

穿越通胀迷雾

海通证券2021年中期投资策略报告会

2021 INTERIM INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO.,LTD.



证券研究报告

(优于大市, 维持)

品质与效率驱动行业升级

汪立亭 首席分析师 S0850511040005

许樱之 高级分析师 S0850517050001

2021年7月2日



- **免税：**①政策红利+消费回流为免税业务创造机遇：2020年离岛免税新政取消单件商品8000元免税限额规定，带动销售额增长。据UNWTO，截至2021年2月，全球217个旅行目的地中仅2%不限制入境，我们预计国内消费回流持续。②离岛免税：中免、海控、海发等积极推进离岛免税业务布局；市内免税：多地2021年政府工作报告提出建设国际消费都市、布局市内免税；线上免税：免税业务新模式，中免旗下渠道SKU领先。③受益于政策红利，中免的采购、运营、渠道拓展、数字化和市场营销能力不断提升，龙头地位稳固，市场份额超90%。
- **餐饮：**市场广阔，菜系丰富而结构分散，2020年行业集中度与连锁率均实现稳步增长，且仍存较大提升空间。疫情期间餐饮收入实现V形反弹，餐饮企业注册量不降反升；限额以上餐饮企业表现优于餐饮大盘，1Q2021同比增速达78%。
- **酒店：**我国中、高端酒店连锁化率较成熟市场仍处低位，其中中端酒店发展空间较大。近年来，华住、锦江等连锁酒店行业龙头均发力布局中端酒店市场。尤其华住，通过品牌、流量、技术的平台支撑，赋能中高端酒店实现开店规模的快速扩张。
- **教育：**①民促法实施条例落地后，高教+高中集团化办学可行性得到确认，利好龙头扩张。②2021年就业总量压力不减，同时，结构性矛盾仍然突出，就业难和招工难并存。2021年教师招录及事业单位招聘岗位持续释放，考研考公热度延续。中公教育作为职业教育培训行业领军企业，在疫情过后的行业洗牌期，有望承接充沛的需求，实现更迅速的市场扩张。
- **投资逻辑。**随着疫情缓解，我们预计线下接触类活动行业（酒店、餐饮、景区演艺等）持续恢复。疫情加速中小企业市场出清，龙头扩张提速，行业集中度有望提升。推荐免税渠道优势显著的中国中免，餐饮龙头海底捞、九毛九、百胜中国，有望享受行业景气溢价的锦江酒店、华住集团-S，和有望享受稳就业政策红利的中公教育、中国东方教育。建议关注：味知香，首旅酒店，新东方，好未来，新东方在线，广州酒家。
- **风险提示：**宏观经济下滑，海外疫情扩散及输入风险，居民消费力恢复不及预期。

1. 免税：消费回流放大政策红利
2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级
3. 酒店：连锁化率和规模效应提升
4. 教育：民促法实施条例落地，稳就业政策持续加码
5. 投资逻辑：看好疫情后时代行业修复

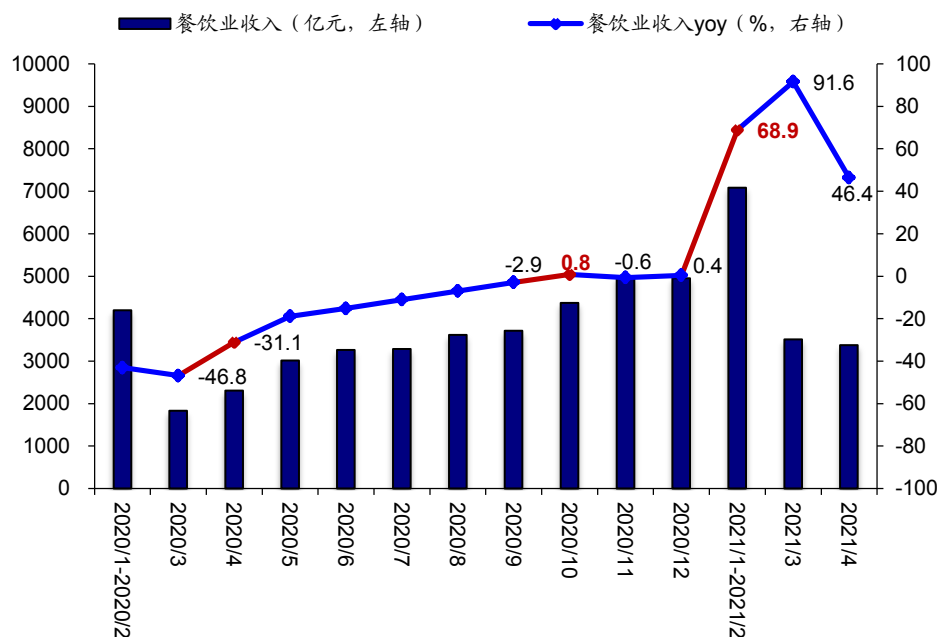
2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

2.1 餐饮行业市场规模近4万亿，疫情期间实现V形反弹

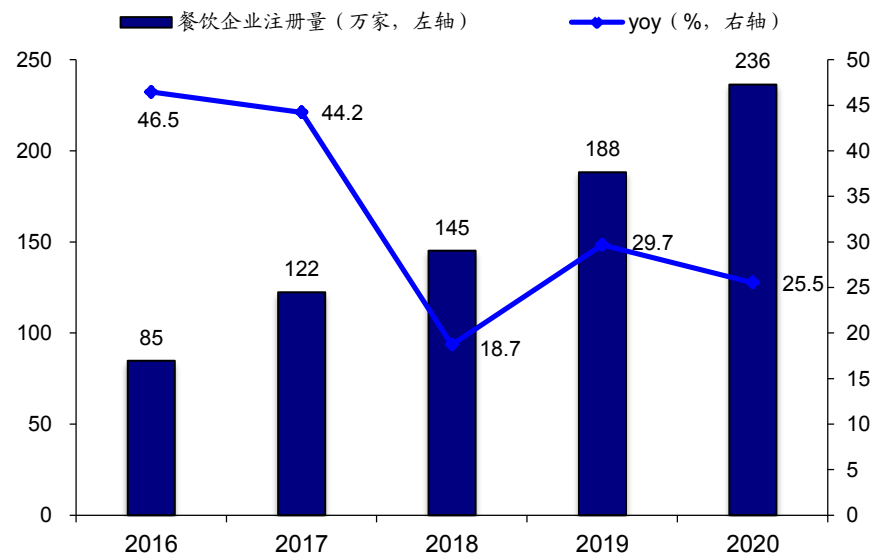
►疫情后行业回暖，长期向好：2019年、2020年餐饮行业规模分别为4.67/3.95万亿元，2020年餐饮行业受疫情影响有所收缩，1Q2020行业收入同比下降44.3%，但自4月起复工复产顺利推进，至10月已实现首次正增长，1Q2021同比回升幅度较大。

