

休闲服务行业 2021 年投资策略

布局内循环，关注行业复苏和龙头崛起

核心观点：

- **2021 年：行业步入后疫情复苏阶段，龙头长期确定性赢得溢价。**下半年行业疫情逐步消除，10 月国内出行数据恢复至 85% 以上，社零增速也达到 4% 以上的增长。**2021 年行业机会来自：(1) 行业复苏：**行业需求在低基数和内循环大背景下有望继续逐季改善；**(2) 规模增长：**国内免税市场全球份额提升，国内免税龙头逐步形成国际竞争力；终端消费量长期受益居民消费升级和品类渗透率上升；**(3) 格局向好：**龙头企业在品牌、产品和渠道各端护城河加深，供给出清和自身持续扩张共振导致的行业竞争格局改善。**在此背景下，预计龙头公司中长期增长确定性较强，有望持续获得估值溢价。重点推荐三条主线：(1) 行业增长确定的免税和教育行业；(2) 格局明确向好的酒店和餐饮行业；(3) 疫情后加速变革的旅游细分赛道和人服行业。**
- **行业增长—受益于政策及消费确定性增长：免税、教育。免税：**今年以来中国免税产业进入全球份额和全球产业地位跃升的发展快车道，未来五年将继续受益于海南免税规模的高增长和出境游回升带来的市内店政策预期和机场店规模的进一步提升。考虑中国中免稀缺的产业链优势，突出的运营能力，有望长期享受估计溢价。**继续重点看好中国中免。教育：**职教、K12 行业在升学、就业竞争加剧的情况下长期需求增长确定性高。中公教育在教研、网点、渠道、品类优势进一步放大。疫情后 K12 龙头在资金、教研、系统性优势也将帮助教培龙头进一步确立竞争优势。**重点看好中公教育、好未来、新东方，并建议关注豆神教育、中国东方教育、跟谁学等。**
- **格局向好—疫情之后行业需求恢复，龙头公司品牌和渠道优势更加显著：酒店、餐饮。酒店：**未来五年酒店行业增长空间来自下沉市场+连锁化率提升，酒店集团的多品牌布局也将加速，中期还将受益于行业复苏带来的估值弹性。**餐饮：**餐饮龙头在品牌和商场选址条件和租金等方面优势凸显，龙头逆势加快开店。门店扩张、外卖/零售场景开拓、新品牌培育将成为未来重要增长驱动。**重点看好 A 股的锦江酒店、首旅酒店，以及美股/港股的华住、海底捞、九毛九、百胜中国。**
- **变革加速—疫情后建议关注具备品牌、管理优势的细分行业龙头。旅游：**短期内出境游仍受限制，但国内游、低线城市出游将逐步恢复高景气。**人力资源服务：**疫情加快了企业用工思路和方式的转变，灵活用工长期渗透率有望提升。**重点看好 A 股宋城演艺、科锐国际及美股携程网，建议关注港股人瑞人才、万宝盛华和同程艺龙等。**
- **风险提示。**疫情存在不确定性影响旅游、餐饮、线下教培需求；教育行业政策和监管存在不确定性；酒店、餐饮龙头拓店不及预期。

行业评级

买入

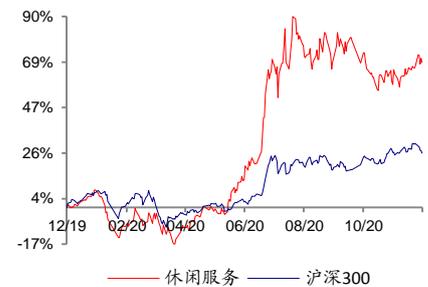
前次评级

买入

报告日期

2020-12-13

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-38003692



zhangyulu@gf.com.cn

分析师：

宋炜



SAC 执证号：S0260518050002



SFC CE No. BMV636



021-38003691



songwei@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

高鸿 021-38003690

gfgaohong@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国中免	601888.SH	CNY	206.00	2020/10/28	买入	244.50	2.57	4.89	80.16	42.13	63.74	28.56	21.20	29.70
宋城演艺	300144.SZ	CNY	17.99	2020/11/18	买入	20.70	0.07	0.52	257.00	34.60	120.00	25.62	1.90	12.70
锦江酒店	600754.SH	CNY	50.10	2020/11/03	买入	49.50	0.43	1.31	116.51	38.24	59.10	15.47	3.00	8.40
首旅酒店	600258.SH	CNY	23.38	2020/10/30	买入	24.10	-0.37	0.97	—	24.10	58.46	11.01	-4.20	10.20
华住	HTHT.O	USD	46.49	2020/09/23	增持	48.25	-0.28	0.97	—	—	—	—	-11.12	20.00
华住集团-S	01179.HK	HKD	363.60	2020/09/23	增持	377.37	-1.96	6.79	—	—	—	—	-11.12	20.00
中公教育	002607.SZ	CNY	37.20	2020/11/24	增持	43.30	0.41	0.56	90.73	66.43	73.89	51.26	61.20	62.10
豆神教育	300010.SZ	CNY	10.92	2020/11/01	增持	16.93	0.09	0.38	121.33	28.74	32.03	19.08	2.20	8.70
紫光学大	000526.SZ	CNY	56.00	2020/08/27	增持	89.56	0.05	0.71	—	78.87	27.48	17.96	4.60	39.70
新东方	EDU.N	USD	160.01	2020/10/20	增持	193.60	3.57	5.11	44.87	31.33	42.85	26.07	15.10	15.90
好未来	TAL.N	USD	67.44	2020/08/04	增持	92.40	0.81	1.28	82.65	51.79	84.35	47.76	17.81	23.67
跟谁学	GSX.N	USD	62.21	2020/11/29	增持	76.47	-0.73	-0.46	—	—	—	—	—	—
中国东方教育	00667.HK	HKD	16.60	2020/08/25	买入	20.70	0.38	0.54	43.68	30.74	27.28	20.71	12.00	14.60
海底捞	06862.HK	HKD	58.40	2020/08/27	买入	52.18	0.20	0.87	292.00	67.13	65.97	32.58	9.50	35.40
九毛九	09922.HK	HKD	21.20	2020/08/26	买入	18.40	0.04	0.32	530.00	66.25	80.87	31.44	5.50	29.20
百胜中国	YUMC.O	USD	56.79	2020/10/20	买入	61.10	1.10	1.85	43.60	30.59	21.5	15.3	8.10	13.60
百胜中国-S	09987.HK	HKD	444.80	2020/10/20	买入	473.30	1.10	1.85	43.60	30.59	21.5	15.3	8.10	13.60
广州酒家	603043.SH	CNY	38.85	2020/04/30	买入	34.39	0.98	1.33	39.64	29.21	34.65	25.19	17.40	19.30
携程网	TCOM.O	USD	32.96	2020/10/11	买入	36.10	-0.46	1.17	—	40.05	—	35.4	-6.09	3.95
同程艺龙	00780.HK	HKD	14.60	2020/11/25	买入	16.72	0.45	0.81	32.44	18.02	18.40	10.68	3.10	6.50
科锐国际	300662.SZ	CNY	51.20	2020/10/28	增持	66.39	0.99	1.33	51.72	38.50	35.20	26.98	18.00	20.40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 美股上市公司采用每 ADS 对应 Non GAAP 盈利, 单位为美元/ADS

目录索引

一、核心观点：行业步入后疫情复苏阶段，龙头长期确定性赢得溢价	8
（一）行业：休闲服务行业步入复苏阶段，后疫情时代各细分赛道龙头愈强	8
（二）股价：体验型消费赛道长期成长，细分领域潜在长跑龙头赢得溢价	10
（三）2021 年行业观点：内循环格局下，关注行业复苏和龙头崛起	11
二、免税：海外消费回流主线，免税龙头受益海南市场扩容	13
（一）观点：高端消费品亚太区韧性成长，中国中免受益供给变迁	13
（二）海南免税：游客量恢复全球领先，政策助力自贸港发展新机遇	16
（三）龙头成长：中免跃升全球第一旅游零售运营商，引领产业良性发展	17
三、酒店：长期成长空间可期，疫情加速变革，龙头公司优势显著	20
（一）观点：行业加速变革，竞争格局持续向好，头部占比快速提升	20
（二）增长空间：下沉市场+多元品牌，未来三年门店有望翻倍	22
（三）变革加速：疫情带来行业经营继续分化，头部品牌优势凸显	35
四、旅游：国内旅游需求持续回暖，演艺龙头项目扩张	39
（一）景区演艺：需求回暖有望驱动业绩逐季修复，演艺龙头版图扩张	39
（二）OTA：国内旅游出行回暖带动行业复苏	44
（三）旅行社：出境游恢复相对滞后，传统出境组团社经营或持续承压	47
五、教育：龙头再融资速度加快，重点看好职教和 K12	50
（一）观点：教培龙头再融资加快，继续重点看好职教和 K12	50
（二）职教：招录考试中长期扩招明确，看好龙头护城河	51
（三）K12：疫情后需求重回线下，中腰部机构压力加大，龙头优势凸显	58
（四）民办学校：民促法有望加快推进落地，政策支持下外延增长逻辑得到强化 ..	63
六、餐饮：龙头拓店提速，疫情加快餐饮格局重塑	68
（一）观点：疫情加快餐饮格局重塑，龙头粘性强，恢复快，门店扩张提速	68
（二）拓店空间：低线消费力崛起，餐饮龙头凭借品牌势能确立下沉优势	70
（三）场景和数字化变革：外卖渗透率进一步提升，餐饮企业全面试水零售业务 ..	74
七、人力资源服务：重点布局灵活用工，龙头公司发力新经济	76
八、风险提示	79

图表索引

图 1: 2020 年 10 月民航完成旅客运输量 5032.3 万人次, 恢复至去年同期的 88.3%	9
图 2: 2020 年 10 月化妆品、金银珠宝和烟酒类零售额月度同比增速分别为 18.3%、16.7%和 15.1%	9
图 3: 2020 年 Q3 申万休闲服务板块营收同比下降 25.6%, 降幅逐季收窄	9
图 4: 2020 年 Q3 申万休闲服务板块归母净利润同比下降 23.5%	9
图 5: 2020 年前三季度板块营收 666.7 亿元, 同比下降 38.4%	10
图 6: 2020 年前三季度板块归母净利润 13.4 亿元, 同比下降 88.3%	10
图 7: 2020 年以来申万休闲服务板块累计上涨 61.2%, 排名第三	10
图 8: 申万休闲服务板块指数、沪深 300 和上证综指走势对比	11
图 9: 申万休闲服务板块市盈率 (TTM) 和相对全 A 估值水平	11
图 10: 申万休闲服务板块子板块市盈率 (TTM)	11
图 11: 贝恩数据显示 2019 年中国消费者全球购买奢侈品消费额约合人民币 7687 亿元, 占全球消费总额 35%	13
图 12: 贝恩咨询预测 2020 年中国内地市场个人奢侈品消费增速将达到 45%, 为全球唯一正增长的区域市场 (单位: 亿元人民币)	14
图 13: 2019 年中国免税业销售额约 550 亿元, 同比增长约 39%	15
图 14: 中国免税销售额占全球免税市场份额大幅低于中国消费者占全球奢侈品消费比例	15
图 15: 贝恩咨询数据显示 19 年全球个人奢侈品消费电商渠道渗透率 12%, 20 年预期大幅提升至 23%	15
图 16: 海口海关数据显示 2020 年 7-10 月海南离岛免税销售额 120.1 亿元, 同比增长 214.1%	16
图 17: 2020 年 10 月海南离港旅客吞吐量同比增长 1.1%	17
图 18: 10 月港口和机场离港旅客吞吐量分别为 43 和 163 万人, 同比分别增长 2.8% 和 0.7%	17
图 19: 10 月三亚接待国内过夜旅客量同比下降 6.6%, 1-10 月累计下降 29.2%	17
图 20: 2019 年全球排名前 20 位免税运营商 2019 年销售额 (单位: 亿元人民币)	18
图 21: 2020 年前三季度中国中免累计销售额 351.4 亿元, 营收降幅收窄至 2.8%	19
图 22: 全球排名前四免税运营商前三季度恢复情况: 中免成长最具韧性、销售额大幅领先	20
图 23: 2017-2020 年分季度三家酒店集团门店数	21
图 24: 2017-2020 年分季度三家酒店集团净开店数	21
图 25: 16-19 年酒店客房规模及同比增速	23
图 26: 17-19 年国内不同档次酒店客房数同比增速	24
图 27: 19 年国内不同档次酒店客房数占比结构	24
图 28: 2019 年酒店业客房前十大城市经济型占比及连锁化率	24

图 29: 2019 年酒店业客房前十大省份经济型占比及连锁化率	24
图 30: 国内酒店品牌发展呈现从低端到高端的阶梯式过程	29
图 31: 2019 年我国各等级酒店门店数比重	30
图 32: 2019 年我国各等级酒店客房数比重	30
图 33: 2017-2019 年各档次酒店供给及增速 (单位: 万间)	30
图 34: 2019 年我国各等级酒店集中度情况, 高端酒店前 10 名占比仅 33.7%....	31
图 35: 锦江品牌矩阵	33
图 36: 华住集团品牌矩阵	34
图 37: 全国星级饭店及主要酒店集团季度 RevPar 同比 (2017-2020)	37
图 38: 全国星级饭店及主要酒店集团季度 OCC (2017-2020)	37
图 39: 全国星级饭店数量及同比增速 (2015-2020)	38
图 40: 乌镇景区 1-9 月累计接待游客 183 万人次, 同比下降 75%	40
图 41: 古北水镇景区 1-9 月累计接待游客 73 万人次, 同比下降 62%.....	41
图 42: 10 月黄山接待游客 32 万人次, 同比下降 28%, 1-10 月累计接待 129 万人 次, 同比下降 59%.....	41
图 43: 旅游服务行业月活跃用户规模趋势及活跃渗透率	45
图 44: 2019Q3-2020Q3 OTA APP 月活跃用户规模 (万人)	45
图 45: 同程艺龙、携程和美团酒店预订业务单季度收入增速对比.....	46
图 46: 同程艺龙、携程交通票务预订业务单季度收入增速对比	46
图 47: 美团单季度间夜量和同比增速	46
图 48: 10 月中国民航国际航线月度客运量 33.6 万人次, 同比下降 95.7%	47
图 49: 前三季度众信旅游、凯撒旅业和岭南控股营收同比分别下降 85.9%、74.9% 和 77.5%.....	48
图 50: 前三季度众信旅游、凯撒旅业和岭南控股归母净利润分别亏损 3.1、1.9 和 1.5 亿元.....	48
图 51: 近年来我国城镇化率持续提升	52
图 52: 2009-16 年我国新招公务员数量统计.....	52
图 53: 2019 年我国公共管理、社会保障和社会组织就业人员数达到 1990 万人, 其中公务员约占 40%左右	53
图 54: 历年国考报名过审人数和报录比.....	53
图 55: 历年国考招录人数和同比增速	53
图 56: 2020 年普通高校毕业生数达到 874 万人, 同比增长 4.8%.....	54
图 57: 招录考试培训参培率高、客单价高, 是教培行业最优质赛道之一.....	55
图 58: 中公教育前三季度实现收入 74.4 亿元, 同比增长 20.78%	55
图 59: 中公教育前三季度归母净利润 13.2 亿元, 同比增长 37.8%.....	55
图 60: 国考、教师、事业单位招聘考试培训行业市场规模 (亿元)	56
图 61: 2019 年中公教育各序列收入 (亿元) 和同比增速	56
图 62: 中公教育教师人均创收和同比增速	57
图 63: 中公教育生师比	57
图 64: 中公教育研发人员数量和同比增速	57
图 65: 中公教育研发投入和占收入比重.....	57
图 66: 截止 6 月末中公教育直营分支机构达到 1335 个	58
图 67: 中公教育单个网点年均收入和同比增速.....	58

图 68: 中公教育开班费和占成本比重	58
图 69: 中公教育物业房租及折旧摊销和占成本比重	58
图 70: K12 教培行业市场规模 (亿元) 和同比增速	59
图 71: K12 教培线上和线下就读学生人次 (百万人)	59
图 72: 在线教育月活跃用户和活跃渗透率	59
图 73: 在线教育细分行业月活用户 (亿) 和同比增长	59
图 74: K12 行业学而思、猿辅导和作业帮广告投放情况	60
图 75: 主要在线教育公司单季度销售费用率	60
图 76: 学而思网校单季度收入和客单价增速	60
图 77: 学而思网校 21 财年 Q2 正价班人数达到 290 万人	60
图 78: 跟谁学前三季度 K12 实现收入 42.6 亿元, 同比增长 356.5%	60
图 79: 跟谁学 Q3 付费学生 125.6 万人, 同比增长 133.5%	60
图 80: 新东方 K12 单季度收入增速	61
图 81: 新东方中学和小学单季度学生数量增速	61
图 82: 好未来单季度学生数量和同比增速	62
图 83: 好未来培优小班收入、客单价和人数增速	62
图 84: 社零餐饮收入单月增速和限额以上餐饮企业收入单月增速	68
图 85: 疫情以来餐饮商户复工率和餐饮消费复苏率	68
图 86: 连锁餐厅 (直营&加盟) 和非连锁餐厅市场规模 (十亿元) 和同比增速	69
图 87: 中国和美国餐饮市场连锁化率对比 (2018 年)	69
图 88: 2019 年国内餐饮行业 CR4 为 2.9%	69
图 89: 美团平台各层级城市 2017-2019 年人均线上餐饮订单量 (单)	70
图 90: 2017-2019 年美团平台各层级城市餐饮订单分布	71
图 91: 2017-2019 年美团平台不同品类餐饮订单在各层级城市分布	71
图 92: 上半年海底捞在各线级城市人均消费均有所提升 (单位: 元)	72
图 93: 海底捞在不同线级城市翻台率情况 (次/天)	72
图 94: 海底捞在各线级城市门店数量 (家) 和同比增速	72
图 95: 九毛九旗下太二酸菜鱼不同线级城市翻台率情况 (次/天)	73
图 96: 九毛九西北菜不同线级城市翻台率情况 (次/天)	73
图 97: 九毛九旗下各品牌餐厅布局	73
图 98: 餐饮商户线上订单疫情前后同比变化	75
图 99: 美团单季度外卖日均笔数和同比增速	75
图 100: 美团单季度外卖单均金额	75
图 101: 百胜中国旗下肯德基和必胜客外卖销售占比	75
图 102: 百胜中国旗下肯德基和必胜客会员销售占比	75
图 103: 人力资源上市公司收入规模对比 (亿元)	77
图 104: 人力资源公司灵活用工收入对比 (亿元)	77
图 105: 科锐国际 Q1-Q3 推荐中高端管理人员和专业技术岗位人数和同比增速	77
图 106: 科锐国际 Q1-Q3 外包派出人员及同比增速	77
图 107: 万宝盛华人均创收和人均创利 (千元)	78
图 108: 万宝盛华上半年大陆地区营收同比增长 22.4%	78
图 109: 人瑞人才灵活用工职位结构	79
图 110: 人瑞人才灵活用工人数和同比增速	79

表 1: 中免集团零售规模全球排名不断提升, 2019 年居全球第四, 有望冲击全球前三	18
表 2: 三大酒店集团新开门店结构及签约待开业酒店数	22
表 3: 2019 年末国内不同线城市及不同档次酒店客房数及连锁化率占比	24
表 4: 锦江酒店区域分布 (2019-2020)	26
表 5: 首旅酒店区域分布 (2019-2020)	27
表 6: 华住酒店区域分布 (2018-2020)	28
表 7: 部分经济性品牌升级战略	29
表 8: 2019 年我国各等级酒店供需结构 (单位: 万间)	30
表 9: 2019 年我国各等级酒店连锁化率情况, 高端酒店仅 22%	31
表 10: 2018-2019 年酒店集团规模排名前十五名	32
表 11: 2019 年境内全服务型酒店排名	32
表 12: 首旅如家品牌矩阵	34
表 13: 三大酒店集团各档次品牌、酒店、客房数量及增速	35
表 14: 全国星级饭店与主要酒店集团季度 RevPar 同比和 OCC (2017-2020)	36
表 15: 按门店结构列示的 2020 年 Q3 四大酒店经营数据详情	38
表 16: 2019-2020 年三季度锦江酒店、首旅酒店、华住经营数据 (分档次)	39
表 17: 2020Q3 单季度 A 股景区板块上市公司营收和归母净利润情况	40
表 18: 2020 年上半年主要上市景区客流量情况	42
表 19: 宋城演艺存量、在建和储备自建项目梳理	43
表 20: 宋城演艺轻资产管理输出项目业务持续拓展	44
表 21: 主要上市旅行社营收、净利润和毛利率历史变化情况 (单位: 亿元)	48
表 22: 众信旅游和凯撒同盛公司出境游批发、零售业务增速和毛利率情况 (单位: 亿元)	49
表 23: 2020 年以来重点教育行业上市公司再融资事件梳理	51
表 24: 主要 K12 教培上市公司教学网点和学生数量梳理	62
表 25: 高教板块上市公司 2020 财年学校、在校生数 (人) 和收入 (亿元) 情况梳理	64
表 26: K12 民办学校新增学校、在校生数 (人) 和收入 (亿元) 梳理	64
表 27: 主要高教上市公司旗下独立学院情况和转设进度梳理	66
表 28: 主要餐饮品牌门店数量和 2020 年预计新开店数量 (家)	70
表 29: 海底捞 2020H1 同店数据汇总	71
表 30: 九毛九旗下太二酸菜鱼品牌 20 年 6 月以来新开店城市和开店数量	74

一、核心观点：行业步入后疫情复苏阶段，龙头长期确定性赢得溢价

（一）行业：休闲服务行业步入复苏阶段，后疫情时代各细分赛道龙头愈强

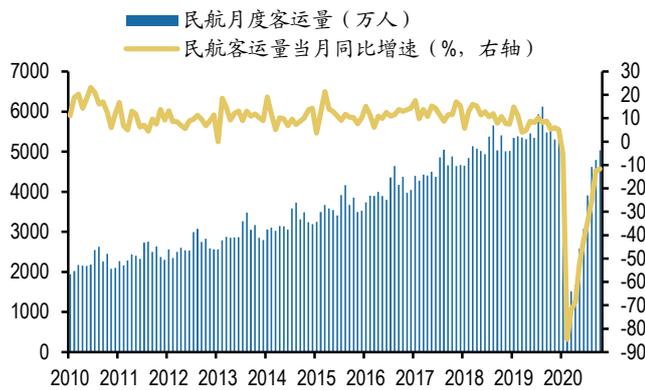
今年以来休闲服务行业上市公司一定程度上受到国内及全球疫情冲击。不过下半年以来已有明显恢复，从出行和消费数据来看，根据民航局数据2020年10月民航完成旅客运输量5032.3万人次，恢复至去年同期的88.3%。而统计局的数据表明10月化妆品、金银珠宝和烟酒类零售额月度同比增速分别达到18.3%、16.7%和15.1%，累计来看（1-10月累计同比分别增长5.9%、-9.8%和2.6%），也逐步恢复至疫情前增长。分子行业看，各板块影响及恢复分化明显：

（1）免税中国中免受益于政策优势：面对疫情敏捷转型数字化新零售，叠加海南自贸港和离岛免税新政加码，中免跃升至全球排名第一的行业领军企业。后疫情时代，全球旅游零售产业将迎来以国内免税商为首的、具备潜在重塑意义的全球产业链新格局；

（2）旅游酒店、餐饮、教育行业冲击明显：休闲服务其他细分板块因其体验性和出行属性较强，前期受疫情影响冲击较大。需求疲软、供给限流的两端受限的局面在5月份以来逐步解除。随着国内疫情得到控制，需求端消费者信心回升显著，短中期来看，低基数背景下板块基本面逐季改善可期。长期视角审视后疫情时代，需求端来看，在中产阶层群体扩大、代际更替和产业数字化浪潮下，需求更加升级化、细分化、圈层化和敏捷化，供给端来看，对各细分板块的影响较为复杂，在出行限制逐步放宽抬升总供给的同时，伴随着小产能的部分出清、也伴随着“新型”产能在资本助推下的多维度入局。

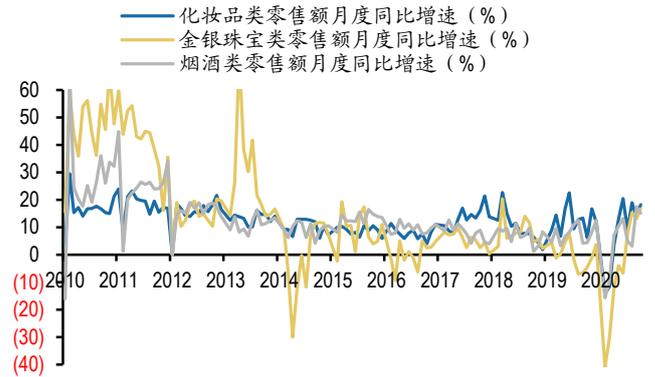
（3）龙头护城河不断加深：部分赛道因其原生格局较为稳固、龙头企业在品牌、产品和渠道各端护城河深筑，行业龙头将持续受益短期供给出清和自身持续扩张共振导致的行业竞争格局改善：连锁酒店品牌管理龙头经营恢复良好、扩张势头强劲，驱动了同时也受益于中国酒店产业各梯度连锁化率提升的发展主线；职业教育龙头深耕细分市场，持续受益公职类职教参培率提升、产品升级、品类扩张和渠道下沉；餐饮龙头拓店提速，受益后疫情时代餐饮格局重塑。

图1: 2020年10月民航完成旅客运输量5032.3万人次, 恢复至去年同期的88.3%



数据来源: 中国民用航空局、Wind、广发证券发展研究中心

图2: 2020年10月化妆品、金银珠宝和烟酒类零售额月度同比增速分别为18.3%、16.7%和15.1%



数据来源: 国家统计局、Wind、广发证券发展研究中心

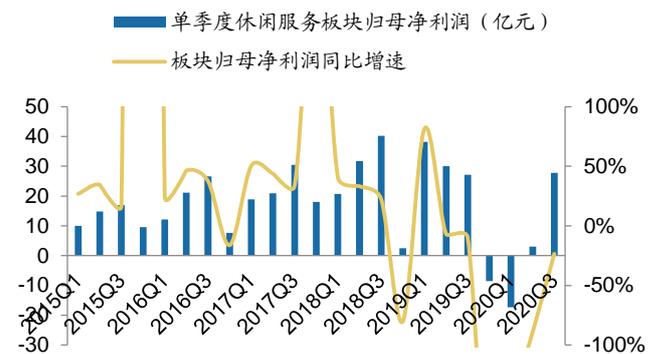
板块业绩: 申万休闲服务板块上市公司整体业绩相对承压, 未来逐季改善可期: 上半年行业亏损面较大, Q3环比有所改善, Q3单季度申万休闲服务板块营收同比下降25.6%, 降幅较Q1、Q2的-48.5%和-42.0%有所收窄; Q3板块归母净利润同比下降23.5%, 降幅较Q1亏损、Q2的-89.2%也有明显收窄。受权重个股影响较大, 板块Q3业绩环比改善明显。前三季度累计来看, 板块整体实现营收666.7亿元, 同比下降38.4%, 实现归母净利润13.4亿元, 同比下降88.3%。

图3: 2020年Q3申万休闲服务板块营收同比下降25.6%, 降幅逐季收窄



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

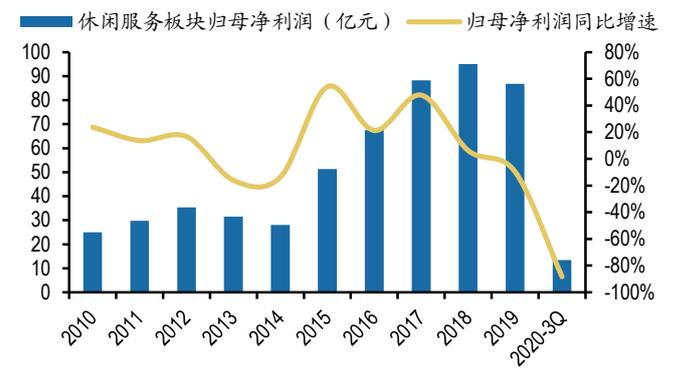
图4: 2020年Q3申万休闲服务板块归母净利润同比下降23.5%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5：2020年前三季度板块营收666.7亿元，同比下降38.4%

图6：2020年前三季度板块归母净利润13.4亿元，同比下降88.3%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）股价：体验型消费赛道长期成长，细分领域潜在长跑龙头赢得溢价

从板块估值角度来看，今年以来随着面对全球疫情国内得到有效控制、中国国内大循环和国际双循环促进消费的发展新格局得到构建，权重个股中国中免表现强势驱动下，今年以来申万休闲服务指数累计上涨61.2%，排名第三，对比03年和08年，事件性冲击后恢复期中旅游行业通常涨幅居前，估值普遍提升。考虑到休闲服务行业长期需求稳定，以及竞争格局整体向好，中长期确定性溢价一定程度上反应到估值中。

