

海外社服行业 2021 年中期策略

行业短期迎快速修复期，长期结构改善

2021 年 6 月 15 日

推荐 (维持)

重点公司

重点公司	股票代码	评级
同程艺龙	00780.HK	买入
海底捞	06862.HK	审慎增持
九毛九	09922.HK	审慎增持

相关报告

海外消费研究

分析师: 宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

周灵珮

zhoulingpei@xyzq.com.cn

投资要点

- 下半年将进入快速修复期，行业景气度回升。从顺序看，预计旅游酒店、餐饮、博彩将逐步修复；从弹性看，博彩、旅游酒店在前期压力较大情况下，恢复弹性有望释放。维持板块推荐评级。1、行业格局优化、龙头确定性：我国服务业需求提升背景下，餐饮、酒店等确定性仍强，且疫情加速行业整合，格局优化。2、行业进入快速修复期：疫情使部分社服标的业绩受损、估值受压，随着疫苗普及及传统旺季来临，行业下半年迎来快速修复期，内生业绩改善+外生情绪面提升或带来戴维斯双击。3、新股上市，带动板块关注度回升：我国新消费欣欣向荣，如酒馆、新式茶饮赛道正蓬勃发展、头部企业初见规模，如奈雪的茶、海伦司等相关热门新标的将于下半年上市，有望带动板块关注度回升。
- 餐：“餐”看恢复。九毛九看太二扩张及怂火锅启航，海底捞看同店修复及潜在发展曲线，呷哺呷哺看内部管理。从恢复看，九毛九旗下太二领先，2021 年基本延续了全面恢复态势。海底捞 2021 年来整体翻台水平维持在 2019 年 7-8 成，公司重点将从快速扩张转到运营，已加大内部管理、门店 KPI 设定、并给与 1500 名员工及顾问股权激励计划，业绩面有望企稳回升。从格局看，餐饮业“三高一低”趋势明显，连锁化提升为必然，仍长期看好海底捞全体系发展的龙头优势。
- 饮：“饮”看新股。在消费升级+供应端技术进步+品牌营销推动下，我国现制茶饮或以 24.5% CAGR 增至 2025 年 3400 亿规模，其中高端茶饮或以 32.2% CAGR 增至 522 亿元。如今我国咖啡市场 655 亿的规模已支撑起星巴克在 200+城市的 4700+门店，新式茶饮赛道有孕育出大公司的基础。此外，夜经济之下，连锁酒馆业初露锋芒，预计未来五年将以 19% 的 CAGR 增至近两千亿规模。奈雪的茶、海伦司等新消费头部品牌有望乘行业发展东风，其上市亦将成为市场关注热点。
- 酒旅：下半年旺季来临，进入快速修复期。国内旅游市场有序复苏。在“量”的全面修复下，下半年“价”的修复有望释放。从格局看，疫情下单体酒店出清带来行业整合机遇，酒店行业加速品牌化、连锁化、集中化，龙头受益。从经营模式来看，轻资产加盟及中高端占比提升有望进一步提升龙头公司盈利能力。疫情亦加速了 OTA 的渗透及向 ITA 的升级。短期看，看好板块业绩随行业景气度提升；长期看，VAS 业务的提升有利于提振板块盈利实力。
- 博彩：最差的时间已经过去，板块估值合理，静待佳音。澳门人流及 GGR 已走出至暗时刻，接下来关键点在于签注的进一步放松、旅客消费能力情况及港澳通关政策情况。自助签证的放开只是时间问题，届时将显著提振板块情绪。整体看，豪赌板块仍待政策落地，但 FY22 估值已至历史偏低水平，具备安全边际。未来两年澳门迎开业潮，新增物业及龙头物业升级可增强聚群效应，加上基建优化，澳门综合吸引力有望持续提升，长期价值凸显。

风险提示：产品安全问题，竞争加剧，经济环境过度疲软，新品不达预期，原材料成本显著波动

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Overweight

(Maintained)

Consumer Service

Analyst

Song Jian

songjian@xyzq.com.cn

SAC: S0190518010002

SFC: BMV912

Contact

Zhou Lingpei

zhoulingpei@xyzq.com.cn

2021H2 Consumer Service Industry Strategic Outlook: rapid recovery in the short term and structural improvement in the long term

06/15/2021

Investment Key Point:

Maintain the recommendation rating of consumer service. Tourism, catering, and gaming should recover in order; with stronger bounce in gaming and traveling. **1. Structural improvement with leading companies gaining more certainty:** with rising demand, the certainty of catering, hotel and other consumer service is still strong, and the epidemic further accelerates the industry integration. **2. Peak season is coming:** With the vaccine popularization and traditional peak season, the industry could welcome the rapid recovery in the second half, with both improvement in endogenous performance and exogenous emotion. **3. IPO** could attract more attention to the sector: China's new trending consumption is booming, such as pubs and tea drinks. The leading firms such as Nayuki and Hailunsi are preparing for IPO.

Catering industry: The speed of recovery determines the performance. Jiumaojiu's performance depends on the expansion of Taier and the launch of hot pot, while Haidilao depends on its recovery and potential new product line, with Xiabu depending on internal management. From the perspective of recovery, Taier is the leader with the fully recovery trend continued. Since 2021, the overall table turnover of Haidilao has maintained at 70-80% of 2019 level. The focus of the company has shifted to the operation instead of expansion. It improved its internal management by setting clearer KPI for stores, and giving incentive plan to 1500 employees. Haidilao's performance is expected to stabilize. The chaining of catering is inevitable and we are still optimistic about Haidilao's for its leading layout in the whole catering ecosystem.

Beverage industry: IPOs should be hot. Driven by consumption upgrade, supply side's technology progress and brand marketing, China's teahouse is expected to grow with a CAGR of 24.5% to 340 billion yuan by 2025, of which high-end teahouse market could increase to 52.2 billion yuan with 32.2% CAGR. Compared to the 65.5 billion scale of China's coffee market with over 4700 Starbucks stores in 200+ cities, the teahouse market is so huge that it has the room for big players. In addition, with the development of the night-time , the chain pub industry is expected to grow to nearly 200 billion in the next five years with a CAGR of 19%. Top players like Nayuki and Hailunsi are expected to go public in 21H2, which should draw a lot of market's attention.

Tourism & Hotel: the peak season is coming with long term change in market structure . Domestic tourism has recovered in "quantity", with recovery in "price" following. The clearance of single-store hotels in the epidemic is accelerating the integration, chaining and centralization of the industry, benefiting the leading . Furthermore, the light-asset franchise business model has become more mature, and the hotel groups have opened more high-end hotels, both of which could further enhance the profitability of the hospitality companies. The epidemic also accelerated the penetration of OTA, which is experiencing the upgrade to ITA. In the short term, the industry should recover with more positive market sense; in the long run, the development of VAS business can boost the profitability.

Gaming: the worst time has passed with reasonable valuation, waiting for good news. Macau's passenger flow and GGR have come out of the darkest moment. The next key points are the relaxation of IVS endorsement, the passenger consumption capacity and regional customs policies. It is only a matter of time for the full reopening of self-help IVS kiosk. On the whole, the sector is still waiting for more good news in policies, but the valuation of the industry has reached its historical average, having a margin of safety. Several new resorts are expected to open in the next two years, which can enhance the clustering effect. Coupled with infrastructure optimization, Macao's comprehensive attraction could continue to improve with long-term value.

Potential Risks: Product safety, vicious competition, macroeconomy, new product fails expectation, significant changes in raw material prices

目 录

1、2021 年海外社服中期投资策略.....	- 6 -
2、子版块投资策略.....	- 8 -
2.1、 餐饮：看点分化，关注高速增长的新消费赛道.....	- 8 -
2.1.1 回顾：龙头餐企逆势扩张，20H2 业绩表现符合预期.....	- 8 -
2.1.2 看修复：行业全面恢复至疫情前水平，连锁龙头下半年看点分化.....	- 10 -
2.1.3 看格局：市场之大，集中度提升为必然趋势.....	- 14 -
2.1.4 看新股：新消费特色龙头上市，关注奈雪的茶及海伦司控股.....	- 15 -
2.2、酒店旅游：行业进入快速修复期，市场格局优化.....	- 21 -
2.2.1 FY20 回顾：行业持续复苏，龙头逆势扩张.....	- 21 -
2.2.2 短期展望：价格复苏正当时，行业进入快速修复期，下半年景气度可期.....	- 23 -
2.2.3 疫情加速连锁化，头部占领品牌、规模、会员高地.....	- 24 -
2.3、濠赌业：至暗时间已过，关注签证政策变化.....	- 27 -
2.3.1 人流、GGR 触底回升，短期看签证政策进一步放开.....	- 27 -
2.3.2 短期事件不改长期展望：未来两年开业潮+基建完善有利行业景气度.....	- 29 -
3、推荐标的.....	- 34 -
3.1、同程艺龙：Q1 表现胜预期，预计 Q2 可延续强势增长.....	- 34 -
3.2、九毛九：太二展现成长性、盈利性，期待新品牌发力.....	- 35 -
3.3、海底捞：全力提振翻台水平，期待业绩企稳回升.....	- 37 -
4、 风险提示.....	- 38 -

图 表 目 录

图 1、 2020 年以来板块走势：恒生消费品制造服务业/博彩指数累计 +40.35%/-16.45%	- 6 -
图 2、 2021 年以来板块走势：恒生消费品制造服务业/博彩指数累计 +3.8%/-3.3%	- 6 -
图 3、 餐饮龙头开店对比	- 10 -
图 4、 餐饮龙头翻台率对比	- 10 -
图 5、 2021 年以来餐饮收入增速跑赢社零	- 10 -
图 6、 餐饮占社零总额逐步回升	- 10 -
图 7、 我国餐饮收入强劲恢复	- 11 -
图 8、 限额以上企业餐饮收入恢复领先	- 11 -
图 9、 2021 春节全国零售餐饮销售额同比+28.7%	- 11 -
图 10、 2021 春节全国旅游收入恢复至疫情前 58.6%	- 11 -
图 11、 2021 清明全国旅游收入恢复至疫情前 56.7%	- 11 -
图 12、 2021 五一全国旅游收入恢复至疫情前 77.0%	- 11 -
图 13、 连锁餐饮运营模式及发展路径	- 13 -
图 14、 美股餐饮 P/E 估值长期 35 倍+	- 13 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

图 15、	日本餐饮 P/E 估值中枢 25 倍+	- 13 -
图 16、	未来我国餐饮业的特点朝多方向发展	- 14 -
图 17、	2020 年中国餐饮连锁化率达 15%	- 14 -
图 18、	未来我国餐饮业的特点朝多方向发展	- 14 -
图 19、	中美餐饮赛道对比	- 14 -
图 20、	奈雪的茶门店数达 422 间，二线及以上城市占比 95% ...	- 16 -
图 21、	奈雪同店利润率稳健	- 16 -
图 22、	奈雪的茶单店回报周期	- 16 -
图 23、	奈雪单店日均营业数据	- 16 -
图 24、	我国茶、咖啡和其他非酒精饮料的市场规模	- 17 -
图 25、	中国现制茶饮、茶叶和即饮茶市场规模及增长	- 17 -
图 26、	现制茶饮伴发展升级史	- 17 -
图 27、	高端现制茶饮未来五年规模 CAGR=32.2%	- 17 -
图 28、	截至 2021.02 注册会员达 2920 万	- 18 -
图 29、	2020Q4 活跃会员人数达 580 万，复购率高	- 18 -
图 30、	海伦司酒馆数达 351 间，一线达 94 间	- 18 -
图 31、	海伦司销售额/门店增速情况	- 18 -
图 32、	中国酒馆行业市场规模不断增长	- 19 -
图 33、	酒馆数量：二三线城市发展，酒馆增长快	- 19 -
图 34、	blablabla 奈雪酒屋与喜家德饺子酒馆	- 20 -
图 35、	三大酒店集团平均 OCC 快速修复	- 22 -
图 36、	三大酒店 RevPAR 筑底回升	- 22 -
图 37、	三大酒店 ADR 筑底回升	- 22 -
图 38、	三大酒店入住率情况	- 22 -
图 39、	2020 年前三大酒店净增酒店数	- 22 -
图 40、	2020 年前三大酒店新开门店数	- 22 -
图 41、	2021“五一”出游人次较 2020 翻倍	- 23 -
图 42、	2021“五一”旅游收入恢复至疫前水平	- 23 -
图 43、	2021“五一”同程艺龙及携程多项业务突破历史峰值	- 23 -
图 44、	4 月民航客运量较疫情前仅-8%	- 24 -
图 45、	4 月铁路客运量较疫情前仅-4%	- 24 -
图 46、	我国人均 GDP 处美国 70 年代末，日本 80 年代初水平 ..	- 24 -
图 47、	美国文化休闲业对 GDP 贡献持续加大	- 25 -
图 48、	美国 70 年代末服务业支出启动	- 25 -
图 49、	日本服务业增加值对 GDP 贡献持续上升	- 25 -
图 50、	日本服务业支出持续攀升	- 25 -
图 51、	中国旅游市场：按旅游目的分	- 25 -
图 52、	中国旅游市场：按消费形式分	- 25 -
图 53、	中国连锁酒店及独立酒店的数量细分	- 26 -
图 54、	我国连锁酒店渗透空间大	- 26 -
图 55、	危机加速行业整合：SARS 及金融危机后酒店行业集中度持续 提升	- 26 -
图 56、	我国前三大酒店中高端占比呈上升趋势	- 27 -
图 57、	我国前三大酒店加盟占比趋势	- 27 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

图 58、	GGR 强势恢复	- 28 -
图 59、	澳门过夜/不过夜旅客均大幅提升	- 28 -
图 60、	我国中产阶级人口增速可观	- 29 -
图 61、	我国中产阶级消费增速可观	- 29 -
图 62、	澳门大众博彩走势与过夜旅客数走势基本一致	- 30 -
图 63、	疫情前澳门酒店入住率趋饱和	- 30 -
图 64、	澳门 GGR（百万澳门元）与新增物业情况	- 31 -
图 65、	未来三年客房增量	- 31 -
图 66、	广珠城轨延长线将澳门连接到内地高铁系统	- 32 -
图 67、	博彩行业现估值及历史 3 年平均水平	- 34 -
图 68、	博彩行业现估值及 5 年平均水平	- 34 -
表 1、	九毛九旗下太二扩张+单店稳健，引领增长；海底捞受同店修复承压+估值回调，年初至今跌幅超 3 成	- 8 -
表 2、	四大餐饮 2020 年维持高速开店，但同店增速及翻台率收缩	- 9 -
表 3、	餐饮连锁估值表	- 13 -
表 4、	头部餐饮连锁单店模型显著优于行业平均水平	- 15 -
表 5、	海伦司成熟同店表现情况	- 19 -
表 6、	出行限制及澳门赌场运营限制（截至 2021.5）	- 28 -
表 7、	濠赌行业股票表现	- 28 -
表 8、	澳门旅游渗透率	- 30 -
表 9、	澳门周围已建成基建项目	- 33 -
表 10、	博彩行业估值表	- 33 -
表 11、	同程艺龙年度财务预测	- 35 -
表 12、	九毛九收入/门店/经营利润情况	- 36 -

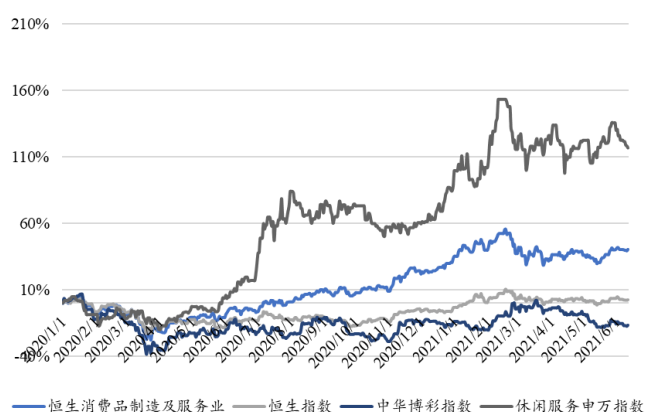
报告正文

1、2021 年海外社服中期投资策略

板块下半年进入快速修复期，行业景气度有望回升。截止 6 月 11 日，恒生指数年初至今上涨 5.92%。由于社服板块受疫情影响相对严重、年初疫情反复、叠加市场风格转变，高估值餐饮股估值下挫，恒生消费品制造及服务业以及中华博彩指数持续跑输大市。随着疫苗普及化+下半年行业旺季来临，全国餐饮收入及出行人次已基本恢复至疫情前水平，社服板块正迎来快速修复期。从恢复顺序看，预计旅游酒店、餐饮、博彩将逐步修复；从弹性看，预计博彩、旅游酒店在前期压力较大情况下，恢复弹性有望释放。

