

社会服务

报告日期：2024 年 12 月 03 日

## 线下周期，产品升级

### ——2025 年社服行业年度投资策略

#### 投资要点

- **区别于市场：线下大周期将至，宏观经济、价格端和消费政策托底，创新驱动本轮变革，体验的升级驱动坪效和利润超预期；本地服务竞争趋缓龙头护城河深厚，即时零售前置仓加速布局盈利可期；休闲景气持续，流量向平台汇聚，OTA 格局稳固，成长性和盈利性持续兑现；景区 2025 年需关注项目扩容和交通改善带来的客流增长；酒店进入周期底部，看好战略调整和存量调改提升效率。综合电商国补+大促催化温和复苏，关注供给侧品质主线。**
- **建议关注标的：**线下零售：永辉超市、重庆百货、家家悦、苏宁易购、红旗连锁；本地生活：美团；电商：阿里巴巴；餐饮酒店：同庆楼、首旅酒店、锦江酒店、华住集团；OTA 平台：携程集团、同程旅行；景区：西域旅游、长白山；演艺：宋城演艺；
- **线下零售：线下大周期已至，新业态进入扩张验证期。**流量向线下迁移，物业出清改善，租金结构性优化，供应链模式转向直采，成为线下大周期的必要条件。存量客流由复购决定，永辉、重百、家家悦等都进入调改阶段，新业态体验向上，坪效带动利润率提升，创新成为线下大周期的充分条件。CPI 边际改善+消费券政策催化，龙头零售企业同店迎来改善。
- **本地生活：竞争趋缓龙头护城河深厚，即时零售前置仓加速布局盈利可期。**行业竞争趋缓，美团牢守到家核心优势，到店业务将与抖音差异化竞争共享行业扩容，小红书等多玩家差异化入局但短期内难以撼动。即时零售前置仓模式重新展现盈利可能，传统商超、平台等多方重拾加速布局。
- **出行链：旅游 beta 持续，假期人次和收入恢复超过 2019 年。**复苏后年轻人对悦己消费和体验式消费的需求增强，对旅游偏好显著增强。随着供给端社媒的裂变能力+交通的持续改善，小众和下沉市场爆发性更强。China Travel 火热，出入境游需求释放。子板块排序上我们认为 OTA>景区>酒店。
- **OTA：高成长性+强壁垒，配置价值凸显。**出行流量向平台汇聚，线上化率持续提升，增速好于旅游大盘；竞争格局改善，对产业链上下游议价能力增强，OTA take rate 不断提升。2024 年 OTA 平台业绩整体超预期，成本优化驱动利润上行。
- **旅游景区：2024 年旅游需求景气度延续，关注结构性  $\alpha$ 。**24 年业绩分化，主要受基数、客群和天气影响。策略上需找结构增量：1) 项目扩容和交通改善带来长期客流增长，如长白山、九华旅游、宋城演艺等；2) 二次消费提价，如天目湖等；3) 国企改革释放利润，分红率有望提高。
- **酒店：周期底部，改革进入关键阶段。**24 年商旅需求的不足+供给扩张 RevPAR 恢复度承压。龙头国企改革进入关键阶段，随着直营店的调改调优，人事调整，属地化管理强化。战略更聚焦于核心品牌，提质增效。酒店周期有望底部向上。豪华酒店中建议关注餐饮+客房+宴会的同庆楼富茂业态快速扩张。
- **互联网电商：国补+大促催化温和复苏，关注供给侧品质主线。**国家重点发力汽车及家电以旧换新，有效拉动内需刺激消费回暖，推动 9 月-10 月社零总额增速回暖超预期。期待消费政策持续加快品牌商库存周转提振平台业绩。24Q3 综合

#### 行业评级：看好(维持)

分析师：宁浮洁  
执业证书号：S1230522060002  
ningfujie@stocke.com.cn

研究助理：卢子宸  
luzichen@stocke.com.cn

研究助理：张瑜晨  
zhangyuchen@stocke.com.cn

#### 相关报告

- 《进退有度，顺势而为》  
2024.11.20
- 《景气回升，文旅板块弹性释放》 2024.11.10
- 《全局视角客单价压力仍存，茶饮赛道展店趋缓》  
2024.11.10

