



投资评级:增持(调高)

社会服务行业专题报告

至暗时刻已过，触底反弹开始

——2019 年年报及 2020 年一季报分析

最近一年行业指数走势



联系信息

陶冶

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

陈俊希

联系人

chenjunxi@ctsec.com

021-68592286

相关报告

● 社零增速放缓，社会服务受疫情影响明显

过去的 2019 年，社零增速降至 2003 年以来的最低值，2019 年 4 月和 10 月触底至 7.2%，而后 11 月/12 月维持 8% 的低增速，2020 年一季度受疫情影响，2020 年 2 月社零增速为 -20.5%，3 月为 -15.8%。而我们重点覆盖的 40 家社会服务个股在 2019&2020Q1 同样表现不佳，2019 年合计实现营收 1,529 亿元，同比增长 1.46%，实现归母净利润 105 亿元，同比增长 -5.93%。2020Q1 实现营收 197 亿元，同比 -45.39%，实现归母净利润 -14 亿元，同比 -136.9%。过去的 5 个季度，尤其是疫情期间，社会服务板块已进入了至暗时刻。

● 化妆品成最佳“避风港”，旅游产业链受影响明显

经过对子行业分析，我们发现覆盖公司中化妆品板块受疫情影响较小，虽然线下零售受到疫情冲击，但随着物流快速恢复，线上零售能够部分弥补线下销售额；而旅游产业链中的免税、酒店、景区等行业则受影响较大，目前刚刚开始触底反弹。具体来看，免税龙头中国国旅 2020Q1 实现归母净利润 -1.20 亿元 (-105.21%)，业绩修复还需看国外疫情及海南旅游情况；酒店板块一季度入住率下滑至 35% 以下，复工及各地管控放松，人员流动加快对酒店板块逐渐形成利好；化妆品受疫情影响相对较小，疫情缓和后，线上线下购物节增多，加之地方政策及直播带货等多种促进消费措施，偏必需属性的化妆品板块有机会回补疫情期间的销售空缺；国内游经过“五一”小长假验证，未来有持续放开趋势；出境游则重点看全球疫情发展，目前仍不明朗。

● 重点推荐

我们重点推荐疫情后快速复苏的旅游产业链龙头，建议关注首旅酒店、锦江酒店、中国国旅；另外，化妆品板块受疫情影响相对较小，未来购物节及消费促进措施有望持续推动美妆消费，建议关注珀莱雅。

● 风险提示：宏观经济回暖不及预期，疫情发展不确定。

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (05.08)	EPS (元)			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600258	首旅酒店	155.47	15.74	0.90	0.21	0.91	17.49	74.95	17.30	增持
600754	锦江酒店	269.75	28.16	1.14	0.75	1.32	24.70	37.55	21.33	增持
603605	珀莱雅	285.08	141.64	1.95	2.36	3.08	72.64	60.02	45.99	增持
601888	中国国旅	1,809.55	92.68	2.37	1.04	2.77	39.11	89.12	33.46	增持

数据来源：Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

内容目录

1、 2019&2020Q1 概述：可选消费的至暗时刻.....	3
2、 子行业分析：化妆品成优良“避风港”，旅游产业链受影响明显.....	6
2.1 免税：疫情影响趋于消散，政策加持前途依旧光明.....	6
2.2 酒店：疫情影响重灾区，已经开启复苏进程.....	7
2.3 化妆品：疫情下相对安全的“避风港”.....	8
2.4 国内游：“五一”过后旅游市场逐渐恢复正常.....	9
3、 覆盖公司业绩.....	11

