

# 社会服务行业2020年年度策略报告： 坚守龙头、穿越周期，把握拐点、挖掘价值

方正社服组长 付玉美 13683619485  
执业证书编号：S1220518080002  
联系人 李珍妮 18692102508

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

### 1、2019年回顾：消费放缓，但仍存在结构改善

经济增长和社消总额增长放缓，但同比增速下降幅度收窄。居民消费支出增速有所上升，且长期存在结构性改善。

回顾社服行业2019年前三季度：Q1表现亮眼，全年整体表现平稳；免税、人工景区、酒店、人力资源板块相对较好；优质个股表现优异。

### 2、2020年展望：把握两大投资主线

中国经济增长放缓，社服作为可选消费行业，短期承压。但长期来看，居民消费能力持续提升、消费观念逐步转变，推动产品和服务的品质升级、供给侧的不断改革；消费结构仍在改善，下沉市场空间广阔、有待进一步挖掘。

面对宏观经济的不确定性，结合当前市场环境，我们认为应该把握住两大投资主线。

主线一：坚守龙头、穿越周期：配置景气上行的赛道，选择确定性高的龙头。

主线二：把握拐点、挖掘价值：估值处于历史底部，等候经济企稳复苏。

### 3、重点关注板块及核心标的

根据投资主线一，我们推荐关注免税和演艺板块，关注个股中国国旅和宋城演艺。

免税行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固。旅游演艺需求旺盛，宋城演艺确定性强。

根据投资主线二，我们推荐关注酒店板块，关注个股首旅酒店。

酒店行业趋势不变、处于估值底部，首旅酒店弹性更高。

**风险提示：**宏观经济增速持续下行，消费需求下降超预期，旅游市场整体不景气；旅游政策推进不及预期，对消费的刺激效果不明显；国际竞争加剧和国际关系紧张的风险；汇率及系统性风险；食品安全保障等问题。

**1** 2019年回顾：消费放缓，但仍存在结构改善

---

**2** 2020年展望：把握两大投资主线

---

**3** 重点关注板块及核心标的

---

**4** 风险提示

---

1

## 2019年回顾：消费放缓，但仍存在结构改善

---

- 经济增长和社消总额增长放缓，但同比增速下降幅度收窄
  - 居民消费支出增速有所上升，且长期存在结构性改善
  - 社服行业2019年前三季度回顾
- 

2

## 2020年展望：把握两大投资主线

---

3

## 重点关注板块及核心标的

---

4

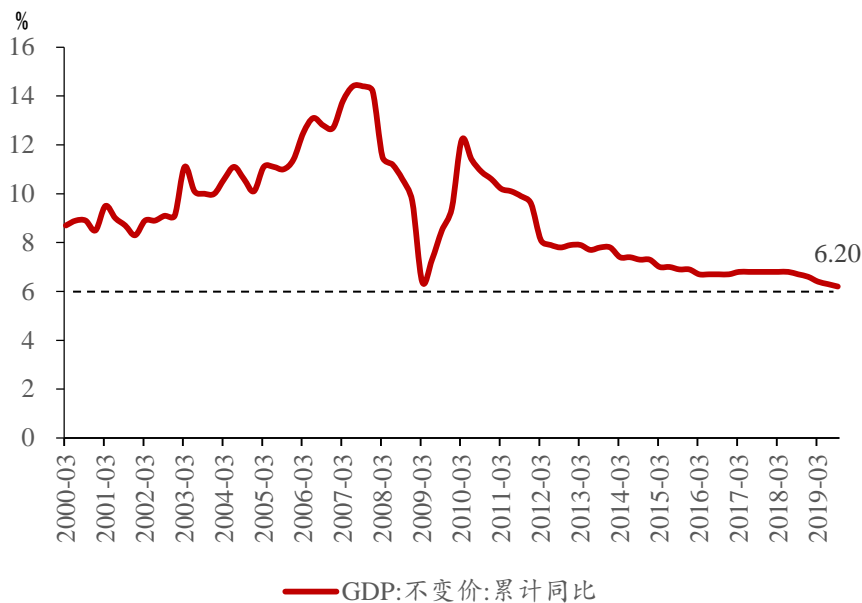
## 风险提示

---

宏观经济方面：GDP增速仍处于下行通道，PMI指数11月有所好转。

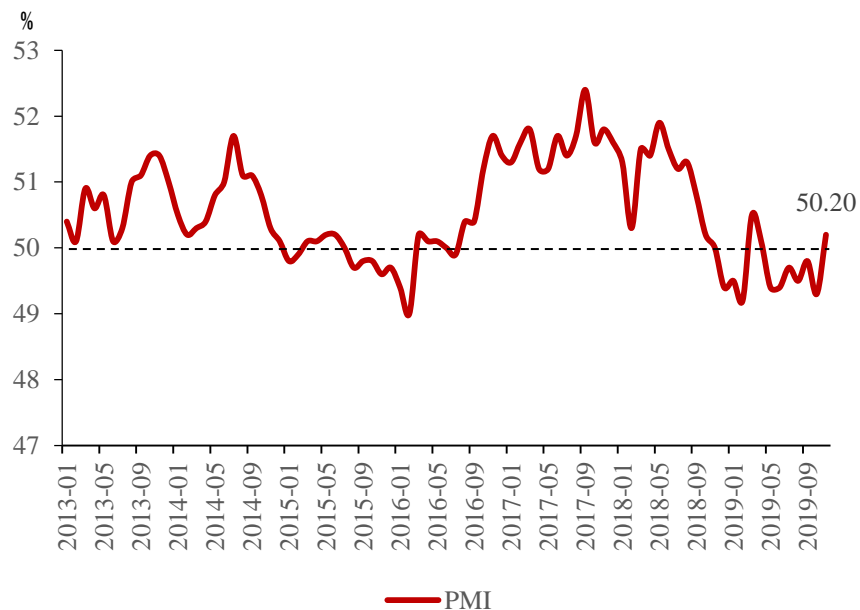
①2015年GDP年增速自2000年来首次低于7%；2015、2016、2017、2018、2019Q1-3年增速分别为6.9%、6.7%、6.8%、6.6%、6.2%。②PMI指数自2019年5月以来，持续低于50%，11月数据有所回升，达到50.2%。

图表1：自2015年以来，GDP增速持续低于7%，2019Q1-3累计增速6.2%



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表2：PMI指数11月有所回升，达到50.2%



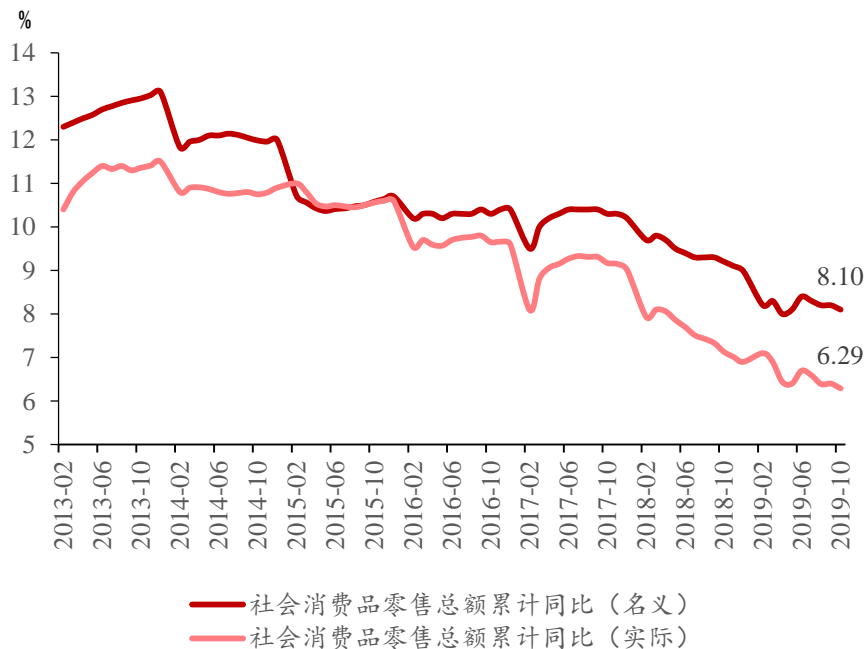
数据来源：Wind，方正证券研究所

## 1.1 经济增长和社消总额增长放缓，但同比增速下降幅度收窄

社会消费方面：社会消费品零售总额增速仍处于下降过程中，但2019年同比增速较2018年差额有所收窄。

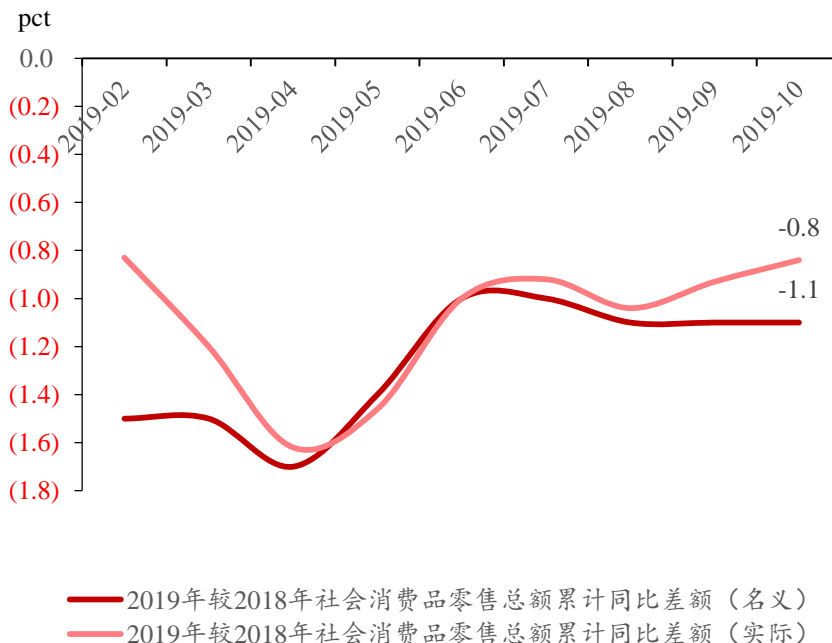
2018年以来社消总额同比增速明显放缓，2019年仍处于下行通道。2019年1-10月累计同比名义增速8.10%，实际增速6.29%。但2019年以来，社消总额累计同比增速下降幅度有所收窄，2019年10月名义增速同比差额-0.8pct，实际增速同比差额-1.1pct。

图表3：社会消费品零售总额增速仍处于下降过程中



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表4：2019年社消总额同比增速较2018年差额有所收窄



数据来源：Wind，方正证券研究所

## 1.2 居民消费支出增速有所上升，且长期存在结构性改善

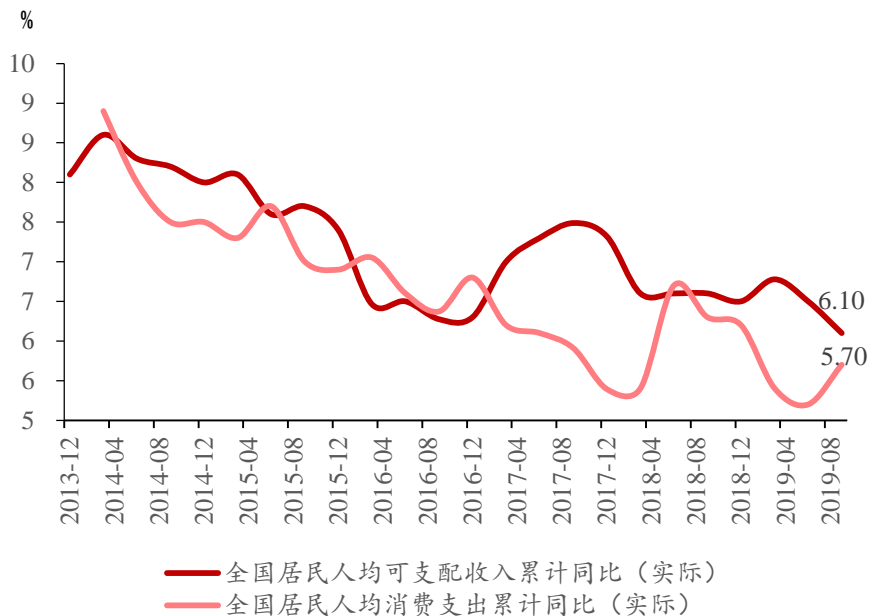
居民消费方面：居民消费支出增速有所上升，且长期存在结构性改善。（社会消费品零售总额的统计口径不包含服务性和虚拟性消费，居民消费支出包含服务消费且剔除了政府消费影响，其表现较社消总额更加稳健）

①2019年以来，全国居民人均消费支出同比增速有所回升，2019Q1-3累计同比增速为5.7%。

②中国依然处在城市化进程中，农村居民边际消费倾向更高，农村居民人均消费支出累计增速仍高于城镇居民。2019Q1-3农村居民人均消费支出累计同比增速为6.7%，城镇居民为4.7%。

