

社服行业2021年度中期投资策略

如日方升

分析师及联系人

• 赵刚

(8621)61118739

zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490517020001

• 范晨昊

(8621)61118739

fanch@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490519100003

• 杨会强

(8621)61118739

yanghq@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490520080013

• 高旭和

(8621)61118739

gaoxh@cjsc.com.cn

报告日期 2021-06-15
行业研究 深度报告
评级 看好 | 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《灵活用工行业深度报告: 市场空间、成长路径和竞争壁垒》2021-05-27
- 《山河无恙2020——三大酒店公司年报对比》2021-05-25
- 《职业教育行业研究: 人人出彩, 职教迈向黄金时代》2021-05-20

消费者服务 II

如日方升——社服行业 2021 年度中期投资策略

● 如日方升: 把握中长期高质量成长

2021 年初以来, 社会服务板块表现在年初相对跑输大盘后, 快速反弹, 并随大盘出现震荡, 于 5 月底达到阶段性高点后再度有所回落, 在长江各一级行业中涨幅位居第 18 位。其他服务、人力资源、酒店及旅游服务、景区及休闲、教育服务累计涨幅分别达到 13.75%、10.89%、10.44%、1.20%、-15.47%。消费服务业的升级是未来重要增长方向, 展望 2021 年下半年, 国内旅游服务市场的加速修复是板块投资的核心逻辑。

● 免税: 淡季不淡, 景气持续

2020 年上半年, 疫情防控+政策红利+供给改善, 离岛免税旺季表现突出且淡季不淡。展望下半年, 基数效应弱化, 量价齐升仍可期。2021 年下半年, 离岛免税, 在相对高基数的基础上, 销售额增长的驱动力将主要来自进岛客流增长、购物渗透率提升及客单价的增长; 机场免税线下店恢复节奏或将延后, 线上门店布局积极推进, 推荐中国中免。

● 景区: 游客重现增长, 看好全面反弹

经历一整年的平稳恢复, 2021 年“五一”假期国内出游人次首次迎来较疫前的正向增长, 旅游收入受到部分地区门票免费等政策影响恢复七成。二季度及 2021 年后续, 随着疫苗接种与传统旺季到来, 国内彻底复苏指日可待。我们看好休闲文旅目的地的品质升级与效率优化, 同时关注自然景区在跨省长线旅游需求回归趋势下的全面反弹。

● 酒店: 修复逻辑不改, 扩张提效可期

酒店行业已恢复至接近疫情前水平, 行业格局改善下龙头优势突出。2020 年末中国大陆境内共有住宿业物业 44.72 万家, 同比减少 26.5%; 客房数 1620.43 万间, 同比减少 14.3%, 其中酒店类客房数和其他类客房数分别减少 13.0%和 32.3%; 行业客房连锁化率从 2019 年的 25.7%提升至 2020 年的 30.6%。上市公司 2020 年业绩普遍承压, 但在疫情向好、供给优化出清、龙头竞争力增强的背景下, 看好其业绩修复及加速成长。

● 餐饮: 行业韧性显著, 龙头力寻突破

餐饮行业受疫情影响明显, 2021 年以来行业恢复速度加快, 头部企业逆势扩张竞争能力提升。2020 年餐饮收入 39527 亿元, 下降 16.6%。疫情影响下餐饮行业出现了三大趋势: 1) 连锁龙头竞争优势强化, 2) 新销售渠道带来新动能, 3) 数字化运营提升竞争力。基于上述逻辑, 建议关注具备优秀品牌和管理能力的连锁餐饮企业。

● 教育: 民促政策落地, 职教正值春天

2021 年 5 月, 教育行业政策接连出台, 在消除了部分政策不确定性的同时也致使细分板块景气有所分化。在此背景下, 职业教育最得利好, 民促法多处新增鼓励职教发展的相关条款, 从民办教育的角度再度为职教发展确权。建议关注招录赛道龙头中公教育。

风险提示:

1. 疫情影响持续;
2. 行业竞争加剧。

目录

如日方升：把握中长期高质量成长	7
复盘：疫情影响下板块表现分化	7
展望：出游意愿恢复，政策红利渐显	8
免税：淡季不淡，景气持续	11
疫情防控+政策红利+供给改善，离岛免税淡季不淡	11
展望下半年，基数效应弱化，量价齐升仍可期	12
中长期，竞争维度多元，综合能力致胜	14
推荐标的：中国中免经营稳健，探索外延式发展	19
景区：游客重现增长，看好全面反弹	21
“五一”首现增长，传统旺季在即	21
休闲景区力推项目落地	22
酒店：修复逻辑不改，扩张提效可期	24
疫情影响持续，供给格局改善	24
看好三大龙头成长潜力	26
餐饮：行业韧性显著，龙头力寻突破	32
行业如期恢复，疫情带来新趋势	32
头部企业竞争优势强化	35
教育：民促政策落地，职教正值春天	39
职教+就业双主线，再添民促法加持	39
建议关注龙头中公教育	40

图表目录

图 1：2021 年初以来长江社会服务指数表现	7
图 2：2020 年初以来长江社会服务指数涨幅位居行业第 18 位	8
图 3：社会服务各子板块涨跌幅比较	8
图 4：社会服务板块年初至今涨幅居前的标的	8
图 5：我国民航客运量与同比变化	9
图 6：我国铁路客运量与同比变化	9
图 7：疫后国内旅游业法定假期人次恢复进度	10
图 8：疫后国内旅游业法定假期收入恢复进度	10
图 9：海南离岛免税销售额及同比	11
图 10：海南离岛免税购物人次及同比	11
图 11：2021 年以来重要节日离岛免税销售额及同比增速	12
图 12：2021 年以来重要节日日均销售额（亿元）	12

图 13: 海南省月度接待过夜客流量及同比	12
图 14: 2021 年 4 月海南接待过夜游客恢复至 2019 年同期的 106%	12
图 15: 海南离岛免税购物渗透率	13
图 16: 海南离岛免税客单价及同比	13
图 17: 全球疫苗接种进度	13
图 18: 全球新增新冠确诊病例	13
图 19: 2017-2019 年我国核心机场出入境人次吞吐量 (万)	14
图 20: 2020 年社会消费品总额前十城市 (亿元)	14
图 21: 三亚已有免税店位置示意图	15
图 22: 海口市免税店 (含规划) 位置示意图	15
图 23: 海南各家门店品牌数对比 (个)	16
图 24: 海南各家门店品牌品类结构对比	16
图 25: 中免毛利率随着规模扩张及采购团队整合而提升 (%)	16
图 26: 2020 年中免在职员工超过 14000 人	17
图 27: 中国中免 2020 年年报员工专业结构	17
图 28: 中免线上业务商业模式图	18
图 29: 海南免税标价比官方标价低 10-40%	18
图 30: 韩国历年免税销售额 (年度)	19
图 31: 中国赴韩游客人次	19
图 32: 中国中免历年收入及同比增速	20
图 33: 中国中免历年归母净利润及同比增速	20
图 34: 2021 年“五一”假期部分景区恢复情况	21
图 35: 2020-2021 疫后旅游四大趋势得到加强	22
图 36: 宋城演艺营业收入及同比变动	22
图 37: 宋城演艺归母净利润及同比变动	22
图 38: 天目湖营业收入及同比变动	23
图 39: 天目湖扣非归母净利润及同比变动	23
图 40: STR 中国大陆样本酒店经营数据同比变化	24
图 41: STR 中国大陆一线城市样本酒店经营数据同比变化	24
图 42: STR 中国大陆二线城市样本酒店经营数据同比变化	25
图 43: STR 中国大陆三线及以下样本酒店经营数据同比变化	25
图 44: 中国住宿业物业规模 (单位: 家)	25
图 45: 中国住宿业客房规模 (单位: 万间)	25
图 46: 中国大陆酒店客房连锁化率快速提升	26
图 47: 中端连锁酒店客房数及同比变化	26
图 48: 经济型连锁酒店客房数及同比变化	26
图 49: 酒店行业市场景气指数明显回暖	27
图 50: 超半数受访者认为疫情对酒店业绩影响将在半年内结束	27
图 51: 2021 年以来旅客出行意愿 TWI 显著回升	27
图 52: 旅客国际出行意愿 TWI-I 仍较低迷	27

图 53: 三大酒店公司租金&能耗&折旧摊销对比 (单位: 百万元)	29
图 54: 三大酒店公司人工成本对比 (单位: 百万元)	29
图 55: 三大酒店公司营销费对比 (单位: 百万元)	29
图 56: 三大酒店公司行政费用对比 (单位: 百万元)	29
图 57: 三大酒店上市公司开业门店数量 (单位: 家)	30
图 58: 三大酒店上市公司开业中高端门店数量占比	30
图 59: 三大酒店上市公司 2020 年新开、关闭、净增店占上年末比例	30
图 60: 三大酒店上市公司 2020 年分季度门店数量变化 (单位: 家)	30
图 61: 三大酒店上市公司储备门店数量 (单位: 家)	30
图 62: 三大酒店上市公司储备门店占已开业门店数量比例	30
图 63: 三大酒店上市公司年末会员数量 (单位: 亿人)	31
图 64: 三大酒店上市公司自有渠道贡献间夜量占比	31
图 65: 酒店行业的三大核心壁垒	31
图 66: 社零餐饮收入累计值及同比增速	32
图 67: 限额以上企业餐饮收入累计值及同比增速	32
图 68: 2020 年餐饮门店数量出现同比下滑	33
图 69: 2020 年 7-12 月餐饮门店净减少率接近 10%	33
图 70: 2020 年餐饮企业大规模融资额占比提升	33
图 71: 中国餐饮业连锁化率远低于美国	33
图 72: 疫情后餐饮门店外卖销售额占比变化	34
图 73: 2020 年在线外卖市场规模保持增长	34
图 74: 海底捞及九毛九外卖业务收入占营业收入比例	34
图 75: 广州酒家食品业务收入占比逐步提升	34
图 76: 餐饮产业链运营效率提升闭环	35
图 77: 部分 A 股、H 股餐饮上市公司营业收入同比增速	35
图 78: 部分 A 股、H 股餐饮上市公司净利润 (单位: 亿元)	35
图 79: 部分 A 股、H 股餐饮上市公司年末门店数量 (单位: 家)	36
图 80: 部分 A 股、H 股餐饮上市公司餐厅层面经营利润率	36
图 81: 部分餐饮品牌翻台/座率	36
图 82: 部分餐饮品牌同店销售额同比增速	36
图 83: 三家 A 股餐饮上市公司分季度收入同比恢复情况	37
图 84: 三家 A 股餐饮上市公司分季度归母净利 (单位: 亿元)	37
图 85: 九毛九旗下餐厅数量占比	38
图 86: 九毛九旗下各品牌经营利润率	38
图 87: 广州酒家月饼系列产品收入及同比增速 (单位: 百万元)	38
图 88: 广州酒家速冻食品收入及同比增速 (单位: 百万元)	38
图 89: 职业教育体系顶层设计梳理: 2020-2021 年正值改革关键期	39
图 90: 中公教育营业总收入及同比变化	40
图 91: 中公教育归母净利润及同比变化	40
图 92: 中公教育疫情影响下的合同负债周期性规律	40

表 1：新冠疫情以来旅游行业相关政策变化	9
表 2：离岛免税政策历年调整	13
表 3：海南省各门店位置评分	15
表 4：海南各免税运营商门店面积及未来规划对比	17
表 5：中免会员体系已经覆盖的门店	18
表 6：2020 年三大酒店公司酒店业务利润表对比	28
表 7：海底捞已经推出多个餐饮副牌	37

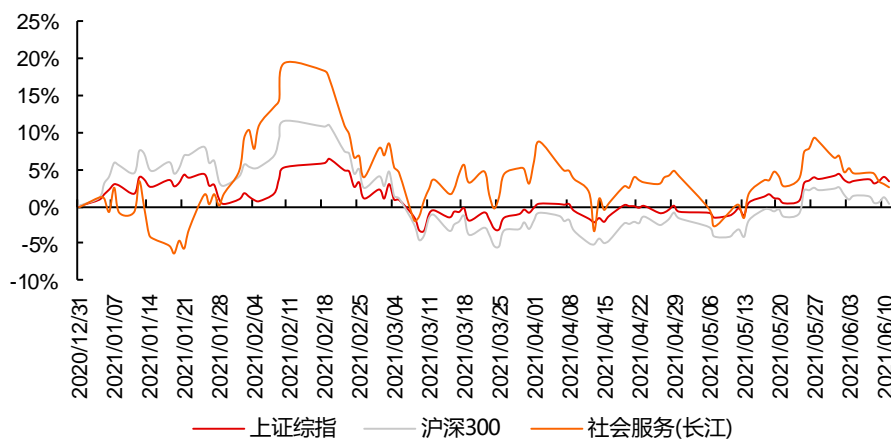
如日方升：把握中长期高质量成长

疫情影响趋于稳定，把握服务消费投资机会。2021 年初以来，社会服务板块表现在年初相对跑输大盘后，快速反弹，并随大盘出现震荡，于 5 月底达到阶段性高点后再度有所回落，在长江各一级行业中涨幅位居第 18 位。具体到不同子板块，其他服务、人力资源、酒店及旅游服务、景区及休闲、教育服务的累计涨幅分别达到 13.75%、10.89%、10.44%、1.20%、-15.47%。消费服务业的升级是未来消费行业的重要增长方向，展望 2021 年下半年，国内旅游服务市场的加速修复是板块投资的核心逻辑。

复盘：疫情影响下板块表现分化

2021 年初以来，社会服务板块表现在年初相对跑输大盘后，快速反弹恢复。1 月底至今，社会服务板块跟随大盘持续震荡，于 5 月底达到阶段性高点后再度有所回落。截至 6 月 11 日收盘，长江社会服务指数相对去年底上涨 2.70%，跑输上证综指 0.65pct、跑赢沪深 300 指数 2.45pct。

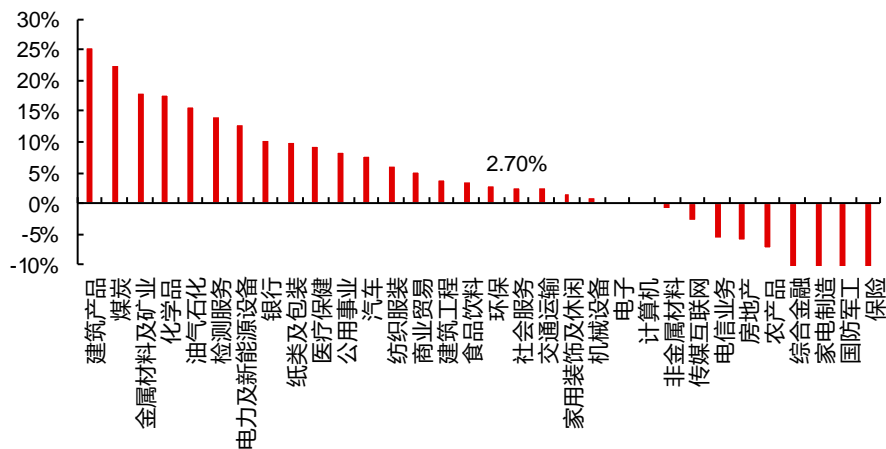
图 1：2021 年初以来长江社会服务指数表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

在长江各一级行业中，社会服务指数涨幅位居第 18 位。2021 年初以来，建筑产品、煤炭、金属材料及矿业涨幅位居各行业前三。社会服务指数涨幅位居第 18 位，处于中游水平。