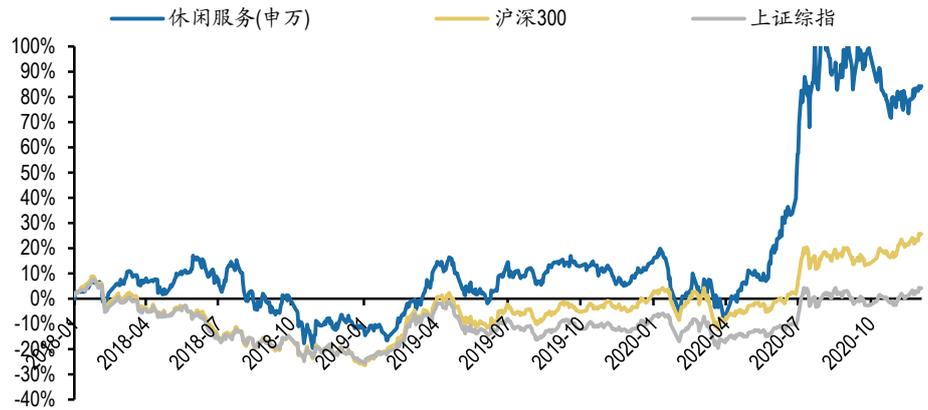
展望未来，中国国内可选消费板块中体验型消费赛道长期成长可期。竞争格局相对稳固、终端消费量长期受益居民消费升级和品类渗透率上升，其中潜在的长跑龙头有望长期赢得估值溢价。

图7：2020年以来申万休闲服务板块累计上涨61.2%，排名第三



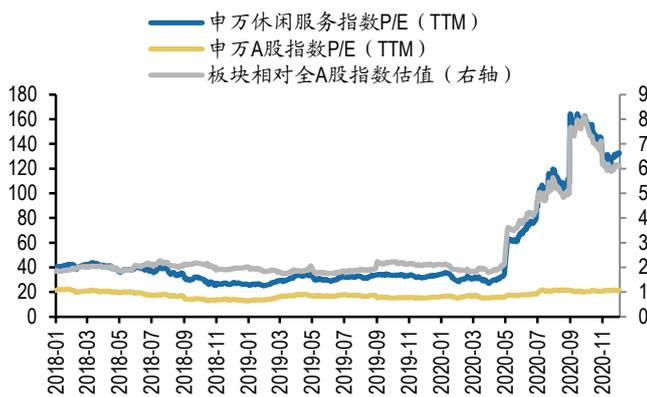
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8: 申万休闲服务板块指数、沪深300和上证综指走势对比



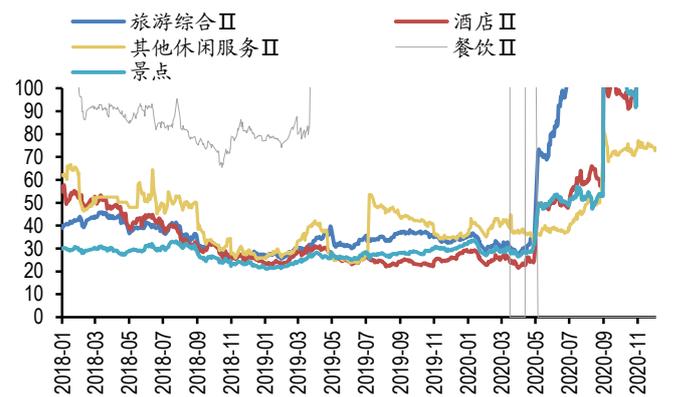
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图9: 申万休闲服务板块市盈率 (TTM) 和相对全A 估值水平



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图10: 申万休闲服务板块子板块市盈率 (TTM)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(三) 2021 年行业观点: 内循环格局下, 关注行业复苏和龙头崛起

在2020年年中政治局会议提出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”的背景下, 扩大内需、提升国内市场的后援作用成为经济发展重点之一。在内循环格局下, 利用人口基数优势, 提升品质消费、服务消费是中长期重要方向, 社会服务行业具备长期配置价值。2021年建议依据三条主线优选龙头。2021年行业机会来自: (1) 行业复苏: 行业需求在低基数和内循环大背景下有望继续逐季改善; (2) 规模增长: 部分赛道具备国内产业链国际竞争力、终端消费量长期受益居民消费升级和品类渗透率上升; (3) 格局向好: 龙头企业在品牌、产品和渠道各端护城河加深, 供给出清和自身持续扩张共振导致的行业竞争格局改善。在此背景下, 预计龙头公司中长期确定性较强, 有望持续获得估值溢价。重点推荐三条主线: (1) 行业增长确定的免税和教育行业; (2) 格局明确向好的酒店和餐饮行业; (3) 疫情后加速变革的旅游细分赛道和人服行业。

(1) 行业增长—受益于政策及消费确定性增长: 免税、教育。

免税行业：内循环扩大内需背景下，旅游零售渠道作为中国居民购买中高端消费品的重要渠道，预计将持续受益于高端消费需求的增长和免税政策的放宽。今年以来中国免税产业在海南政策和龙头运营商的引领下进入全球份额和全球产业地位跃升的发展快车道。2021年国内免税行业将进入到高速发展的新起点，中国中免将继续受益于：(1)海南免税政策放宽以及客流回升的双重利好；(2)出境游回升带来的市内店政策预期以及机场店规模的进一步提升。**今年以来公司盈利预期大幅提升，但估值相对平稳。考虑公司掌握海南核心物业选址、一线国际枢纽机场标段，且专业运营能力突出、国际龙头地位稳固，有望长期享受估计溢价，继续重点看好中国中免。**

职教、K12：在升学、就业竞争加剧的情况下长期需求增长确定性强。招录考试培训短期受益于稳就业政策导向，中长期从供需两端来看仍有明显增长空间。中公教育在教研、网点、渠道、品类优势进一步放大。疫情后在线流量红利有所消退，线上线下结合成为长期趋势，龙头加大OMO模式的转型力度。资金、教研、系统性优势也将帮助教培龙头进一步确立竞争优势。**重点看好中公教育、好未来、新东方，并建议关注豆神教育、中国东方教育、跟谁学等。**

(2) **格局向好—疫情之后行业需求恢复，龙头公司品牌和渠道优势更加显著：酒店、餐饮。**酒店和餐饮共性是目前行业集中度低，但连锁化率提升是长期趋势。特别是疫情后消费者对卫生、品质和食品安全等角度的要求提升，低线城市消费升级空间大，品质和服务升级利好行业龙头，行业供给和竞争格局或将迎来优化。**酒店：**中长期看头部酒店集团的经营，将更多受行业供给升级而非宏观周期影响，未来五年行业增长空间来自下沉市场+连锁化率提升，消费需求升级和个性化提升也将推动酒店集团的多品牌布局，未来五年龙头公司有望持续加快布局。**餐饮：**对餐饮龙头来说今年以来商场选址条件和租金谈判均更占优势，龙头逆势加快开店。门店扩张、外卖/零售场景开拓、新品牌培育将成为未来重要增长驱动。**重点看好A股的锦江酒店、首旅酒店，以及美股/港股的华住、海底捞、九毛九、百胜中国。**

(3) **变革加速—疫情后具备品牌、流量管理优势的细分行业龙头也将充分受益：旅游、演艺、人力资源服务。****旅游：**7月14日文旅部发文恢复跨省团队旅游。短期内出境游受限较大，国内短线游、低线城市出游引领行业复苏，也加快行业数字化、智能化升级和休闲度假方向转型。展望未来，随着供给恢复、需求回暖，预期景区、OTA国内业务和演艺类上市公司业绩有望逐季改善。**人力资源服务：**疫情加快了企业用工思路和方式的转变，灵活用工长期渗透率有望提升，人服龙头增长空间可期。**重点看好A股宋城演艺、科锐国际，及美股携程网，建议关注港股人瑞人才、万宝盛华和同程艺龙等。**

二、免税：海外消费回流主线，免税龙头受益海南市场扩容

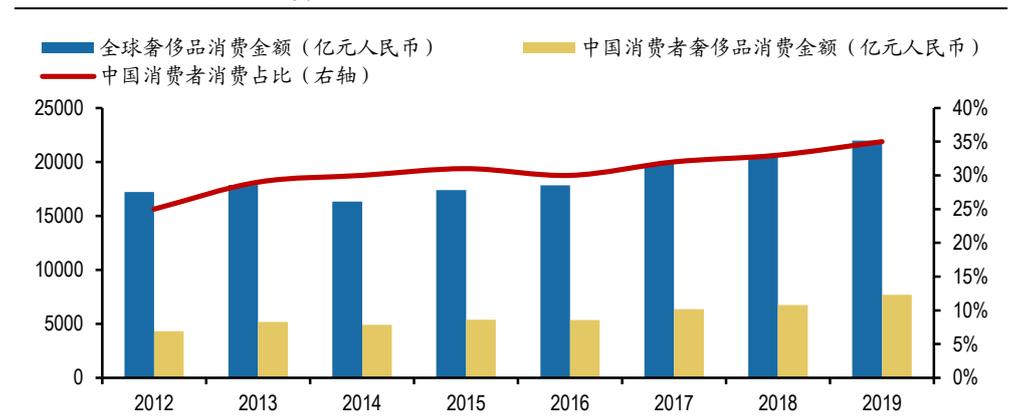
（一）观点：高端消费品亚太区韧性成长，中国中免受益供给变迁

今年以来海南离岛免税在有利的外部环境、自贸港和离岛免税新政大力度放宽的双重叠加影响下实现了销售额持续高速增长、全球市场份额大幅跃升，海南离岛免税作为核心渠道将长期驱动公司规模成长、盈利稳健。我们认为目前国内免税行业处于战略发展新起点，2021年国内免税市场将继续受益于：（1）海南免税政策放宽以及客流回升的双重利好；（2）出境游回升带来的市内店政策逻辑以及机场店规模的进一步提升。

今年以来公司盈利预期大幅提升，但估值相对平稳。考虑公司掌握海南核心物业选址、一线国际枢纽机场标段，且专业运营能力突出、国际龙头地位稳固，有望长期享受估计溢价，继续看好中国中免。

（1）行业空间广阔：贝恩数据显示19年中国消费者个人奢侈品消费额达7687亿元人民币。根据贝恩咨询2019年奢侈品行业报告，2019年中国消费者个人奢侈品消费总额达到984亿欧元（约合人民币7687亿元），占全球消费总额35%。展望未来，中国消费者的消费潜力依然旺盛，增长动能主要来自年轻群体消费升级和下沉城市的需求释放。根据贝恩咨询预测数据计算，到2025年中国消费者个人奢侈品消费总额有望达到1600亿欧元（约合人民币12595亿元），占全球消费总额约50%。

图11：贝恩数据显示2019年中国消费者全球购买奢侈品消费额约合人民币7687亿元，占全球消费总额35%

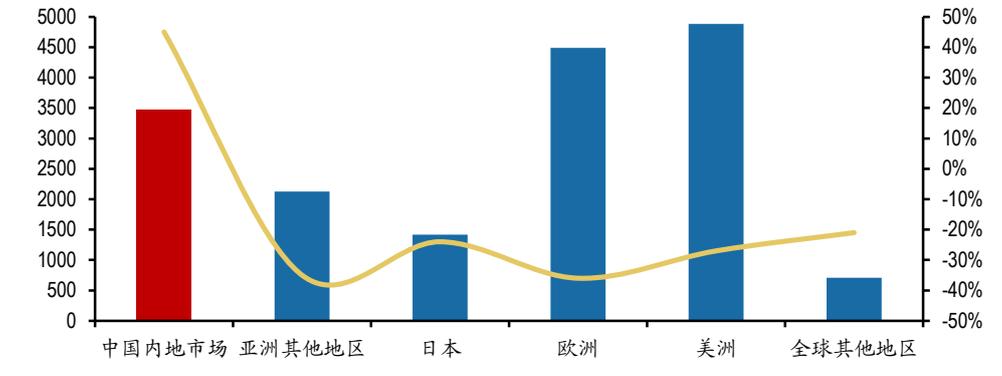


数据来源：贝恩咨询、广发证券发展研究中心

（2）高端消费品亚太区韧性成长，中国内地市场预计同比增长45%。根据贝恩咨询预测，2020全球个人奢侈品消费市场规模将同比下降23%至2170亿欧元，分区域来看，其中中国内地市场或将成为唯一大幅增长的区域市场，2020年同比将增长45%

至440亿欧元（约合人民币3464亿元）。

图12：贝恩咨询预测2020年中国内地市场个人奢侈品消费增速将达到45%，为全球唯一正增长的区域市场（单位：亿元人民币）



数据来源：贝恩咨询、广发证券发展研究中心

(3) 在中国消费者奢侈品消费总量稳健成长的背景下，中国免税产业能够在其中竞得多大的渠道份额。依赖产业政策的引导、龙头企业的国际竞争力和议价力提升、产业链各环节加大投资力度、中国免税新零售商业模式的领先势能以及上游供货商的渠道和定价策略演进，同时也与中国消费者高端消费需求总量增长和品类结构相关。

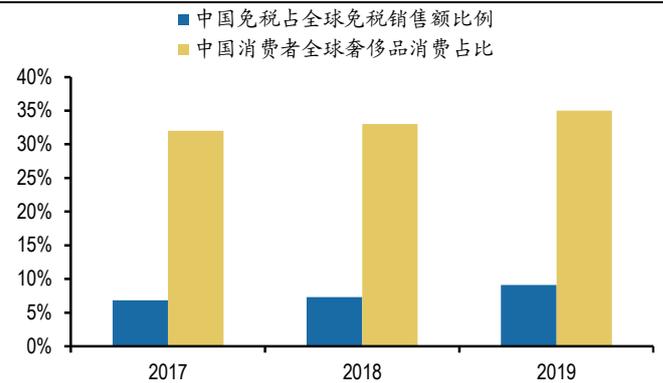
今年以来全球疫情催化下，以上各项要素得到触发激活，中国免税产业在龙头运营商引领下进入全球份额和全球产业地位跃升的发展快车道。2019年中国免税业销售额约550亿元，同比增长约39%，19年销售额增速较18年的27.3%进一步加速。展望未来，中国免税产业全球份额提升空间依然较大，考虑到19年中国免税行业销售额仅占全球免税行业份额9%，中国运营商份额远低于中国消费者在全球免税消费占比40%（中免集团数据），也大幅低于中国消费者全球奢侈品的消费额占比35%（贝恩咨询数据），中国免税产业发展方兴未艾，全球份额继续大幅提升值得期待。

图13: 2019年中国免税业销售额约550亿元, 同比增长约39%



数据来源: TFWA、中免集团、广发证券发展研究中心

图14: 中国免税销售额占全球免税市场份额大幅低于中国消费者占全球奢侈品消费比例

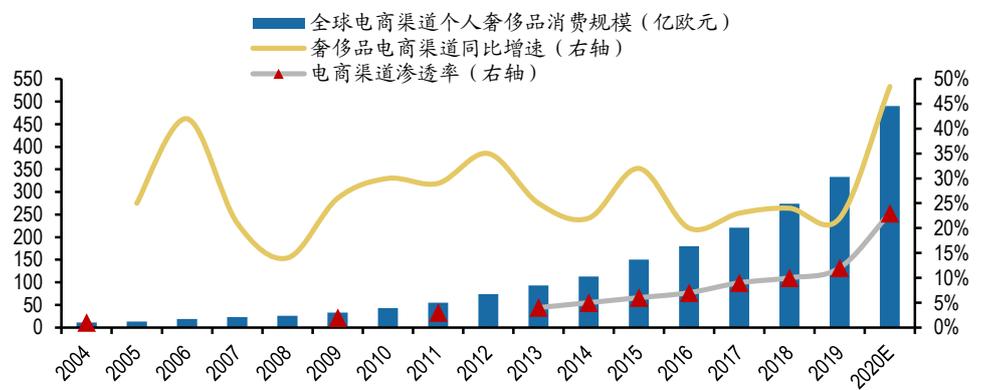


数据来源: Generation Research、中免集团、贝恩咨询、广发证券发展研究中心

(4) 中国免税有望达成并维持在全球奢侈品数字化新零售领先势能。中国电商产业的全球竞争力较强、供应链物流等环节基础设施能力突出。在奢侈品全行业范围来看, 中国免税渠道具备产业数字化、持续占据领先势能的潜力。全球疫情或能触发奢侈品行业的数字化的演进进程, 在产业认知、业务结构、组织架构等多维度得到明显推进。在各环节产业资本持续加码的背景下, 中国免税产业或能基于辐射精准人群的优质物业选址塑造高端品牌、基于人力资本优势建立高接触和深触达运营的数字化新零售领先势能, 有望把握全球奢侈品增量市场的核心供给环节。

数据层面来看, 贝恩咨询数据显示2019年全球个人奢侈品消费电商渠道增速22%, 电商渗透率12%, 贝恩咨询预计2020年电商渠道渗透率将跃升至23%, 规模将达到490亿欧元(约合人民币3857亿元)。

图15: 贝恩咨询数据显示19年全球个人奢侈品消费电商渠道渗透率12%, 20年预期大幅提升至23%



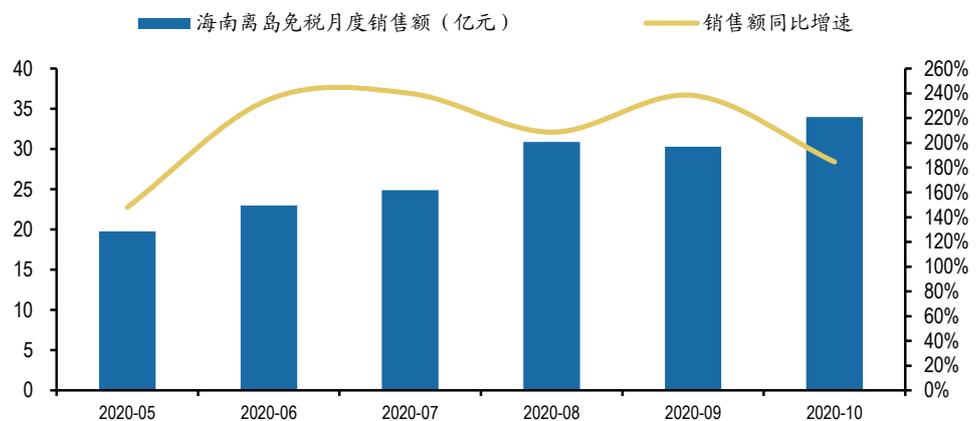
数据来源: 贝恩咨询、广发证券发展研究中心

（二）海南免税：游客量恢复全球领先，政策助力自贸港发展新机遇

在全球疫情的触发下，国内游特别是海南旅游先于出境游率先复苏，海南离岛免税渠道有望持续快速成长、成为引领我国居民海外消费渠道回流的核心渠道。今年我国海南离岛免税成为全球旅游零售产业中韧性最强、支撑产业原有规模、提供后疫情时代成长动能的重要大体量增量渠道。在艰难市场环境下，我国免税龙头与核心供货商合作互助，零售商与品牌商互信合作的商业关系也将成为我国免税龙头未来招商和采购力的无形资产。长期来看，产业政策支持、门店增多、价格优势扩大将共同促进海南离岛免税渠道长期成长，持续受益我国居民海外消费回流和消费升级。

2020年7月1日新政实施以来，海南离岛免税销售额同比持续高速增长，购物人次和客单价均有大幅提升。根据新华社报道，11月11日海南离岛免税销售业绩达3.65亿元，创单日新高。根据海南日报报道，自今年7月1日海南离岛免税购物政策调整实施以来至10月31日，海南四家离岛免税店总销售额（含有税）共计140.9亿元，同比增长248%。其中免税销售121.3亿元，同比增长213%；免税购物人数222.4万人次，同比增长78%；免税购物数量1296.7万件，同比增长138%，购物客单价提升显著。

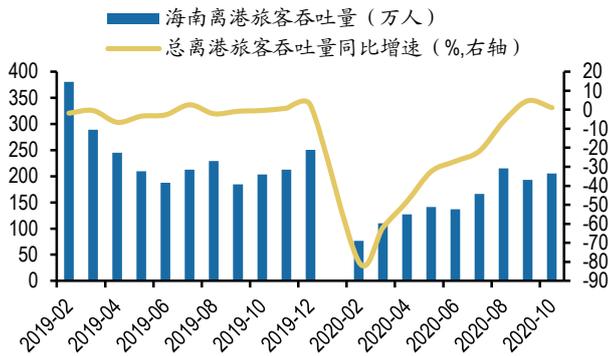
图16：海口海关数据显示2020年7-10月海南离岛免税销售额120.1亿元，同比增长214.1%



数据来源：海口海关、海南日报、中国旅游报、新华社、广发证券发展研究中心

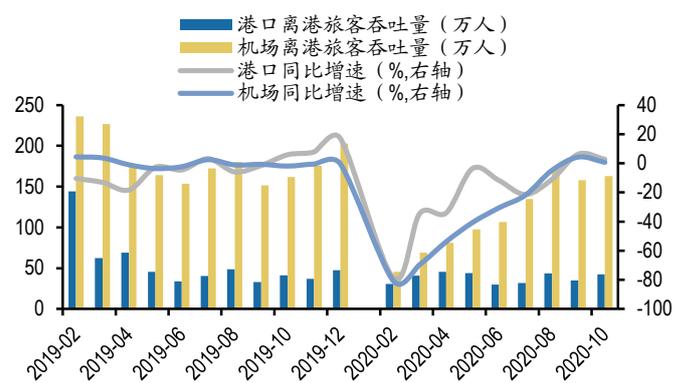
从海南离港旅客数量来看，2020年10月海南离港旅客吞吐量为206万人，同比增长1.1%，其中港口和机场离港旅客吞吐量分别为43和163万人，同比分别增长2.8%和0.7%。累计来看，2020年1-10月海南累计离港旅客吞吐量1692万人，同比下降30.4%，其中港口和机场离港旅客吞吐量分别为444和1248万人，同比分别下降24.7%和32.3%。

图17: 2020年10月海南离港旅客吞吐量同比增长1.1%



数据来源: 海南省统计局、广发证券发展研究中心

图18: 10月港口和机场离港旅客吞吐量分别为43和163万人, 同比分别增长2.8%和0.7%



数据来源: 海南省统计局、广发证券发展研究中心

从三亚市过夜旅客量来看, 10月三亚接待国内过夜旅客量同比下降6.6%, 三亚市国内过夜旅客数量在7月实现同比增速转正, 7、8、9月同比分别增长0.8%、7.4%和10.6%。累计来看, 1-10月三亚市累计接待国内过夜游客1218万人次, 同比下降29.2%。

三亚免税销售额同比大幅增长: 根据三亚统计局, 三亚市8、9、10月免税品同比分别增长2.22倍、2.63倍、2.20倍。在同期三亚游客总量略有增长的背景下, 三亚免税品销售额同比实现200%以上增幅, 主要来自游客购物转化率和客单价的大幅提升。

图19: 10月三亚接待国内过夜旅客量同比下降6.6%, 1-10月累计下降29.2%



数据来源: 三亚市统计局、广发证券发展研究中心

(三) 龙头成长: 中免跃升全球第一旅游零售运营商, 引领产业良性发展

中国中免2020年或跻身全球排名第一。根据Moodie Davitt Report历年全球免税零售商排名, 我国免税运营商龙头中免集团的全球销售额排名不断提升, 从2010年的第20位不断提升至2019年全球第4位。根据《日经亚洲》和Moodie Davitt报道, 2020年上半年中国中免在全球旅游零售商排名中排名第一。中国中免已经成为全球旅游

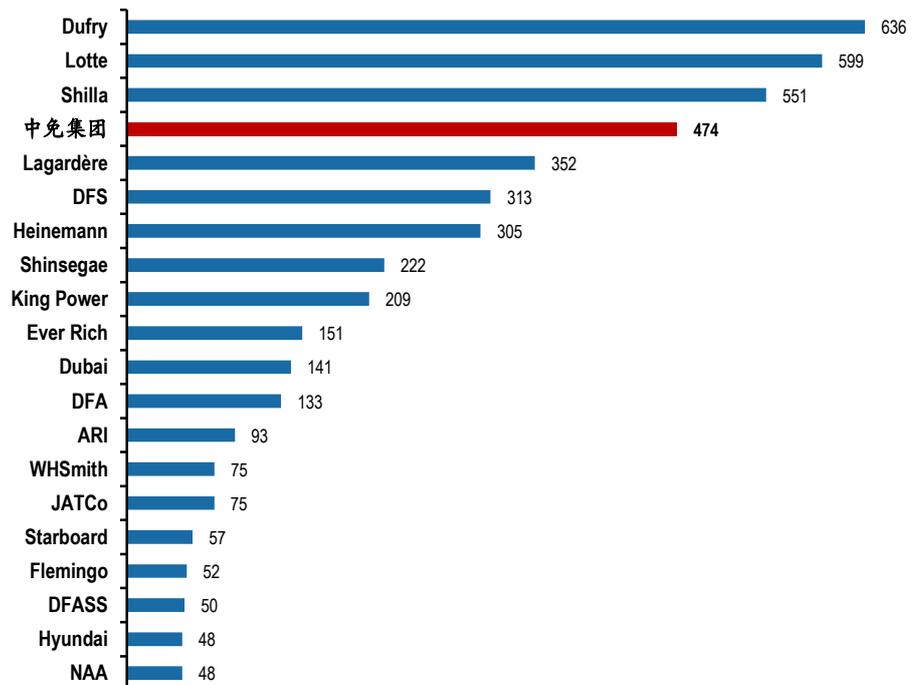
零售行业领军企业，引领我国旅游零售产业全球份额持续提升，匹配我国居民全球旅游零售渠道的消费力主体地位。

表1: 中免集团零售规模全球排名不断提升，2019年居全球第四，有望冲击全球前三

全球排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	DFS	DFS	DFS	DFS	Dufry	Dufry	Dufry	Dufry	Dufry	Dufry
2	Dufry	Lagardère	Dufry	Dufry	DFS	DFS	Lotte	Lotte	Lotte	Lotte
3	Lagardère	Dufry	Lagardère	Lagardère	Lotte	Lotte	DFS	Lagardère	Shilla	Shilla
4	Autogrill	Lotte	Lotte	Lotte	Lagardère	Lagardère	Lagardère	DFS	中免集团	中免集团
5	Lotte	Autogrill	Autogrill	Heinemann	WDF	Heinemann	Shilla	Shilla	Lagardère	Lagardère
6	Nuance	Nuance	Heinemann	WDF	Heinemann	Shilla	Heinemann	Heinemann	Heinemann	DFS
7	Heinemann	Dubai	Nuance	Nuance	Shilla	King Power	King Power	King Power	DFS	Heinemann
8	Dubai	Shilla	Shilla	Shilla	Dubai	Dubai	Dubai	中免集团	King Power	Shinsegae
9	ARI	Heinemann	Dubai	Dubai	Ever Rich	Ever Rich	Ever Rich	Ever Rich	Shinsegae	King Power
10	Shilla	Ever Rich	Ever Rich	Ever Rich	King Power	日上免税行	日上免税行	Dubai	Dubai	Ever Rich
11	DFA	DFA	King Power	King Power	日上免税行	DFA	DFA	DFA	Ever Rich	Dubai
12	King Power	King Power	ARI	日上免税行	DFA	中免集团	中免集团	Shinsegae	DFA	DFA
13	WHSmith	ARI	DFA	DFA	中免集团	ARI	ARI	ARI	ARI	ARI
14	JATCo	WHSmith	中免集团	中免集团	ARI	Starboard	Starboard	Starboard	JATCo	WHSmith
15	Tallink	日上免税行	日上免税行	ARI	Starboard	WHSmith	Shinsegae	WHSmith	Starboard	JATCo
16	JR	中免集团	Sky	WHSmith	JR	JR	WHSmith	JR	WHSmith	Starboard
17	日上免税行	Tallink	WHSmith	Tallink	WHSmith	Sky	JR	Sky	Doota	Flemingo
18	Starboard	JR	Tallink	JR	King Power	JATCo	Sky	DFASS	NAA	DFASS
19	Sky	Sky	JR	King Power	DFASS	DFASS	DFASS	Flemingo	Flemingo	Hyundai
20	中免集团	Starboard	JATCo	DFASS	Sky	Tallink	JATCo	NAA	DFASS	NAA

数据来源: Moodie Davitt Report、广发证券发展研究中心

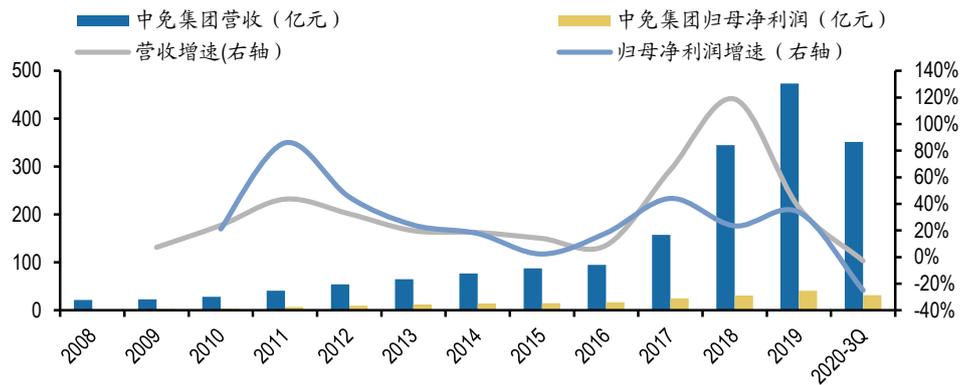
图20: 2019年全球排名前20位免税运营商2019年销售额(单位: 亿元人民币)



