

把握顺周期、高景气度、消费回流三条投资主线

——消费服务行业 2021 年投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2020 年 12 月 17 日

行业核心观点：

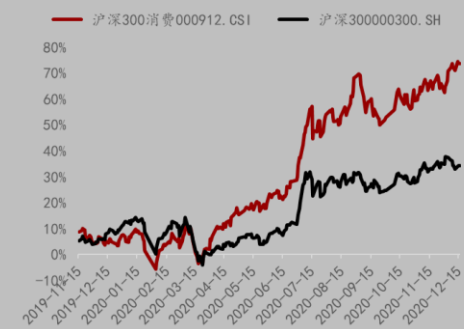
综合疫情、政策、宏观多重因素，建议 2021 年消费服务行业把握三条投资主线：1、**顺周期**：消费全面复苏，受疫情冲击严重的顺周期行业有望迎来阶段性高增长，推荐随需求回暖而具备高确定性的酒店行业，以及具备优秀异地扩张能力的主题公园演艺龙头。2、**高景气度**：消费复苏，内需提振，高景气度的消费行业有望迎来更高增长，首推颜值经济下行业景气度高，国产崛起是大趋势的化妆品医美行业，以及享受政策支持、行业需求扩容的职业教育培训行业。3、**消费回流**：我国居民八成奢侈品消费在境外渠道进行，在“内循环为主，构建内外双循环”的战略方针指导下，消费回流是长期趋势，疫苗进展对消费回流冲击有限，预计明年国门仍难打开，继续看好免税行业和高端名表代理行业。

投资要点：

- 我们认为，影响 2021 年消费服务行业投资的三个关键因素包括：1) **疫情**：预计国内疫苗全面普及概率不大，疫苗成为国外防疫的救命稻草，但疫苗的有效性、安全性、可持续性值得商榷，严防境外输入仍为明我国年防疫重点；2) **政策**：确立“内循环为主，构建内外双循环”的战略方针，预计消费回流+国产替代是长期趋势；3) **宏观经济**：伴随疫情防控的常态化、双循环格局下的政策刺激、居民收入稳步上升等多因素提振内外需，展望明年国内消费有望迎来全面复苏，顺周期行业迎来阶段性高增长。
- 综合疫情、政策、宏观多重因素，建议 2021 年消费服务行业把握三条投资主线：

1、**顺周期**：消费全面复苏，受疫情冲击严重的顺周期行业有望迎来阶段性高增长，推荐随需求回暖而具备高确定性的酒店行业，以及具备优秀异地扩张能力的主题公园演艺龙头。1) **酒店**：供需决定酒店行业周期，与宏观经济波动显著正相关，休闲度假和商务活动双线提振酒店需求，酒店行业 OCC 和 ADR 稳步复苏，疫情加速行业集中度和连锁化提升，消费升级大趋势下，看好中端酒店龙头结构性机会。2) **主题公园演艺**：景区是典型的顺周期行业，其中主题公园演艺是最具成长性的细分领域，主题公园演艺采用景区+演出的方式，在吸引

沪深 300 消费相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 12 月 17 日

相关研究

万联证券研究所 20200611_行业策略 - 半年报
_AAA_消费服务行业 2020 年中期投资策略报告

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：liying1@wlzq.com.cn

研究助理：王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

客源、丰富服务内容方面具备优势，且容易复制扩张，消费复苏背景下，看好主题公园演艺龙头的反弹。

2、高景气度：消费复苏，内需提振，高景气度的消费行业有望迎来更高增长，首推颜值经济下行业景气度高，国产崛起是大趋势的化妆品医美行业，以及享受政策支持、行业需求扩容的职业教育培训行业。1) **化妆品医美：**化妆品行业呈现强劲逆周期性和反弹力，营销传媒的变革和消费观的改变，给国产品牌带来弯道超车的机遇；医美行业千亿级新兴市场上升空间广阔，社媒的消费者教育、医美行业的规范化和透明化推动行业持续高增长。**看好化妆品中游品牌龙头，医美上游耗材龙头。**2) **职业教育培训：**政策明确支持职业教育，经济下行背景下保就业政策出台利好职业教育培训，**看好全国化布局并稳步拓宽赛道的职业教育培训龙头。**

3、消费回流：我国居民八成奢侈品消费在境外渠道进行，在“内循环为主，构建内外双循环”的战略方针指导下，消费回流是长期趋势，疫苗进展对消费回流冲击有限，预计明年国门仍难打开，继续看好免税行业和高档名表代理行业。1) **免税：**海南离岛免税建设顺利推进，明年国门仍难开放，从税种、商品来看，签署 RCEP 对于我国免税影响有限，**推荐免税龙头；**2) **高档名表代理：**国人为全球名表消费第一大群体，COVID-19 疫情叠加香港局势，导致境外名表消费“被动回流”；高端腕表境内外价差缩小，疫情使得全球名表销售渠道重构，重投国内市场，刺激境外名表消费“主动回流”。在此背景下，国人有望培养境内名表消费习惯，**看好高档名表国内代理龙头。**

- **风险提示：**国内疫情二次爆发风险，经济下行、企业经营风险，政策风险。

目录

1、行情和业绩回顾.....	7
1.1 行情回顾：免税、化妆品、酒店、教育服务表现亮眼.....	7
1.2 业绩回顾：线下零售和旅游疫情后缓慢恢复，化妆品借线上渠道发力.....	8
2、影响明年消费服务行业投资的几个关键因素.....	11
2.1 疫情：预计国内疫苗全面普及概率不大，严防境外输入仍为明年防疫重点.....	11
2.2 政策：确立“内循环为主，构建内外双循环”的战略方针，消费回流+国产替代是长期趋势.....	13
2.3 宏观经济：明年国内消费有望全面复苏，顺周期行业迎来阶段性高增长.....	14
3、把握三条投资主线：顺周期、高景气度、消费回流.....	16
3.1 顺周期：酒店+主题公园演艺.....	16
3.1.1 酒店：行业复苏&集中度提升&消费升级，关注中端酒店龙头.....	17
3.1.2 主题公园演艺：细分赛道大有可为，关注具备异地扩张能力的优质龙头.....	25
3.2 高景气度：医美化妆品+职业教育培训.....	29
3.2.1 化妆品&医美：行业景气度高，国产崛起是大趋势.....	29
3.2.2 职业教育培训：政策支持下行业扩容，龙头优势明显.....	38
3.3 消费回流：免税+高端名表代理.....	43
3.3.1 免税行业：海南政策利好，签署 RCEP 无惧消费回流逻辑破碎.....	44
3.3.2 高端名表代理：国人境外名表消费规模可观，多因素为回流持续性提供支撑.....	48
4、投资建议.....	53
5、风险提示.....	54
图表 1：2020 年以来休闲服务、化妆品跑赢上证综指，商业贸易跑输上证综指（%）_截至 12 月 15 日.....	7
图表 2：2020 年下半年以来化妆品和商业贸易跑输上证综指（%）_截至 12 月 15 日.....	8
图表 3：子板块年初至今涨跌幅_截至 12 月 15 日（%）.....	8
图表 4：子板块下半年至今涨跌幅_截至 12 月 15 日（%）.....	8
图表 5：申万一级子行业营收增长率（按 2020Q1~Q3 同比增速排序）.....	9
图表 6：申万一级子行业归母净利润增长率（按 2020Q1~Q3 同比增速排序）.....	9
图表 7：2013 年-2020Q1~Q3 休闲服务业绩情况.....	10
图表 8：2020Q1-2020Q3 休闲服务业绩情况（同比增速%）.....	10
图表 9：2013 年-2020Q1~Q3 商贸零售业绩情况.....	10
图表 10：2020Q1-2020Q3 商贸零售业绩情况（同比增速%）.....	10
图表 11：2016 年-2020Q1~Q3 化妆品业绩情况.....	11
图表 12：2020Q1-2020Q3 化妆品业绩情况（同比增速%）.....	11
图表 13：国内外当日新增确诊病例（例）.....	12
图表 14：国内及海外累计确诊病例（例）.....	12
图表 15：重点海外国家当日新增确诊病例（例）.....	12
图表 16：我国当日新增确诊病例构成（例）.....	12
图表 17：近期各政府部门刺激服务消费的主要政策.....	13
图表 18：内循环政策将促进本土品牌崛起和消费回流.....	14
图表 19：GDP 当季同比（%）.....	15

图表 20: 社零总额当月同比及实际当月同比 (%)	15
图表 21: 1-11 月份商品零售细分消费类别同比增速 (%)	15
图表 22: 网上商品和服务零售额累计值和累计同比	16
图表 23: CPI 当月同比 (%)	16
图表 24: 新冠疫情下中国旅游餐饮消费用户趋势	17
图表 25: STR 间夜需求和供给增速 (%)	17
图表 26: STR 间夜需求/供给和内地样本酒店 REVPAR	17
图表 27: PMI 和非制造业 PMI 商务活动走势	18
图表 28: 年初以来全国客运量当月值以及同比增速	18
图表 29: STR 中国大陆样本酒店 OCC 及同比变化	18
图表 30: STR 中国大陆样本酒店 ADR 及同比变化	18
图表 31: 2019 我国十大酒店品牌市场占有率	19
图表 32: 2019 年我国十大连锁酒店集团市占率	19
图表 33: 2019 我国十大酒店品牌市场占有率	19
图表 34: 近年来酒店行业三大龙头并购事件	20
图表 35: 酒店营业成本主要构成以及占比	21
图表 36: 今年上半年全国酒店注销量大增 (万家)	21
图表 37: 2019 年全国酒店业整体连锁化率 (客房数/万间)	21
图表 38: 2019 年全国酒店和客房数 (按城市级别分)	22
图表 39: 2019 年中国在线酒店预订用户等级分布	22
图表 40: 2015-2019 年我国住宿业整体交易额	22
图表 41: 2015-2019 年我国酒店行业整体交易额	22
图表 42: 2014-2019 年我国高端、中端、经济型酒店整体交易额	23
图表 43: 2014-2019 年我国高端、中端、经济型酒店整体交易额同比增速	23
图表 44: 2019 年我国酒店供给档次结构	23
图表 45: 近年来锦江、华住和首旅的中高端占比情况	23
图表 46: 2015-2019 年首旅酒店收入结构	24
图表 47: 首旅酒店旗下酒店和客房数量 (分类别)	24
图表 48: 首旅酒店分季度 OCC 及同比增速	24
图表 49: 首旅酒店分季度 ADR 及同比增速	24
图表 50: 首旅酒店分季度营业收入及同比增速	25
图表 51: 首旅酒店分季度归母净利润及同比增速	25
图表 52: 2014-2018 年中国旅游演出剧目台数变化情况	25
图表 53: 2014-2018 年中国旅游演出剧目票房变化情况	25
图表 54: 中国旅游演出的三种细分类型	26
图表 55: 2014-2018 年中国旅游演出票房及增长情况	26
图表 56: 2014-2018 年中国旅游演出细分类别票房占比	26
图表 57: 2018 年主题公园演出各系列票房占比情况	27
图表 58: 宋城演艺近年来收入结构业务占比	27
图表 59: 2019 年各大宋城景区占收入比重	27
图表 60: 宋城演艺现场演出服务收入及同比增速	27
图表 61: 公司营业收入以及同比增速	28
图表 62: 公司归母净利润以及同比增速	28
图表 63: 宋城演艺主题公园发展的三个阶段	28
图表 64: 2017 年后化妆品行业呈现逆周期性 (%)	29

图表 65: 疫情下化妆品行业拥有较强的韧性和反弹力	29
图表 66: 国内美妆市场规模体量大, 增速高	30
图表 67: 美妆人均消费对标日韩仍有 5-6 倍增长空间(美元)	30
图表 68: 量价齐升, 化妆品行业将持续扩张	30
图表 69: 头部美妆公司集中度较低	31
图表 70: 国内前十大美妆品牌市占率	31
图表 71: 2019 年 1-8 月化妆品行业营销投入分布及增速	32
图表 72: 2010-2019 年化妆品渠道占比的变化	32
图表 73: 2010-2019 年典型化妆品公司市占率变化	32
图表 74: 国产品牌完美日记迅速崛起	33
图表 75: 2010-2019 年本土公司市占率上升	33
图表 76: 2018 年国内医美行业规模超 1200 亿元	34
图表 77: 相比发达国家, 中国医美渗透率仍然很低	34
图表 78: 医美产业链的上中下游	35
图表 79: 医美整形各个项目所占比例	36
图表 80: 医美消费者趋于年轻化	36
图表 81: 截至 2019 年 12 月, 国内获得玻尿酸资质的公司和品牌及零售价格	36
图表 82: 玻尿酸注射填充剂竞争格局 (按金额和销量)	37
图表 83: 国内部分获批肉毒素概况和市占率	37
图表 84: “百日冲刺”计划十大专项行动汇总表	39
图表 85: 2020 年各地区省考扩招情况汇总表	40
图表 86: 国考招录人数以及同比增速	40
图表 87: 国考过审人数以及同比增速	40
图表 88: 2016-2020 考研人数报名情况	41
图表 89: 我国在校师范生数稳步上涨	41
图表 90: 教师资格证笔试人数 (万人)	41
图表 91: 2015-2019H1 公司各项业务营收构成	42
图表 92: 2020 年 H1 公司各项业务营收构成	42
图表 93: 中公教育直营分支机构数量及同比增速	42
图表 94: 中公教育线上收入及同比增速	42
图表 95: 中公教育分季度营业收入及同比增速	43
图表 96: 中公教育分季度归母净利润及同比增速	43
图表 97: 2018 年奢侈品市场消费情况 (亿元)	44
图表 98: 中国免税店分得奢侈品市场 5% 份额	44
图表 99: 全球免税品销售总额及增速	45
图表 100: 中国免税行业销售收入及增速	45
图表 101: 免税店免除进口关税、消费税、增值税	45
图表 102: 我国免税品销售额品类分布	46
图表 103: 世界免税品销售额品类分布	46
图表 104: 下半年海南购物免税相关政策	46
图表 105: 国内免税业务企业基本信息	48
图表 106: 2018 年国内免税市场份额情况	48
图表 107: 2018 全球免税集团排名 (亿欧元)	48
图表 108: 中国人境外奢侈品消费额及同比增速	49
图表 109: 中国人境外高端手表消费额和同比增速	49

图表 110: 2019 年中国高端腕表 (价格>5000 元) 消费者年龄分布	49
图表 111: 2005-2025 年中国城市家庭可支配收入分布	49
图表 112: 2014 年 11 月-2020 年 7 月中国每月 M2 及 M2 同比增幅	50
图表 113: 每月瑞士腕表对中国出口额和同比增幅	50
图表 114: 香港曾是瑞表出口的全球第一市场	51
图表 115: 腕表奢侈品境内外内外平均价差 (%)	51
图表 116: 飞亚达营收结构(%)	52
图表 117: 飞亚达各业务板块毛利率	52
图表 118: 飞亚达品牌矩阵	52
图表 119: 飞亚达分季度营业收入及同比增速	53
图表 120: 飞亚达分季度归母净利润及同比增速	53

万联证券

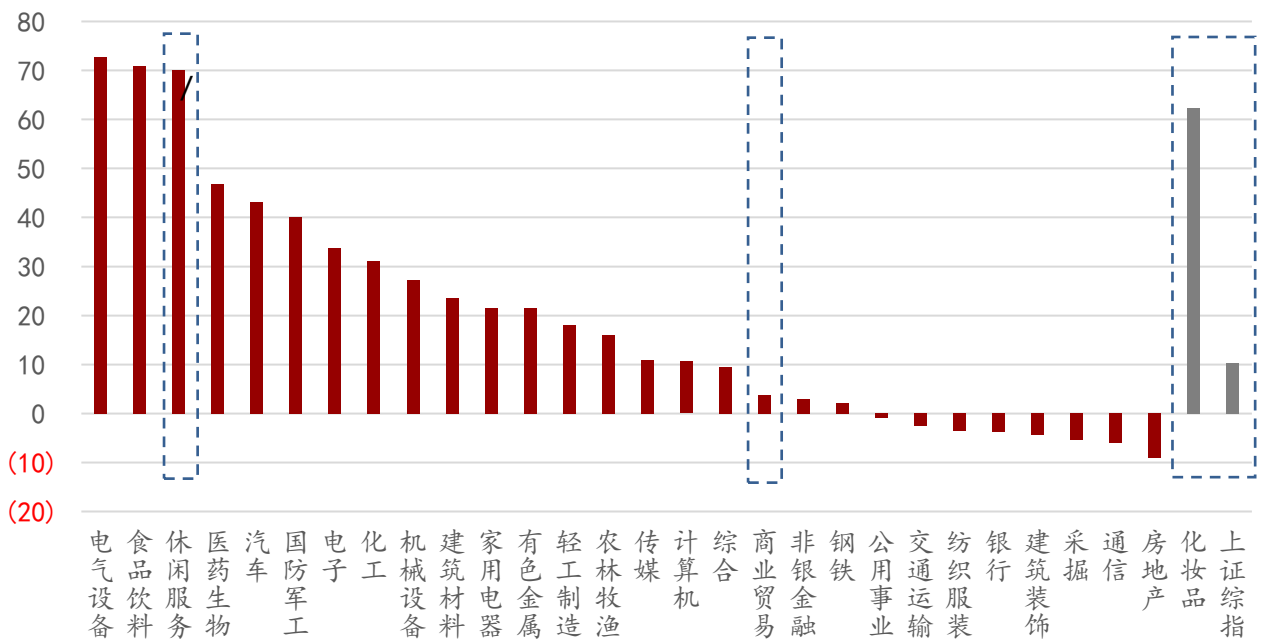
1、行情和业绩回顾

1.1 行情回顾：免税、化妆品、酒店、教育服务表现亮眼

全年来看，休闲服务、化妆品股价表现大幅跑赢大盘，商业贸易股价表现跑输大盘。年初至今（截至 12 月 15 日），申万休闲服务指数上涨 70.04%，化妆品板块（选取 12 只化妆品个股）上涨 62.30%，申万商贸零售行业指数上涨 3.85%，分别较上证综指跑赢 59.64 个 pct、跑赢 51.90 个 pct，以及跑输 6.55 个 pct。从下半年的股价表现来看，休闲服务由于免税板块的强势带动跑赢大盘，商贸零售板块由于超市板块的回落在申万一级行业中股价表现倒数第二，而化妆品板块未能延续上半年的强势上涨，从 3 季度开始回调，下半年略微跑输上证综指 0.49 个 pct。

子板块的股价表现明显分化，免税、化妆品、酒店、教育服务上涨明显，餐饮、零售、景点股价表现较差。年初至今，子板块中涨幅居前的为旅游综合（主要为免税+旅行社，+110.31%）、化妆品（+62.30%）、酒店（+31.87%）、教育服务（+30.30%），在疫情影响下，旅行社的上涨部分原因是由于参与了免税业务。下半年涨幅居前的为酒店（+51.12%）、旅游综合（+37.25%）和化妆品（18.33%）、教育服务（+14.93%），由于境外疫情加重，国内疫情控制良好，促进国内旅游业恢复，使得下半年酒店的上涨态势较好。

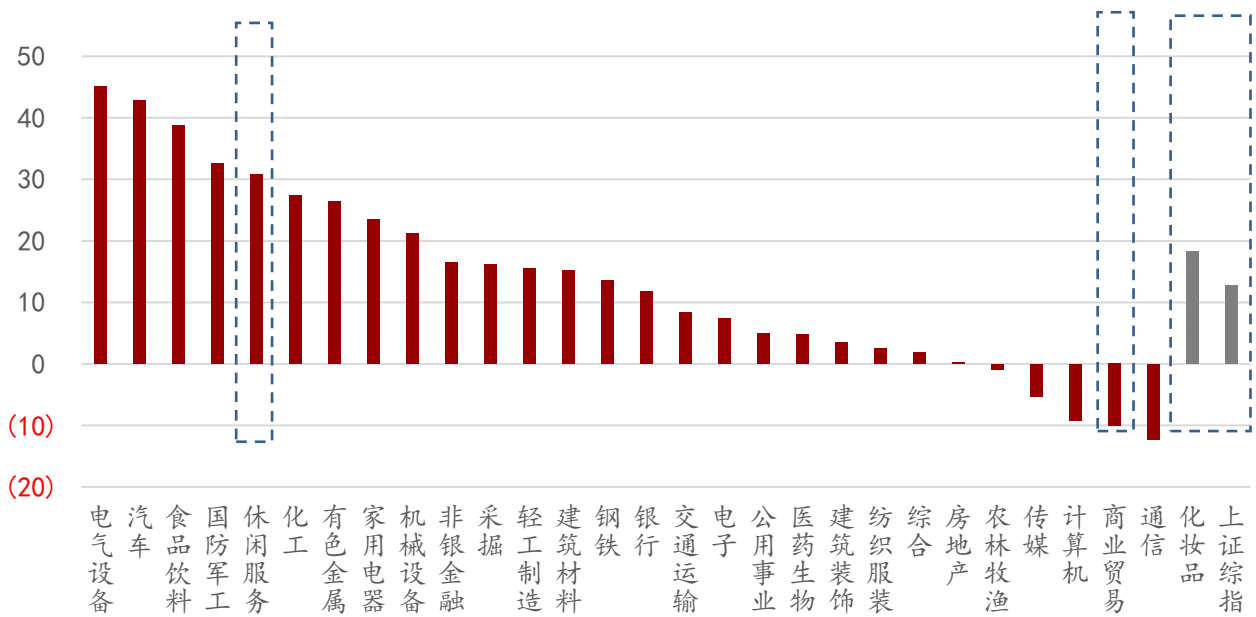
图表 1：2020 年以来休闲服务、化妆品跑赢上证综指，商业贸易跑输上证综指（%）_截至 12 月 15 日



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

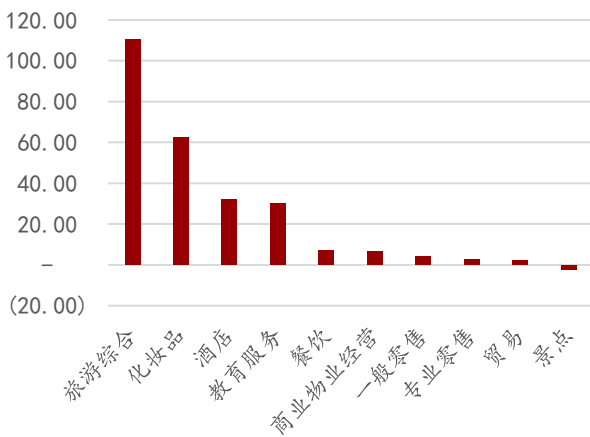
备注：我们选取爱美客、华熙生物、科思股份、青松股份、壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣、珀莱雅、丸美股份、上海家化、御家汇、拉芳家化共 12 支个股组成化妆品板块，板块涨跌幅以个股涨跌幅按市值加权计算（下同）。

图表 2：2020 下半年以来化妆品和商业贸易跑输上证综指 (%) _截至 12 月 15 日



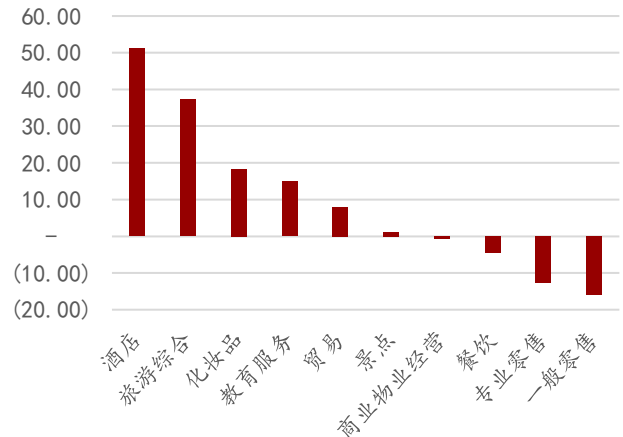
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表 3：子板块年初至今涨跌幅_截至 12 月 15 日 (%)



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表 4：子板块下半年至今涨跌幅_截至 12 月 15 日 (%)