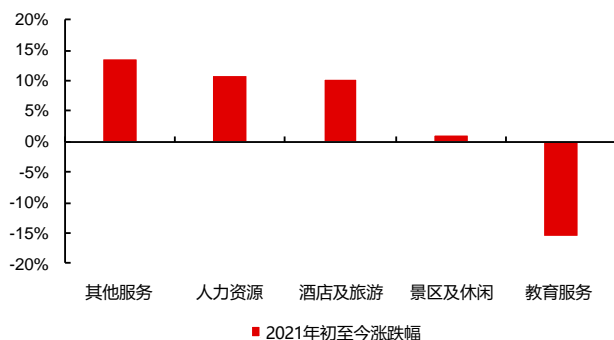
图 2：2020 年初以来长江社会服务指数涨幅位居行业第 18 位



资料来源：Wind，长江证券研究所

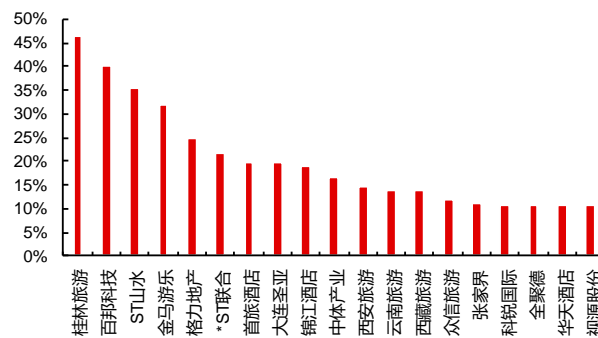
具体到不同子板块，其他服务、人力资源、酒店及旅游板块涨幅居前。2021 年初以来，其他服务、人力资源、酒店及旅游服务、景区及休闲、教育服务的累计涨幅分别达到 13.75%、10.89%、10.44%、1.20%、-15.47%。其中桂林旅游上涨 46.58%、金马游乐上涨 40.11%领跑板块。

图 3：社会服务各子板块涨跌幅比较



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：社会服务板块年初至今涨幅居前的标的



资料来源：Wind，长江证券研究所

展望：出游意愿恢复，政策红利渐显

疫情发生以来，旅游行业成为受疫情影响最大的行业而之一。疫情发生后，政策主要以限制为主，文旅部紧急叫停了各类旅游活动和服务。2020 年 4 月开始，逐步对旅游行业松绑，景区接待量上限不断提高。2021 年以来，随着疫苗接种的普及，旅游行业迎来进一步的复苏。

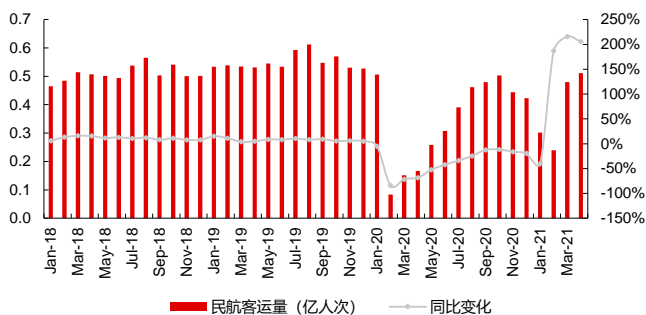
表 1：新冠疫情以来旅游行业相关政策变化

日期	政策名称	重点内容
2020/1/26	《文化和旅游部办公厅关于权利做好新兴管状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。已出行的旅游团队，可按合同约定继续完成行程。行程中，密切关注游客身体状况，做好健康防护。
2020/2/25	《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》	各地要按照新版指南规定，指导旅游景区坚持常态防控，坚持科学防控，坚持精准防控。
2020/4/13	《文化和旅游部国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和有序开发工作的通知》	室内场所暂不开放；旅游景区接待游客量不得超过核定最大承载量的 30%。
2020/7/14	《文化和旅游部办公厅关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项获得通知》	，经当地省（区、市）党委、政府同意后，可恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务。景区接待游客量由不得超过最大承载量的 30%调至 50%。
2020/9/18	《文化和旅游部资源开发司关于做好 2020 年国庆节、中秋节假期旅游景区开放管理工作的通知》	在切实做好新冠肺炎疫情常态化防控前提下，有序推进秋冬季旅游景区开放管理，接待游客量不超过最大承载量的 75%。
2020/10/21	《文化和旅游部办公厅关于进一步加强秋冬季疫情防控工作的通知》	加强对已恢复经营活动旅游企业的监督指导，重点督促 A 级旅游景区、星级饭店、旅行社等完善常态化疫情防控措施，暂不恢复旅行社及在线旅游企业出境团队旅游及“机票+酒店”业务。
2021/3/12	《剧院等演出场所恢复开放疫情防控措施指南（第四版）》	新冠肺炎疫情低风险地区，经当地党委、政府同意，上网服务场所接纳消费者人数原则上不得超过核定人数的 75%。疫情防控风险等级调整为中高风险区域的，建议暂停营业。
2021/4/3	《关于加快推进文化和旅游行业新冠病毒疫苗接种工作的通知》	力争在 6 月底前完成旅行社、A 级景区、星级饭店、剧院等演出场所、上网服务场所、娱乐场所等经营单位从业人员的接种工作。

资料来源：政府官网，长江证券研究所

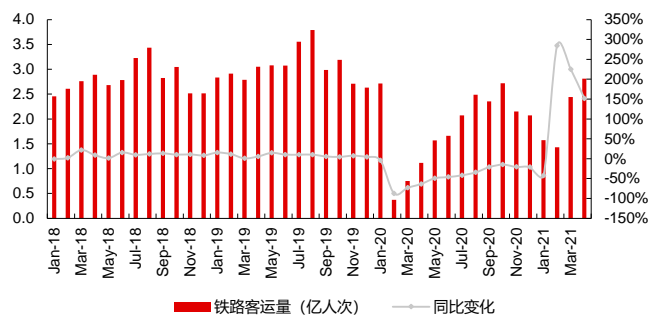
疫情后长途出行市场健康修复。从交通运输部数据来看，民航、铁路客运量数据自 2 月末急速反弹，预示长距离出行重回全面复苏轨道；3 月、4 月继续持续回升，逐渐接近往年水平，但考虑疫情前水平，目前恢复仍有小幅空间。“五一”假期，全国预计共发送旅客 2.67 亿人次，日均 5,347.4 万人次，比 2020 年同期日均增长 122.2%。

图 5：我国民航客运量与同比变化



资料来源：交通部，长江证券研究所

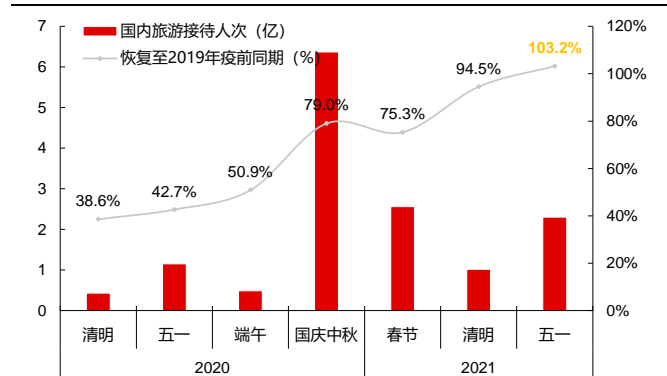
图 6：我国铁路客运量与同比变化



资料来源：交通部，长江证券研究所

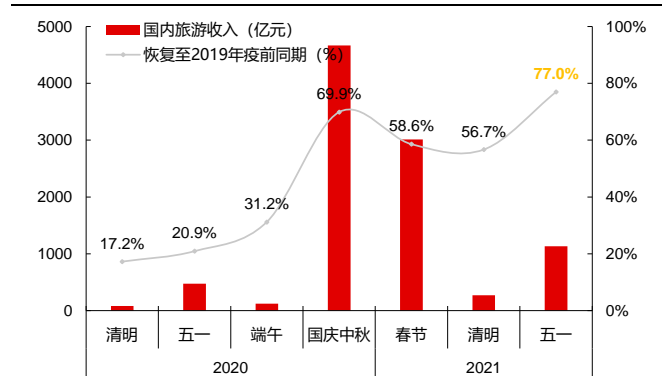
从国内旅游人数恢复程度来看，从 2020 年清明节的 38.6%逐步修复到 2020 年国庆中秋的 79.0%。2021 年 1 月疫情反复影响下，春节人次恢复程度回落至 75.3%，随着疫情得到控制及天气回暖，2021 年清明和五一需求进一步被激发，五一假期旅游人次恢复至 2019 年同期的 103.2%。从国内旅收入来看，由疫情后短途旅行占比提升、假期返乡人数增加、消费能力尚未完全恢复等因素综合影响，旅游收入恢复程度仍有待提升。

图 7：疫后国内旅游业法定假期人次恢复进度



资料来源：文旅部，长江证券研究所

图 8：疫后国内旅游业法定假期收入恢复进度



资料来源：文旅部，长江证券研究所

免税：淡季不淡，景气持续

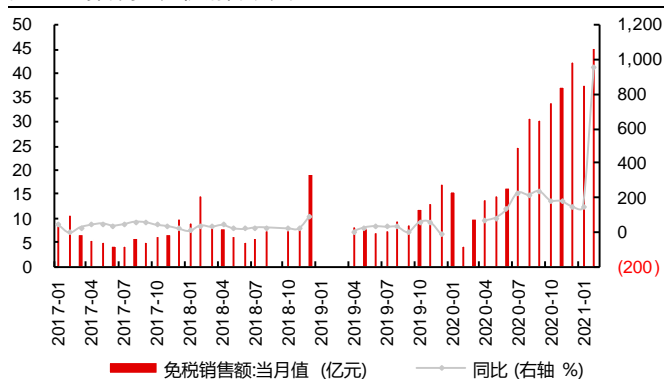
境内疫情防控高效率以及政策红利释放的背景下，海南离岛免税实现高增长，龙头公司中国中免显著受益。2020 全年海南省离岛免税店总销售额 327.2 亿元，同比增长 127%。2021 年一季度是海南省旅游消费旺季，尽管受疫情影响，整体依然实现高增长。继离岛免税新政落地之后，政策方面的关注点集中到市内店。中免相对竞争对手，在线上、线下均具备领先优势，看好其长期发展。

疫情防控+政策红利+供给改善，离岛免税淡季不淡

2020 年全年海南省离岛免税店总销售额 327.2 亿元，同比增长 127%。2020 年 7 月至 12 月，即离岛免税新政落地期间，全省离岛免税店共实现销售额 235.6 亿元，同比增长 216%；购物人数 304.4 万人次，同比增长 62%，客单价 7740 元，同比增长 95%。

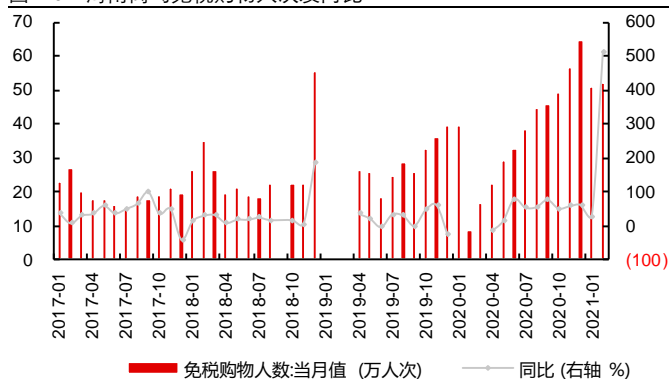
2021 年一季度是海南省旅游消费旺季，尽管受国内疫情扰动，整体依然实现高增长。2021 年 1-2 月，海南全省 9 家离岛免税店免税销售额 84.9 亿元，同比增长 359%；购物人数 152.9 万人次，同比增长 191%；购物件数 807.85 万件，同比增长 216%。

图 9：海南离岛免税销售额及同比



资料来源：Wind，长江证券研究所

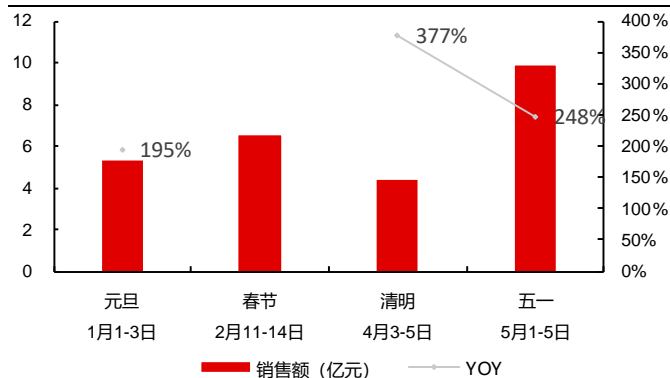
图 10：海南离岛免税购物人次及同比



资料来源：Wind，长江证券研究所

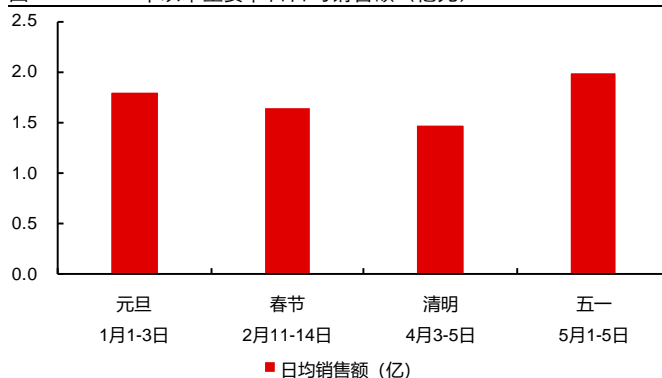
尽管 Q2 是海南旅游消费淡季，但因海外疫情反复，国人消费能力持续在国内释放，政策红利及免税运营商供给端改善，离岛免税销售额呈现淡季不淡的表现。2021 年五一假期期间，即 5 月 1 日至 5 月 5 日，海口海关共监管离岛免税购物金额 9.93 亿元，购物人次 12.1 万人次，购物件数 134.5 万件，同比分别增长 248%、141%和 229%。从日均销售额来看，今年五一期间，离岛免税日均销售额水平接近元旦、春节等旺季水平。

图 11: 2021 年以来重要节日离岛免税销售额及同比增速



资料来源：海口海关，长江证券研究所

图 12: 2021 年以来重要节日日均销售额 (亿元)



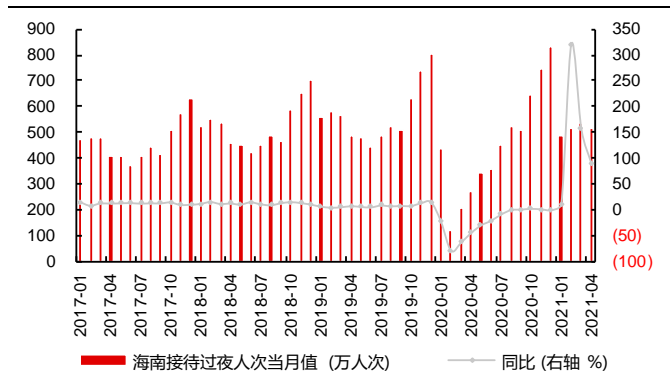
资料来源：Wind，长江证券研究所

展望下半年，基数效应弱化，量价齐升仍可期

离岛免税：2020 年 7 月离岛免税新政正式落地，带动销售额快速增长；2021 年下半年，在相对高基数的基础上，销售额增长的驱动力将主要来自进岛客流增长、购物渗透率提升及客单价的增长。

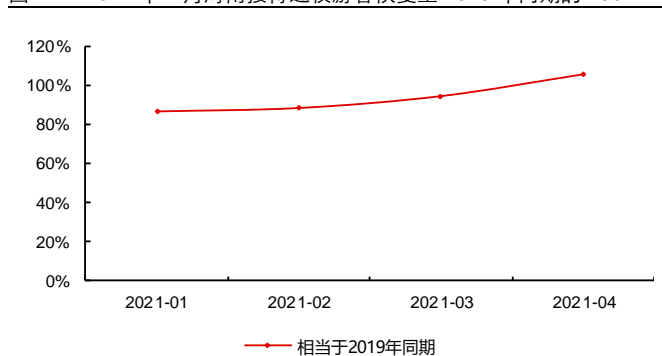
- 进岛客流方面，2020 年下半年，海南接待过夜人次 3718 万人次，同比+1%；2021 年 4 月，海南接待过夜人次已经恢复至 2019 年同期的 106%，预计下半年，该复苏及增长趋势将会延续。
- 购物渗透率方面，2021 年 1-2 月，海南离岛免税购物人次占过夜人次的比重达到双位数，实现历史突破；随着离岛免税知名度提升、供给端改善，购物渗透率有望继续提升。
- 客单价方面，2021 年 2 月，海南离岛免税客单价达到 8722 元，同增 72%；随着海南离岛免税产品丰富度进一步提升，以及品类结构升级，客单价也有望保持增长。