数据来源: THE MOODIE DAVITT REPORT、广发证券发展研究中心

结合全球排名前四免税运营商今年以来销售额恢复情况来看，中国中免最具韧性、销售额大幅领先。2020年前三季度中国中免累计销售额达到**351.4**亿元，营收降幅收窄至**2.8%**。今年以来我国免税龙头中国中免市场反应敏捷、抓住外部环境机遇实现自身的跳跃式发展，中免不断夯实强化自身采购能力，同时在仓储供应链、多平台电商运营和营销、会员体系搭建方面持续发力，公司线上业务规模和供应链管理效率大幅提升。疫情触发中国居民海外消费稳步回流，中国免税龙头营收规模继续逆势扩张、全球渠道份额持续提升可期。

图21：2020年前三季度中国中免累计销售额351.4亿元，营收降幅收窄至2.8%

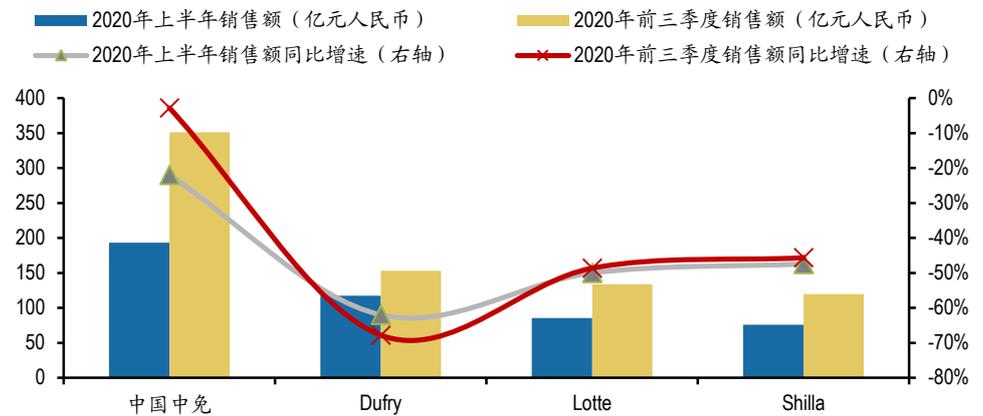


数据来源：中国中免财报、广发证券发展研究中心

注：2020年前三季度财务数据为中国中免上市公司整体财务数据，08-19年为子公司中免集团财务数据

对比来看，Dufry前三季度累计销售额20.7亿元瑞士法郎（约合人民币**153.0**亿元），同比下降**67.8%**，销售额仅为中免同期**44%**。韩国方面，韩国乐天免税业务2020年前三季度累计销售额2.3万亿韩元（约合人民币**133.7**亿元），同比下降**48.6%**。韩国新罗免税业务前三季度销售额2.1万亿韩元（约合人民币**119.8**亿元），同比下降**45.7%**。

图22: 全球排名前四免税运营商前三季度恢复情况: 中免成长最具韧性、销售额大幅领先



数据来源: 各公司 2020 年半年报和三季度报、广发证券发展研究中心

三、酒店: 长期成长空间可期, 疫情加速变革, 龙头公司优势显著

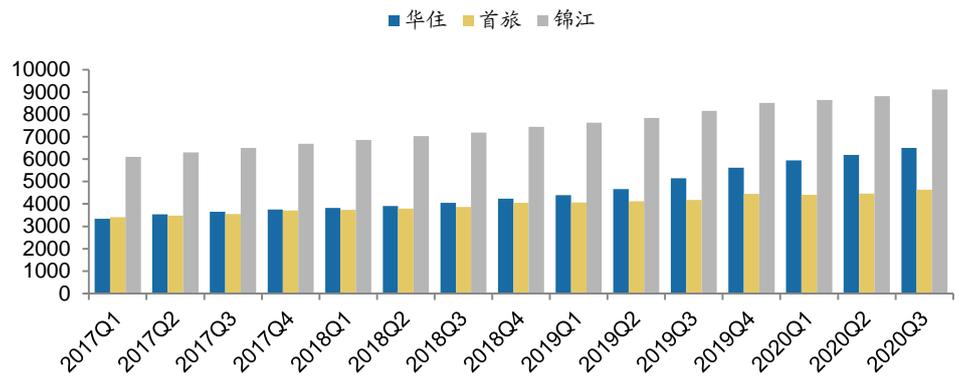
(一) 观点: 行业加速变革, 竞争格局持续向好, 头部占比快速提升

我们始终认为酒店行业是未来五年消费行业中向头部集中最为明显的行业之一, 依托龙头集团强大的品牌、渠道、资金、管理等优势, 中长期看头部酒店有望维持较快的轻资产扩张并持续提升市场份额。

过去三年酒店盈利和估值具有一定周期性, 但国内酒店行业经历近几年扩张, 大集团经营模式和酒店结构逐步从自营占比较高转向管理和加盟的轻资产模式, 企业收入和盈利更多取决于公司的自身的增长。未来五年行业增长空间来自下沉市场+连锁化率提升, 同时消费者需求升级和个性化提升, 也将推动酒店集团的多品牌布局, 中端、中高端及高端品牌都将成为品牌矩阵中的重要环节。

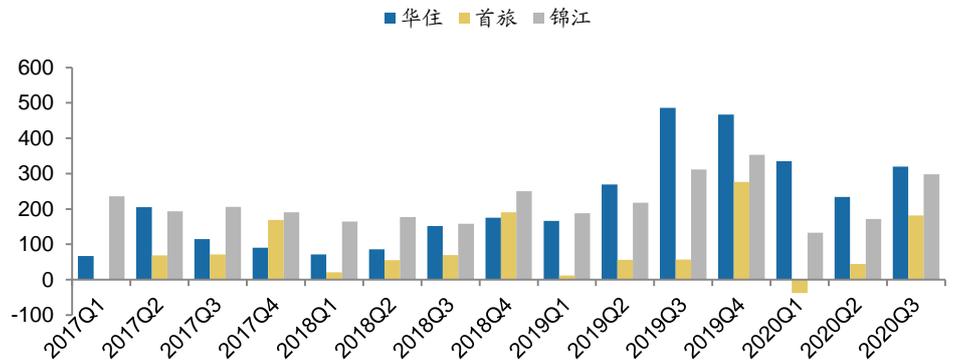
行业内各家龙头酒店集团优势显著, 但结构战略等略有不同。其中, 锦江酒店管理层及后台整合有望提升效率, 预计增长维持高速; 华住的下沉市场和中高端战略目标明确, 会员、技术、供应链优势显著; 首旅酒店加快布局中高端及云品牌, 行业向好弹性高于同行。截止3季度三家酒店集团门店数量合计达到20145家, 在疫情冲击下3季度新开店达到1433家的历史最快水平, 预计至2023年三家集团的门店数量有望提升至约4万家, 增幅接近翻倍。继续看好A股锦江酒店、首旅酒店以及美股/港股的华住。

图23: 2017-2020年分季度三家酒店集团门店数



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图24: 2017-2020年分季度三家酒店集团净开店数



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表2: 三大酒店集团新开门店结构及签约待开业酒店数

	2018	2019	YOY	19Q3	20Q1	20Q2	20Q3	同比	环比	19Q1-3	20Q1-3	同比
锦江												
开业门店数	7,443	8,514	14.4%	8,161	8,647	8,819	9,117	11.7%	3.4%	8,161	9,117	11.7%
新开店数量	1243	1,617	30%	447	253	398	615	38%	55%	1107	1266	14%
关闭店数量	494	546	11%	135	120	226	317	135%	40%	389	663	70%
净开店数量	749	1,071	43%	312	133	172	298	-4%	73%	718	603	-16%
其中: 直营	-43	-23	-	-6	-17	-25	-13	-	-	-21	-55	-
加盟	792	1,094	38%	318	150	197	311	-2%	58%	739	658	-11%
签约未开业酒店	3,455	4,544	32%	4,229	4,640	4,903	5,049	19%	3%	4,229	5,049	19%
其中: 直营	24	17	-29%	19	21	28	31	63%	11%	19	31	63%
加盟	3,431	4,527	32%	4,210	4,619	4,875	5,018	19%	3%	4,210	5,018	19%
首旅												
开业门店数	4,049	4,450	9.9%	4,174	4,412	4,456	4,638	11.1%	4.1%	4,173	4,638	11.1%
新开店数量	622	829	33%	197	62	188	298	51%	59%	431	548	27%
其中: 直营	44	27	-39%	7	3	5	10	43%	100%	13	18	38%
特许	578	802	39%	190	59	183	288	52%	57%	418	530	27%
净开店数量	337	401	19%	57	-38	44	182	219%	314%	125	188	50%
其中: 直营	-38	-74	-	-51	-9	-15	-18	-	-	-65	-42	-
特许	375	475	27%	108	-29	59	199	84%	237%	190	229	21%
签约未开业门店数	530	660	25%	663	672	784	1084	63%	38%	663	1084	63%
华住												
开业门店数	4,230	5,618	32.8%	5,151	5,953	6,187	6,507	26.3%	5.2%	5,151	6,507	26.3%
新开店数量	723	1715	137%	548	301	429	523	-5%	22%	1085	1253	15%
其中: 直营	53	43	-19%	13	13	10	11	-15%	10%	32	34	6%
特许	670	1672	150%	535	288	419	512	-4%	22%	1053	1219	16%
关闭店数量	239	327	37%	62	85	195	203	227%	4%	164	483	195%
其中: 直营	25	54	116%	12	11	8	12	0%	50%	34	31	-9%
特许	214	273	28%	50	74	187	191	282%	2%	130	452	248%
净开店数量	484	1388	187%	486	216	234	320	-34%	37%	921	770	-16%
其中: 直营	28	-11	-	1	2	2	-1	-	-	-2	3	-
特许	456	1399	207%	485	214	232	321	-34%	38%	923	767	-17%
待开业酒店	1105	2262	105%	1736	2375	2375	2313	33%	-3%	1736	2313	33%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 增长空间: 下沉市场+多元品牌, 未来三年门店有望翻倍

今年以来疫情加速了行业连锁化率和集中度的提升, 具体来看增长主要来自:

经济型+下沉市场: 经济型及以下档次的酒店客房占比65%, 近几年新增供给低于其他档次酒店, 但整合的空间较大, 连锁化率或将持续提升。

品牌升级及多元化: 从酒店需求及大集团布局来看, 酒店集团品牌将逐步多元化,

行业增长不仅来自前几年增速较快的中端酒店，经济型品牌以及中高端和高端酒店也将全面开花。

(1) 下沉市场+经济型，体量大、连锁化率低，整合空间最大

我们认为从行业趋势来看，疫情加速的变革首先体现在中低房价酒店的连锁化率提升，也就是下沉市场和经济型酒店的连锁化率提升。

2017年以来国内酒店经营逐步向好，行业投资和供给增长也有所恢复，2019年行业增速略有回落。根据饭店协会和盈蝶咨询的数据，截至2019年底全国住宿业设施总数为60.8万家，客房合计为1891.7万间，同比增长26.0%和4.1%。其中，酒店类设施总数为33.8万家，客房合计1762.0万间，同比分别减少1.8%和增长4.5%。总体来看，酒店类客房2019年增速+4.5%相比2017/2018年增速9.8%/8.9%小幅放缓。并且，酒店类客房中连锁酒店客房数为452.4万间，连锁化率约为26%，比上年增加7pct。在经历了中端酒店高速增长的五年后，经济型酒店及下沉市场的整合将成为酒店增长的重要来源。

从酒店档次来看，如上文提到经济型酒店的连锁化率较低且体量较大。2019年末经济型酒店的客房占比达到65%，而连锁化率仅21%，相比全行业26%的连锁化率更低。

从酒店区域来看，2019年末，一线城市、副省级及省会城市和其他城市的客房总数分别达187万间、472万间和1103万间，占比分别达11%、27%和63%。63%的客房处于下沉市场，连锁化率仅17%，远低于一线城市和其他省会城市38%和28%的连锁化率。并且，即使客房规模较大的部分省市，连锁化率差异也较大，如重庆、云南、四川等仅10-15%水平，酒店集团布局仍存在较大的空间。

图25: 16-19年酒店客房规模及同比增速



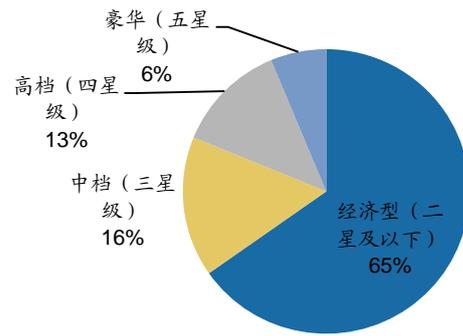
数据来源：盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

图26: 17-19年国内不同档次酒店客房数同比增速



数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

图27: 19年国内不同档次酒店客房数占比结构



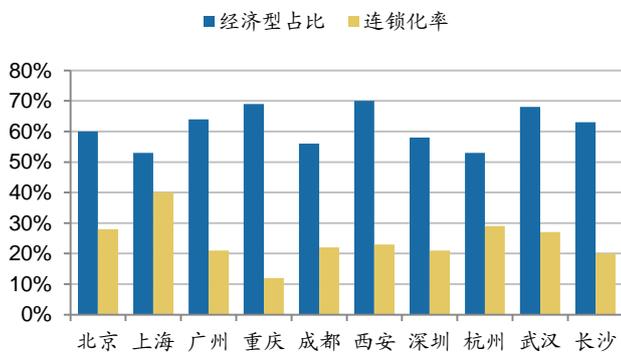
数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

表3: 2019年末国内不同线城市及不同档次酒店客房数及连锁化率占比

	连锁化率	客房占比	总客房数 (间)	连锁客房 (间)
一线城市 (北上广深)	38%	11%	1,871,881	702,225
副省级城市及省会城市	28%	27%	4,720,977	1,319,302
其他城市	17%	63%	11,026,836	1,927,532
经济型 (二星级及以下)	21%	65%	11,495,884	2,413,704
中档 (三星级)	35%	16%	2,810,453	965,098
高档 (四星级)	22%	13%	2,206,940	496,546
豪华 (五星级)	59%	6%	1,106,417	648,347
合计	26%	100%	17,619,694	3,949,059

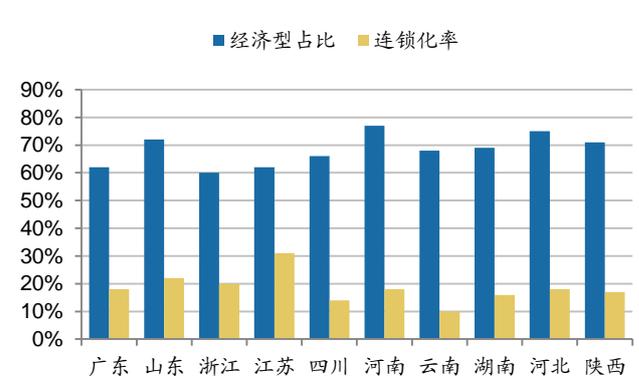
数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

图28: 2019年酒店业客房前十大城市经济型占比及连锁化率



数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

图29: 2019年酒店业客房前十大省份经济型占比及连锁化率



数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

锦江、华住、首旅过去五年经历了经济型酒店存量调整, 但门店和客房总体占比仍

达57%和52%，今年各公司开始发力于经济型品牌的创新与升级，总体看下沉市场+经济型将成为未来五年重要的增长点。

酒店档次：经济型酒店近几年整体平稳，目前经济型酒店家数和客房分别占57.5%和51.7%。

截至2020年9月末，锦江、华住、首旅经济型酒店分别为4967家、4266家、2466家。虽然近几年各公司重点布局中端品牌，但经济型品牌仍占主导，其中锦江、华住、首旅经济型主力品牌7天/锦江之星、汉庭、如家仍然分别达到3121家、2722家和2025家，经济型酒店家数和客房占比分别达到57.5%和51.7%。

区域布局：各家酒店区域不同，但一线城市总体放缓，下沉市场加大布局。

锦江酒店：截至6月末锦江酒店境内开业酒店为7532家，已经签约的酒店规模合计达到13722家，其中京沪苏浙皖广已开业和已签约的酒店占比分别为39.5%和36.2%。19-20H，北上苏浙皖广和其他地区已开业酒店数增速分别为3.3%和5.0%，已签约酒店增速分别为3.8%和6.9%，低线城市增速较快。

首旅酒店：截至9月末首旅中国境内酒店家数4,637家，客房间数421,297间。其中，北京、上海、苏浙皖、津鲁冀、珠三角和川渝地区的酒店总数2,771家，客房间数252,883间，占总数的60.0%。19-20Q3，北京、上海、苏浙皖、津鲁冀、珠三角、川渝地区及其他酒店增速分别为-6.2%、-1.1%、+8.4%、+9.8%、-0.7%、-1.6%和+3.3%，苏浙皖、津鲁冀以及其他低线城市贡献主要增长动力。

华住集团：截至2020年3月31日，华住共有酒店5953家酒店，横跨大中华地区（包括台湾地区）32个省与直辖市内的444座城市以及其他15个国家。其中，一线城市（北上广深杭）酒店数共1498家，占国内总酒店数的25.7%。18-20Q1，一线及非一线酒店增速分别为28%和42%，低线城市增速迅猛。同时，在签约待开业酒店方面，非一线开发中酒店增速也领先于一线开发中酒店，开发中一线及非一线酒店增速分别为89.8%和116.4%。

表4: 锦江酒店区域分布 (2019-2020)

中国大陆境内开业酒店													
区域	城市数	酒店家数						客房间数					
		直营酒店			加盟酒店			直营酒店			加盟酒店		
		19	20H	增速	19	20H	增速	19	20H	增速	19	20H	增速
北京	1	34	35	2.9%	281	286	1.8%	4616	4694	1.7%	25807	26475	2.6%
上海	1	62	60	-3.2%	213	211	-0.9%	8490	8366	-1.5%	26389	26122	-1.0%
广东	21	136	128	-5.9%	1117	1174	5.1%	19437	18310	-5.8%	127363	133072	4.5%
苏浙皖	40	96	91	-5.2%	940	990	5.3%	12337	11630	-5.7%	94541	98914	4.6%
其他	270	370	342	-7.6%	3972	4215	6.1%	44754	40853	-8.7%	375361	394470	5.1%
合计	333	698	656	-6.0%	6523	6876	5.4%	89634	83853	-6.4%	649461	679053	4.6%

中国大陆境内签约酒店													
区域	城市数	酒店家数						客房间数					
		直营酒店			加盟酒店			直营酒店			加盟酒店		
		19	20H	增速	19	20H	增速	19	20H	增速	19	20H	增速
北京	1	35	35	0.0%	465	487	4.7%	4711	4694	-0.4%	45328	47207	4.1%
上海	1	68	65	-4.4%	285	285	0.0%	9328	9006	-3.5%	33642	33543	-0.3%
广东	21	137	130	-5.1%	1737	1827	5.2%	19493	18449	-5.4%	199289	206128	3.4%
苏浙皖	40	97	95	-2.1%	1483	1546	4.2%	12453	12018	-3.5%	148730	153696	3.3%
其他	270	374	355	-5.1%	6987	7512	7.5%	45301	42305	-6.6%	691030	725724	5.0%
合计	333	711	680	-4.4%	10957	11657	6.4%	91286	86472	-5.3%	1118019	1166298	4.3%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表5: 首旅酒店区域分布 (2019-2020)

区域	酒店数量								
	直营酒店			特许管理及管理输出酒店			合计		
	19	20Q3	增速	19	20Q3	增速	19	20Q3	增速
北京	46	44	-4.3%	243	227	-6.6%	289	271	-6.2%
上海	84	81	-3.6%	265	264	-0.4%	349	345	-1.1%
江苏、浙江、安徽	147	140	-4.8%	670	746	11.3%	817	886	8.4%
天津、山东、河北	150	142	-5.3%	715	808	13.0%	865	950	9.8%
珠三角	49	47	-4.1%	91	92	1.1%	140	139	-0.7%
四川、重庆	26	25	-3.8%	157	155	-1.3%	183	180	-1.6%
其他	349	330	-5.4%	1457	1536	5.4%	1806	1866	3.3%
合计	851	809	-4.9%	3598	3828	6.4%	4449	4637	4.2%

区域	客房数量								
	直营酒店			特许管理及管理输出酒店			合计		
	19	20Q3	增速	19	20Q3	增速	19	20Q3	增速
北京	6364	5965	-6.3%	25957	25160	-3.1%	32321	31125	-3.7%
上海	12155	11611	-4.5%	23064	23030	-0.1%	35219	34641	-1.6%
江苏、浙江、安徽	17395	16341	-6.1%	56291	60572	7.6%	73686	76913	4.4%
天津、山东、河北	16674	15714	-5.8%	58114	63438	9.2%	74788	79152	5.8%
珠三角	6304	6120	-2.9%	7603	7716	1.5%	13907	13836	-0.5%
四川、重庆	3403	3300	-3.0%	13643	13916	2.0%	17046	17216	1.0%
其他	40389	38033	-5.8%	127396	130381	2.3%	167785	168414	0.4%
合计	102684	97084	-5.5%	312068	324213	3.9%	414752	421297	1.6%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 首旅自 19 年改变区域划分方式

表6: 华住酒店区域分布 (2018-2020)

	租赁及自有酒店				管理加盟及特许经营				现有酒店合计			
	2018	2019	2020Q1	增速	2018	2019	2020Q1	增速	2018	2019	2020Q1	增速
大中华地区												
北上广深杭	233	242	243	4.3%	942	1215	1255	33.2%	1175	1457	1498	27.5%
其他	466	446	445	-4.5%	2589	3715	3894	50.4%	3055	4161	4339	42.0%
小计	699	688	688	-1.6%	3531	4930	5149	45.8%	4230	5618	5837	38.0%
大中华地区外												
欧洲			67				26				93	
其他国家			1				22				23	
小计			68				48				116	
总计	699	688	756	8.2%	3531	4930	5197	47.2%	4230	5618	5953	40.7%
	开发中的租赁及自有酒店				开发中的管理加盟及特许经营酒店				开发中酒店合计			
	2018	2019	2020Q1	增速	2018	2019	2020Q1	增速	2018	2019	2020Q1	增速
大中华地区												
北上广深杭	20	18	15	-25.0%	195	391	393	101.5%	215	409	408	89.8%
其他	22	25	20	-9.1%	868	1828	1906	119.6%	890	1853	1926	116.4%
小计	42	43	35	-16.7%	1063	2219	2299	116.3%	1105	2262	2334	111.2%
大中华地区外												
欧洲			28				4				32	
其他国家							9				9	
小计			28				13				41	
总计	42	43	63	50.0%	1063	2219	2312	117.5%	1105	2262	2375	114.9%

数据来源: 公司财报、招股说明书、广发证券发展研究中心

注: 19年大中华地区的其他一栏中包含新加坡的酒店

随着下沉市场城市发展和消费者需求的变化, 酒店行业不断进行升级和更迭, 在今年疫情的特殊背景下下沉市场单体酒店经营压力凸显。在需求提升的情况下, 各家酒店集团也加大了下沉市场的布局, 持续推出经济型和中端品牌的产品创新和品牌升级, 以适应下沉市场的翻牌和布局。其中, 锦江旗下的维也纳国际5.0、维也纳酒店5.0、维也纳3好3.0等陆续升级, 7天、锦江之星等老牌经济型酒店转型; 华住的汉庭、海友等推出新版本, 汉庭已从1.0到3.5版本的改造翻新, 首旅如家旗下的云酒店也加大了布局力度。

表7: 部分经济性品牌升级战略

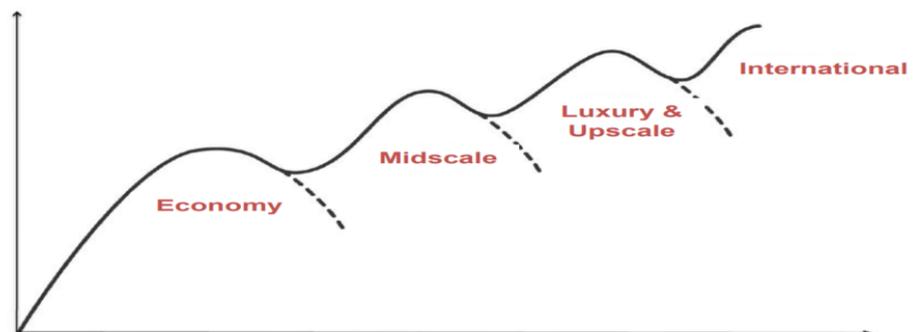
酒店品牌	所属酒店集团	品牌升级路径	具体内容
七天	锦江	2020年推出七天3.0版本	物业选择、投资改造、运营体系、客户体验上全面改革
锦江之星	锦江	轻升级5.0产品2020年下半年面市	轻量投资改造,达到软装及色彩的焕新搭配
海友酒店	华住	2020年9月全新海友6.0产品	“小而美、自助化、模块化”三大特色
汉庭酒店	华住	2020年7月,推出近千家老产品门店将焕新升级为汉庭2.7新版产品计划	车间到房间的“工业化装配”

数据来源: 各公司新品发布会、广发证券发展研究中心

(2) 多品牌趋于多元, 中端以上品牌增加显著, 国内全服务品牌也在发力

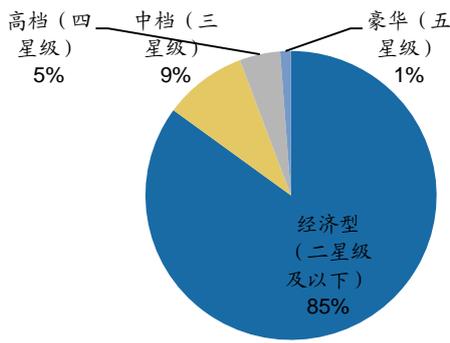
目前我国酒店业供给结构仍以经济型和中端酒店为主, 高端及以上占比较低。19年末国内高端和豪华酒店合计的门店和客房占比分别为6%和19%, 从潜在增量来看, 中高端及高端酒店是未来国内酒店企业的一个主要方向。经济型酒店经历了90年代末至12年的高增长, 而12年以来中端酒店成为酒店集团最重要的门店增量, 以三大龙头酒店集团为例, 大量通过外部兼并收购和内生品牌布局中高端酒店市场, 抢占市场份额。从经济型至中端也顺应了国内酒店度假和商务需求的提升, 未来20年国内酒店增长不仅来自中端规模的继续提升, 经济型酒店的存量整合, 中高端、高端和豪华酒店的增长也成为重要的增长点。

图30: 国内酒店品牌发展呈现从低端到高端的阶梯式过程



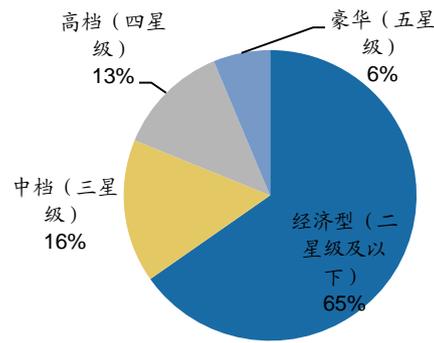
数据来源: 华住公告、广发证券发展研究中心

图31: 2019年我国各等级酒店门店数比重



数据来源: 盈蝶咨询, 广发证券发展研究中心

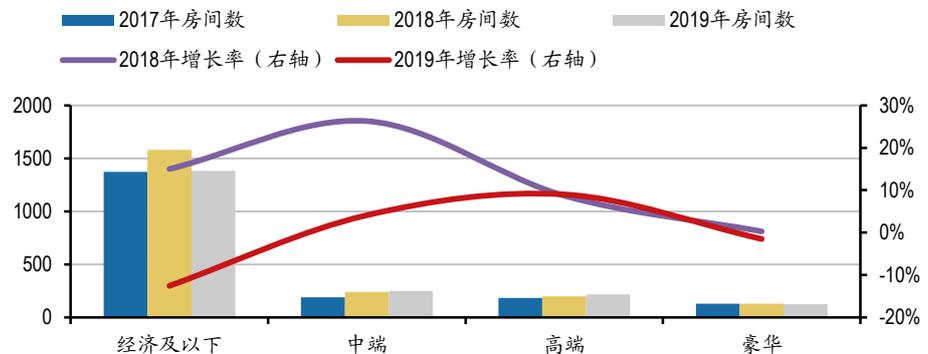
图32: 2019年我国各等级酒店客房数比重



数据来源: 盈蝶咨询, 广发证券发展研究中心

从各档次酒店的供需结构差异看, 中高端及豪华酒店供给仍有缺口。从供需情况来看, 根据众荟, 截至2019年底全国经济型客房占客房总供应量的68.6%, 经济型客房需求占客房总需求的50.8%; 中端客房占总供应量的14.6%, 中端客房需求占总需求的19.0%; 高端客房占供应量的11.2%, 高端客房需求占总需求的18.8%; 豪华型客房供应占总供应的5.6%, 豪华型客房需求占总需求的11.4%。

图33: 2017-2019年各档次酒店供给及增速 (单位: 万间)



数据来源: 众荟, 广发证券发展研究中心

表8: 2019年我国各等级酒店供需结构 (单位: 万间)

