

社会服务行业

两级分化消费结构下配置享受政策红利的细分行业

——2019年社会服务行业年度策略报告

✍️ : 沈独伊 执业证书编号: S1230517090002
☎️ : 021-80105905
✉️ : shenduyi@stocke.com.cn

报告导读

2019年,我们认为两级分化的消费结构将进一步拉开,人均可支配收入提升的边际增量空间有限,整体社服消费正处于结构性调整时期,两极分化将开始拉开。

投资要点

□ 2018 全年回顾：细分子板块涨跌差异大，龙头个股拉动整体跑赢大盘

全年社服行业表现先扬后抑,上半年增速喜人,下半年表现疲软。截止至2018年12月28日,餐饮旅游指数下跌10.61%,跑赢沪深300指数12.31pct,在中万29个一级行业中排名第一。细分板块差异明显,免税、餐饮等板块强力拉动整体板块,其中龙头个股中国国旅、宋城演艺、科锐国际等涨幅喜人。整体板块PE(TTM整体法)为26.53X,是上证综指的2.32倍,估值达到历史低位。

□ 2019 年展望：两级分化消费结构下的防御性基本面

2019年人均可支配收入提升的边际增量空间有限,整体社服消费正处于结构性调整时期,两极分化将开始拉开。中高端消费品中,轻奢、中端的概念在下沉的三四线城市中将很难形成风潮,奢侈品消费以及高端旅游消费将维持现有态势。在两级分化的消费结构下,1)高端及奢侈品消费将不受过多影响,国家将通过大力发展免税行业回收海外消费;2)细分的消费需求将更加细化,中端服务消费将实现转型升级,各子板块在细分领域可能存在增长机会;3)一二线城市消费增长趋缓,三四线城市消费能力增长迅速,需求端呈现新生力量。

□ 积极配置具有行业红利的龙头

1. 免税行业将在未来几年高速发展,成为引领社服板块向前的主要动力,其原因有二:1)背靠中国游客强大的购买力,大力发展免税业促使外流高端奢侈品消费回流;2)政策不断支持下,海南将成为免税行业的桥头堡,在将把海南建设成为国际旅游消费中心的大背景下,各项政策必然向其倾斜。
2. 酒店行业整体供给还是较为充分,特别是高端酒店供给较为过剩,预计OCC明年将进一步回落;从宏观经济看,当前PMI商务活动指标呈现向

细分行业评级

餐饮旅游 中性

公司推荐

中国国旅 推荐

宋城演艺

三特索道

锦江股份

52 周行业走势图



相关报告

- 1 《人性的红利: 幸运博彩行业的驱动因素——博彩行业专题报告之一》
2018.09.17
- 2 《国际赛事即开型彩票或放开,看好彩票相关标的——行业周报(4/9-4/13)》
2018.04.16

下趋势，预计ADR将滞后于OCC的下降而下降。CR3三足鼎立的格局日趋稳定，CR3市占率稳步提升，中端酒店改造进展也好于预期，19年主要关注CR3盈利能力的改善及中端酒店改造进度。

3. 随着各大旅游风景区的交通基建不断完善，叠加门票价格下降的刺激作用，整体国内游游客体量应能维持前两年的增速。相比依靠单一景区发展的上市景区企业，我们更加看好多点布局的景区上市公司及人工休闲景区类上市公司：1) 多点布局的景区上市公司受单一景区的影响较小；2) 人工休闲景区便于复制且能享受到碎片化假期红利。
4. 从行业历史来看，经济下行对澳门博彩行业的影响比较有限，行业业绩对政策和非幸运博彩的博彩类别敏感性较大。行业6大持牌幸运博彩公司运营相对稳定

□ 投资建议及风险提示

个股配置方面，我们推荐关注享受政策红利及背靠巨大免税消费市场的中国国旅，作为中国免税龙头，17年开始整合行业，逐步消除同业竞争。18年，控股股东中旅集团已经将获得海免51%股权并承诺将注入中国国旅，未来海免并表将带来将近一个亿的归母净利润。建议关注；景区板块，我们建议关注具有多景区运营经验、景区复制能力较强的企业，推荐关注宋城演艺、三特索道。宋城演艺在未来3年都将会有项目落地，采取轻重结合，一二线与三四线城市扩张并举的策略，未来业绩将进一步提升。

风险提示：关注政策变化、汇率大幅波动及相关上市公司项目推进不达预期

报告撰写人：沈独伊

数据支持人：沈独伊

正文目录

1. 2018 全年回顾：细分子板块涨跌差异大，龙头个股拉动整体跑赢大盘	5
1.1. 全年社服板块市场表现	5
1.2. 全年社服行业基本面情况回顾	5
1.2.1. 免税：海南新政策落地，单位消费、购买转化率提升冲淡基数下降	6
1.2.2. 酒店：上半年景气程度尚可，下半年受周期影响趋势下行	7
1.2.3. 旅游、景区：国内、出境游整体增长趋势放缓，景区降价政策倒逼上市公司服务转型	8
1.2.4. 博彩：供给端结构性调整继续，GGR 增速趋势性放缓	8
1.3. 全年社服板块大事记	9
2. 2019 年展望：两级分化消费结构下的防御性基本面	11
2.1. 奢侈品消费逆势上涨，海外消费回收利好免税行业	12
2.2. 细分消费趋势明显，服务类消费转型升级	12
2.3. 地域性消费下沉，三四线城市消费增长迅速	13
3. 各子板块：积极配置具有行业红利的龙头企业	14
3.1. 免税：政策开放下的中高端消费外流回收	14
3.1.1. 免税行业将成为引领社服板块的主要动力	14
3.1.2. 中国国旅：外延+内生式规模扩张，行业整合目标全球第一	15
3.2. 酒店：CR3 三足鼎立的格局日趋稳定，细分需求引发行业关注	16
3.2.1. 龙头市占率进一步提升，行业景气程度下降	16
3.2.2. 中端困局：三线城市中端酒店定位困难，关注细分市场的需求	17
3.3. 景区：国有景区降费政策利空出尽，消费下行对国内游影响有限	18
3.4. 博彩：消费下行对行业影响较小，政策稳定格局下提高市占率成为主旋律	19
4. 投资建议及风险提示	19

图表目录

图 1: 餐饮旅游板块跑赢沪深 300 指数	5
图 2: 2018 年申万 29 个一级行业中餐饮旅游排名第一	5
图 3: 龙头个股拉动整体板块	5
图 4: 2008-2018 年餐饮旅游板块与上证综指 PE 对比	5
图 5: 社零同比增速持续下行，人均可支配收入趋势放缓	6
图 6: 基础日用消费受影响较小，中高端可选消费受影响大	6
图 7: 2018 年前三季度社服行业营收增速位于各行业前列	6
图 8: 细分子板块营收、净利同比增速	6
图 9: 2008-2017 国内离岛免税、GDP 增速情况	7
图 10: 2017 各企业全球免税行业市场份额一览（亿欧元）	7
图 11: 2018 年前三季度星级酒店 OCC 情况一览	7
图 12: 2018 年前三季度星级酒店 ADR 情况一览	7

图 13: 2018 年前三季度星级酒店 RevPAR 情况一览	7
图 14: 2018 年前三季度 CR3 成员 RevPAR 及增速一览	7
图 15: 2008-2018 国内旅游人次及增速一览	8
图 16: 上市景区门票降价一览	8
图 17: 2018 年 1-11 月博彩毛收入数据	8
图 18: 2018 年前三季度澳门入境和过夜人数增速下降	8
图 19: 2008-2018 国内旅游收入、增速一览	11
图 20: 2008-2018 人均可支配收入增速及国内旅游增速	11
图 21: 2018H2 三家奢侈品集团收入及增速一览	12
图 22: 2018 年中国消费者购买奢侈品渠道统计	12
图 23: 各品类奢侈品消费占比	12
图 24: 中国消费者海外购买消费品的原因	12
图 25: 2016-2018 精品酒店数量及增速一览	13
图 26: 网红酒店、主题酒店层出不穷 (以亚朵酒店为例)	13
图 27: 2018 年各类精品自驾游占比数据一览	13
图 28: 精准定位客户需求成为服务型企业的主要任务	13
图 29: 携程三四线城市渗透率	14
图 30: 2008-2018 年各线城市人均可支配收入增速一览	14
图 31: 各线城市消费贡献一览	14
图 32: 低线城市社零占比不断提升	14
图 33: 2016-2017 全球奢侈品消费分国别占比	15
图 34: 2017 年中国免税销售额仅占全球的 6.8%	15
图 35: 2012-2018 海南岛离岛免税增长与政策相关度高	15
图 36: 2011-2018 年 5 次免税政策调整	15
图 37: 韩国 2017 年免税行业结构一览	16
图 38: 免税龙头 Dufry 与中国国旅对比	16
图 39: 2016-2017 年 CR3 酒店市占率一览	16
图 40: 2018 年华住核心数据一览	16
图 41: 2018 年锦江股份核心数据一览	17
图 42: 2018 年首旅酒店核心数据一览	17
图 43: 2017 年中美酒店分类对比	17
图 44: 2013-2017 年中端与经济型客房数对比	17
图 45: 2015-2018 年 CR3 新增中端酒店占比	17
图 46: 二、三线城市的中端酒店价格逼近全服务型酒店	17
图 47: 市场上主要的精品主题酒店	18
图 48: 精品主题酒店对 ADR 的提升效果明显	18
图 49: 上市景区门票降价情况一览	18
图 50: 2018 年上市景区十一黄金周客流量增速一览	18
图 51: 2008-2018 年澳门博彩毛收入一览	19
图 52: 2008-2018 澳门娱乐场供给量一览	19
图 53: 目前角子机市占率一览	19
图 54: 目前 VIP、MASS 业务市占率一览	19