图 13: 海南省月度接待过夜客流量及同比



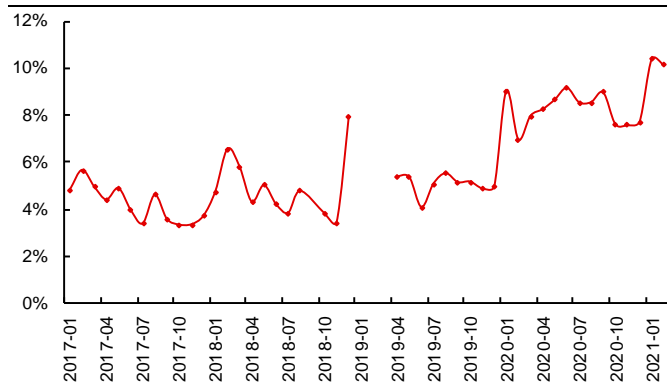
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14: 2021 年 4 月海南接待过夜游客恢复至 2019 年同期的 106%



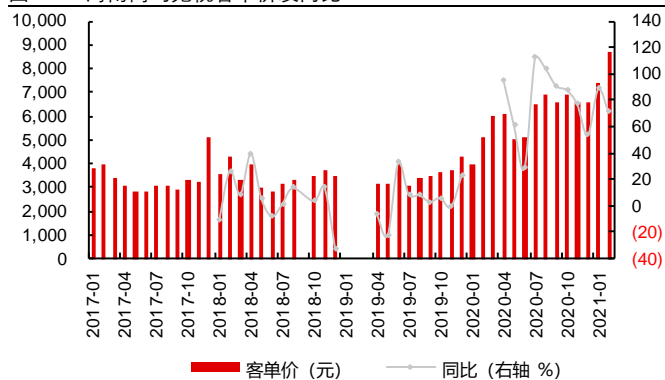
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15: 海南离岛免税购物渗透率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

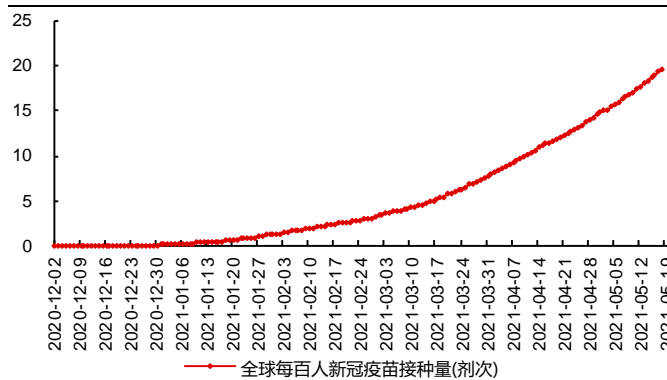
图 16: 海南离岛免税客单价及同比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

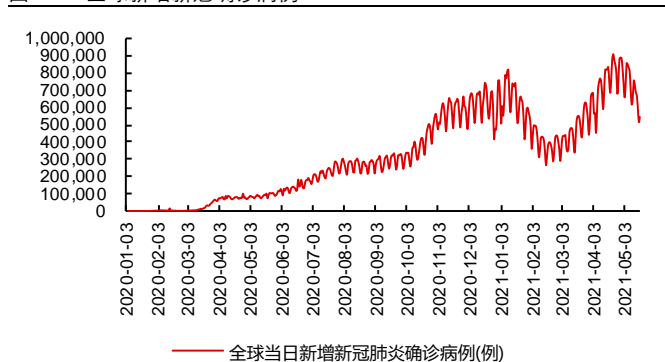
机场免税，全球疫苗接种有序推进，但海外疫情局部仍有反复，出境游复苏节奏或将延后，机场渠道的线下免税店重启尚待观察，线上门店布局正在积极推进。

图 17: 全球疫苗接种进度



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 全球新增新冠确诊病例



资料来源: Wind, 长江证券研究所

政策方面，离岛免税新政落地之后，关注点集中到市内店。市内店相对机场店面积更大、品类可以更丰富、购物体验更好，且盈利能力更强，有望成为驱动我国免税行业增长的新动力。

表 2: 离岛免税政策历年调整

时间	政策内容
2011-04	离岛免税政策正式实施，额度为 5000 元
2012-11	离岛免税政策首次调整，（1）免税购物金额从原来的 5000 元上调至 8000 元，（2）免税商品种类和购物件数增多，（3）适用购物对象的年龄从 18 岁下调至 16 岁
2015-03	离岛政策第二次调整，免税品种类和购物件数进一步增加
2016-02	离岛免税政策第三次调整，（1）调整决定取消非岛内居民旅客购物次数限制，从原来的“岛外居民每人每年两次（岛内居民 1 年 1 次），每次 8000 元”调整为每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元，（2）并同意三亚免税购物城和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口
2017-1	将乘铁路离岛的旅客纳入离岛免税政策适用范围
2018-12	财政部、海关总署、税务总局发布关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告：（1）将年度累计购物限额增至 3 万元，不限次数（此前是限额 1.6 万，非岛内居民不限次数，岛内居民 1 年 1 次）；（2）增加部分家用医

	疗器械商品，如视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持），每人每次限购 2 件。自 2018 年 12 月 1 日起执行
2018-12	财政部公布《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》：年满 16 周岁乘轮船离岛旅客纳入免税适用范围，可在海口秀英港、新海港提货点（海口南港码头在条件成熟后再设立提货点）提取所购免税商品并携带离岛。自 2018 年 12 月 28 日起执行
2019-01	将乘铁路离岛的旅客纳入离岛免税政策适用范围。财政部批复同意海南省增设海口日月广场免税店和琼海博鳌免税店，2 个新增免税店于同年 1 月 19 日开业运营
2020-06	离岛免税的年度限额将提升至 10 万，扩大品类，行邮税起征点提升至 10 万

资料来源：财政部，长江证券研究所

中长期，竞争维度多元，综合能力致胜

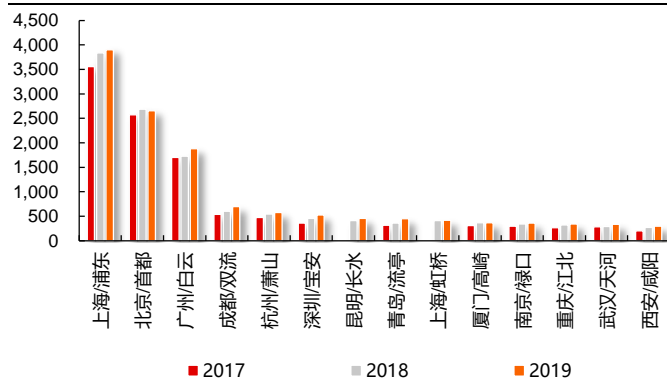
线下：位置、SKU、规模、管理、战略储备

面对新的政策环境，牌照稀缺性弱化，免税运营商得已在更多维度展开竞争。免税行业的线下渠道，收入端来自量价，需要通过靠近或吸引流量、丰富的 SKU 满足消费者需求以提升购买转化率和客单价，盈利能力考验与品牌商谈判的议价能力及管理水平，长期发展看重战略储备。因此，我们认为，线下渠道，免税运营商的核心竞争力体现在位置、SKU、规模、管理和战略储备。

➤ 位置：选城市、选点位，汇聚流量

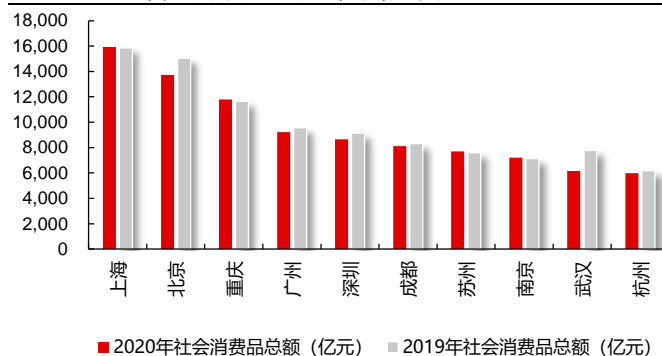
着眼国内，选城市，基于出入境/出入岛客流分布以及城市或者游客的消费能力，拥有大型国际机场、出入境客流排名全国前三的北上广以及国内高端旅游目的地、且有离岛免税政策加持的海南海口、三亚等五个城市脱颖而出。选点位，以海南为例，参考交通便利度、是否有高端物业、是否有高端酒店等配套设施三个维度，每个维度满分 5 分，对比设立在海口、三亚的 9 个免税购物中心（博鳌市内免税店因城市因素，不在对比之列；海口国际免税城尚在建设过程中），对比结果显示，中免旗下的三亚国际购物中心和海口国际免税城，交通便利、物业高端且周边配套显著领先竞争对手，位置综合得分最高。

图 19：2017-2019 年我国核心机场出入境人次吞吐量（万）



资料来源：第一财经，长江证券研究所

图 20：2020 年社会消费品总额前十城市（亿元）



资料来源：联商网，统计局，长江证券研究所

图 21：三亚已有免税店位置示意图



资料来源：百度地图，长江证券研究所

图 22：海口市免税店（含规划）位置示意图



资料来源：百度地图，长江证券研究所

表 3：海南省各门店位置评分¹

免税门店	运营主体	交通			物业评分	周边配套	综合评分
		距离机场	距离市中心	交通评分			
三亚	凤凰机场店	-	30min	5.0	4.0	3.0	4.0
	三亚国际免税城（海棠湾）	47min	40min	3.0	5.0	5.0	4.3
	海旅免税城	30min	-	4.0	4.0	3.0	3.7
	中服三亚国际免税购物公园	45min	-	4.0	3.0	3.0	3.3
海口	美兰机场店	-	40min	5.0	4.0	3.0	4.0
	海控全球精品(海口)免税城	40min	-	4.0	3.5	3.0	3.5
	深免海口观澜湖免税城	25min	40min	4.0	3.5	5.0	4.2
	海口日月广场免税店	40min	-	4.0	3.5	3.0	3.5
	海口国际免税城	55min	40min	3.0	5.0	5.0	4.3

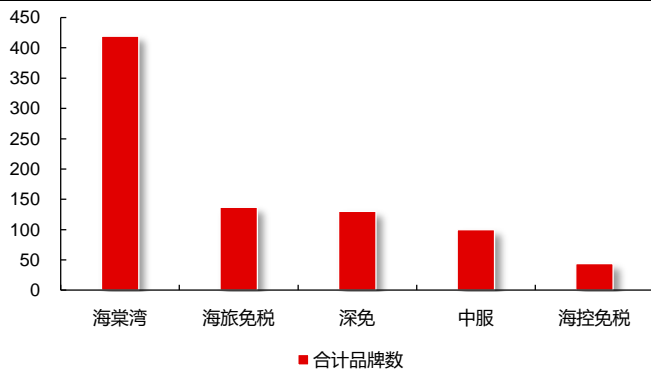
资料来源：公司公告，百度地图，长江证券研究所

➤ SKU：丰富且畅销品占比高，提升客单价

免税店的收入由量价决定，好的位置可以聚集流量，丰富且畅销品占比高的 SKU 可以提升购物转化率和客单价。通过国际对比，以及海南各家免税店品牌数量及结构、SKU 数量及结构对比，结论如下：（1）相对国际巨头乐天、新罗等，中免的品牌数和 SKU 丰富度尚有提升空间，尤其是线上 SKU 丰富度提升空间较大；（2）海南离岛免税市场，中免三亚店一枝独秀，品牌数量、SKU 丰富度、畅销品覆盖率、高端精品覆盖率、结构均衡性都显著领先于竞争对手，但就高端精品覆盖率而言，中免三亚店仍需努力。

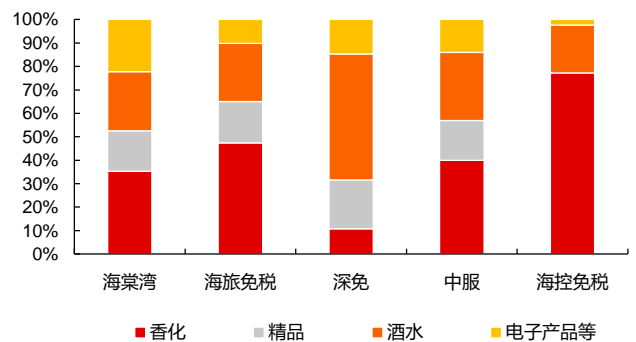
¹ 交通评分，满分 5 分，参考距离机场和市中心的开车时间；物业评分参考物业新旧、面积、垄断性等；周边配套参考是否有五星级酒店。海口国际免税城尚处建设期，由于其物业和酒店均有规划，因此物业和周报配套评分较高。

图 23：海南各家门店品牌数对比（个）



资料来源：公司官网及微信小程序，长江证券研究所

图 24：海南各家门店品牌品类结构对比

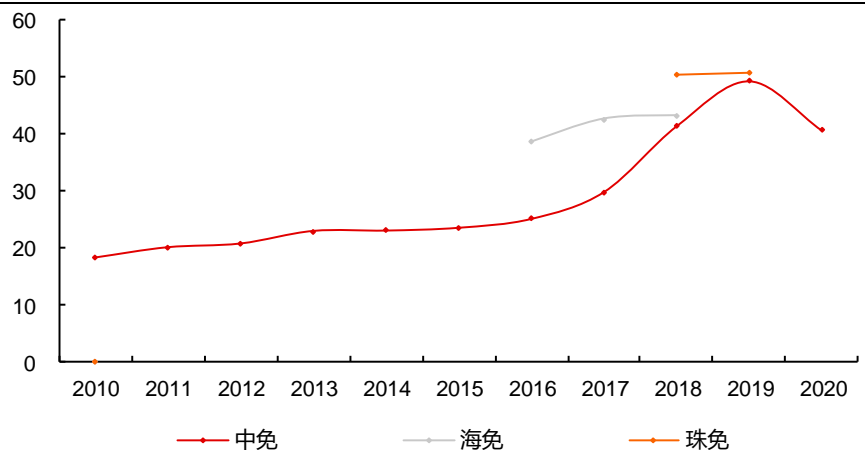


资料来源：公司官网及微信小程序，长江证券研究所

➤ 规模：决定同上游品牌的议价能力

如前文所述，量价决定收入规模，量（即购物人次）取决于位置（城市、交通、物业、配套等）和购物转化率，价取决于 SKU（数量规模、品类结构、畅销品覆盖率、高端精品覆盖率等）。量价形成的收入规模决定了免税运营商同上游品牌商的议价能力。以中免为例，其毛利率随着并购日上中国、日上上海后规模增加而显著提升。

图 25：中免毛利率随着规模扩张及采购团队整合而提升（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

➤ 管理：专业团队，经验丰富，拓展性优

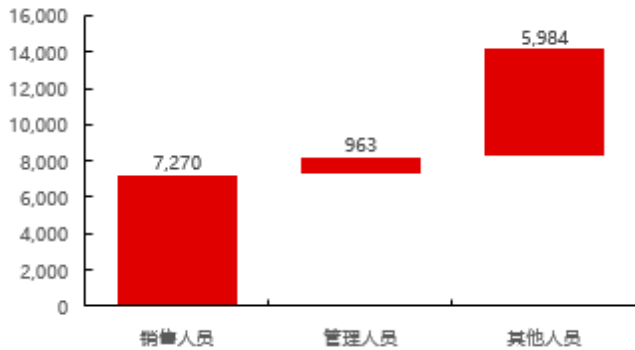
免税行业是自营模式，其涉及产业链环节较多，且每个环节具备一定的专业性，团队的搭建、培训、走向成熟需要时间积累。2020 年海南离岛免税新政落地，各免税运营商，老牌和新秀，纷纷入场海南，一展身手，但专业人员储备方面差别较大。

中免高管团队深耕免税行业多年，运营管理经验丰富，带领中免迈向国际领先的免税运营商。中国中免的原董事长李刚，现任董事长彭辉，现任总经理陈国强均有免税行业一线从业经历，凭借专业能力和管理能力，带领中免迈向全球领先地位。

团队建设方面，中免在做好高管激励的同时，也在重点搭建完善人才梯队。中国中免自从筹建海棠湾免税店以来，一直重视人才团队建设，通过外部引进和内部培养相结合的

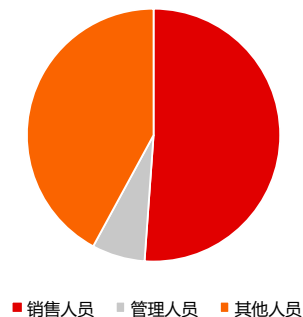
方式，充实人才队伍，有效满足业务拓展的人才需求，保障公司业务正常运营，同时也形成了相对竞争优势。