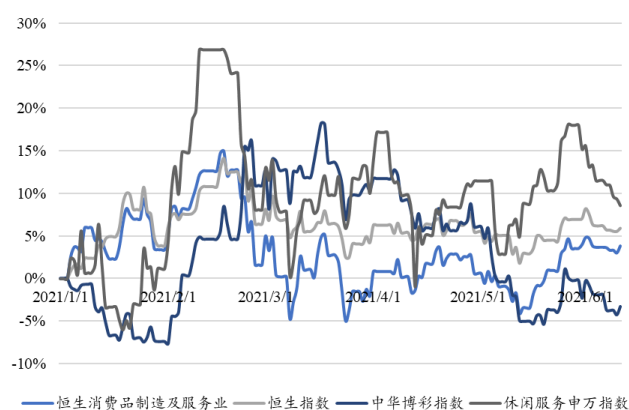
我们维持社服板块的推荐评级。1、行业格局优化、龙头确定性：消费板块稳步复苏，在我国内需日益重要、消费升级的背景下，如餐饮、酒店等长期板块确定性仍强，且疫情加速了行业整合，竞争格局优化。2、行业进入快速修复期，业绩及情绪面边际改善有望带来戴维斯双击：疫情使部分社服标的业绩受损、估值受压，随着疫苗普及及传统旺季来临，行业有望于下半年迎来快速修复期，内生业绩边际改善+外生情绪面提升。3、如奈雪的茶、海伦司等相关热门新标的将于下半年上市，有望带动板块关注度回升。

图1、 2020 年以来板块走势：恒生消费品制造服务业/博彩指数累计+40.35%/-16.45%



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、 2021 年以来板块走势：恒生消费品制造服务业/博彩指数累计+3.8%/-3.3%



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

三大中餐上市公司单店恢复分化，但均实现逆势扩张，餐饮连锁化趋势加速。从恢复趋势看，九毛九旗下太二领先，20H2 同店基本恢复至疫情前水平；2021 年来基本延续了全面恢复态势，预计全年同店水平较

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2019 年可录得增长。海底捞 2020 年整体翻台率(包括新店)恢复至 2019 年的 7 成,成熟门店恢复至 8 成;2021 年来整体翻台水平维持在 2019 年 7-8 成区间。呷哺呷哺/凑凑 2020 年翻台达疫情前 75 成/9 成+。从格局看,餐饮业“三高一低”趋势明显,连锁化提升为必然,仍长期看好海底捞全体系发展的龙头优势。

九毛九看太二开店及怂火锅启航,海底捞看同店修复及潜在发展曲线,呷哺呷哺看内部管理。复盘餐饮连锁发展路径,餐企上市初期往往伴随着规模小、扩店快、单店持续爬坡的态势,估值溢价及 EPS 成长推动公司股价双击;太二正处于该阶段,下半年的看点仍在开店。海底捞则正面临着经营未跟上扩张的瓶颈期。2021 年公司重点将从快速扩张转到运营上,已加大内部管理、门店 KPI 设定、并给与 1500 名员工及顾问股权激励计划,预计业绩面有望企稳回升,为 EPS 打下基础。而长期看,单品牌餐饮难免面临开店空间的局限,海底捞估值已难回到快速扩张期,再次辉煌仍取决于新业态的孵化。凑凑及呷哺呷哺 CEO 的离职或导致短期内部运营架构的调整和品牌发展的停滞,股价在公司人才激励政策落地前仍面临压力。

旅游酒店方面,下半年旺季来临,行业进入快速修复期。2021 年春节/清明/五一国内旅游出游人次分别恢复至疫前同期 75.3%/94.4%/103.2% 水平,收入恢复至疫前的 58.6%/56.7%/77%,国内旅游市场有序复苏。下半年为行业旺季,预计在“量”已回归基础上,“价”的提升将体现。此外,随着疫苗接种的持续普及,地区性、零星型的疫情反复不改出行需求旺盛、国内游继续承接出境游的大趋势。

从格局看,后疫情时代酒店行业加速连锁化及品牌化,龙头领跑。2020 年我国酒店倒闭数量约为 15 万家,其中单体酒店占比高达 98%。参考 2003 年非典和 2008 年金融危机,酒店行业在下行期后均呈现低端单体酒店出清、行业集中度提升的趋势。头部企业疫情下仍实现逆势扩张、RevPar 领先修复、签约数高企。综合来看,国内旅游市场迎来全面复苏期,在“量”的全面修复下,下半年“价”的修复有望释放,看好下半年旺季来临行业景气度的提升。从中长期结构看,疫情下单体酒店出清带来行业整合机遇,酒店行业加速品牌化、连锁化、集中化,龙头受益。从经营模式来看,轻资产加盟及中高端占比提升有望进一步提振龙头公司盈利能力。

博彩方面,最差的时间已经过去,板块估值合理,静待佳音。随着通关隔离政策放松及自由行开放,澳门人流及 GGR 已走出至暗时刻。结构上看,疫情+监管之下,中介人业务承压、VIP 资金流动受限,VIP 博

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 7 -

彩占比持续下降，澳门博彩业大众化、多元化的结构性变化已经凸显。由于大众博彩与人流息息相关，因此接下来板块业绩及情绪面的关键点在于签注的进一步放松、旅客消费能力情况及港澳通关政策情况。我们认为自助签证的放开只是时间问题，届时将显著推动板块情绪面修复。整体看，豪赌板块仍待政策落地，但估值已至合理水平，预计 21H2 可迎来显著改善，机遇大于风险。未来两年澳门将迎来开业潮，新增物业及龙头物业升级后可增强聚群效应，加上基建持续优化，澳门综合吸引力有望持续提升，长期价值凸显。

标的推荐：从业绩确定性强、EPS 兑现的逻辑看，推荐同程艺龙（00780.HK）、九毛九（09922.HK）。从估值回归合理水平、业绩企稳回升的逻辑，建议关注海底捞（06862.HK）。从行业结构优化、龙头已具备显著优势的逻辑，建议关注华住集团-S（01179.HK）。博彩仍待短期催化，但整体边际改善可期。建议关注大众博彩龙头金沙中国（01928.HK），将有新物业且持有净现金的银河娱乐（00027.HK）及澳博控股（00880.HK）。

2、子版块投资策略

2.1、 餐饮：看点分化，关注高速增长的新消费赛道

2.1.1 回顾：龙头餐企逆势扩张，20H2 业绩表现符合预期

龙头逆势扩张，唯单店恢复分化，影响股价走势。2021 餐饮个股走势分化，九毛九旗下核心品牌太二开店胜指引、同店稳健，带领公司领跑，年初至今涨幅达 21.4%。而海底捞虽然疫情之下快速占据优质点位、逆势扩张，但单店恢复平平，叠加年初市场风格转换，估值下杀明显。呷哺呷哺的下跌主要受核心管理层变动、凑凑开店不达预期影响。

表1、九毛九旗下太二扩张+单店稳健，引领增长；海底捞受同店修复承压+估值回调，年初至今跌幅超 3 成

证券代码	证券简称	收盘价 (HKD)	月涨跌幅	市值(亿港元)	年初至今涨跌幅	收入亿元-TTM	YoY	净利润亿元-TTM	YoY	净利率	报表货币
09922.HK	九毛九	28.6	-6.9	415.7	21.4	27	1.0	1.2	-24.5	4.6%	CNY
06862.HK	海底捞	39.8	-11	2,109.4	-33.3	287	7.8	3.1	-86.8	1.1%	CNY
00341.HK	大家乐	16.7	-0.1	97.9	0.1	69	-6.2	0.9	-87.5	1.2%	HKD
00538.HK	味千(中国)	1.5	2.8	16.0	20.6	19	-29.0	-0.8	-149.8	-4.2%	CNY
00520.HK	呷哺呷哺	8.6	-6.9	93.0	-51.3	55	-9.4	0.02	-99.4	0.0%	CNY
09987.HK	百盛中国-S	533.0	3.2	2,246.5	20.3	91	-5.8	9.5	10.0	10.5%	USD
00052.HK	大快活	17.8	0.7	23.0	0.3	28	2.1	0.7	-66.2	2.5%	HKD

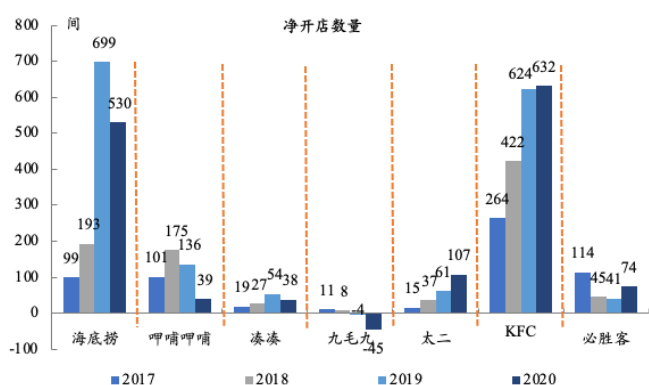
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：截止 2021 年 6 月 11 日

表2、四大餐饮 2020 年维持高速开店，但同店增速及翻台率收缩

		2017	2018	2019	2020	YOY	20H2	YOY
收入 (百万元)	海底捞	10,637	16,969	26,556	28,614	7.8%	18,854	26.9%
	呷哺呷哺	3,664	4,734	6,030	5,455	-9.5%	3,533	6.5%
	呷哺呷哺品牌	3,492	4,079	4,671	3,460	-25.9%	2,220	-10.2%
	凑凑	117	556	1,200	1,688	40.6%	1,095	53.9%
	九毛九	1,469	1,893	2,687	2,715	1.0%	1,765	21.7%
	九毛九品牌	1,204	1,334	1,372	716	-47.8%	449	-35.9%
	太二	244	540	1,277	1,962	53.6%	1,290	74.6%
	其他	22	19	39	38	-1.5%	27	87.6%
	百胜中国	7769	8415	8776	8263	-5.8%	4657	6.0%
	KFC	5,066	5,688	6,040	5,821	-3.6%	3,245	8.5%
	必胜客	2,093	2,111	2,054	1,730	-15.8%	982	-1.9%
归母净利润 (百万元)	海底捞	1,028	1,646	2,345	309	-86.8%	1,274	-11.1%
	呷哺呷哺	420	462	288	2	-99.4%	257	107.0%
	九毛九	67	70	164	124	-24.6%	210	194.1%
	百胜中国	398	708	713	784	10.0%	590	88.5%
餐厅数量 (间)	海底捞	273	466	768	1,298	69.0%	-	-
	呷哺呷哺	759	934	1,124	1,201	6.9%	-	-
	呷哺呷哺品牌	738	886	1,022	1,061	3.8%	-	-
	凑凑	21	48	102	140	37.3%	-	-
	九毛九	175	241	336	381	13.4%	-	-
	九毛九品牌	139	147	143	98	-31.5%	-	-
	太二	28	65	126	233	84.9%	-	-
	其他	8	29	67	50	-25.4%	-	-
	百胜中国	7983	8484	9200	9,954	8.2%	-	-
	KFC	5,488	5,910	6,534	7,166	9.7%	-	-
	必胜客	2,195	2,240	2,281	2,355	3.2%	-	-
翻座率/翻台 率 (次/天)	海底捞	5.0	5.0	4.8	3.5	-1.3	-	-
	呷哺呷哺	3.3	2.8	2.6	2.3	-0.3	-	-
	凑凑			2.9	2.5			
	九毛九	2.4	2.4	2.3	1.7	-0.6	-	-
	太二	4.5	4.9	4.8	3.8	-1.0	-	-
ASP (元)	海底捞	98	101	105	110	4.7%	-	-
	呷哺呷哺	48	54	56	62	11.6%	-	-
	九毛九	52	53	58	60	3.4%	-	-
	太二	69	72	75	79	5.3%	-	-
同店销售增 长率%	海底捞	14.0	6.2	1.6	-0.9	-2.5pct	-	-
	呷哺呷哺	9.3	2.1	-1.4	-23.9	-22.5pct	-	-
	九毛九	8.2	4.4	0.2	-34.0	-34.2pct	-	-
	太二	34.3	7.7	4.1	-9.3	-13.4pct	-	-
	KFC	5.0	2.0	4.0	-8.0	-12.0pct	-	-
	必胜客	1.0	-5.0	1.0	-14.0	-15.0pct	-	-

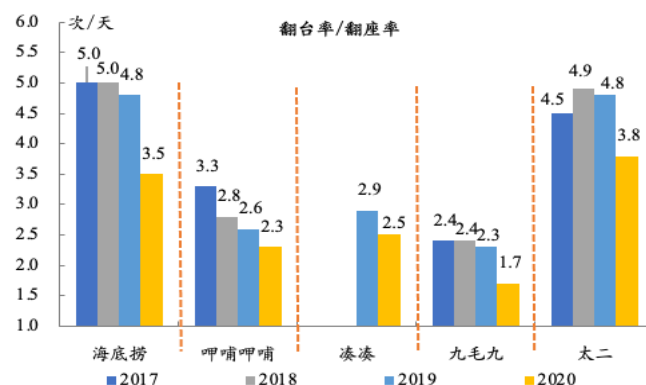
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：海底捞为翻台率，九毛九、太二及呷哺呷哺采用翻座率，百胜单位为美元，其余公司为人民币

图3、 餐饮龙头开店对比



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、 餐饮龙头翻台率对比

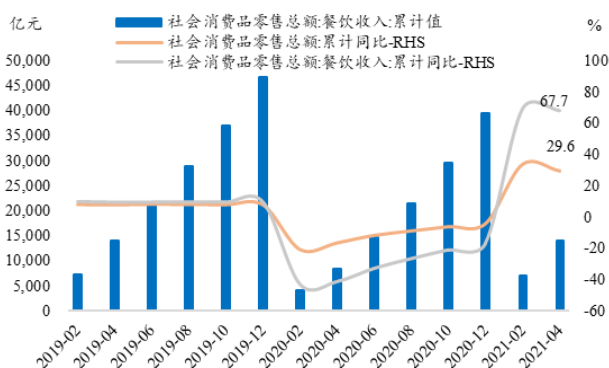


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理；注：除海底捞外均为翻座率

2.1.2 看修复：行业全面恢复至疫情前水平，连锁龙头下半年看点分化

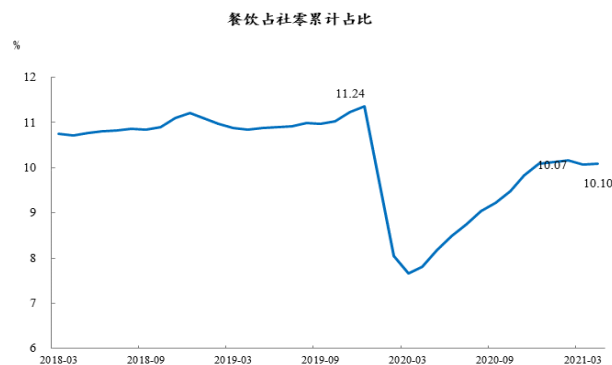
餐饮业逐渐从疫情冲击中走出，限额以上企业地位强化。我国餐饮业在2020年下半年稳步复苏后在2021年第一季度继续强劲恢复。3月/4月，全国餐饮收入同比+91.6%/+46.4%，恢复至2019年同期103.5%/102.9%水平，而限额以上企业餐饮收入同比增长115.2%/60.3%，较2019恢复至113.3%/118.2%，恢复领先。疫情期间部分抗风险能力弱的餐饮商家退出市场，腾出商业物业和人才，餐饮龙头加速扩张，我国餐饮业马太效应强化。