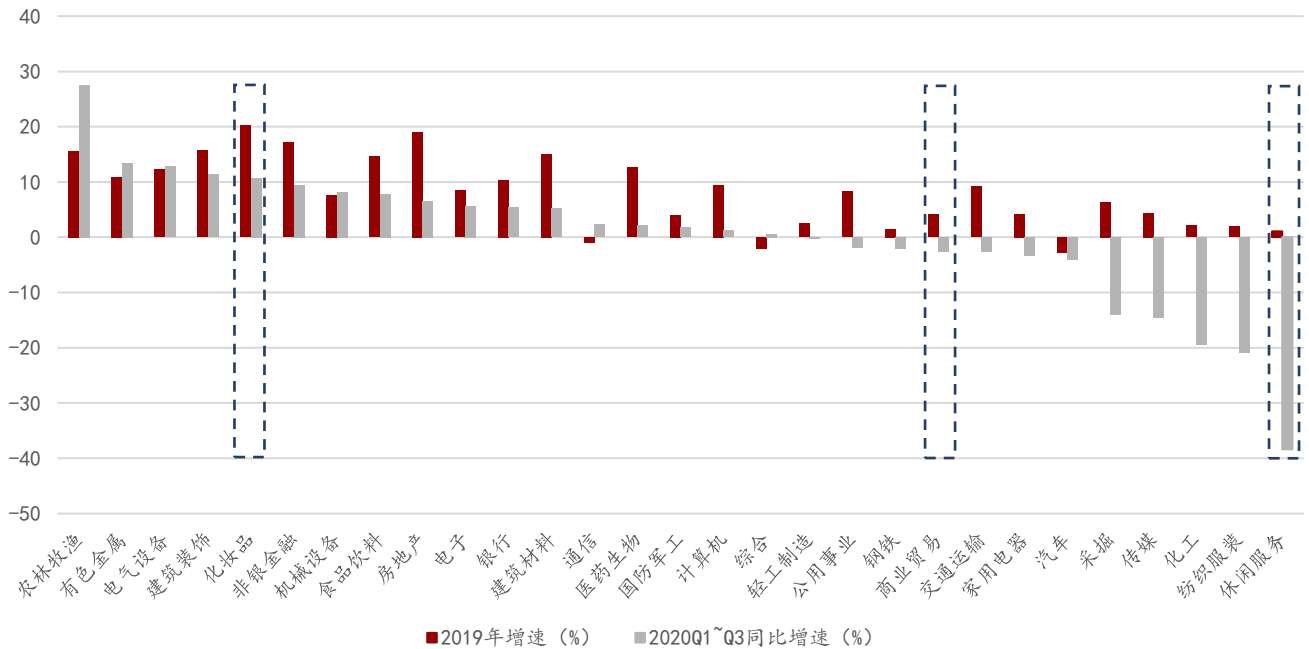
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

1.2 业绩回顾：线下零售和旅游疫情后缓慢恢复，化妆品借线上渠道发力

从申万一级行业横向比较来看，2020 年 Q1-Q3 休闲服务业绩增速垫底，商贸零售业绩增速靠后，化妆品行业在高景气度下保持较高增长。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，业绩受疫情影响最直接，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。化

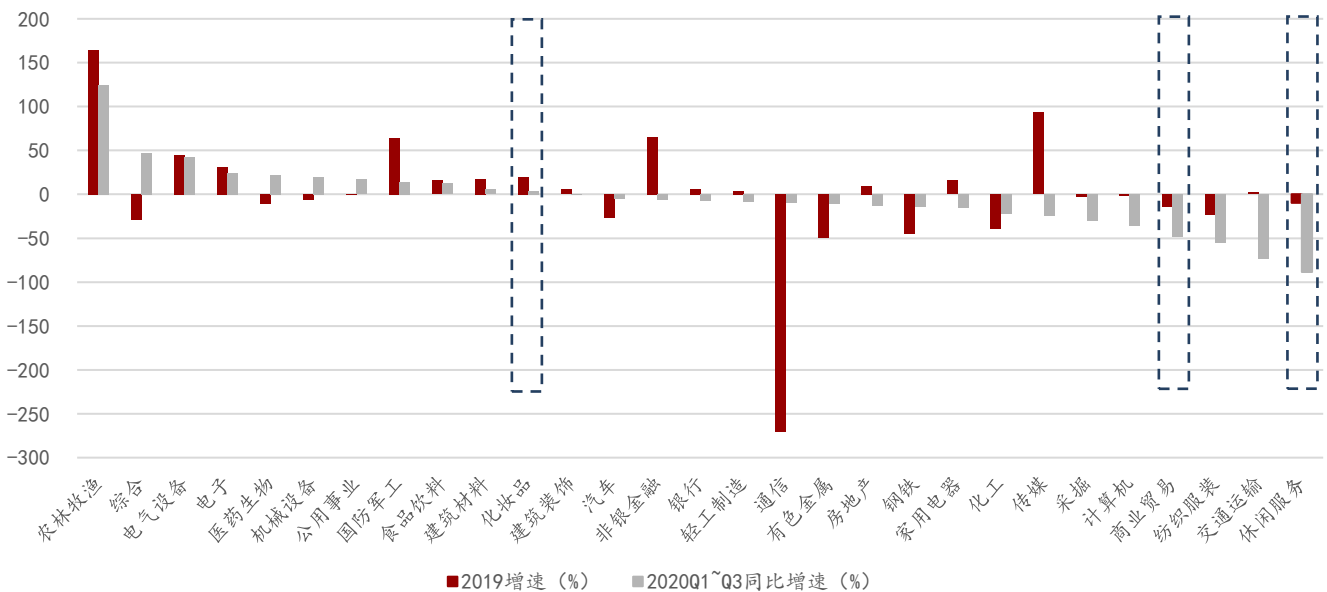
化妆品行业在高景气度下保持较高增长，尤其是疫情以来大力发展线上渠道，弥补了疫情对线下渠道的冲击。

图表 5：申万一级子行业营收增长率（按 2020Q1~Q3 同比增速排序）



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表 6：申万一级子行业归母净利润增长率（按 2020Q1~Q3 同比增速排序）



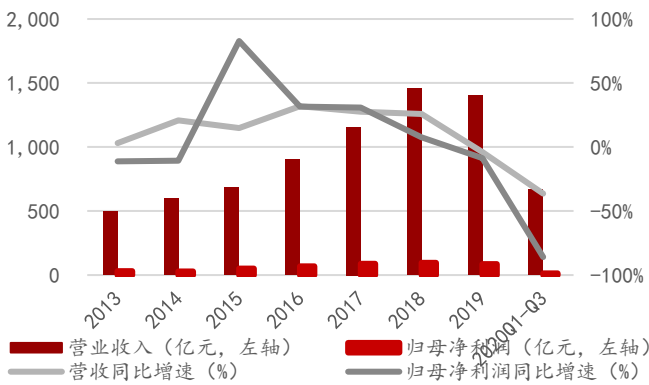
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

从历史数据纵向比较来看，2019年商业贸易和休闲服务板块营收与利润增速双双放

缓，2020Q1业绩由于疫情遭受重创，从Q2开始由于疫情得到控制业绩增速降幅逐步收窄。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同比下降14.65%，归母净利润同比下降76.43%；休闲服务行业总营收同比下降51.90%，归母净利润同比下降145.58%。2020Q2开始，疫情得到控制，线下消费开始逐步恢复，商贸零售和休闲服务业绩都同比增速下降程度不断收窄。

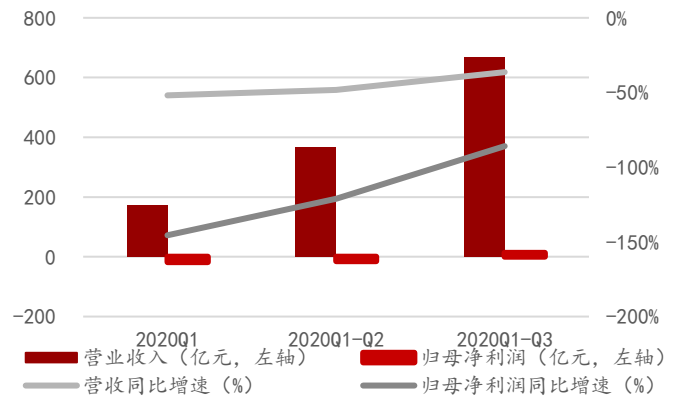
化妆品板块近年来业绩增长高歌猛进，2020年受疫情影响业绩增速有所放缓，但逐季改善。2017-2019年，化妆品板块实现营收和归母净利润的双高增长，营业收入、归母净利润的CAGR分别为20.84%/32.64%。受新冠疫情的影响，2020Q1-Q3，化妆品板块合计实现营业收入为214.31亿元，同比增长10.68%，合计实现归母净利润为27.14亿元，同比增长3.61%，增速较此前几年有所放缓，但从季度数据来看，随着疫情得到控制，业绩逐季改善。

图表7：2013年-2020Q1~Q3休闲服务业绩情况



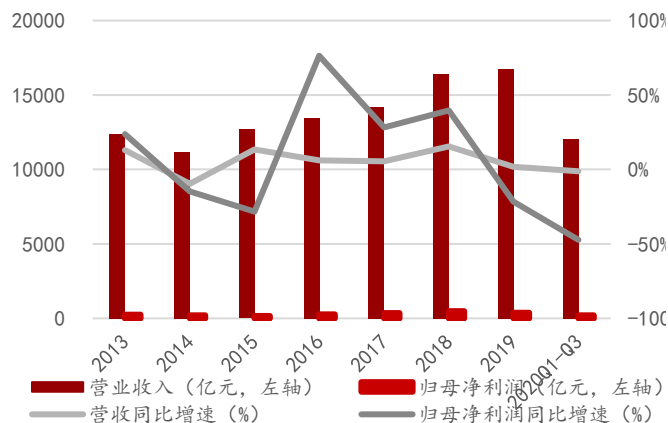
资料来源：Wind，万联证券研究所整理

图表8：2020Q1-2020Q3休闲服务业绩情况(同比增速%)



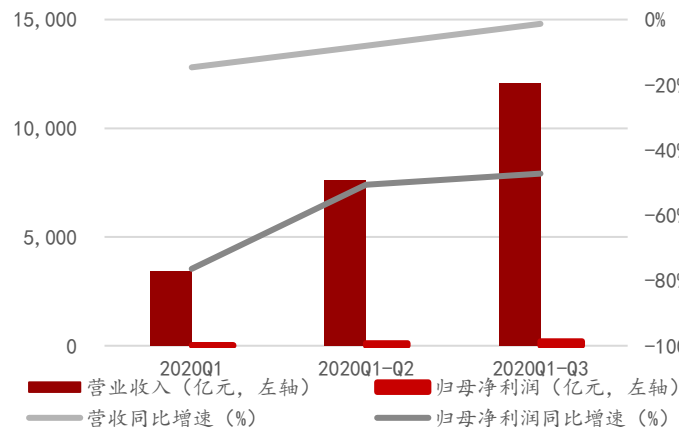
资料来源：Wind，万联证券研究所整理

图表9：2013年-2020Q1~Q3商贸零售业绩情况



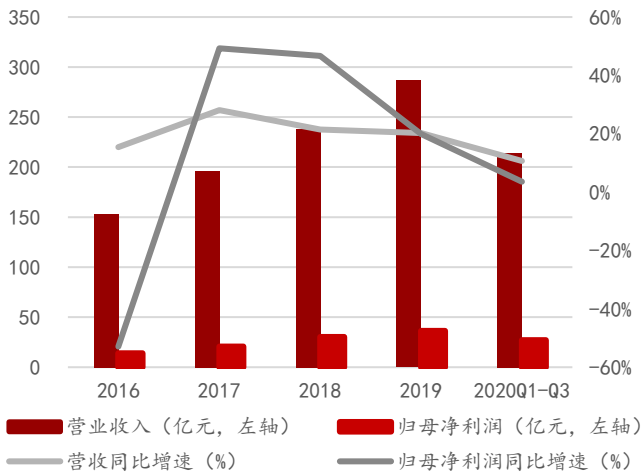
资料来源：Wind，万联证券研究所整理

图表10：2020Q1-2020Q3商贸零售业绩情况(同比增速%)



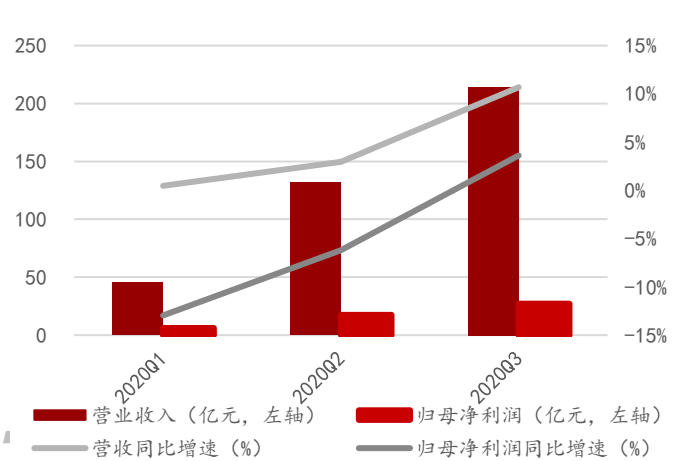
资料来源：Wind，万联证券研究所整理

图表 11: 2016 年-2020Q1~Q3 化妆品业绩情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

图表 12: 2020Q1-2020Q3 化妆品业绩情况(同比增速%)



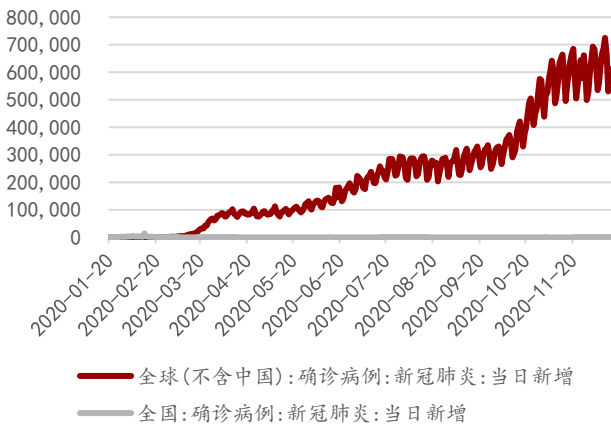
资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

2、影响明年消费服务行业投资的几个关键因素

2.1 疫情: 预计国内疫苗全面普及概率不大, 严防境外输入仍为明年防疫重点

国内疫情控制良好, 国外疫情处于二次爆发阶段。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 12 月 15 日, 全国当日新增病例 12 例, 均为境外输入, 境内人员确诊主要是与境外人员接触导致的, 现有确诊病例为 1672 例。反观海外, 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, 在 6-7 月份, 国外疫情第一次拐点时, 海外国家没有把握好疫情的拐点时机, 致使疫情迎来了第二次高峰。截至 12 月 15 日, 海外累计确诊病例快速上升至 7375.64 万例, 当日新增 61.11 万例。美国近期新增病例处于疫情以来的最高点, 当日新增病例超过 20 万例, 累计确诊 1739.26 万例, 累计死亡 31.46 万例。拉美疫情处于二次爆发阶段, 尤其以巴西最为严重, 在经历了 7、8 月份的爆发阶段后, 巴西没有把握好疫情的防控, 迎来了疫情的二次爆发, 预计此次爆发大概率在年底达到顶峰。欧洲疫情在 11 月中旬达到顶峰, 最高一日新增 40 万以上病例, 现在已过拐点, 新增病例显著减少, 但俄罗斯疫情仍处于爆发阶段, 日新增接近 3 万例。

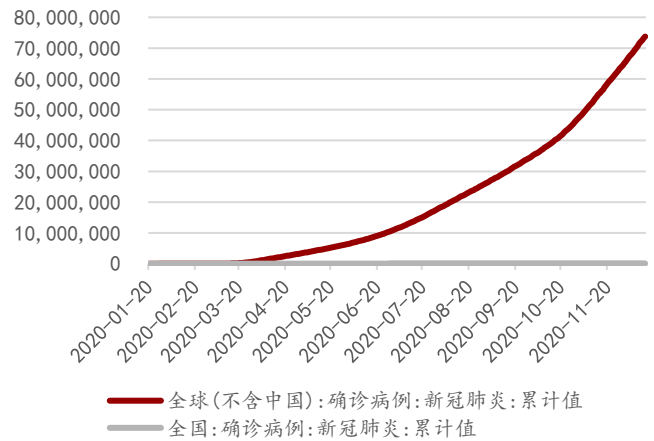
图表13: 国内外当日新增确诊病例(例)



资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

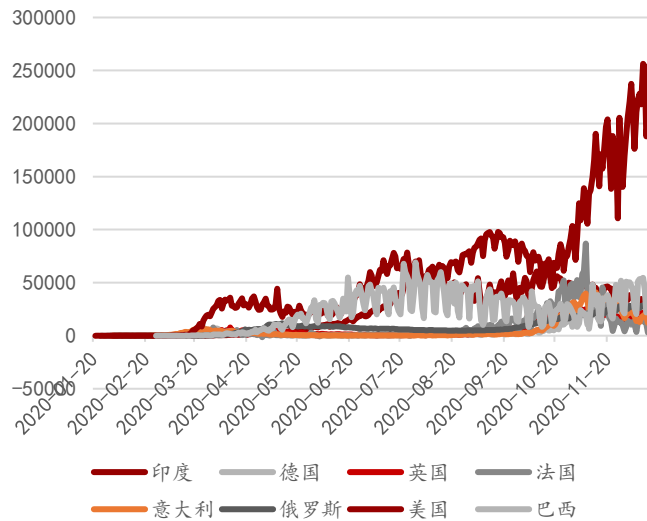
注: 全国数据不含港澳台, 下同

图表14: 国内及海外累计确诊病例(例)



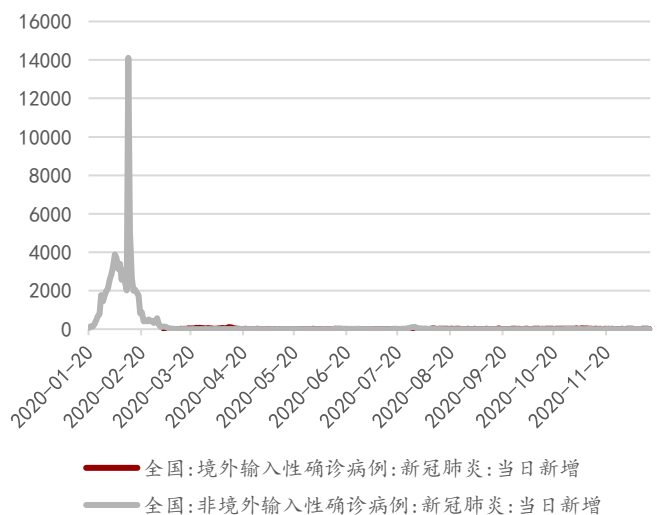
资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

图表15: 重点海外国家当日新增确诊病例(例)



资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

图表16: 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

疫苗成为国外防疫的救命稻草, 但疫苗的有效性、安全性、可持续性值得商榷。疫情在国外已经全面爆发, 再者叠加人文文化、社会制度、经济状况等维度的影响, 海外防疫难度和成本远高于国内, 疫苗成为国外防疫的救命稻草。但疫苗的有效性、安全性、可持续性值得商榷。有研究显示, 接种新冠疫苗的患者体内多种免疫球蛋白浓度在3个月内明显下降; 此外, 随着疫情仍在快速蔓延中, 病毒存在变异等可能, 疫苗可能失效。根据美国疾控中心资料, 2005-2019年, 全球流感疫苗的有效率(Vaccine Effectiveness)从19%到60%不等。参考流感疫苗, 新冠疫苗的有效性仍有待时间验证。

短期内疫苗产量有限, 接种费用高昂, 预计在我国普及接种概率不大, 严防境外输

入仍为疫情防控重点。我国人口众多，短期内展望疫苗供不应求，大概率将优先分配给高风险人群和高危人群，普通人轮候时间预计较长。此外，疫苗接种费用高昂，每人两针疫苗的运输、注射共计成本500元，若自费，预计部分民众不会接种；若公费，14亿人一次接种共需7000亿元，加上疫苗有效期有限，后续还需继续接种，共需万亿的接种成本。我国目前的防疫手段已证明是有效且经济的，因此，预计未来我国疫情防控仍然以控制和防范为主，在严格防止境外输入的背景下，明年国门难以打开。

2.2 政策：确立“内循环为主，构建内外双循环”的战略方针，消费回流+国产替代是长期趋势

持续释放消费需求，消费服务业是发力重心。消费作为推动国家经济发展的主要驱动力，对国家 GDP 的增长举足轻重。自年初疫情以来，中央和各地政府出台多项政策释放消费需求，其中消费服务业是政策发力的重心。从发放消费券，到完善免税政策、增设口岸和市内免税店，到组织“消费促进月”活动、投放消费券，再到开展创新文旅试点研究，提升文旅消费品质，政府刺激服务消费的力度持续加码。

推动形成“国内大循环”新格局，消费回流+国产替代是长期趋势。过去，人们购买海外服务需求旺盛，但今年的新冠疫情和中美贸易战大大影响了中国居民的服务消费方式。在这样的大背景下，提升国产服务的品质，扩大内需并大力促进消费回流是保持国家经济长期增长的关键。7月30日，习近平总书记在中央政治局会议上提出“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进发展”的战略方针。随后，国务院、发改委、文旅部等多个政府部门陆续推出一系列促进免税、文化旅游、餐饮、生活服务发展和升级的措施，消费回流+国产替代将成为未来的大趋势。

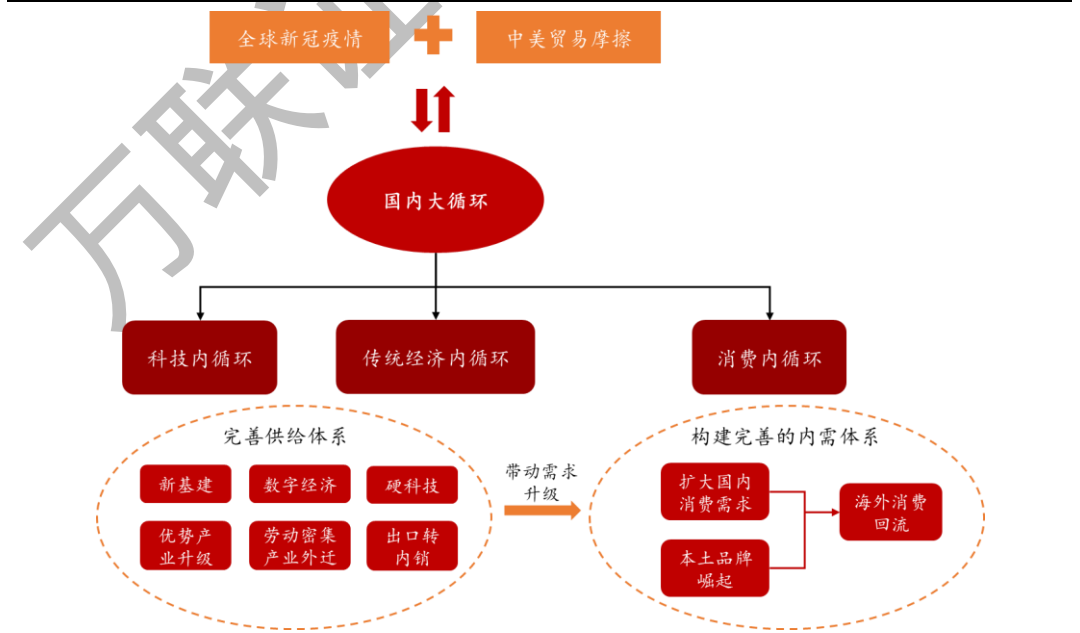
图表 17：近期各政府部门刺激服务消费的主要政策

出台部门	时间	政策文件	政策要点
国家发改委、商务部	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》	全面提升国产商品和服务竞争力，提高自主品牌知名度和影响力，扩大自主品牌消费；进一步完善免税政策，扩大口岸免税业务，增设口岸免税店；重点推进文旅休闲消费提质升级；持续提升居民消费能力。
商务部	4月26日	《商务部关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的 指导意见》	做好增设口岸出境和市内免税店工作，吸引更多消费回流；着力恢复扩大服务消费，包括提振餐饮消费，发展社区生活服务消费；加大内销支持力度，拓宽线上线下销售渠道。
商务部	7月29日	《商务部关于做好 2020 年全国“消费促进月”活动筹备有关工作的通知》	9月9日-10月8日，在全国百座大中城市，组织万家重点企业、主要电商平台共同举办线上线下深度融合、商品服务同步促销、商旅文游购娱一体系列促消费活动，释放被抑制的消费需求。
中央政治局	7月30日	中央政治局会议报告	加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局；持续扩大国内需求，克服疫情，为居民消费升级创造条件。
国务院办公厅	9月21日	《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	坚持扩大内需，鼓励发展智慧旅游。在消费方面，推动线上线下融合消费双向提速，加快推广“生鲜电子商务/中央厨房+冷链宅配”等服务新模式，推进新型消费发展。

海南省政府	9月30日	《海南省促消费七条措施》	通过下半年在三亚新开3家免税店，给予网络零售企业最高50万元补助，给予符合条件的餐饮企业10万元补助，举行100场以上旅游美食促消费活动，发放消费券等举措努力实现年度社会消费品零售总额增长目标。
文化和旅游部等三部门	10月23日	《关于开展文化和旅游消费试点示范工作的通知》	开展文旅消费试点工作，支持试点城市改革创新，形成文旅消费的经验模式，培育壮大文旅消费新模式，提升品质，形成强大国内文旅消费市场。
国家发改委	10月30日	《近期扩内需促消费工作方案》	旅游、家政、托育等消费在“线上”和“线下”之间存在一定体验差距，可推动线下服务加快适应疫情常态化防控要求，加快经营方式和业态创新，包括加大旅游年票和一卡通发行力度、增加社区生活服务消费等。