图 26：2020 年中免在职员工超过 14000 人



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：中国中免 2020 年年报员工专业结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

➤ 战略储备：立足长远，看潜在发展空间

免税运营商的竞争，SKU（采购）、管理等维度的差距或将随着时间推移而逐步缩小，待各家门店成熟（SKU 丰富且达到一定销售规模），团队经验丰富之后，位置、规模的竞争显得更为重要。基于此，我们拉长时间维度，关注各家战略储备和发展规划。

中免海口国际免税城、三亚海棠湾一期二号地项目正在筹备建设中，这两家免税店分别位于港口、景点等流量天然聚集地，交通便利，物业定位高端，周边配套相对成熟，有望在长期的竞争格局中，占据一席之地。

表 4：海南各免税运营商门店面积及未来规划对比

运营商	门店位置	面积	长期规划
海控免税 (拟注入 海南发展)	海口日月广场店	三期合计超过 3.6 万平。2021 年 1 月 31 日，摩羯座首层筹开（面积 3000 m ² ，香化、酒水、太阳眼镜及时尚腕表等）； 2021 年 6 月 30 日前完成日月广场水瓶座 1-3 层免税店筹开（三层面积共计 27780 m ² ，香化、精品、数码及部分轻奢等）； 2021 年 9 月 30 日前摩羯座 1-2 层轻奢品牌店筹开（6000 m ² ）。	-
	三亚海棠湾	一期：建筑面积 12 万平，商业面积 7.2 万平。2014 年开业。	一期二号地项目含免税物业和高端酒店
	海口国际免税城	尚未开业。	预计 2022 年中开业，总建筑面积约 28.9 万平方米，地下 2 层为钢筋混凝土结构，建筑面积约 13 万平方米，地上 4 层为全钢结构，建筑面积约 15.9 万平方米。
中免集团	凤凰机场店	一期 800 平。	-
	美兰机场店	两期合计约 2.3 万平。一期已开业 1.4 万平，二期将新增 9300 平方米。	-
	海口观澜湖店	总规划面积 10 万平，一期 2 万平。	-
深免	三亚居然之家店	9.5 万平。	-
海旅	三亚鸿洲时代广场	4.3 万平。	-

资料来源：人民网，海南发布，各公司官网，长江证券研究所

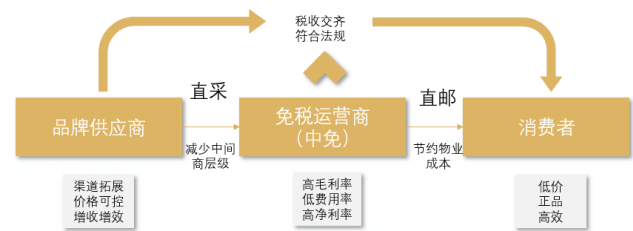
线上：拿到品牌授权，获取高端客户²

目前，奢侈品的线上渠道可以分为三类，分别是品牌官网店、天猫等电商平台旗舰店、跨境电商店；其中，品牌官网店和电商平台旗舰店拥有品牌背书和正品保障，而跨境电商店则因缺乏品牌授权，假货泛滥，发展受阻。

免税运营商的线上渠道有两种类型，一类是和品牌旗舰店相似的大宗贸易渠道，税费全交；另一类则是享受税费优惠的跨境电商渠道（关税减免，消费税和增值税按 70%缴纳），相比于一般的跨境电商渠道，因其同品牌方直采而拥有正品保障优势。

中免的线上平台，是以免税价格体系定价的有税销售平台，相对品牌官网、天猫旗舰店等有税渠道，定价水平低；相对其他跨境电商（享受一定税收优惠），中间流通环节较少，效率溢价高，且有正品保障，是一个兼具“低价、正品”双重优势的购物平台。考虑到中免线上平台定价较低，可能对品牌商的价格体系造成一定影响，目前，各平台设定了特殊的购买门槛，比如日上北京 CDF 会员购需要有出入境记录、日上上海旅购需要购买一次性体验券、海南离岛补购有资格限制等，缓和同有税渠道的正面竞争。

图 28：中免线上业务商业模式图



资料来源：长江证券研究所

图 29：海南免税标价比官方标价低 10-40%



资料来源：贝恩，长江证券研究所

短期，免税运营商的线上渠道定位为疫情期间过渡渠道，长期能否发展的关键在于，上游能否获得品牌商授权，下游能否吸引足够的高端客群。客群方面，中免会员体系的建立和打通为其提供了坚实基础。中免现有会员体系已经适用 36 个门店，占中免 250+ 家门店的 14% 左右；日上原有会员体系相对成熟；CDF 会员购（总部+地区）等多平台已经建立，且部分线上门店积分已经打通；未来，预计将有更多门店进入到中免大会员体系，交叉销售，提升顾客体验和粘性可期。

表 5：中免会员体系已经覆盖的门店

类型	中免会员已经打通的门店	类型	中免会员已经打通的门店
边境口岸/港口免税	瑞丽边境免税店	机场免税	广州机场免税店
	畹町边境免税店		杭州机场免税店
	河口边境免税店		昆明机场免税店
	黑河边境免税店		沈阳机场免税店
	二连浩特边境免税店		青岛机场免税店
	满洲里边境免税店		长春机场免税店

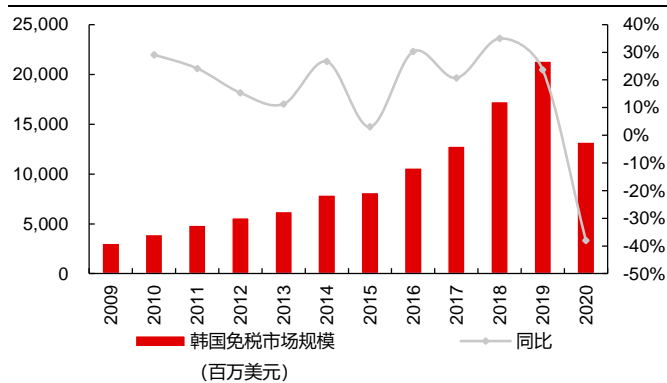
² 线上有有税和免税两类渠道，其中免税指预订，一般出入境需要线下提货，海南既可以线下提货，也可以邮寄到家；本章节讨论的是线上有税类型。

	东宁边境免税店		厦门机场免税店
	绥芬河边境免税店		福州机场免税店
	上海吴淞港免税店		长沙机场免税店
	天津港免税店		张家界机场免税店
市内免税	厦门市内免税店		武汉机场免税店
	香港机场免税店		重庆机场免税店
海外免税店	柬埔寨金边市内免税店		西安机场免税店
	柬埔寨吴哥市内免税店		南京机场出境免税店
	西港市内免税店		无锡机场免税店
	三亚国际免税城		盐城机场免税店
离岛免税	海口美兰机场免税店		常州机场免税店
	日月广场免税店		
	博鳌免税店		

资料来源：公司官网，长江证券研究所

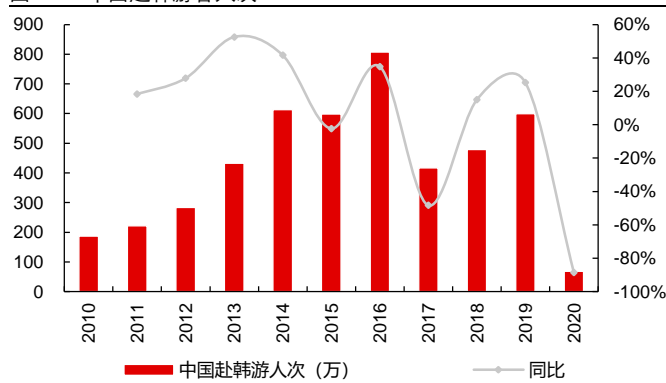
长期来看，能否获取品牌授权成为影响中免的线上平台发展的关键因素。若免税运营商的线上渠道发展到一定规模，且在运营过程中设定相当门槛，避免与有税渠道的直接竞争，品牌或将因势利导，支持其发展壮大。类比韩国免税市场，自 2017 年起，因萨德事件影响，中国赴韩客流大幅下滑，代购成为其主要购买客群；对品牌商而言，终端渠道成为代购的提货仓，并非其所愿看到的结果，但无奈该市场体量过于庞大，一时难以转型，只得允许其正常运营。因此，我们认为，中免线上平台长期有望留存。

图 30：韩国历年免税销售额（年度）



资料来源：KDFA，长江证券研究所

图 31：中国赴韩游客人次



资料来源：CEIC，长江证券研究所

推荐标的：中国中免经营稳健，探索外延式发展

3 月我们发布免税行业深度报告《免税行业深度研究：解码盈利，探究壁垒》，核心结论即免税运营商的核心竞争力，在牌照放宽的背景下，线下体现为位置、SKU、规模、管理和战略储备；线上体现为上游品牌授权和下游消费者流量。中免相对竞争对手，在线上、线下均具备领先优势。

图 32：中国中免历年收入及同比增速

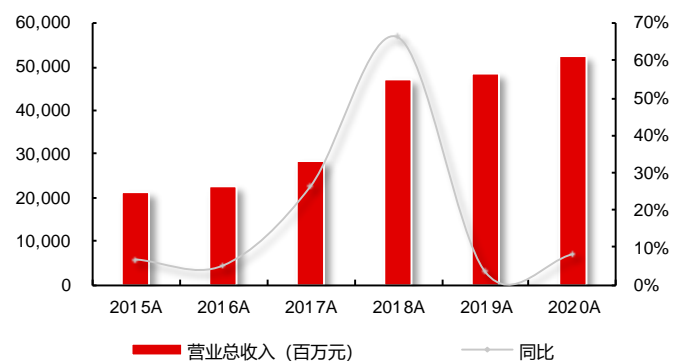
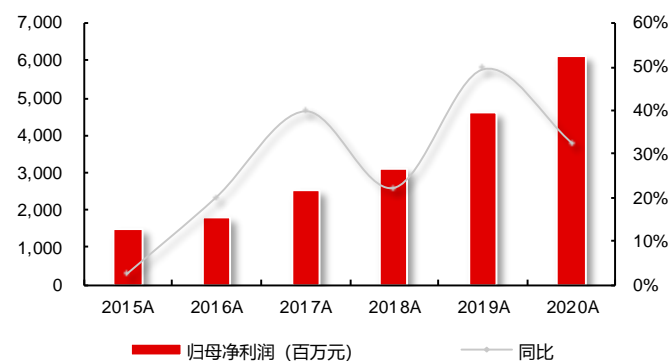
资料来源：公司公告，长江证券研究所³

图 33：中国中免历年归母净利润及同比增速

资料来源：公司公告，长江证券研究所⁴³ 2019 年为调整后收入。⁴ 2019 年为调整后归母净利。

景区：游客重现增长，看好全面反弹

经历一整年的平稳恢复，2021年“五一”假期，国内出游人次首次迎来较疫前的正向增长，旅游收入受到部分地区门票免费等政策影响，当前恢复七成。二季度及2021年后续，随着疫苗接种与传统旺季到来，国内彻底复苏指日可待。我们看好休闲文旅目的地的品质升级与效率优化，同时关注自然景区在跨省长线旅游需求回归趋势下的全面反弹。

“五一”首现增长，传统旺季在即

“五一”期间，全国出游人次首现较疫前的正向增长，全国景区客流火爆。自然景区黄山、峨眉山等地前两日均出现超出单日防疫最佳承载量的情况，官方发布公告“谢客”。该现象预示着以自然景区为主体的国内旅游业从出游意愿方面已全面复苏，走向增长。此外，休闲文旅类上市公司中，宋城演艺推出上海宋城项目，打破全国宋城开业当天黄金周记录，客单价创所有景区新高。天目湖联动皇家马戏团献礼五一小长假，同时推出汉服国韵等当季项目，吸引回头客复购。

图 34：2021 年“五一”假期部分景区恢复情况



资料来源：各景区官方公众号与微博发布，长江证券研究所

此外，一些疫情特殊条件下催生的“新需求”正成为市场常态。景区行业短期内求生自救的创新转变正推动产业形成“新业态”。疫情期间，虽然跨省旅游、团队旅游市场仍然处于温冷区间，但是都市休闲游、郊区度假游、亲子旅游和研学旅游等基础需求，以自助、自驾、自由行的形式呈现强劲复苏的势头。资本要素和技术正指导经营走向数据化和精细化，流量运营成为迎合个性与品质要求的重要媒介。中国旅游研究院在2021年预测报告中指出，2021年，旅游经济将从全面复工复产走向消费、投资全面复苏，大众旅游新需求、智慧旅游新业态将推动产业迭代和服务升级，全年发展预期相对乐观。

图 35：2020-2021 疫后旅游四大趋势得到加强

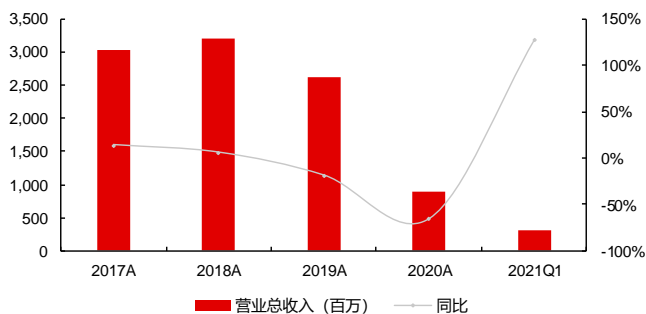


资料来源：中国旅游研究院，长江证券研究所

休闲景区力推项目落地

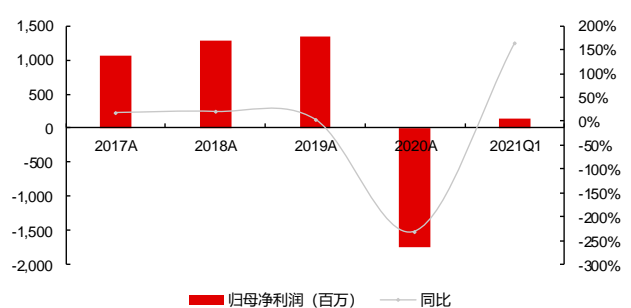
宋城演艺：宋城演艺作为国内旅游演艺核心标的，将充分享受国内游复苏。上海宋城项目已于 2021 年 4 月 29 日亮相，佛山项目、西塘项目、珠海项目均在推进当中。上海项目内容丰富，除《上海千古情》外还推出适合不同人群、风格迥异的 4 台个性化演出，结合上海巨大的外地旅游客流，有较大潜力值得期待。

图 36：宋城演艺营业收入及同比变动



资料来源：Wind，长江证券研究所

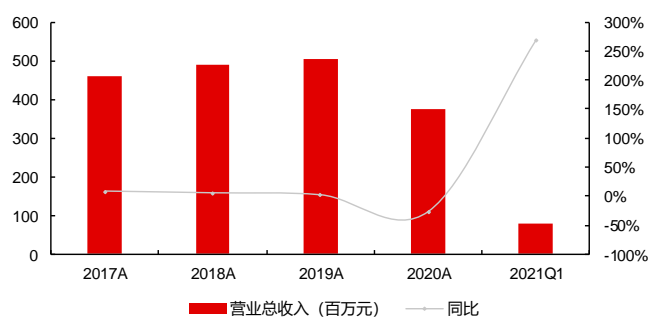
图 37：宋城演艺归母净利润及同比变动



资料来源：Wind，长江证券研究所

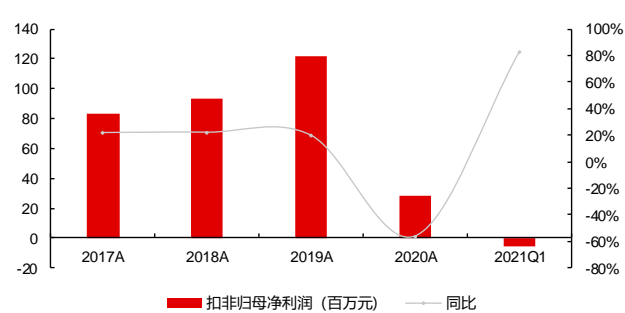
天目湖：作为疫情期间率先复苏的景区，2021 年的看点主要为客流的全面恢复及配套新项目提供的增量。外延工作有望在年内实现落地，打开全新增长曲线。此外，区内两项重点项目的投运，或将进一步激活常溧“根据地”的内生增长；对细分市场的挖掘以及对获客渠道的精准开发，或将持续优化降本增效，提升长期盈利效率。

