证券研究报告

【东吴社服】2021年度投资策略

否极泰来，拥抱顺周期，掘金服务消费

证券分析师：汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

二零二一年一月六日

复盘：疫情主导全年走势，龙头彰显韧性逆势亮眼表现

- 2020年关键词即“疫情”，对社服产业产生重大冲击，全年板块走势和疫情形势息息相关，Q1疫情影响下线下消费萎靡，社服跑输；Q2经济渐稳，整体板块受益于免税政策红利表现优异；Q3经济和社零数据显著好转，社服加速复苏；Q4疫苗进展顺利，疫后顺周期成主旋律，板块迅速回升。2020年CS旅游及休闲板块涨幅达127.5%，位列行业首位。CS酒店及餐饮复苏持续，涨幅32.2%。
- 重点跟踪个股中免税、餐饮龙头逆势扩张，表现亮眼，中国中免/颐海国际/王府井/九毛九/珀莱雅/金龙鱼等标的分别上涨219%/152%/135%/129%/103%/93%。

图1：社服行业2020年涨幅情况

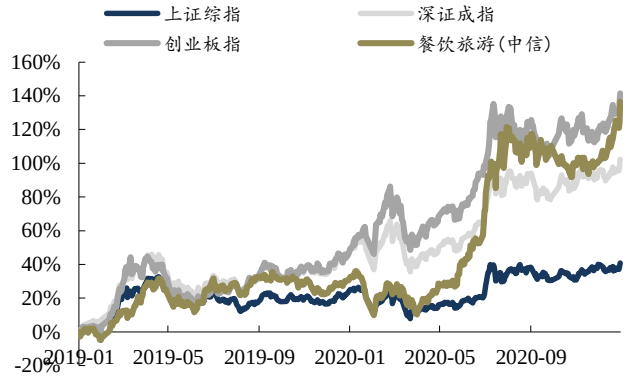


图2：板块相对表现（vs沪深300）

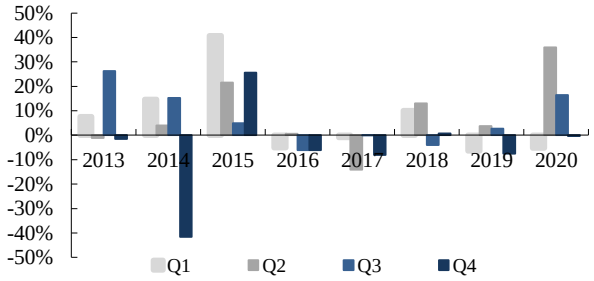


图3：板块相对表现（vs大消费指数）

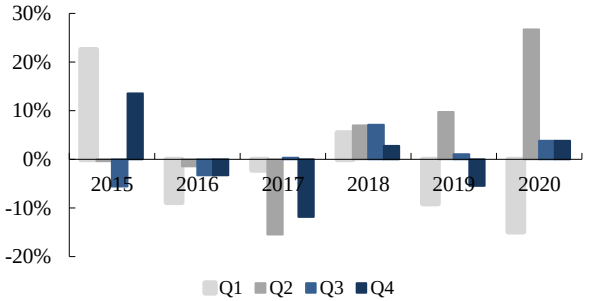


图4：各板块2020年涨跌幅(%)

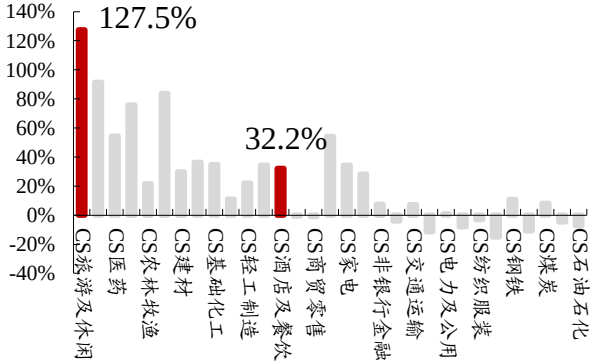


图5：各细分子版块板块2020年涨跌幅（%）

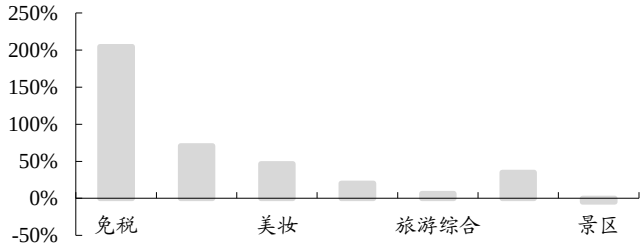
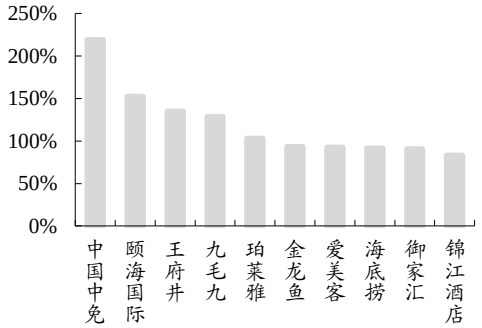


图6：部分个股2020年涨跌幅（%）

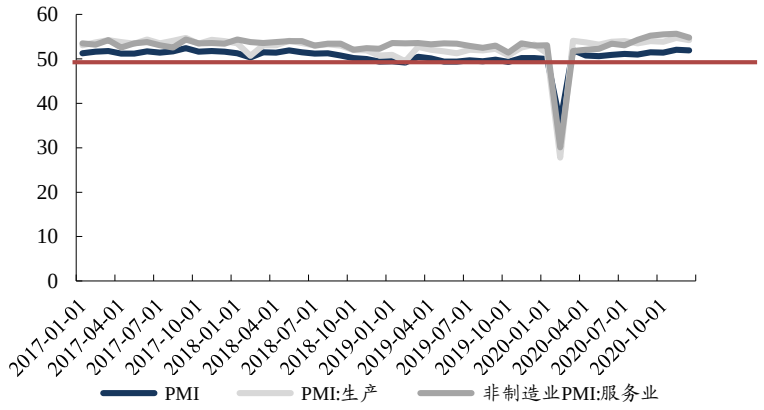


数据来源：Wind，东吴证券研究所，行情信息截至2020/12/31　　注：板块行情仅包括A股

复盘：疫后经济迅速回暖，消费V型复苏

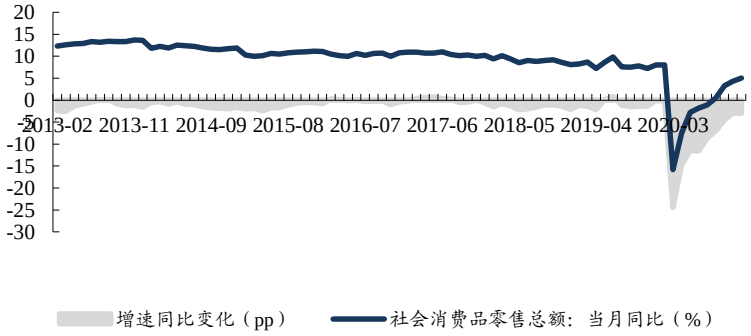
- 随着疫情防控的常态化，经济逐步好转。20年Q2社零增速呈现V型复苏，5月恢复至往期97%以上水平，Q3社零数据明显好转，8月实现正增长，Q4继续稳健增长；服务业PMI于3月底升至枯荣线上方，并保持稳定在枯荣线上方；国内民航客运量逐步回升，但国际航线因民航局限飞等因素仍然未现拐点。
- 随着疫苗进展，21年主旋律是疫情后的经济复苏，关注政策利好、消费升级以及服务消费的成长。坚定看好看好休闲服务类消费的长期发展潜力。

图8：PMI



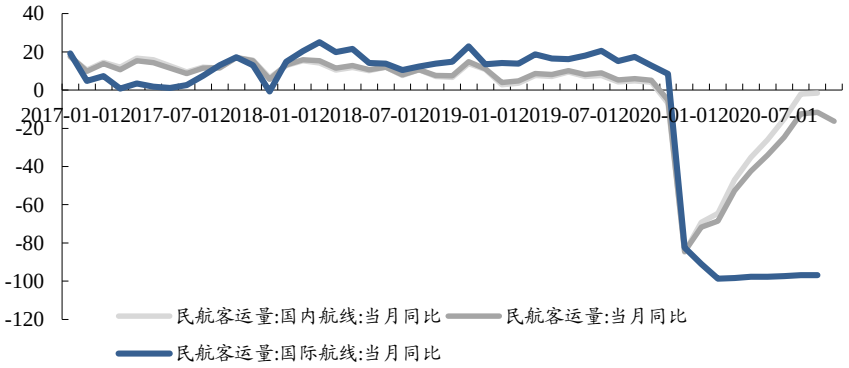
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：社会消费品零售总额增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：民航客运量增速（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

核心观点

- 展望2021，疫后顺周期和服务消费成长是主旋律，亦是十四五规划消费内循环核心。对比海外，我国服务消费占比仍有较大差距，提升空间广阔。同时，我国正值人均GDP从1万美元向1.5万美元提升的关键时期，城镇化、经济增长、消费结构等多因素将刺激服务消费需求显著提升。

- **长期坚定布局消费龙头**

疫情冲击下凸显龙头核心价值，坚守成长性与国产替代兼具的红利行业、把握优质赛道中的龙头个股。建议关注：

➢ **免税：一超多强格局初现，离岛红利稳步释放**

政策持续加码，成长与空间兼具的免税龙头【中国中免】、有望充分享受离岛/市内免税增量空间的【王府井】和【凯撒旅业】。

➢ **餐饮：连锁化浪潮下，龙头疫后起舞**

看好受益“宅”经济、具有产品力、扩张成长势头强劲龙头标的。持续推荐产品不断上新升级，方便速食表现有望超预期【颐海国际】。疫情对餐饮业务冲击逐步恢复，伴随疫后餐饮连锁化、集中度双升趋势，龙头逆势扩张、加速开店将超预期，看好管理优质、高速扩张火锅龙头【海底捞】以及全国扩张进行时【九毛九】。

➢ **美妆&医美：颜值经济时代，成长与价值兼具**

看好美妆&医美的行业景气度，和国产替代的大趋势，国货之光【珀莱雅】、【丸美股份】、【上海家化】，玻尿酸龙头【爱美客】、【华熙生物】，拟上市敏感肌修护专家【贝泰妮】。

■ **拥抱顺周期服务消费成长**

拥抱顺周期服务消费成长，关注复苏带来的边际改善和向上弹性，布局优质服务消费龙头。建议关注：

➢ **酒店：关注顺周期复苏下业绩弹性**

估值底部、逆势扩张、静待拐点的酒店龙头【锦江酒店】、【华住酒店】、【首旅酒店】。

➢ **文旅：需求回暖，期待疫后景气度提升**

长期量价齐升的演艺龙头【宋城演艺】、稀缺民营休闲景区、受益周边游政策支持打开存量增长空间的【天目湖】；产品优质、短期客流承压的【中青旅】。

➢ **博彩：明月依旧在，静待复苏至**

访澳旅客恢复，内需驱动博收回升，建议关注中场之王【金沙中国】、贵宾业务龙头【银河娱乐】、拥有丰富赌场赌台资源的【澳博控股】。

■ **风险提示：**可能存在疫情持续全球蔓延带来的宏观经济衰退、政策变化、行业竞争激烈的风险。可能存在上市公司市场开拓、产能提升、业务转型等方面进度低于预期的风险。

坚守优质龙头长期成长，拥抱顺周期疫后复苏

序号	代码	简称	总市值（亿）	净利润（wind/百万）			PE			年内涨跌幅
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
免税										
1	601888.SH	中国中免	5,623.13	4,628.99	5,028.00	9,580.00	121.48	111.84	58.70	218.74%
2	600859.SH	王府井	271.45	961.34	441.74	983.94	28.24	61.45	27.59	134.84%
酒店										
1	600258.SH	首旅酒店	201.49	884.97	130.00	901.00	22.77	155.00	22.36	3.35%
2	600754.SH	锦江酒店	497.84	1,092.50	528.00	1,177.00	45.57	94.29	42.30	83.21%
3	1179.HK	华住集团-S	984.99	1,769.00	-2,156.16	2,306.13	55.68	-45.68	42.71	11.25%
餐饮										
1	1579.HK	颐海国际	1,026.78	718.63	930.00	1,249.00	142.88	110.41	82.21	152.46%
2	6862.HK	海底捞	2,925.89	2,344.71	945.00	5,328.00	124.79	309.62	54.92	91.50%
3	9922.HK	九毛九	295.51	164.41	103.00	425.00	179.74	286.90	69.53	128.68%
4	603043.SH	广州酒家	167.09	384.13	432.00	574.00	43.50	38.68	29.11	28.73%
5	0520.HK	呷哺呷哺	175.02	288.10	29.69	523.45	60.75	589.52	33.44	74.86%
6	9633.HK	农夫山泉	6,091.52	4,948.57	5,173.16	6,185.30	123.10	117.75	98.48	65.86%
7	300999.SZ	金龙鱼	6,928.79	5,408.03	7,167.00	8,102.00	128.12	96.68	85.52	93.43%
美妆										
1	603605.SH	珀莱雅	400.22	392.68	476.00	600.00	101.92	84.08	66.70	102.98%
2	300896.SZ	爱美客	853.42	305.52	408.00	625.00	279.33	209.17	136.55	92.60%
3	688363.SH	华熙生物	717.17	585.61	678.00	915.00	122.47	105.78	78.38	76.03%
4	603983.SH	丸美股份	215.58	514.89	532.00	613.00	41.87	40.52	35.17	-12.63%
5	600315.Sh	上海家化	257.43	557.09	373.00	445.00	46.21	69.01	57.85	12.95%
6	300132.SZ	青松股份	101.15	453.16	564.00	662.00	22.32	17.93	15.28	71.24%
7	300740.SZ	御家汇	74.40	27.22	109.63	183.07	273.31	67.87	40.64	90.73%
博彩										
1	0027.HK	银河娱乐	2,162.74	13,041.55	-3,456.13	8,081.38	16.58	-62.58	26.76	6.05%
2	1128.HK	永利澳门	565.02	5,056.66	-5,484.71	931.55	11.17	-10.30	60.65	-32.19%
3	1928.HK	金沙中国	2,275.16	2,033.00	-9,151.71	7,618.84	111.91	-24.86	29.86	-16.06%
4	0200.HK	新濠国际	191.97	689.77	-4,970.69	-217.61	27.83	-	-	-31.02%
5	2282.HK	美高梅	389.48	1,931.23	-3,866.67	214.57	20.17	-10.07	181.51	5.64%
6	0880.HK	澳博控股	407.39	3,207.30	-2,448.24	1,448.20	12.70	-16.64	28.13	0.02%
旅游综合										
1	002707.SZ	众信旅游	44.14	68.61	13.00	106.00	64.33	339.50	41.64	-16.99%
2	000796.SZ	凯撒旅业	93.15	125.65	-211.52	181.25	74.13	-44.04	51.39	46.65%
景区										
1	300144.SZ	宋城演艺	443.71	1,339.79	141.00	1,402.00	33.12	314.69	31.65	3.81%
2	603136.SH	天目湖	28.55	123.71	39.00	134.00	23.08	73.22	21.31	-2.45%
3	600138.SH	中青旅	72.38	568.16	-111.00	528.00	12.74	-65.21	13.71	-18.25%
4	1992.HK	复星旅游文化	89.54	608.72	-1,559.51	556.88	14.71	-5.74	16.08	-26.00%
人力资源										
1	300662.SZ	科锐国际	97.37	152.24	181.98	233.57	63.96	53.51	41.69	70.79%
2	6919.HK	人瑞人才	32.79	-779.83	164.81	258.35	-4.20	19.90	12.69	-22.71%
3	2180.HK	万宝盛华	21.20	110.15	123.00	144.33	19.25	17.23	14.69	36.77%

数据来源：Wind，东吴证券研究所，行情信息截至2020/12/31,未加粗公司采用wind一致预期

目录



- 紧抓十四五双循环主线，掘金服务消费
- 坚守龙头价值，演绎消费升级
  - 免税：一超多强格局初现，离岛红利稳步释放
  - 餐饮：连锁化浪潮下，龙头疫后起舞
  - 美妆&医美：颜值经济时代，成长与价值兼具
- 拥抱顺周期，后疫情时代文旅复苏
  - 酒店：关注顺周期复苏下业绩弹性
  - 文旅：需求回暖，期待疫后景气度提升
  - 博彩：明月依旧在，静待复苏至
- 风险提示

1 紧抓十四五双循环主线，掘金服务消费

服务消费是“十四五”规划的消费内循环核心

- **十四五规划建议稿首提“全面促进消费”，提出一系列新目标、新部署。**整体来看，将继续传统消费升级、培育新型消费、鼓励消费新模式和新业态的发展，以及适当增加公共消费。建议稿强调了以“**高质量供给和以质量品牌为重点**”，带来本土品牌崛起，在消费领域对实行进口替代，并推动线上和线下的有效融合。同时希望“开拓城乡消费市场”，进一步挖掘消费潜力。
- **“发展服务消费，进一步放宽服务消费领域市场准入规则。”**未来消费方面垄断和高门槛领域将会有更多政策上的放宽和扶持，尤其将推进过往所提到的服务消费领域，在2018年国务院发布的《完善促进消费体制机制实施方案》中，重点强调了从**旅游、文化**、体育、健康等领域进一步放宽服务消费领域市场准入。
- **服务消费**将提升我国经济发展质量，是“双循环”中的**消费内循环核心**。

表1：2020年支持消费政策梳理

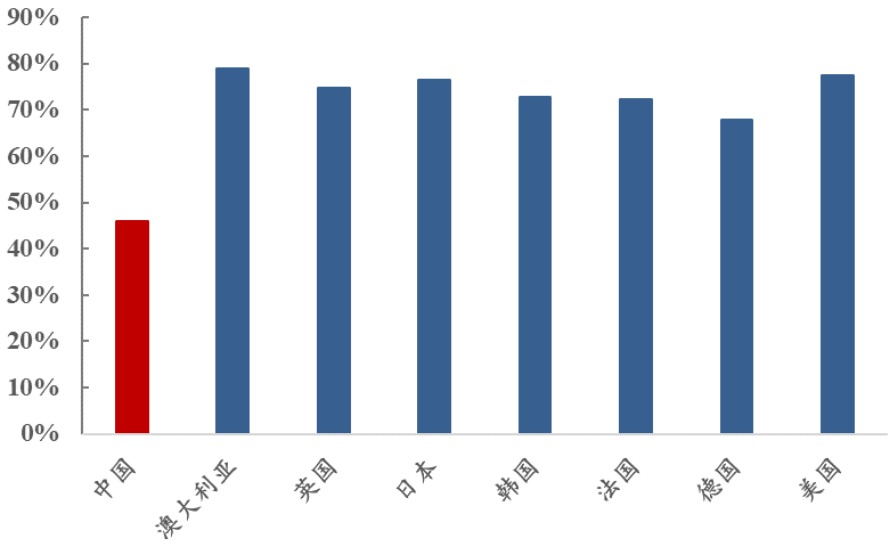
时间	会议/文件	政策要点
2020年2月	《关于有序推进工业通信业企业复工复产的指导意见》	大力促进市场消费体制扩容，支持新业态新模式，丰富5G+，超高清视频，增强现实/虚拟现实等应用场景，推动发展远程医疗，在线教育，数字科普，在线办公，协同作业，服务机器人等，带动智能终端消费
2020年3月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	顺应居民**消费升级**趋势，加快完善促进消费机制体制，进一步改善消费环境，发挥消费基础性作用，助力形成强大国内市场
2020年5月	发改委主任何立峰署名文章	坚定实施**扩大内需战略**，积极稳定居民传统大宗消费，适当增加公共消费，大力培育新兴消费增长点
2020年10月	《近期扩内需促消费的工作方案》	实施促进**实物消费政策**，畅通供需更高水平良性循环，开展“大家电安全使用年限提醒”活动，在秋冬季推出全国家庭应急物资储备建议清单
2020年11月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	**全面促进消费。**增强消费对经济发展的基础性作用，顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费。以质量品牌为重点，促进消费向绿色、健康、安全发展，鼓励消费新模式新业态发展。促进线上线下消费融合发展，开拓城乡消费市场。**发展服务消费，放宽服务消费领域市场准入。** **加快发展现代服务业。**推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸。加快推进服务业数字化。推动生活性服务业向高品质和多样化升级，加快发展健康、养老、育幼、**文化、旅游、体育**、家政、物业等服务业，加强公益性、基础性服务业供给。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

对比海外，服务消费潜力与空间仍大

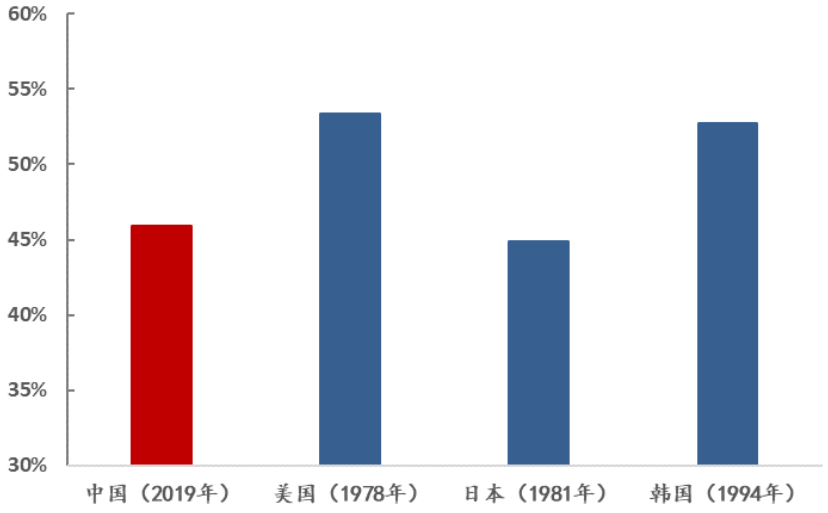
- **对比海外，我国服务型消费占比仍有较大的差距。**我国服务消费占总消费支出的比例虽然近年有所提高，但2019年占比仍然仅有42%左右，与海外相比差距仍大，我国服务消费提升空间广阔。
- **我国正值发展服务消费的黄金时期。**参考美国，美国在人均GDP在1万向1.5万美元发展的期间，服务消费占总消费的比例提升的幅度最大，从53.3%提升到56.6%。目前我国正处于人均GDP从1万美元向1.5万美元提升的关键时期，随着人均GDP的上行，消费结构从衣食住行基础需求向娱乐休闲消费需求发展，对于文娱、旅游等服务消费的需求将会显著提升。

图10：2019年中国与海外国家服务消费占比对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：人均GDP首次超过1万美元时的的服务消费占比

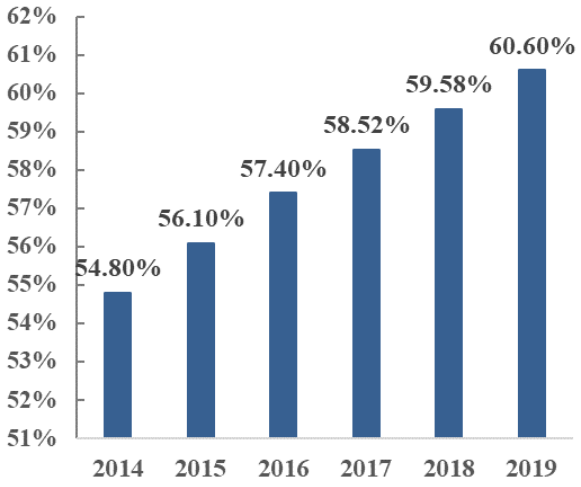


数据来源：Wind，东吴证券研究所

城镇化、经济增长、消费结构刺激服务消费需求旺盛

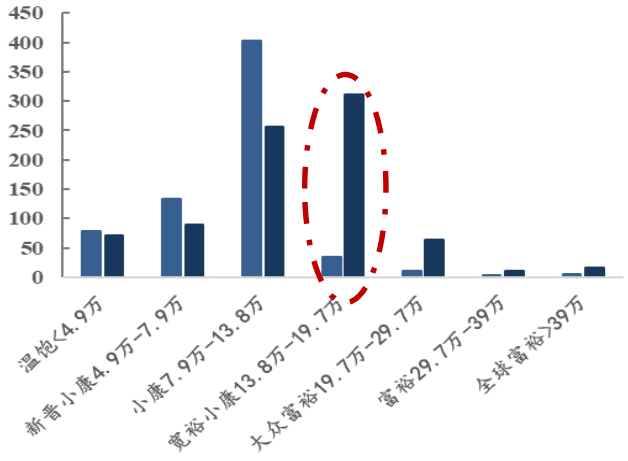
- **城镇化率上升，刺激消费增长。**2019年我国常住人口城镇化率首次超过60%，而户籍人口城镇化率为44.38%，两者间仍有超15 pct的差距。预计2030年常住人口城镇化率有望突破70%，同时消弭常住与户籍人口的差距也有较大空间。同时新型城镇化将从速度型向质量型转变，从而进一步刺激消费内循环快速发展。
- **经济增长催动服务消费需求旺盛。**从家庭可支配收入来看，据麦肯锡全球研究院数据，10年-18年城市主流家庭年可支配收入从7.9-13.8万元提升到了13.8-19.7万元，家庭年可支配收入有了大幅的提升。在未来中国经济保持稳定增长的前提下，家庭可支配收入有望进一步提升，从而催生消费结构向服务消费升级。
- **消费结构变化刺激服务消费。**未来消费结构的年龄变化也将驱动服务消费增长。目前新消费主力人群已经形成由Z世代为代表的90后、00后为主；另一方面，以60、70后为主的高净值人群，伴随着退休，将有更充沛的时间进行消费，在必需品需求已经得到满足后，他们势必将增加服务消费需求。

图12：14-19年常住人口城镇化率



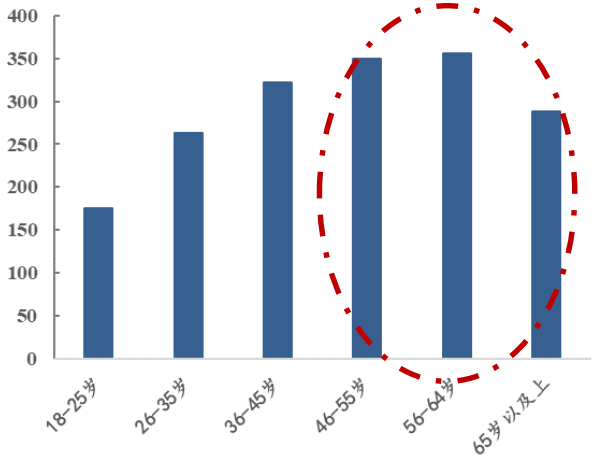
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：家庭年可支配收入对应城市人口数量（百万）



数据来源：麦肯锡全球研究院，东吴证券研究所

图14：户主总资产统计（万元）



数据来源：中国人民银行调查统计司，东吴证券研究所

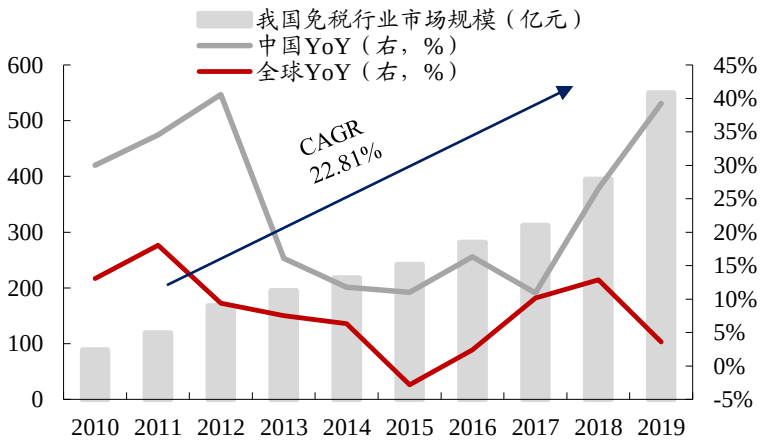
2 坚守龙头价值，演绎消费升级

2.1 免税：一超多强格局初现，离岛红利稳步释放

国人境外消费体量庞大，消费回流空间广阔

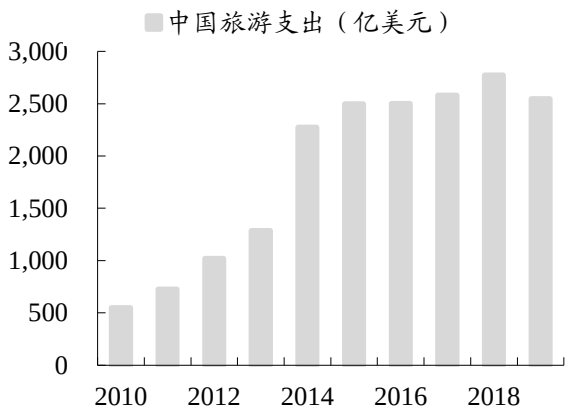
- **免税行业市场规模持续高增长，增速快于全球水平。**利好政策持续加码、消费升级叠加出境游增长，免税行业规模由2010年的88.8亿增至2019年的550亿，CAGR达22.8%，增速显著快于全球免税市场。
- **国人境外消费体量庞大，回流趋势明显。**2019年中国人出境旅游消费依然世界第一，旅游支出达2,546亿美元，远高于美国的1,346亿美元。从奢侈品角度看， 2019年中国消费者在内地的奢侈品消费比例由2015年的23%上升至35%，2020年疫情冲击下出境受阻，中国境内奢侈品消费占比达到顶峰70%-75%。随着全球疫情防控形势逐渐复苏，这一比例将有所下降，贝恩预计2025年达到55%以上。
- **消费回流驱动免税价值凸显，成长空间可期。**从奢饰品消费外流以及奢侈品销售与免税销售关系的角度测算，**中性假设下至2025年消费回流将带来免税市场增量约2,700亿元，较2019年仍有约2,150亿元提升空间，未来成长空间广阔。**

图15：我国免税行业市场规模持续高增长



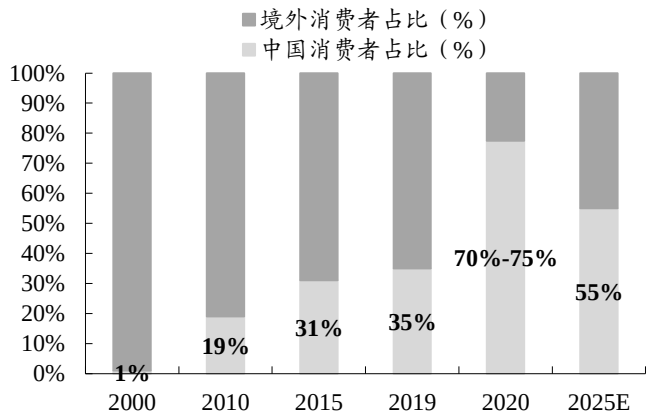
数据来源：TFWA，东吴证券研究所

图16：中国境外旅游支出规模庞大



数据来源：国家外汇管理局，东吴证券研究所

图17：国人奢侈品消费占比，消费回流趋势明显



数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所

表2：消费回流角度测算收入增速贡献（单位：亿元）

境外消费占比 / 境内免税/奢侈品	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
29%	2639	2450.5	2262	2073.5	1885	1696.5	1508
32%	2912	2704	2496	2288	2080	1872	1664
35%	3185	2957.5	2730	2502.5	2275	2047.5	1820
38%	3458	3211	2964	2717	2470	2223	1976
41%	3731	3464.5	3198	2931.5	2665	2398.5	2132
44%	4004	3718	3432	3146	2860	2574	2288
47%	4277	3971.5	3666	3360.5	3055	2749.5	2444

数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所

离岛免税新政持续发力，海南四店销售额超300亿

■ **政策持续加码，离岛免税新政大幅放宽：**财政部等3部门于6月29日发布海南离岛免税新政，全面放松购物限制，主要政策调整包括：（1）免税购物额度从每年每人3万元提高至10万元；（2）离岛免税品品种由38种增至45种，新增电子消费产品、酒类（不包括白酒）等；（3）取消单件商品8,000元免税限额规定；（4）以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类。

■ **离岛免税持续火热，销售结构优化升级：**20年1月1日至12月14日，海南四店提前17天完成全年目标，**销售额（含有税）已达300亿元**；其中，**免税超250亿元**，有税约50亿元，同比均实现翻倍增长。