资料来源：各部门公告，万联证券研究所整理

图表18：内循环政策将促进本土品牌崛起和消费回流



资料来源：万联证券研究所根据公开资料整理

2.3 宏观经济：明年国内消费有望全面复苏，顺周期行业迎来阶段性高增长

下半年经济稳步复苏，消费市场连续三个月同比正增长。受益于疫情防控取得良好成效，我国经济形势整体不断向好。我国GDP当季同比由2020Q1的-6.80%恢复至Q3的+4.90%。细分商品零售和社会服务来看，2020Q1-Q3，批发和零售业GDP当季同比由-17.80%升至3.10%，住宿和餐饮业由降幅由-35.30%收窄至-5.10%。批发和零售业商品刚需属性凸显，恢复态势优于住宿和餐饮业。

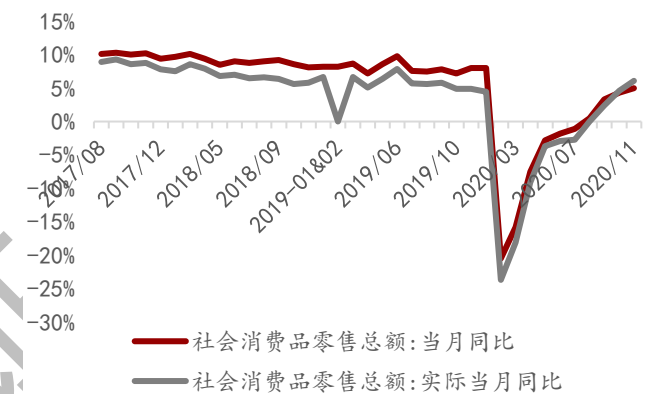
三驾马车中，消费复苏态势良好。上半年我国社零数据遭遇断崖式下跌，近25年来首次出现社零总额的负增长。随着3月份开始复产复工、下半年政策引导以及疫情防控的常态化，消费市场稳步复苏，社会消费水平不断向好。8月份社零总额同比增长0.50%，为今年首次由负转正；随后9月/10月/11月份同比增速分别为

+3.30%/+4.30%/+5.00%，增幅进一步扩大，并实现连续四个月正增长。今年1-11月份，我国社零总额为35.14万亿，已恢复去年同期约95%水平。伴随疫情防控的常态化、双循环格局下的政策刺激、居民收入稳步上升等多因素提振内外需，展望明年国内消费有望迎来全面复苏。

图表19: GDP当季同比 (%)



图表20: 社零总额当月同比及实际当月同比 (%)

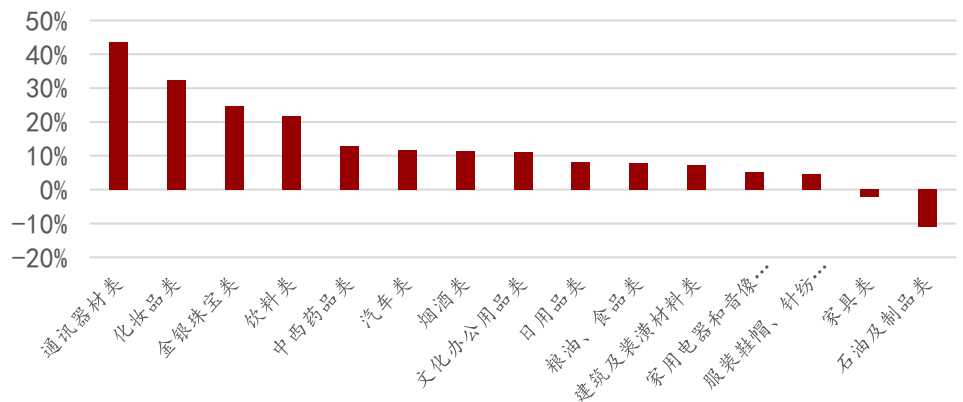


资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所
2020年8月实际当月同比增速数据缺失

刚需用品消费韧性十足, 可选消费中化妆品和金银珠宝类表现亮眼。今年1-11月份, 按商品零售细分品类来看, 多个刚需用品社零总额同比涨幅居前, 前三名分别为饮料类 (同比+13.70%)、通讯器材类 (同比+12.00%) 和粮油和食品类 (同比+10.10%)。化妆品类 (同比+9.50%)、日用品 (同比+7.40%)、中西药品类 (同比+7.30%)、文化办公用品 (同比+5.40%) 和烟酒 (同比+3.50%) 均实现了同比正增长, 复苏态势较强。此外, 受益于电商直播带货火爆、商品结构升级以及需求旺盛等多因素推动下, 可选消费中化妆品类和金银珠宝类从8月到11月连续四个月保持双位数增长, 数据亮眼。

图表21: 1-11月份商品零售细分消费类别同比增速 (%)

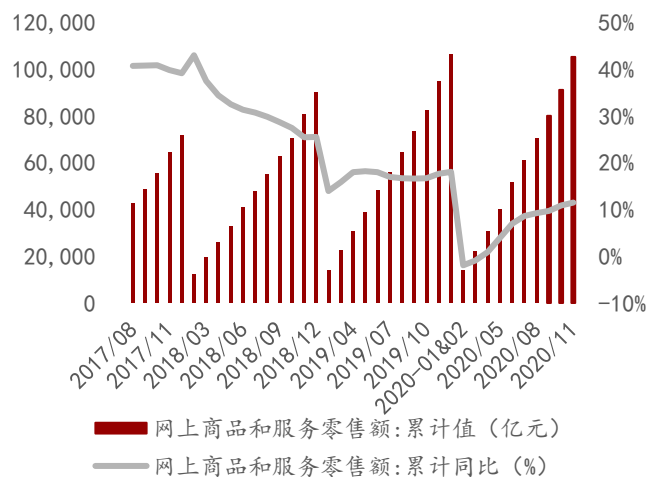


资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

疫情加速网购渗透加深，线上零售占比保持高增长。疫情期间由于隔离需要以及部分实体商店停业，线上消费增幅进一步提高。2020年1-11月份，全国网上零售额10.54万亿元，同比增长11.50%，比1—10月提高0.6个pct。其中，实物商品网上零售额8.78万亿元，增长15.7%，占社零总额的比重为25%。展望疫情加速消费者网购习惯养成，网购渗透有望不断加快。

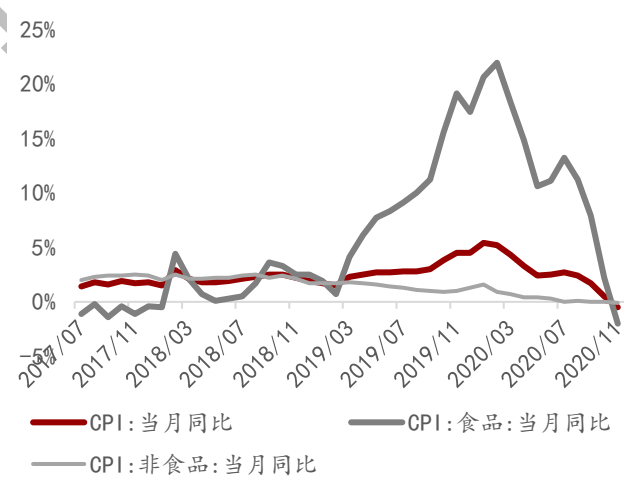
食品价格回落，整体CPI由涨转降。2020年1-11月份，CPI同比增速上涨2.7%，涨幅比1-10月份回落0.3个百分点。分食品和非食品来看，伴随疫情形势趋稳下物流逐步恢复，生鲜物流成本下降以及猪周期的回落，食品CPI自2月份创下历史新高后开始回落，10月猪肉价格在连续上涨19个月后首次转降。11月，食品CPI同比下降2.0%，影响CPI下降约0.44个百分点，带动11月CPI由涨转降；其中猪肉价格下降12.5%，影响CPI下降约0.60个百分点。随着各地区各部门持续推进“六稳”“六保”工作，猪肉等重要刚需商品价格持续回落。

图表22：网上商品和服务零售额累计值和累计同比



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表23：CPI当月同比 (%)



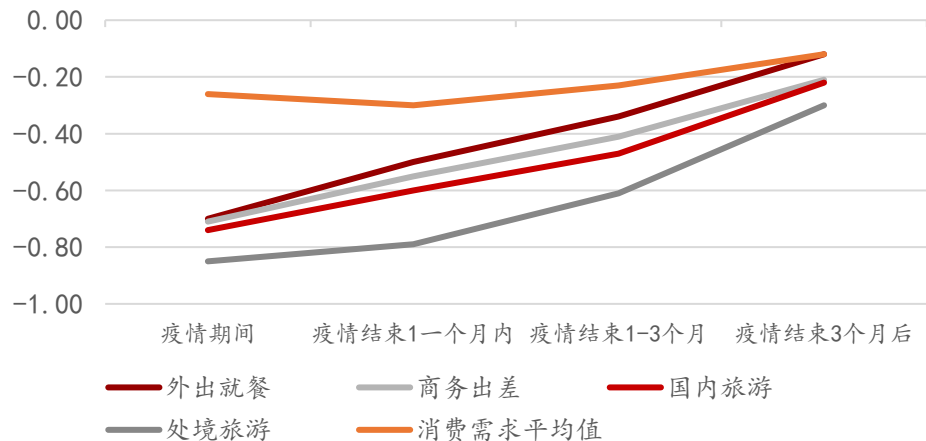
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

3、把握三条投资主线：顺周期、高景气度、消费回流

3.1 顺周期：酒店+主题公园演艺

疫情冲击下旅游行业受到重创，展望明年消费和出行信心进一步恢复，酒店业和主题公园演艺景区有望受益。根据艾瑞咨询的测算，在疫情结束的3个月后，商务出差和国内旅游的需求消费弹性加速回升，居民出行决策回归常态化，差旅需求蓬勃发展。我们认为，在疫情防控前提下，应把握顺周期景气度上行的主线，优选赛道优良，增长确定性较强的龙头企业。在顺周期行业里面，我们最为推荐随需求回暖而具备高确定性的酒店行业以及具备优秀异地扩张能力的主题公园演艺龙头。

图表24：新冠疫情下中国旅游餐饮消费用户趋势



资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

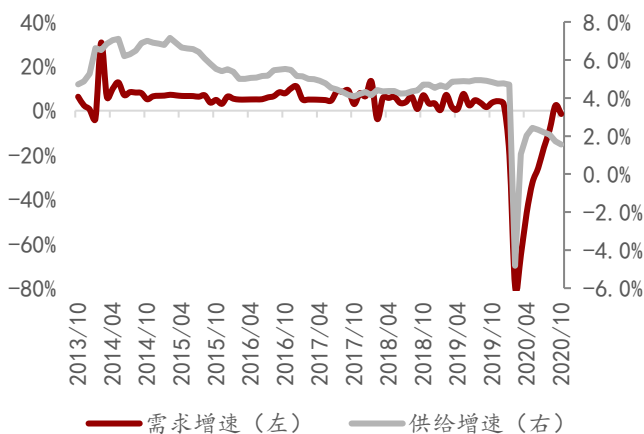
3.1.1 酒店：行业复苏&集中度提升&消费升级，关注中端酒店龙头

3.1.1.1 顺周期属性明显，疫情后需求回暖景气度上行

供需决定酒店行业周期，与宏观经济波动显著正相关。酒店行业呈现明显的周期特征，当酒店行业的需求大于供给时，需求端刺激行业Revpar上行带动行业景气度提升，促进行业投资增加；而当供给不断增加，行业供给大于需求时，供求失衡使得Revpar下跌，行业景气度回调。宏观经济波动则会通过居民实际收入水平等传导路径影响酒店供需。供给端较为刚性背景下，酒店行业具有显著的顺周期属性。STR数据显示，全国酒店间夜需求数/供给数的比值和内地样本酒店的Revpar显著正相关。

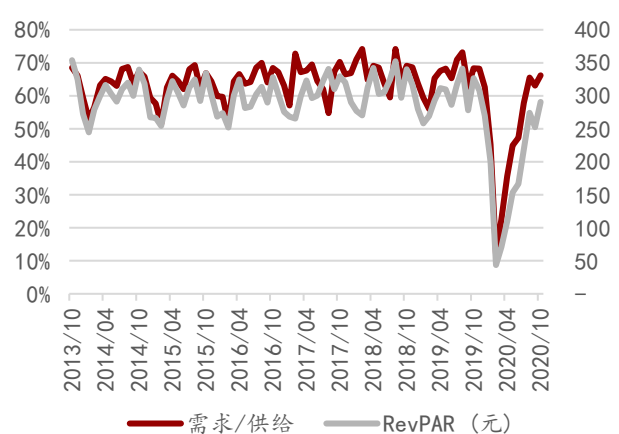
疫情大幅削减间夜需求，行业景气度下滑。疫情下，交通出行管制和居民出行意愿大幅削减，间夜需求减少使得行业Revpar严重下滑。STR间夜需求数由2019年2月份的40.93百万骤降至今年2月份8.37百万，同比-79.6%；全国间夜需求/供给比值由56%降至12%，当月全国样本酒店Revpar仅为43.61元，同比-83.8%。需求骤降，行业景气度下滑，酒店行业陷入困境。

图表25：STR间夜需求和供给增速（%）



资料来源：STR，万联证券研究所

图表26：STR间夜需求/供给和内地样本酒店RevPAR

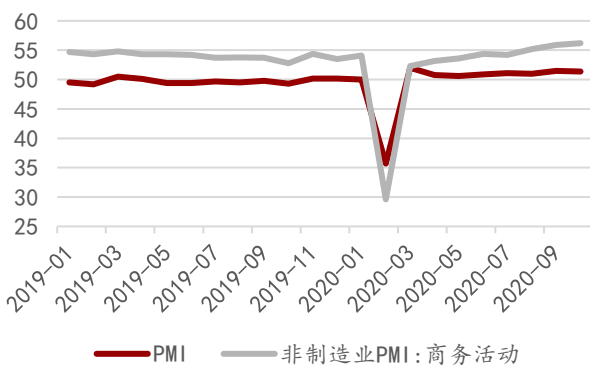


资料来源：STR，万联证券研究所

休闲度假和商务需求双线发力，行业复苏弹性释放。伴随疫情防控的常态化措施，社会活动逐步开始正常化，休闲度假和商务需求双线发力将提升酒店需求。1) **商务活动**：11月份我国非制造业商务活动指数为56.4%，高于上月0.2个百分点，连续4个月位于55.0%以上的较高景气区间，非制造业延续稳中向好恢复态势，服务业市场需求继续回暖。2) **休闲度假**：下半年居民休闲度假的刚性需求越发凸显。此外，各大景区通过加强疫情防控措施、升级旅游产品、产品价格促销等多方面等重建消费者信心，叠加各大航司相继推出的各种出行优惠套餐如东航的“随心飞”、南方航空的“快乐飞”等刺激居民出行意愿，充分挖掘增量客群，国内旅游人次不断提升。根据中国文化与旅游部的测算，2020年国庆中秋双节“十一”国内游人次为6.37亿人，旅游收入为4665.6亿元，两者皆已达到去年同期的七八成水平。客运量来看，年初以来全国客运量同比降幅已经由今年疫情高峰期的-88.30%收窄至10月份的-31.00%。

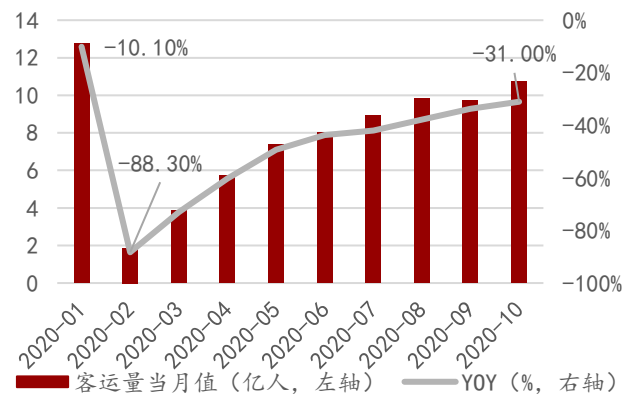
休闲度假和商务活动双线提振酒店需求，酒店行业OCC和ADR稳步复苏。10月份，STR中国大陆样本酒店OCC恢复至66.23%，相比去年同期68.29%仅仅相差2个pct；ADR为438.86元，恢复至去年同期的92%。我们认为行业最暗时刻已经过去，明年消费全面复苏，行业景气度上行，行业业绩弹性将不断释放。

图表27：PMI和非制造业PMI商务活动走势



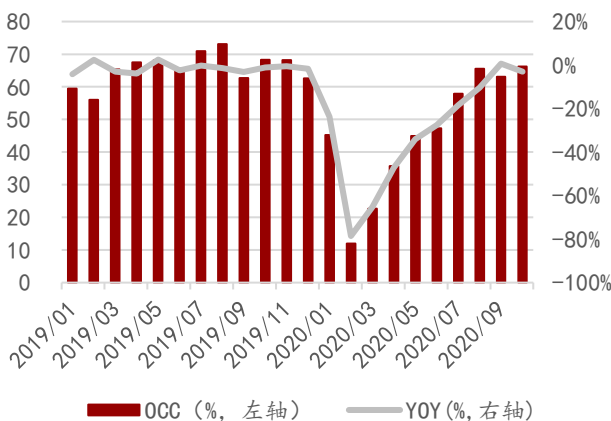
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表28：年初以来全国客运量当月值以及同比增速



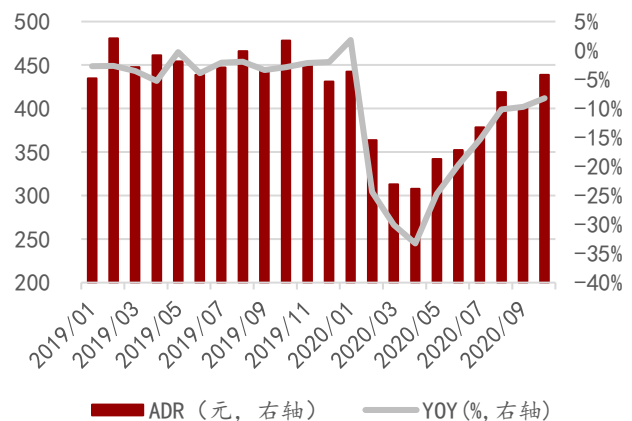
资料来源：WIND，万联证券研究所

图表29：STR中国大陆样本酒店OCC及同比变化



资料来源：STR，万联证券研究所

图表30：STR中国大陆样本酒店ADR及同比变化

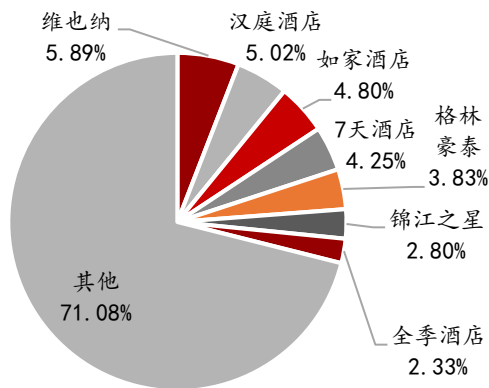


资料来源：STR，万联证券研究所

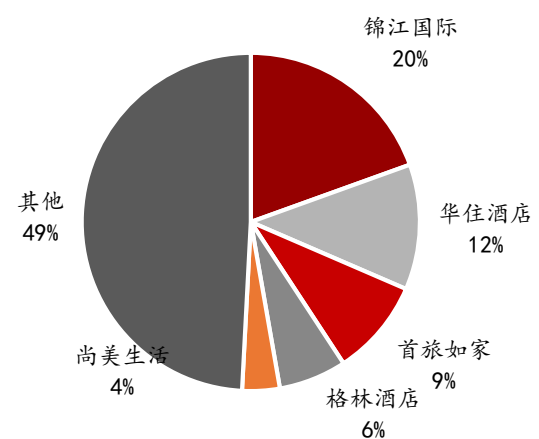
3.1.1.2 疫情加速行业洗牌，利好龙头集中度提升

锦江华住首旅格林四大龙头，寡头垄断格局已定。近年酒店行业龙头通过横向并购提升市场份额：2016年锦江集团现金收购80%维也纳集团，2017年10月锦江股份收购铂涛集团；首旅酒店收购如家酒店，华住收购桔子水晶酒店等。盈蝶咨询和中国饭店协会的报告显示，2019年我国十大连锁酒店酒店集团中，按照已经开业酒店的客房数口径计算，CR4（锦江、华住、首旅和格林）为47.24%；按品牌市占率计算，2019年我国十大酒店品牌均为四大集团旗下，市场份额合计为28.92%。四大龙头格局的寡头垄断格局虽定，但行业集中度仍有待进一步提升。2015-2017年间，我国酒行行业集中度稳步提升，其中CR3由2015年的34%上升到2017年的45%，四年间增加11个pct，CR5四年间增加9个pct，CR10四年间增加12个pct；对标世界主要的发达经济体，我国的酒店行业的集中度仍有待提升。

图表31：2019我国十大酒店品牌市场占有率



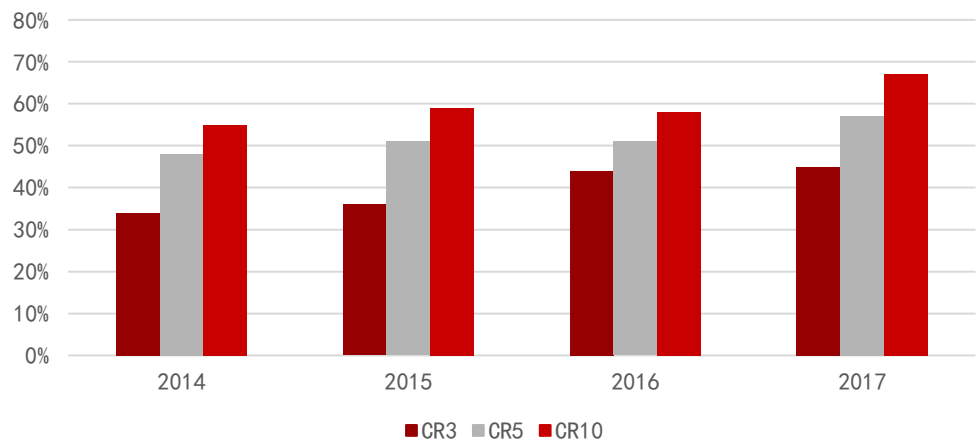
图表32：2019年我国十大连锁酒店集团市占率



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，万联证券研究所

资料来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，万联证券研究所

图表33：2019我国十大酒店品牌市场占有率



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，万联证券研究所

图表 34：近年来酒店行业三大龙头并购事件

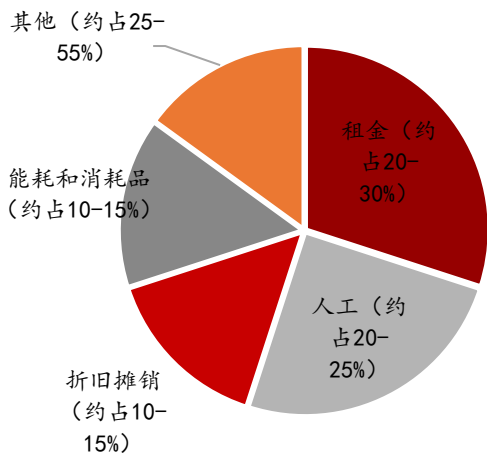
集团	时间	事件
锦江集团	2015/1/1	现金收购 100%卢浮集团股份
	2016/2/1	斥资 83 亿元收购铂涛集团 81%股权
	2016/4/1	现金收购 80%维也纳集团及百岁村餐饮股份
	2017/10/1	锦江股份收购铂涛集团 12.0001%股权
	2018/11/1	联合收购平台 Aplite Holdings AB 已完成对丽笙酒店集团 Radisson Hospitality, Inc. 的收购
首旅集团	2014/6/1	现金收购 100%雅客怡家股份
	2014/12/1	现金收购 70%南苑集团股份
	2015/12/1	现金收购 100%如家及 Poly Victory 股份
华住集团	2017/2/1	以 36.5 亿元人民币收购了中档酒店品牌桔子水晶 100%的股权
	2017/9/1	与印度最大酒店公司 OYO, 在上海签订合作备忘录
	2018/1/1	华住与私募基金 TPG Capital Asia (TPG) 共同成立合资公司, 该公司将以 11.8 亿元人民币全资收购腾飞酒店信托旗下的北京诺富特三元酒店和宜必思北京三元桥酒店
	2018/8/1	近 4.63 亿人民币收购北京青普旅游文化发展有限公司及同程旅游合计持有的花间堂 71.2%的股权