图5、 2021年以来餐饮收入增速跑赢社零



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、 餐饮占社零总额逐步回升

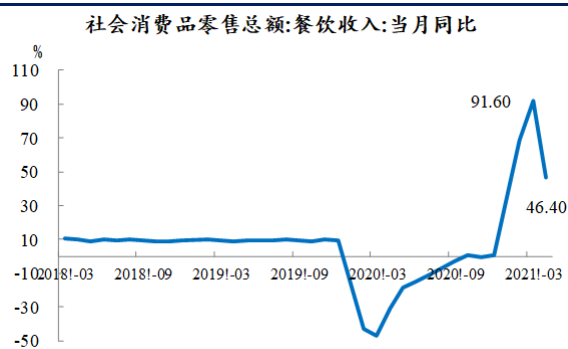


资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

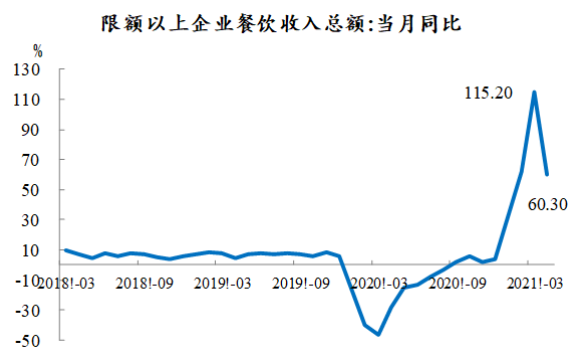
- 10 -

图7、 我国餐饮收入强劲恢复



资料来源: 国家统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、 限额以上企业餐饮收入恢复领先



资料来源: 国家统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

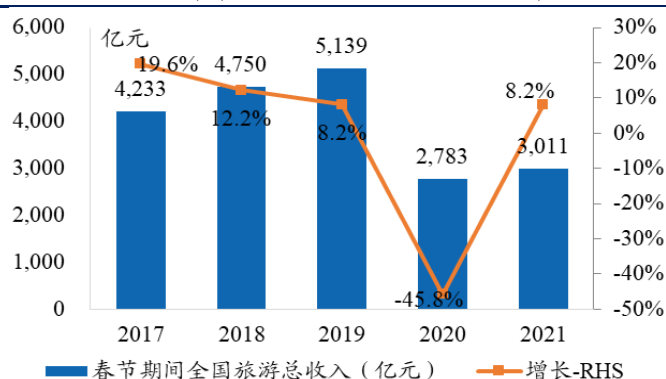
2021 春节五一假期零售餐饮快速升温, 期待下半年旺季来临。尽管春节期间疫情小幅波动, 但城市餐厅亦受益于消费者就地过年, 据商务部监测, 除夕至正月初六, 全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元, 同比+28.7%。五一期间, 国家税务总局增值税发票数据显示, 餐饮服务营业收入同比增长 62.3%, 两年平均增长 17%, 分别比春节、清明期间提高 14.3 个和 5.9 个百分点。由于下半年为餐饮及开店旺季、假期较多, 预计行业下半年修复将进一步提速。

图9、 2021 春节全国零售餐饮销售额同比+28.7%



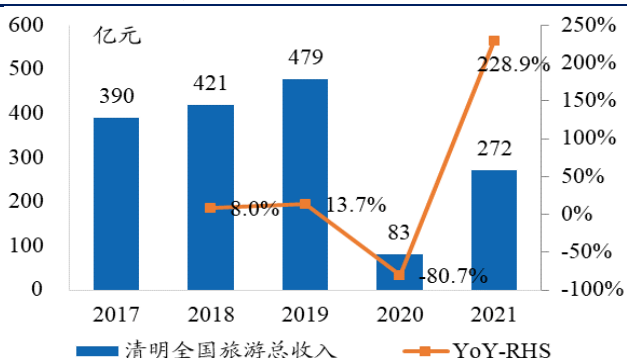
资料来源: 商务部, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10、 2021 春节全国旅游收入恢复至疫情前 58.6%



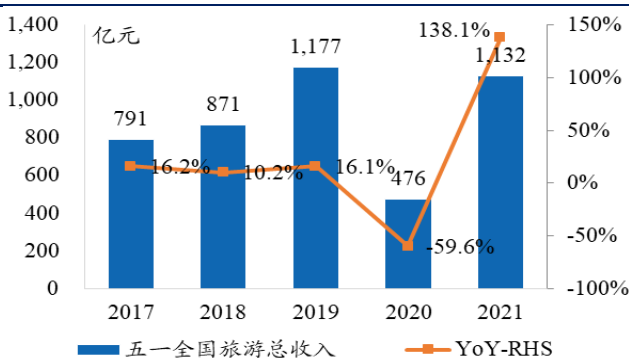
资料来源: 商务部, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、 2021 清明全国旅游收入恢复至疫情前 56.7%



资料来源: Wind, 商务部, 兴业证券经济与金融研究院整理

图12、 2021 五一全国旅游收入恢复至疫情前 77.0%



资料来源: 商务部, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

三大中餐上市公司单店恢复分化，下半年九毛九看太二开店及怂火锅启航，海底捞看同店修复及潜在发展曲线，呷哺呷哺看内部管理。从恢复趋势看，九毛九旗下太二领先，20H2 同店基本恢复至疫情前水平；2021 年来基本延续了全面恢复态势，预计全年同店水平较 2019 年可录得增长。海底捞 2020 年整体翻台率（包括新店）恢复至 2019 年的 7 成，成熟门店恢复至 8 成；2021 年来整体翻台水平维持在 2019 年 7-8 成区间，恢复趋势趋缓也是公司股价下挫的主要原因。呷哺呷哺/凑凑 2020 年翻台达疫情前 75 成/9 成+。

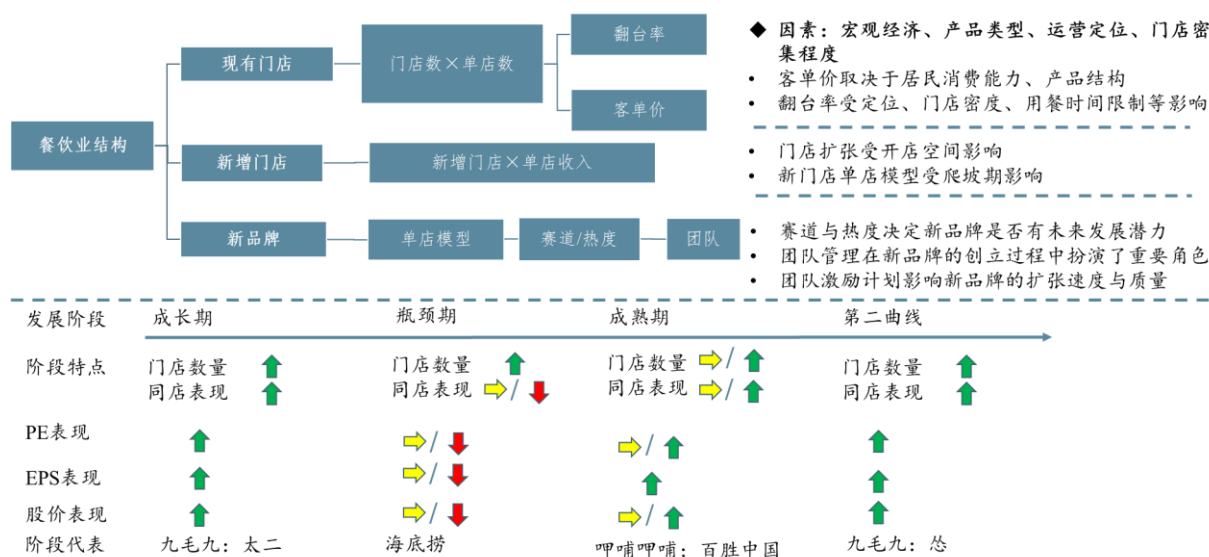
我们认为海底捞翻台率恢复缓慢为多方面因素：首先，海底捞疫前单店模型已属极致，5 次/天的翻台率意味着持续较长的等位时间，无论在消费者体验还是员工体验上均不具备可持续性。FY20 内地门店数 1205 家，较 FY19 提升近 7 成，翻台下降实属正常。而疫情下成熟门店 4 次/天的翻台率仍为行业翘楚，在翻台率已经企稳的背景下，市场无需过度担心。其次，从行业趋势看，正餐受疫情影响更大。全国正餐在红餐指数 TOP300 中的席位比例从 2019 年 12 月的 21.3% 剧减至 13.3%。海底捞定位社交属性较强的正餐品类，在恢复速度上天然缓于快餐及轻正餐。

复盘餐饮连锁发展路径，餐企上市初期往往伴随着规模小、扩店快、单店持续爬坡的态势，估值溢价及 EPS 成长推动公司股价双击；该阶段的持续性受产品定位影响，饮品及快餐的开店空间显著大于正餐；我们认为太二正处于该阶段，下半年的看点仍在扩张开店上。

海底捞则正面临着经营未跟上扩张的瓶颈期。2021 年公司重点将从快速扩张转到运营上，已加大内部管理、门店 KPI 设定、并给与 1500 名员工及顾问股权激励计划，预计业绩面有望企稳回升，为公司 EPS 打下基础。而长期看，单品牌餐饮难免面临开店空间的局限，海底捞估值已难回到快速扩张期，再次辉煌仍取决于新业态的孵化。

而凑凑及呷哺呷哺 CEO 的离职或导致短期内内部运营架构的调整和品牌发展的停滞，股价在公司人才激励政策落地前仍面临压力。

图13、连锁餐饮运营模式及发展路径



资料来源：兴业证券经济与金融研究院

从估值看，由于餐饮业市场之大，品牌扩张期增速高，加上现金流向好，全球餐饮业估值中枢均处于 25 倍+。其中，在美国餐饮业高速发展的 90 年代，板块估值可达 35-40 倍。近期海底捞 FY22 估值已调整到 29 倍左右，在同店恢复稳定（8 成左右），内部运营优化的背景下已具备一定安全边际。九毛九 FY22 估值达 45.7 倍，主要为太二仍处迅速发展期、开店空间有保障、叠加怂火锅带来的潜在增长曲线。

表3、餐饮连锁估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (HKD)	EPS (元)				PE			
			FY20	FY21	FY22	FY23	FY20	FY21	FY22	FY23
06862.HK	海底捞	39.8	0.1	0.9	1.3	1.5	550.6	35.9	24.8	21.6
00341.HK	大家乐	16.7	0.2	0.6	0.7	0.9	90.7	22.0	19.6	15.5
00520.HK	呷哺呷哺	8.6	0.0	0.5	0.7	0.8	3,556.6	13.9	10.6	8.9
09987.HK	百盛中国-S	533.0	11.9	15.6	18.1	20.5	37.3	28.3	24.4	21.6
09922.HK	九毛九	28.6	0.1	0.4	0.5	0.7	263.8	67.8	45.7	32.1

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：除加粗公司外，为 wind 一致预期

图14、美股餐饮 P/E 估值长期 35 倍+

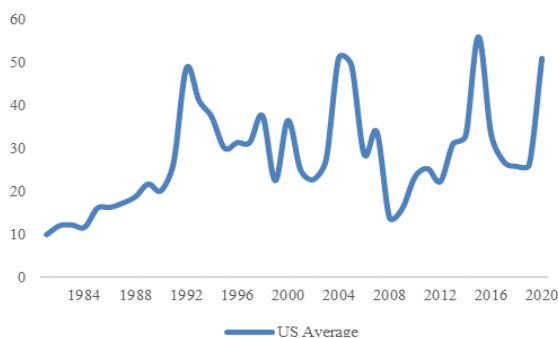
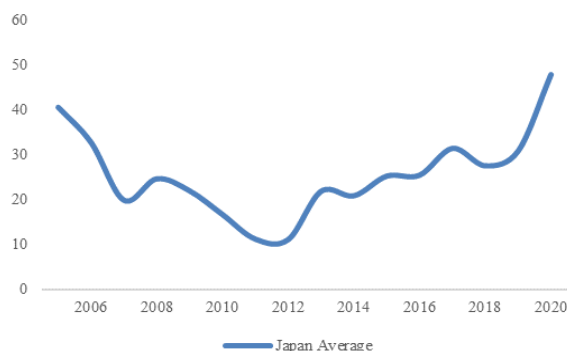


图15、日本餐饮 P/E 估值中枢 25 倍+



资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

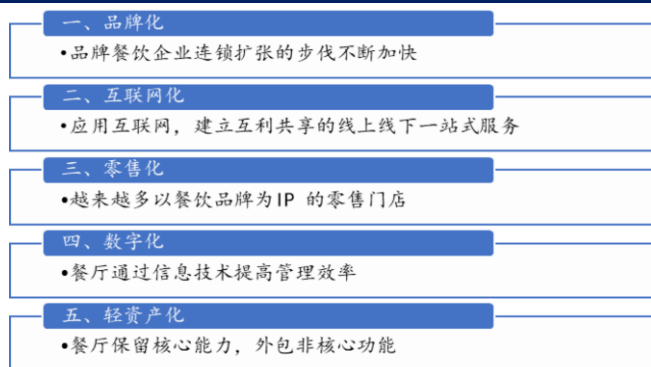
资料来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.1.3 看格局：市场之大，集中度提升为必然趋势

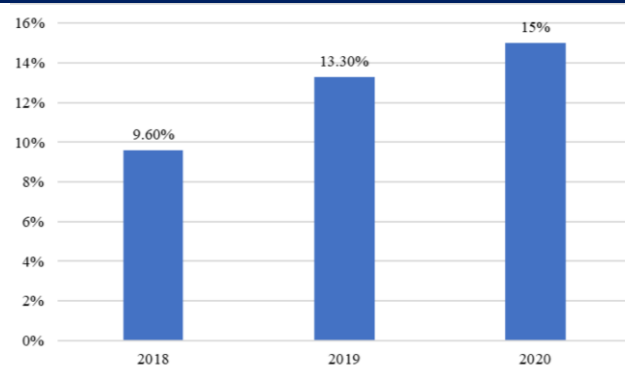
疫情下小型餐饮加速出清，连锁化提升。天眼查数据显示，2020年注销餐饮企业超过32万家，为2019年的3倍。个体经营餐饮店铺因为规模小、成本高、竞争力弱，且管理和创新跟不上，在疫情下被迅速淘汰，而真正具备应急和标准化管理的品牌餐饮企业加速规模化，2020年中国餐饮连锁市场的连锁化率从2019年的13.3%提升至15.0%，美团美食数据亦显示餐饮连锁门店所占整个餐饮大盘门店数的比例逐年提升。

图16、未来我国餐饮业的特点朝多方向发展



资料来源：中国餐饮行业发展前景与投资预测分析报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、2020年中国餐饮连锁化率达15%

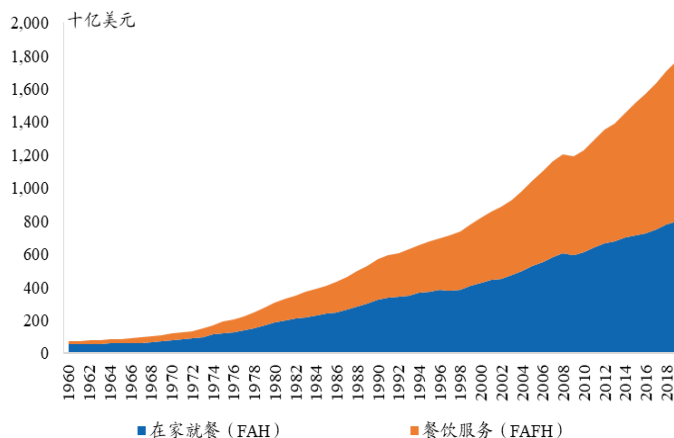


资料来源：中国餐饮加盟行业白皮书，兴业证券经济与金融研究院整理

看人均：美国外出餐饮市场与在家就餐规模相当，2019年商业化餐饮市场规模达7643亿美元，约人民币五万亿，与中国2019年的市场规模相当。我国人口是美国的4.2倍，从人均看，我国餐饮业仍有广阔的发展空间。**看结构：**美国5万亿的市场约仅有90万家餐饮门店，而中国4.2万亿的市场中有约800万家门店，我国餐饮业市场集中度仍低。

图18、未来我国餐饮业的特点朝多方向发展

图19、中美餐饮赛道对比



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：USDA，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

餐饮业“三高一低”的趋势依然，马太效应为必然。近年来餐饮业三高一低趋势明显，即原材料成本走高、人工成本走高及租金成本走高，净利率走低；而大型餐企在上下游议价能力、供应链布局、数字化发展、资金等多方面优势明显。此外，品牌餐饮自带流量，往往可以以更低的租金拿到更好的门面，并可通过零售化发展、管理输出、新品打造等模式丰富收入来源。具备规模的品牌餐饮在发展扩张中面临更低的风险，更大的机遇。

表4、头部餐饮连锁单店模型显著优于行业平均水平

	太二	九毛九	海底捞	呷哺呷哺	凑凑	星巴克	奈雪	行业整体
CAPEX-万元	210	250	1000	150	470	280	185	
面积-平米	200-250	300	1000-1200	200-300	600-800	200-400	180-300	
坪效-万元	6	3.1	4.5	2.3	3.3	3.5	4.5	
盈亏平衡期-月	1	6	3~4	3	3.6	3	3	
回收期-月	7	22	14	17	14	18	14	2 年左右
收入-w	1400	950	4500-5000	450-500	2000	700	1100	
食材比例	40%	37%	41%	36%	31%	32%	36%	42%
人工比例	15%	23%	30%	24%	22%	27%	16%	21%
租金比例	10%	11%	4%	14%	11%	11%	15%	12%
其他比例	6%	10%	6%	8%	14%	10%	8%	14%
门店经营利润率	24%	13%	19%	18%	21%	20%	25%	11%

