

服务消费的时代交响：不畏浮云遮望眼，迭代发展进行时

2024 年 09 月 29 日

2024 年 8 月 3 日，国务院出台《促进服务消费高质量发展意见》，明确了服务消费作为消费扩容升级重要抓手的定位——**服务消费构成未来消费市场重要增量来源渐成社会共识**。本文将服务消费作为整体性的行业概念构建分析框架、对我国及美日服务消费业进行了复盘和对比分析，在此基础上研判我国服务消费业的发展前景和投资机会。我们认为：

► **服务消费行业本质系以服务 and 场景构筑的体验为核心的消费业态，供给端人的服务参与构成其基本特征**。服务消费的产品呈现出无形性、高时效性的特征，本质是一种对特定时间服务和场景的“租用”；在供给端，人的服务参与这一属性意味着较难实现产品的一致性，组织效能下的标准把控构成这一业态竞争的核心；对比产品消费，服务消费规模效应较弱/辐射半径较短，但供给端实现标准化的壁垒较高，易形成品牌。不同的需求方向及服务 and 场景的侧重共同塑造了不同服务消费的形态和供给端壁垒：基于效率和标准化导向的“超级连锁”，具备丰富业态和复杂场景的“超级单体”，以及在用户端具备强粘性/具备较高匹配效率和背书能力的服务消费“超级平台”，是服务消费业态的发展方向。从财务角度来看，服务消费具备较好的盈利能力，但总资产周转率对其 ROE 形成一定拖累。

复盘我国服务消费业的发展历程：改革开放至 2022 年，我国服务消费业历经萌芽高增期/业态成熟期/升级发展期 3 个时期；2023 年以来，进入了理性化/内容化的发展新阶段：表现为基础型/功能型服务消费在高线城市供给趋于饱和，尽管下沉市场仍有较大空间，但旧连锁模型有一定老化、增速趋缓；与此同时，面对经济环境变化及世代变迁下的新兴服务消费需求、内容型服务消费供给不足。

► **参照海外发展历程，服务消费与城市化相伴而生，但服务消费并未随着城市化的成熟放慢脚步，反而进入黄金发展期**。城市化带来人口集聚和分工深化，并通过新的空间场景营造激发了服务消费的业态创新；而城市化进入成熟期后，尽管城市化率增速趋缓，但服务消费仍伴随着消费者代际更迭及偏好变化维持增长。**美国和日本服务消费业分别在其 70-80/80-90 年代实现了快速发展，并有大批成功的业态和企业走出**。美国服务消费业高度发达，餐饮酒店连锁巨头，内容化的重资产目的地业态，健身为代表的新兴高频社区服务连锁，多元化的教育服务业态，OTA 平台等均有龙头跑出；从日本的经验来看，服务消费分发平台、性价比/一人食餐饮，旅游目的地，以及以动漫为代表的 IP 业态发展前景良好。

► **投资建议**：中国当前服务消费业态处在转型发展期，下沉市场纵深广阔，叠加消费新趋势发轫，未来的服务消费仍具备较大的发掘空间，具体来看：1) 服务消费持续增长的趋势下，供给端格局稳定的服务消费的分发/内容平台将具备长期的确定性价值，建议关注**美团、携程集团、同程旅行**等；2) 教育行业需求端韧性强，当前景气度较高、未来具备多样化的发展空间，建议关注：**好未来、新东方、学大教育、豆神教育、行动教育**等；3) 旅游行业当前呈现高景气度，与 IP 内容的共振亦构成当下重要的主题性行情要素，建议关注**西域旅游、九华旅游、长白山、君亭酒店、复星旅游文化、海昌海洋公园**等标的；4) 餐饮、酒店等基础服务业态仍有下沉纵深空间和出海潜力，重点关注组织效率的同时，需把握景气及产品周期，建议关注**华住集团、锦江酒店、首旅酒店、亚朵、海底捞、特海国际**等龙头标的。5) 新需求的涌现带来业态迭代的发展机遇：养老、体育、康养、美护服务、演艺等赛道有望迎来新发展；建议关注：**众信旅游、锅圈、海伦司**等。

► **风险提示**：宏观经济波动风险，竞争格局恶化风险

推荐

维持评级

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

分析师 邓奕辰

执业证书：S0100524050001

邮箱：dengyichen@mszq.com

分析师 周诗琪

执业证书：S0100524070005

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

1. 社服周观点：美联储降息“靴子落地”，关注港股流动性好转下的机会-2024/09/22
2. 社服周观点：中秋假期文旅高景气，文旅或将逐步成为节假日旅游核心主题-2024/09/17
3. 社服周观点：假期数据前瞻，中秋短途、周边游占主导，国庆出境游高热度-2024/09/08
4. 社会服务行业 2024 年中报业绩综述：社服板块 24H1 收入增长但利润略降，K12 培训、出境游、人服行业表现亮眼-2024/09/05
5. 社服周观点：《关于完善市场准入制度的意见》发布，有序放宽服务业准入限制-2024/08/25

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

序言	3
1 服务消费业：服务和场景共同构筑的体验性消费业态	4
1.1 服务消费概况：内涵、特点和竞争要素	4
1.2 我国服务消费业回眸：三十年筑基，迈向转型发展	14
2 他山之石：美日服务消费发展历程启示录	27
2.1 美国服务业发展复盘：高度成熟、多样化、龙头迭出的服务消费市场	27
2.2 日本服务业发展复盘：经济下行期服务业仍具发展空间，休闲娱乐逆势增长	38
2.3 美日服务消费发展经验总结：与城市化相伴而生，城市化成熟期亦是服务消费发展的黄金期	54
3 中国服务消费业的发展趋势与投资机会	58
3.1 发展趋势：不畏浮云遮望眼，升级发展进行时	58
3.2 投资机会：服务消费行业的投资主线和相关标的	68
4 风险提示	70
插图目录	71
表格目录	73

序言

2023 年伴随着经济社会逐渐回归常态、线下场景重启，服务消费快速复苏。与此同时，伴随着宏观环境、人口结构、社会文化等领域的衍变，服务消费业在需求和供给端均呈现出新的特征。例如，旅游行业 23 年以来整体表现出超越 2020 年发生的公共卫生事件前的高景气度的同时，在旅游方式、客群组成、产品形态、渠道分发等领域，新趋势、新现象、新业态、新场景频现，“淄博烧烤”、“天水麻辣烫”、“开封王婆”、“冰雪游”、“山西古建筑”等“热词”接连出圈，在社媒及主流媒体引起海量关注和讨论——服务消费日益成为大众情绪载体和重要的消费方向。

在服务消费复苏升级的背景下，其作为促进消费、实现高质量发展的重要抓手亦受到政府的高度重视：2023 年 7 月发改委在《关于恢复和扩大消费的措施》中提及“扩大服务消费”；2024 年 8 月 3 日国务院出台《促进服务消费高质量发展意见》，明确了服务消费作为消费扩容升级重要抓手的定位，系国务院近年来首度以“服务消费”为核心的纲领性政策文件——服务消费构成未来消费市场重要增量来源渐成社会共识。作为当下重要的消费趋势，服务消费仍有较大的研究空间：本篇报告作为我们系列报告的开篇，将着重阐述以下几个关键问题。

- 1) 什么是服务消费？如何理解其商业模式特点和竞争要素？当前我国服务消费的整体市场规模多大？经历了怎样的发展过程？
- 2) 从美国、日本为代表的发达国家经验来看，服务消费业发展&升级的历史背景、宏观环境、驱动因素是什么？
- 3) 从海外的对标反观中国，国内的服务消费业与海外有何异同？未来能否维持增长？将呈现怎样的发展趋势？哪些投资主线和标的值得关注？

图1：服务消费业研究框架



资料来源：民生证券研究院绘制

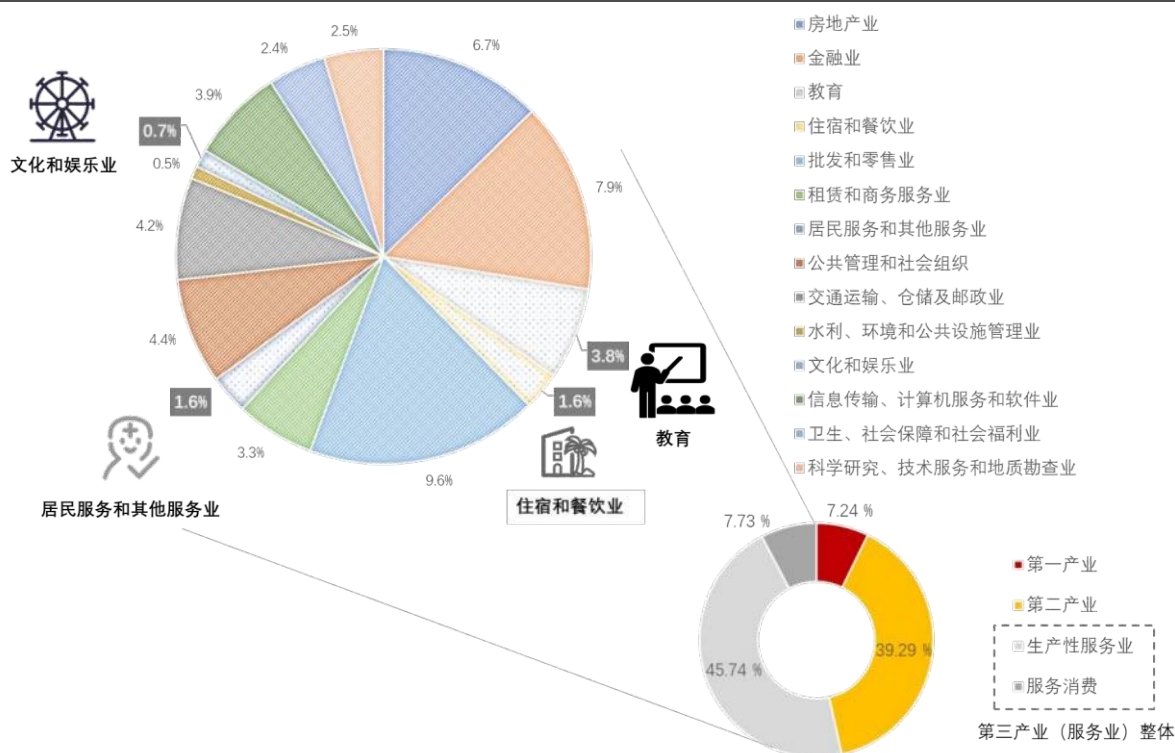
1 服务消费业：服务和场景共同构筑的体验性消费业态

1.1 服务消费概况：内涵、特点和竞争要素

1.1.1 服务消费的基本内涵：“以人为本，场景融合”

服务消费的基本特征在于：生产者对消费者的服务过程构成产品的核心组成部分，亦是消费者实现消费体验的过程。服务业广泛渗透在人们的衣食住行、休闲娱乐等基本的消费生活中：餐饮、酒店、旅游、体育、教育、演艺等均系服务消费的常见业态。餐饮业中，由于菜品在烹饪完成后的短时间内食用具备更好的风味和健康属性（这也是餐饮区别于食品制造的根本需求动因），因此，尽管其生产过程与消费环节存在一定的分离，但实际上并无其他下游环节，消费过程可以视作烹饪服务的延伸。在一些语境中，服务消费还包括了金融、交通、通信、专业服务等生产性服务业态，更接近广义的“服务业”；本文所研究的对象主要还是集中在针对C端的狭义“服务消费”。从GDP统计口径来看，服务消费业2021年占GDP总额比重达7.73%，其中教育/住宿和餐饮业/居民和其他服务业/文化和娱乐业分别占GDP比重达3.8%/1.6%/1.6%/0.7%。

图2：服务消费业2021年占GDP总额比重达7.73%



资料来源：wind，民生证券研究院

注：居民服务业包括家庭服务、托儿所服务、洗染服务、理发及美容服务、洗浴和保健养生服务、摄影扩印服务、婚姻服务、殡葬服务八大类

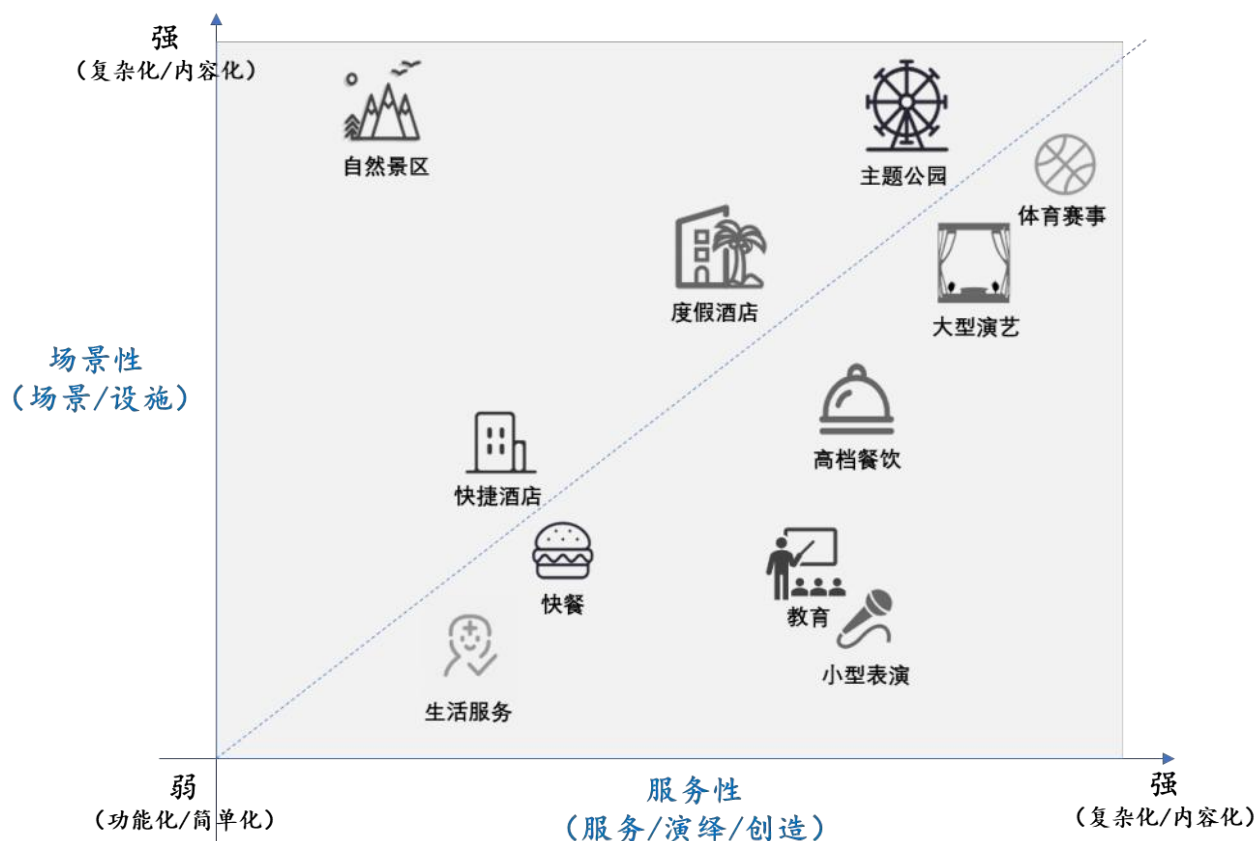
图3：部分服务消费代表性行业 2023 年市场规模（单位：亿元）



资料来源：国家统计局、国家文旅部、国家体育总局、盈蝶咨询、中国演出行业协会，民生证券研究院测算
注：市场规模为产品销售总额口径，不同于 GDP 口径仅统计各行业增加值

服务消费中，场景和服务融为一体，前者不仅是服务的空间载体，亦可以是重要的消费内容。生产者对消费者的直接服务需要空间载体，服务的消费过程本身即包含了对所处物理空间的“租用”。在一些情况下，如餐饮等，空间载体尽管能够为服务消费增添部分体验元素，但仍不构成消费内容的主体。但在酒店、自然景区、主题公园、演艺为代表的诸多服务消费业态中，场景及其设施构成了消费内容的重要组成部分，乃至走上了“舞台的中心”，成为支撑消费者体验的核心要素。因此，服务因场景承载得以落地，场景通过服务运营实现了商业化闭环，同时二者的融合交互带来更多的体验元素、形成了更丰富的服务消费内容。

图4：不同服务消费业态的服务和场景定位



资料来源：民生证券研究院绘制

注：各服务消费业态的场景和服务属性主要根据其常见的商业模式进行定性判断，现实情况可能更加复杂

1.1.2 区别于产品消费的主要特征：无形性、非标性、产业链短

服务消费的产品端是一段时间的服务体验，具备无形性，消费过程面临着时间和空间的限制。其商业模式类似于一种租用模式，一旦消费开始，意味着该项服务和场景在一段时间内被占用：在消费端，这一特质意味着消费的时效性，同时产品无法被贮存；在供给端亦意味着时间和空间的限制（不同于产品消费的核心恰恰在于生产和消费的时空分离），如果不能在特定时间内形成达成销售，“产品库存”将随着时间流逝不复存在——因此在有限时间内实现翻台/频次最大化、并在有限空间内实现客流承载量最大化，是服务消费业 UE (unit economics, 后文的缩写均为此含义) 模型追求销售量增的实现形式（产能受到时间和空间的先天瓶颈）；而这一模型的扩张复制也意味着空间/人力的扩充，通常资产较重/难度较大；在此形式下，其规模效应和辐射范围弱于生产和消费可以分离、生产可以形成库存/乃至在消费端可以被贮存的产品消费业态。

服务消费的产品由于服务的直接参与，更难实现标准化。因此，供给端实现准

把控的能力构成核心竞争要素，背后是高效的组织效能，其中包括通过组织/制度/文化，实现对人的有效管理以及对数字化基础设施的应用；针对需求更加多样化的内容型服务消费，供给端的标准把控则是一个个体内容高度精准化而个体间又高度差异化的复杂过程，更增加了其标准化的难度。同时，由于其非标属性，服务消费的产品质量识别难度较高，意味着更高的交易成本，这也凸显出具备降低搜寻成本和信任背书功能服务消费品牌及第三方分发平台的价值。

服务消费的产业链短，供应链或渠道的影响较弱。针对上游，较多设施/物耗投入的酒店餐饮业上游产业链较其他服务消费业态更长，而多数以人的服务为核心消费内容的业态，如教育、家政等，上游产业链短，基本只涉及到劳动力的投入，库存和资本开支的投入较少；针对下游，服务消费的产品通常无法贮存/分发，生产环节直接链接消费端，下游几乎不存在分销渠道。面对较少的供应链和渠道的制约，也使得服务消费通常进入门槛较低，毛利率较高。

基于上述特点，服务消费形成了与产品消费不同的竞争逻辑：1) 服务消费进入门槛低，但扩张边际成本较高，辐射半径较短，较难实现规模效应；2) 服务消费产品围绕非标化的人工服务展开，微迭代、微创新较容易，但跃迁式的升级较难；3) 服务消费产品之间较难形成直接的参数比较，难以直观识别；同时一旦消费（租用），无法退回，交易成本较高。因此，对服务消费而言，由品质到口碑到心智的沉淀过程尤其重要，而形成这一沉淀过程一方面需要供给方具备较强的标准把控能力，另一方面还需要其具备较强的微创新/迭代能力（这也意味着对市场偏好变化的把握能力）。一旦上述过程实现后，服务消费的品牌能够与消费者形成强心智链接，较多数产品消费更难颠覆，且得益于更短的产业链环节、通常具备更高的利润空间（除非供给端有明显差异化的产品，如茅台、奢侈品品牌等），但由于规模化经营下资产较其他消费行业更重，ROE 通常受到总资产周转率的拖累。

图5：服务型消费与产品型消费模式对比

	 服务型消费	 产品型消费
产品特征	无形的服务	有形的产品
	非标性	标准化
	生产消费一体	生产消费分离
商业属性	受到时空制约的即时“租用”模式	不受时空制约的“出售”模式
	辐射半径窄，产能瓶颈低，规模效应弱	辐射半径宽，产能瓶颈高，规模效应强
	扩张复制难度大	扩张复制难度小
	下游渠道较短，直接触达消费者	下游渠道较长，层层分销
核心竞争要素	销售端：通过差异化竞争实现溢价/粘性	销售端：实现高性价比打开销量
	生产端：对供给端的标准把控能力	生产端：规模效应下产业链的整体效率

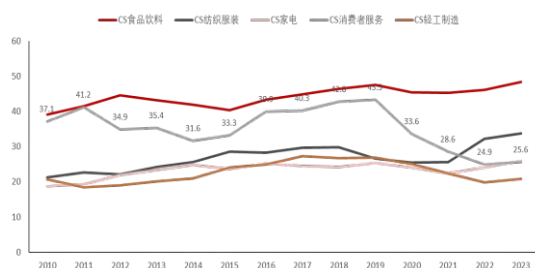
资料来源：民生证券研究院绘制

注：服务型和产品型消费根据其常见的商业模式进行定性判断，现实情况可能更加复杂

从财务特征来看，高毛利率是服务消费业的亮点，轻资产化是“解放”ROE 的

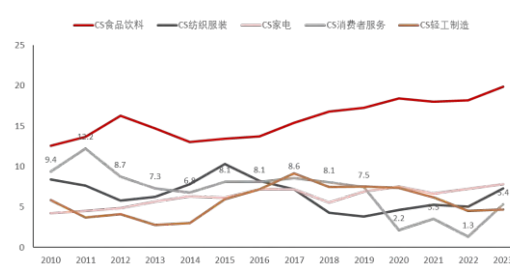
关键：1) 服务消费产品具备较高的溢价能力，一般不存在原材料成本，毛利率在消费中处于较高水平；2) 由于扩张复制的边际成本较高，供给端管理难度较大，服务消费业态通常费用不低，一定程度拖累了净利润率，同时支撑产能扩张所需的资本开支较其他产品消费更高；3) 服务消费业由于生产与消费一体，产能瓶颈低，规模效应弱，因此一定资产规模下形成的销售额天花板受限，总资产周转率较低，进而拖累了整体的净资产收益率表现。基于对其商业模式特点的分析以及参考海外成熟的服务消费龙头发展经验，服务消费如能够在轻资产的情况下，通过出色的组织效能充分把控供给端的标准和质量，并通过品牌/IP 输出保障溢价能力，则将有力地提升整体 ROE 水平。

图6：服务消费业毛利率在消费中处于较高水平（单位：%）



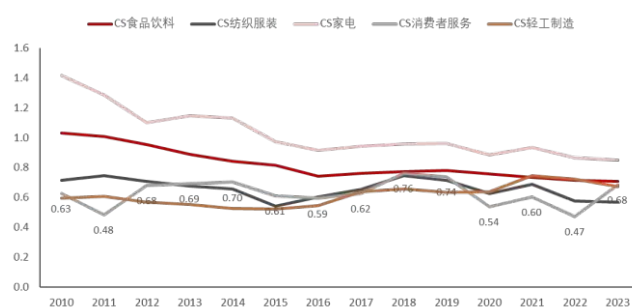
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：服务消费业净利润率在消费中处于中等水平（单位：%）



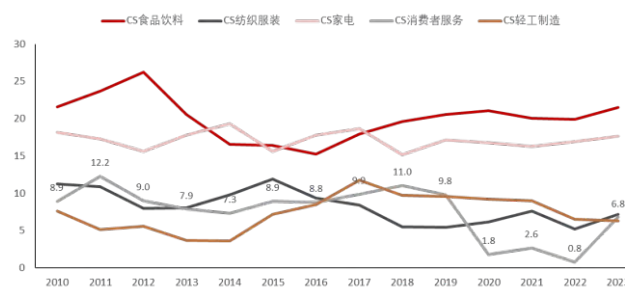
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：服务消费业总资产周转率相对偏低（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：服务消费业 ROE 在消费中处于中等水平（单位：%）

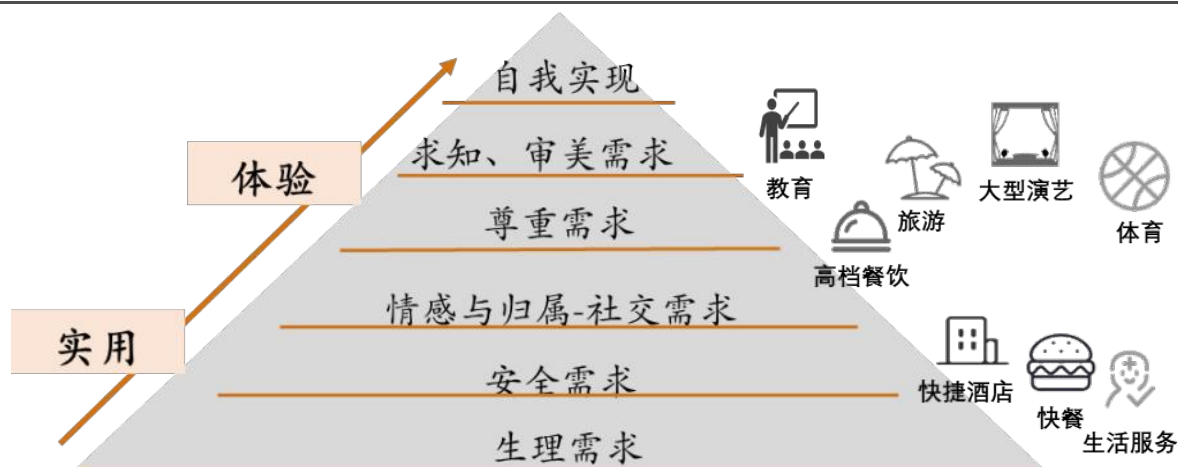


资料来源：wind，民生证券研究院

1.1.3 需求端的不同导向塑造了供给端的不同竞争要素

需求端来看，由于人提供的服务和多样化场景元素能够传递高度复杂化的内容，因此服务消费能够匹配广泛的需求层级，可将其简单二分为基础型和改善型，分别对应更偏功能化的需求，以及更偏内容化的升级性需求。国务院发布的《关于促进服务消费高质量发展的意见》中亦将服务消费分为了餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费，和文娱娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务等改善性服务消费。投射到“马斯洛金字塔”的需求分层中，功能型服务满足基础的生理、安全等需求，内容型服务则满足更高层次的社交、求知、审美、自我实现等需求。当然，在现实情况下，即便是基础型服务亦具备较大的升级空间，提供满足更高需求层次的消费体验。

图10：不同服务消费业态在马斯洛金字塔上的大致分布

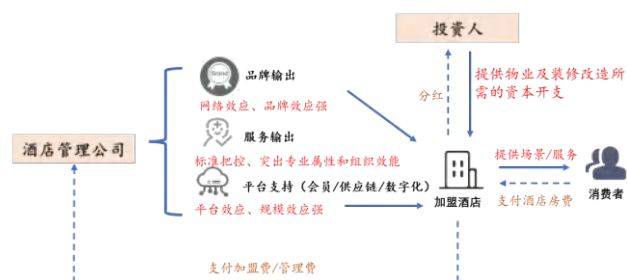


资料来源：民生证券研究院绘制

注：不同业态的需求层级根据其常见的商业模式进行定性判断，现实情况可能更加复杂

基础型服务的消费内容通常较为简单，能够实现相当程度的标准化，并形成效率导向的竞争逻辑。常见的基础服务业态如餐饮、酒店、外卖、保洁、网约车等，这类服务业态下，企业通常追求 UE 模型的消费频次最优和成本最优，并基于 UE 模型进行大规模的扩张复制。这个过程中，企业的综合组织效能构成核心竞争要素，在这条赛道上，竞争逻辑无疑会朝着更具效率的组织形态演绎，开始具备“工厂化”生产的一些特征。如餐饮业中越来越广泛使用的预制菜，实际上就是供应链效率的提升；而门店端追求尽可能简单的烹调过程，乃至将烹饪过程简化为工厂流水线式的操作过程，亦使得门店生产过程更加“去服务化”。标准化的实现亦使得这类业态往往能够采取轻资产的经营模式：进一步的效率追求和轻资产化最终表现为产业链分工进一步细化，进而剥离了提供服务的主体与平台公司的雇佣关系（反而政府监管是驱使这些轻资产平台部分转重、强化管控的动因），如形成基础型服务的分发平台，通常更多发挥着信用背书和效率优化的作用，如网约车、本地生活平台等。

图11：酒店是代表性的服务消费连锁业态



资料来源：民生证券研究院绘制

图12：网约车 app 是代表性的服务消费分发平台



资料来源：民生证券研究院绘制

升级型服务产品端通常具更加复杂, 具备一定的内容属性, 较难实现复制的同时亦使得供给端具备较高的进入门槛和壁垒, 通常形成复杂的“超级单体”商业模型。一方面这类模型所需要的服务形态多样且复杂, 模型通常表现为多种服务的结合体, 增加了管理调度难度; 与此同时, 一些复杂内容还需要创造性/高难度的服务呈现(如演艺、体育等)。在这类复杂单体模型下, 服务通常与场景深度融合, 并依托该模型的稀缺要素和多业态融合的经营模式, 实现单体项目上的高消费量或高溢价: 如景区、主题公园、度假酒店、体育、游轮、精品餐厅等。这一业态的孵化成型和扩张复制难度均远大于基础型消费服务业态: 在孵化阶段, 由于场景和服务协同生成具备独特体验的消费内容, 这一过程涉及到复杂的设计、营造、打磨过程及较大的资本开支投入; 而在扩张阶段, 通常只有当某一产品或内容沉淀为虚拟的 IP/或品牌资产后, 复制的成功率才会大大提高, 但一旦产品形成后, **由于本身供给端的高度稀缺性, 如能够准确地把握消费者需求, 则将获得较强的溢价能力和利润空间。**如高端酒店品牌: 尽管每个酒店提供的场景和服务均高度差异化, 但品牌构成一贯的品质保证和文化调性; 以及 IP 化的主题公园业态: 如迪士尼依托成熟的内容和 IP 资产的可复制/可输出属性, 使得主题公园在异地扩张复制中亦能保证其核心消费环节的确定性, 同时在二消产品上实现了高溢价、并能够通过对外 IP 授权, 打开新的成长通道。