1. 2018 全年回顾：细分子板块涨跌差异大，龙头个股拉动整体跑赢大盘

1.1. 全年社服板块市场表现

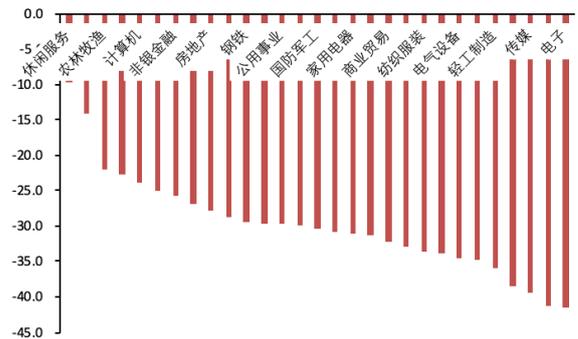
全年社服行业表现先扬后抑，上半年增速喜人，下半年表现疲软。截止至 2018 年 12 月 28 日，餐饮旅游指数下跌 10.61%，跑赢沪深 300 指数 12.31pct，在申万 29 个一级行业中排名第一。细分板块差异明显，免税、餐饮等板块强力拉动整体板块，其中龙头个股中国国旅、宋城演艺、科锐国际等涨幅喜人。整体板块 PE（TTM 整体法）为 26.53X，是上证综指的 2.32 倍，估值达到历史低位。

图 1：餐饮旅游板块跑赢沪深 300 指数



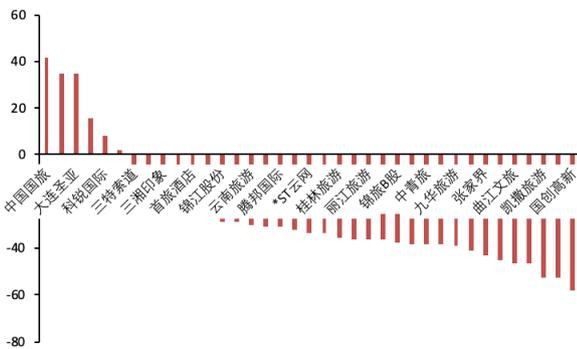
资料来源：wind、浙商证券研究所

图 2：2018 年申万 29 个一级行业中餐饮旅游排名第一



资料来源：wind、浙商证券研究所

图 3：龙头个股拉动整体板块



资料来源：wind、浙商证券研究所

图 4：2008-2018 年餐饮旅游板块与上证综指 PE 对比

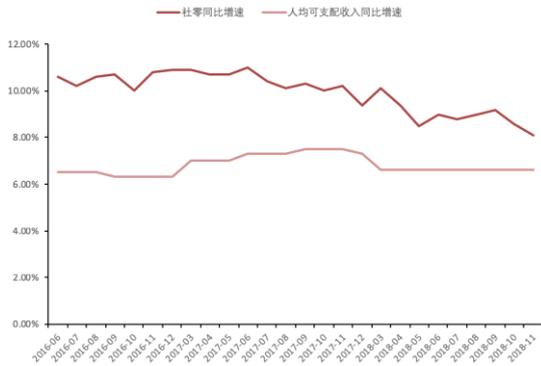


资料来源：wind、浙商证券研究所

1.2. 全年社服行业基本面情况回顾

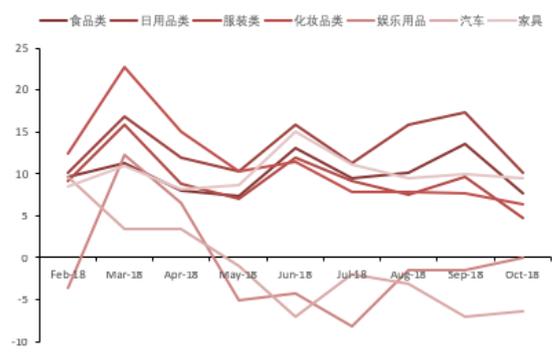
宏观经济增速放缓明显，宏观经济下行对可选旅游消费带来明显影响。自 2017 年 6 月以来社零同比增速持续下行、人均可支配收入增速趋势性放缓，地方房价受到管控，居民消费表现低迷，基础日用消费品基本不受影响，中高端可选消费受影响较大。

图 5：社零同比增速持续下行，人均可支配收入趋势放缓



资料来源：wind、浙商证券研究所

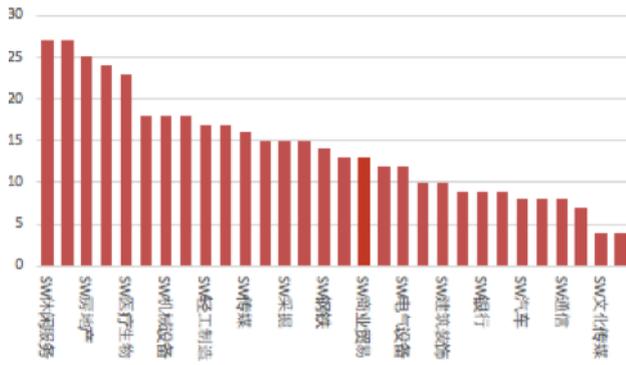
图 6：基础日用消费受影响较小，中高端可选消费受影响大



资料来源：wind、浙商证券研究所

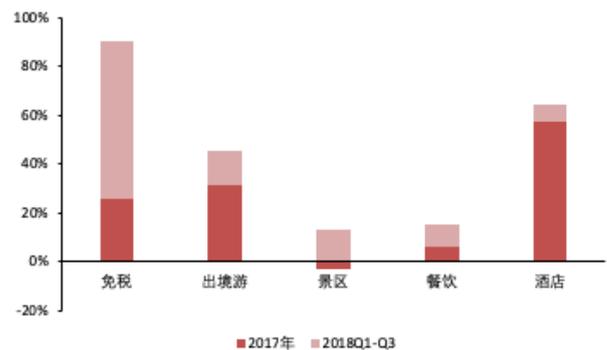
从社服行业上市公司业绩角度看，上半年行业平均增速可观，细分子板块净利润均实现增长，营收增速居于各行业前列，净利润增速居于各行业中游；下半年受经济景气程度和消费下行影响，整体行业营收规模和盈利质量有所下滑。其中，免税行业净利润增速较高，酒店行业净利润增速下降明显。

图 7：2018 年前三季度社服行业营收增速位于各行业前列



资料来源：wind、浙商证券研究所

图 8：细分子板块营收、净利润同比增速

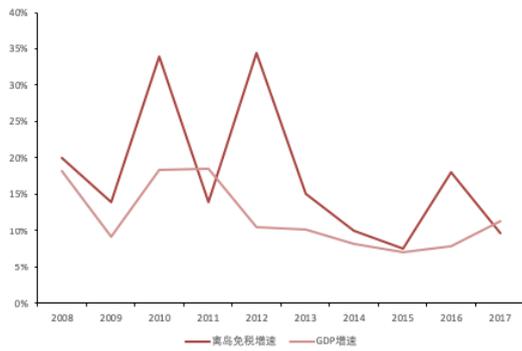


资料来源：wind、浙商证券研究所

1.2.1. 免税：海南新政策落地，单位消费、购买转化率提升冲淡基数下降

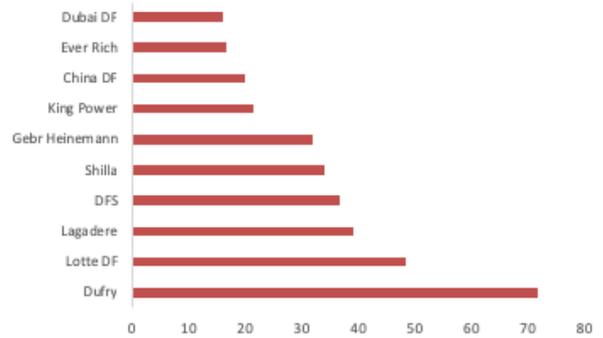
2017 年我国免税行业整体销售规模约 321 亿元，仅占全球免税销售的 6.78%，和我国相对较强的购买力不相符。我国免税行业相对较为集中，头部免税企业主要为中免集团、中出服等拥有免税牌照的企业，壁垒相对较高，规模扩张空间较大。2018 年 12 月，海南离岛免税政策第五次调整政策落地，主要内容为：1）旅客（包括岛民）每人每年累计免税购物限额提升到 30000 元；2）增加家用医疗器械如视力训练仪、助听器部分商品，限购 2 件每人。政策落地后将大幅度刺激海南省免税商品消费。