资料来源：公司公告，公开资料整理，万联证券研究所

疫情加速行业洗牌，马太效应进一步加强。疫情冲击下，数千酒店品牌经历动荡的剧烈洗牌。根据企查查资料，今年上半年酒店相关企业注册量创下近五年来新低，较 2019 年同期下降近 3 成；2020 年上半年有超过 4 万家酒店相关企业注销、吊销。特别是 3 月份之后，酒店相关企业注销量持续走高。行业加速出清背景下，龙头企业将通过以下方面提升市场份额：

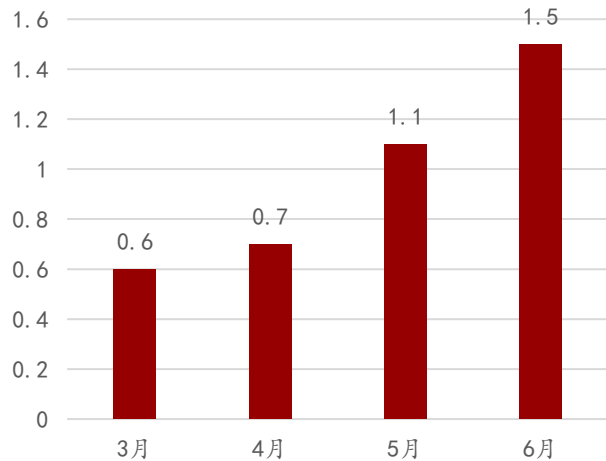
- **具有充沛现金流和资金支撑的龙头企业相较单体酒店或小规模酒店更能抵御冲击。**据头豹研究院数据，酒店营业的成本主要包括为租金（占比约 20%-30%）、人工（约 20%-30%）、折旧摊销（约 20%-30%）、能源和消耗品（约 20%-30%）等，而其中的租金、折旧摊销等成本较为刚性，占比较大，意外事件冲击对企业资金流影响较大。
- **龙头品牌的优势凸显，疫情催化行业连锁化加速提升。**根据盈蝶咨询数据，2019 年，在全国酒店业设施 33.8 万家中，全国共计 1975 个连锁酒店品牌，连锁酒店客房数 452.4 万间，非连锁酒店客房数 1309.6 万间。按照酒店客房数为统计口径计算，目前我国酒店连锁化率为 26%，与发达国家酒店品牌连锁化率 60% 以上相比，我国酒店品牌化的空间依然巨大。伴随疫情爆发的黑天鹅事件，越来越多酒店行业倾向于龙头品牌合作。根据 Horwath 的一份调查，有 61% 的受访企业倾向于继续与成熟品牌合作但同时塑造自行运营酒店能力。龙头品牌的庞大的会员与预定系统、坚实的管理体系和品牌背书，相较单体酒店优势明显，疫情冲击下行业连锁化有望提升。
- **疫情下居民健康意识增强，长期消费习惯转变，酒店消费质量提高，倒逼传统酒店转型，行业整体将加速数字化、安全化、品牌化等方向转型，研发投入较大的龙头企业先发优势明显。**

图表35：酒店营业成本主要构成以及占比



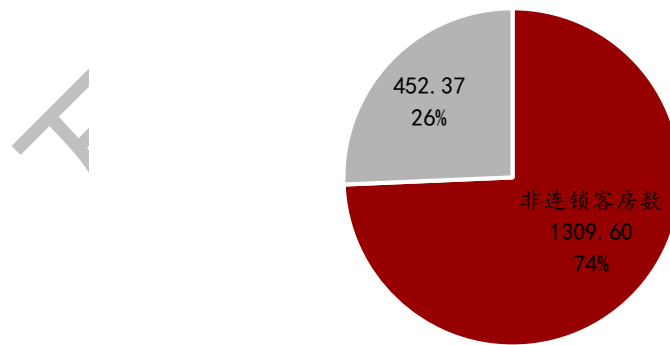
资料来源：头豹研究院，万联证券研究所

图表36：今年上半年全国酒店注销量大增（万家）



资料来源：企查查，万联证券研究所

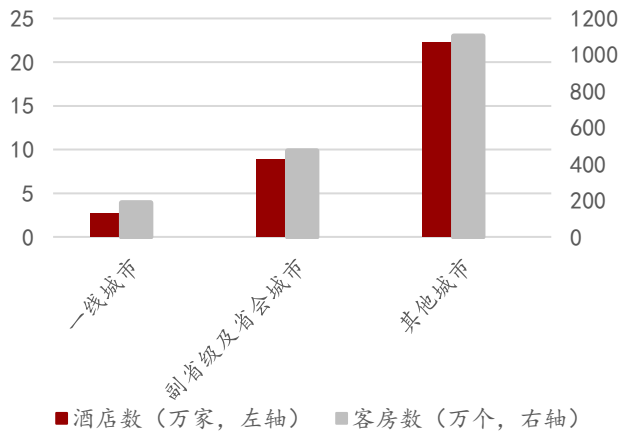
图表37：2019年全国酒店业整体连锁化率（客房数/万间）



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，万联证券研究所

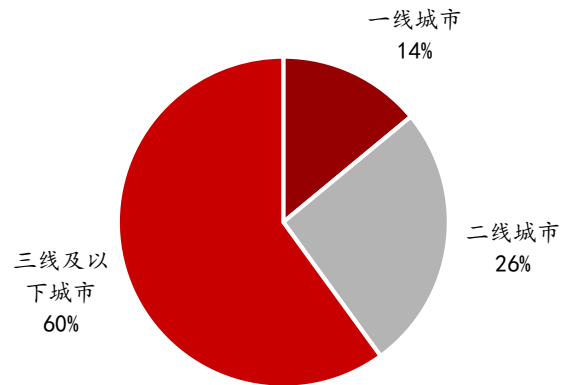
中产阶级崛起，未来下沉区域连锁化空间广阔。随着三线层面中层阶级的崛起，多数的下沉城市的酒店需求凸显。根据Trustdata移动大数据监测平台，2019年中国在线酒店预订用户MAU中，三线及以下城市同比增长54.7%，占整体用户的60%。2019年，全国除一线城市和副省级以及省会城市，其他城市的酒店数量为22.27万家，占全国酒店数的66%；拥有客房1102.68万个，占比为62%，占全国客房数的半壁江山，然而三四线城市酒店连锁化率仅为17%，低于全国酒店行业整体的26%。**下沉城市的高速增长的消费需求与区域酒店连锁化程度并不匹配，酒店业下沉连锁空间广阔。**

图表38：2019年全国酒店和客房数（按城市级别分）



资料来源：盈蝶咨询，万联证券研究所

图表39：2019年中国在线酒店预订用户等级分布

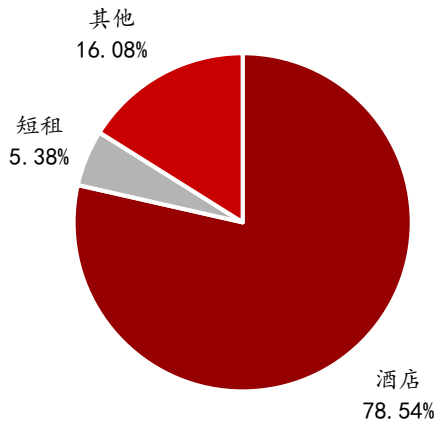


资料来源：Trustdata，万联证券研究所

3.1.1.3 消费升级大趋势下，长看中端酒店结构性机会

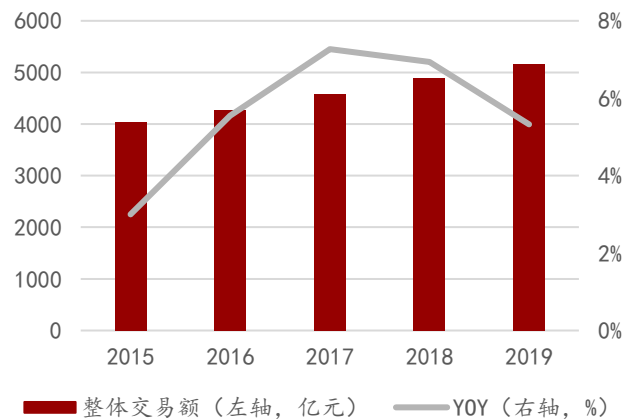
行业历经供给过剩整合，进入存量空间。欧睿国际数据显示，2019年我国住宿业整体交易额为6564.11亿元；按类型划分来看，酒店交易额为5155.53亿元，占比高达78.54%，是住宿行业的主要构成部分。我国酒店业历经上一阶段供给调整之后，整体进入存量空间。2015-2019年间我国酒店行业整体交易额同比增速在7%之下，2019年同比增速放缓至5.32%。

图表40：2015-2019年我国住宿业整体交易额



资料来源：欧睿国际，万联证券研究所

图表41：2015-2019年我国酒店行业整体交易额

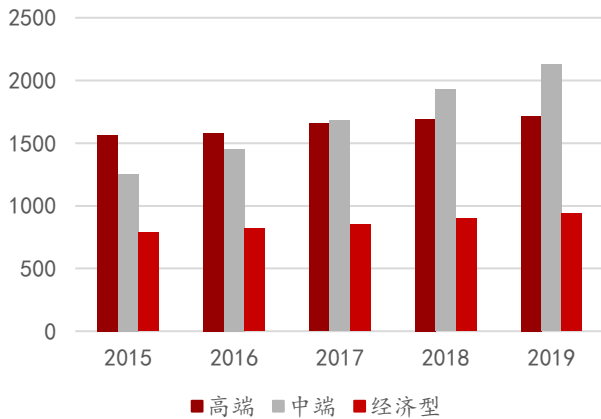


资料来源：欧睿国际，万联证券研究所

消费升级大趋势下，中端酒店存在结构性机会。虽然行业整体增速在放缓，但细分类别来看，中端酒店发展态势最优。根据欧睿国际数据，2015-2019年我国中端酒店整体交易额远高于高端和经济型酒店。长期来看，随着消费升级以及中产阶级数量增多，中端酒店需求量增大，我国中端酒店仍有望进一步扩张。2019年，我国酒店供给档次结构中，中高端占比仅为15%，而海外酒店高中低端酒店占比保持着2:5:3的格局。对标海外的中端酒店占比，我国中端酒店仍有较大的提升空间。

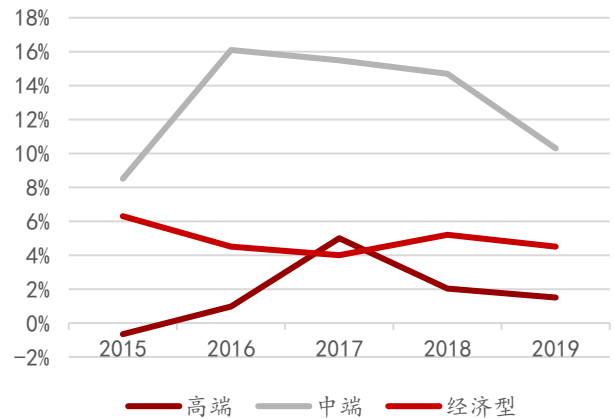
近年来国内龙头酒店集团加速布局中端市场。近年来国内酒店集团相继进行存量升级，以及加速扩张中高端酒店。2014-2020Q3，锦江、华住和首旅的中高端占比不断攀升。截至2020年Q3，锦江酒店旗下中高端酒店数为4150家，占比为45.5%，排行第一；华住酒店旗下中高端酒店数为2281家，占比35.1%，位居次之；首旅如家旗下中高端为1079家，占比为23.3%。

图表42：2014-2019年我国高端、中端、经济型酒店整体交易额



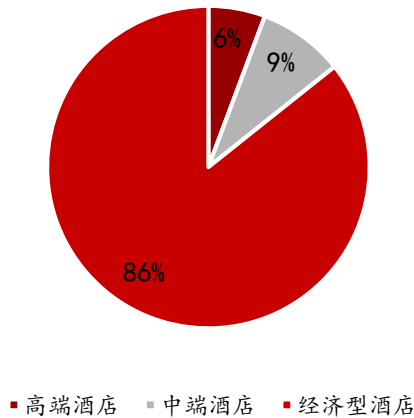
资料来源：欧睿国际，万联证券研究所

图表43：2014-2019年我国高端、中端、经济型酒店整体交易额同比增速



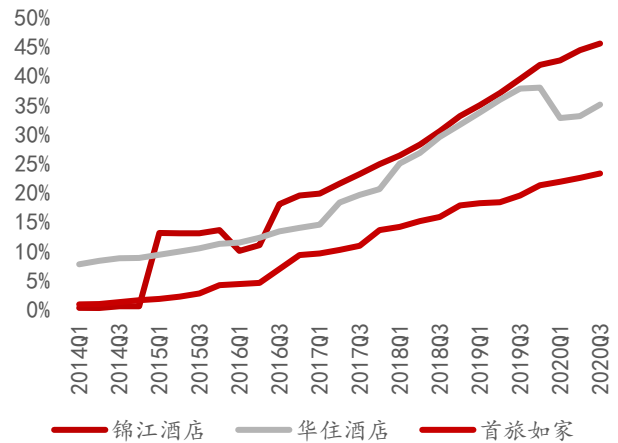
资料来源：欧睿国际，万联证券研究所

图表44：2019年我国酒店供给档次结构



资料来源：头豹研究院，万联证券研究所

图表45：近年来锦江、华住和首旅的中高端占比情况



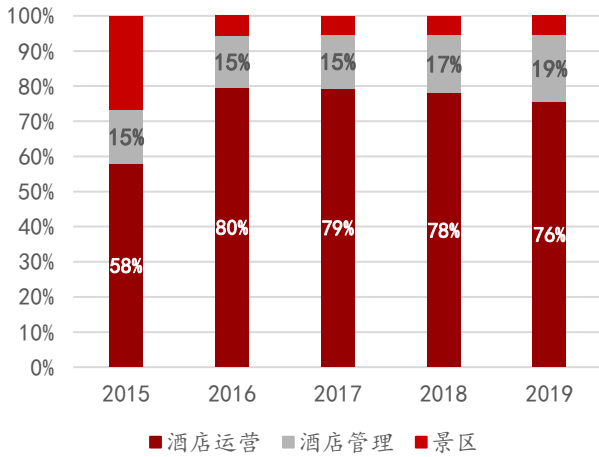
资料来源：公司公告，万联证券研究所

➤ 首旅酒店：国资背景实力雄厚，业绩恢复较好

公司成立于1998年，最大控股股东为首旅集团，持有34.36%的股份，实际控制人为北京市国资委，国资背景实力雄厚。2016年公司将如家私有化后，成为酒店行业前三的龙头。公司主营业务包括酒店运营、酒店管理和景区，2019年公司酒店运营占比为76%，酒店管理占比为19%。目前公司旗下拥有以住宿为核心的近20个品牌系列、近

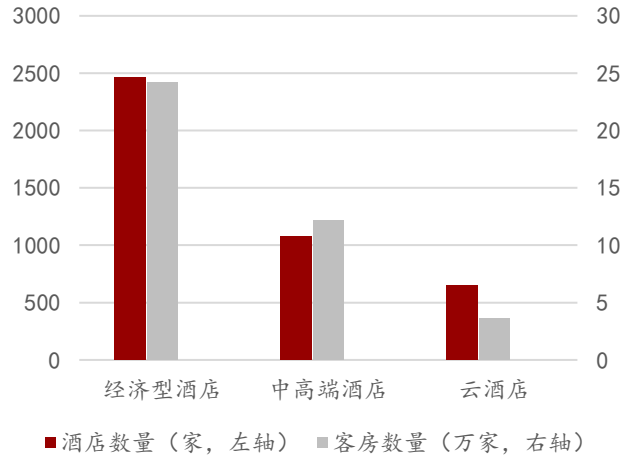
40个产品。截至2020年9月底，公司在国内超过400多个城市拥有4000余家酒店，覆盖“高端”、“中高端”、“商旅型”、“休闲度假”、“联盟酒店”等全系列酒店业务。

图表46：2015-2019年首旅酒店收入结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

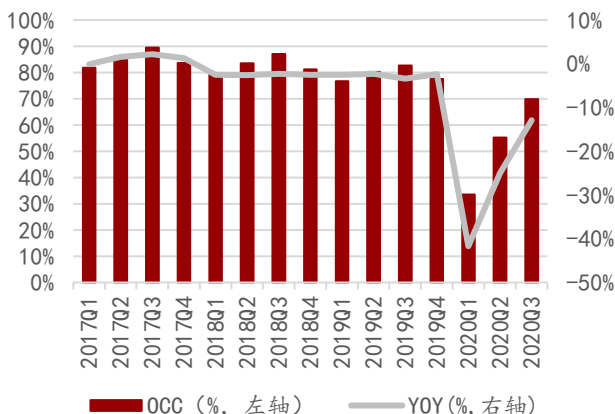
图表47：首旅酒店旗下酒店和客房数量（分类别）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

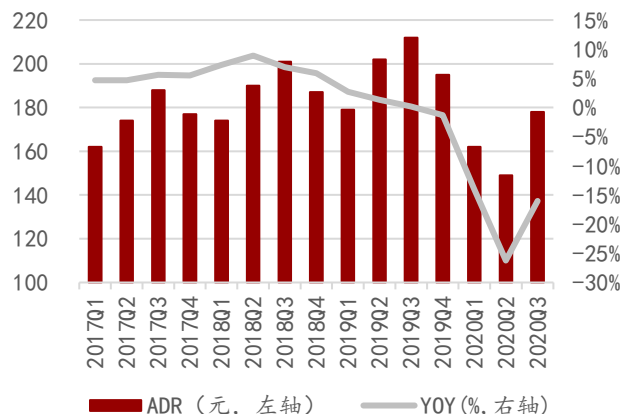
直营占比高，顺周期属性助力公司复苏明显。截至2020年Q3，公司旗下酒店数量合计为4638家，其中自营门店占比为17%，直营占比较高，顺周期属性更强，行业回暖时改善空间大。随着需求复苏，Q3公司整体RevPAR为124元/同比-28.9%，ADR为178元/同比-16.0%，OCC为69.8%/同比-12.9pct，同比降幅均不同程度收窄。各项经营指标不断趋稳，业绩有序恢复。Q3单季公司实现营收16.72亿/同比-25.36%，归母净利润1.40亿/同比-60.23%，利润端实现单季转正。

图表48：首旅酒店分季度OCC及同比增速



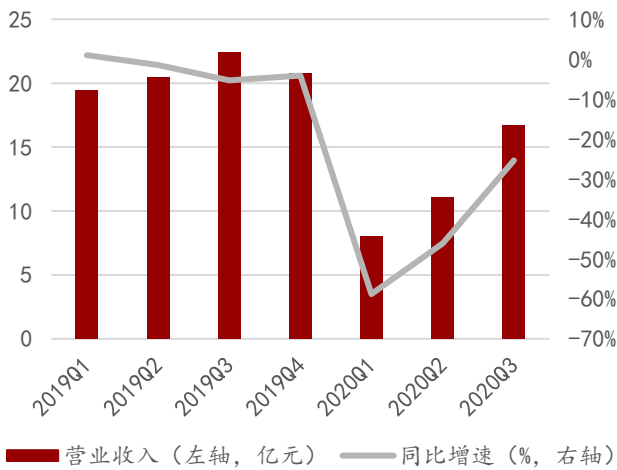
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表49：首旅酒店分季度ADR及同比增速

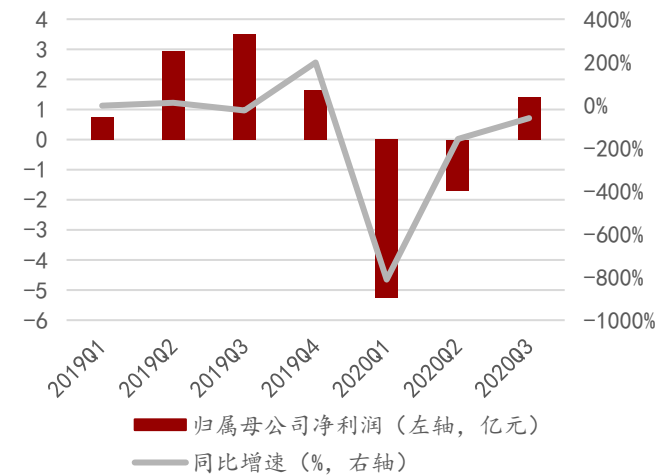


资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表50: 首旅酒店分季度营业收入及同比增速



图表51: 首旅酒店分季度归母净利润及同比增速



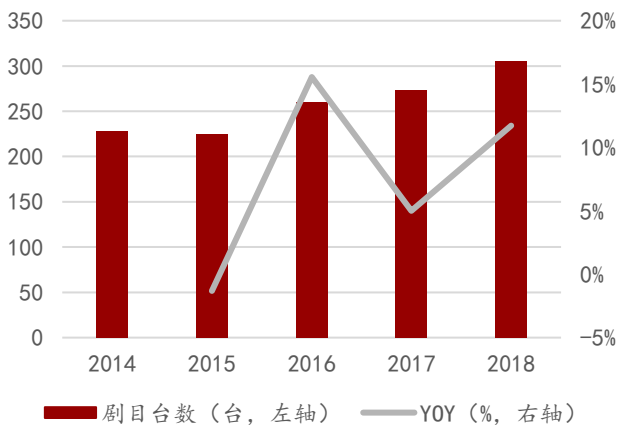
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

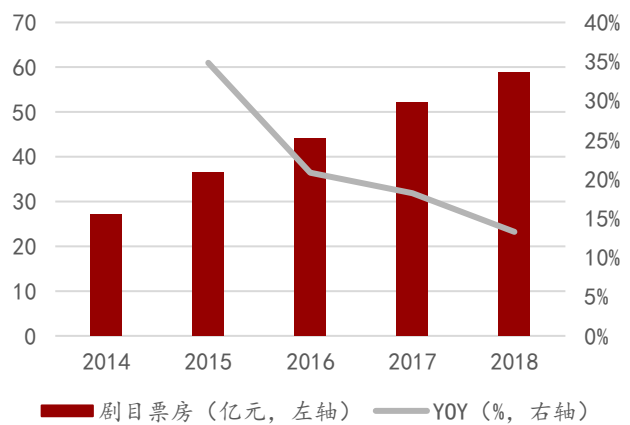
3.1.2 主题公园演艺: 细分赛道大有可为, 关注具备异地扩张能力的优质龙头

旅游演出: 需求持续旺盛, 行业进入快速发展时期。1997年,《宋城千古情》的公演标志着我国的旅游演艺进入全新的阶段, 演艺市场开始蓬勃发展。近年来, 我国旅游演艺市场发展迅速, 演出剧目台数和剧目票房接连攀高。据道略文旅产业研究院资料, 2018年我国剧目台数为305台, 同比增长11.72%; 剧目演出票房为58.96亿元, 同比增长13.28%, 2014-2018年CAGR达到16.9%。整体市场需求旺盛, 前景广阔。

图表52: 2014-2018年中国旅游演出剧目台数变化情况



图表53: 2014-2018年中国旅游演出剧目票房变化情况



资料来源: 道略文旅产业研究院, 万联证券研究所

资料来源: 道略文旅产业研究院, 万联证券研究所

细分类别中, 主题公园演出大有可为。目前我国的旅游演出可以分为三大类型: 剧场旅游演艺、实景旅游演艺和主题公园演艺。其中, **主题公园演艺采用景区+演出的方式, 在客源方面可以解决引流成本高、观众更换频率低的痛点, 在消费场景上其室内演出减少气候因素干扰, 演出场次安排较为灵活, 内容服务上克服了传统演出可复制性差、过度依赖大型游乐设备、边际效应低下、服务差异化不突出的缺点, 通过高转化率提升附加价值, 细分赛道中发展态势最优。**根据道略咨询的数据, 主题公园类旅

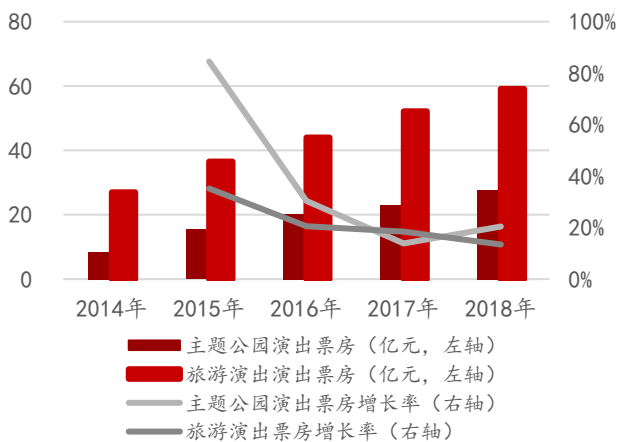
游演出票房过去几年保持 20% 的高增长。2018 年我国主题公园类旅游演出票房 27.7 亿，同比增长 20.43%，远高于旅游演出的整体增速；占比来看，2018 年主题公园旅游演出票房占旅游演出剧目总票房的 46.87%，撑起旅游演出票房市场的半壁江山。