图表目录

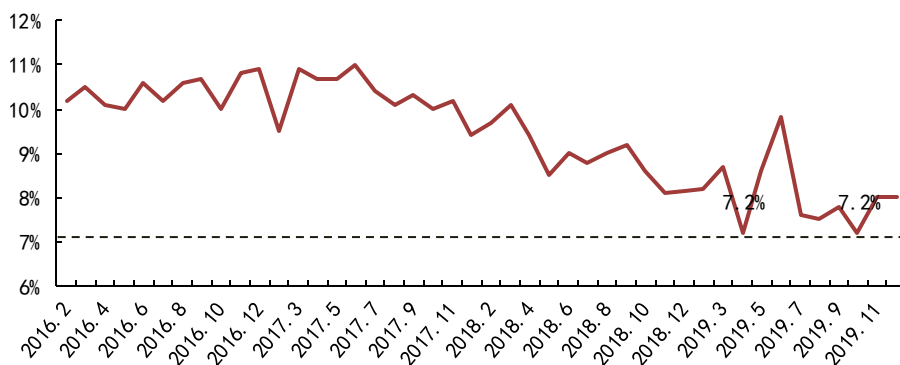
图 1：2019 年我国社零增速单月最低 7.2%.....	3
图 2：覆盖公司在 2019.1-2020.4 股价变化（收盘价，总股本加权平均）..	3
图 3：覆盖公司在 2019.1-2020.4PE 持续回调（历史 TTM 整体法，剔除负值）4	
图 4：覆盖公司涨跌幅前 20（2019.1-2020.4）.....	4
图 5：覆盖公司 2019 年营业收入变化情况.....	4
图 6：覆盖公司 2019 年归母净利润变化情况.....	4
图 7：覆盖公司 2020Q1 营业收入变化情况.....	5
图 8：覆盖公司 2020Q1 归母净利润变化情况.....	5
图 9：覆盖公司 2019 年扣非归母净利润变化情况.....	5
图 10：覆盖公司 2020Q1 扣非归母净利润变化情况.....	5
图 11：三亚海棠湾免税店进店旅客数量较快上涨.....	6
图 12：三亚海棠湾免税店购物旅客数量较快上涨.....	6
图 13：三亚海棠湾免税店客单价稳健上涨.....	6
图 14：中国国旅 2019 年业绩增长良好.....	7
图 15：中国国旅 2020Q1 业绩受疫情影响.....	7
图 16：锦江酒店 2019 年业绩增速下降.....	8
图 17：首旅酒店 2019 年扣非归母净利润负增长.....	8
图 18：化妆品消费在 2019 年整体保持较高增速.....	8
图 19：珀莱雅 2019 年业绩表现优异.....	9
图 20：珀莱雅 2020Q1 业绩总体稳健.....	9
图 21：2019 年国内旅游市场表现不佳.....	9

表 1：覆盖公司业绩一览.....	11
-------------------	----

1、2019&2020Q1 概述：可选消费的至暗时刻

从宏观层面来看，过去的 2019 年，社零增速降至 2003 年以来的最低值，2019 年 4 月和 10 月触底至 7.2%，而后 11 月/12 月维持 8% 的低增速，2020 年一季度受新冠疫情影响，2020 年 2 月社零增速为 -20.5%，3 月为 -15.8%。在经济下行和新冠疫情的影响下，包括可选消费在内的大消费板块已到至暗时刻。

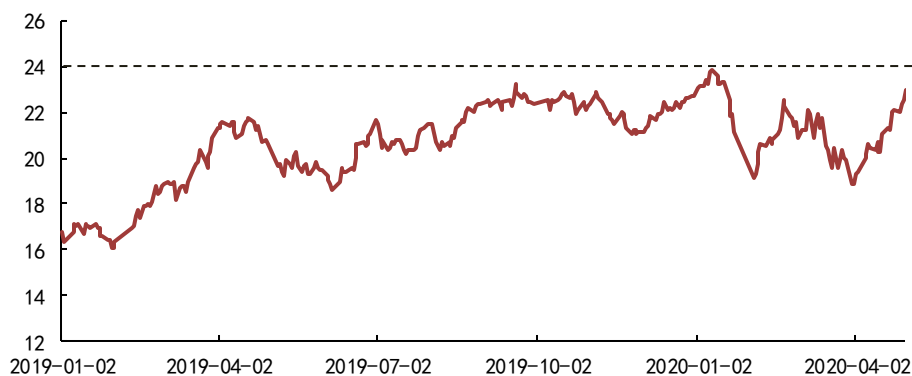
图1：2019年我国社零增速单月最低7.2%



数据来源：Wind, 财通证券研究所

反映在 A 股市场，我们重点覆盖的约 40 家社会服务个股在 2019 及 2020 前 4 个月呈现出波动态势。在 2020 春节后至 3 月底呈现下行趋势，后在 4 月份维持良好的上升趋势。

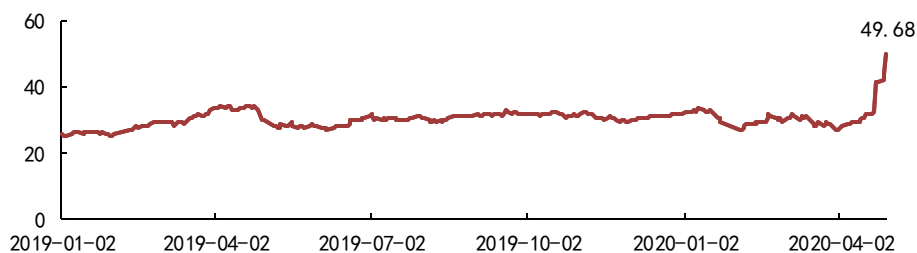
图2：覆盖公司在2019.1-2020.4股价变化（收盘价，总股本加权平均）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

而从估值角度来看，从 2019 年 1 月到 2020 年 4 月，覆盖公司的 PE 在 2019 全年维持在 30x 附近，从 4 月份开始，随着一季报相继公布，覆盖公司的估值有所提升，目前是在 50x 左右。