✓ **增速明显加快：**7月新政后，日均销售额超1.2亿元，同比增长2倍+，预计**全年销售将达315亿元，其中免税将超260亿元；**

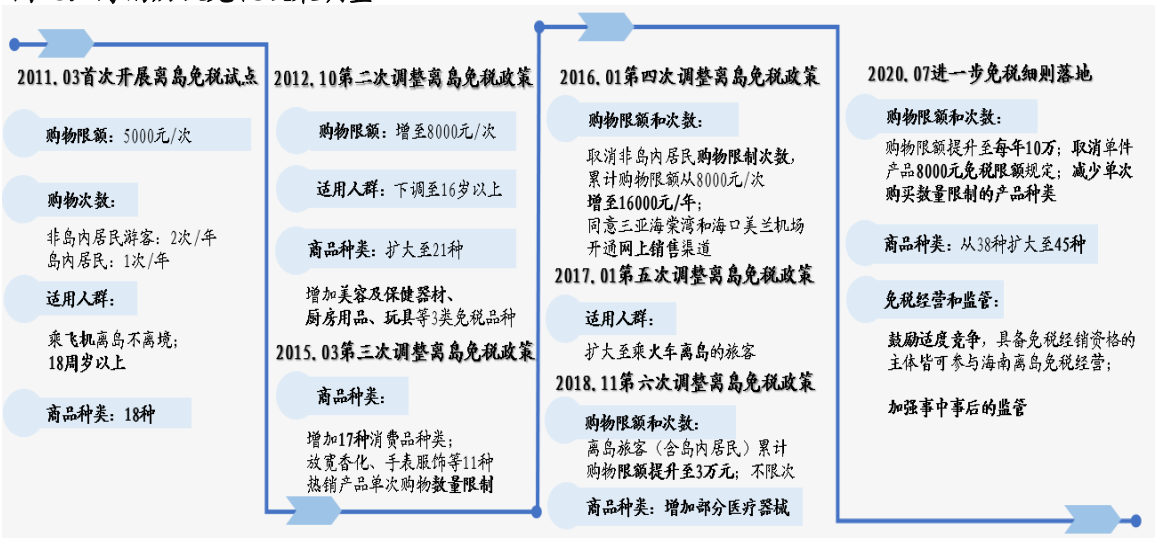
✓ **销售结构优化：**香化品类占比从75%下降到50%，手表首饰、服装占比均超10%，从香化一品独大，逐步优化为香化、手表首饰、服装服饰多品类协调发展；

✓ **线上加速融合：**19年海南免税店共销售144亿元，其中线上销售约10亿元。20年疫情下迅速转变战略，加强线上和新媒体营销，**实现线上销售额约50亿元**，同比增长4倍+。

◆**月度销售额表现靓丽，传统旺季下仍有上升空间。**7/8/9/10/11月分别实现销售额24.9/30.9/30.2/34.1/37.1亿元，日均0.8/1.0/1.0/1.1/1.2亿元，客单6,482.6/6,904.3/6,596.5/6,925.2/6,567.5元。

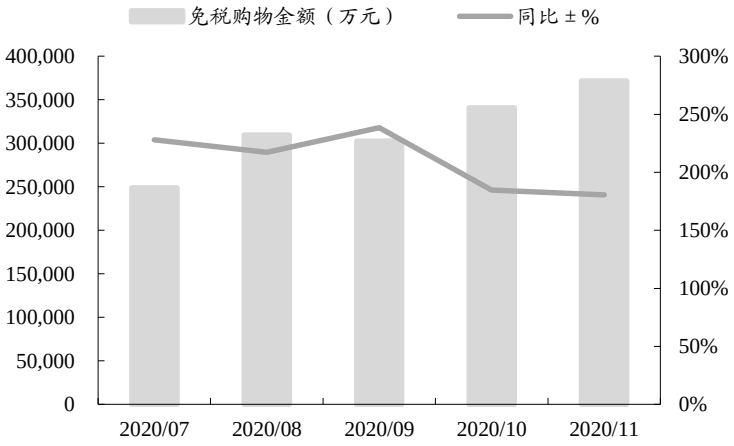
◆**大促活动点燃免税市场，带动销售额强劲增长。国庆黄金周8天**销售额10.4亿元（+148.7%），日均1.3亿元，客单7,084元；**元旦**（2020.12.31-2021.1.2）实现总销售额（含有税）超5.5亿，同比增长超200%。

图18：海南历次免税政策调整



数据来源：海南省政府官网，发改委、财政部、商务部官网，东吴证券研究所

图19：新政以来免税销售额增速亮眼



数据来源：海口海关，东吴证券研究所

牌照再扩容，全岛新开六家免税店，离岛免税剑指七千亿

■ **牌照持续扩容，一超多强竞争格局初现。**

✓12月29日，21世纪经济报道确认，中出服和深免获批离岛免税资质，门店分别位于三亚大东海旅游度假区和海口市观澜湖。四部委联合批复，同意海南新增6家离岛免税店，分别为海控全球精品（海口）免税城、深免海口观澜湖免税购物城、中免海口美兰机场T2航站楼免税店、三亚海旅免税城、中服三亚国际免税购物公园及中免三亚凤凰机场免税店。 离岛免税市场多元化发展，加上已有的四家离岛免税店，**目前海南全岛共有5家市场主体、10家免税店**，进入有序竞争阶段。

■ **“十四五”规划打开免税发展空间，销售目标展雄心。**

✓海南“十四五”规划继续推动离岛免税发展，优化全岛免税店布局，实现免税品品牌、品种、价格与国际“三同步”，建议落实零关税、低税率政策，实行部分进口商品零关税政策，落地实施“一负三正”四张清单，并将适时启动全岛封关运作。

✓海南省委书记沈晓明在专访中表示，**到2022年离岛免税销售额目标为1000亿**，占国人境外消费的10%；**到2030年实现7000-8000亿**，占国人境外消费的50%，好于市场预期，离岛免税长期增量空间确定性强。

表3：目前共10家免税运营商

免税经营主体	所属公司	经营范围	门店类型
中免	中国旅游集团	大陆、港澳、柬埔寨等	机场、市内、边境、机上、客运站、邮轮上、外轮供应等
日上（中国+上海）（中免持股51%）		北京、上海	机场免税店
海免（中免持股51%）		海南	离岛免税店
中侨		哈尔滨	1家位于哈尔滨的入境市内店
深免	深圳市国资委	深圳、西安、瑞丽、霍尔果斯	深圳7家口岸免税店、深圳宝安机场免税店；海口观澜湖免税城将于21年1月开业
珠免	珠海市国资委	珠海、天津	珠海7家口岸免税店，天津机场店
中出服	国药集团	全国境内	拥有市内/机场/离岛/港口/边境入境口岸店
王府井	北京市人民政府	全国境内	尚未实际经营免税品业务
海南旅投免税品有限公司	海南省国资委	海南	海旅免税城于20年12月30日开业
全球消费精品（海南）贸易有限公司	海南省国资委	海南	全球精品（海口）免税城预计21年1月开业

数据来源：新海南，财政部，公司官微，公司公告，东吴证券研究所

表4：新开免税店一览

免税店	位置	经营主体	类型	开业日期
三亚红树林度假酒店	三亚市天涯区凤凰路155号红树林度假世界	中免	体验店	2020/4/13
南山寺景区	三亚市崖州区南山寺			2020/4/13
三亚凤凰国际机场	三亚市凤凰机场			
万宁首创奥特莱斯	万宁市兴隆莲兴大道1号			
中服三亚国际免税购物公园	三亚市解放一路鸿洲广场大东海旅游度假区	中出服	线下店	2020/12/30
三亚海旅免税城	三亚市迎宾路303号居然之家	海旅投		2020/12/30
三亚凤凰机场免税店	三亚市凤凰机场	中免		2020/12/30
观澜湖免税购物城	海口市羊山大道观澜湖新城	深免		2021年1月
海口美兰机场T2航站楼免税店	海口市美兰机场T2航站楼	中免		美兰机场二期运营时开业

数据来源：海南自由贸易港，搜狐新闻，东吴证券研究所

中出服中标多地免税项目，珠海离岛免税迈出第一步

■**中出服口岸/机场/市内免税项目动作频繁，积极布局疫情下新机遇。**疫情带来机遇与挑战，中出服充分发挥自身优势，积极打造免税零售新标杆，升级开业杭州、北京市内免税店，中标南京禄口国际机场、南昌昌北国际机场、泉州晋江国际机场、贵阳龙洞堡国际机场及广西凭祥友谊关、龙州水口口岸免税经营权。

■**港珠澳大桥2年旅客数近1,800万人次，珠免积极推动人工岛免税商业发展。**12月9日港珠澳大桥人工岛挂牌出让1,5000平方米的商务商业用地，规定不少于5,000平方米用于免税业务和跨境物流、跨境电商等跨境业务，将发展港珠澳大桥珠海口岸免税产业，未来可期。

表5：中出服近期开业项目

开业时间	开业项目	位置	类型
2021/1/1	重庆市内免税店	重庆南岸区长嘉汇购物公园	市内
2020/12/30	三亚国际免税购物公园	三亚城区，毗邻鸿洲游艇码头、凤凰岛中央商务区	离岛
2020/12/22	北京免税店升级	天安门广场南侧北京坊	市内
2020/8/28	杭州市内店升级	杭州市滨江区	市内

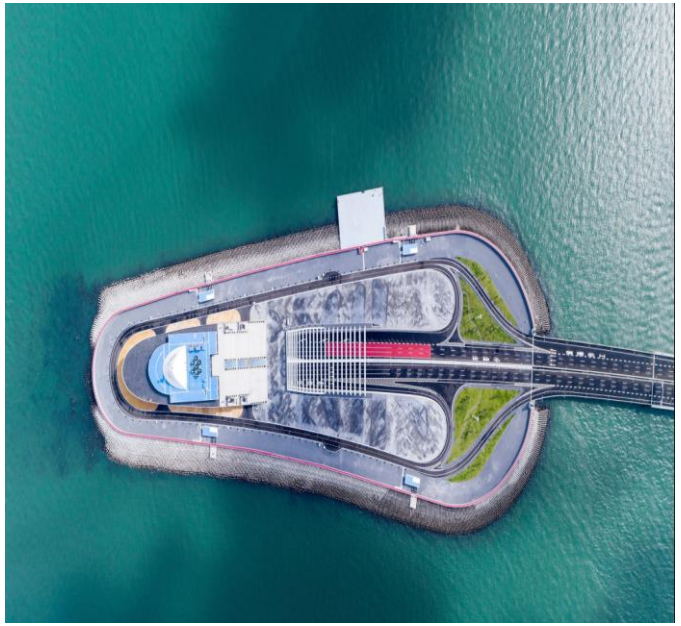
数据来源：中出服官微，东吴证券研究所

表6：中出服近期中标项目

	中标项目	时长（年）	类型
2020/12/3	贵阳龙洞堡国际机场出境免税项目	8	机场
2020/11/16	广西凭祥友谊关、龙州水口口岸出境免税店经营权	10	口岸
2020/11/23	泉州晋江国际机场出境免税项目	8	机场
2020/11/20	南昌昌北国际机场出境免税店经营权	5	机场
2020/11/20	南京禄口国际机场出境免税店经营权	8	机场

数据来源：中出服官微，东吴证券研究所

图20：港珠澳大桥珠澳人工岛

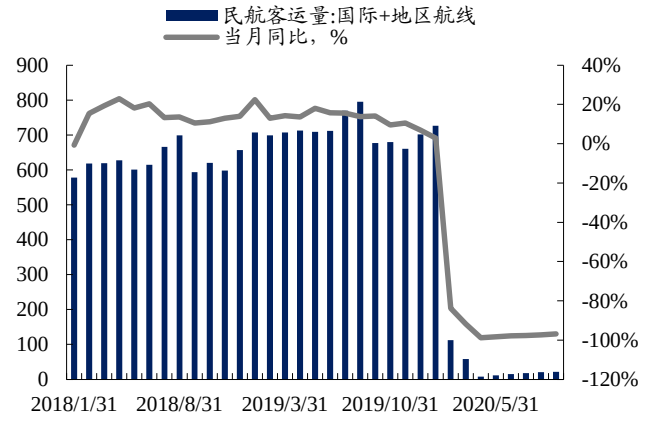


数据来源：东吴证券研究所

国际客流受损严重，新冠疫苗陆续接种，复苏之路仍漫漫

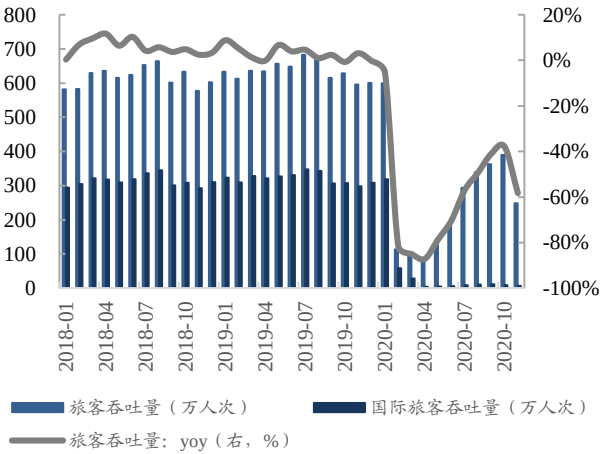
- **疫情重创全球航空业，国际客流仍处冰点。**6/7/8/9月民航国际（国际+地区）航线客运总量分别达15.5/ 17.9/20.9/ 21.3万人次，同比分别-97.8%/ -97.7%/ -97.4%/ -96.9%。11月，上海浦东、首都机场、广州白云、深圳机场国际（国际+地区）航线客运总量分别达10.70/ 1.77/ 6.67/ 0.90万人次，同比分别-96.4%/ -99.0%/ -95.3%/ -98.2%，海外形势仍不明朗，国际客运需求恢复不确定性强。
- **国际航协：航空业复苏面临巨大挑战。**旅行限制和隔离措施已成为阻碍旅游业复苏的最大障碍，也让航空需求持续疲弱。国际航协预计全球航空客运量**最快要到2024年才能恢复到2019年的水平**。2021年航空客运量有望增至28亿人次，相比2020年增加10亿人次，但仍比2019年少17亿人次。
- **全球近40国开始新冠疫苗接种，出入境恢复仍需时日。**
  - ✓ 12月31日，国药集团中国生物新冠灭活疫苗已获得国家药监局批准附条件上市，已有数据显示，保护率为79.34%。**中国新冠病毒疫苗将为全民免费提供。**中国疫苗上市为全球战胜疫情注入信心，也为疫苗成为全球公共产品提供有力支撑。
  - ✓ 12月14日，美国启动新冠疫苗接种，首批接种人群为医护人员及长期护理机构的群体。
  - ✓ 加拿大订购的首批新冠病毒疫苗在12月13日晚间运抵，该疫苗是美国辉瑞公司(Pfizer)和德国生物新技术公司(BioNTech)联合研发的mRNA(信使核糖核酸)疫苗。加政府于12月9日宣布该款疫苗获审批通过。在接收到首批新冠病毒疫苗的翌日，加拿大于12月14日开始疫苗接种。

图21：民航国际+地区航线客运量（万人）



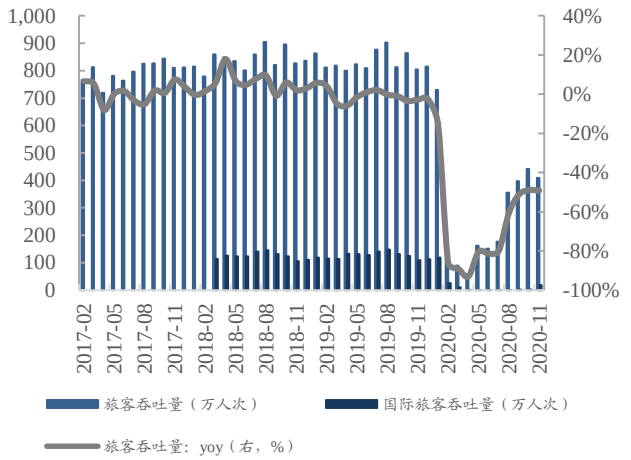
数据来源：wind，东吴证券研究所

图22：浦东机场旅客吞吐量



数据来源：wind，东吴证券研究所

图23：首都机场旅客吞吐量



数据来源：wind，东吴证券研究所

展望：响应需求侧改革扩内需，坚定看好免税板块

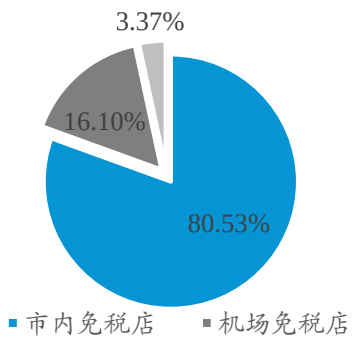
- **消费回流主抓手，需求侧改革重要一环：**12月11日中共中央政治局会议首次提出“注重需求侧改革”，首要加快培育完整内需体系、完善扩大内需的政策支撑体系。免税业态作为消费需求回流和内循环的重要抓手之一，将充分拉动消费需求，增强消费的基础性作用。
- **海南扩店加大竞争，品类丰富利润可期：**伴随离岛免税经营主体扩大，各免税店将逐步形成差异化竞争格局，在原有市场基础上扩充电子、酒类等商品品类，完善供应链建设，共同做大免税蛋糕，提升盈利水平。
- **国人市内店松绑可期，静待政策落地：**2020 年 3 月 13 日，国家发改委、财政部、商务部等二十三个部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出坚持服务境外人士和我出境居民并重，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。 针对国人的离境市内免税政策有望尽快落地。参考韩国市内店政策， 国人市内免税店模式可能为出境前店内买单，回国时口岸提货。 同时， 参考韩国本土居民免税销售的格局，市内免税店占本土居民免税销售额约 50%， 国人市内店发展空间广阔。市内店低租金和高客单价将有望成为免税业的新增长点。
- **机场扣点存在下调可能，出境游复苏取决于疫情发展态势：**中免积极与机场方进行沟通与协商，保底租金仍存在下调可能。重启出境游取决于全球疫情防控进展，疫情反复态势下，国际旅游放开仍有待时日。
- **免税蛋糕不断做大背景下，各免税业态协同发展，市场参与者迸发活力，持续坚定看好免税板块。**

表7：2020 年以来我国市内免税店相关政策密集出台

2020-3-13	2020-4-23	2020-4-25	2020-4-29	2020-5-29
《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	《广东省加快发展流通促进商业消费政策措施》	湖北省政府《提振消费促进经济稳定增长若干措施》
科学确定免税业功能定位，**坚持服务境外人士和我出境居民并重，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店**	**支持免税品经营企业增设市内免税店**，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际市场	完善免税店政策，做好增设口岸出境免税店和**市内免税店**等工作，扩大即买即退试点范围	**支持有条件的地市争取设立市内免税店**，在我省培育形成具有国际水准和全球影响力的消费中心城市	**加快全省主要城市市内及空港免税店落地**。在免税店设立国产商品区，推动国产自主品牌走向国际市场

数据来源：国务院，财政部，商务部，广东省政府，湖北省政府，东吴证券研究所

图24：2018年韩国免税渠道分布，市内店占主流



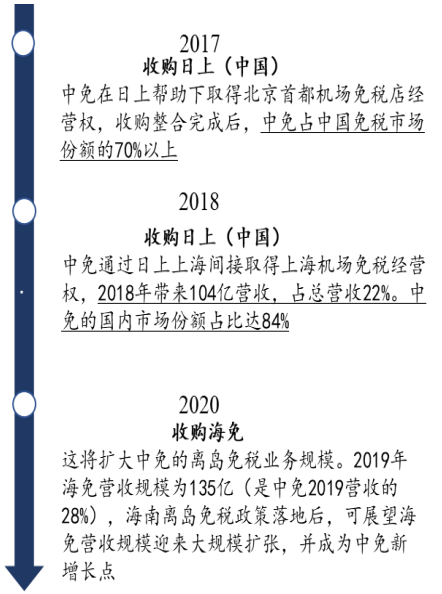
数据来源：KDFA，东吴证券研究所

中国中免：持续整合，规模效应显著，龙头地位稳固

■**剥离旅行业务，整合免税业务，巩固龙头地位：**2019年1月，公司将国旅总社100%股权转让给控股股东中国旅游集团，正式剥离旅行社业务，免税成为单一核心业务。未来将持续聚焦免税主业，进一步做大做强，提升规模。2017年公司收购日上（中国）51%股权，开启行业整合。2018年和2020年，公司陆续完成日上（上海）51%股权和海南免税51%股权的收购。

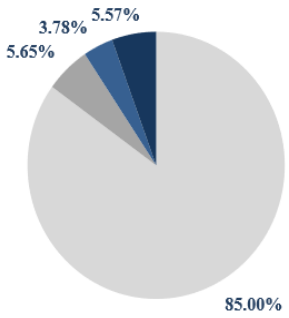
■**疫情下交出靓丽成绩单，Q3单季盈利惊艳：**据Moodie Daviet数据，以欧元计按营收排名，**2020年H1中国中免跃居世界第一大免税品零售商**，打破了Dufry Group连续六年的垄断地位。2019年公司国内市场份额达到85%（如考虑收购海免后，则整体市占率超过90%），在全球免税运营商中排名第四。20年前三季度共实现营业收入351.38亿元（-2.81%），归母净利31.64亿元（-24.93%）。离岛免税新政驱动Q3单季业绩亮眼超预期，实现归母净利22.34亿元（+141.90%）。

图25：龙头并购整合，市场份额增大



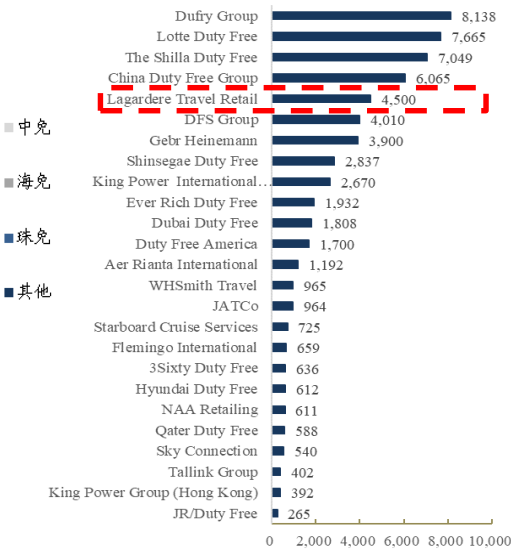
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：2019年市占率，中免龙头地位稳固



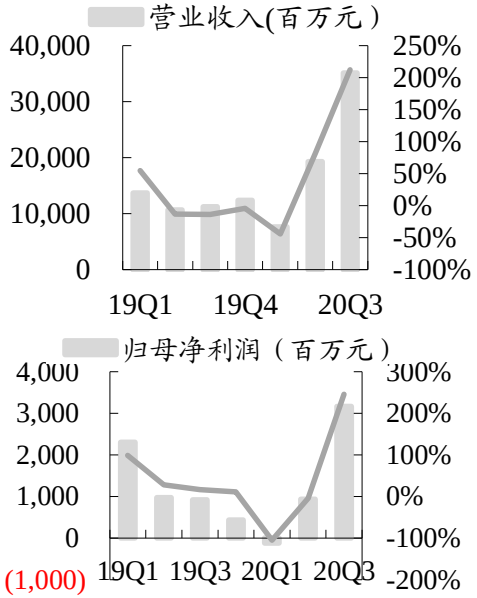
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图27：2019年全球免税运营商排名第4



数据来源：Moodie Davitt，东吴证券研究所

图28：中免收入/业绩情况



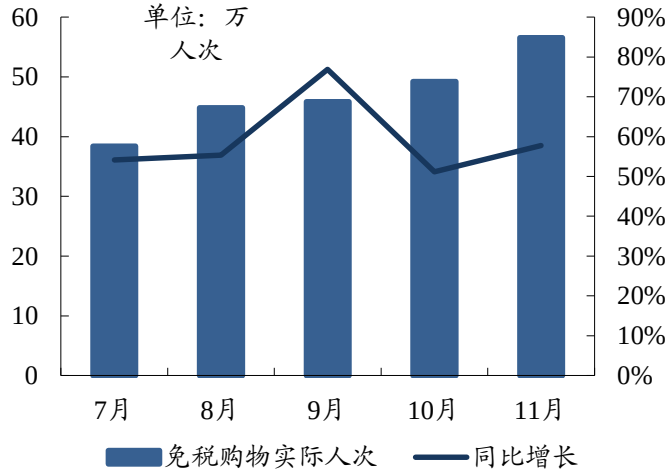
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

中国中免：直接受益离岛免税，增长空间可期

■**先发优势卡位离岛免税优质点位：**12月前海南共4家离岛免税店，分别是海口美兰机场免税店（海免持有51%）、海口日月广场免税店（海免持有100%）、琼海博鳌免税店（海免持有100%）、三亚海棠湾免税店（中免持有100%），均由中免和海免实际控制。20年12月30日，三亚凤凰机场免税店开业；海口美兰机场T2航站楼免税店将于美兰机场二期运营时开业。叠加新开门店，中免在离岛免税布局更上一层楼，龙头地位愈发巩固。

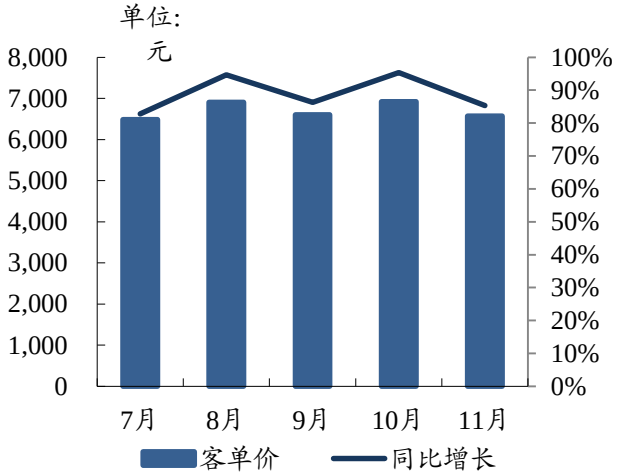
■**疫情冰点消融，新政叠加旅游旺季，离岛免税强势恢复：**中免在疫情下迅速转变销售战略，积极开展线上促销活动，海南离岛补购、CDF会员购、日上直邮等线上平台陆续发力，20年线上实现50亿销售额。新政实施以来，7-11月离岛免税购物件数从288万件增至517万件，免税购物人次从38万增至57万，客单价6,500元左右，显著高于新政实施前水平（19年为3,544元）。先发优势和规模效应有助于中免持续发力离岛免税，直接受益于政策利好和免税蛋糕做大，在供应链、品牌方面与其他市场参与者拉开差距。

图29：海南离岛免税实际购物人次



数据来源：海口海关，东吴证券研究所

图30：海南离岛免税客单价



数据来源：海口海关，东吴证券研究所

表8：中免离岛免税店情况一览

免税店	股权情况	开业时间
三亚凤凰机场免税店	中免 100%	2020/12/30
海口美兰机场T2航站楼免税店	中免 100%	美兰机场二期运营时开业
海口美兰机场免税店	海免 51% 海航49%	2011年12月
海口日月广场免税店	海免 100%	2019年1月
琼海博鳌免税店	海免 100%	2019年1月
三亚海棠湾免税店	中免 100%	2014年9月

数据来源：中国中免官网，海口海关，东吴证券研究所

中国中免：占据核心枢纽机场，区位优势打开增量空间

- **拥有全国吞吐量最大的三地枢纽机场全部免税店，贡献过半免税收入。**中免拥有全国出入境吞吐量最大的三个城市北上广的全部五大枢纽机场免税店运营权，2019 年北京、上海、广州三地机场免税店合计为公司贡献免税收入的56%，同时三地机场占据全国50%出入境客流，把握了免税业重要的渠道之一。
- **中免五家市内店已开业，静待未来国人市内店政策落地。**目前市内店仅针对境外游客，经营面积、营收体量均较小，仍在试水阶段。今年3月发改委提出“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”，国人市内免税店有望落地，带来可观的增量。公司 19 年重新布局市内免税店，在青岛、厦门、大连、北京、上海先后开设五家市内店，对口岸出境免税店形成有效补充，提升出境外籍和港澳台旅客的免税购物体验。 20 年中免集团已与武汉港发集团、西安中大国际形成战略合作，将在华中、西北地区设立免税店。

表9： 中国中免主要机场协议

	机场	标段	保底租金	综合扣点率	分类扣点率	合同期
北京	大兴机场	烟酒、食品标段出入境	2.3亿/年	-	49%	2019-2029年
		香化、精品标段出入境	4.2亿/年	-	香化品类：46% 精品类：20%	
	首都机场	T2出境	首年保底费用8.3亿	47.50%	-	2018-2026年
		T2入境				
		T3出境	首年保底费用22亿	43.50%	-	
		T3入境				
上海	虹桥机场	T1出境	合同期内合计保底销售提成20.7亿	42.5%（浦东T1 2021年前35%扣点率，2022年起执行42.5%新扣点率）	百货类：25% 香化、烟酒、食品类：45%	2019-2025年
		T1入境				
	浦东机场	T1出境	合同期内合计保底销售提成410亿			2022-2025年
		T1入境				
		T2出境				2019-2025年
		T2入境				
		S1卫星厅出境				2019-2025年
		S2卫星厅出境				
广州	白云机场	T1入境（T2启用前）	首年保底销售额3244万/月	39%	-	T2启用日起六年（可延长三年），经营总期限最长不得超过10年
		T1入境（T2启用后）	首年保底销售额2356万元/月	43%	-	
		T2出境	3292万/月	35%	-	T2启用日起六年（可延长三年）
		T2入境	3533万/月	42%	-	2018-2024年（可延期三年）

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表10： 中国中免市内店一览

城市	位置情况概述
北京	中免北京市内免税店位于北京市朝阳公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼，朝阳公园北京市四环以内最大的城市公园。
上海	中免上海市内免税店位于浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅，地处陆家嘴金融贸易区，消费能力强劲。
青岛	中免青岛市内店位于青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层，属于青岛核心商业区，拥有极高客流量。
厦门	中免厦门市内店位于厦门市思明南路中华城购物中心南区一层，中华购物中心属于厦门高端的综合性景观型商业中心，拥有高客流量。
大连	中免大连市内免税店位于大连市沙河口区新星·星海中心，紧邻大连城市标志之一星海广场。
武汉	中免武汉店选址于武汉市汉口民生路口长江航运中心大厦，为武汉高楼新地标，将是全国第六家市内免税店。（尚未开业）
西安	地址待定

数据来源：中免官网，百度，东吴证券研究所

中国中免：免税全领域覆盖，长期竞争优势显著

■中免是目前唯一一家全覆盖机场、离岛、 市内等各个领域的免税运营商，行业龙头地位稳固。在引导消费回流的政策主旋律下，免税购物政策的不断放开有望成为催化剂，加速中免的业态进化。牌照扩容下进入适度竞争阶段，中免长期竞争优势显著，供应链优势和品牌溢价能力带来业绩确定性和成长性。

■**风险提示：**疫情持续反复带来宏观经济波动；政策落地不及预期；行业竞争加剧风险。

表11：中国中免（除海免）盈利预测拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
商品销售业	46,967.19	48,433.87	73,533.70	105,971.36
/总收入	97.92%	99.16%	99.43%	99.59%
成本	23,696.36	24,062.14	35,874.52	51,239.14
毛利率	49.55%	50.32%	51.21%	51.65%
三亚海棠湾免税购物中心				
收入	10465.00	24852.81	40489.38	67268.59
/商品销售	22.28%	51.31%	55.06%	63.48%
成本	5012.49	11929.35	19434.90	32288.93
上海机场				
收入	15149.00	9861.73	13997.68	15859.37
/商品销售	32.25%	20.36%	19.04%	14.97%
成本	7725.99	5029.48	6998.84	7929.68
首都机场免税店				
收入	8589.00	3409.28	6304.47	7432.99
/商品销售	18.29%	7.04%	8.57%	7.01%
成本	4731.69	1558.35	2792.65	3160.71
白云机场免税店				
收入	1922.00	1210.95	1412.67	1709.33
/商品销售	4.09%	2.50%	1.92%	1.61%
成本	903.34	557.04	635.70	752.11
香港机场烟酒段				
收入	2402.00	236.89	1758.33	3077.07
/商品销售	5.11%	0.49%	2.39%	2.90%
成本	1201.00	113.71	844.00	1477.00
旅游服务业	599.15			
/总收入	1.25%			
成本	530.63			
其他业务	400.15	412.16	424.52	437.26
/总收入	0.83%	0.84%	0.57%	0.41%
成本	45.80	53.58	55.19	56.84