图 9：2008-2017 国内离岛免税、GDP 增速情况



资料来源：海南省财政厅、wind、浙商证券研究所

图 10：2017 各企业全球免税行业市场份额一览（亿欧元）

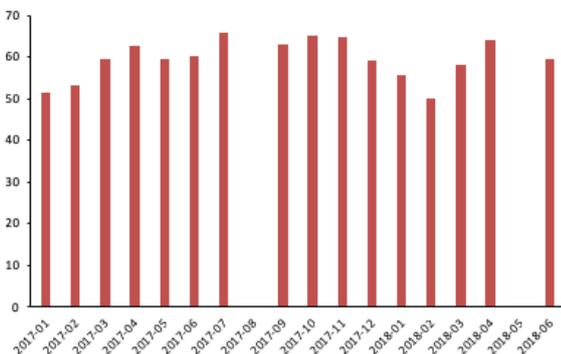


资料来源：DFE、浙商证券研究所

1.2.2. 酒店：上半年景气程度尚可，下半年受周期影响趋势下行

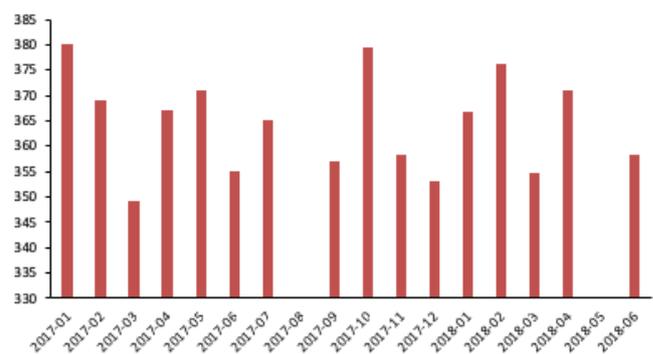
今年上半年受酒店行业景气程度受 17 年复苏影响得到延续。18 年 5 月份以来，国内民航、高铁旅客运送量开始走低，酒店核心指标出租率（OCC）从 5 月份开始趋势向下，中端酒店 RevPAR 增速趋势向下，但受提价影响下滑不明显，高端酒店 RevPAR 下滑明显。从地域上看，二三线城市中端酒店受提价及经济影响，OCC 承压严重，三季度呈现降价趋势，一线城市高端酒店 RevPAR 波动下滑，中端酒店下滑不明显。整体来看 2018 年全年酒店行业受消费下行及商旅出行减少影响提价速度放缓。

图 21：2018 年前三季度星级酒店 OCC 情况一览



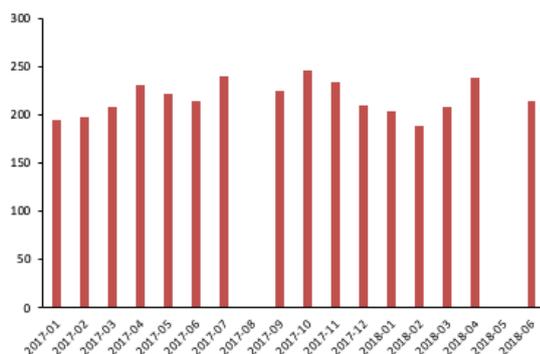
资料来源：中国饭店业协会、浙商证券研究所

图 32：2018 年前三季星级酒店 ADR 情况一览



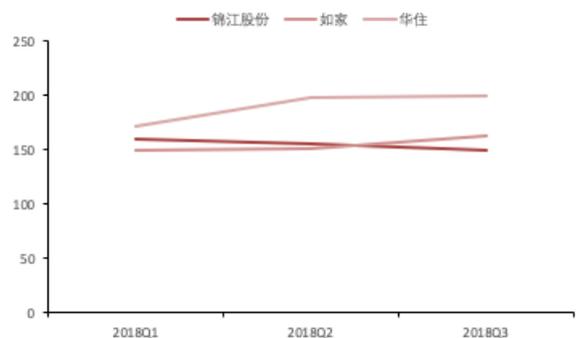
资料来源：中国饭店业协会、浙商证券研究所

图 43：2018 年前三季度星级酒店 RevPAR 情况一览



资料来源：中国饭店业协会、浙商证券研究所

图 54：2018 年前三季度 CR3 成员 RevPAR 及增速一览



资料来源：公司公告、wind、浙商证券研究所

1.2.3. 旅游、景区：国内、出境游整体增长趋势放缓，景区降价政策倒逼上市公司服务转型

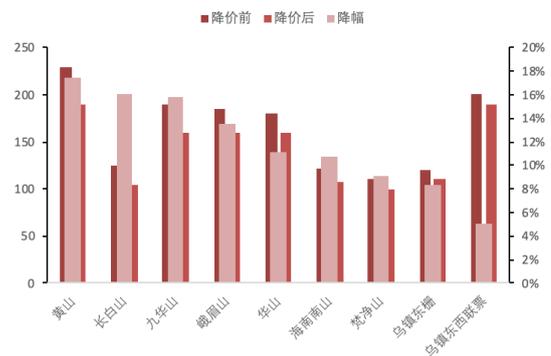
2018 年上半年国内游客人次达 28.26 亿人次，同比增长 11.4%；2018 年十一黄金周，全国共接待旅客 7.26 亿人次，同比增长 9.43%，整体游客数量增速下降明显，增速跌破 10% 大关。18 年 6 月国家发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制，降低重点国有景区门票价格的指导意见》，政策发布后，各大国有景区降费措施陆续落地，降费景区中 5A、4A 级景区占总体景区数量的一半左右。上市景区公司受整体政策影响，收入减少明显，其中将门票收入纳入营收的黄山、峨眉山受影响较大，九华山、长白山、梵净山、海南南山等受门票降价影响，客流均有所回升。受门票降价影响的景区上市公司均表示将会提高门票外服务质量，加快服务转型，增加二次计费点等提高营收和盈利质量的措施。

图 65：2008-2018 国内旅游人次及增速一览



资料来源：wind、浙商证券研究所

图 76：上市景区门票降价一览



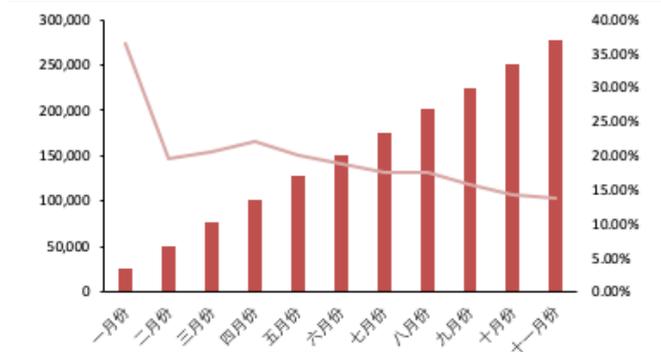
资料来源：各景区公开资料整理、浙商证券研究所

出境游方面，上半年出境游客人数为 7131 万人次，同比增长 15%，上半年增长率及规模水平相对保持复苏态势。下半年整体增速下降明显。

1.2.4. 博彩：供给端结构性调整继续，GGR 增速趋势性放缓

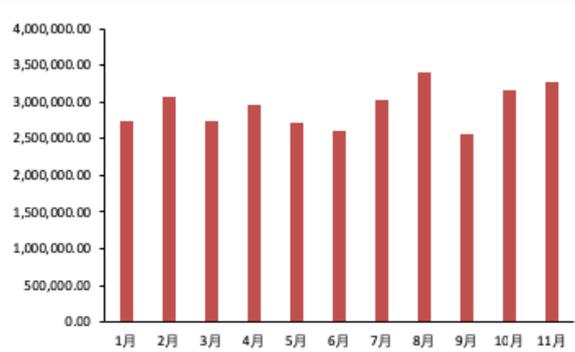
从澳门入境及过夜人数数据来看，受世界杯影响，2018 年 6 月以后整体增速下降，澳门五星级酒店出租率整体下滑，博彩行业整体 GGR 增速趋势性放缓，受博彩行业赛事影响，11 月增速有所回暖。澳门 6 家持牌上市博彩公司对自身业务的结构性调整仍在继续，整体中场、中端 VIP 业务供给增加，高端 VIP 业务减少明显。