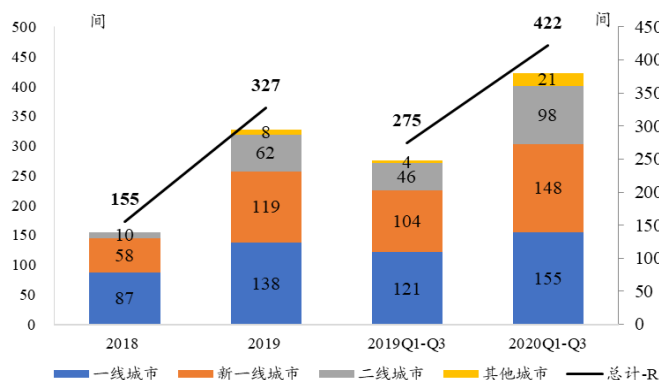
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.4 看新股：新消费特色龙头上市，关注奈雪的茶及海伦司控股

➤ 奈雪的茶：脚踏实地，仰望星空，向茶饮界星巴克进发

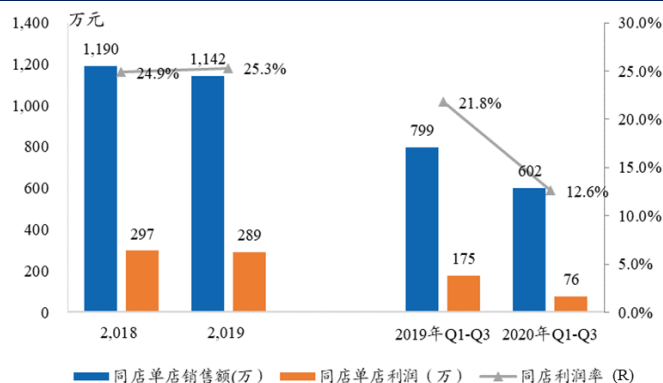
奈雪的茶是中国领先的现制茶饮连锁集团，集团旗下两大品牌包括“奈雪的茶”及“台盖”。奈雪的茶品牌为公司核心，首创“现制茶饮+烘焙欧包”模式，奈雪为消费者打造适合聚会社交的第三空间，品牌调性高端鲜明。公司子品牌台盖则定位中端，产品以经典奶茶及柠檬茶为主。从增长看，奈雪品牌将于 2021/2022 年在一线及新一线城市开 300/350 间店，70% 为 Pro 店，2023 年新增店数不低于 2022 年；台盖于 2021-2023 年每年在现有市场新开 10-20 间门店。

图20、奈雪的茶门店数达 422 间，二线及以上城市占比 95%



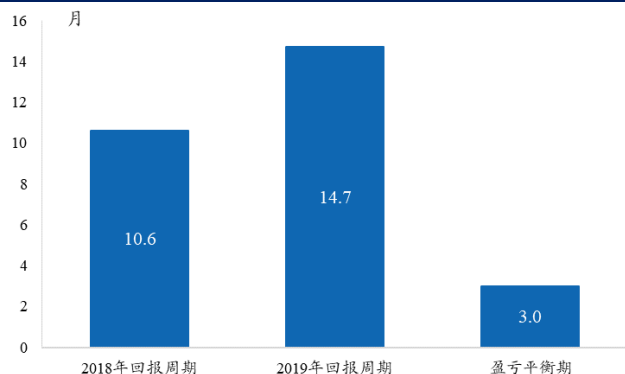
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、奈雪同店利润率稳健



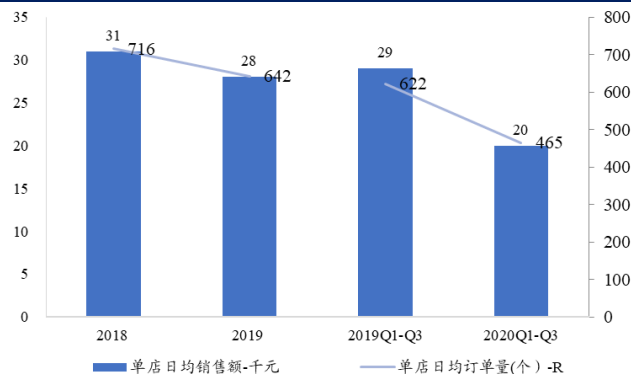
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、奈雪的茶单店回报周期



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

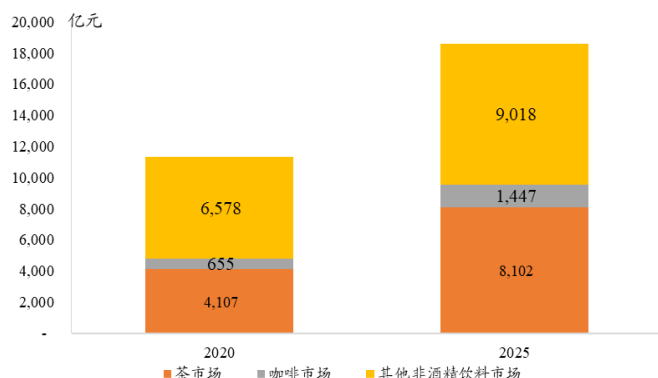
图23、奈雪单店日均营业数据



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

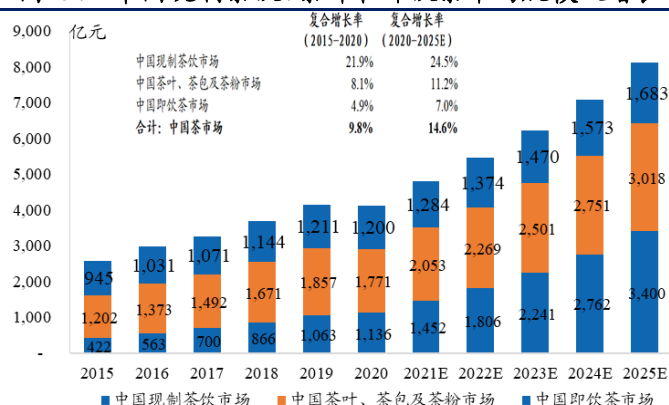
现制茶饮时代到临，高端龙头壁垒初显。在消费升级+供应端技术进步+品牌营销推动下，我国现制茶饮或以 24.5% CAGR 增至 2025 年 3400 亿规模，其中高端茶饮或以 32.2% CAGR 增至 522 亿元。如今我国咖啡市场 655 亿的规模已支撑起星巴克在 200+城市的 4700+门店，新式茶饮赛道有孕育出大公司的基础。从格局看，尽管茶饮产品同质化较高，但头部连锁通过抢占一线点位、优化管理、强化营销等在品牌度、资金、会员、品控上已有先发优势。高端现制茶饮 CR5=55%，其中奈雪占 17.7%，排名第二。

图24、我国茶、咖啡和其他非酒精饮料的市场规模



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、中国现制茶饮、茶叶和即饮茶市场规模及增长



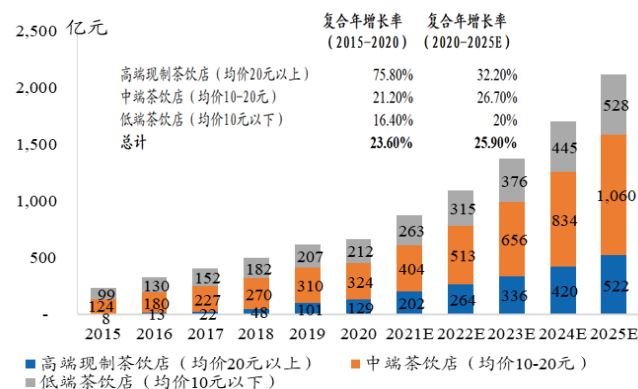
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、现制茶饮伴发展升级史



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、高端现制茶饮未来五年规模 CAGR=32.2%

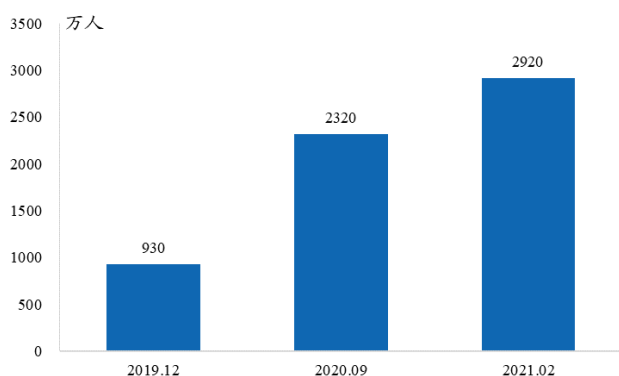


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

脚踏实地，奈雪全方位深化护城河：

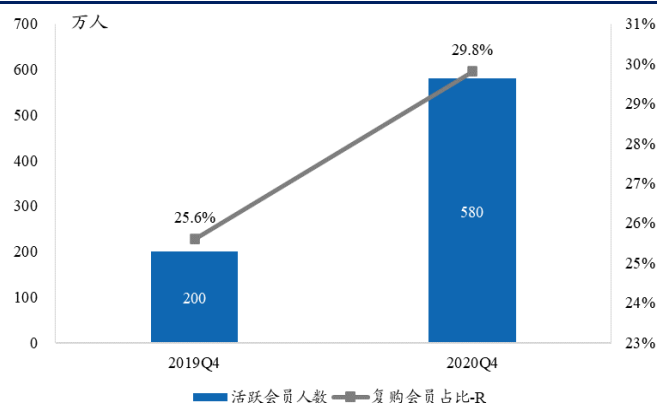
- **货**：交叉销售-“茶+欧包”具备模式差异，可互相引流；创新-三大经典茶饮持续畅销（贡献达25%）并保持每周出新；供应链-直采、集采及独家合作等方式控制原料成本及品质。
- **场**：标准店采用180-350平米大店模式，注重空间体验和社交需求。亦推出概念店进行场景延伸、客群拓展及品牌展示。Pro店则强化效率，面积降至80-200平米，选址灵活；采用预制烘焙并增加咖啡产品，员工数为标准店一半，预计门店利润率可高于标准店的25%。
- **人**：会员数近三千万，20Q4活跃会员达580万，其中3成为复购会员，客户粘性、品牌热度行业领先。效：建立信息平台Teacore对渠道、供应、运营提效，IT成员来自亚马逊、阿里巴巴、京东及腾讯等。

图28、截至 2021.02 注册会员达 2920 万



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、2020Q4 活跃会员人数达 580 万，复购率高



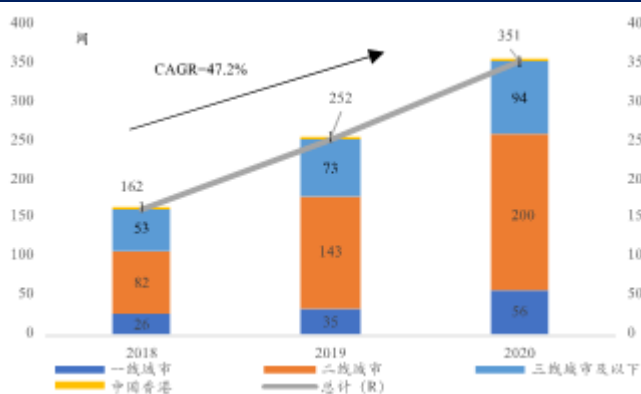
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

仰望星空，向茶饮界的星巴克进军。奈雪在选址（高线城市核心点位）、定位（高端）、场景（第三空间）上均媲美星巴克。但相较咖啡，鲜果成本较高而标准度低，使奈雪的成本率高出星巴克 4-5pct。此外，星巴克密集开店的前提是强品牌下较低的租金及扩张成本。星巴克门店定位与奈雪相当，但在单店收入仅为奈雪 7 成的情况下，租金费用率较奈雪仍低 4pct，品牌议价力突出。尽管较星巴克还有很长的路要走，但在成立的短短 5 年内，奈雪已夯实了龙头地位，引领现制茶饮成为了国人新的消费时尚。公司此次上市有望进一步提升供应链及品牌实力，或许可离星空再近一步。

● 海伦司：小酒馆、大生意

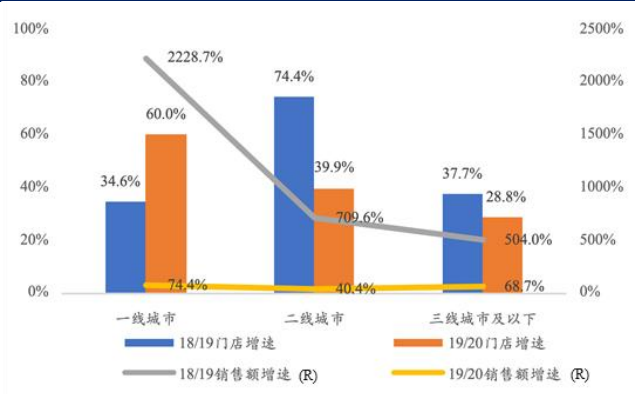
海伦司是当前中国最大的线下连锁酒馆，以自有啤酒产品为主，外部产品为辅，向顾客提供极具性价比的产品组合以及轻松自由的顾客体验，致力于满足年轻人对高性价比的餐饮、服务及社交氛围的需求。其各官方账号累计粉丝超过 570 万，可乐桶挑战抖音播放近 10 亿。

图30、海伦司酒馆数达 351 间，一线达 94 间



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、海伦司销售额/门店增速情况



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

开店数量快速增长，同店表现亮眼。公司于2018年，2019年及2020年分别拥有门店162家，252家及351家；截至2021Q1酒馆数量为372家，均为直营店。公司2021年开店指引达400家，预计至2023年门店数可达2200家。门店快速扩张推动公司收入快速增长。公司2019营业收入同比+392%；尽管面临疫情，公司2020的营业收入仍增长44.8%。公司18/19年同店销售增长率达170%；疫情之下，公司19/20年同店销售仅下降0.6%，在行业受损严重情况下，表现异常亮眼。

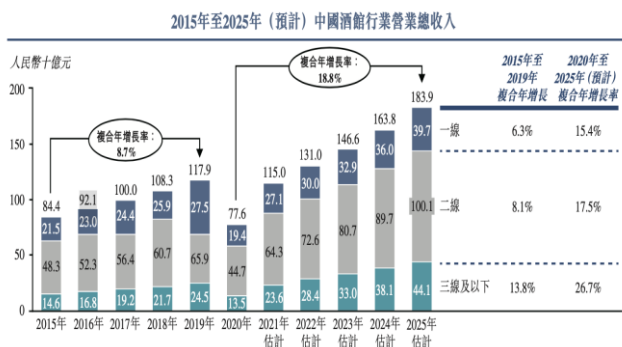
表5、海伦司成熟同店表现情况

	2018	2019	2019	2020
同店数量-间		16		41
同店销售额总额-百万元	19.4	52.3	147.06	146.1
成熟门店单店年销售额-百万元	1.21	3.27	3.59	3.56
同店销售增长率-%		170%		-0.6%

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

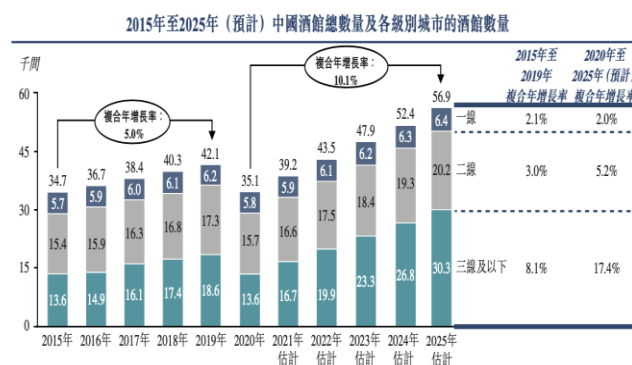
酒馆行业市场大、增速快、市场分散。我国酒馆行业市场预计将在2025年增长至1839亿元人民币，未来五年符合增长率接近19%，大过餐饮行业大盘；从结构看，三线城市增速最快，未来五年CAGR可达26.7%。主要推动因素有中国夜间经济的快速发展，年轻客群成为消费主体，二三线城市消费升级带来巨大市场潜力等。截至2020年末，中国酒馆行业中前五大企业合共占市场份额不足3%，市场仍分散。