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表12：海免部分盈利预测拆分

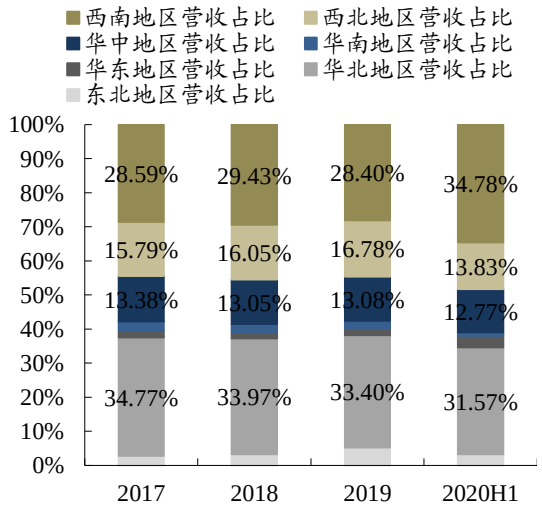
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
海口美兰机场（2011年11月）				
收入	2311.47	3788.16	7386.06	8409.03
购物人数(百万)	1.27	0.94	1.60	1.65
客单价(元/人次)	1824	4018	4621	5083
海口日月广场免税店（2019年1月）				
收入	1025.00	1680.25	5006.90	7439.61
购物人数（百万人次）	0.39	0.30	0.75	0.99
客单价(元/人次)	2662	5626	6655	7523
琼海博鳌免税店（2019年1月）				
收入	99.53	238.93	953.04	1977.74
购物人数（百万人次）	0.02	0.03	0.10	0.20
客单价(元/人次)	5546	8000	9500	10000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

王府井：免税牌照赋能发展，有税+免税”双轮驱动

- **65年连锁百货老店，成为免税新秀。**王府井前身为成立于1955年的北京百货大楼，拥有65年连锁百货经验的王府井于6月9日晚发布公告，收到财政部授予的免税品经营资质，允许经营免税品零售业务，成为免税行业新秀。王府井成为继11年海免之后，至今近10年第一家取得免税牌照的企业，也是全国第8家具有免税经营资质的企业。
- **掘金消费回流，免税业务助力突破业绩瓶颈。**王府井17-19年营收从260.85亿元增至267.89亿元，毛利率保持稳定，分别为20.7%/21.2%/20.7%。2020年上半年，受疫情对线下门店经营冲击，公司实现营收34.25亿元（剔除会计准则变化影响，-24.2%），实现归母净利470.09万元（-99.33%），受损明显。取得稀缺免税牌照，将助力王府井扭转经营疲态，充分挖掘免税潜力。
- **加紧团队与供应链建设，区位优势构筑流量基础。**目前王府井正积极开展免税业务准备工作，按照市场化、专业化、国际化方向快速组建团队，建设供应链体系。目前，王府井共有54家大型综合零售门店，覆盖33个城市总经营面积超300万平方米。王府井门店主要选址于一线、省会等城市的核心商圈，区位优势明显；北京环球影城预期2021年开业，公司已将北京地区的发展作为战略重点，将积极争取将市内免税店开到北京环球度假区。
- **多年品牌零售经验与物业基础，协同免税发展。**截至19年末，王府井拥有百货门店32家、购物中心19家和奥特莱斯7家，拥有丰富的物业资源和成熟的品牌供应链体系，覆盖了高端香化、精品百货等品类。若结合自有物业、供应链优势与免税业务协同发展，则相较于机场免税的高租金扣点压力，王府井免税业务的利润率和客流量将更有优势。
- 风险提示：疫情持续反复带来宏观经济波动；政策落地不及预期；行业竞争加剧风险。

图31：公司业态/位置分布结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表13：截至19年末，王府井1/3门店为自有，经营面积超过110万m²

地区	自有物业门店		租赁物业门店	
	门店数量	建筑面积（万平米）	门店数量	建筑面积（万平米）
华北地区	6	28.4	5	21
华中地区	3	24.2	6	29.2
华南地区	0	0	2	5.7
西南地区	3	10	12	65.8
西北地区	2	22.6	9	48.1
华东地区	1	1.8	2	19.3
东北地区	3	26.7	0	0
合计	18	113.8	36	189

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：丰富的品牌资源，覆盖精品百货、高端香化等国际知名大牌





数据来源：公司官网，东吴证券研究所

凯撒旅业：乘政策东风，联手中出服深入海南布局

- **凯撒旅业是以出境游为主的龙头，公司加强免税布局，发展重心不断向海南迁移。**受到宏观环境以及竞争加剧的影响，公司旅游收入降低约30%，2019年实现总营收60.36亿元和归母净利1.26亿，同比降低26%和35%。疫情冲击下，公司旅游及配餐业务明显承压，20Q3营收11.8亿（-74.9%），归母净利亏损1.93亿（-189.3%），预期海外疫情缓和后，旅游及配餐业务将逐步回温。
- **公司携手中出服布局免税业务，发挥旅游协同效应。**中出服是市内免税龙头。2019年5月公司与中出服共同设立公司运营天津国际邮轮母港进境免税店，公司持有49%股份。同年公司全资成立同盛免税后，购入江苏中服20%股权，2020年3月，公司通过增资8,000万元获得中出服的子公司嘉宝润40%股权。至此，公司与中出服深度绑定，借中出服拥有的免税资质，携手深入开发免税业务。中出服获得离岛免税经营资质后，公司有望凭借丰富的旅游产业经验赋能离岛免税店，共享海南红利。
- **公司与三亚政府开展战略合作，深度布局海南离岛免税。**凯撒旅业今年4月与三亚签订战略合作框架协议，在旅业免税业务、旅业金融、用地建设等达成合作。同时，公司总部迁至海南三亚，三亚国资委也通过文远基金间接持有同盛免税7.5%股份，进一步深化双方合作。本次离岛免税政策落地后，公司也持续推进离岛免税相关项目，挖掘增量潜力。
- **风险提示：**疫情影响宏观经济波动；免税行业政策变动风险。

表14：中出服市内免税店一览

城市	位置情况概述
三亚	中服三亚国际免税购物公园位于三亚鸿洲广场，地处城市商业中心、旅游中心与运动中，毗邻鸿洲国际游艇码头、半山半岛高端酒店、凤凰岛中央商务区。
北京	北京免税店位于北京市朝阳区惠新东街富盛大厦，是目前北京市第一家也是唯一一家市内免税店。
上海	上海免税店总面积3300平方米，位于上海市静安区湾渡路889广场，静安区是海高档宾馆酒店最为集中的地区。
大连	大连免税店位于核心商业街之一的西岗区五四路，在目前东北最大的商业单体项目大连恒隆商业广场内部，集购物、休闲、娱乐于一体。
杭州	杭州免税店位于滨江区滨盛路星光大道上，是中国大陆第一条真正意义上的“星光大道”，游客聚集。
郑州	郑州免税店位于郑州郑东新区绿地中心。郑东绿地中心是郑州市的一组双子塔型摩天大楼，是目前郑州市最高的摩天大楼和第二高的建筑物，郑州市的标志性建筑。
南京	南京免税店位于南京建邺区江东中路金奥美学生活馆，靠近河西CBD区域。河西CBD是华东地区仅次于上海陆家嘴金融贸易区的第二大中央商务区。
哈尔滨	哈尔滨免税店位于哈尔滨南岗区中兴大道哈西万达广场。哈西万达广场集五星级酒店、大型购物中心、室内外商业步行街、5A级写字楼等多种业态于一体，它的建成使哈西新区升级为哈尔滨新的城市中心。
重庆	重庆南岸区长嘉汇购物公园，地处“长嘉汇大景区”核心位置，背靠南山，正面可眺望长江与嘉陵江，有“城市会客厅”的美名。
青岛	青岛免税店位于青岛市市南区延安三路海航万邦购物中心，万邦中心是青岛标志建筑之一。（待建成）

数据来源：中出服官微，东吴证券研究所

表15：凯撒旅业持续加码免税，深入布局海南离岛免税

时间	事件	特点
2019.5	入股天津邮轮免税店49%股权	中出服占比为51%。国内第一家邮轮港进境免税店，面积约255平米，主销烟酒、香化等产品
2019.11	成立同盛免税公司	专注于免税管理的平台
	购买南京中服20%股权	南京中服的第一大股东是中出服，对应门店位于南京金奥美学生活馆，面积约3,000平米
2020.3	购买嘉宝润40%股权	嘉宝润是中出服的子公司，主营北京市内免税店，其新店三季度初开张，位于北京中心，建筑面积为1,802平米
2020.4	与三亚政府签订战列合作协议；公司总部迁址三亚；三亚国资委间接入股同盛免税	-

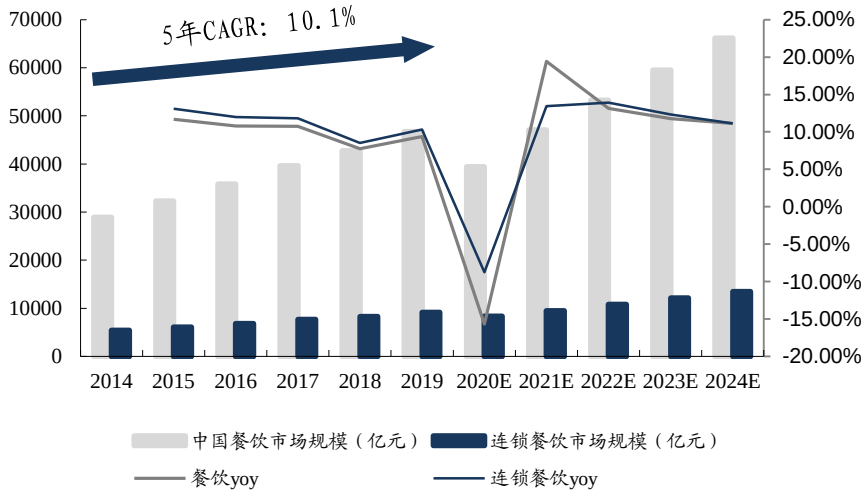
数据来源：公司公告，品橙旅业，新浪财经，东吴证券研究所

2.2 餐饮：连锁化浪潮下，龙头疫后起舞

- **四万亿餐饮大市场，长期稳健成长。**据国家统计局数据显示，2019年中国餐饮业总体市场规模达到4.7万亿（14-19年CAGR10.1%）。今年由于新冠疫情爆发影响，据Frost & Sullivan预计2020年我国餐饮业规模将下滑10.8%，但行业未来将保持持续稳健增长，预计2024年达6.6万亿元规模（19-24年CAGR为7.2%）。

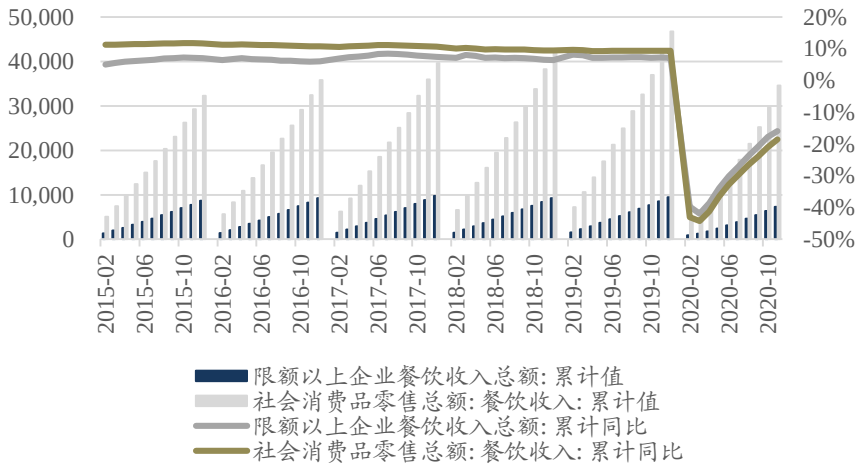
- **餐饮景气低谷已过，限上餐企引领复苏。**自20年4月以来，餐饮行业收入累计同比降幅持续收窄，10月餐饮增速首次转正，但由于境内多地疫情反复，11月复苏速度有所放缓，但环比仍保持正增长。前11月累计餐饮收入达3.46万亿，单11月餐饮收入4,980亿元（-0.6%，环比增长13.9%），行业景气度持续提升。限上餐饮复苏相对较快。截至今年11月底累计餐饮收入同比下滑17.5%（环比20年H1收窄13.9pct）；限额以上餐饮企业收入累计值同比下滑14.8%（环比20年H1收窄15.9pct）。伴随疫情防控步入“新常态”，限上龙头餐饮企业复苏情况优于整体。疫后连锁餐饮有望继续加速布局，品牌化、连锁化率将进一步提升。

图33：四万亿餐饮大市场，长期稳健成长



数据来源：国家统计局，Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图34：全国餐饮收入总额及限额以上企业餐饮收入复苏情况



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

- **各餐饮细分赛道百花齐放，孕育多龙头格局。**中国崇尚民以食为天，细分业态丰富度极高，易孕育专业化龙头。火锅（13.7%）、川菜（12.4%）、中式快餐（12.2%）、广东菜（8.2%）等细分赛道排行前列，代表性龙头分别为海底捞、太二、老乡鸡和广州酒家，行业整体呈现百花齐放态势。随着居民消费需求多样化提升以及区域间人口迁移加速，各大菜系普及率有望进一步提升，孕育全行业多龙头格局。

- **“后疫情时代”供需共振促进连锁化率提升。**2019年我国连锁餐饮增长率约为27.4%，高于当年餐饮行业8%的整体增长率，但当前中国餐饮连锁化率相较于美国等成熟市场处于较低水平，疫情有望从供需两方助力连锁餐饮发展。（1）**供给侧：**疫情下餐饮企业加速数字化、零售化变革，独立运营门店转型艰难，连锁餐饮加盟形式更受青睐；另一方面优质连锁餐饮以资本实力为支撑，把握中小企业出清机会扩容开店。（2）**需求侧：**据艾瑞咨询，疫情后消费者更加注重餐饮的卫生状况，32.8%消费者更倾向于选择安全有保障连锁餐饮商户。

图35：2017中式餐饮细分赛道及代表品牌

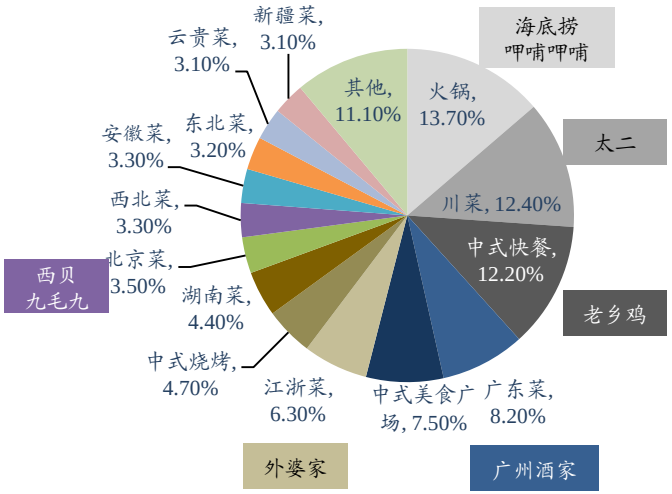


图36：2019年我国餐饮连锁化率仍低，但增速较快

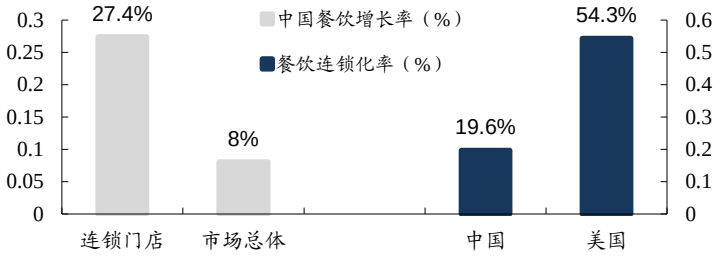
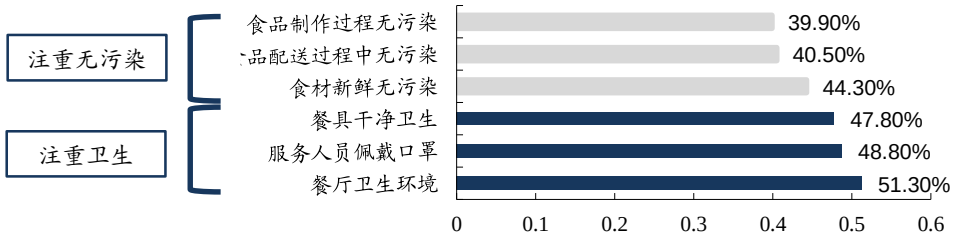


图37：后疫情时代，消费者更加注重餐饮卫生无污染



数据来源：Frost & Sullivan，艾瑞咨询，国家统计局，东吴证券研究所

餐饮：海底捞栖身国际龙头之列，印证餐饮赛道潜力之大

- 在呷哺呷哺等餐饮企业之后，海底捞于2018年9月于港交所上市，IPO首日市值一度突破千亿，截至2020年12月，海底捞市值位列全球餐饮企业第三位，其靓丽的表现验证了中国餐饮市场的规模完全能够培育起全球领先的大市值公司，且随着餐饮连锁化的进程，餐饮龙头崛起的空间仍大。

表17：餐饮龙头简介（单位：亿美元）

Code	简称	主营品牌	业务地区	总市值	营业总收入	营收YOY（18-19）	净利润	净利YOY（18-19）	餐厅数量（20H1）
6862.HK	**海底捞**	**海底捞火锅餐厅**	**中国、亚欧洲主要国家**	**408.13**	**40.86**	**56.50%**	**3.61**	**12.43%**	**935**
9922.HK	**九毛九**	**九毛九餐厅、太二酸菜鱼、怂重庆火锅厂**	**中国**	**44.24**	**4.13**	**41.97%**	**0.25**	**129.89%**	**321**
520.HK	呷哺呷哺	呷哺呷哺、凑凑、茶米茶	中国	24.72	9.28	27.38%	0.44	-37.71%	1117
9987.HK	百胜中国	中国肯德基、必胜客餐厅、东方既白、小肥羊和COFFii & JOY	中国	240.35	94.19	6.01%	7.65	2.36%	9,954
MCD.N	麦当劳	麦当劳餐厅	100多个国家和地区	1598.86	210.77	0.24%	60.25	1.71%	39,020
SBUX.O	星巴克	星巴克咖啡厅	82个国家和地区	1255.62	265.09	7.24%	36.00	-20.32%	32,050
YUM.N	百胜餐饮	肯德基、必胜客、塔可钟	110多个国家	327.49	55.97	-1.60%	12.94	-16.08%	50,393
DRI.N	达登饭店	橄榄园、LongHorn牛排馆、巴哈马微风等	美国、加拿大、中东、巴西、墨西哥等	155.09	78.07	-8.27%	-0.52	-107.35%	1,866
7550.T	善商控股	食其家、Nakau、滨寿司、Coco’s、Bigboy	日本、中国、美国、巴西等	40.43	61.21	3.74%	1.16	20.7%	9,870

注：单位为亿美元，美元兑人民币汇率为6.5，美元兑日元汇率取103，市值更新至2020/12/31，财务数据截至2019年，粗体为已覆盖公司；
数据来源：Wind，Bloomberg，各公司公告，东吴证券研究所

代表品牌面面观：海底捞店效优异，太二效率领先

表17：各餐饮品牌店效对比，单位：万元

	海底捞	必胜客	呷哺呷哺	太二酸菜鱼	九毛九餐厅	肯德基	麦当劳	松鹤楼
日均客流（人次）	1280.0	164.0	280.0	500.0	460.0	480.0	480.0	550.0
座位数	320.0	110.0	100.0	100.0	200.0	80.0	80.0	100.0
翻台（座）率	5.0	1.5	2.8	5.0	2.3	6.3	6.0	5.5
客单价	105.0	108.0	53.0	75.0	58.0	43.0	38.0	55.0
单店收入（万元）	**4905.6**	**650.4**	**541.7**	**1368.8**	**973.8**	**791.0**	**665.8**	**1104.1**
面积（平米）	900.0	300.0	120.0	250.0	325.0	300.0	300.0	175.0
坪效（万元/平米）	5.5	2.2	4.5	5.5	3.0	2.6	2.2	6.3
原材料成本	1942.6	200.5	199.3	558.5	355.4	249.0	210.0	353.3
/收入	39.6%	30.8%	36.8%	40.8%	36.5%	31.5%	31.5%	32.0%
职工薪酬	1373.6	173.9	130.5	212.2	224.0	169.0	130.0	198.7
平均员工数	135.0	25.0	20.0	32.0	42.0	20.0	20.0	25.0
人均薪酬	10.2	7.0	6.5	6.6	5.5	6.8	6.5	7.9
/收入	28.0%	26.7%	24.1%	15.5%	23.0%	21.4%	19.5%	18.0%
租金费用	196.2	201.4	65.0	191.7	163.6	233.0	150.0	171.1
/收入	4.0%	租金及其他经营开支合计约31.1%	12.0%	15.5%（租金与折旧摊销合计）	16.8%（租金与折旧摊销合计）	租金及其他经营开支合计约29.4%	22.5%	15.5%
折旧摊销	196.2		24.9				40.0	176.7
/收入	4.0%		4.6%				6.0%	折摊/水电/杂项开支合计约16%
水电开支及杂项支出	171.7		18.4	47.3	48.7		22.1	
/收入	3.5%		3.4%	3.3%	5.0%		3.3%	
单店经营利润（不考虑税收&加盟店加盟费等）	1025.3	74.6	103.5	340.8	182.1	140.0	134.5	193.2
餐厅层面经营毛利率	**20.9%**	**11.5%**	**19.1%**	**24.9%**	**18.7%**	**17.7%**	**17.1%**	**17.5%**

注：单位参考各公司中国区（或包括中国的大区）直营门店效益，对比门店草根调研计算，与实际情况或存在部分差异
数据来源：公司财报，东吴证券研究所预计

海底捞：产业链+纯直营+师徒制，深度协同快速扩张

- **产业链深度协同，直营强管控。海底捞依靠全国布局的一体化产业链，关联方业务深度协同，有效保障食材供应及品质的稳定性，为海底捞在各线城市扩张打下坚实基础。**海底捞依靠全国布局的一体化产业链，关联方业务深度协同，有效保障食材供应及品质的稳定性，为海底捞在各线城市扩张打下坚实基础。
- **纯直营模式打造高效店态。**经测算，海底捞投资回收期仅需10个月，优于各大餐饮品牌品牌。截至2020H1，海底捞已在全球开设直营门店935家，其中868家位于大陆地区。
- **师徒制为核心的阿米巴经营模式，自下而上利用群体智慧实现快速扩张。**海底捞鼓励店长自下而上、自主选址并递交新餐厅方案、其徒弟也成为新店店长的首选，店长可以获得其管理餐厅利润的2.8%，或其包括徒弟、徒孙管理餐厅的相应利润提点，第二种模式激励弹性更大、空间更高，激励店长发展新店。

表18：全产业链协同品控

关联企业	相关业务
颐海国际	提供火锅底料及其他产品
蜀海集团	提供加工食材和仓储物流服务
蜀韵东方	提供室内装潢及翻新工程管理等相关服务
微海咨询	提供人力资源管理咨询服务，员工招聘、培训
扎鲁特旗海底捞	提供部分羊肉产品

图38：店长激励方式

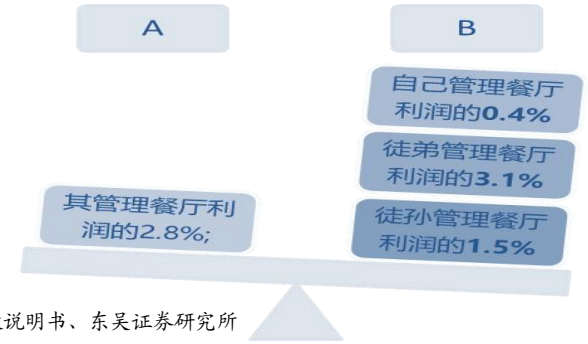
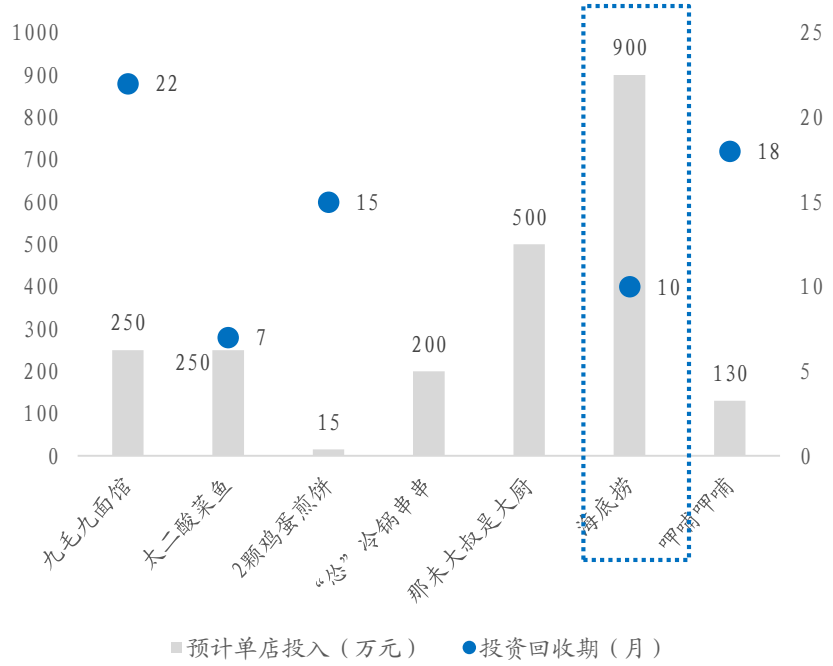


图39：各大餐饮品牌

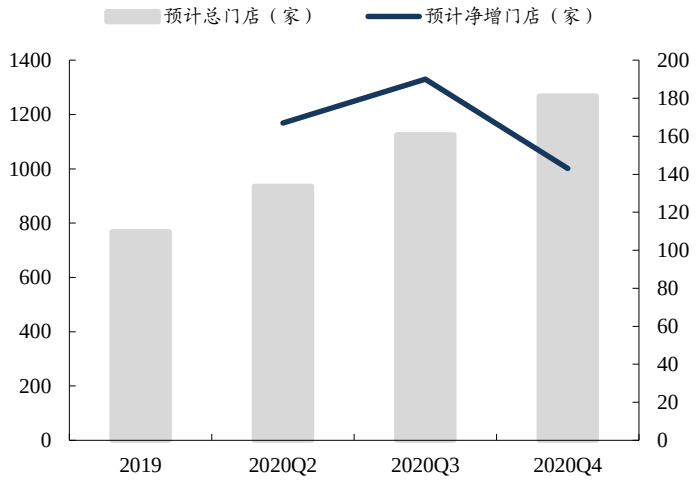


数据来源：招股说明书、东吴证券研究所

海底捞：龙头逆势扩张超预期，业绩加速释放

- 疫情对业绩冲击显著，公司2020年上半年营收营收97.6亿元（-16.5%），归母净利-9.65亿元（-205.9%）。长期而言公司护城河稳固：**海底捞系（海底捞/颐海/蜀海/微海）极强的组织变革力对外输出是公司难被效仿的核心壁垒，发展动力源源不断**。
- **疫后分化进一步加剧，海底捞扩张加速。** **1）门店扩张超预期：**客观上购物中心优质点位因中小餐饮倒闭而大量空出，主观上物业方希望通过引入头部餐饮企业提振客流。龙头借助疫情机遇，获得租金优惠的同时迅速卡位，实现逆势加速扩张。预计前三季新开店数超360家，上调20及21年新开店预期至500和600家；**2）整体翻台率稳健：**预计Q3翻台率复苏至去年同期80%，伴随天气转凉进入火锅旺季，Q4翻台率有望进一步复苏；**3）客单价稳步提升：**伴随产品结构调整，11月开始对门店陆续进行提价，假设20/21年各线城市门店客单价提升3%/8%。我们预计公司20/21年营收分别达到296.4亿（+11.6%）和578.1亿（+95.0%）；20/21年归母净利达到9.5亿（-59.7%）/53.3亿。当前股价对应20-21年动态PE 282、50x
- **内外兼修，持续多业态布局。**公司内部孵化机制与外部投资策略并存，在面食赛道进行“赛马”，通过内部创业团队孵化“十八汆”等多个面馆品牌，据草根调研，十八汆运营情况较好；通过“饭饭林”、“秦小贤”试点川味盖饭、陕西风味小吃等其他快餐品类，实现多赛道布局。同时，汉舍中国菜及Hao Noodles收购计划持续推进将加速并完善公司在中高端面馆赛道布局，帮助公司吸取更多面食品类及海外餐厅运营经验，并与自身面馆业务协同，实现多元增长。
- **风险提示：**疫情反复带来宏观经济波动；公司业务复苏、扩张不及预期风险。

图：海底捞门店数预计



表：海底捞持续拓展新业态

名称	类型	营业/投资时间	主要运营城市	品类	门店数	客单价
十八汆	内部孵化	2019 年 11 月	北京	面食	1	23
佰麸私房面	内部孵化	2019 年 9 月	郑州	面食	1	11
捞派有面儿	内部孵化	2020 年 5 月	成都	面食	1	10
新秦派	内部孵化	2019 年 4 月	西安	面食	暂停营业	8
饭饭林	内部孵化	2020 年 9 月	北京	简快餐	1	17
秦小贤	内部孵化	2020 年 9 月	北京	陕西风味餐食	1	21
汉舍中国菜	外部收购	2019 年 11 月	北京、上海、杭州	融合菜	12	165
Hao Noodle	外部收购	2019 年 11 月	纽约	面食	3	67
海盗虾饭	外部投资	2017 年 5 月	北京、上海、深圳	小龙虾	堂食 13 外卖多家	40
彩泥云南菜	外部投资	2017 年 8 月	上海、杭州	云南菜	4	92

数据来源：海底捞公告，大众点评，东吴证券研究所预计

颐海国际：伴海底捞成长东风，三方产品打造能力验证

- **革新不断，伴海底捞成长东风，第三方产品/渠道力逐步验证。**公司管理内核与海底捞一脉相承，伴随海底捞成长红利高速规模化后持续进行产品迭代。凭借高竞争、高激励模式快速下沉非一线市场，产品/渠道力极强，关联方与第三发收入增速齐高；疫情下公司优势凸显，方便速食、中式复合调味料等产品充分受益宅经济，持续推新，销售供不应求。截至20H1，公司营收22.2亿（+34%），归母净利润4.0亿（+48%），疫情下方便速食成为公司销售增长最快品类。

- **管理体系与海底捞一脉相承，渠道下沉持续。**19H1应用合伙人师徒制扁平化管理，预计目前销售师徒数量分别约170/100名左右。参考海底捞师徒体系，**在徒弟合伙人业务成熟后有望迭代下一层级，助力持续扩张新区域**。在经销商方面，公司今年起执行更加严格排他政策，确保产品最优质陈列。高周转、高利润政策助力渠道不断下沉，预计目前经销商数量已超过3000家（19年底约2400家，环比增长约25%）。
- **伴关联方成长东风。**海底捞持续进行门店加密与下沉，预计22年海底捞门店将达到2268家（较19年底+195.3%）。门店扩张带动下颐海国际关联方收入持续增长（13-19年复合增速高达44.8%）。**受益于海底捞维持高速扩张带来的火锅底料需求，颐海国际关联交易规模有望进一步扩大**；
- **第三方产品打造能力逐步验证。**颐海国际自2007年起享有在调味品独家使用“海底捞”品牌并永久免特许权使用费权利；2017年与海底捞成立子公司馥海（颐海国际持股60%）推出自加热小火锅；第三方业务茁壮成长，疫情下20上半年方便速食业务便速食疫情宅经济下供不应求，实现收入6.7亿（+95.9%），占比提升至30.1%（+9.5pct）。颐海国际向第三方销售的底料和中式复合调味料毛利率超过50%显著高于同行天味食品毛利率37%。