图 87：2018 年 1-11 月博彩毛收入数据



资料来源：DICJ、浙商证券研究所

图 98：2018 年前三季度澳门入境和过夜人数增速下降



资料来源：DICJ、浙商证券研究所

1.3. 全年社服板块大事记

表 1：社服板块大事记

时间	事件
1月	三亚、桂林等南方旅游城市表现不俗，两地重点景区合计客流的增速均超过 15%，
	据国家旅游局测算，12月30日-1月1日，全国共接待国内游客 1.33 亿人次/增长 11.08%，实现国内旅游收入 755 亿元/增长 11.22%
	光大集团通过青旅集团间接持有上市公司 20%股份，公司的控股股东仍为青旅集团，但公司实际控制人将由共青团中央变更为国务院，国务院通过汇金资管和光大集团间接控制中青旅 23%股权
	张家界市武陵源区人民政府将其持有的张家界市武陵源旅游产业发展有限公司 69.6%的股权划转至经投集团。
	北京临空免税城将于 2020 年建成
	中青旅联手光大永明人寿，开展多领域业务联动
2月	据中国旅游研究院与携程的预测，春节长假出境游人次有望达到 650 万人次，同比增长约 6%。
	腾邦国际控股股东腾邦集团参与设立的并购基金苏州北冥有鱼投资中心，收购宝中投资 99.26%股权，并增资至 99.46%。
3月	国旅取得日上（上海）51%股权，由此间接取得浦东机场 T1 免税店经营权
	同程艺龙计划下半年在香港 IPO，募集 10-15 亿美元。
	携程或以 CDR 方式回归 A 股，上市简单发行成本低
4月	国旅近期召开董事会，审议通过设立合资公司经营青岛新机场免税业务、协议受让北京驻华外交人员免税店有限公司、整合日照地区免税企业等议案
	海南省提出将建自贸区自贸港，强调要实施更加开放便利的离岛免税购物政策
	4月8日，财政部等五部门发布《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》，对进境免税店招投标进行规范
5月	众信收购竹园剩余股份，加强整合增厚全年业绩。
	中国游客重回韩国扫货，萨德事件影响减弱
	岭南控股同业交易平台正式上线，打造规范化智能交易生态圈
	5月17日，海底捞向港交所递交上市申请
	中免集团5月31日发布新闻，与皇权集团（香港）成功合作，获得澳门国际机场为期五年的免税经营牌照
	首旅拟出售燕京饭店少数股权
6月	腾邦国际拟收购喜游国旅
	受世界杯催化，俄罗斯线路人次大涨。

	众信收购竹园 30% 剩余股权，增厚业绩提升资源优势
	黄山拟参与受让太平湖部分股权，外延项目迈出实质性步伐。
	6 月 28 日，国家发展改革委发布了关于完善国有景区门票价格形成机制，降低重点国有景区门票价格的指导意见。
	6 月 25 日，美团点评向港交所递交上市申请，
7 月	中国旅游研究院、携程旅游大数据联合实验室共同发布《2018 年暑期旅游大数据预测报告》。
	中免香港国际机场烟酒免税店开业
	国旅中标上海机场免税店
	腾邦拟收购九州风行
8 月	云南旅游推进收购文旅科技
	2018 年上半年我国国内旅游达到了 28.26 亿人次，同比增长 11.4%，国内旅游收入 2.45 万亿，同比增长 12.5%，假日旅游增幅较大，
	多地国有景区门票降价
9 月	中国国旅正式签约上海机场免税店
	第五届四川国际旅博会“嘉定坊之夜”暨尼泊尔风情周启动仪式在嘉定坊举行，标志着中青旅与乐山市政府合作的首个项目实质性的成果的落实推进
	中青旅与徐州市政府合作开发文旅、会展、体育、健康等产业
	首旅如家联合春秋集团，布局机场连锁酒店新品牌
	杭黄高铁近日进入联调联试阶段，预计 12 月通车运营。
	发改委要求具有公益属性的国有景区在十一前降低门票价格
10 月	浦东机场严查代购，规范跨境电商
	桂林旅游下调门船票价，长白山景区门票降价
	中免注册上海市内店公司，拟于澳博上葡京开设市内店。
	国务院印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》的通知，提及将制定出台海南建设国际旅游消费中心实施方案
	海南省旅游委披露下半年海南将以落实《国际旅游消费中心实施方案》为核心，推动海口市免税店开业、琼海免税店开工
	腾邦国际公告有意向以现金或发行股份相结合的方式收购上昂投资中心（有限合伙）持有的上海巧趣文化旅游有限公司 60% 的股权
	国务院设立海南自贸区，推进全岛建设与改革开放
	中国国旅控股股东中旅集团与海南国资委签署股权无偿划转协议，以中国国旅 2% 的股权换取海免 51% 股权。
11 月	上海进博会开幕，凯撒与皇家加勒比、英航签约

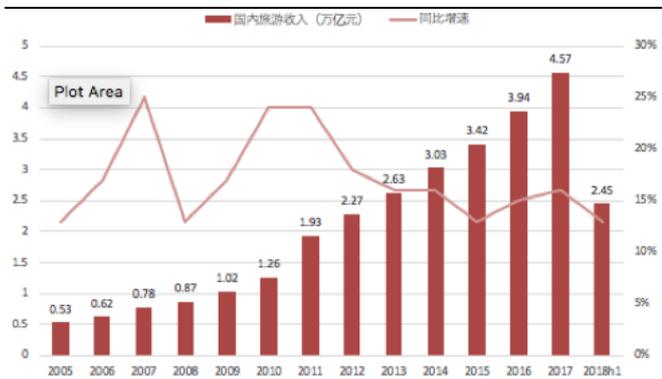
12月	财政部等三部门调整离岛免税政策，将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到30000元，不限次，同时增加部分家用医疗器械商品
	经海关批准，上海虹桥国际机场进境免税店于2018年12月9日正式开业
	中青旅与光大设立消费金融公司
	黄山续签机场合作协议
	国旅参与土地竞拍，拟建海口市内店
	长白山签署托管补充协议，降低门票降价影响
	杭黄铁路25号起开通，黄山明年客流有望迎来反弹。

资料来源：浙商证券研究所

2. 2019年展望：两级分化消费结构下的防御性基本面

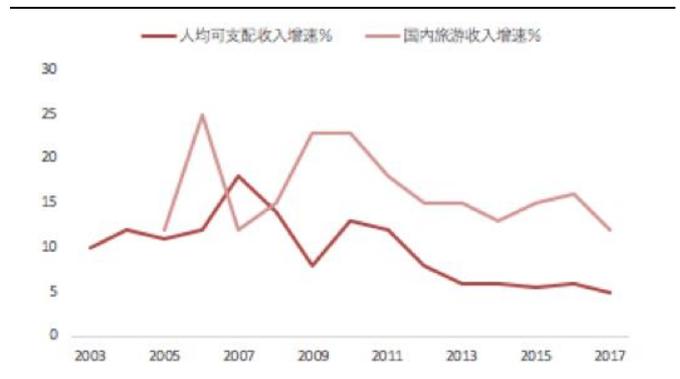
纵观2018全年，整体社会服务行业呈现先扬后抑的局面。上半年社服各行业呈现向好趋势，整体复苏延续趋势明显，但后劲明显不足，上半年人均可支配收入增速数据为19770元，同比增长7.9%，显著低于2017年同比增速，外加贸易战、P2P、棚改等叠加效应，下半年消费行业整体显现颓势。社服各子行业中酒店反应明显。从社零数据来看，整体增速滞后人均可支配收入约1-2个季度，呈现趋势向下态势。基础与中高端消费对比中，整体基础消费品受影响较小，高端可选消费中，奢侈品消费受影响较小。