图32、中国酒馆行业市场规模不断增长



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、酒馆数量：二三线城市发展，酒馆增长快



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

小酒馆，大生意，行业热度高企。我国头部酒馆品牌各具特色，胡桃里音乐酒馆采用“音乐+餐厅+酒吧”餐饮模式备受追捧；木屋烧烤“烧烤+酒馆”采用餐+饮模式；桂满陇咬金·唐宫酒馆以唐朝国潮酒馆的形式展现；奈雪的茶BlaBlaBar奈雪酒屋，主打香水瓶鸡尾酒，提供酒吧社交环境；老乡鸡、凑凑、喜家德饺子也开始尝试“+酒吧”的新业态。中国约3.5万家酒馆中95%以上为独立酒馆，海伦司是唯一门店数超过200家的小酒馆连锁。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图34、 blablabla 奈雪酒屋与喜家德饺子酒馆



资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

海伦司通过占据性价比极高点位及体验式营销已打响品牌，并加以供应链及数字化赋能，为此后快速扩张提供了保障：

- **从产品看，高性价比+话题营销，紧抓年轻客群。**海伦司所有瓶装啤酒产品的售价均在人民币 10 元/瓶以内，同款产品售价比行业平均售价低约 35%-67%。除标准品牌啤酒外，海伦司亦推出高毛利的自有产品，保障低价高利。此外，公司经典产品“可乐桶”亦凭借其新颖方式在抖音等平台大肆收割流量，提升传播度。
- **从供应链看，采购一体化管理+ERP 系统自动化流程，运营效率高，**原材料集中采购，成本低。供应链筛选流程完整，条款完善，仓储物流有第三方担保，产品质量有保障。
- **从品牌看，植入品牌情绪，消费者满意度与忠诚度高。**海伦司紧抓体验式消费，通过拼桌管理、排队赠送免费啤酒、节日活动等为消费者带来更多值得回味的、与海伦司的故事和记忆。数据显示海伦司品牌知名度行业领先，曾到访海伦司酒馆的受访者中，93.9%对消费体验满意，61.8%非常满意，91.9%愿意再次到访。其各官方账号累计粉丝超过 570 万，可乐桶挑战抖音播放近 10 亿。
- **从运营看，选址优质地段非核心点位。**公司 4 成门店分布大学城附近，门店选址集中在人流密集的地段的边角位，租金优势明显。至 21Q1 已有 372 家酒馆，门店覆盖中国大陆 83 个城市与中国香港特区。海伦司单店盈亏平衡期不断下降，从 6 个月降至 3 个月，表现亮眼。
- **数字化与技术革新保障标准化与差异化管理需求共存，提升运营效率。**Future BI 系统：数据分析和平台。增强对门店运营状况的实时感知能力。ERP 系统：业务管理数字化，实现全业务流程的线上化、数字化和可视化。CRM 系统：线上线下运营一体化，对消

费者精准营销。中央音乐管理系统：搭建集约化可视化的智能音乐管理系统，实时控制全国范围内每一家酒馆的背景音乐。

综合来看，我国人均消费力提升、Z世代青年的崛起以及餐饮供应链体系的逐步成熟、品牌产品传播途径的开放分别为体验式经济提供了需求及供给面的支撑，如新式茶饮、酒馆“夜经济”等新消费赛道正迎来蓬勃发展期；相关标的的上市或受到较高关注。

2.2、酒店旅游：行业进入快速修复期，市场格局优化

2.2.1 FY20 回顾：行业持续复苏，龙头逆势扩张

“量”领先“价”修复，龙头跑赢市场。随着疫情得到有效控制+疫苗推进，国内旅游市场有序复苏，量优先于价格复苏。酒店端看，头部企业逆势扩张、RevPar 领先修复、签约数高企，主要由于疫情下单体酒店出清、消费者对品牌酒店信任度高。在线旅游景气度随疫情波动，虽春节就地过年影响了行业短期景气度，但三月开始消费者出行需求爆发，21Q1 携程及同程艺龙表现均胜预期。

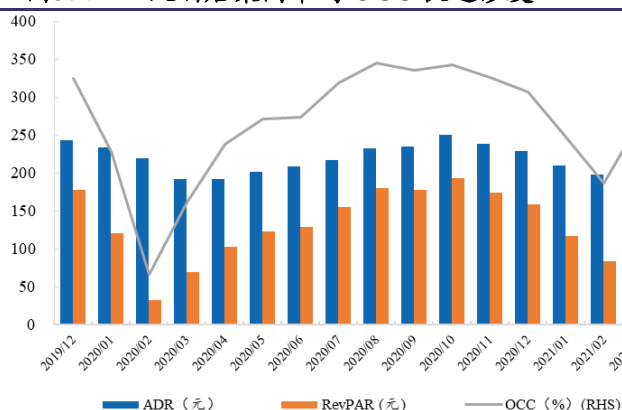
➤ 华住：疫情下逆势扩张，2020 酒店数增速达 20.8%，20Q4 归母净利润为 7.03 亿，同比+13.6%；加盟占比提升至 84.6%，快速扩张缓冲疫情负面影响。

➤ 携程：2020 年收入达 18.3 亿元，同比-48.7%，主要受出境游影响；但 20H2 国内业务恢复良好，且费用控制得当，盈利转正。20Q1 公司业绩胜预期，国内酒店及机票预定较疫情前已实现双位数增长。

➤ 同程艺龙：得益于下沉市场的快速复苏，疫情高压下持续盈利，2020 年收入为 59.3 亿元；20Q4 国内间夜量录得 21% 增长，低线城市同比增幅超 30%，国内机票销量同比增长 5%。21Q1 公司住宿/交通业务已恢复至疫情前 9/8 成。

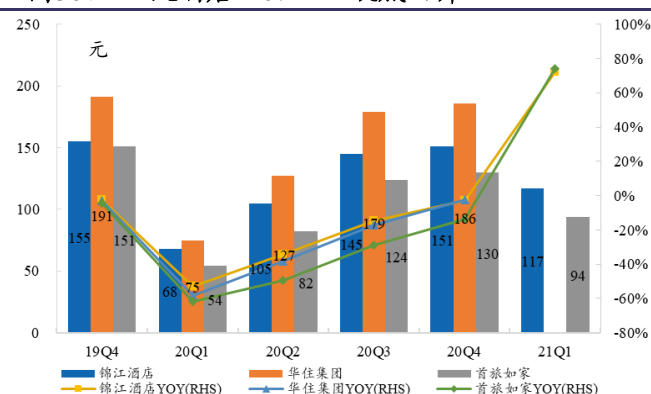
Q1 景气度受疫情影响小幅回落，但三月后入住率强势修复。从经营数据看，20Q4 锦江/华住/首旅境内整体 RevPAR 为 134/186/130 元，同比 -2.8%/-2.4%/-13.7%；锦江/华住/首旅境内整体 ADR 为 210/231/187 元，同比 -2.1%/-0.5%/-4.2%，延续修复态势。而受春节就地过年影响，行业入住率有所下行；而 3 月后，三大集团入住率显著修复，展现出修复韧劲。

图35、三大酒店集团平均 OCC 快速修复



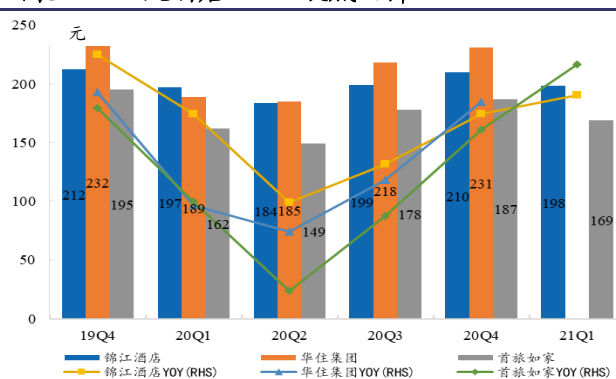
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、三大酒店 RevPAR 筑底回升



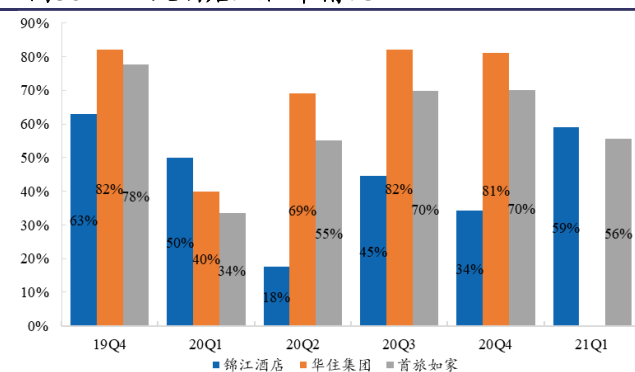
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、三大酒店 ADR 筑底回升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

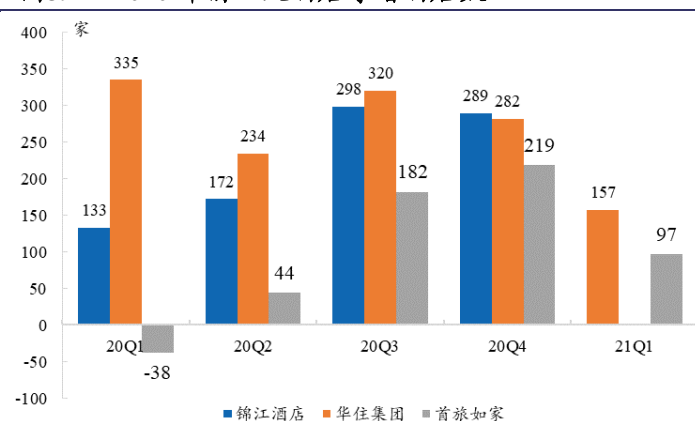
图38、三大酒店入住率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

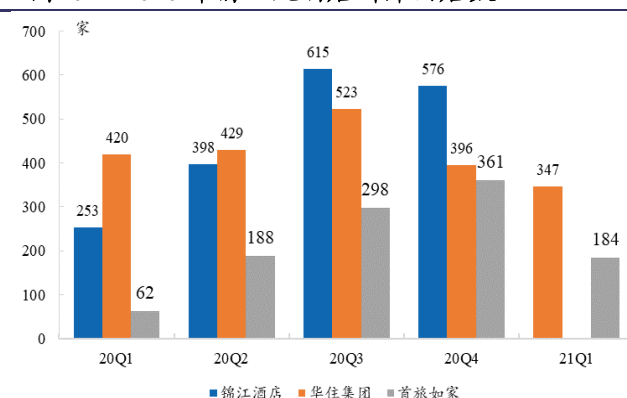
前三大酒店疫情下均保持较快的扩店速度。2020 年锦江/华住/首旅全年新开门店 1,842/1,768/909 家，同比 +10.8%/+1.9%/+9.65%。加盟管理为前三大酒店的主要扩张战略：2020 年首旅新开管理加盟门店数为 884 家，占新开店比例达 97.2%；华住 2020 年管理加盟酒店占比亦提升至 84.6%，头部酒店品牌力凸显。

图39、2020 年前三大酒店净增酒店数



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、2020 年前三大酒店新开门店数



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.2.2 短期展望：价格复苏正当时，行业进入快速修复期，下半年景气度可期

量的恢复先行，期待旺季来临价的回升。据文旅部数据，2021 年“五一”假期国内旅游出游人次 2.3 亿，按可比口径恢复至疫前同期 103.2% 水平（今年春节/清明分别为 75.3%/94.4%）；“五一”期间国内旅游收入为 1132.3 亿元，按可比口径恢复至疫前的 77.0%（今年春节/清明分别为 58.6%/56.7%）。量持续领先价的恢复，主要由于疫情下短途游占比的提升、票价尚未完全回复影响。预计在“量”已回归的基础上，旺季来临“价”的提升将体现。此外，随着疫苗接种的持续普及，地区性、零星型的疫情反复不改出行需求旺盛、国内游继续承接出境游的大趋势。

图41、2021“五一”出游人次较2020翻倍

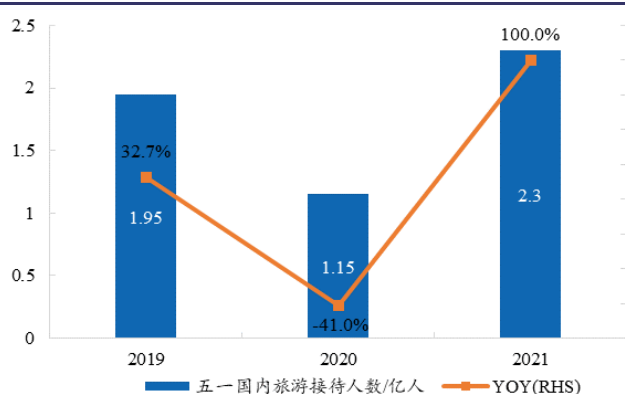
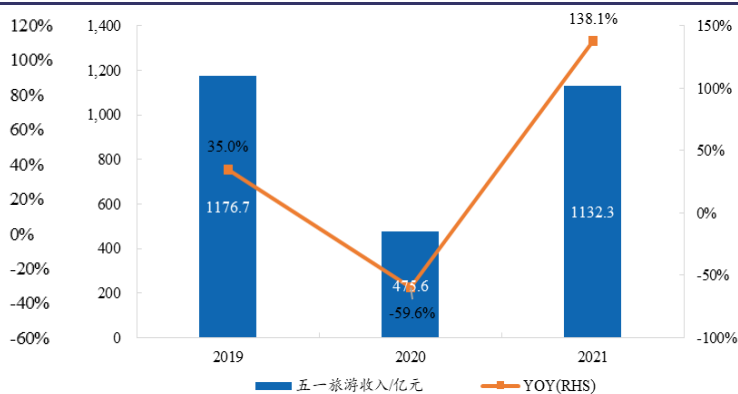


图42、2021“五一”旅游收入恢复至疫前水平



资料来源：文化和旅游部，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：文化和旅游部，兴业证券经济与金融研究院整理

龙头 OTA 增幅领先行业，疫情下线上化率提升。据携程数据，酒店预订间夜在假期前三天连续突破历史峰值，同比增幅最高达 70%；五一假期订单同比增长 270%。同程旅行平台五一当日酒店住宿间夜量/景区单日出票量同比 +210%/+410%，较 2019 年同期 +54%/120%，创历史新高。21Q1 我国民航/铁路客运量较 19Q1 分别-36.5%/-36.2%，而到四月，民航/铁路客运量较 2019 年同期仅-8%/-4%，恢复态势亮眼。

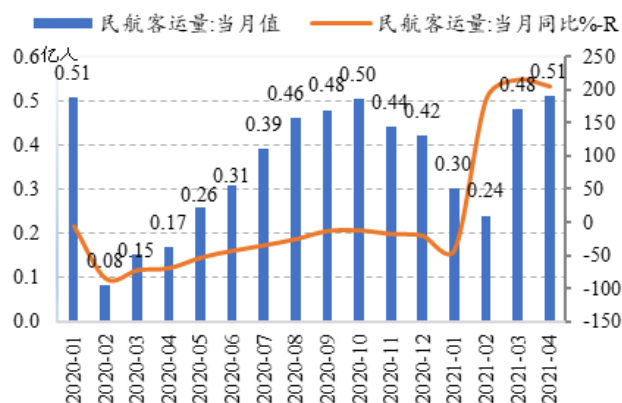
图43、2021“五一”同程艺龙及携程多项业务突破历史峰值



资料来源：同程艺龙及携程公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图44、4月民航客运量较疫情前仅-8%