图13: 迪士尼乐园营造了融合多业态的高度复杂场景



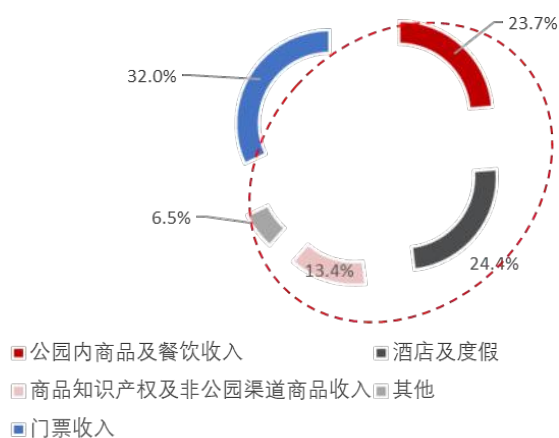
资料来源: 马蜂窝, 民生证券研究院

图14: 内容和 IP 为迪士尼注入“灵魂”



资料来源: 上海迪士尼度假区官网, 民生证券研究院

图15：迪士尼乐园实现了高度丰富的二消收入和较高的二消收入占比



资料来源：wind，民生证券研究院

基础型和升级型服务消费之间没有明确的界限，同一赛道中，通过场景/服务内容的营造，基础型服务消费亦能够具备更加丰富的内容属性，满足更加高层次的需求。如商务酒店主要满足差旅住宿的功能性需求，而度假酒店、高奢酒店，则开始具备了更丰富的内容属性。餐饮亦是如此：快餐主要是满足功能性需求；快时尚餐饮在升级餐饮品质的同时，亦通过场景/IP/服务等方面发力，具备一定的内容属性，引入IP联名等方式更成为了一些饮品业态常见的营销方式；而在高级正餐领域，则主要满足社交需求或审美需求。通常情况下，复制的难度亦随着消费的升级不断提高，在极端情况下，如某位大厨的手艺具备不可复制性，其服务的非标属性反而构成这一商业模型中最核心的卖点，形成个人IP——同一业态在基础型和升级型消费光谱中的不同位置，亦形成了不同形态的商业模式。

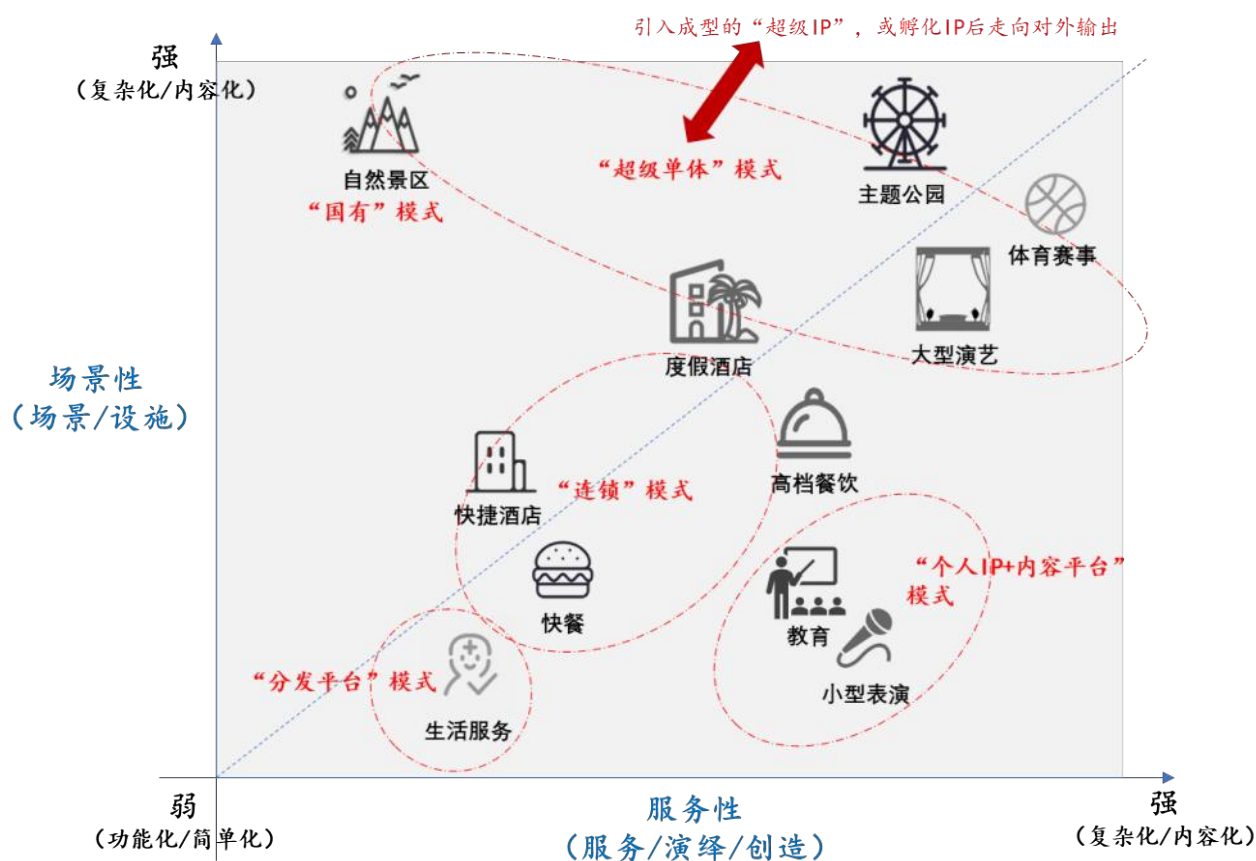
图16：基础服务消费亦能够通过增加内容属性/丰富场景元素转向改善服务消费，形成不同的商业形态



资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院绘制

从资本化、集中化的角度来看，“超级连锁+超级单体+超级平台”是服务消费未来的发展方向。场景属性使得服务消费具备一定的重资产特征；针对业态相对简单、服务复杂度一般、能够实现标准化的基础型业态：1) 如具备一定场景属性，则需要通常采取连锁化经营的模式，这一模式下，随着标准化把控能力提高，终极形态是品牌输出/管理输出，代表性的业态如连锁酒店、餐饮；2) 场景属性较弱的基础服务业，则最终走向了更极致的轻资产的“分发平台+个体劳动者”模式，代表性的业态如出行、家政平台；针对需要复杂服务、乃至演绎性创造性服务的改善性服务消费：1) 如场景属性较高，最终将形成超级单体模式，代表性的业态如主题公园、高级度假酒店、体育赛事等；2) 场景属性较低，则随着线上流媒体和直播、乃至虚拟现实技术的成熟，最终将走向“内容平台+KOL”模式，代表性的平台如小红书、bilibili、虎牙等等。通常而言，连锁模式、分发平台模式能够形成较高的集中度；超级单体模式尽管较难扩张复制，但其依托单体项目多业态组合实现的营收天花板，以及依托IP的外拓边界往往被低估。

图17：从资本化的视角来看，“超级连锁+超级单体+超级平台”是服务消费未来的方向



资料来源：民生证券研究院绘制

1.2 我国服务消费业回眸：三十年筑基，迈向转型发展

1.2.1 历史进程：伴随城市化开启，当前迈入新发展阶段

改革开放以来，伴随着人均可支配收入的提高和城市化的推进，衣/食在居民消费中的占比不断下降，服务消费在居民消费中的权重不断增长。具体来看，我国服务消费业经历了四个不同的发展阶段。

1) 1978 年-2000 年 萌芽高增阶段：服务消费是城市化/市场经济发展的产物；1978 年改革开放以来，非公有制经济放开，城市化进程加速：人口集聚带来更加细致的分工，将过去由家庭劳动力承担的部分服务实现了专业化，诞生了商业化的服务业态。由于此前公有制经济下，服务消费供给显著不足，因此在市场化改革后，服务消费开始快速增长，整体增速高于 GDP 增速。

2) 2001 年-2015 年 业态成熟阶段：基础服务消费业态走向普及，在此基础上，连锁业态的商业模型开始从孵化到成熟，并开启了第一轮扩张。以门店端标准把控最为成熟连锁酒店为代表，诸多基础服务消费业态开启了快速扩张，具备升级属性的中高端酒店品牌如全季、亚朵，亦在这一阶段开始孵化/打磨。餐饮业来看，代表性的平价连锁餐饮沙县小吃、兰州拉面、平价西式快餐等门店模型成熟，开始普及性扩张；海底捞/喜茶等升级型餐饮消费的雏形/早期门店亦在这一阶段开始落地生根。

3) 2016-2022 年 升级发展阶段：基础连锁服务消费业态在经历了上一个阶段的发展后模式得以成熟，并开始发力下沉市场，开店速度快速放量；另外，上海等一线城市人均 GDP 接近 2 万美元，靠近入门发达国家标准；同时国内一线城市房地产价格快速上涨/房价收入比快速拉高，第一批城市化居民享受到资产增值红利开始引领消费升级，高线级城市服务消费走向精致化、升级化。城市化亦为服务消费带来新的场景支撑，购物中心的持续开业下，精致化的休闲购物空间亦为升级型的服务消费产品创造了条件。在这一阶段，酒店中端品牌孵化成型后开启快速扩张，海底捞、九毛九、喜茶为代表的升级型餐饮开始快速扩张。与此同时，伴随着交通路网、尤其是高铁逐渐完善，国内旅游快速增长，成为大众化的休闲生活方式。

4) 2023 后：理性化/内容化时期：2020 年发生的公共卫生事件叠加经济周期的波动使得居民收入预期增速下降、消费升级放缓，同时在对财富跃迁的预期下降后，开始更多地目光转向闲暇生活、以及追求更高的需求层级；城市化的趋于成熟，出生并成长于高度城市化阶段的新一代消费者逐渐成长市场中坚力量，基于城市化场景的新兴服务需求兴起。因此，**从一二线城市开始，服务消费出现理性化/内容化的发展趋势：**一方面在基础服务消费业态上追求性价比；上一个时期的泡沫消化，对产品本身功能性影响不大的附加内容带来的溢价下降，基础性服务消费回归本源/效率；另一方面，消费者开始追求更高的需求层级，追求健康的、“有意义”的生活方式，能够带来情绪价值的内容，服务消费与 IP 的融合趋于深化，

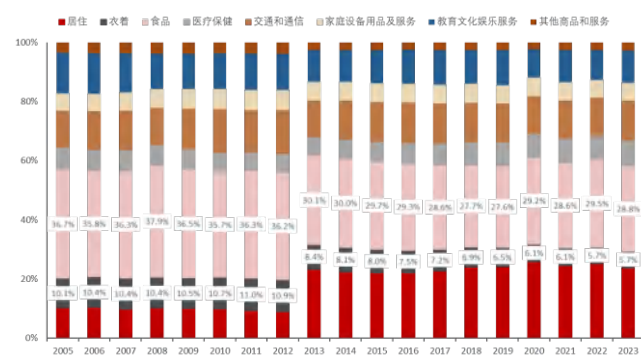
内容日渐构成服务消费的产品核心。而国内纵深广阔的下沉市场在基础服务消费进一步完善和升级的同时，在消费文化上亦开始受到一二线城市的影响。

图18：国内服务消费发展的四个阶段（人均 GDP 单位为元/年）



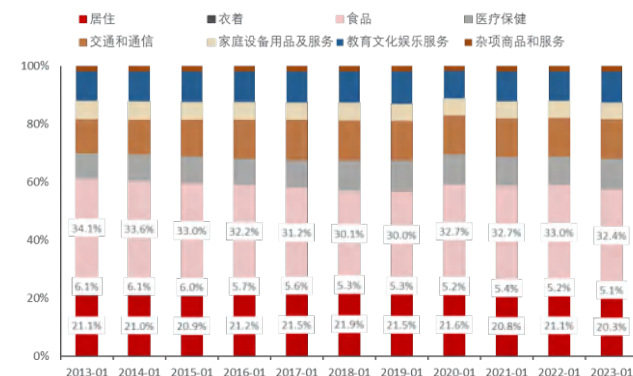
资料来源：，民生证券研究院绘制

图19：我国城镇居民衣食消费支出占比总体下降



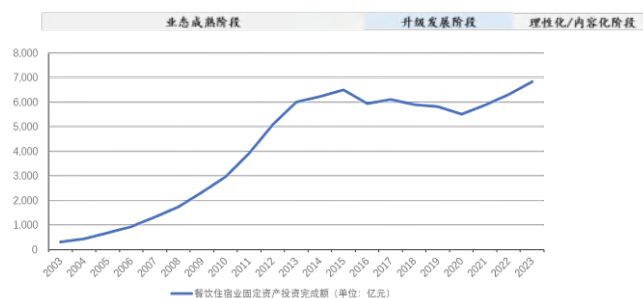
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：我国农村衣/食/住支出占比总体下降



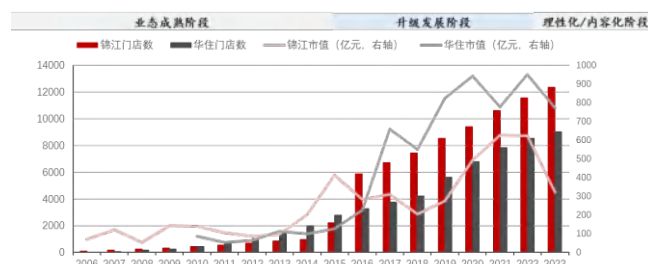
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：餐饮住宿固定资产投资完成额 15 年达到高位（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：国内酒店龙头门店扩张（单位：门店数）和市值（单位：亿元）情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：公司市值为该年份12月31日市值

图23：兰州拉面/沙县小吃 2016 年达到开店放量高峰（单位：家）



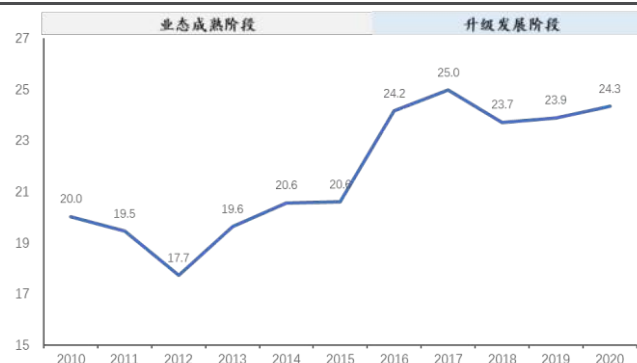
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：海底捞/喜茶等 16 年后开始拓店放量（单位：家）



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：一线城市房价收入比 2016 年快速提升



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：中国奢侈品消费规模 17 年开始快速增长（单位：亿元人民币）



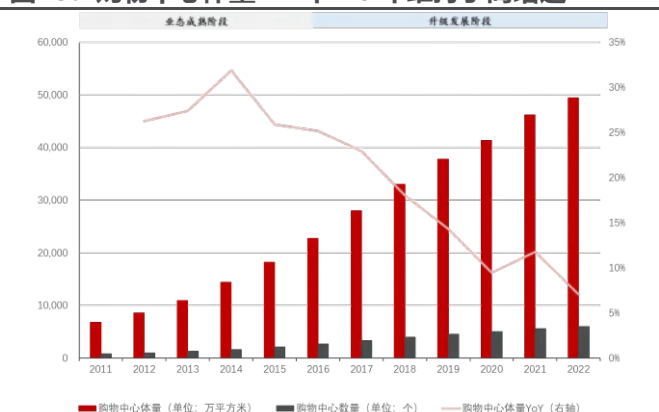
资料来源：贝恩，民生证券研究院

图27：社零中餐饮占比 17-18 年快速提升



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：购物中心体量 11 年-20 年维持了高增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：铁路客运人次 13 年后开启新一轮加速增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图30：国内旅游倾向 14-19 年快速增长



资料来源：wind，民生证券研究院

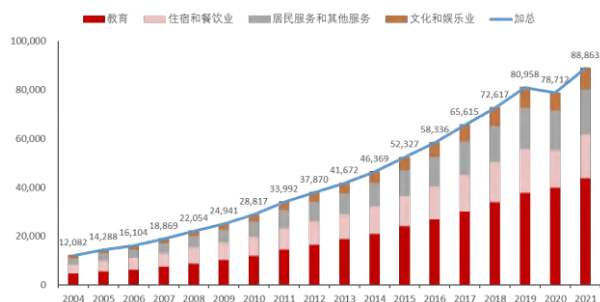
注：旅行社组织游客人数/交通客运总人次即交通客运人次中跟团游的比例，能够相当程度反应国内消费者的旅游倾向

1.2.2 发展现状：GDP 贡献 10 万亿级的民生行业，疫后快速修复

服务消费业系 GDP 贡献规模在 10 万亿级的大行业，在 GDP 中占比在 8%

左右：具体来看，2008 年前，主要消费服务业部门 GDP 增速总体比较接近，2008 年后住宿餐饮业增速明显下滑，教育/文娱行业 GDP 增速开始领先，尤其是教育行业的发力增长支撑了服务消费业占 GDP 比重由 7%提升至 8%水平；相比之下，住宿餐饮业伴随着城市基础设施建设完善/整体增速趋于平缓，在 GDP 中占比维持在 2%左右的水平。

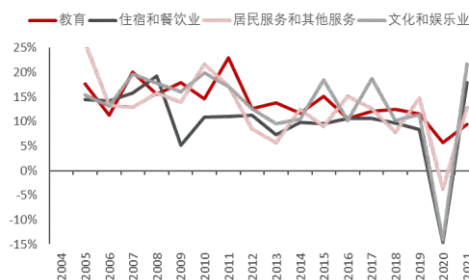
图31：主要服务消费行业 GDP 总额（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

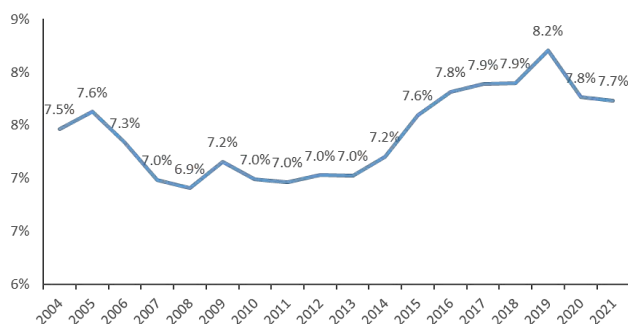
注：2022 年后披露口径变化

图32：主要消费服务业 GDP 增速



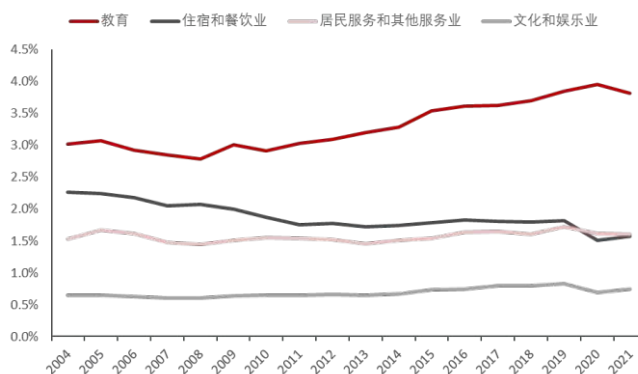
资料来源：wind，民生证券研究院

图33：消费服务业整体在 GDP 中占比



资料来源：wind，民生证券研究院

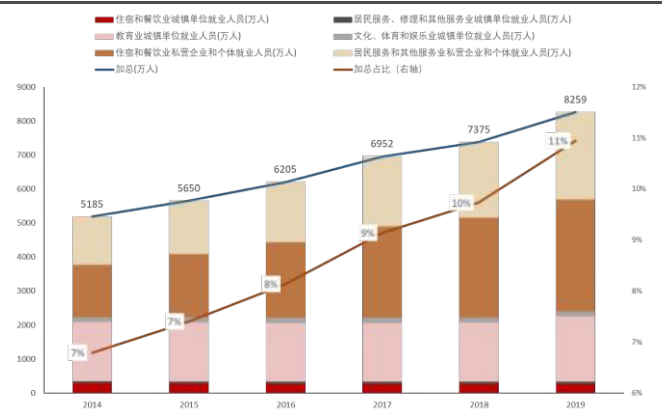
图34：主要消费服务业在 GDP 中占比



资料来源：wind，民生证券研究院

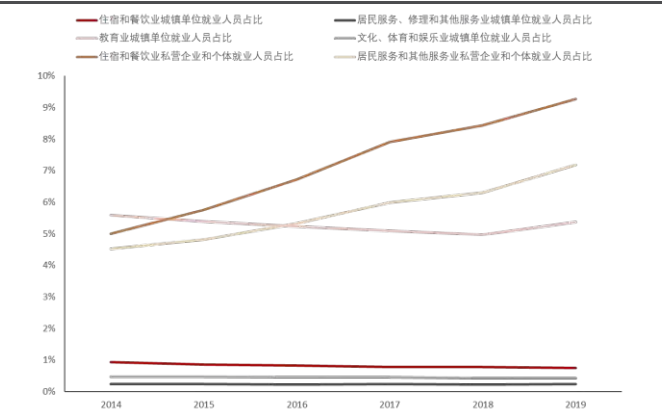
服务消费就业人数占比高于 GDP 占比，且有持续提升的趋势。2014-2019 年，随着服务消费 GDP 占比由 7% 提升至 8.2%，服务消费就业人数占比由 7% 提升至 11%。其中，占比提升不明显的住宿餐饮和居民服务业吸纳就业人数占比反而实现了更显著的增长。剖析背后的原因：可以看到第一产业（农业）在国内就业人口的比重持续下降，而第二产业（工业）/第三产业（服务业）在国内就业人口的比重持续上升，且第三产业上升最快。而从不同服务业人均 GDP 来看，第三产业（服务业整体）> 第二产业（工业）> 服务消费整体 > 居民和其他服务消费 > 住宿和餐饮业 > 第一产业（农业）；背后是第二/第三产业随着城市化演进逐渐吸纳农业人口就业的过程，其中金融、通信、房地产为代表的非消费服务业在国民收入中处于较高水平，提供了主要的高薪岗位；而居民服务/住宿餐饮业等消费服务业则提供了人均产值整体低于工业、但显著高于农业的城市化“入门级”的岗位，充分显示了消费服务业作为民生行业的属性。

图35：主要服务消费业就业人数占比



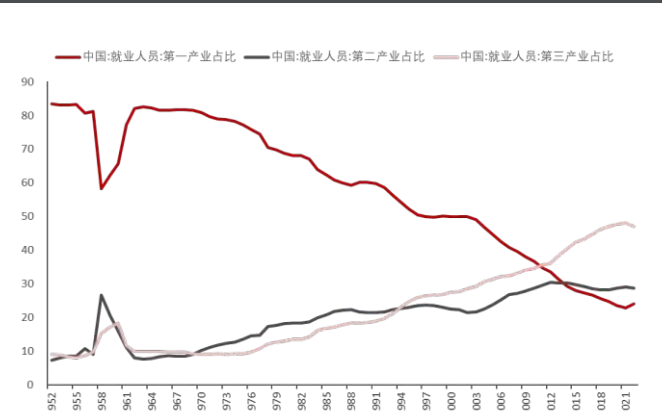
资料来源：wind，民生证券研究院

图36：住宿餐饮/居民服务就业人数占比不断提高



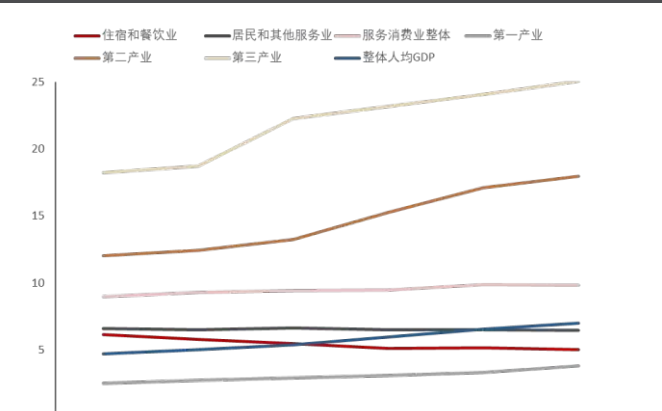
资料来源：wind，民生证券研究院

图37：第三产业在我国就业人数中的占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图38：不同产业人均 GDP（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

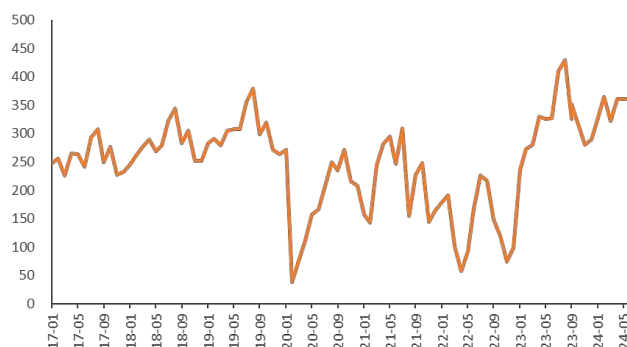
疫后服务消费业开启了快速恢复进程，但除休闲旅游/餐饮外，总体仍未恢复至2020年发生的公共卫生事件前水平。2023年随着场景修复，我国服务消费整体快速复苏，尤其是以餐饮酒店为代表的基础服务，整体规模快速超过2020年发生的公共卫生事件前同期。然而整体来看，2023年全国居民服务型消费占比45.21%，低于2019年45.86%的水平。2023年城乡居民服务型消费占比分别为47.5%和39.42%，低于2019年48.17%和39.69%的水平。此外，21年中国(海南)改革发展研究院在其发布的《中国消费》报告中预测，2025年服务型消费占比有望提升至50%以上；从当前的情况来看，消费结构升级实际进展要滞后于这一预期。