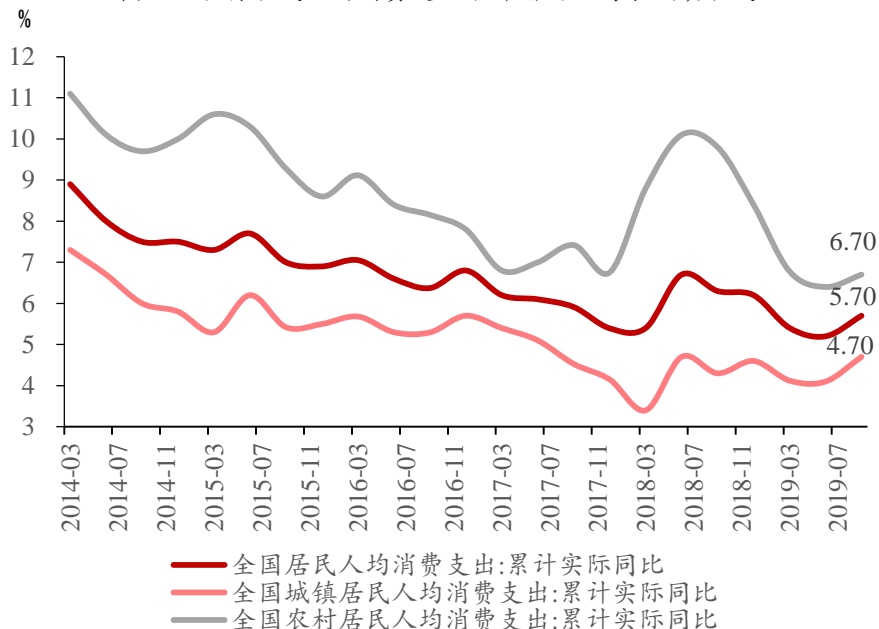
③近年来居民人均消费支出有向非必需消费品转移趋势，食品烟酒、衣着占比下降，交通通信、教育文娱、医疗保健等类别占比不断提升。而2019Q1-3食品烟酒、教育文娱、其他用品及服务增速较2018年明显提升。

图表5：2019年以来全国居民人均消费支出同比增速有所回升



数据来源：Wind，方正证券研究所

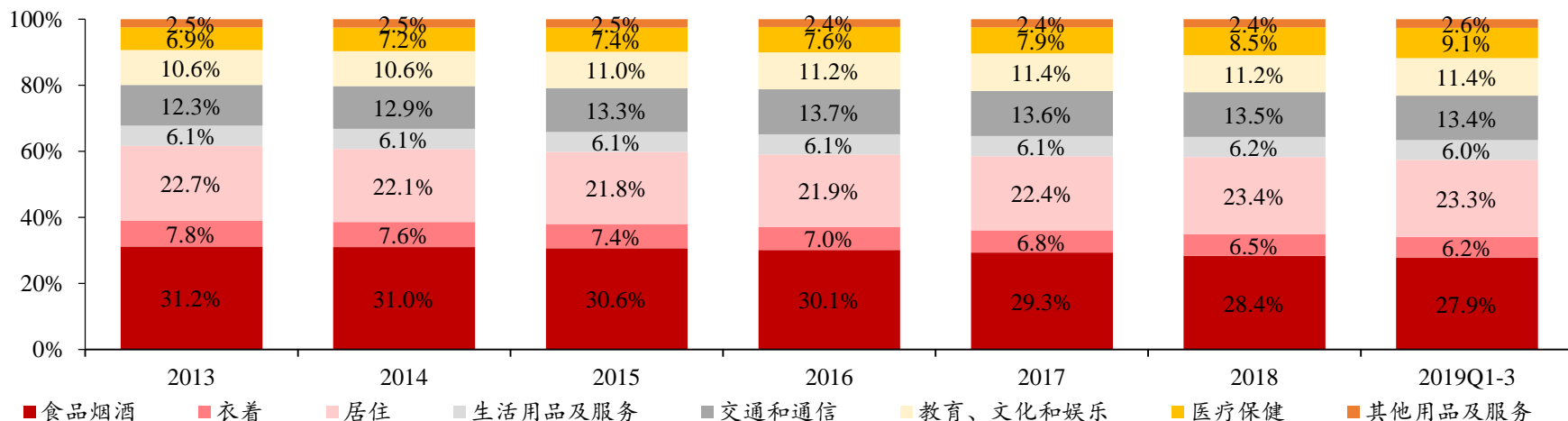
图表6：农村居民人均消费支出累计增速仍高于城镇居民



数据来源：Wind，方正证券研究所

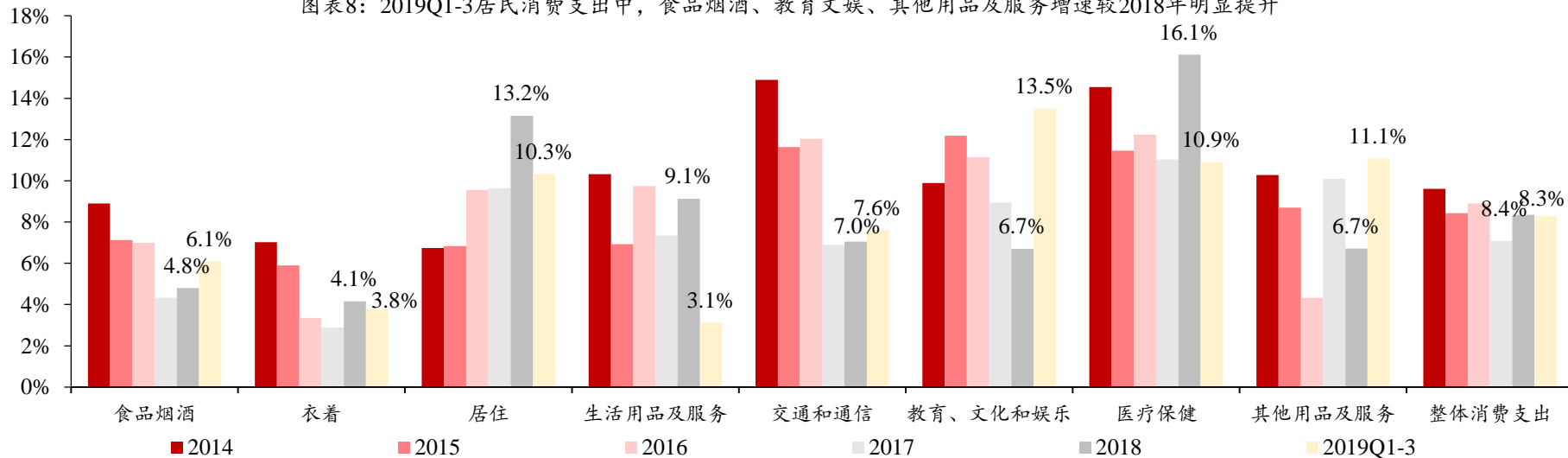
## 1.2 居民消费支出增速有所上升，且长期存在结构性改善

图表7：居民人均消费结构有所改善，居住、医疗保健占比提升



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表8：2019Q1-3居民消费支出中，食品烟酒、教育文娱、其他用品及服务增速较2018年明显提升



数据来源：Wind，方正证券研究所



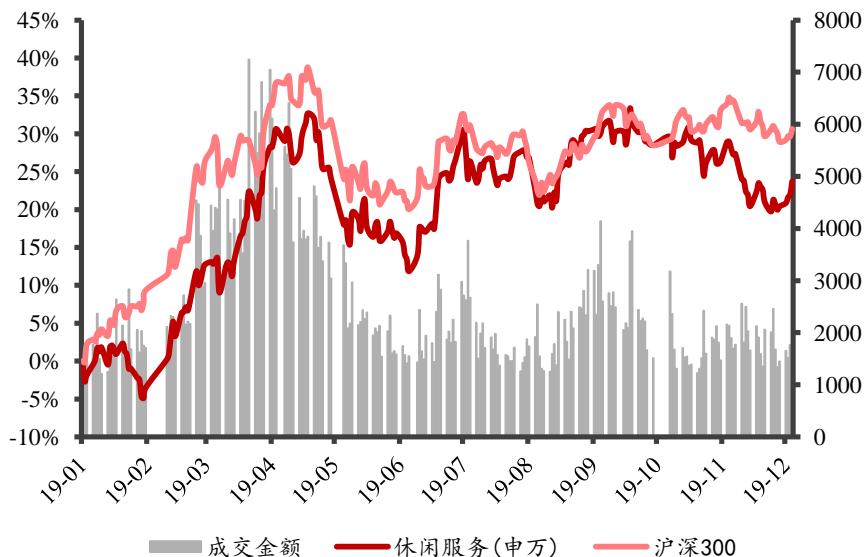
## 1.3 社服行业2019年前三季度回顾

社服行业Q1表现亮眼，全年整体表现平稳：社服板块年初至今整体上涨24.4%，跑输沪深300指数7.01个百分点，在申万28个行业中排名第10。

免税、人工景区、酒店、人力资源板块表现相对较好：从各子板块来看，免税、人工景区、酒店、人力资源板块表现亮眼。免税/人工景区/酒店/人力资源/自然景区/其他/出境游/餐饮子版块（仅为A股标的），年初至今涨幅分别为45.79%/23.19%/13.19%/8.88%/3.41%/-0.74%/-12.87%/-18.43%。

优质个股表现优异：在整体消费承压的大背景下，部分优质个股仍然保持良好增长态势。一方面，龙头企业基本面良好，业绩增长靓丽，发展前景良好；另一方面，受政策加持、成长性较好的优质龙头更受市场青睐，整体估值上升。从个股年初至今涨幅排名来看，前五分别是大连圣亚、中国国旅、宋城演艺、天目湖、国旅联合，涨跌幅分别为56.96%、45.79%、32.63%、26.64%、26.42%（股价截止到2019年12月6日）。

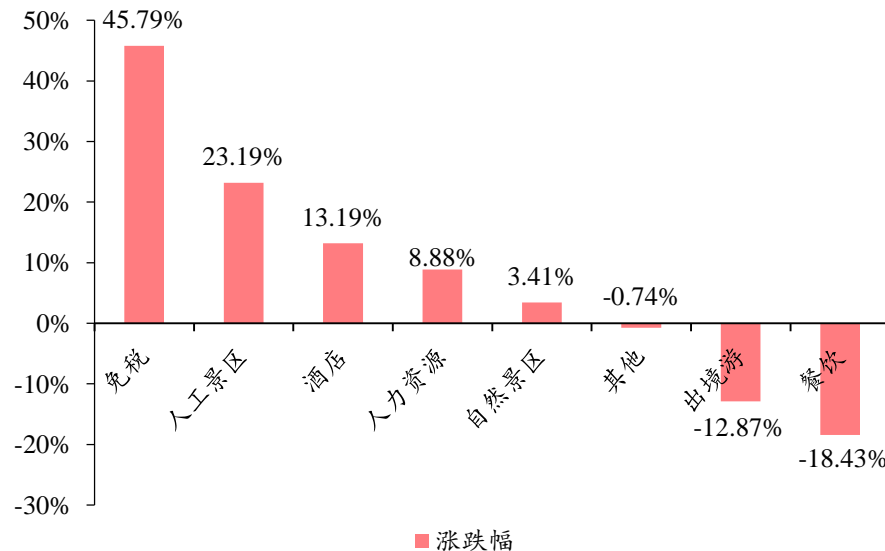
图表9：社服板块年初至今上涨24.4%，略低于沪深300



注：股价截止到2019年12月6日

数据来源：Wind，方正证券研究所

图表10：免税、人工景区、酒店、人力资源板块表现相对较好



注：股价截止到2019年12月6日

数据来源：Wind，方正证券研究所

### 1.3 社服行业2019年前三季度回顾

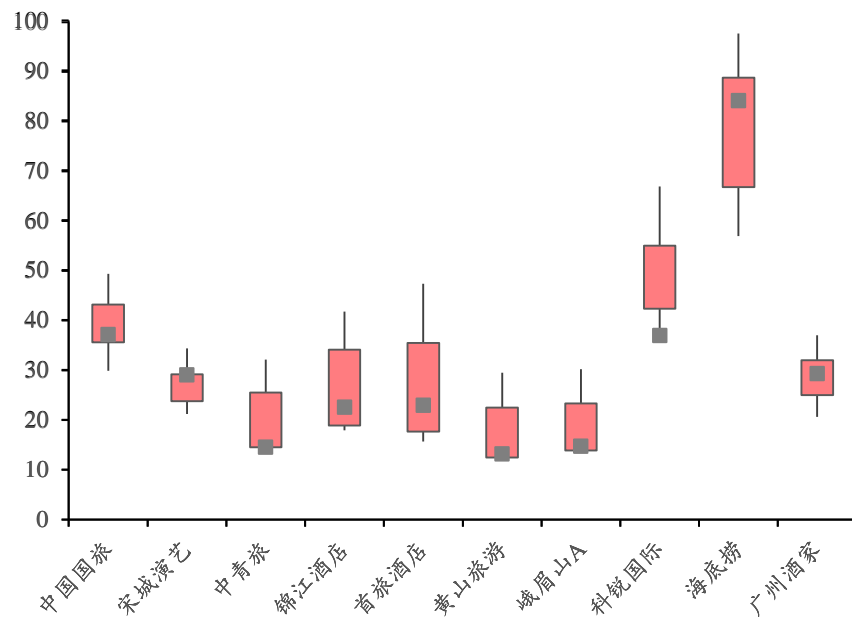
社服板块整体估值低于近5年均值：社服板块整体估值PE(TTM)31.64倍，低于2015年来板块的平均估值水平48.41倍。  
个股估值角度来看：我们按照近两年市盈率PE(TTM)中枢上下一个标准差为基准，从社服板块重点公司估值来看，宋城演艺目前估值较高，中青旅、黄山旅游、峨眉山A、科锐国际估值相对低，中国国旅、锦江酒店、首旅酒店、海底捞、广州酒家处于估值中枢。