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图45、4月铁路客运量较疫情前仅-4%

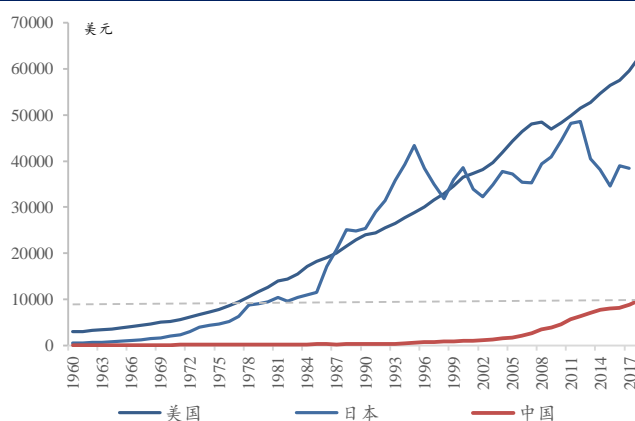


资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.3 疫情加速连锁化，头部占领品牌、规模、会员高地

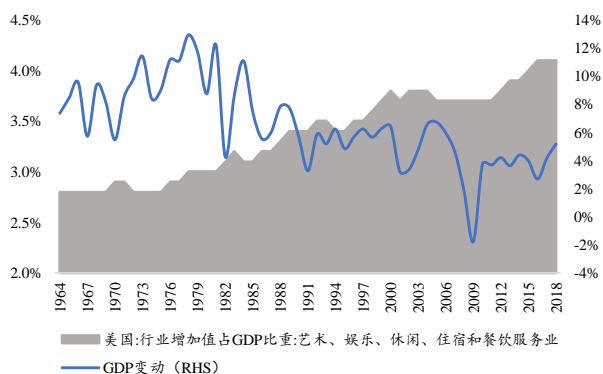
疫情不改我国服务业需求提升趋势。我国人均 GDP 接近美国 70 年代末，日本 80 年代初左右水平。彼时日本 GDP 增速进入换挡期，从 60-70 年代双位数的增长（1960-1978 CAGR=15.2%）跌至 80 年代后的单位数增长。美国 GDP 增速亦于 80 年代后呈下降趋势。然而，物质水平已极大提高的居民对生活品质及精神层面的追求提升。第三产业加速崛起，休闲服务业对 GDP 贡献加大，家庭消费呈现出升级化、休闲化及个性化特征。

图46、我国人均 GDP 处美国 70 年代末，日本 80 年代初水平



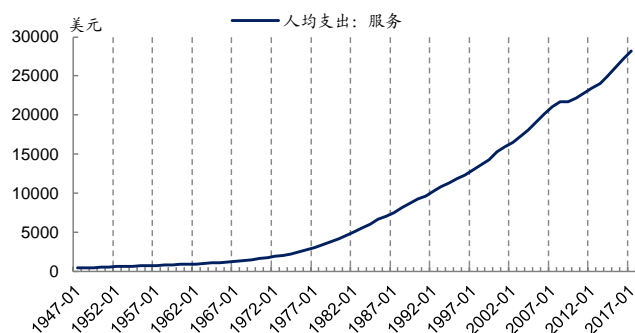
资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图47、美国文化休闲业对 GDP 贡献持续加大



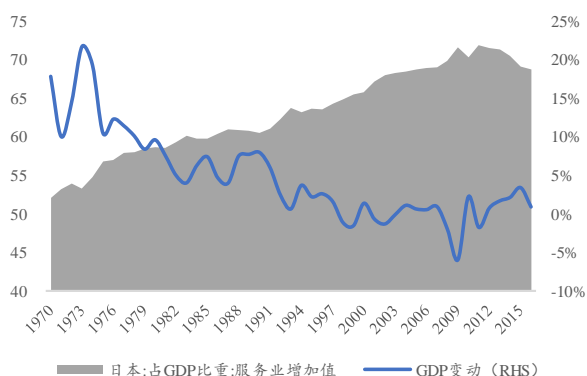
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、美国 70 年代末服务业支出启动



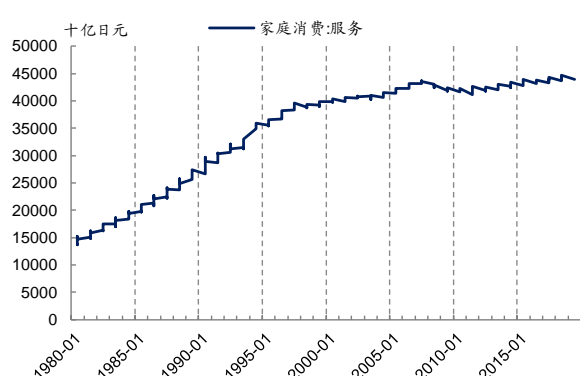
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、日本服务业增加值对 GDP 贡献持续上升



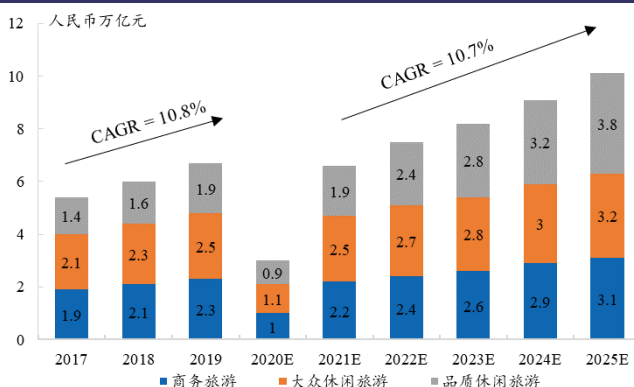
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、日本服务业支出持续攀升



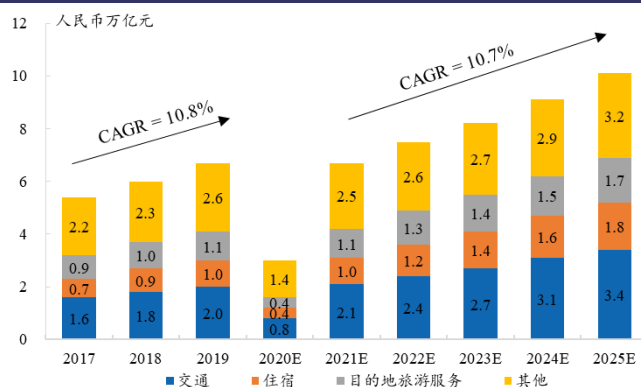
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、中国旅游市场：按旅游目的分



资料来源：携程招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图52、中国旅游市场：按消费形式分

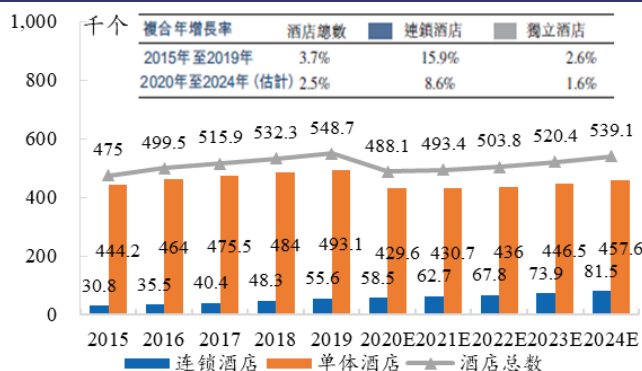


资料来源：携程招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

我国连锁酒店渗透率低，拓展空间大。中国酒店行业仍高度分散，独立酒店与连锁酒店之比远高于全球平均。截至 2019 年底，我国连锁酒店客房数量仅占总酒店客房的 24.9%，远低于 41.1% 的全球平均水平；预计 2020-2024 年，连锁酒店客房数量的年复合增长率为 10.5%。2019 年

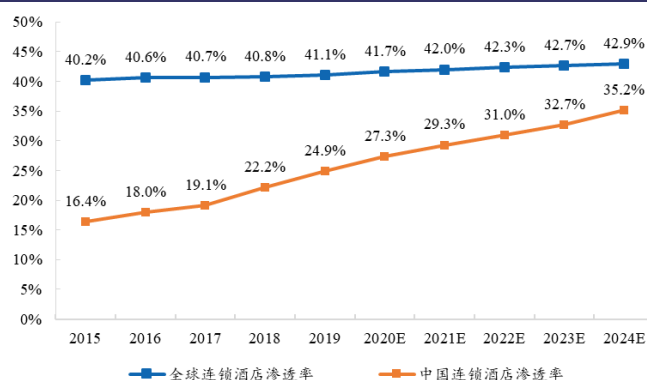
中国三线或以下城市连锁酒店渗透率为 21.1%，低线城市为连锁酒店带来巨大增长机会。

图53、中国连锁酒店及独立酒店的数量细分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、我国连锁酒店渗透空间大

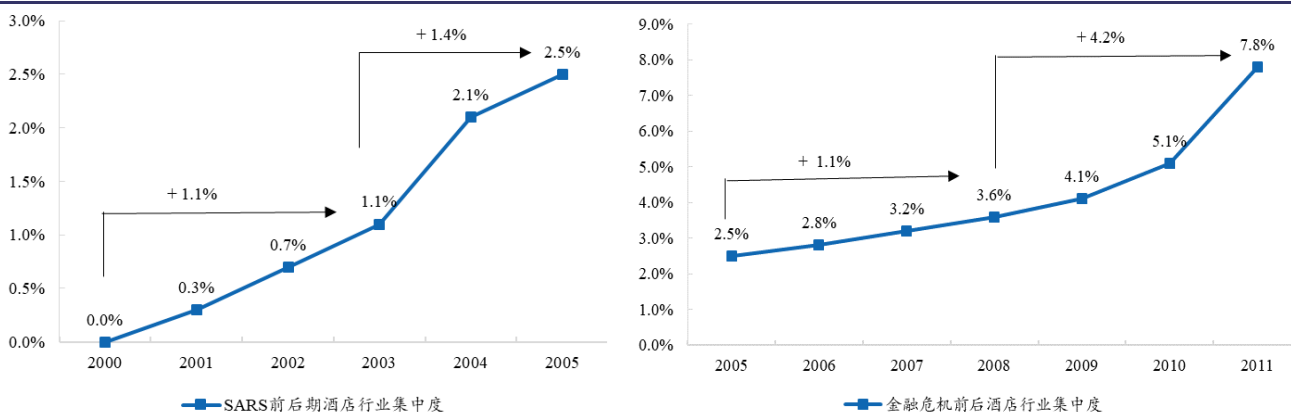


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

后疫情时代酒店行业加速连锁化及品牌化。受疫情影响，单体酒店关闭数量远大于连锁酒店，携程平台保守估计中国 2020 年酒店倒闭数量约为 15 万家，其中单体酒店倒闭比例高达 98%。相比之下，连锁酒店抗风险能力出众。连锁酒店通过建立品牌优势带来客户流量、高效降本，提升经营效率；单体酒店出清带来行业整合机遇，越来越多的独立酒店经营者可能通过特许经营或管理加盟的方式选择加入连锁酒店，以享有连锁酒店所提供的客户流量、品牌声誉及抗风险优势。

对比 2003 年非典和 2008 年金融危机，酒店行业在下行期后均呈现低端单体酒店出清、行业集中度提升的趋势。预计 2020-2024 年，连锁酒店客房数量的年复合增长率为 10.5%，低线城市为连锁酒店带来巨大增长机会。

图55、危机加速行业整合：SARS 及金融危机后酒店行业集中度持续提升

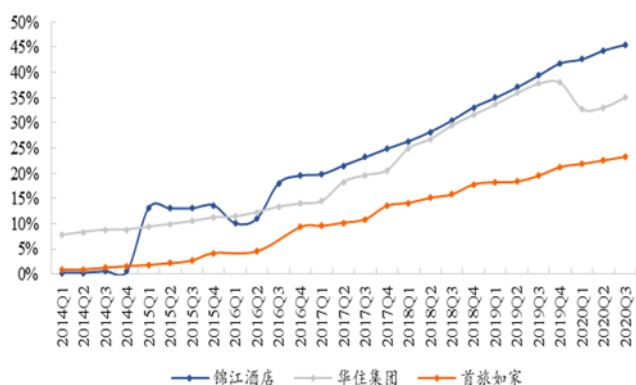


资料来源：华住业绩 ppt，兴业证券经济与金融研究院整理

消费升级推动中高档连锁酒店高速增长。从中长期看，国家经济发展及家庭财富的持续增加带动消费升级，我国消费者对中高端酒店的需求大量增加，向高品质及多元化服务转变。据携程数据，“五一”假期酒店订单量同比 2019 年增长 43%，其中四星级以上酒店占比超过五成，中高端酒店预订趋势增长显著。

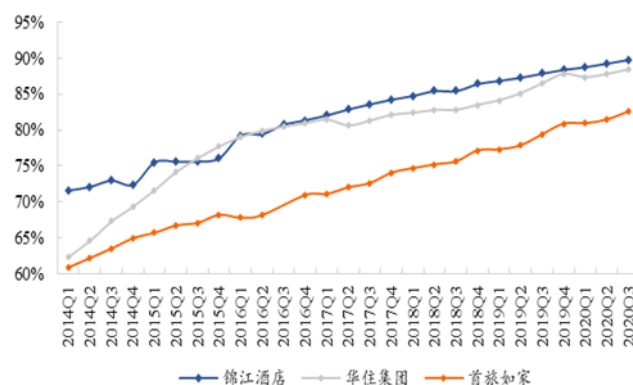
2020 年中国前三大酒店集团（华住+首旅+锦江）加盟模式及中高端趋势明显。三大酒店门店总数保持 12.85%，中高端酒店占比分别为 36.2%/23.8%/51.3%。轻资产加盟模式有利于酒店的快速扩张，可以减少初期投资，降低经营成本，提升资金使用效率。前三大酒店集团侧重于通过轻资产加盟模式实现其扩张战略，持续优化盈利模式。

图56、我国前三大酒店中高端占比呈上升趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、我国前三大酒店加盟占比趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

综合来看，国内旅游市场迎来全面复苏期，在“量”的全面修复下，下半年“价”的修复有望释放，看好下半年旺季来临行业景气度的提升。从中长期结构看，疫情下单体酒店出清带来行业整合机遇，酒店行业加速品牌化、连锁化、集中化，龙头受益。从经营模式来看，轻资产加盟及中高端占比提升有望进一步提振龙头公司盈利能力。

2.3、濠赌业：至暗时间已过，关注签注政策变化

2.3.1 人流、GGR 触底回升，短期看签注政策进一步放开

博彩业从无到有，至暗时刻已过去。濠赌业超 7 成旅客来自内地，自 2020 年 8 月自由行签注逐步放宽，行业 GGR/人流量企稳回升。2021 年 3 月，进入赌场已无需提供核酸检测。大陆赴澳旅客数 1-4 月分别同比 -77%/+426%/+674%/+6861%，较 2019 年水平恢复至 19.8%/14.9%/28.9%/31.2%；澳门博彩毛收入 1-5 月分别同比 -64%/+136%/+58%/+1014%/+492%，累计恢复至疫情前 3 成水平。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

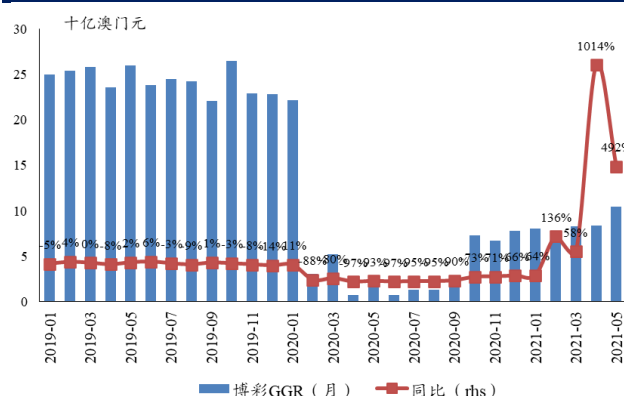
- 27 -

表6、出行限制及澳门赌场运营限制（截至 2021.5）

方面	COVID-19	逐步放松
赌场运营	新增运营限制： 1. 每张赌台最多 3 名客户入座（对比此前 8 名客户入座） 2. 角子机间隔一个开放运营（对比此前仍在执行全部投入运营） 3. 禁止未入座的赌台客户下注（此前允许站立在座位后方的客户下注）	仍在执行
	新增检疫要求： 1. 出示 7 日内有效的核酸检测阴性证明 2. 常规体温检查 3. 未戴口罩禁止入内（此前不允许佩戴口罩进入赌场）	2021 年 3 月，进入赌场无需提供核酸检测
	大陆游客赴澳门旅游签证暂停发放（包括个人游签证和旅行团签证） 外国游客禁止入境 强制核酸检测	2020 年 8 月起，大陆游客赴澳门旅游签证自珠海、广州至全国逐步恢复；仅限人工办理 大陆游客赴澳门旅游签证自珠海、广州至全国逐步恢复出示 7 日内或 24 小时内有效的核酸检测阴性证明（不同出发地要求不同）
防疫限制	严格执行 14 天强制隔离	2020.8 中国大陆往来澳门免隔离
交通	航班、水运停止	少量恢复