►2020年全国餐饮企业注册量不降反升：餐饮企业全年注册量达到236.4万家，同比增加25.5%，增速稳定在较高水平。

中国餐饮业月度收入规模及增速（2020年1月至2021年4月）



餐饮企业注册量（2016-2020）



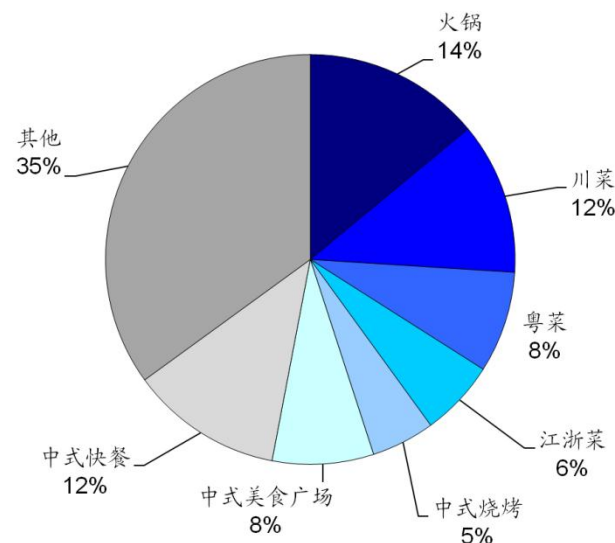
2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

2.2 中式餐饮菜系丰富，集中度提升空间较大

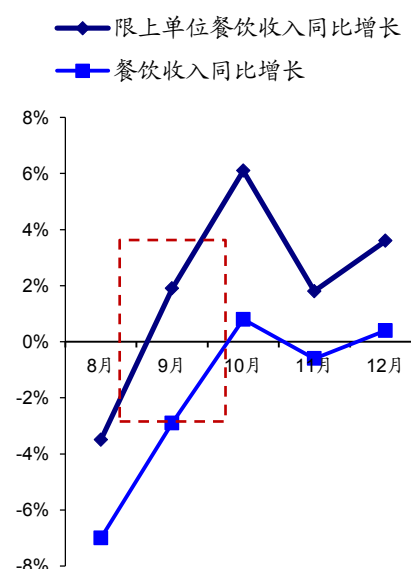
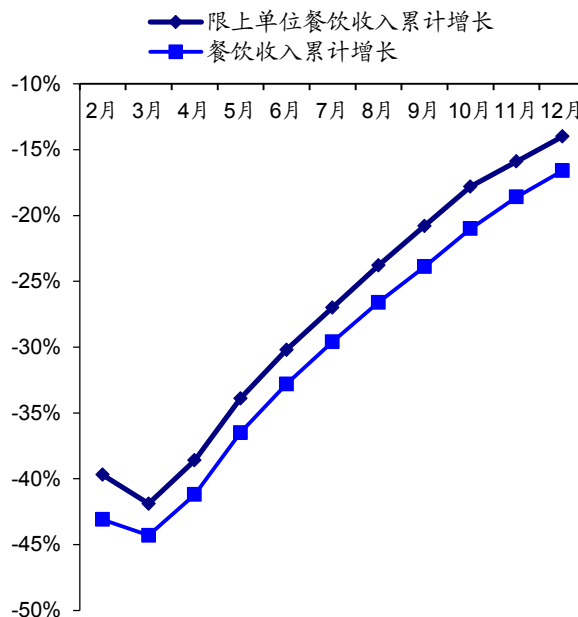
➢ **结构分散，菜系丰富：**中国餐饮细分赛道较多，根据欧睿国际，2020年中国餐饮CR8仅为4.1%，远低于美国（28.2%），我们认为仍存在较大提升空间。根据美团和餐饮老板内参撰写的《中国餐饮大数据2021》，火锅赛道与烧烤赛道热度最高，火锅市场份额占比最大（14%），而烧烤门店数量占比增长迅速，由2019年的4.1%增长至2020年的4.7%。

➢ **疫情后集中度有望提高。**疫情加速中小企业出清，规模较大的餐饮企业抗风险能力更强，限额以上单位餐饮收入同比增速于2020年9月转为正值，2021年3月单月增速达115%，表现优于餐饮大盘。