图41：颐海国际收入结构

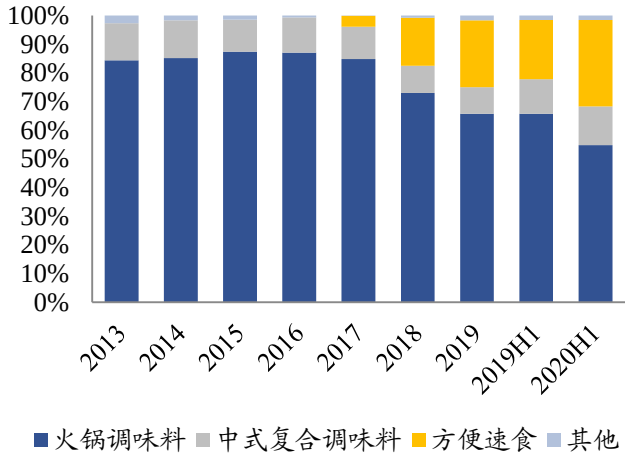


图42：颐海与天味底料毛利率对比

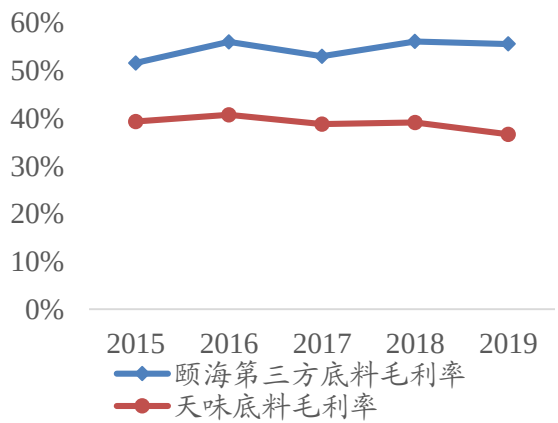


图43：颐海国际产品持续推新



数据来源：公司财报，公司官网，东吴证券研究所

注：颐海2018年合并火锅底料和火锅蘸料，采用合并后毛利率

颐海国际：关联方定价市场化，无碍长期成长

- **1）关联方业务：**海底捞开店持续加速，我们预计20年1-10月开店数量超过400家，伴随签约及装修门店进展持续，上调20/21年新开店至500家和600家。我们预计，受此影响颐海国际关联方收入也将持续享受海底捞门店下沉红利，全年关联方收入为15亿（-9.7%），其中20H2关联方收入或达到10.0亿（+5.04%）。开店持续加速下21年关联方营收25.3亿（+68.3%），其中21年H1、H2关联方收入分别为10.8亿（+117%），14.4亿（+44.0%）。我们预计市场化定价将导致20/21年关联方毛利率下修至24.2%/22.5%（较20H1分别-1.3pct和-3.0pct）。
- **2）第三方业务：疫情下方便速食持续高增长，产品推新不断。**
  - 1）**调味料业务（底料+中式复调）**：C端调味品业务市场反馈良好，预计下半年增速仍然亮眼，同时公司将继续推出一人食/家庭装、多口味火锅底料及“筷手小厨”“24道菜”川、粤等多个地方菜系，预计该业务20年全年收入将达24.6亿，同比+57%。21年由于20H1高基数、持续推新、渠道持续下沉等综合因素影响，全年收入或将达到32.9亿（+33.7%）
  - 2）**方便速食业务**：持续受益疫情，预计20年该业务收入将达15.8亿（+61.5%），其中自热小火锅收入14.3亿，yoy+46.1%（20H2收入8.1亿，yoy+27%）；冲泡系列于6-7月陆续线下铺货，消费反馈良好，预计全年收入有望达到1.5亿-2亿元。同时，伴随21年渠道铺开，冲泡系列或将在收入端快速放量，但预计该产品毛利率约20%左右，或同时拉低整体毛利率。预计21年方便速食收入将达到26.8亿（+69.6%），预计业务毛利率将下行至24.7%。
- 风险提示：输入性疫情爆发风险；新品销售不及预期；渠道管理和扩展不及预期风险；食品安全等。

表21：颐海国际20/21年业绩测算（产品口径）

单位：百万元	19H1	19H2	2019	20H1	20H2E	2020E	21H1E	21H2E	2021E
总营收	1655.76	2626.73	4282.49	2218.13	3421.21	5639.34	3356.74	5279.32	8636.06
yoy	64.92%	56.59%	59.71%	33.97%	30.25%	31.68%	51.33%	54.31%	53.14%
关联方	708.58	954.58	1662.29	498.64	1002.70	1501.33	1082.04	1443.88	2525.93
yoy	31.51%	50.11%	41.50%	-29.63%	5.04%	-9.68%	117.00%	44.00%	68.25%
毛利	190.45	267.45	457.90	127.19	235.64	362.83	243.46	324.87	568.33
毛利率	26.88%	28.02%	27.55%	25.51%	23.50%	24.17%	22.50%	22.50%	22.50%
第三方业务	920.33	1624.66	2544.99	1684.49	2355.74	4040.23	2224.36	3745.95	5970.31
yoy	99.94%	58.46%	71.31%	83.03%	45.00%	58.75%	32.05%	59.01%	47.77%
毛利	428.26	742.74	1171.00	747.20	1025.58	1772.78	918.23	1467.56	2385.79
毛利率	46.53%	45.72%	46.01%	44.36%	43.54%	43.88%	41.28%	39.18%	39.96%
其中:调味料（底料+复调）	580.36	986.15	1566.51	1030.00	1429.90	2459.90	1287.50	2001.86	3289.36
yoy	63.09%	43.93%	50.48%	77.48%	45.00%	57.03%	25.00%	40.00%	33.72%
毛利	316.85	534.53	851.38	539.86	749.27	1289.13	674.65	1048.98	1723.62
毛利率	54.60%	54.20%	54.35%	52.41%	52.40%	52.41%	52.40%	52.40%	52.40%
方便速食	339.97	638.51	978.48	654.50	925.84	1580.33	936.86	1744.09	2680.95
yoy	225.46%	87.73%	120.1%	92.52%	45.00%	61.51%	43.14%	88.38%	69.64%
毛利	111.41	208.21	319.62	207.34	276.31	483.65	243.58	418.58	662.17
毛利率	32.77%	32.61%	32.66%	31.68%	29.84%	30.60%	26.00%	24.00%	24.70%
其他产品营收	26.85	48.36	75.21	35.00	62.77	97.78	50.33	89.48	139.82
毛利	624.10	1017.30	1641.40	879.76	1275.41	2155.17	1171.76	1810.33	2982.09
综合毛利率	37.69%	38.73%	38.33%	39.66%	37.28%	38.22%	34.91%	34.29%	34.53%
总费用率	21.36%	21.66%	21.55%	21.68%	23.01%	22.49%	22.47%	22.32%	22.38%
归母净利	270.37	448.26	718.63	398.92	531.29	930.21	507.50	741.98	1249.48
yoy	46.48%	34.53%	38.79%	47.55%	18.52%	29.44%	27.22%	39.66%	34.32%
归母净利率	16.33%	17.07%	16.78%	17.98%	15.53%	16.50%	15.12%	14.05%	14.47%

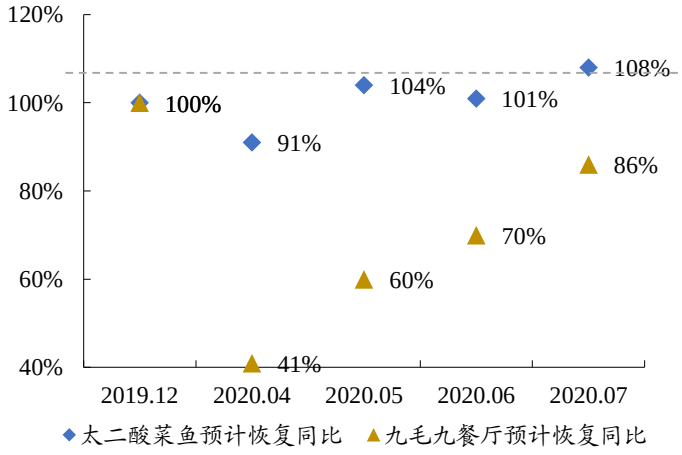
注：该测算基于公司披露产品口径进行分拆，或与渠道口径存在细微差异

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

九毛九：太二加速布局，赛道扩充迎多元成长

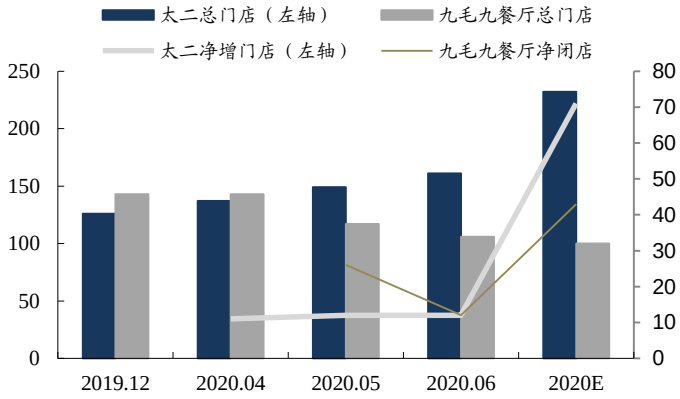
- 公司公告1H20收入9.5亿（-23.2%），好于市场预期。上半年经调整净利-1.15亿（yoy-198.7%）。分品牌看，1H20九毛九及其他品牌营收分别下滑约61%/33%；太二表现亮眼，营收同增25%，提振整体收入。
  - **太二酸菜鱼持续亮眼表现，Q3实现正增长。**太二酸菜鱼于2月底推出外卖业务，纯外卖初期收入约恢复至60%（营收恢复数据均与19年12月相比，下同）；3月18日起门店逐步复业，预计4月中下旬堂食+外卖收入恢复90~95%左右；预计6月整体翻座率预计恢复至4次/天，7月经营恢复至19年12月108%左右（堂食占比约94%），预太二公众号数据显示，2020年太二总门店数已达232家左右，逆势扩张超预期（较19年底净增106家，+84.1%）。
  - **家庭餐饮恢复较慢，九毛九餐厅战略收缩降本提效。**3月中下旬首批九毛九餐厅堂食开放；由于家庭消费者对安全考量，预计6月翻座率小于2次/天，收入恢复至70%左右（营收恢复数据均与19年12月相比）。5月宣布关闭20家低效益/微亏九毛九餐厅，目前门店集中于广东、海南两省，预计年底门店数100家左右。餐厅战略收缩利于节省成本开支，维持餐厅品控及经营效率，加快盈利模式战略性调整。预计新门店将更加强调菜品精简化、品牌特色化、定位年轻化等方向。目前已在广州、肇庆、海南等地打造九毛九“红红火火形象店”，当前运营表现良好。
  - **切入火锅赛道叠加入通预期，坚定看好公司成长。**怂定位年轻人火锅，其特点包括：1）门店装修风格工业金属风，店员着装时尚；2）SKU约40-50个，仅包含一款牛油辣搭果蔬汤锅底；3）据美团数据显示，其人均消费在120~130元左右。8月以来广州总部店试运营效果良好，12月13号已在海口开设第二家门店，预计有望在明年持续异地扩张。看好公司多品牌打造能力，或迎第三条增长曲线。

图44：太二营收恢复表现亮眼（同比2019.12）



数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所预计

图45：太二/九毛九预计门店数（预计门店数）



数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所预计

图46：“怂”重庆火锅厂主打鲜切牛肉

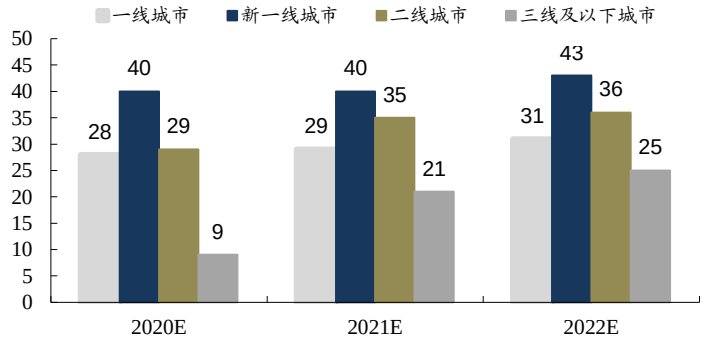


数据来源：九毛九官网，东吴证券研究所

九毛九：太二加速布局，赛道扩充迎多元成长

- **加速太二门店扩张布局。**太二酸菜鱼将是公司扩张重点，着重布局一线及下沉非一线市场，预计20-22年分别开店106/125/135家，其中一线、新一线及二线城市合计开店数分别为28，40和29家。
- **三地央厨配合扩张计划。**公司在广东、海南及湖北三地中央厨房均配备冷冻、冷藏和常温3个仓库，合计产能1860万吨。**预计公司将在华南、华北、华东等地持续推进央厨建设，其中佛山新央厨将在2021年底前完工。新央厨建设将为公司门店扩张提供有效产能支持**。
- **新生品牌多元化发展。**公司通过差异化多元覆盖，探寻单店模型优质且易于复制品牌，截至2019年底三大新兴品牌共有门店67家，其中2颗鸡蛋煎饼占65家（21家直营单店营收约97万/年），激发增长新动力。
- **风险提示：**疫情反复带来宏观经济波动风险；扩张及品牌推广不及预期风险；食品安全与负面新闻风险。

图47：太二将加速一线及新一线城市门店布局



数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所预计

表21：九毛九盈利预测

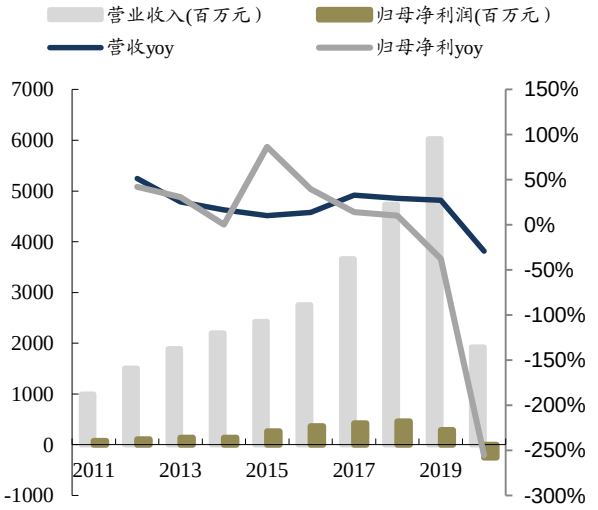
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
总营收	**2,687.29**	**2,654.89**	**5,135.31**	**7,384.26**
yoy	*41.78%*	*-1.21%*	*93.43%*	*43.79%*
九毛九面馆	**1,371.71**	**802.64**	**1,021.34**	**1,109.11**
营收占比	*51.04%*	*30.23%*	*19.89%*	*15.02%*
yoy	*2.82%*	*-41.49%*	*27.25%*	*8.59%*
总门店（个）	143	100	103	110
新增门店（个）	*(4)*	*(43)*	*3*	*7*
太二酸菜鱼	**1,107.88**	**1,543.17**	**3,972.03**	**5,965.45**
营收占比	*41.23%*	*58.13%*	*77.35%*	*80.79%*
yoy	*105.08%*	*39.29%*	*157.39%*	*50.19%*
总门店（个）	126	232	357	492
新增门店（个）	*61*	*106*	*125*	*135*
两颗鸡蛋煎饼	**26.11**	**23.25**	**40.18**	**52.70**
yoy	*68.46%*	*-10.95%*	*72.83%*	*31.15%*
怂重庆火锅		**8.00**	**64.00**	**200.00**
yoy			*700.00%*	*212.50%*
那未大叔是大厨	**7.10**	**5.50**	**14.40**	**21.90**
yoy	*255.00%*	*-22.54%*	*161.82%*	*52.08%*
其他业务收入	**12.27**	**14.72**	**17.67**	**21.20**
yoy	*375.58%*	*20.00%*	*20.00%*	*20.00%*
毛利	**1,701.98**	**1,646.03**	**3,132.54**	**4,467.48**
毛利率	*63.33%*	*62.00%*	*61.00%*	*60.50%*
人工成本占比	*25.81%*	*27.65%*	*20.61%*	*20.12%*
租金及折摊占比	*13.36%*	*16.00%*	*13.70%*	*13.70%*
水电开支占比	*4.00%*	*4.50%*	*4.00%*	*4.00%*
归母净利润	**164.41**	**59.24**	**464.98**	**682.43**
yoy	*122.63%*	*-63.97%*	*684.90%*	*46.77%*
归母净利率	*6.12%*	*2.23%*	*9.05%*	*9.24%*

数据来源：九毛九公告，东吴证券研究所预计

呷哺呷哺：危机彰显品牌韧性，双轮共筑成长

- **疫后复苏领先，体现优良品牌韧性。**公司20H1营收19.2亿（-29.1%），由于北京呷哺呷哺门店达313家（2019年，占比总体30.6%），疫情强管控下业绩持续承压，20H1录得归母净利-2.55亿（-255.4%）。**得益于单人小火锅客单价相对低，消费属性偏快餐，在疫情向好下复苏领先行业，预计10月底呷哺门店经营恢复率达95%**；预计凑凑品牌于Q4同比实现正增长，预计主要与低基数有关。
- **立足成熟餐饮体系，首创“火锅茶饮”&呷哺迭代升级，打开成长新空间。**
  - 公司基于呷哺的供应物流、会计、IT系统于2016年推出凑凑品牌，首创“高品质火锅+茶饮”，定位年轻女性，叠加网红营销模式，收获消费者良好口碑与品牌溢价，**20H1营收5.93亿，逆势增收21.3%，其中茶饮收入占比约20%**。当前凑凑成熟店效约1800万，客单价130元，**未来将持续在一二线城市布局，预计21年底门店数量将达220~230（较20年底新开门店约70~80家，yoy+46.7%~53.3%）。**
  - 呷哺呷哺持续迭代，700+餐厅升级为呷哺2.0形态，店面装修更加年轻化，并引入茶米茶品牌，吸引年轻消费者。新单店模型持续优化：1）SKU从80丰富至110+；2）客单价从50提升至70元；3）店面面积从200增至300平以上；老店经营效益有望持续优化。同时预计悠唐店、忆呷哺等新模型跑通也将为呷哺二次扩张打开成长新空间。
- **风险提示：**疫情反复带来宏观经济波动风险；新品牌扩张不及预期；食品安全与负面新闻风险。

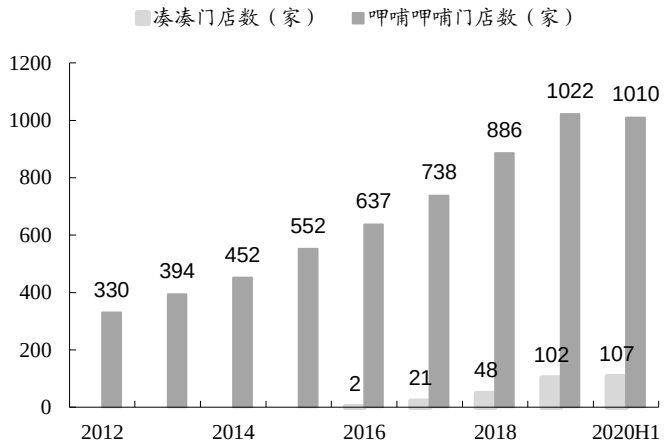
图：公司业绩疫中承压，疫后复苏迅速



图：首创火锅+茶饮模式，品牌调性独特



图：凑凑品牌有望打开二次成长空间

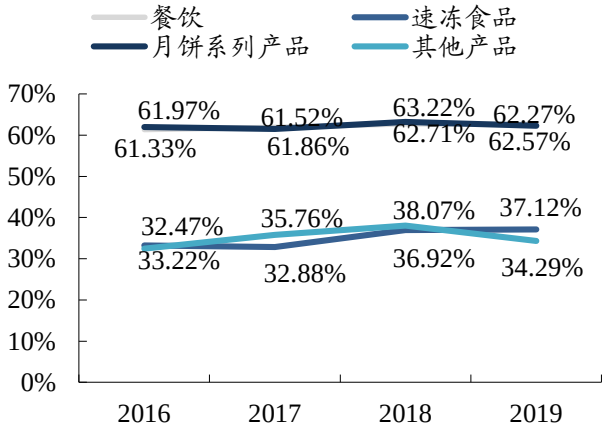


数据来源：呷哺呷哺公告，公司官网，东吴证券研究所

广州酒家：渠道与产能持续扩展，期待核心产品拉动营收

- **疫情影响冲击餐饮业务，速冻、月饼高增长。**20年前三季度营收26.5亿（+10.1%），归母净利3.6亿（+10.6%）。单三季度：营收16.8亿（+15.5%，环比+11.3pct），归母净利3.5亿（+33.5%，环比+137.9pct），利润端增速超预期，环比Q2改善明显。分品类看：**1）速冻食品持续受益“宅”经济延续高增长态势**，速冻营收6亿（+51.5%），Q3单季速冻营收1.8亿（+27.4%，环比-57pct），主要系疫情防控向好及天气转暖需求放缓，预计有望在Q4提速。茂名粮丰园两条速冻生产线疫情后复工较早，预计3月底满产；今年新增梅州基地一期产能也将以速冻为主，预计将于年底试产，产能支持充分，速冻营收有望持续高增长；**2）月饼销售符合预期**，Q3营收12.2亿（+19%，环比+85.7pct），叠加疫情下品牌认知度提升，销售费用减少，该业务贡献较大利润体量；**3）公司Q3餐饮业务营收1.5亿**，复苏至去年同期91%水平，环比+35.7pct，当前直营门店约18家，表现稳健。
- **线上及省外渠道建设成效凸显。**1）20Q1-3直接销售营收10.9亿元（-0.5%，环比H1+25pct），Q3单季：直销收入7亿元（+22.6%）。线上端公司借助直播带货、品牌联名等方式持续发力，据淘数据显示9月公司天猫门店销售额达1.2亿（+63%），表现亮眼。疫情下公司进行线下门店整合，预计目前利口福食品连锁门店超过160家；前三季度经销营收15.4亿元（+19.6%）。
- **陶陶居混改战投落地，持续市场化添活力。**公司拟以增资扩股方式引入战略投资者进行国企混改，食尚雅园餐饮管理公司以2.26亿摘牌，获得陶陶居45%的股份。同时，陶陶居将以1.80亿元收购食尚雅园持旗海越公司（拥有6家陶陶居品牌授权门店）100%股权。理顺组织架构有望进一步提升产业协同性。以市场化机制增强盈利能力，助力餐食业务省外扩张。
- **风险提示：**疫情反复带来宏观经济波动；月饼/速冻产能扩张不及预期；食品安全风险。

图48：月饼系列产品及餐饮业毛利率较高



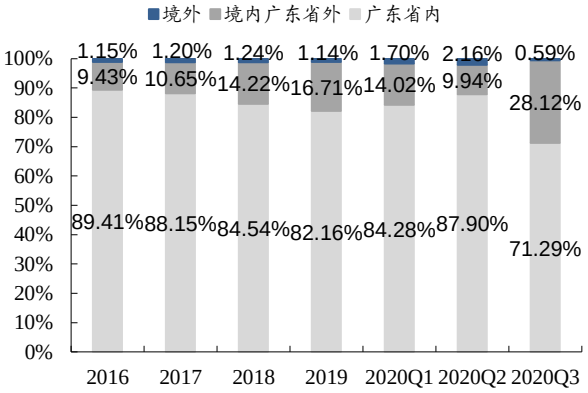
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图49：公司主营产品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图50：境内省外销售占比逐步提升

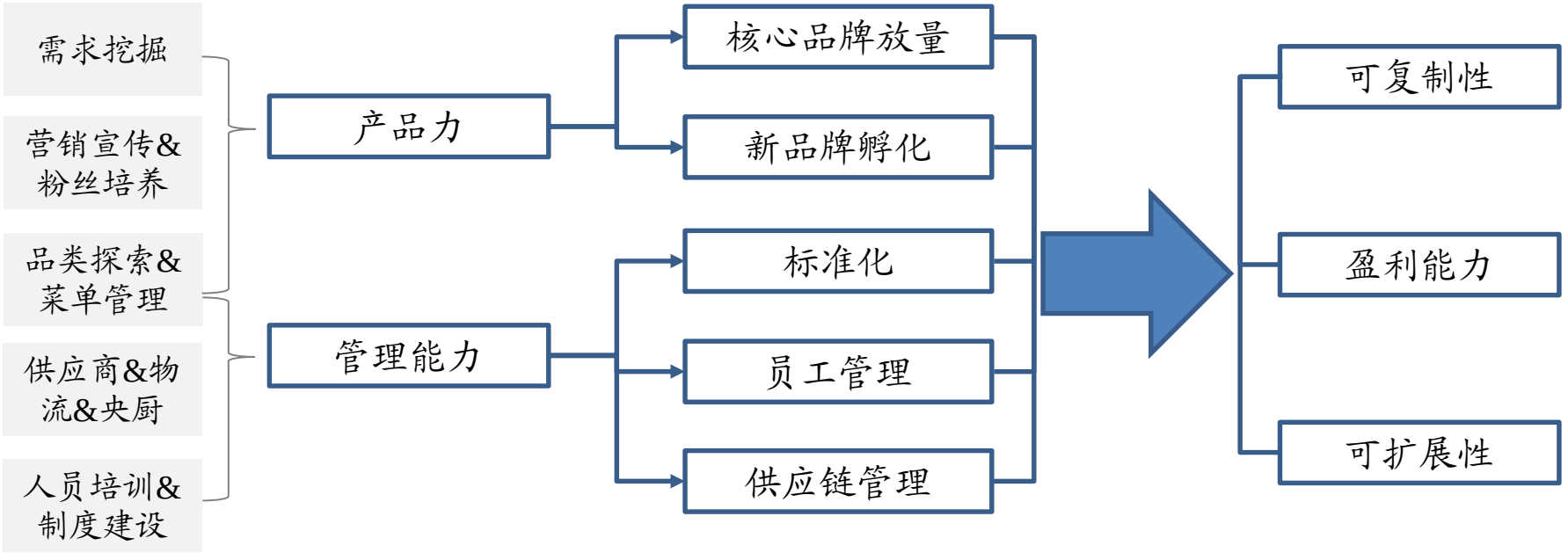


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

坚定看好受益疫情宅经济，核心壁垒深厚的餐饮龙头

- 看好受益“宅”经济、具有产品力、优质管理能力、扩张成长势头强劲、市占率有望逐步提升的餐饮龙头；持续推荐渠道下沉下，产品不断上新升级叠加产能支撑，打开C端成长空间的**【颐海国际】**；以及月饼业务稳健增长，疫情下速冻食品需求激增，伴随产能持续落地缓解供需瓶颈，混改市场化提效下的区域龙头**【广州酒家】**。
- 据此前预测疫情将对公司业绩产生较大冲击，连锁龙头**【海底捞】**、**【九毛九】**1H20营收分别下滑20%/23%，净亏损约9亿/1.2亿。海底捞逆势扩张超预期，叠加微疫情下提价预期，叠加微疫情下火锅有望逐步提价，业绩加速释放潜力大，坚定看好未来3年业绩高成长与确定性。九毛九旗下太二酸菜鱼外卖疫情下表现抢眼，弥补销量的同时保持消费者热度，逆势增收25%，新品牌怂试运营效果良好。**【呷哺呷哺】**旗下凑凑品牌立足成熟餐饮体系打造，成功凭借“火锅+茶饮”模式实现口碑营销，一二线城市扩张潜力仍大；同时，呷哺呷哺老店经营效益伴随品牌迭代升级有望持续优化经营效益迎来二次扩张。龙头成长基础与发展逻辑清晰：在标准化经营、供应链建设和员工管理的基础上，深挖市场需求、利用营销造势、口碑效应打造核心品牌影响力，实现门店的高盈利性和可复制性；持续探索创新品牌，为业态的可扩展性奠基。长期仍然看好竞争力与护城河兼具的行业领先企业。

图：餐饮核心竞争力

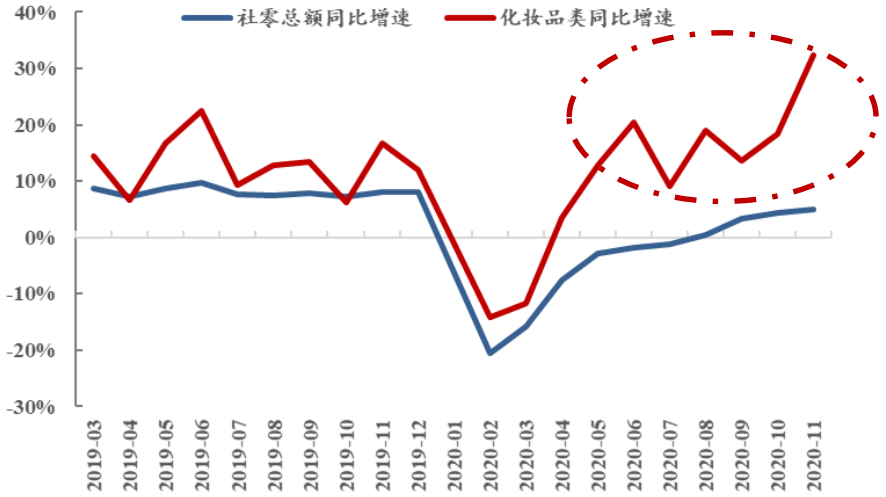


数据来源：东吴证券研究所整理

2.3 美妆&医美：颜值经济时代，成长与价值兼具

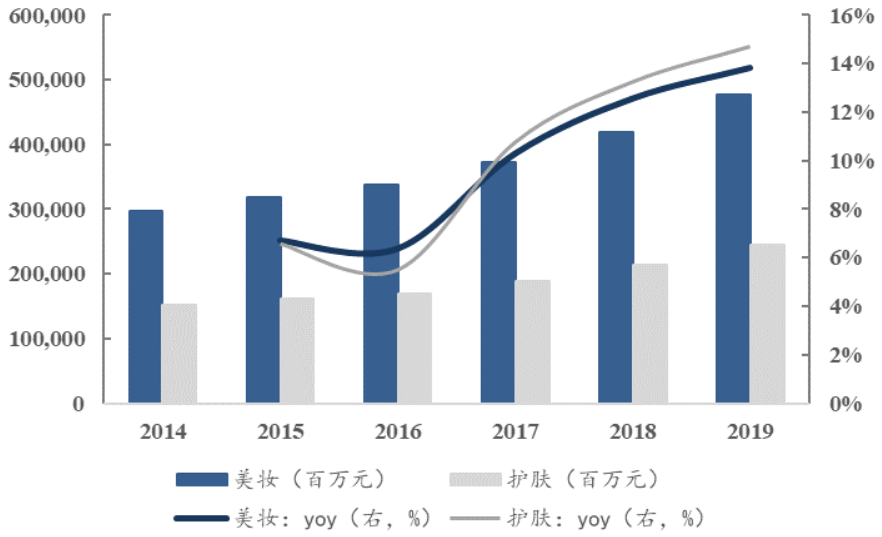
- **颜值经济强韧性，引领消费复苏。**化妆品是让生活“**更美好**”的行业，使消费者获得幸福感和满足感，在消费升级大趋势下，行业景气度高企。18年至疫情前，**化妆品消费增速均在10%以上**，显著快于社零整体；而疫情下，化妆品更展现出了强韧性，4月率先反弹实现增速转正，**11月双11带动下，同比增速达32.3%**。1-11月累计零售额同比达9.5%，领跑可选消费品类。
- **市场广阔，增长提速。**据Euro Monitor统计，2019年中国化妆品市场规模达4,777亿元（+13.8%），14-19年CAGR近10%；16年以来行业扩容提速，增速逐年增加。Euro Monitor预计**2024年中国化妆品市场规模将达8281.8亿元**（5年CAGR 11.6%），高景气行业空间广阔。

图52：化妆品消费增速领先社零整体增速（%）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图53：美妆个护行业高成长，17年开始增长加速

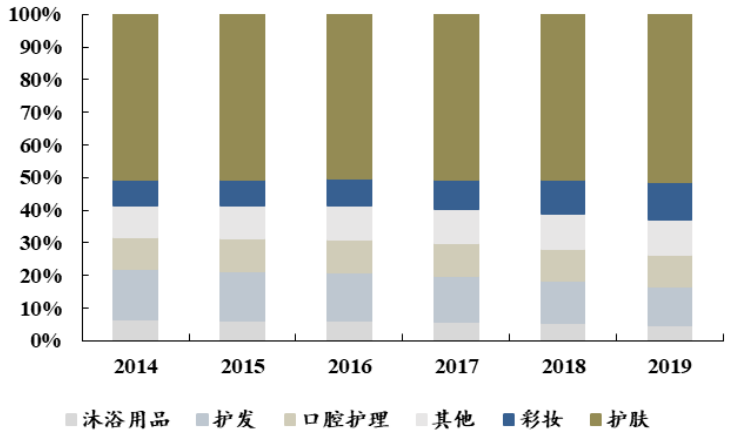


数据来源：Wind，东吴证券研究所

产品类目精细化，创造差异化创新空间

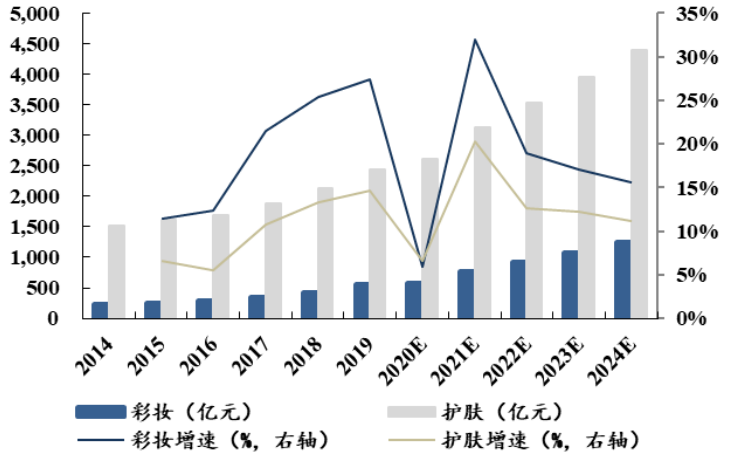
■ **护肤市场渗透率高，彩妆品类高速增长。**受国际品牌入驻及国产老品牌带动，中国护肤品发展成熟，2019年市场规模**2,444亿元**（同比+14.7%），占整体化妆品行业53%。彩妆品类则处于成长早期，2019年市场规模同比增长27.4%至**552亿元**，增速亮眼。