图 109：2008-2018 国内旅游收入、增速一览



资料来源：wind、浙商证券研究所

图 20：2008-2018 人均可支配收入增速及国内旅游增速



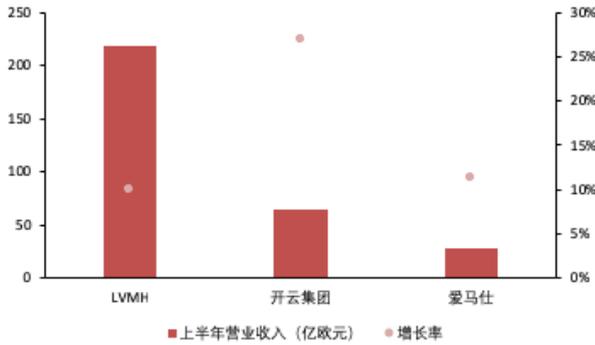
资料来源：wind、浙商证券研究所

我们认为，2019年人均可支配收入提升的边际增量空间有限，整体社服消费正处于结构性调整时期，两极分化将开始拉开。中高端消费品中，轻奢、中端的概念在下沉的三四线城市中将很难形成风潮，奢侈品消费以及高端旅游消费将维持现有态势。在两级分化的消费结构下，1) 高端及奢侈品消费将不受过多影响，国家将通过大力发展免税行业回收海外消费；2) 细分的消费需求将更加细化，中端服务消费将实现转型升级，各子板块在细分领域可能存在增长机会；3) 一二线城市消费增长趋缓，三四线城市消费能力增长迅速，需求端呈现新生力量。

2.1. 奢侈品消费逆势上涨，海外消费回收利好免税行业

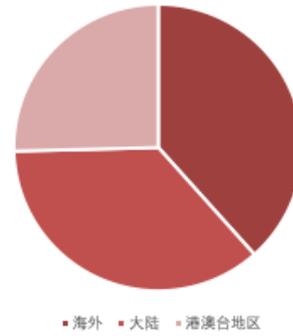
2018年奢侈品消费延续2017年整体复苏态势，在消费大趋势向下的大背景下，整体奢侈品消费呈现逆势上涨，2018年半年报LVMH集团、开云集团、爱马仕集团实现营业收入218、64.32、28.53亿欧元，同比上涨10%、26.8%、11.2%，其中亚太地区分别实现31%、48%及14.9%的增长，三家年报均提到中国市场起到关键推动作用。

图 21：2018H2 三家奢侈品集团收入及增速一览



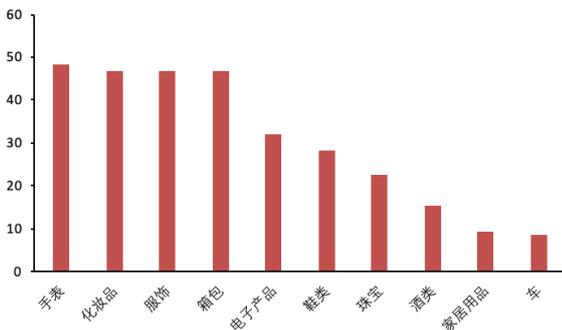
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 22：2018 年中国消费者购买奢侈品渠道统计



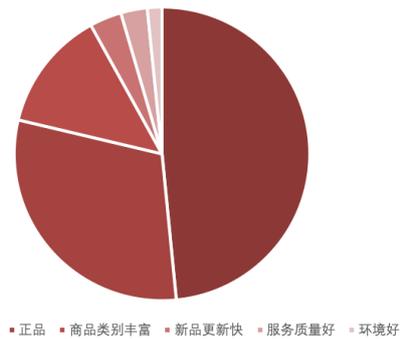
资料来源：久奢网、浙商证券研究所

图 23：各品类奢侈品消费占比



资料来源：久奢网、浙商证券研究所

图 24：中国消费者海外购买消费品的原因



资料来源：久奢网、浙商证券研究所

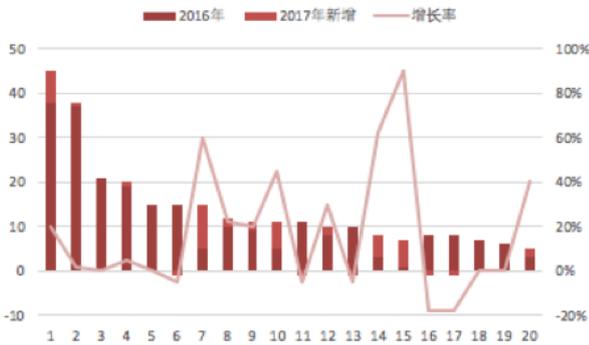
自2000年开始，中国消费者的购买力在全世界有目共睹。据久奢网统计，中国消费者奢侈品消费占全球的46%，自海外及港澳台渠道进行奢侈品消费占总奢侈品消费的60%以上，有将近50%的购买原因为价格优惠。其中手表、珠宝等单位价值较高的商品占比较高，化妆品、女性服饰等相对价低量大的消耗品占比位于前列。国家的“十三五”规划中明确指出引导海外消费回流这一举措，在规划引领下，大力发展免税行业是引导消费回流的重要手段。

我们认为，政策扶持下的免税行业将对外流的海外消费起到重要的回收作用，新的离岛免税政策的落地将极大地刺激海南免税消费，免税行业将步入整合发展快车道。

2.2. 细分消费趋势明显，服务类消费转型升级

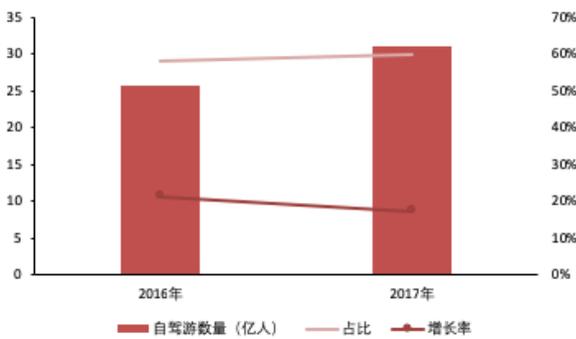
近几年，随着人均可支配收入的不断提升，居民生活水平的不断提高，人们对消费品质及生活质量的要求也不断提升。在不同的消费领域出现按需精准划分的消费类型。酒店行业不断涌现各式各样的精品酒店、主题酒店及功能型酒店以满足不同类型客户的需求；餐饮行业各式细分类型的餐饮形式不断涌现，借助网络渠道达到品宣效果的细分类别、网红酒店层出不穷；国内旅行社推出的适合不同人群、不同旅行需求的各式精品游路线，精准定位客户，瓜分细分市场。

图 25：2016-2018 精品酒店数量及增速一览



资料来源：迈点研究院、浙商证券研究所

图 27：2018 年各类精品自驾游占比数据一览



资料来源：驴妈妈、浙商证券研究所

图 26：网红酒店、主题酒店层出不穷（以亚朵酒店为例）



资料来源：亚朵官网、浙商证券研究所

图 28：精准定位客户需求成为服务型企业的主要任务



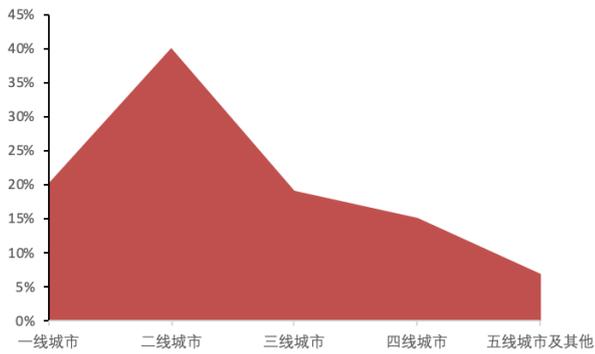
资料来源：迈点研究院、浙商证券研究所

我们认为时至今日，我国的消费需求已经由粗放、统一的同质化需求向细分、个性的精细化需求转变，这一趋势迫使社会服务行业整体向更高水平的、更加精细化的、更具细分特色的服务类型升级，这一趋势在 2019 年将进一步推进。

2.3. 地域性消费下沉，三四线城市消费增长迅速

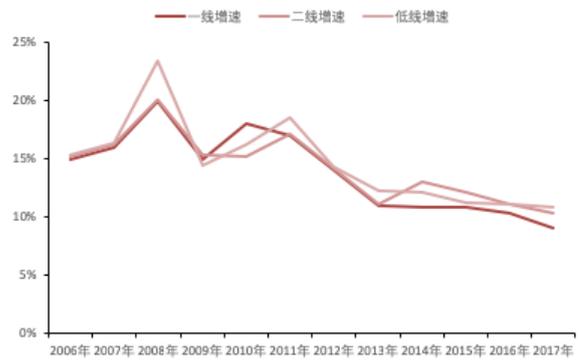
近两年来，地域性的财富积累呈现阶梯状向下递延，整体财富积累不平衡，其原因有三：1) 一、二线城市较高的生活成本对财富积累的削弱作用十分明显；2) 一、二线城市整体基建、棚改初步完成，受益于棚改货币补贴的新兴中产阶级增量有限；3) OTA 平台削减了地域之间的距离成本，无差异化的互联网服务进一步缩小地域之间的消费供给差异。之所以称之为地域性的财富下沉，主要体现在从地域划分上看，整体从东部沿海向中部内陆延伸，西部地区部分受益。