图表11：社服板块目前估值水平低于近5年平均估值



注：股价截止到2019年12月6日  
数据来源：Wind，方正证券研究所

图表12：中国国旅、锦江酒店、首旅酒店、海底捞、广州酒家处于估值中枢



注：股价截止到2019年12月6日  
数据来源：Wind，方正证券研究所

## 1.3 社服行业2019年前三季度回顾

优质个股业绩表现较好：①免税板块：中国国旅积极引导海外消费回流，海南免税表现亮眼。②餐饮板块：海底捞经营效率高，具备门店快速扩张的能力，门店不断向二三线及以下城市下沉。③人工景区板块：宋城演艺各大项目表现优异，助力业绩稳定增长。④人力资源板块：科锐国际受益于灵活用工行业的快速成长和广阔空间。

图表13：社服各子板块优质个股业绩回顾

子版块	公司	yoy	2018Q1	2018H1	2018Q1-3	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q1-3
免税	中国国旅	收入	53.07%	67.77%	64.39%	66.21%	54.72%	15.46%	4.35%
		归母净利润	61.48%	47.60%	41.79%	22.29%	98.80%	70.87%	55.09%
餐饮	广州酒家	收入	15.47%	15.14%	19.15%	15.89%	19.79%	20.22%	19.60%
		归母净利润	43.70%	42.09%	49.88%	12.79%	17.94%	10.19%	9.12%
	海底捞	收入		54.38%		59.53%		59.27%	
		归母净利润		52.19%		60.16%		40.92%	
人工景区	宋城演艺	收入	6.00%	8.51%	6.77%	6.20%	15.85%	-6.21%	-10.71%
		归母净利润	31.48%	27.04%	25.01%	20.57%	14.90%	18.03%	10.69%
	中青旅	收入	22.82%	16.93%	15.79%	11.30%	1.41%	5.13%	6.90%
		归母净利润	14.02%	16.73%	9.06%	4.50%	-35.13%	-5.61%	-0.33%
人力资源	科锐国际	收入	36.97%	36.94%	76.02%	93.54%	155.25%	130.82%	80.14%
		归母净利润	30.05%	48.82%	62.00%	58.30%	67.65%	34.42%	24.81%
酒店	首旅酒店	收入	0.62%	0.35%	0.90%	1.45%	0.99%	-0.30%	-2.16%
		归母净利润	116.56%	41.23%	45.62%	35.84%	-1.90%	8.14%	-10.27%
	锦江股份	收入	14.48%	10.34%	9.23%	8.21%	2.66%	2.93%	2.97%
		归母净利润	15.78%	22.05%	22.51%	22.76%	28.18%	12.78%	0.15%
自然景区	黄山旅游	收入	-9.79%	-6.01%	-9.64%	-9.13%	7.80%	6.77%	4.08%
		归母净利润	66.82%	17.03%	22.95%	40.68%	-69.77%	-23.19%	-20.16%
	峨眉山A	收入	4.32%	0.17%	-1.35%	-0.62%	-3.38%	0.82%	3.04%
		归母净利润	11.33%	11.56%	11.44%	6.42%	5.42%	10.10%	10.34%


数据来源：Wind，方正证券研究所

## 1 2019年回顾：消费放缓，但仍存在结构改善


---

## 2 2020年展望：把握两大投资主线

---

 坚守龙头、穿越周期

---

 把握拐点、挖掘价值

---

## 3 重点关注板块及核心标的

---

## 4 风险提示

---

中国经济增长放缓，社服作为可选消费行业，短期承压。

但同时，消费对于中国经济发展至关重要，国家政策持续刺激内需释放，拉动经济增长。长期来看，居民消费能力持续提升、消费观念逐步转变，推动产品和服务的品质升级、供给侧的不断改革；消费结构仍在改善，下沉市场空间广阔、有待进一步挖掘。

面对宏观经济的不确定性，从行业配置上，我们认为应该把握住两大投资主线。

1

**坚守龙头、穿越周期：配置景气上行的赛道，选择确定性高的龙头**

我们认为，应该长期配置景气上行的行业，并抓住确定性较高的龙头企业。

景气度高的行业具备一定的抗周期性和高成长性特征，业绩表现相对稳健，与经济的相关性相对较弱，更有可能平稳的穿越周期。

而龙头企业核心壁垒更高、确定性更强，更有可能享受行业红利，并且有可能在不太景气的环境下，不断抢占市场，优化竞争格局。

2

**把握拐点、挖掘价值：估值处于历史底部，等候经济企稳复苏**

而对于周期性相对明显的子版块，我们认为应该把握低估值、弹性高的标的，等候经济回暖。周期性显著的行业受制于宏观经济的疲软，经营指标表现平淡。但行业仍向着边际改善、不断优化的大趋势发展，资产具有价值。

此外，这类标的一般处于历史估值底部，待经济企稳复苏，经营指标和估值有望同步改善，迎来戴维斯双击，尤其是弹性更高的标的。

## 1 2019年回顾：消费放缓，但仍存在结构改善

---

## 2 2020年展望：把握两大投资主线

---

## 3 重点关注板块及核心标的

---

- 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固
- 演艺：休闲度假游仍旺盛，宋城演艺确定性高
- 酒店：行业趋势不变、处于估值底部，首旅酒店弹性更高

## 4 风险提示

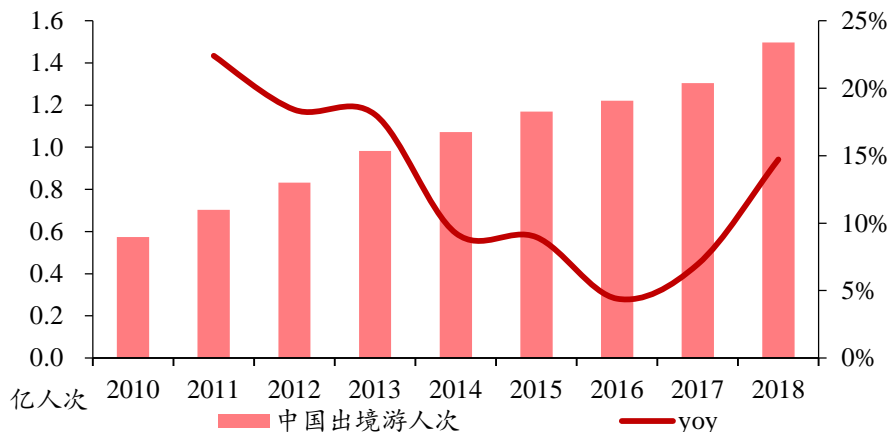
---

### 3.1 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固

中国人出境游频繁，具备发展免税产业的土壤。

免税购物场景发生在出入境旅游过程中，中国是全球最大的出境游市场，出国人次频次不断增加，中国人成为全球免税业主要客源，为免税业发展提供土壤。自上世纪八九十年代，中国出境政策逐渐宽松，境外支付更加便捷，出境旅游人数自2013年以来稳居世界第一，1995-2018年由0.05亿人次增至1.5亿人次，CAGR为15.9%。而全球出境游旅客人次由1995年5.3亿人次增长至2018年14.0亿人次，CAGR为4.3%。中国出境旅游支出自2014年以来稳居全球首位，1995-2018年，我国出境旅游支出额由37亿美元增至2,770亿美元，CAGR为20.6%。

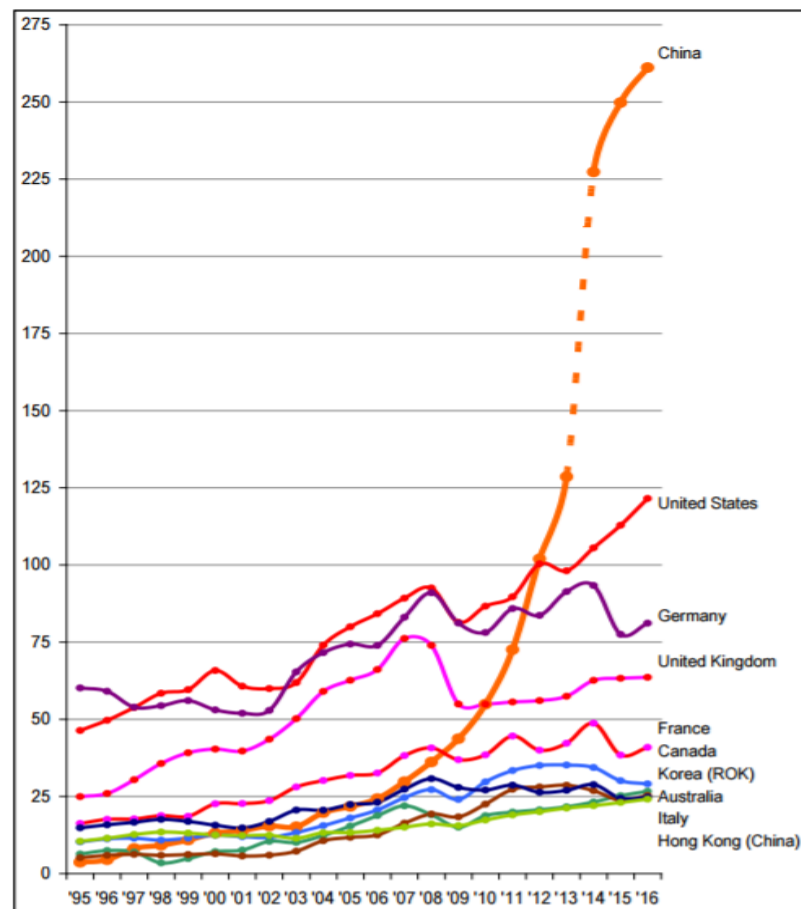
图表14：中国出境旅游人数近年来快速提升



数据来源：文化和旅游局，方正证券研究所

图表15：中国出境旅游支出总额快速增长

World and regions: Outbound Tourism  
International Tourism Expenditure (US\$ billion)



Source: World Tourism Organization (UNWTO) ©

数据来源：UNWTO，方正证券研究所

注：中国旅游研究院测算，2018年中国出境游客境外消费超过1,300亿美元，同比增速超过13%。

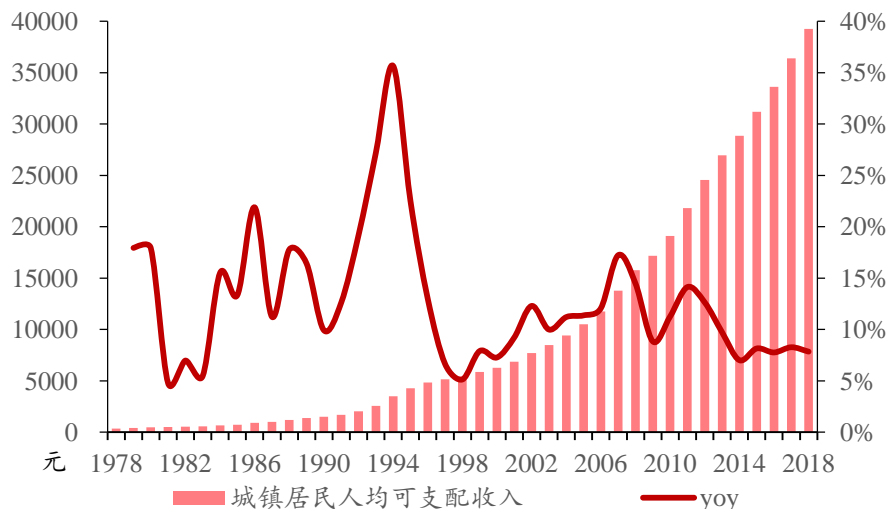
### 3.1 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固

中国人消费能力提升，免税品价差优势激发购买意愿。

随着中国经济的腾飞和中产阶级的壮大，中国居民消费能力大幅提升，是免税消费需求增长的基石。根据瑞士信贷《Global Wealth Report 2018》，2000-2018年中国财富总额从3.7万亿美元增至51.9万亿美元，CAGR为15.8%，成为全球财富增速最快的国家；中国家庭财富总额位居全球第二，仅次于美国，拥有5,000万美元以上财富的居民数量为全球第一。免税商品的品牌定位相对高端，符合国人追求品质的消费心理。中国人在全球奢侈品市场中消费占比快速提升（免税商品品牌与奢侈品品牌重合度较高），2018年中国人奢侈品消费额达850亿欧元（约6,473亿人民币），占比由2000年的1%提升至33%，预期2025年占比有望提升至46%。

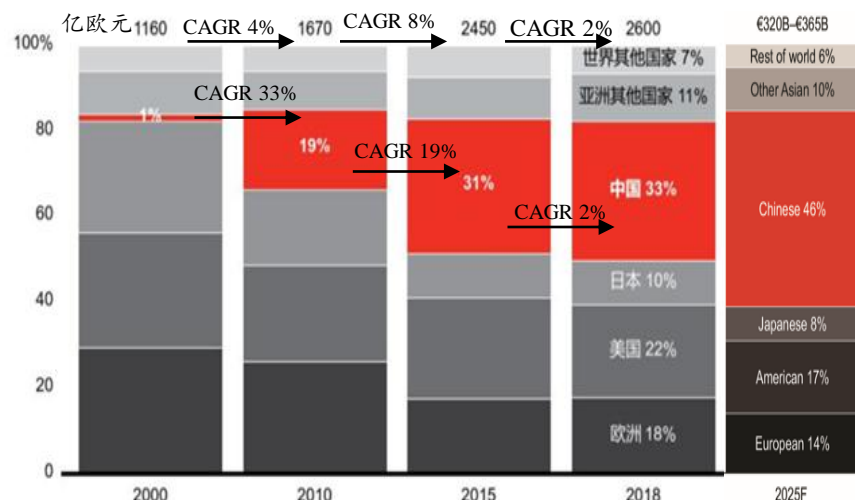
中国免税商品在全球范围具备价格优势，是吸引国人消费的关键。免税品能够吸引着消费者的最大优势是其相较于专柜正品的价格优势。而中国免税品价格优势（价差=专柜价-免税价）来自于两个方面。一方面，中国并非国际高端品牌的原产地，专柜指导价相对偏高。另一方面，中国商品流通成本高，免税流通环节短且减免进口税，价格优势明显。