中式餐厅市场份额划分（2017）



中国餐饮业/限额以上单位餐饮业累计增速对比（2020年2-12月）



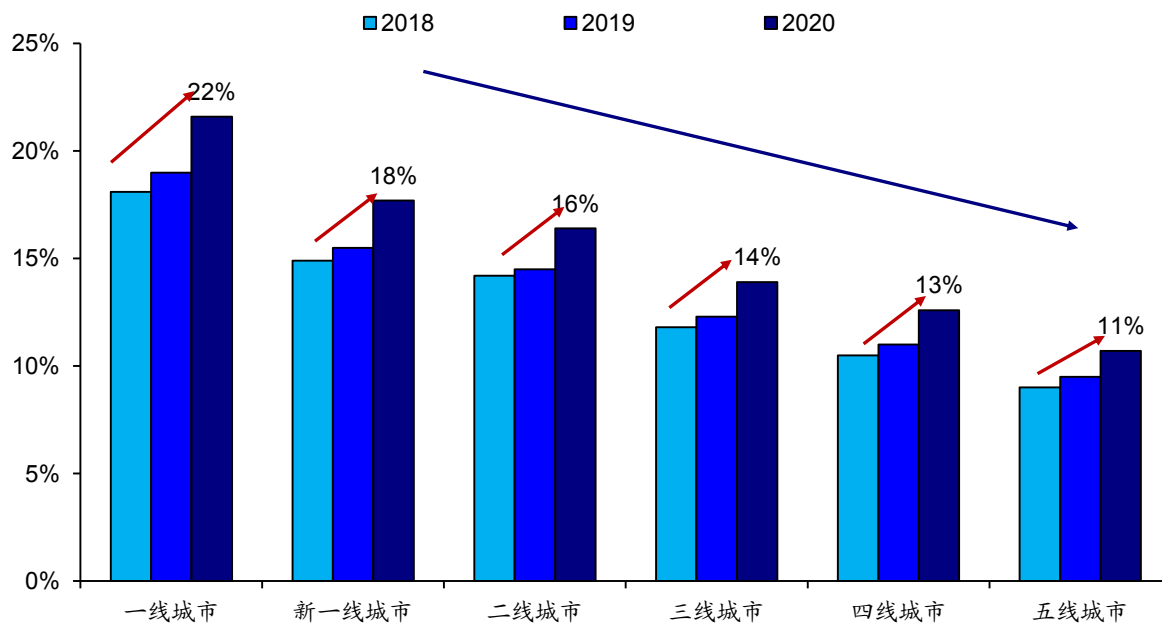
2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

2.3 餐饮连锁化率：2020年增至15%，仍有较大提升空间

► **连锁化程度稳步提升：**根据美团和餐饮老板内参撰写的《中国餐饮大数据2021》，2018-2020年中国餐饮业连锁率分别为12%/13%/15%，其中一线城市已达到21.6%，各线城市连锁化率均呈现不同程度的提升趋势；分赛道看，火锅门店连锁化率为18.3%，领先行业水平；烧烤门店连锁化率为9.4%，仍处于门店数量粗放增长阶段。

► **下沉市场空间大：**连锁餐厅在中国渗透率较低，尤其是在低线城市，2020年中国连锁餐饮渗透率2%，远低于美国的37%，我们认为仍具备较大提升空间。

中国餐饮业各线城市连锁化率（2018-2020）

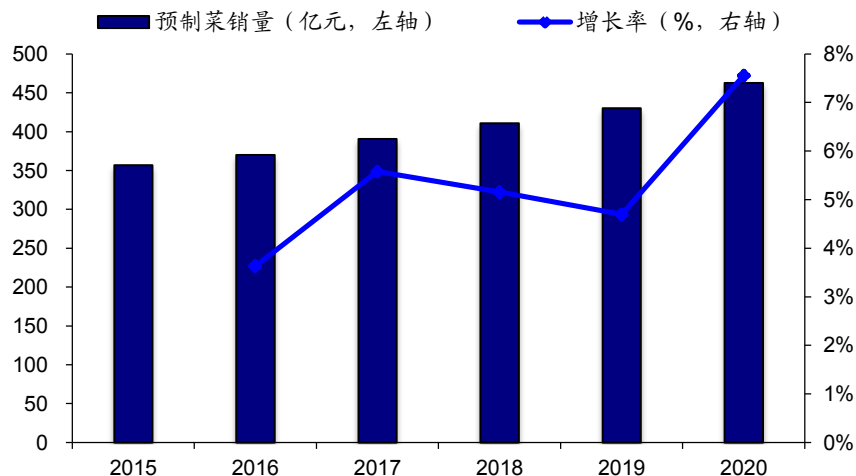


2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

2.4 预制菜：机会显现，供需双增

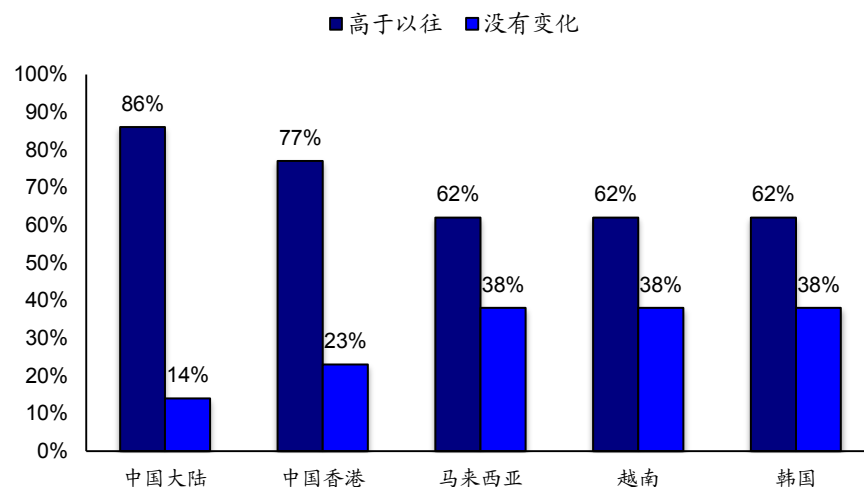
- **预制菜市场规模快速增长**：2020年我国预制菜市场规模达462.63亿元，同比增长7.6%，2015-20年CAGR为5.3%。根据铅笔道公众号，天猫2021年预制菜的销量同比增长16倍，排名“十大新年货”第一。
- **需求端**：C端受疫情催动，消费者观念升级，便捷与安全成为重要考量因素，消费者饮食习惯可能在疫情后发生永久性的改变，86%的受访者表示与疫情之前相比会更多地选择在家吃饭；在B端，我们认为随快餐、团餐、外卖等业态的发展以及人力、租金成本的不断上涨，预制菜能够更好地满足“降本增效+出品标准化”的需要。
- **供给端**：冷链物流发展扩大企业的销售半径，液氮冷冻技术发展升级保障菜品口味。