图 38：天目湖营业收入及同比变动



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：天目湖扣非归母净利润及同比变动



资料来源：Wind，长江证券研究所

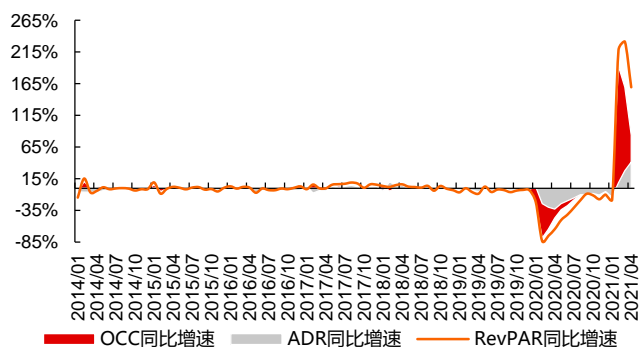
酒店：修复逻辑不改，扩张提效可期

酒店行业目前已经恢复至接近疫情前水平，行业格局改善下龙头优势突出。2020 年末中国大陆境内共有住宿业物业 44.72 万家，同比减少 26.5%；客房数 1620.43 万间，同比减少 14.3%，其中酒店类客房数和其他类客房数分别减少 13.0%和 32.3%；行业整体客房连锁化率从 2019 年的 25.7%提升至 2020 年的 30.6%。酒店上市公司 2020 年业绩普遍承压，但在疫情逐步向好、供给优化出清、龙头竞争力增强的背景下，看好其业绩修复及加速成长。

疫情影响持续，供给格局改善

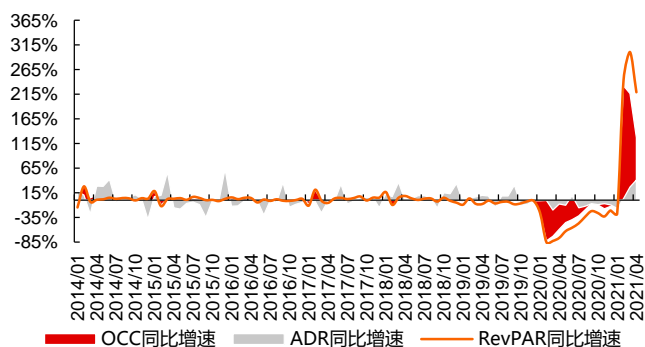
疫情对酒店行业需求带来较大负面影响。自 2020 年初以来，酒店行业需求触底，此后至 9 月 RevPAR 下滑幅度逐步收窄，但 10 月之后又有所承压。2020 年全年 RevPAR 同比-36.8%、平均房价同比-15.2%、出租率同比-25.4%；其中一线/二线/三线及以下样本酒店 RevPAR 分别同比-46.2%/-31.7%/-18.7%。最新数据显示，4 月 RevPAR 为 287.59 元/+159.2%（相比 2019 年 4 月-7.7%）、平均房价为 440.5 元/+41.1%（相比 2019 年 4 月-4.5%）、出租率为 65.3%/+83.7%（相比 2019 年 4 月-3.3%）、客房收入同比 +169.1%；其中一线/二线/三线及以下样本酒店 RevPAR 分别同比 +219.1%/+144.3%/+141.5%。

图 40：STR 中国大陆样本酒店经营数据同比变化



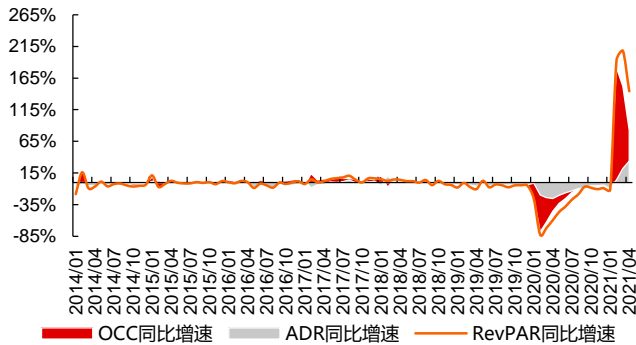
资料来源：STR，长江证券研究所

图 41：STR 中国大陆一线城市样本酒店经营数据同比变化



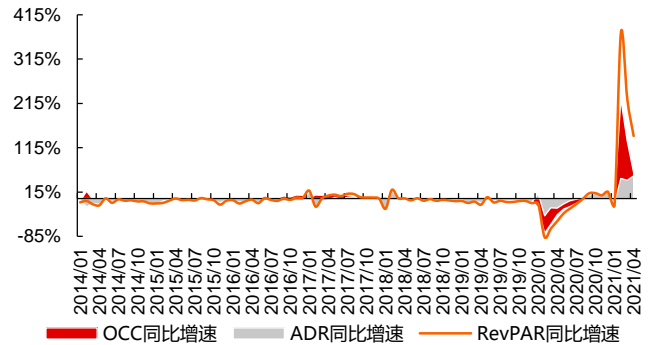
资料来源：STR，长江证券研究所

图 42: STR 中国大陆二线城市样本酒店经营数据同比变化



资料来源: STR, 长江证券研究所

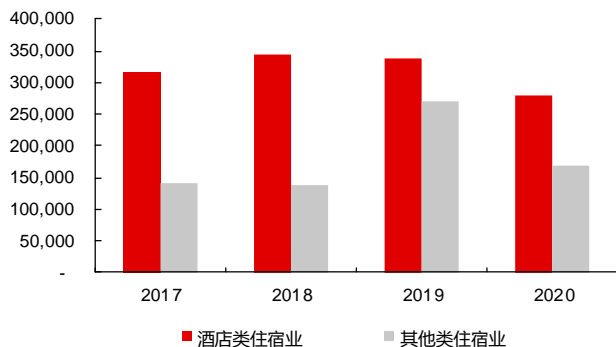
图 43: STR 中国大陆三线及以下样本酒店经营数据同比变化



资料来源: STR, 长江证券研究所

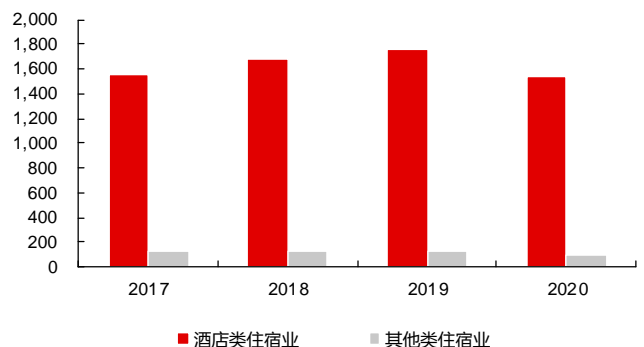
疫情同时也重塑了中国大陆的住宿行业供给。2020 年末中国大陆境内共有住宿业物业 44.72 万家，同比减少 26.5%；客房数 1620.43 万间，同比减少 14.3%。酒店类客房数和其他类客房数分别减少 13.0%和 32.3%。酒店类物业占比从 2019 年的 55.6%提升至 2020 年的 62.4%，客房占比从 93.1%进一步提升至 94.6%。整体看，行业出清加速，规范化运营的酒店物业主导优势进一步增强。

图 44: 中国住宿业物业规模（单位：家）



资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 长江证券研究所

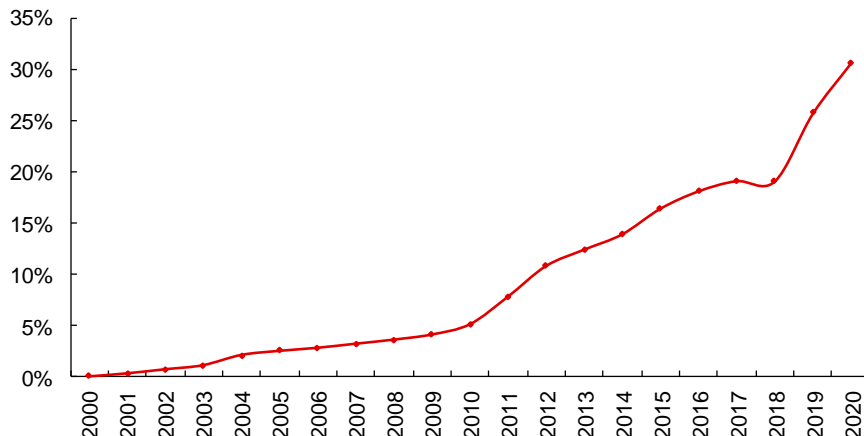
图 45: 中国住宿业客房规模（单位：万间）



资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 长江证券研究所

连锁有限服务型酒店方面，中端客房数增速大幅放缓、经济型客房供给进一步收缩。疫情对行业连锁化率的提高带来正面影响，客房连锁化率从 2019 年的 25.7%提升至 2020 年的 30.6%。2020 年中端酒店客房数达 102.57 万间，同比增长 6.3%；经济型酒店客房数为 238.01 万间，同比减少 1.4%。

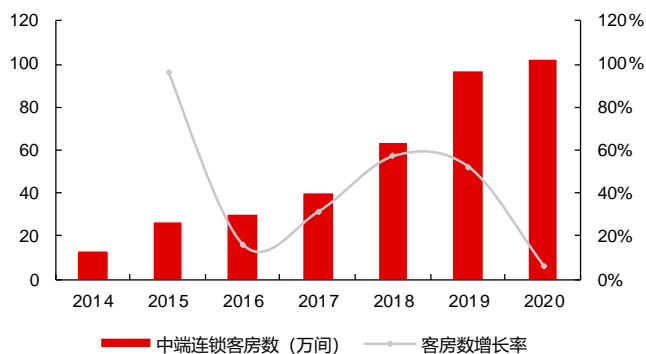
图 46：中国大陆酒店客房连锁化率快速提升



资料来源：STR，盈蝶咨询，中国饭店协会，长江证券研究所

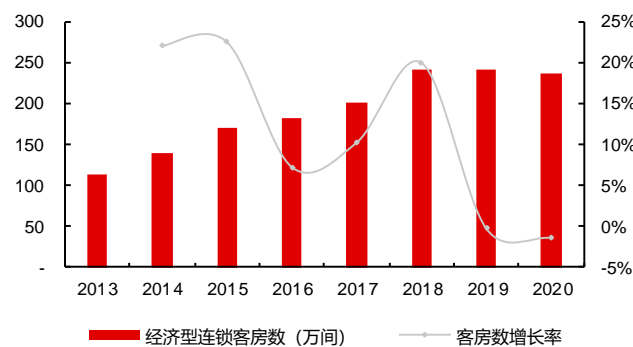
注：2017 年及之前采用 STR 数据，2018 年之后为盈蝶咨询及中国饭店协会数据

图 47：中端连锁酒店客房数及同比变化



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，长江证券研究所

图 48：经济型连锁酒店客房数及同比变化



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，长江证券研究所

看好三大龙头成长潜力

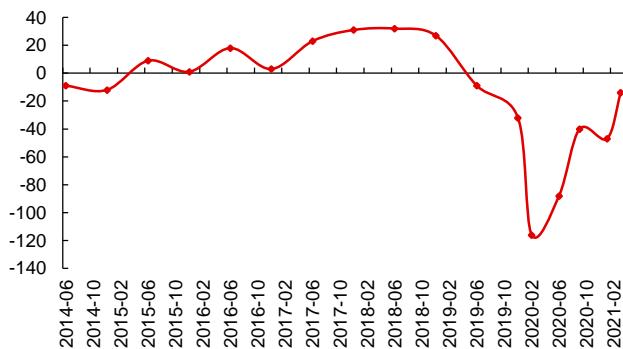
酒店上市公司 2020 年业绩普遍承压，但在疫情逐步向好、供给优化出清、龙头竞争力增强的背景下，看好其业绩修复及加速成长。2020 年分季度看，酒店行业经营逐季度改善，但 2021Q1 受境内疫情影响恢复程度有所回落。同店经营数据看，2020 年锦江整体下滑幅度最小，出租率下滑的拖累普遍大于房价。若考虑中高端占比提升带来的结构优化，各大公司整体 RevPAR 下降幅度好于同店。在疫情之下，龙头公司加盟扩张逆势提速，未来份额或加速提升。长期看继续深耕规模、会员、创新三大护城河，看好三大龙头酒店竞争优势提升。

短期关注旅游及商务需求恢复

随着国内防疫工作进入常态化阶段以及疫苗接种工作的大规模开展，市场信心得到大幅度提升。根据 Horwath HTL 浩华的调查统计，2021 年第二季度景气指数达疫情爆发以来的峰值，甚至超过疫情尚未爆发时的 2019 年下半年数据。出租率方面，34% 的受访者认为 2021 年第二季度整体酒店市场的平均住宿率将恢复到 2019 年同期；更有 29% 的受访酒店认为整体市场住宿率将优于 2019 年同期。平均房价方面，26% 的受访酒店表示平均房价预期将与 2019 年同期持平；22% 的受访者认为平均房价表现将高于 2019 年第二季度。

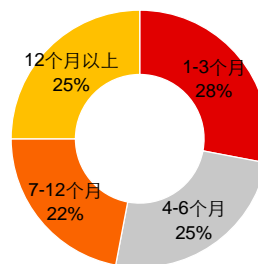
此外，受访者对于疫情影响的预期被明显缩短。28% 的受访者认为疫情对酒店业绩的影响将在 3 个月内恢复。25% 的受访者认为疫情对酒店业绩的影响将不超过半年。但考虑到国际疫情尚未缓和，全球经济形势依然低迷，国际客源市场恢复遥遥无期，仍有四分之一的受访者认为新冠疫情对于酒店业绩的影响无法在一年以内结束。

图 49：酒店行业市场景气指数明显回暖



资料来源：Horwath HTL，长江证券研究所

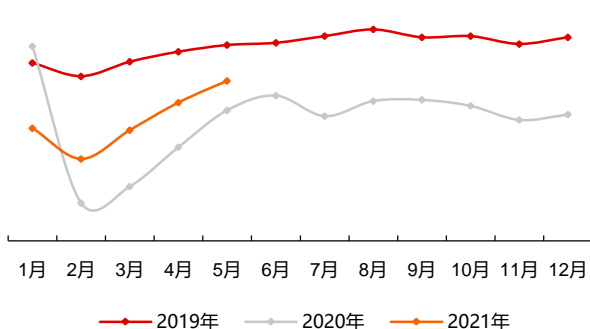
图 50：超半数受访者认为疫情对酒店业绩影响将在半年内结束



资料来源：Horwath HTL，长江证券研究所

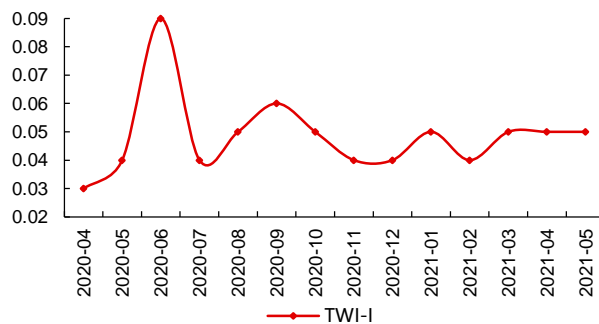
旅客民航出行意愿仍未恢复，尤其是国际出行。根据 CAPSE 的调查数据，2021 年以来受访者民航出行意愿有一定恢复，5 月已达到 2019 年同期的 80% 以上。但国际出行的意愿仍较低迷，预计这一趋势将持续一段时间。

图 51：2021 年以来旅客出行意愿 TWI 显著回升



资料来源：CAPSE，长江证券研究所

图 52：旅客国际出行意愿 TWI-I 仍较低迷



资料来源：CAPSE，长江证券研究所

中期期待降本增效积极影响

疫情以来，各家在积极引流的同时，也尤其注重开支的把控。我们对 2020 年锦江（酒店分部）、华住、首旅（酒店分部，测算）的收入及开支项目进行对比，华住 2020 年开始并表德国 DH 酒店，带来增量收入及开支。从营业利润率角度看，锦江酒店分部亏损最小，其租金、折旧摊销、易耗品开支占收入比重在三家中最低。