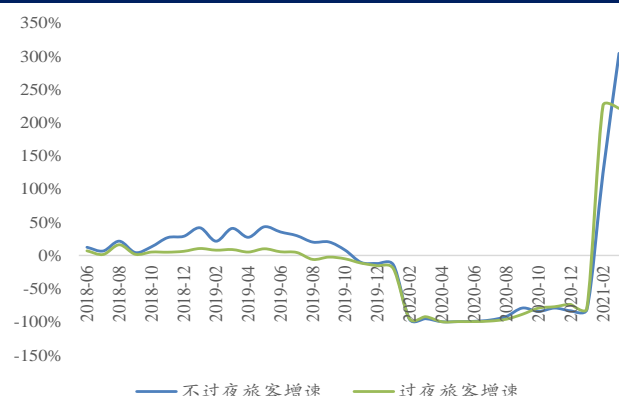
资料来源：DSEC, DICJ, 兴业证券经济与金融研究院整理

图58、 GGR 强势恢复



资料来源：WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图59、 澳门过夜/不过夜旅客均大幅提升



资料来源：WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

表7、濠赌行业股票表现

证券代码	证券简称	收盘价	月涨跌幅	市值 (亿港元)	年初至今涨跌幅	收入 (亿)	YoY (%)	EBITDA (亿)	报表 货币
01928.HK	金沙中国	34.0	-1.7	2,747.6	-0.3	11	-80.3	-5.6	USD
00027.HK	银河娱乐	62.5	-0.7	2,718.0	3.7	85	-71.3	-10.2	HKD
01128.HK	永利澳门	13.1	0.3	684.1	0.9	5	-78.5	-20.6	HKD
00880.HK	澳博控股	8.8	0.3	500.5	1.6	74	-78.2	-20.9	HKD
02282.HK	美高梅中国	12.4	0.6	472.0	-6.8	27	-77.8	-13.7	HKD
00200.HK	新濠国际	14.4	1.1	218.0	-4.6	135	-70.0	-12.0	HKD

资料来源：公司年报，WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理；注：EBITDA 取 2020 年报数据

自由行自助签注尚未开放，为 21H2 行业关注重点。尽管自由行人工签注已于 2020 年 8 月逐步放开，但自动签注机、异地团签仍未恢复，是行业进一步修复的最大阻碍，因此下半年行业主要关注点还是在于签注

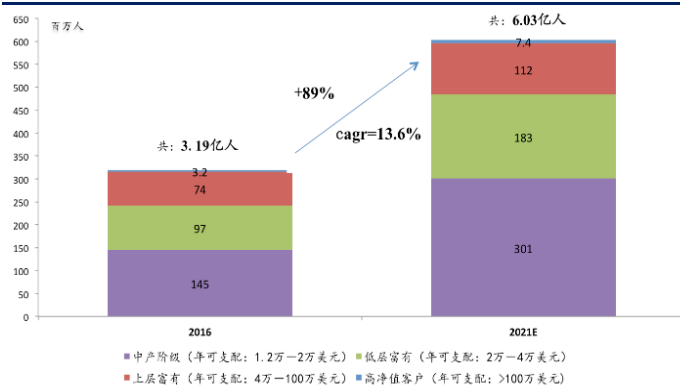
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

政策。尽管短期内广东地区疫情反复或影响行业修复，但预计随着疫情得到控制、疫苗接种率提升，“疫苗护照”计划或可实施，有利于内地澳门往返。此外，澳门政府于施政报告提到向中央政府申请开放自由行城市数量、进一步放宽广东居民赴澳政策以刺激旅游业发展。整体看，豪赌业已走出泥潭，但仍待佳音。

2.3.2 短期事件不改长期展望：未来两年开业潮+基建完善有利行业景气度

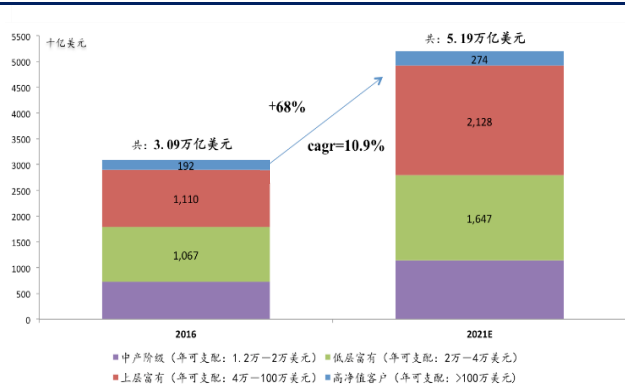
从需求端看，中产阶级人口及消费增长保障出境游景气度。中产阶级人口为大众博彩的主要贡献者，其出游保障了澳门旅游博彩业需求端的主要动力。中国中产及以上阶层人口于2021年有望达6.03亿人次，个人消费将达5.19万亿美元，较2016年分别增长89%及68%，有望大力推动出境游需求。

图60、我国中产阶级人口增速可观



数据来源：欧瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、我国中产阶级消费增速可观



数据来源：欧瑞，兴业证券经济与金融研究院整理

港澳游为我国出境游首选，澳门旅游渗透率仍低。受益于相对便利的交通及语言环境，港澳游为我国居民出境游的首选。但尽管近年访澳旅客持续增长，但来源依然单一，逾4成的旅客均来自广东省。保守估算，澳门对广东省渗透率为6.3%，对全国平均渗透率只有3.5%，分别按年增长0.2pct及0.8pct，但对比美国拉斯维加斯对全国10%及对邻近州24%以上的渗透率，澳门旅游业的市場空间依然巨大。

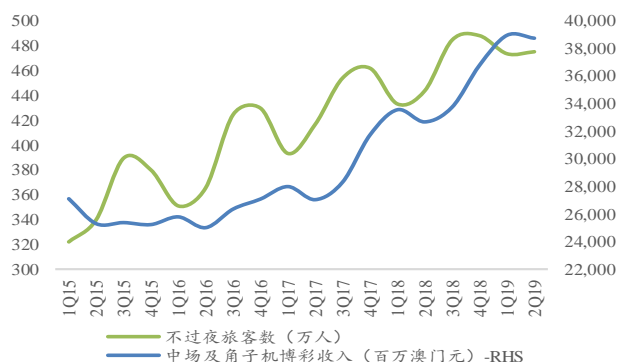
表8、澳门旅游渗透率

	截止 6 月的 12 个月各省访澳人次(万人)		YOY	人均到 访数(次)	16-60 岁当地城 镇人口 (万)	人均 GDP (元)	渗透率
	2018 年	2019 年					
广东省	964.44	1163.11	21%	3	5,071	86,412	6.34%
湖南省	107.75	131.71	22%	2	2,436	52,949	2.21%
福建省	86.17	100.75	17%	2	1,647	91,197	2.62%
湖北省	78.17	99.8	28%	2	2,275	66,616	1.72%
广西壮族自治区	68.95	96.8	40%	1.5	2,500	41,489	1.84%
浙江省	71.1	87.79	23%	1.5	1,563	98,643	3.03%
江苏省	64.13	83.54	30%	1.5	1,383	115,168	3.09%
上海市	65.38	75.22	15%	1.5	3,521	134,982	1.24%
四川省	46.05	62.34	35%	1.5	3,117	48,883	0.98%
河南省	52.37	60.08	15%	1.5	2,741	50,152	1.27%
江西省	53.47	55.2	3%	1	1,640	47,434	3.26%
北京市	37.51	41.08	10%	1.5	1,220	140,211	2.05%
辽宁省	35.36	35.23	0%	1	1,917	58,008	1.84%
黑龙江省	31.38	35.11	12%	1	2,689	43,274	1.17%
山东省	33.21	34.35	3%	1	3,940	76,267	0.84%
安徽省	28.6	34.64	21%	1	1,463	47,712	1.95%
重庆市	27.33	33.28	22%	1.5	1,281	65,933	1.42%
河北省	32.93	28.38	-14%	1	2,175	47,772	1.51%
吉林省	23.3	26.33	13%	1	995	55,611	2.34%
山西省	22.06	24.84	13%	1	1,380	45,328	1.60%
天津市	13.82	14.3	3%	1.5	1,416	120,711	0.65%
总计	2,356.83	2,786.98	18%	1.4	48,225.80	64,644.00	3.49%

资料来源：国家统计局，DSEC，兴业证券经济与金融研究院整理

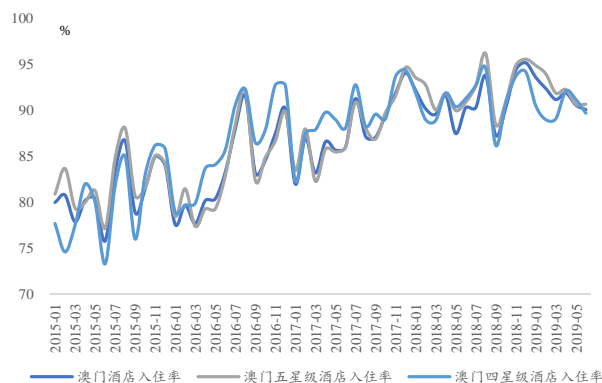
从供给端看，澳门未来两年接待能力持续优化，叠加基建完善外生引流，行业景气度或提升。尽管近年来澳门酒店客房数稳步提升，其入住率却长期维持高位，五星级酒店入住率高达 85%，节假日更是出现订不到房的情况，客房供应趋紧；反观 Vegas 的到访人次为澳门的 1.3 倍左右，客房数目却为澳门的 4 倍之多且依然能保持逾 80% 的高入住率；澳门趋紧的客房供应对客流形成了一定限制。

图62、澳门大众博彩走势与过夜旅客数走势基本一致



数据来源：DICJ，兴业证券经济与金融研究院整理

图63、疫情前澳门酒店入住率趋饱和



数据来源：DSEC，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 30 -

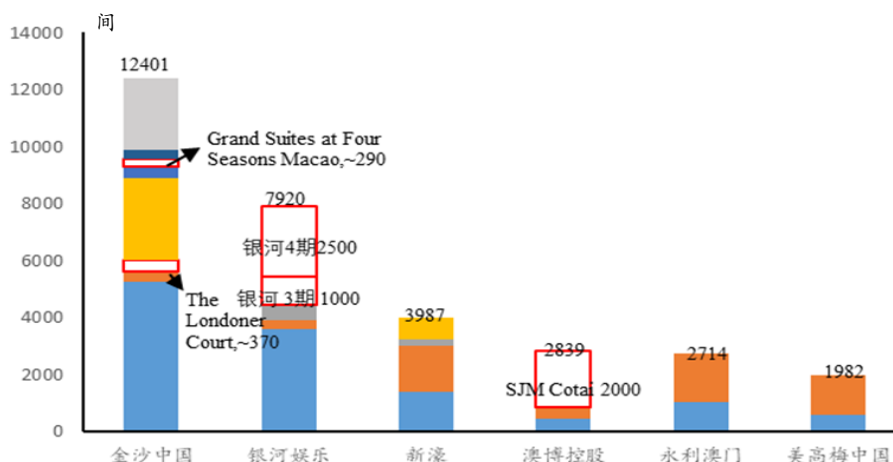
未来三年开业潮有望改善客房趋紧态势，加强行业聚群效应。金沙“伦敦人”项目已于21Q1开业，澳博“上葡京”项目预计于21年底正式推出，而银河三/四期预计于2022/2024年开业。行业预计于三年内增添近7000间(+27%)高端客房；届时，其年接纳能力将超过1000万人次，较2018年789万的五星级酒店入住人次有近27%的空间。新物业的落成及澳门客房数的提升有望释放并满足潜在需求，在供给端保障行业发展空间。回顾历史，2010年前后及2016年前后的开业潮分别开启了行业第一春及复苏的步伐，预计未来大型特色物业的落成能再次丰富澳门旅游业，拉动人流，为行业发展提供驱动力。

图64、澳门GGR（百万澳门元）与新增物业情况



资料来源：DICJ，兴业证券经济与金融研究院整理

图65、未来三年客房增量



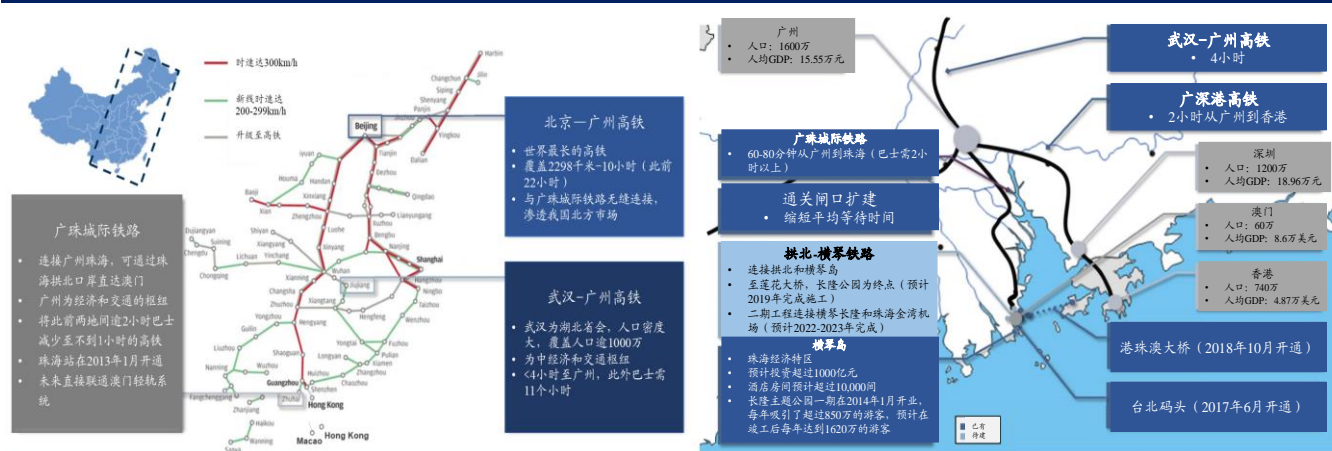
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 31 -

大湾区稳步发展,基建完善助力人流增长。除了澳门接待能力内生优化,基建的完善亦有望提升访澳便捷度: 1、莲花口岸已迁至横琴口岸,内地与澳方查验单位在旅检通道实施“合作查验、一次放行”通关查验模式;在小客车、货车通道实施“一地两检”通关查验模式。陆路便捷度进一步提升。2、广珠城轨横琴延长线已进入调试阶段,其开通后意味着澳门将正式与内地高铁系统连接。参照 18 年 10 月底港珠澳大桥开通对人流的强势推动,我们认为广珠城轨有望为澳门带来更多内陆过夜旅客。

图66、广珠城轨延长线将澳门连接到内地高铁系统



数据来源: SCMP, LVS 财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **粤港澳大湾区红利:** 形成粤港澳大湾区一小时都市圈, 提供便利;
- **横琴开发:** 纳入国家“十二五”规划, 促进大陆与港澳各产业合作, 协助澳门经济多元化发展, 建设世界休闲旅游中心; 第十三届全国人民代表大会常务委员会第十四次会议审议了国务院关于提请审议授权澳门特别行政区对横琴口岸澳方口岸区及相关延伸区实施管辖的议案, 横琴口岸将实现一次通关;
- **港珠澳大桥:** 2018 年 10 月底开通, 将三地间约 5 小时的车程缩短至 30 分钟, 开通后赴澳人次至今保持了双位数增长;
- **广珠城轨横琴延长线:** 澳门与大陆高铁实现无缝对接、一次性通关; 广州至澳门铁路时间缩短至一小时; 相较港珠澳大桥, 铁路对内陆旅客的连接加强, 有望推动更多过夜旅客。

表9、澳门周围已建成基建项目

项目	建成时间	连接城市	交通便利度增加	增量空间
新氹仔码头	2017年10月	香港、深圳	每日最高可接纳40万入境人次	-
澳门机场	2018年年初扩建	大陆及东南亚	2018年载客量升15%至826万人次	每年可增180万人次
港珠澳大桥	2018年10月	香港、澳门、珠海	深、港、澳、珠四大城市1小时交通圈	每年可增1400万人次
广珠城轨延长线	已建成，预计2020年通车	广珠、珠海等	横琴站与澳门轻轨无缝对接	每日路线容量达8万人
澳门轻轨氹仔段	2019年12月开通	澳门市内	覆盖海陆空三口岸	每日路线容量达4.56万人
新横琴口岸	2019年12月启用	珠海	60条自助查验通道，24小时通关	年旅客通关量8000万人次
青茂口岸	2020年底竣工	珠海	100条自助查验通道，24小时通关	-
澳氹跨海大桥IV	2020年底开通	澳门市内	双向6车道，中间预留2条电单车车道	每日车辆流量约7万架次

资料来源：地方政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

综合来看，板块最差的时间已过去，FY22 估值达 12 倍，低于历史平均水平，具备安全边际。随着通关隔离政策放松及自由行开放，澳门人流及 GGR 已走出至暗时刻。结构上看，疫情+监管之下，中介人业务承压、VIP 资金流动受限，VIP 博彩占比持续下降，澳门博彩业大众化、多元化的结构性变化已经凸显。由于大众博彩与人流息息相关，因此接下来板块业绩及情绪面的关键点在于签注的进一步放松、旅客消费能力情况及港澳通关政策情况。