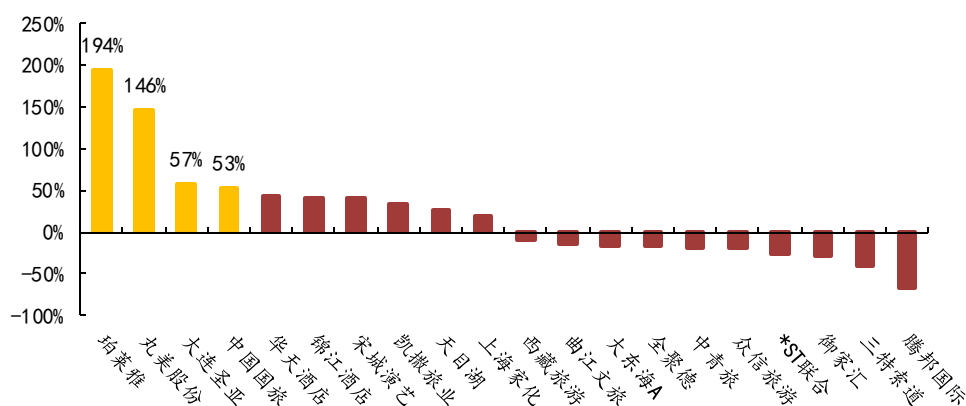
图3：覆盖公司在2019.1-2020.4PE持续回调（历史TTM整体法，剔除负值）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

具体至个股方面，2019年1月1日至2020年4月30日，涨跌幅前二十的公司中，珀莱雅(+194%)、丸美股份(+146%)、大连圣亚(+57%)、中国国旅(+53%)表现优异，涨幅均在50%以上。

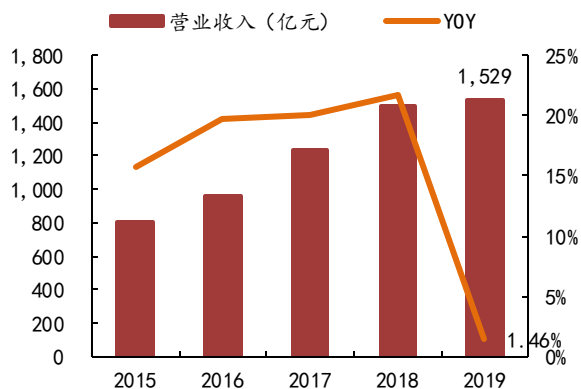
图4：覆盖公司涨跌幅前20（2019.1-2020.4）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

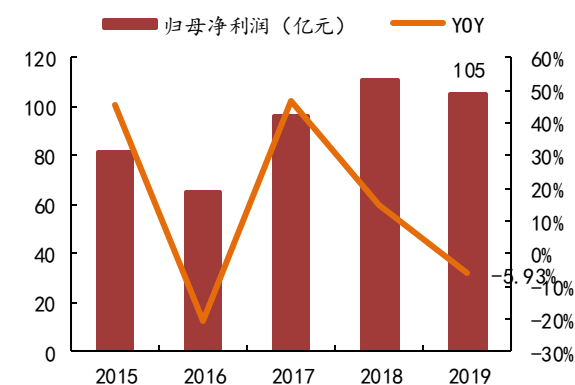
而从业绩方面来看，覆盖公司2019年合计实现营收1,529亿元，同比增长1.46%，实现归母净利润105亿元，同比增长-5.93%。2020Q1实现营收197亿元，同比-45.39%，实现归母净利润-14亿元，同比-136.9%。