中国预制菜市场规模（2015-2020）



（注：预计欧睿所示数据主要包括C端速冻米面和自加热食品）

亚洲主要市场“在家吃饭”的受访者比例



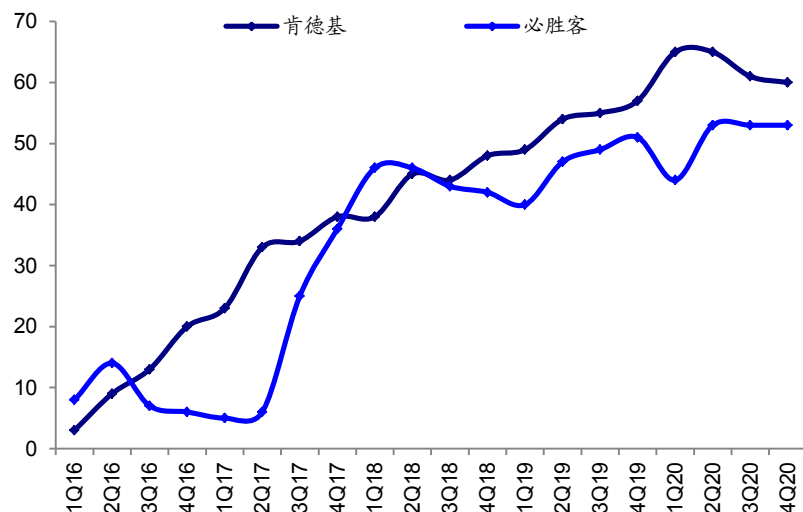
资料来源：欧睿国际，尼尔森IQ公众号，海通证券研究所

2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

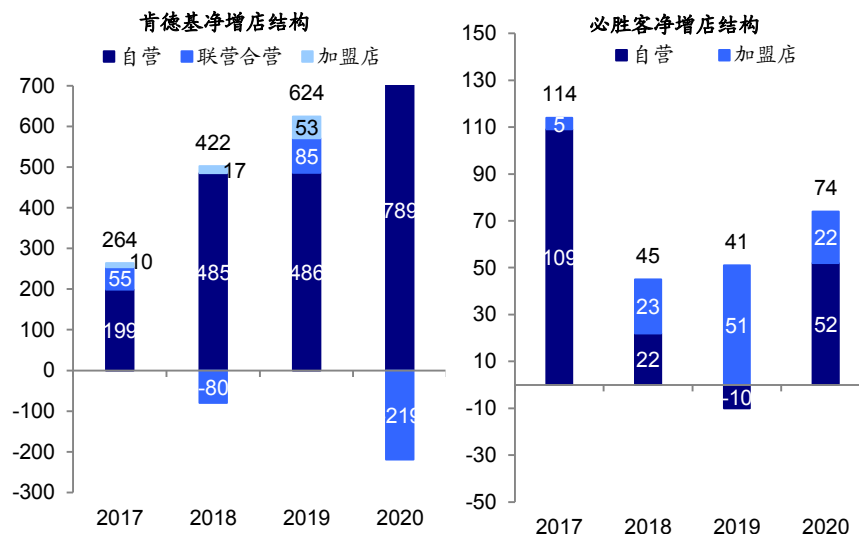
百胜中国：品牌矩阵丰富，创新驱动成长

- 截至2020年12月肯德基/必胜客会员计划各有2.75亿/0.85亿会员，2020年会员收入占比各62%/52%，2020年数字订单占比各84%/67%。
- 肯德基餐厅数量加速增长，开店仍以自营为主；必胜客进入门店调整期，2018-19年扩张以加盟为主，2020年扩张以自营为主。
- 加速渠道下沉：截至2020年底，肯德基/必胜客低线门店各占56%、42%，2020年8月肯德基推出小镇模式店进一步发力县域。
- 风险提示：餐厅拓展不及预期，疫情影响超预期，食品安全风险。

肯德基/必胜客会员销售占比（%，1Q2016-4Q2020）



肯德基/必胜客净增店结构（家，2017-2020）



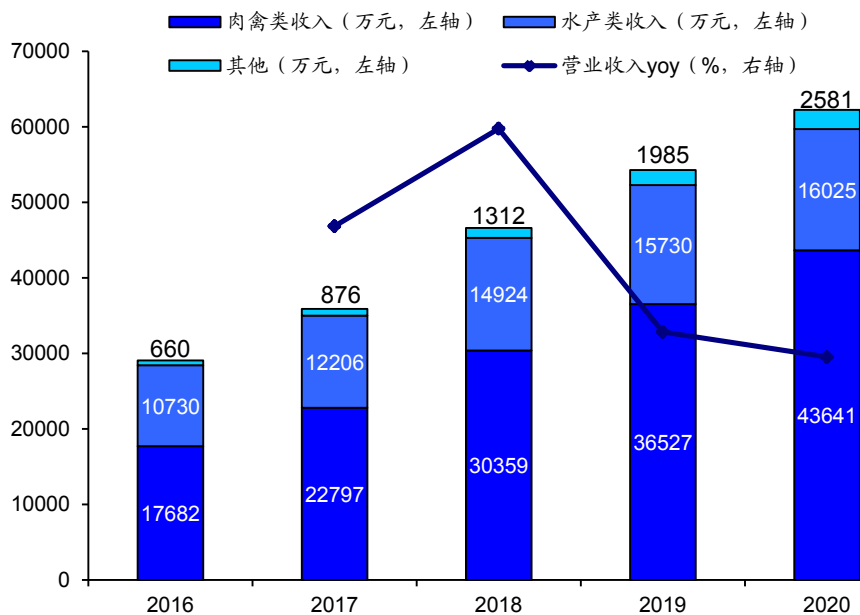
2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