图表 54：中国旅游演出的三种细分类型

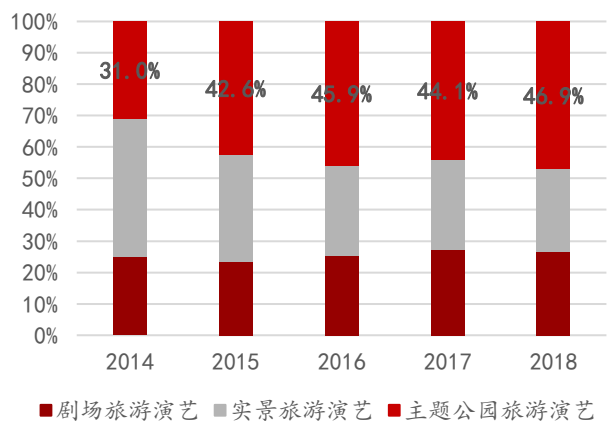
剧场演出旅游	<ul style="list-style-type: none"> 在剧场内针对旅游人群打造的旅游演出产品，以展示当地文化特色的歌舞、戏剧、曲艺、杂技等演出形式为主的综合晚会。 代表作：上海马戏城的《ERA-时空之旅》、云南杨丽萍公司的《云南映像》、天创国际的《功夫传奇》。
实景旅游演出	<ul style="list-style-type: none"> 以旅游景点的山水实景为依托，将当地的民俗文化与著名的山水旅游景点紧密结合。 代表作：印象系列的《印象-丽江》、《印象-大红袍》等，陕西旅游集团公司的《长恨歌》等、山水盛典系列的《禅宗少林-音乐大典》、《天门狐仙、新刘海砍樵》。
主题公园旅游演出	<ul style="list-style-type: none"> 在主题乐园内打造演出，是高附加值的复合型旅游演艺产品。 代表作：宋城演艺的《宋城千古情》、《三亚千古情》等，华特迪士尼的《狮子王》中文版，华侨城集团的《金面王朝》。

资料来源：道略演艺，诚美创投，万联证券研究所

图表 55：2014-2018 年中国旅游演出票房及增长情况



图表 56：2014-2018 年中国旅游演出细分类别票房占比



资料来源：道略演艺产业研究院，万联证券研究所

资料来源：道略文旅产业研究院，万联证券研究所

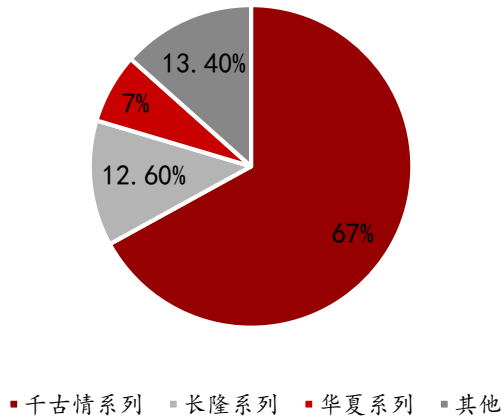
➤ **宋城演艺：短期具备爆发力，长期看人工景区的异地复制下的成长性。**

宋城演艺成立于 1994 年，2010 年在创业板上市，是我国演艺行业上市的第一股。2019 年 4 月公司将互联网业务剥离后，目前业务主要包括现场演艺和旅游休闲。现场演艺主要通过为旅客提供主题景区游玩以及现场演出观赏服务，通过门票赚取收入；旅游休闲服务则主要指轻资产输出业务以及网络票务销售业务。2020 年 H1，公司现场演艺和旅游休闲收入占比分别为 33% 和 67%。

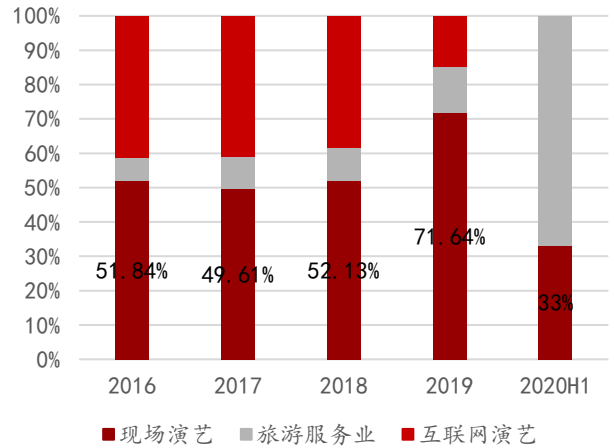
主题公园演艺“1+2+N”格局已定，千古情龙头地位难以撼动。按产品来看，2019 年公司收入占比前三的来源分别为杭州宋城景区、三亚宋城景区和丽江宋城景区，合计占比为 63%，宋城千古情已经公司主要收入来源和核心竞争产品。营销方面，公司打造出多个知名的经典宣传口号，并建立起针对旅行团、散客等多元营销体系筑造强大

竞争优势。根据道略演艺产业研究院数据显示，2018 年公司主要产品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，行业龙头地位难以撼动。

图表57：2018年主题公园演出各系列票房占比情况



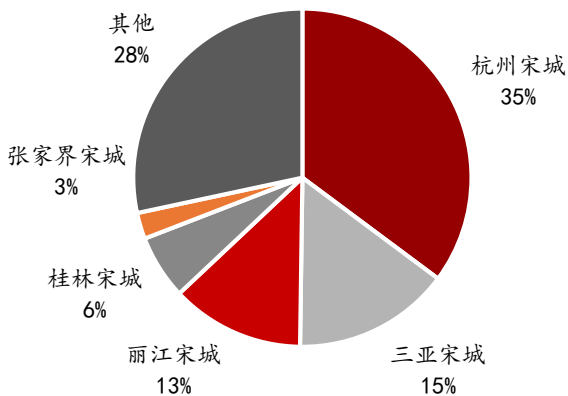
图表58：宋城演艺近年来收入结构业务占比



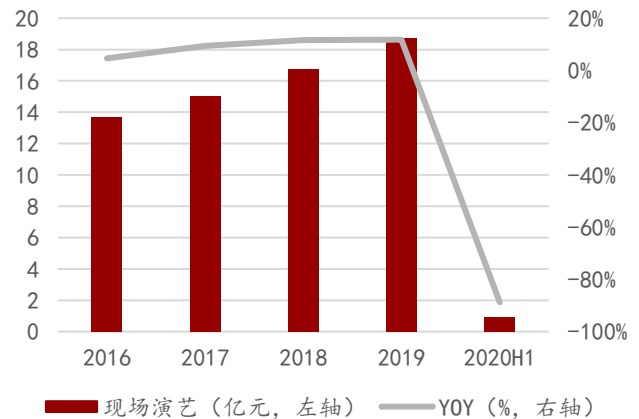
资料来源：道略演艺产业研究院，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表59：2019年各大宋城景区占收入比重



图表60：宋城演艺现场演出服务收入及同比增速

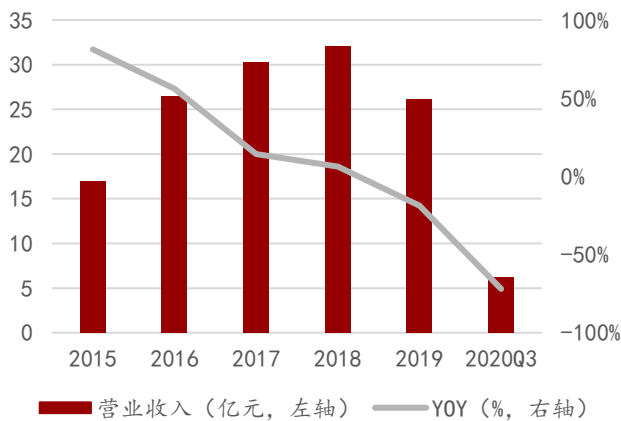


资料来源：公司公告，万联证券研究所

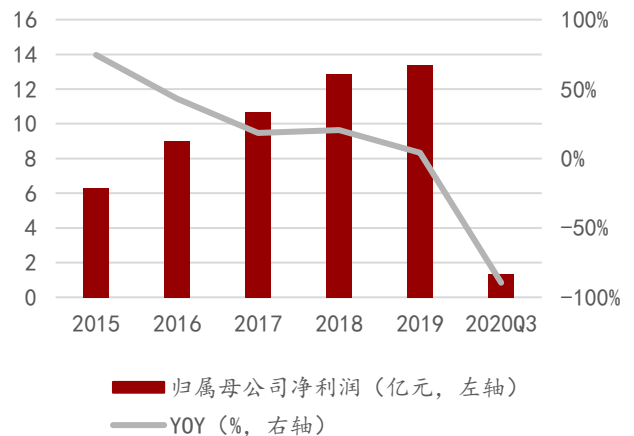
资料来源：公司公告，万联证券研究所

疫情历经多月闭园业绩重挫。由于新型冠状病毒肺炎的影响，公司旗下各大景区从 1 月 24 日至 6 月 12 日历经了接近五个多月的闭园，业绩出现较大幅度下调。2020 年 Q3，公司营业收入为 6.19 亿元，同比减少 71.69%，归属母公司净利润为 1.34 亿元，同比减少 89.47 亿元。下半年伴随旅游刚需爆发，公司业绩复苏步伐稳健。国庆中秋黄金周，宋城演艺收入破亿，旗下各景区合计接待游客同比恢复约 91.54%，营收与去年同期持平；“千古情”演出 301 场，同比增长 11.48%；高峰期间，千古情单日最高上演 52 场。

图表61: 公司营业收入以及同比增速



图表62: 公司归母净利润以及同比增速



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

轻资产和重资产双线扩张, 异地复制优势凸显。公司历经多年探索出“主题公园+演艺”的创新商业模式, 一方面, 主题景区通过提供旅游消费场所, 用作客流窗口; 另一方面, 现场演艺通过丰富优质的产品内容满足丰富消费者体验, 用作利润点抬升盈利水平。**景区和演艺两者双向引流, 产生互补效果。**自杭州取得成功后, 公司开始**异地复制进行业务扩张**。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年九寨沟项目已重新开业。此外, 公司开始尝试轻资产模式, 主要在品牌授权、规划设计、协助建设、项目管理等多个方面为合作方提供服务, 从而赚取固定的服务费和20%的营收或者门票收入作为管理费。**轻资产和重资产双线并行有效帮助公司进行品牌输出和异地扩张。**

图表 63: 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	2020年6月
	河南·新郑	黄帝千古情	黄河流域文化主题公园	2020年9月
	上海	上海宋城演艺	剧场+商场新型城市演艺	预计2021年春季

广东·佛山	佛山千古情	岭南风情主题公园	预计 2021 上半年
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

统计截至2020年6月

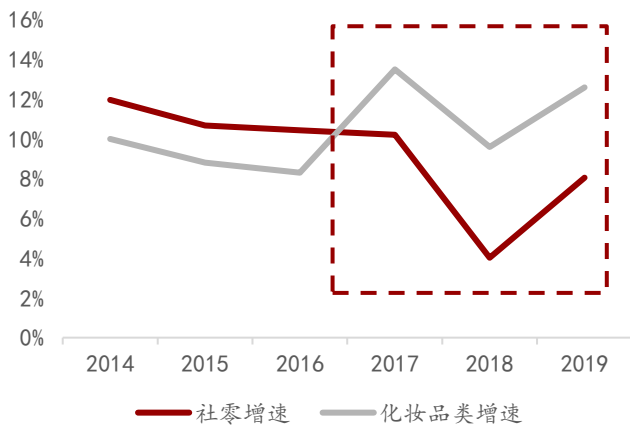
3.2 高景气度：医美化妆品+职业教育培训

3.2.1 化妆品&医美：行业景气度高，国产崛起是大趋势

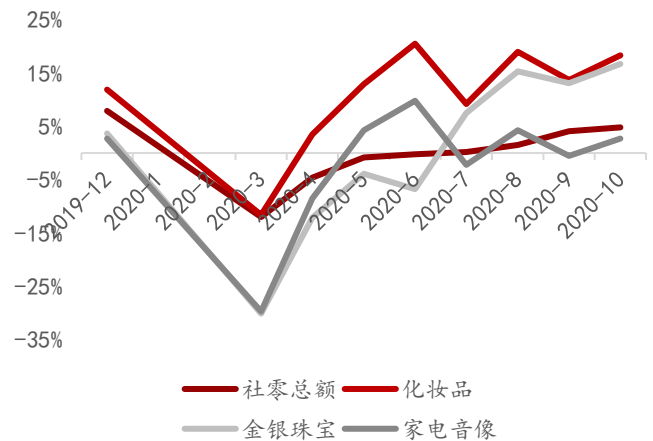
3.2.1.1 化妆品：营销、渠道、消费偏好更新迭代快，国产品牌或能弯道超车

社零增速放缓，化妆品行业呈现强劲逆周期性和反弹力。一方面，在社零疲软的大背景下，化妆品行业呈现很强的逆周期性，2017-2019年，社零总额同比10.2%/4.0%/8.0%，与此同时，化妆品类增速13.5%/9.6%/12.6%，2019年领先社零增速4.6个pct。另一方面，作为可选消费品，化妆品行业不可避免地受到疫情冲击，但受到的影响却相对较小，且在疫情过后，迅速恢复到高增长。2020年10月，在可选消费品的三个品类中，化妆品零售额同比18.3%，领先于金银珠宝(16.7%)和家电音像(2.7%)，并超出社零总额同比13.5个pct，拥有十分强劲的韧性和反弹力。

图表64：2017年后化妆品行业呈现逆周期性(%)



图表65：疫情下化妆品行业拥有较强的韧性和反弹力



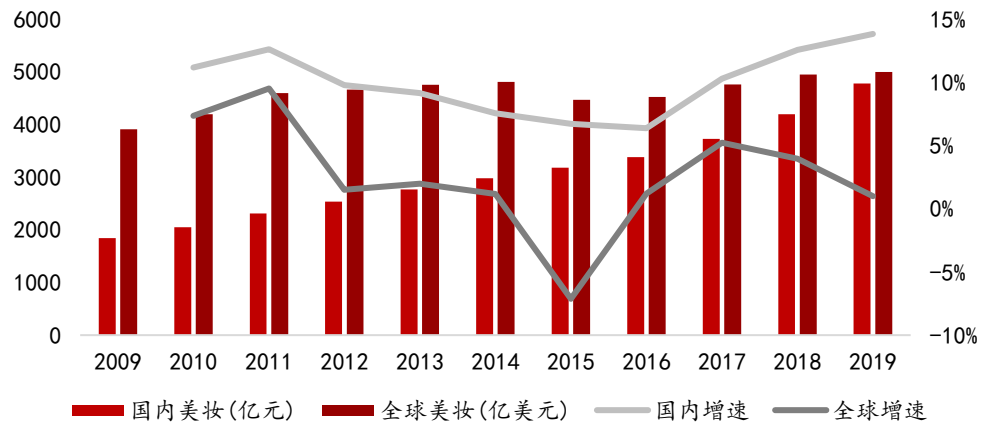
资料来源：Wind，万联证券研究所整理

资料来源：资料来源：Wind、万联证券研究所整理

注：图中数据均为当月同比(%)

国内化妆品行业体量大，增速高。颜值时代，中国化妆品消费的需求日益增长，维持了行业的大规模和高增长。根据Euromonitor咨询的数据，2016-2019年国内美妆市场规模3380/3728/4197/4777亿元，年均复合增速12.2%，且在体量庞大的情况下，仍能在近3年保持增速的持续上升。同期，全球美妆市场规模4523/4760/4948/4996亿美元，CAGR3 3.4%，落后于国内增速8.8个pct。

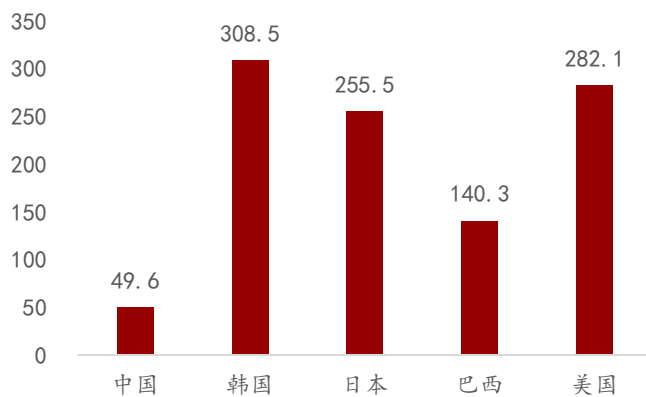
图表 66: 国内美妆市场规模体量大, 增速高



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所整理

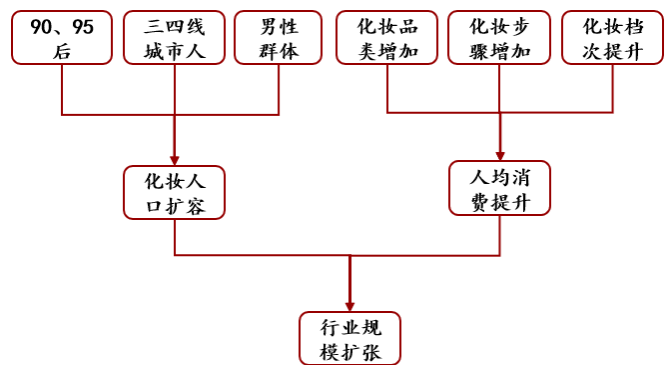
需求人口扩容+客单价提升, 化妆品行业呈现高景气度。一方面, 在社交媒体的内容营销催化下, 越来越多的 90 后、95 后、低线城市人群和男性群体加入了化妆品人口。另一方面, 化妆步骤的增加和化妆品类的增加促进了人均客单价的提升。量和价的共同上升, 将推动化妆品行业规模迅速扩张, 使行业持续呈现高景气度。

图表 67: 美妆人均消费对标日韩仍有 5-6 倍增长空间(美元)



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所整理

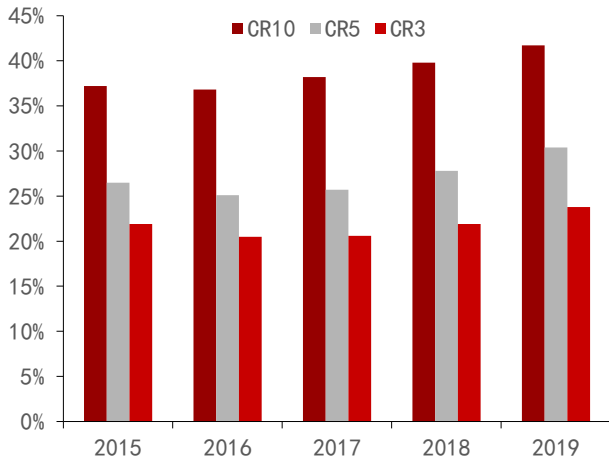
图表 68: 量价齐升, 化妆品行业将持续扩张



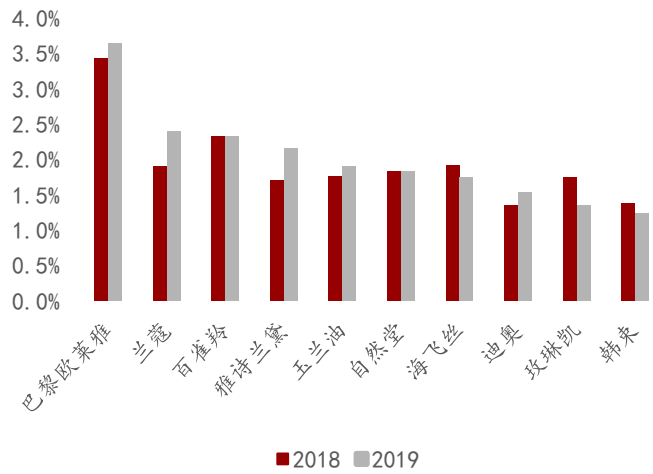
资料来源: 万联证券研究所根据公开资料整理

头部玩家市占率低, 行业竞争激烈, 单品牌规模上限低。据 Euromonitor 统计, 2019 年美妆集团 CR3/CR5/CR10 分别为 23.8%/30.4%/41.7%, 行业集中度较低, 且近 5 年来头部公司市占率上升速度缓慢, 行业处于高竞争态势。同时, 由于不同美妆人群的口味和风格各不相同, 偏好也会不一样, 因此不同品牌可以针对的细分人群规模较小, 单个品牌规模上限低。2019 年国内前十大美妆品牌的总市占率 20.2%, 其中位居第一的巴黎欧莱雅市占率仅 3.65%。

图表69：头部美妆公司集中度较低



图表70：国内前十大美妆品牌市占率



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所整理

资料来源：Euromonitor，万联证券研究所整理

化妆品行业的营销、渠道、消费偏好更新迭代快，行业洗牌加速。

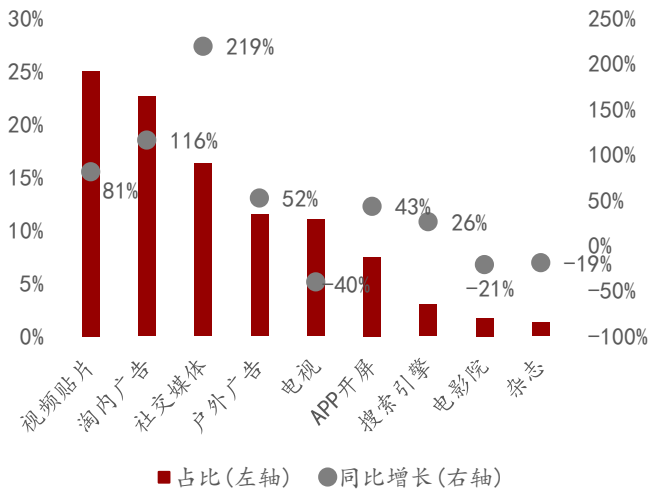
1) **营销方式快速变化**：2010年以前，化妆品行业的营销方式主要集中于纸刊、电广这些传统媒体；2010-2016年，随着互联网技术的发展和普及，网络营销的规模开始壮大；2017年以后，在社交媒体迅速普及下，直播带货、短视频等内容营销成为主流营销方式。2019年1-8月，化妆品行业的营销投向中，社交媒体增速达219%，电视广告则同比下降40%。

2) **渠道快速更替**：随着电商的迅速发展，化妆品的渠道也在发生翻天覆地的变化。据Euromonitor统计，2010年时占比高达44.6%的KA渠道，2019年下降至23.8%，同时，线上渠道占比则从2010年的3.2%迅速上升到2019年的34.7%，成为化妆品的第一大渠道。

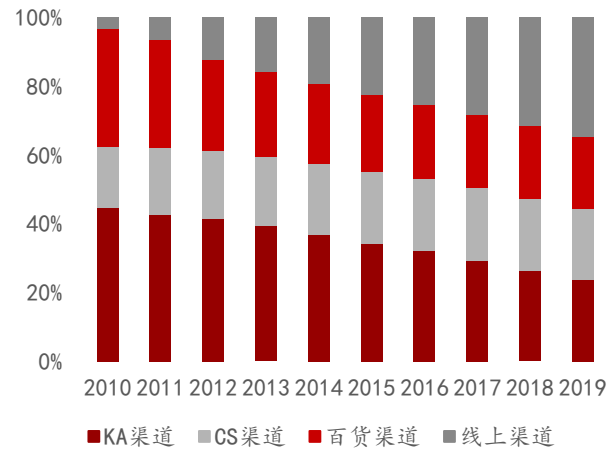
3) **消费者口味变化**：2016年后，随着化妆品“成分党”迅速崛起，消费者对一些潮流的护肤品成分重视程度提升，如美白成分“烟酰胺”，百度搜索指数从2013年初的340上升到2020年8月的4500，而传统成分“草本精华”，百度搜索指数从2013年初的350下降到2020年8月的140。

4) **在行业迅速变迁的大背景下，只有能积极调整战略，应对变化的公司才能抢的更多的先机得以迅速发展**，据Euromonitor，2019年珀莱雅和丸美股份市占率分别是2010年时的2.5倍和1.5倍。

图表71：2019年1-8月化妆品行业营销投入分布及增速



图表72：2010-2019年化妆品渠道占比的变化



资料来源：雪球，万联证券研究所整理

资料来源：Euromonitor，万联证券研究所整理

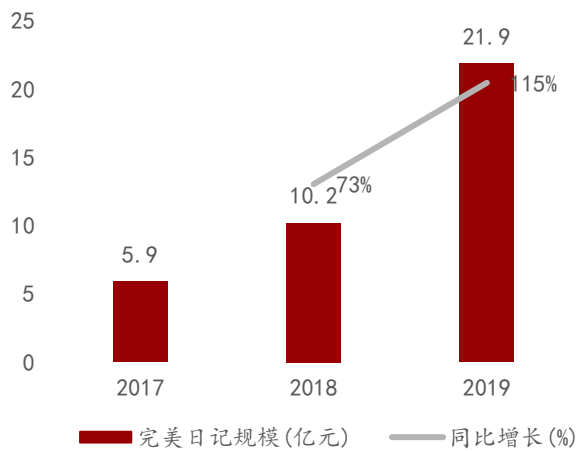
图表73：2010-2019年典型化妆品公司市占率变化

	欧莱雅	宝洁	百雀羚	上海家化	珀莱雅	丸美股份
2010	8.39%	14.66%	0.09%	1.55%	0.30%	0.36%
2015	8.92%	11.75%	1.76%	1.99%	0.75%	0.58%
2019	10.28%	9.41%	2.33%	1.56%	0.74%	0.53%