图 29：携程三四线城市渗透率



资料来源：携程、浙商证券研究所

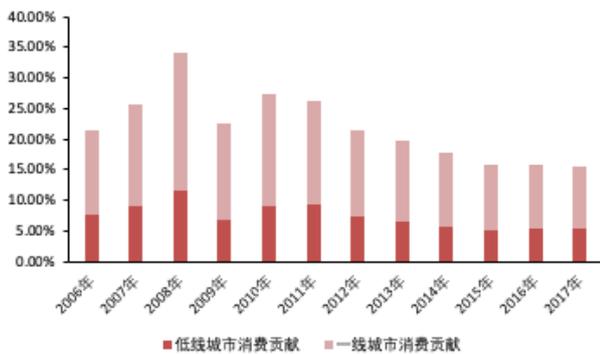
图 30：2008-2018 年各线城市人均可支配收入增速一览



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

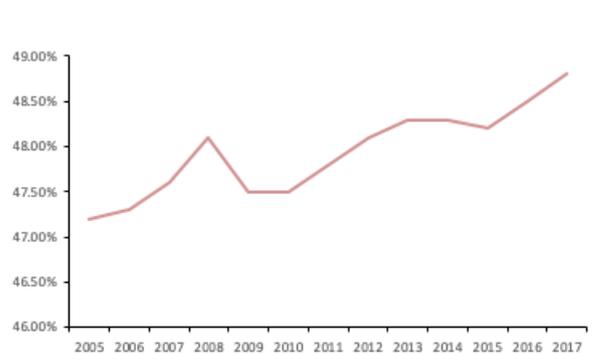
从各细分板块来看，一二线城市在高端可选的社服消费如出境游、免税购物、高端星级酒店消费等方面的需求已开始放缓，三四线城市整体消费需求增长明显。

图 31：各线城市消费贡献一览



资料来源：wind、浙商证券研究所

图 32：低线城市社零占比不断提升



资料来源：wind、浙商证券研究所

3. 各子板块：积极配置具有行业红利的龙头企业

3.1. 免税：政策开放下的中高端消费外流回收

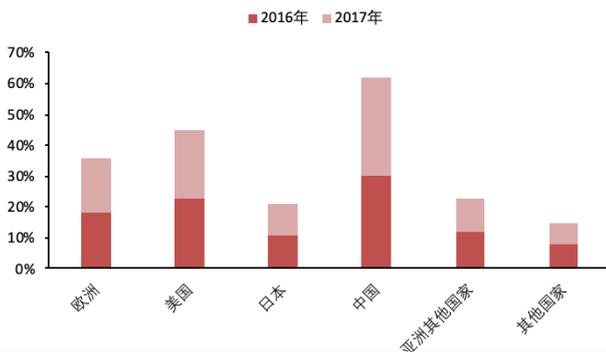
3.1.1. 免税行业将成为引领社服板块的主要动力

我们认为免税行业将在未来几年高速发展，成为引领社服板块向前的主要动力，其原因有二：1) 背靠中国游客强大的购买力，大力发展免税业促使外流高端奢侈品消费回流；2) 政策不断支持下，海南将成为免税行业的桥头堡，在将把海南建设成为国际旅游消费中心的大背景下，各项政策必然向其倾斜。

1) 庞大的外流奢侈品消费与较小占比的免税商品销售额不相符

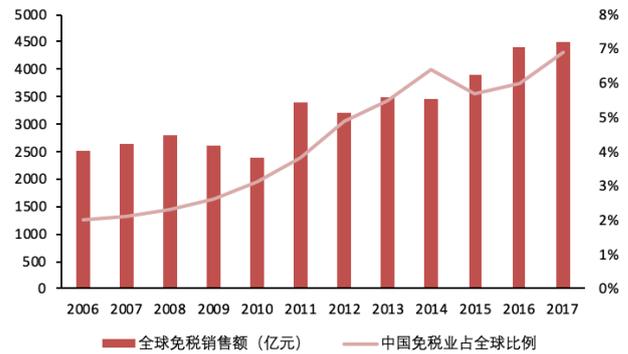
我国是奢侈品消费大国，2017 年全年中国消费者奢侈品消费占全球的 46%，自海外及港澳台渠道进行奢侈品消费占总奢侈品消费的 60%以上；而免税商品销售额，2017 年全球达到约 4733 亿人民币，中国仅为 321 亿人民币，占全球的 6.8%。巨大的中高端消费外流，造成我国免税行业发展不充分，不成熟。随着政策的不断完善、免税行业将获得巨大的政策红利，未来成长空间广阔。

图 33：2016-2017 全球奢侈品消费分国别占比



资料来源：产业信息网、浙商证券研究所

图 34：2017 年中国免税销售额仅占全球的 6.8%

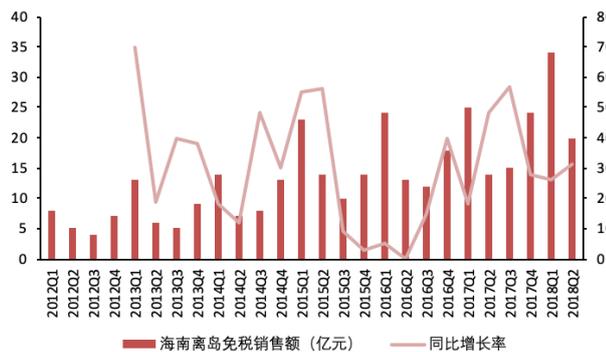


资料来源：DFE、浙商证券研究所

2) 政策不断开放, 对免税销售额产生强烈促进作用

免税行业为政策导向型行业, 每一次利好政策的出台对整体免税行业的销售额 提振效果明显。海南岛离岛免税政策从 2011 年 4 月颁布至今, 调整了 5 次, 每一次调整基本都包含提高免税额度、次数限制及购买商品种类等, 每一次调整对免税销售额都产生了强烈的促进作用。

图 35：2012-2018 海南岛离岛免税增长与政策相关度高



资料来源：海南省财政厅、浙商证券研究所

图 36：2011-2018 年 5 次免税政策调整

时间	主要内容
2011年4月	免税额5000元, 岛内居民1次, 非岛内居民2次
2012年12月	免税额度提升至8000元
2015年3月	放宽商品单次购物数量
2016年2月	取消非岛内居民购物次数, 免税限额提升为16000元
2017年1月	增加火车离岛窗口
2018年12月	免税限额提升至30000元不限次数

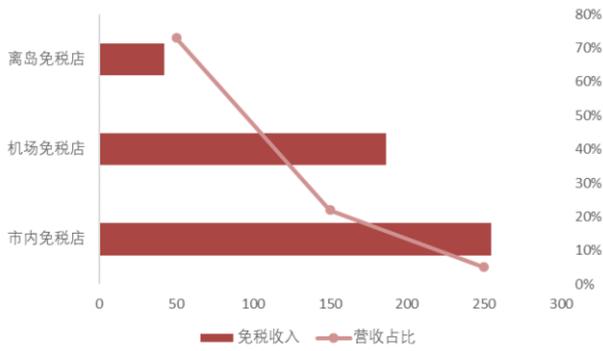
资料来源：浙商证券研究所

3.1.2. 中国国旅：外延+内生式规模扩张, 行业整合目标全球第一

在整合日上中国及日上上海后, 中国国旅的行业整合初告段落。上海浦东+虹桥机场、北京首都机场免税收入的并入进一步扩大了中国国旅的收入规模, 海南海棠湾免税店的免税收入也处于稳定增长阶段。今年, 中国国旅与海免集团签订换股约定, 未来将海口美兰机场纳入免税版图, 进一步消除同业竞争, 扩大营业规模。