味知香：半成品菜生产龙头，深耕预制菜生产领域

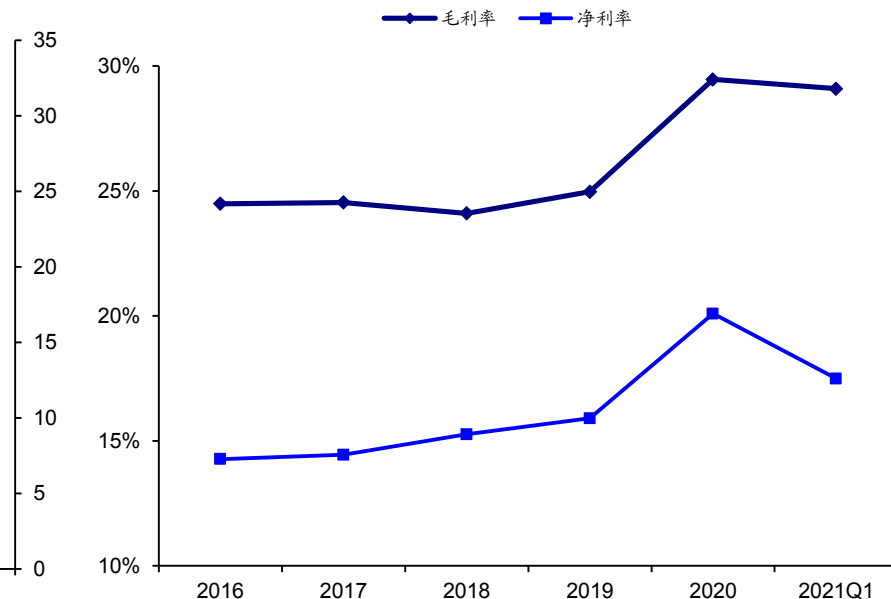
➢ 半成品菜生产领域首家上市公司。公司拥有“味知香”和“饌玉”两大核心品牌，产品主要包括肉禽类、水产类半成品菜，2020年分别贡献70%和26%的收入。

➢ 公司半成品菜收入规模及利润率呈提升态势。2016-2020年营业收入与归母净利润CAGR各20.97%、31.77%；2020年毛利率、净利率水平显著提高。2021Q1实现营业收入1.63亿元，同比增长30.77%。

味知香营业收入构成及增速（2016-2020年）



2020年味知香销售毛利率、净利率情况

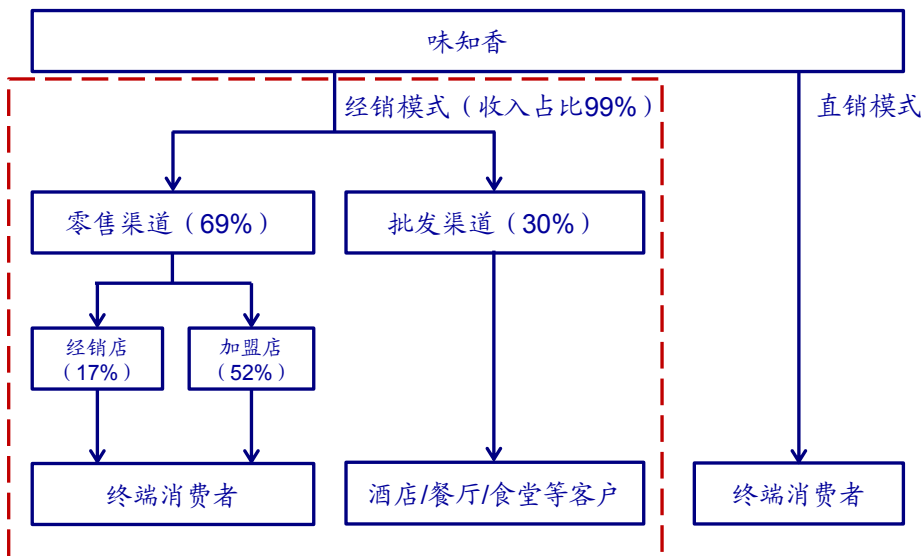


2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

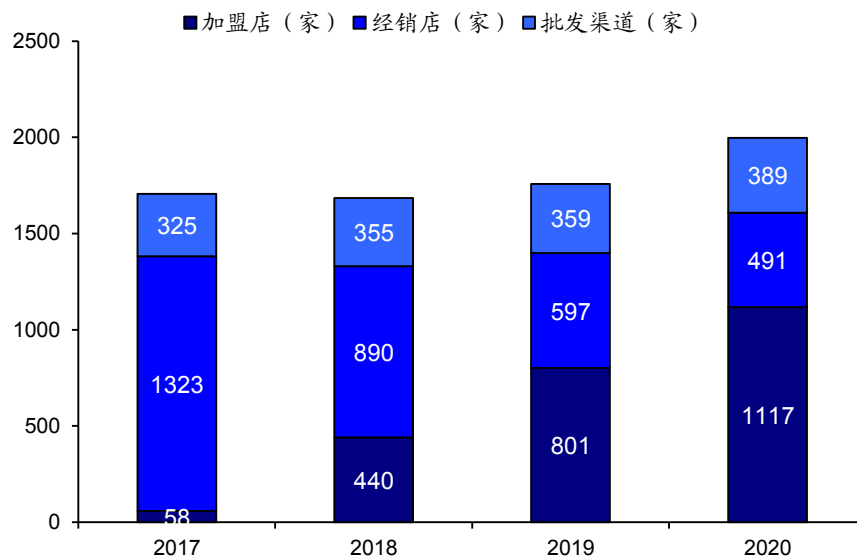
味知香：半成品菜生产龙头，深耕预制菜生产领域

- 公司销售以经销为主，存在少量直销情况，全部为买断式销售。公司99%以上的收入来自经销模式，可分为零售渠道和批发渠道：零售渠道包括经销店和加盟店，主要从公司采购“味知香”品牌，面向终端消费者；批发渠道单独设立“饌玉”品牌，销售给B端客户。
- 渠道深度下沉，经销商整体数量稳中有升，加盟店占比迅速提高。经销商合作时间 5年以上的客户占比达36%，客户群体相对稳定、粘性较高；公司对加盟店提供更多经营支持，2018年至2020年加盟店数量分别为440/801/1117家，主营业务收入占比分别为33%/49%/52%。
- 风险提示：餐厅拓展不及预期，疫情影响超预期，食品安全风险。