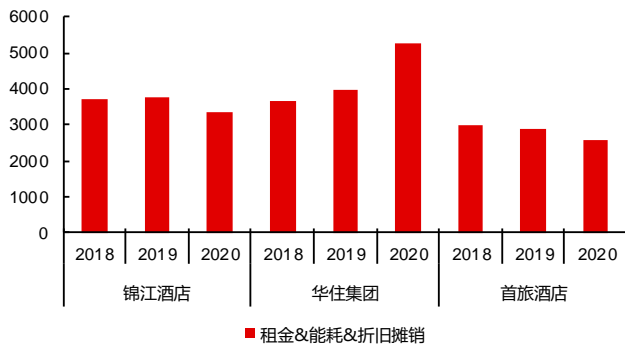
表 6：2020 年三大酒店公司酒店业务利润表对比

单位：百万元	锦江酒店		华住集团		首旅酒店	
	绝对值	占收入比	绝对值	占收入比	绝对值	占收入比
营业收入	9,649	100.0%	10,196	100.0%	5,029	100.0%
——自营酒店	5,174	53.6%	6,908	67.8%	3,868	76.9%
——加盟酒店	4,350	45.1%	3,136	30.8%	1,161	23.1%
——其他	125	1.3%	152	-	-	-
税金及附加	113	1.2%	-	-	1.2	-
营业成本及费用	10,166	105.4%	11,882	116.5%	5,430	108.0%
——酒店运营成本	7,792	80.8%	9,729	95.4%	4,503	89.5%
其中：租金	1,693	17.5%	3,485	34.2%	1,589	31.6%
能源	513	5.3%	478	4.7%	304	6.0%
人工	3,131	32.4%	2,501	24.5%	1,089	21.7%
折旧摊销	1,160	12.0%	1,316	12.9%	693	13.8%
易耗品	607	6.3%	885	8.7%	513	10.2%
其他	687	7.1%	1,064	10.4%	315	6.3%
——营销费用	518	5.4%	597	5.9%	300	6.0%
——行政费用	1,307	13.5%	1,259	12.3%	627	12.5%
——其他成本费用	549	5.7%	297	2.9%	-	0.0%
营业利润	-630	-6.5%	-1,686	-16.5%	-401	-8.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

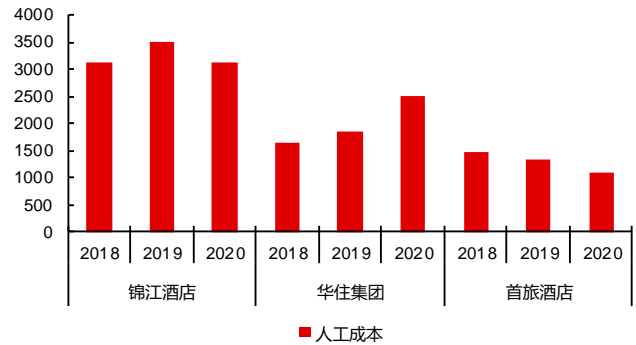
若比较过去几年的开支绝对值，锦江显示出了优秀的控制能力。反映直营酒店运营的租金&能耗&折旧摊销开支方面，2020 年锦江和首旅都实现了同比降低，华住则连续两年提升，主要是布局中高端直营店、并表 DH 酒店等所致；人工成本方面，锦江和首旅同样实现了同比优化；营销费用和行政方面，锦江的绝对值下降显著。虽然 2020 年有疫情影响，各项开支可能存在特殊压缩，但锦江优秀的控费能力的确不容小视。

图 53：三大酒店公司租金&能耗&折旧摊销对比（单位：百万元）



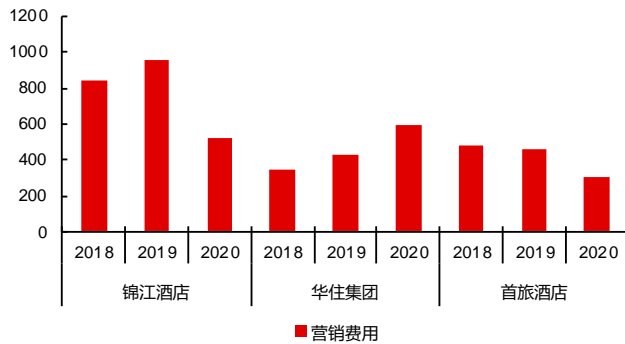
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 54：三大酒店公司人工成本对比（单位：百万元）



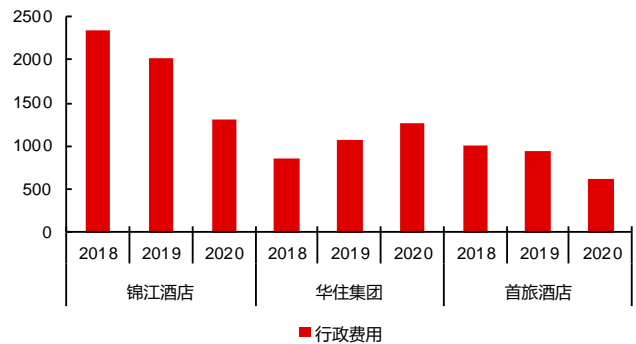
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 55：三大酒店公司营销费对比（单位：百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 56：三大酒店公司行政费用对比（单位：百万元）



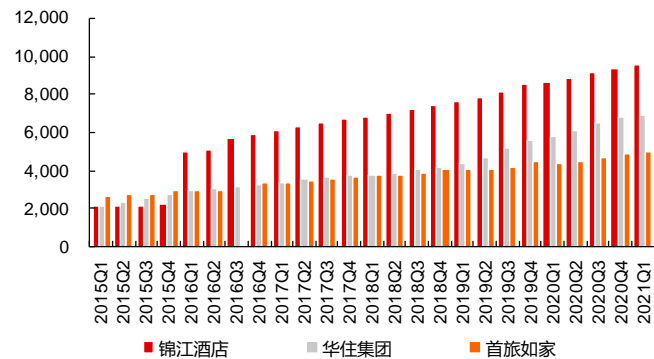
资料来源：公司公告，长江证券研究所

近年来，三大酒店公司纷纷通过提高自有渠道占比、利用技术手段优化门店员工数量、总部职能部门整合梳理等方式降本增效，预计该趋势仍将延续。

长期看好龙头加速成长

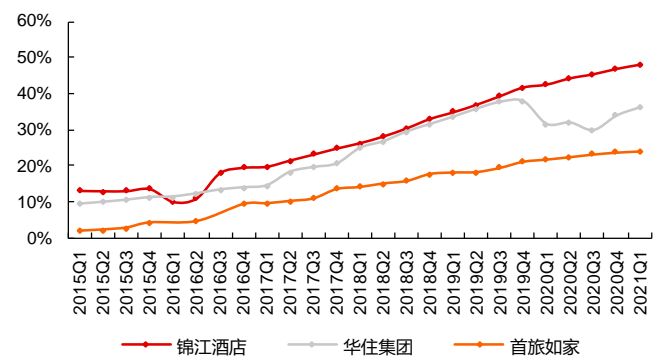
在疫情之下，龙头公司加盟扩张逆势提速，未来份额或加速提升。截止 2021 年 3 月底，锦江、华住、首旅全球酒店数量分别为 9563、6881 和 4992 家，其中中高端门店占比分别为 48.2%、36.3% 和 24.1%。2020 年锦江、华住、首旅分别新开酒店 1842、1768（不计入 DH 并表时存量酒店影响为 1649 家）和 909 家，均创下历史新高。

图 57：三大酒店上市公司开业门店数量（单位：家）



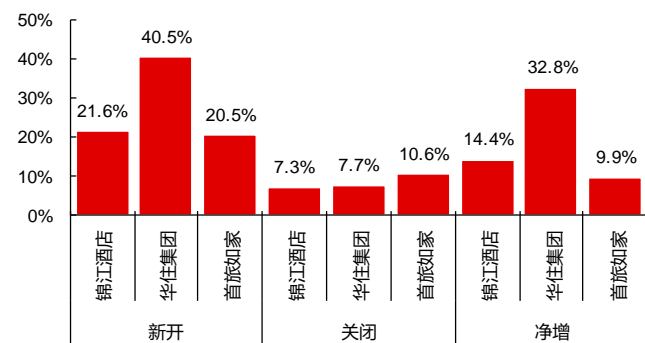
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 58：三大酒店上市公司开业中高端门店数量占比



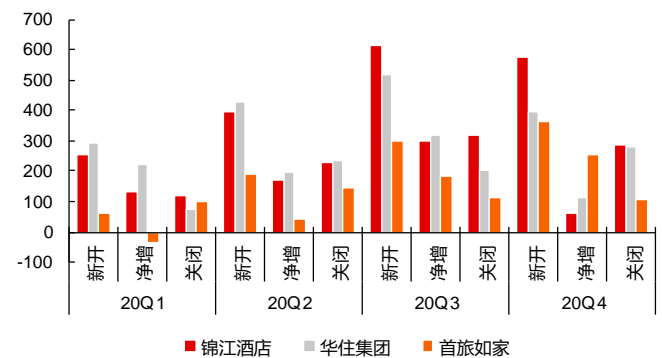
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 59：三大酒店上市公司 2020 年新开、关闭、净增店占上年末比例



资料来源：公司公告，长江证券研究所

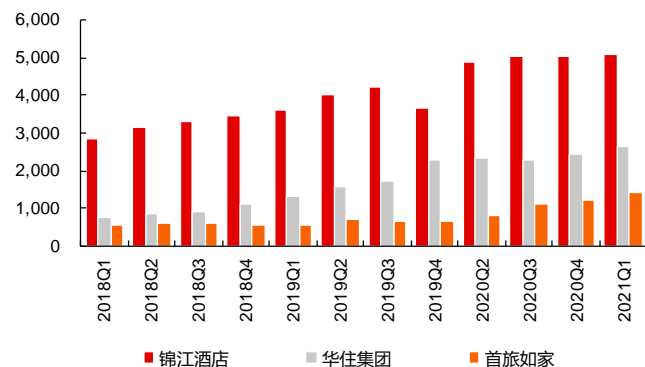
图 60：三大酒店上市公司 2020 年分季度门店数量变化（单位：家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

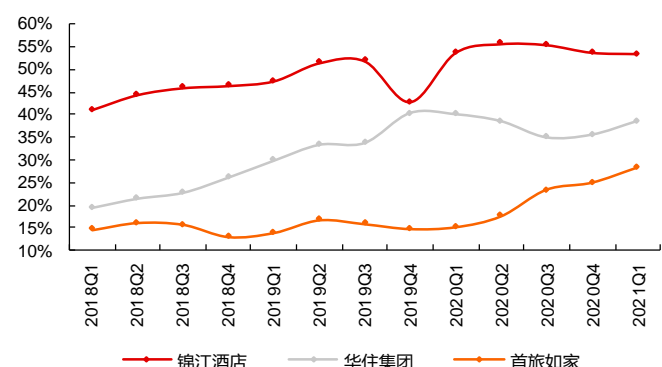
目前，三大公司储备门店同样达到历史高位，未来开店有望持续加速。截止 2021 年 3 月底，锦江、华住、首旅储备门店数量分别为 5109、2649 和 1407 家，均为历史最高值，储备门店占 3 月底已开业门店数量的比例分别为 53.4%、38.5%和 28.2%。2021 年锦江计划新开门店 1500 家以上，华住计划新开 1800-2000 家，首旅计划新开 1400-1600 家，未来几年的开店规划有望如期推进，市场份额有望加快提升。

图 61：三大酒店上市公司储备门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

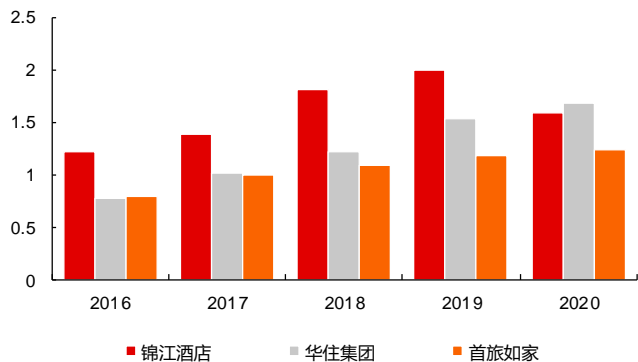
图 62：三大酒店上市公司储备门店占已开业门店数量比例



资料来源：公司公告，长江证券研究所

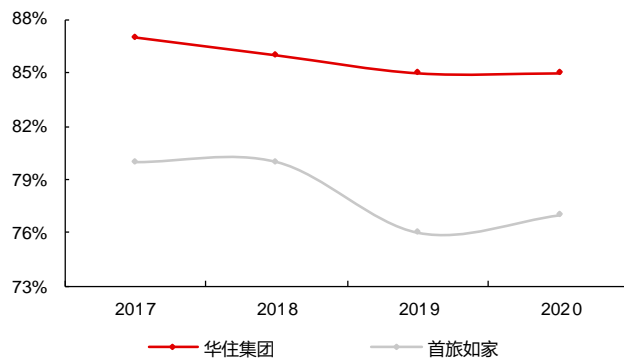
除了规模优势外，三大公司的自有渠道建设也表现良好。2020 年底锦江、华住、首旅会员数分别达到 1.59、1.69 和 1.25 亿人，锦江数据同比减少主要是 2020 年末包含维也纳数据。2020 年华住、首旅的自有渠道贡献间夜量占比分别达到 85% 和 77%，同比稳中略升。

图 63：三大酒店上市公司年末会员数量（单位：亿人）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

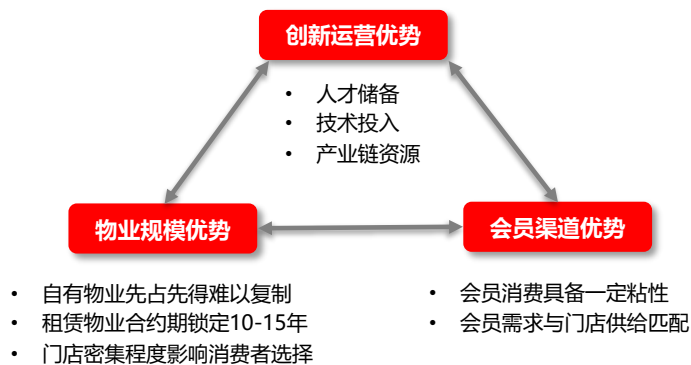
图 64：三大酒店上市公司自有渠道贡献间夜量占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

继续深耕三大护城河，看好三大龙头酒店竞争优势提升。物业规模优势、会员渠道优势和创新及运营能力是酒店龙头公司核心护城河，其中前两点具备明显的马太效应，创新及运营能力也非一朝一夕可以积累。本土酒店龙头在疫情洗礼下有望进一步提升竞争能力，看好其长期发展。

图 65：酒店行业的三大核心壁垒



资料来源：长江证券研究所

餐饮：行业韧性显著，龙头力寻突破

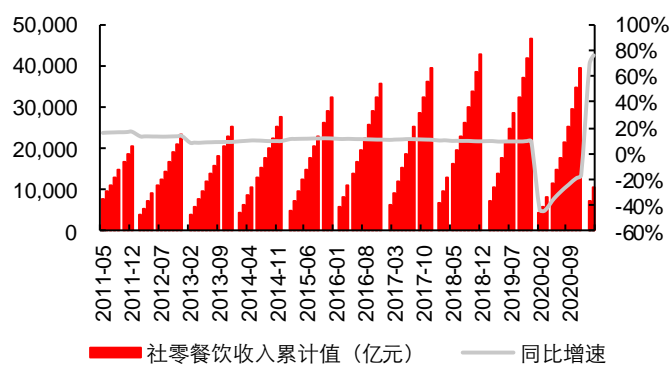
餐饮行业受疫情影响明显，2021 年以来行业恢复速度加快，头部企业逆势扩张竞争能力提升。2020 年餐饮收入 39527 亿元，下降 16.6%；其中限额以上餐饮单位收入 8232 亿元，同比下降 14%。疫情影响下餐饮行业出现了三大趋势：1) 连锁龙头竞争优势强化，2) 新销售渠道带来新动能，3) 数字化运营提升竞争力。基于上述逻辑，建议关注具备优秀品牌和管理能力的连锁餐饮企业。

行业如期恢复，疫情带来新趋势

餐饮行业受疫情影响明显。2020 年餐饮收入 39527 亿元，下降 16.6%；其中限额以上餐饮单位收入 8232 亿元，同比下降 14%。中国饭店协会 2021 年 1 月份针对全国部分重点企业全年情况的调查显示，2020 年营业收入持平的企业占比 11%，同比减少的企业占比 78%。其中营收减少 20%-50%的企业最多，占比 38%。在门店数目上，33%的企业门店与去年持平；30%的企业门店同比减少 10%-50%。