图39：国内旅游总人次情况（单位：亿人次）



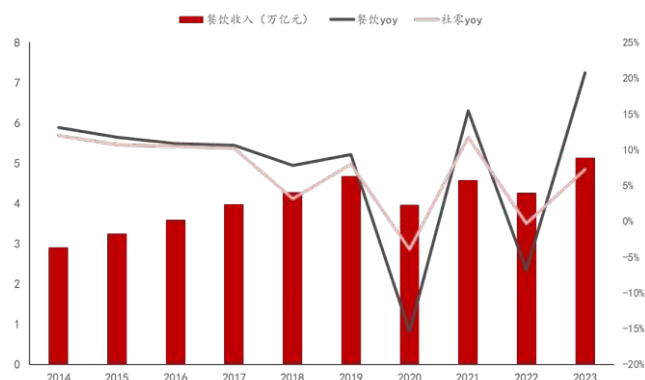
资料来源：wind，民生证券研究院

图40：铁路单季度客运总人次情况（单位：百万人次）



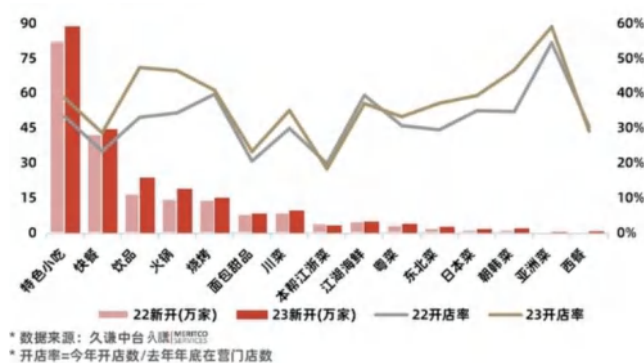
资料来源：wind，民生证券研究院

图41：餐饮收入 2023 年快速反弹，超过了 2020 年发生的公共卫生事件前水平



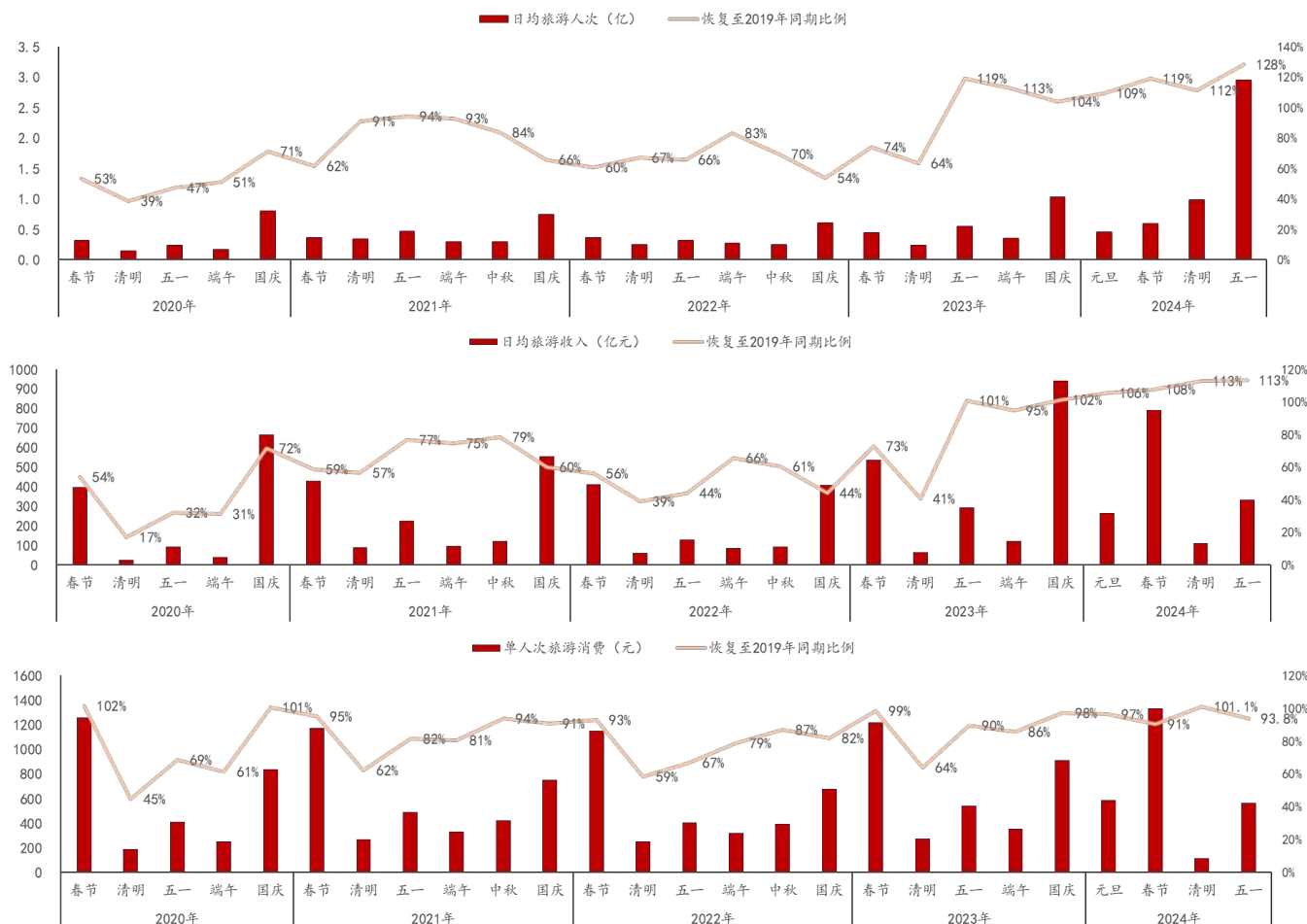
资料来源：wind，民生证券研究院

图42：23 年餐饮门店恢复快速开业



资料来源：久谦，民生证券研究院

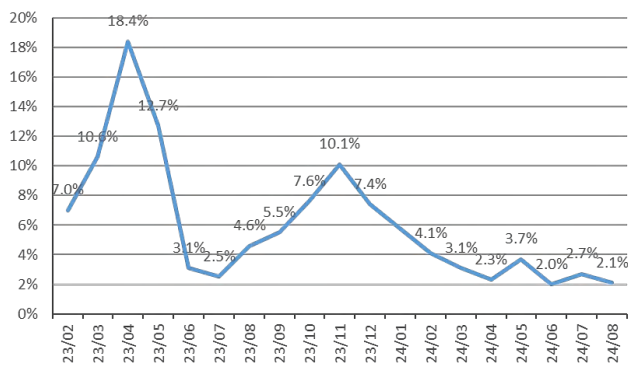
图43：假期出行来看，23年“五一”后客流显著超过19年同期



资料来源：wind，民生证券研究院

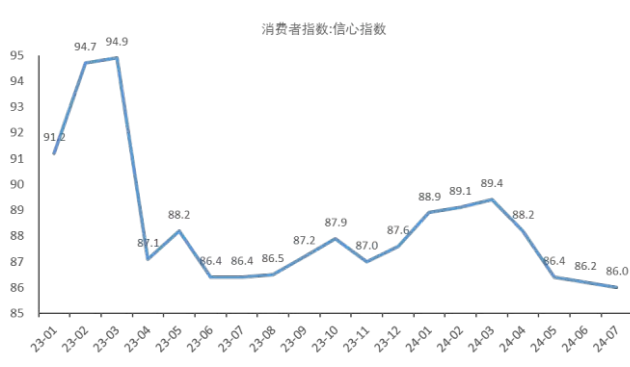
当前就业压力/收入预期波动，影响着当期服务型消费的增速表现。进入2024年，随着宏观经济增速预期和居民收入增长预期波动，消费一定程度上受到抑制，消费者信心指数自24年5月后明显下探，当前社零增速总体也开始放缓。与此同时，相当部分服务消费产品价格开始承压，普遍出现了较去年同比下滑的局面。

图44：社零总额增速



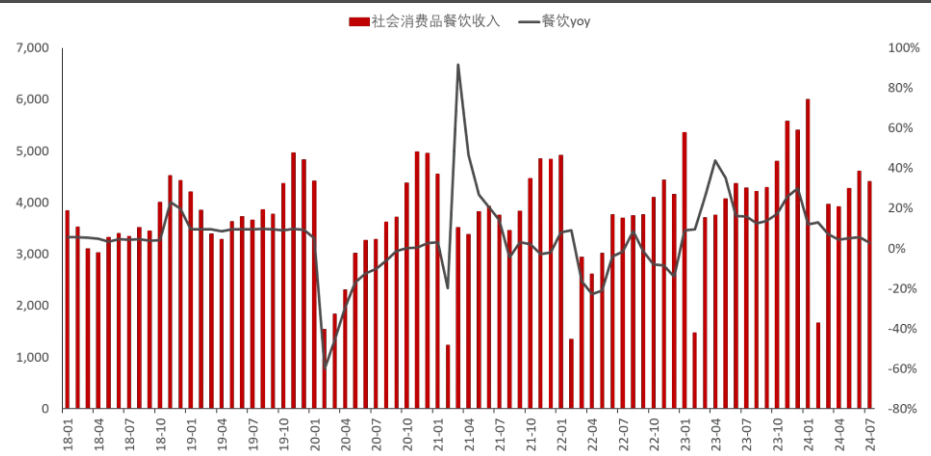
资料来源：wind，民生证券研究院

图45：消费者信心指数



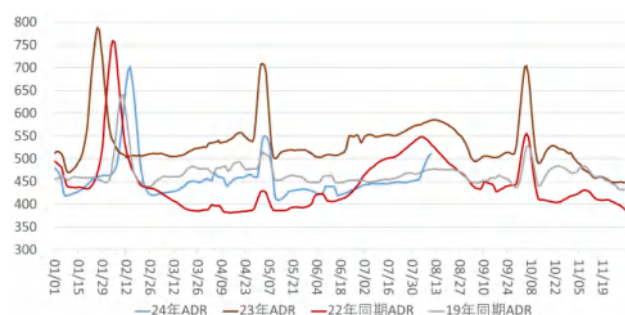
资料来源：wind，民生证券研究院

图46：23 年以来餐饮社零月度收入（单位：亿元）增速明显下降



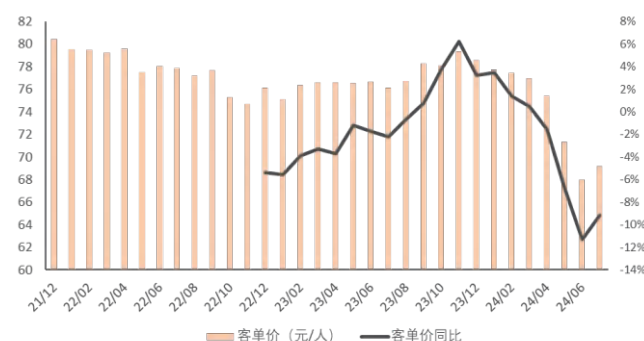
资料来源：wind，民生证券研究院

图47：酒店平均房价(ADR)同比去年同期下滑（单位：元）



资料来源：STR，民生证券研究院

图48：太二酸菜鱼客单价同比下滑



资料来源：久谦，民生证券研究院

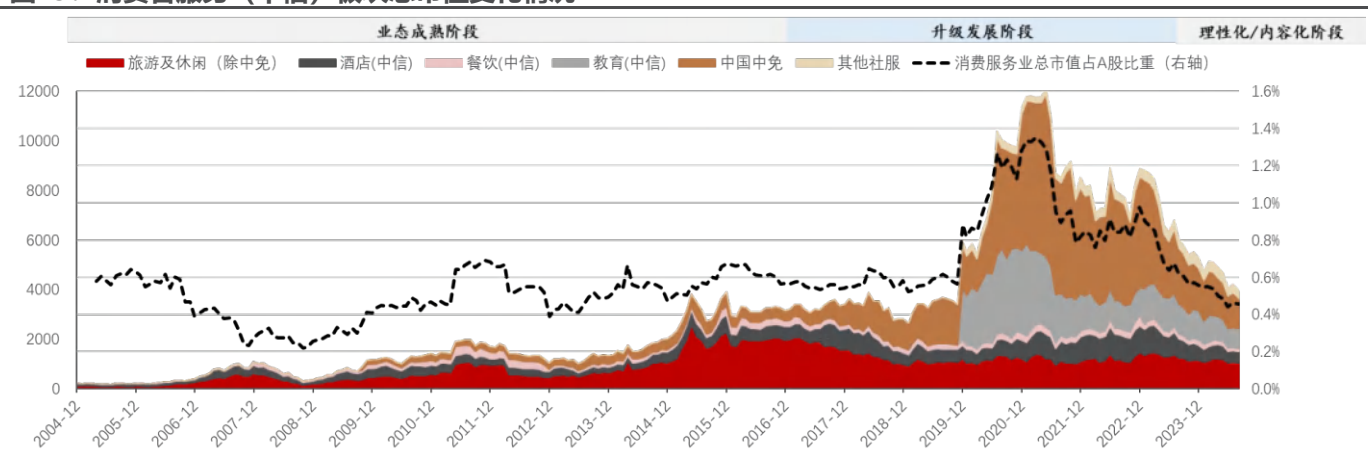
整体来看，服务消费总体有所承压，旅游需求持续走高的局面反映了服务消费潜在的结构变化。旅游作为代表性的改善型服务消费，在整体服务消费表现相对承压的背景下逆势增长，充分说明了服务消费的结构转变。闲暇生活成为消费者关注的重心，更高质量的精神、文化追求产品稀缺；而过往的基础服务产品价格缺乏支撑，未来从产品形态上，需要走向更精准、更细分，通过差异化定位真正实现溢价。

1.2.3 服务消费板块复盘：消费变迁、动能转换下，估值回到低位

服务消费板块总市值背后反映了上市公司数量及整体估值波动的影响。2000年前，上市的服务消费企业主要是底层资产依托国有景区、酒店的文旅类企业，如华天酒店、张家界、西安旅游、锦江酒店、黄山旅游、峨眉山、中青旅等，2000

年后，酒店企业数量以稳定为主，景区公司数量则持续上升；2009/2010 年权重股中国中免/宋城演艺上市。2011-2015 年教育类公司持续上市，为消费者服务板块注入新鲜血液。估值水平亦对消费者服务板块市值影响较大：2006-2007 年、2009-2019 年、2014-2015 年、2020-2021 年消费者服务估值与大盘估值、食品饮料板块估值总体同向变化，但呈现出更强的估值弹性。此外，权重个股对板块总市值波动影响较大：2019-2020 年板块总市值快速提升主要受到中国中免、中公教育两大公司驱动，亦反映了服务消费进入升级发展期，中产家庭开始通过免税大量购买升级属性的消费品（如大牌美妆产品）、教育需求提升/连锁模式成型的时代背景。

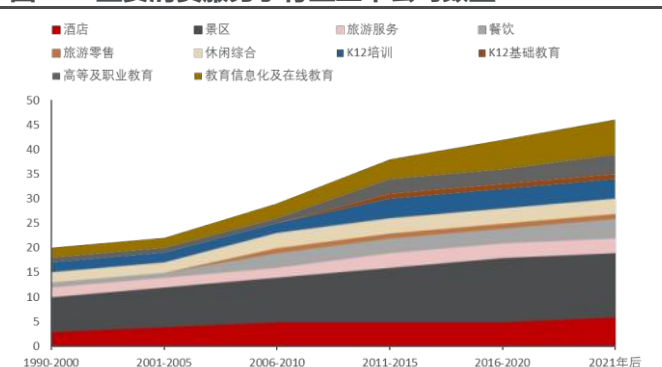
图49：消费者服务（中信）板块总市值变化情况



资料来源：wind，民生证券研究院

注：其他社服系“消费者服务”指数总市值减去其他列示出的二级子行业成分股总市值

图50：主要消费服务子行业上市公司数量



资料来源：wind，民生证券研究院

图51：消费者服务总体估值较高（PE-TTM）

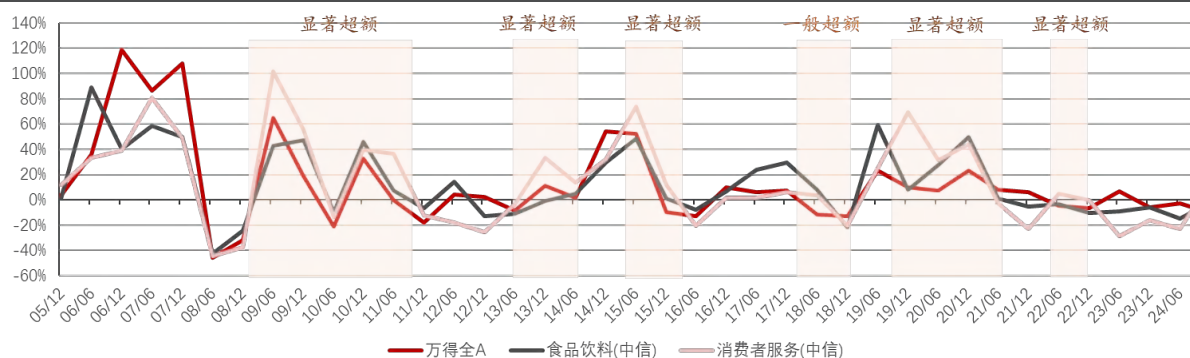


资料来源：wind，民生证券研究院

估值弹性构成板块超额的主要来源，2020-2022 年大牛市发生在服务消费的“升级发展”阶段，背后是消费升级叠加疫后复苏逻辑以及利好消费的整体估值环境。我们将 2006-2024 年间以每半年为一个区间计算消费者服务、全 A 以及食品饮料板块的涨跌幅，并计算消费者服务板块相对其他二者的超额情况，如相对

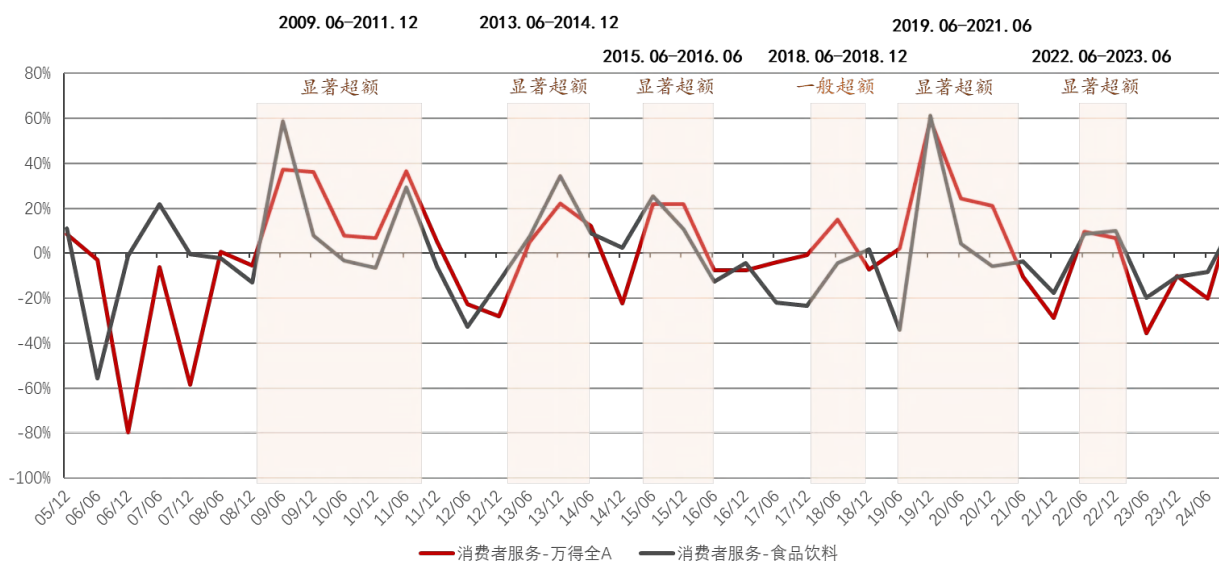
A 股整体及食品饮料均具备超额记为“显著超额”，如只相对 A 股整体有超额则记为“一般超额”。具体来看，2006 年至今，有 5 个时间段消费者服务板块具备“显著超额”，1 个时间段具备“一般超额”，具备超额的时间段总计约 7 年，在过去 20 年中大致接近三分之一的时间具备超额回报。结合估值与超额回报情况来看，消费者服务板块与大盘走势较为一致，**在大盘表现积极的高点附近估值具备更高的弹性，反映了其作为长期成长路径清晰、空间较大的成长型消费业态的特点。**有典型逆势超额的阶段主要是 2019.12-2021.06、2022.06-2023.06，该阶段的特点除了利好消费类资产的整体估值环境外，主要的原因在于消费者服务作为 2020 年发生的公共卫生事件冲击最为严重的行业：一方面疫后复苏经营面反弹的弹性大；另一方面，上市龙头公司抗风险能力强，在行业受到 2020 年发生的公共卫生事件冲击时，反而具备较强的逆势扩大份额的成长逻辑，2019.12-2021.06 这一阶段也是过去 20 年消费者服务板块超额最明显的阶段。

图52：消费者服务板块区间回报率



资料来源：wind，民生证券研究院

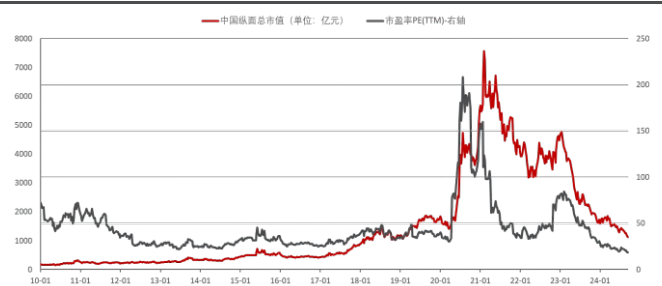
图53：消费者服务板块超额情况



资料来源：wind，民生证券研究院

从个股维度来看，服务消费龙头具备较强的竞争壁垒，与此同时在经营模型成型后的扩张复制期能够实现较快的增长预期，进而实现较高的估值水平。代表性的服务消费龙头中：1) 中国中免市场地位稳固，兼具牌照及经营优势，在消费升级的背景下，离岛免税作为国内中产购买奢侈品及海外大牌美护产品的重要渠道亦维持了高增速；2020 年在消费内循环叠加离岛免税额度提高的政策驱动下实现了市值的大幅提升；2) 华住集团在 2016 年-2019 年股价快速上升阶段中，旗下的汉庭品牌模型处于快速扩张期，中端酒店品牌全季酒店模型逐渐成熟、并获得了国内领先的品牌效应；与此同时，酒店行业迎来了周期景气上行，经营数据提升进一步驱动股价；3) 连锁火锅龙头海底捞依托独树一帜的服务标准树立了较强的品牌心智，门店翻台率维持高水平，与此同时，公司在 15-20 年提出了积极的扩张目标，驱动股价上涨；4) 中公教育具备着公考领域龙头公司的品牌、人才壁垒，上市后伴随着整体扩张节奏逐渐推进，股价逐渐走高。可以看到，上一个阶段服务消费个股股价高增的时期基本处于我国服务消费升级发展期：头部公司的商业模式经历了业态成熟期逐渐夯实、其中的连锁业态具备了较强的扩张能力，与此同时，这一阶段消费升级趋势清晰，“量价齐升”构成这一阶段消费品投资的主要逻辑。

图54：中国中免市值及 PE 变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图55：华住市值及 PE 变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图56：海底捞市值及 PE 变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图57：中公教育市值及 PE 变化



资料来源：wind，民生证券研究院

2020 年发生的公共卫生事件后尽管场景复苏，但受到消费环境骤变的影响，股价下跌明显。2020 年发生的公共卫生事件后，服务消费板块股价大幅回落，其

中的影响来自两方面因素：1) 宏观环境变化影响居民收入预期，进而影响服务消费的客单价和成长前景，进而抑制了公司的业绩端表现和未来的经营预期；2) 居民预期明显扭转后，消费偏好出现明显转型，开始走向理性化、内容化的服务消费新时代，而 A 股市场上的大多公司大多供给较为陈旧，新业态仍在探索/孵化，业绩预期增速和估值持续下修。

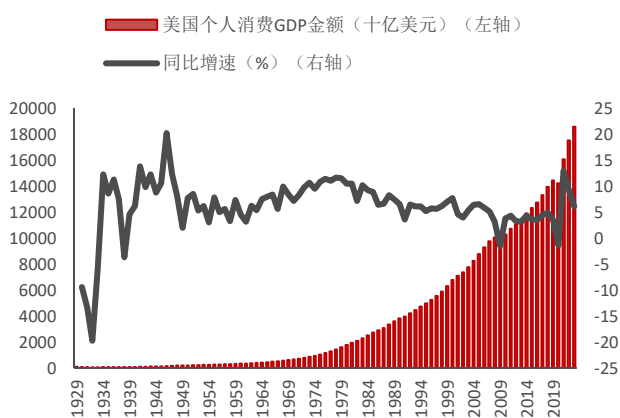
2 他山之石：美日服务消费发展历程启示录

2.1 美国服务业发展复盘：高度成熟、多样化、龙头迭出的服务消费市场

2.1.1 美国是消费大国，服务消费扮演重要角色

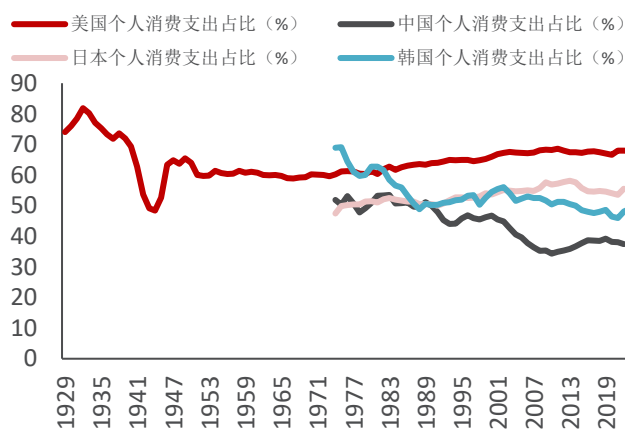
美国是典型的消费大国，个人消费支出占比GDP领先各国。总量上，美国个人消费GDP金额在过去百年呈现稳定增长态势，从1929年的774亿美元增长到2023年的18.6万亿美元，复合增速为5.94%，目前已成为全球头部消费大国。占比上，受20世纪30年代的美国经济大萧条影响，美国消费支出有所下滑，个人消费占GDP比重从1933的80.24%降到1944年的48.40%。40年代左右，美国消费支出开始逐渐回升，并在战后经济繁荣的推动下于1951年提升至60%，截至2023年，美国个人消费支出GDP占比已经达到67.87%。放眼全球来看，美国的消费支出比例较高，2022年，中国/日本/韩国的平均消费支出比例分别为37%/56%/49%，显著低于美国的68%，消费对于美国经济的拉动作用可见一斑。

图58：美国个人消费 GDP 金额及增速



资料来源：美国经济分析局，民生证券研究院

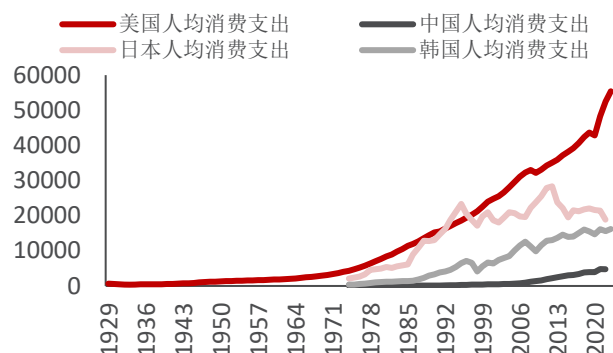
图59：中美日韩个人消费占 GDP 比重



资料来源：美国商业经济分析局，世界银行，民生证券研究院

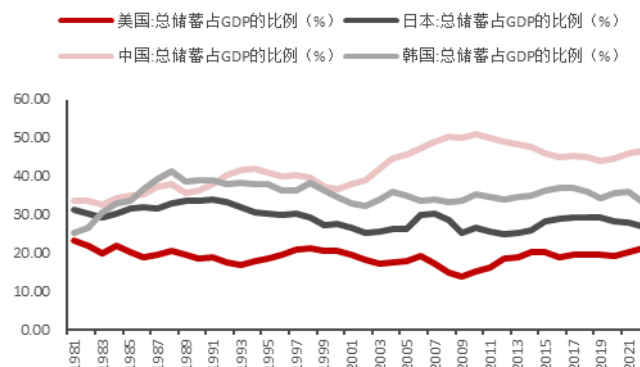
从人均消费上来看，美国的人均消费支出也远高于中日韩。从1929年至2023年，美国的平均消费支出持续增长，从1929年的634.91美元增长到2023年的5.54万美元，复合增速为4.82%，显著高于中日韩。我们认为，这主要受益于美国的较高的可支配收入以及消费率，从人均可支配收入上来看，美国截至2023年的可支配收入为6.03万美元，远高于中日韩的5500美元/3.5万美元/2.7万美元；另一方面，受不同消费习惯和文化影响，美国和东亚国家的消费观念也存在较大差异，美国居民的消费观念“超前”，截至2022年中日韩美储蓄率分别为46.56%/27.01%/33.15%/21.14%，美国的储蓄率相对较低。

图60：1929-2023 中美平均消费支出（美元）



资料来源：美国经济分析局，世界银行，民生证券研究院；

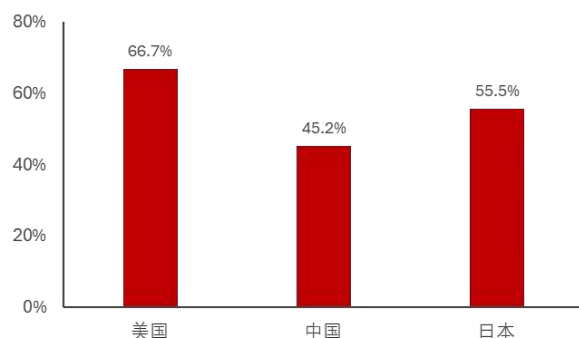
图61：1980-2022 年中日韩美总储蓄占 GDP 比重



资料来源：美国商业经济分析局，YChart，IFind，民生证券研究院

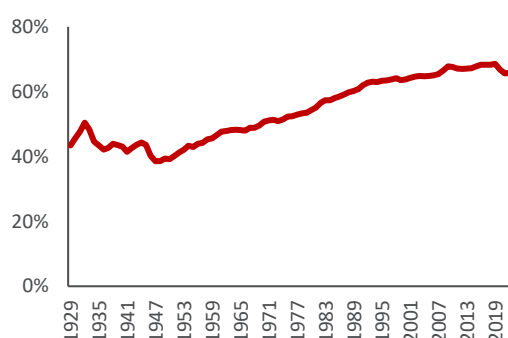
从结构上来看，服务消费在美国消费经济的发展中扮演了重要的角色，贡献主要消费支出。自上世纪70年代起，服务消费占个人消费的比重逐渐稳定在60%以上。服务消费的增速亦非常亮眼，1929-2023年美国的耐用品/非耐用品/服务消费CAGR为5.86%/5.15%/6.43%。服务业在美国经济中的重要性不断增强，反映出美国经济从制造业向服务业的转型，也折射出随着经济的发展，美国居民在教育、医疗保健、娱乐和其他服务上的支出显著增加，服务消费成为推动美国消费经济增长的重要动力。从个人消费结构来看，2023年中美日的服务消费占个人消费支出比例分别为45.20%/66.67%/55.5%，服务消费在美国的占比远高于中国和日本。

图62：2023 年中美日服务消费占个人消费比重



资料来源：美国经济分析局，IFind，民生证券研究院；

图63：1929-2023 年美国服务消费占个人消费比重



资料来源：美国商业经济分析局，民生证券研究院

2.1.2 城市化/收入提升/代际更迭驱动，70-80 年代服务消费大发展

过去百年来，美国消费大致经历了从大众商品消费->品牌、基础服务消费->改善型、精神型服务消费、理性商品消费的发展历程。从消费对象来看，美国居民的消费展现了从物质到服务的变迁特点，整体消费需求呈现出“非耐用品消费→耐用品消费→服务消费”的变化特点。一战之后的美国首先经历了“柯立芝”繁荣，

大众消费、商品消费在 20 世纪 20 年代逐渐在美国社会占据消费主流地位。此后随着汽车、电气、信息技术等领域的创新促使相关工业品投产发展迅速，商品消费内部由非耐用品逐渐向汽车等耐用品消费转变；20 世纪 70 年代，随着人均 GDP 由 59000 美元向 130000 美元加速迈进，美国居民更多追求品牌化消费，与此同时，服务消费兴起，收入占比进一步提升并超过商品消费，成为美国消费结构变化的重要转折点。70-80 年代是美国服务消费高速增长期，20 年间 CAGR 接近 10%