图表16：中国城镇居民人均可支配收入逐年提升



数据来源：国家统计局，方正证券研究所

图表17：中国人在全球个人奢侈品市场中消费占比快速提升



数据来源：贝恩咨询《2018中国奢侈品市场研究》，方正证券研究所

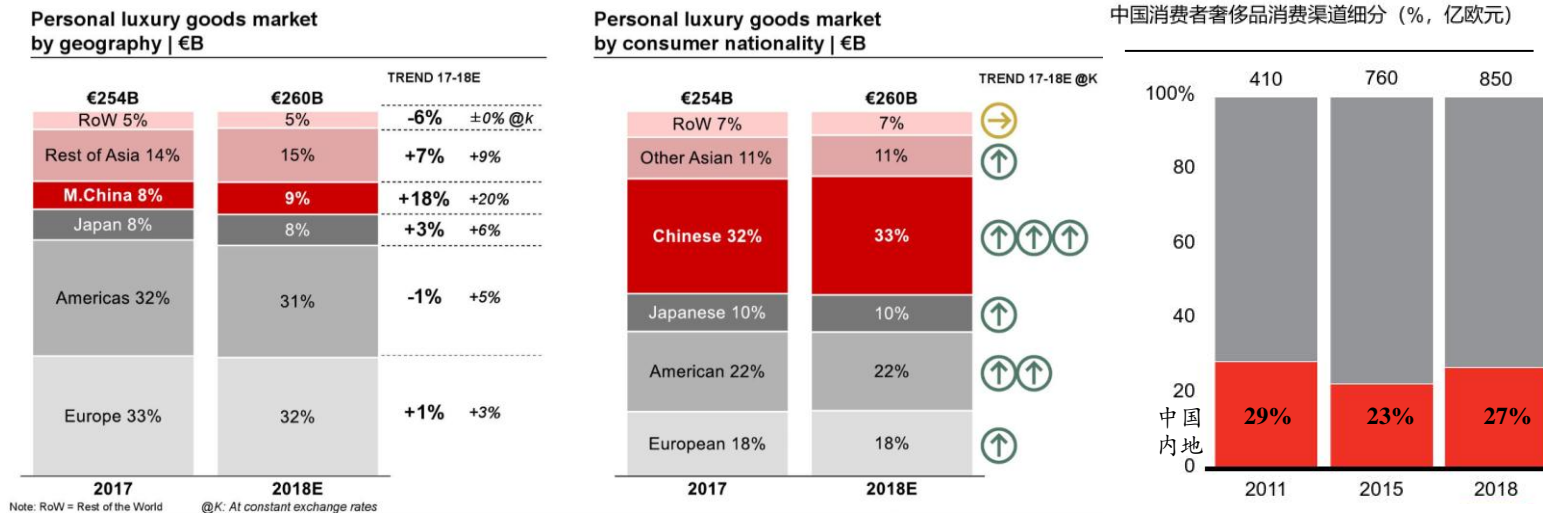


### 3.1 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固

中国免税具有极强的政策属性，政府鼓励免税行业发展。

中国政府有发展免税业的诉求。①中国人海外消费规模大，存在严重消费外流现象。2018年中国境外消费达2,770亿美元，同比增速7.5%，占全球国际旅游支出的1/5；2018年中国免税销售额395亿元，同比增速27.3%，但仅为全球市场的7.6%，与中国人海外消费严重脱节。②中国人海外消费以购物为主，高端消费占比高。从奢侈品消费来看，2018年中国人奢侈品消费额占全球33%，而发生在中国地区的奢侈品消费占比仅为9%，可见中国消费者奢侈品消费渠道主要在海外，2018年中国内地市场占比仅为27%。③中国政府希望通过发展国内免税产业引导消费回流。近年来，中国政府积极通过政策引导海外消费回流，多次对大批关税、免税政策进行改革。“十三五（2016-2020）规划”第十章中明确指出，“积极引导海外消费回流。以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心”。其中，海南离岛免税的发展是典型代表，不断推出利好政策，激发消费者购物热情，助推海南国际旅游消费中心建设。

图表18：中国消费者奢侈品消费渠道主要在海外



数据来源：贝恩咨询，方正证券研究所

### ■ 3.1 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固

图表19：海南离岛免税不断推出利好政策

政策	2011年4月	2012年11月	2015年3月	2016年2月	2017年1月	2018年2月	2018年12月	2019年1月
发展阶段	离岛免税试点政策落地	第一次调整	第二次调整	第三次调整	第四次调整	第五次调整	第六次调整	第七次调整
免税次数	非岛内居民2次/年；岛内居民1次/年	/	/	取消非岛内居民旅客购物次数限制	/	/	/	/
免税人群	年满18周岁，乘飞机离岛但不离境的国内外旅客，包括海南岛居民	调整为年满16周岁	/	/	免税购物对象扩大到乘坐火车的离岛旅客	/	将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围	/
免税品种	共18种	增3种，共21种	增17种，共38种	/	/	/	/	/
免税数量	化妆品、笔、服装装饰品、糖果5件，其余2件	化妆品、糖果8件；其余商品上调至4或5件	提高香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等10种热销商品限购件数	/	/	/	新增视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备(非生命支持)，每人每次限购2件	/
免税金额	5,000元/每人每次	8,000元/每人每次	/	累计16,000/每人年	/	/	累计30,000/每人年	/
免税地点	海口美兰机场离岛免税店	/	/	三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店获准开设网上销售窗口	/	增设博鳌机场提货处，离岛免税实现了对海南三个机场离岛旅客的全覆盖	/	同意在海口和琼海地区新设两家离岛免税市内店，海南离岛免税购物店增至4家

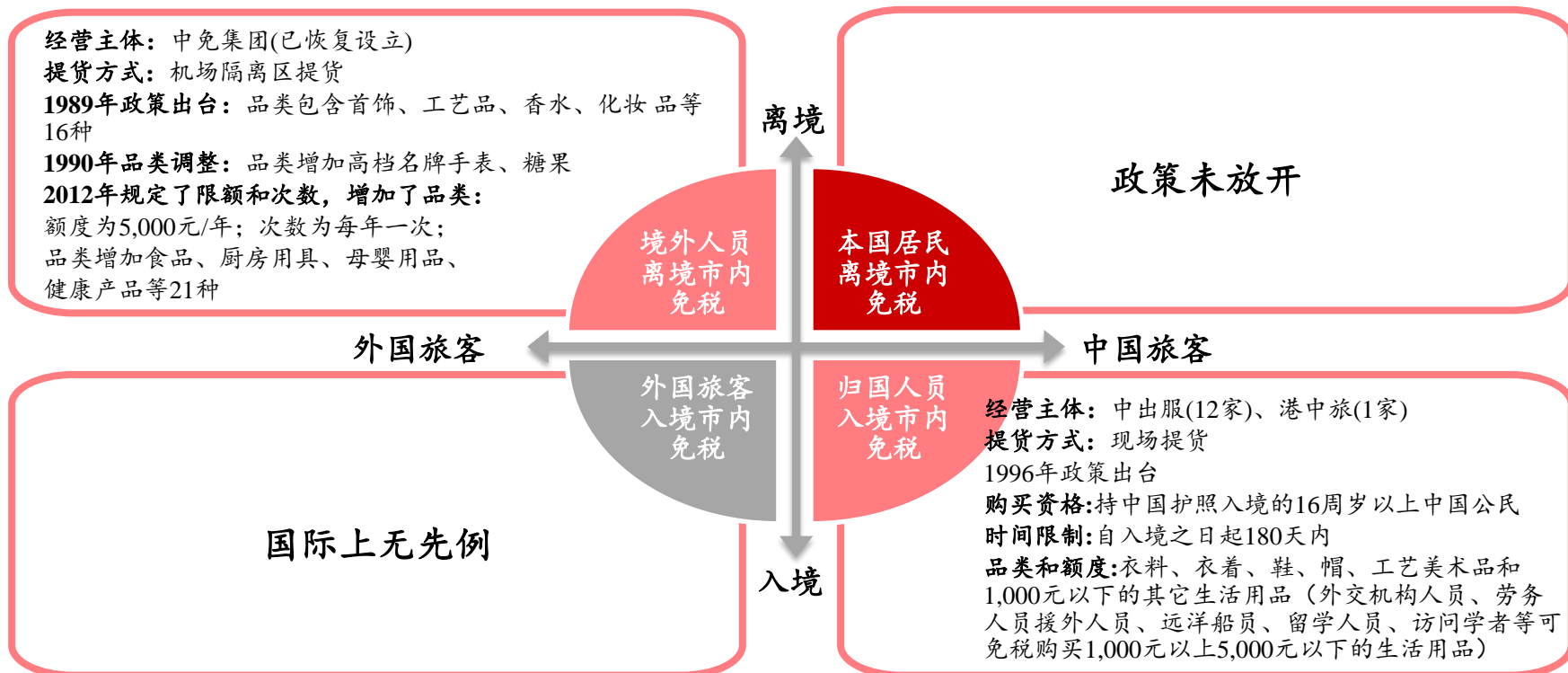
数据来源：海关总署，财政部，方正证券研究所

## 3.1 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固

静候市内免税政策的落地，成为行业发展的催化剂，为免税运营商打造低成本销售渠道，增强多样性扩大覆盖面。

针对国人离境的市内免税政策有望落地，市内免税相较于机场免税具备明显优势：①市内免税无机场高额扣点，利润压制因素消除。②市内免税店经营面积大，商品品类丰富，顾客购物体验感更好。③市内免税店通行便利，购物时间得到有效延长。政策落地后有望为运营商带来全新的低成本销售渠道、平衡渠道租金成本，增强对消费者覆盖的广度和深度，促进客流量和客单价的双向提升，最终做大免税蛋糕，增厚运营商业绩。

图表20：中国出入境市内免税政策梳理

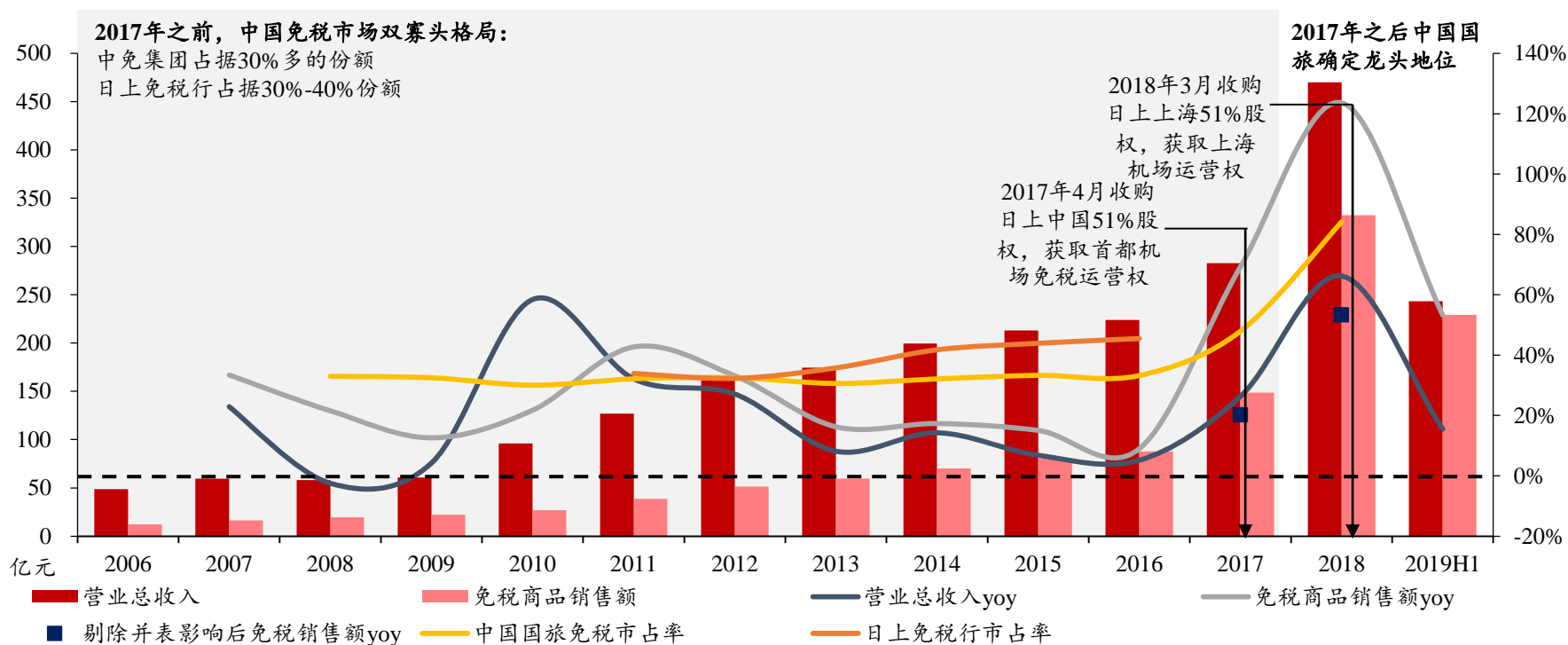


数据来源：海关总署，国家财政部，方正证券研究所

### 3.1 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固

中国国旅是中国最大的免税运营商，稳居免税龙头地位。竞争优势已从牌照垄断逐步向规模优势显著、经营管理高效等多重因素转变。中国国旅早年发展主要依靠其牌照优势。2010年后，中国免税行业腾飞，中国国旅抓住离岛免税机会，剥离全资子公司国旅总社，收购日上免税行，不断聚焦免税主业，已经形成了规模优势和经营管理竞争实力。2018年免税销售额332.3亿元，同比增长123.6%。免税的总营收比重由2006年的25.0%提升至2019H1的94.1%。2017年和2018年是中国国旅在免税市场份额大幅提升，主要由于公司大举并购日上中国和日上上海，确立了龙头地位，市占率超过80%。未来，控股公司中国旅游集团有望将所持有51%海免公司股份注入中国国旅，进一步巩固市场地位。