味知香销售模式——以经销为主



经销商数量稳中有升，加盟店比例迅速提高



资料来源：味知香招股书，海通证券研究所

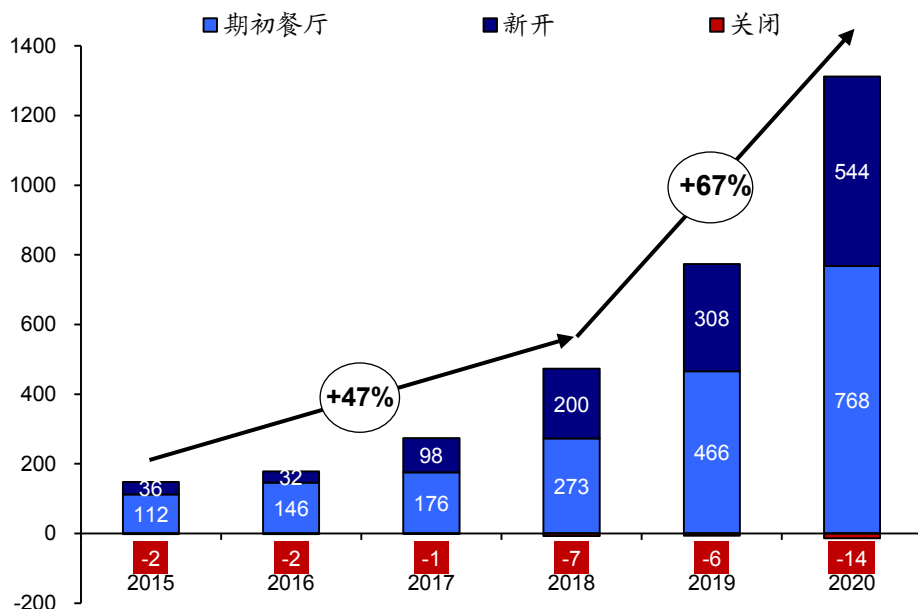
2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

海底捞：火锅龙头逆势扩张，多元化战略赋能新业务

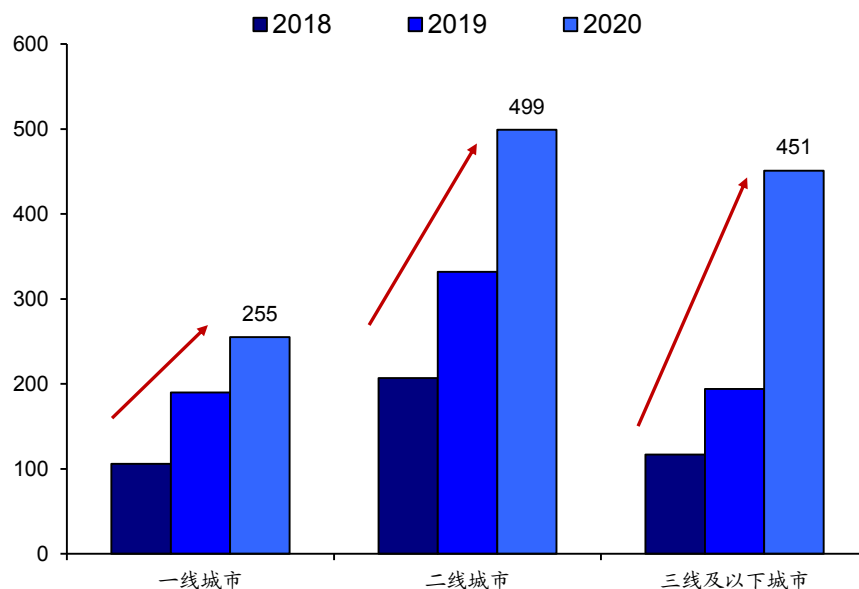
► **2020年疫情期间逆势扩张**：2020年海底捞新开门店**544**家，门店总数突破千家，2018-2020年开店复合增速达**67%**。1H2020受疫情影响净利润亏损**9.65**亿元，2H2020净利润**12.7**亿元，扭亏为盈。

► **下沉市场加速发展**：2020年中国大陆地区新开门店中一线/二线/三线及以下城市分别净增**65/167/257**家，收入同比增速分别为**-8.5%/1.2%/40.9%**，下沉市场贡献显著。