图54：护肤品占中国化妆品行业半壁江山（%）



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图55：护肤稳健增长，彩妆增长提速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ **产品功效精细化，差异化创新中突围。**从补水到美白、从眼霜到唇膏、从蜜粉到定妆喷雾，护肤产品自基础护肤向功能护肤和针对性护肤延伸，彩妆则发力拓展不同色号形态，产品类目持续丰富，创造**精细化护肤需求**。根据凯度消费数据，2019年消费者日常使用美妆类目61种，品类间需求相互独立、侧重点有所差异，逐步形成百花齐放的品牌竞争格局。

表22：护肤品及彩妆需求与细分方向

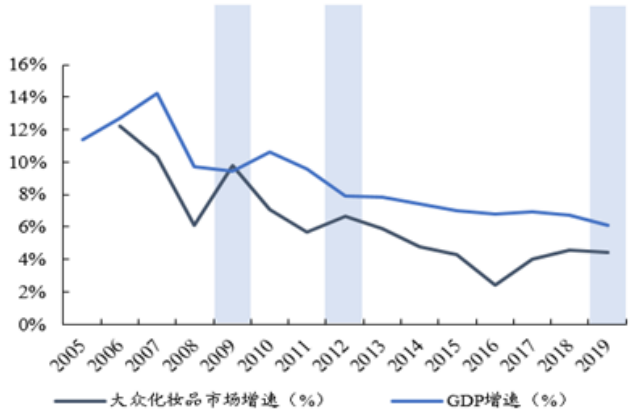
品类	常用品类	需求点	细分方向
护肤品	爽肤水、乳液/面霜、面膜、精华等	深层次作用于皮肤，注重产品成分、活性	功能细分、部位细分
彩妆	粉底、散粉/粉饼、眉笔、睫毛膏、眼线笔、口红等	侧重修饰功能，注重色彩还原度及持久性	色号细分、形态细分

数据来源：中国发展网，东吴证券研究所

多层次市场结构正成型，高端市场快速成长

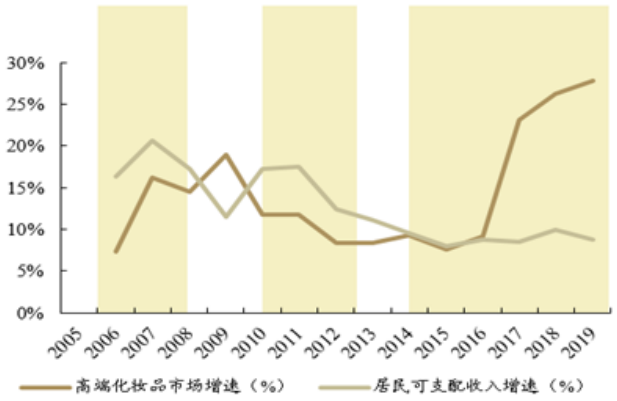
- **大众市场抗周期，高端市场打开天花板，多层次市场结构正成型。**化妆品根据定价和定位差异可以分为高端、中端、大众市场。大众化妆品兼具奢侈品同等愉悦效应及低价属性，经济下行时能补偿心理落差，具备较强逆周期性。据我国GDP增速及大众化妆品市场情况，在周期性波动上呈现显著“**口红效应**”。高端化妆品市场则与居民可支配收入高度相关，随着居民收入提升，高端市场有望得到扩张。
- **大众市场占比高，高端市场快速成长。**据Euro Monitor数据显示，2019年中国大众化妆品市场规模2,769.8亿元，占整体行业58%，成为当前我国化妆品市场主力；高端市场规模1,517.9亿元（+31%），增长亮眼。未来我国化妆品市场有望逐步从大众市场向高端市场升级，形成多层次市场供求结构，满足不同消费层级差异化需求。

图56：经济下行阶段，大众化妆品增速上升



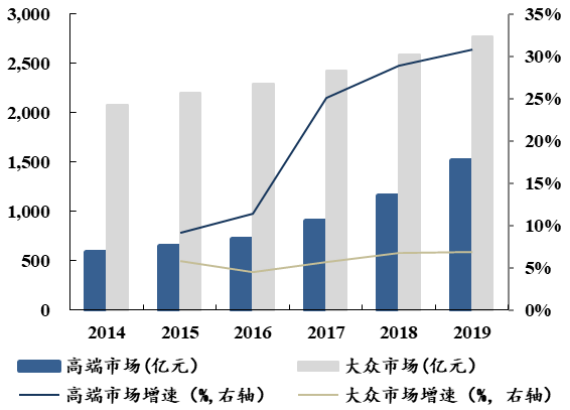
数据来源：Euromonitor，国家统计局，东吴证券研究所

图57：高端化妆品市场与居民可支配收入相关



数据来源：Wind，国家统计局，东吴证券研究所

图58：19年大众市场占比高，高端市场增速快



数据来源：Wind，东吴证券研究所

展望：参考日本美妆发展，国产替代大势所趋

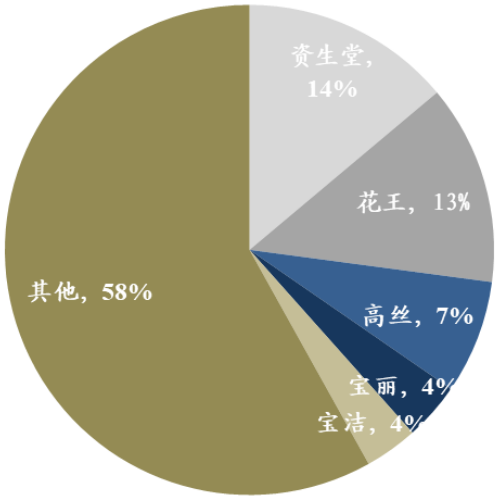
- **对比成熟化妆品市场发展路径，本土品牌企业逐步替代国际大牌是大势所趋。**复盘日本化妆品市场历史，曾经历“本土品牌创立—欧美品牌抢占市场—本土品牌崛起+集团并购”三大阶段。至2019年，日本化妆品市场TOP5企业均以本土为主，资生堂及花王两大品牌份额占27%。
- **精准定位、渠道迭代、快速反应力是国货突围底层优势。**本土品牌对国内文化、肤质差异具备更精准的市场理解，并充分享受渠道优势。在新兴群体需求扩张、中产阶级崛起及客单价提升机遇下，珀莱雅、贝泰妮、上海家化、丸美股份等国产品牌有望自大众化妆品市场突围，向中高端市场转型升级，逐步抢占国际企业份额。

图59：日本化妆品产业历史



数据来源：峰瑞资本，东吴证券研究所

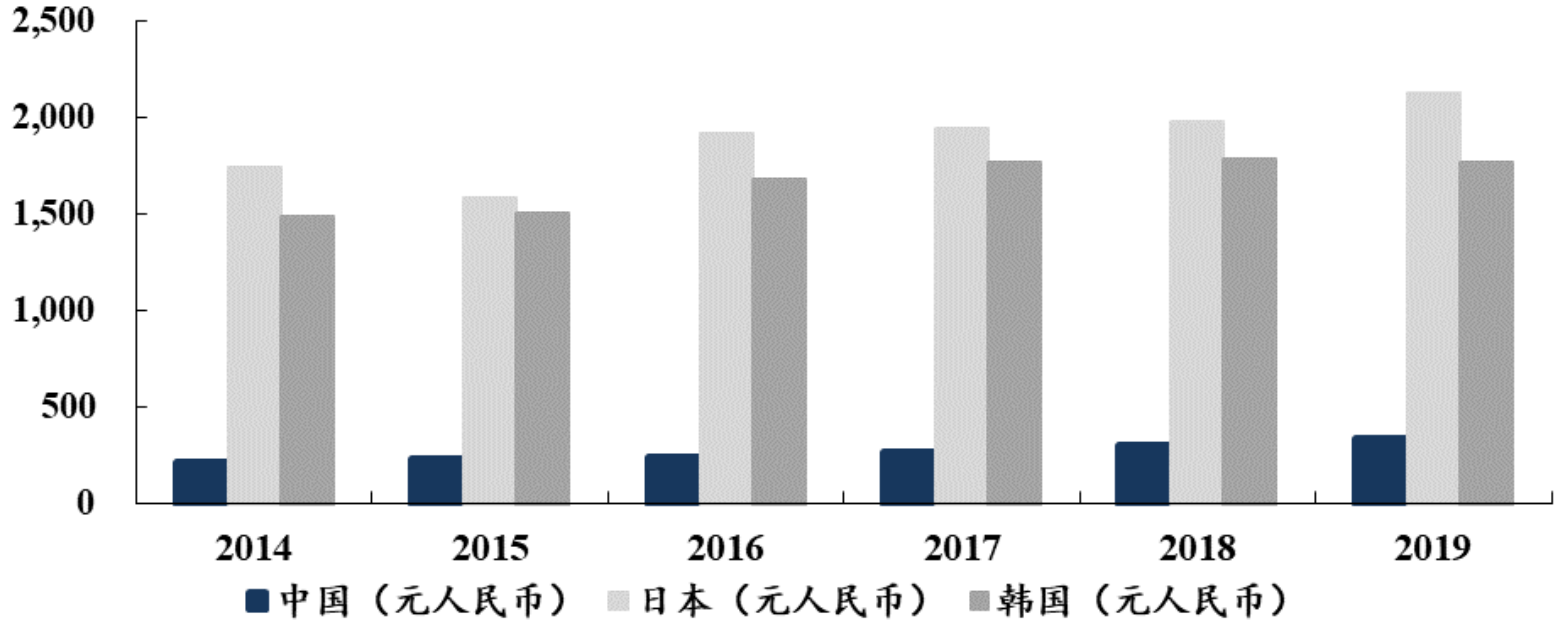
图60：2019日本TOP5化妆品企业，本土化趋势明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

■ **人均消费提升空间大，中产扩容，客单价上升可期。**Euro Monitor 数据显示2019年中国化妆品人均消费仅为342.4元，与日本（2,129.6元）、韩国（1,763.8元）等主要市场相比存在5-7倍差距，随中产阶级扩容，消费升级将带来较大增长空间。据Sociovison估计，2020年中国中产阶级家庭户数将达到1亿，消费占比55%（较2015年提升15pct）。国民消费能力提升将打开国内化妆品市场，带动客单价和购买频次同步提高。

图61：中国化妆品人均消费金额与日韩相比存在较大差距



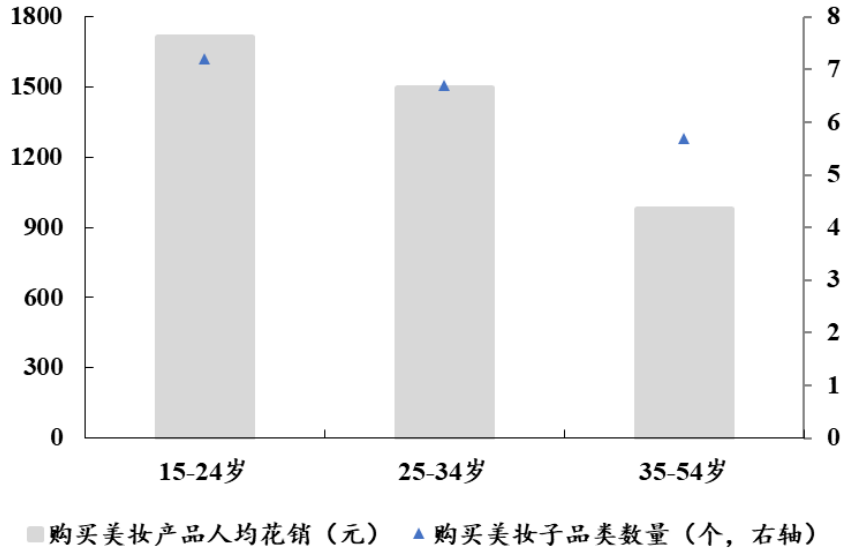
数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

注：此处人均消费基于全国总人口数计算

展望：消费新势力崛起，打开量价成长空间

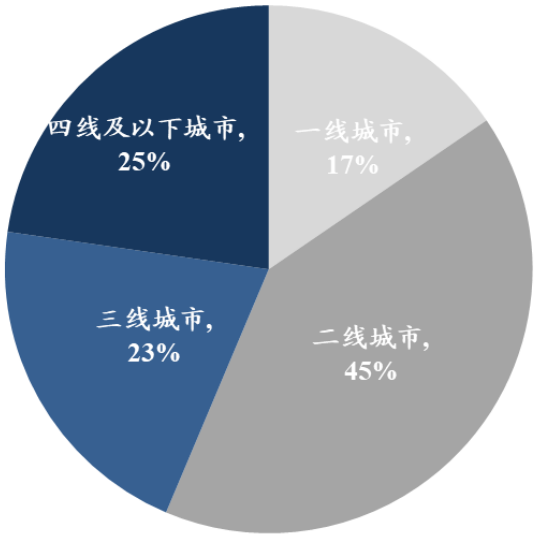
- **消费人群代际切换，Z世代成为美妆消费新力量。**Z世代群体出生于1995-2009年，国家统计局数据显示，2018年共计有2.6亿人，占总人口数19%。社交营销及美妆KOL影响下，Z世代群体化妆品需求提升。根据阿里妈妈和艾媒数据，**2019年美妆市场Z世代成交人群同比增长64%，人均美妆支出金额1,713元**，与其他代际消费人群相比消费意愿最强，购买品类最丰富。
- **渠道下沉提升低线渗透率。**电商蓬勃发展提升化妆品触达率，百货、购物中心、超市等加速向低线城市布局，下沉市场美容需求崛起。**2019年低线城市用户线上美妆消费额同比增长38%，超一二线城市22pct**。

图62：2019年美妆消费人群中Z世代花销最高



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

图63：2019年三线及以下城市化妆品消费占比48%

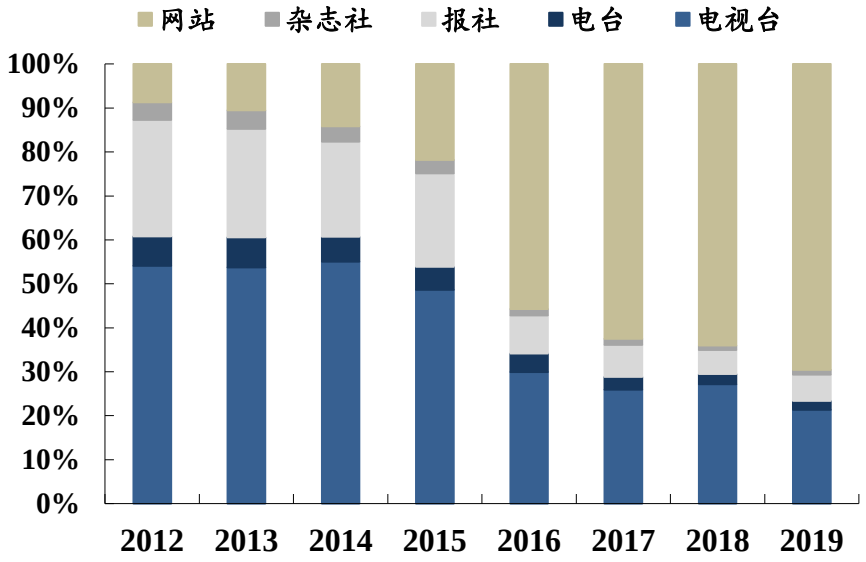


数据来源：C2CC传媒&有赞，东吴证券研究所

注：此处人均花销基于美妆消费人群计算

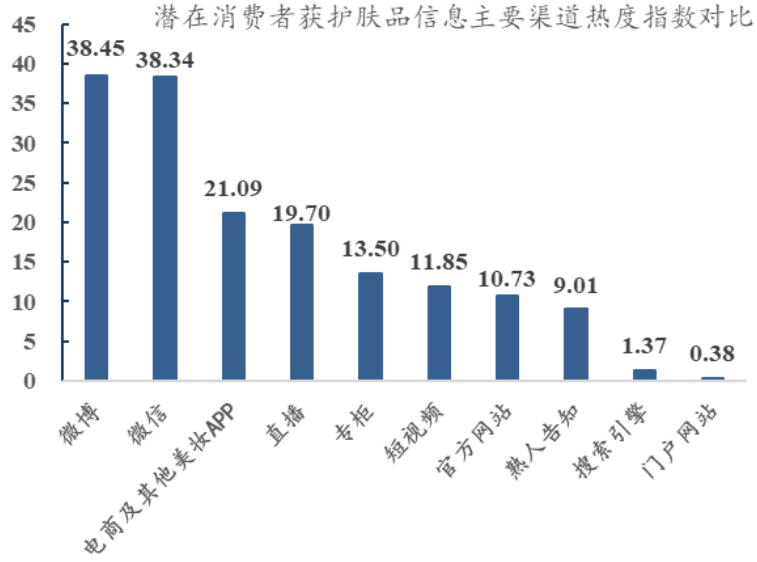
■ **传统中心化营销媒介逐渐衰落，自媒体打破信息壁垒。**中心化媒介时代，传统媒体掌握大多数话语权，大众接触信息的渠道有限，大品牌可以通过媒介渠道的覆盖建立一定程度上对信息的垄断。也因此对于消费者而言，其对护肤和品牌的认知仅能被动的接受。而互联网时代，媒介向去中心化发展。微信、微博、抖音、小红书等平台加持下各种KOL层出不穷，内容输出强调**“干货”和“热点”**。根据新浪微热点大数据研究院推出《2019年度中国护肤品行业网络关注度分析报告》，微博、微信等平台已成为获取护肤品信息的最主要渠道，而电商及其他美妆APP和直播等新媒介热度也增长迅速。

图64：不同投放媒介广告营业额占比



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图65：2019年微博、微信等新媒介成护肤品信息主要传播渠道

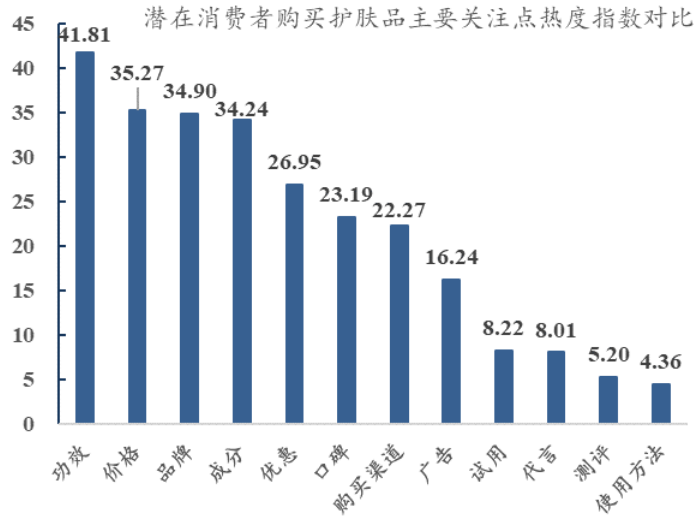


数据来源：新浪微热点大数据研究院，东吴证券研究所

展望：信息平权，泛成分党时代将至

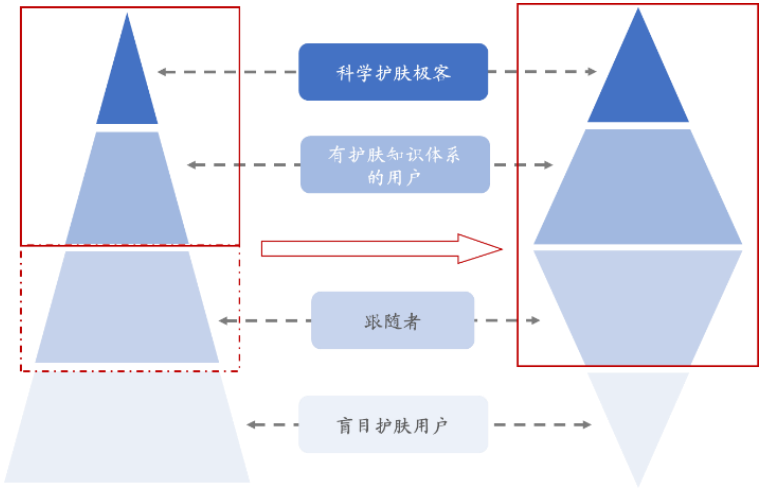
- **信息壁垒消失后，消费者更关注功效与成分。**消费者层面，也可以主动选择浏览的时间和内容，同时也由信息的接收者变成了产生者和传播者，知识生产的“黑匣子”被打开。在多元信息高速传播下，消费者的护肤认知快速提升，消费需求趋向成熟理性，对功效和成分的关注日益加强。据新浪微热点大数据研究院统计，功效已成为了潜在消费者购买护肤品时最重要的关注点，而成分也紧随其后，仅次于价格和品牌。
- **泛成分党时代将至。**消费者偏好变化下，倒逼品牌和平台重视成分需求，例如亚马逊上有成分筛选功能、iHerb上有含功效成分的化妆品分类、美丽修行有选品功能，用户有多渠道能通过筛选成分来筛选产品，不管是筛选含有还是不含有某一类成分。而根据美丽修行数据显示，当前有69%的用户会查看产品的全成分表，有38%的用户会惦记成分表中的成分并进行信息查看，还有1.9%的用户会直接通过成分筛选产品。因此，我们认为，科学护肤需求将持续崛起，预计未来数年，成分党将进一步破圈，形成对护肤成分有一定意识的泛成分党用户为主体的消费市场。

图66：2019年功效已成潜在消费者最重要的关注点



数据来源：新浪微热点大数据研究院，东吴证券研究所

图67：泛成分党时代即将到来

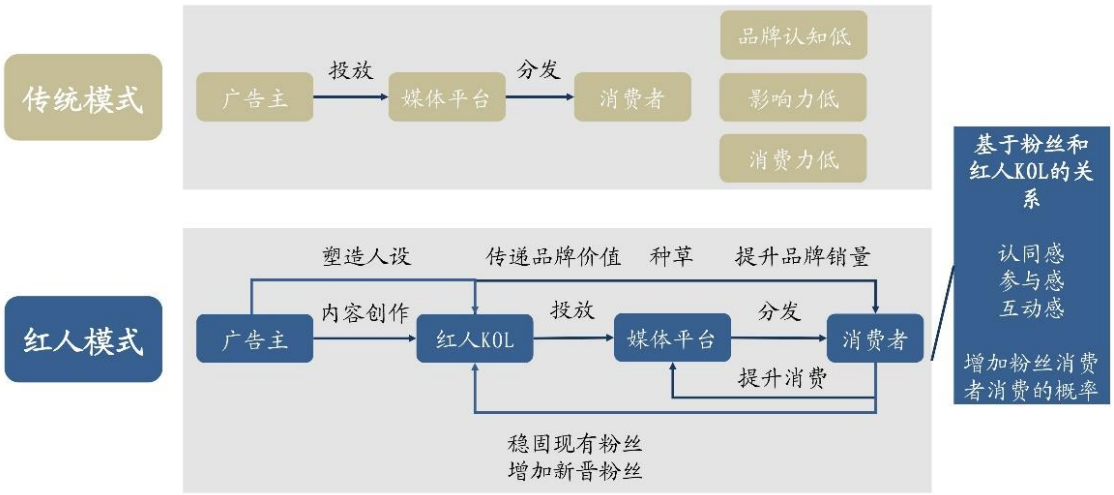


数据来源：新浪微热点大数据研究院，东吴证券研究所

展望：内容营销沟通核心卖点，促转化率提高

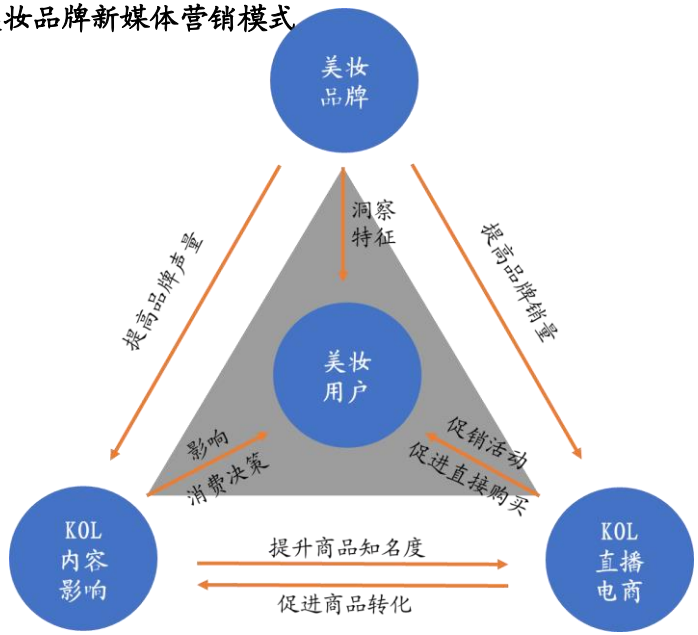
- **消费者决策动线注重产品实质。**以种草平台小红书为例，消费者典型的消费决策由发现、点击、互动、搜索、研究产品才达到最终下单，对于品牌方而言单纯的TVC等品牌输出已不足以让消费者达到购买的决策。
- **顺应需求，品牌方更关注内容营销，强调产品成分及功能。**2019年，77.5%的中国品牌都较为关注内容营销；2020年，51.7%的广告主表示内容营销将成为他们主要增加预算的营销途径。相比其他视频贴片广告或信息流广告等，内容营销传递成分和功效等有效信息，更适应目前互联网的社区化特征，迎合消费者对内容的追求。除此之外，优质内容对需求者有天然的吸引力，流量转化高于“广撒网”式营销。同时内容账号有望形成自己的私域流量，提升消费者复购率，这在流量见顶的当下显得愈发重要。

图68：广告主在红人营销模式下的广告投放途径



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

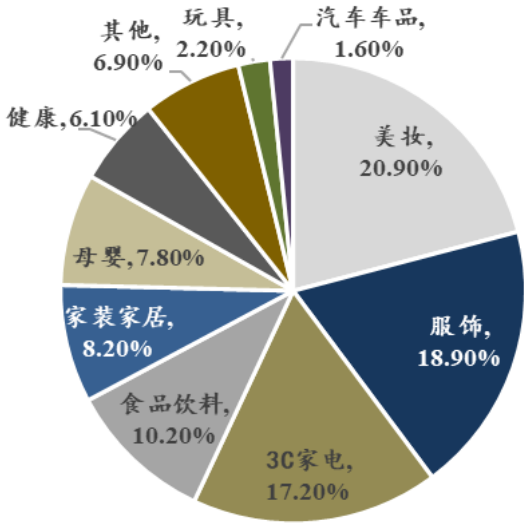
图69：美妆品牌新媒体营销模式



数据来源：Quest Mobile，东吴证券研究所

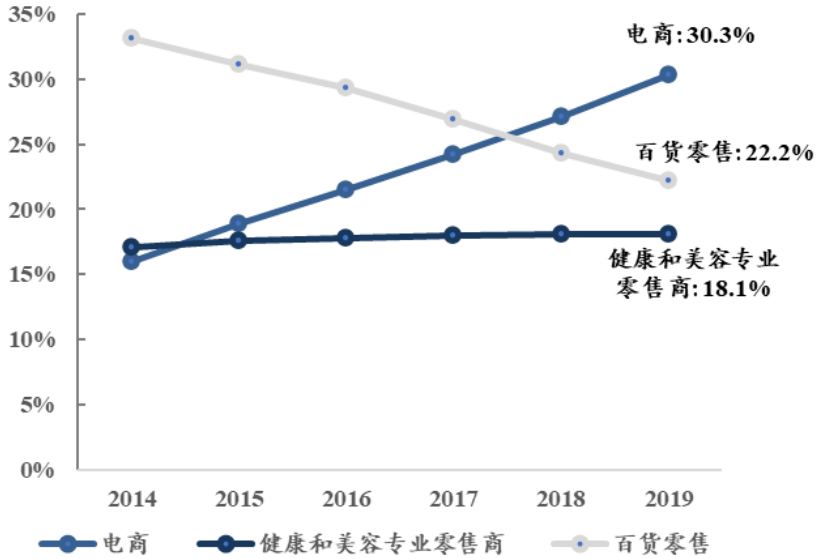
- **整体电商市场仍保持高速增长。**在天猫、唯品会、京东等电商平台崛起的背景下，化妆品零售的营销思路不再局限于线下。2019年电商服务市场主要品类品牌数量占比中美妆类达到了20.9%，位列第一。而据Euromonitor统计，国内化妆品销售渠道近年也出现了明显的变迁。**电商渠道占比自2014年的18.9%提升至2019年的30.3%**；专业渠道稳重有升，19年达到18.1%；而百货零售则持续下滑，19年占比约22.2%。以欧莱雅为例，2019年全球16%的销售额来源于电商渠道，同比增长52.4%，其中活性健康化妆品电商渠道同比增长55.2%。而在今年全球疫情影响之下，欧莱雅等国际大牌也将更多的视线集中到了电商渠道上。
- 除了电商本身的高速增长外，随着**直播、私域等新兴的电商玩法**，也能和内容营销、成分卖点传递等更好的结合，也更适应于整体美妆行业特别是功效护肤的供给增长。因此对于品牌而言，**把握渠道红利**是保持增长的重要驱动力。

图70：2019年电商服务市场主要品类品牌数量占比



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

图71：国内化妆品电商渠道占比逐年提升



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

珀莱雅：聚焦大众美妆市场，十余载铸造国货之光

- **聚焦大众美妆市场，十余载铸造国货之光。**珀莱雅自2006年成立以来，主攻大众护肤美妆市场，产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护等领域。2008年开始多品牌发展之路，包括跨境代理品牌在内，截至20H1公司旗下拥有超过15个品牌；2017年，公司成为A股首家美妆上市公司，积极开拓电商渠道。**2019年，珀莱雅在中国大众美妆市场市占率达1.3%，名列本土企业第5**。
- **拟发行可转债用于扩产、研发基地、信息化升级及补充流动资金，成长空间再扩容。**公司拟募集不超过8.035亿元人民币，用于“湖州生产基地扩建”、“龙坞研发中心建设”、“信息化系统升级”和“补充流动资金”，拟投入募集资金金额分别为3.39/1.95/0.91/1.8亿元，提升公司新品迭代、供应链快速反应力等。
- **受益于高景气赛道红利及国产替代趋势**，珀莱雅依托平台化灵活组织体系，推动优质产品快速更新，精细运营巩固电商优势。短期彩妆及精华品类发力，长期布局多品牌及全链路外延矩阵，有望实现稳定高速增长。我们预测公司20-22年营收分别为37.5/ 45.2/ 54.3亿元，归母净利润分别为4.8/ 6.0/ 7.5亿元，相应EPS分别为2.37/ 2.98/ 3.74元/股，坚定看好公司发展前景，维持“增持”评级。
- **风险提示：**疫情反复与防控影响线下销售及跨境代理；新品牌孵化风险；新品类拓展及线上营销不及预期。

表23：珀莱雅核心财务数据一览

单位：万元	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	178,302.87	236,124.88	312,352.02	229,107.09
yoy (%)	*9.83%*	*32.43%*	*32.28%*	*10.14%*
毛利率（%）	*61.73%*	*64.03%*	*63.96%*	*61.72%*
归母净利	20,078.58	28,718.87	39,268.20	28,499.97
yoy (%)	*30.70%*	*43.03%*	*36.73%*	*18.74%*
归母净利率（%）	*11.26%*	*12.16%*	*12.57%*	*12.44%*
ROE（%）	19.89%	18.22%	21.09%	13.47%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

贝泰妮：源起滇虹，敏感肌修护专家扬帆起航

- **源起滇虹，敏感肌修护专家贝泰妮扬帆起航。**贝泰妮原系滇虹药业08年前的孵化项目，经过十余年专注敏感肌厚积薄发，已成**皮肤学级市占第一**；18-20年连续三年双11美妆TOP 9，也是20年前十唯一国货，已然成为**国货护肤领军者之一**。17-20H1分别实现营收8.0 / 12.4/ 19.4/ 9.4亿元，17-19年CAGR达56.8%；规模效应下，净利增长更快，17-20H1分别实现归母净利1.5 / 2.6/ 4.1/ 1.6亿元，20%左右的净利率行业领先。
- 与传统欧美大牌不同，公司依靠地利，以医研共创的硬核研发实力，成功打造王牌单品特护霜，并以此为核心纵深延展全链路产品矩阵。强产品力加强用户粘性，**核心天猫、京东平台复购率30%+，专柜服务平台可超50%；高客单占比亦远高于可比公司**。同时渠道端，线下聚焦医院和药房渠道，凭多年积累的医学资源和先发优势，牢牢把握难以复制的渠道壁垒；并以线下为基促线上转化，电商快车道下，实现高增长。
- 行业高成长下，作为功效护肤的国货领军者，贝泰妮凭借积累的医学资源优势和先发优势，建立了**硬核研发支撑的产品力、医学强背书和内容营销形成的品牌力、线下线上共振的渠道力等深厚护城河**。多元壁垒下长期竞争优势显著，贝泰妮已于10月30日过会，即将登陆A股市场，建议关注。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险；品牌和产品相对集中的风险；获客成本快速增长的风险。