图表21：中国国旅市占率复盘，收购后日上免税行确立龙头地位



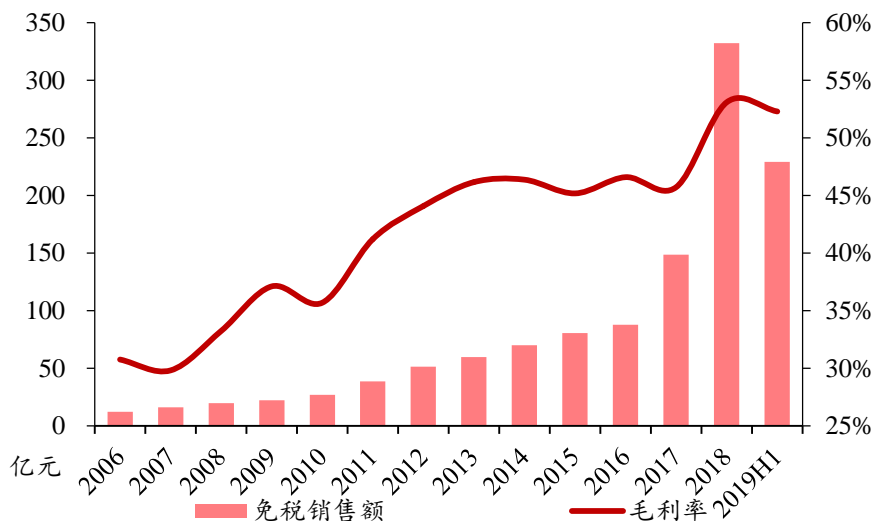
资料来源：Wind, Moodie Davitt Report, 公司公告, 方正证券研究所

### ■ 3.1 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固

①稳住龙头地位，不断提升市占率，有利于免税运营商持续发挥规模效应，增大毛利空间。2006-2017年，中国国旅毛利率随着免税销售规模增加而显著提升，随后稳定在45%-46%左右。2018年中免收购日上上海，免税销售规模激增。日上免税行毛利率水平较高（60%左右），使得并表后中国国旅毛利率显著提升，由2017年的45.7%提升7.4pct至2018年53.1%。同时，日上在香化品类上具有较强的议价能力，随着进货渠道和采购体系的整合升级，中国国旅毛利率仍有增长的空间。

②“有税+免税”布局丰富旅游零售商业生态，或将是未来的拓展空间。从欧美龙头Dufry、Lagard ére等运营经验来看，运营商一般采用多业态、多品牌的布局，同时经营有税和免税门店，能够打造更好的商业配套，提升旅客体验机场，为机场等场地提供方带来更高的可用空间回报。2019年中国国旅投资128.6亿元打造的海口市国际免税城项目即为复合型旅游零售综合体（一期58.8亿元，二期69.8亿元），以免税为核心，涵盖有税零售、文化娱乐、商务办公、餐饮住宿等多种元素，预期内部收益率14.4%，静态回收期15.8年（动态18.3年），是公司对于产业链的一次延伸升级，是以主业为根基的多元化发展。

图表22：中国国旅毛利率随着免税销售额逐渐提升



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表23：海口免税城的项目区位、周边交通、用地情况

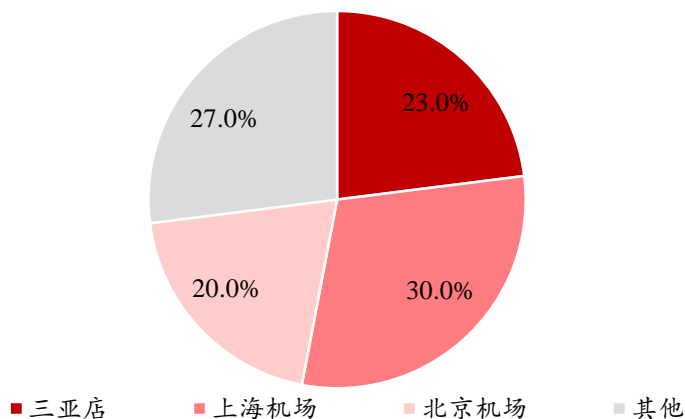


资料来源：Wind，公司公告，方正证券研究所

### ■ 3.1 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固

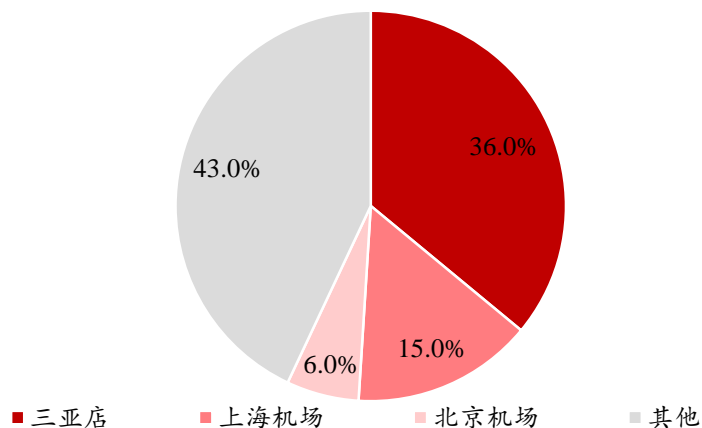
③渠道多样化，既能扩大旅客覆盖面提升收入端，又能平衡渠道租金成本，整体增厚业绩。目前中免销售渠道涵盖9种类型，覆盖全国30多个省、市、自治区，并涉足柬埔寨地区，共计240多家门店。中免集团现有渠道中，离岛免税的净利润率水平高于北上机场店。从收入贡献度来看，北京、上海、广州等大型枢纽机场的销售额占比较高，2018年北上机场合计占比达50%；其次海南三亚海棠湾占比较高，达23%；其他免税店收入占比为27%。从利润构成来看，三亚海棠湾贡献了主要利润，2018年占比达36%。随着国内机场免税店招标的市场化，机场渠道租金扣点率在短期内大幅上涨，预期未来长期保持稳定。机场是免税消费核心场所，运营商需要依靠机场流量拉升整体销售规模，形成规模经济。而运营商的破局之策是低租金渠道，中免集团目前在海南的深度布局和市内免税店的拓展，均有望增厚业绩。

图表24：2018年北上机场免税店贡献近一半的收入



数据来源：公司年报，方正证券研究所

图表25：2018年北上机场利润占比仅为21%



数据来源：公司年报，方正证券研究所

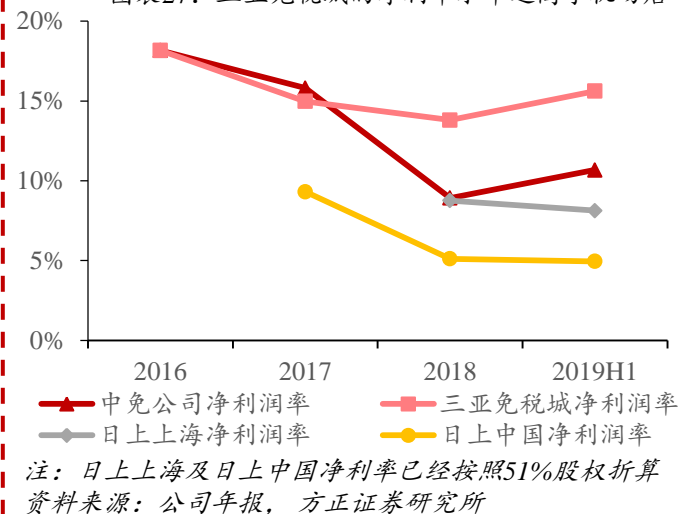
### 3.1 免税：行业尚有较大空间，中国国旅地位稳固

图表26：中免集团已积极布局市内免税店，期待未来针对国人市内免税政策的落地

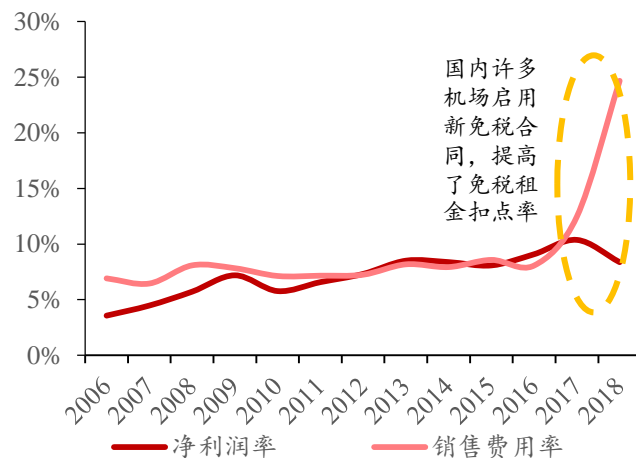
市内免税店	开业时间	地点	面积m <sup>2</sup>	门店展示
北京市内免税店	2019年5月30日	北京市朝阳区公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼	513	
上海市内免税店	2019年8月23日	上海市浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅	874.4	
大连市内免税店	2019年5月26日	大连市沙河口区新星星海中心	约500	
青岛市内免税店	2019年5月1日	青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层	355	
厦门市内免税店	2019年5月1日	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	331	

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表27：三亚免税城的净利率水平远高于机场店



图表28：2018年机场新免税租金合同启用，大幅提高销售费用率



资料来源：Wind，方正证券研究所

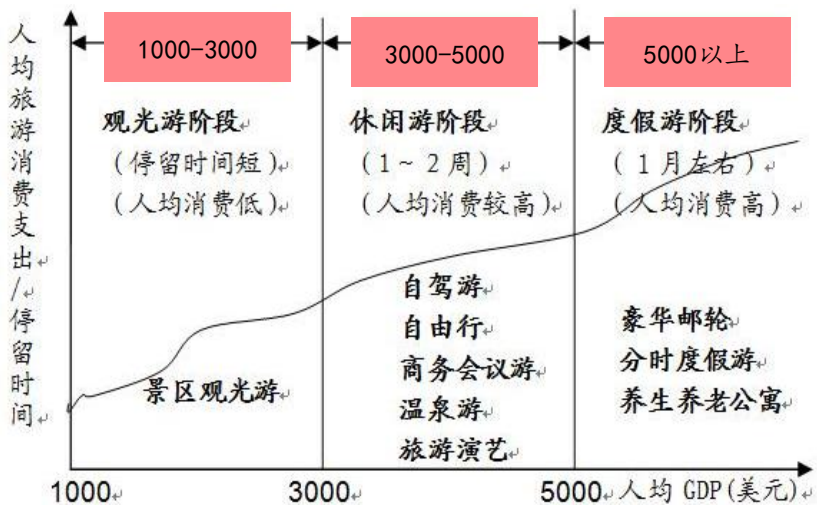
## 3.2 演艺：休闲度假游仍旺盛，宋城演艺确定性强

国人旅游需求发生明显转变，休闲度假游兴起：当人均GDP达到5,000美元时，度假游逐渐旺盛。2011年我国人均GDP已超过5000美元，国内休闲度假游逐步兴起，旅游需求由“单一观光”向“观光+体验+文化”多重需求转变，消费结构向个性化、品质化的方向升级。文旅产业注重体验和休闲，契合旅游需求，受到游客青睐，是旅游业的发展趋势。

旅游演艺与主题公园不断融合是大势所趋。旅游演艺和主题公园是文旅市场中的两大核心，两者融合具备几大优势：①有助于打造IP、塑造形象。②有助于增加互动，提升游客体验。③实现游客分流，缓解景区压力，增加承载力。④延长游客滞留时间，增加客户粘性，提升二度消费水平。各大运营商积极打造主题公园演艺模式，2018年票房27.7亿元，同比增长20.5%，市占率达46.8%。相较而言，实景旅游演艺增长仅5.7%，市场份额连续下滑。

