

# 服务业标准化趋势下塑造的高成长赛道

## 2021年下半年社会服务行业投资策略

证券分析师：王越 A0230521060001

2021.6.22



放眼十四五 共话新征程  
Eyeing the 14<sup>th</sup> Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源 · 2021资本市场夏季高峰会  
SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

# 主要内容

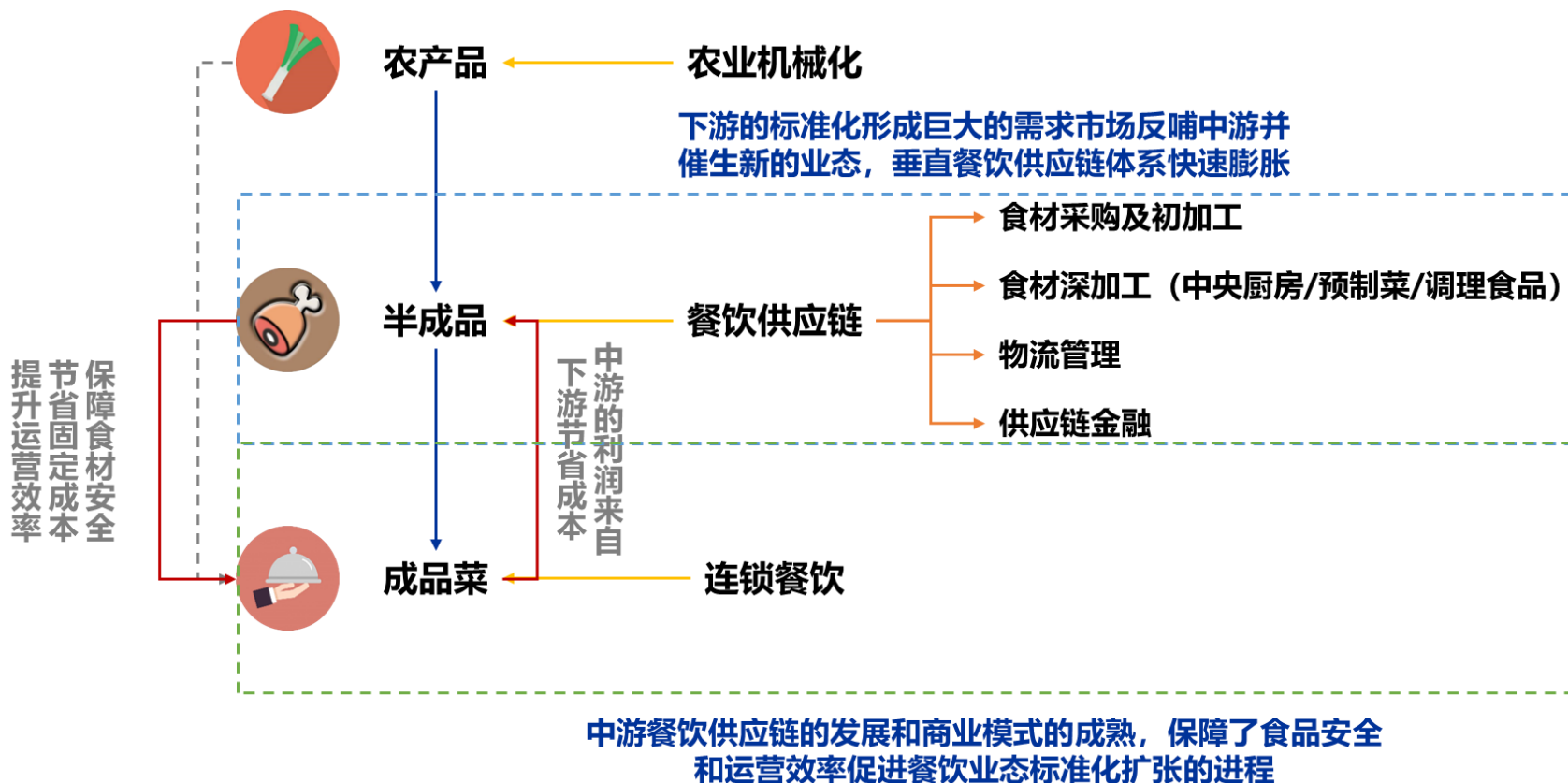
---

1. 餐饮标准化：塑造快速成长的连锁品牌
2. 酒店标准化：顺周期下产生戴维斯双击
3. 免税产业化：有序竞争形成集群效应
4. 盈利预测与投资建议

# 1.1 餐饮供应链标准化发展带来的投资机会

- 餐饮“工业化”的两大标志：**中游垂直供应链体系的整合和膨胀**，**连锁餐饮品牌和数量的快速增长**。规模化生产降低了整个产业链的成本，也提升了产业链增速，中游和下游兼具投资机会。

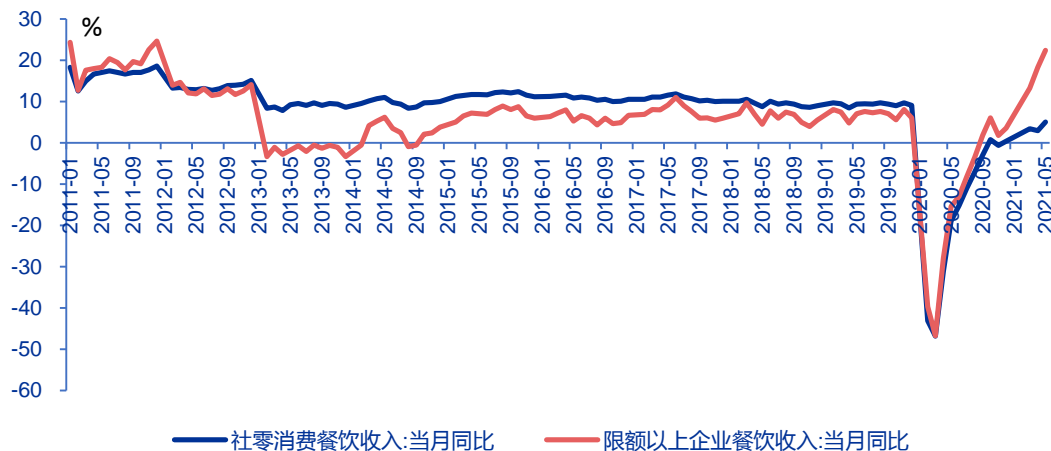
图1：餐饮供应链的发展加速行业扩张进程



## 1.2 供需结构：尾部供给出清，需求超过19年同期水平

- **疫情期间，餐饮供给结构优化。**2020年，国内餐饮关店率39.05%，开店率27.59%，门店数量出现净减少，疫情导致尾部供给出清，供给结构优化。
- **需求端恢复良好，超过19年同期水平。**餐饮行业高度成熟，稳态时期年增长率10%左右。供给极端分散长尾，头部企业市占率极低但成长空间也巨大。21年5月，社零餐饮收入达到3816亿元，同比19年同期增长5.09%。其中，限额以上餐饮企业恢复情况明显好于行业平均。

图2：疫情后，限额以上餐饮恢复情况明显快于行业整体



资料来源：Wind，申万宏源研究

备注：2021年当月同比为同比2019年同期

表1：2020年国内餐饮门店数量出现下滑

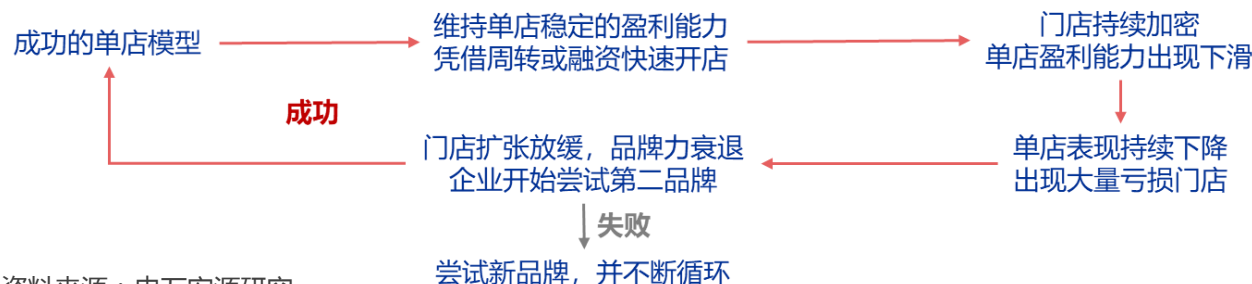
|    | 2019年常住人口/万人 | 人均可支配收入/元 | 营业中门店数/万家 | 每万人拥有门店数/家 | 2020新开门店数/万家 | 2020歇业门店数/万家 | 开店率    | 关店率    |
|----|--------------|-----------|-----------|------------|--------------|--------------|--------|--------|
| 全国 | 140005       | 30733     | 911.62    | 65.1       | 251.50       | 355.95       | 27.59% | 39.05% |
| 北京 | 2154         | 67756     | 16.58     | 77.0       | 5.26         | 6.17         | 31.72% | 37.20% |
| 上海 | 2428         | 73615     | 18.86     | 77.7       | 5.77         | 7.30         | 30.59% | 38.71% |
| 广州 | 1531         | 65052     | 19.80     | 129.4      | 6.66         | 7.07         | 33.64% | 35.72% |
| 深圳 | 1344         | 62522     | 18.20     | 135.4      | 6.90         | 7.35         | 37.88% | 40.40% |
| 杭州 | 1036         | 66068     | 11.83     | 114.2      | 3.75         | 4.00         | 31.67% | 33.78% |