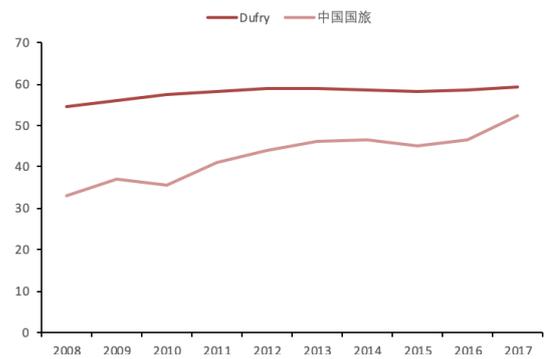
中免集团目前的营业范围包含了绝大多数的机场免税店、港口免税店及口岸免税店, 外加海南岛海棠湾免税购物中心, 19 年我们着重关注中免市内免税店业务的推进程度。目前, 我国一共开设市内免税店 13 家, 中出服运营 12 家, 1 家归属港中旅旗下中侨运营。2017 年韩国免税店市场规模 848.3 亿元人民币, 其中市内免税店占 70%, 中国大陆消费占 60%。对比相对比较发达的韩国市内免税行业, 我国市内免税行业还有较大的增长空间。2018 年 10 月, 中免成立上海中免市内免税店公司, 打响进军市内免税行业第一枪, 未来, 市内免税行业将进一步推动公司内生增长。

图 37：韩国 2017 年免税行业结构一览



资料来源：DFE、浙商证券研究所

图 38：免税龙头 Dufry 与中国国旅对比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

对比国际免税巨头 Dufry 的发展历程，规模扩张将带来毛利率逐步提升效应。近年，中国国旅不断扩张营业规模，整体毛利率稳步提升，目前，中免毛利率水平为 52.5%，同比增长 6.8%。Dufry 2017 年实现免税营业收入约 358 亿元人民币，免税毛利率约 68%，无论从毛利率还是收入规模，中国国旅都有相当大的成长空间。

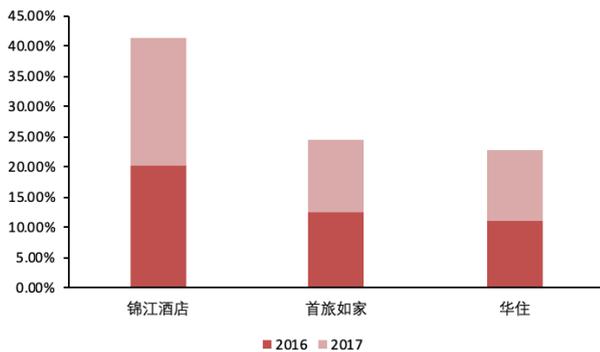
3.2. 酒店：CR3 三足鼎立的格局日趋稳定，细分需求引发行业关注

3.2.1. 龙头市占率进一步提升，行业景气程度下降

2018 年下半年，整体酒店景气程度呈现下降趋势，OCC 整体增速下滑，ADR 增长维持在上半年水平，整体 RevPAR 保持了小幅增长。从供需上看，我们认为酒店行业整体供给还是较为充分，特别是高端酒店供给较为过剩，预计 OCC 明年将进一步回落；从宏观经济看，当前 PMI 商务活动指标呈现向下趋势，预计 ADR 将滞后于 OCC 的下降而下降。

CR3 三足鼎立的格局日趋稳定，CR3 市占率稳步提升，中端酒店改造进展也好于预期，19 年主要关注 CR3 盈利能力的改善及中端酒店改造进度。

图 39：2016-2017 年 CR3 酒店市占率一览



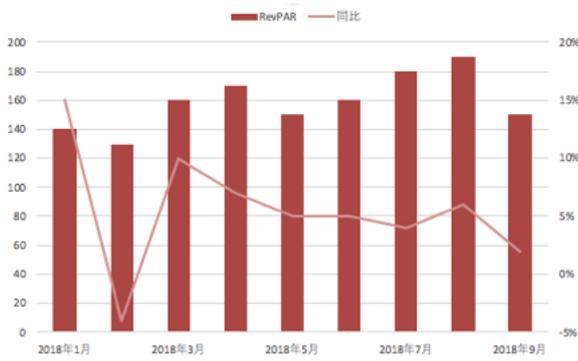
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 40：2018 年华住核心数据一览



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 41：2018 年锦江股份核心数据一览



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 42：2018 年首旅酒店核心数据一览

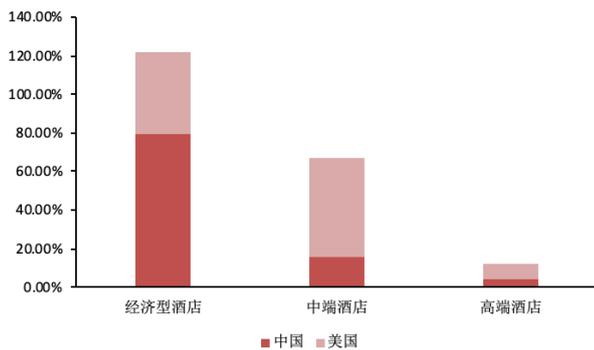


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.2.2. 中端困局：三线城市中端酒店定位困难，关注细分市场的需求

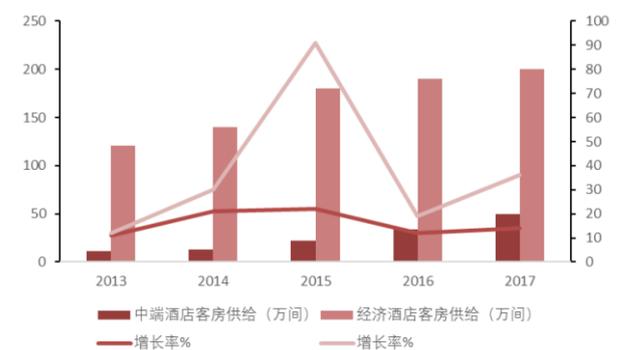
从 2016 年开始，各大酒店集团在供给端开始结构性调整，减少经济型酒店供给量，向中端有限服务型酒店转型。2017 年我国中端酒店占比 15.64%，远低于美国中端酒店占比 37.6%。随着人均可支配收入的增长，旅客对住宿的软要求越来越高，中端酒店呈现供需失调的状态。各大酒店集团纷纷对旗下酒店品牌进行整合，增加中端酒店供给。

图 43：2017 年中美酒店分类对比



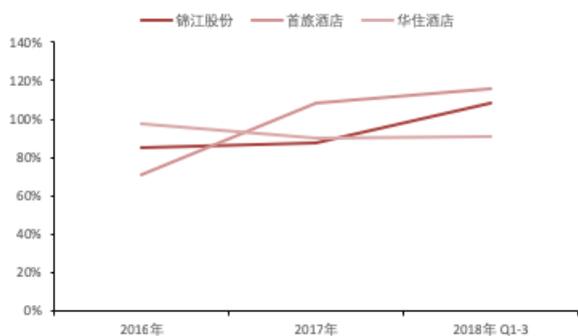
资料来源：美国酒店业协会、中饭协、浙商证券研究所

图 44：2013-2017 年中端与经济型客房数对比



资料来源：中饭协、浙商证券研究所

图 45：2015-2018 年 CR3 新增中端酒店占比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 46：二、三线城市的中端酒店价格逼近全服务型酒店



资料来源：携程、浙商证券研究所

2018年各酒店集团对中端酒店，特别是三四线城市的中端酒店改造进度有所放缓，我们认为中端酒店在三四线城市的定位相对比较尴尬，价格波动幅度也相对较大。一些三四线城市的中端有限服务酒店的ADR已经逼近高端全服务酒店。

另外，精品酒店、主题酒店成为今年的行业热门，亚朵、锦江等酒店集团纷纷推出具有主题特性、契合细分市场需求的主题酒店类型，引起市场关注。精品、主题酒店能通过附加服务提高ADR，改善边际盈利质量，提升客户粘性，但无法实现在保证质量的前提下进行大规模的复制。锦江推出的喆啡品牌就是基于咖啡主题的连锁中端酒店，在规模复制上进行了尝试，但不同区域同质性的问题任然存在，无法将精品、主题酒店的特点转化为客户粘性。今年8月份，华住斥资4.63亿收购精品主题酒店花间堂，完善了自身在精品、细分酒店市场的不足。

图 47：市场上主要的精品主题酒店

大酒店集团旗下的主题酒店	个体型主题酒店
喜来登：南山休闲会馆	亚朵酒店
华住酒店：CitiGO	MGM
锦江国际酒店集团：鼓浪、丽枫、潮漫、希岸	花间堂
华特迪士尼集团：迪士尼主题酒店、玩具总动员酒店	杭州西溪悦榕庄
	书香府邸
	安缦
	悦心
	威尼斯酒店
	曼德勒海湾酒店