20 世纪 90 年代以来，随着千禧一代成为消费主力以及叠加数次经济危机和贫富差距扩大，美国居民不再盲目追求高价商品，而更多地关注商品性价比，美国商品消费进入理性消费阶段，新零售业态逐步兴起，如折扣店、仓储店、奥特莱斯店等，但与此同时，美国居民对于服务消费的品质需求仍在进一步提升，对于精神文化类的服务消费需求亦在壮大。从酒店和餐饮来看，80 年代以来美国的酒店龙头企业均开始提供更加个性化和差异化的服务，并且进入 21 世纪后，随着数字创新增长，在线预订系统得到普及；从餐饮来看，随着千禧一代的成长，居民饮食习惯发生变化，更加追求品质和健康，快捷休闲餐饮快速发展，诞生了墨式烧烤，其理念是提供健康、快捷的餐饮体验。此外精神文化类的服务消费也在 80 年代以后开始兴起，80 年代任天堂诞生，帮助美国游戏也从崩溃中恢复；动画领域方面，80 年代，迪士尼发起了一场动画电影复兴，推出了一系列经典的动画电影，后续皮克斯工作室的成立又将计算机动画带到了全球。

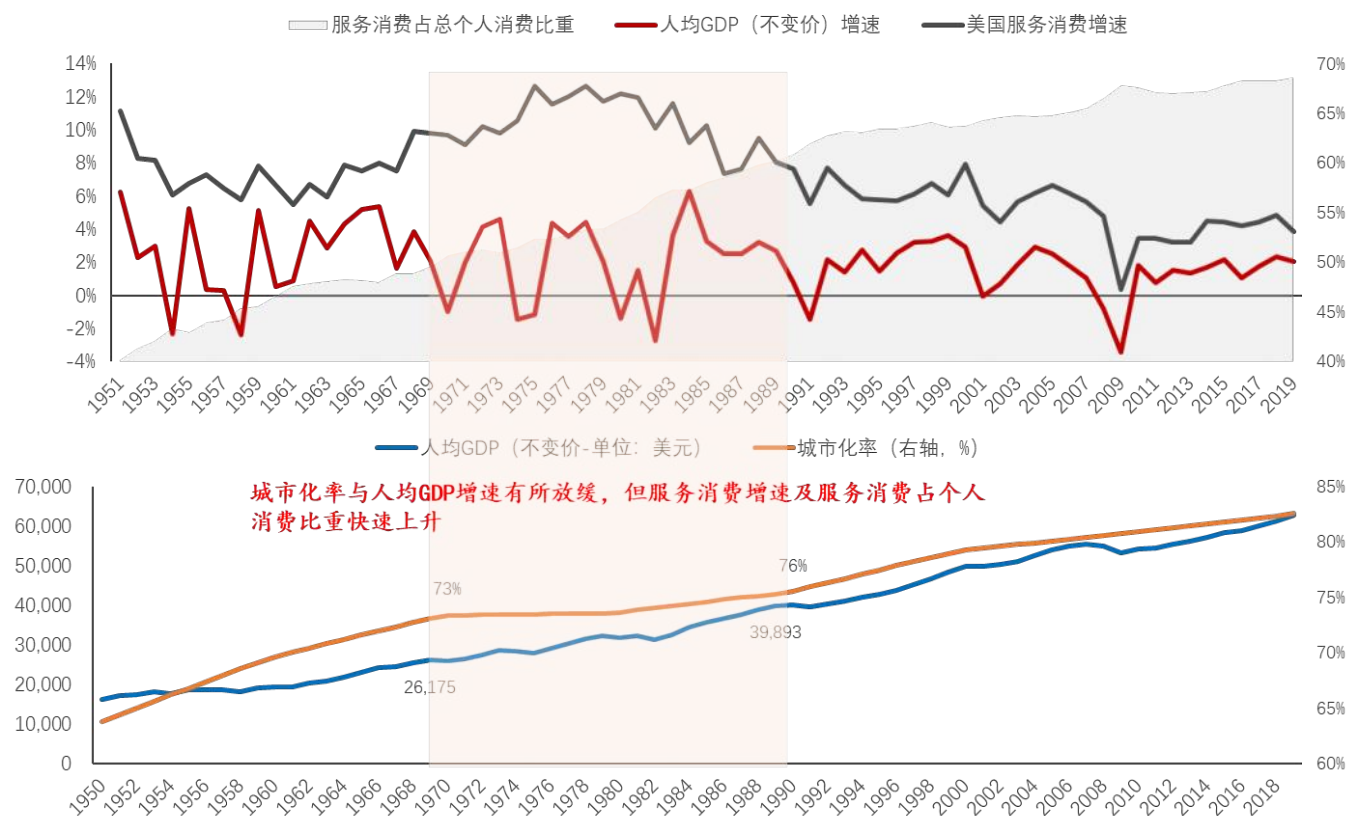
图64：美国消费变迁史



资料来源：美国经济研究所，民生证券研究院绘制

图65：美国 70 年代尽管人均 GDP 增速有所放缓，但服务消费迎来黄金发展期

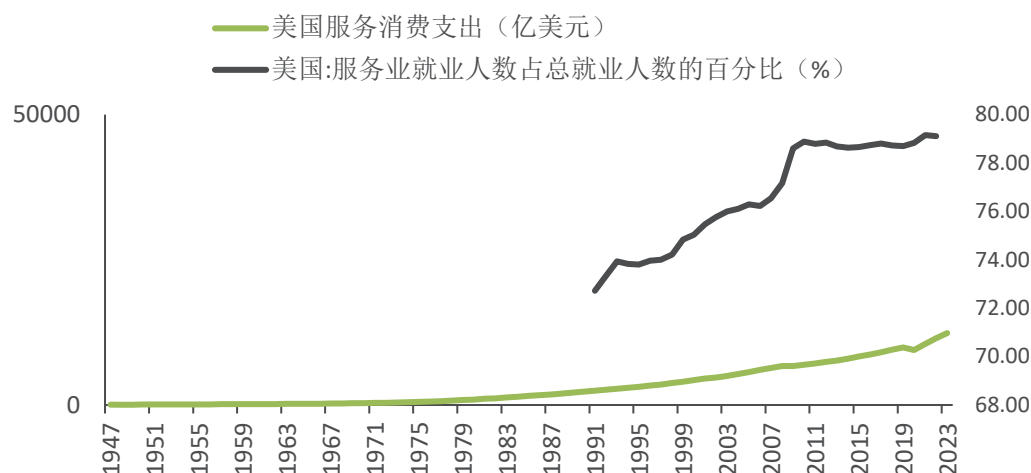
美国70/80年代是服务消费发展的黄金期



资料来源：美国经济研究所，ifind，民生证券研究院

美国服务消费的快速发展下，服务消费就业人口亦成为就业市场的主导。我们可以看到根据已有数据，美国服务业就业的快速发展也带动了美国就业人数的上升。美国的整个服务业就业人数占总就业人数比例目前已经从 1992 年的 73% 到现在的 79%，美国服务业贡献了主要就业机会。

图66：美国个人消费中耐用品、非耐用品、服务消费占比



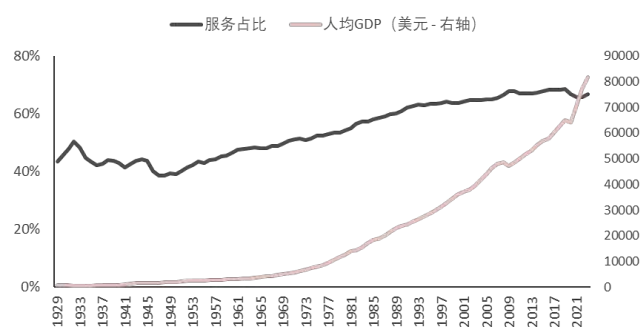
资料来源：美国商业经济分析局，民生证券研究院

通过对美国消费变迁的复盘，我们发现，70年代后服务消费占比超过商品消费并占据主导地位，构成美国消费的重要转折点，也成为我们重要的研究命题。

城镇化率及人均收入提升带动住房、医疗等大服务消费板块兴起，餐饮住宿、休闲娱乐等细分赛道同时亦展现高成长。1970年，美国服务消费在个人消费支出中的占比达50.71%，首次超过商品消费，截至2023年，美国服务消费占比已经达到66.66%。具体来看，美国的服务消费囊括了住房、卫生保健、交通、休闲娱乐、住宿餐饮、金融保险等多个方面。在过去的百年内，美国服务消费细分赛道均实现快速增长，最大的增长贡献动力主要得益于“住房”和“卫生保健”两大板块，两者合计贡献超过50%的服务消费收入来源；从增速上来看，1929-2023年的医疗保健/娱乐/金融保险/餐饮住宿/住房/交通对应的消费GDP复合增速分别为7.96%/6.72%/6.73%/6.58%/6.07%/6.06%。

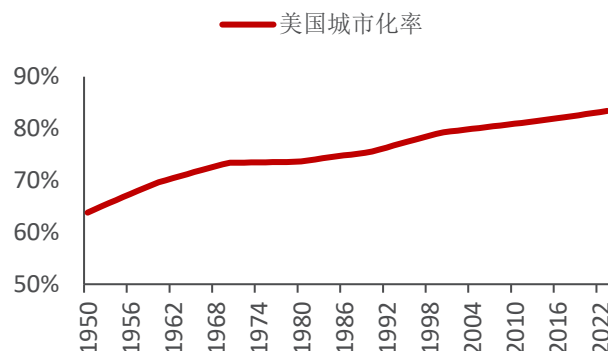
我们认为，**二战后经济快速繁荣、城市化率提升及人均GDP提升**或服务消费兴起的主要宏观因素。二战后，美国经济步入繁荣期，房地产市场迅速扩张，带动美国住房消费上升；同时美国城镇化率快速推进，1961年，美国城市化率达到70%，进一步提升美国住房消费的兴起（学界普遍认为，城市化率达70%之后，城市化进入了发达体系和自我完善期）；城市化与工业化亦推进了医疗服务供给和需求，提升了医疗服务消费占比。此外，随着人均GDP的提升，70年代的人均GDP已经超过10000美元，在前期物质消费，包括耐用品消费及非耐用品消费得到普及后，居民消费进一步向餐饮住宿、休闲娱乐等享受类消费服务转变。

图67：美国个人消费中服务占比



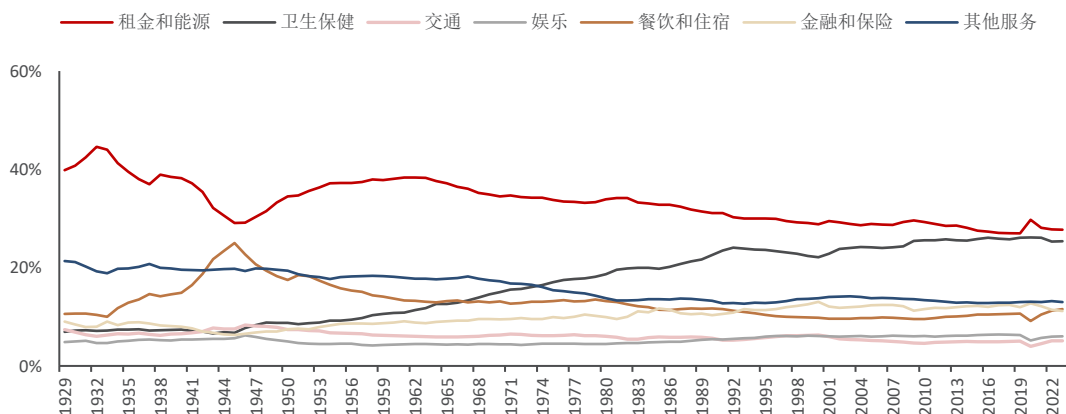
资料来源：美国商业经济分析局，民生证券研究院

图68：1950-2023 年美国城市化率水平



资料来源：ifind，民生证券研究院

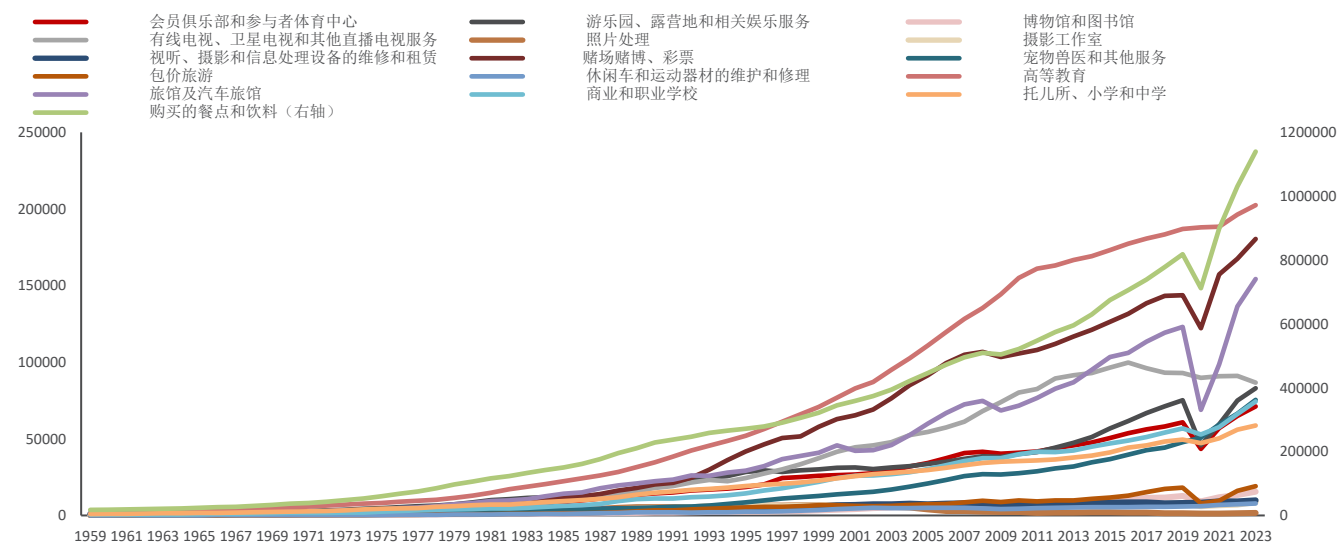
图69：1929-2023 美国家庭各项服务消费占其总服务消费比例



资料来源：美国经济分析局，民生证券研究院

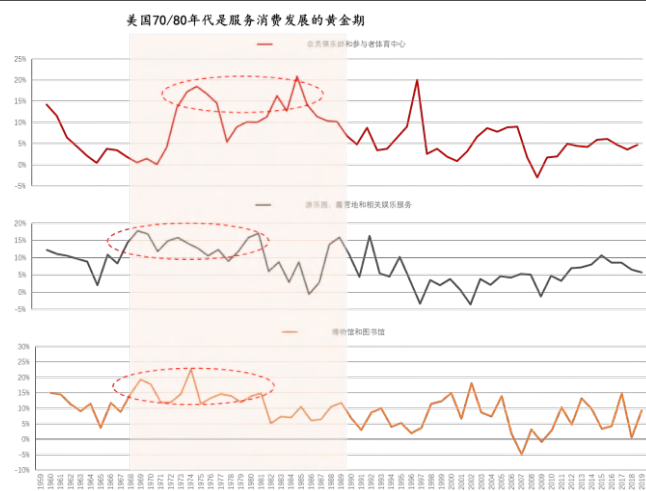
除去住房、医疗服务、金融服务等板块，我们进一步将美国服务消费定义为“吃喝玩乐”相关的传统社服来进行研究。根据我们的梳理，该类板块在 70 年代左右便开始随着整个消费服务板块加速成长。其中，餐饮支出遥遥领先，2023 年美国餐点饮料消费支出达到 11396 亿美元，此外高等教育、博彩彩票、旅馆、游乐园、宠物、商职学校、体育、旅游、表现较好，2023 年规模分别达到 2024、1804、1543、830、754、744、711、191 亿美元，其中高等教育、博彩彩票、旅馆规模均超过千亿美元。

图70：美国服务消费整体规模（单位：亿美元）



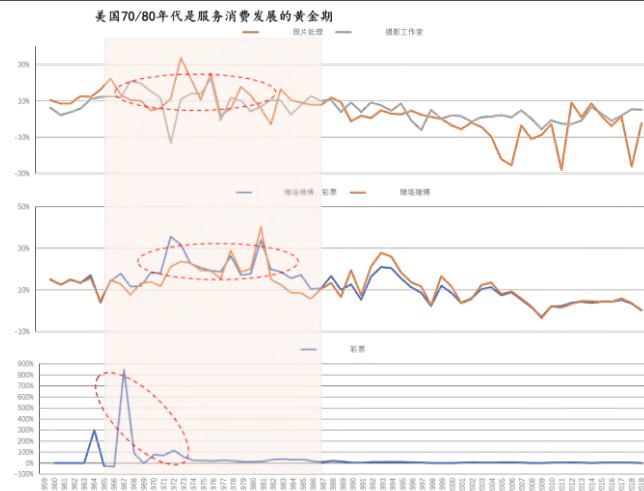
资料来源：wind，民生证券研究院

图71：体育健身、文博、游乐园及营地消费支出增速



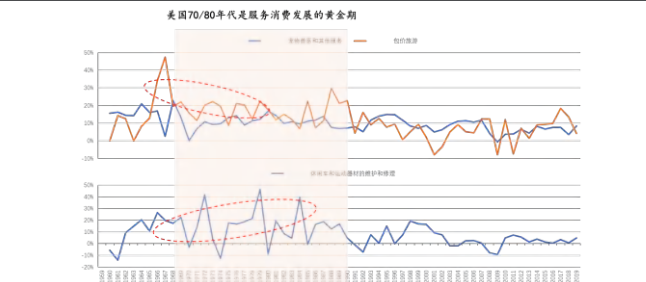
资料来源：美国经济分析局，民生证券研究院

图72：美国摄影照片和博彩业消费支出增速



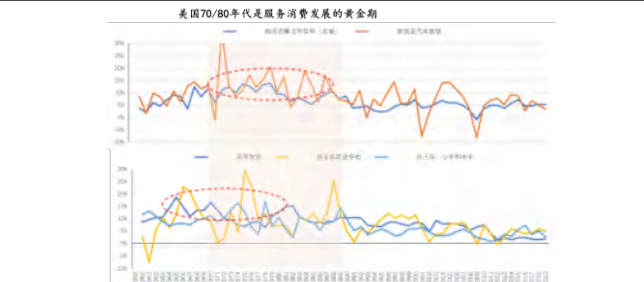
资料来源：美国经济分析局，民生证券研究院

图73：宠物服务、休闲车/运动汽车维修消费支出增速



资料来源：美国经济分析局，民生证券研究院

图74：美国餐饮酒店、教育增速消费支出增速



资料来源：美国经济分析局，民生证券研究院

2.1.3 美国服务消费板块剖析：长牛龙头个股的沃土

总体来看，消费者服务板块维持了多年持续高涨幅，在 2020 年发生的公共卫生事件前的增长速度明显快于耐用消费品板块，而在 2020 年发生的公共卫生事件之后服务板块增速有所放缓。在 1990-2000 年和 2010-2020 年涨跌幅的对比中，服务板块的涨幅明显高于耐用消费品的涨幅，而在 2000-2010 年和 2020 年至今的涨跌幅对比中，服务消费涨幅则略低于耐用消费品，这可能是由于 2001 年和 2008 年的经济危机以及 2020 年的 2020 年发生的公共卫生事件对于偏可选的服务消费的影响更大。从二级分类来看，消费者服务部分，酒店餐馆的涨幅与板块总体涨幅接近，我们认为美股消费服务涨跌幅主要由二者驱动，此外，综合消费者服务尤其是教育服务自 2010 年以来涨幅表现亮眼。

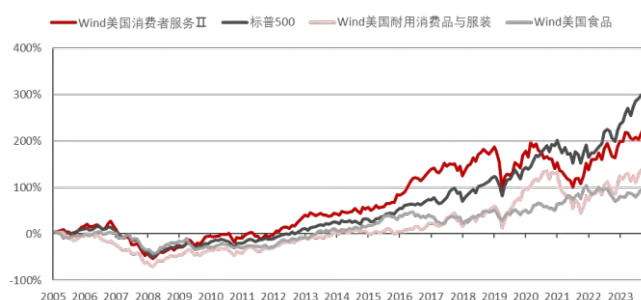
表1：美国耐用消费品板块与消费者服务板块自 1990 年以来涨跌幅

板块名称（按GICS分类）	1990-2000 区间涨跌幅%	2000-2010 区间涨跌幅%	2010-2020 区间涨跌幅%	2020至今 区间涨跌幅%	1990至今涨 跌幅%
耐用消费品与服装	372.09	164.23	403.95	100.87	2658.71
家庭耐用消费品	364.99	158.98	244.83	136.93	1295.45
消费电子产品	408.54	-56.72	139.47	40.52	140.53
家庭装饰品	-15.43	56.69	214.51	63.78	592.77
住宅建筑	154.25	108.23	323.29	249.24	2858.83
家用电器	148.38	158.17	325.86	136.19	114.42
家用器具与特殊消费品	-1.11	2,042.43	250.58	25.48	80.59
休闲设备与用品	0.54	7.09	335.46	6.59	341.70
消闲用品	0.54	7.09	335.46	6.59	341.70
纺织品、服装与奢侈品	443.88	194.52	542.62	48.63	6093.46
服装、服饰与奢侈品	77.64	177.81	527.05	11.67	496.76
鞋类	682.21	219.20	560.85	71.10	9518.73
纺织品	-3.87	24.21	275.80	22.40	648.61
消费者服务	413.83	151.69	589.49	76.57	2167.36
酒店、餐馆与休闲	440.21	142.37	517.22	78.86	2295.60
赌场与赌博	168.75	21.64	396.62	76.96	109.07
酒店、度假村与豪华游轮	704.39	141.78	562.84	57.58	698.36
休闲设施	102.26	40.72	106.36	32.23	352.80
餐馆	313.09	151.63	551.26	99.28	4164.24
综合消费者服务	75.62	195.17	1091.01	50.04	669.70
教育服务	0.00	182.08	1,317.74	36.48	455.57
特殊消费者服务	95.75	219.52	269.70	75.82	1073.49

资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：股价截至 2024.09.12

图75：美股消费者服务较其他消费品有一定超额



资料来源：wind，民生证券研究院

图76：美股服务消费中餐饮与教育长期看涨幅较大



资料来源：wind，民生证券研究院

美国服务消费业涌现了诸多龙头公司：其中餐饮孕育出了最多龙头企业，此外游乐园、酒店、旅游、博彩、教育等均有亮眼表现。2024年8月，在美国消费服务市值排行中，市值排名前20的公司中餐饮行业数量为7家，占比最高，孕育出餐龙头麦当劳、星巴克、墨式烧烤、百胜（YUM! Brands）等企业。在游乐园行业，则诞生了千亿美元市值的迪士尼；与游乐园类似的“超级单体”服务消费模型，邮轮业态也比较成熟，诞生了皇家加勒比邮轮、嘉年华邮轮、Viking等上市公司，目前国内尚未有相应对标的公司。旅游行业渠道方面，诞生了千亿市值的上市公司Booking Holdings。酒店行业，美国也诞生了较为知名的全球酒店龙头公司万豪酒店、希尔顿酒店等。值得注意的是，前20名中出现了Flutter和DraftKings这两个博彩企业，说明赌场也颇受美国消费者的青睐。截至2024年9月，教育领域企业市值的排名处在30-60之间，规模从30亿美元到90亿美元不等，目前美国本土教育公司市值最大的是在线语言学习平台多邻国，约90亿美元；此外美国亦孕育出Adtalem Global、Stride等高等教育上市公司、和在线教育龙头大峡谷教育；儿童早教及护理公司Bright Horizons市值也达到了近80亿美元。

表2：美国消费者服务行业龙头股票/及教育领域头部公司

市值排 序	证券代 码	证券名称	行业	上市年 份	总市值 (亿美元)	1980- 1990 区间涨跌 幅%	1990- 2000 区间涨跌 幅%	2000- 2010 区间涨跌 幅%	2010- 2020 区间涨跌 幅%	2020-至 今 区间涨跌 幅%	PE-LYR
1	MCD.N	麦当劳	餐饮	1965	2,089	979	405	88	326	52	25
2	DIS.N	迪士尼	游乐园	1957	1,603	--	-74	12	321	-37	26
3	BKNG.O	Booking Holdings	旅游	1999	1,286	--	--	-23	840	75	30
4	SBUX.O	星巴克	餐饮	1992	1,058	--	--	280	794	17	26
5	CMG.N	墨式烧烤	餐饮	2006	742	--	--	301	850	209	60
6	MAR.O	万豪酒店	酒店	1998	635	--	--	--	278	47	20
7	HLT.N	希尔顿酒店	酒店	2013	519	--	--	--	184	89	45
8	RCL.N	皇家加勒比邮轮	邮轮	1993	407	--	--	-40	522	16	24
9	YUM.N	YUM! Brands	餐饮	1997	374	--	--	321	388	48	23
10	FLUT.N	Flutter	博彩	2024	390	--	--	--	--	--	-
11	TCOM.O	携程	旅游	2003	322	--	--	1528	87	23	21
12	QSR.N	餐饮品牌国际	餐饮	2014	211	--	--	--	99	30	18
13	DRI.N	达登饭店	餐饮	1995	185	--	--	221	387	47	19
14	EXPE.O	Expedia	旅游	2005	171	--	--	129	16	20	16
15	CCL.N	嘉年华邮轮	邮轮	1987	181	--	936	-18	113	-71	503
16	DKNG.O	DraftKings	博彩	2019	322	--	--	--	--	200	-
17	DPZ.N	达美乐比萨	餐饮	2004	146	--	--	7	3989	58	28
18	IHG.N	洲际酒店	酒店	2003	161	--	--	164	533	48	21
19	VIK.N	Viking	邮轮	2024	135	--	--	--	--	43	-
20	H.N	凯悦酒店	酒店	2009	144	--	--	19	206	56	71
32	DUOL.O	多邻国	教育	2021	95	--	--	--	--	105	588
33	PSO.N	培生	教育	1995	91	--	--	--	-41	61	18
36	BFAM.N	Bright Horizons	教育	2013	80	--	--	--	583	-10	108
51	LOPE.O	大峡谷教育	教育	2008	41	--	--	58	404	47	20
56	LRN.N	Stride	教育	2007	34	--	--	10	0	292	27
64	ATGE.N	Adtalem Global	教育	1991	26	--	--	203	-38	111	18

资料来源：，民生证券研究院

注：市值根据 2024.09.12 数据；PE-LYR 系总市值除以 23 年扣非归母净利润计算的扣非 PE

诸多新兴业态服务消费标的实现了高成长。我们筛选出了 10 年内上市且涨幅居前的服务消费相关标的；其中六家仍是餐饮行业公司，Shake Shack、CAVA、WINGSTOP 等反映了产品精品化、健康化的趋势；KURA SUSHI 则主要通过引入

移动支付和大量自助设施的回转寿司餐厅打造了高效的门店模型——餐饮仍是产品迭代较为快速，能够依托餐品和场景创新持续走出高成长公司的赛道；除此之外，Planet Fitness、Dave & Buster's 则分别打造了平价健身房和娱乐综合体的新兴连锁业态，满足消费者的改善性需求，并实现了复杂模型或多业态模型的连锁化经营。

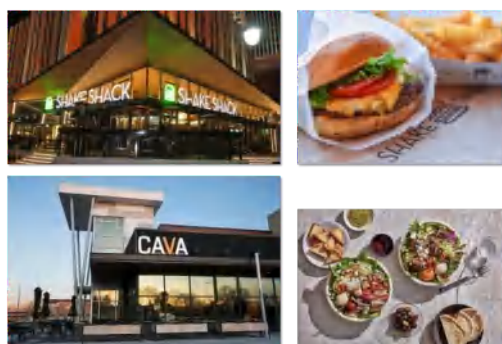
表3：美国消费者服务行业近 10 年上市企业涨幅前十

	证券代 码	证券简称	行业	经营范围	上市 年份	总市值（单 位：亿元 人 民币）	上市以来涨 跌幅（%）	PE- LYR	2023 年扣非净利 润（单位：亿元人 民币）
1	WING.O	WINGSTOP	餐饮	连锁餐饮，提供手工腌制的 成品鸡翅类餐点。	2015	792	1,685	159	5
2	CZR.O	CAESARS ENTERTAINMENT	博彩	拥有并经营赌场和度假村， 提供娱乐餐饮和游戏服务。	2014	556	736	10	56
3	PLNT.N	星球健身(PLANET FITNESS)	健身	主要经营健身馆。	2015	491	478	50	10
4	RRR.O	RED ROCK RESORTS	博彩	主要经营博彩度假村，提供 游戏和娱乐产品和服务。	2016	404	258	32	12
5	KRUS.O	KURA SUSHI USA	餐饮	回转寿司，科技型概念日本 餐厅	2019	50	259	463	0.1
6	CAVA.N	CAVA	餐饮	CAVA 是自创类别的地中海 快速休闲餐厅品牌。	2023	971	177	1033	0.9
7	QSR.N	餐饮品牌国际	餐饮	Tim Hortons 与 Burger King 的母公司	2014	1,501	159	633	2.4
8	LAUR.O	LAUREATE EDUCATION	教育	全球最大的高等教育学位授 予网络机构。	2017	159	139	20	8.1
9	SHAK.N	SHAKE SHACK	餐饮	提供现代路边式快餐服务， 品质升级汉堡。	2015	293	116	204	1.4
10	PLAY.O	戴夫和巴斯特娱乐	娱乐	娱乐综合体及餐饮连锁公 司。	2014	83	85	5	16.6