资料来源：窄门餐眼，申万宏源研究

# 1.3 品牌生命周期：餐饮比齿轮老化的更快

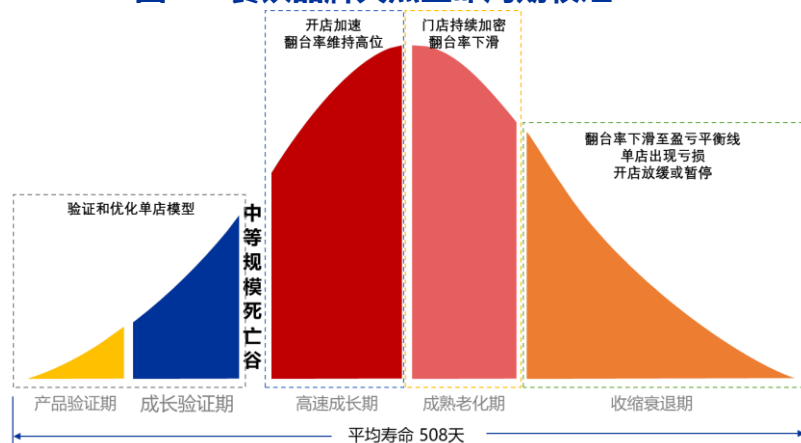
- 当前餐饮业面临“四高一低”（能源、人力、租金、原材料成本高，利润率低）的困境，为了提升利润水平，拓宽成长空间，需要寻求产业链上下延伸。
- 需求端的分散性和低粘性，决定餐饮品牌的生命周期明显短于其他行业，美团数据显示，国内餐饮平均寿命仅508天，**连锁餐饮的成长遵循以下步骤：**

图3：连锁餐饮成长路径



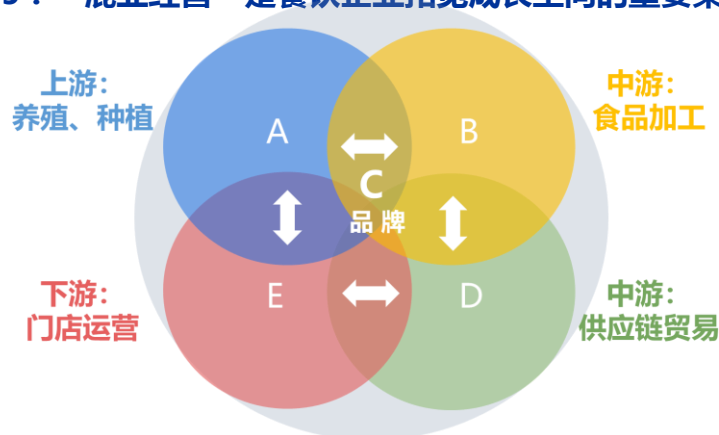
资料来源：申万宏源研究

图4：餐饮品牌天然生命周期较短



资料来源：申万宏源研究

图5：“混业经营”是餐饮企业拓宽成长空间的重要渠道

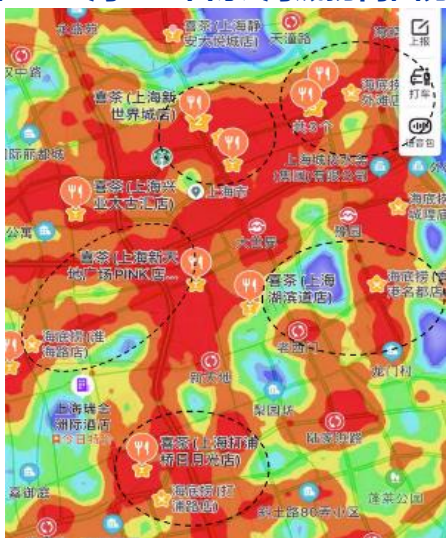


资料来源：申万宏源研究

## 1.3.1 单店盈利能力和开店速度之间存在悖论

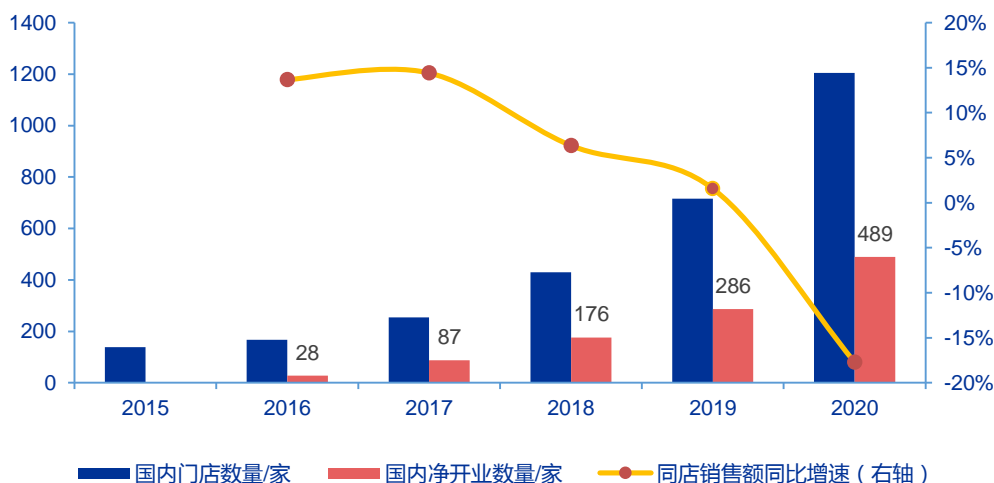
- 在扩张的过程中，单店的盈利能力和开店速度之间存在悖论，需求端是难以发生突变的，**因此超过临界点后，密度继续提升势必会造成分流效应，从而降低单店的周转率。**
- 对于餐饮企业而言，翻台率的顶点永远前置于收入利润的顶点，因此只要在盈亏平衡线以上，大部分餐饮企业普遍会选择维持扩张以实现收入利润的最大化。
- 2020年，海底捞国内净开业门店489家，为加快开店进程，部分新店放松选址标准，导致后期经营效果不理想，同时分流老店客流，**截至21年5月，海底捞翻台率约恢复至19年同期70%-80%左右。**

图6：上海地区喜茶-海底捞商圈分布



资料来源：百度地图，申万宏源研究

图7：疫情期间海底捞加速开店，新店对老店产生分流效应



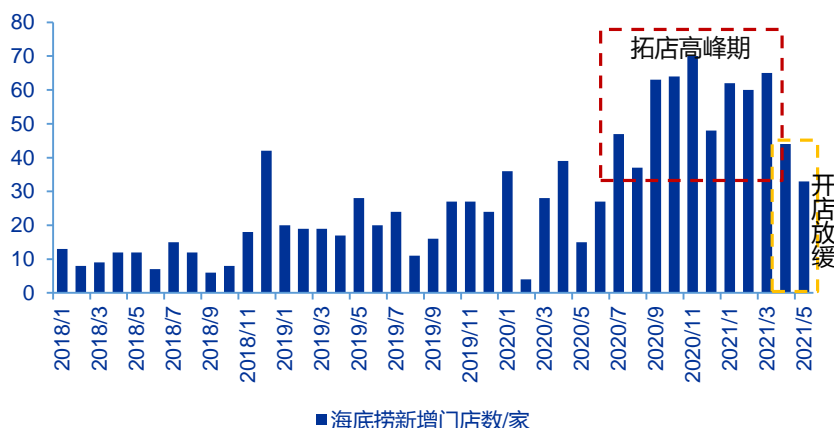
资料来源：公司公告，申万宏源研究



## 1.3.2 餐饮的定价方法：稳态利润+第二成长曲线溢价

- **餐饮企业的定价方法**：计算成长期结束后，所有门店的稳态利润，叠加第二成长曲线的潜在价值，作为该企业短期的市值空间。
- 以海底捞为例，预计到2022年，门店数量有望达到2000家，需求如果平稳恢复，预计稳态下翻台率约为19年的76%（即3.6-4次/天），该阶段一线/二线/三线城市单店净利润预计达到465/463/460万元，假设一、二、三线城市门店占比16%/40%/44%，**利润合计预计达到92.4亿元，给予25倍估值，则对应市值2310亿元。**
- 窄门餐眼数据显示，21年5月，海底捞新开门店33家，**公司主动放缓开店速度，将全年战略目标转换为降本增效，加快翻台率恢复进程。**