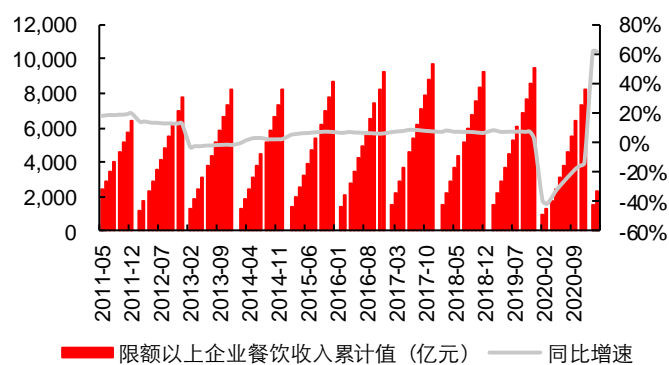
2021 年以来，餐饮行业恢复速度加快。商务部数据显示⁵，4 月社零餐饮收入 3377 亿元，同比+46.4%（相较 2019 年 4 月+2.9%），1-4 月同比+67.7%（相较 2019 年 1-4 月+0.3%）；4 月限额以上单位餐饮收入 818 亿，同比+60.3%（相较 2019 年 4 月+18.3%），1-4 月同比+72.7%（相较 2019 年 1-4 月+6.3%）。目前餐饮行业已全面恢复疫情前水平，限额以上企业增长态势强劲。

图 66：社零餐饮收入累计值及同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 67：限额以上企业餐饮收入累计值及同比增速



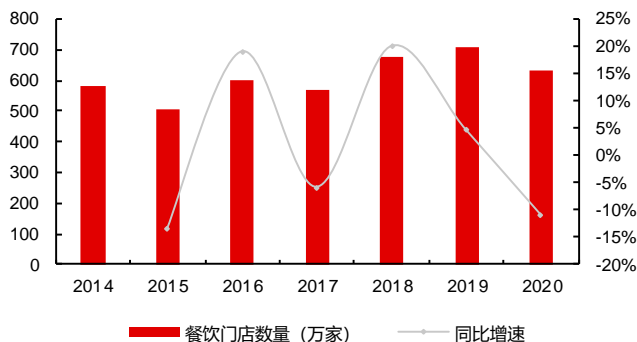
资料来源：国家统计局，长江证券研究所

趋势一：连锁龙头竞争优势强化

中国的餐饮企业连锁化率还很低，有很大发展空间。红餐网发布的《2021 中国餐饮产业生态白皮书》数据显示，2020 年餐饮门店数量出现了 10.8% 的降幅。百炼智能提供的数据显示，从 2020 年 7 月到 12 月，全国餐饮门店行业整体闭店率接近 30%，同时新开 219 万家门店，综合净增速为-9%。

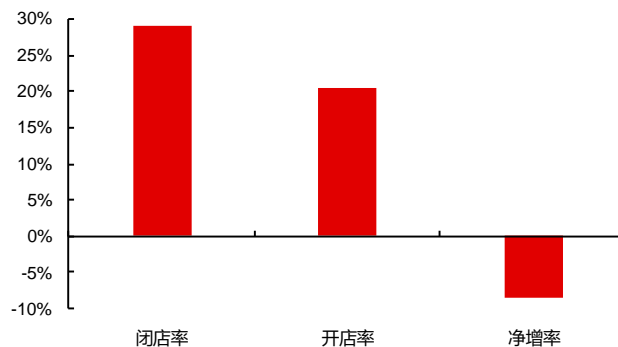
⁵ 商务部：2021 年春节餐饮交易额同比增长 261%_新闻频道_央视网(cctv.com)

图 68：2020 年餐饮门店数量出现同比下滑



资料来源：红餐网《2021 中国餐饮产业生态白皮书》，长江证券研究所

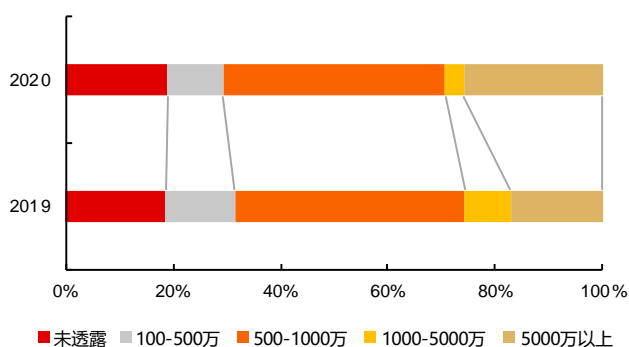
图 69：2020 年 7-12 月餐饮门店净减少率接近 10%



资料来源：店店通，百炼智能，长江证券研究所

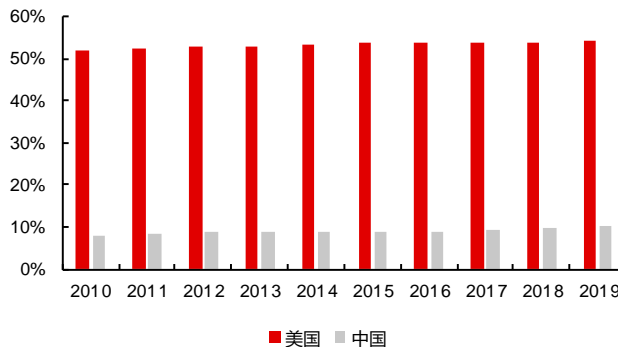
在强大的资本助力下，中国餐饮企业连锁化加速。客如云及亿欧数据显示，2020 年中国餐饮企业融资金额占比达到 25.9%，相较于 2019 年的 17.1% 提升明显。相较美国超过 54% 的餐饮业连锁化率，中国餐饮业连锁化率还有待提升。

图 70：2020 年餐饮企业大规模融资金额占比提升



资料来源：客如云&亿欧智库《2020-2021 中国餐饮经营参数蓝皮书》，长江证券研究所

图 71：中国餐饮业连锁化率远低于美国

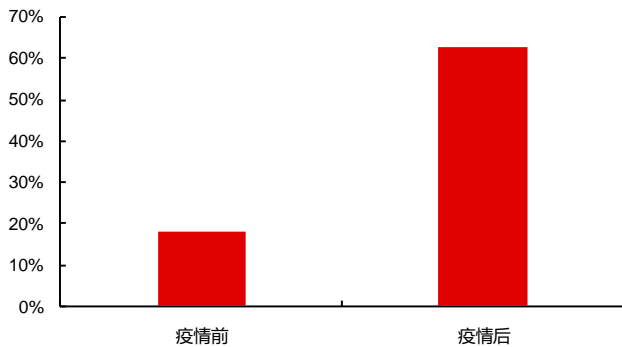


资料来源：欧睿咨询，客如云&亿欧智库《2020-2021 中国餐饮经营参数蓝皮书》，长江证券研究所

趋势二：新销售渠道带来新动能

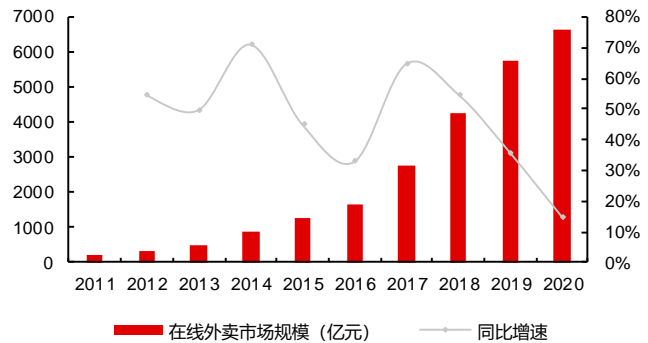
外卖业务在疫情下为餐饮门店经营起到了兜底作用。《2020-2021 中国餐饮经营参数蓝皮书》显示，疫情后中国餐饮门店外卖销售额占整体销售额比例提升到 60% 以上。艾媒咨询数据显示，2020 年中国餐饮外卖市场规模同比实现了 15% 的同比增长。

图 72：疫情后餐饮门店外卖销售额占比变化



资料来源：中烹协，客如云&亿欧智库《2020-2021 中国餐饮经营参数蓝皮书》，
长江证券研究所

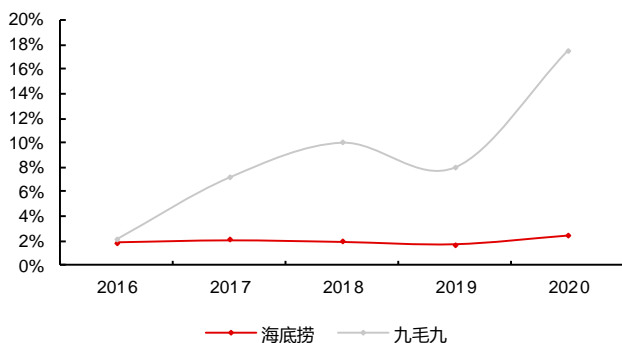
图 73：2020 年在线外卖市场规模保持增长



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

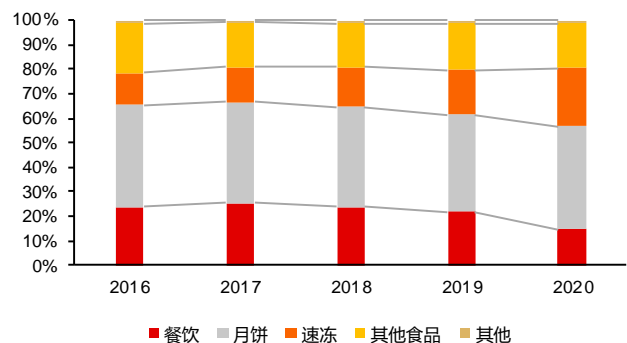
疫情下，餐饮行业加速和零售的融合，餐饮走进超市、综超售卖半成品等多种方式开始插件化。未来的餐饮零售化会是堂食、外带、外卖、电商的融合，易买易食更加方便。除此，餐饮企业“优势”商品开始零售化，如海底捞的“自嗨锅”和霸蛮牛肉粉；茶饮+欧包组合持续趋势化，如奈雪的茶和喜茶欧包；另外就是餐饮 IP 化，如星巴克猫爪杯和迷你随身箱等，都预示着餐饮零售化全面升级，未来边界越发模糊。

图 74：海底捞及九毛九外卖业务收入占营业收入比例



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 75：广州酒家食品业务收入占比逐步提升

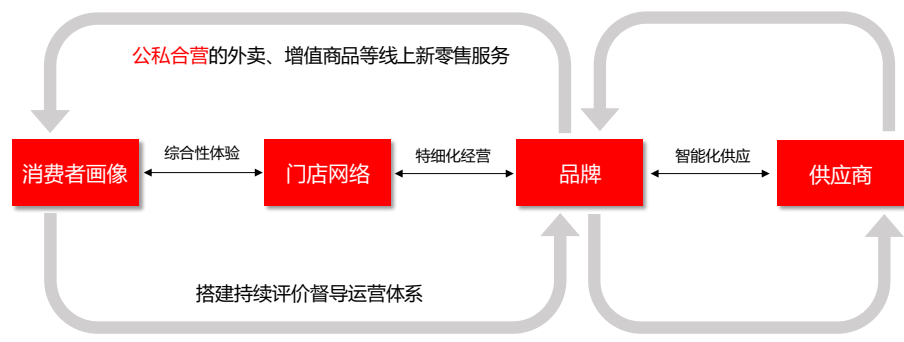


资料来源：Wind，长江证券研究所

趋势三：数字化运营提升竞争力

数智化助力餐饮企业全链路降本增效。根据客如云数据显示，在超过 900 万的餐饮商户中，整体可被智能化的目标市场商户量为 250 万家，已经实现智能化的仅占 10%，并且智能化也大多限于使用智能收银设备、扫码点餐等简单的智能化，而尚未上升至前厅后厨全链路整合，从扫码点餐、再到 IoT 智能设备、无人水吧、KDS 厨显系统和后厨巡店督导，真正将 POS、CRM、供应链进行有机融合，实现全方位数智化阶段。在疫情和管控手段或将成为常态趋势下，数智化提速建设是转变中国餐饮企业经营方法和运营手段、持续提升抗风险和核心竞争力的最佳实践方法，谁先打通数智化整个链路，持续降本增效，谁将掌握市场更大话语权。

图 76：餐饮产业链运营效率提升闭环



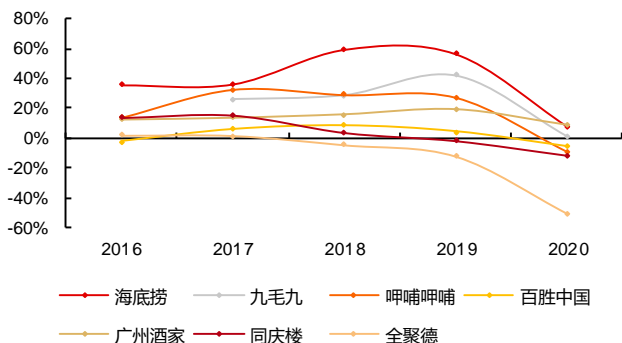
资料来源：红餐网《2021 中国餐饮产业生态白皮书》，长江证券研究所

头部企业竞争优势强化

疫情影响仍有延续

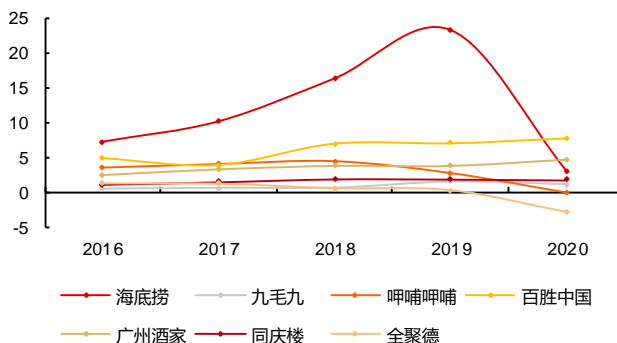
从财务数据来看，2020 年主要上市餐饮企业的收入及利润均出现了增速放缓甚至同比减少。收入端看，海底捞及九毛九凭借门店扩张保持了增长，广州酒家则依托月饼及速冻食品业务实现增长；利润端看，除全聚德出现亏损外，其余企业均实现盈利，其中百胜中国、广州酒家实现了利润的可观正增长。

图 77：部分 A 股、H 股餐饮上市公司营业收入同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

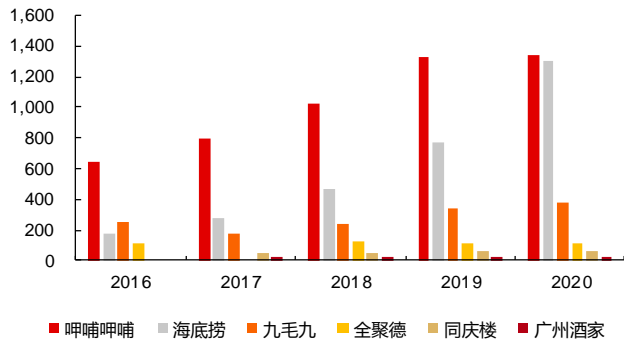
图 78：部分 A 股、H 股餐饮上市公司净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

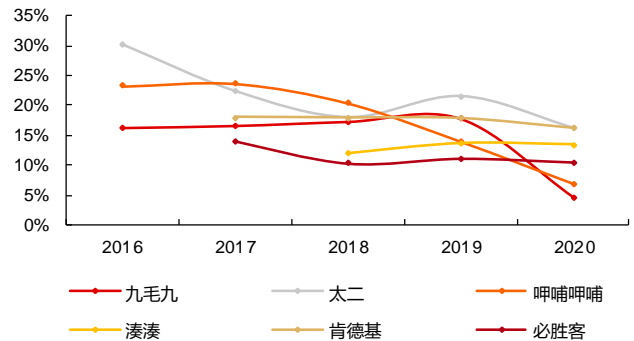
疫情带来了优质物业供给的增加，租金条件也相对更为有利，头部企业逆势拓店能力突出。2020 年各大公司均实现了门店净增长，其中海底捞净增 530 家表现突出，九毛九旗下太二品牌也保持高速拓店成长。但不得不承认，疫情对门店层面经营影响较大，其中湊湊、必胜客、肯德基降幅相对较小，其余几个品牌则受影响更大。但从长期来看，依旧看好头部品牌的成长空间。