	经济型	中端	高端	豪华
供给结构	68.60%	14.60%	11.20%	5.60%
需求结构	50.80%	19.00%	18.80%	11.40%

数据来源: 众荟, 广发证券发展研究中心

高端酒店连锁化率和集中度均存在提升空间。从各级别酒店来看, 目前我国豪华酒店连锁化率最高, 2019年达到59%, 同比增加21pct; 高端、中端和经济型酒店连锁率分别为22%、35%和21%, 同比分别增加5pct、14pct、5pct。尽管经济型和中端酒店连锁化率并不高, 分别为21%和35%, 但经济型和中端酒店中的连锁品牌的

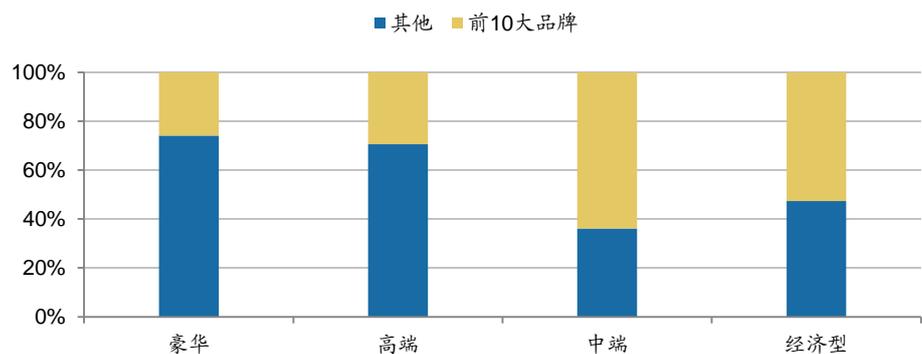
集中度已处于较高水平，前10名占比已达到52.6%和64.4%；而高端酒店不仅连锁化率较低仅为22%，其连锁品牌集中度也较低，前10名占比也仅为33.7%，连锁酒店集中度仍有提升空间。而豪华酒店连锁化率已较高但品牌集中度较低，连锁化率已达到59%，但前10大品牌占比仅为25.9%。

表9: 2019年我国各等级酒店连锁化率情况，高端酒店仅22%

类别	连锁酒店客房数(间)	连锁化率
经济型	2413704	21%
中端	965098	35%
高端	496546	22%
豪华	648347	59%
整体	4523695	26%

数据来源：盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

图34: 2019年我国各等级酒店集中度情况，高端酒店前10名占比仅33.7%



数据来源：盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

从酒店企业布局来看，有限服务型酒店在过去几年经历了更多的增长，而全服务酒店中，国内酒店集团增速领先国际酒店集团。根据《中国饭店管理公司（集团）2019年度发展报告》，规模前列的酒店集团基本以有限服务型为主。19年国内市场增长仍以有限服务酒店为主。其中，规模排名前十位的酒店集团包括：锦江、华住、首旅、格林、东呈、温德姆、尚美、洲际、雅高、希尔顿，国内集团全服务酒店的增速正在提升。

表10: 2018-2019年酒店集团规模排名前五名

集团名称	客房数(间)			酒店数(家)			全服务型占比
	2018	2019	增速	2018	2019	增速	2019
锦江	650754	755179	16.0%	6243	7261	16.3%	1.2%
华住	406158	536876	32.2%	4120	5618	36.4%	0.3%
首旅	394503	394303	-0.1%	4001	4054	1.3%	2.1%
格林	221529	251955	13.7%	2757	3208	16.4%	0.0%
东呈	120229	154650	28.6%	1374	1771	28.9%	0.0%
温德姆	146053	153621	5.2%	1469	1570	6.9%	19.0%
尚美	121483	150883	24.2%	2352	2988	27.0%	0.0%
洲际	107919	122962	13.9%	368	441	19.8%	60.3%
雅高	45501	52206	14.7%	199	237	19.1%	58.6%
希尔顿	47213	50779	7.6%	172	185	7.6%	58.4%
亚朵	31611	48439	53.2%	275	418	52.0%	0.0%
住友	45501	48155	5.8%	788	797	1.1%	0.1%
开元	34286	44785	30.6%	150	216	44.0%	53.2%
风悦(碧桂园)	24329	32087	31.9%	73	88	20.5%	85.2%
君澜	32000	30159	-5.8%	142	110	-22.5%	100.0%

数据来源: 中国饭店业协会、广发证券发展研究中心

表11: 2019年境内全服务型酒店排名

集团名	酒店数(家)			客房数(间)
	2018	2019	增速	2019
洲际	242	266	9.9%	86867
温德姆	302	298	-1.3%	73736
雅高	121	139	14.9%	40012
希尔顿	113	108	-4.4%	36854
开元	94	115	22.3%	33048
君澜	142	110	-22.5%	30159
风悦	73	75	2.7%	28583
锦江	87	84	-3.4%	24800
四川旅投	97	100	3.1%	23853
首旅	96	87	-9.4%	23468
香格里拉	-	50	-	21802
万达	86	77	-10.5%	21773
中州	107	102	-4.7%	21520
凯悦	-	75	-	20001
金陵	62	73	17.7%	19331

数据来源: 中国饭店业协会、广发证券发展研究中心

在消费需求升级以及疫情之后，各家集团也加速了经营模式的创新和品牌的完善。

其中，锦江立足全球战略高度，加快了中国区整合，华住提出“品牌、流量、技术”三合一打造未来型的酒店集团，首旅如家确立规模、品牌、体验、会员四大战略。此外各公司品牌矩阵也持续丰富和升级，锦江、华住、首旅通过内部老品牌升级和新品牌推出以及外部收购，覆盖“高端”、“中高端”、“经济型”、“社交旅游”、“休闲度假”等全系列的酒店业务。

特别是，各酒店集团对品牌多元化程度要求更高的中端和高端品牌加速布局。锦江通过收购维也纳、铂涛，拥有希岸、维也纳酒店等中高端品牌；华住于13年创立首个高端品牌“禧玥”，分别于17年和19年收购桔子水晶酒店和德意志酒店集团；首旅如家集团与凯悦酒店集团于19年2月底成立合资公司，于6月正式宣布推出全新中高端酒店品牌“逸扉”。

此外，酒店业态趋向多元发展，小众酒店品牌纷纷推陈出新。例如，锦江为更好的服务于年轻客群，大力发展锦江都城酒店、白玉兰酒店、维也纳酒店、维也纳智好酒店以及维也纳3好酒店从文旅体验、时尚精致生活、智能商务、绿色环保以及科技助眠等横切面不断丰富自己的品牌内核；锦江旗下IU酒店将品牌定位为“轻中端智趣酒店”，以“智能+趣社交/游戏”为着力点，推出多款特色定制房；亚朵近年来更是与虎扑、网易云音乐、网易严选等IP合作，着力打造社区中心酒店。

图35：锦江品牌矩阵



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图36: 华住集团品牌矩阵



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表12: 首旅如家品牌矩阵

高端商旅/度假型酒店	中高端商旅型酒店	商旅型酒店	休闲度假	云系列
建国饭店	和颐至尊酒店	如家酒店	如家小镇	素柏云酒店
见过拔萃酒店	和颐至尚酒店	莫泰酒店	漫趣乐园	睿柏云酒店
首旅南苑	和颐至格酒店	驿居酒店		派柏云酒店
京伦饭店	如家精选酒店	雅克 e 家		诗柏云酒店
南山休闲会馆	如家商旅酒店	欣燕都		云上四季民宿
逸扉酒店	璞隐酒店			途窝
	扉缦酒店			
	柏丽艾尚			
	艾扉酒店			
	YUNIK 酒店			
	嘉虹酒店			
	云上四季·商品酒店			

数据来源: 首旅如家官网、广发证券发展研究中心

按品牌数看, 各家公司经济型、中高端酒店布局较均衡, 其中锦江、华住和首旅分别拥有中高端品牌24、16个和14个。从酒店数看, 各家公司中高端型占比有差异, 其中锦江中高端酒店数在20年9月末达4150家, 占比达45.5%; 而华住和首旅分别2281家和1079家, 占比分别为35.1%和23.3%, 中高端比重小于锦江。从单店客房数看, 各家公司中高端品牌单店客房数普遍高于经济型及其他酒店业态。

2020年门店维持高增长, 经济型+中高端均衡增长。按品牌看, 20年1-9月, 锦江旗下门店数增长前三的酒店品牌分别是维也纳酒店、麗枫和派分别增长218家、102家和86家, 9月末门店数达到646家、672家和394家; 20年1-9月, 首旅旗下门店数增长较快的酒店品牌分别是云酒店和如家商旅, 分别增长141家和102家, 9月末门店数达到651家和490家; 20年1-9月, 华住旗下门店数增长前三的酒店品牌分别是汉庭酒店、全季酒店和怡莱酒店, 分别增长350家、202家和201家, 9月末门店数达到2722家、1033家和849家。

表13: 三大酒店集团各档次品牌、酒店、客房数量及增速

	品牌数	酒店数(家)			客房数(间)			单店客房数(间)		
		2019	2020Q3	增长	2019	2020Q3	增长	2019	2020Q3	增长
锦江										
经济型	5	4951	4967	0.3%	421089	411082	-2.4%	85	83	-2.4%
中高端	24	3563	4150	16.5%	424088	485039	14.4%	119	117	-1.7%
合计	29	8514	9117	7.1%	845177	896121	6.0%	99	98	-1.3%
华住										
经济型	5	3670	4226	15.1%	311148	355402	14.2%	85	84	-0.9%
中高端	16	1948	2281	17.1%	225728	278685	23.5%	116	122	5.3%
合计	21	5618	6507	15.8%	536876	634087	18.1%	96	97	1.5%
首旅										
经济型	6	2598	2466	-5.1%	258798	241726	-6.6%	100	98	-1.6%
中高端	14	945	1079	14.2%	108462	121213	11.8%	115	112	-2.4%
云酒店	6	510	651	27.6%	27105	35927	32.5%	53	55	3.5%
休闲度假	2	2	2	0.0%	138	138	0.0%	69	69	0.0%
管理输出	-	395	440	11.4%	20449	22631	10.7%	52	51	-1.5%
合计	28	4450	4638	4.2%	414952	421497	1.6%	93	91	-2.4%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 2020年数据为截至9月末各酒店集团数据

近几年锦江、华住、首旅形成了较为丰富的品牌矩阵。未来五年,除中端酒店增长、经济型品牌的整合,中高端及高端酒店市场由于较低的连锁化率和较低的集中度也仍存在广阔的空间。

(三) 变革加速: 疫情带来行业经营继续分化, 头部品牌优势凸显

(1) 经营数据: 酒店集团经营修复能力显著, 入住率回升至往年同期水平。

今年以来新冠疫情对酒店行业的冲击明显, 收入大幅下降, 行业普遍亏损严重。其中大量单体酒店因抗风险能力较弱, 经营压力加大。在行业经营困难的情况下, 头部酒店集团依托较强的资金、品牌和渠道实力, 经营和扩张能力凸显, 也加速了酒店行业的变革。

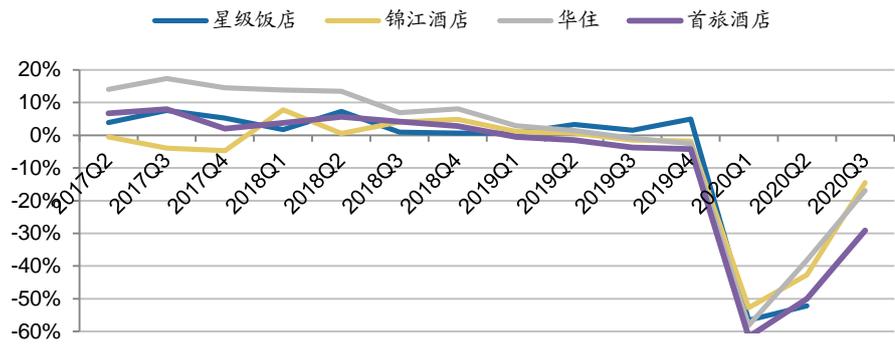
2020年Q1和Q2全国星级饭店RevPar分别为72.6和99.3元/间, 同比大幅下降56.5%和52.2%, 3季度以来行业经营数据继续好转, 锦江、华住和首旅RevPar3季度同比降幅收窄至-14.5%、-16.9%和-29.1%, 出租率也回升至70-82%水平, 普遍高于行业60%左右的出租率, 预计4季度头部集团的RevPAR已恢复至90%左右的水平。

表14: 全国星级酒店与主要酒店集团季度RevPar同比和OCC (2017-2020)

	RevPar 同比				OCC			
	星级酒店	锦江酒店	华住	首旅酒店	星级酒店	锦江酒店	华住	首旅酒店
2017Q2	4%	-1%	14%	7%	56%	83%	93%	86%
2017Q3	8%	-4%	17%	8%	61%	86%	96%	90%
2017Q4	5%	-5%	15%	2%	58%	79%	86%	84%
2018Q1	2%	8%	14%	4%	51%	75%	84%	79%
2018Q2	7%	1%	13%	6%	58%	77%	90%	84%
2018Q3	1%	4%	7%	4%	61%	83%	91%	87%
2018Q4	1%	5%	8%	3%	57%	87%	85%	81%
2019Q1	1%	1%	3%	-1%	49%	71%	81%	77%
2019Q2	3%	1%	1%	-2%	57%	73%	87%	80%
2019Q3	2%	-1%	-1%	-4%	60%	78%	88%	83%
2019Q4	5%	-2%	-3%	-4%	57%	73%	82%	78%
2020Q1	-57%	-53%	-58%	-62%	23%	34%	47%	34%
2020Q2	-52%	-43%	-38%	-50%	33%	47%	69%	55%
2020Q3	-	-14%	-17%	-29%	-	74%	82%	70%

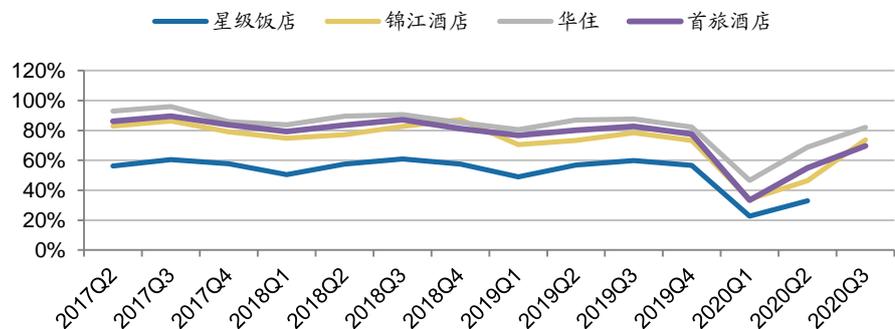
数据来源: 国家旅游局、wind、公司财报、广发证券发展研究中心

图 37: 全国星级酒店及主要酒店集团季度 RevPar 同比 (2017-2020)



数据来源: wind、公司财报、广发证券发展研究中心

图 38: 全国星级酒店及主要酒店集团季度 OCC (2017-2020)



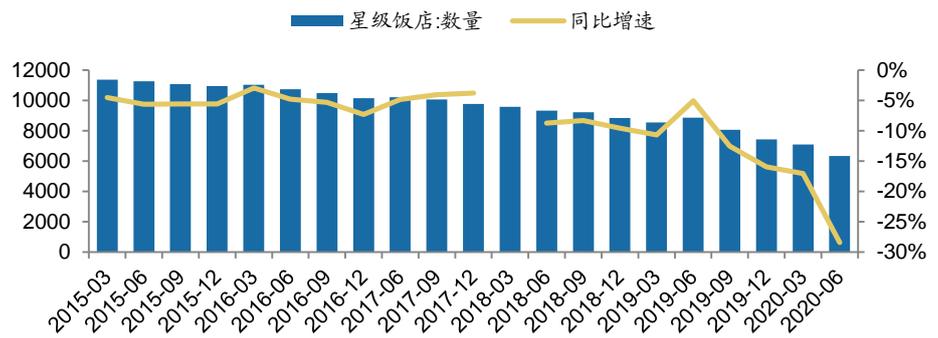
数据来源: wind、公司财报、广发证券发展研究中心

(2) 酒店数量: 单体酒店面临生存挑战, 高星级酒店降幅最小

受行业冲击影响, 酒店行业压力加大, 特别是缺乏品牌、渠道、管理优势的单体酒店亏损更加严重。根据盈蝶咨询和饭店业协会《2020中国酒店业发展报告》的数据, 截至2020年1月1日的33.8万家酒店中, 有28.6万家非连锁酒店(单体酒店), 占比达84.6%, 客房总数占比达到74.3%。然而受疫情影响, 由于其抗风险能力相对较低, 单体酒店停业整顿、倒闭现象频发。根据华住创始人李琦2020年9月在华住世界大会上披露数据, 2020年以来中国酒店行业已关闭15万家门店, 其中有98%是单体酒店。而根据酒店高参披露的企查查数据, 国内酒店相关企业前三季度注册量同比下降22%, 今年1月1日至11月12日共有99774家酒店相关企业吊销、注销, 其中93.8%注册资本在1000万元以下。

从星级酒店数量上也能侧面看到酒店关闭的压力, 虽然近几年星级酒店数量持续下降, 但今年以来数量下降的幅度远高于往年, 年初以来已从19年底的7434家下降至6月末的6345家, 特别是体量最大的三星级酒店下降更为明显, 年初至6月末3565家降至2988家。

图 39: 全国星级酒店数量及同比增速 (2015-2020)



数据来源: 国家旅游局、wind、广发证券发展研究中心

(3) 龙头公司RevPAR 4季度预计回升至90%左右水平, 远超行业水平

根据华住和首旅数据, 9月开始RevPAR逐步恢复至去年同期的90-100%水平, 事实上过去三年在行业景气回落的背景下, 锦江、华住、首旅盈利能力仍较强, 未来头部集团有望保持优势, 盈利能力和增长领先于行业水平。

锦江、华住和首旅RevPar3季度同比降幅收窄至-14.5%、-16.9%和-29.1%。

锦江酒店: Q3锦江中国大陆境内RevPAR下降14.5%, 其中经济型和中端分别下降26.7%和13.2%。其中, 经济型表现较差主要由于ADR和OCC降幅均更为明显。

华住: Q3华住RevPAR同比下降16.7%, 其中中高端和经济型酒店同比分别下降17.4%和21.9%, 其中经济型酒店ADR同比下降15.7%高于中高端酒店降幅。

首旅酒店: Q3首旅酒店RevPAR同比下降29.1%, 经济型和中高端分别下降29.7%和32.2%, 其中中高端酒店OCC表现较优, 但ADR下降明显。

表15: 按门店结构列示的2020年Q3四大酒店经营数据详情

2020Q3	ADR (元)			RevPAR (元)			OCC (%)		
	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住
合计	144.59	124	218	196.22	178	179	73.69	69.8	82
直营	128.47	119	255	174.95	177	211	73.43	66.8	82.9
加盟	146.56	127	211	198.81	179	173	73.72	70.8	81.8
2019Q3	ADR (元)			RevPAR (元)			OCC (%)		
	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住
合计	169.08	175	245	215.41	212	215	78.49	82.7	87.7
直营	161.79	169	288	207.64	208	259	77.92	81.5	90
加盟	170.2	177	235	216.6	213	205	78.58	83.1	87.2

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表16: 2019-2020年三季度锦江酒店、首旅酒店、华住经营数据(分档次)

锦江酒店-经营数据(境内)							
年份	档次	RevPAR(元)	同比(%)	ADR(元)	同比(%)	OCC(%)	同比(pct)
2020Q3	中端酒店	185.26	-13.24	234.42	-10.93	79.03	-2.10
	经济型酒店	92.38	-26.68	138.21	-16.70	66.84	-9.10
2019Q3	中端酒店	213.53		263.19		81.13	
	经济型酒店	126		165.92		75.94	
首旅酒店-经营数据							
年份	档次	RevPAR(元)	同比(%)	ADR(元)	同比(%)	OCC(%)	同比(pct)
2020Q3	中高端酒店	172	-32.3	254	-23.3	67.7	-9.3
	经济型酒店	107	-29.7	149	-15.8	71.7	-13.8
	云酒店	90	-26.5	147	-16.0	61.6	-8.8
2019Q3	中高端酒店	255		331		77.0	
	经济型酒店	152		177		85.5	
	云酒店	123		175		70.4	
华住-经营数据(成熟同店)							
年份	档次	RevPAR(元)	同比(%)	ADR(元)	同比(%)	OCC(%)	同比(pct)
2020Q3	中高端酒店	238	-17.4	298	-11.2	80.1	-6
	经济型酒店	144	-21.9	168	-15.7	85.9	-6.8
2019Q3	中高端酒店	289		335		86.1	
	经济型酒店	185		199		92.7	

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

四、旅游: 国内旅游需求持续回暖, 演艺龙头项目扩张

(一) 景区演艺: 需求回暖有望驱动业绩逐季修复, 演艺龙头版图扩张

今年景区和演艺类上市公司受疫情影响较大, 疫情冲击下需求疲软且供给受限, 2020年景区公司业绩预期普遍承压。2020年9月18日文旅部再次上调景区最大接待量至最大承载量的75%(从50%调升至75%, 此前7月14日从30%调升至50%)。7月14日文旅部发文恢复跨省团队旅游, 并且出入境旅游业务暂不恢复。展望未来, 随着供给恢复(疫情控制、限流放宽)、需求回暖(出境旅游需求或一定程度转为国内游), 预期景区和演艺类上市公司将呈现业绩逐季改善趋势。

Q3主要景区上市公司环比改善明显, 多数景区公司环比Q2实现扭亏为盈, 而由于暑期跨省旅游需求尚未完全恢复、景区防疫限流供给, 同比来看Q3板块营收降幅依然超过40%, 且由于成本和费用结构相对刚性, 利润端同比恢复程度弱于营收端, 但环比改善较为显著, 板块Q3整体实现盈利5.4亿元, 较Q2的2.1亿元的亏损改善明显。全年来看, 截止Q3末景区板块累计整体归母净利润依然亏损3.7亿元, 考虑Q4相对

淡季，全年景区公司盈利预计依旧承压。

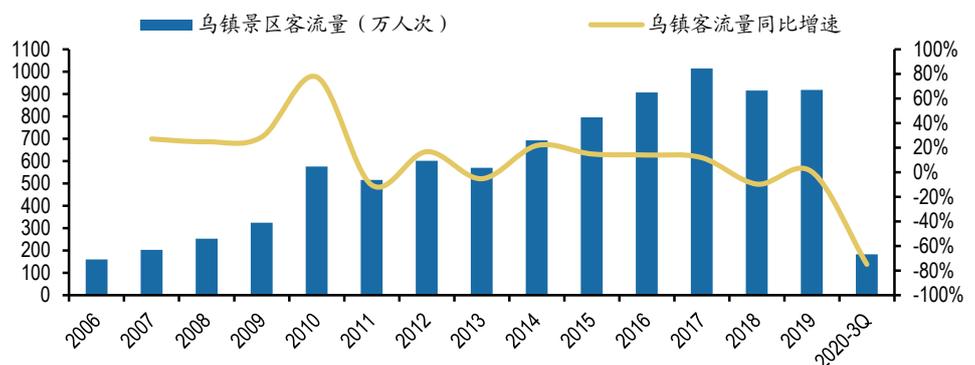
表17: 2020Q3单季度A股景区板块上市公司营收和归母净利润情况

代码	公司名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		2019Q3	2020Q3	同比增速	环比 Q2 增速	2019Q3	2020Q3	同比增速	2020Q2
300144.SZ	宋城演艺	7.9	3.4	-57.5%	126.0%	4.8	0.9	-80.6%	-0.1
600138.SH	中青旅	36.9	20.9	-43.3%	54.5%	1.6	0.3	-82.2%	0.4
600054.SH	黄山旅游	5.1	2.5	-50.2%	95.1%	1.7	0.4	-75.9%	-0.1
600593.SH	大连圣亚	1.4	0.3	-81.6%	127.2%	0.7	-0.1	-116.4%	-0.3
603136.SH	天目湖	1.7	1.2	-26.2%	55.0%	0.6	0.4	-37.4%	0.2
002033.SZ	丽江股份	2.4	1.8	-25.3%	236.6%	0.9	0.7	-16.3%	0.0
000888.SZ	峨眉山 A	3.4	2.0	-42.5%	109.2%	1.1	0.5	-52.3%	-0.3
603199.SH	九华旅游	1.3	1.3	1.4%	132.0%	0.3	0.4	65.0%	0.0
603099.SH	长白山	2.6	0.7	-71.2%	585.9%	1.1	0.2	-82.9%	-0.3
000430.SZ	张家界	1.5	0.7	-55.6%	175.1%	0.3	0.0	-94.4%	-0.2
000978.SZ	桂林旅游	1.7	0.8	-56.9%	10.9%	0.5	-0.2	-136.9%	-0.4
600706.SH	曲江文旅	3.4	3.5	2.6%	93.0%	0.4	0.8	104.2%	-0.4
002159.SZ	三特索道	2.4	1.6	-35.2%	129.6%	0.6	1.0	85.9%	-0.3
合计		71.8	40.6	-43.5%	78.1%	14.4	5.4	-62.3%	-2.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

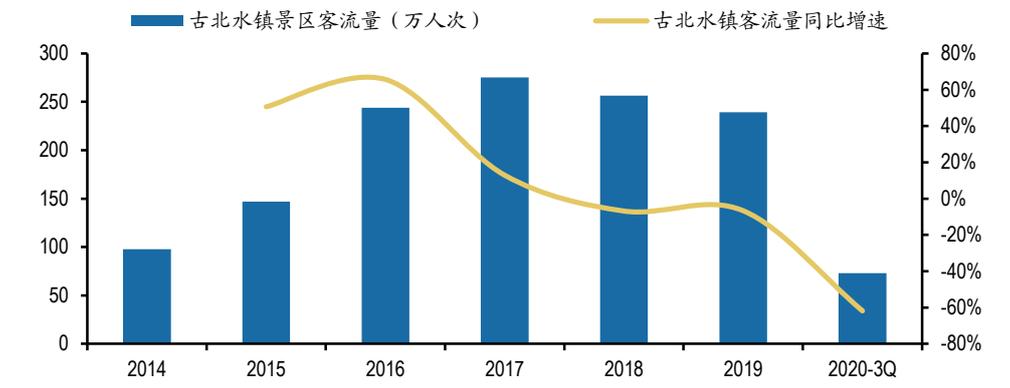
经营情况方面，Q3主要景区客流量降幅收窄，环比Q2有所改善。2020年上半年旅游行业受疫情影响较大，Q2以来随着国内疫情逐步得到控制，出行限制逐步放宽，居民出行信心和意愿开始恢复。上半年主要上市景区客流量同比平均下降71.0%，Q3游客量有所恢复，同比降幅普遍收窄，但不同区域景区恢复情况差异较大，改善幅度有所分化。7月14日文旅部恢复跨省团队旅游、调整景区限量30%调至50%，出入境旅游业务暂不恢复，2020年9月18日文旅部再次上调景区最大接待量至最大承载量的75%。随着国内疫情得到控制、防疫措施逐步放宽、组团游限制解除，居民旅游意愿有望稳步恢复，跨省出游也逐步开始恢复，国内游持续稳步复苏可期。

图40: 乌镇景区1-9月累计接待游客183万人次，同比下降75%



数据来源: 中青旅财报、广发证券发展研究中心

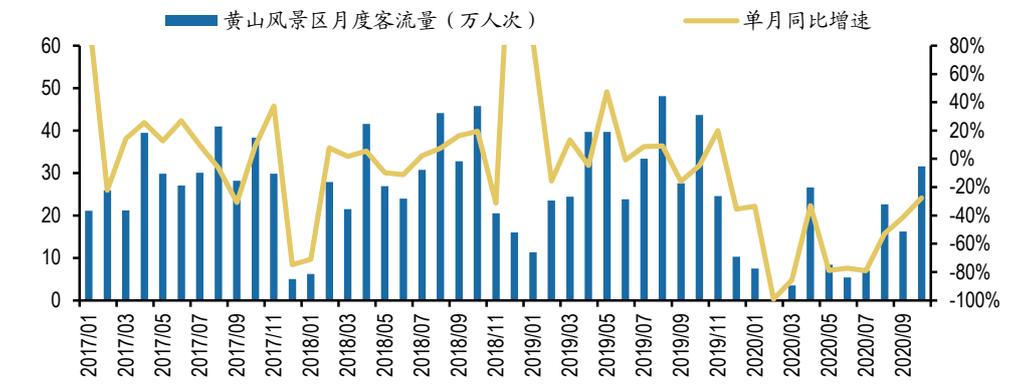
图41: 古北水镇景区1-9月累计接待游客73万人次, 同比下降62%



数据来源: 中青旅财报、广发证券发展研究中心

黄山景区: 根据黄山市统计局数据, 2020年10月黄山风景区接待游客量为31.6万人次, 同比下降27.7%, 月度游客量降幅稳步收窄, 1-10月累计接待游客129.0万人, 同比下降59.1%。