图8：疫情后加速扩张，同店销售受到影响



资料来源：窄门餐眼，申万宏源研究

表2：稳态条件下海底捞单店盈利能力预测（单位：万元）

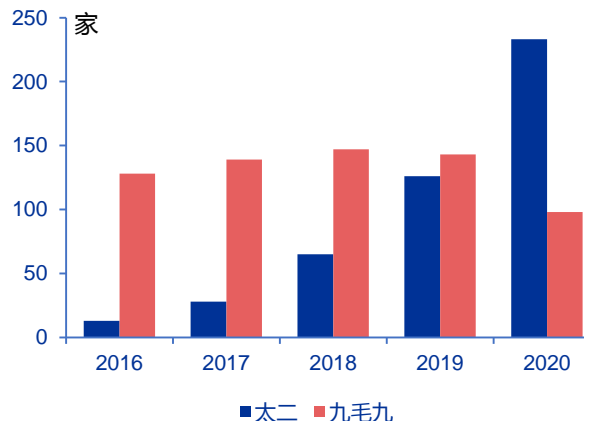
|              | 一线     | 二线     | 三线     |
|--------------|--------|--------|--------|
| 2019同店销售额    | 5681   | 5254   | 4323   |
| 稳态阶段同店销售额    | 4317   | 3993   | 3285   |
| 固定成本（租金、水电等） | 1927   | 1779   | 1358   |
| 原材料成本        | 1770   | 1597   | 1314   |
| 税前利润         | 620    | 617    | 613    |
| 税前利润率        | 14.37% | 15.45% | 18.67% |
| 净利润          | 465    | 463    | 460    |
| 净利率          | 10.78% | 11.58% | 14.00% |
| EBITDA       | 800    | 788    | 727    |
| EBITDA%      | 18.54% | 19.75% | 22.13% |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.4 九毛九：主品牌处于加速成长期，复制逻辑清晰

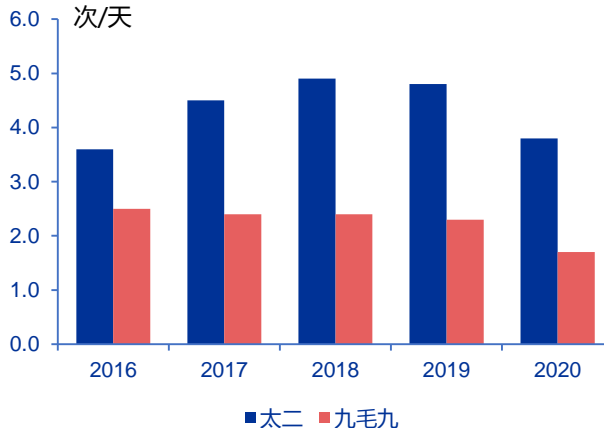
- **经营情况**：太二当前同店销售额已经超过19年同期，恢复情况领跑行业；九毛九也在稳步复苏过程中。
- **扩张情况**：2021年，太二预计新开100-120家门店，正处于成长速度最快的时期；九毛九收缩后正在调整单店模型，短期之内以稳定经营为主要目标。
- **新品牌**：太二是连锁餐饮中典型的高标准化代表，SKU少，后厨的加工过程经过拆分后形成流水线作业，使其在如此高的扩张速度下依然保持很高的门店质量。公司从未停止过探索实验新品牌的步伐，怂火锅目前在广州表现良好，6月即将落地深圳；太二前传也于5月在广州开业，在目前的餐饮企业中，公司的第二成长曲线可实现性较高。

图9：当前太二门店正处于高速扩张期



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图10：九毛九、太二翻台率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图11：九毛九、太二同店销售额变化情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究



# 1.5 奈雪的茶：位于成长初期，下沉和扩张空间极大

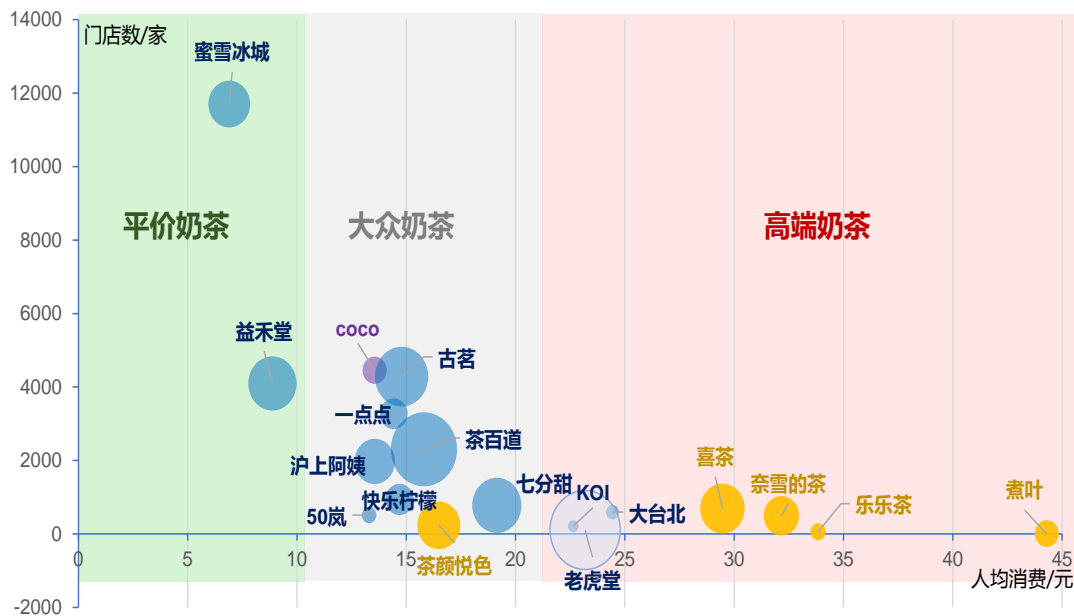
- 茶饮行业品牌竞争与门店数量均呈现明显的纺锤形，低端/高端茶饮分别具备供应链和品牌壁垒，而中端茶饮进入门槛最低，以加盟模式为主，扩张迅速，因此赛道最拥挤。
- 喜茶、奈雪的茶客单价约30元，隶属于中高端赛道，2016年前后跟随消费升级而诞生，门店均为直营模式，市占率不足0.5%，处于成长斜率最高的阶段。
- 参考其他成熟餐饮品牌，**预计成熟时期单一中高端茶饮品牌收入体量可达到400亿元以上，利润体量预计达到百亿以上。**

表3：单一中高端茶饮品牌销售规模预测

|       | 成熟门店日均销售额/万元 | 门店数量/家 | 年销售额/亿元 | 门店经营利润/亿元 |
|-------|--------------|--------|---------|-----------|
| 一线城市  | 3.05         | 438    | 48.08   | 12.02     |
| 新一线城市 | 3.73         | 358    | 48.1    | 12.03     |
| 二线城市  | 4.05         | 1391   | 202.82  | 50.7      |
| 其他城市  | 4.41         | 813    | 129.05  | 32.26     |
| 合计    |              | 3000   | 428.05  | 107.01    |

资料来源：奈雪招股说明书，申万宏源研究

图12：部分连锁品牌商业模式对比



资料来源：窄门餐眼，申万宏源研究

注：圆圈大小表示2020年开店的增速相对比较，黄色为仅直营，紫色为仅放开区域加盟，蓝色为可个人加盟；数据统计截止2021年1月15日

## 1.5.1 奈雪的茶：单店盈利能力稳定，且仍在优化

- 现阶段茶饮的利润来源还是高周转，茶饮店成熟模型需保证投资回收期在1年或者1.5年以内。
- 2019年，奈雪同店利润率为 21.0%（20 年为 13.5%）。**预计稳态运营阶段，奈雪标准店/ Pro店单店经营利润率分别约 25%/29%，单店盈利稳定。**
- 随着运营效率提升及租金成本降低（议价能力增长），**门店日均盈亏平衡点由7800元（2018）降低至3600元（2020），单店模型仍在不断优化。**