图 79：部分 A 股、H 股餐饮上市公司年末门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

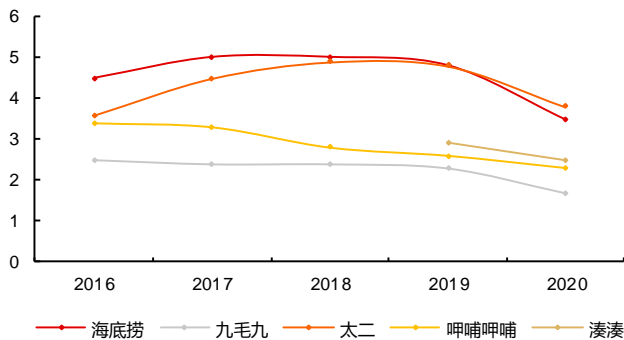
图 80：部分 A 股、H 股餐饮上市公司餐厅层面经营利润率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

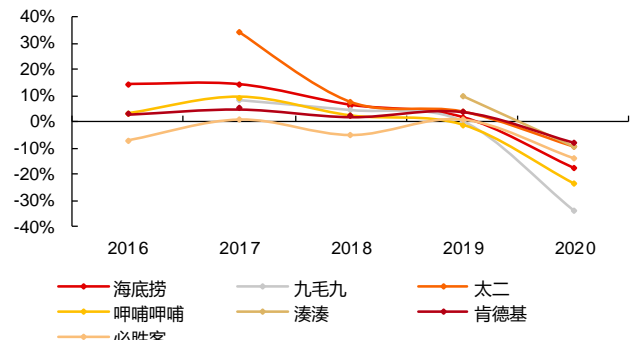
2020 年各家餐饮企业经营数据下滑主要体现在翻台/座率方面。各品牌 2020 年翻台/座率仅恢复至 2019 年的 70%~90%不等，其中呷哺呷哺和凑凑品牌下滑幅度相对较小。而从同店销售额角度看，太二、肯德基、必胜客、海底捞表现较好，其中太二主要是在疫情期间新增外卖业务收入贡献。

图 81：部分餐饮品牌翻台/座率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

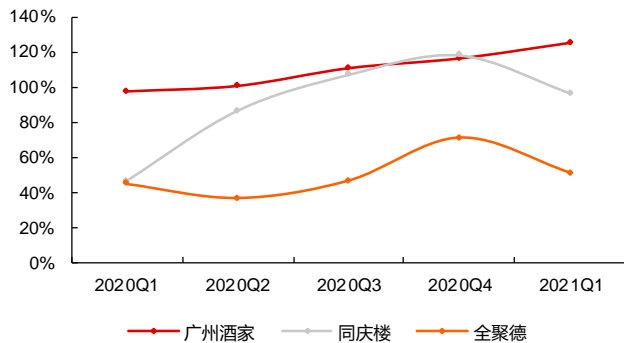
图 82：部分餐饮品牌同店销售额同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

对比三家 A 股上市分季度经营情况，广州酒家表现优异。2020 年整体看收入恢复呈现逐季度向好趋势，其中广州酒家和同庆楼分别从 2020Q2 和 2020Q3 开始实现同比正增长，2021Q1 受疫情再度影响，除广州酒家外，其余两家公司相对 2019Q1 的恢复程度均不及 2020Q4，广州酒家的优异表现主要受益于速冻食品销售。利润角度看，全聚德经营压力较大，自 2020Q1 以来持续亏损。

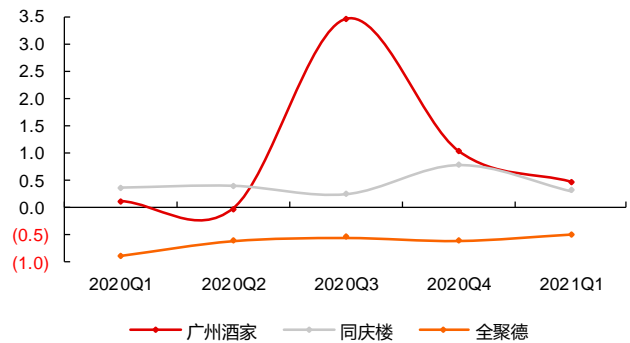
图 83：三家 A 股餐饮上市公司分季度收入同比恢复情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

注：2021Q1 为相对 2019Q1 数据

图 84：三家 A 股餐饮上市公司分季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

综合行业及公司发展情况，我们认为目前疫情对餐饮行业的影响已经基本消退，疫情带来了行业供给的出清、消费者品牌意识的提升以及餐饮企业管理能力的增强，持续看好具备优秀品牌影响力和管理能力的龙头餐饮企业。

龙头公司多业务拓展

2019 年以来，海底捞已在快餐行业连续孵化多个新副牌。海底捞已先后在北京、成都、西安、郑州等地推出了“十八余”、“捞派有面儿”、“佰麸私房面”、“新秦派面馆”、“饭饭林”、“秦小贤”、“乔乔的粉”、“孟小将”、“骆大嫂”等 9 个新副牌。各类副牌的共同特点是“低价”、“特色”和“高周转”。除了走“低价策略+区域特点单品”的小而美路线外，这些快餐品牌门店大都采取了自助点餐机点餐的模式，服务员人数较少，服务态度则与海底捞一脉相承，公司在鼓励内部创业的同时也注重多元人才培养。

表 7：海底捞已经推出多个餐饮副牌

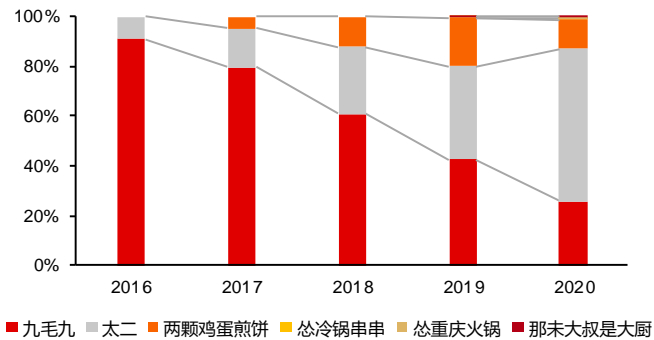
品牌	品类	首店城市	大众点评客单价
十八余	面条	北京	24 元
捞派有面儿	面条	成都	10 元
佰麸私房面	面条	郑州	10 元
新秦派面馆	面条	西安	10 元
饭饭林	快餐盖饭	北京	19 元
秦小贤	米线	北京	19 元
乔乔的粉	土豆粉	郑州	-
孟小将	米线	郑州	-
骆大嫂	水饺	郑州	-

资料来源：大众点评，长江证券研究所

九毛九多品牌战略成功，新增长曲线得到验证。公司旗下太二品牌发展迅速，截止 2020 年底已开业 233，成为公司主要增长动力。公司于 2020 年正式推出怂重庆火锅品牌，

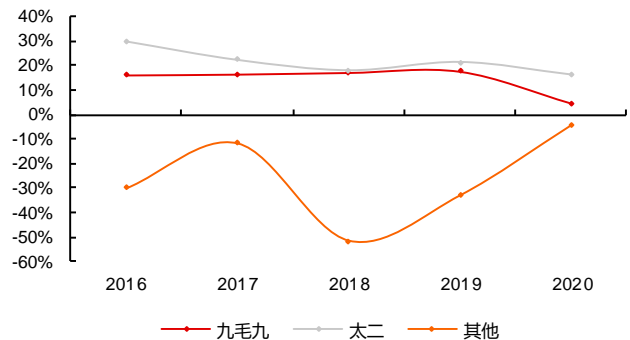
2020 年底已在广州、海口两地布局，目前发展势头良好，有望成为公司下一个增长动力。

图 85：九毛九旗下餐厅数量占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

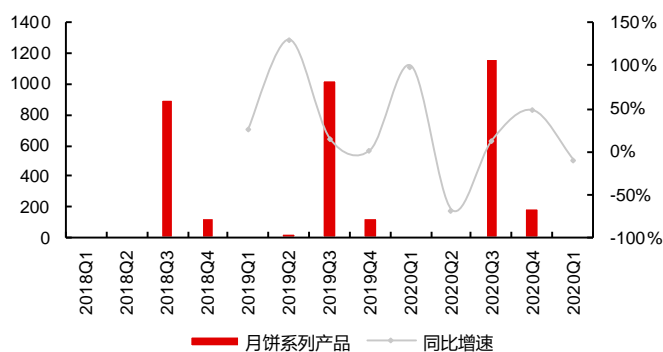
图 86：九毛九旗下各品牌经营利润率



资料来源：Wind，长江证券研究所

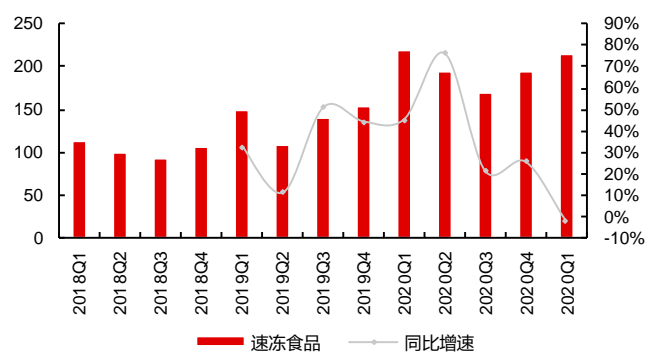
广州酒家坚持“餐饮树品牌，食品做规模”的战略，培育多元业务体系。餐饮业务方面，除原有的广州酒家品牌以及内生培育的多个休闲餐饮品牌外，于 2019 年收购陶陶居公司，并于 2020 年并入 6 家陶陶居餐厅，走向多品牌经营的道路。而食品业务方面，速冻食品、烘焙食品等收入及利润贡献逐步提升，帮助公司实现跨越式成长。

图 87：广州酒家月饼系列产品收入及同比增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 88：广州酒家速冻食品收入及同比增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

教育：民促政策落地，职教正值春天

政策落地，板块景气度有所分化。2021年5月，教育行业政策接连出台，在消除了部分政策不确定性的同时致使细分板块景气度有所分化：5月14日，国务院令公布修订后的《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》，明确了资本参与各类民办教育的规范；5月21日，中央全面深化改革委员会第十九次会议通过了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，强调义务教育减负、规范管理校外培训机构。在此背景下，职业教育最得利好，民促法多处新增鼓励职教发展的相关条款，从民办教育的角度再度为职教发展确权。

职教+就业双主线，再添民促法加持

正如此前年报综述中所言，**2019年全面开启的“职业教育改革”与疫情期间国家“稳就业”相关政策，两条主线勾勒出2020-2021年职业教育板块的发展方向。**2019年2月，《国务院关于印发国家职业教育改革实施方案的通知〔2019〕4号》（“职教20条”）正式发布，对职业教育提出了全方位的改革设想，并且明确了改革的具体措施，并提出到2022年改革验收的具体指标。

此后，国务院与教育部持续发布政策部署工作，同步推进学校、专业改革与校外技能培训的快速发展。对学校教育而言，职教改革连同“民促法”协力为民办学校教育提供更适宜的发展环境，管理能力较强的企业正处于增强市场竞争力、率先跑出的发展窗口期。对校外培训机构而言，“职业技术行动方案”要求开展各类补贴性职业技能培训，各地方政府也结合自身情况推出诸多补贴与落户政策，或促进参培率提升；近几年资格证书种类的清单的出台与评价权力向社会用人主体放权，共同作用打开了培训行业的新市场。

图 89：职业教育体系顶层设计梳理：2020-2021 年正值改革关键期

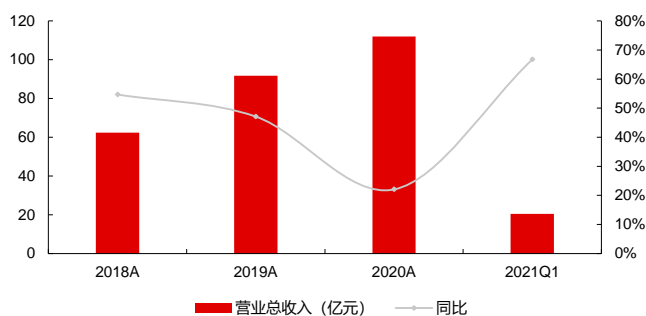


资料来源：政府官网，长江证券研究所

建议关注龙头中公教育

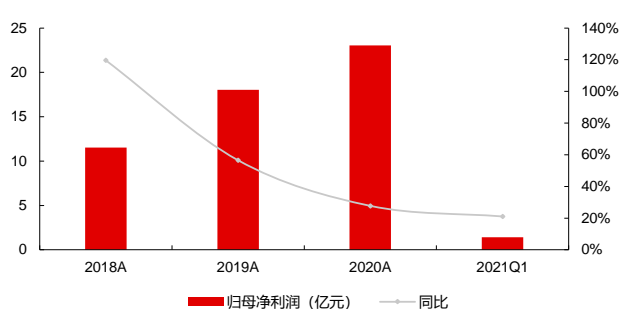
2021 年第二季度恰逢招录培训业务的经营关键期，5 月起，公司各地机构集中进入省考面授高峰。根据中公教育 2021 年 5 月 19 日发布的投资者关系活动记录公告，2021 年省考总体招录人数下降约 6%，报名人数增长约 10%，除去 2021 年省考笔试提前一个月的影响外，其他序列未受重大影响。此外，我们预计省考提前将有利于后续事业单位招聘、综合招录等序列工作的充分、从容开展，教师、医疗招录计划有所恢复尚待观察，外界总体呈现出稳健的赛道景气。

图 90：中公教育营业总收入及同比变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

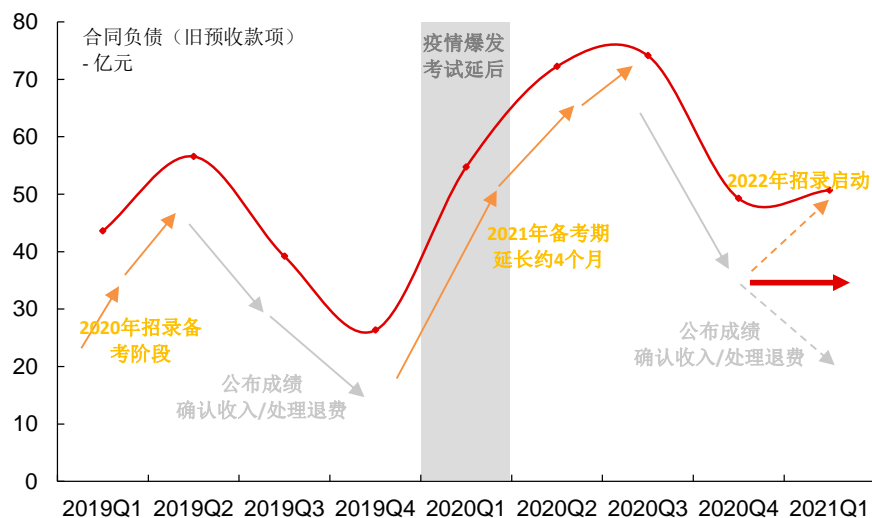
图 91：中公教育归母净利润及同比变化



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司自 2020 年第四季度至 2021 年一季度，业绩增速中枢有所下滑，主要系上一招录周期退费跨期所致。2020 年上半年疫情期间，为刺激几近冻结的线下业务，公司向考生给出了更为优厚的“协议班”退费条件，该班型短期占比拔高、退费比例更大，对去年三季度至今年一季度业绩造成一定压力。此外，由于部分享受优厚退费条件的考生在去年失利后并未选择退费而是加入下一年备考，故退费的长尾效应或将影响今年二、三季度，直至新周期开启。

图 92：中公教育疫情影响下的合同负债周期性规律



资料来源：Wind，长江证券研究所

我们持续看好中公教育的增长潜力，剔除跨期影响，公司业务正在稳中向好发展。短期，看好“全面强化稳就业”形势下各序列招录招聘工作的从容充分开展；中期，技能培训政策向好，公司品牌强化、投入充沛，期待细分赛道成长势头得以延续，协同优势显现。此外，我们亦持续关注公司的定增进展，学习基地模式有望带动产品升级，推动产业向成熟阶段发展，抬升长期的客均消费水平。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中 性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