海底捞餐厅数量及趋势（家，2015-2020）



海底捞不同级别城市餐厅数量及趋势（家，2018-2020）



2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

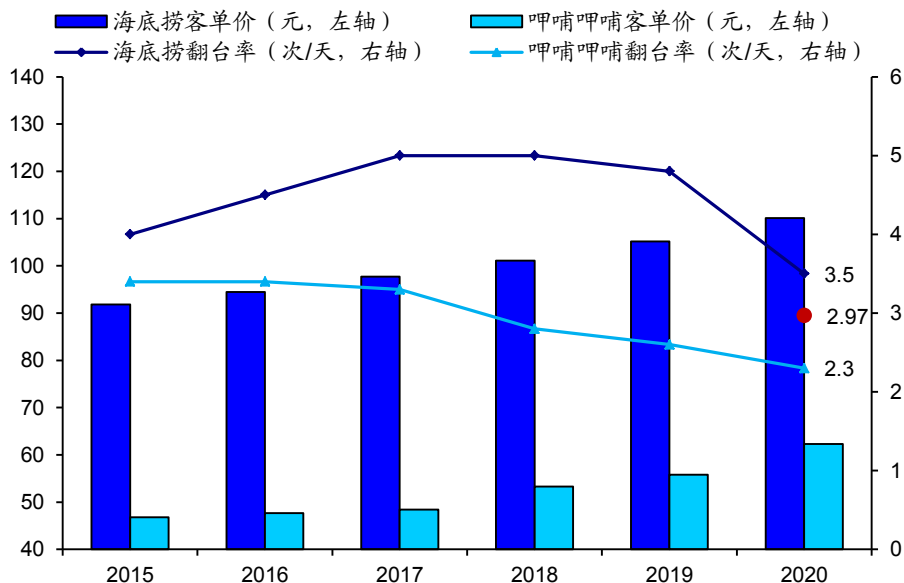
海底捞：火锅龙头逆势扩张，多元化战略赋能新业务

►疫情冲击下，翻台率和客单价仍领先行业水平：2019、2020年平均翻台率分别为4.8、3.5次/天，高于行业平均值2.97次/天；2020年公司客单价110.1元，同比增长4.7%。

►大品牌入局“小吃小喝”：我们认为，较强的品牌与供应链优势能够助力公司进行多元化战略布局。2020年海底捞通过“业务延伸+体外收购”模式密集孵化9个副牌，在米、粉、面快餐赛道中以均价10元锁定大众消费人群。

►风险提示：餐厅拓展不及预期，疫情影响超预期，食品安全风险。

翻台率和客单价领先行业水平（2015-2020）



海底捞布局快餐赛道多个品牌（部分）



2. 餐饮：V型反弹，行业加速升级

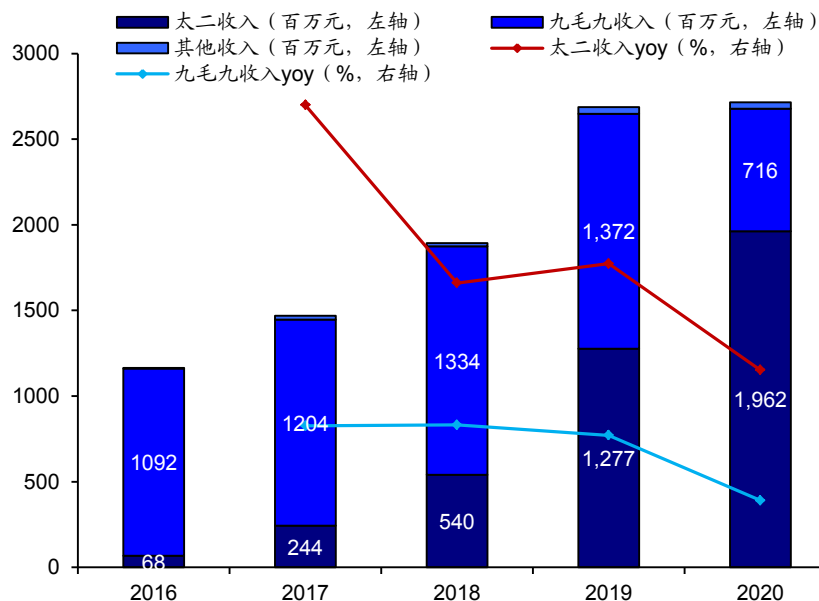
九毛九：自有品牌百花齐放，太二酸菜鱼脱颖而出

►多品牌策略覆盖6个不同细分赛道品牌：太二（酸菜鱼）、九毛九（西北菜系）、2颗鸡蛋煎饼、怂重庆火锅厂、怂冷锅串串、那末大叔是大厨（高端精致粤菜）。

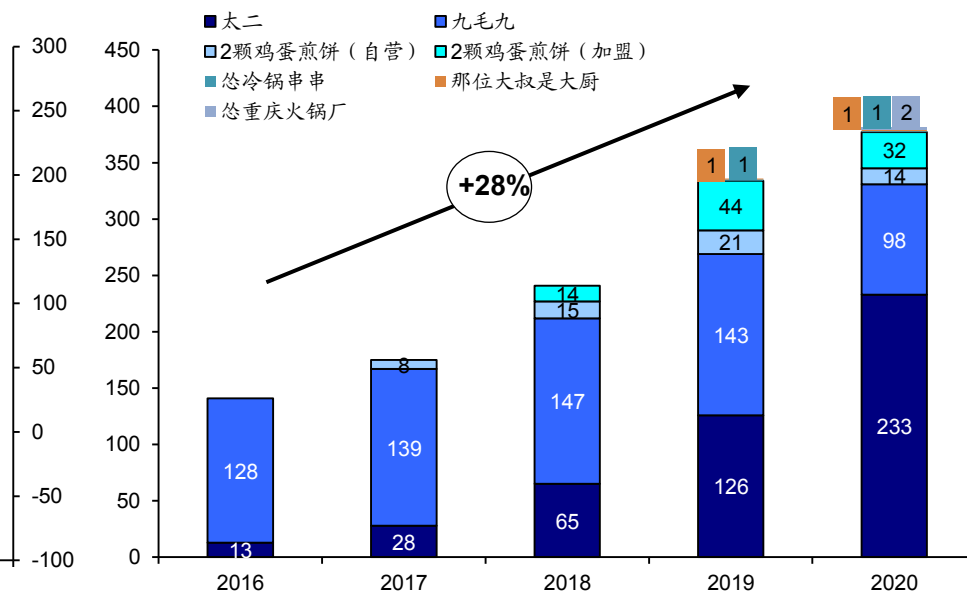
►太二维持高增长势头：太二疫情期间曾暂停营业，但仍实现高增长，2020年太二品牌收入19.6亿元，同比增长53.6%，收入占比达72.3%，同比增长24.7pct；经营利润3.17亿，同比增长19.3%，2H2020同比增速达88.6%。太二餐厅净增107家，达到233家；客单价79元，同比增长5.33%；翻座率为3.8次/天，超行业平均水平。