表4：咖啡、茶饮各品牌单店模型测算

|               | 奈雪的茶   | 奈雪的茶pro | 星巴克    | 一点点    | 蜜雪冰城   |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 装修单价（元/平方米）   | 4000   | 4000    | 5000   | 2000   | 1500   |
| 面积（平方米）       | 200    | 120     | 200    | 40     | 30     |
| 装修总价（万元）      | 80.00  | 48.00   | 100.00 | 8.00   | 4.50   |
| 设备（万元）        | 100    | 80      | 80     | 10.00  | 6.00   |
| 一次性加盟费（万元）    |        |         |        | 40.00  | 1.00   |
| 初始物料+房租等（万元）  | 50     | 35      | 50     | 15.00  | 15.00  |
| 初始资金准备（万元）    | 230    | 163     | 230    | 73     | 27     |
| 单位租金（元/平方米/天） | 50     | 40      | 18     | 15     | 10     |
| 年租金（万元）       | 360    | 172.8   | 129.6  | 21.6   | 10.8   |
| 人员数量（人）       | 20     | 13      | 12     | 4      | 3      |
| 每人工资（元/月）     | 6000   | 6000    | 6000   | 5000   | 5000   |
| 员工年薪酬（万元）     | 144    | 93.6    | 86.4   | 24     | 18     |
| 日杯数（杯）        | 1200   | 750     | 600    | 400    | 500    |
| 杯均单价（元）       | 32.16  | 32.16   | 30     | 12     | 7      |
| 年营业额（万元）      | 1409   | 880     | 657.00 | 175.20 | 127.75 |
| 毛利率           | 65.0%  | 65.0%   | 80.0%  | 75.0%  | 45%    |
| 原材料成本（万元）     | 493.01 | 308.13  | 131.40 | 43.80  | 70.26  |
| 水电杂费（万元）      | 20     | 15      | 20     | 5      | 3      |
| 折旧年限（年）       | 4      | 4       | 5      | 3      | 3      |
| 折旧摊销（万元）      | 45.00  | 32.00   | 36.00  | 19.33  | 3.83   |
| 持续加盟费（万元）     |        |         |        | 6.90   | 1.78   |
| 门店层面经营利润（万元）  | 346.60 | 258.85  | 253.60 | 54.57  | 20.07  |
| 门店层面经营利润率     | 24.61% | 29.40%  | 38.60% | 31.15% | 15.71% |
| 销售及管理费用其他率    | 15%    | 15%     | 20%    |        |        |
| 净利润（万元）       | 101.48 | 95.09   | 91.65  |        |        |
| 净利润率          | 7%     | 11%     | 14%    |        |        |

资料来源：奈雪招股说明书，各公司官网，申万宏源研究

## 1.5.2 奈雪的茶：互联网思维快速搭建品牌效应

- 2020年公司实现营收30.5亿，（+22.21%），调整后净利润0.17亿元，**经营效率提升，扭亏为盈。**
- **门店扩张下总部费用将进一步摊薄**：公司门店层面获得了较为丰厚的经营利润，但由于总部的销售、管理、融资等成本叠加，**截止2020年，公司调整后净利润率仅为0.5%，而2018年和2019年则分别为-5.2%和-0.5%。**
- 2019年公司各项费用率较2018年均有所下降，2020年疫情影响下，除融资成本率略有提升外，员工及广告开支费用率均持平。**开店加速下总部费用预计将进一步摊薄，提升利润率水平。**

表5：奈雪的茶利润表

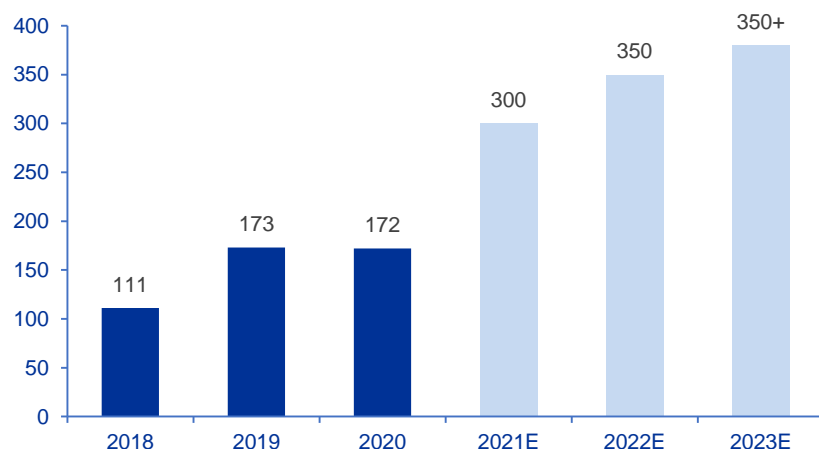
|                      | 2018     | 2019   | 2020.9.30 | 2018    | 2019   | 2020.9.30 |
|----------------------|----------|--------|-----------|---------|--------|-----------|
|                      | 绝对值（百万元） |        |           | 占相应收入比重 |        |           |
| 主营业务收入               | 1086.8   | 2501.5 | 2114.5    | 100.0%  | 100.0% | 100.0%    |
| 现制茶饮                 | 790.9    | 1824.2 | 1631.8    | 72.8%   | 72.9%  | 77.2%     |
| 烘焙产品及其他产品            | 295.9    | 677.3  | 482.8     | 27.2%   | 27.1%  | 22.8%     |
| 其他收入                 | 2.5      | 5.6    | 139.1     |         |        |           |
| 材料成本                 | -384.0   | -915.7 | -811.2    | -35.3%  | -36.6% | -38.4%    |
| 1原材料成本               | -317.6   | -702.2 | -612.4    | -29.2%  | -28.1% | -29.0%    |
| 1包装材料成本              | -66.3    | -213.4 | -198.8    | -6.1%   | -8.5%  | -9.4%     |
| 2现制茶饮                | -258.7   | -610.1 | -533.0    | -32.7%  | -33.4% | -32.7%    |
| 2烘焙产品及其他产品           | -125.3   | -305.5 | -278.1    | -42.3%  | -45.1% | -57.6%    |
| 员工成本                 | -340.2   | -750.7 | -604.4    | -31.3%  | -30.0% | -28.6%    |
| 使用权资产折旧              | -120.4   | -261.4 | -256.2    | -11.1%  | -10.5% | -12.1%    |
| 其他租金及相关开支            | -73.2    | -127.4 | -66.6     | -6.7%   | -5.1%  | -3.1%     |
| 其他资产的折旧及摊销           | -39.8    | -92.5  | -110.3    | -3.7%   | -3.7%  | -5.2%     |
| 广告及推广开支              | -39.4    | -67.5  | -49.5     | -3.6%   | -2.7%  | -2.3%     |
| 配送服务费                | -10.8    | -64.4  | -117.1    | -1.0%   | -2.6%  | -5.5%     |
| 水电开支                 | -23.6    | -51.7  | -48.0     | -2.2%   | -2.1%  | -2.3%     |
| 物流及仓储费               | -12.0    | -39.9  | -39.6     | -1.1%   | -1.6%  | -1.9%     |
| 融资成本                 | -46.2    | -96.2  | -91.2     | -4.2%   | -3.8%  | -4.3%     |
| 其他开支                 | -44.5    | -80.3  | -73.8     | -4.1%   | -3.2%  | -3.5%     |
| 其他亏损净额               | -2.6     | -2.2   | -6.6      | -0.2%   | -0.1%  | -0.3%     |
| 除税前（亏损）/溢利           | -47.4    | -42.7  | -20.7     | -4.4%   | -1.7%  | -1.0%     |
| 所得税                  | -22.3    | 3.0    | -6.8      | -2.1%   | 0.1%   | -0.3%     |
| 年/期内亏损               | -69.7    | -39.7  | -27.5     | -6.4%   | -1.6%  | -1.3%     |
| 调整项                  |          |        |           |         |        |           |
| [编纂]费用               |          |        | 3.3       |         |        |           |
| 以权益结算以股份为基础的付款开支     |          |        | 6.5       |         |        |           |
| 可赎回注资额利息             | 13.1     | 27.9   | 22.3      |         |        |           |
| 非国际财务报告准则经调整净（亏损）/利润 | -56.6    | -11.7  | 4.5       | -5.2%   | -0.5%  | 0.2%      |

资料来源：奈雪招股说明书，申万宏源研究

## 1.5.3 奈雪的茶：港股募资启动全国扩张，打造第三空间

- **未来两年公司计划门店超1000家**：截至2021年5月，公司共拥有556家奈雪的茶和63家台盖。21/22年计划新开300家/350家奈雪的茶，其中70%为pro店；预计21/22年开店所需初始资本开支4.29/5.01亿元。
- **募集资金助推扩张**：若以每股18.5港元发售，并行使所有超额配售权，则预计募集资金52.07亿港元（约43.28亿人民币），其中约70%用于新开门店相关开支。

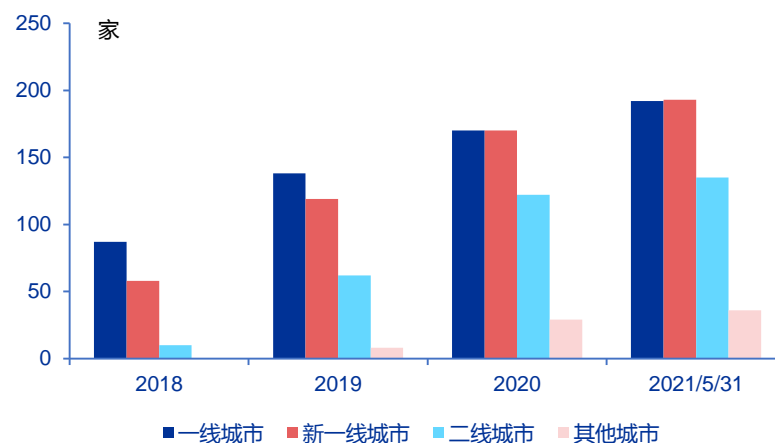
图13：奈雪的茶开店计划（单位：家）



资料来源：奈雪招股说明书，申万宏源研究

备注：汇率按1港元=0.8312人民币折算

图14：奈雪当前开店重点为一线与新一线城市加密



资料来源：奈雪招股说明书，申万宏源研究

## 1.6 海伦司：连锁酒馆龙头，有望实现3年6倍高增长

- **营收**：20年海伦司营收8.18亿元，归母净利0.70亿元，毛利率66.82%，经营利润率18.60%，剔除疫情影响，正常年份公司经营利润率25%-29%。从结构上看，公司接近60%的营收来自二线城市，二线城市桌单价和单店表现明显好于一三线城市。
- **成本**：19/20年，公司租金成本分别为9.42%/12.87%，人力成本分别为16.34%/21.88%，期间费用率约11-13%左右。