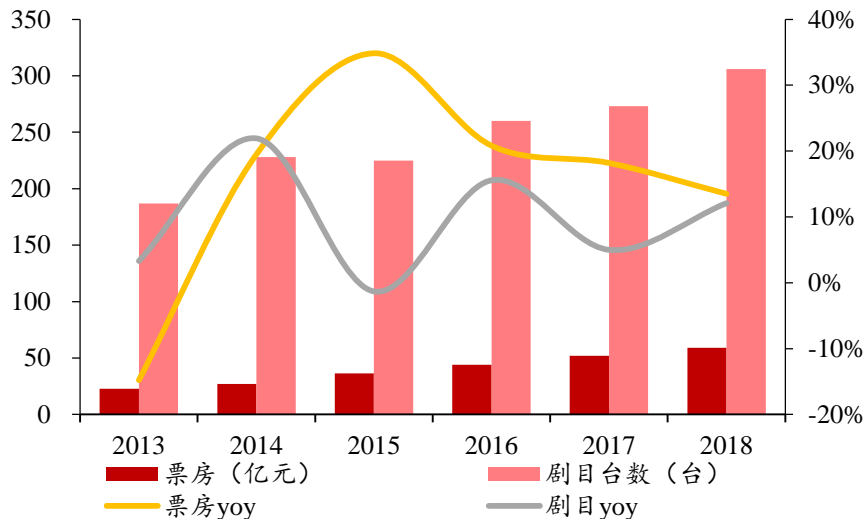
中国旅游演艺快速发展，二八定律下市场向头部运营商集中。中国旅游演出市场近年来持续走高，2018年票房收入59.08亿元，同比增长13.5%；剧目数量增长12.1%至306台，其中新增47台，停演14台。其中，三大主题公园演艺品牌（宋城、长隆、华夏）票房占比高达86.6%，宋城千古情系列、长隆系列演出票房增加2.7亿元，为票房增长贡献了38.4%。

图表29：人均GDP与旅游需求的关系



数据来源：Wind，世界旅游组织，方正证券研究所

图表30：中国旅游演出市场票房和剧目台数持续走高

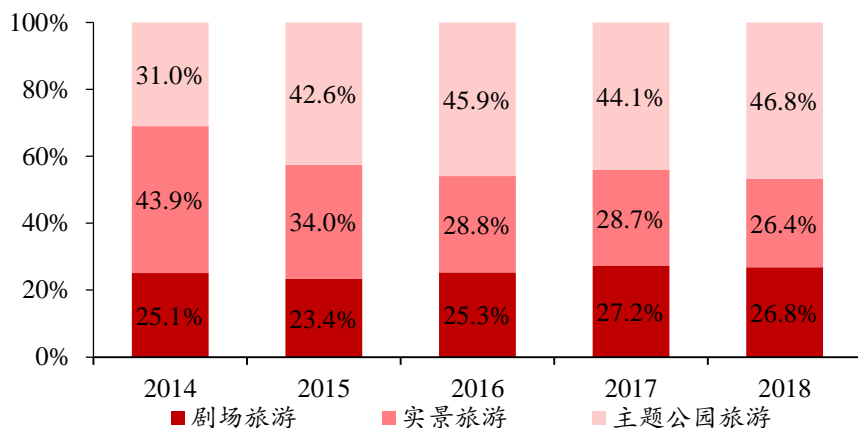


数据来源：道略文旅《2018中国旅游演艺市场发展报告》，方正证券研究所



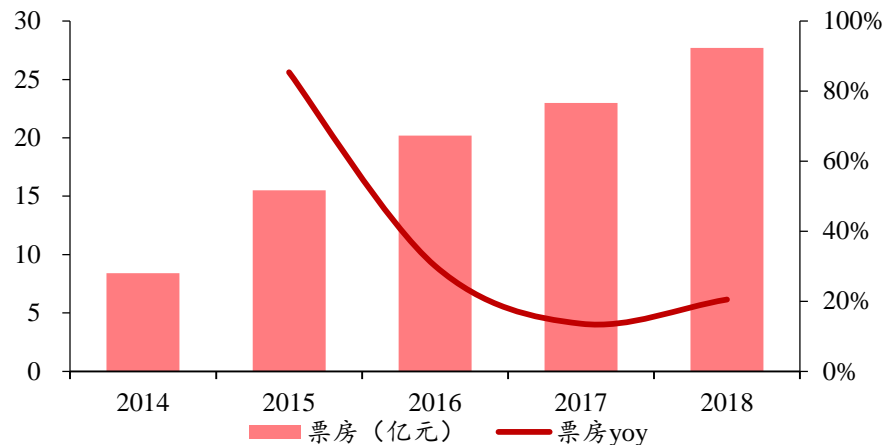
## 3.2 演艺：休闲度假游仍旺盛，宋城演艺确定性强

图表31：主题公园旅游演艺市场份额持续攀升



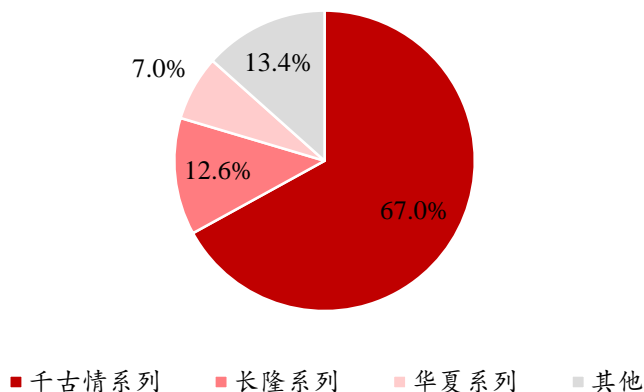
数据来源：道略文旅《2018中国旅游演艺市场发展报告》，方正证券研究所

图表32：主题公园旅游演艺票房持续增长



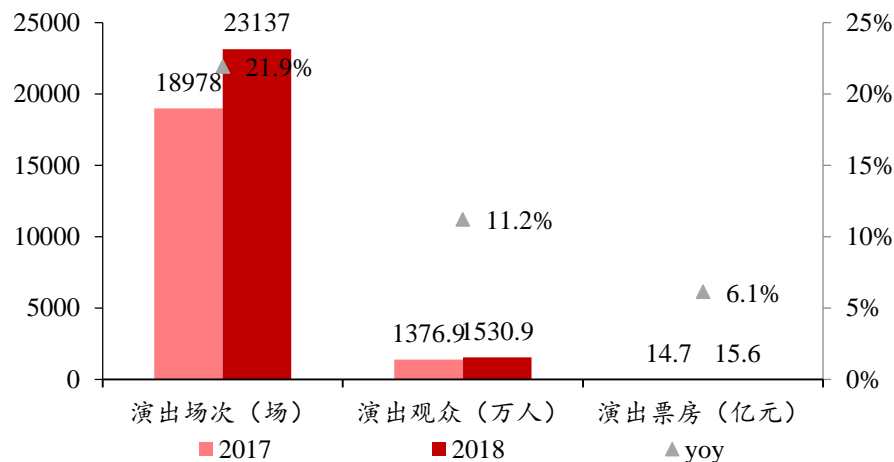
数据来源：道略文旅《2018中国旅游演艺市场发展报告》，方正证券研究所

图表33：三大主题公园演艺品牌票房占比高达86.6%



数据来源：道略文旅《2018中国旅游演艺市场发展报告》，方正证券研究所

图表34：实景旅游演艺票房增长持续低迷

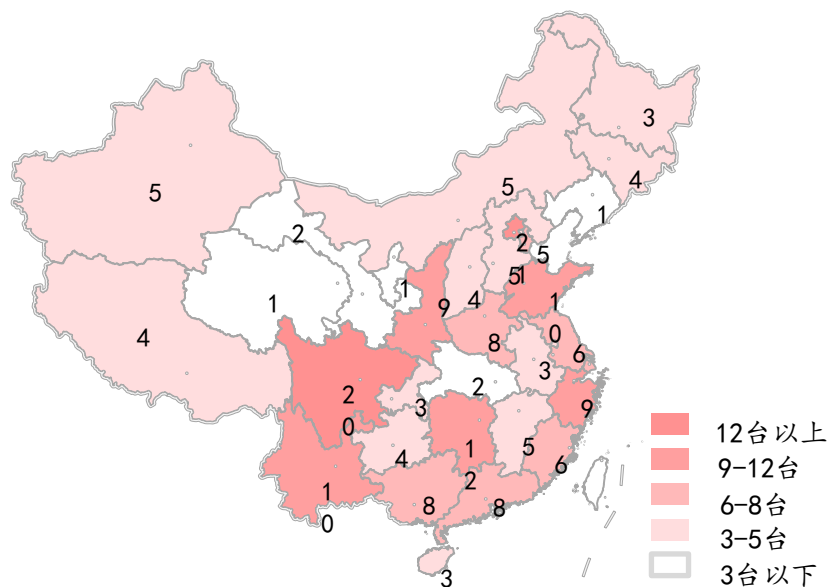


数据来源：道略文旅《2018中国旅游演艺市场发展报告》，方正证券研究所

### 3.2 演艺：休闲度假游仍旺盛，宋城演艺确定性强

旅游演艺投资重心向二三线城市下沉。目前，区域经济发展不均衡和城乡差异使得东部地区休闲旅游发展更为成熟，而旅游演艺依托旅游目的地客流的属性使其在热门旅游城市的布局较为集中。但随着二三线城市消费升级，旅游需求不断旺盛，且二三线城市土地及运营经费相对便宜，旅游演艺机构投资重心开始下沉。2018年旅游演艺新增的47台演出多位于二三线以下城市，共34台，占比高达72.3%，其中宋城演艺、陕旅集团等大型文旅机构新开发项目多位于三线及以下城市。

图表35：旅游演艺集中在东部地区和旅游城市



数据来源：道略文旅，方正证券研究所

图表36：2018年部分文旅机构新增项目布局向二三线城市下沉

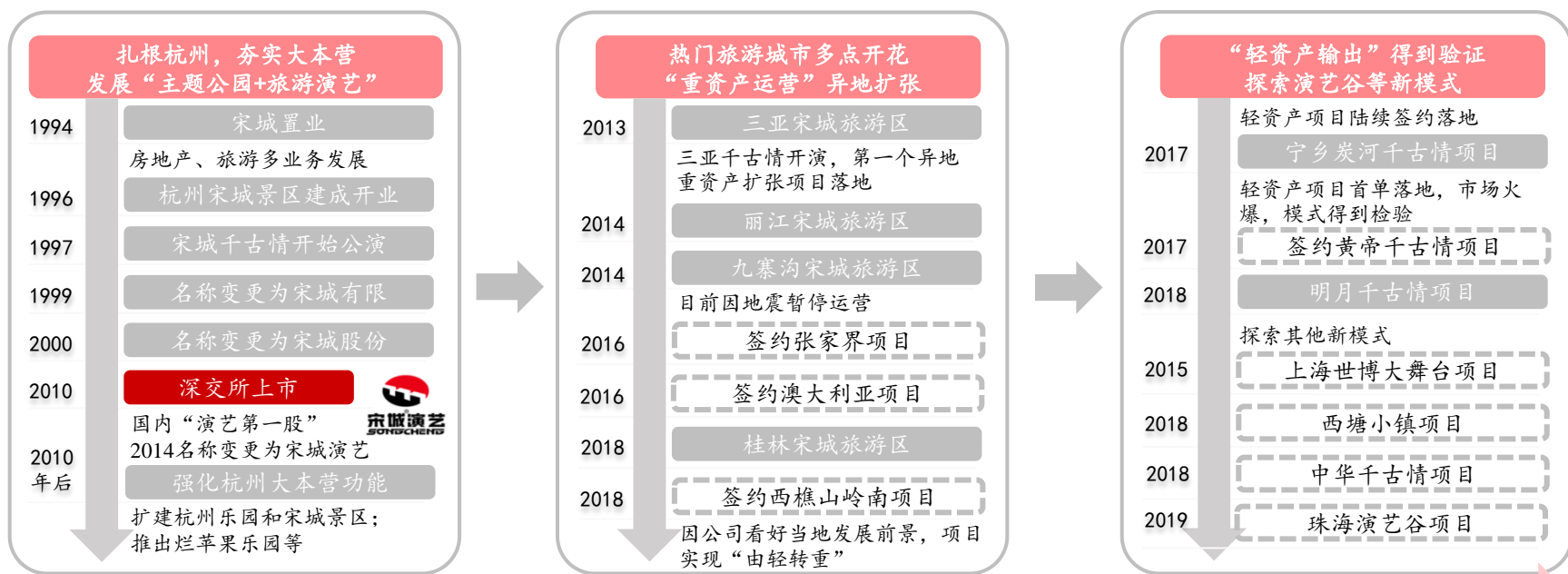
机构名称	演出名称	所在城市	城市等级
宋城演艺发展股份有限公司	《桂林千古情》	桂林	三线
	《明月千古情》	宜春	三线
	《藏谜》	丽江	三线
陕西旅游集团有限公司	《红色娘子军》	三亚	三线
	《封神演艺·炫战》	宝鸡	四线
吐鲁番欢乐盛典旅游文化公司	《沙坡头盛典》	中卫	五线
	《丝路花雨》兰州旅游版	兰州	二线
华夏文化旅游集团股份有限公司	《驼铃传奇》	西安	新一线

数据来源：道略文旅《2018中国旅游演艺市场发展报告》，方正证券研究所

## 3.2 演艺：休闲度假游仍旺盛，宋城演艺确定性强

宋城演艺项目稳步推进，筑牢演艺护城河。①宋城演艺开创杭州地区旅游文化演艺市场的先河，“千古情”系列剧目的演出场次均高于其他剧目，票房收入市占率逐年提升，为主题公园类剧目票房榜榜首。②完善的产业闭环产生协同效应。宋城演艺瞄准热门旅游城市，形成全国布局；项目建设期和成熟期缩短；注重内容品质与技术创新；重视人才的引进与培养；整合营销网络，加深品牌影响力。③“管理+品牌+创意”具备可输出性。宁乡炭河千古情项目验证轻资产模式的可行性。轻资产项目能够满足当地政府或政府直属旅游开发集团的诉求，有利于宋城演艺进一步扩张。