图5：覆盖公司2019年营业收入变化情况



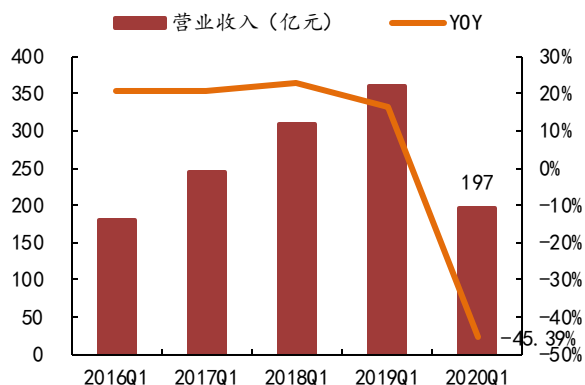
数据来源：Wind, 财通证券研究所

图6：覆盖公司2019年归母净利润变化情况



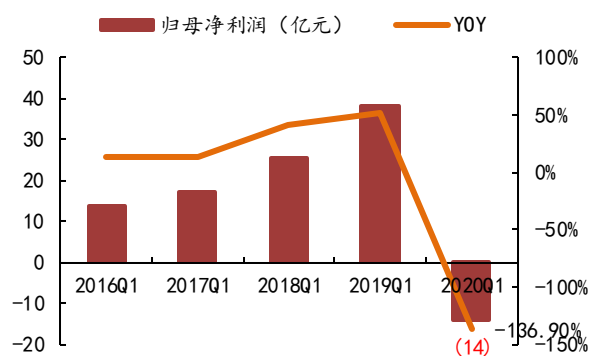
数据来源：Wind, 财通证券研究所

图7：覆盖公司2020Q1营业收入变化情况



数据来源：Wind, 财通证券研究所

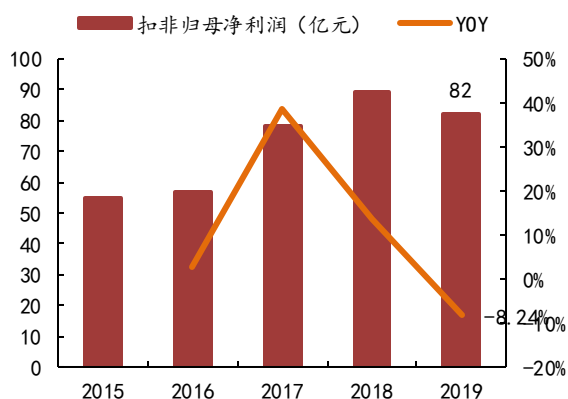
图8：覆盖公司2020Q1归母净利润变化情况



数据来源：Wind, 财通证券研究所

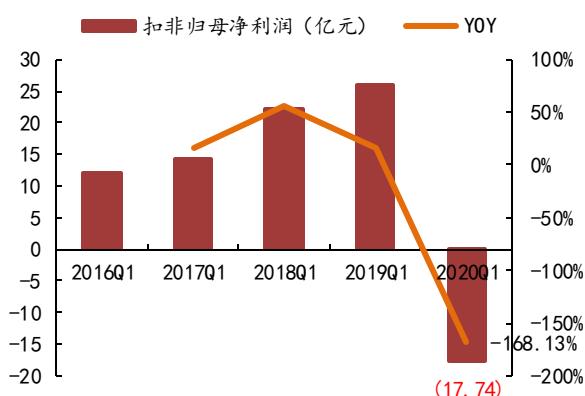
聚焦于扣非归母净利润来看，覆盖公司2019年实现扣非归母净利润82亿元，同比下降8.24%，2020Q1实现扣非归母净利润-17.74亿元，同比下降168.13%。业绩上直白看出可选消费的至暗时刻已经到来。

图9：覆盖公司2019年扣非归母净利润变化情况



数据来源：Wind, 财通证券研究所

图10：覆盖公司2020Q1扣非归母净利润变化情况



数据来源：Wind, 财通证券研究所

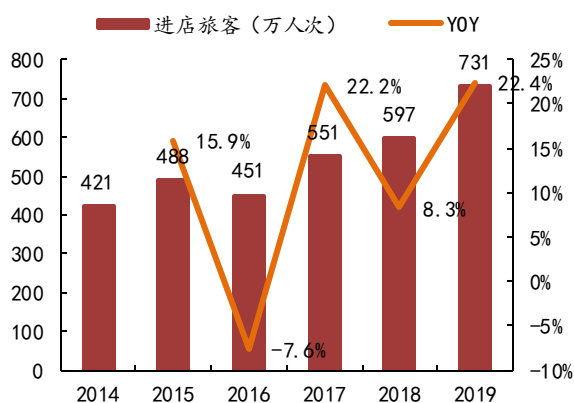
2、子行业分析：化妆品成优良“避风港”，旅游产业链受影响明显

经过对子行业分析，我们发现覆盖公司中，2020Q1 业绩分化比较明显，其中化妆品受疫情影响较小，虽然线下零售受到冲击，但随着物流快速恢复，线上零售能够部分弥补线下销售额；而旅游产业链中的免税、酒店、景区等行业则受影响较大，目前刚刚开始触底反弹。

2.1 免税：疫情影响趋于消散，政策加持前途依旧光明

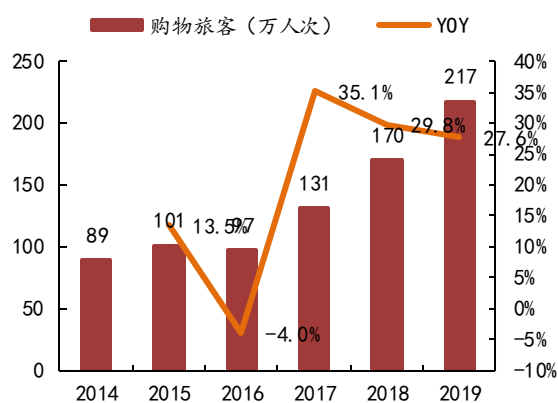
从三亚海棠湾市内免税店来看，2019 年进店旅客数量 731 万人次（+22.4%），购物旅客数量 217 万人次（+27.6%），进店游客购物转化率提升至 29.7%（+1.2pct），客单价提高至 4,822 元（+2.3%），维持了稳健增长趋势。疫情稳定后，随着离岛免税政策放开，海南旅游岛建设日趋完善，经济形势企稳，海南免税购物渗透率仍将持续提升。