图15：二线城市单店日均销售额明显高于一三线

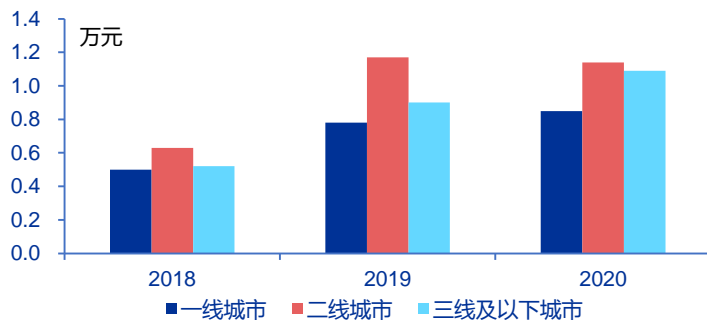


图16：海伦司成本结构

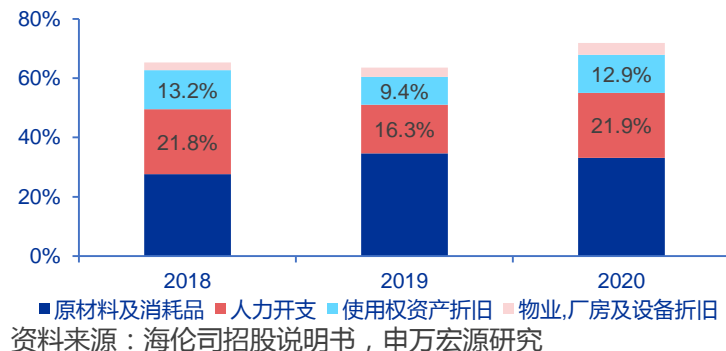


图17：营收快速增长，维持较高的经营利润率

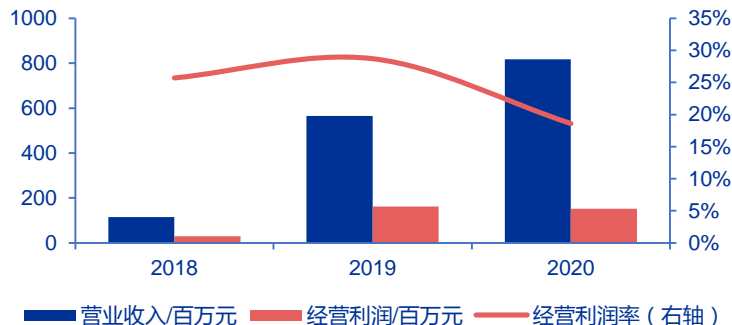
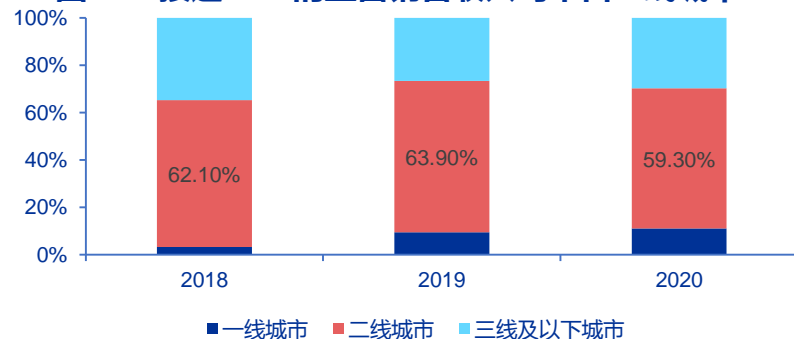


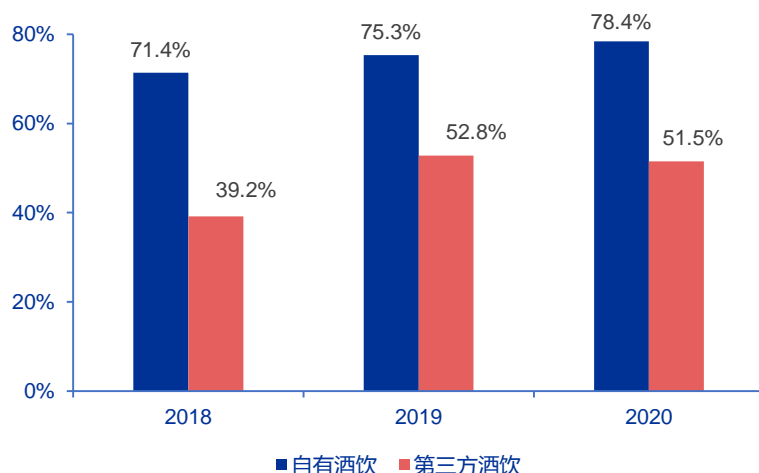
图18：接近60%的直营销售收入均来自二线城市



## 1.6.1 海伦司：专注下沉市场，形成品牌与供应链优势

- 海伦司定位“年轻人的线下社交平台”，店内超过70%的销售额均来自自有品牌，多为低酒精度饮品，消费逻辑类似蜜雪冰城。
- 单品价格大多10元以下，2020年，桌单价109.6元，客单价20-30元。低端饮品实现连锁化的必然选择，就是建立后端自有产品体系的支持。自有产品体系不受品牌商管控，可以自行掌握终端价格。同时节省渠道和供应链费用，能够获得更多利润空间。
- 海伦司标品通路酒售价低于行业平均35%-67%，自有产品定价低于通路标品酒约20%。自有产品毛利水平75%以上，明显高于第三方产品，形成高毛利的门店模型。

图19：海伦司自有产品毛利显著高于标品酒



资料来源：海伦司招股说明书，申万宏源研究

表6：海伦司产品定价明显低于同类酒馆

| 酒馆      | 产品         | 规格/ml | 价格(元/瓶) | 单价 (元/100ml) |
|---------|------------|-------|---------|--------------|
| 海伦司小酒馆  | Helen's 精酿 | 275   | 7.8     | 2.84         |
|         | 纯麦精酿       | 420   | 9.8     | 2.33         |
|         | 百威         | 275   | 9.8     | 3.56         |
|         | 科罗娜        | 275   | 9.8     | 3.56         |
| 胡桃里音乐酒馆 | 经典百威       | 330   | 18.0    | 5.45         |
|         | 百威铝瓶       | 330   | 25.0    | 7.58         |
|         | 科罗娜        | 330   | 25.0    | 7.58         |
|         | 福佳白啤       | 330   | 25.0    | 7.58         |
| 零售渠道    | 百威         | 600   | 7.0     | 1.17         |
|         | 科罗娜        | 330   | 6.2     | 1.87         |

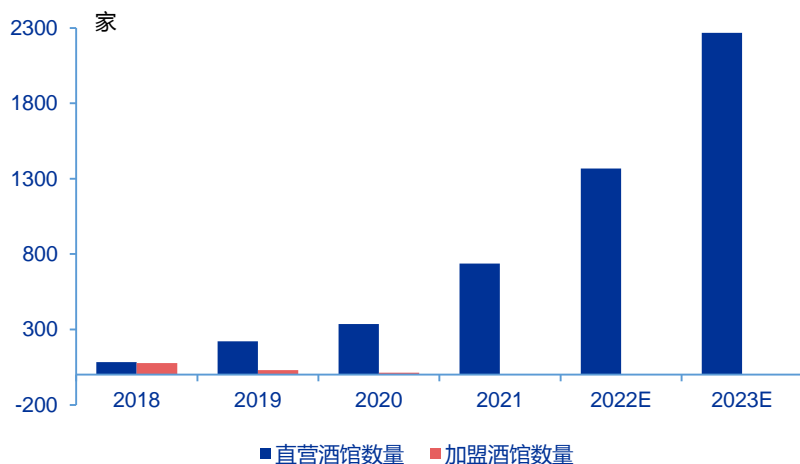
资料来源：海伦司招股说明书，申万宏源研究



## 1.6.2 海伦司：快速扩张的起步阶段，单店具备高盈利性

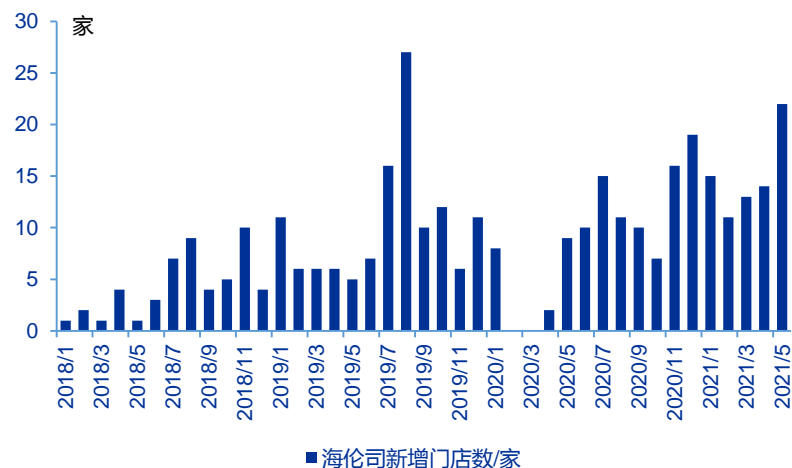
- 海伦司单店面积300-500平方米，平均桌数45桌（2020年），单店员工数量10人左右，可容纳150-200名顾客，2020年海伦司单个直营酒馆日均销售额1.09万元，预计翻台率2次/天。
- 随着经营效率的提升，2020年，海伦司单个酒馆盈亏平衡期缩短至3个月。
- 门店数量：截至招股书披露，门店数量达到372家，均为直营门店，其中2020年新开门店105家。
- 拓店计划：公司计划21-23年新开门店400/630/900家，计划于23年门店数量达到2200家左右，为现在的6倍以上。根据窄门餐眼数据，21年1-5月海伦司累计开店75家。