图42: 10月黄山接待游客32万人次, 同比下降28%, 1-10月累计接待129万人次, 同比下降59%



数据来源: 黄山市统计局、广发证券发展研究中心

表18: 2020年上半年主要上市景区客流量情况

	客流量 (万人次)		
	2019H	2020H	同比增速
黄山旅游			
索道游客数	326.7	51.6	-68.2%
进山游客数	162.4	100.0	-69.4%
峨眉山 A			
游山购票人数	160.1	52.0	-73.1%
桂林旅游			
公司旗下各景区	201.5	25.6	-87.3%
漓江游船	29.7	4.7	-84.1%
漓江饭店	14.2	2.0	-85.7%
丽江股份			
玉龙雪山索道	210.6	65.2	-69.0%
印象丽江演出场次	350.0	12.6	-82.7%
张家界			
环保客运	139.9	25.0	-82.2%
宝峰湖景区	22.0	5.2	-76.4%
十里画廊	55.3	13.5	-75.5%
杨家界索道	42.6	11.1	-73.9%
中青旅			
乌镇	446.0	73.8	-83.5%
古北水镇	100.7	24.0	-76.2%
三特索道			
梵净山索道	55.1	35.4	-35.7%
华山索道	79.0	10.3	-87.0%
海南项目	47.4	17.2	-70.0%
千岛湖项目	43.1	14.7	-65.8%
庐山三叠泉缆车	17.3	2.0	-88.7%
南漳古山寨	6.5	5.2	-20.2%
保康九路寨	4.9	3.1	-37.3%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

随着防控趋势向好、跨省团队游恢复,国内旅游市场有望持续复苏、并有望承接部分出境旅游需求,国内优质景区或将持续受益需求回暖、跨省团队客源恢复。从今年目的地环节的需求结构来看,国内一线海岛游、大城市周边游、精品长线游需求旺盛,对应目的地客流量和项目盈利韧性相对更强。**中长期看,具备项目拓展能力的演艺龙头宋城演艺扩张持续,随着在建的多个自有项目逐个开业,以及2021年国内游逐步恢复正常,业绩增长确定性较强。**

表19: 宋城演艺存量、在建和储备自建项目梳理

项目名称	开业日期	建设周期	建设投资额	合作情况	面积	项目选址
宋城千古情	1996年5月	-	-	-	90亩	杭州市西湖区之江路148号
三亚千古情	2013年9月	1年5个月	4.9亿元	设全资子公司	80亩	三亚市迎宾大道区块, 迎宾路西北
丽江千古情	2014年3月	2年1个月	3.34亿元	设全资子公司	140亩	丽江市玉龙县城核心区一带, 距离丽江古城约6公里
九寨千古情	2014年5月	约1年	2.46亿元	与天源酒店管理公司、搜罗广告公司合作, 收购增资组建合资公司(80%); 2015年4月8700万收购《藏谜》60%股权	33亩	四川省九寨沟漳扎镇“中旅大酒店”周边, 距离九寨沟风景区沟口7公里
桂林千古情	2018年7月	1年1个月	6.9亿元	与桂林旅游股份有限公司合作, 成立合资公司(70%)	161.24亩	广西省桂林市阳朔县城核心区
张家界千古情	2019年6月	1年2个月	5.4亿元	设全资子公司	170亩	张家界市武陵源区索溪峪镇文凤居委会百花洲
西安千古情	2020年6月	2年2个月	4.8亿元	与西安世园投资(集团)有限公司合作, 成立合资公司(80%)	100亩	西安灞灞生态区世博园内
上海项目	预期2021年春季	预期约2.5年	8.3亿元	与世博东迪合作, 成立合资公司(88%)	41200平方米(约合81.8亩)	上海世博大舞台
佛山项目	预期2021年上半年	预期约1年	7亿元	全资子公司	90亩	佛山市南海区西樵镇听音湖片区
珠海项目	预期2022年	预期2年	25亿元	设全资子公司	约1500亩(实际拿地为准)	广东省珠海市斗门区斗门镇
西塘项目	-	-	4亿元(首期)	设全资子公司	预计350亩(首期132亩)	西塘镇西塘港南侧
澳洲项目	待定	待定	16.9亿元	设全资子公司	44.89万平方米(约合673亩)	澳大利亚黄金海岸的内兰区

数据来源: 公司2020年中报、公司历年年报、公司官网、广发证券发展研究中心

注: 已开建项目所列建设投资额为在建工程预算数(未包含土地价款等其他投资额); 已开业项目建设期以项目开工日期起至正式开业期间计算; 未开业项目建设期以公司历年财报和官网披露的预期建设期和预期开业日期计算。

表20: 宋城演艺轻资产管理输出项目业务持续拓展

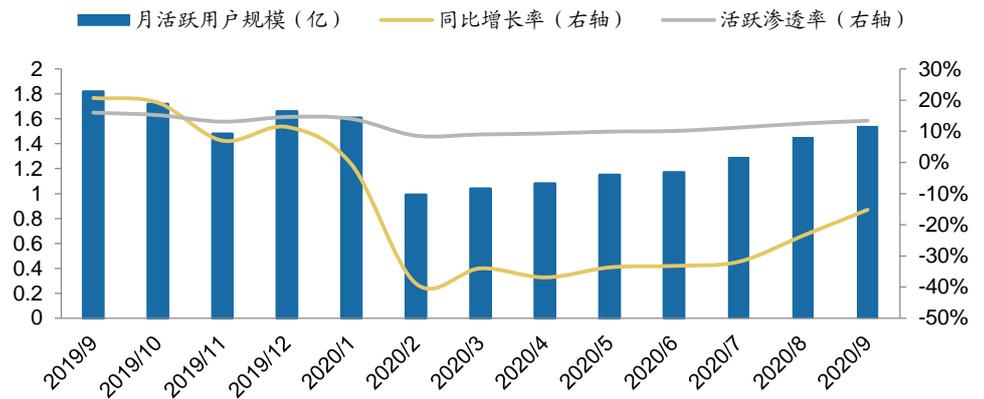
公告日期	开工日期	项目名称	开业期	合作方	服务定价	建设内容	项目选址	景区面积	剧院座位数
2020.11	待定	延安千古情	待定	陕西太乙农业发展集团	一揽子费用 2.6 亿元+基本管理费 (项目含大剧院演出年经营收入的 20%)，基本管理费连续收满五年 (60 个月) 为止。	延安千古情景区建设 (含 3000 座主剧院)	延安市区内西北部	150 亩 (含 50 亩停车场)	3000
2017.11	2018.8	黄帝千古情	2020.9.19	郑州竹桂园旅游景区开发有限公司	一揽子服务费用 2.6 亿元+管理费 (景区经营收入的 20%)	黄帝千古情景区建设	新郑市北部, 郑州市大学南路 566 号	163 亩	3307
2017.6	2017.9	明月千古情	2018.1.2.28	宜春市明月山旅游投资有限公司	一揽子服务费用 2.7 亿元 (服务期 10 年)+管理费 (费收取标准按本项目门票年实际收入收取管理费)	明月千古情景区建设	江西宜春市温汤镇千古情大道	150 亩 (不含配套 50 亩用地)	2600
2016.6	2016.8	炭河千古情	2017.7.3	宁乡县炭河古城文化旅游投资建设开发有限公司	一揽子服务费用收取 2.6 亿元+管理费 (项目含大剧院演出年经营收入的 20%)	宁乡炭河千古情景区建设	长沙宁乡市炭河古城	130 亩	2200

数据来源: 宋城演艺项目合作协议公告、公司官网、郑州市政府新闻办、宜春市旅发委、宁乡县旅游局、广发证券发展研究中心

(二) OTA: 国内旅游出行回暖带动行业复苏

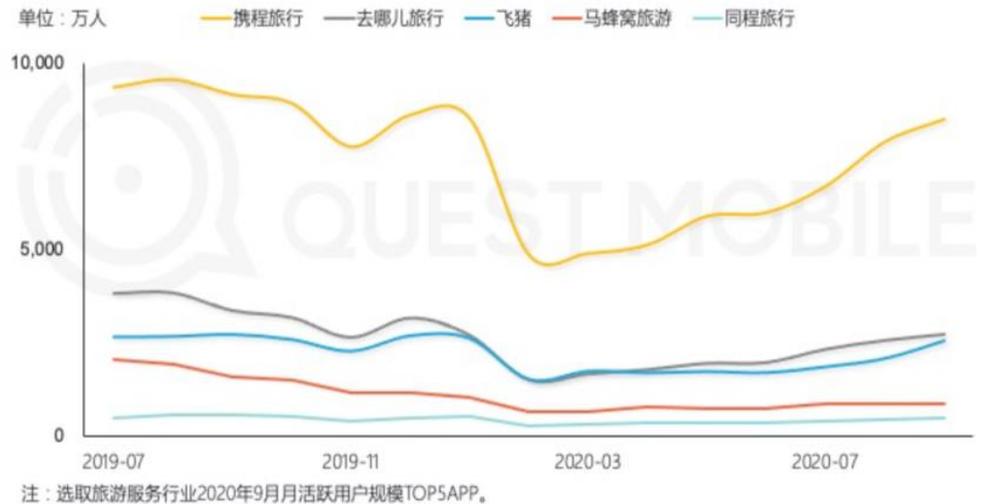
随着国内旅游出行的逐步回暖, OTA行业逐步恢复。根据QM, 旅游服务月活用户规模自2月以来降幅逐步收窄, 活跃渗透率持续提升, 特别是7月进入暑期旺季后, 修复斜率加大, 恢复速度明显变快。9月行业月活用户规模达到1.54亿人, 同比下降15.2%, 活跃渗透率从2月的8.6%恢复到13.4%。考虑到未来一段时间出境游或仍将处于景气低位, 国内出行恢复常态化以及低线城市旅游出行热度提升将带动行业整体持续复苏。重点看好携程网和同程艺龙。

图43: 旅游服务行业月活跃用户规模趋势及活跃渗透率



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图44: 2019Q3-2020Q3 OTA APP月活跃用户规模 (万人)



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

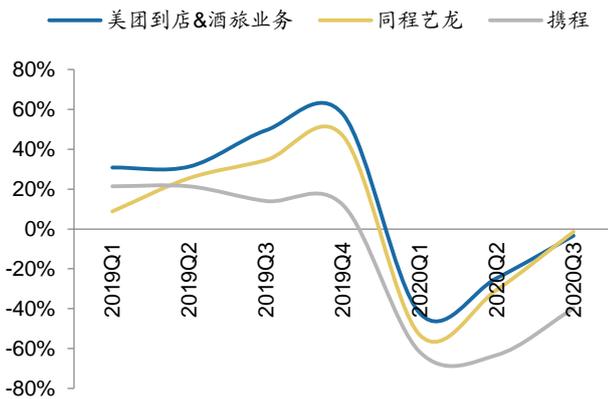
携程网: 国际业务承压, 国内高星酒店和短途出行表现亮眼。携程Q3实现营收54.62亿元, 降幅由Q2的63.7%收窄到47.9%; Non-GAAP净利润14亿元环比扭亏。收入端仍受到国际业务停滞带来的影响, 但国内业务持续回暖。**酒店住宿: Q3住宿预订业务实现营收24.8亿元, 同比减少39.8%。**8月中下旬以来携程国内酒店间夜恢复正增长。三季度短途酒店的预订量同比增长超过20%, 中高端酒店预订量达到两位数的同比增长。国庆假期期间, 携程国内酒店预订GMV同比增长超过10%, 本地酒店GMV同比增长50%以上。Q4以来携程酒店间夜持续保持正增长, 其中中高星酒店预订量保持两位数增长。**交通预订业务: 20Q3交通预订业务营收为19亿元, 同比下降48.8%。**国际票务受疫情影响恢复缓慢, 但国内机票预订已于本季度实现同比正增长。根据中国民航局每月例行新闻发布会, 9月国内航线民航客运量已恢复至去年同期98%的水平。预计随着国内航线的恢复, 携程的机票预订业务有望进一步改善。

同程艺龙得益于低线城市恢复和线下获客力度加大, 整体表现突出。Q3公司实现营收19.14亿元, 同比下降7.2%, 较Q2的下降24.6%持续收窄; 调整后净利润为3.72亿

元，同比下降11.2%。其中住宿预订实现收入6.8亿元，同比下降1.4%，较Q2的下降32.9%明显收窄。预计后续随着间夜量持续恢复和ADR降幅收窄，住宿业务将持续回暖。交通票务服务Q3实现收入10.6亿元，同比下降7.4%。今年以来加大对汽车票市场的开拓。目前公司在全国车站设立自动售票机和其他售票设施，推广汽车票务数字化，已提供近38000条汽车线路票务预订，Q3汽车票票量同比增长超过80%。汽车票市场规模大，竞争格局相对分散。用户购买频率高，线上化率较低，且与公司现有用户重叠度低，有望为公司开拓新的低线城市流量来源，降低获客成本并有望在未来与住宿等其他业务形成交叉销售。

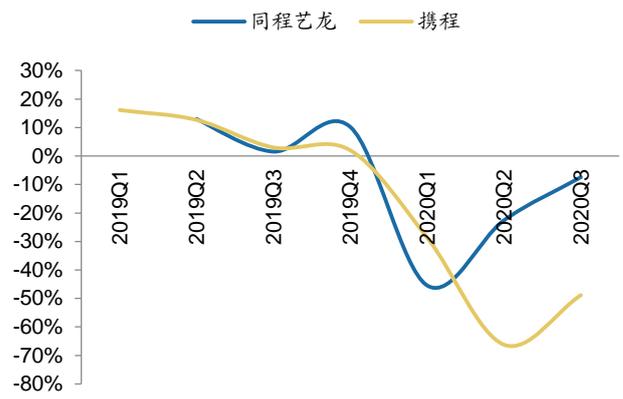
美团到店酒旅利润端恢复良好，间夜持续修复。美团Q3到店酒旅业务实现收入64.78亿元，同比增长4.8%；调整后经营利润27.87亿元，经营利润率43.0%，同比提升5.3pct，主要是营销效率提升。Q3美团酒店间夜量达到1.14亿，同比增长3.73%，恢复正增长。根据公司电话会，合作的高星级酒店数量环比增长25%。

图45: 同程艺龙、携程和美团酒店预订业务单季度收入增速对比



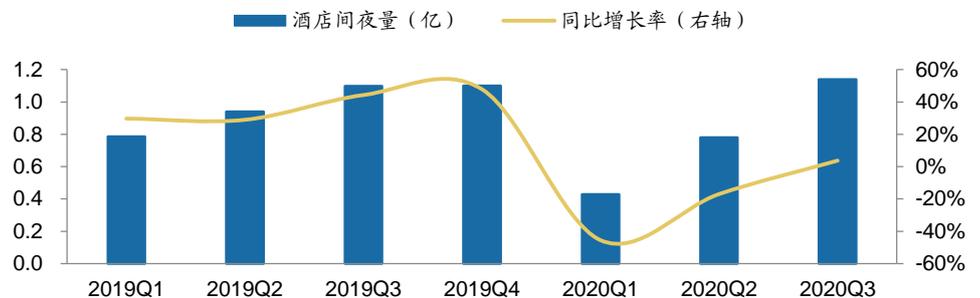
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图46: 同程艺龙、携程交通票务预订业务单季度收入增速对比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图47: 美团单季度间夜量和同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

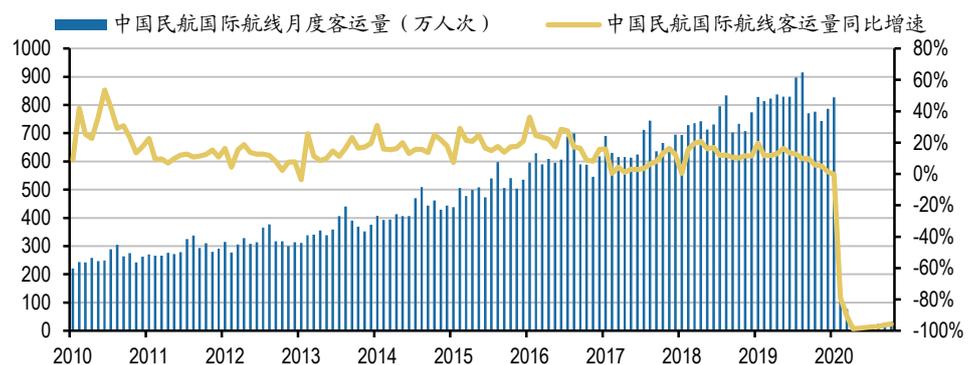
（三）旅行社：出境游恢复相对滞后，传统出境组团社经营或持续承压

今年疫情的极端条件下，2020年3月以来出境游行业呈现“暂停”的冰冻局面，回顾历史事件性因素对出境游行业的冲击影响来看，消费者信心往往需要半年以上的恢复期。根据IATA国际航空运输协会预测，2021年国际旅行客流量或能缓慢恢复至2019年的50%，预计到2024年才能完全恢复至疫情前水平。

预期明年对出境游产业各个环节依然会是严峻的考验，旅行社板块上市公司主要为线下出境游组团环节区域龙头，人力成本和自有门市租金构成主要刚性开支，短期业绩预期承压。同时，部分需求转移国内的预期下，公司业务结构或能快速调整，国内游和周边游产品相对受益，形成一定弥补和支撑。

从航空数据来看，10月中国民航国际航线月度客运量33.6万人次，同比下降95.7%，1-10月累计国际客运量1224.8万人次，同比下降85.3%。其中上海浦东机场10月国际国际及地区旅客吞吐量13.0万人次，同比下降95.8%，1-10月累计464.2万人次，同比下降85.7%。北京首都机场10月国外航线客流量1.8万人次，同比下降98.5%，1-10月累计161.1万人次，同比下降87.4%。

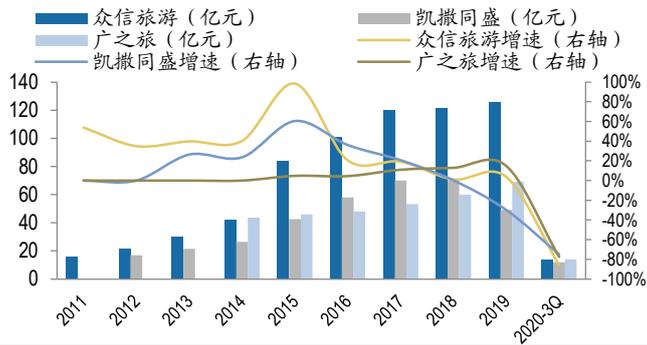
图48：10月中国民航国际航线月度客运量33.6万人次，同比下降95.7%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

国家文化和旅游部统一部署国内旅游团组于1月24日起停止发团，出境旅游团组于1月27日起停止发团，主要上市旅行社公司业务以出境游为主，今年整体业绩下滑幅度较大，全年来看或继续承压。截止2020年Q3，前三季度上市公司众信旅游、凯撒旅业和岭南控股营收分别为13.5、11.9和13.9亿元，同比分别下降85.9%、74.9%和77.5%，累计亏损分别达到3.1、1.9和1.5亿元。其中，岭南控股Q3商旅出行业务实现国内游（含省内游）收入环比上一季度增长超过600%，公司住宿（酒店）业务9月实现营业收入比去年同期增长超过40%。

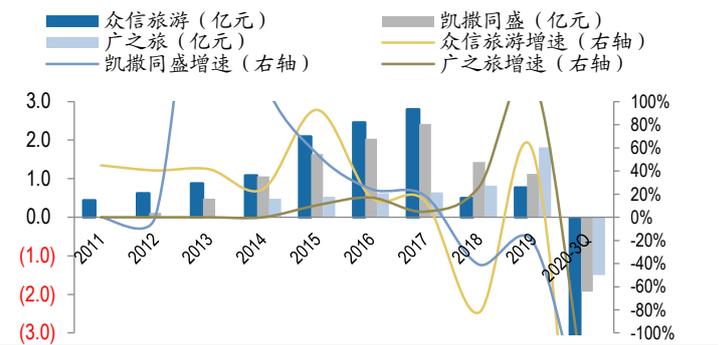
图49: 前三季度众信旅游、凯撒旅业和岭南控股营收同比分别下降85.9%、74.9%和77.5%



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 凯撒同盛和广之旅2020年前三季度财务数据分别采用上市公司凯撒旅业和岭南控股整体财务数据, 其他年度财务数据均采用上市公司凯撒旅业全资子公司凯撒同盛、上市公司岭南控股的控股子公司(90.45%)广之旅的财务数据

图50: 前三季度众信旅游、凯撒旅业和岭南控股归母净利润分别亏损3.1、1.9和1.5亿元



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 凯撒同盛和广之旅2020年前三季度财务数据分别采用上市公司凯撒旅业和岭南控股整体财务数据, 其他年度财务数据均采用上市公司凯撒旅业全资子公司凯撒同盛、上市公司岭南控股的控股子公司(90.45%)广之旅的财务数据

表21: 主要上市旅行社营收、净利润和毛利率历史变化情况 (单位: 亿元)

项目		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	20203Q
营业收入 (亿元)	众信旅游	15.9	21.5	30.1	42.2	83.7	100.9	120.3	121.7	126.2	13.5
	增速	53.9%	35.0%	39.8%	40.3%	98.5%	20.6%	19.2%	1.2%	3.7%	-85.9%
	凯撒同盛	-	17.0	21.5	26.5	42.6	58.0	70.0	70.1	49.2	11.9
	增速	-	-	26.4%	23.7%	60.5%	36.1%	20.7%	0.2%	-29.9%	-74.9%
	广之旅	-	-	-	43.8	45.9	48.0	53.3	60.2	69.0	13.9
增速	-	-	-	-	4.8%	4.5%	11.0%	12.9%	14.8%	-77.5%	
净利润 (亿元)	众信旅游	0.4	0.6	0.9	1.1	1.9	2.2	2.3	0.2	0.7	-3.1
	增速	44.8%	39.9%	41.5%	24.3%	92.8%	17.1%	14.0%	-82.3%	56.6%	-
	凯撒同盛	-	0.1	0.5	1.1	1.6	2.0	2.4	1.4	1.1	-1.9
	增速	-	-	313.0%	123.0%	54.4%	25.0%	18.3%	-41.0%	-21.0%	-
	广之旅	-	-	-	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	1.1	-1.5
增速	-	-	-	-	10.4%	17.5%	11.2%	19.9%	38.2%	-	
ROE	众信旅游	35.1%	35.8%	35.4%	22.9%	14.9%	11.8%	12.1%	1.0%	2.7%	-13.9%
	凯撒旅业	3.6%	2.7%	9.5%	6.8%	28.5%	12.1%	11.4%	9.2%	5.4%	-8.4%
	岭南控股	3.4%	5.2%	5.5%	6.3%	6.7%	5.0%	8.8%	8.0%	9.9%	-5.8%
毛利率	众信旅游	9.1%	9.9%	10.0%	8.8%	9.2%	10.3%	9.9%	9.4%	9.5%	-3.2%
	凯撒同盛	-	11.2%	12.2%	14.4%	14.9%	14.1%	14.0%	13.3%	15.5%	19.6%
	广之旅	-	-	-	10.3%	11.1%	10.2%	10.4%	10.0%	9.7%	13.4%
净利率	众信旅游	2.8%	2.9%	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	0.4%	0.6%	-28.1%
	凯撒同盛	-	0.7%	2.2%	4.0%	3.8%	3.5%	3.5%	2.0%	2.3%	-16.8%
	广之旅	-	-	-	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%	-11.6%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表22: 众信旅游和凯撒同盛公司出境游批发、零售业务增速和毛利率情况 (单位: 亿元)

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H		
批发业务	众信旅游	9.6	12.1	17.2	25.2	58.4	74.4	89.2	86.9	89.9	9.0	
	增速	49.1%	25.2%	42.2%	46.9%	131.8%	27.3%	19.8%	-2.5%	3.5%	-78.8%	
	占营收比例	60.5%	56.2%	57.1%	59.8%	69.8%	73.7%	74.0%	71.4%	71.2%	73.7%	
	毛利率	7.9%	8.8%	8.8%	7.7%	7.2%	8.3%	7.9%	7.1%	8.2%	3.7%	
	凯撒旅业		4.5	5.2	5.5	8.0	8.9	12.9	12.6	4.6	0.9	
	增速			15.3%	6.2%	43.8%	11.3%	45.5%	-2.3%	-63.9%	-47.5%	
	占旅游营收比例		26.7%	24.4%	20.9%	18.7%	15.3%	18.4%	18.0%	9.3%	7.3%	
	毛利率		5.5%	5.8%	6.2%	7.2%	6.4%	5.6%	4.4%		17.0%	
	零售业务	众信旅游	3.3	5.0	7.1	10.1	16.5	18.0	20.5	23.0	23.6	1.7
		增速	69.6%	53.2%	42.8%	42.0%	62.7%	9.3%	13.7%	12.4%	2.4%	-81.5%
占营收比例		20.5%	23.3%	23.8%	24.1%	19.7%	17.9%	17.0%	18.9%	18.7%	14.3%	
毛利率		11.7%	13.2%	13.6%	12.0%	15.3%	15.4%	16.4%	15.3%	13.2%	7.2%	
凯撒旅游			8.5	13.2	17.8	29.9	39.5	46.5	47.1	35.3	4.3	
增速				55.4%	35.5%	67.4%	32.2%	17.7%	1.3%	-25.1%	-73.5%	
占旅游营收比例			49.9%	61.5%	67.5%	70.1%	68.2%	66.4%	67.1%	71.7%	72.2%	
毛利率			13.2%	13.3%	16.3%	16.8%	15.8%	16.5%	16.2%	15.7%	16.3%	
整合营销业务		众信旅游	3.0	4.4	5.8	6.8	8.1	7.1	8.8	9.6	10.0	0.8
		增速	54.1%	46.5%	30.0%	18.5%	18.6%	-12.6%	24.1%	9.5%	3.7%	-79.1%
	占营收比例	19.0%	20.6%	19.1%	16.2%	9.7%	7.0%	7.3%	7.9%	7.9%	6.2%	
	毛利率	9.9%	9.4%	9.1%	7.8%	8.1%	10.3%	10.6%	8.2%	7.7%	8.2%	
	凯撒旅游		4.0	3.0	3.1	4.8	9.6	10.6	10.5	9.1	1.7	
	增速			-23.9%	2.0%	54.8%	101.1%	11.2%	-1.5%	-12.9%	-62.7%	
	占旅游营收比例		23.3%	14.0%	11.6%	11.2%	16.5%	15.2%	14.9%	18.6%	20.5%	
	毛利率		13.2%	16.3%	15.2%	16.1%	14.4%	13.1%	11.2%	7.8%	16.7%	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 凯撒同盛和广之旅 2020 年前三季度财务数据分别采用上市公司凯撒旅业和岭南控股整体财务数据, 其他年度财务数据均采用上市公司凯撒旅业全资子公司凯撒同盛、上市公司岭南控股的控股子公司 (90.45%) 广之旅的财务数据

疫情发生之前出境游行业近年来整体维持稳健增长, 主要受益于中国居民消费水平提升、区域机场和航司对国际航线投资加大以及签证政策放宽。从出境游产业链各个环节的竞争格局来看, 呈现出两端分散化的局面, 一方面客源地纵深不断加大, 持续加开国际航线的区域性枢纽机场承接了行业的主体增量需求; 另一方面, 消费者需求细分多元化演进、以及国际环境不确定加剧, 共同导致目的地端也呈现出更加多样化和分散的格局。客源和目的地两端分散化的格局变化对出境游产品研发和分销环节都产生深刻影响, 线上销售渗透率提升趋势持续, 门市下沉触客拉新能力决定增量市场份额, 细分高端市场主题、精品和定制化趋势持续。

五、教育：龙头再融资速度加快，重点看好职教和 K12

（一）观点：教培龙头再融资加快，继续重点看好职教和 K12

今年以来得益于A股定增要求放宽，中概股回港股二次上市加快，龙头自身融资能力强，教育行业上市公司在资本市场关注度进一步提升等因素，教育行业上市公司特别是K12行业再融资事件频出。2月14日晚间，证监会发布上市公司再融资新规正式稿，创业板非公开发行取消连续两年盈利条件，同时折价率提升、定增锁定期缩短至6个月和18个月，参与定增吸引力提升。11月，新东方赴港二次上市，募集自己134.9亿港元；好未来公告获15亿美元投资。A股的紫光学大、豆神教育也先后发布非公开发行方案，目前紫光学大定增已获证监会审核通过，豆神教育已被深交所受理。从募集资金投向来看，OMO和在线教育是本轮再融资募集资金的主要投向，有望提升龙头线上线下结合的教学和服务能力，进一步拓展覆盖学生范围，挖掘低线城市学生需求。

职教、K12行业在升学、就业竞争加剧的情况下长期需求增长确定性强。招录考试培训短期受益于稳就业政策导向，中长期从供需两端来看仍有明显增长空间。中公教育在教研、网点、渠道、品类优势进一步放大。疫情后在线流量红利有所消退，线上线下结合成为长期趋势，龙头加大OMO模式的转型力度。资金、教研、系统性优势也将帮助教培龙头进一步确立竞争优势。看好中公教育、好未来、新东方，建议关注豆神教育、中国东方教育、跟谁学等。