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所整理

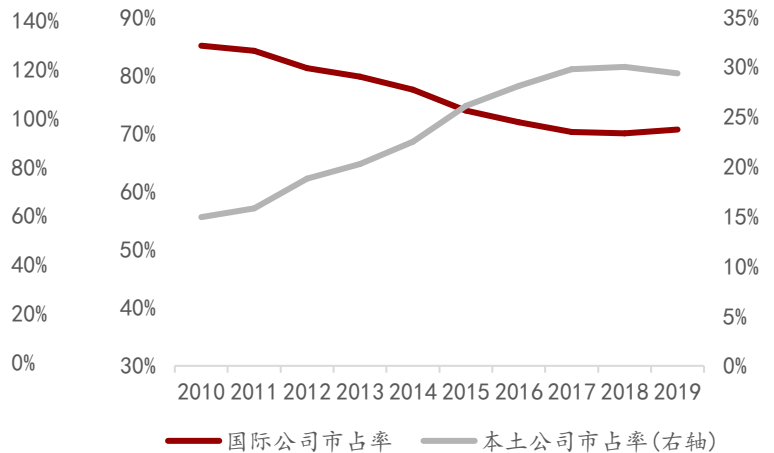
营销传媒的变革和消费观的改变，同时给国产品牌带来弯道超车的机遇。在2010年之前，消费者更多是通过被动方式，接受品牌信息，国际大牌借助其雄厚的资金实力和丰富的营销经验投放传统的纸媒和电广，国产品牌曝光难度大。2016年后，新营销模式社媒兴起，相比于传统媒体，消费者更多通过主动搜索获取品牌信息，同时社交媒体能以较低成本精准识别这些目标消费群，并使用直播、短视频等互动形式，迅速向消费者传递品牌形象，强化产品的体验和认知，获得高转化率。营销传媒的去中心化，使得了解消费者特性，迎合消费者口味，寻求差异化打法的国产品牌有了弯道超车的机会。比如抓住电商渠道和社媒红利迅速成长起来国产品牌完美日记，仅3年时间规模达21.5亿元，年均复合增速92.7%。另一方面，随着消费观的变化和国产品牌的逐渐升级，消费者从以往的一味迷恋大牌到现在开始追求个性化审美和性价比，化妆品逐渐迎来国产热潮，据魔镜数据显示，2020年双十一中，完美日记和花西子销售额分别达5.36亿和4.31亿，位居第一和第三。从国产公司占有的份额看，2010-2019年，本土公司的市占率从14.9%迅速上升到29.4%。

图表74：国产品牌完美日记迅速崛起



资料来源：Euromonitor，万联证券研究所整理

图表75：2010-2019年本土公司市占率上升



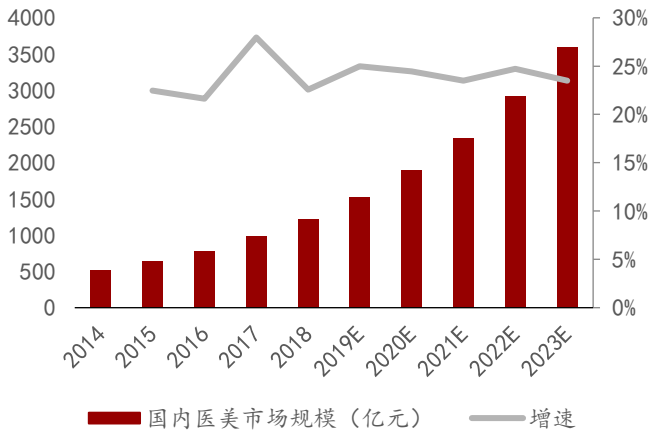
资料来源：Euromonitor，万联证券研究所整理

3.2.1.2 医美：行业前景广阔，千亿级新兴产业迅速成长

千亿级新兴行业迅速成长，上升空间广阔。近年来，随着颜值经济的盛行，医美观念的普及，越来越多人开始接受并愿意消费医美。作为国内的新兴行业，医美一直保持高增长态势，据 Frost&Sullivan 统计，2014-2018 年，国内医美行业 CAGR 23.6%，2018 年行业规模已达 1217 亿元，成为千亿级产业。同时，2014-2019 年中国医美渗透率从 2.4% 上升到 3.6%，且对比韩国的 20.5% 和日本的 11% 仍有 3-5 倍的成长空间。

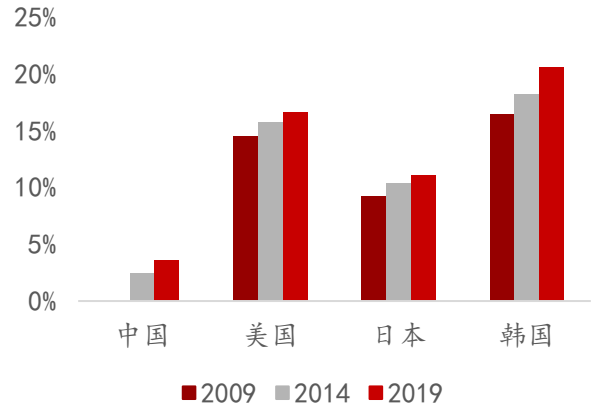
社媒消费者教育、医美行业的规范化和透明化是行业持续高增长的逻辑。从前，由于医美行业准入门槛低，易牟取暴利，非正规机构遍地开花，虚假宣传、非法医美、医疗事故频发是医美行业的顽疾，据艾瑞咨询统计，在国内约 9.3 万家医美机构中，仅 1.3 万家是合法机构，其中又只有 1.1 万家没有超范围经营。针对医美行业的乱象，一方面，国家加大监管力度，2019 年 3 月，国家卫健委等 8 部门联合开展医疗乱象专项整治行动，11 月，国家卫健委将医疗美容纳入国家监督抽查工作中。另一方面，社交媒体在促进消费者颜值教育、医美教育的同时，也在促使医美机构和产品朝公开化，透明化方向发展，新氧医美 APP 上可以查到各个产品，医疗机构和执业医师的详细信息，同时平台上有很多日记分享详细的美容过程和体验，2020 年 Q2，新氧 APP 月活量已达到 677 万，同比增长 174%。越来越多人愿意并放心加入医美大军，加上医美消费的“上瘾性”，人均消费也在提高，促使行业持续高景气度。据 Frost&Sullivan 预测，2018-2023 年，国内医美行业将维持平均 24.2% 的高增速，2023 年有望达到 3601 亿元的规模。

图表76：2018年国内医美行业规模超1200亿元



资料来源：Frost&Sullivan，万联证券研究所整理

图表77：相比发达国家，中国医美渗透率仍然很低

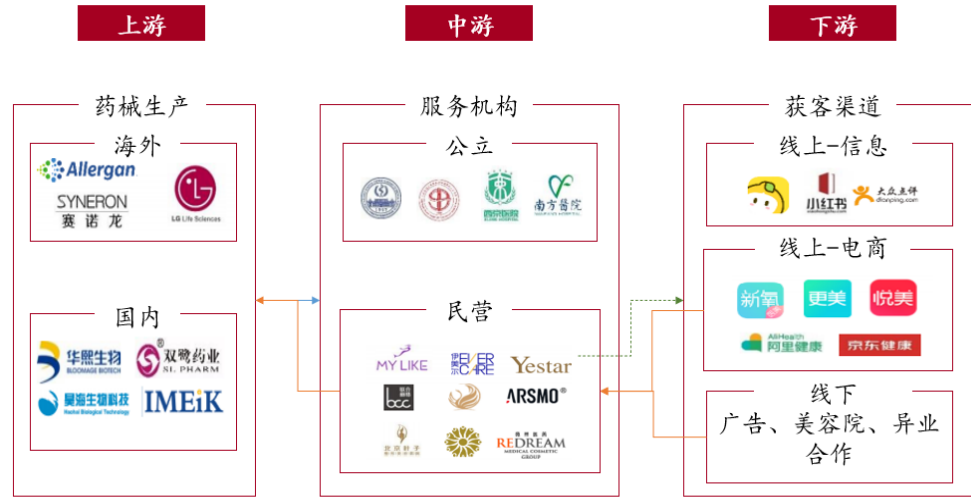


资料来源：Frost&Sullivan，万联证券研究所整理

行业上游生产商盈利能力和确定性强。从医美行业的产业链看，上游主要是药械生产厂商，中游是医疗服务机构，下游是获客渠道。中游医疗服务机构竞争激烈，引流获客成本高，往往还需要利用低价策略吸引客户，且主要依赖医生的技术，因此盈利能力一般，不确定性较大。下游渠道包括线下美容院和线上小红书、新氧、悦美等，由于时代变迁和技术日新月异，近10年来渠道端一直在经历快速变革，有很强的不确定性。相反，上游的生产制造商数量有限，技术和资质壁垒高，药械价格稳定，同时相对下游医疗机构有较强的议价能力，因此盈利能力强且确定，是优质的投资赛道。

进入壁垒高，资质+技术是生产商的护城河。1) **资质：**医疗器械的产品和生产企业均需符合药监局的规定和要求，而医用材料产品从开发到上市，往往需要经过若干环节严格审核，生产企业许可证和相关产品注册证审批时间长，获取难度大，对于新进入企业有较高难度。比如获取一个玻尿酸注册资质往往需要4-5年的时间，获取一个肉毒素注册资质需要5年以上的时间。2) **技术：**医用材料和器械尤其是软组织修复材料的研发技术难度大，研发周期长，工艺路线复杂，对研发人员要求高，行业内企业如华熙生物、爱美客、昊海生科等均对关键技术和工艺形成专利保护，有较高的技术壁垒。

图表 78：医美产业链的上中下游

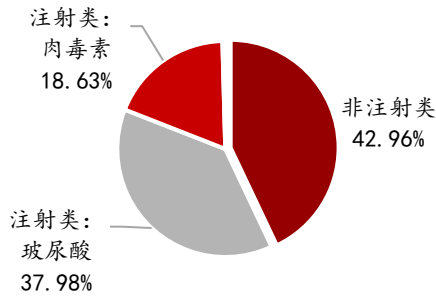


资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所整理

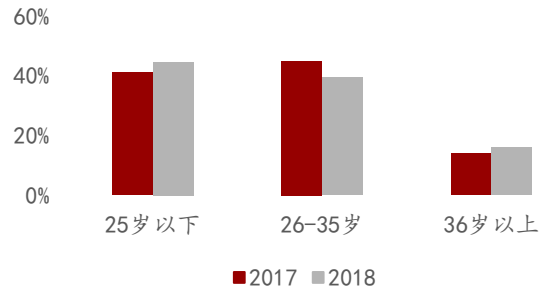
玻尿酸格局：国产占玻尿酸销售额三成份额，崛起是长期趋势。国产占玻尿酸三成销售额，近六成销量。据新氧白皮书，医美整形包括注射类和非注射类，其中注射类医美占整形的 57.0%，玻尿酸注射又占注射类项目的 66.6%，占主要地位。据 Frost&Sullivan，在 2019 年国内玻尿酸注射填充剂的格局中，韩国 LG、艾尔建、Humedix、Q-Med 等国际公司占 64.4% 的市场销售额，39.2% 的市场销量，爱美客、昊海生科、华熙生物三家本土龙头占 28.1% 的市场销售额，54.6% 的市场销量。**13 个本土品牌获注册资质，国产崛起是长期趋势。**据爱美客披露，国内共有 23 个玻尿酸品牌获得资质证书，其中 13 个是本土品牌，从长期看，本土品牌的崛起是必然。**1) 从消费人群看**，随着社媒颜值教育普及，国内医美消费者中年轻人越来越多，他们消费能力普遍有限，而国产品牌价格只有国际品牌的 1/3-1/2，高性价比将迅速占领消费者心智，2019 年三家本土龙头的玻尿酸注射填充销量已占到国内市场 54.6%。**2) 从市场教育看**，国产品牌洞察本土消费者的特性和偏好，加大投入市场预热和教育，提高曝光度，获得了越来越广泛的受众面，如华熙生物通过成立华熙学院对机构进行培训，普及公司产品；爱美客通过在全国艺校推广医美教育并推出试用产品，迅速提升知名度。**3) 从技术资质看**，本土龙头均有自己的技术壁垒和资质壁垒，能生产出高品质产品。因此，长远看国产品牌势必可以继续壮大并抢占更多的外资份额，2017-2019 年，三家本土龙头的销售额市占率迅速从 20.6% 上升到 28.1%。

肉毒素格局：衡力和 Botox 平分市场，新玩家有望抢占市场份额。注射类医美项目中，肉毒素注射占 32.6%，据立信信息数据，2018 年中国正规渠道肉毒素市场规模约 39.2 亿元，同比增长 32.4%。目前国内获得正式批文的肉毒素厂商有衡力、Botox、Dysport 和 Letybo 四家。虽然国产品牌衡力在分子量、赋形剂蛋白质和弥散面积等品质上均不如国际品牌 Botox，但由于其价格较低的优势（约为 Botox 的 1/3-1/2），有广泛的受众群体，据 Frost&Sullivan，2019 年衡力和 Botox 分别占 44% 和 56% 的销售份额，74% 和 26% 的销量份额，平分正规肉毒素市场。预计到 2025 年国内肉毒素市场规模将成长为当前规模的 2-3 倍，随着后续白毒、2024 年爱美客橙毒的加入，新入玩家有望在这一市场分得一杯羹。

图表79：医美整形各个项目所占比例



图表80：医美消费者趋于年轻化



资料来源：新氧大数据，万联证券研究所整理

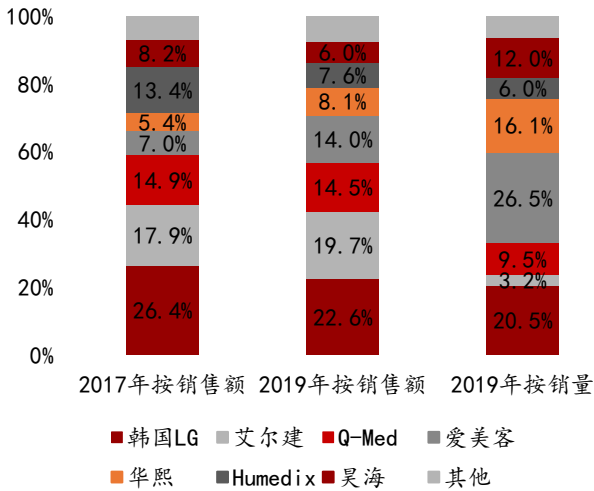
资料来源：艾瑞咨询，悦美网，万联证券研究所整理

图表81：截至2019年12月，国内获得玻尿酸资质的公司和品牌及零售价格

地区	公司名称	主要产品	取得资质时间	零售价格区间
国外企业	Humedix	艾莉薇	2015.01	3500-6800 元/ml
	Allergan	乔雅登	2015.05	5000-13000 元/0.8ml
	Q-Med AB	瑞蓝 II	2008.12	2000-4000 元/ml
	韩国 LG	伊婉	2013.07	1800-3800 元/ml
	GROMA GmbH	Princess Volume	2017.05	—
	大熊制药	婕尔	2019.03	—
	菲洛嘉	Art Filler	2019.11	—
中国台湾	吉诺斯	蒙娜丽莎	2019.12	—
	科妍生物	法思丽	2014.04	—
本土企业	和康生物	肤美登	2016.04	—
	爱美客	逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一	2009.1	爱芙莱 700-3000 元/ml；嗨体 1500-3000 元/1.5ml
	华熙生物	润百颜、润致	2012.07	润百颜 480-2800 元/ml
	其胜生物（昊海子公司）	海薇、姣兰	2013.09	海薇 500-1500 元/ml；姣兰 3000-4000 元/ml
	蒙博润生物	舒颜	2014.02	—
	协合医疗	欣菲聆	2015.07	—
	凯乐普生物	玻菲	2017.07	—
常州药物研究所	碧萃诗	2018.03	—	

资料来源：爱美客招股书，昊海生科招股书，万联证券研究所整理

图表82：玻尿酸注射填充剂竞争格局（按金额和销量）



资料来源：Frost&Sullivan，万联证券研究所整理

图表83：国内部分获批肉毒素概况和市占率

	衡力	Botox	Dysport
获批时间	2015年	2017年	2020年
分子量	300/500/900KDa	900KDa	500/900KDa
维持时间	3-6个月	3-6个月	3-6个月
赋形剂	猪明胶	血清白蛋白	血清白蛋白
弥散面积	1cm ²	0.5cm ²	0.5~1cm ²
价格(每100unit)	800-3000元	3000-5000元	-
目标消费者	中高端群体	高端群体	中高端群体
2019年份额(按金额)	44.4%	55.6%	-

资料来源：Frost&Sullivan，新氧，各产品官网，万联证券研究所整理

3.2.1.3 重点公司介绍：华熙生物，爱美客，珀莱雅

华熙生物（688363）：全产业链布局的玻尿酸龙头

- **全球玻尿酸原料龙头，规模+技术是护城河：**2017-2019年公司总营收和归母净利润CAGR2分别高达51.8%和62.5%。公司依托微生物发酵平台的微生物发酵法和酶切法，规模化、低成本生产出高品质玻尿酸，是全球最大的玻尿酸原料生产商，2019年公司原料全球销量市占率39%，排名第一。同时，公司依托优质的原料，和强大的交联技术平台，产业链向下游延伸，拥有医疗产品和功能性护肤品两大终端业务。
- **进入功能性护肤品赛道，出色营销策略建立长期影响力：**2016年公司依托优质的玻尿酸原料和医疗技术背书，用生物和医学原理研发产品，进入竞品较少，研发门槛高的功能性护肤品领域。在营销方面，公司除了加大各平台投放力度外，还通过权威认证、网红大夫试用、媒体推广、KOL宣传的“四步走”策略体系，全链路曝光产品，打造爆品的同时，逐步建立起功能性护肤品的长期影响力。2019年公司功能性护肤品营收6.34亿元，占比34%，且有3个品牌营收过亿，2017-2019年功能性护肤品CAGR2 158%。

爱美客（300896）：本土医美龙头，多维度差异化布局筑壁垒

- **医美玻尿酸龙头，研发+资质+渠道筑壁垒：**公司是国内最大的医美玻尿酸生产商，2014-2019年公司营收和归母净利润CAGR5分别高达49.4%和61.3%，2019年国内玻尿酸注射填充剂销量市占率26.5%，位居第一，销售额市占率14%，国产第一。公司在多个方面构筑自身壁垒：**研发：**公司以技术创新为先导，基于产学研医一体化研发模式，搭建生物医用材料产品转化平台，并拥有多项软组织修复材料生产技术，拥有37项专利。**资质：**公司通过自主研发，差异化布局，相继推

出针对面部、颈部修复的多款玻尿酸和面部埋植线产品，有七项产品获得注册资质，具有明显的先发优势。**渠道**：公司采取“直销为主、经销为辅”的销售模式，拥有覆盖全国 31 个省市的销售网络，同时与客户建立了长期、稳定的合作关系，客户满意度和粘性较高。

- **前瞻性布局肉毒素+童颜针+瘦身，成长可期。**1) **肉毒素**：公司与 Huons 签订协议，负责其 A 型肉毒素产品在中国的临床试验及注册申请，产品预计能在 2024 年初上市，目前肉毒素赛道玩家少，公司肉毒素上市后将利用其渠道优势和低价优势迅速抢占市场份额。2) **童颜针**：童颜针学名是聚左旋乳酸填充剂，性能优于玻尿酸，可以刺激皮肤凹陷的地方胶原再生，实现自我填充，市场需求广阔。公司产品目前已经处于注册申报阶段，预计 2021 年前获得注册资质，上市后将作为国内第一款获得 III 类医疗器械证书的童颜针。3) **瘦身**：公司于 2016 年成立子公司诺博特生物，主要为瘦身药利拉鲁肽的研究及开发，该产品定位空间广阔的瘦身市场，并已于 2020 年 11 月 13 日获得临床试验批准。

珀莱雅 (603605)：大众美妆佼佼者，多维度提升品牌力。

- **本土品牌中位居前列，股权集中的优秀美妆企业**：公司定位大众护肤，实行“多品牌、多品类、全渠道”布局市场的策略。2019 年，公司实现营业收入 31.24 亿元，同比增长 32.28%；归母净利润 3.93 亿元，同比增长 36.73%。
- **多方面发力，未来业绩有望维持高增速**：1) **品牌**：公司“自建+投资代理”品牌，发展跨境购渠道，2020 年进一步推出高端功效产品红宝石精华和双抗精华，品牌矩阵丰富，业绩驱动可期。2) **品类**：迎风口发力彩妆业务，2019 年彩妆业务收入同比增长 482.43%，新锐品牌彩棠 2020 年 10 月和 11 月的同比增速分别达 2378%和 6542%，爆发增长的彩妆有望成为公司重要板块。3) **营销**：为迎合年轻消费者的喜好，营销新玩法层出不穷，流量和客户粘度提升可期。4) **渠道**：线上线多渠道布局，2020 年公司将电商运营团队分为美丽谷传统国货事业群、太阳岛新锐品牌事业群、月亮湾海外品牌事业群，促进各个品牌的精细化运营。5) **激励**：实施限制性股票激励计划，充分调动公司高管、中层及核心骨干积极性，助力维持营收净利润高增速。

3.2.2 职业教育培训：政策支持下行业扩容，龙头优势明显

“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**。**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。

图表84：“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

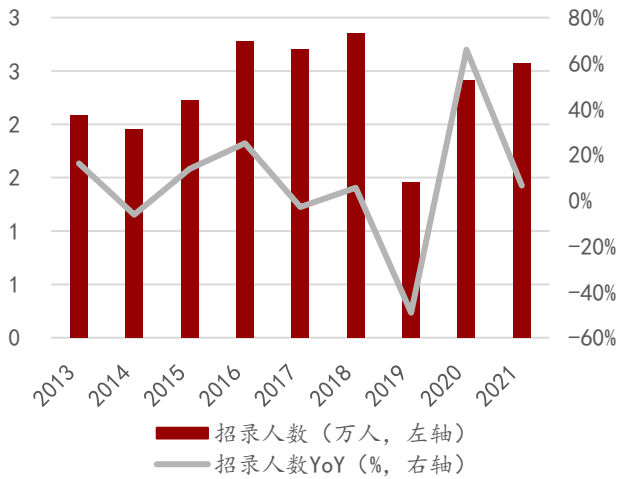
公考：国考招录人数重破两万大关，扩容逻辑不断兑现。2020 年国家公务员招录人数 2.41 万人，扩招比例达 66%，继 2019 年因政府机关改革大幅缩招后重回两万人以上水平；**2021 年招录为 2.57 万人，在 2020 年高基数基础上仍增长 7%，培训市场规模稳健增长。**国考招录人数的回暖，也将带动后续面试培训需求的上升，并对留存率有一定的保证。此外，各省市也相继提出了省考扩招计划，已公告省考招录人数的江苏/上海/北京/山东等地分别扩招 23%/22%/12%/142%，四川内江明确 2020 年上半年公开考试录用 490 名公务员，扩招 330%。政策刺激下，事业单位招聘招录也有所回暖，**公职类岗位扩招趋势有望加强。**