表24：贝泰妮核心财务数据一览

单位：万元	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	79,804.42	124,049.02	194,374.55	94,153.82
yoy (%)		*55.44%*	*56.69%*	*32.87%*
毛利率（%）	*81.28%*	*81.16%*	*80.22%*	*81.96%*
归母净利	15,363.08	26,052.66	41,194.52	16,034.46
yoy (%)		*69.58%*	*58.12%*	
归母净利率（%）	*19.25%*	*21.00%*	*21.19%*	*17.03%*
ROE（%）	60.26%	74.43%	68.58%	20.40%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图72：贝泰妮品牌矩阵



数据来源：贝泰妮官网，东吴证券研究所

丸美股份：股权激励激活组织，眼部护理专家未来可期

- **国货眼部护理第一。**2020年公司双11全网GMV超2.7亿元，同比增长约41%；其中，小红笔眼霜累计销售超75,000支，并在天猫、唯品会和京东三个平台均位列国货眼部护理第一，保持强大品牌力和竞争优势。
- **股权激励出炉，广泛覆盖绑定核心团队，激发企业活力。**公司于11月正式出台股权激励，首次授予82.26万股（占总股本0.22%），共涉及67人，其实包括中层管理人员15人和核心骨干50人。股权激励下，公司将与核心团队的利益形成深度绑定，从而进一步激发企业活力，为长期稳健发展打下扎实根基。
- **建设“化妆品智能工厂”，继续专注护肤品，打开增长空间。**公司11月将原“彩妆产品生产建设项目”变更为“化妆品智能制造工厂项目”，预计新增护肤品产能3,382.5吨、彩妆产能200吨；完全达产情况下，年产值约5.96亿元。从产能布局预计，未来公司将专注护肤品拓展，并通过新增产能进一步打开增长的空间。。
- **盈利预测：**公司在眼部护理及抗衰老领域具有先发优势，“东方眼部护理专家”定位明确，持续推进品牌高端化、年轻化。股权激励有望激活组织活力，同时新建产能将打开未来空间。维持公司20-22年总营收17.5/ 20.8/ 24.7亿元的盈利预测，同比增速-2.7%/ 18.8%/ 18.6%；预计公司20-22年归母净利润为5.32/ 6.13/ 7.09亿元，同比增速分别为3.3%/ 15.3%/ 15.6%，对应动态PE为40/ 35/ 30倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**疫情反复风险；新品开发进度及销售不及预期；市场竞争加剧。

表25：丸美股份核心财务数据一览

单位：万元	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	135,232.34	157,576.40	180,085.76	113,729.32
yoy (%)	*11.94%*	*16.52%*	*14.28%*	*-6.13%*
毛利率（%）	*68.28%*	*68.34%*	*68.16%*	*67.44%*
归母净利	31,191.94	41,527.85	51,488.79	33,796.44
yoy (%)	*34.34%*	*33.14%*	*23.99%*	*-5.88%*
归母净利率（%）	*23.07%*	*26.35%*	*28.59%*	*29.72%*
ROE（%）	34.89%	35.57%	25.46%	12.24%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

上海家化：迭代+激励赋动能，龙头蓄势重新起航

- **上海家化**是中国最早的**民族化妆品企业**，历史可追溯到1898年。120多年发展已经形成了全面的品牌矩阵，包括美妆护肤品牌佰草集、玉泽、高夫和双妹等，个人护理品牌六神、汤美星、美加净、启初等，居家护理品牌家安，覆盖了从大众到高端的全域市场。其中，佰草集作为草本护肤中高端品牌，底蕴深厚；而玉泽通过和瑞金医院等医研共创模式主打敏感肌修护，近年实现高速增长。
- **管理层迭代+股权激励，赋未来动力。**20年5月，上海家化新董事长潘秋生正式上任，为公司注入新鲜血液；10月公司股权激励正式出台，激发未来增长新动能。
- **盈利预测：**疫情影响下公司积极采取应对措施，玉泽等多品牌和电商等线上渠道实现高速增长。未来将继续优化产品线和渠道结构，期待新管理层上任后持续变革提效。我们预计 2020-2022 年实现归母净利润为3.73、4.45、7.06亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫情影响消费，行业竞争加剧，新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

表26：上海家化核心财务数据一览

单位：万元	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	648,824.62	713,794.74	759,695.18	536,218.11
yoy (%)	*8.82%*	*10.01%*	*6.43%*	*-6.51%*
毛利率（%）	*64.93%*	*62.79%*	*61.88%*	*61.50%*
归母净利	38,980.19	54,038.00	55,709.11	31,211.71
yoy (%)	*93.95%*	*38.63%*	*3.09%*	*-42.25%*
归母净利率（%）	*6.01%*	*7.57%*	*7.33%*	*5.82%*
ROE（%）	7.33%	9.66%	9.21%	4.94%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

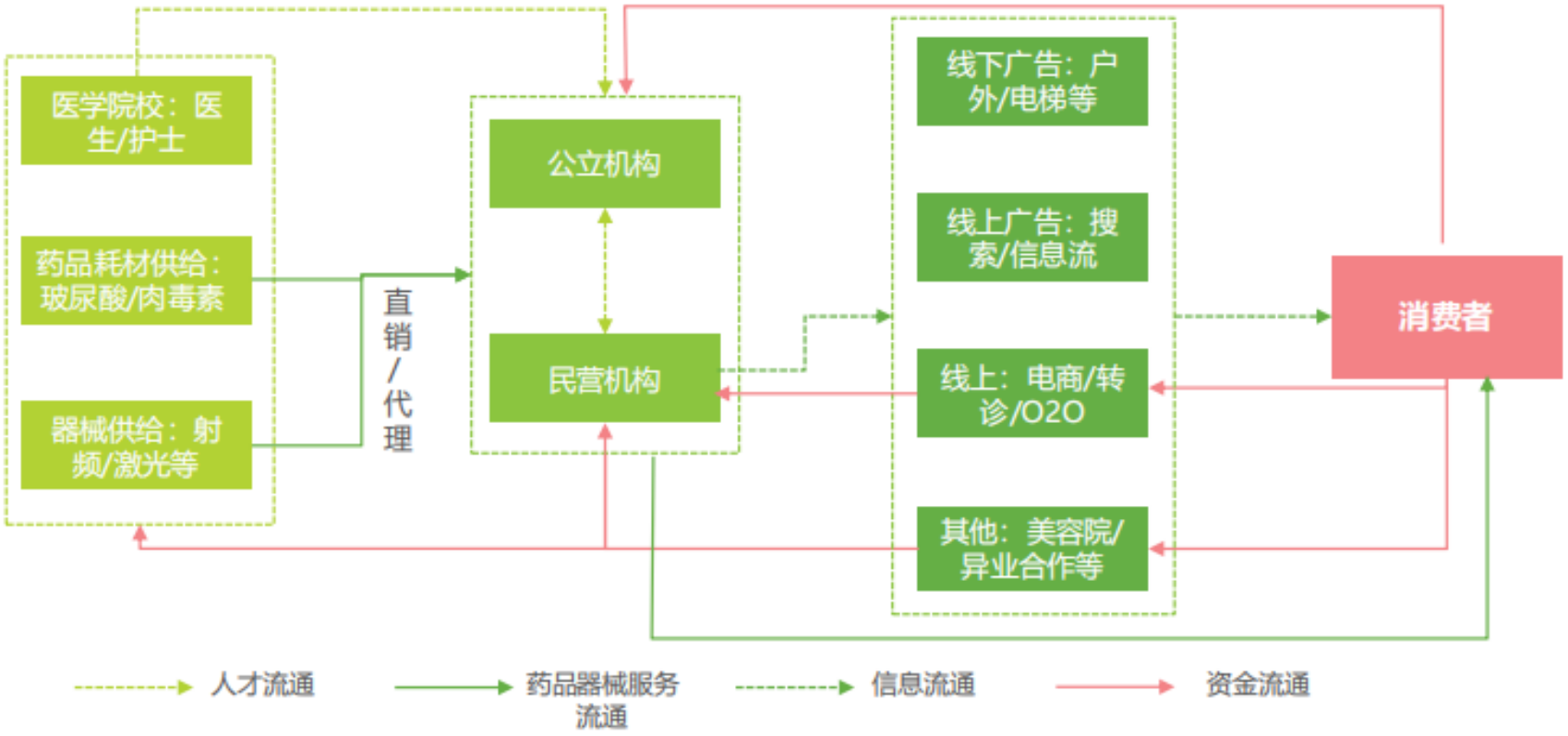
图73：上海家化品牌矩阵



数据来源：上海家化官网，东吴证券研究所

■ 医疗美容区别于临床医学，是以审美为目的、包含多重属性、多学科群的行业，是用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑。医美产业链由上游院校、药械厂商，中游服务机构以及下游渠道构成；其中上游企业的毛利率最高。

图74：医疗美容行业产业链



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

上游制造集中、中游服务分散、下游渠道头部占优

- **上游生物医用材料行业，集中度高。**由于技术、资质和资金壁垒较高，新进入者难以在短期内形成规模效应，行业竞争主要集中在少数具备技术优势且已经形成规模的企业之间展开，市场集中度较高。
- **中游服务机构市场较为分散。**医美项目具有消费个性化、地域差异化等特征，因此机构很难将运营经验跨省市复制。因此，目前中游以较为分散的中小型医美机构为主，且近几年分散度会进一步提升。
- **下游渠道头部企业占优。**下游渠道主要包括线下美容院、SPA 会馆、医院等导流机构、线上搜索类平台以及线上垂直类医美、大健康平台，垂直型医美电商聚焦医美产业，行业竞争格局较为集中，新氧市场份额遥遥领先，成为唯一一家月活破百万的专业医美平台。此外，更美、悦美、 美呗等也占据一定市场份额。

图75：中国医疗美容产业图谱

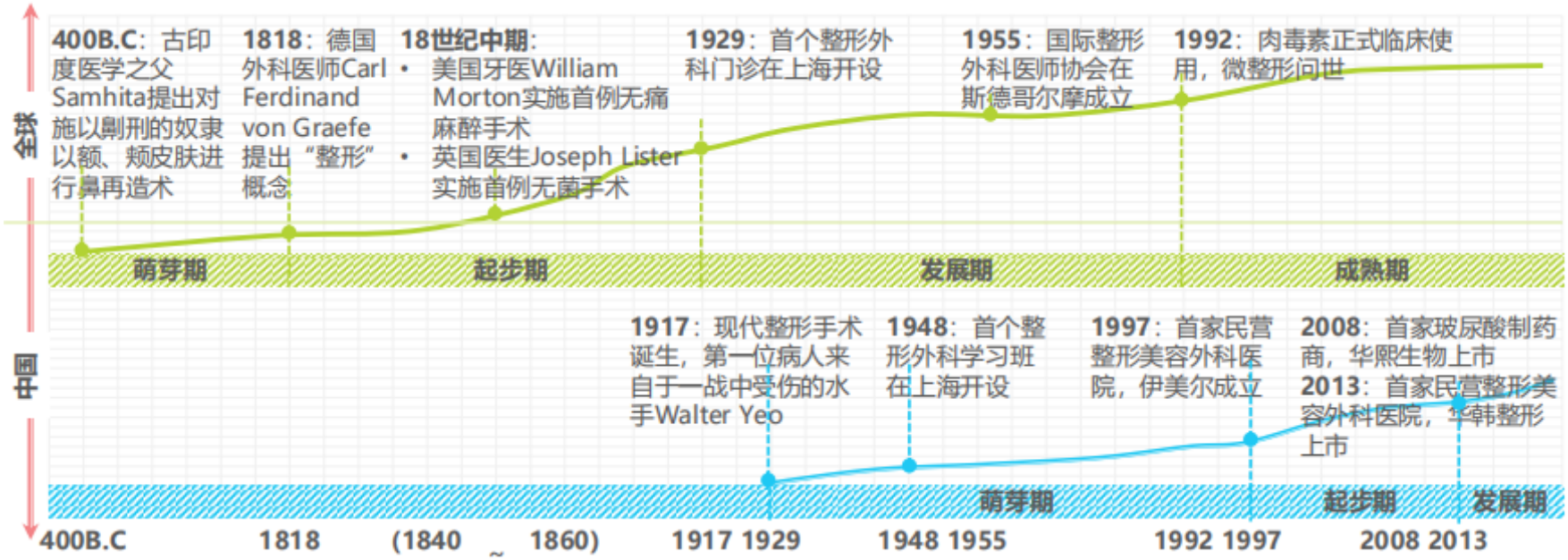


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

国内医美潜力大，迅猛前行步入发展期

■ **国内医美市场起步较晚，发展迅猛。**1997年伊美尔的成立预示着民营医疗开始切入整形美容市场。随着华熙生物、华韩整形上市，美莱、伊美尔等医院的扩张，我国医疗美容行业步入发展期。2015年受“颜值”经济影响，医疗美容市场异常火热，进入爆发性成长期，为从业者带来了巨大商机。据艾瑞核算，2019年我国具备医疗美容资质的机构约13000家，有超80000家生活美业店铺非法开展医疗美容项目。

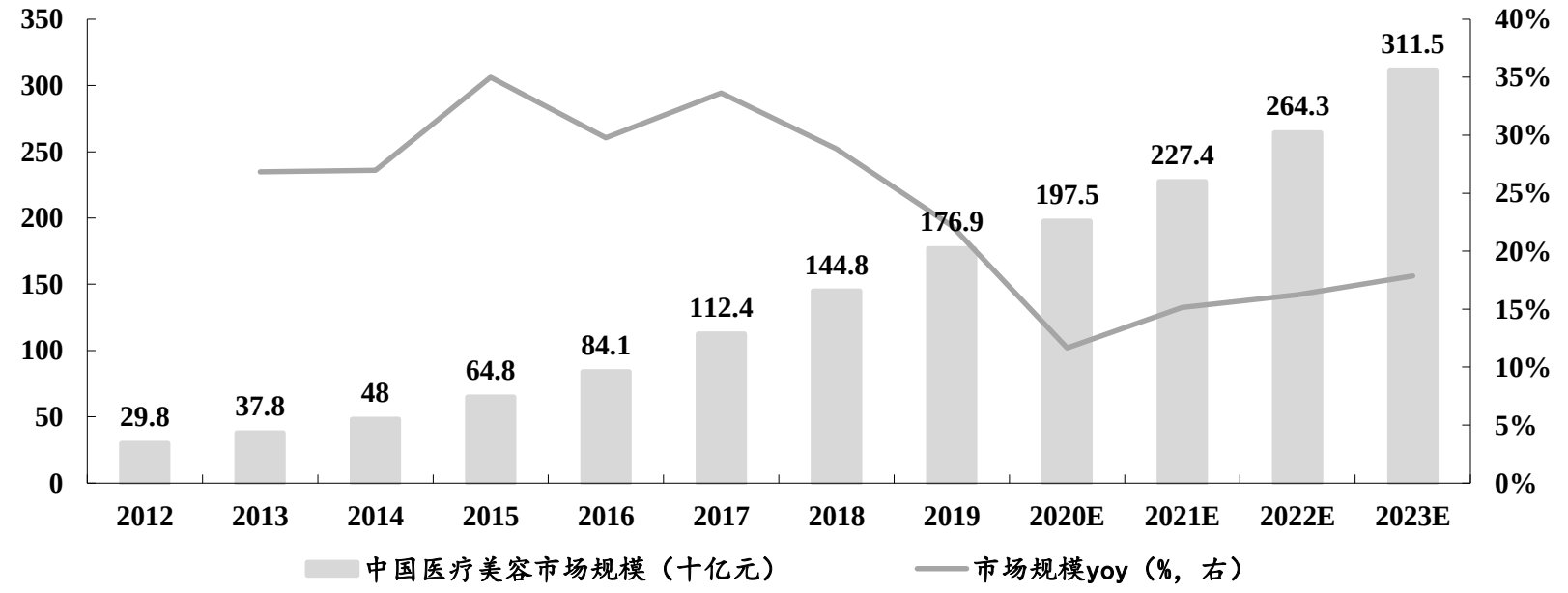
图76：医疗美容行业发展历程



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

■ **从医美行业市场规模来看，2019年中国医疗美容市场规模达到1,769亿元，同比增长22.17%，2012-19年CAGR约28.97%。**据艾瑞预测，2023年市场规模可达3,115亿元，19-23年CAGR为15.19%。从医美用户量来看，2019年中国医美用户1,367.2万人，2020年受疫情影响，行业发展略受影响，艾瑞预测经过未来3-5年的行业自我调整与变革，市场将逐步回暖，预计2023年医美用户将达2,548.3万人，19-23年CAGR为16.8%。

图77：医疗美容行业发展历程

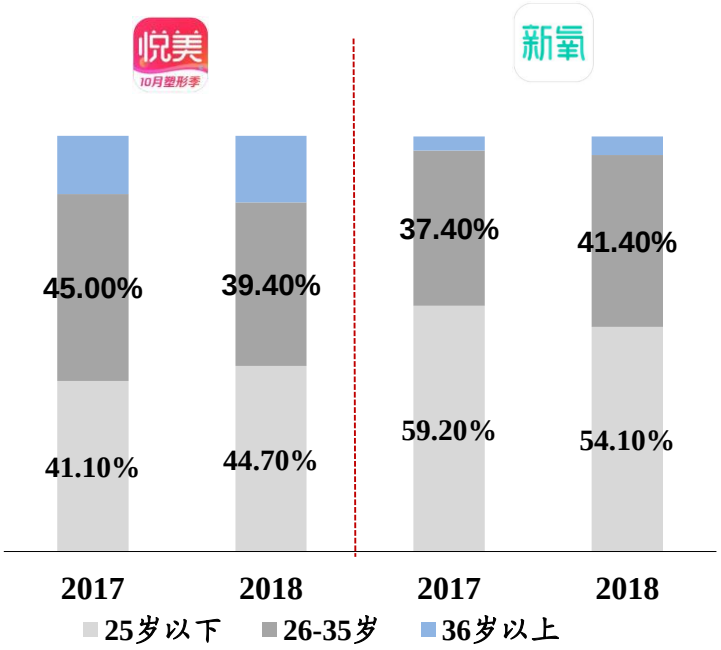


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

用户画像：年轻女性为主，渗透率提升空间大

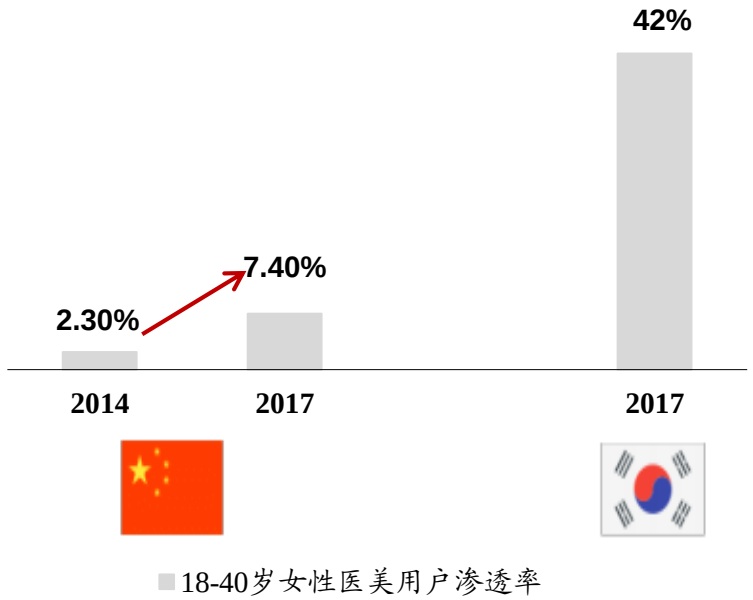
- **从医美用户年龄来看**，主要分布在18-40岁的女性，**悦美平台2018年25岁以下人群增长至44.7%（+3.6pct），新氧平台2019年30岁以下人群占比81%**，是主力消费群体。
- **从用户渗透率来看**，2014年我国18-40岁女性医美渗透率仅2.3%，2017年迅速提升至7.4%，但仍远低于韩国的42%，具有较大的增长空间。
- **从医美用户分布地区来看**，城市分布仍集中在经济发达、“颜值”文化盛行以及愿意为美付费的一线与新一线城市，二、三线城市医美需求也在快速增加。

图78：医美消费者主要分布在18-40岁的女性



数据来源：艾瑞咨询，,新氧大数据，悦美网，东吴证券研究所

图79：：我国18-40岁女性医美渗透远低于韩国

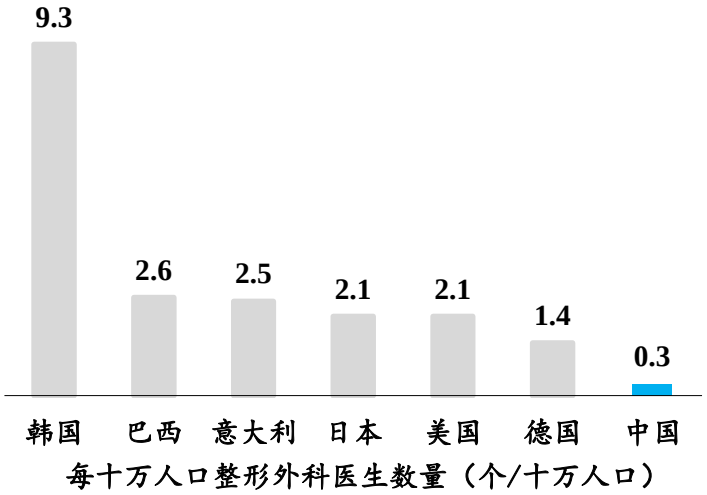


数据来源：艾瑞咨询，新氧大数据，东吴证券研究所

供给端：医美机构与医生缺口犹存

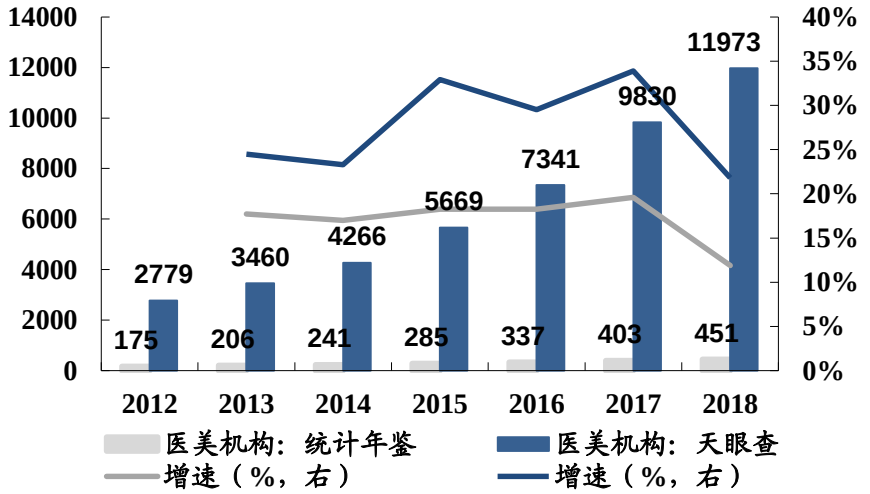
- **从医美医生数量来看**，与医美发展相对成熟的国家对比，其2017年每十万人人口整形外科医生数量在1-3个，韩国拥有约9.3个，而我国每十万人人口整形外科医生数量仅0.3个，人均整形外科医生数量远远不足。
- **从医美机构数量来看**，据卫生统计年鉴显示，2018年整形外科医院和医疗美容医院共451家（+11.9%）；而据天眼查与公开信息核算，2018年全国共有11,000+医美机构，两者明显的差距表明行业黑产依然猖獗，正规医美机构数量与需求仍然存在缺口。从医美机构地域分布来看，我国医美机构主要分布在一线及新一线城市，如深圳、北京、成都、杭州、上海、南京、重庆等一二线城市，但是仍有大量消费者的需求没有被满足，剩余城市机构数量占整体71.8%，且每个城市均不足2%。

图80：2017年主要国家每十万人口整形外科医生数量



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

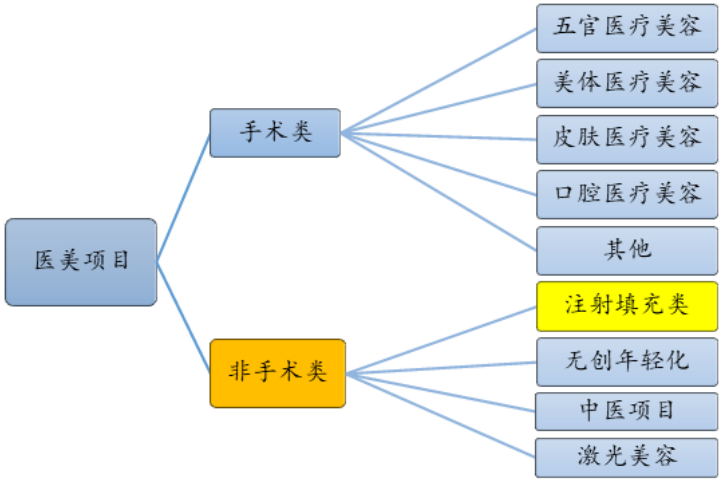
图81：2012-2018年中国医疗整形美容机构数量（家）



数据来源：卫生统计年鉴，天眼查，艾瑞咨询，东吴证券研究所

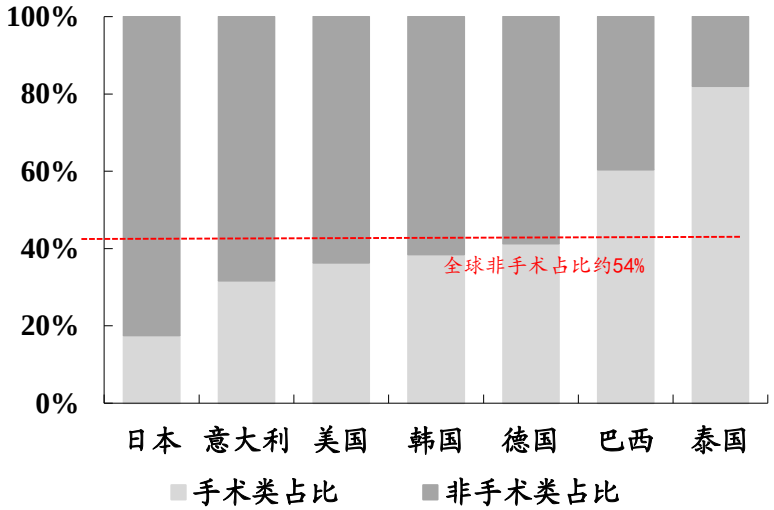
■ **医美项目分为手术类与非手术类。**其中，非手术类美容包括注射填充类（材料填充、美白针、瘦脸针等）、无创年轻化（面部皮肤紧致、深层皮肤回春、面部身体轮廓收紧、痤疮治疗等）等。非手术类项目本身风险相对较低、恢复期短，不具有永久性不可逆转疗效，更适合医美风险规避的消费者和喜欢尝鲜的大众消费者，**2017年全球医疗美容非手术类占比约54%。**

图82：手术类/非手术类医美项目



数据来源：爱美客招股书，东吴证券研究所

图83：2017年主要各国家医疗美容非手术占比较高



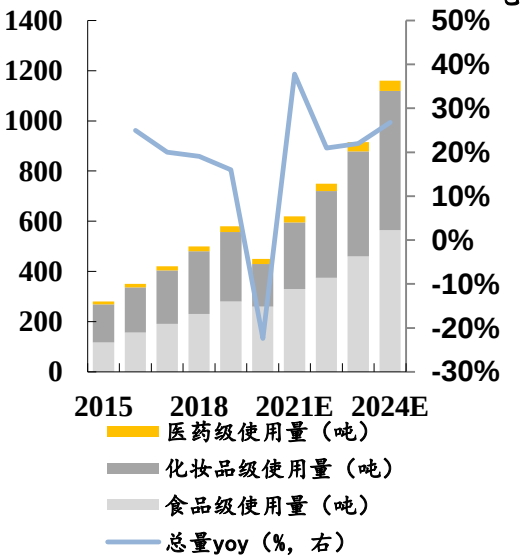
数据来源：ISAPS，艾瑞咨询，东吴证券研究所

注：韩国为2016年数据

玻尿酸：运用广泛，国产品牌替代大趋势

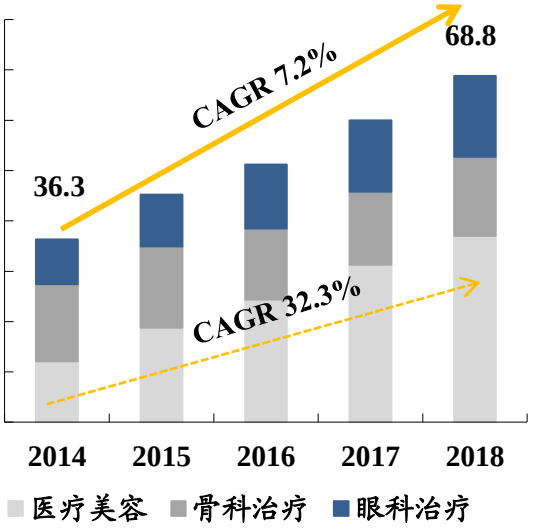
- **玻尿酸占据轻医美市场最重要地位。**国内医药级透明质酸终端产品主要涵盖三个应用领域：医疗美容、骨科治疗和眼科治疗，2018年医疗美容市场规模大于其他应用领域，达到37.0 亿元，且增速高于其它领域，2014-2018 年CAGR为32.3%。从销售额来看，据ISAPS统计，用于美容领域的透明质酸钠销售额占总销售的60%以上，2017年全球销售额达到25.43亿美元，预测2018年全球规模将超过28亿美元。
- **国际品牌主导，国内品牌市占逐步提升。**以收入计算，2019年中国排名前三的本土企业爱美客（10.1%）、昊海生物（6.5%）、华熙生物（7.2%），合计占比23.8%（+1.4pct），进口品牌产品仍占主导地位。随着本土产品品类增多、质量的提高以及技术的创新，国产市场有望进一步扩大。根据Frost & Sullivan分析预测，中国医疗美容透明质酸终端产品市场规模将在2021年超过50亿元，本土品牌占比将达到约30.0%。

图84：全球玻尿酸使用量逐年上升



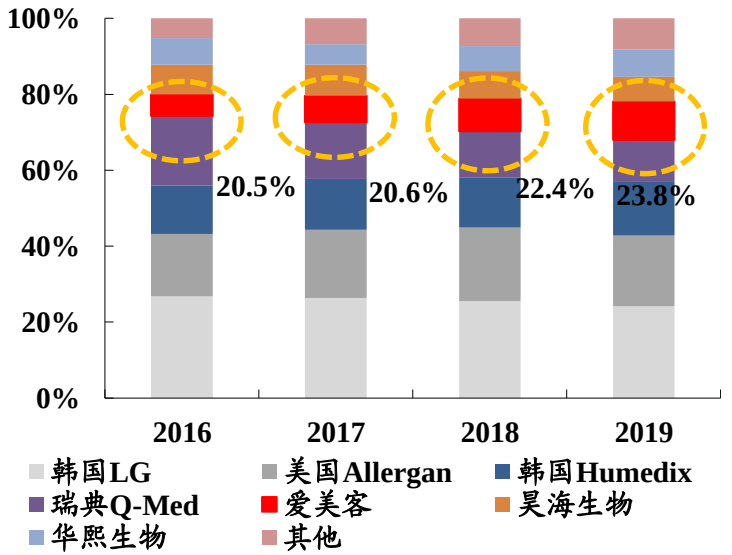
数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图85：2014-18 年中国医药级透明质酸市场规模（亿元）