图20：2023年计划直营店数量达到2200家以上



资料来源：海伦司招股说明书，申万宏源研究

图21：21年1-5月累计开店75家



资料来源：窄门餐眼，申万宏源研究

## 1.7 美团：外卖酒旅稳态增长，继续加码社区团购

- **外卖酒旅稳态增长**：外卖业务21Q2预计日均单量达到3839万单，GTV增速54%，经营利润率约10%。
- **酒旅业务21Q2预计GTV同比19年同期增长68%**，公司计划加大补贴力度，以提升酒旅到店业务渗透率，预计经营利润率约39%。

图22：接近60%的门店位于二线城市

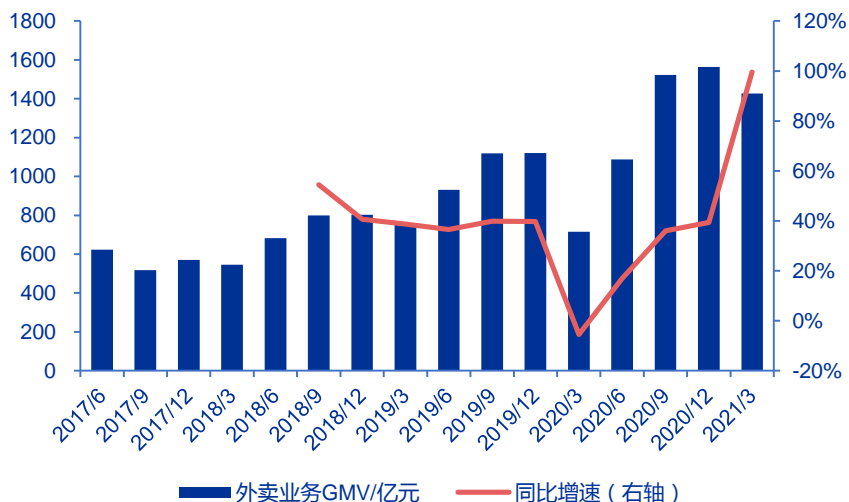
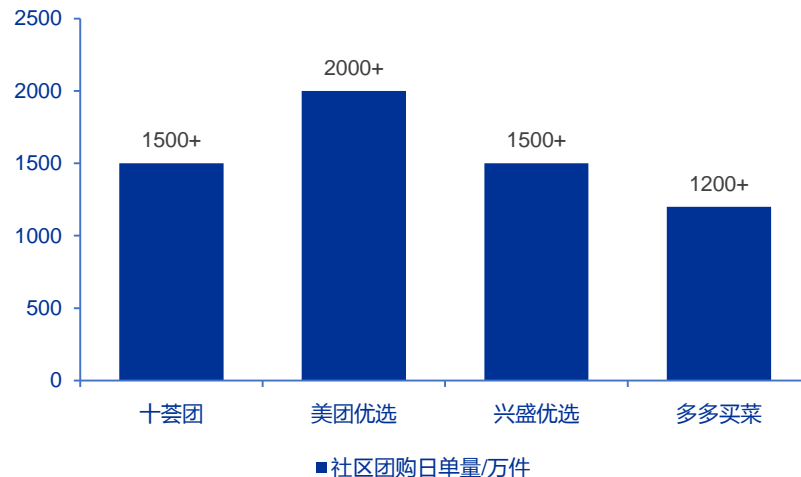


图23：社区团购平台日单量快速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：电商报，申万宏源研究

备注：日单量统计时点为2021年1月26日-27日

## 1.7 美团：外卖酒旅稳态增长，继续加码社区团购

- **社区团购继续加大基础设施投入**：自2020年底，多个社区团购平台日单量破千万。20Q1，美团社区团购平台预计亏损58亿，考虑Q2季节性配送成本的提升及基础设施建设投入增多，预计Q2亏损幅度继续加大。
- 21Q1美团优选完成全国2600个市县全覆盖，目前日均单量为行业第一，但件单价略低于多多买菜，供给方面直采比例和长尾商品仍需加强，21Q2将加强用户渗透和团长数量的提升，以获取更多流量。

图24：社区团购平台产业链



资料来源：申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 餐饮标准化：塑造快速成长的连锁品牌
2. 酒店标准化：顺周期下产生戴维斯双击
3. 免税产业化：有序竞争形成集群效应
4. 盈利预测与投资建议

## 2.1 酒店需求：内需已经接近19年同期，仍在边际改善

- **经营数据：**全国5月入住率64.73%（同比-3.53%，4月为-2.08%），房价同比2.36%（4月为-4.95%）。五一休闲需求恢复明显，酒店价格普涨；5月21日广州确诊第一例病例后，广深地区商旅出行密度开始下降，**综合来看RevPAR同比-2.94%。**
- 5月局部疫情对广深地区人口流动性形成一定压力，排除掉疫情的影响，5月前半月的恢复趋势很明显。参考一季度的情况，疫情的影响逐步消除后，预计会迎来小反弹，**三季度大型会展预计逐步重启，叠加暑期旺季催化，三季度预计延续边际改善趋势。**

图25：行业规模前三的酒店集团同店Revpar增速

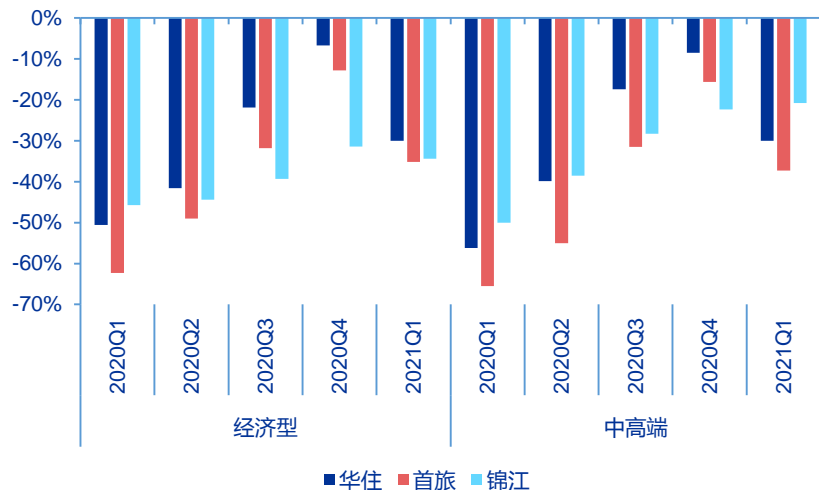
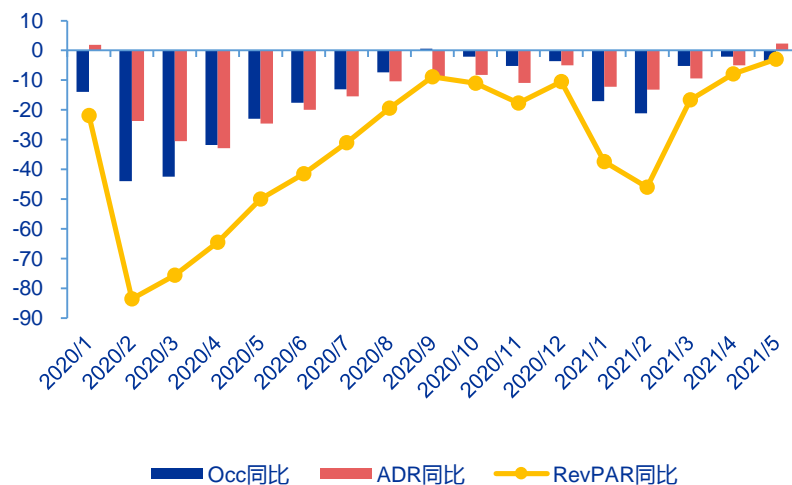