图11：三亚海棠湾免税店进店旅客数量较快上涨



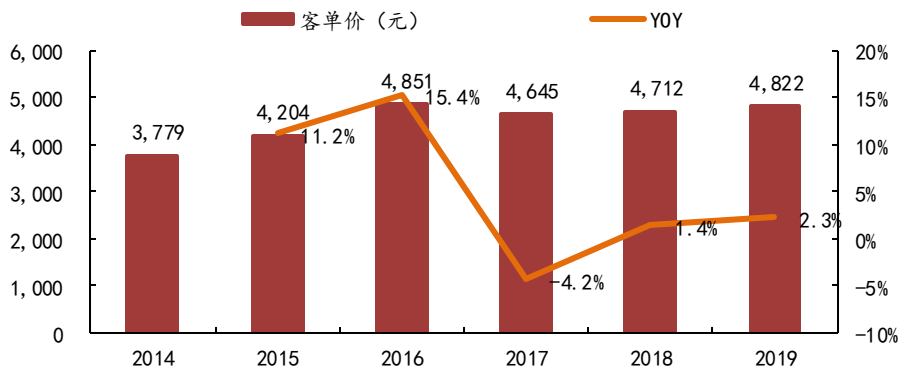
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图12：三亚海棠湾免税店购物旅客数量较快上涨



数据来源：公司公告，财通证券研究所

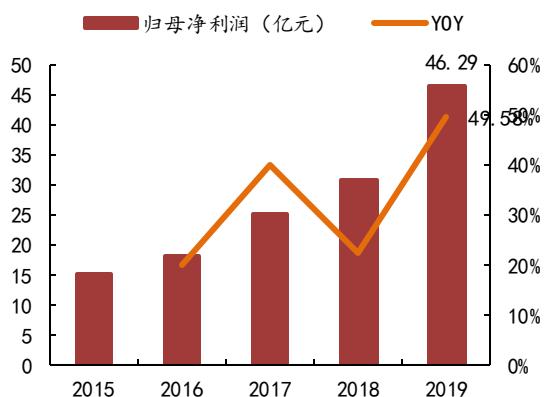
图13：三亚海棠湾免税店客单价稳健上涨



数据来源：公司公告，财通证券研究所

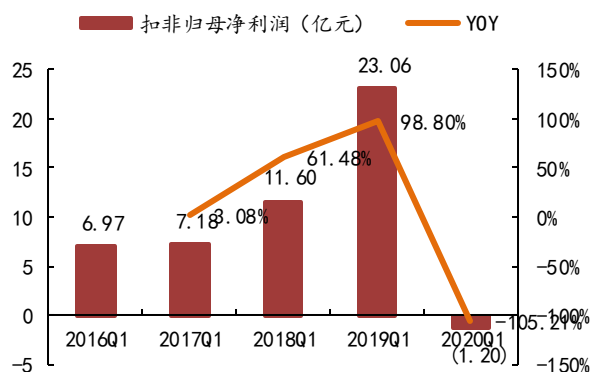
从免税龙头中国国旅的业绩来看，2019 年实现营收 479.66 亿元 (+2.04%)，归母净利润 46.29 亿元 (+49.58%)，扣非后净利润 38.29 亿元 (+21.79%)。2020Q1 实现营收 76.36 亿元 (-44.23%)，归母净利润-1.20 亿元 (-105.21%)，扣非后净利润-1.20 亿元 (-107.55%)。其中三亚国际免税城实现营收 104.65 亿元 (+30.65%)，上海机场免税店（含浦东机场和虹桥机场）实现营收 151.49 亿元 (+44.95%)，首都机场免税店（含 T2、T3 航站楼和大兴机场免税店）实现营收 85.89 亿元 (+16.25%)，香港机场免税店实现营收 24.02 亿元 (+14.54%)，广州机场免税店实现营收 19.22 亿元 (+117.46%)。