►风险提示：餐厅拓展不及预期，疫情影响超预期，食品安全风险。

太二品牌收入维持较高增长率（2016-2020）



九毛九餐厅数量增长（家）



5. 投资逻辑:看好疫情后时代行业修复

我们预计线下接触类活动行业（酒店、餐饮、景区演艺等）有望持续好转。疫情加速中小企业市场出清，龙头扩张提速，行业集中度有望提升。

►推荐免税渠道优势显著的中国中免，餐饮龙头海底捞、九毛九，有望享受行业景气溢价的锦江酒店，受益于客流持续复苏的宋城演艺，和有望享受稳就业政策红利的中公教育、中国东方教育。建议关注：味知香，华住，百胜中国，首旅酒店，新东方，好未来，新东方在线，广州酒家。

社服行业重点公司盈利预测和估值表（20210623）

简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍, 2021E)	PB (倍, MRQ)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
中国中免	5797	296.9	6.19	8.26	10.29	47.96	35.95	28.86	7.49	23.01
锦江酒店	617	57.7	1.20	1.71	2.05	48.12	33.72	28.09	4.53	3.67
宋城演艺	451	17.3	0.45	0.60	0.77	38.13	28.71	22.53	16.62	5.97
海底捞	1961	37.0	0.86	1.43	1.91	35.40	21.23	15.95	5.64	16.13
九毛九	441	30.4	0.35	0.52	0.77	70.89	48.14	32.40	7.59	12.31
百胜中国-S	2188	520.5	1.98	2.29	2.61	33.82	29.24	25.72	2.98	4.41
广州酒家	146	25.8	1.40	1.59	1.74	18.37	16.23	14.80	3.20	5.64
中公教育	1303	21.1	0.50	0.71	0.94	42.46	29.81	22.43	9.14	29.51
中国东方教育	325	14.7	0.47	0.56	0.67	25.63	21.72	18.12	5.01	4.52

资料来源: wind, 海通证券研究所

注: 表中盈利预测均来自海通预测; 海底捞、九毛九、百胜中国-S、中国东方教育市值及收盘价为港元, 百胜中国-S的EPS预测为美元, 汇率以1美元=7.7597港元, 1港元=0.8230人民币计算

5. 投资逻辑:看好疫情后时代行业修复

重点公司投资逻辑:

- **中国中免**: 我们的观点: 我国免税行业是高度管制, 政策驱动, 寡头化行业。疫情背景倒逼, 出入境客流几乎停滞, 国人境外购买需求堆积在国内, 免税渠道优势显著, 且近期免税行业政策红利持续加码(额度放开, 扩充品类等), 中国中免作为免税行业龙头, 有望充分放大政策红利弹性。此外, 疫情期间, 公司有税商品销售和在线销售业务逆势增长, 线上线下、境内境外、有税免税互通将为公司带来更广阔的空间。风险提示: 市内免税政策放开不及预期; 免税市场需求不及预期; 租金过高风险。
- **海底捞**: 我们的观点: 看好公司在疫情后的恢复能力和进一步成长空间与机会。①公司在下沉市场的开拓步伐加快, 有望进一步扩展空间。②疫情加速竞争力弱的餐厅出清, 行业集中度提升可期, 公司市占率有望进一步提升。③公司在智能化方面持续投入、不断推进产品创新, 有利于充实口碑、优化管理水平, 拓宽盈利空间。风险提示: 餐厅拓展不及预期, 疫情影响超预期, 食品安全风险。
- **九毛九**: 我们的观点: 九毛九是中餐连锁这个巨大赛道中极为优秀的种子选手, 兼具创新力与执行力, 同时对购物中心和消费群体有深刻理解。疫情将使得行业集中度加速提升, 在此过程中品牌餐饮将收获更有利的发展条件比如更好的租赁条件等, 而九毛九具备的标准化能力为其提供了供应链与管理能力上的扩张基础。风险提示: 餐厅拓展不及预期, 疫情影响超预期, 食品安全风险。
- **广州酒家**: 我们的观点: 公司品牌力、产品力强, 素有“食在广州第一家”之美誉, 近几年来公司业绩整体稳步增长, 致力于产能扩大与渠道扩张以突破产能瓶颈对公司发展的制约, 推动公司业务规模持续增长。未来, 公司有望充分发挥“广州酒家”、“陶陶居”等知名品牌的优势, 立足广东辐射全国。风险提示: 原材料价格上涨的风险, 市场竞争风险, 食品安全风险。

5. 投资逻辑:看好疫情后时代行业修复

重点公司投资逻辑:

- **锦江酒店**: 我们的观点: 经济型和中端酒店市场发展空间较大。锦江酒店充分发挥中国区整合效益, 深入推进“一中心三平台”体系打造, 管理不断优化。风险提示: 宏观经济下滑风险, 物业获取存在难度, 海外疫情蔓延失控风险。
- **中公教育**: 我们的观点: 在2020年受疫情影响招录大幅滞后的情况下, 公司实现稳健增长。2021年, 随着国家“十四五”规划产生的对教学、医疗、公共服务从业者的招录需求, 行业需求将进一步上升。公司作为职业教育培训行业领军企业, 在疫情过后的行业洗牌期, 有望承接充沛的需求, 实现更迅速的市场扩张。风险提示: 市场竞争风险, 人员流失风险, 政策风险。
- **中国东方教育**: 我们的观点: 政策扶持叠加市场需求, 双轮驱动职教行业发展, 公司凭借自身竞争力, 有望迎来快速新成长。公司积极拓展业务内容, 跨赛道扩张能力逐步得到验证, 成长天花板有望打开。风险提示: 外汇风险, 市场竞争风险, 税收优惠待遇终止的风险。

分析师声明

汪立亭，许樱之

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

社服研究团队：

批零、社服行业首席分析师

汪立亭

SAC编号：S0850511040005

电 话：021-23219399

Email: wanglt@htsec.com

高级分析师

许樱之

SAC编号：S0850517050001

电话：755-82900465

Email: xyz11630@htsec.com

联系人

毛弘毅

电话：021-23219583

Email: mhy13205@htsec.com