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

图86：2012-2018年中国医疗整形美容机构数量

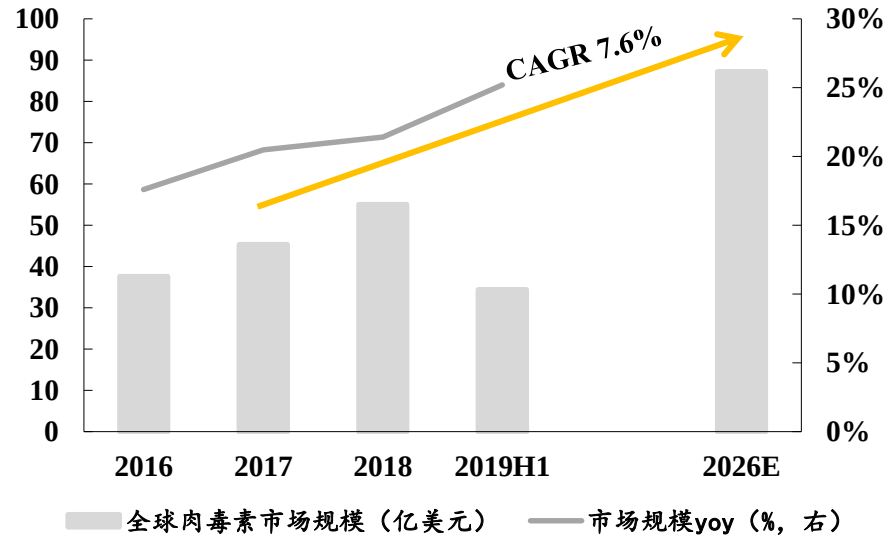


数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

肉毒素：正规产品稀缺，国内市场规模高速增长

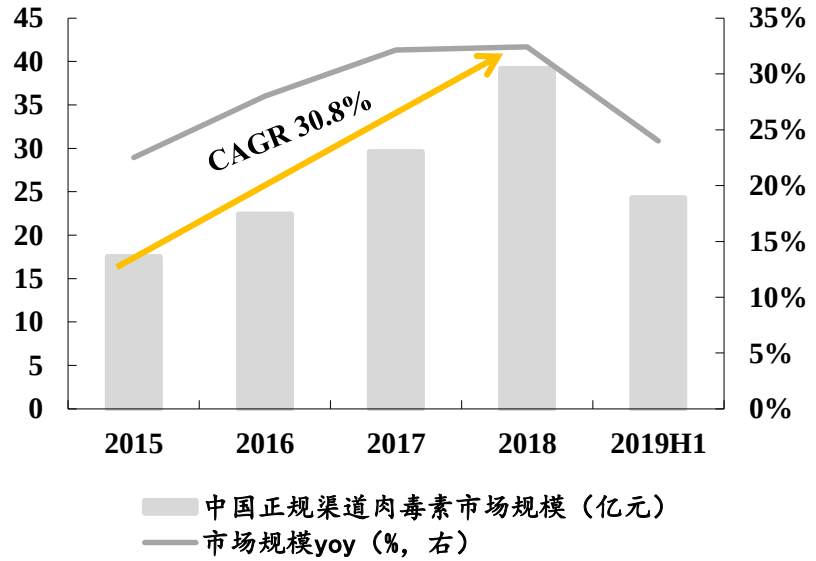
- **除皱瘦脸抗初老，肉毒素或为非手术类最受关注耗材。**肉毒素是一种生物制品，是一种神经毒素，可以阻断神经与肌肉间的神经冲动，使过度收缩的小肌肉放松，进而达到除皱的效果，或利用其可以暂时麻痹肌肉的特性，使肌肉失去功能而萎缩，来达到雕塑线条的目的，即去皱和瘦脸。
- **国内正规渠道肉毒素市场规模高速增长。**据Transparency Market Research公司数据，2017年全球肉毒毒素市场规模约为45.27亿美元，预计至2026年将达到87.19亿美元，2017-26年CAGR约7.6%。相比之下，国内肉毒毒素市场保持高速增长，，**2015年正规渠道肉毒毒素市场规模达17.5亿元**，2018年规模增至**39.2亿元**，15-18年CAGR为**30.8%**，预计未来能保持该增长态势。

图87：预计2017-26年全球肉毒素市场规模CAGR约7.6%



数据来源：Transparency Market Research，观研天下数据中心，东吴证券研究所

图88：国内2015-18年正规渠道肉毒素市场规模CAGR为30.8%



数据来源：观研天下数据中心，东吴证券研究所

■ **国内正规产品仅两款，市场有待进一步开发。**全球已上市及在研肉毒素产品有十多个，主要集中于美国、法国、中国、德国等国家。其中美国艾尔建公司的保妥利达肉毒素，是全球范围内应用最广泛，也是目前全球销量排第一的产品。而在国内市场，肉毒素实力品牌有美国保妥适和兰州衡力以及20年获批的吉适、乐提葆，也是国内市场中仅有的经批准上市的正规产品，在肉毒素市场中占据绝对竞争优势。

表27：国内仅有的四款经批准上市肉毒素

产品	图示	所属公司	上市时间	成分	比较
衡力		兰州生物制品（中国）	2002年	由A型肉毒素和人血白蛋白共同构成	1）功效：差异并不悬殊，但保妥适能提供更加安全可靠的美容保障； 2）认可度与价格：衡力肉毒素进入国内较早，受到很多医生的认可、价格相对较低
保妥适		艾尔建（美国）	2009年	由A型肉毒素、医药明胶构成	
吉适		高德美/益普生	2020年	A型肉毒素	1）起效时间比衡力和保妥适更快； 2）价格介于衡力和保妥适之间 3）扩散范围比保妥适大
乐提葆		Hugel,Inc.	2020年	A型肉毒素	–

数据来源：新氧APP，东吴证券研究所

- **差异化产品，叠加综合化服务，共筑爱美客护城河。**产品精准定位颈面部修复与修饰，拥有多款差异化、优势显著产品：1）**嗨体**为**国内首款颈纹修复注射材料**，用户已突破200万；2）**宝尼达**为国内首款含PVA微球的注射材料，使填充效果能维持3-5年，时效优势显著；3）**紧恋**为国内首款面部埋植线，凭借多种线形可满足用户不同需求，市场空间广阔。**在研管线将成为未来看点。**公司目前拥有的5项在研项目已进入注册申报、临床阶段，运用后将显著增强产品的生物相容性、长期维持填充、除皱等效果，进一步打造强势品牌；募集资金拟用于除皱“童颜针”、-肉毒素、减肥药物等研发项目，积极顺应用户医美需求推进研发，扩充产品矩阵，为业绩带来新的增长点。
- **盈利预测：**我们预计2020-2022年，公司营业收入分别为7.12亿元、10.71亿元、15.69亿元，归母净利润分别为4.08亿元、6.25亿元、9.22亿元，由于公司业绩恢复超预期，看好公司长期发展，上调盈利预测。维持“买入”评级。。
- **风险提示：**研发进度或不及预期的风险；市场推广不及预期的风险；整形医疗事故风险。

表28：爱美客核心财务数据一览

单位：万元	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	22,249.00	32,101.10	55,771.57	46,443.82
yoy (%)	*58.09%*	*44.28%*	*73.74%*	*17.40%*
毛利率（%）	*86.15%*	*89.34%*	*92.63%*	*91.54%*
归母净利	8,219.35	12,285.48	30,551.98	29,043.43
yoy (%)	*53.99%*	*49.47%*	*148.68%*	*31.83%*
归母净利率（%）	*36.94%*	*38.27%*	*54.78%*	*62.53%*
ROE（%）	27.96%	33.96%	57.79%	11.52%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **深耕透明质酸20余年，技术优势塑造产业链一体化。**华熙生物凭借微生物发酵和交联两大技术平台，不断外延打造产业链一体化体系，主要业务分包括原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品三大块。
- **透明质酸原料**业务技术领先，处于绝对龙头地位，且拥有技术领先优势；**医疗终端产品**应用场景多元化，受益于医美渗透率提升的趋势及自身产品线的不断丰富，增速持续较快；**功能性护肤品**处于放量阶段，多品类、多渠道、多品牌增长空间广阔。
- 作为**产业链一体化发展**的公司，其原料业务的深耕为终端产品提供源源不断的发展动能，终端需求的扩大也能够反过来刺激部分原料业务的发展。
- **盈利预测：**公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械及终端化妆品等领域延伸，一体化优势稳固，看好长期发展。我们预测公司 2020-22 年实现归母净利润为 6.78、9.15、11.99 亿元，同比增长15.9%/ 35.0%/ 30.9%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争，研发不及预期，疫情反复，产品安全等。

表29：华熙生物核心财务数据一览

单位：万元	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	81,804.92	126,314.57	188,557.07	159,643.73
yoy (%)	*11.58%*	*54.41%*	*49.28%*	*23.96%*
毛利率（%）	*75.48%*	*79.92%*	*79.66%*	*80.88%*
归母净利	22,226.89	42,386.00	58,560.84	43,756.56
yoy (%)	*-17.50%*	*90.70%*	*38.16%*	*5.12%*
归母净利率（%）	*27.17%*	*33.56%*	*31.06%*	*27.41%*
ROE（%）	15.34%	25.27%	18.69%	9.34%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

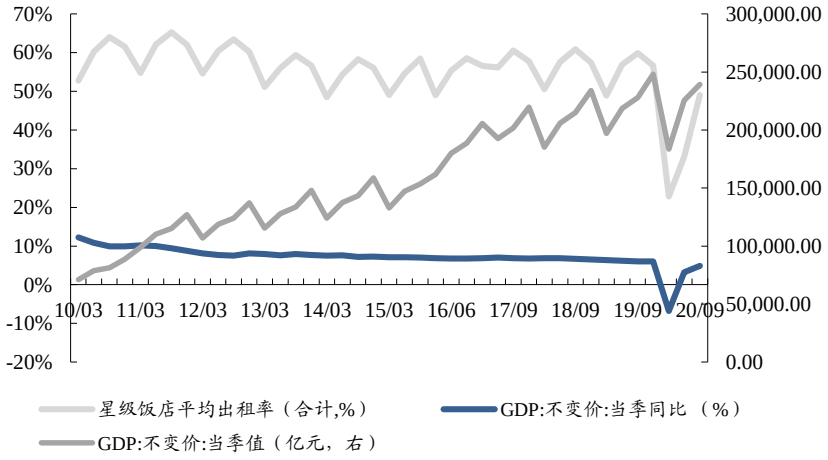
3 拥抱顺周期，后疫情时代文旅复苏

3.1 酒店：关注顺周期复苏下业绩弹性

- **出租率环比回升；疫苗获上市批准，增强市场信心。**过去十年，星级酒店平均出租率的波动与GDP高度正相关。在GDP增速处于较高水平的2010-2011以及2016-2017年，中高端酒店出租率达到约60%。从疫后数据来看，2020年Q3星级酒店综合出租率达到49%（环比Q2+15.94pct）。首旅、华住和锦江RevPAR分别达124、179和145元，出租率分别为70%、83%和74%，酒店经营情况逐步向好。2020年12月新冠疫苗获批上市，首批疫苗于2021Q1预计完成接种5000万人次，该举措提振市场消费者信心，利于酒店复苏。根据国际货币基金组织预计2021年GDP增速将达到8-10%，星级酒店业将延续向好态势。

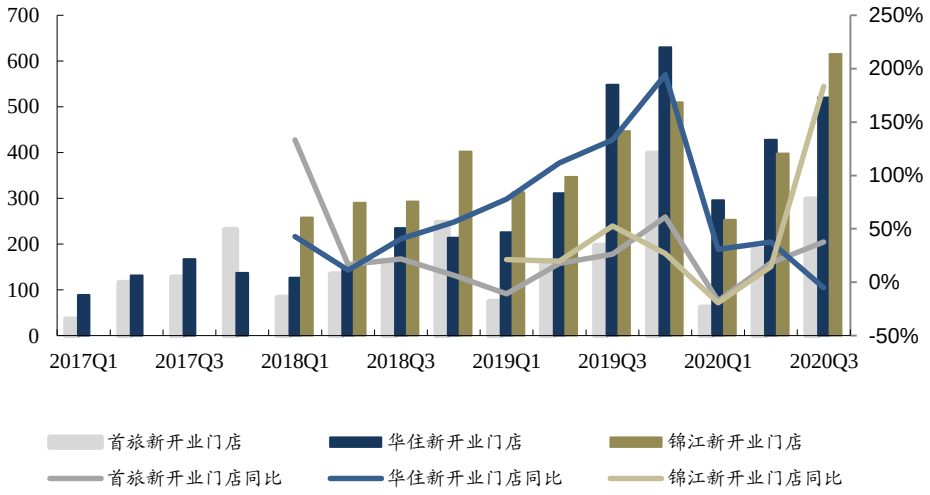
- **供需矛盾突出，大量中小酒店退出市场，龙头企业抢占市场先机。**疫情加速酒店地域性与结构性供需失衡。同时，根据中国饭店协会统计，疫情直接导致超过10万家中小单体酒店的倒闭，为龙头酒店扩张创造新契机。2020Q3龙头扩张持续，锦江新开门店同比+37.6%，首旅新开门店同比+51%，华住新开门店同比-5%。根据2020Q3公告，首旅已签约未开业和正在签约项目有1084 家，华住待开业门店共有2313家。预计三家龙头企业在2021年的新开门店数会持续保持高增长态势，有望加速复苏。

图89：2010Q1-2020Q3星级酒店平均出租率与GDP高度正相关（季度）



数据来源：Choice，东吴证券研究所

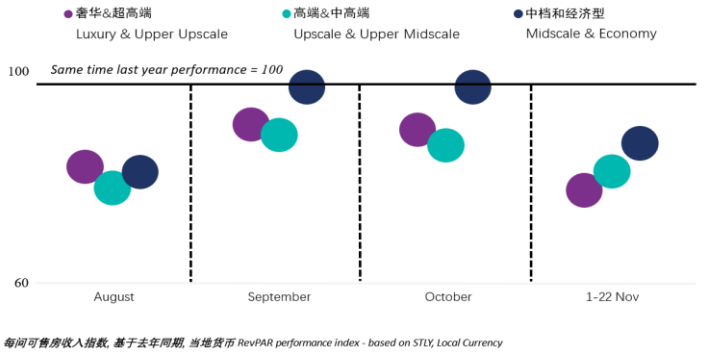
图90：2017Q1-2020Q3酒店龙头新开门店数（家）及同比增长率



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

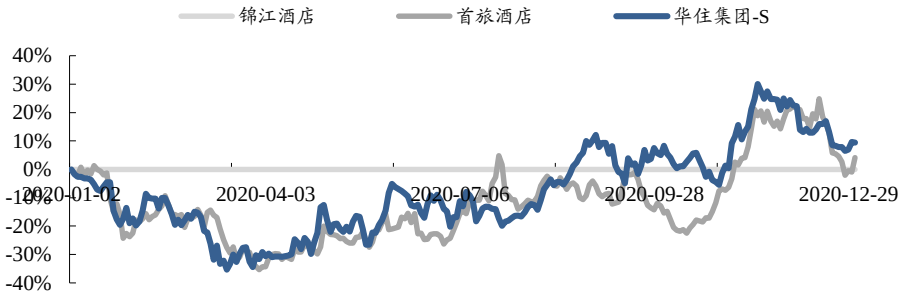
- **疫情反复下，龙头酒店凸显优势，抗风险能力强，RevPAR持续回升。**自2020年6月起，全国陆续出现第二波疫情，其中北京及青岛一周内市场入住率低至14%及16%。截至2020年11月，全国各级别酒店每间可售房收入指数均呈下跌趋势。2020Q3-Q4三家龙头酒店股价受二次疫情影响波动较小，锦江和华住整体股价走高。根据公司公告显示，锦江净资产利润率在整个疫情期间均为正值，盈利能力最强，预计2021Q1季度锦江发展态势相对更稳定。同时，龙头酒店RevPAR同比增速仍持续回升。我们预计三家酒店集团RevPAR或于21年Q2恢复至疫情前的水平。

图91：每间可售房收入指标：11月呈下跌趋势



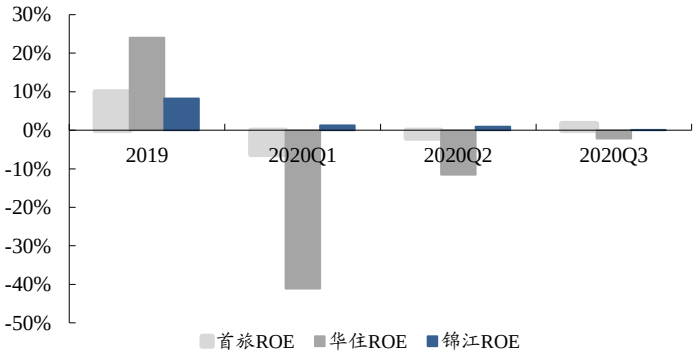
数据来源：STR，东吴证券研究所

图92: 2020年酒店龙头股价相对涨跌幅



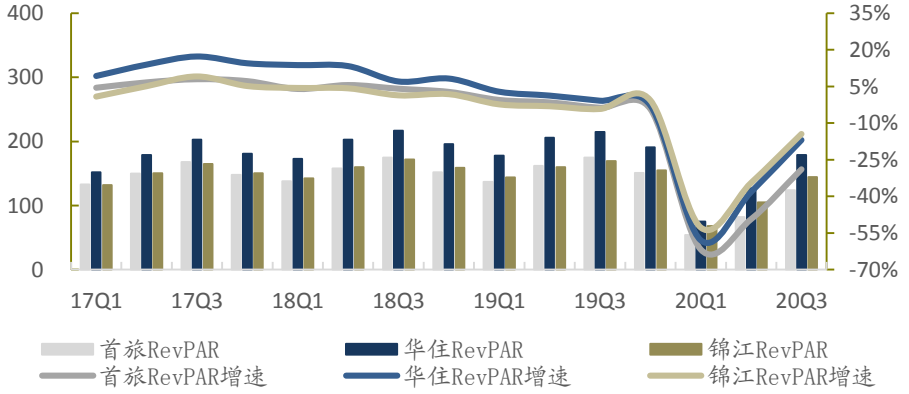
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图93: 2019-2020Q3酒店龙头ROE变化



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图94: 2017-2020Q3 酒店龙头RevPAR（元）



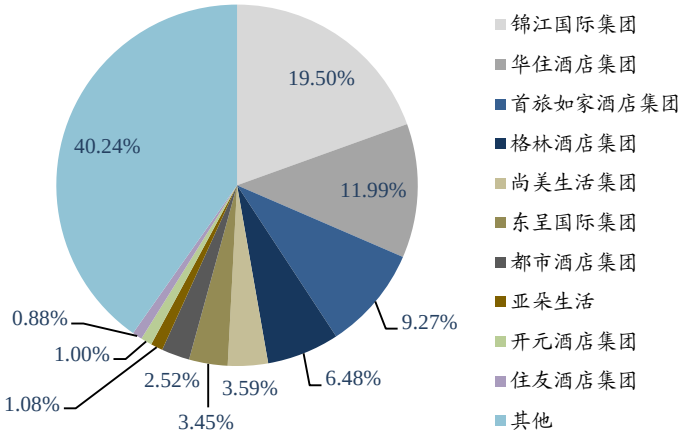
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

酒店趋势：龙头引领中高端化、连锁化、轻资产化

■ **锦江、华住和首旅市场占有率达19.5%、11.99%和9.27%，合计40.76%。龙头酒店引领市场变革。随着经济增长和消费升级，中高端酒店占比率将逐年上升，成为行业发展主力。疫情加速行业整合，连锁化率将加速提升，其中下沉市场增长潜力较大，龙头酒店将抢占低线城市市场。龙头采用轻资产化运营模式，增开特许加盟门店，更侧重于增强运营管理能力，扩充现金流。但轻资产化存在一定潜在风险，对酒店管理层能力要求提高。**

- **中高端连锁酒店门店数和客房数增速最快。**根据中国酒店集团TOP50报告，2019Q4中端连锁酒店营业数为9611家，客房数为95万间，客房数同比增长52%。高端连锁酒店客房数同比增长47%。经济型连锁酒店客房数同比下降0.26%。
- **下沉市场连锁化发展空间较大。**截至2019年末，我国连锁化率约为26%，对标欧美市场连锁化仍有较大发展空间。根据2020中国酒店业发展报告，一线城市、副省级城市及省会城市和其他城市客房数分别为187万、472万和1102万家，下沉市场的客房数占比高达63%，但其中三四线城市连锁化率仅占17%。
- **龙头企业扩张特许加盟门店、规避直营风险。**根据2020Q3公司公告，首旅、锦江和华住直营店数占比逐年下降，分别占比达17.4%、10.2%和10.8%。

图95：2020中国10大酒店集团市场占有率

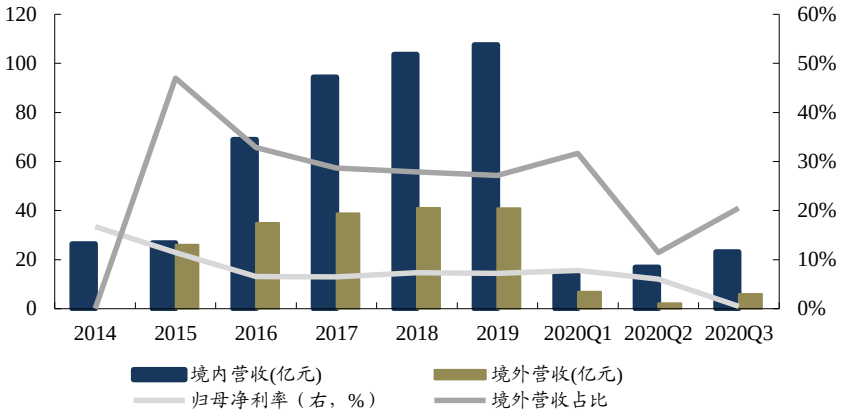


数据来源：中国酒店集团TOP50报告，东吴证券研究所

锦江酒店：境外业绩受阻，国企加速改革下管理优化升级

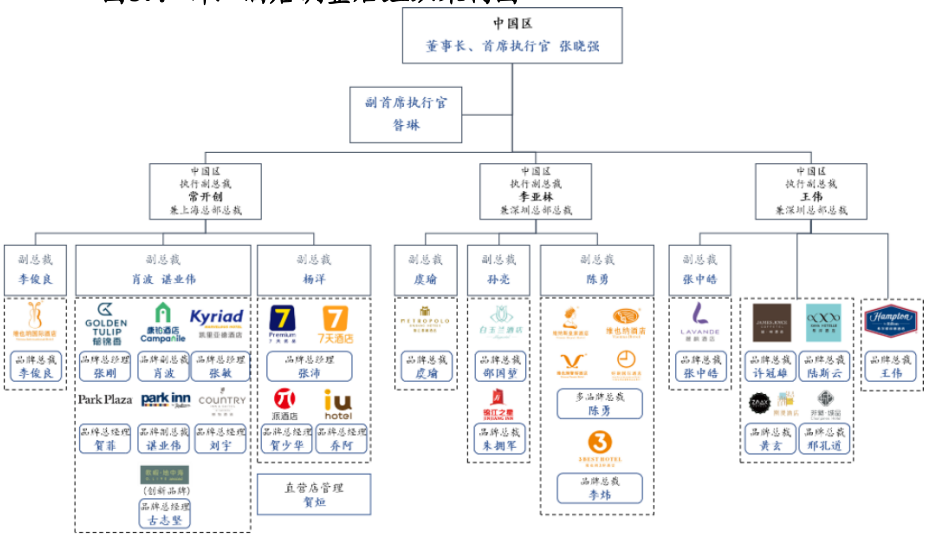
- **集团资源强力支持品牌发展。**锦江酒店背靠上海国资委和锦江国际集团，背景资源雄厚。据盈蝶统计，当前锦江酒店市占率约19.5%。其集团分设锦江资本进行资金统筹管理和锦江酒店进行酒店管理，集团品牌资源定位准确，助力锦江酒店长久稳定的行业龙头地位。
- **境外项目亏损，短期利润不佳。**疫情反复下，境外营收在2020年第三季度仍然承压。境外卢浮集团单季亏损2036万欧元，铂涛集团7天酒店门店升级、单季度税费和公允价值变动等因素均拖累整体净利率，使得2020Q3单季净利润率环比2020Q2下降5.48pct。但2020Q3境内酒店业绩同比数据下降趋势略有收窄，缓和酒店业绩下行压力。
- **酒店提档逆力推进。**锦江酒店拥有中国最多总酒店数，2020Q3总酒店数达9117家。中高端酒店子品牌数和中高端酒店数也逐年增长，中端酒店占比连年提升，2020Q3已达45.52%，远超华住和首旅。盈蝶数据显示锦江旗下维也纳品牌在中端连锁品类市场占有率已达27.3%。Q3酒店定增50亿资金用于支持酒店升级和偿债，预计未来锦江酒店中端产品将持续领跑行业。
- **加快推进整合，力求国企改革高质量发展。**在引入市场化机制调整治理架构至今，集团加速架构改革和全球化进程。2020年提出集团规模和净利润翻倍的三年目标，并正式计划成立中国区。9月，集团进行前端品牌管理和后台职能管理分立，强势推进整合步伐。由此，公司人员管理和成本费用率将持续优化，管理效率和盈利能力有望持续提升。
- 风险提示：疫情反复风险；行业竞争加剧风险。

图96：锦江酒店2019Q1-2020Q3境内、外营收及归母利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图97：锦江酒店调整后组织架构图

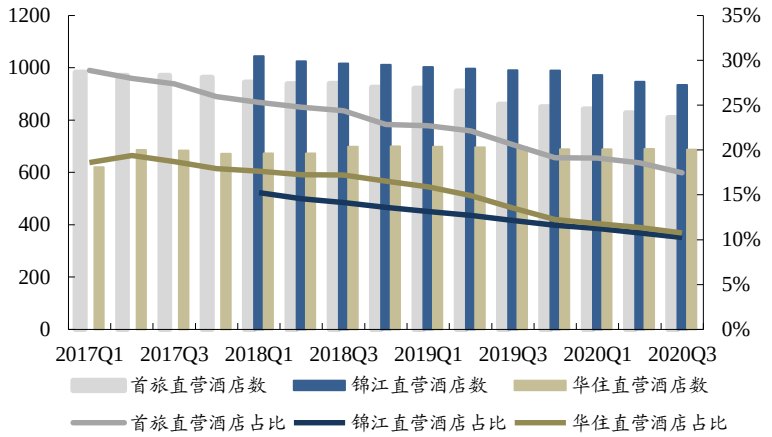


数据来源：环球资讯，东吴证券研究所

首旅酒店：销售创新助成长，品牌升级和国际规划持续拓展

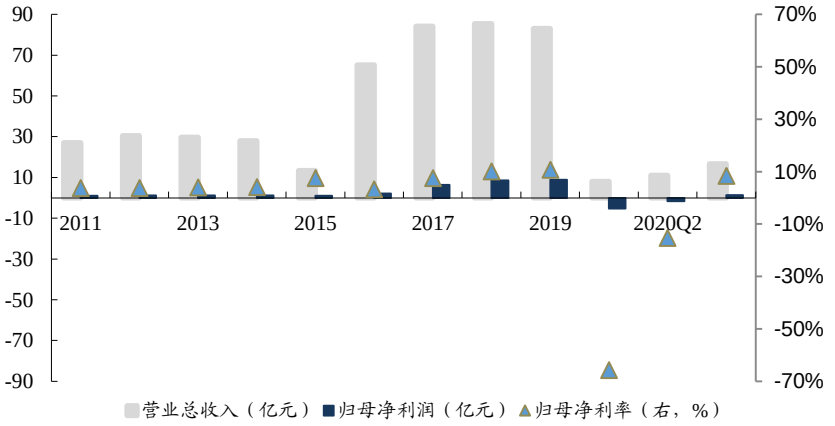
- **国资属性支持，基本面稳定。**北京市属国资企业首旅集团拥有34.36%的首旅酒店股份，加之相较华住和锦江，其资产负债率低，依靠主品牌和云品牌双轮驱动，抗风险能力强，行业top3地位稳定。
- **高直营率和创新营销模式推动未来业绩高反弹。**首旅直营酒店数占比17.44%，领先华住和锦江。短期疫情打击和行业状态反复下，直营模式带来的高业务成本和经营杠杆拖累业绩表现。但首旅依托直播平台，持续推进“直播+”等线上创新渠道营销，在国内行业经济长期向好态势下，高直营模式的强周期性和高弹性将有望带来持续业绩反弹。
- **国内展店稳步推进，提档升级有待优化。**首旅总营收亏损趋势收窄， 2020前三季度累计归母净利润-5.55亿元，Q3单季实现归母净利润1.4亿元。2020年前三季度总计新开店数达548家，年展店800-1000家的目标处于稳步实现中，但其中高端酒店占比数仅为23.3%，落后于锦江和华住。
- **环球影城提供辐射业务增长红利。**首旅集团控股的北京环球影城预计于2021年5月正式开园，一期公园预计年可接客量达到1200万至1500万人次。截至2020年9月底，首旅酒店在北京拥有271家酒店，总计31125间客房数，占全部酒店客房数的7.39%，成为今后首旅酒店北京区业务增长的重要推动力。
- **业务区域集中，品牌全球化扩张任重道远。**截至2020年9月底，首旅仅有1家境外酒店，相比华住和锦江酒店，其经营业务地区集中度高。短期全球疫情反复下，国内疫情的相对稳定为经营稳定性提供一定的保障，但品牌在海外市场的长期影响力尚有扩展可能。
- 风险提示：疫情反复风险；行业竞争加剧风险。

图98：首旅、锦江、华住直营酒店数（家）及占比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图99：首旅酒店近十年营收及归母利润率

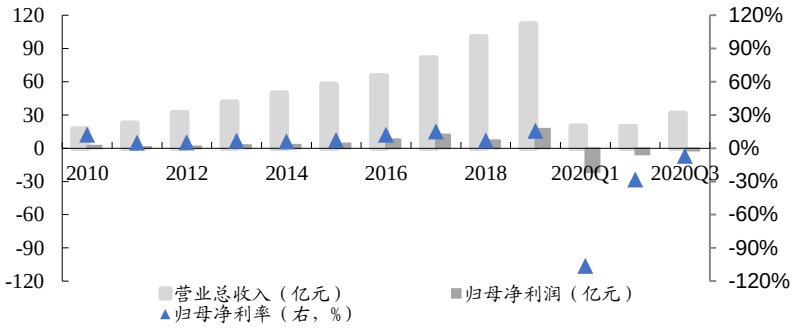


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华住酒店：疫情下基本面稳健，管理团队前瞻布局

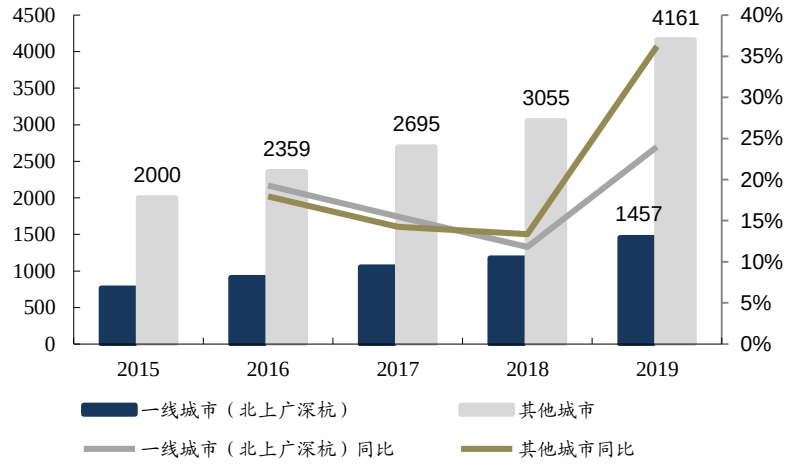
- **RevPAR逐步攀升至疫前平均水平，运营趋势向好。**根据2020年Q3季报，华住集团旗下约有99%的酒店恢复运营。2020Q3净利率环比收窄21.4pct，境内业绩回升明显。2020Q1-2Q3欧洲疫情严重，境外DH酒店暂停营业74%门店，2020Q2入住率、平均每日房价和RevPAR同比下降达75%、13%和77%，至2020Q3三个指标均有缓慢回升的趋势。
- **持续并购，高度覆盖细分市场。**2017-2019收购桔子、花间堂和DH酒店，以丰富中高端品牌矩阵，并进军国际市场，实现国际品牌本土化。
- **酒店管理团队协同高效，引领市场变革。**华住创始人季琦前后两次推动酒店变革，推进酒店中高端转型和策略性市场下沉，提前市场布局占据先发优势。同时，管理层积极推动品牌化升级以提高溢价能力，打造会员系统增加客流量，以及采用数字化技术提高酒店运营效率。促进精细化管理，降低运营成本，提升经营效率和加盟投资回报。
- **加速进军下沉市场，中高端、连锁化战略目标明确。**随着城镇化进入高速增长期，二三线城市具有较大发展空间。截至2019年底，一线城市（北上广深杭）和非一线城市酒店数分别为1457家和4161，同比增速分别为24%和36.2%，低线城市增速迅猛。2019年底，华住签约待开业酒店中，一线开发中酒店和非一线开发中酒店数量分别为409家和1863家，同比增速分别为90%和109%。非一线城市酒店市场相较于一线市场发展空间更大。
- **赴港二次上市，募资加速扩张。**根据招股书透露，2020年9月成功在香港上市，利于提高资本运营效率，加速整合扩张。
- 风险提示：疫情反复风险；行业竞争加剧风险。