电商平台营收增速持续企稳回升，利润端阿里调整/京东复苏/拼多多放缓。未来竞争主线或将从低价战走向供给端高性价比品质竞争，看好品质化平台潜力。

□ **风险提示**

消费恢复不及预期；行业竞争加剧；汇率和利率风险；政策监管风险

## 正文目录

1 行情回顾：2024 年上半年跑输大盘，寻求结构性机会 .....	6
2 出行链：景气度延续，休闲β可期 .....	7
2.1 政策催化，出游热情高涨，政策加码支持 .....	7
2.2 OTA：格局稳固，OTA 业绩持续超预期 .....	9
2.3 景区：继续关注交通改善+项目扩容，国企改革提升盈利 .....	10
2.4 酒店：周期底部，效率改善 .....	12
2.4.1 2024 年行业层面复苏较慢 .....	12
2.4.2 龙头酒店重点看效率改善和战略聚焦 .....	13
2.4.3 产品升级+中高端发力带动 ADR 增长 .....	14
2.4.4 关注豪华酒店中的新兴供给：同庆楼富茂酒店 .....	15
3 本地生活：竞争格局优化，即时零售迎新变局 .....	16
3.1 2024 年行情复盘：竞争格局优化，前置仓盈利模型逐步跑通 .....	16
3.1.1 竞争格局：行业竞争趋缓，增厚利润成首要之义 .....	16
3.1.2 即时零售前置仓模式重新展现盈利可能，多方重拾加速布局 .....	17
3.2 2025 年投资机会：关注政策催化下综合服务龙头 .....	18
4 线下零售：存量升级，新业态改造加速 .....	20
4.1 CPI 边际转暖，同店最差时间已经过去 .....	20
4.2 存量市场的机会：行业持续出清，品牌和渠道有望集中化 .....	21
4.3 看好新业态改造带来的零售升级 .....	22
4.3.1 线下商超全面向直采变革 .....	22
4.3.2 胖东来模式改造传统零售 .....	23
5 互联网电商：国补催化温和复苏，关注供给侧品质主线 .....	24
5.1 2024 年行情复盘：竞争格局相对优化，国补+大促催化下迎温和复苏 .....	24
5.2 2025 年投资建议：营收回升，利润分化，继续关注产业&政策双重催化下品质化平台机遇 .....	27
6 推荐组合 .....	30
7 风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1: 各行业 2024 年涨跌幅情况 (2024.01.01-2024.11.19)	6
图 2: 各行业净利润同比增速情况 (%)	6
图 3: 社会服务和商贸零售板块营业收入恢复到 2019 年程度	6
图 4: 社会服务和商贸零售板块净利润恢复到 2019 年程度	6
图 5: 分季度旅游人次恢复到 2019 年程度	7
图 6: 分季度客单价恢复到 2019 年程度	7
图 7: 各大节假日客流和收入恢复度	8
图 8: 各大节日客单价恢复程度	8
图 9: 2023 年年轻人愿意在哪方面增加消费	8
图 10: 小众城市接待人数增速快于高线城市	8
图 11: 入境游恢复情况	9
图 12: 我国出境游渗透率处在低位	9
图 13: 在线旅游市场规模 (亿元)	9
图 14: 在线旅游用户规模 (万人)	9
图 15: 住宿分渠道占比	10
图 16: 同程 take rate 同比提升	10
图 17: 携程分业务收入 (百万元)	10
图 18: 同程分业务收入 (百万元)	10
图 19: 景区业绩和估值情况 (截至 2024 年 11 月 19 日)	11
图 20: 景区远期项目扩容情况	11
图 21: 景区行业现金流/营业收入较高	12
图 22: 景区行业股息率较低 (%)	12
图 23: 景区指数季度超额情况	12
图 24: 全国酒店客房数对比 2019	13
图 25: 全国酒店 GMV 同比 2023	13
图 26: 行业经营数据恢复情况 (同比 2019)	13
图 27: 龙头公司 RevPAR 恢复到 2019 年情况	13
图 28: 锦江不同店型客房数量 (家)	15
图 29: 各类型酒店客房占比 (%)	15
图 30: 五星级酒店餐饮收入占比	16
图 31: 2020 年婚宴价格预算/桌	16
图 32: 同庆楼经营面积变化 (2024 年为公司预测)	16
图 33: 同庆楼富茂业绩变化	16
图 34: 即时零售市场规模和同比增速	17
图 35: 2024 年 4 月即时配送骑手 APP MAU 及同比增速	17
图 36: 生活消费线上服务 APP 行业 MAU 及同比增速	18
图 37: 2024 年 4 月即时零售 APP MAU TOP10	18
图 38: 中国人均消费支出结构及服务型消费支出占比	18
图 39: 美团、叮咚、顺丰、达达毛利率对比	19
图 40: 美团、叮咚、顺丰、达达营业收入对比	20
图 41: 美团、叮咚、顺丰、达达经调整净利润对比	20
图 42: 限额以上零售业态累计销售额同比 (%)	21

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/397161035105010004>