资料来源：，民生证券研究院

注：市值根据 2024.09.12 数据；PE-LYR 系总市值除以 23 年扣非归母净利润计算的扣非 PE

图77：主打产品创新/升级的餐饮业态



资料来源：今日美国，时代周刊，民生证券研究院

图78：引入科技手段优化门店模型的餐饮业态



资料来源：thatssotampa，民生证券研究院

图79：星球健身打造了平价健身的连锁业态



资料来源：星球健身财报，民生证券研究院

图80：Dave & Buster's 打造了娱乐综合体模型



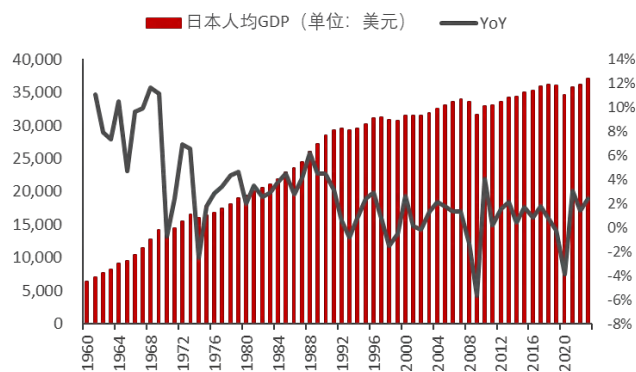
资料来源：Dave & Buster's 财报，民生证券研究院

2.2 日本服务业发展复盘：经济下行期服务业仍具发展空间，休闲娱乐逆势增长

2.2.1 80-90 年代是服务消费高增期，经济下行后服务消费占比仍有所提高

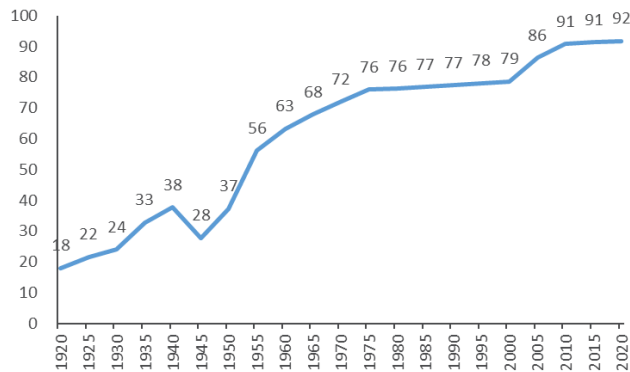
日本 90 年代泡沫经济磨灭后经济增速承压，城市化亦达到阶段性瓶颈。日本于二战后 60 年代左右开始经济高速发展，维持了较快的 GDP 增速；70 年代以来，受到石油危机的冲击，当时以重工业为主的日本经济遭受初次打击，80 年代广场协议带动日元快速升值，与此同时日本政府采取宽松货币政策应对危机开启日本泡沫经济阶段，这一阶段的日本陷入投资和消费的狂热之中，GDP 同比增速再度提高，直至 1991 年日本泡沫经济破裂，房地产崩溃，日本进入去杠杆阶段，GDP 增速明显放缓。城市化方面，随着 70 年代末突破了 70% 后，80-90 年代整体增速趋缓，总体维持在 70%-80% 之间。

图81：日本 90 年代后经济增速明显放缓



资料来源：wind，民生证券研究院

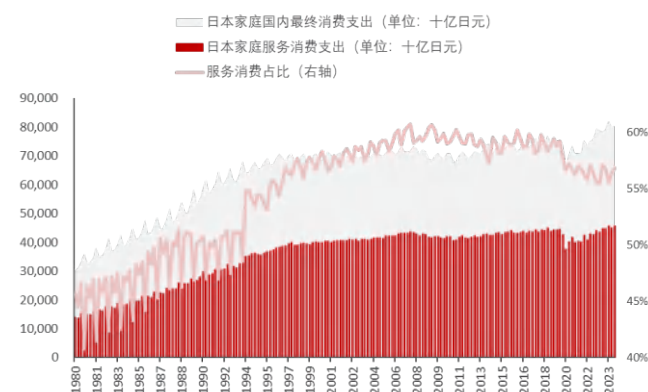
图82：日本城市化率不断提高（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

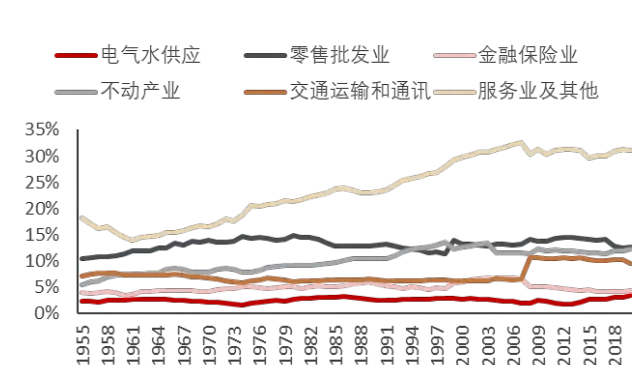
相比于整体经济和消费情况,日本服务消费增长更加持续、贯穿了整个 80-90 年代,尤其是文娱行业展现了高成长韧性。95-99 年代服务消费占家庭总消费比例由 58%左右提升至 60%左右的高位,直至 2008 年金融危机后再度受到冲击;这一数据与第三产业中“服务业及其他”占比在 90 年代不断提高,直至 2008 年左右触顶的趋势一致。服务业展现出了较强的韧性,反映了背后日本消费者消费方式的整体变迁。具体来看,典型的服务消费赛道教育与文娱在 90 年代维持了持续增长,尽管教育在 97 年触顶后下滑,但文娱开支的增长总体持续增长。

图83：90 年代日本服务消费占家庭消费比例明显提高



资料来源：ifind，民生证券研究院

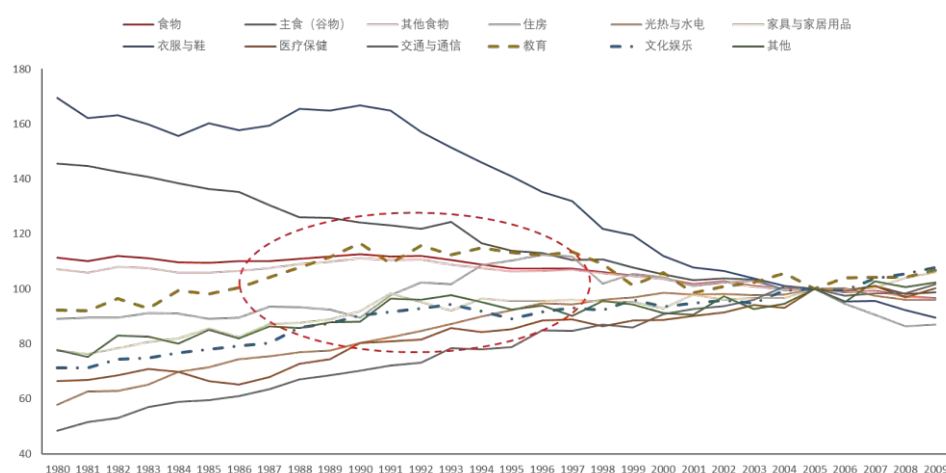
图84：日本第三产业中服务业及其他占比不断提高



资料来源：日本统计局，民生证券研究院

注：第三产业的服务业及其他行业板块包含了公共管理、教育、科技、卫生、护理、娱乐等诸多行业

图85：典型的服务消费教育与文娱在 80-90 年代维持增长



资料来源：日本内阁府，民生证券研究院

注：左轴数值为较 2005 年各项家庭消费支出的比值

图86：日本年人均旅游次数 80-90 年代高增



资料来源：日本内阁府，民生证券研究院

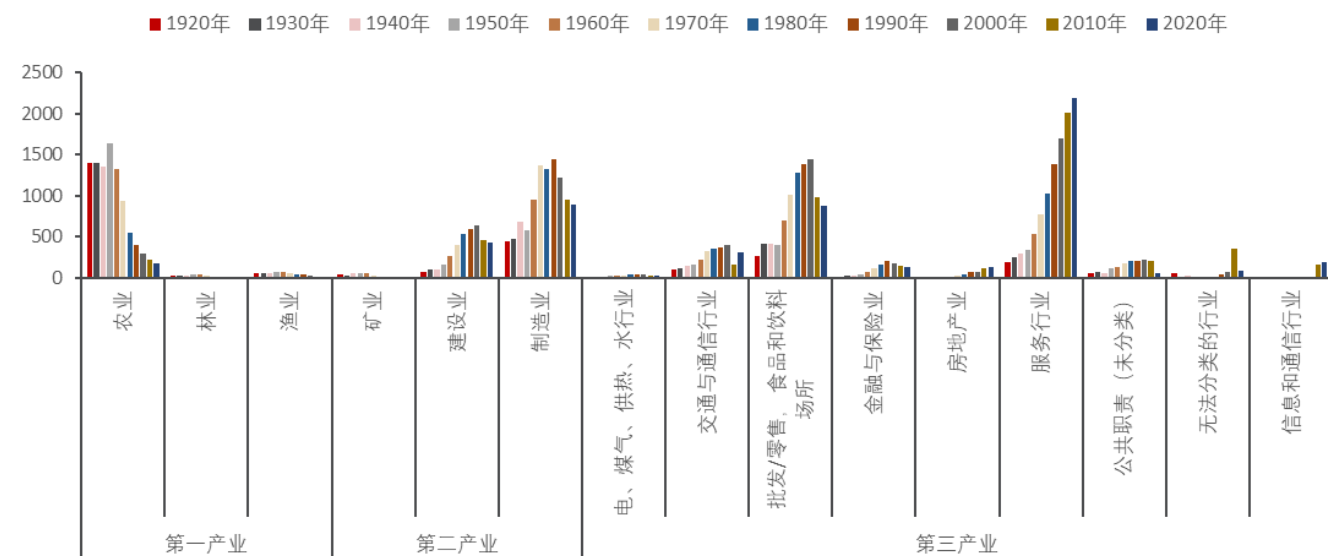
图87：日本旅游相关开支 80-90 年代高增



资料来源：日本总务省，民生证券研究院

服务消费的兴起亦驱动了劳动力市场的变化，第三产业劳动人口大幅增长。日本 1990 年服务行业就业人口达 1388.38 万人，占总就业人数比例分别为 22.51%；2020 年服务行业 2195.56 万人，占总就业人数比例为 39.65%，与 1990 年相比服务业就业人数同比+75.79%，就业人数占总就业人数比例+17.14pcts。

图88：日本服务消费就业人数快速增长（单位：万人）

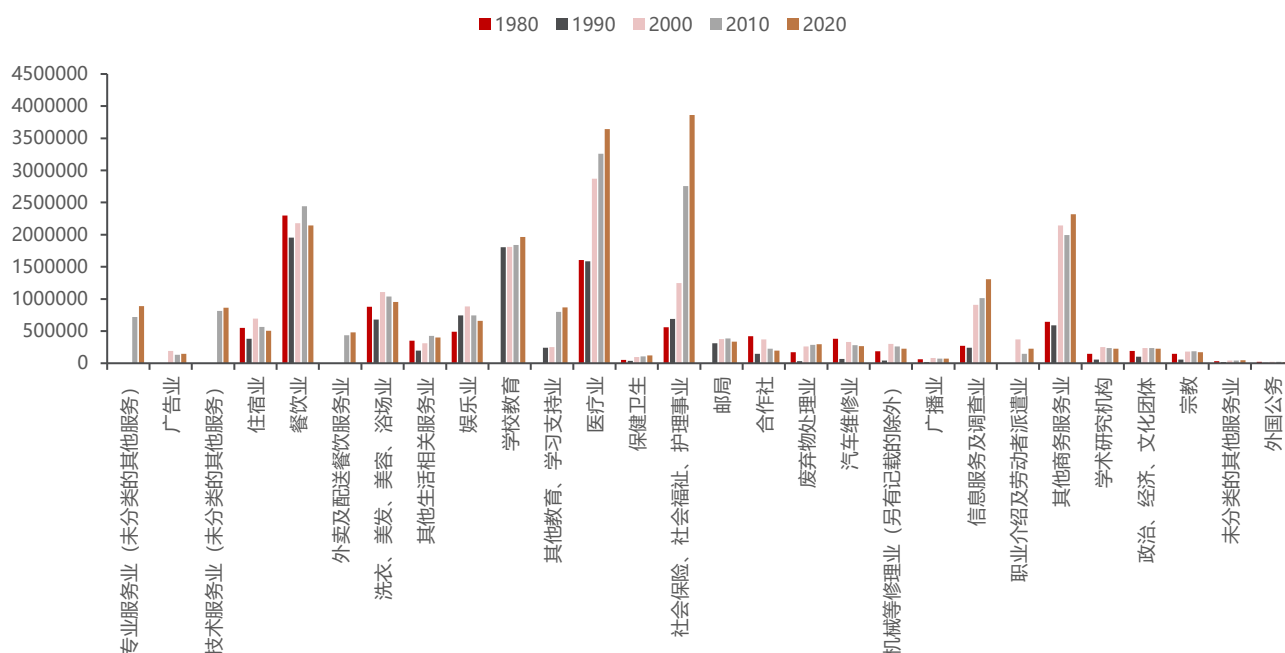


资料来源：日本统计局，民生证券研究院

具体来看，养老等社会基础服务相关就业人数稳定增长，休闲/餐饮相关行业先升后降。1990 年后，1) 服务业中、医疗行业、社会保险/社会福利/护理事业（即养老/儿童看护等）就业人数增长明显且在后 30 年中每 10 年均均有较大幅度增长；2) 住宿业、洗衣/美发/美容/浴场业、2000 年从业人数较 1990 年明显提升，但 2010 年后开始下滑；3) 餐饮行业就业人数在 1990 年低谷后，在 2000 年/2010 年分别较 10 年前实现了 11.51%/12.03% 的增长，2010 年略超 1980 年同期水平，直至 2020 年受 2020 年发生的公共卫生事件影响，就业人数下滑。从各行业

表现来看，在 1990 年-2010 年第二产业就业人数占比大幅减少/第三产业就业人数占比大幅提升背景下，医疗、养老/儿童看护构成一大就业出口，另外餐饮业亦是较为重要的就业吸纳点，泡沫经济破灭后虽与 1980 年相比整体仍显颓势，但后续仍维持了增长。

图89：服务消费细分行业就业人数情况（单位：人）

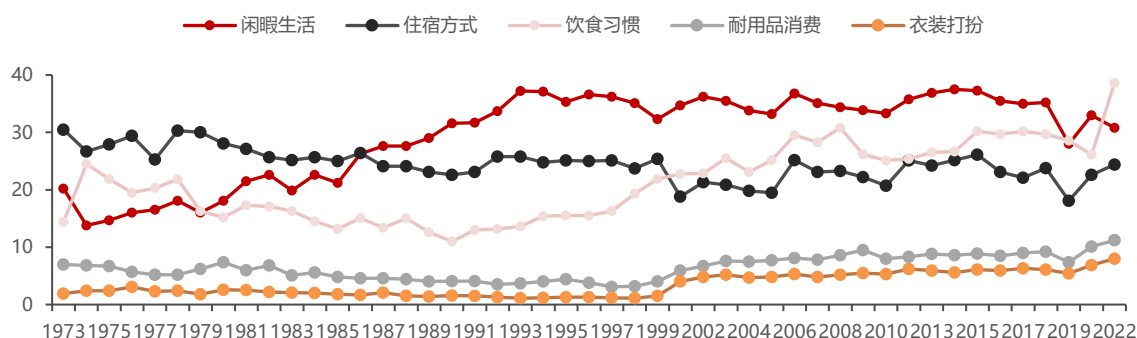


资料来源：日本统计局，民生证券研究院

剖析背后的原因：

经济下行期闲暇时间延长，居民对闲暇生活更加重视，而服务消费是填充闲暇生活的重要手段。由于经济萎缩，日本青壮年时间成本下降，消费服务业的闲暇时间不断增长。日本人花费在广播、电视、社交、应酬的时间都在不断下降，而休息放松、爱好娱乐的时间则上升了，人们越来越重视与家人的共同时光——这往往是免费的。同时随着社会发展，工作时间在事实上下降，购物、自我发展、育儿、爱好的时间分配不断上升。同时观察 30 年间的总体变化，可以发现生活投入时间减少的项目往往直接导致消费的减少，而生活投入时间增加的项目却不一定导致消费的增长。

图90：80-90 年代闲暇生活日渐成为日本消费者关注的重心（单位：%）



资料来源：日本统计局，民生证券研究院

注：纵轴系消费者选择该项为生活重心之一的百分比

表4：日本生活调查：各项活动平均花费时间（单位：分钟）

活动	1976	1981	1986	1991	1996	2001	2006	2011	2016	2021
睡眠	485	477	467	462	464	462	459	459	457	471
个人护理	60	57	61	66	69	73	76	80	82	84
饮食	97	110	97	97	99	99	100	99	101	100
通勤	32	36	35	35	33	31	31	31	34	31
工作	278	275	267	260	250	232	236	225	224	218
校园学习	35	32	34	33	26	24	23	24	27	24
家务	107	109	98	93	91	90	92	91	87	91
照顾或护理	...	...	...	3	3	3	3	3	4	3
照顾小孩	...	...	15	13	12	13	14	15	16	15
购物	20	22	20	22	23	25	25	27	26	26
通勤以外的出行	16	12	21	21	25	33	31	30	29	22
电视/广播/报纸/杂志	144	133	138	143	154	154	147	150	138	132
休息和放松	57	79	81	81	75	79	84	90	96	116
自我学习和培训	9	12	12	12	10	12	10	11	11	11
爱好和娱乐	30	33	31	36	35	42	44	44	46	45
运动	8	10	10	11	11	11	13	12	12	12
志愿活动	4	2	2	5	4	5	5	4	4	2
社交	28	24	28	29	28	27	22	19	17	10
就诊和疗养	12	8	9	9	8	9	9	9	8	7
其他	18	11	13	10	20	16	16	17	19	16

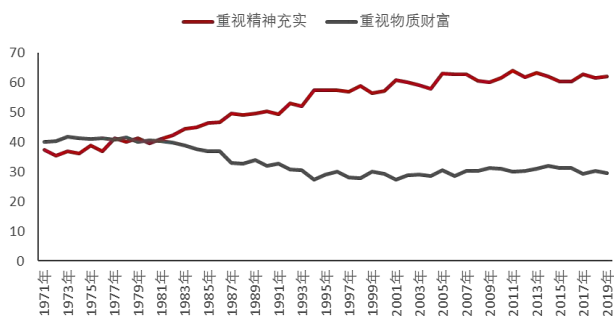
资料来源：日本统计局，民生证券研究院

注：红色字体为时间明显上升的活动，绿色字体为时间明显下降的活动

在快速经济增长期结束后，日本从增长型社会转向成熟型社会。价值观从“消费与拥有商品”转向“消费服务与追求爱好休闲的精神体验”。根据内阁办公室的国民生活方式民意调查，在泡沫经济时代的奢侈品导向变化为高性价比、精神/文化导向。在日本经济新闻社发布的年度热门产品榜单中可以发现：象征性性价比的奥

特莱斯取代了珠宝与奔驰；IT 产品长盛不衰；园艺用品等“治愈心灵”的产品不断增加；1995 年日本人消费了全球 68% 的奢侈品，20 年后，这个数字仅剩下 10%。日本连锁书店茑屋书店（TSUTAYA BOOKS）则在 1983 年成立，90 年代快速发展，截至 2019 年在日本已有超过 1400 家分店，成为日本代表性的文化地标。

图91：日本人 80 年代后对精神充实的关注度提高（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：纵轴为选择该项目的百分比

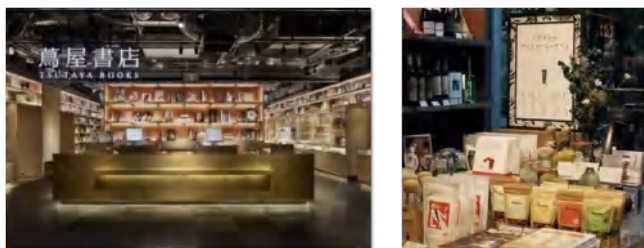
图92：日本经济新闻热门产品榜单

1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
彩色影机	视像机	美国电话机	香港劳力士	黑白电唱机	洗衣机	意大利时尚	生产商品	大屏幕电视
空调器	脚踏车	CD唱机	香港劳力士	花露水清洁剂	洗衣机	13元电唱机	空调器	特化矿泉水
个人电脑	电子计算器	电话机	C9录像机	家用电话机	海南行	录像机	豪利公司合办	饮料公司
空调器	快速洗衣机	录像机	录相机	住宅	干草箱	录像机	海南行九子	海南行广告
恒生股票	英一及一	42号保险	文字处理	新型的家用电话	大喇叭耳机	海外旅行	特利广告片	特利广告片
快速洗衣机	代用脚踏车	分期付款	火腿	日本电话	德国的森林	保健食品	一首广告片	第101号楼盘
个人电话	鸡块	文字处理	纪念金条	海外电话	大和酒店	学生理论会	歌曲	移动市场
彩色摄影机	风凰新闻中心	高质文件	进口汽车	外国电视	进口牛肉	美国广告	按号服务	移动市场
人才培训	商务中心	温泉旅游中心	电话卡	C9录像机	三牌车	去美国产品	按号电视	书籍
海南行广告	迈尔汽车买卖	创	住宅电话C9	日本汽车	黄宝戒指	豪利公司合办	园艺装饰品	三益公司
1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
联想集团	讨论区	windows95	固定电话	固定电话	固定电话	固定电话	固定电话	固定电话
诺基亚	低价的	NOMO	博多罗克城	三益公司	海南免税	1 mod	依华衣	中国名牌
美少女战士	洗衣机	手机	外置硬盘	避孕套	百元店	本田车	芭比芭	玩具乐园
英特尔公司	上越市场	多媒体电脑	香港渣打	百元店	大正药业	美国化妆品	依华衣	依华衣
廉价打印机	手机	小资生活	卫星电视	移动电话设备	半价打印机	百货商店集团	购物中心	饮料公司
陈伟烈公司	配送设备	本田品牌	安泰公司	安泰公司设备	26频道	投资担保	镜头	镜头
书籍	家用游戏机	SPAD	泡面市场	卡带CD	VAIC笔记本	投资担保	DVD	本田车
低价产品	新干线旅行	仁通	IXY相机	快乐日	IMAC	依华衣	东方卫视	翻唱碟
美女与野兽	饮料	指南	打印用墨水	日本汽车	住宅电话C9	特声	IXY (佳能)	朝日本电视
联想集团	丰田车	海信	新款手表	手表	按号服务	90年代	索尼 made	ADSI

资料来源：wind，民生证券研究院

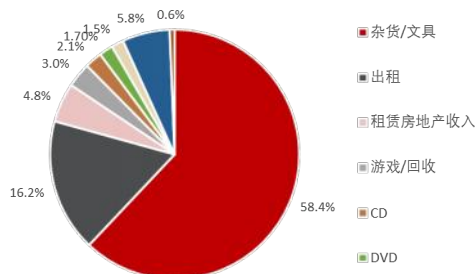
注：我们将具备奢侈属性的产品标注为红色，具备性价比/降级属性的记为蓝色，具备精神/文化属性的记为黄色

图93：茑屋书店成为日本 90 年代后代表性的连锁业态



资料来源：茑屋书店官网，民生证券研究院

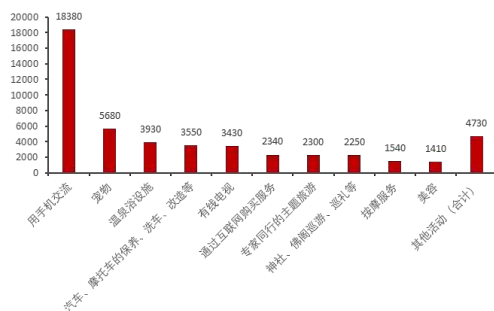
图94：茑屋书店打造了多元化收入的复杂模型



资料来源：茑屋书店财报，民生证券研究院

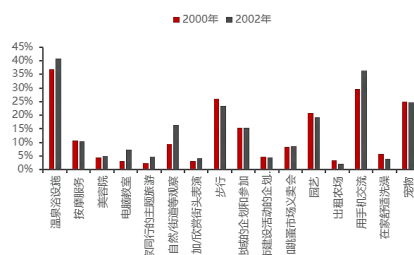
注：根据公司 2023 年财报营收结构绘制

图95：2002 年日本偏好的服务消费业市场规模 (单位：亿日元)



资料来源：日本生产性本部，民生证券研究院

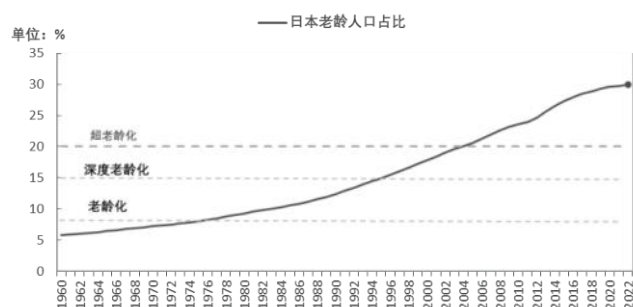
图96: 2002 年日本流行的服务消费参与率



资料来源：日本生产性本部，民生证券研究院

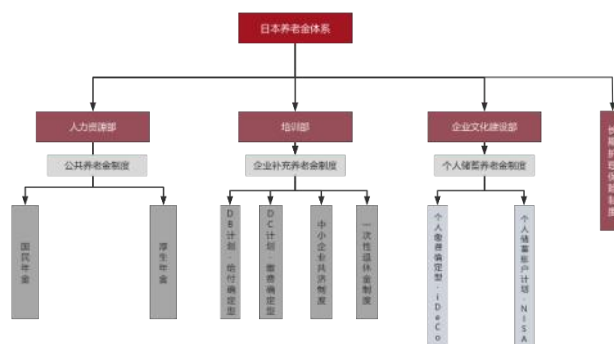
老龄化环境下老龄人口对基础服务需求增加。日本从 1971 年正式进入老龄化社会，1995 年进入深度老龄化社会，2004 年进入超老龄化社会，目前老龄人口占比接近三成。老龄人口占比提升是医疗行业、社会保险/社会福祉/护理事业就业人口快速上升的主因；同时，以养老服务为切入点，围绕老年人新的需求亦催生了一大批服务业态的诞生，包括老年住宅租售、老年用品租赁、医疗服务、老年大学、老年俱乐部、护理培训等等，成为服务业整体对 GDP 贡献提高的重要驱动因素。

图97：日本已经进入了超老龄化社会



资料来源：日本总务省，民生证券研究院

图98：日本形成了较为完善的养老金体系



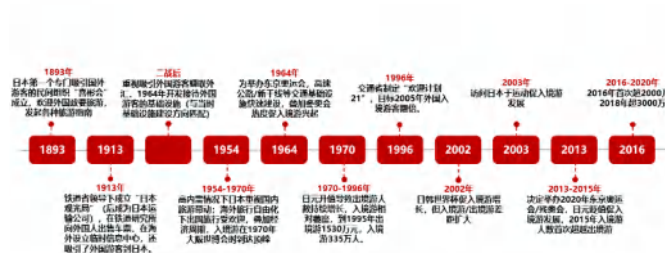
资料来源：新华养老周刊，民生证券研究院绘制

2.2.2 日本服务消费代表性行业：餐饮/旅游/动漫发展纵览

2.2.2.1 旅游：入境游主要受政府拉动，出境游呈现顺周期特征

入境游受政府拉动、出境游与经济增速高度相关。回顾日本入境游 20 世纪以来发展史，在入境旅游路径本身通畅（有免签政策/落地签政策、较高频次来往航班）的基础上，政府引流与支持是入境游发展的主要驱动力，对入境游发展可行的政府支持与激励主要包括两类：以大型国际活动为基础（如奥运会、世博会）的政府引流与支持，以及政府直接开展，旨在紧跟国际化步伐、增加国家影响力的入境游促进活动。而与入境游的政府支持驱动不同，出境游在旅游限制放开后，更多由市场因素形成驱动：从需求端来看，一方面出境旅游需求一定程度取决于国家经济情况，受人均收入影响较大，根本原因在于人均收入对出行预算这一旅游基础要素的影响；另一方面出境旅游中个人自由行需求与网上预约平台发展直接相关，但个人自由行的发展一定程度导致团队游客向自由行转化，对出境游旅行社生存空间的压缩间接导致行业后续发展萎靡。

图99：日本入境游发展历程



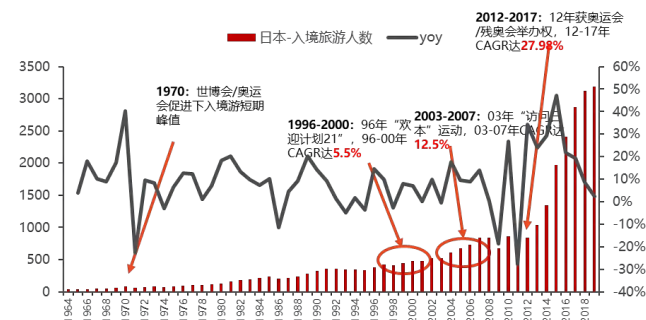
资料来源：日本 JTB 综合研究所，民生证券研究院

图100：日本出境游发展历程



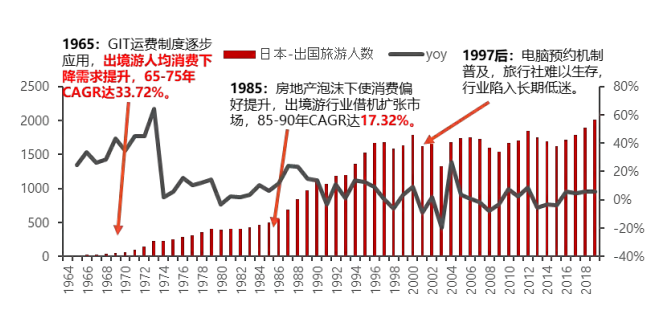
资料来源：日本 JTB 综合研究所，民生证券研究院

图101：日本入境游人数趋势（单位：万人次）



资料来源：JTB 综合研究所，民生证券研究院

图102：日本出境游人数趋势（单位：万人次）



资料来源：JTB 综合研究所，民生证券研究院

日本旅游行业大致可分为三个阶段：

第一阶段-出入境游起始：政府驱动入境游快速发展，出境游逐渐解禁

入境旅游起始：1913 年，日本铁道省成立“日本观光局”，向外国人出售车票，并在海外设立临时信息中心，吸引游客到日本入境游览；二战后，日本一方面重视通过吸引外国游客的方式赚取外汇，另一方面推动高速公路/新干线等交通基础设施快速建设为 1964 年东京奥运会承接入境游客打下基础，政府重视+基础交通设施建设驱动下日本入境游人次快速提升，东京奥运会后增长动能仍显充足，1970 年大阪世博会到达短期峰值，1970 年日本入境旅游人次 85.44 万人/较 1964 年同期+142.16%。