表23: 2020年以来重点教育行业上市公司再融资事件梳理

	融资规模	发行数量	发行对象	募集资金投向	目前进展
好未来	15 亿美元	发行后该公司持有 8.35%普通股	一家成长型投资公司	—	2020 年 11 月完成, 锁定期 6 个月
新东方	134.9 亿港元 (超额配售全部行使)	拟发行 851 万股股份, 其中公开发售 51.06 万股, 国际发售 799.94 万股	二次上市	创新及技术投资以及改善 OMO 系统及其他平台(40%)、地区扩张(30%)、战略投资和收购(20%)、一般企业目的及营运资金需求(10%)	已完成
跟谁学	8.7 亿美元		几家价值投资者	增加现金储备; 加大高途课堂投入(研发、学生体验&效果); 加大高 ROI 的营销投入	已完成
紫光学大	9.6 亿元	不超过本次非公开发行前公司总股本的 30%	晋丰文化(实控人为公司创始人金鑫)承诺认购不低于 10%, 且不超过 45%	教学网点建设(2.7 亿)、教学网点改造优化项目(3 亿)、OMO 在线教育平台建设项目(1 亿)、偿还股东紫光卓远借款(2.9 亿)	获得中国证监会发行审核委员会审核通过
豆神教育	不超过 20 亿元	不超过本次发行前上市公司总股本的 30%	不超过 35 名(含 35 名)机构投资者、以及符合中国证监会规定的其他法人、自然人或其他合格的投资者。	大语文多样化教学(2.9 亿)、大语文教学内容升级(2.5 亿)、中小机构在线教育生态服务平台(3.6 亿)、大语文 AI 评测体系服务平台(5.1 亿)、补充流动资金(5.9 亿)	获得深圳证券交易所受理
中公教育	不超过 60 亿元	未超过本次非公开发行前公司总股本的 20%	不超过 35 名(含 35 名)机构投资者、以及符合中国证监会规定的其他法人、自然人或其他合格的投资者。	怀柔学习基地建设项目(42 亿)、补充流动资金(18 亿)	披露公告
东方时尚	不超过 21.2 亿元	不超过本次非公开发行前公司总股本的 25%	不超过 35 名(含 35 名)机构投资者、以及符合中国证监会规定的其他法人、自然人或其他合格的投资者。	航培飞机及模拟器综合配置中心建设(8.37 亿)、重庆东方时尚驾驶培训考试中心(3.8 亿)、智能驾驶培训系统升级及改造(1.6 亿)、信息化建设(1.1 亿)、补充流动资金及偿还银行贷款(6.3 亿)	披露公告

数据来源: 各公司非公开发行预案或再融资相关公告, 广发证券发展研究中心

(二) 职教: 招录考试中长期扩招明确, 看好龙头护城河

(1) 岗位需求: 招录板块扩招趋势明确, 中长期维持较快增长。

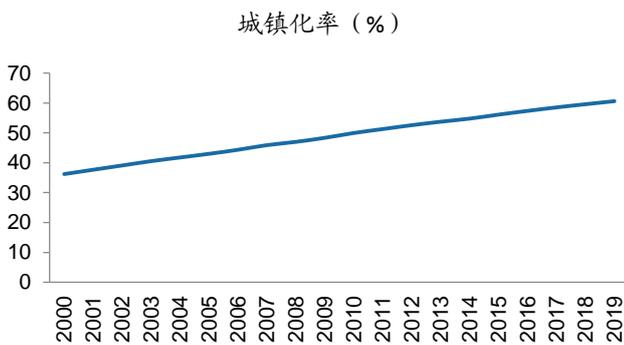
从岗位需求来看: 在“六稳六保”要求下, 招录考试在今明两年甚至更长时间内都将维持较大规模扩张。中长期来看, 公务员、教师持续面临更新换代需求, 同时在城镇化率提升的大趋势下, 对政府和公共机关服务能力提出更高要求, 招录考试作为目前最有效的人才选拔方法, 将有望长期维持较高景气。

2020-21年招录情况: 今年以来公共服务、考研整体扩招30%左右, 报录比略有下滑。根据中公教育中报业绩预告, 今年以来公共服务领域整体扩招30%左右。从省考招

录情况来看，20年总体招录人数超过16万人，同比增长26%；其中山东、福建、四川、内蒙古、海南、宁夏、吉林、山西招录人数同比增长均超过50%。报名人数超过450万人，同比增长18.8%。报名人数增速低于招录增速主要是多个省省考笔试时间集中在7月25日和8月22日，存在一定冲突。从省考报录比来看，全国整体报录比从19年的30:1下降到28:1。

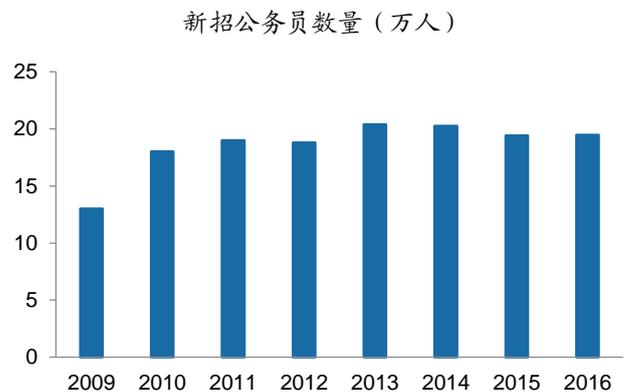
根据国家公务员网站，21年国考招录人数为25726人，同比增长6.6%；共157.6万人通过资格审查，报录比为61:1，较20年有所提升。明确招录应届生毕业生的招录人数为14769人，比去年的11765人增加3000多人。**11月教育部在《关于做好2021届全国普通高校毕业生就业创业工作的通知》中继续强调“积极拓展政策性岗位，落实好党政机关、事业单位、国有企业等今明两年空缺岗位主要招聘应届高校毕业生等政策，统筹协调好招录工作安排，力争在2021年6月底以前完成全部政策性岗位招录工作”，2021年省考招录有望提前。**近期北京、山东、江苏、上海、浙江21年省考/市考陆续发布公告，江苏招录9536人，同比增长19.4%；北京公务员招录人数为3553人，在不包含选调生的情况下同比也有所增长。9月教育部、发改委、财政部发布《关于加快新时代研究生教育发展的意见》，提出“博士研究生招生规模适度超前布局，硕士研究生招生规模稳步扩大”。从21年“双一流”高校招生人数来看较20年普遍扩招。**考虑到疫情影响下国家层面高度重视稳就业、保民生，职业教育会成为保障重点群体大学生就业的重要手段，预计公职单位招录仍将延续扩招态势且向应届生倾斜，加上研究生需求的提升，预计将带动未来五年国考、省考、考研的报班缴费。**

图51：近年来我国城镇化率持续提升



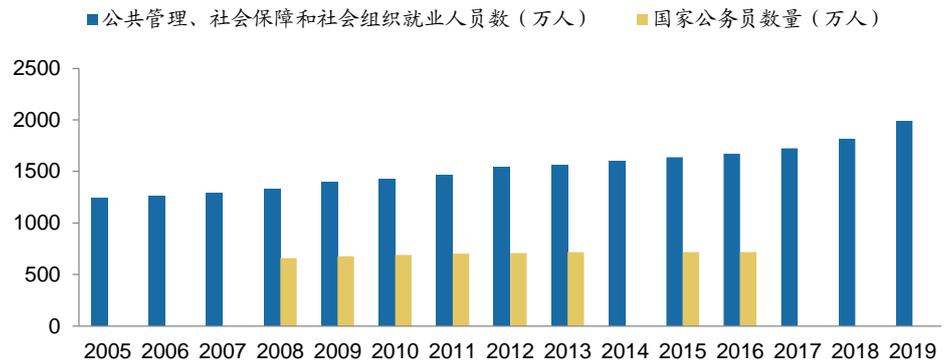
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图52：2009-16年我国新招公务员数量统计



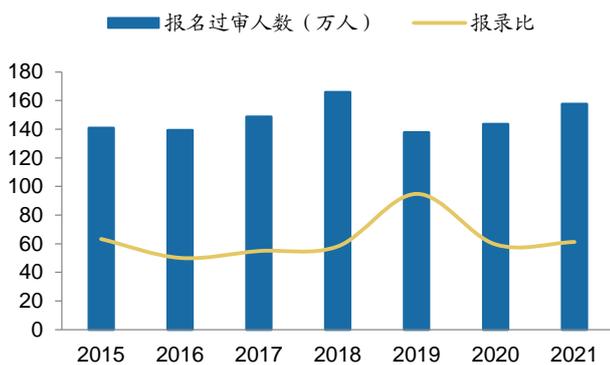
数据来源：人社部，广发证券发展研究中心

图53: 2019年我国公共管理、社会保障和社会组织就业人员数达到1990万人, 其中公务员约占40%左右



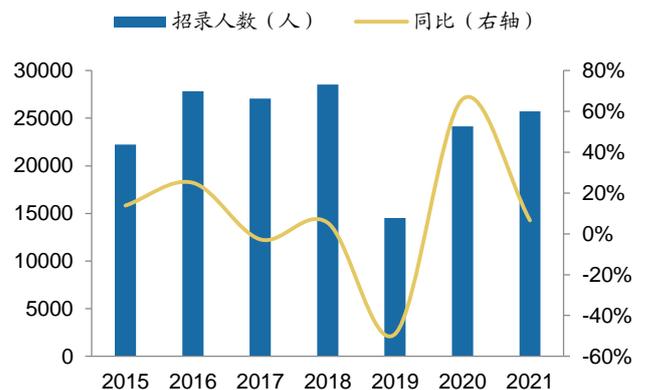
数据来源: 国家统计年鉴, 人社部, 广发证券发展研究中心

图54: 历年国考报名过审人数和报录比



数据来源: 国家公务员考试招录简章, 广发证券发展研究中心

图55: 历年国考招录人数和同比增速



数据来源: 国家公务员考试招录简章, 广发证券发展研究中心

(2) 人才供给: 我国毕业生就业群体大, 竞争压力、待遇提升和公考笔试面试赋分改革长期决定了报考人数和参培率。

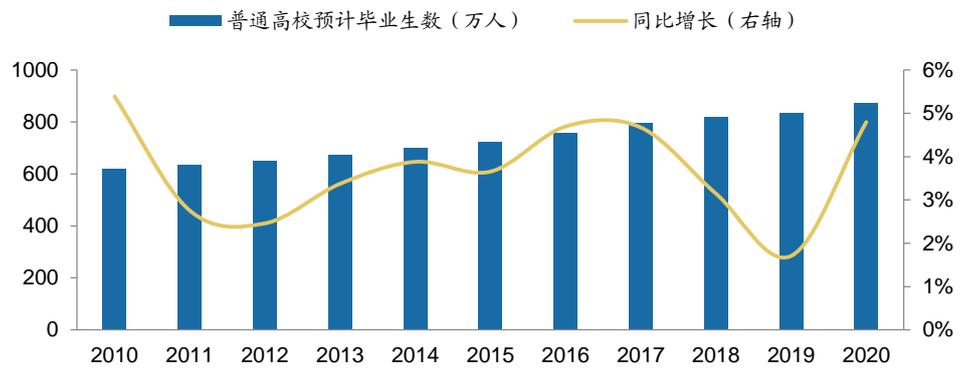
根据教育部, 2020年普通高校毕业生数预计达到874万人, 同比增长4.8%。此外, 考虑到留学回国人员(2018年51.9万人)、硕士毕业生(2019年94.6万人)以及往届未就业人员, 每年求职的大学生和研究生毕业群体规模达到千万左右。在经济增速放缓, 就业竞争加大的情况下, 越来越多的学生选择公务员、事业单位、教师岗位。报考和参培人数逐年提升。

公职岗位待遇提升, 对人才吸引力变强。2019年《公务员法》颁布, 职级晋升、退休年龄(满30年可以申请退休)、基层公务员工资待遇的相关规定等均较此前有一定优化。19年以来国务院督导委员会连续两次发文, 政策督导力度加大。强调2020年把义务教育教师平均工资收入水平不低于当地公务员作为督导检查重点, 并安排3-7月各省地市全面自查, 9-10月国务院教育督导委员会将进行实地督导。教师待遇

看齐公务员的政策提出多年，有望在2020年得到实质性推动。加上多个一线城市高薪招聘教师引发一定的社会关注。整体来看公职单位对人才吸引力近年来有较大提升。

近年来公务员考核方式转变也有助于整体参培率的提升。相比笔试来说面试参培率更高，目前多数省份省考面试分数占比在50%和40%。2020年山东、浙江、上海省考/市考面试分数占比提升到60%。未来更多的省市也有望进一步提升面试分数占比，有助于整体参培率的提升。

图56：2020年普通高校毕业生数达到874万人，同比增长4.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(3) 优质赛道中的优质资产，网点、教研、品牌持续加固护城河。

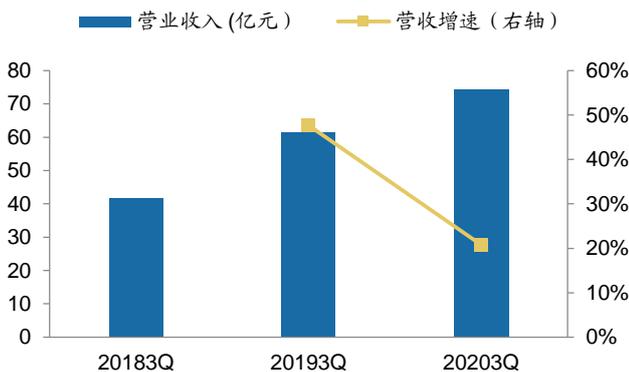
我们认为招录考试赛道是教培领域最优质赛道之一，主要由于潜在参培群体大、学生参培率高、付费意愿强。龙头中公教育深耕多年，立足教研，逐步在品牌、网点布局、招生、教师培养等维度形成较强的优势。近年来各板块业务保持较快增长，2020年前三季度实现收入74.4亿元，同比增长20.78%；归母净利润13.2亿元，同比增长37.8%。同时成本费用持续优化，盈利能力进一步提升。前三季度毛利率和归母净利率分别为58.7%和17.8%，同比分别提升1.1pct和2.2pct。

图57: 招录考试培训参培率高、客单价高, 是教培行业最优质赛道之一



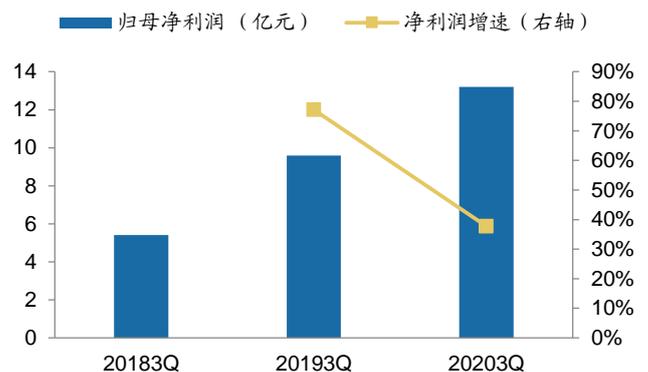
数据来源: 广发证券发展研究中心

图58: 中公教育前三季度实现收入74.4亿元, 同比增长20.78%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图59: 中公教育前三季度归母净利润13.2亿元, 同比增长37.8%



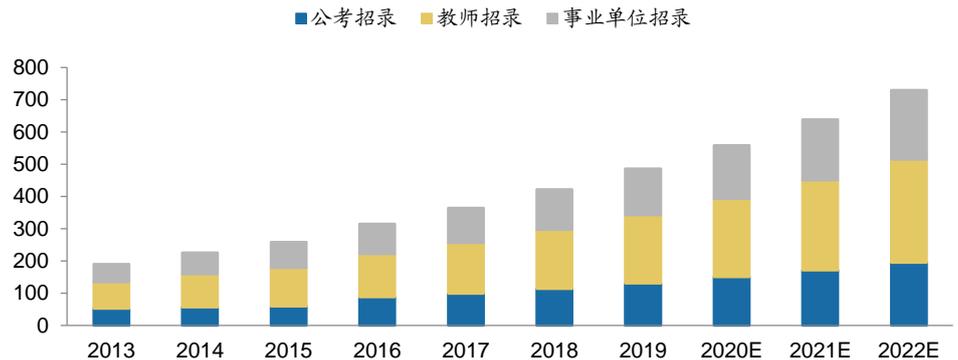
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

中长期来看, 公考市占率较高, 教师有望成为第一大品类, 考研板块布局力度加大。

2019年中公教育在公务员序列收入41.7亿, 根据弗若斯特沙利文, 19年公务员招录赛道市场规模约为131亿元, 中公市占率为32%, 已经处于相对较高水平。教师和事业单位招录由于命题和组织考试相对公务员更为分散, 故从竞争格局来看, 长期集中度相对来说会低于公务员招录市场。近年来中公教育教师招录培训业务快速增长,

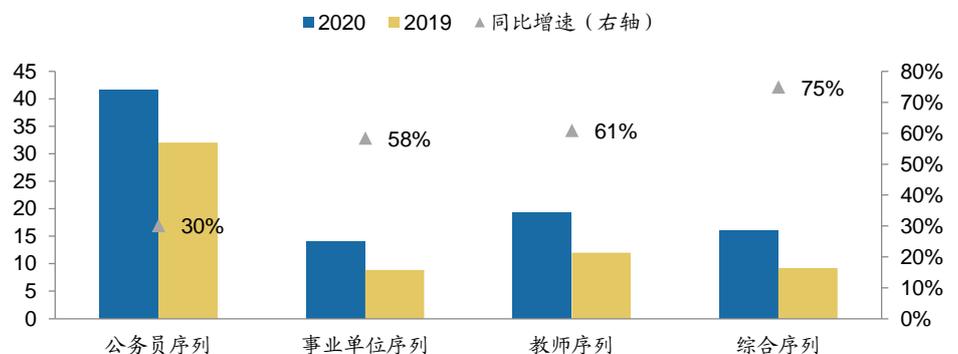
19年收入增速为60.8%。以19年211亿市场规模测算，中公教育教师招录业务市占率约为9%，仍有较大提升空间。未来有望接棒公考培训成为公司第一大品类。此外，19年下半开始公司采取了针对新业务板块的“起飞行动”，给予更多管理资源投入。近年来考研业务快速增长，公司加强考研板块的教师扩招和教研体系打造。考研各学科教研体系的建立也有助于公司向其他考证业务横向扩张。

图60: 公考、教师、事业单位招聘考试培训行业市场规模 (亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

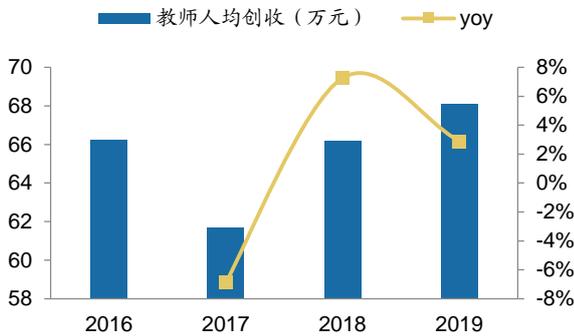
图61: 2019年中公教育各序列收入 (亿元) 和同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

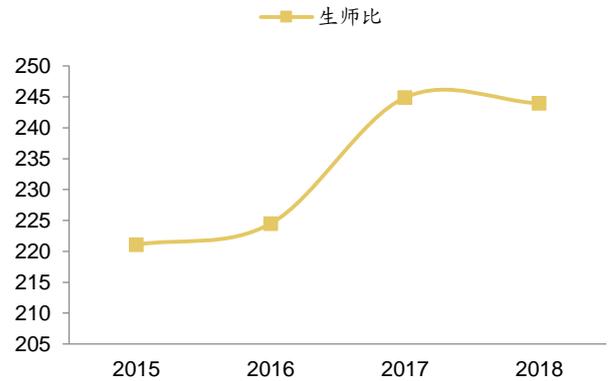
高速扩张下仍维持较好人效, 19年教师人均创收保持增长。截止2020年上半年中公教育员工总数达到41911人, 其中教师18036人, 同比分别增长36.1%和55.4%。上半年增加教师4561人, 较19年末增长33.9%。16-19年CAGR分别为51.3%和48.0%。截止19年公司生师比为244:1, 教师人均创收68.1万元, 同比增长2.9%。在公司体量和业务边界不断扩张的情况下仍维持较好的管理和组织效率, 中长期来看将为公司进一步扩张奠定良好基础。

图62: 中公教育教师人均创收和同比增速



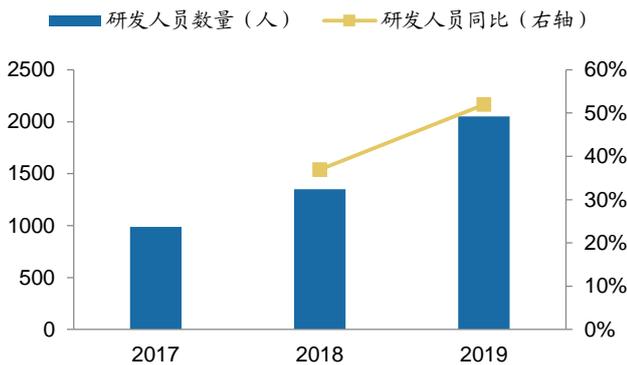
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图63: 中公教育生师比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图64: 中公教育研发人员数量和同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图65: 中公教育研发投入和占收入比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

网点将持续下沉, 自建学习基地有望持续巩固品牌地位。截止20年上半年公司在全国拥有1335个直营网点, 同比增长51.7%, 较19年末增加231个。覆盖31个省的319个地级行政区。目前我国有超过1300个县, 未来网点有望进一步下沉。低线城市租金低, 中公教育线下分支机构更多承担营销、招生、推广的职能, 线下获客效率高。得益于公司培训品类齐全, 也有助于线下网点提升产能。

公司培训班主要采用与协议酒店租入会议室和课堂的方式, 在培训旺季时会面临场地不足的风险。今后或将逐步形成核心城市自建基地+中小城市租酒店相结合的模式。学习基地可以提供学习、住宿、餐饮一揽子服务, 在学习环境和配套设施等方面均优于酒店, 有助于帮助学生更好备考。此外学习基地在课程设置、场地使用等方面自由度更强, 有助于降低开班成本, 提升毛利率。目前公司在中公教育11月发布《非公开发行 A 股股票预案》, 拟募集资金总额不超过60亿元。本次定增主要资金投向为建设怀柔学习基地, 项目投资额42.1亿元, 使用募集资金42亿元。包括新建教学、

办公、宿舍等建筑，建筑面积32.6万平方米，最高可同时容纳2万名学员。从区位来看，怀柔基地立足北京，辐射华北市场，有望巩固在当地的竞争优势，提升市占率。

图66: 截止6月末中公教育直营分支机构达到1335个



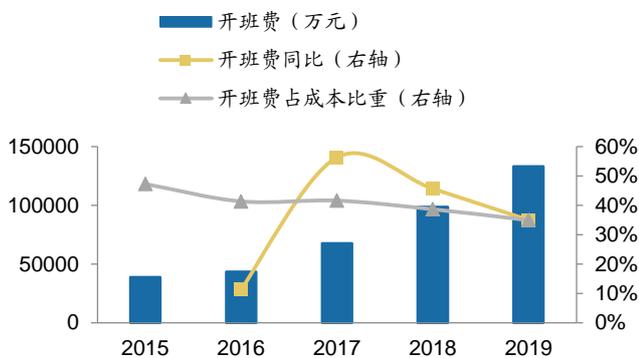
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图67: 中公教育单个网点年均收入和同比增速



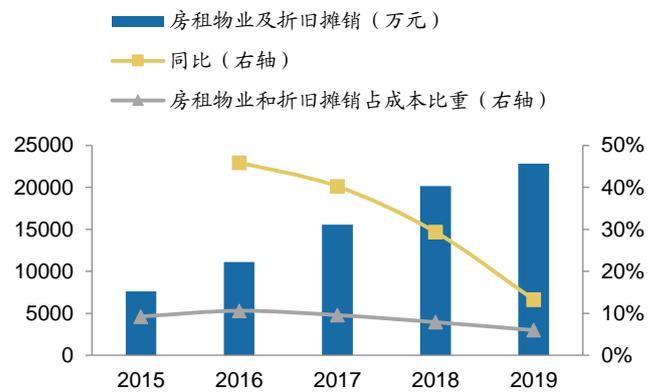
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图68: 中公教育开班费和占成本比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图69: 中公教育物业房租及折旧摊销和占成本比重

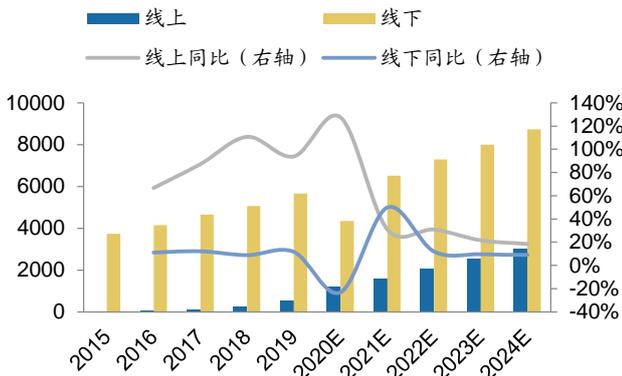


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) K12: 疫情后需求重回线下, 中腰部机构压力加大, 龙头优势凸显

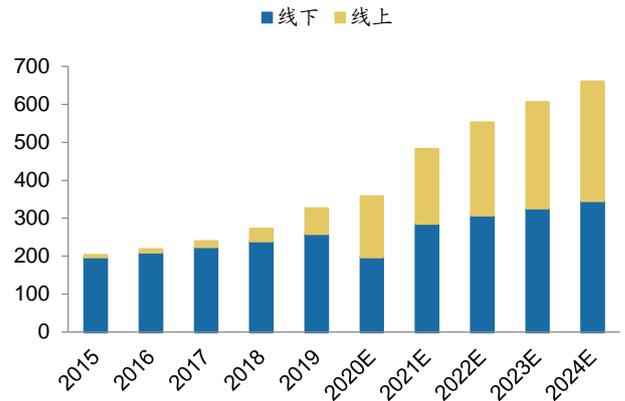
我国K12课外教辅市场规模巨大, 2019年K12课后教育服务市场规模达6191亿元。K12课后教辅市场2015-2019复合增长率为13.2%。2019年线上和线下K12辅导渗透率分别为14.5%和27.4%。目前K12课外线下辅导行业格局高度分散, 2017年K12课后辅导行业CR5仅为4.7%。

图70: K12教培行业市场规模(亿元)和同比增速



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

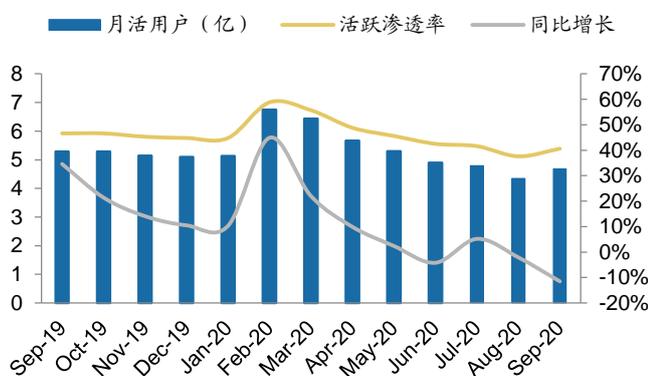
图71: K12教培线上和线下就读学生人次(百万人)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

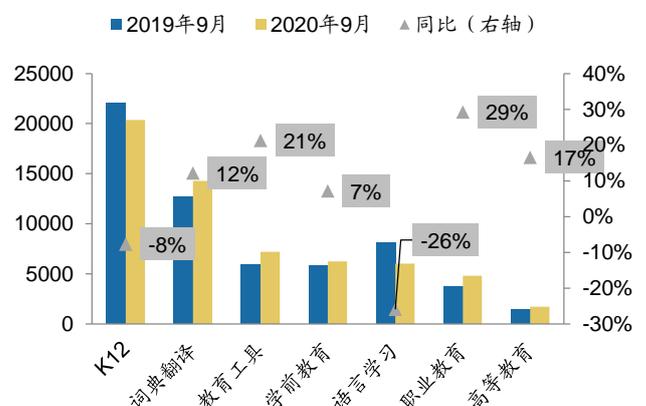
线上: 疫情后流量红利消退, 在线大班第一梯队基本确定, 竞争进入关键阶段。本轮疫情对在线教育产生短期、集中式的需求推动, 在政府、学校和企业推动下, 有助于在短期内完成用户认知, 获得大规模用户增长和渗透率提升。但随着线下学校和培训机构逐渐复课, 疫情带来的流量红利逐渐减退。从QM数据来看, 在线教育月活增速从4月开始明显放缓, 8月和9月同比分别下降2.1%和11.5%。K12在线教育9月月活用户为2.0亿人, 同比下降8%, 下半年以来基本已经回归疫情前的水平。从竞争格局来看, 目前K12在线大班4家头部机构学而思网校、跟谁学、猿辅导、作业帮领先地位基本确立。最近一个季度好未来、跟谁学、有道销售费用分别达到3.8亿美元、20.6亿人民币(用于效果类投放的营销费用约15亿元)、11.5亿人民币, 同比分别增长44.3%、522.3%和397.0%, 销售费用率持续攀升。在各家均维持较高投放的情况下, 在线大班赛道竞争已经进入关键阶段。我们认为长期来看在线大班增长空间主要在低线城市渗透率的提升, 针对不同地区的差异化产品和服务、辅导老师、自有流量转化能力、对入口年级的把握将成为关键所在。