图14：中国国旅2019年业绩增长良好



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图15：中国国旅2020Q1业绩受疫情影响



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2 酒店：疫情影响重灾区，已经开启复苏进程

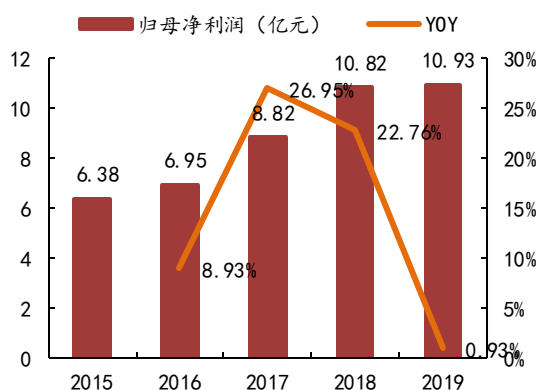
A 股酒店双强中，锦江酒店 2019 年实现营收 150.99 亿元 (+2.73%)，归母净利润 10.92 亿元 (+0.93%)，扣非后净利润 8.92 亿元 (+20.69%)；2020Q1 实现营收 21.89 亿元 (-34.41%)，归母净利润 1.71 亿元 (-42.26%)，扣非后净利润-0.94 亿元(-232.17%)。一季度主营业务受新冠疫情影响较大，其中境内酒店营收 14.43 亿元 (-39.98%)，境外酒店营收 6.93 亿元 (-20.94%)；一季度净增开业酒店 133 家，其中直营减少 17 家，加盟增加 150 家。在经营数据方面，全部酒店 ADR/Occ/RevPAR 分别为 199.59 元 /34.04%/67.94 元，同比 -2.11%/-36.48pct/-52.75%，若剔除受疫情影响而停业的酒店，则 ADR/Occ/RevPAR 分别为 210.91 元/41.73%/88.01 元，同比 3.44%/-28.79/-38.79%。

另一家首旅酒店 2019 年实现营收 83.11 亿元 (-2.67%)，归母净利润 8.85 亿元 (+3.26%)，扣非后净利润 8.16 亿元 (+18.30%)；2020Q1 实现营收 8.01 亿元 (-58.80%)，归母净利润-5.26 亿元 (-811.25%)，扣非后净利润-5.22 亿元 (-1,028.27%)。首旅一季度同样受疫情影响较大，新开店数量降至 62 家，其中直营店 3 家，特许加盟店 59 家，中高端新开店 34 家。全部酒店 Q1ADR/Occ/RevPAR

分别为 162 元/33.5%/54 元，同比-14.1%/-41.7pct/-61.7%；18 个月以上成熟店 ADR/Occ/RevPAR 分别为 159 元/33.9%/54 元，同比-16.1%/-43.2pct/-63.1%。

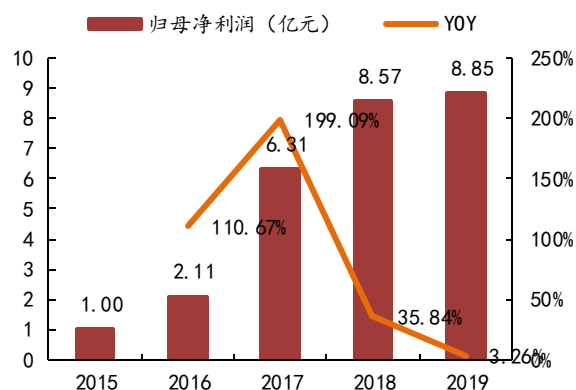
酒店作为受疫情影响最严重的板块之一，我们认为接下来随着各地基本完成复工，叠加旅游市场复苏，疫情得到控制，借助优惠政策的助力，公司有望步入复苏进程，入住率将有所提升。

图16：锦江酒店2019年业绩增速下降



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图17：首旅酒店2019年扣非归母净利润负增长

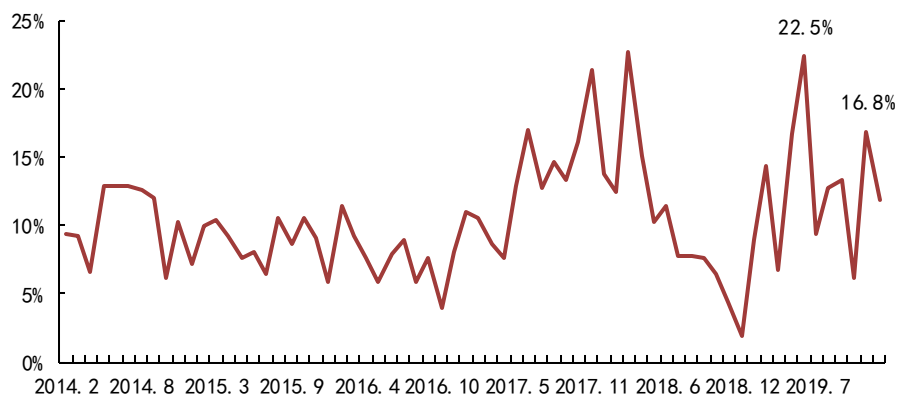


数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.3 化妆品：疫情下相对安全的“避风港”