出境旅游起始：1964 年以前，出境旅游面临两大难点：一是出境需要获得政府审批，除商务出行/留学出行/政治访问等强目的性出境以外，其余出境方式较难获得批准；二是日本在外汇上管控额度上管制严格。虽日本在 1952-1956 年与多国缔结航空协定开始进行航班往来，且 1955 年开始迎来经济繁荣期出国航班数量逐步增加，但出境和外汇额度上的严格管制下出境旅游仍极难展开。1963 年，日

本加入经济合作与发展组织 (OECD); 1964 年, 在 OECD 建议下, 结合自身经济增长趋势与进出口情况(彼时日本钢铁/电器产品大量出口海外, 外汇储备提升), 日本开始实行观光出境自由化, 每位游客出境游可兑外汇为 500 美元, 海外出行审核无需确认目的地, 且观光渡航解禁, 出境游需求逐步提升。

第二阶段-泡沫经济破灭前的出入境旅游发展: 入境游表现较为平缓, 出境游行业快速扩张并超越入境游水平。

泡沫破灭前的入境旅游发展 (1970-1990): 入境旅游行业在 1970 年大阪世博会举办当年旅游人数到达峰值后, 在 70 年代上半期表现萎靡, 或是无大型活动催化所致; 1976-1985 年, 此阶段日元虽仍处升值态势, 但日本政府对入境游激励力度较大、且进一步完善国内交通网络尝试提振经济, 入境游人次整体处逐年增长态势; 1985 年《广场协议》签订导致日元大幅升值, 入境游客流在 1986 年下滑 11.41%, 但日本在房地产/股价泡沫下经济仍呈现繁荣态势, 入境游游客量仍处逐年提升态势。

泡沫破灭前的出境旅游发展 (1965-1990): 在 GIT 运费制度应用之前, 出国旅行费用极为高昂, 仅高薪阶层有出国旅行能力; “GIT 运费制度 (即团队包价机票, 旅游社出国团人数超一定量则可获得折扣机票)” 的逐步普及应用为出境游发展带来强驱动力。1973 年, 日本旅行社行业龙头企业日本交通公社开启欧洲航线, 日本游客出境游可选国家数量增加, 但为抑制布雷顿森林体系崩塌导致的日元持续升值, 日本开启 “日元防卫政策”, 政治家/官僚频繁提出 “克制不必要的旅行”, 不希望美元外汇在出国旅行上使用, 叠加经济增长放缓, 出境游行业客流势头在 1974 年开始放缓, 但是 GIT 运费制度的应用和大型喷气式飞机的盛行使出境方面高价机票垄断格局被打破, 机票价格的下行导致旅游人次逐年增加。1980-1990 年, 由于 1) 日元升值; 2) 国际航空公司、日本旅行社与部分希望提振入境游市场的目的地 (如澳大利亚、新西兰) 通力合作进行宣传; 3) 竞争激烈进一步压低海外出行价格; 4) 运输省 1987 年发布海外旅行倍增计划 “天·百万计划”, 目标 5 年内游客量达 1000 万人; 多因素促进下 1980-1990 年出境游客流仍维持增长态势, 叠加 80 年代下半期日本房地产/股价泡沫下的经济繁荣导致居民收入预期逐年拔高, 出境游需求在此阶段更上一层楼, 1990 年出境游客流达 1100 万人/较 1985 年同期+122.24%。

聚焦泡沫破灭前出入境旅游行业表现, 从入境游来看, 日元升值对入境旅游发展造成的影响偏短期, 且入境游发展受到政府激励影响较大; 从出境游来看, 得益于日本泡沫破灭前世界前列经济体的地位, 国际航司/日本旅行社/出境游目的地当地政府均在出境游引流方面持续发力, 从夏威夷、澳大利亚到新西兰, 出境游目的地多轮次的出行潮流使日本出境旅游需求持续拔高, 居民人均收入水平提升和收入预期走强、日元升值亦为出境旅游带来强推动效果, 出境旅游旅游人次自 1970

年开始超越入境旅游人次，1990 年出境旅游人次已超过入境旅游人次 3 倍。

第三阶段-泡沫破灭后入境游/出境游发展：出入境旅游整体发展趋势维稳，行业生存结构发生变化。

泡沫破灭后入境旅游发展（1990 年-2019 年）：泡沫破灭后日本入境旅游在三波政府主导的活动节奏下市场快速扩张，一是 1996 年日本交通省制定“欢迎计划 21”，目标 2005 年外国入境游客翻倍，“欢迎计划 21”推动下 1996-2000 年入境游年均增速达 5.5%，重回增长态势；二是 2003 年“访问日本”运动对入境游产生显著带动效果，2004 年入境游客流 613.79 万人/同比+17.77%，2003-2007 年入境游客流年均增速达 12.50%；三是 2013 年日本获得 2020 年东京奥运会/残奥会举办权，多年份推动入境旅游发展，同时期日元贬值，入境旅游自 2012 年以来迎来新催化，2012-2017 年入境游客流年均增速达 27.98%；此外，文娱产业对日本入境游的带动效果同样不可忽视，2001 年 9 月迪士尼海洋乐园开业后，2002 年入境旅游人次在无日本政府活动促进的情况下客流增速达 9.80%。

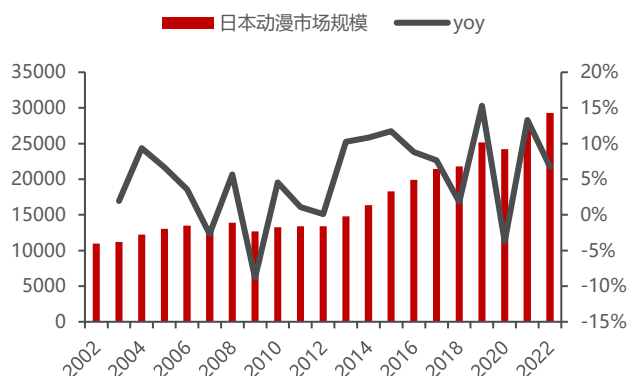
泡沫破灭后出境旅游发展（1990 年-2019 年）：泡沫破灭前，日本国内出境旅游以线下零售门店为旅游组合产品代理销售点，消费者通过线下零售门店报名，以团队游形式出行，旅行社解决消费者出行过程中的食宿和路线问题，因互联网尚未发展/普及，消费者难以通过个人渠道触达出境游酒店/景区门票预订渠道，因此出境旅游以旅行社所带领的团队游为主导；泡沫破灭后，居民人均收入/收入预期下滑对出境游客流总量的影响并未直接显现，但相关旅行社企业生存状况堪忧，主要原因是互联网的普及应用导致电脑预约机制普及，高便利度使个人出境旅行占比增加/团队游占比减少，个人自由行方面可让旅行社经营的部分利润远低于团队游，且以线下零售店面对面销售为主的旅行社架构无法满足个人自由行需求，叠泡沫经济崩溃导致公司团队出行大幅减少，出境游行业在个人自由行高景气下客流持续增长，但出境游旅行社面临营业利润增长/净利润下滑甚至为负的状态。2001 年，“911 事件”导致日本居民对出境旅游整体呈悲观态度，出境游人次在该年度首次下滑；2002-2019 年，行业进入存量发展阶段，整体客流量在区间内波动。值得一提的是，**随电脑预约机制的普及，旅行社在包括出境游业务在内的旅游业务经营方向上有所改变**，以日本最大旅行社日本交通公社为例，其业务模式**从线下零售店“面对面销售”模式转变为便利店销售（在便利店出售旅游产品）和线上商业终端销售（类似 OTA 平台）**，主要是线下零售店“面对面销售”为主的模式主要面向企业，在个人自由行为主、企业出行式微的情况下难以实行盈亏平衡且宣传面较窄所致。

2.2.2.2 动漫：逆经济周期上行，内容赋能旅游/场景

动漫业发展：逆经济周期上行，政府驱动/成功作品带动下海外市场逐步扩大。从日本动画协会所统计的 2002 年以来日本动画产业规模来看，动画行业市场规模

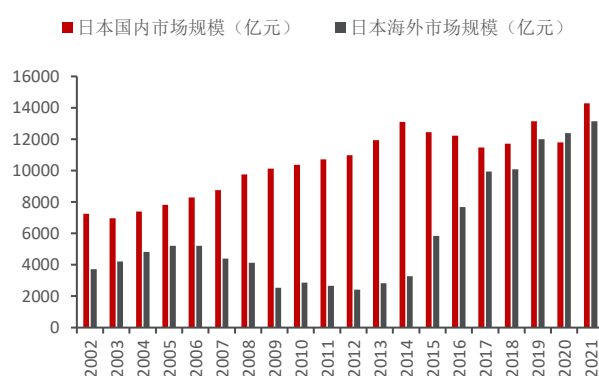
在 2002-2008 年间稳步上行，2008 年日本动画产业市场规模 13888 亿日元/较 2002 年+26.62%，与经济下行趋势相逆；2013 年起“安倍经济学”带来的新经济周期或也为动漫产业发展带起新一轮增长浪潮，从日本动漫产业国内/海外市场规模变动图可知，2013 年以来的新一轮产业扩展由国内市场扩张带头，随后 2015 年开始海外动漫市场大规模扩张，截至 2019 年海外市场规模达 12009 亿元，与日本国内动漫产业市场规模相接近，较 2012 年增长 398.71%；结合日本动漫产业相关作品产出周期来看，2013 年日本动漫市场规模开始扩大阶段也是其现象级动画《进击的巨人》开播时段；2014 年，《哆啦 A 梦：伴我同行》在中国大获成功，当年票房 83.3 亿元，创日本海外上映的日本动画历史最高票房收入记录，来年日本海外市场规模同比实现 78.63% 的增长；2016 年，电影《你的名字》斩获票房 250 亿日元，同年日本动画产业海外市场规模增速达 31.59%。从日本动漫产业发展来看，1) 互联网发展加持下的日本动漫产业在经济下行阶段仍具备上行动能，2002-2008 年行业规模稳步上行；2) 作为日本文化产业的象征，日本动漫产业的出海契机源于政府政策驱动，起于现象级作品对出海投资的引动。

图103：日本动漫市场规模变动情况



资料来源：日本动画协会，民生证券研究院

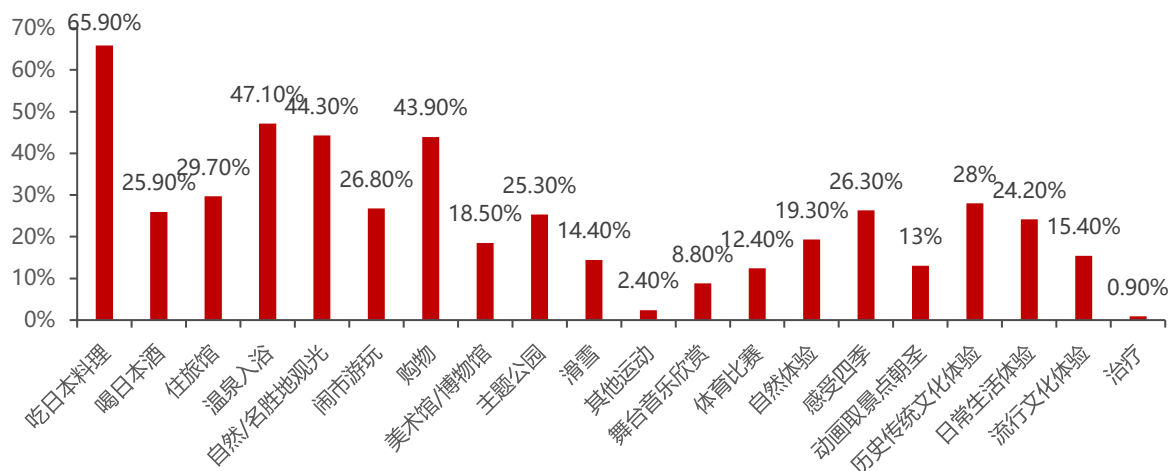
图104：日本国内/海外市场规模变动情况



资料来源：日本动画协会，民生证券研究院

2) 文化输出对入境游/国内旅游的激活效果：提振入境游景气度。受益于日本动漫在全世界的广泛传播，全球以“动漫取景点旅游”为主要目的之一的游客量逐步攀升，根据日本观光厅数据统计，23 年 7-9 月入境游客中访问与电影/动漫相关目的地的游客人数占总入境游客比例为 8.5%，较 19 年全年增长 3.6pcts；从日本 23 年 7-9 月访日外国游客消费趋势来看，约 13% 的游客访日游客消费与“动漫取景点旅游”相关联。

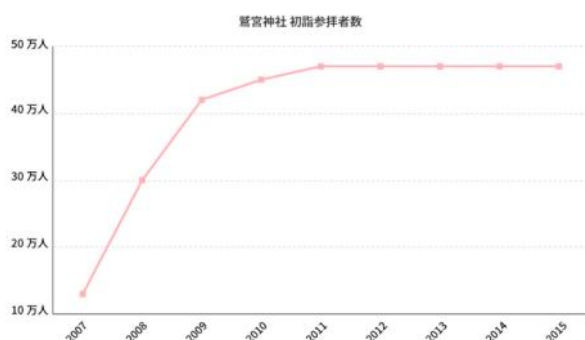
图105：23 年 7-9 月访日外国游客消费趋势



资料来源：日本观光厅，民生证券研究院

动漫内容对旅游目的地具备赋能作用，对地方旅游带动明显。1) 2007 年开播的高人气动画《幸运星》使其取景地鹭宫神社游客量增长并长期维持高水平，2007 年时鹭宫神社全年参拜人数不到 15 万人，2007-2011 年年参拜人数持续上行至 45-50 万人，随后截至 2015 年一直维持此人数水平；2) 电影《你的名字》、《月亮的形状》、《鲁道夫和一派雅典娜》的取景地岐阜县当前年旅游人次约 103 万人，对岐阜县经济带来的直接和连锁反应约 253 亿元。

图106：鹭宫神社年参拜人数



资料来源：CATRA MARKETING FIRM，民生证券研究院

图107：岐阜县受到动漫作品拉动成为著名旅游目的地



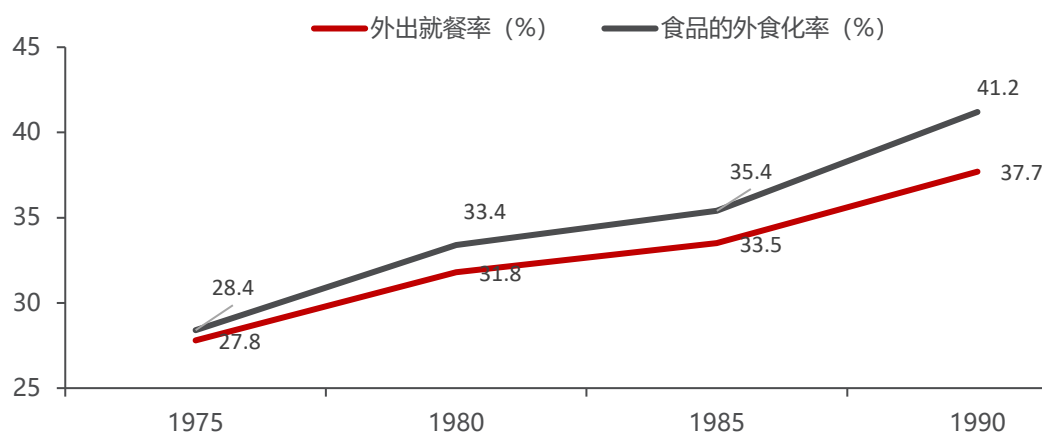
资料来源：CATRA MARKETING FIRM，民生证券研究院

2.2.2.3 餐饮：性价比、一人食餐饮整体表现突出

起于消费浪潮，平于内需疲软与业态竞争。日本餐饮以饮食习惯作为规划基础，演变出了三种就餐方式，从而细分出了不同的商业模式。“**外食**”是指在餐馆线下购买食用；**内食**指购买食材在家里自行烹饪并食用；而“**中食**”是商店加工熟食、便当供消费者外带回家或在工作地点食用。由于外食更接近于餐饮业的传统定义，我们以外食市场作为日本餐饮市场规模变化的分析基础。复盘日本餐饮市场规模与日本 GDP 变化趋势可发现，日本餐饮市场规模变化趋势与日本 GDP 变化趋势较为接近且无滞后性，反映日本餐饮与日本国内整体供需结构的高度关联性。按照增长趋势与历史事件，我们将日本餐饮业发展划分为四阶段：规模快扩期、需求重构期、供给转型期、改进重振期。

规模快扩期（1970 年-1990 年）：1970 年，“伊邪纳岐景气”阶段，经济繁荣导致居民生活消费预期拔高，日本餐饮业步入新阶段。**供给端来看**，1970 年开始，西式快餐/家庭餐厅等业态兴起，**西式快餐**：1970 年 3 月，西式快餐代表企业之一的肯德基在大阪万博会开设第一家门店，在此之后各大汉堡品牌连锁店纷纷开业，其中麦当劳于 1971 年 7 月在银座三越店一楼开设第一家门店；**家庭餐厅**：1970 年 7 月，日本第一家家庭餐厅“云雀”在中央高速公路国立府附近开设了第一家店。叠加中央厨房模式兴起、日本厨师业通过简化烹饪过程/炒菜步骤手册化统一厨师制备菜品的口味以实现连锁化扩张，日本餐饮业供给端发展速度大幅提升，连锁化门店开始频繁出现并扎根。**需求端来看**，1970-1990 年，日本通过系列措施促进产业升级、拉动经济增长，需求端方面居民人均薪酬水平提升、超前消费盛行、居民对未来发展的高预期导致消费意愿较强烈；供给端方面日本经济向服务化倾斜，第三产业附加值占总附加值比例快速提升，餐饮业门店快扩，餐饮规模进入快速扩张期，作为衡量外出就餐渗透率的指标“外食化率”，从 1970 年到 1990 年上升了 15 个百分点，达到 40%。外出就餐时的每位顾客的平均支出也几乎呈持续上升趋势，同时价格不断上涨。

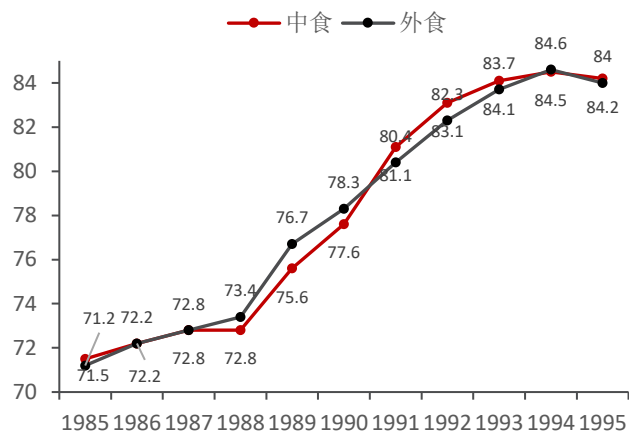
图108：1975-1990 年外食化率及外出就餐率一览（单位：%）



资料来源：日本经济新闻，民生证券研究院

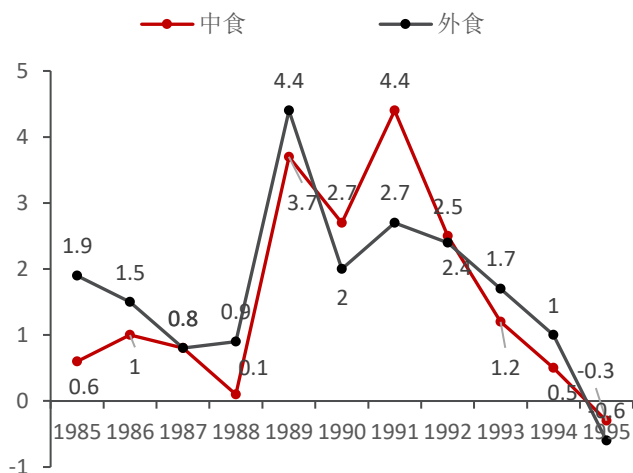
需求重构期 (1970 年-1995 年): 零售业开启低价竞争策略应对泡沫经济停滞。泡沫经济破灭, 居民对未来薪酬水平的预期下滑, 餐饮业消费意愿降低, 餐饮消费逐步降级。1974 年, 日本政府正式实施《关于调整大规模零售企业活动的法律》(简称《大店法》), 并在后续进行修正加强, 《大店法》意在限制商超等大型零售店形态发展, 保护中小型零售商利益, 但此法律对消费者利益帮助较小, 原因是外资大型零售企业难以进入日本, 部分商品价格因国际化程度低, 与普遍价格不匹配; 1990 年, 《大店法》限制放宽, 日本新设大店数和大店销售份额快速提升, 因大店的资源聚集与价格高透明度特性, 消费者购买烹饪相关食材的成本价格下降, 叠加泡沫经济破碎外因, 消费者选择自烹饪菜品的比例开始提升, 这一社会现象导致餐饮业规模增长显著低于中食 (即商店熟食带回家食用), 1990-1991 年, 中食产品 CPI 增长率为 2.7%/4.4%, 远高于外食的 2.0%/2.7%; 同时期, 为抵御内食成本降价带来的威胁, 适应新经济结构下的消费需求, 餐饮业各细分行业纷纷推出低价菜品, 如日本餐饮巨头 Skylark 于 1992 年推出了单价明显低于传统云雀商业业态的全新商业业态——Gust; 日本居酒屋行业中出现新的价格低廉三巨头: Monte Rosa、Watami 和 Colowide; 日本快餐行业巨头吉野家在该时期推出“290 日元牛丼”, 麦当劳则推出史上最便宜汉堡“59 日元汉堡”。

图109: 1985-1995 日本外食与中食 CPI 对比 (单位: %)



资料来源: e-stat, 民生证券研究院

图110: 日本外食与内食 CPI 同比增长情况-90 和 91 年中食增速明显上行 (单位: %)



资料来源: e-stat, 民生证券研究院

供给转型期 (1995 年-2000 年): 1995 年以来日本国内系列事件对餐饮业造成打击: 1) 1996 年 O157 (肠管出血性大肠菌) 病毒事件影响了餐饮业销售量; 2) 日本经济自 1993 年开始持续疲软, 1993 年-2002 年的 GDP 增长仅为 0.8%; 3) 2001 年日本发生首例 BSE (牛海绵状脑病, 又名疯牛病), 餐饮业受到影响; 4) 2002 年陆续曝出食品造假、虚假标签、使用未经批准的添加剂、农药残留等食品安全问题, 让社会对食物的认识和重视不断增强, “食物教育”和“慢食”等新理念应运而生。人们逐渐开始对食品质量和服务进行审查。餐饮服务行业开始深入

“危机管理”和“食品安全”工作。各种社会问题和人们价值观的变化，引发了社会对外食结构和思维方式的重大转变。经济疲软时期让社会掀起节约消费风气，低价位、单一产品成为销售主流，吉野家、王将饺子等廉价且日常的小型社区餐厅开始迅速扩张和相互竞争，部分企业开始进行兼并收购，外食业向单品精细化、品牌矩阵转型。

改进重振期（2000 年-至今）

1) 下行阶段（2000-2012）：2000 年以来系列食品安全及外部因素在宏观经济不佳情况下对餐饮业造成冲击，餐饮存量市场规模开始下行。此外，女性劳动参与率提升、单身人群占比提升使外卖选项、小份快餐和自助餐厅等社交属性较弱的餐饮业态开始兴起，导致餐饮业结构发生改变，再叠加少子化因素，传统家庭正餐逐渐式微，2000 年初以来，餐饮业破产数量稳步上升，2007 年以来，每年破产数量徘徊在 600 起左右。

2) 改进上行阶段（2012-2020）：2012 年，安倍晋三推出的一系列新刺激政策，不仅给金融市场注入活力，也开始让企业和消费者重新振作起来。餐饮行业市场规模发展开始回升。“安倍经济学”的法人企业减税政策（大企业交际费免其税费 50%，中小企业交际费全额免税）刺激了企业经营；促进东京等大城市扩建，发展高档餐饮、娱乐设施刺激需求。安倍本人也利用各种场合宣传日本美食，提升日本料理文化软实力。

3) 2020 年发生的公共卫生事件扰动-重振阶段（2020-至今）：根据《2022 年日本外食产业市场动向调查》，自 21 年 3 月起，日本逐渐解除 2020 年发生的公共卫生事件管控，外食业开始复苏，总体销售量恢复到 2019 年平均水平的 113.3%。细分业态中家庭餐厅表现优异，销售量恢复到 19 年水平的 83.8%，咖啡厅则恢复到 2019 年水平的 80.0%，居酒屋因受 2020 年发生的公共卫生事件影响较大，恢复能力始终低于 2019 年平均水平的一半。截至 24 年 8 月，外食业个人经营形式占总经营形式的 6 成以上。

从日本餐饮业发展历史来看，1) 餐饮业发展与经济周期关联性较强；2) 随居民老龄化比例增加、单身人数占比提升，餐饮消费偏向于社交属性角落的餐饮业态，如一人食、小份快餐、自助餐等，与之相对的是家庭餐厅的没落；3) 低价高性价比餐饮业态在经济下行阶段仍具弹性。

2.2.3 日本服务消费板块剖析：平台型公司、大型单体实现高市值

日本服务消费业大市值龙头较少，平台型公司、大型单体实现了高市值。从数量上看，日本服务消费公司市值排行前二十的公司中 70%为连锁餐饮企业，其中市值最大的是食其家母公司 ZENSHO，其他亦覆盖了寿司、炸鸡、中餐等丰富的餐饮业态；但千亿以上市值的企业仅有 Recruit 和东方乐园两家：Recruit 早年以

互联网招聘业务起家、而后逐渐切入劳务派遣领域，当前依托营销解决方案业务打造了餐饮、旅游、家政等各类服务业的平台；东方乐园主要收入来自于东京迪士尼乐园及东京迪士尼海洋乐园的收入，另外还涉及了酒店及周边业务。此外，亦有 Round One 为代表的娱乐综合体业态：Round one 门店内包含了包括保龄球、街机游戏、卡拉 OK、台球、抓娃娃机和“Spo-Cha”体育挑战项目在内的多元休闲娱乐项目。

表5：日本消费者服务行业龙头股票

排 序	证券代 码	证券简称	行业	经营范围	上市 年份	总市值 (单位： 亿元 人 民币)	上市以 来涨跌 幅 (%)	PE- LYR (扣 非)	2023 年扣 非净利润 (单位： 亿元人民 币)	员工数 (单 位： 人)
1	6098.T	Recruit	人力资源/互联网	人力派遣、人力资源服务、营销解决方案	2014	7,222	758	52	139.5	51373
2	4661.T	东方乐园	主题公园	公司主要从事主题公园和酒店的经营。	1996	3,526	915	85	41.6	9719
3	7550.T	ZENSHO	餐饮	公司主要从事餐饮业务。	1999	605	1,964	66	9.2	16806
4	2702.T	MCDONALD	餐饮	公司主要从事餐饮服务。	2013	428	151	31	13.6	2566
5	3197.T	SKYLARK	餐饮	公司主要从事餐厅业务。	2014	258	120	107	2.4	5700
6	4681.T	RESORTTRUST	酒店及度假村	公司主要从事会员酒店的建设和运营、会员权的销售，以及高尔夫和医疗业务。	2000	153	1,688	39	3.9	8404
7	3397.T	TORIDOLL	餐饮	公司主要从事经营餐馆业务。	2006	150	1,575	76	2.0	7790
8	3563.T	FOOD&LIFE COMPANIES	餐饮	公司主要从事经营寿司连锁餐厅。	2017	147	218	23	6.3	7134
9	4680.T	ROUND ONE	娱乐	公司主要从事经营以社区为基础的娱乐综合体业务。	1998	138	1,531	23	5.9	2108
10	7581.T	SAIZERIYA	餐饮	公司主要从事餐饮业务。	1999	129	84	42	3.1	3980
11	3387.T	CREATE RESTAURANTS	餐饮	公司主要从事餐厅经营。	2005	111	958	64	1.7	4205
12	9861.T	YOSHINOYA	餐饮	公司主要从事食品餐饮业务。	2000	102	94	28	3.6	3016
13	9936.T	OHSO FOOD SERVICE	餐饮	公司主要从事经营连锁餐厅，主要服务于中国菜肴，以及销售中国食品原料等。	2013	96	228	28	3.4	2290
14	7616.T	COLOWIDE	餐饮	公司主要从事直营餐饮连锁经营。	2000	89	1,849	/	-0.1	4502
15	9616.T	KYORITSU MAINTENANCE	物业管理、养老院、酒店	公司主要从事宿舍/公寓管理，酒店、餐饮、房地产业务，	1999	86	851	35	2.5	5939
16	7630.T	ICHIBANYA	餐饮	公司主要从事咖喱特色餐厅的经营。	2004	80	1,374	59	1.4	1175
17	9873.T	KFC HOLDINGS JAPAN	餐饮	公司主要从事炸鸡，加工鸡肉和比萨饼的销售，包装材料的生产和销售。	1990	73	51	54	1.3	922
18	7412.T	ATOM	餐饮	公司主要从事连锁餐厅的经营。	2000	72	-48	/	-0.5	663
19	2695.T	KURA SUSHI	餐饮	公司主要从事经营传送带寿司的直营餐厅连锁店。	2004	70	769	95	0.7	2680
20	9603.T	H.I.S.	旅游	旅行社；从事旅游业务、安排、策划、销售及提供海外和国内旅游的相关服务，以及在澳大利亚和其他地区的酒店及相关业务。	2002	69	320	1,237	0.1	10131