图表37：宋城演艺不断探索演艺新模式



科技和互联网  
之路

2015

收购六间房

宋城开启互联  
网之路

2017

成立宋城科技

重视技术  
创新

2018

六间房出表

重新聚焦主业

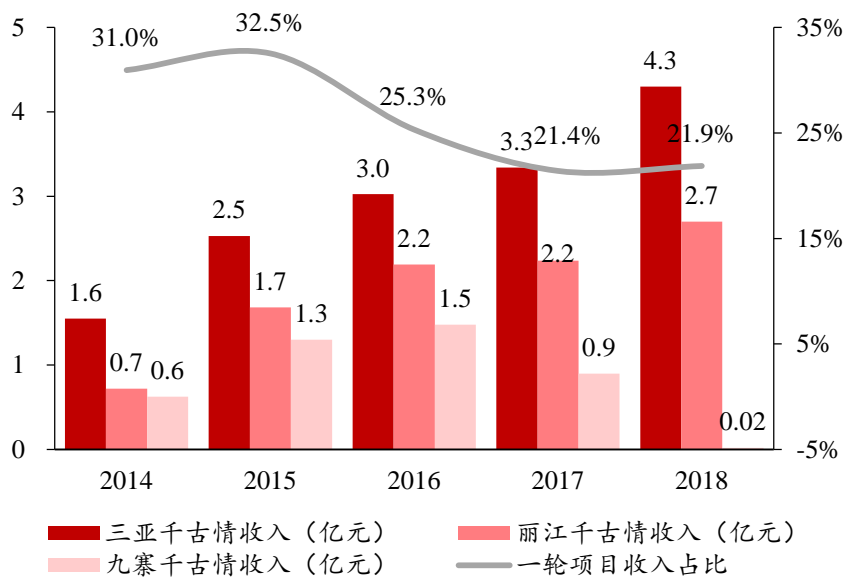
数据来源：道略文旅，方正证券研究所

## 3.2 演艺：休闲度假游仍旺盛，宋城演艺确定性强

多点开花，“重资产运营”推动异地扩张，项目表现优秀毛利率较高。宋城演艺的重资产项目异地扩张取得较好盈利，千古情系列项目毛利率均在运营第二年大幅上升，而后保持稳定，对公司业绩贡献突出。但重资产项目前期投入大，资金回收期长，扩张节奏受到限制。目前，宋城演艺以每年2-3个项目的节奏稳步扩张。

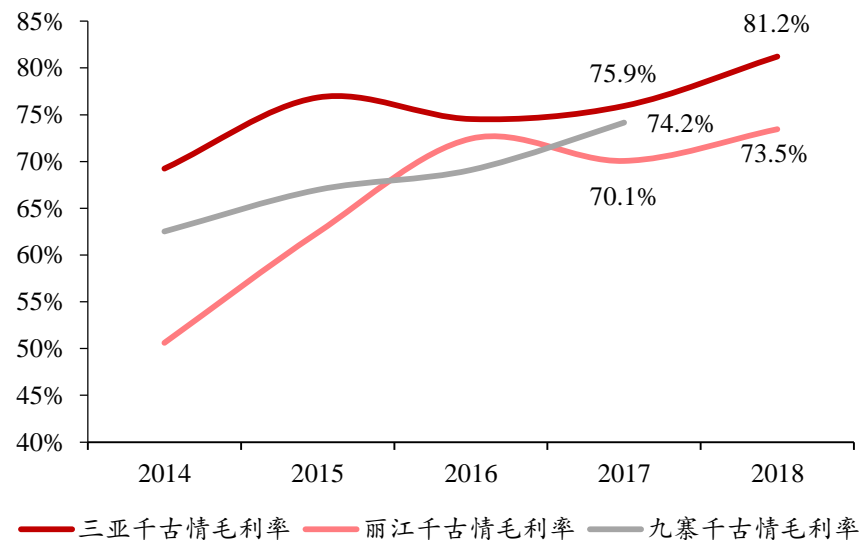
“轻资产输出”得到验证，并创新发展新模式。相比“重资产运营”，以“轻资产输出”方式扩张具有明显优势。宋城演艺可充分利用长期积累的景区管理和异地扩张经验，项目投入成本低，占用人员少，且收取基本管理费和奖励管理费，盈利能力更强。轻资产项目能够满足当地政府或政府直属旅游开发集团的诉求，有利于宋城演艺的进一步扩张。

图表38：宋城演艺重资产异地扩张项目贡献突出



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表39：宋城演艺重资产异地扩张项目毛利率较高



数据来源：Wind，方正证券研究所

## 3.2 演艺：休闲度假游仍旺盛，宋城演艺确定性强

宋城演艺已经形成了较为完善的产业闭环，能够产生协同效应。宋城演艺的商业模式较为成熟，背靠热门旅游目的地，通过“重资产运营+轻资产输出”的模式开发“主题公园+旅游演艺”项目，依托旅行社、OTA等线上线下渠道吸引客流，最后依靠优秀的演艺质量与客户体验稳定长期客源。宋城演艺搭建了从前期的选址、规划设计、建设、编创、人才引进与管理、开业，到后期的运营、持续提升、活动策划、票价体系设置、营销推广等全产业链闭环，是其他很多演艺企业不可比拟的。

图表40：宋城演艺的轻资产输出模式



数据来源：公司年报，方正证券研究所

图表41：宋城演艺已经形成完善的产业闭环



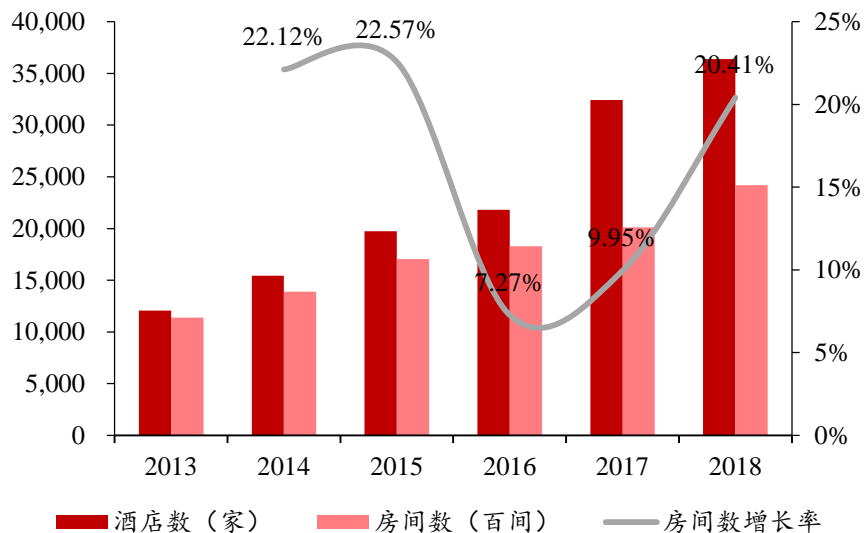
数据来源：公司公告，方正证券研究所

### 3.3 酒店：行业趋势不变、处于估值底部，首旅酒店弹性更高

酒店行业基本面稳定，行业驱动力仍在。①商旅需求较为稳定，酒店消费占比不断提升。2013-2018年，航空铁路的客运量均逐年增长，各维持10%左右的稳定增速水平，显示出酒店业需求增速稳定。②酒店供给改善，有助于供需结构调整优化，提振酒店入住率。③消费结构升级城镇化率提升，酒店产品结构改善；酒店集团利用加盟连锁模式，向二三线及以下城市下沉。

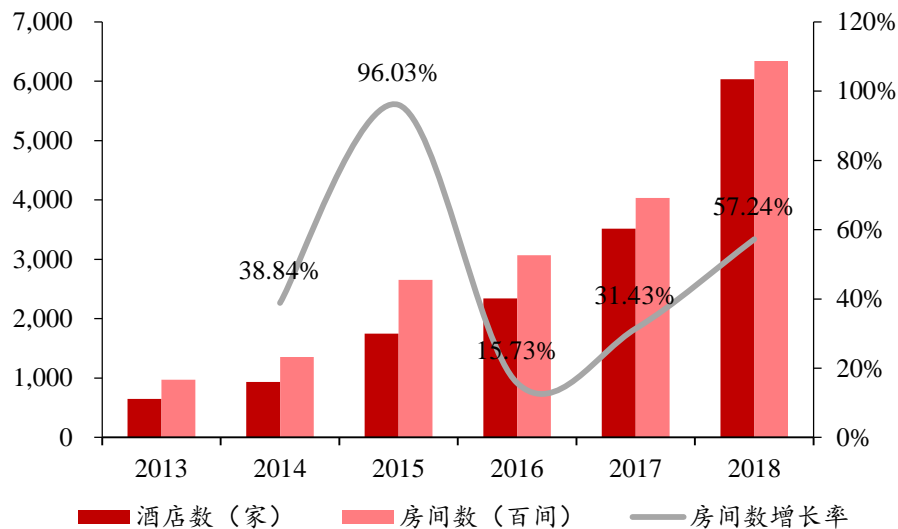
酒店行业发展大趋势不变。①酒店产品结构调整，中高端化趋势不变。对标美国中高端酒店超过四成的比例，我国中端酒店占比不到30%，仍有较大上升空间。②酒店集团加盟扩张，连锁化率不断提升。2018年，经济型连锁酒店的房间数增速为20.41%，中端连锁酒店的房间数增速达到57.24%。相比于美国70%左右的连锁化率，我国酒店市场的连锁化率大致在25%-30%左右，整体水平偏低。