资料来源：浙商证券研究所

图 48：精品主题酒店对 ADR 的提升效果明显

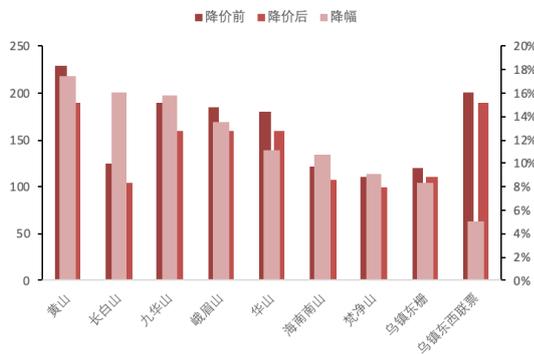
	标准间	大牌	无早	免费	品牌	不同标准	¥918
	标准间	大牌	无早	免费	品牌	不同标准	¥938
	标准间	大牌	无早	免费	品牌	不同标准	¥1029
	标准间	大牌	无早	免费	品牌	不同标准	¥1055
	(自营)	大牌	无早	免费	品牌	不同标准	¥406
	标准间	大牌	无早	免费	品牌	不同标准	¥918
	标准间	大牌	无早	免费	品牌	不同标准	¥1136

资料来源：携程、浙商证券研究所

3.3. 景区：国有景区降费政策利空出尽，消费下行对国内游影响有限

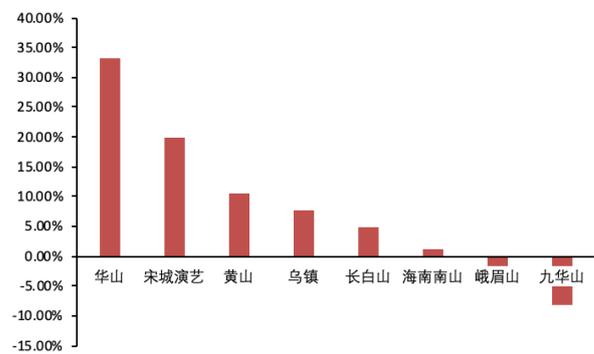
2018年上半年国内旅游人次28.26亿人，同比增长11.4%，十一黄金周接待游客数量7.26亿人，同比增长9.43%，整体增速有所下降，下降幅度不大；国家发改委印发的门票降价指导意见，截止至9月28日，先后有981个景区公布降价措施，其中黄山、长白山、九华山门票下调幅度较大。由于只有黄山和峨眉山将门票收入计入营业收入，因此行业整体业绩受门票下降影响较小，相反，门票降价在一定程度上刺激客流回升，对业绩提升起到正面作用。

图 49：上市景区门票降价情况一览



资料来源：各景区公告、浙商证券研究所

图 50：2018 年上市景区十一黄金周客流量增速一览



资料来源：各景区公告、浙商证券研究所

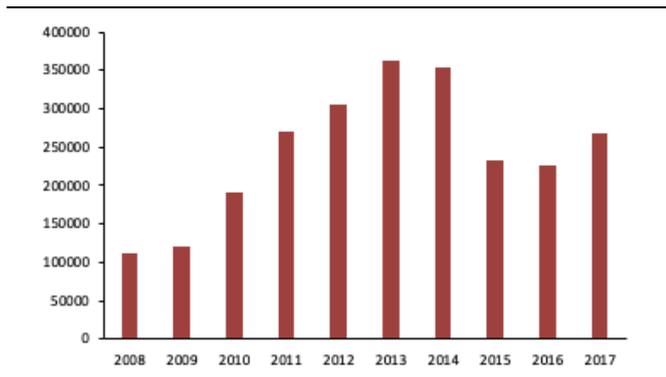
我们认为，随着各大旅游风景区的交通基建不断完善，叠加门票价格下降的刺激作用，整体国内游游客体量应能维持前两年的增速。相比依靠单一景区发展的上市景区企业，我们更加看好多点布局的景区上市公司及人工休闲景区

类上市公司：1) 多点布局的景区上市公司受单一景区的影响较小；2) 人工休闲景区便于复制且能享受到碎片化假期红利。因此，我们相对比较看好景区多点布局的三特索道，以及能成功复制、创造内生增长的宋城演艺。

3.4. 博彩：消费下行对行业影响较小，政策稳定格局下提高市占率成为主旋律

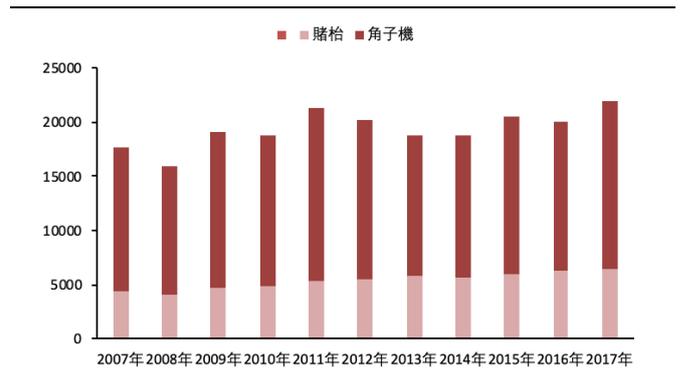
从行业历史来看，经济下行对澳门博彩行业的影响比较有限，行业业绩对政策和非幸运博彩的博彩类别敏感性较大。行业 6 大持牌幸运博彩公司运营相对稳定，截止至 2018 年 3 季度，澳门共计娱乐场 41 家，娱乐台 6598 张，角子机 17218 台，总体供给量小幅提升。从供给结构上看，6 家持牌博彩公司均采用扩张高端中场战略，中场占比不断提升。

图 51：2008-2018 年澳门博彩毛收入一览



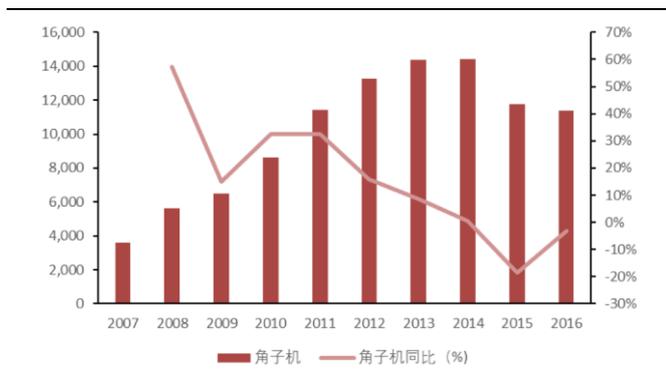
资料来源：DICJ、浙商证券研究所

图 52：2008-2018 澳门娱乐场供给量一览



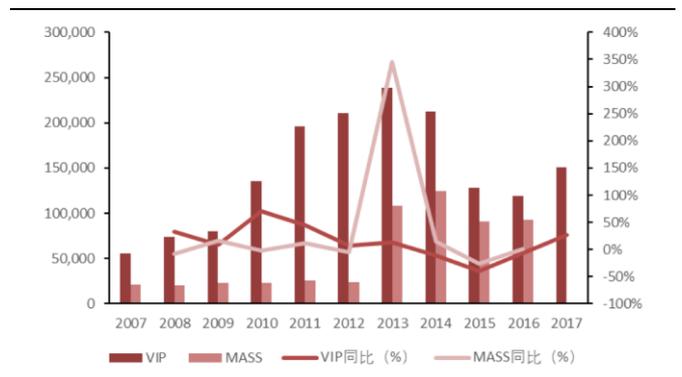
资料来源：DICJ、浙商证券研究所

图 53：目前角子机市占率一览



资料来源：DICJ、浙商证券研究所

图 54：目前 VIP、MASS 业务市占率一览



资料来源：DICJ、浙商证券研究所

我们认为 19 年，在政策稳定的前提下，看好市占率稳定扩张的持牌博彩公司。目前，角子机业务市占率较高的为澳博和金沙，分别占 39.28%，27.23%；VIP 业务占比较高的为永利和银河，分别占 22.29%，25.58%。19 年银河、澳博、新濠都将新建物业，提高市占率，对营收提振将起到一定的促进作用。

4. 投资建议及风险提示

个股配置方面，我们推荐关注享受政策红利及背靠巨大免税消费市场的中国国旅，作为中国免税龙头，17 年开始整合行业，逐步消除同业竞争。18 年，控股股东中旅集团已经将获得海免 51% 股权并承诺将注入中国国旅，未来海免并表将带来将近一个亿的归母净利润。建议关注；景区板块，我们建议关注具有多景区运营经验、景区复制能力较强的企业，推荐关注宋城演艺、三特索道。宋城演艺在未来 3 年都将会项目落地，采取轻重结合，一二线与三四线城市扩张并举的策略，未来业绩将进一步提升。

风险提示：关注政策变化、汇率大幅波动及相关上市公司项目推进不达预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>