资料来源：，民生证券研究院

注：市值根据 2024.09.12 数据；PE-LYR 系总市值除以 23 年扣非归母净利润计算的扣非 PE

日本近 10 年上市/涨幅居前的服务消费公司来看，在线化塑造的服务消费新业态是可见的趋势。涨幅前 10 位的企业中仍有 6 家为餐饮企业（包含小酒馆）；除此之外，人力资源等多业务在线平台 Recruit、在线英语教育 PROGRIT、OTA 公司 ADVENTURE、以及音乐版权管理 NEXTONE，均体现了在线化对于服务消费产业链的重塑。

表6：日本服务消费业近 10 年上市/涨幅居前的公司

排序	证券代码	证券简称	行业	经营范围	上市年份	总市值 (单位: 亿元人民币)	上市以来涨跌幅 (%)	PE-LYR (扣非)	23 年扣非净利润 (单位: 亿元)	员工数 (单位: 人)
1	6098.T	Recruit	人力资源/平台	公司主要从事临时工作人员的业务。	2014	7,222	758	5	139.5	51373
2	3221.T	YOSSIX HOLDINGS	连锁酒馆	公司主要运营直接管理的连锁酒馆和专营店发展。	2014	17	364	521	0.7	879
3	9560.T	PROGRIT	英语培训	公司主要从事提供英语教练服务，订阅-Type 英语学习服务。	2022	8	317	1,735	0.2	174
4	3563.T	FOOD&LIFE COMPANIES	餐饮	公司主要从事经营寿司连锁餐厅。	2017	147	218	34	6.3	7134
5	9279.T	GIFT HOLDINGS	餐饮	公司主要从事管理国内外拉面餐厅，向公司和零售店提供管理知识和销售食品材料的技能。	2018	25	207	247	0.8	605
6	7682.T	HAMAYUU	餐饮	公司主要从事以“Hamayuu”为主要品牌的中餐馆。	2019	4	190	3,358	0.1	214
7	3193.T	ETERNAL HOSPITALITY	餐饮	公司主要从事经营炸鸡连锁店。	2014	17	154	304	0.5	890
8	6030.T	ADVENTURE	OTA	公司主要提供旅游产品和服务。	2014	14	151	165	0.9	239
9	7094.T	NEXTONE	音乐版权管理	公司主要从事版权管理，提供最新技术有效降低管理和运营成本。	2020	8	146	446	0.3	298
10	3197.T	SKYLARK HOLDINGS	餐厅	公司主要从事餐厅业务。	2014	258	120	50	2.4	5700

资料来源：，民生证券研究院

注：市值根据 2024.09.12 数据；PE-LYR 系总市值除以 23 年扣非归母净利润计算的扣非 PE

2.3 美日服务消费发展经验总结：与城市化相伴而生，城市化成熟期亦是服务消费发展的黄金期

从美日发展经验来看，产品消费向服务消费转向是发生在城市化成熟阶段的

共性现象：城市化达到成熟期后，尽管经济增速有所放缓，但服务消费的整体高速增长依然持续，在居民消费中的占比不断提升，大致延续 20 年后增速放缓，服务消费占比达天花板。总体上看，服务业是城市化的产物，与城市化相伴而生；服务业的发展背后包括一些基础的驱动因素：

其一，城市化下形成了小家庭化，基础服务消费更多依托社会分工、城市化的人口集聚亦为相应的社会分工提供了条件；

其二，随着可支配收入水平提高，通过采购外部提供的基础服务消费而非通过家庭生产成为了更加经济高效的选择，同时在这个过程中，逐渐衍生出满足更高阶需求形态的改善性服务消费需求；

因此，城市化快速发展期是基础服务消费业的高速增长期；而随着城市化逐渐接近天花板后，服务消费仍延续了增长态势，尤其是改善性服务消费迎来黄金发展期，背后的主要原因包括：

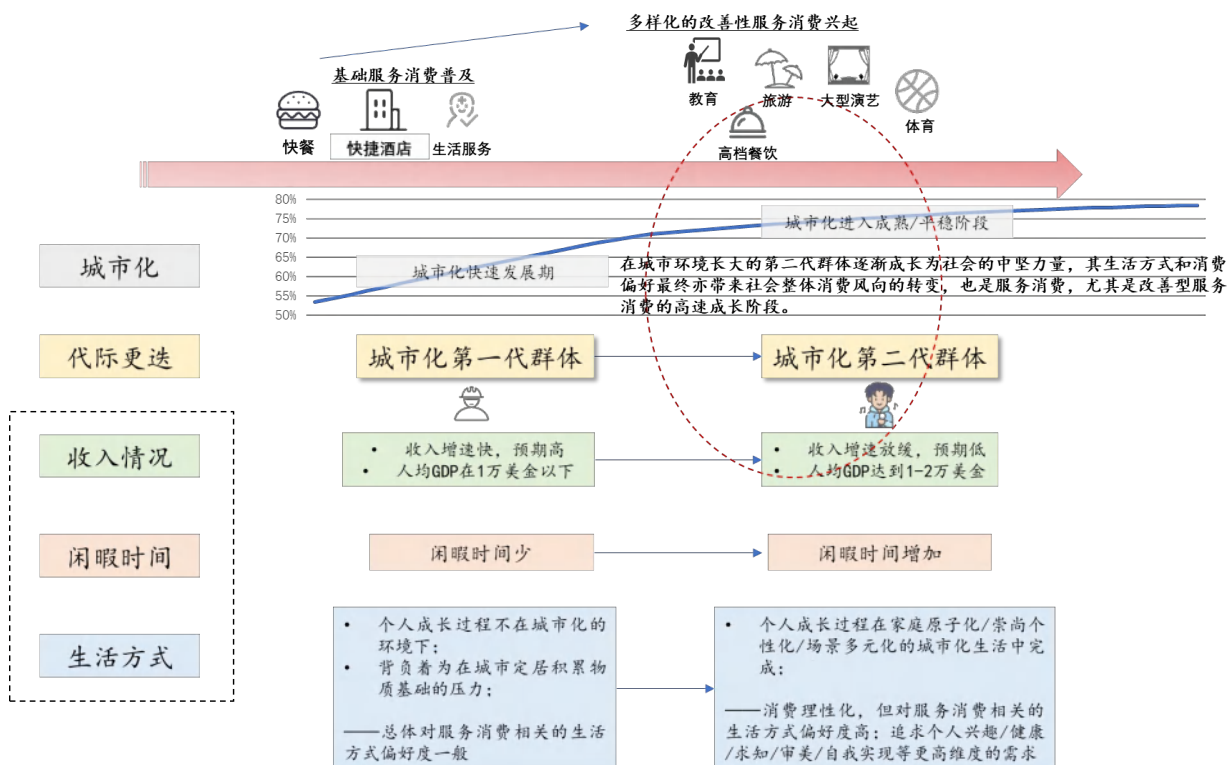
其一，对未来收入增速和生活改善预期下调后，闲暇时光占比提升——城市化发展最快的时期通常也是一个经济体增速最快、房地产价格快速提升/乃至形成泡沫的阶段，这一时期的人们普遍对劳动改变未来生活条件有较高的预期，进而维持较高的劳动时长；而随着城市化和经济增长进入了平稳期，城市化带来的生活条件改善也趋于平缓，劳动和闲暇的边际回报亦发生了相应改变：**闲暇的边际成本提高，闲暇生活日益成为人们关注的重心。**

其二，城市化/经济增长的过程伴随着代际更迭，构成服务消费占比提升的直接因素：代际间成长环境、未来预期、生活方式的差异最终驱动服务消费主导的消费方式形成。在城市化过程中进行了人口迁徙的第一代一方面本身个人观念/生活方式形成期并非身处城市环境，另一方面背负着为在城市定居积累物质基础的压力、对于消费内容关注有限——而随着进入平稳的城市化阶段，**从小在城市环境长大的第二代逐渐成长为社会的中坚力量，其生活方式和消费偏好最终亦带来社会整体消费风向的转变，这也是改善性服务消费的高速成长阶段。**

在美国的历史背景中：第一代是二战后 45-52 年出生的“婴儿潮”一代 (babyboomer)，第二代则在 60-70 年代高度城市化的环境下出生，在 70-80 年代逐渐成长为社会中坚的一代，正是这一代，孕育了“嬉皮士”、“雅皮士”文化思潮；而在日本的历史背景中：第一代是“勇猛精进”的“昭和男儿”；第二代则是“平成一代”，尽管平成一代成长在经济增速下滑的低迷期、在文化心态上多有“消极”的诟病，但这一代在消费偏好上亦呈现出“重服务，轻商品”、“重精神、轻物质”的城市化二代的特征。

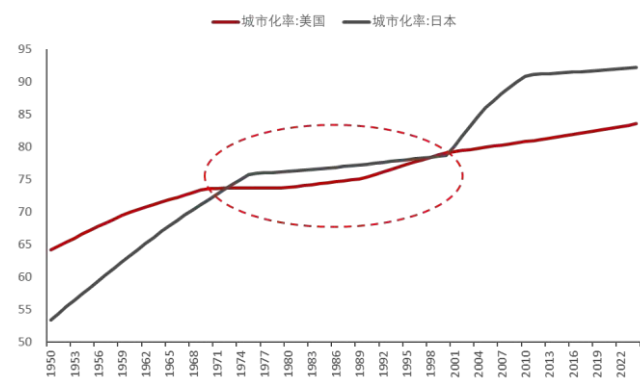
在城市化和服务消费交织发展过程中，供给端的变化亦最终对服务消费内容的形态产生影响，这其中包括城市化下基础设施升级带来的新的空间场景元素，以及科技进步带来的效率优化和体验升级等。

图111：服务消费发展的驱动因素



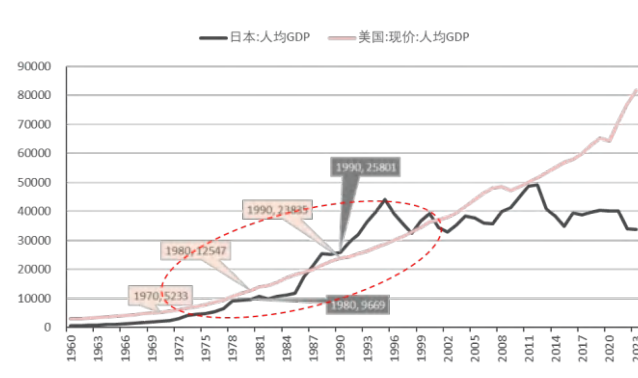
资料来源：， 民生证券研究院整理

图112：美日服务消费均兴起于城市化高增后的平稳期 (单位：%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图113：美日服务消费增长期的人均 GDP 表现 (单位：美元)



资料来源：wind，民生证券研究院

对比来看，中国在市场纵深上接近美国，从消费特点上或可与日本对标：1)

美国是大体量的统一市场，适合连锁业在发展过程中建立规模效应并逐渐夯实综合组织效能上的优势，因此孕育了诸多大体量的连锁业龙头；中国的市场纵深上接近美国，下沉市场仍有较大挖掘空间、同时基础设施完善，具备孕育出体量接近的连锁消费业巨头的条件；2) 类比日本，中国此前一二线城市房地产价格快速提升

拉动下，出现过类似日本泡沫经济时期的消费升级/过热/奢侈化倾向，而后伴随着经济波动，消费偏好和预期快速转向——性价比连锁业态、文化内容消费等在中国亦有望成为后续的发展趋势。

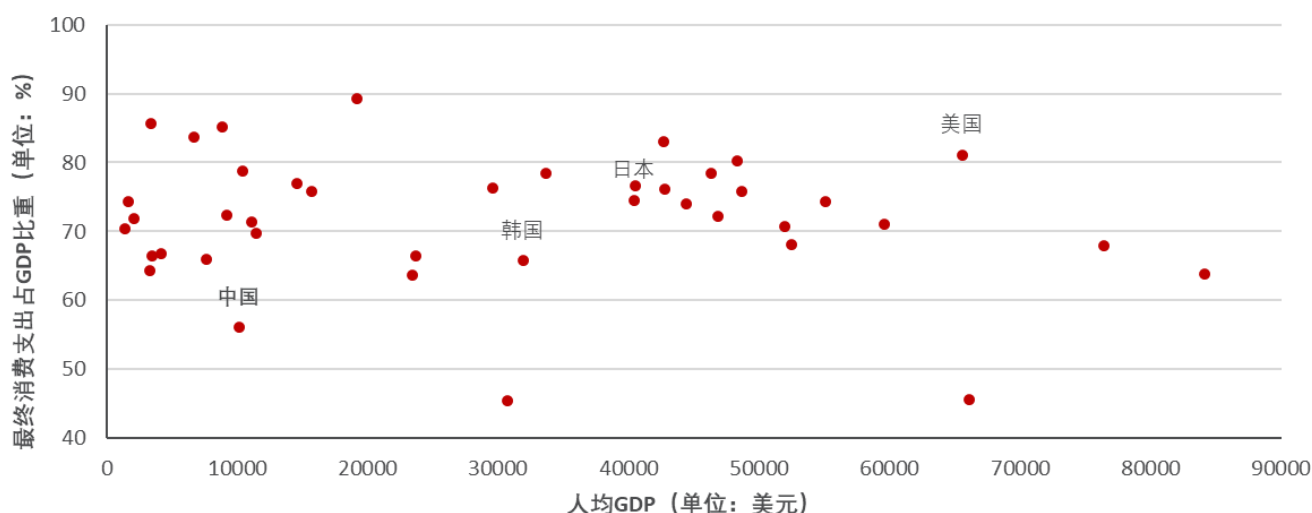
3 中国服务消费业的发展趋势与投资机会

3.1 发展趋势：不畏浮云遮望眼，迭代发展进行时

3.1.1 对比美日等发达国家，中国服务消费仍有广阔的发展空间

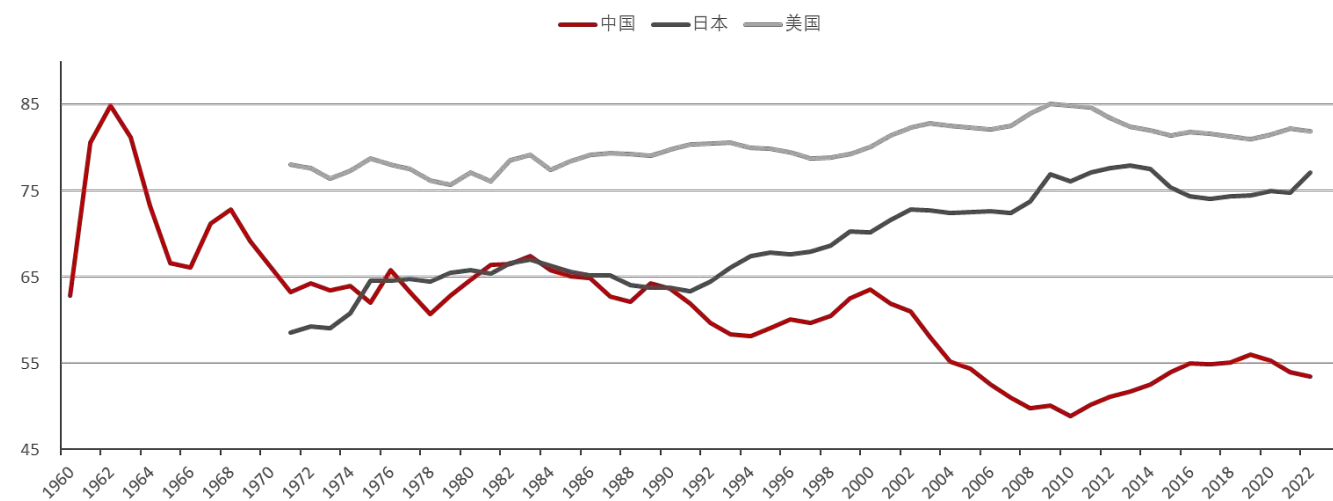
我国 GDP 中消费占比仍低，其中服务消费是促进消费的重要抓手。横向对比，西方发达经济体消费 GDP 占比普遍在 70-80%，东亚邻国日韩也在 65-80%，2019 年中国占比 56% 明显偏低。纵向参考，日本在 1970s 经济转向内需导向，消费 GDP 占比从不足 60% 提升至 2010s 约 75%；相比之下国内 GDP 中国实际个人消费占 GDP 的比例(按购买力平价计算)为 45%，总消费占 GDP 的比例为 55%，仍有较大的提升空间。

图114：我国消费占 GDP 比重较低（横轴为人均 GDP，纵轴为消费占 GDP 比例，2019 年数据）



资料来源：ifind，民生证券研究院

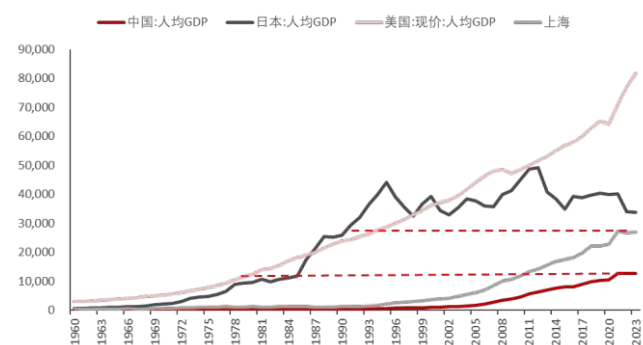
图115：中国日本最终消费支出占 GDP 比重对比（单位：%）



资料来源：ifind，民生证券研究院

根据发达国家发展经验，人均 GDP 达到 10000 美元以上后，服务消费开始进入发展的快车道，构成整体消费重要的增量来源。中国当前服务业态仍处于发展的早期阶段，未来服务消费将具备丰富的发掘空间。从人均 GDP 来看，我国与美国的 70 年代/日本的 80 年代接近。从国际经验上看，当人均 GDP 达到 1.5 万美元时，服务型消费将成为主导型消费；当前我国人均 GDP 已超过 1 万美元。同时，国内区域差异较大，使得不同区域呈现出不同的服务发展特征，具备广阔的发展纵深。

图116：中美日人均 GDP 对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图117：中改院预测我国服务消费未来占比

表 2 中性情景下 2014-2030 年服务型消费预估

年份	消费支出水平（元）	服务型消费水平（元）	服务型消费占比（%）
2024	28671.72	13204.26	46.05
2025	30678.74	14392.64	46.91
2026	32826.25	15687.98	47.79
2027	35124.09	17099.90	48.68
2028	37582.78	18638.89	49.59
2029	40213.57	20316.39	50.52
2030	43028.52	22144.87	51.47

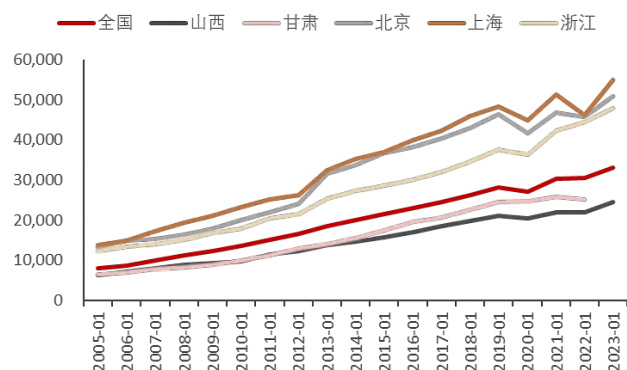
数据来源：中改院课题组估算

资料来源：中改院，民生证券研究院

从区域发展情况来看，我国部分地区已经进入相对发达阶段，将成为新兴服务消费业态涌现的核心区域。而仍有广大的经济腹地、人均 GDP 水平相对滞后，为基础服务业态带来部分成长空间。分区域来看，我国发达区域的消费支出表现显著高于中西部省份；分线城市来看，下沉市场可支配收入快于一二线城市，同时人均消费支出增速 16 年后亦持续高于一二线城市；农村地区亦呈现出类似的特征，

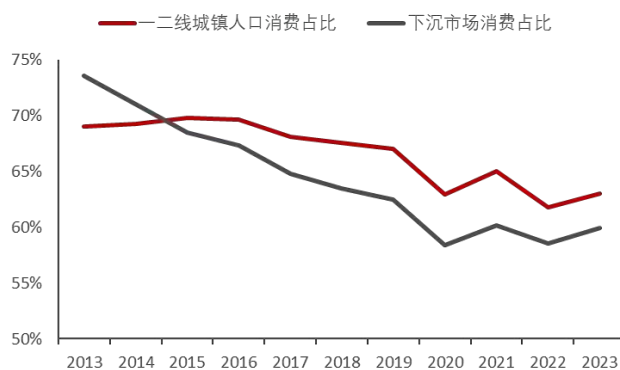
展现出比城市地区更快的收入/消费增速和更强的韧性。从城市化的角度来看，我国城乡二元制逐渐破除，城市生活方式孕育的服务业态将更加普及——事实上，中国土地上最普遍的基础服务业态连锁化水平仍然较低，如中国最广泛的餐饮业态沙县小吃/兰州拉面实际上“有品类，无品牌”，仍未实现连锁的经营模式。

图118：我国发达区域消费人均消费支出大幅领先于中西部省份（单位：元）



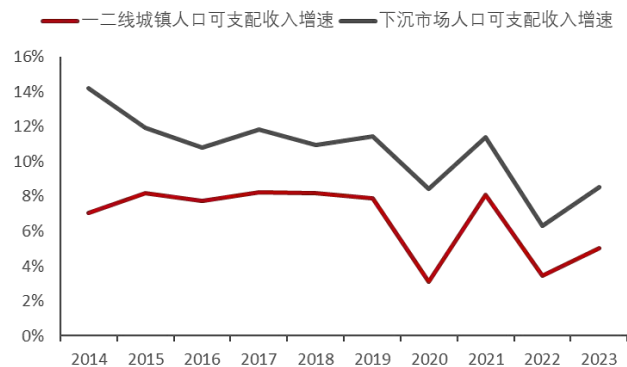
资料来源：wind，民生证券研究院

图119：下沉市场人口消费占可支配收入比重持续下降



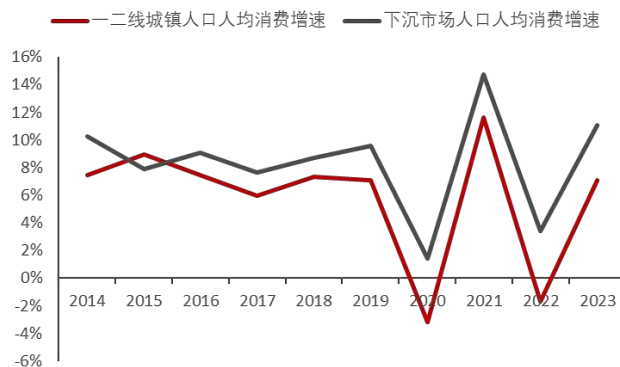
资料来源：wind，民生证券研究院

图120：我国下沉市场人口可支配收入增速更快



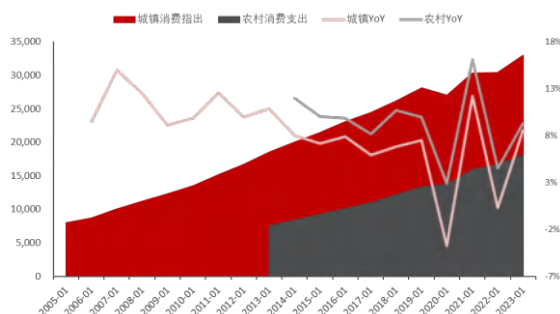
资料来源：wind，民生证券研究院

图121：我国下沉市场人口人均消费增速更快



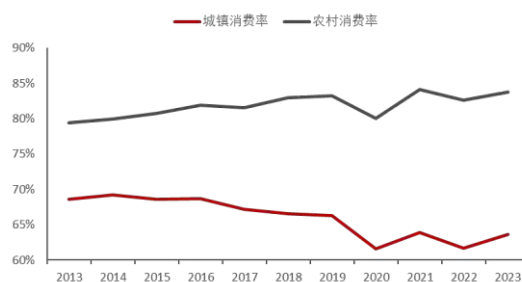
资料来源：wind，民生证券研究院

图122：农村/城市居民消费支出（单位：元）及增速



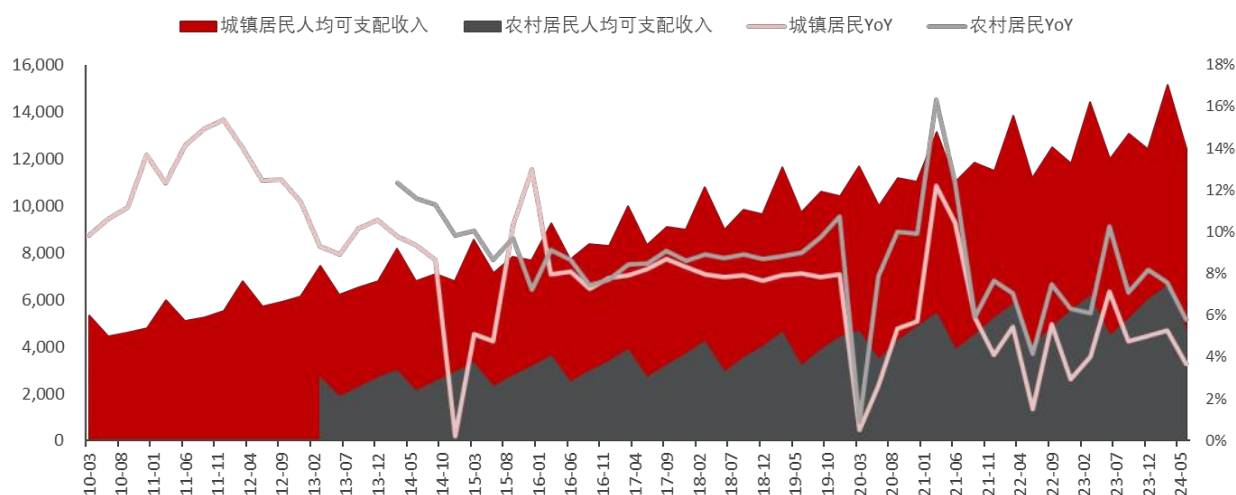
资料来源：wind，民生证券研究院

图123：农村消费率（消费支出/可支配收入）韧性更强



资料来源：wind，民生证券研究院

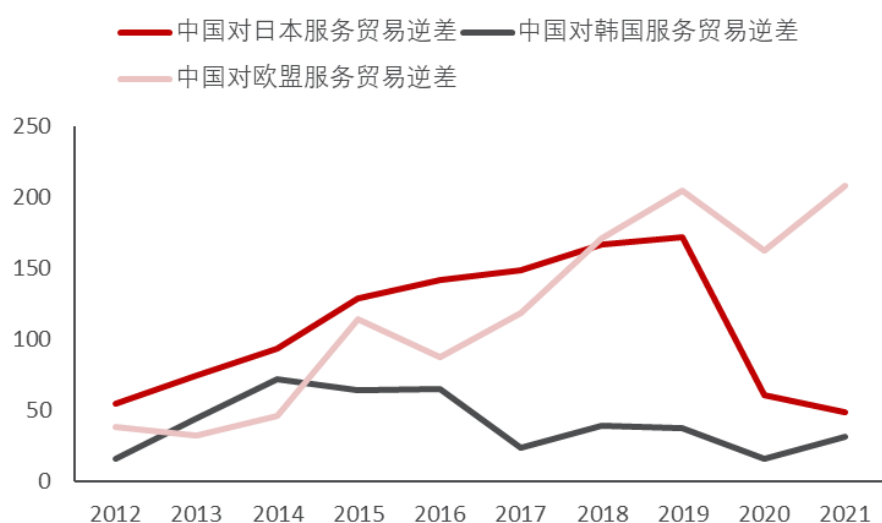
图124：农村居民人均可支配收入整体高于城镇（单位：元）



资料来源：wind，民生证券研究院

从当前服务进出口角度看，与发达国家贸易中有较大逆差，是未来重要的对外贸易的增量空间、抓手。自加入世界贸易组织到2022年，中国累计进口服务4.7万亿美元，年均增长15.2%，远高于同期全球7.7%的平均水平，对全球服务进口增长的贡献率为10.8%。未来国内服务消费业的发展，亦是缩小当前与发达国家服务贸易逆差的重要抓手。

