伦司,永辉超市,海底捞,安克创新,贝泰妮,步步高,重庆百货,复星旅游文化,周大生,百胜中国,美团-W,雍禾医疗,老凤祥,锦江酒店,王府井,丸美股份,力量钻石

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所
路颖 所长

(021)23219403 luying@haitong.com

邓勇 副所长

(021)23219404 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理

(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应稼娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com
 王宇晴 wyq14704@haitong.com
 侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com
 贺媛 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com
 曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com
 卓泖莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23219433 tjy13580@haitong.com
 联系人
 章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com
 陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com
 江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com
 舒子宸 szc14816@haitong.com
 张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com
 张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23154132 gs10373@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
 联系人
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
 王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com
 刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com
 陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ynniu@haitong.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com
 联系人
 王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com
 李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
 周航(021)23219671 zh13348@haitong.com
 联系人
 彭婷(010)68067998 pp13606@haitong.com
 肖治铤(021)23219164 xzj14562@haitong.com
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com
 房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com
 张觉尹 021-23185705 zjy15229@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 联系人
 余玖翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com
 阎石 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com
 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 联系人
 张冰清 021-23154126 zbk14692@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com
 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢盐(021)23219436 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 张晓飞 zxf15282@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com 酆奕滢 lyy15347@haitong.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 联系人 李 博 lb14830@haitong.com	计算机行业 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com	食品饮料行业 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 顾慧菁 yhj12866@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王玮婕(021)23219768 wwj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰 wwj14034@haitong.com 联系人 吕科佳 lkj14091@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@haitong.com
 巩柏含 gbh11537@haitong.com
 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
 马晓男 mxn11376@haitong.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
 谭德康 tdk13548@haitong.com
 王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
 张歆钰 zxy14733@haitong.com
 周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
 董晓梅 dxm10457@haitong.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@haitong.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@haitong.com
 张钧博 zjb13446@haitong.com
 高瑞 gr13547@haitong.com
 上官灵芝 sglz14039@haitong.com
 姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
 电话：(021) 23219000
 传真：(021) 23219392
 网址：www.htsec.com