从社零数据来看，2019 年化妆品整体保持景气度较高的趋势，其中在“6.18”加持下，2019 年 6 月化妆品零售数据同比增长 22.5%，2019 年 11 月在“双十一”助力下，也同比增长了 16.8%。虽然 2020 年一季度受疫情影响，1-2 月化妆品零售数据同比下降 14.1%，3 月同比下降 11.6%，但疫情过后线上线下购物节增多，加之多种类型的消费促进政策相继落地，有必需消费属性的化妆品板块有望在今年剩余时间填补一季度消费空缺。

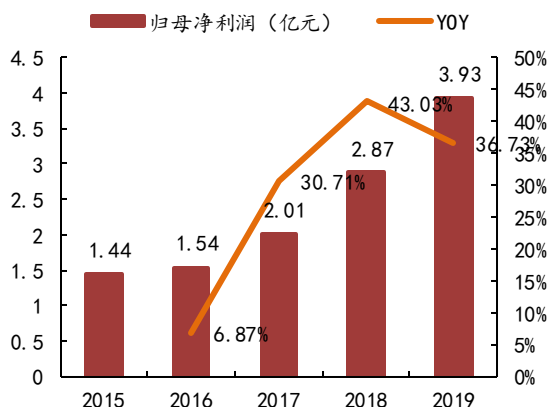
图18：化妆品消费在2019年整体保持较高增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

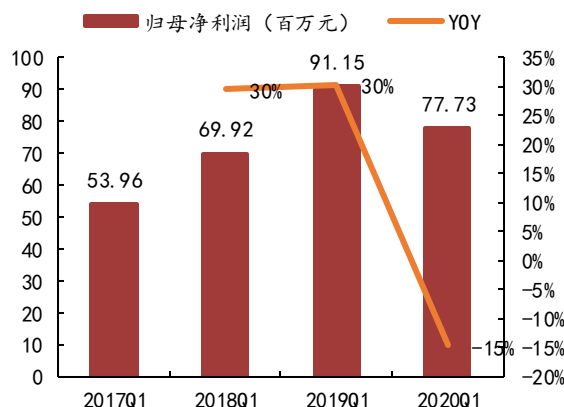
从本土化妆品龙头珀莱雅的业绩来看, 2019 实现营收 31.24 亿元 (+32.28%), 归母净利润 3.93 亿元 (+36.73%), 扣非后净利润 3.86 亿元 (+39.07%); 2020Q1 实现营收 6.08 亿元 (-5.25%), 归母净利润 0.78 亿元 (-14.72%), 扣非后净利润 0.83 亿元 (-8.36%)。公司一季度推出的重磅精华类单品“红宝石精华”, 3 月天猫月销 2 万以上, 具有爆品潜质; 4 月推出的“双抗精华”, 邀请蔡徐坤代言, 月销 4 万以上。售价且毛利率较高的精华类单品为公司的营收及利润提供重要保障。全年来看, 促进消费的购物节数量增加叠加公司产品线日趋丰富, 疫情过后销售有望进一步反弹。

图19: 珀莱雅2019年业绩表现优异



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图20: 珀莱雅2020Q1业绩总体稳健

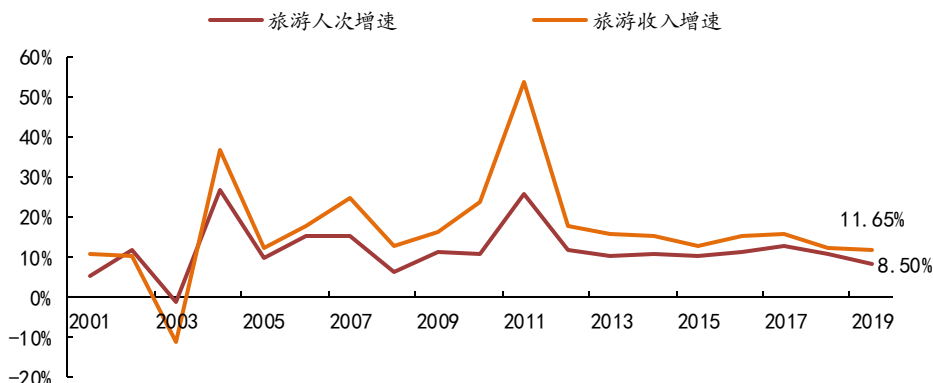


数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

2.4 国内游: “五一”过后旅游市场逐渐恢复正常

2019 年国内旅游市场表现不佳, 从全年数据来看, 旅游人次增速 8.50%, 旅游收入增速 11.65%, 其中旅游收入增速是 2008 年以来最低值。

图21: 2019年国内旅游市场表现不佳



数据来源: Wind, 财通证券研究所

国内游在一季度受新冠疫情影响较大, 景区的限流预计将影响全年国内游情况。

但从“五一”国内游数据来看，我们也看到了复苏希望。根据文旅部的数据，五一假期接待总人数 1.15 亿人次，实现旅游收入 475.6 亿元。并且，“五一”人员流动过后，全国各地疫情并未出现反弹，证明适度开放人员跨地区旅游基本安全，这也为下一步进一步开放旅游市场提供了借鉴。