图表 85：2020 年各地区省考扩招情况汇总表

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%

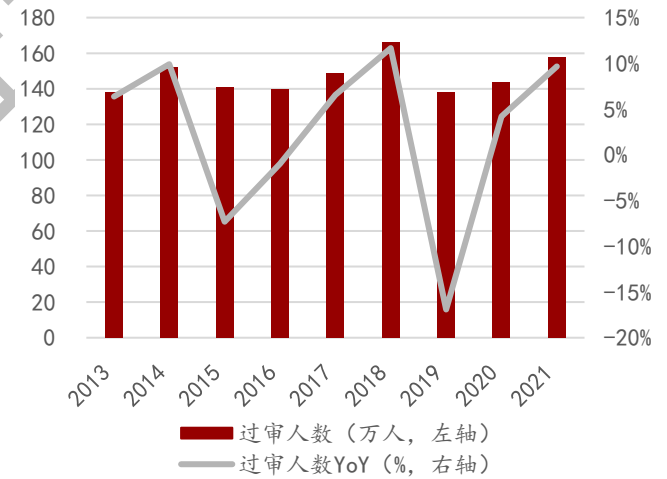
资料来源：中公教育网，万联证券研究所整理

图表 86：国考招录人数以及同比增速



资料来源：国家公务员考试网，万联证券研究所

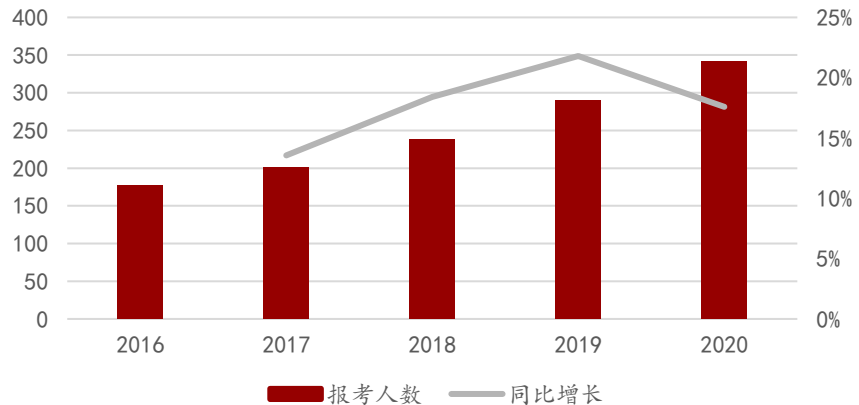
图表 87：国考过审人数以及同比增速



资料来源：国家公务员考试网，万联证券研究所

考研：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%。

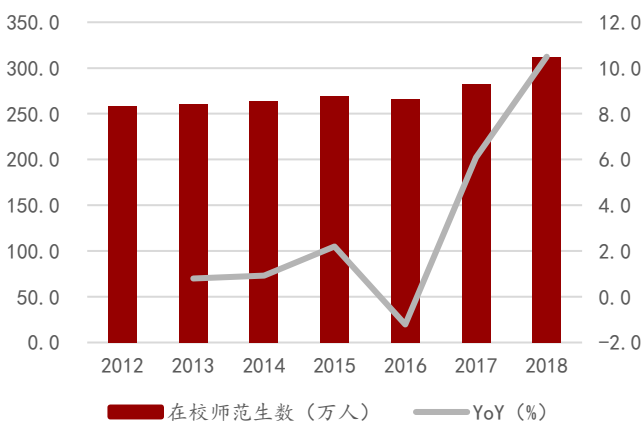
图表 88：2016-2020 考研人数报名情况



资料来源：研招网，万联证券研究所整理

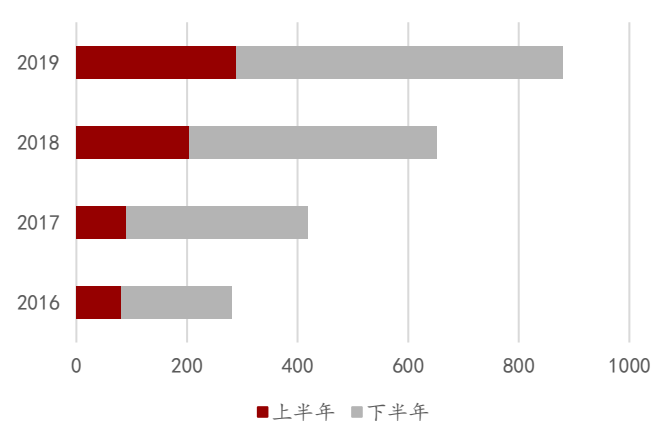
教师：教师参考规模扩容，教资改革加剧竞争。2015年教师资格证考试改革正式实施，2015年秋季及之后入学的师范生被纳入考试范围，随着近年来我国在校师范生数的加速上升，为教师资格证参考人数提供稳定增长。2016-2019年教师资格证的参考人数增长迅猛，2019年下半年参考人数约590万人，全年参考人数近900万人，较2016年增长了兩倍以上。2020年部分省份教师资格笔试参考人数出炉，江苏44.7万人，四川34.5万人，考虑参考大省山东、河南、河北参考人数尚未公布，预计今年笔试参考人数或接近千万人级别。

图表 89：我国在校师范生数稳步上涨



资料来源：教育部，万联证券研究所

图表 90：教师资格证笔试人数 (万人)



资料来源：教育部，万联证券研究所

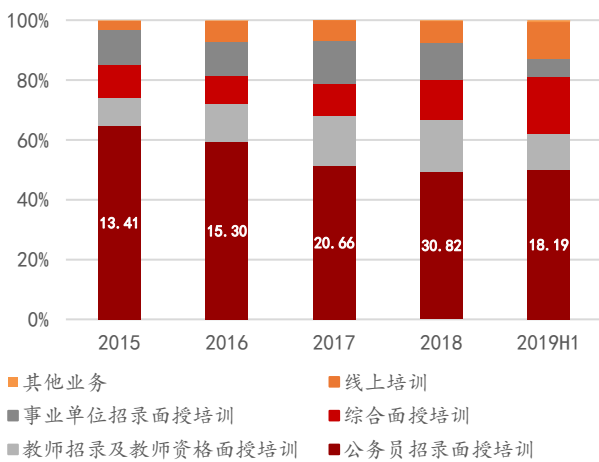
➤ 中公教育：职业教育龙头，多赛道景气度高企

职业教育龙头，公考教师序列占比较高。公司成立于2010年，2018年借壳上市，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。20H1 公务员序列（省考笔试及国考面试

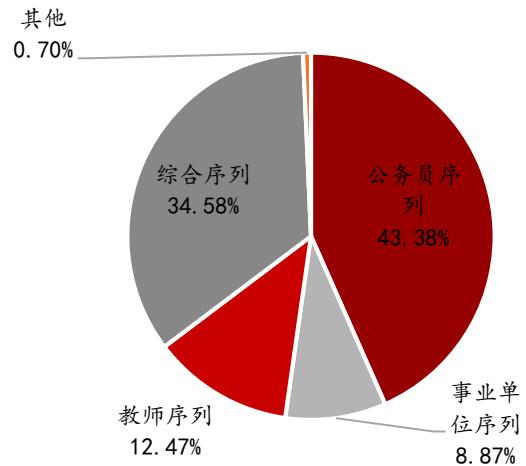
推迟) / 事业单位序列/教师序列 (教师资格考试及部分招录考试延迟) / 综合序列分别实现营收 12.18/2.49/3.50/9.71 亿元, 占比 43.38%/8.87%/12.47%/34.58%。

纵向打通面授+线上业务模式, 全国化布局并不断下沉渠道。疫情下公司逆势开拓渠道及人才, 截至 20H1, 公司开设直营分支机构 1335 家, 较 19 年底净增加 231 家; 开设 1335 家直营分支机构, 拥有 18036 名专职授课师资, 累计培训人次高达 245.2 万人, 已经成为我国职教领域的领头羊。疫情背景下, 公司针对一定时期内面授受阻这一难题, 对主力课程产品开展数字化穿透, 促使课程线上线下融合, 线上业务发展强劲, 20H1 线上培训收入 11.66 亿元, 同比+162.33%。

图表 91: 2015-2019H1 公司各项业务营收构成



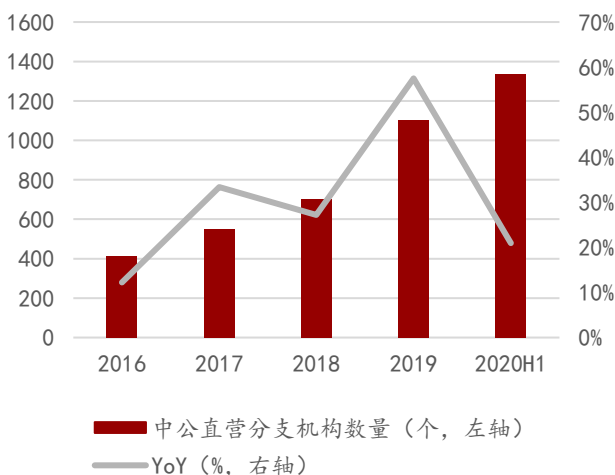
图表 92: 2020 年 H1 公司各项业务营收构成



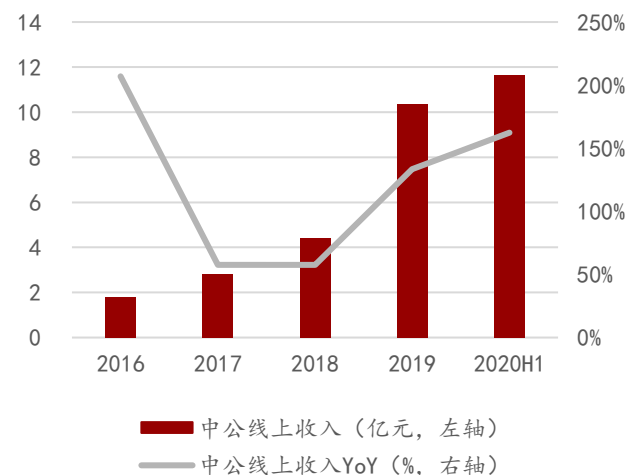
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表 93: 中公教育直营分支机构数量及同比增速



图表 94: 中公教育线上收入及同比增速



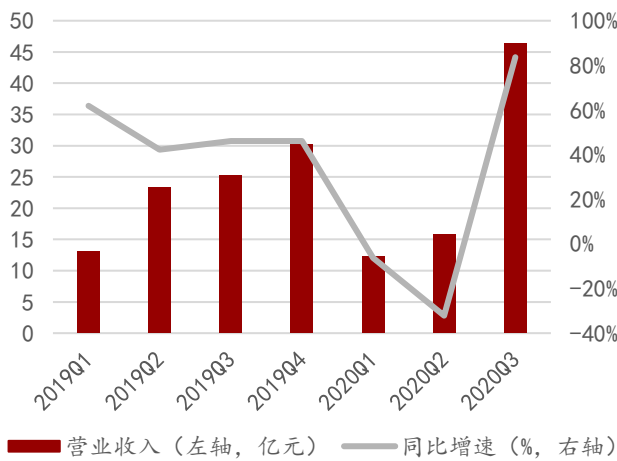
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

多赛道考试延期导致公司收入确认延迟到 H2, Q3 增长靓丽。受 COVID-19 疫情影响, 20Q1 线下培训叫停, 国考面试、省考笔试、部分事业单位招聘、考研面试等招录考

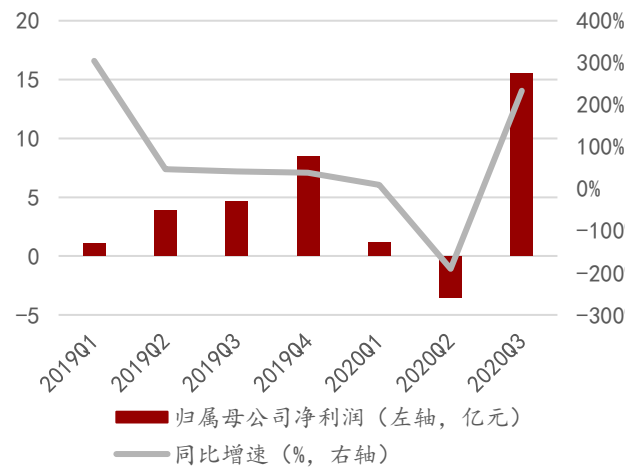
试延迟，协议班等课程未能确认收入。考试延期使报告期的收入确认水平与实际经营情况发生背离。反观培训人次及预收款指标，20H1 培训人次同比增长了 37.08%，从 179 万人次到 245 万人次。多赛道招录考试恢复后，上半年延迟确认的部分收入得到确认，Q3 单季度实现营业总收入 46.3 亿元 (YoY+83.65%)，归母净利润 15.5 亿元 (YoY+233.58%)，扣非归母净利为 14.5 亿元 (YoY+247.44%)，业绩增长靓丽。

图表 95：中公教育分季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表 96：中公教育分季度归母净利润及同比增速



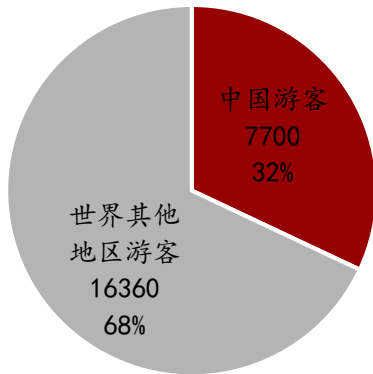
资料来源：公司公告，万联证券研究所

拟定增建设怀柔学习基地，提升抗风险及盈利能力。公司拟定增 42 亿元用于怀柔学习基地建设；拟新建教学、办公、宿舍 3 亿元，预计建设周期 7.91 内装修工程等建筑，建筑面积 32.6 万平方米，最高可同时容纳 2 万名学员。学习基地的建设或通过降本增效、增强稳定性和提升品牌力巩固公司自身壁垒，盈利能力及品牌力有望进一步提升。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。长期来看：疫情下经济受挫，“保就业”政策基调下，公职体系、研究生等扩招，叠加就业压力进一步加大，职教培训需求有望进一步被激活，龙头跨赛道扩张的逻辑不断验证。

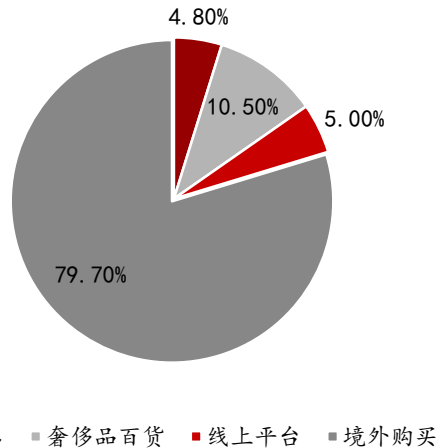
3.3 消费回流：免税+高端名表代理

我国居民八成奢侈品消费在境外渠道进行，疫情倒逼消费回流。中国消费者是全球奢侈品消费品市场增长的主力军，并倾向于在境外消费。据麦肯锡统计，2018 年我国居民全球奢侈品（包含奢侈品和轻奢品牌，品类包括美妆、成衣、配饰、珠宝、腕表）消费 7700 亿元，占全世界消费的 32%，其中境外购买占比近 80%，约 6200 亿元，只有 20%在国内消费，而其中我国免税店销售额 395 亿元，仅分得国人奢侈品消费市场的 4.80%，我国居民奢侈品消费需求与国内免税市场规模严重不匹配。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。假设 20%的消费回流到国内，就是千亿级的增量空间。

图表97：2018年奢侈品市场消费情况（亿元）



图表98：中国免税店分得奢侈品市场5%份额



资料来源：麦肯锡，万联证券研究所

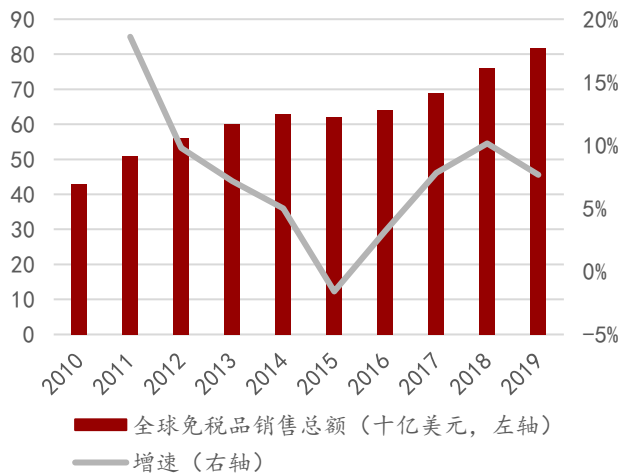
资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

海外疫情影响出行信心，疫苗进展利好短期内不改消费回流逻辑。美国辉瑞制药和德国BioNTech两家公司宣称在11月8日开展的对三期临床试验的首批中期有效性分析中其疫苗的有效性超过90%，标志着疫苗研发取得巨大进展。我们认为，疫苗利好有助于加快全球社会活动的逐步回归正常化，但短期内难以重新构建消费者出境信心，消费回流逻辑具备长期效应：1) 海外疫情反复，我国严防境外输入，消费者境外出行信心短期难以重建。伴随秋冬季度来临和防疫措施的松懈，海外疫情日趋严峻，而我国疫情防控措施成效较好，相比之下我国消费者外出海外信心短期难以重建。2) 疫苗成为国外防疫的救命稻草，但疫苗的有效性、安全性、可持续性值得商榷。3) 新冠疫苗的疫情导致全球奢侈品零售渠道重构，香港及欧美大量奢侈品店倒闭，品牌重投国内渠道，稀缺产品优先投放国内市场。

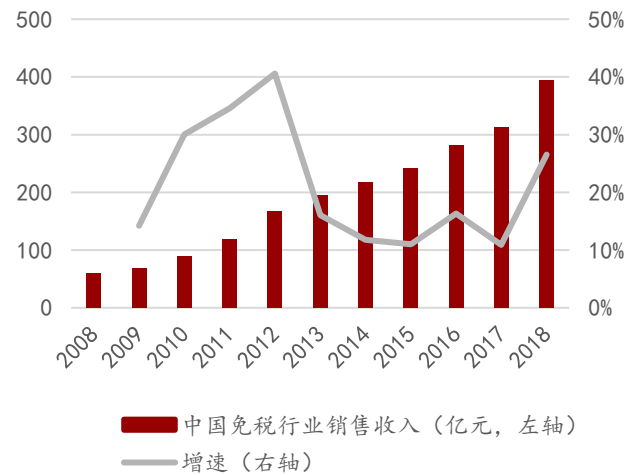
3.3.1 免税行业：海南政策利好，签署RCEP无惧消费回流逻辑破碎

我国免税业增长迅速，3年CAGR高于同期全球增速9.73个pct。根据前瞻产业研究院资料，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。

图表99：全球免税品销售总额及增速



图表100：中国免税行业销售收入及增速



资料来源：Generation Research, 万联证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院, 万联证券研究所

签署 RCEP 对于我国免税影响有限。11 月 15 日，中国、日韩、澳大利亚、新西兰和东盟十共计 15 个国家签署了区域全面经济伙伴关系协定 (RCEP)，协定最终将针对超过 90% 的商品实现零关税。我们认为签署 RCEP 对于我国免税行业影响有限：

➢ 从税种来看，根据目前我国相关规定，免税购物是指免去商品部分或全部的关税、进口环节消费税和增值税三税。免税商品免税额的具体计算公式如下：免税商品免除的税额=完税价格×关税税率+(完税价格+关税税额)/(1-消费税率)*消费税+ (完税价格+关税税额) / (1-消费税率) *增值税率；而 RCEP 主要有助于减免商品的关税，关税仅占三项税费中较小部分。根据海关总署资料，以高档化妆品为例，进口关税+进口增值税+进口消费税三项合计溢价高达 40%，而关税仅占 5%。

➢ 影响商品来看，我国免税品销售额品类仅少部分源自于签署国家，大部分品类不受 RCEP 协议影响。根据 Generation Research 的数据，我国免税品中香化类产品销售最多，占比 49%，其次为酒类、烟草等受管控较严的产品，占比分别为 17%和 10%。世界免税品销售分布，香化产品为 40%，酒类 15%、烟草 10%。免税销售额较高占比的香化、烟酒类等主要源自于欧美地区，并不在本次 RCEP 影响范围之内，仅部分源自日韩的免税商品如日韩品牌的化妆品和首饰等受到小幅波及。

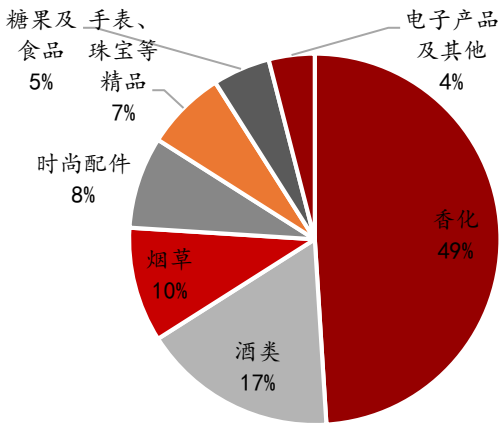
图表101：免税店免除进口关税、消费税、增值税

品类	进口关税 (按最低标准算)	进口消费税	进口增值税	累计税负
香水·高档	3%	15%	13%	37%
化妆品·高档	5%	15%	13%	40%
护肤品·高档	1%	15%	13%	34%
首饰	8%	5%	13%	28%
白酒	10%	20%	13%	55%
其他酒	0%	10%	13%	26%
烟草	10%	43%	13%	118%

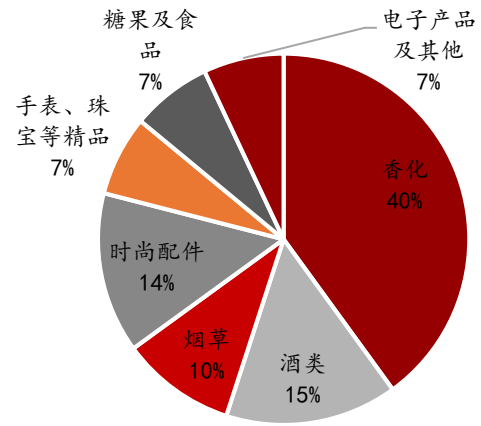
箱包	6%		13%	20%
高档手表	8%	20%	13%	52%
普通手表	8%		13%	22%

资料来源：海关总署等，万联证券研究所

图表102：我国免税品销售额品类分布



图表103：世界免税品销售额品类分布



资料来源：Generation Research，万联证券研究所

资料来源：Generation Research，万联证券研究所

海南离岛免税建设顺利推进，下半年政策不断加码。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，《海口市落实海南省促消费七条措施的工作方案》于11月16日印发，为了充分挖掘免税消费潜力，海口市将**(1) 增加免税经营主体**，引进中免集团、海发控集团等经营主体，争取今年年底前新增和扩建四处离岛免税店；**(2) 扩大奢侈品牌营业面积**，在海口美兰机场二期扩建免税店，营业面积9千平方米；计划在日月广场新增免税店面积5万平方米，同步引进增加奢侈品牌。

政策利好叠加国内游需求井喷，离岛免税销售额大增。中国海关总署数据显示，海南离岛免税新政实施4个月以来，海口海关共监管离岛免税销售金额120.1亿元/同比+214.1%；购物人次178.3万人/同比+58.8%；购物件数1286.9万件/同比+139.7%。其中，化妆品销售额最多，达58.2亿元，是去年同期的2.6倍以上；手表销售额次之，为14.7亿元，同比增幅超300%；首饰销售额15.4亿元，同比增长404.7%，三大商品销售金额合计占同期离岛免税销售总额的72.8%。

图表104：下半年海南购物免税相关政策

时间	部门	政策文件	主要内容
2020/6/1	中共中央、国务院	《海南自由贸易港建设总体方案》	分三个阶段建设海南自由贸易港，在 2025 年前，对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买，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；从方案发布之日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%征收企业所得税。
2020/6/29	财政部、海关总署、税务总局联合发布	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	离岛旅客每年每人免税购物额度为 10 万元，不限次；扩大免税商品种类，增加电子消费产品等 7 类消费者青睐商品；仅限定化妆品（30 件）、手机（4 部）和酒类（合计不超过 1500 毫升）商品的单次购买数量；具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。
2020/7/6	海关总署	《中华人民共和国海关对海南离岛旅客免税购物监管办法》	对离岛旅客在海南省离岛免税商店（含经批准的网上销售窗口）选购免税品的监管进行了规定。
2020/7/10	省财政厅、省商务厅、省市场监督管理局联合发布	《关于海南离岛免税购物经营主体有关问题的公告》	按照经营品牌、品种、价格和国际三同步的原则，采用招标等市场化竞争方式选择并确定新增加的海南离岛免税购物经营主体。
2020/9/29	国家税务总局	《海南离岛免税店销售离岛免税商品免征增值税和消费税管理办法》	对离岛免税店销售离岛免税商品增值税和消费税管理进行了规范。
2020/11/16	海口市商务局	《海口市落实海南省促消费七条措施的工作方案》	（一）增加免税经营主体。引进中免集团、海发控集团等经营主体，争取今年年底前新增和扩建四处离岛免税店。 （二）扩大奢侈品牌营业面积。在海口美兰机场二期扩建免税店，营业面积 9 千平方米；计划在日月广场新增免税店面积 5 万平方米，同步引进增加奢侈品牌。

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

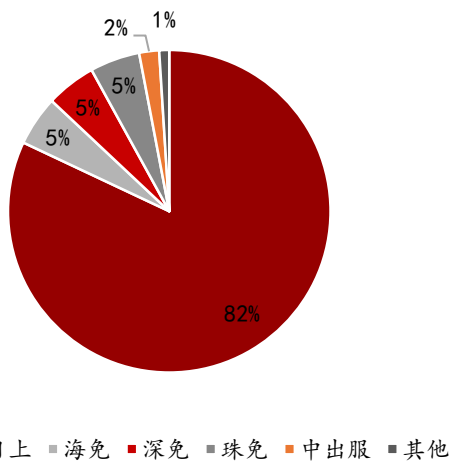
免税行业相关上市公司。中国国旅全资子公司中免集团是我国免税行业绝对龙头，是我国唯一可以全国性运营的免税企业，2018 年国内免税市场份额占比达到 82%，且以 43.94 亿欧元在全球免税集团销售额排名中位列第四。中免集团通过收购进一步做大做强，于 2017 年和 2018 年分别收购日上中国和日上上海各 51%的股权，2020 年 5 月份公司公告收购海免集团 51%的股权，强强联合，在国内及国际免税市场的竞争力将进一步提升。**凯撒旅业**主业是出境游，但去年以来公司通过股权收购涉水免税业务。公司先后参股中出服在天津、江苏、北京的市内免税店，近期通过总部迁址三亚，上市公司及其控股免税平台强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105：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