图26：STR中国大陆酒店经营指标（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：锦江为季度累计，其他两家为单季度数据，行业规模前三的酒店集团根据中国饭店业协会2020年中国酒店集团规模TOP50排行榜确定

资料来源：STR Global，申万宏源研究

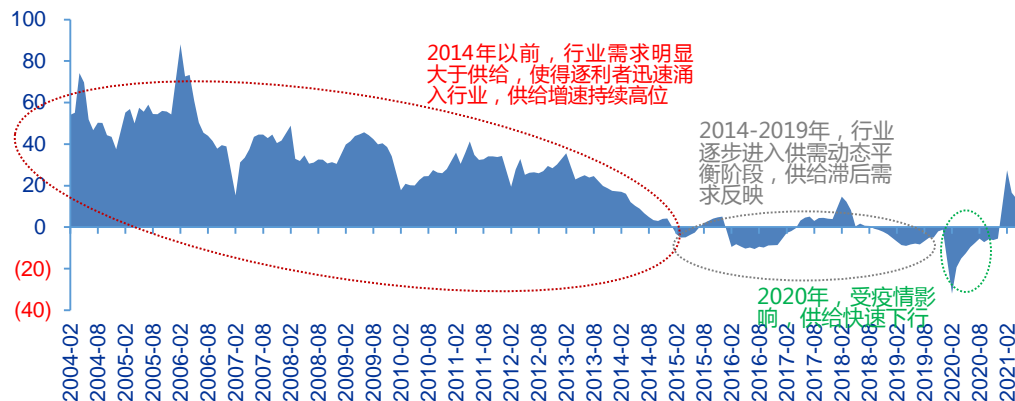
备注：2021年同比数据为相对2019年同期

## 2.2 酒店供给：疫情后供给结构性转化开始体现

- 对于业主而言，酒店资产较重，签约期限8-10年，相对经营灵活性差，使其供给明显滞后于需求变化。我们跟踪了携程可预订数据，全国可搜索预订酒店数从11月5日的53万家下降至6月10日的51万家，连锁酒店数量从3.6万家提升至3.9万家，剔除非标酒店后，连锁化率由13.72%提升至15.32%。

- 疫情后，非标类酒店住宿持续出清，供给结构仍在优化中。部分单体业主在疫情休整期过后选择翻牌为连锁酒店重新加入市场，该部分供给的结构性转化预计在今年持续凸显，成为目前头部品牌开店的主要来源。

图27：固定资产投资完成额：住宿和餐饮业累计同比（%）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

表7：携程可预订酒店数量疫情初及当前对比（单位：家）

| 日期        |    | 总计     | 经济型连锁 | 中端连锁  | 高端连锁  | 其他住宿   | 连锁化率   | 剔除其他住宿后连锁化率 |
|-----------|----|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------------|
| 2021/6/10 | 一线 | 35908  | 2714  | 1668  | 932   | 22395  | 14.80% | 39.33%      |
|           | 二线 | 109834 | 4746  | 2862  | 1676  | 71065  | 8.45%  | 23.95%      |
|           | 三线 | 338461 | 15321 | 6584  | 2419  | 164203 | 7.19%  | 13.96%      |
|           | 总计 | 514370 | 22782 | 11138 | 5040  | 260003 | 7.57%  | 15.32%      |
| 2020/11/5 | 一线 | 44811  | 2747  | 1432  | 832   | 30458  | 11.18% | 34.91%      |
|           | 二线 | 119286 | 4851  | 2608  | 1360  | 76085  | 7.39%  | 20.41%      |
|           | 三线 | 339873 | 14815 | 5294  | 2168  | 159742 | 6.55%  | 12.37%      |
|           | 总计 | 531004 | 22414 | 9338  | 4370  | 267757 | 6.80%  | 13.72%      |
| 2020/7/1  | 一线 | 38505  | 2776  | 1269  | 788   | 24121  | 12.55% | 33.60%      |
|           | 二线 | 127359 | 5096  | 2394  | 1321  | 84472  | 6.92%  | 20.54%      |
|           | 三线 | 344385 | 14551 | 4658  | 2210  | 171012 | 6.22%  | 12.35%      |
|           | 总计 | 535030 | 22424 | 8326  | 4329  | 281311 | 6.56%  | 13.83%      |
| 2020/2/7  | 一线 | 67427  | 2543  | 1153  | 757   | 39681  | 6.60%  | 16.05%      |
|           | 二线 | 140190 | 4562  | 1920  | 1137  | 97092  | 5.43%  | 17.68%      |
|           | 三线 | 415525 | 13689 | 5817  | 15050 | 149389 | 8.32%  | 12.98%      |
|           | 总计 | 630158 | 20794 | 8890  | 16944 | 286172 | 7.40%  | 13.56%      |

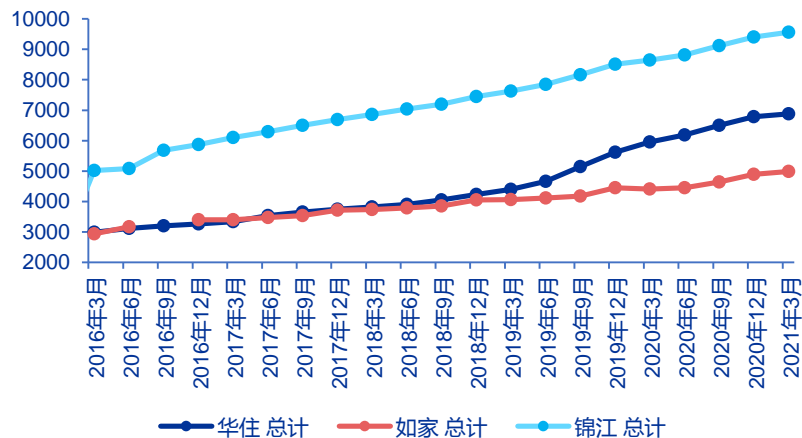
资料来源：携程，申万宏源研究



## 2.3 酒店供给：今年为开店大年，成长性加速体现

- 疫情之后供给端的修复使今年成为头部酒店的开店大年，中端酒店体量膨胀，从过去的蓝海逐渐向红海转化，物业的稀缺性使竞争白热化，开店难度不断提升。
- 首旅Q1新开184家店，净开97家（Q4为257家，19Q1为12家），Pipeline达到1407家。开店和签约店的提速非常明显，净开甚至超过的华住（Q1净开92家，关店比较大），但其中中高端比例仍有待提升。目前单月净开店数量约100-120家，基本能够完成全年开店目标。定增落地后，品牌升级有望加速，逐步解决中端条线的品牌力问题，成长性兑现后估值有望向上靠拢。

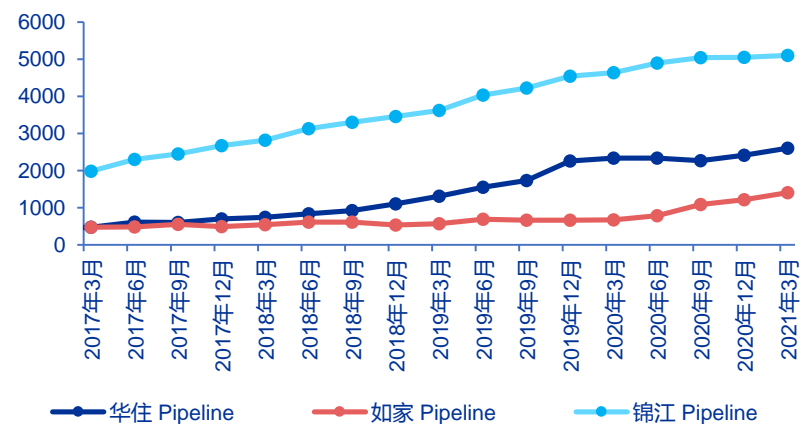
图28：行业规模前三的酒店集团门店总数变化（家）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：行业规模前三的酒店集团根据中国饭店业协会2020年中国酒店集团规模TOP50排行榜确定

图29：行业规模前三的酒店集团Pipeline数量变化（家）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：行业规模前三的酒店集团根据中国饭店业协会2020年中国酒店集团规模TOP50排行榜确定