3、覆盖公司业绩

表1：覆盖公司业绩一览

板块	公司	2019						2020Q1					
		营收 (亿元)	yoy	归母净利润 (百万元)	yoy	扣非净利润 (百万元)	yoy	营收 (亿元)	yoy	归母净利润 (百万元)	yoy	扣非净利润 (百万元)	yoy
免税	中国国旅	480	2%	4,629	50%	3,829	22%	76	-44%	-120	-105%	-120	-108%
酒店	华天酒店	11	16%	50	111%	-257	25%	1	-70%	-135	-78%	-137	-82%
	岭南控股	80	13%	259	27%	168	5%	7	-63%	-62	-155%	-63	-249%
	大东海A	0	-12%	1	16%	-1	-232%	0	-63%	-2	-258%	-3	-260%
	首旅酒店	83	-3%	885	3%	816	18%	8	-59%	-526	-811%	-522	-1028%
	锦江股份	151	3%	1,093	1%	892	21%	22	-34%	171	-42%	-94	-232%
	金陵饭店	12	15%	75	-3%	63	-5%	3	-15%	-19	-246%	-21	-331%
化妆品	珀莱雅	31	32%	393	37%	386	39%	6	-5%	78	-15%	83	-8%
	上海家化	76	6%	557	3%	380	-17%	17	-15%	119	-49%	130	-19%
	御家汇	24	7%	27	-79%	6	-94%	5	34%	3	490%	2	143%
	丸美股份	18	14%	515	24%	451	26%	4	2%	119	-1%	108	-10%
景区	宋城演艺	26	-19%	1,340	4%	1,222	-5%	1	-84%	50	-87%	18	-95%
	中青旅	141	15%	568	-5%	432	-12%	12	-53%	-198	-409%	-206	-475%
	九华旅游	5	11%	117	27%	107	25%	0	-84%	-27	-170%	-29	-177%
	丽江旅游	7	7%	203	6%	203	6%	0	-68%	-21	-161%	-23	-167%
	曲江文旅	13	-3%	45	-41%	30	-45%	2	-48%	-68	-322%	-69	-358%
	黄山旅游	16	-1%	340	-42%	313	-9%	1	-74%	-77	-428%	-83	-454%
	峨眉山A	11	3%	226	8%	225	7%	1	-73%	-96	-595%	-97	-639%
	桂林旅游	6	6%	55	-32%	49	-35%	0	-76%	-67	-3347%	-75	-2845%
	西藏旅游	2	5%	21	-2%	6	41%	0	-64%	-19	-145%	-19	-47%
	张家界	4	-9%	11	-58%	5	-75%	0	-80%	-37	-343%	-42	-243%
	大连圣亚	3	-8%	42	-28%	43	5%	0	-75%	-24	-181%	-30	-246%
	云南旅游	29	-3%	95	-84%	-166	11%	2	-51%	-27	-1622%	-29	-38%
	长白山	5	1%	75	11%	73	10%	0	-72%	-29	-17%	-30	-21%
	国旅联合	4	29%	-190	-127%	-202	-112%	1	89%	4	194%	-3	14%
	天目湖	5	3%	124	20%	121	30%	0	-76%	-26	-276%	-29	-293%
	三特索道	7	4%	11	-92%	2	-58%	0	-73%	-78	-101%	-80	-88%
	西安旅游	9	-2%	-30	-131%	-47	-60%	0	-66%	-12	-233%	-16	-334%
出境游	凯撒旅游	60	-26%	126	-35%	74	-57%	8	-41%	-64	-312%	-68	-536%
	众信旅游	127	4%	69	191%	59	1494%	12	-53%	-29	-145%	-30	-146%
	腾邦国际	33	-33%	-1,576	-1039%	-1,438	-4734%	1	-92%	-70	-437%	-72	-567%
餐饮	西安饮食	5	1%	-47	-598%	-49	-305%	1	-53%	-46	-323%	-46	-318%
	全聚德	16	-12%	45	-39%	20	-64%	2	-55%	-89	-932%	-92	-1449%
	*ST云网	30	19%	384	0%	373	1%	5	0%	12	-73%	13	-70%
	广州酒家	60	-26%	126	-35%	74	-57%	76	-44%	-120	-105%	-120	-108%

数据来源：Wind, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

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

行业评级

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

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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

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

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