图72: 在线教育月活跃用户和活跃渗透率



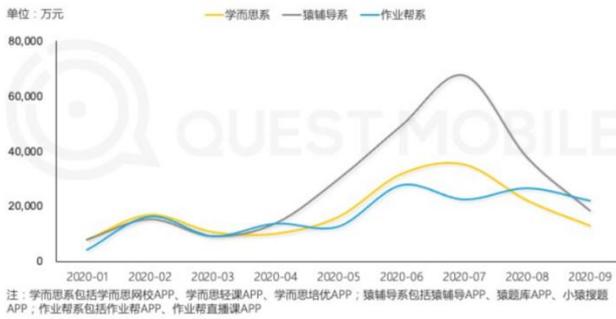
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图73: 在线教育细分行业月活用户(亿)和同比增长



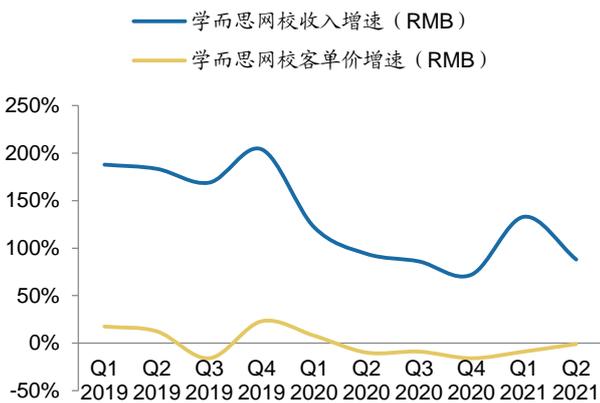
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图74: K12行业学而思、猿辅导和作业帮广告投放情况



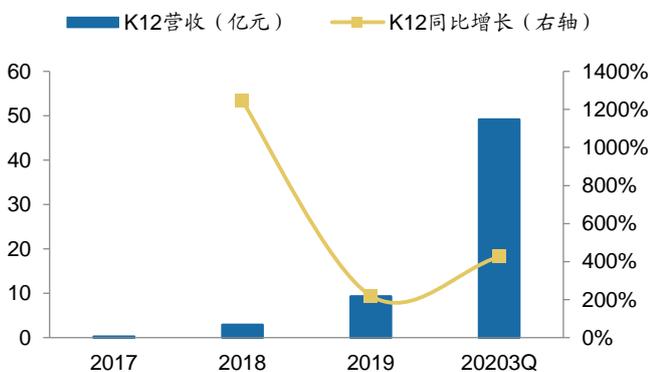
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图76: 学而思网校单季度收入和客单价增速



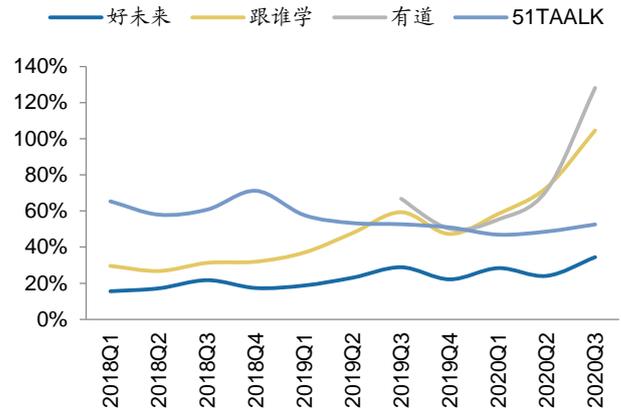
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图78: 跟谁学前三季度K12实现收入42.6亿元, 同比增长356.5%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图75: 主要在线教育公司单季度销售费用率



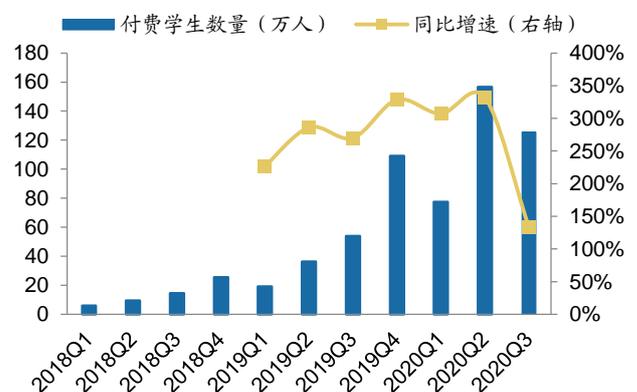
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图77: 学而思网校21财年Q2正价班人数达到290万人



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图79: 跟谁学Q3付费学生125.6万人, 同比增长133.5%

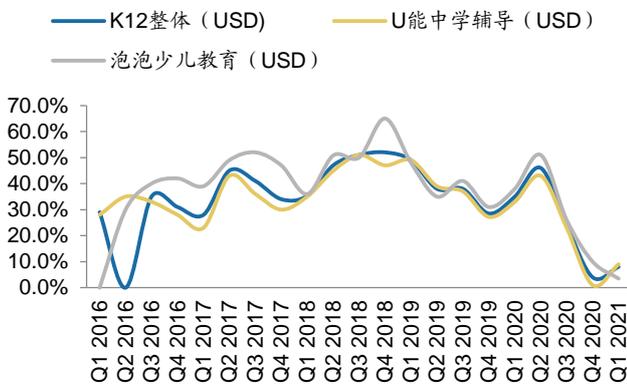


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

线下：中腰部机构压力较大，龙头优势凸显，加大OMO模式布局。疫情影响对于全国性龙头而言整体可控，此前在线教育布局优势将集中体现，疫情期间加快OMO转型。龙头公司的品牌优势、组织经营效率、线上教学的运营经验和技術储备以及現金流优势有助于维持公司稳定运营。疫情稳定后，教培龙头线下网点扩张节奏恢复。根据各公司财报，好未来3-8月新增65个学习中心，新进入20个城市；新东方3-8月新增56个学习中心；思考乐教育上半年新增27个学习中心，覆盖的城市增加到9个。从学生数量来看，新东方21财年Q1（截止8月）中学和小学全科辅导就读学生同比分别增长23.0%和17.0%，均已恢复正增长；K12收入整体增长8%（美元口径）。好未来21财年Q2（截止8月）线下培优小班收入增长7%，正价班学生数量增长31%。**全国龙头新东方、好未来均加大OMO模式的布局，有望通过线上线下结合的方式将教学和服务延伸到此前难以下沉到的城市和区域，继续拓展业务边界。**

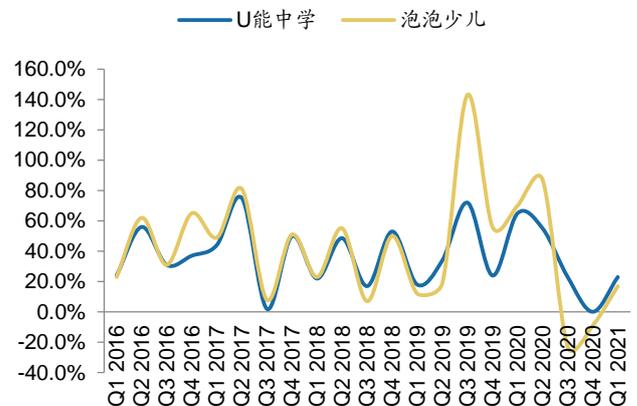
对于区域性中腰部机构而言，由于教培机构的预付款模式容易产生资金周转问题，组织人员架构标准化带来的成本压力在疫情停业中凸显，同时不具备短期线上转型的技术和资金实力，本轮疫情中会受到较大冲击，或带来一定程度地出清。**下半年以来教培机构资金链断裂、关停的事件频出，家长和学生对头部机构信赖程度加深，在OMO模式的助力下，我们认为今年头部机构优势将进一步放大。**

图80：新东方K12单季度收入增速



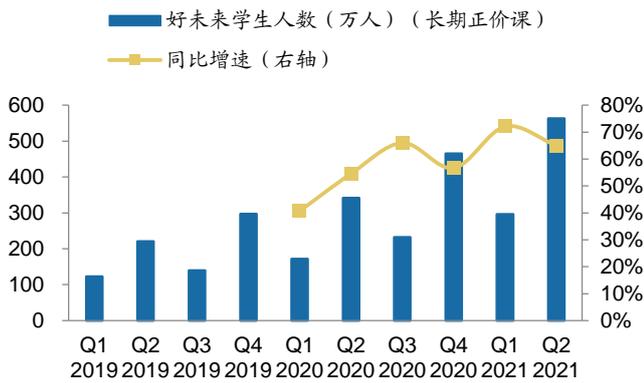
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图81：新东方中学和小学单季度学生数量增速



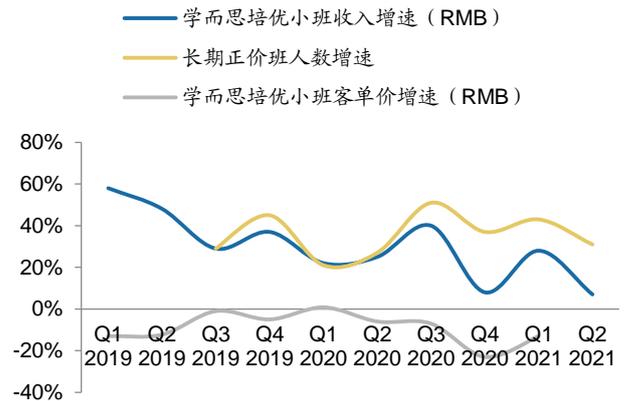
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图82: 好未来单季度学生数量和同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图83: 好未来培优小班收入、客单价和人数增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表24: 主要K12教培上市公司教学网点和学生数量梳理

教学网点	今年以来新增网点数	主要分布地区	19年学生数量 (万人)	今年以来学生数量 (万人)	学生数同比
好未来	936 新增 65 个学习中心, 新进入 20 个城市 (2-8 月)	全国	1210 (20FY)	859 (21FYH1)	67.40%
新东方	1472 新增 56 个学习中心 (2-8 月)	全国	1059.0 (20FY)	554.7 (19FYQ4 和 20FYQ1)	0.80%
学大教育	552 上半年减少 29 个教学点	全国	—	—	—
精锐教育	480 全年新开 48 个学习中心	全国 33 个城市	15.83	17.1 (20FY 月度平均)	8.00%
豆神教育	111 个, 加盟 346 个 直营学习中心	持平 北京、上海、深圳、长沙、西安等	28.8	21.2 (前三季度累计)	124.20%
思考乐教育	127 上半年新增 27 个学习中心	深圳、广州、东莞、佛山、惠州、中山、江门、汕头、厦门	29.6	12.38	7.10%
卓越教育	265 上半年新增 7 个学习中心	粤港澳大湾区以及北京、上海、南宁	70.9	28.35	-8.20%
龙门教育	6 个全封闭校区	西安	1.09	1.14	5.30%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(四) 民办学校：民促法有望加快推进落地，政策支持下外延增长逻辑得到强化

民办学校主要可以按学段分为K12民办学校和民办高等学校。外延增长主要依赖新设学校（K12学校主要通过新建&举办权变更，高教学校主要通过收购兼并），内生增长主要靠现有学校扩招和学费提价。在政策支持下，今年以来民办教育板块增长逻辑得到强化。11月10日，教育部发布《关于政协十三届全国委员会第三次会议第3379号提案答复的函》，对民办教育领域多个建议作出答复。政策角度鼓励扶持和规范性要求并重，有利于为民办学校营造更好的发展环境，提升整体办学质量。同时向公众、市场提供了民促法实施条例修订思路 and 方向，民促法实施条例落地进程有望加快。

从经营层面来看，民办学校收疫情影响，上半年推迟开学，故部分收入推迟到7/8月确认，同时为学生办理部分住宿费退费，但住宿费占收入比重不大。整体上经营层面受影响可控。高教板块得益于近年来外延扩张态势延续，新设立/并购学校并表等因素，重点高教公司整体收入和业绩基本维持较好增长，受疫情影响较小；民办K12学校板块上市公司由于新开设学校有爬坡期，故对当年收入业绩贡献有限，收入端整体增长放缓。已披露年报的高教板块公司中，中教控股、希望教育、宇华教育、新高教集团、中汇集团、华立大学集团20财年收入分别增长37.1%、45.3%、40.5%、69.6%、13.6%和12.7%；K12民办学校板块的枫叶教育、海亮教育、睿见教育收入分别下降2.6%、1.1%和增长6.6%。

表25: 高教板块上市公司2020财年学校、在校生数(人)和收入(亿元)情况梳理

	学校数量	新增学校/新校区情况	招生情况	19财 年在校 生数	20财 年在校 生数	在校 生同 比	19财 年收入	20财年 收入	收入 同比
中教控股	10 (6所高等教育、3所职业教育、1所澳大利亚高等教育学校)	2020年5月中标广东肇庆新区抵扣计划用于建设广州大学松田学院新校区; 7月重庆学校举办者变更获批; 8月收购海南学校	20/21年招生学额 37600人同比增长 27%, 专升本招生学额增长 300%	170098	180179	6.0%	19.54	26.78	37.1%
希望教育	14 (12所高等教育学院、2所技师学院)	2020年4月完成马来西亚英迪学校收购; 8月拟配售融资 11.86 亿港元用于收购中国的学校, 建设和发展现有学校, 以及一般企业用途。	4所新建院校预计 2021 年开始招生	86033	140125	62.9%	10.79	15.68	45.3%
中汇集团	4 (广东 2 家、澳大利亚 1 所, 新加坡 1 所)	收购新加坡民办教育机构 NYU Language School		33043	35453	7.3%	7.04	8.00	13.6%
华立大学集团	3	—		42803	43314	1.2%	6.75	7.61	12.7%
宇华教育	27 所 (4 所大学, 5 所高中, 7 所初中, 6 所小学, 5 所幼儿园)	2020 年 9 月 25 日收购湖南涉外经济学院举办者剩余 30% 股权, 8 月 4 日收购山东英才学院举办者剩余 10% 的股权。					17.14	24.09	40.5%
新高教集团	7 (2 所自建, 5 所投资)	新收购云南职业学校; 新投资甘肃学院, 进一步收购河南学校 45% 股权和广西学校 39% 股权	2020/21 学年本科科学额增长 18%, 专升本学额增长 120% 以上	113507	125692	10.7%	8.59	14.57	69.6%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表26: K12民办学校新增学校、在校生数(人)和收入(亿元)梳理

	学校数量	新增学校/新校区情况	招生情况	19FY 在校生 数	20FY 在校生 数	在校生 同比	19FY 收入	20FY 收入	收入 同比
枫叶教育	109 (18 所高中, 28 所初中, 30 所小学, 30 所幼儿园)	14 (吉隆坡 4 所; 济南 2 所; 襄阳 2 所; 新加坡 5 所; 加拿大 1 所)	2019/2020 学年终, 入读学生总数增加 4,363 人或 10.6%, 主要来自于 2020 年 3 月在马来西亚新并购	41241	45604	10.6%	15.70	15.29	-2.6%

园，3所外籍人
员子女学校)

的皇崑国际学校及于2020
年8月在新加坡新并购的
加拿大国际学校。

学校数量	新增学校/新校区情况	招生情况	19H1 在校生 数	20H1 在校生 数	在校生 同比	19H1 收入	20H1 收入	收入 同比
42 (自主举办 和运营管理学 校分别有13所 和29所)	2021财年增加4所自主举 办学校。目前宁海公学和 湘湖公学仍在筹建中，预 计于2021年9月份开学	2020财年基础教育分部和 国际教育分部学生数量分 别为18857人和4859 人，同比分别增长3.2%和 6.7%。	22819	23716	3.9%	14.99	14.83	-1.1%
14	3 (四川巴中光正学校、云 浮市光明学校、顺德光正 学校)	20/21学年招生计划较去年 增加11246人，达到 71362人，增长18.7%	54420	60116	10.5%	16.82	17.93	6.6%
43 (10所高 中，12所初 中，12所小 学，4所幼儿 园，3所大学， 2所非学历教育 学校)	16 (1所高中，4所初 中，6所小学，2所幼儿 园，1所大学，2所提供非 学历教育的学校)	成实外教育20/21学年招 生总人数49459人，比上 年4同比增加8.5%	45580	51159	12.2%	7.54	8.86	17.5%
2 (北京海淀凯 文学校和北京 市朝阳区凯文 学校)					在校学生人数较上年同期增长 约30%	1.52	1.38	-9.2%
29 (20所自有 及4所委托K- 12学校; 经营 或授权5间培 训中心及4间 早教中心)	7所K-12学校	拟新增学校16所(14所 自有，2所委托)，预计最 高招生总数增加68025人	30145	40833	35.5%	4.38	5.71	30.4%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2020年以来国家加快推动独立学院转设进程。2020年5月教育部发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》的通知，要求“到2020年末，各独立学院全部制定转设工作方案，同时推动一批独立学院实现转设。办学条件达到本科高校设置标准的独立学院，可转设为独立设置的民办普通本科高校。”根据教育部公示，上半年14所独立学院转设获批。高教公司纷纷加快旗下独立学院转设推进，有利于民办高教集团旗下独立学院进一步扩大招生规模、提升学费标准，同时也为并购扩张增加潜在优质标的。

今年以来高教板块上市公司持续推进新校区建设、新学校收并购和独立学院转设。

中教控股2020年5月中标广东肇庆新区抵扣计划用于建设广州大学松田学院新校区；7月重庆学校举办者变更获批；8月以13.56亿元收购海南学校60%股权。同时加快推进旗下三所独立学院转设。希望教育于2020年4月完成马来西亚英迪学校收购；8月拟配售融资11.86亿港元用于收购中国的学校、建设和发展现有学校以及一般企业用途。新高教集团上半年新收购一所会计、IT、成人委托培训的职业教育培训机构云南职业学校；进一步收购河南学校45%股权和广西学校39%股权，市盈率低于首次收购。同时积极推进甘肃学院和华中学校的转设。

表27：主要高教上市公司旗下独立学院情况和转设进度梳理

旗下独立学院	基本情况	学费	学生数量	转设/新校区进展	
新高教集团	湖北民族大学科技学院（华中学校）	创办于2003年，提供医学、文法等学科本科及专科教育。拥有医学学士学位授予资质。 2019年8月并表。	—	2019-20 学年学生数量 10764 人。	有序进行
	兰州理工大学技术工程学院（甘肃学院）	创办于2004年，提供本科教育。2019年甘肃省独立学院就业率排名第一。 目前投资待完成。	—	2019-20 学年学生数量 8238 人。	有序进行
民生教育	云南大学滇池学院	创办于2001年，提供本科教育，学院现有47个本科专业，涵盖8大学科门类。 2019年并表。	2019-20 学年学费在 16000-24500 元之间。	截止 19 年学生数量为 21208 人。	2019年10月滇池学院阳宗海新校区正式启动，占地面积1753亩，计划2023年投入使用，预计容纳43000名學生。 2020年9月15日云南大学、滇池公司（公司附属公司）和滇池学院三方同意申请转设，滇池学院向云南大学支付补偿款2.8亿元。
	重庆工商大学派斯学院	2003年12月获教育部认证，主要提供本科教育及部分大专教育，现有24个本科专业和3个专科专业。	2019-2020 学年学费在 12000 元-16000 元之间。	截止 19 年学生数量为 14987 人。	重庆工商大学派斯学院转设获得重庆人民政府同意，已上报教育部。
中国新华教育	临床医学院	创办于2003年，目前由公司和安徽医科大学共同经营。以临床医学、药学以及护理学为主，开设7个本科专业。	2020-21 学年学费 13200 元-15900 元之间，住宿费 1000 元。	截止 2020 年 6 月有 1751 名在校生。	已购置土地用作新校区，坐落于合肥滨湖科学城核心区，预计不晚于 21 年 9 月 1 日前投入使用。
	红山学院	专业设置以经管为主，兼具文法特色，开设 15 个本科专业。	2020-21 学年学费 14000 元之间，住宿费 800-1500 元。	截止 2020 年 6 月有 9054 名在校生。20/21 学年新增专升本招生计划 830 人。	新校区于 2020 年 5 月动工，坐落于南京市，至少可容纳 25000 名学生。一期工程计划于 21 年 9 月 1 日前投入使用，预计至少可容纳 1 万名学生。

	四川外国语大学重庆翻译学院	创办于2003年,提供30个普通本科课程,并与24所海外大学建立合作伙伴关系。2019年7月加入集团。	2019-2020 学年学费在 12000-18000 元之间,住宿费在 900-1300 元之间。	截止 19 年 8 月在 校生 13238 人。	独立学院转设积极推进中。
中教控股	广州大学广州松田学院	创办于 2000 年,位于广州,2018 年 9 月加入集团。	2019-2020 学年学费在 26000-28000 元之间,住宿费 1500 元之间。	截止 19 年 8 月在 校生 9256 人。	公司与肇庆新区政府签订协议,将向公司提供最多 1500 亩用地,建立可容纳 30000 名学生的校园。
	山东泉城学院	创办于 2005 年,位于山东蓬莱,提供 40 个本科专业,9 个专科专业。2019 年 3 月加入集团。	2019-2020 学年本科学费在 11000-17000 元之间,住宿费在 800-1200 元之间。	截止 19 年 8 月在 校生 8488 人。	独立学院转设积极推进中。
	山西医科大学晋祠学院	创办于 2002 年,2014 年加入集团。学院共开设 13 本科专业,是全国仅有的十二所民办本科医学院之一,山西唯一一所提供临床医学教育的独立学院。		—	独立学院转设积极推进中。
希望教育	贵州财经大学商务学院	创办于 2004 年,2014 年加入集团。共开设 28 个本科专业,以经济管理,金融为办学特色。		在校生超过 18000 人。	独立学院转设积极推进中。
	西南交通大学希望学院	2009 年由希望教育创办,共开设 43 个本科及专科专业,轨道交通,土木工程专业在西部民办院校中处于领先地位。		2019-20 学年在校 生人数创新高。	独立学院转设积极推进中。
	贵州大学科技学院	创办于 2001 年,2019 年加入集团。开设 24 个专业,培养信息技术、科学专业技能以及财经类人才。		截止 2019 年在 校 生超过 9500 人。	独立学院转设积极推进中。
中汇集团	广东财经大学华商学院	创办于 2006 年,目前有两个校区,分别位于广州市和肇庆市。提供 37 个本科专业,会计学和新闻学分别为广东省特色重点学科和广东省高校重点培育学科。	华商学院平均学费 24315 元/人。	2020/2021 学年 华商学院在校 生人数为 24920 人,专升本考 生为 6038 人。	华商学院四惠校区第一期于 2020 年 9 月投入使用,占地面积 16.5 万平方米,可容纳 6000 名学生。整体规划面积约 53.3 万平方米,预计可容纳 1.6 万名学生。 2020 年 11 月 11 日经教育部批准转设为广州华商学院。

华立大 学集团	广东工业大学华立 学院	创办于2006年1月，提供 4-5年本科课程。	2019-20 学年平均 学费 23442 元/ 人。	2019-20 学年有 17765 名在 校 生。	华立学院增城校区预计 2021 年上半年 投入使用，可容纳人数增加 2200 名学 生。
------------	----------------	----------------------------	-----------------------------------	------------------------------------	--

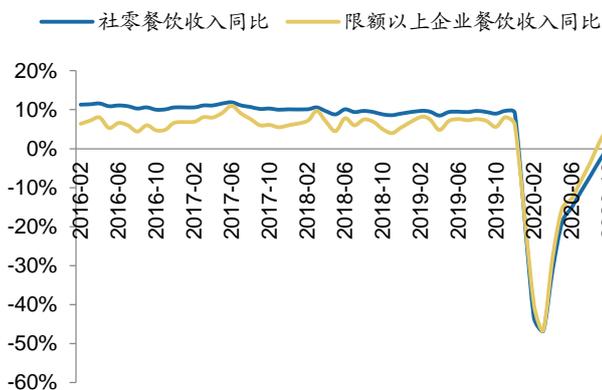
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

六、餐饮：龙头拓店提速，疫情加快餐饮格局重塑

（一）观点：疫情加快餐饮格局重塑，龙头粘性强，恢复快，门店扩张提速

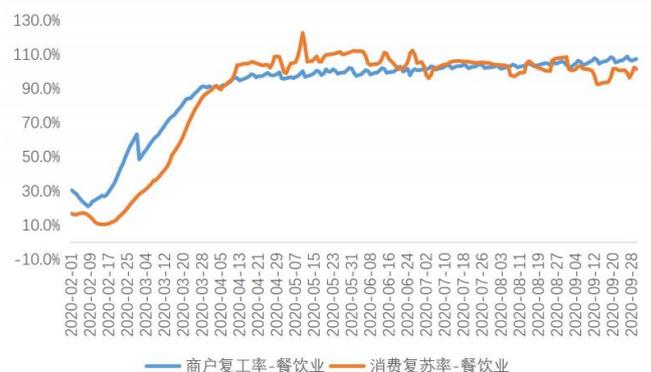
从餐饮整体恢复情况来看，社零餐饮增速自3月触底后持续回升，10月同比增长0.8%，恢复正增长。限额以上餐企收入增速修复斜率好于行业整体，9月、10月同比分别增长1.9%和6.1%。目前我国餐饮市场连锁化率低，餐饮市场集中度低。我们认为本次疫情或加快餐饮行业格局重塑和连锁化率提升进程。根据弗若斯特沙利文，2019年餐饮市场CR4仅为2.9%。根据美团《中国餐饮大数据2020》，2018年国内餐饮连锁化率为5%，相比美国的30%仍有明显提升空间。从商家角度，单体餐饮企业存在较大的租金、客流、现金周转的压力；从消费者的角度，疫情之后对食品安全和卫生的要求提高。规模以上，特别是连锁餐饮企业体现出更强的抗风险能力。连锁餐企供应链更为成熟完善，规模经济下成本费用控制更为出色，品牌知名度背书下，顾客黏度也相对更高。参考全球餐饮巨头成长路径，门店扩张、连锁规模提升是必经之路。2021年，疫情影响基本恢复，龙头门店扩张有望继续加速，重点看好海底捞、九毛九、百胜中国，建议关注广州酒家、呷哺呷哺。

图84：社零餐饮收入单月增速和限额以上餐饮企业收入单月增速



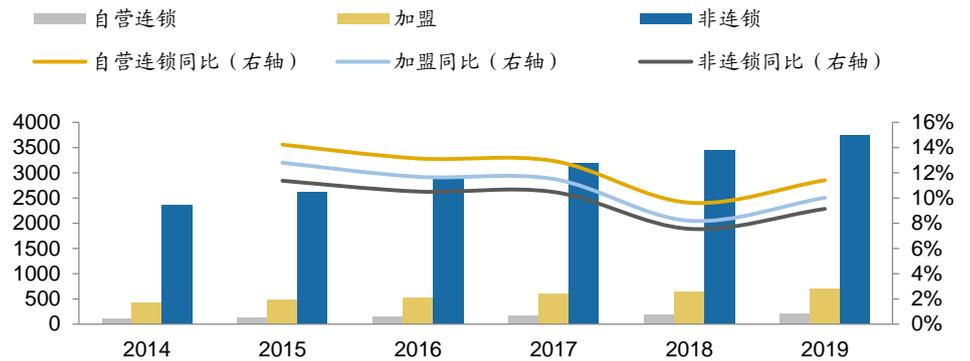
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图85：疫情以来餐饮商户复工率和餐饮消费复苏率



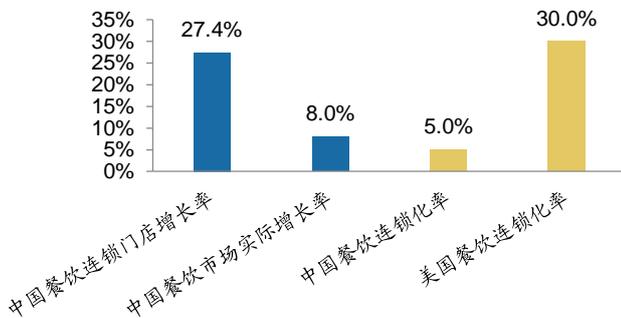
数据来源：美团研究院，广发证券发展研究中心

图86: 连锁餐厅(直营&加盟)和非连锁餐厅市场规模(十亿元)和同比增速



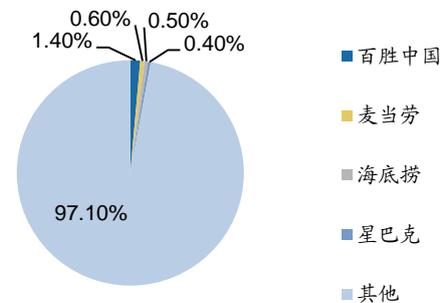
数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图87: 中国和美国餐饮市场连锁化率对比(2018年)



数据来源: 《中国餐饮大数据2020》、广发证券发展研究中心

图88: 2019年国内餐饮行业CR4为2.9%



数据来源: 弗若斯特沙利文、广发证券发展研究中心

龙头逆势加快开店, 下半年以来纷纷上调指引。由于部分餐饮企业出清, 以及疫情之下商场经营压力加大, 头部餐饮品牌引流效果明显, 对餐饮龙头来说今年以来商场选址条件和租金谈判均更占优势。龙头人才储备、资金周转、管理能力和供应链均具备优势, 今年以来逆势加快拓店速度。下半年以来餐饮龙头纷纷上调开店指引。预计海底捞、太二、呷哺呷哺、凑凑全年分别新开500家、100家、100家和40家门店, 百胜中国旗下肯德基Q3后上调全年开店指引至900家(原计划为800-850家), 下半年开店明显提速。