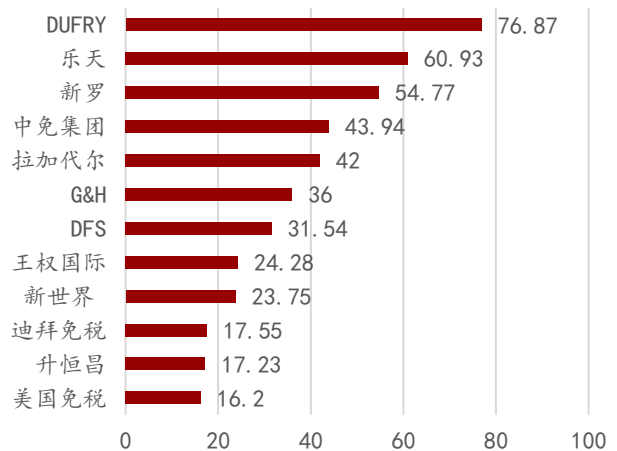
图表106：2018年国内免税市场份额情况



■ 中免及日上 ■ 海免 ■ 深免 ■ 珠免 ■ 中出服 ■ 其他

资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表107：2018全球免税集团排名（亿欧元）

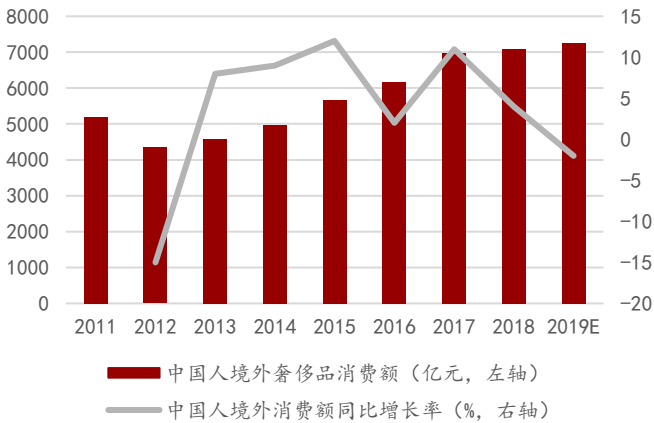


资料来源：智研咨询，万联证券研究所

3.3.2 高端名表代理：国人境外名表消费规模可观，多因素为回流持续性提供支撑

中国人的境外名表消费规模可观，增速趋稳。知名高端腕表的品种多为瑞士、德国和日本品牌，并由于部分品牌和产品的稀缺性，部分产品仅在海外渠道有售，加之境内外高端腕表的价格存在差异，中国人喜欢在境外购买名表。据要客研究院统计，2019年中国人在境外的奢侈品消费额将达1052亿美元，据我们测算，2019年中国人在境外的高端名表消费规模约为50亿美元，按当年平均汇率折算约344亿元。

图表108：中国人境外奢侈品消费额及同比增速



图表109：中国人境外高端手表消费额和同比增速



资料来源：要客研究院，万联证券研究所

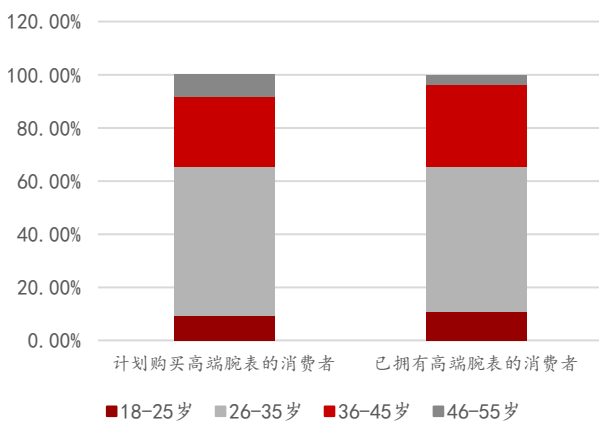
注：源数据为美元，采用当年平均汇率转换为人民币，为剔除汇率影响，同比增速采用美元口径计算，下同

资料来源：Euromonitor，要客研究院，万联证券研究所

注：我们采用以下假设对中国人境外高端手表消费额进行估算：中国人境外高端手表消费额估算额=中国人境外奢侈品消费规模*内地高端手表市场规模占内地奢侈品消费规模的比例

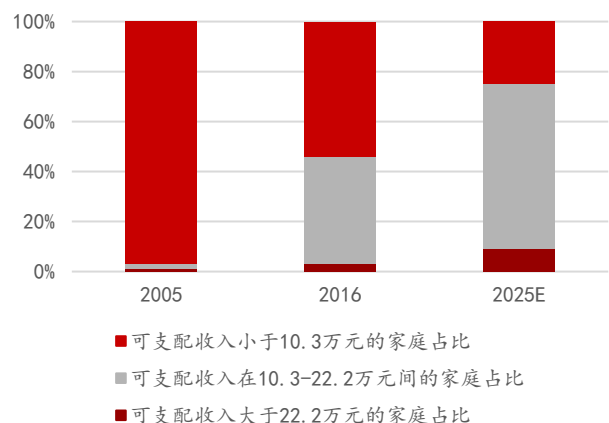
驱动因素：潜在消费力待释放，主力目标人群消费力坚挺。 高端腕表的主力消费者为26-45岁的高收入人群。据艾瑞数据统计，计划购买高端腕表和已拥有高端腕表的消费者中，年龄段26-35岁和35-45岁的人群占比较大，合计占比均超过80%。持续扩大的中高收入家庭规模及目标消费者事业发展或将助力未来名表消费扩容。2016年，我国可支配收入超过10.3万元的家庭占比约为46%，预计2025年可达到75%。作为名表消费主力军的80后、90后正处于事业上升期，计划购买高端腕表和已拥有高端腕表的消费者大多处于事业发展的成长期和快速发展期，因此个人收入存在较大增量空间，在消费力的支撑下，名表消费有望进一步扩容。

图表110：2019年中国高端腕表（价格>5000元）消费者年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

图表111：2005-2025年中国城市家庭可支配收入分布

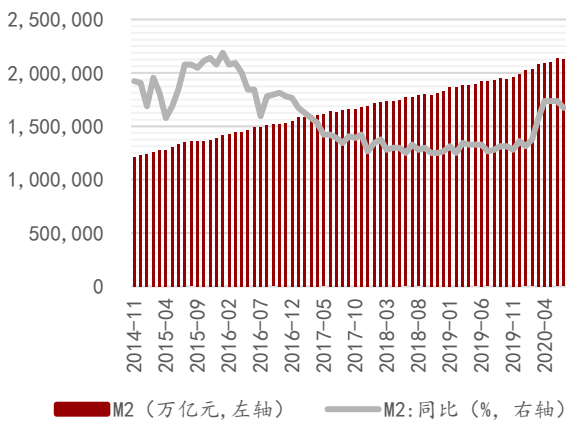


资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

考虑近期宽松货币政策，预计疫情下名表主力消费人群购买力仍然坚挺。在疫情防控常态化，经济增速承压的大背景下，央行在今年Q1和Q2都采取了较为宽松的货币政策，2020年3月至今，M2月同比增幅均超过10%。央行放水或将维稳富人财富，预计名表主力消费人群购买力仍然坚挺：①资金在再分配的过程中，雇主收入的涨幅远超受雇用的群体。②富人倾向于通过投资固定资产、房地产、股票等项目使整体赚钱效应增加。

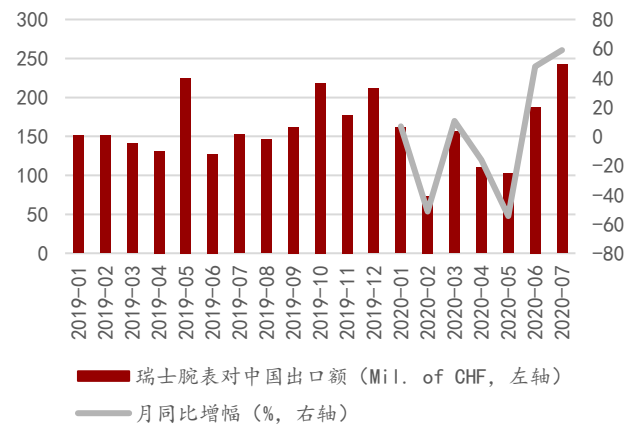
“水往高处流”叠加部分高端腕表的类金融投资属性，利好名表消费。放水后，短期内资金流向股市、房市、高端消费品（奢侈品）等。同时，劳力士绿水鬼等名表的保值、投资属性显现，产品力、品牌力和类金融投资属性俱佳的部分高端腕表已经成为非标投资和另类投资热门标的。在消费回流的背景下，以高端腕表为主的瑞表对中国的出口额在6月和7月大幅反弹，分别同比增长48%和59%。

图表112：2014年11月-2020年7月中国每月M2及M2同比增幅



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表113：每月瑞士腕表对中国出口额和同比增幅



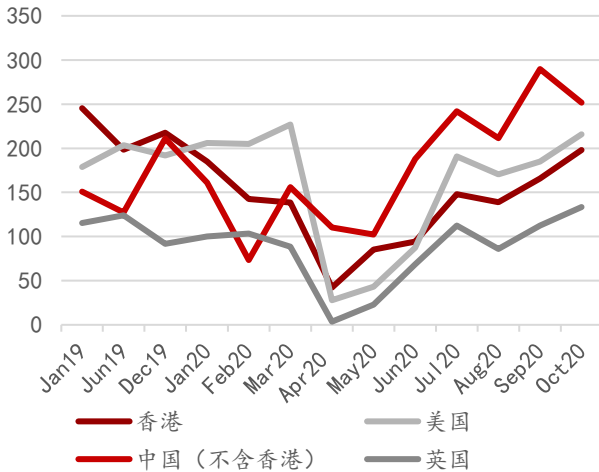
资料来源：瑞士钟表工业联合会，万联证券研究所

被动回流：COVID-19疫情叠加香港局势，刺激境外名表消费“被动回流”。境外疫情促使名表消费回流境内。国外新冠肺炎确诊病例人数仍在不断上升，中国国民出国意愿大幅降低，出国渠道也大大受阻，且大量海外门店受经济下行影响，关店关厂举措不断。由于内地疫情的良好控制，加之国人由于境外疫情或航班、通关等限制无法出境购买高端腕表，名表消费回流的趋势已现。从瑞表出口的市场分布看，境外疫情爆发后，中国（不含香港）市场规模反超香港、美国。

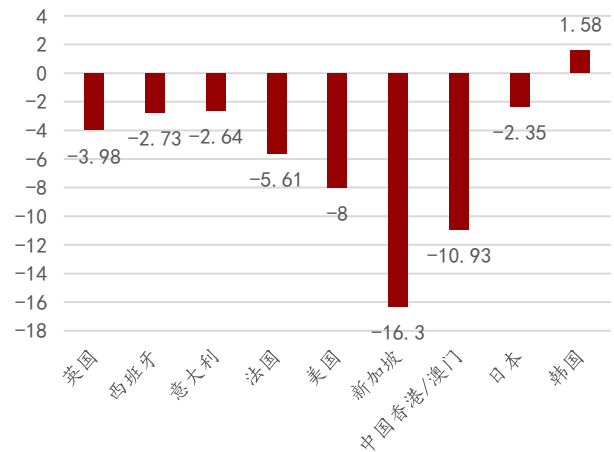
主动回流：“国外的月亮没有比较圆”，免税新政有望带动行业量价齐升。1) 高端腕表境内外价差缩小，为消费回流奠基。据财富品质研究院统计，由于进口关税消费税变化、品牌在境内降价等原因，2017年高端腕表境内外的零售价的平均价差已从2011年的161%降至6%，其价差缩小幅度在八大奢侈品类中最大。境内外腕表的价差缩小，使境外的高端腕表价位的吸引力不如从前，吸引了腕表消费回流境内。2) 中国奢侈品消费市场成绩亮眼，国际名表品牌纷纷入驻中国市场，新款和限量款也纷纷在中国区开售。3) 境内高端腕表市场线上线下同时发力，吸引消费者。线下：优质零售门店服务体现高溢价奢侈品牌属性，会员制和便捷售后维修服务吸引消费者在境内购买产品。线上：奢侈品的线上销售在近几年发展良好，未来发展前景可观。高端腕表纷纷入驻大型线上平台。4) 海南免税政策再次调整，放宽限制刺激消费增长。

海南免税新政明确：免税购物额度从每年每人3万元提高至10万元；离岛免税商品品种由38种增至45种；取消单件商品8000元免税限额规定。

图表114：香港曾是瑞表出口的全球第一市场



图表115：腕表奢侈品境内外内外平均价差 (%)



资料来源：瑞士钟表工业联合会，万联证券研究所

资料来源：财富品质研究院，万联证券研究所

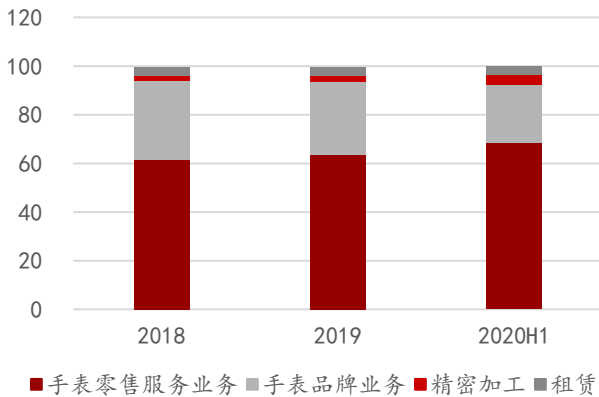
我们认为，国人有望通过此次特殊时期的“被动回流”培养消费习惯，品牌方也有望因此次中国市场的优良表现，对中国市场倾注更多的注意力，促使更多的名表销售、服务方面的创新在中国出现，如门店概念更新、O2O客户互动增加等，“被动回流”拉动“主动回流”，带来良性循环。

➤ 飞亚达：“自有品牌+名表零售”双轮驱动，国表龙头乘风起

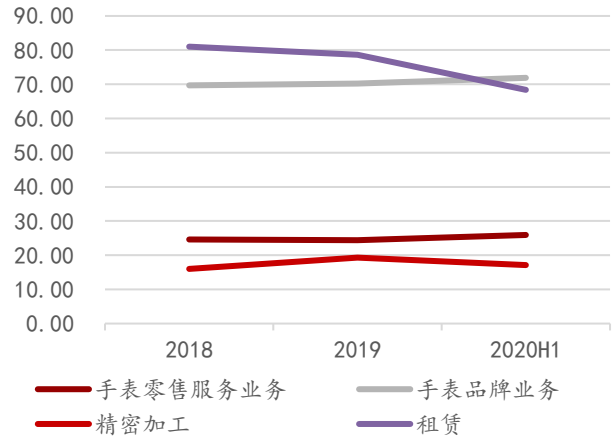
深耕钟表三十余载，全价值链发展打造全球化企业。飞亚达成立于1987年，1993年在深交所上市，是境内唯一一家表业上市公司。公司主营业务包括手表零售服务业务、手机品牌业务、精密加工和租赁业务，2020H1收入占比分别为68.58%/23.93%/3.76%/3.55%。其中，手表零售服务业务贡献六成以上收入，近年占比呈上升趋势，手表品牌业务毛利率较高。公司股权结构稳定集中，第一大股东为中航国际控股有限公司，持股比例为38.06%。中航系背景雄厚，国务院国有资产监督管理委员会为实际控制人。

公司立足于“自有品牌+名表零售”两条主线，构筑了“产品+渠道”的商业模式和核心竞争优势。公司多年耕耘，建立多元化腕表品牌矩阵，目前已拥有自主品牌“飞亚达”和“唯路时”，并在2017年收购瑞士高端名表“艾米龙”，与此同时，公司通过合资参与“北京”手表品牌运营，以授权经营的方式运营了“JEEP”品牌。“为中国的每个不同类型的消费者提供好表”。飞亚达旗下五个品牌分别针对不同的细分市场，为不同年龄层、不同区域、不同审美需求、不同生活习惯的消费者提供不同场合、不同情境之下所需要的腕表，构建自身产品、品牌优势。

图表116: 飞亚达营收结构(%)



图表117: 飞亚达各业务板块毛利率



资料来源: WIND, 万联证券研究所

资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表118: 飞亚达品牌矩阵

品牌	运作方式	品牌定位	价格带
 FIYTA 飞亚达	飞亚达自创自有	中高端腕表	1000-8000元 (风致系列、摄影师系列、经典系列、卓雅系列等); 8000-50000元 (航天系列、大师系列、马赫系列等)
 JONAS & VERUS	飞亚达自创自有	轻奢亲民潮流时装表	400-1600元
 EMILE CHOURIET GENEVE	飞亚达收购后运营	高端腕表	4000-85000元
	飞亚达通过合资负责产品的市场营销和设计	中高端腕表	1300-40000元
 Jeep WATCHES	美国克莱斯勒公司旗下JEEP品牌授权飞亚达生产和代理	亲民运动时尚腕表	800-3500元

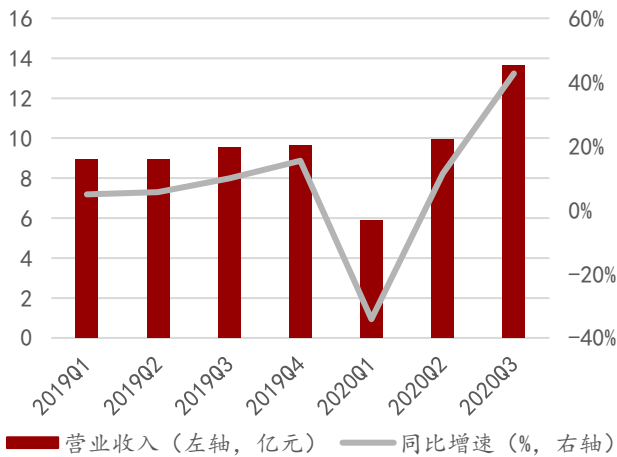
资料来源: 公司官网, 公开资料, 万联证券研究所

名表消费回流驱动公司手表零售业务收入高增, Q3业绩超预期。受海外疫情及消费环境恶化等因素影响, 此前外流于境外的名表消费大幅回流。公司作为国内名表销售领军企业 (市占率约13%), 持续推进渠道升级, 优势进一步巩固, 营收及利润总额保持高速增长。公司 Q3 实现营收 13.6 亿元 (YoY+42.7%), 归母净利润 1.4 亿元 (YoY+148.1%), 扣非归母净利为 1.3 亿元 (YoY+134.0%), 超出市场预期。此外, 9 月 4 日, 国际著名钟表集团亨得利控股有限公司发布公告, 关闭位于香港、澳门、台湾、马来西亚等地的 67 间零售门店。飞亚达旗下名表销售公司亨吉利作为行业二把手, 有望长期受益于海外名表消费回流。

自有品牌厚积薄发探索新模式, 精密业务增长势头强劲。近年公司不断加强自有品牌经营, 改善明显, Q3 收入实现同比增长, 利润总额大幅提升, 智能表业务的技术储备和产品开发也在顺利推进中。

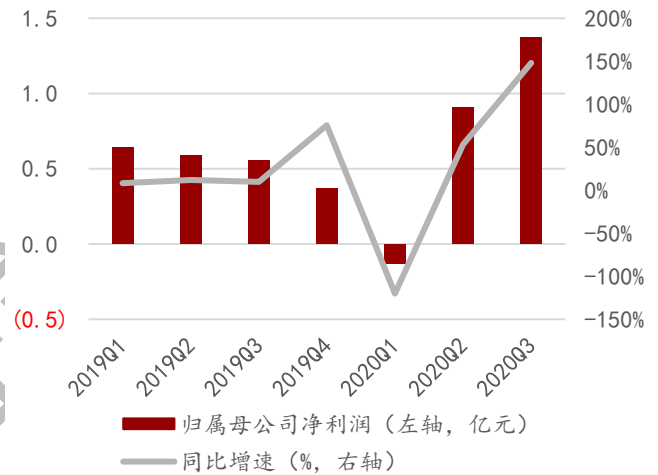
公司作为国产腕表龙头，“名表零售+自有品牌”双轮驱动，增长路径可期。短期来看，海外名表消费回流为亨吉利打开利润弹性空间；中长期来看，“回流”消费者消费习惯养成有望为市场打开增量空间以及公司自有品牌及精密加工增长潜力。

图表119：飞亚达分季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表120：飞亚达分季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

4、投资建议

我们认为，影响2021年消费服务行业投资的三个关键因素包括：1) **疫情**：预计国内疫苗全面普及概率不大，疫苗成为国外防疫的救命稻草，但疫苗的有效性、安全性、可持续性值得商榷，严防境外输入仍为我国年防疫重点；2) **政策**：确立“内循环为主，构建内外双循环”的战略方针，预计消费回流+国产替代是长期趋势；3) **宏观经济**：伴随疫情防控的常态化、双循环格局下的政策刺激、居民收入稳步上升等多因素提振内外需，展望明年国内消费有望迎来全面复苏，顺周期行业迎来阶段性高增长。

综合疫情、政策、宏观多重因素，建议2021年消费服务行业把握三条投资主线：

1、**顺周期**：消费全面复苏，受疫情冲击严重的顺周期行业有望迎来阶段性高增长，推荐随需求回暖而具备高确定性的酒店行业，以及具备优秀异地扩张能力的主题公园演艺龙头。1) **酒店**：供需决定酒店行业周期，与宏观经济波动显著正相关，休闲度假和商务活动双线提振酒店需求，酒店行业OCC和ADR稳步复苏，疫情加速行业集中度和连锁化提升，消费升级大趋势下，看好中端酒店龙头结构性机会。2) **主题公园演艺**：景区是典型的顺周期行业，其中主题公园演艺是最具成长性的细分领域，主题公园演艺采用景区+演出的方式，在吸引客源、丰富服务内容方面具备优势，且容易复制扩张，消费复苏背景下，看好主题公园演艺龙头的反弹。

2、**高景气度**：消费复苏，内需提振，高景气度的消费行业有望迎来更高增长，首推颜值经济下行业景气度高，国产崛起是大趋势的化妆品医美行业，以及享受政策支持、行业需求扩容的职业教育培训行业。1) **化妆品医美**：化妆品行业呈现强劲逆周期性和反弹力，营销传媒的变革和消费观的改变，给国产品牌带来弯道超车的机遇；

医美行业千亿级新兴市场上升空间广阔，社媒的消费者教育、医美行业的规范化和透明化推动行业持续高增长。**看好化妆品中游品牌龙头，医美上游耗材龙头。**2) **职业教育培训**：政策明确支持职业教育，经济下行背景下保就业政策出台利好职业教育培训，**看好全国化布局并稳步拓宽赛道的职业教育培训龙头。**

3、消费回流：我国居民八成奢侈品消费在境外渠道进行，在“内循环为主，构建内外双循环”的战略方针指导下，消费回流是长期趋势，疫苗进展对消费回流冲击有限，预计明年国门仍难打开，继续看好免税行业 and 高端名表代理行业。1) **免税**：海南离岛免税建设顺利推进，明年国门仍难开放，从税种、商品来看，签署RCEP对于我国免税影响有限，**推荐免税龙头。**2) **高端名表代理**：国人为全球名表消费第一大群体，COVID-19疫情叠加香港局势，导致境外名表消费“被动回流”；高端腕表境内外价差缩小，疫情使得全球名表销售渠道重构，重投国内市场，刺激境外名表消费“主动回流”。在此背景下，国人有望培养境内名表消费习惯，**看好高端名表国内代理龙头。**

5、风险提示

1、**国内疫情二次爆发风险**。尽管目前国内疫情已经得到了控制，但国外疫情形势依然严峻，部分国家每日新增人数保持高速增长，疫苗的安全性、有效性、可持续性有待商榷。随着各行各业，包括餐饮、电影院、跨省旅游的正常开放，人员流动加大，仍需警惕国内疫情二次爆发的风险。

2、**经济下行、企业经营风险**。疫情期间的长时间停工对国内的实体经济造成了巨大的冲击，不少中小企业因此倒闭，企业竞争加剧，一些行业面临新一轮洗牌，对企业的收入、居民的就业与收入带来了不利影响。受国外疫情持续蔓延，国内消费意愿恢复或不及预期。

3、**政策风险**。国家出台系列消费刺激政策，各地也陆续出台消费刺激具体措施，由于疫情影响居民收入，可能出现消费刺激政策不及预期风险。注意为防通胀压力，本轮货币政策宽松基调或趋收紧。

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