图125：中国对日韩欧盟服务贸易逆差（单位：亿元）

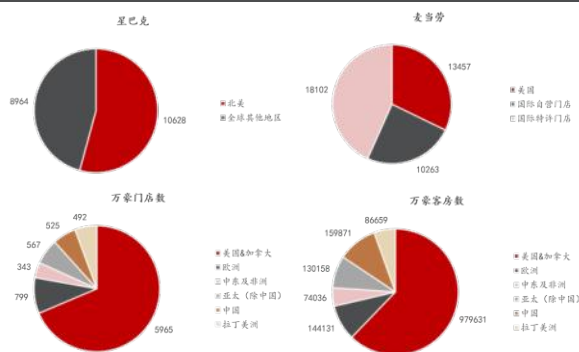


资料来源：中改院，民生证券研究院

3.1.2 出海为连锁模式成熟的服务业态打开新的增量空间

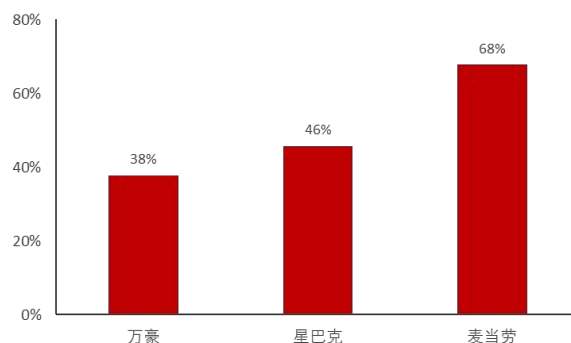
参照海外发展经验，高度成熟的连锁业态后续能够实现高水平的全球化：美国龙头服务消费餐饮和酒店行业的头部公司均实现了高水平的全球化：其中，截至2023年底，万豪/星巴克/麦当劳的海外门店数占比分别达38%/46%/68%。上述龙头公司均实行了一定的轻资产化经营模式：其中万豪采取了直营/委托管理/特许经营并行的模式，近年来特许经营下的品牌授权门店拓展速度明显快于整体；麦当劳则广泛实行了特许模式，直接以品牌授权的形式获取授权费用，并通过供应链等对门店加以把控；而星巴克则为了维持较为一致的服务品质、公司文化、门店氛围，并未开放特许，而是采取了全权委托管理的模式，旗下的 licensed store 的员工招募、培训和日常运营均由公司直接把控。由此可见，实现轻资产模式下较高水平的标准把控能力以及较强的品牌势能是服务消费龙头能够做大做强的关键。

图126：2023年美国连锁龙头门店区域结构



资料来源：万豪/星巴克/麦当劳财报，民生证券研究院

图127：2023年美国连锁龙头海外单位数占比



资料来源：万豪/星巴克/麦当劳财报，民生证券研究院

注：万豪系北美和加拿大以外的酒店客房数占比

从国内情况来看，海底捞、蜜雪冰城为代表的连锁业态亦开启了全球化进程：

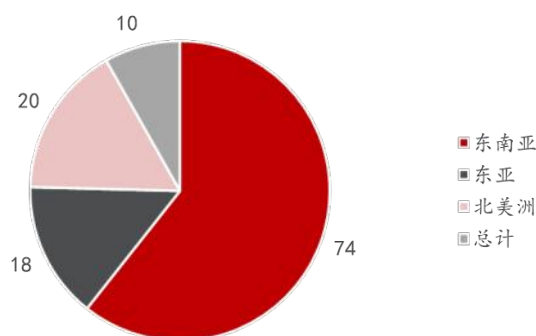
国内服务消费企业中，餐饮茶饮企业出海整体进程较快。2018年蜜雪冰城在越南河内开设了第一家海外门店，截至2023年9月底，公司已在海外拥有近4000家门店，主要分布在东南亚、日本、澳洲等亚太地区，已经成为中国出海规模最大的茶饮品牌和东南亚第一大茶饮品牌；截至24H1，特海国际亦在海外开业了122家门店，其中东南亚/北美/东亚门店分别为74/20/18家。目前来看，国内餐饮企业出海的地理范围主要集中在东南亚地区，看好未来随着品牌影响力在全球范围内扩大及供应链体系完善，出海进程进一步加快。

图128：蜜雪冰城门店布局情况



资料来源：蜜雪冰城招股书，民生证券研究院

图129：特海国际 24H1 门店分布情况（单位：家）

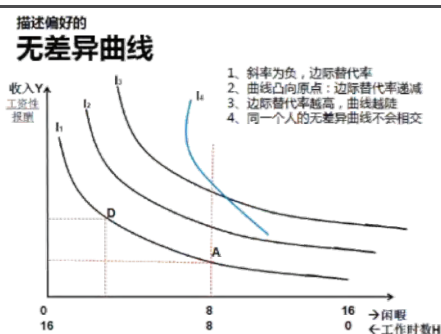


资料来源：特海国际财报，民生证券研究院

3.1.3 中青年闲暇消费、年轻群体/银发群体新需求或将构成新兴服务业态诞生的土壤

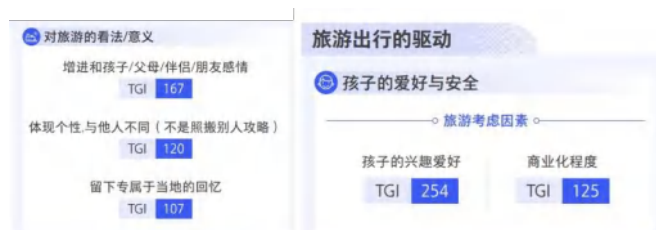
闲暇时光的增长带来潜在的休闲消费需求释放。经济增速趋缓的背景下，单位时间获得的劳动报酬增速趋缓/下降，居民有望扩大在休闲上的时间投入。如亲子游作为提升家庭生活品质/强化情感纽带/加强家庭教育的重要手段，亦成为了2023年旅游消费的主要形式之一。2023年亲子用户占携程平台所有出行用户的28%，2023年亲子用户整体出行的订单同比2022年增长186%。增进与孩子的感情构成学龄前有孩家庭旅游出行的主要驱动。

图130：单位劳动时间工作报酬下降激发闲暇替代



资料来源：《经济学原理》（曼昆），民生证券研究院绘制

图131：增进与孩子的感情/孩子的偏好构成有孩家庭出游的核心驱动

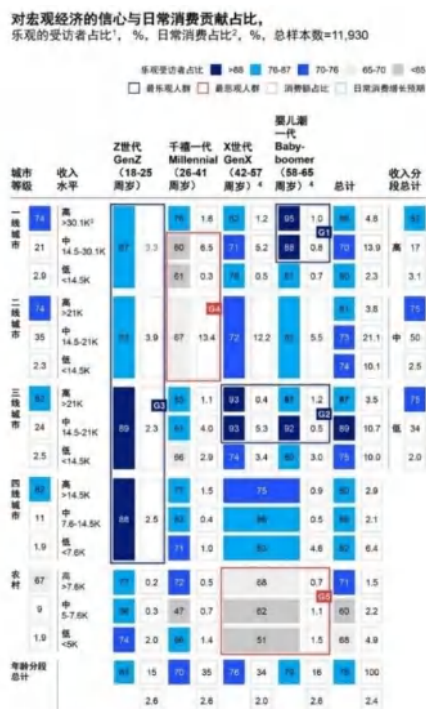


资料来源：腾讯营销，民生证券研究院

目前年轻群体和银发群体是当下消费倾向最积极的群体。根据麦肯锡报告中的问卷调查结果，“Z世代”人群和银发群体对未来最乐观，且未来有望释放出较大的消费增量空间。前者出生在物质相对丰盈的环境下，对消费的倾向度较高，且更加追求个人兴趣、精神满足，并随着这批群体逐渐进入职场、可支配收入将随着个人职业生涯周期有所增长，对社会消费趋势的影响将更加显著；而银发群体普遍

经历了国内经济高速发展的阶段，普遍具备较好的资产水平，具备较高的潜在消费能力，而这批人群的退休将释放出大量的基础服务需求以及针对银发人群的改善性服务需求。

图132：“Z世代”人群和银发群体对未来最乐观



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

注：麦肯锡报告发布于2024年5月，调研在2023年年底进行

图133：“Z世代”个人成长历程与社会事件



资料来源：青山资本，民生证券研究院

年轻群体将引领消费内容和生活方式转变，有望带来新的服务业态。成长在经济发展水平较高/城市化的环境下的00后，具备与过往消费者不同的消费倾向，对消费的整体需求层级更高、同时更加注重自我需求的满足：生活方式上更加注重健康/美丽，同时更加偏好兴趣、文化、悦己、精神相关消费；同时年轻群体对本土文化偏好度更高，将带来服务消费结合本土内容进行业态创新的空间。

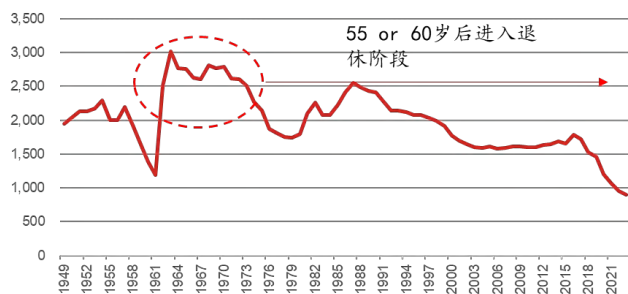
图134：消费者对于国潮产品质量提升的感知度普遍较为明显



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

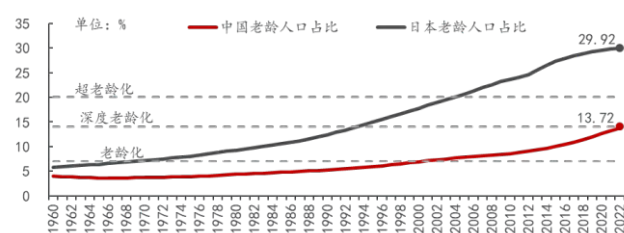
高度城市化水平下的退休潮，银发群体的闲暇需求和基础服务带来较大空间。
银发群体退出劳动力市场，自然带来整体消费率提升；银发群体的基础服务，过往依赖家庭内部提供，而当下在城市化的背景下，更多的服务开始在商业化的市场上进行购买，养老公寓、医疗护理等需求开始浮现；此外，银发群体的闲暇时光和精神生活需求亦有望带来新的消费服务业动能，康养酒店、老年旅行团等赛道亦有望随着银发人群退休迎来更大的发展机遇。

图135：中国出生人口数（单位：万人）



资料来源：wind，民生证券研究院

图136：国内老龄化情况



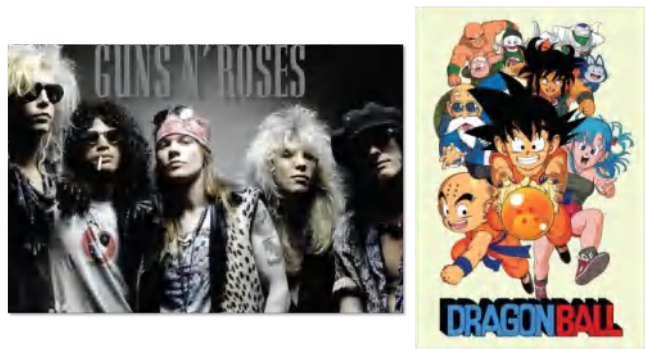
资料来源：wind，民生证券研究院

3.1.4 内容型服务业态潜力大，IP 有望为消费服务业态插上翅膀

参照日本美国发展经验，服务业发展的黄金时代也是内容业态的高速发展期。
美国 70/80 年代的摇滚乐、日本 90 年代兴起的动漫等等，均产生于服务消费快速增长的阶段，具备鲜明的时代烙印，并最终成为影响世界的内容产品。与此同时，服务消费业态开始与内容实现更加深度的融合，未来基于纯粹功能型服务业的内容附加已经较难赢得溢价，需要依托内容实现更加精准的需求触达和情绪价值的满足。与此同时，我国新一代消费者开始有更强的自主文化认同，亦给国内服务消费带来供给端较大的创新空间。《黑神话·悟空》自 2024 年 8 月 20 日全球同步上

线以来，迅速登顶多个平台的销量榜首，首月全平台销量已超过 2000 万套。不仅在国内取得了巨大的商业成功，同时也将中国神话故事和背后的中国传统文化推向海外。

图137：美日经典文化产品影响世界



资料来源：rosesnguns 官网，imdb，民生证券研究院

图138：国产游戏黑神话悟空 2024 年 8 月发售



资料来源：游戏科学，民生证券研究院

国内服务消费普遍缺乏与 IP 深度融合的成功案例，未来有望随着整体 IP 业态的发展，实现商业模式的进化。以旅游目的地为例，国内目前主要依托历史/人文/自然风光作为主要内容，宋城探索出的演艺模式在内容上更多也是依托历史人文的二度演艺创作，这些 IP 商业化潜力上存在一定束缚，难以实现强烈的品牌效应和 IP 专属经营权，因此亦进一步限制了这些项目的收益可能，具体表现在景区二消产品的溢价能力、以及对外输出 IP 业务发展空间上存在明显限制。海昌海洋公园表现出了在 IP 业态上布局的前瞻性，但仍以引进奥特曼、海贼王等日本 IP 为主；华强方特、泡泡玛特等以自主 IP 为抓手的主题公园尝试目前看总体上品牌心智较弱，仍有待时间沉淀；未来，伴随着国内自主 IP 业态逐渐成熟，看好景区目的地亦将探索出与 IP 深度融合的发展模式，打开成长边界。

图139：海昌海洋公园引入了奥特曼 IP



资料来源：新华网，民生证券研究院

图140：海昌海洋公园海贼王主题区开业



资料来源：新华网，民生证券研究院

图141：华强方特打造了以熊出没为主题的主题公园



资料来源：搜狐，民生证券研究院

图142：泡泡玛特主题乐园开始初步的 IP 尝试



资料来源：搜狐，民生证券研究院

3.1.5 服务消费分发平台业态成型较早，占据了有利的市场地位

国内平台业态在互联网行业发展过程中，经历了早年的竞争与整合，当前市场格局已经逐渐成型。互联网行业发展驱动下，服务业平台业态具备显著的先发优势，与此同时大多数服务消费行业内企业本身尚未形成良好的平台能力，尚未搭建起来高效率的分发平台；在较长的时间内，互联网那平台业态仍将发挥流量入口的重要作用。除此之外，内容平台非常适合个人 IP 和内容型服务业的分发逻辑，未来亦将具备较大的发展空间。

图143：在本地生活基础服务领域，垂类和综合平台均有成熟“玩家”进驻



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院绘制

3.1.6 消费服务业依托资本化工具有望实现进一步的轻资产化，优化经营模型

针对大体量复杂单体模型，其总资产特征构成制约其扩张、并拖累上市公司 ROE 的重要因素，通过 REITs 等资本化手段则能够实现轻重资产分离，优化经营模式。以万豪为例，面对 90 年代初期美国房地产价格下行和经济增长承压，万豪此前“开发-建设-出售-管理”模式下在建的酒店给公司带来巨大的债务拖累；1992 年万豪宣布拆分计划，让拥有 65 年历史的万豪公司更名为万豪地产（Host Marriott，后续更名为 Host hotels & resorts），继续经营酒店开发业务，并持有债务（1999 年万豪国际获得 REITs 资质成功上市）；而拆分出的万豪国际聚焦经营轻资产的酒店管理业务（1993 年作为新的公司主体成功上行），并加大了特许经营模式的推广力度，实现了高度的轻资产化。当前，国内锦江酒店、君亭酒店等均开始了类似思路的资本化尝试：2024 年锦江对华安未来资产出售旗下时尚之旅，华安未来资产同期则发行了东方华安资产-锦江国际优质酒店第 1 期资产支持专项计划，未来酒店资产证券化探索的步伐有望加快；君亭酒店 2023 年成立君达城子公司，该公司将在体外融资进行直营项目建设，并委托上市公司管理，助力上市公司实现轻资产扩张。

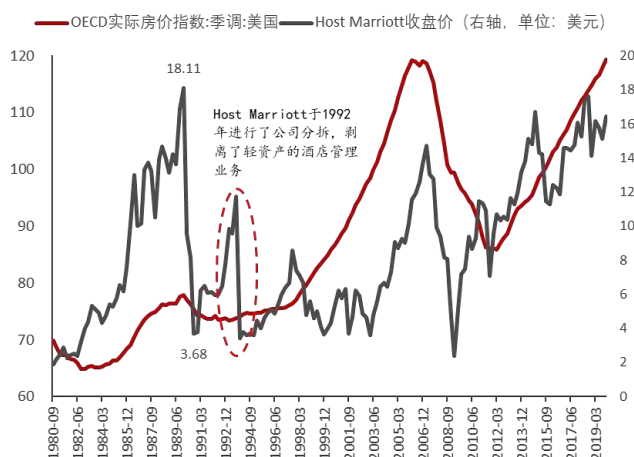
图144：万豪地产成立初期旗下的资产情况

As of December 31, 1993:



资料来源：HST 官网，民生证券研究院

图145：万豪在 1992 年进行了公司拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 投资建议：服务消费行业的投资主线和相关标的

结合我们此前分析，我们认为服务消费的发展是城市化成熟后的产物，目前国内服务消费当前仍处于成长向成熟的迭代增长期，未来仍有较大的投资潜力，其中包括基础服务消费进一步下沉和普及以及改善性服务消费的诞生。服务消费投资的关键在于：1) 基于供需两端变化，把握 UE 稳定后的成长放量阶段；2) 关注具备核心竞争力的龙头企业，基础型服务消费关注组织效率，升级型服务消费关注产品力、IP 端的壁垒构建。以下 5 条投资主线值得重点关注：

1) 服务消费的分发平台市场格局稳定、壁垒深厚，并将稳定受益于服务消费

景气度，将具备长期的确定性价值。美团、OTA 平台、小红书、抖音作为内容平台，亦将在服务消费分发中扮演重要的角色。建议关注：**美团、携程、同程旅行**等。

2) 教育行业需求端韧性较强，当前景气度较高，长期具备多样化的发展空间，前景向好。建议关注：**好未来、新东方、学大教育、豆神教育、行动教育**等。

3) IP 内容的沉淀将为以旅游为代表的内容型消费业真正插上翅膀，也是当下服务消费重要的主题性行情要素；建议关注：**长白山、峨眉山、九华旅游、西域旅游、天目湖、海昌海洋公园、君亭酒店、宋城演艺**等。

4) 餐饮、酒店等基础服务业态仍有下沉及出海的纵深空间，重点关注组织效率的同时，需把握景气及产品生命周期，并关注未来进一步的轻资产化空间；建议关注：**华住集团、亚朵、锦江酒店、首旅酒店、海底捞、百胜中国**等。

5) 未来的潜力赛道取决于新需求的涌现：闲暇时间延长构成服务消费发展的整体条件，具备新兴消费特征的年轻和银发群体以及下沉市场客群将塑造新的业态形式，养老、体育、康养、美护服务、演艺等业态有望迎来新发展；建议关注：**众信旅游、锅圈、海伦司**等。

4 风险提示

1) **宏观经济波动风险。**服务消费总体上仍属于可选消费，如宏观经济产生较大波动仍可能影响整体消费预期，进而对服务消费后续的增长产生影响。

2) **竞争格局恶化风险。**服务消费中相当部分业态较容易实现模仿，乃至微迭代和微创新，这种情况可能对壁垒不够坚实、品牌势能不够强的头部公司市场地位产生冲击。

插图目录

图 1: 服务消费业研究框架	3
图 2: 服务消费业 2021 年占 GDP 总额比重达 7.73%	4
图 3: 部分服务消费代表性行业 2023 年市场规模 (单位: 亿元)	5
图 4: 不同服务消费业态的服务和场景定位	6
图 5: 服务型消费与产品型消费模式对比	8
图 6: 服务消费业毛利率在消费中处于较高水平 (单位: %)	9
图 7: 服务消费业净利润率在消费中处于中等水平 (单位: %)	9
图 8: 服务消费业总资产周转率相对偏低 (单位: %)	9
图 9: 服务消费业 ROE 在消费中处于中等水平 (单位: %)	9
图 10: 不同服务消费业态在马斯洛金字塔上的大致分布	10
图 11: 酒店是代表性的服务消费连锁业态	10
图 12: 网约车 app 是代表性的服务消费分发平台	10
图 13: 迪士尼乐园营造了融合多业态的高度复杂场景	11
图 14: 内容和 IP 为迪士尼注入“灵魂”	11
图 15: 迪士尼乐园实现了高度丰富的二消收入和较高的二消收入占比	12
图 16: 基础服务消费亦能够通过增加内容属性/丰富场景元素转向改善服务消费, 形成不同的商业形态	12
图 17: 从资本化的视角来看, “超级连锁+超级单体+超级平台”是服务消费未来的方向	13
图 18: 国内服务消费发展的四个阶段 (人均 GDP 单位为元/年)	15
图 19: 我国城镇居民衣食消费支出占比总体下降	15
图 20: 我国农村衣/食/住支出占比总体下降	15
图 21: 餐饮住宿固定资产投资完成额 15 年达到高位 (单位: 亿元)	16
图 22: 国内酒店龙头门店扩张 (单位: 门店数) 和市值 (单位: 亿元) 情况	16
图 23: 兰州拉面/沙县小吃 2016 年达到开店放量高峰 (单位: 家)	16
图 24: 海底捞/喜茶等 16 年后开始拓店放量 (单位: 家)	16
图 25: 一线城市房价收入比 2016 年快速提升	16
图 26: 中国奢侈品消费规模 17 年开始快速增长 (单位: 亿元人民币)	16
图 27: 社零中餐占比 17-18 年快速提升	17
图 28: 购物中心体量 11 年-20 年维持了高增速	17
图 29: 铁路客运人次 13 年后开启新一轮加速增长	17
图 30: 国内旅游倾向 14-19 年快速增长	17
图 31: 主要服务消费行业 GDP 总额 (亿元)	18
图 32: 主要消费服务业 GDP 增速	18
图 33: 消费服务业整体在 GDP 中占比	18
图 34: 主要消费服务业在 GDP 中占比	18
图 35: 主要服务消费业就业人数占比	19
图 36: 住宿餐饮/居民服务就业人数占比不断提高	19
图 37: 第三产业在我国就业人数中的占比	19
图 38: 不同产业人均 GDP (单位: 万元)	19
图 39: 国内旅游总人次情况 (单位: 亿人次)	20
图 40: 铁路单季度客运总人次情况 (单位: 百万人次)	20
图 41: 餐饮收入 2023 年快速反弹, 超过了 2020 年发生的公共卫生事件前水平	20
图 42: 23 年餐饮门店恢复快速开业	20
图 43: 假期出行来看, 23 年“五一”后客流显著超过 19 年同期	21
图 44: 社零总额增速	21
图 45: 消费者信心指数	21
图 46: 23 年以来餐饮社零月度收入 (单位: 亿元) 增速明显下降	22
图 47: 酒店平均房价(ADR)同比去年同期下滑 (单位: 元)	22
图 48: 太二酸菜鱼客单价同比下滑	22
图 49: 消费者服务 (中信) 板块总市值变化情况	23
图 50: 主要消费服务子行业上市公司数量	23
图 51: 消费者服务总体估值较高 (PE-TTM)	23
图 52: 消费者服务板块区间回报率	24
图 53: 消费者服务板块超额情况	24
图 54: 中国中免市值及 PE 变化	25

图 55:	华住市值及 PE 变化	25
图 56:	海底捞市值及 PE 变化	25
图 57:	中公教育市值及 PE 变化	25
图 58:	美国个人消费 GDP 金额及增速	27
图 59:	中美日韩个人消费占 GDP 比重	27
图 60:	1929-2023 中日美平均消费支出 (美元)	28
图 61:	1980-2022 年中日韩美总储蓄占 GDP 比重	28
图 62:	2023 年中美日服务消费占个人消费比重	28
图 63:	1929-2023 年美国服务消费占个人消费比重	28
图 64:	美国消费变迁史	29
图 65:	美国 70 年代尽管人均 GDP 增速有所放缓, 但服务消费迎来黄金发展期	30
图 66:	美国个人消费中耐用品、非耐用品、服务消费占比	31
图 67:	美国个人消费中服务占比	32
图 68:	1950-2023 年美国城市化率水平	32
图 69:	1929-2023 美国家庭各项服务消费占其总服务消费比例	32
图 70:	美国服务消费整体规模 (单位: 亿美元)	33
图 71:	体育健身、文博、游乐园及营地消费支出增速	33
图 72:	美国摄影照片和博彩业消费支出增速	33
图 73:	宠物服务、休闲车/运动汽车维修消费支出增速	33
图 74:	美国餐饮酒店、教育增速消费支出增速	33
图 75:	美股消费者服务较其他消费品有一定超额	35
图 76:	美股服务消费中餐饮与教育长期看涨幅较大	35
图 77:	主打产品创新/升级的餐饮业态	37
图 78:	引入科技手段优化门店模型的餐饮业态	37
图 79:	星球健身打造了平价健身的连锁业态	38
图 80:	Dave & Buster's 打造了娱乐综合体模型	38
图 81:	日本 90 年代后经济增速明显放缓	38
图 82:	日本城市化率不断提高 (单位: %)	38
图 83:	90 年代日本服务消费占家庭消费比例明显提高	39
图 84:	第三产业中, 服务业及其他占比不断提高	39
图 85:	典型的服务消费教育与文娱在 80-90 年代维持增长	39
图 86:	日本年人均旅游次数 80-90 年代高增	40
图 87:	日本旅游相关开支 80-90 年代高增	40
图 88:	日本服务消费就业人数快速增长	40
图 89:	服务消费细分行业就业人数情况 (单位: 人)	41
图 90:	80-90 年代闲暇生活日渐成为日本消费者关注的重心 (单位: %)	42
图 91:	日本人 80 年代后对精神充实的关注度提高 (单位: %)	43
图 92:	日本经济新闻热门产品榜单	43
图 93:	茑屋书店成为日本 90 年代后代表性的连锁业态	43
图 94:	茑屋书店打造了多元化收入的复杂模型	43
图 95:	2002 年日本偏好的服务消费业市场规模 (单位: 亿日元)	43
图 96:	2002 年日本流行的服务消费参与率	43
图 97:	日本已经进入了超老龄化社会	44
图 98:	日本形成了较为完善的养老金体系	44
图 99:	日本入境游发展历程	45
图 100:	日本出境游发展历程	45
图 101:	日本入境游人数趋势 (单位: 万人次)	45
图 102:	日本出境游人数趋势 (单位: 万人次)	45
图 103:	日本动漫市场规模变动情况	48
图 104:	日本国内/海外市场规模变动情况	48
图 105:	23 年 7-9 月访日外国游客消费趋势	49
图 106:	磐宫神社年参拜人数	49
图 107:	岐阜县受到动漫作品拉动成为著名旅游目的地	49
图 108:	1975-1990 年外食化率及外出就餐率一览 (单位: %)	50
图 109:	1985-1995 日本外食与中食 CPI 对比 (单位: %)	51
图 110:	日本外食与内食 CPI 同比增长情况-90 和 91 年中食增速明显上行 (单位: %)	51
图 111:	服务消费发展的驱动因素	56

图 112:	美日服务消费均兴起于城市化高增后的平稳期(单位: %)	56
图 113:	美日服务消费增长期的人均 GDP 表现 (单位: 美元)	56
图 114:	我国消费占 GDP 比重较低 (横轴为人均 GDP, 纵轴为消费占 GDP 比例, 2019 年数据)	58
图 115:	中国日本最终消费支出占 GDP 比重对比 (单位: %)	59
图 116:	中美日人均 GDP 对比	59
图 117:	中改院预测我国服务消费未来占比	59
图 118:	我国发达区域消费人均消费支出大幅领先于中西部省份 (单位: 元)	60
图 119:	下沉市场人口消费占可支配收入比重持续下降	60
图 120:	我国下沉市场人口可支配收入增速更快	60
图 121:	我国下沉市场人口人均消费增速更快	60
图 122:	农村/城市居民消费支出 (单位: 元) 及增速	60
图 123:	农村消费率 (消费支出/可支配收入) 韧性更强	60
图 124:	农村居民人均可支配收入整体高于城镇 (单位: 元)	61
图 125:	中国对日韩欧盟服务贸易逆差 (单位: 亿元)	61
图 126:	2023 年美国连锁龙头门店区域结构	62
图 127:	2023 年美国连锁龙头海外单位数占比	62
图 128:	蜜雪冰城门店布局情况	63
图 129:	特海国际 24H1 门店分布情况 (单位: 家)	63
图 130:	单位劳动时间工作报酬下降激发闲暇替代	63
图 131:	增进与孩子的感情/孩子的偏好构成有孩家庭出游的核心驱动	63
图 132:	"Z 世代" 人群和银发群体对未来最乐观	64
图 133:	"Z 世代" 个人成长历程与社会事件	64
图 134:	消费者对于国潮产品质量提升的感知度普遍较为明显	65
图 135:	中国出生人口数 (单位: 万人)	65
图 136:	国内老龄化情况	65
图 137:	美日经典文化产品影响世界	66
图 138:	国产游戏黑神话悟空 2024 年 8 月发售	66
图 139:	海昌海洋公园引入了奥特曼 IP	66
图 140:	海昌海洋公园海贼王主题区开业	66
图 141:	华强方特打造了以熊出没为主题的主题公园	67
图 142:	泡泡玛特主题乐园开始初步的 IP 尝试	67
图 143:	在本地生活基础服务领域, 垂类和综合平台均有成熟 "玩家" 进驻	67
图 144:	万豪地产成立初期旗下的资产情况	68
图 145:	万豪在 1992 年进行了公司拆分	68

表格目录

表 1:	美国耐用消费品板块与消费者服务板块自 1990 年以来涨跌幅	34
表 2:	美国消费者服务行业龙头股票/及教育领域头部公司	36
表 3:	美国消费者服务行业近 10 年上市企业涨幅前十	37
表 4:	日本生活调查: 各项活动平均花费时间 (单位: 分钟)	42
表 5:	日本消费者服务行业龙头股票	53
表 6:	日本服务消费业近 10 年上市/涨幅居前的公司	54

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026