图表42：经济型连锁酒店2018年增速较快



数据来源：盈蝶咨询，方正证券研究所

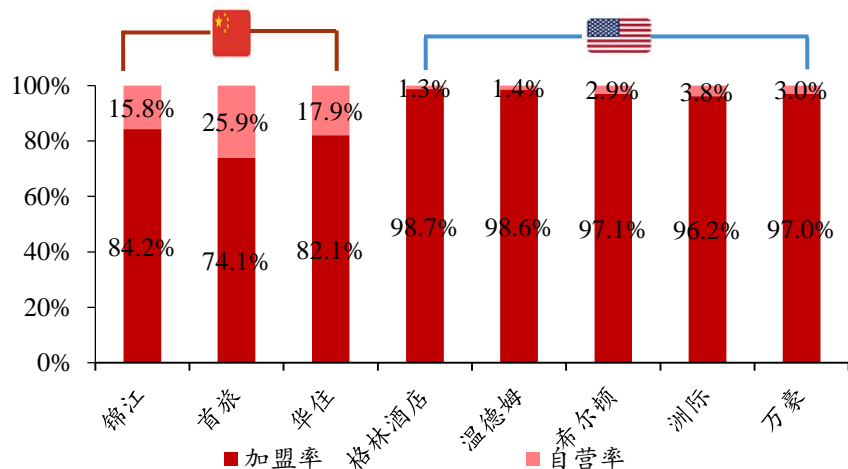
图表43：中端连锁酒店增速快于经济型酒店



数据来源：盈蝶咨询，方正证券研究所

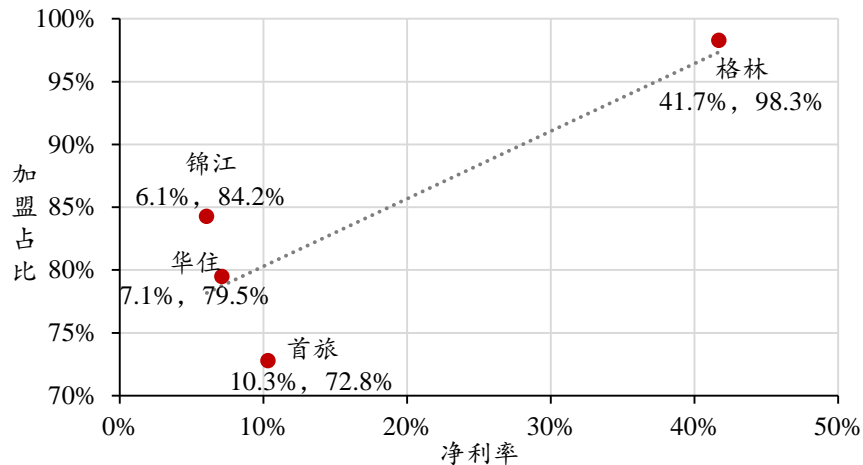
### 3.3 酒店：行业趋势不变、处于估值底部，首旅酒店弹性更高

图表44：中国酒店龙头连锁化率提升有空间



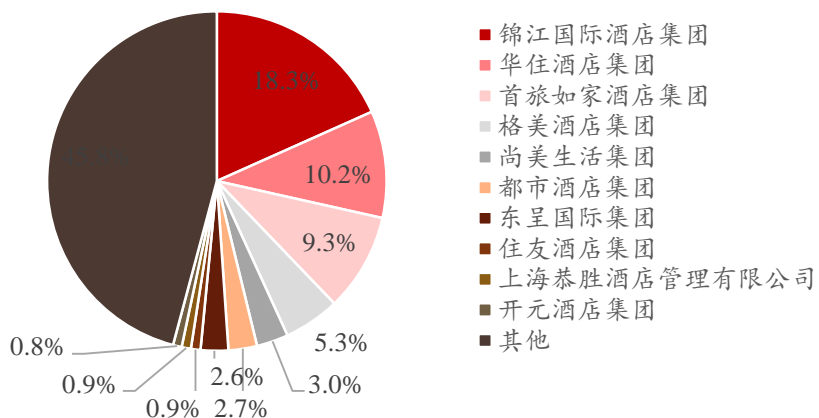
数据来源：公司年报，方正证券研究所

图表45：酒店加盟化率越高，净利率水平越高



数据来源：公司年报，方正证券研究所

图表46：2018年中国酒店集团市占率



数据来源：盈蝶咨询，方正证券研究所

图表47：近年来酒店并购事件汇总表

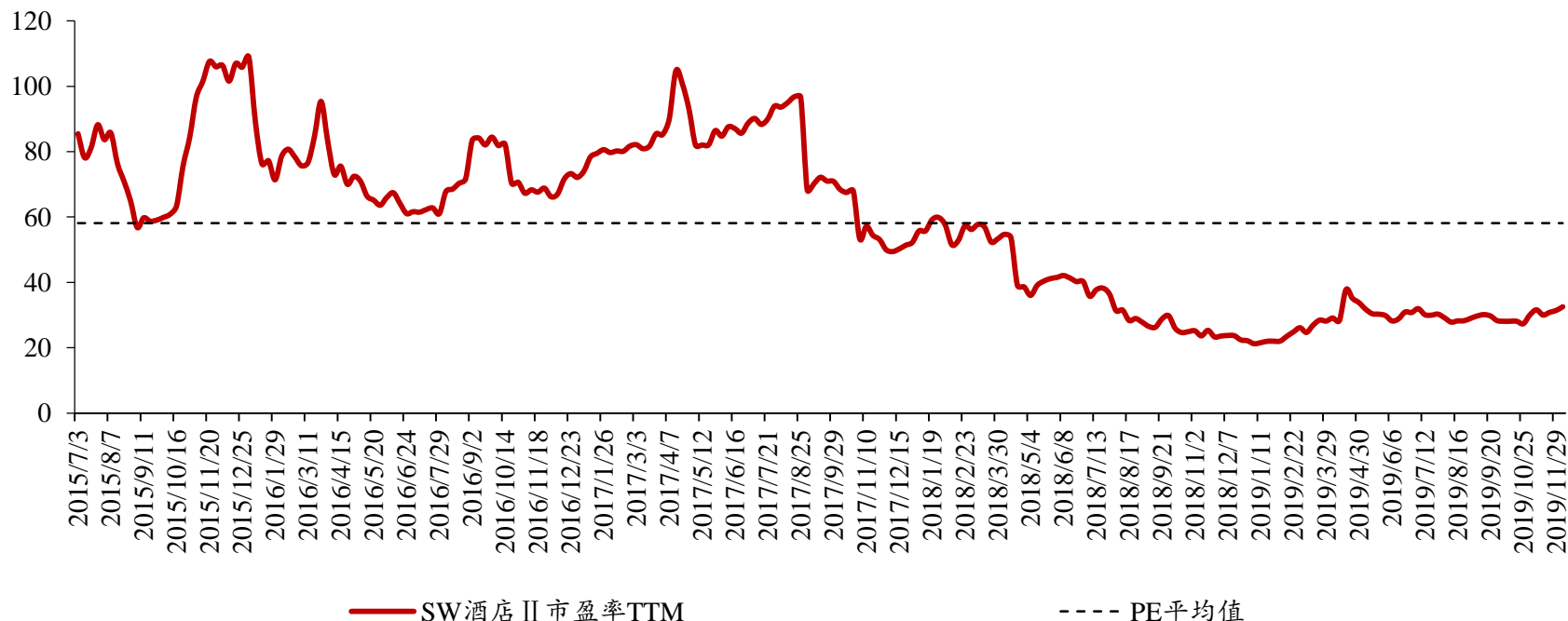
收购时间	收购方	收购标的	收购金额	股份比例
2011.5	如家酒店	莫泰	4.7亿美元	100%
2014.6	首旅酒店	南苑股份	2.8亿元	70%
2014.7	首旅酒店	雅客驿家	2548万元	65%
2015.3	锦江股份	卢浮酒店	9.96亿元	100%
2015.9	锦江股份	铂涛集团	82.69亿元	81%
2016.1	雅高集团	华住酒店	交叉持股	10.8%
2016.4	锦江股份	维也纳酒店	17亿元	80%
2016.10	首旅酒店	如家酒店	110.5亿元	100%
2017.2	华住酒店	桔子水晶	36.5亿元	100%
2017.10	锦江股份	铂涛集团	12.05亿元	12%
2018.5	华住酒店	雅高集团	交叉持股	5%
2018.5	华住酒店	花间堂	4.63亿元	71%
2018.11	锦江股份	铂涛集团	3.51亿元	3%

数据来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

### 3.3 酒店：行业趋势不变、处于估值底部，首旅酒店弹性更高

目前A股酒店估值处于历史低位。酒店是社服行业周期性最强的板块，2018年下半年以来，在中美贸易争端、金融去杠杆的宏观背景下，国内经济和消费出现下行压力，商务活动景气度有所减弱，对酒店的需求造成冲击，酒店估值处于底部。同时，三大酒店行业龙头不断进行中高端化和轻资产扩张，新开张未满18个月的非成熟酒店占比不断提高，而非成熟酒店的入住率一般较低。双重影响下，酒店入住率同比下滑，RevPAR增长放缓，影响行业整体估值。而市场对于未来宏观经济的预期过度悲观，进一步打压了酒店板块整体估值。

图表48：酒店板块处于历史底部



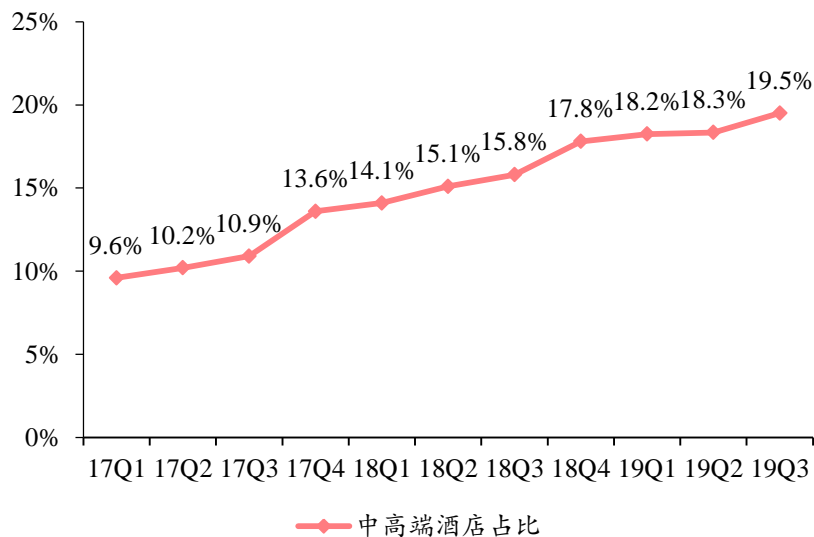
数据来源：Wind，方正证券研究所



### 3.3 酒店：行业趋势不变、处于估值底部，首旅酒店弹性更高

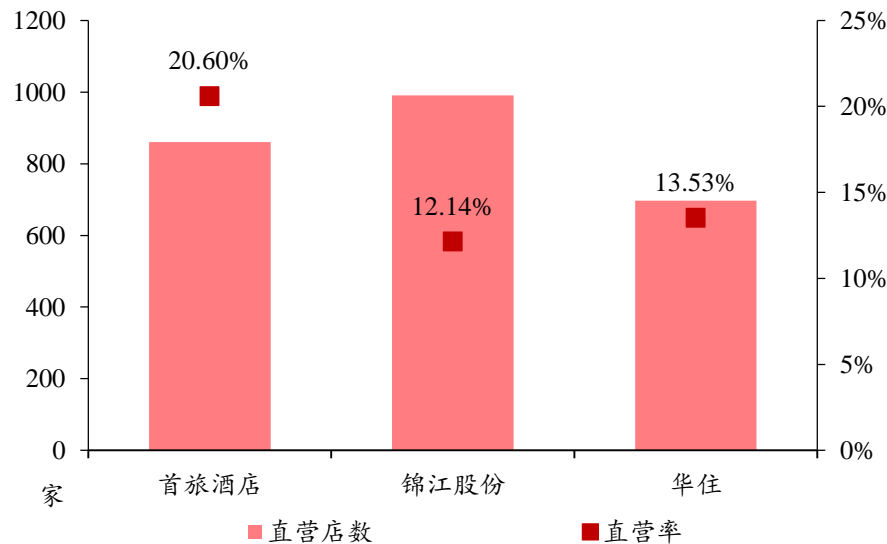
首旅酒店收购如家跻身酒店行业前列，与锦江、华住三足鼎立。公司重视酒店中高端转型，实施经济型酒店改造计划，中高端酒店比例逐年提升，2018Q3中端型酒店占比为19.5%。此外，首旅酒店联手凯悦，打造新品牌，布局中高端。首旅酒店直营占比最大，行业回暖时弹性更高。酒店直营模式具备经营杠杆高、弹性高的特点。直营酒店由于前期需要租赁物业或者购置物业，需要更高的前期投入，由此带来了更高的经营杠杆。较高的固定成本意味着RevPAR的波动对其业绩影响比较大，弹性比较高。而直营模式更易受到行业景气度的影响，当行业回暖时，更高的弹性也意味着业绩的迅速回升。从华住的数据来看，从2016年到2018年，行业开始复苏之时，华住直营酒店的营业收入回升速度明显快于特许经营店。2018Q3，首旅酒店直营占比为24.4%，高于华住的17.2%和锦江的14.1%。

图表49：首旅酒店中高端（以房间数计算）占比持续提升



数据来源：盈蝶咨询，方正证券研究所

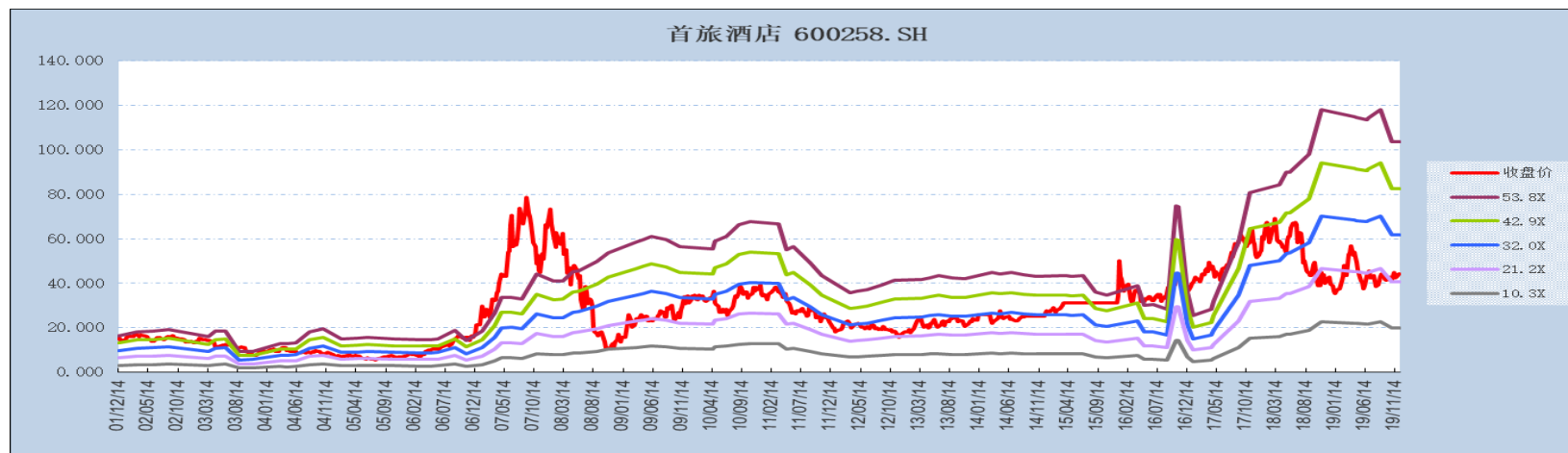
图表50：2019Q3三大酒店集团直营占比（以门店数计算）对比



数据来源：公司年报，方正证券研究所

### 3.3 酒店：行业趋势不变、处于估值底部，首旅酒店弹性更高

图表51：首旅酒店估值处于底部



数据来源：Wind，方正证券研究所

图表52：首旅酒店机构持股情况



数据来源：Wind，方正证券研究所

1 2019年回顾：消费放缓，但仍存在结构改善

---

2 2020年展望：把握两大投资主线

---

3 重点关注板块及核心标的

---

4 风险提示

---

### ①宏观经济增速持续下行，消费需求下降超预期，旅游市场整体不景气

社服行业属于后周期性行业，与宏观经济和旅游市场的发展密切相关。如果旅游市场不景气，旅游人数减少，将直接影响社服各子版块及主要公司的业绩。

### ②旅游政策推进不及预期，对消费的刺激效果不明显

社服行业受政策影响较大，特别是免税板块，免税政策的推进和落地与免税业务的成长息息相关，直接影响公司业绩。

### ③国际竞争加剧和国际关系紧张的风险

随着我国的进一步开放和对外资的引入，国际竞争将愈发激烈，极有可能打破目前市场的竞争格局。此外，国际关系动荡、地缘政治紧张等因素，将直接影响到出境旅游的热情、出入境签证的发放等，继而直接影响旅游业内相关公司的经营状况。

### ④汇率及系统性风险

出境游和免税板块均易受汇率的影响，汇率波动影响公司业绩。此外，国际政治环境和国家贸易关系的变化也将影响公司业务。

### ⑤食品安全保障等问题

餐饮是社服行业中重要的子版块，而食品安全问题是餐饮企业的头等大事，直接影响公司的品牌形象和声誉。一旦出现食品安全稳定，将引发公众对于公司甚至行业的质疑。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

### **公司投资评级的说明**

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

### **行业投资评级的说明**

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

# THANKS

方正证券 正在你身边



**方正证券股份有限公司**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层  
11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,  
Xicheng District, Beijing, China