图100:华住酒店近十年营收及归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图101：华住酒店一线城市和非一线城市酒店数（家）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

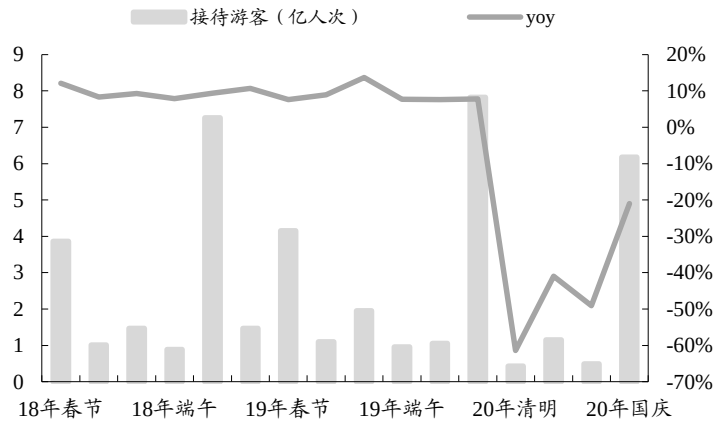
3.2 文旅：需求回暖，期待疫后景气度提升

■ **旅游消费回流，未来几年需求将主要落实于国内市场，国内游复苏稳健。**

➢ **新冠疫情全球蔓延，国外防疫形势严峻，出入境游继续保持暂停。**2020年10月21日，文旅部发布《关于进一步加强秋冬季疫情防控工作的通知》，明确了继续暂不恢复旅行社及在线旅游企业出入境团队旅游及“机票+酒店”业务。且根据中国航空工业发展研究中心预测，国际航线和地区航线至2024 年左右才能逐步恢复至2019 年正常水平，航线的停滞或缓慢恢复将阻碍未来几年出入境游的恢复。

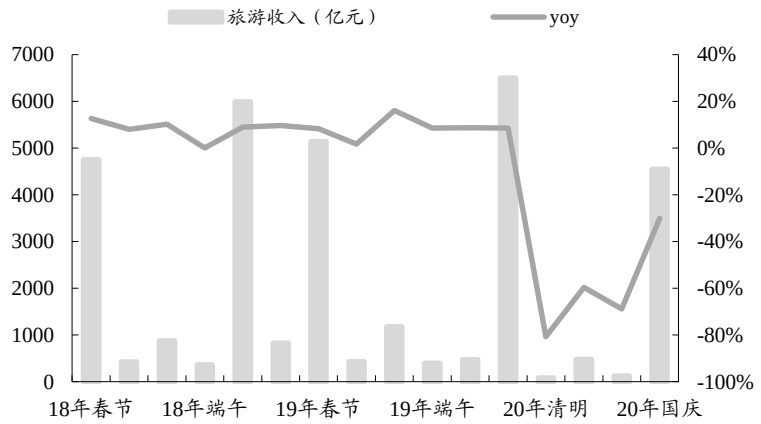
➢ **旅游需求将主要落实于国内市场，国内景区、度假区的客流和业绩明年有望迎来复苏。**旅游市场周边游，国内游率先恢复。根据《中国旅游集团发展报告（2020）》，2020年上半年国内旅游人数和收入同比分别下滑69.7%和77.3%，但下降幅度较第一季度收窄；国庆期间，全国国内游客接待量和收入同比分别恢复到79%和69.9%。得益于有效的疫情防控，国内旅游市场在稳健恢复，明年有望迎来复苏。

图102：小长假接待游客人次



数据来源：国家旅游局，携程，海南旅游局，东吴证券研究所

图103：小长假旅游收入



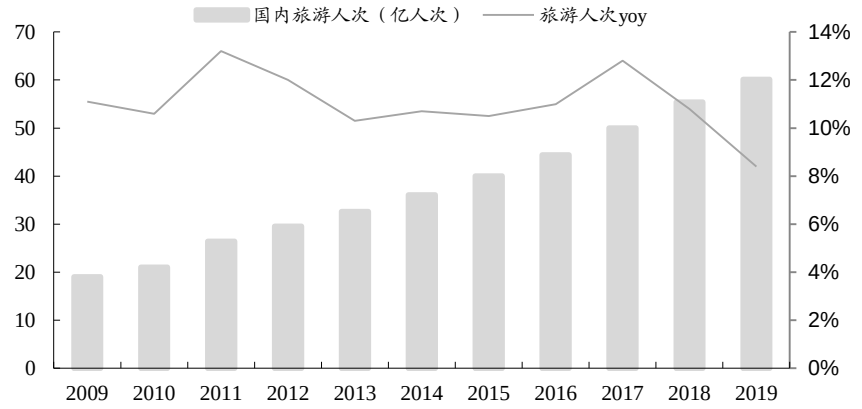
数据来源：国家旅游局，携程，海南旅游局，东吴证券研究所

■ **中高端旅游市场增速快，休闲度假将成为旅游行业发展的重要发力点。**

➢ **国内A级旅游景区、国家级旅游度假区恢复势头良好，未来中高端旅游市场发展迅速。**据文旅部测算，2020年第三季度，全国A级旅游景区接待游客人数达到去年同期的约70%，30家国家级旅游度假区旅游接待总人数4426.18万人次，环比上涨82.57%；旅游总收入249.19亿元，环比上涨90.88%，恢复势头良好。疫情前国内中高端旅游需求分流至海外旅游市场；鉴于各国疫情防控情况，以及航线恢复状况，未来几年流出的中高端旅游消费将回流至国内，度假需求转向国内优质景区，推动国内中高端旅游市场的快速增长。

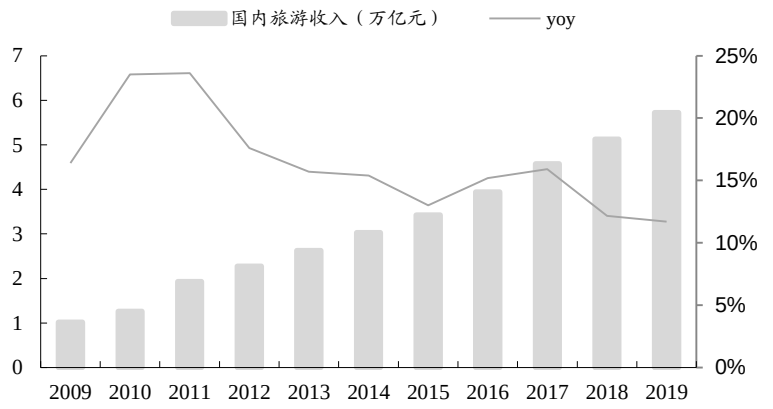
➢ **休闲度假需求增长，中国将进入更高的旅游休闲度假时代。**2019年我国人均GDP突破1万美元大关。“十四五”时期，我国人口结构将发生变化，出生人口规模下降提速，老年人口规模上升提速。经济水平的提升，人口结构的变化，以及居民消费观念和生活方式的升级，未来将产生新的旅游休闲度假的消费需求。根据中国旅游研究院预测，未来5年，我国有望形成年均百亿旅游人次和十万亿元消费规模的旅游市场。

图104：2009-2019中国旅游人次情况



数据来源：国家旅游局，东吴证券研究所

图105：2009-2019中国旅游收入情况



数据来源：国家旅游局，东吴证券研究所

- **疫情渐缓，演艺主业逐步复苏。**受疫情直接影响，存量项目直到6月12日才恢复开业，Q3进入复苏期，环比修复明显。公司前三季度共实现营收6.18亿元（-71.96%），归母净利1.34亿元（-89.47%）；Q3单季实现营收3.36亿元（-57.45%），环比较20Q2增长约126%，恢复明显；归母净利9,390万元（-80.64%），较Q2由负转正。
- **商业模式显韧性，良好现金流持续正循环。**Q3单季，经营现金流实现约2.82亿元，收入/经营现金流量净额仅1.19，盈利质量高。
- **沉淀多元化剧目演出，潜心打造演艺王国。**疫情加速多元化剧目开发，期间公司完成数十台新剧目的策划编创工作，如《喀秋莎》、《WA！恐龙》、《幻影》等，为向演艺王国模式升级转型打下坚实的基础；
- **产品升级显真章，品牌输出再下一城。**公司厚积薄发，黄帝千古情9月20日正式开演并迅速成为当地文旅爆款，国庆期间8天共演出49场，最高单日达8场。在此带动下，11月16日延安千古情轻资产项目签约，再次验证了宋城强大的品牌号召力。

表30：新项目稳步推进，多剧场剑指演艺王国

景区所在地	名称	预计/开业时间	剧场数量（座）
杭州	杭州演艺王国	1996（A）	4（可用）+3（规划）
三亚	三亚千古情	2013（A）	2
丽江	丽江千古情	2014（A）	2（室内）+1（露天）
九寨	九寨千古情	2014（A）	1
桂林	桂林千古情	2018（A）	1
张家界	张家界千古情	2019（A）	1
宁乡	炭河千古情（轻资产）	2017（A）	1
宜春	明月千古情（轻资产）	2018（A）	1
西安	中华千古情	2020.6.22（A）	6
上海	上海世博大舞台	预计2021年春季	3
新郑	新郑黄帝情（轻资产）	2020.9.20（A）	2
佛山	佛山千古情	2021（E）	3
西塘	西塘演艺谷	2021（E）	4
珠海	珠海演艺谷	2022（E）	24
延安	延安千古情（轻资产）	2023（E）	=
澳洲	澳洲黄金海岸项目	暂无确定时间表	暂无

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

- **新项目推进顺利，二轮扩张释放增长潜力。**随着西安千古情、新郑千古情顺利开业，公司的二轮扩张持续推进。上海项目预计将于21年春季开业，布局综合演艺产品线。佛山千古情预计将于上海项目开业后择时推出。同时，珠海演艺谷项目和西塘中国演艺小镇项目均在如期建设中，珠海项目预计将于2022年推出。在上海项目完成后预计将逐步开始思考新项目的可能，或向成都等都市级城市迈进。
- **多票价体系初试水，突破客流天花板、提升客单价。**7月18日宋城大本营开启夜游狂欢，探索单门票向多门票组合的转型升级；同时疫情期间，公司重新梳理原有景区内的商业体系，以顾客满意度为核心，成立单独的商业管理部、餐饮部，实现景区自营餐饮从0到1的探索。目前公司门票收入占比超过95%，景区商业的二次消费潜力巨大。多票价体系叠加大商业的配套优化将有望进一步打开客单价的提升空间。
- **演艺王国模式初见效，长期有望实现量价齐升。**杭州宋城“演艺王国”模式下，散客比例创历史新高，散客接待人数和收入占比分别超过80%和85%。同时，商业自营收入实现超100%增长，人均客单价提升超30元。长期“量价提升”逻辑中的“价”效果显著；在宋城大本营的成功示范下，公司将向西安、上海、珠海、三亚、丽江等新老项目进行复制，全面推动公司向内容+开放的“演艺王国”平台型方向发展。而丰富的储备项目将为公司未来中长期发展打下坚实基础。
- **盈利预测：**至暗时刻已过，疫情对文旅产业的短期业绩冲击在所难免，但公司在疫情下沉淀多元剧目，为复苏打下坚实基础。6月开业后，公司积极通过营销方式创新、演艺王国多元剧目模式创新等挖掘散客、周边游市场潜力。我们预计疫情平稳假设下，公司业绩将持续复苏，同时随着未来储备项目的逐步落地将驱动公司长期的高增长，预计20-22年营收分别为12.1/ 32.0/ 43.3亿元，同比增长-53.7%/ 164.7%/ 35.3%；预计20-22年归母净利3.76/ 15.6/ 20.7亿元，同比增长-72.0%/ 315.3%/ 32.7%；当前股价对应动态PE分别为123/ 30/ 22倍。长期看好公司商业模式，文旅产业复苏和新项目落地将带来持续增长动力，维持“增值”评级。
- **风险提示：**疫情反复导致宏观经济波动、文旅行业复苏缓慢、新项目落地及经营不及预期。

中青旅：积极复工，景区复业良好

- **2020年受疫情冲击。**公司旅行社业务于1月24日、26日先后暂停国内、出境组团，旗下乌镇和古北水镇景区均于1月25日暂停开放。2020年前三季度，中青旅实现营收46.47亿元（-51.31%），归母净利-1.28亿元（-123.47%），非经常性损益包括政府补助（税前）3.17亿元，其中用于乌镇古镇保护与品牌宣传推广的财政补贴2.88亿元，扣非归母净利-2.89亿元（-168.52%）。
- **公司积极复工，景区客单提升，客流和业绩逐步恢复：**乌镇西栅、古北水镇两景区已分别于4月15日/23日恢复开放，复业情况良好。公司前三季度的业绩同比负增长幅度逐渐收窄，并于第三季度实现正值扣非净利润。
  - 古北水镇在北京二次疫情有效控制、暑期旅游季及周边游需求释放的叠加利好因素下，第三季度营业收入较二季度环比增长194.06%，接待游客量环比增长171.47%。
  - 乌镇前三季度共接待游客 182.67万人次，同比下降74.99%；实现营业收入4.70亿元，同比下降65.67%；实现净利润 9581.72万元，同比下降84.54%。但每季度同比负增长的幅度收窄，在逐渐恢复。
- **风险提示：**疫情持续反复带来宏观经济波动；门票受政策影响持续降价；文旅市场恢复不及预期。

表31：中青旅近一年盈收情况

单位：百万元	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	3692.23	4508.84	1201.23	1354.06	2091.97
yoy	*9.80%*	*35.20%*	*-52.80%*	*-59.09%*	*-43.34%*
归母净利润	162.63	23.34	-197.77	40.89	29.00
yoy	*14.80%*	*-54.10%*	*-408.60%*	*-87.15%*	*-82.17%*
扣非净利润	163.29	10.79	-206.47	-105.68	23.52
yoy	*17.00%*	*-77.40%*	*-474.50%*	*-152.11%*	*-85.60%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表32：乌镇与古北水镇经营情况

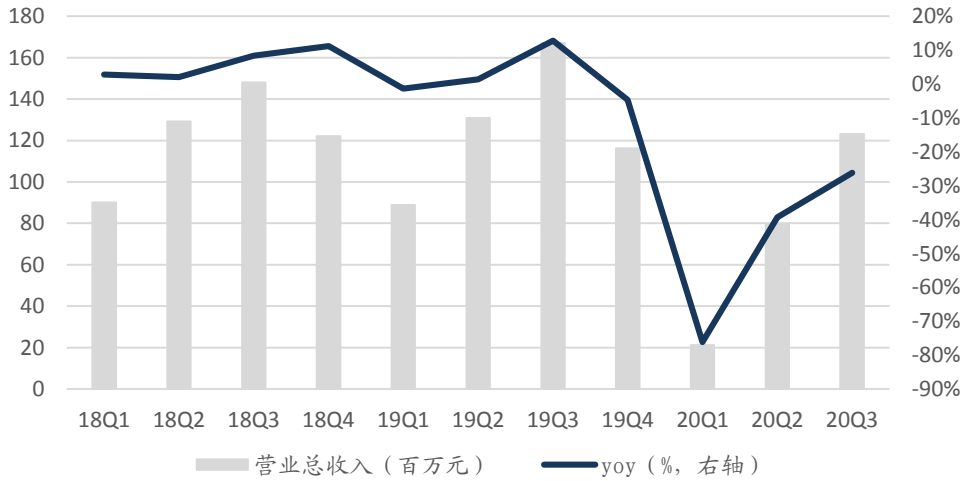
			营收（百万）	营收yoy	客流量（万）	客流量yoy	客单价（元）	客单价yoy
乌镇	2019	Q1		3.19%		-		3.19%
		H1	855	2.60%	446	-0.80%	191.71	3.47%
		Q3	515	-0.96%	285	5.69%	181	-6.29%
		Q4	809	46.56%	187	-4.57%	431.97	53.57%
	2020	Q1		-78.99%		-82.97%		*3.98%*
		H1	189	-77.89%	73.78	-83.46%	256.17	*33.62%*
		Q3	281	-45.44%	108.89	-61.79%	258.06	42.57%
古北水镇	2019	Q1	152	-6.19%	30.86	-5.00%	494.11	-1.24%
		Q2	268	-9.15%	69.82	-10.39%	383.15	1.39%
		Q3	328	-2.09%	90.67	-4.38%	361.75	2.39%
		Q4	202	-1.84%	48.02	-6.34%	421.58	4.80%
	2020	Q1	48	-68.65%	6.74	-78.15%	708.93	43.48%
		H1	125	-70.29%	23.97	-76.19%	521.49	
		Q2	77	-71.14%	17.23	-75.33%	448.11	16.95%
		Q3	236	-28.05%	49.00	-45.96%	481.63	33.14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

天目湖：业绩回暖，周边游政策助力消费复苏

- **2020业务恢复有序推进：**2020年前三季度营收2.24亿元（-42.13%），归母净利2775万元（-75.85%），扣非1700万元（-84.91%），其中20Q3营收1.23亿元（-26.35%），环比Q1增加1.02亿元、Q2增加0.44亿元，归母净利润3831万元（-37.42%），环比Q1增加6470万元、Q2增加2248万元，年内经营情况持续改善。
- **公司3月复业，周边游政策刺激消费复苏：**公司旗下景区及酒店已于3月20日全面恢复运营；公司御水温泉二期竹溪谷酒店在9月下旬正式对外营业，公司南山竹海二期索道项目已于21年初正式运营，期待明年景气度提升。
  - 江浙等地纷纷出台扶持及周边游刺激政策，常州推出3000万元旅游消费券，仅清明和“五一”小长假拉动消费超6500万元。常州市区两级筹措3亿元资金，出台8项措施为文旅企业松绑减负。在主业复苏同时，公司H1获政府补助864.2万（+698.8%），稳健现金流保证公司日常经营及后续项目投入。
  - 在疫情逐步缓和背景下期待公司存量项目稳健增长，增量项目打开成长空间。预计20-22年归母净利0.39、1.34、1.56亿元，同比增速为-68.1%、239.6%、16.4%。
- **风险提示：**疫情影响超预期；景区客流量不及预期；项目落地不及预期等。

图106：2020年Q2、Q3营收增速回升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表33：预计20-22年归母净利0.39、1.34、1.56亿元

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	503	370	554	633
同比（%）	2.8%	-26.5%	49.6%	14.4%
归母净利润（百万元）	124	39	134	156
同比（%）	19.9%	-68.1%	239.6%	16.4%
每股收益（元/股）	1.06	0.34	1.15	1.34
P/E（倍）	23.63	74.17	21.84	18.76

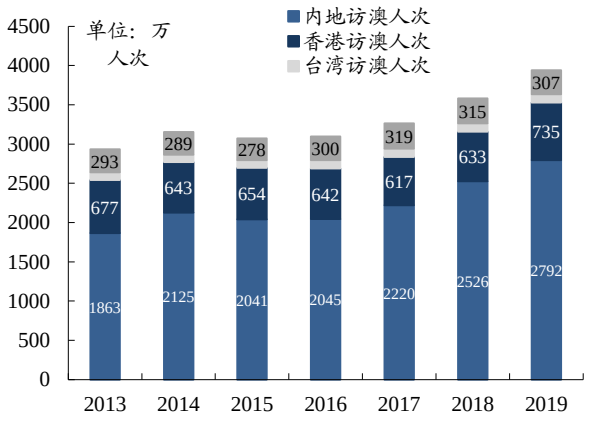
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3 博彩：明月依旧在，静待复苏至

访澳旅客恢复，内需驱动博收回升

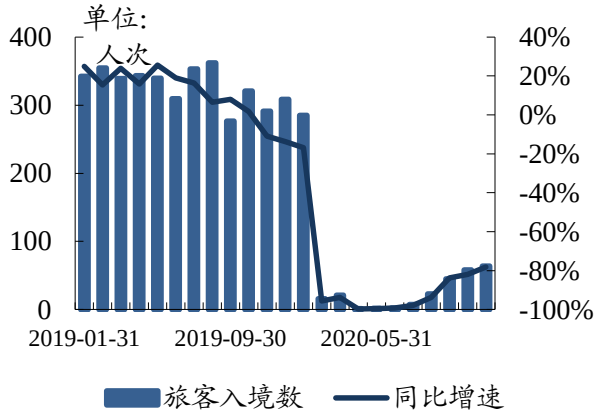
- **旅游为博彩业重要驱动力，澳门旅游签注恢复，带动访澳游客稳步恢复。**内地游客为访澳旅客最大客群，近年来占比70%左右。疫情期间，澳门旅游签注于1月下旬暂停，2月以来访澳旅客数同比下降90%以上。伴随我国内地和澳门疫情得到控制，20年8月起出入境防疫控制措施逐步放松。8月12日起，广东省珠海市公安机关出入境管理部门恢复办理珠海市居民赴澳门旅游签注；8月26日起广东省公安机关出入境管理部门恢复办理广东省居民赴澳门旅游签注；全国公安机关出入境管理部门于9月23日起恢复办理内地居民赴澳门旅游签注，多家航司往返澳门地区航线恢复。得益于签注政策放开，8/9/10/11月澳门入境旅客分别环比增长206.9%/97.7%/29.6%/9.3%，游客有序恢复中。
- **疫情重创后迎复苏，四季度收入环比回升明显。**需求恢复拉动博彩业加速复苏，据澳门博彩监察协调局数据，2020年澳门博彩业饱受新冠疫情冲击，博彩毛收入累积实现604.4亿澳门元，同比下跌79.3%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4分别同比下跌60%/96%/93%/70%，Q4降幅收窄，收入回暖明显，20年12月实现78.2亿澳门元（-65.8%）。中国新冠疫苗已获批上市，疫情防控整体形势向好，静待博彩业持续平稳复苏。

图107：2013-2019年各地访澳人次



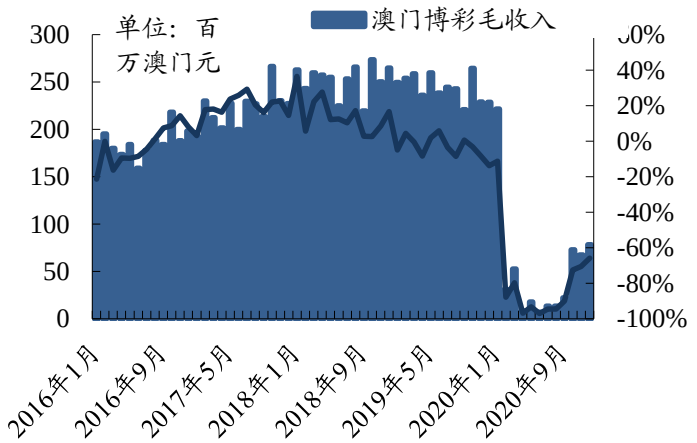
数据来源：澳门旅游局，东吴证券研究所

图108：2019年以来澳门旅客入境数及同比增速



数据来源：澳门统计局，东吴证券研究所

图109：澳门博彩毛收入及同比增速

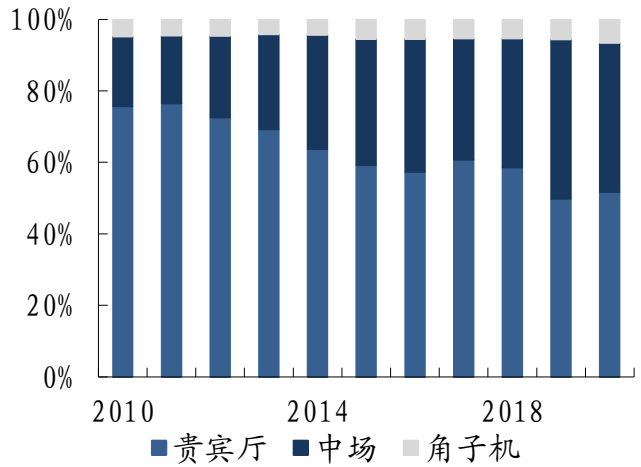


数据来源：澳门博彩监察协调局，东吴证券研究所

贵宾厅短期反弹，中场化趋势不减，3正3副格局仍稳定

- **高净值游客带动贵宾厅反弹，中长期中场化导向明确。**澳门博彩收入过去主要由高端中场和VIP客户贡献，然而受制于反腐、东南亚市场竞争和跨境资金管制，此类份额逐渐减少。叠加近年来游客总数上升和澳门政府力求改革，中场化趋势日益明显，将博彩娱乐化的“买菜客”老年群体和以观光为主的年轻群体贡献正日益上升，贵宾厅收入贡献逐年下降，19年占比46%；而中场业务上升态势明显，19年达49%。疫情控制下高净值旅客将首先入境，贵宾厅业务短期迎来反弹，20Q1贵宾业务占比回升至49%。中长期下澳门政府导向明确，15年后不再允许新增贵宾赌台，中场替代处于有序爬坡期。
- **3正3副格局维持至今，2022年博彩批给到期。**2002年政府发放六张牌照授予博彩经营权，形成3正3副的格局并延续至今。当前3张赌牌主牌分别由银河娱乐、澳博控股、永利澳门获得；3张副牌则由美高梅中国、金沙中国、新濠博亚取得。澳博控股、永利澳门、美高梅中国在澳门半岛积极发展，银河娱乐、金沙中国、新濠博亚崛起于路氹地区，通过充足的客房数量拉动博彩需求。金沙中国和银河娱乐近年来贡献20%以上的博彩收入，永利澳门、新濠博亚及澳博控股收入占比维持在15%左右，美高梅中国贡献10%左右收入。六大博企的批给及转批给将于2022年6月26日到期，预计续牌条款、博彩税制度等将进一步对博彩经营业做出规范。

图110：博彩业各类业务收入占比



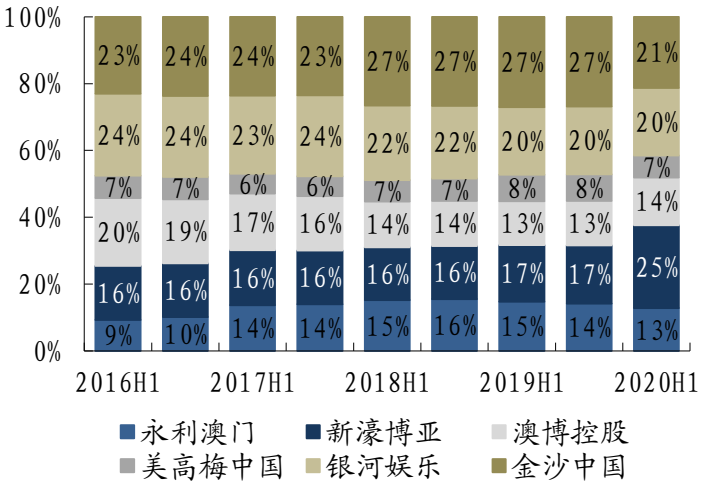
数据来源：澳门统计局，东吴证券研究所

表34：3正3副格局

	公司	成立日期	批给到期日
批给	银河娱乐	2002/6/27	2022/6/26
	澳博控股	2002/4/1	
	永利澳门	2002/6/27	
转批给	美高梅中国	2005/4/20	
	金沙中国	2002/12/1	
	新濠博亚	2006/9/8	

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图111：六大博企收入占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

金沙中场之王，银河贵宾业务占优，澳博具赌台赌场优势

- **金沙中国：澳门博企龙头，优势地位持续。**近年来保持中场业务市占率第一的地位，非博彩项目运营稳定。中场业务是影响公司盈利的最重要因素，无中介费用，利润率高，拉动公司整体毛利率高于其他企业。中场+非博彩的发展思路与行业未来发展趋势一致。截至2019年底，公司储备超12,000间酒店客房及套房，未来两年将在澳门伦敦人及四季名荟增设约600间豪华套房，其余各家博企短期难以企及，未来金沙将保持博企龙头地位。
- **银河娱乐：储备物业加码未来发展，横琴项目实现珠澳协同。**公司贵宾业务市占率第一，目前贵宾和高端中场业务复苏速度较快，预计公司后续经营恢复速度短期将快于行业平均水平。公司储备项目丰富，持续发展能力强，银河3、4期项目计划2020-2022年分阶段落实，建成后将为公司增加4,500间客房，进一步提升接待能力。新项目落成也使得公司有机会调整博彩业务结构，提升中场业务比例。且公司是唯一在珠海横琴岛有地的博企，未来将受惠于大湾区的旅游政策和两地一系列的基建交通设施，实现珠澳两地的业务协同，打破澳门土地紧张的瓶颈。
- **澳博控股：强化赌台赌场资源优势，上葡京开业有望重塑行业格局。**赌台、赌场数量在六家博企中排名第一，但其客房容量排名最后，预计21年上葡京开业将改善其旅客接待能力。21年上葡京项目开业有望提升公司营收，重塑行业格局。上葡京1,900间客房将使得公司的酒店客房容量由第六提升至第四，与第三新濠国际差距进一步缩小。另上葡京项目90%用于发展非博彩业务，预计21年公司非博彩业务将有较大提升。
- **风险提示：**疫情反复导致入澳受阻；旅游签注政策不确定性；2022年重新竞标不确定性。

图 112：2018-2019各季度三家博企中场业务市占率（%）

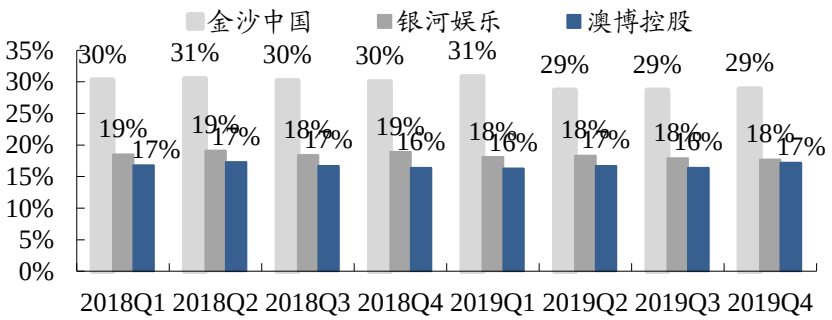
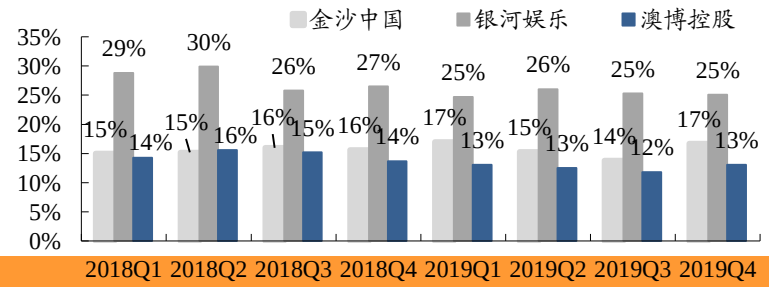


图 113：2018-2019各季度三家博企贵宾业务市占率（%）



数据来源：公司年报，dicj，东吴证券研究所

表35：三家企业赌桌与客房套房数量

	赌桌数量（截止19年）/张	客房/套房数量			
		现存	在建/待开业		
			项目	酒店	客房数量
金沙中国	1685	11716	伦敦人项目	伦敦人御园	370
				伦敦人酒店	600
银河娱乐	约1200	4264	银河三期（预计2021中开业）	安达仕酒店	700
				暂无	800
			银河四期（预计2022开业）	暂无	3000
澳博控股	1786	1413	上葡京	Karl Lagerfeld 酒店	160
				Palazzo Versace Macau	290
				上葡京酒店	1450

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

风险提示

- **可能存在疫情持续蔓延、宏观经济波动、政策变化等风险。**餐饮、旅游行业整体受宏观经济波动影响，个人可支配收入以及消费能力对餐饮、旅游支出具有影响，旅游差旅需求也对酒店需求具有影响；免税行业受政策影响显著，税收、免税和海南等各方面政策均对行业有显著影响，可能存在政策落地不及预期等风险，对免税龙头的业务规模及盈利能力具有影响。
- **可能存在行业竞争激烈的风险。**餐饮、旅游行业可能存在进入门槛低、竞争者进入导致竞争加剧的风险，导致上市公司也能面临业务规模受挤压、盈利水平降低的风险。
- **可能存在业务转型、市场开拓、产能提升等方面进度低于预期的风险。**产业龙头积极进行业务扩展，但受到行业背景、资金情况以及战略落地等各方面影响，战略落地有进度低于预期的风险，导致业绩低于预期。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上;

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%;

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券　财富家园