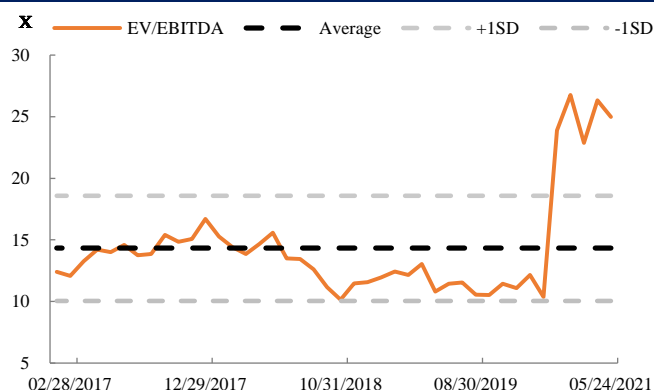
我们认为自助签证的放开只是时间问题，届时将显著推动板块情绪面修复。行业 FY22 估值达 12 倍的历史偏低位，具备一定安全边际。整体看，濠赌板块仍待政策落地，但估值已至合理水平，预计 21H2 可迎来显著改善，机遇大于风险。未来两年澳门将迎来开业潮，新增物业及龙头物业升级后可增强聚群效应，加上基建持续优化，澳门综合吸引力有望持续提升，长期价值凸显。

表10、博彩行业估值表

公司	代码	股价-元	市值	五年平均	EV/EBITDA					EBITDA(亿 USD)				
		2021-06-11	(交易币种 亿)	EV/EBITDA	2018	2019	2021	2022	2023	2018	2019	2021	2022	2023
港股														
金沙中国	01928.HK	34.0	2,748	16.6	13.6	15.8	27.8	13.8	12.1	28.1	29.5	14.8	29.8	34.1
银河娱乐	00027.HK	62.5	2,718	18.0	13.4	15.4	31.0	16.3	14.0	20.0	19.3	11.0	20.9	24.4
美高梅中国	02282.HK	12.4	472	15.1	18.1	11.2	23.6	11.9	10.9	4.6	7.1	3.5	6.9	7.5
永利澳门	01182.HK	13.1	684	14.6	10.8	13.4	25.5	12.5	11.0	13.3	11.9	5.0	10.2	11.6
澳博控股	00880.HK	8.8	500	16.4	10.1	12.6	38.3	11.3	9.6	4.8	5.3	2.2	7.4	8.6
金界控股	03918.HK	7.6	331	8.8	8.8	11.0	10.2	7.5	6.5	5.3	7.0	4.6	6.3	6.4
平均			1242	14.9	12.5	13.2	26.1	12.2	10.7	12.7	13.3	6.8	13.6	15.4
美股														
金沙集团	LVS.N	55.63	425	15.3	10.0	12.8	28.4	13.8	11.5	48.6	49.0	20.3	41.2	49.4
新濠博亚	MLCO.O	17.48	83	11.3	9.9	10.7	18.2	9.5	8.3	12.0	14.6	7.5	14.3	16.5
永利度假	WYNN.O	127.2	147	16.7	13.7	14.9	28.3	14.3	12.4	12.9	15.4	8.3	16.4	18.9
平均			218	14.4	11.2	12.8	25.0	12.5	10.7	24.5	26.3	12.0	24.0	28.2

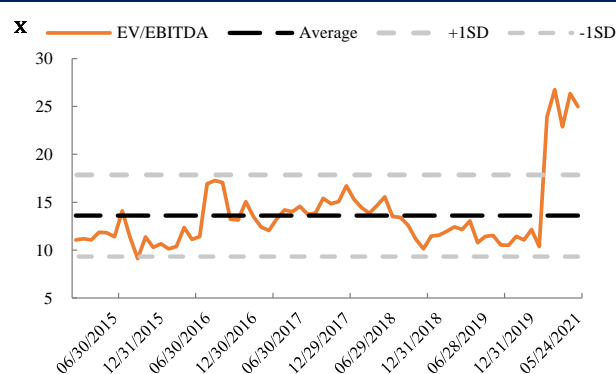
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理；注：港股股价及市值为港元，美股为美元

图67、博彩行业现估值及历史3年平均水平



数据来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

图68、博彩行业现估值及5年平均水平



数据来源：彭博，兴业证券经济与金融研究院整理

3、推荐标的

3.1、同程艺龙：Q1表现胜预期，预计Q2可延续强势增长

21Q1 业绩胜预期，毛利率创新高： 公司 21Q1 收入为 16.1 亿，同比 +60.6%，较 19Q1 已恢复 9 成。公司成本结构优化，VAS 业务贡献增长，高毛利业务占比提升，推动公司毛利率提升至 74.7% 的高位。从费用看，期内公司加大了销售力度，但研发及管理费用控制得当，三大费用率共计 64%，环比减少 8.4pct，经调整 Non-GAAP 费用率达 60.6%，环比减少 1.9pct。公司期内经调整净利润达 2.96 亿元，同比 +279.5%，费用率达 18.4%，较 20Q4 的 16.9% 进一步提升。

Q2 展望： 收入较 19Q2 可增 30%-35%，ANP 超 3.5 亿元。公司将进一步加大交叉销售并推动多渠道变现。住宿：预计 Q2 国内间夜量增速可进一步提升，下沉策略下预计 21Q2 ADR 较 2019 年水平小幅下降。交通：预计机票票量较 19Q2 可实现双位数增长，地面交通将持续导流至机票业务，推动收入增长。其他：公司将加强商旅及 PMS 的业务发展，加上广告收入贡献，预计 Q2 其他业务板块较疫情前可录得显著增长。

投资建议： 公司延续了行业领先的恢复态势，Q1 收入利润均超预期，下沉、交叉引流及多渠道的发展战略奏效。考虑到 Q2 清明、五一假期消费者出行需求旺盛，加上公司“机票盲盒”营销策略大获成功，品牌热度持续加强，预计公司 Q2 业绩将延续强势增长。我们看好公司差异化的发展策略及日益丰富的流量入口。公司与腾讯的合作有望于 Q2 落地，不确定因素消除，预计公司 FY21 经调整净利率仍可接近 18%。预

计公司 2021-2023 年收入至 87.5/104.3/123.5 亿元，经调整净利润为 15.65/21.77/25.24 亿元，维持“买入”评级。

表11、同程艺龙年度财务预测

(人民币 千元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
住宿预订	2,358,123	1,945,153	2,972,259	3,604,033	4,323,621
yoy	28.8%	-17.5%	52.8%	21.3%	20.0%
交通票务	4,517,658	3,471,129	5,059,162	5,968,229	6,982,285
yoy	39.8%	-23.2%	45.7%	18.0%	17.0%
其他	517,151	516,309	716,024	859,229	1,048,259
yoy	168.3%	-0.2%	38.7%	20.0%	22.0%
总收入	7,392,932	5,932,591	8,747,444	10,431,490	12,354,164
yoy	40.7%	-19.8%	47.4%	19.3%	18.4%
营业成本	-2,317,746	-1,696,606	-2,437,418	-3,226,454	-3,829,791
毛利润	5,075,186	4,235,985	6,310,027	7,205,036	8,524,373
yoy	38.9%	-16.5%	49.0%	14.2%	18.3%
经营利润	859,527	381,922	1,064,351	1,701,556	1,998,914
经调整 EBITDA	2,018,532	1,366,484	2,291,269	3,013,789	3,426,423
所得税	-194,989	-72,044	-188,984	-292,997	-344,508
净利润	686,522	325,533	886,537	1,430,513	1,682,009
经调整净利润	1,544,320	953,972	1,565,341	2,176,505	2,524,134
归母净利润	688,098	327,593	888,738	1,434,065	1,678,645
经调整归母净利润	1,545,896	956,032	1,567,542	2,180,057	2,520,770
每股盈利					
Non-GAAP EPS (元)	0.75	0.45	0.73	1.02	1.18
盈利能力					
毛利率	68.6%	71.4%	72.1%	69.1%	69.0%
经营利润率	11.6%	6.4%	12.2%	16.3%	16.2%
经调整 EBITDA 率	27.3%	23.0%	26.2%	28.9%	27.7%
调整后净利率	20.9%	16.1%	17.9%	20.9%	20.4%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

注：调整项主要包含“以股份为基础的酬金”、“无形资产摊销”、“物业、厂房及设备和使用权资产折旧”等，18 年另还包含上市及重组相关开支

3.2、九毛九：太二展现成长性、盈利性，期待新品牌发力

太二全年收入+53.6%，20H2 亮眼。尽管餐饮业受疫情影响严重，但公司逆势扩张，全年营收 27.15 亿元，同比+1%，其中太二营收 19.62 亿元，同比+53.6%，收入占比增至 72%；九毛九继续进行调整，在净关闭 45 家门店（-31.5%）的背景下，2020 年收入同比下降 47.8%至 7.16 亿。尽管餐饮业费用率固定，但公司费用控制仍胜预期，加上太二利润率较高，公司 2020 年经营利润为 3.48 亿元，经营利润率 12.8%，其中太二经营利润率达 16.2%。公司 FY20 净利润为 1.38 亿元，其中 20H2 净利润达 2.27 亿元，超过 FY19 全年的 1.86 亿元，胜市场预期。

太二维持快速扩张，ASP 小幅提升。门店扩张：公司共有 381 家门店。九毛九达 98 家，同比-31.47%，太二达 233 家，同比+84.9%。怂火锅面

世，年内新开 2 家。翻台率：九毛九 2020 翻台率为 1.7 次/天，相较于 2019 年的 2.3 次/天有 0.5 次/天的下滑，但较 20H1 的 1.3 次/天提升明显；太二 2020 翻台率较 2019 的 4.9 次/天下降至 3.8 次/天，但较 20H1 的 3.4 次/天提升。ASP：各品牌人均消费均小幅提升 5% 左右。

我们的观点：太二持续亮眼，在逆势快速扩张下，20H2 仍能达到 20.5% 的经营利润率，恢复至 FY19 水平，带领公司 20H2 经营利润率达 19.3%，而 FY19 全年仅为 17.9%，验证了太二的成长性及盈利性。九毛九及时增质提效、关闭落后门店，新门店模型坪效较老店+15%。此外，怂火锅 2020 年 8 月开业，年内仍处爬坡期，翻台率已达 2.6 次/天，收入已达 748 万，我们预计成熟的怂火锅单店年收入可超三千万，体量可观。我们持续看好公司管理实力，管理层对各品牌发展战略清晰，并加大上游布局以保障公司快速扩张、提振盈利能力。我们预计公司 2021-2023 收入达 51.2/72.4/99.1 亿元，归母净利润达 4.7/7.0/9.9 亿元（2019-2023 CAGR=56.75%），维持“审慎增持”评级。

表12、九毛九收入/门店/经营利润情况

	2017	2018	2019	2020	1H2020	2H2020
收入（千元）	1,469,183	1,892,821	2,687,287	2,714,830	949,507	1,765,323
九毛九	1,203,566	1,334,045	1,371,705	715,513	266,828	448,685
太二	244,025	540,232	1,277,022	1,961,811	671,718	1,290,093
其他品牌	21,592	18,544	38,560	37,506	10,961	26,545
收入占比						
九毛九	81.9%	70.5%	51.0%	26.4%	28.1%	25.4%
太二	16.6%	28.5%	47.5%	72.3%	70.7%	73.1%
其他品牌	1.5%	1.0%	1.4%	1.4%	1.2%	1.5%
门店数（间）	175	241	336	381	321	381
九毛九	139	147	143	98	105	98
太二	28	65	126	233	161	233
2 颗鸡蛋煎饼	8	29	65	46	53	46
怂（串串+火锅）	-	-	1	3	1	3
那末大叔	-	-	1	1	1	1
各线收入	1,469,183	1,892,821	2,687,287	2,714,830	949,507	1,765,323
餐厅经营	1,352,384	1,688,503	2,440,796	2,213,459	717,510	1,495,949
外卖业务	104,831	188,960	213,787	473,792	219,778	254,014
特产销售	1,709	949	3,596	3,070	1,273	1,797
其他	10,259	14,409	29,108	24,509	10,946	13,563
各线收入占比						
餐厅经营	92.1%	89.2%	90.8%	81.5%	75.6%	84.7%
外卖业务	7.1%	10.0%	8.0%	17.5%	23.1%	14.4%
特产销售	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他	0.7%	0.8%	1.1%	0.9%	1.2%	0.8%
经营利润	251,488	317,709	504,957	348,165	8,084	340,081
九毛九	199,473	230,186	243,111	32,652	-41,874	74,526
太二	54,500	97,063	274,484	316,990	52,040	264,950
其他品牌	-2,485	-9,540	-12,638	-1,477	-2,082	605

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 36 -

3.3、海底捞：全力提振翻台水平，期待业绩企稳回升

20H2 经调整净利率恢复至 8.3%。尽管餐饮业受疫情影响严重，公司仍逆势快速扩张，期内营收同比+7.8%至 286.1 亿元。按业务看，海底捞餐厅营收同比+7.2%至 274.3 亿，收入占比 95.9%；调味品及食材销售营收同比-14.8%至 4.2 亿，占比 1.47%；外卖业务同比+60%至 7.2 亿，占比 2.5%。期内原材料成本/员工费用率同比+0.6pct/+3.7pct 至 42.9%/33.8%；而租金及相关费用率维持稳定。公司 FY20 归母净利润跌至 3.09 亿元。但值得一提的是，随着 20H2 业务逐步修复，公司 20H2 收入同比+27%，原材料成本/员工费用率同比-0.6pct/+0.5pct 至 42%/29.7%，成本费用控制得当；若加回汇兑损益，公司 20H2 净利率已恢复至 8.3%。

门店扩张：截至 2020 年底共有 1,298 家门店，FY20 净开店 530 间，店面总数同比+69%。一线/二线/三线及以下城市/内地以外地区净开店 65/167/257/41 家，品牌加速下沉外拓。

翻台率：FY20 翻台率为 3.5 次/天，同比-1.3 次/天。新开餐厅/现有餐厅翻台率分别达 2.8/3.7 次/天。

同店销售：同店翻台率为 4 次/天，同比-0.9 次/天，运营情况显著优于新开门店。同店日均销售额同比-17.8%至 10.5 万。三线城市及以下市场恢复领先，同店翻台率仅下降 0.6 次/天；而一线城市受损严重，同比-1.2 次/天至 3.7 次/天。

ASP：一线/二线/三线及以下城市分别+5.54%/6.34%/+5.58%，带动内地餐厅 ASP 同比+5.15%至 106.1 元，内地以外 ASP 增 3.94%至 192.6 元。公司期内推出 91 款新品，包括高单价的虾滑、牛肉及高附加值的甜点饮品等以推动公司整体 AS 同比+4.66%至 110.1 元。

我们的观点：在疫情压力+火锅社交特质+门店增多对顾客有所分流的背景下，公司门店表现恢复较缓。但公司期内成本费用控制仍得当，在 20H2 收入未能恢复正常的环境下，净利率仍能达 8.3%（FY19 为 8.5%），已实属难得。此外，公司 20H2 继续推进门店智能化以提效，在人均薪资增加的情况下将人工成本控制在 29.7%（FY19 为 30.1%），体现了稳健的运营实力及盈利能力。

短期看，受市场情绪及公司翻台率恢复较缓影响，海底捞股价下挫明显。但从业绩面看，我们认为门店加密必定会带来翻台率的下降，但 FY20 成熟门店翻台仍高达 4.0 次/天，属行业领先水平，亦验证了海底捞的拓

店空间。公司近期加大了内部监管，包括新门店翻台率改善计划、整改落后门店等，可有效改善 FY21 门店运营情况。我们仍长期看好海底捞的管理实力、成体系的底层支撑及盈利性持续提升的产品结构，预计公司 FY21-FY23 EPS 为 0.92/1.33/1.53 元，公司现估值有一定安全边际，维持审慎增持评级。

4、 风险提示

产品安全问题：餐饮重中之重为食品安全，若相关问题发生，将造成较大的社会影响，影响品牌形象。

竞争加剧：餐饮、酒旅市场仍分散且有一定同质化，面临潜在竞争。

经济环境过度疲软：酒店、博彩业与我国经济情况息息相关，有一定周期性。

新品不达预期：餐饮、酒店及博彩业的扩张均为重要增长逻辑，相关景气度分别受新品牌/新签约数量/新物业影响。

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司第一服务控股有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、達豐設備服務有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。