# 主要内容

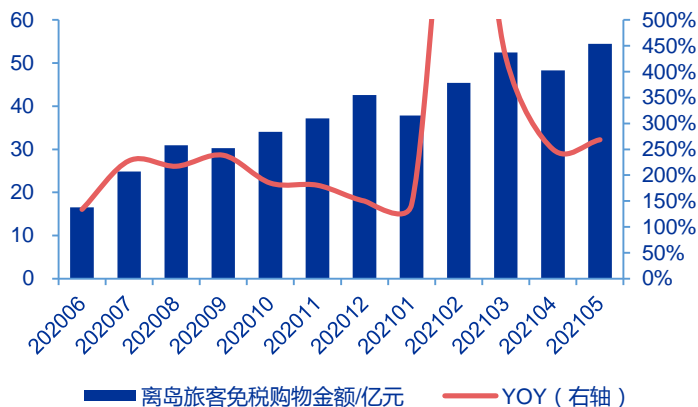
---

1. 餐饮标准化：塑造快速成长的连锁品牌
2. 酒店标准化：顺周期下产生戴维斯双击
3. 免税产业化：有序竞争形成集群效应
4. 盈利预测与投资建议

### 3.1 免税产业化：政策利好逐步消化，经营端持续放量

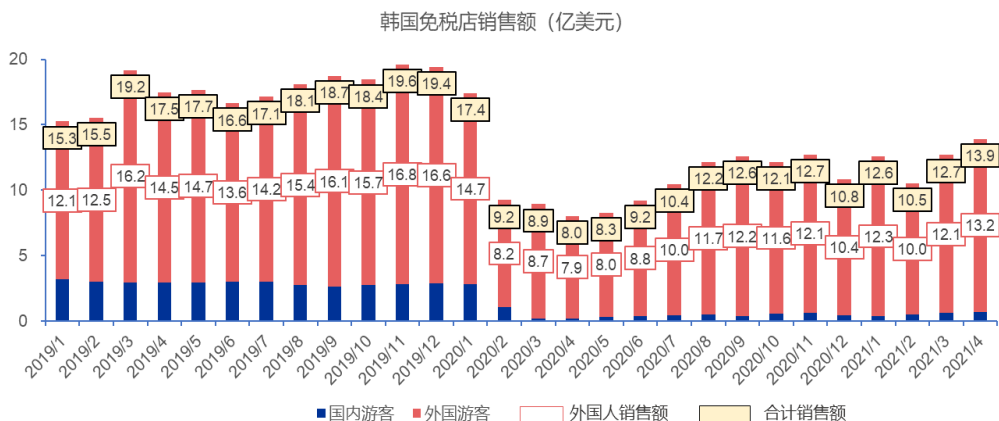
- **离岛免税**：5月离岛免税销量54.5亿元（+268.5%），前5个月累计销量238.5亿元，6月受局部地区疫情的影响，预计销量表现一般。去年6月新政的利好逐步被消化，Q3淡季销量预计环比持平，预计旺季经营端会继续放量。
- **竞争环境**：韩国免税4月外国游客销售额13.22亿美元，恢复至疫情前的90%，外国购物人数5.04万人次，单个代购渠道的体量在不断扩张。韩国目前也出现了爆品缺货的情况，多渠道之下中免香化价格全面碾压，境外免税运营商的竞争力在逐渐减弱。
- **后续催化**：首都机场补充租金合同的确立、所得税优惠政策的落地、出入境航线的放开

图30：离岛免税经营端持续放量



资料来源：海口海关，商务部，申万宏源研究  
备注：4、5月销量为测算值

图31：韩国免税月度销量稳定在疫情前8成左右



资料来源：KDFA，申万宏源研究

## 3.2 免税产业化：海南免税将形成集群化发展

- **供给标准化**：销售规模和SKU丰富度同向提升，直采和三方供货成本优势与国际接轨，奢侈品布局将在今年之后逐步体现。
- **产业集群化**：3月18日，中免公告投资36.9亿元建设三亚国际免税城一期2号地，项目地上建筑面积约为10.7万平方米，与海棠湾一期体量相当，其中免税部分预计明年年底建设完毕。明年6月，海口免税城将开业，新项目是中免增收的一大利器。海南离岛免税店将从现在的9个提升至11个，产业集群化发展，提供充足供给。
- **布局全球化**：中免于6月递交境外IPO审批材料，二次上市存在资本运用的可能。

图32：海口国际免税城将于2022年中开业



资料来源：海南新闻网，申万宏源研究

图33：三亚海棠湾二期预计2022年年底建设完成



资料来源：百度地图，申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 餐饮标准化：塑造快速成长的连锁品牌
2. 酒店标准化：顺周期下产生戴维斯双击
3. 免税产业化：有序竞争形成集群效应
4. 盈利预测与投资建议



## 4.1 投资建议：把握服务业标准化塑造的高成长赛道

### ■ 餐饮高成长赛道

- 窄门餐眼数据显示，2020年，国内餐饮门店净减少104万家，供给结构优化。虽然6月局部疫情对广深地区餐饮堂食业务造成一定影响，但从长期趋势看，餐饮需求已经超过19年同期水平。**头部餐饮的恢复和成长速度均超过行业平均，位于拓店初期阶段和具备复制逻辑的品牌餐饮兼具成长性和确定性，推荐关注九毛九、奈雪的茶、海伦司。**

### ■ 酒店顺周期趋势

- 从需求端看，排除掉疫情的影响，5月前半月酒店需求的恢复趋势很明显。**三季度大型会展有望逐步恢复，局部疫情的影响逐步消除后，预计需求端会迎来小反弹。**从供给端看，全国可搜索预订酒店数从11月5日的53万家下降至6月10日的51万家，剔除非标酒店后，连锁化率由13.72%提升至15.32%，大量单体酒店在疫情后选择翻牌为连锁酒店，**对于头部酒店而言今年为开店大年，成长性有望加速体现。推荐关注：首旅酒店。**

### ■ 免税修复放量逻辑

- 局部疫情对当前离岛免税销量产生一定压力，Q3进入淡季预计经营表现环比持平或微降。**当前中免从SKU数量、价格体系和经营管理质量上均明显优于竞争对手，有序竞争下，预计旺季经营端会持续放量。当前估值，具备很高的配置性价比。推荐关注：中国中免。**



## 4.2 重点公司盈利预测

表8：行业重点公司估值

| 行业             | 公司    | 代码        | 股价/元      | 市值      | 净利润/百万元 |        |        | PE  |     |     |
|----------------|-------|-----------|-----------|---------|---------|--------|--------|-----|-----|-----|
|                |       |           | 2021/6/21 | 亿元      | E21     | E22    | E23    | E21 | E22 | E23 |
| 景区类            | 中青旅   | 600138.SH | 10.40     | 75.3    | 361     | 666    | 770    | 21  | 11  | 10  |
|                | 黄山旅游  | 600054.SH | 9.67      | 60.0    | 275     | 354    | 382    | 22  | 17  | 16  |
|                | 峨眉山A  | 000888.SZ | 6.37      | 33.6    | 136     | 219    | 246    | 25  | 15  | 14  |
|                | 宋城演艺  | 300144.SZ | 16.84     | 440.3   | 908     | 1776   | 2154   | 48  | 25  | 20  |
|                | 天目湖   | 603136.SH | 16.15     | 30.1    | 125     | 151    | 180    | 24  | 20  | 17  |
| 景区类平均估值（市值加权）  |       |           |           |         |         |        |        | 40  | 22  | 18  |
| 酒店类            | 首旅酒店  | 600258.SH | 23.76     | 234.7   | 823     | 1196   | 1492   | 29  | 20  | 16  |
| 酒店类平均估值（市值加权）  |       |           |           |         |         |        |        | 29  | 20  | 16  |
| 餐饮类            | 广州酒家  | 603043.SH | 25.93     | 146.7   | 547     | 635    | 719    | 27  | 23  | 20  |
| 餐饮平均估值（市值加权）   |       |           |           |         |         |        |        | 27  | 23  | 20  |
| 旅游服务           | 众信旅游* | 002707.SZ | 5.80      | 52.6    | -27     | 122    | 169    | -   | 43  | 31  |
|                | 中国中免  | 601888.SH | 281.98    | 5,505.6 | 12,289  | 15,684 | 21,030 | 45  | 35  | 26  |
| 旅游服务平均估值（市值加权） |       |           |           |         |         |        |        | -   | 35  | 26  |

资料来源：Wind，申万宏源研究，标\*公司为wind一致预期

## 4.3 风险提示

### ■ 1、海外疫情持续导致出境游及部分公司海外业务负面影响加大

- 当前国际人口流动尚未放开，若后续未有缓解趋势，出境公司及部分存在海外业务的公司负面影响将加大；

### ■ 2、居民收入及消费恢复不及预期的风险

- 行业作为可选消费，与人均可支配收入匹配度较高，若消费端恢复不及预期，则市场会将预期推演至本行业；

### ■ 3、疫情未完全消除导致的区域性影响

- 景区、酒店等行业地域极为分散，若国内部分区域存在疫情反复，则可能对当地业务产生影响。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |               |             |                       |
|----|-----|---------------|-------------|-----------------------|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221  | 13816876958 | chentao1@swyhsc.com   |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631  | 13681212498 | lidan4@swyhsc.com     |
| 华南 | 胡双依 | 0755-23832423 | 15323808066 | hushuangyi@swyhsc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753  | 18321619247 | huxinwen@swyhsc.com   |

### A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现20%以上；           |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现5%以下。            |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                        |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (BUY)          | ：股价预计将上涨20%以上；         |
| 增持 (Outperform)   | ：股价预计将上涨10-20%；        |
| 持有 (Hold)         | ：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间； |
| 减持 (Underperform) | ：股价预计将下跌10-20%；        |
| 卖出 (SELL)         | ：股价预计将下跌20%以上。         |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

王越  
wangyue@swsresearch.com