表28: 主要餐饮品牌门店数量和2020年预计新开店数量(家)

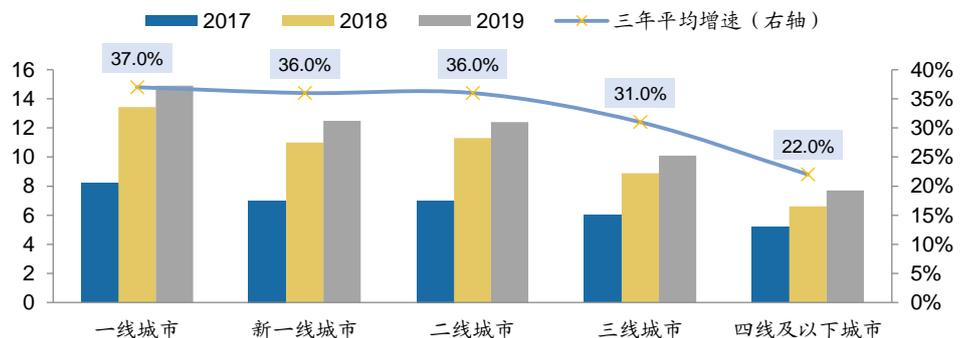
期末门店数量	海底捞	太二	九毛九	呷哺呷哺	凑凑	肯德基	必胜客
2016	176			639	2	5224	2081
2017	273	28	139	738	21	5488	2195
2018	466	65	147	886	48	5910	2240
2019	768	126	143	1022	102	6534	2281
2020H	935	161	105	1010	107	6749	2258
新开门店情况	海底捞	太二	九毛九	呷哺呷哺	凑凑	肯德基	必胜客
2017	98	16	17	136	19	408	180
2018	200	37	16	168	27	566	157
2019	308	61	11	189	54	742	132
2020H1	173	37	6	31	5	307	19
2020H2	327	63	4	69	35	643	31
2020E	500	100	10	100	40	900	50

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) 拓店空间: 低线消费力崛起, 餐饮龙头凭借品牌势能确立下沉优势

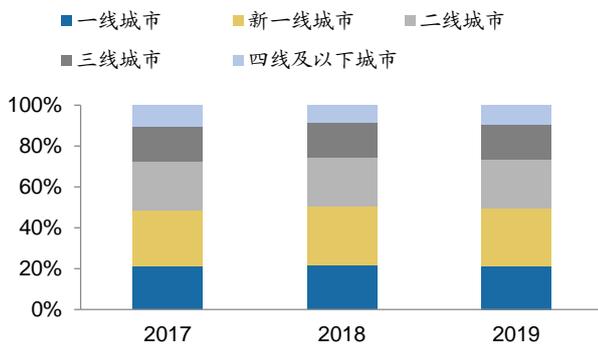
随着低线级城市消费力崛起, 低线城市消费者消费升级趋势明显、对餐饮品质要求逐步向一二线城市看齐, 低线城市餐饮发展扩容潜力巨大。根据美团, 2017-19年二线城市、三线城市和四线及以下城市人均订单量平均增速分别达到36%、31%和22%, 2019年三线城市和四线及以下城市线上订单分别占17.2%和9.3%。目前低线城市仍有较大的开店空间。已经在一二线城市建立起较好的品牌认知度和食品安全、品质更有保障的连锁企业有望凭借较强的品牌势能确立在低线城市的扩张优势。

图 89: 美团平台各层级城市 2017-2019 年人均线上餐饮订单量(单)



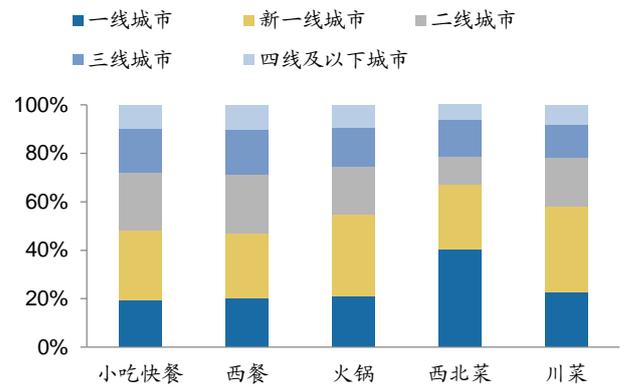
数据来源: 美团, 广发证券发展研究中心

图90: 2017-2019年美团平台各层级城市餐饮订单分布



数据来源: 美团, 广发证券发展研究中心

图91: 2017-2019年美团平台不同品类餐饮订单在各层级城市分布



数据来源: 美团, 广发证券发展研究中心

海底捞: 目前低线城市门店密度仍然不高, 从同店和翻台情况来看近年来低线城市均好于一线城市。上半年一线城市、二线城市、三线及以下城市翻台率分别为3次/天、3.5次/天和3.6次/天; 一线、二线、三线及以下城市日均销售额同比分别下降27.3%、21.0%和13.3%。不同线城市人均消费均有所提升。上半年海底捞人均消费为112.8元, 同比上升8.0%。其中一线城市、二线城市、三线及以下城市人均消费分别为118.1元、107.4元和101.8元, 同比分别增长7.4%、9.1%和7.4%。

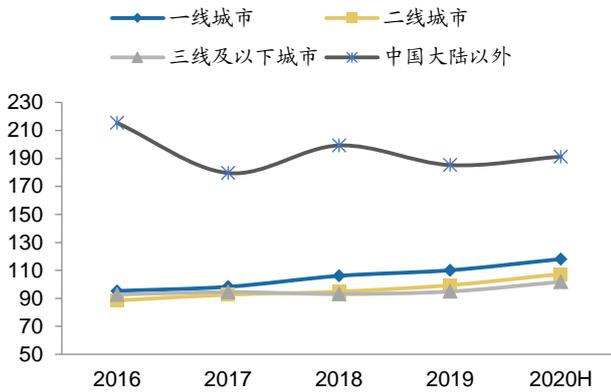
从开店情况来看, 近年来海底捞新开门店中三线及以下城市占比较大。相比19年末, 2020年上半年一线、二线、三线及以下城市门店分别增加22家、57家和73家, 新进入了30多个三线城市。二线城市、三线及以下城市新开门店分别占34.1%和43.7%, 低线城市门店网络持续加密。我们认为长期来看海底捞开店空间在3000家左右, 目前海底捞已经覆盖的三线城市不到一半, 未来仍有较大的加密拓店空间。

表29: 海底捞2020H1同店数据汇总

	同店数量 (家)	同店平均日销售额 (百万元)			同店翻台率 (次/天)	
		2019H	2020H	同比	2019H	2020H
一线城市	65	133.8	97.3	-27.3%	4.7	3.4
二线城市	160	126.7	100.1	-21.0%	5	3.8
三线及以下城市	110	110.9	96.1	-13.3%	4.8	4.1
中国大陆以外	35	139.4	96.8	-30.6%	3.9	2.7
整体	370	124.4	98.1	-21.1%	4.8	3.7

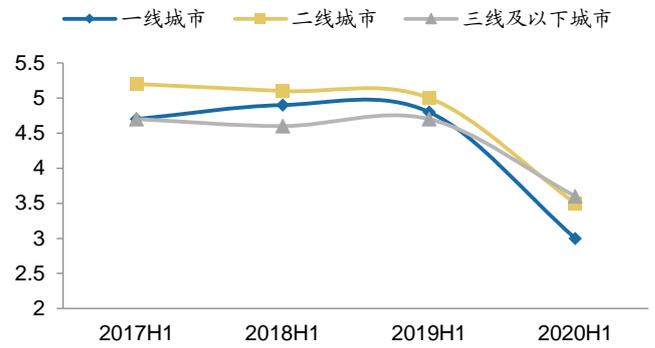
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图92: 上半年海底捞在各线城市人均消费均有所提升(单位: 元)



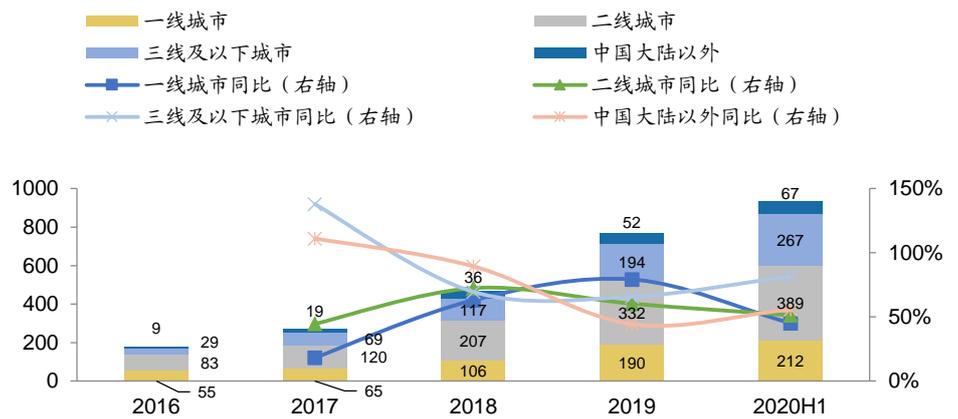
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图93: 海底捞在不同线城市城市翻台率情况(次/天)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

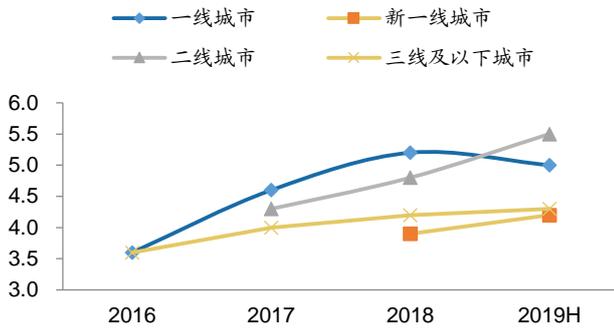
图94: 海底捞在各线城市门店数量和同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

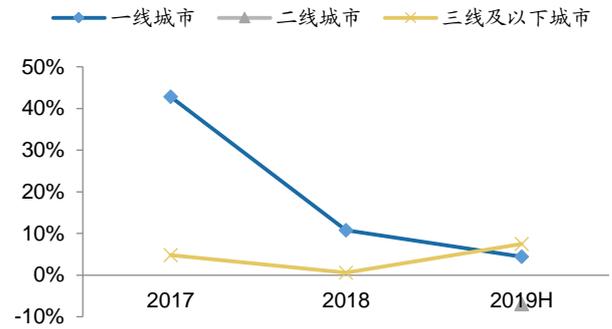
太二: 今年以来太二延续较快开店速度, 持续推进全国扩张。目前太二扩张仍以一二线城市为主, 今年以来加快了三线及以下城市拓店速度。一二线城市客流大, 客单价高, 太二品牌通过积累一二线话语权更强的消费客群以增强品牌忠诚度, 积蓄品牌势能。同时也持续在低线城市布点。根据太二微信公众号, 今年以来太二在广东茂名、湛江, 安徽芜湖、山西太原、江苏镇江、福建莆田、江苏南通、新开门店, 有望持续凭借经典菜品、年轻有趣的品牌形象加快全国渗透。

图95: 九毛九旗下太二酸菜鱼不同线级城市翻台率情况 (次/天)



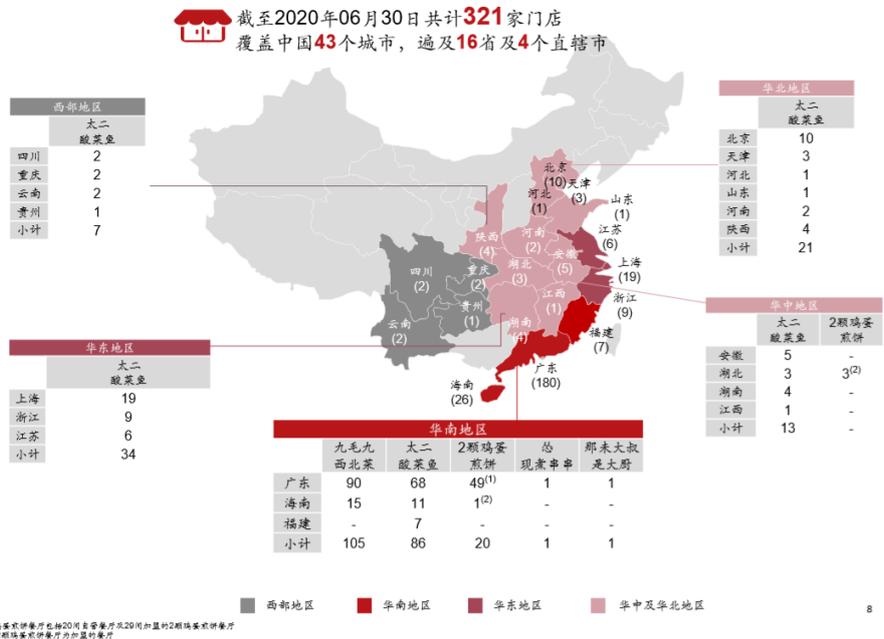
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图96: 九毛九西北菜不同线级城市翻台率情况 (次/天)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图97: 九毛九旗下各品牌餐厅布局



数据来源: 公司 2020 年中期业绩发布会资料, 广发证券发展研究中心

表30: 九毛九旗下太二酸菜鱼品牌20年6月以来新开店城市和开店数量

月份	开店数量 (家)	开店城市
2020/11	16	11 (北京 1, 上海 5, 广州 1, 沈阳 1, 杭州 2, 福州 1, 西安 1, 成都 1, 肇庆 1, 赣州 1, 镇江 1)
2020/10	8	7 (北京 1, 上海 1, 深圳 2, 南昌 1, 嘉兴 1, 武汉 1, 青岛 1)
2020/09	21	17 (北京 1, 上海 1, 广州 3, 苏州 2, 南京 1, 南宁 1, 昆明 1, 合肥 1, 成都 1, 南通 2, 柳州 1, 莆田 1, 珠海 1, 常州 1, 扬州 1, 泉州 1, 东莞 1)
2020/08	9	7 (澳门 1, 上海 3, 昆明 1, 武汉 1, 南京 1, 南宁 1, 东莞 1)
2020/07	6	6 (北京 1, 宁波 1, 深圳 1, 郑州 1, 上海 1, 太原 1)
2020/06	12	9 (上海 4, 北京 1, 天津 1, 合肥 1, 茂名 1, 西安 1, 湛江 1, 广州 1, 芜湖 1)

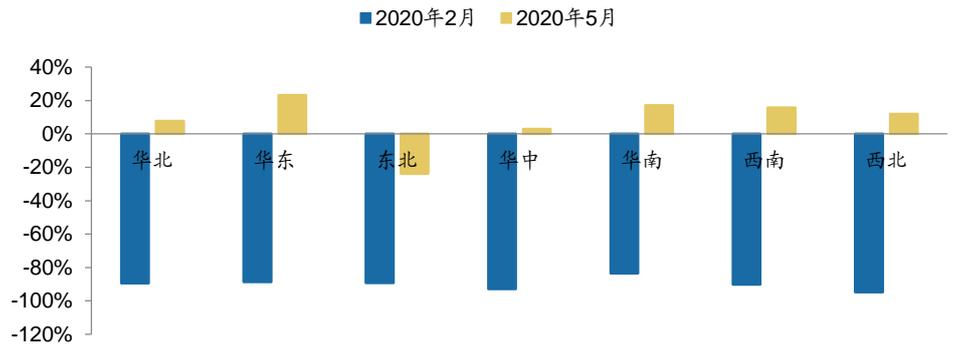
数据来源: 太二微信公众号, 广发证券发展研究中心

百胜中国: 若对标目前麦当劳在中国台湾和日本的渗透率, 以2019年中国大陆8.48亿城镇人口计算, 肯德基长期门店空间约处于1.4-2万家左右, 肯德基、必胜客在国内渗透率仍有明显提升空间。同时, 低线城市人工、租金成本较低, 肯德基在3-6线城市新店现金回收期比一二线城市更快。截止Q3肯德基和必胜客低线城市门店占比分别为56%和41%, Q3新开门店中低线城市门店分别占61%和53%。

(三) 场景和数字化变革: 外卖渗透率进一步提升, 餐饮企业全面试水零售业务

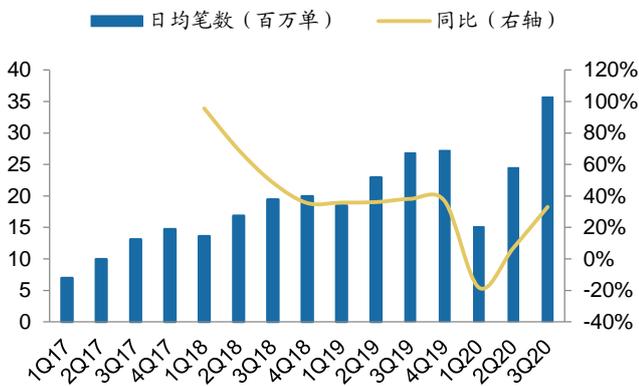
近年来国内外卖交易额持续增长, 渗透率快速提升, 根据艾瑞咨询, 2019年外卖产业交易额达到6538亿元, 同比增长39.3%; 渗透率达到14.0%, 较18年提升3pct。考虑到疫情期间和疫情之后的防疫常态化阶段里, 到店场景有所削弱, 用户习惯逐渐转变, 到家需求将会持续强势, 长期带动外卖渗透率提升。从美团数据来看, 美团外卖日均笔数从Q1的下降18%迅速恢复, Q2同比增长7%, Q3同比增长33%。Q3交易金额达到1522亿元, 同比增长36%。同时众多正餐品牌和高星级酒店餐厅相继开通外卖服务、加速入驻外卖平台。品牌连锁餐饮安全性更有保障, 消费者信赖程度和粘性更强, 或将从供需两侧推动餐饮外卖品质升级, 标准化程度高、配送各环节质量和服务好的餐饮龙头更有优势。2020Q1-Q3美团外卖单均金额分别为52元、49元和47元, 较疫情前的45元以下同比有明显提升。以百胜中国为例, 2020年以来外卖销售占比较疫情前明显提升, Q3肯德基和必胜客外卖销售分别占27%和32%。此外, 优秀的数字化系统和会员建设也有助于疫情之后的快速恢复。截止2020年9月, 肯德基和必胜客分别有超过2.6亿会员和超过8000万会员。近年来肯德基和必胜客会员销售占比持续提升, Q3肯德基、必胜客会员销售额占比分别达到61%和53%。Q3会员ARPU是16年的2倍, 付费会员购买频次较之前增加超过2倍。

图98: 餐饮商户线上订单疫情前后同比变化



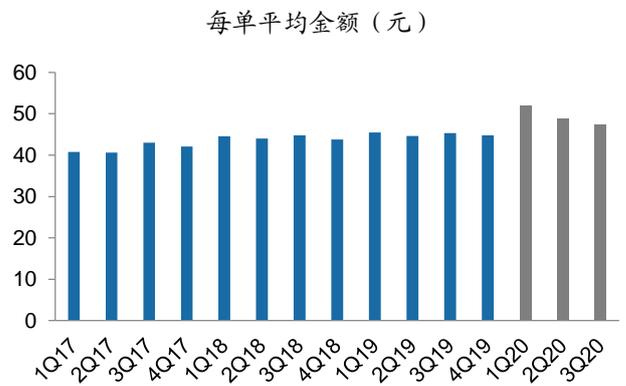
数据来源: 美团, 广发证券发展研究中心

图99: 美团单季度外卖日均笔数和同比增速



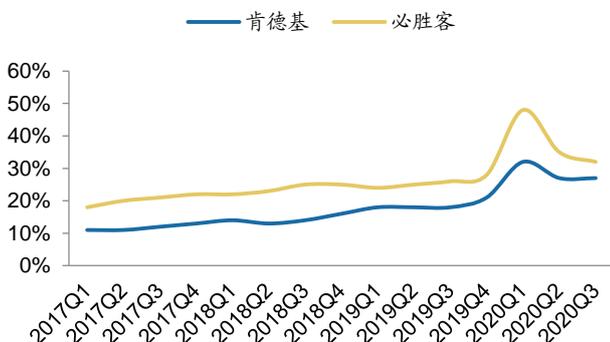
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图100: 美团单季度外卖单均金额



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图101: 百胜中国旗下肯德基和必胜客外卖销售占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图102: 百胜中国旗下肯德基和必胜客会员销售占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

近年来餐饮零售化趋势明显, 众多餐饮企业通过线下的门店和商超, 线上渠道的微

信官方商城、天猫和京东旗舰店等推出半成品、调料配料、零食点心和其他周边产品。餐饮零售化有助于打破营业场所和营业时间的限制，丰富经营业态和消费场景，同时有助于加强品牌形象。

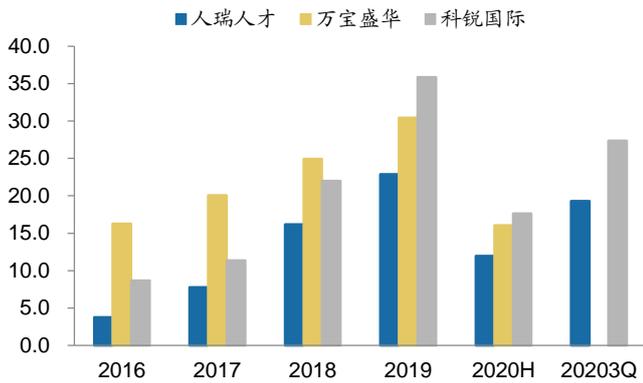
餐饮与零售业务在上游重合度较高，目前多数连锁餐饮供应链能力持续升级，连锁餐饮企业在采买、冷链物流、仓储上均具有优势，中央厨房的模式可以提供标准化半成品的生产能力。渠道方面，线下线上渠道扩张是餐饮零售业务关键。餐饮门店可以形成线下销售底层支撑。强化商超、线上等渠道布局至关重要。消费者层面，餐饮品牌自身品牌认知度有望帮助餐饮零售产品加速消费者认知。以星巴克、喜茶、奈雪的茶为代表的茶饮品牌推出的周边产品也有助于强化自身品牌形象，打造品牌IP。

七、人力资源服务：重点布局灵活用工，龙头公司发力 新经济

近年来我国人力资源行业快速发展，除传统的猎头、招聘等业务外，灵活用工快速增长，渗透率持续提升。灵活用工能够满足企业短期或周期性的用工需求，降低用工风险提高效率。同时具备一定抗周期属性，在宏观经济增速放缓，企业成本费用控精细化转型的背景下与企业需求契合。在政策支持和产业结构升级、服务业占比提升、专业化分工更为清晰的趋势下我们认为灵活用工有望迎来长期发展契机，赵大年看好A股的科锐国际。

国内主要人力资源龙头为A股的科锐国际、港股上市的万宝盛华和人瑞人才，以及计划重组上市的上海外服。龙头公司近年来快速扩张，灵活用工业务占比持续提升，特别是在新经济行业深度挖掘客户需求。同时加快了内地和海外市场的开拓，规模效应下人均创利均稳步增长。控费水平持续提升，账期管理优势凸显。科锐国际、万宝盛华、人瑞人才20年上半年分别实现收入17.6亿元、16.0亿元和12.0亿元，同比分别增长5.2%、11.3%和11.0%。其中灵活用工业务分别实现13.9亿元、15.1亿元和11.1亿，同比分别增长9.1%、19.9%和8.7%。

图103: 人力资源上市公司收入规模对比 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

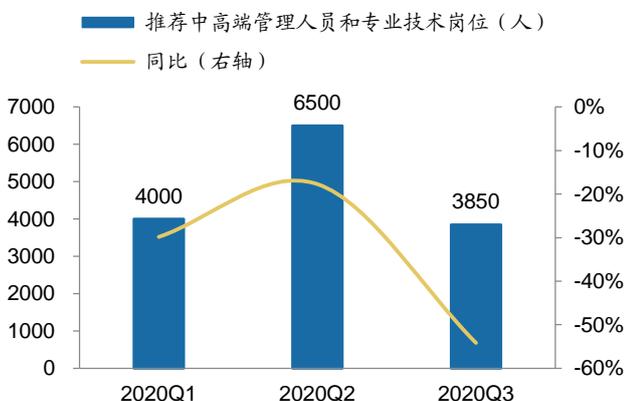
图104: 人力资源公司灵活用工收入对比 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

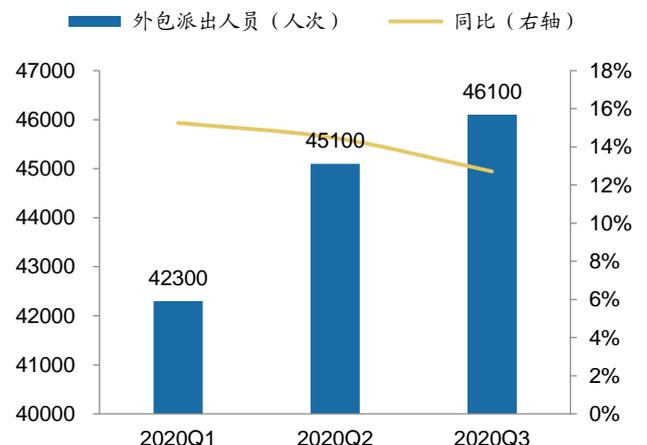
科锐国际: 灵活用工增长稳健, 持续扩展数字化服务边界。公司前三季度收入27.4亿元, 同比增长4.7%; 归母净利润1.3亿元, 同比增长16.4%。截止9月公司管理外派员工17770余人, 同比增长22.6%; 三大业务累计推荐中高端管理人员和专业技术岗位14350余人, 同比下降34.8%, 预计主要是疫情影响下猎头、RPO业务对整体表现有所拖累。灵活用工延续稳健增长, 特别是在技术研发、医药等岗位持续突破。截止Q3外包累计派出人员13.35万人次, 同比增长14.1%。公司近年来持续扩展G端客户, 为政府提供引才、引智及数字化支持, 有望丰富和优化客户结构。近年来才到云不断创新产品组合, 模块化、颗粒化赋能区域长尾中小企业客户。同时公司开发的招考一体化产品与战略投资结合打造SaaS+模式, 有望满足事业单位、央国企的多维度人才服务需求。截止Q3, “招考一体化”产品已实现服务在线报名与考试60万人次, 在线面试超过5万人次。整体来看公司数字化产品边界不断扩展, 服务能力和范围扩张, 有望形成新的业绩增长点。

图105: 科锐国际Q1-Q3推荐中高端管理人员和专业技术岗位人数和同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

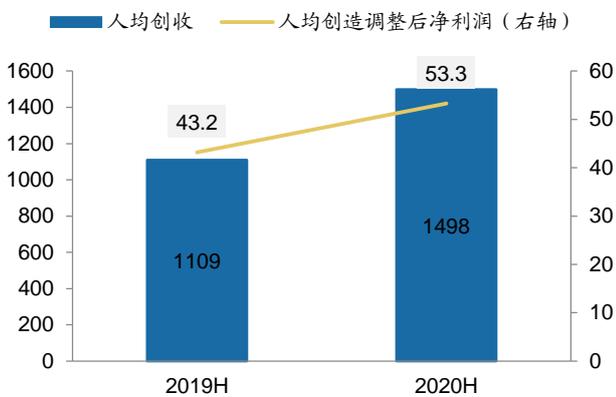
图106: 科锐国际Q1-Q3外包派出人员及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

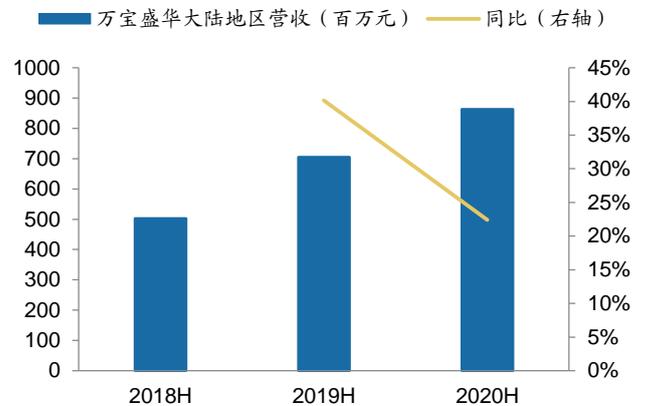
万宝盛华：灵活用工快速增长，运营架构优化。万宝盛华上半年大陆地区灵活用工业务收入同比增长39%，灵活用工占公司收入比例提升至94.0%。截止20年上半年外包员工人数达到21000人，同比增长20%，大陆地区外包员工同比增长约40.3%。公司继续深挖现有客户潜力，专注新经济和科技类客户的开发。上半年公司新增新经济和科技类客户约200个，前五大客户均为新经济和科技类客户。公司上半年合并猎头和RPO团队，组建招聘和解决方案事业部，运营结构有所优化。并加强了武汉、杭州等新锐城市布局。

图107：万宝盛华人均创收和人均创利（千元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

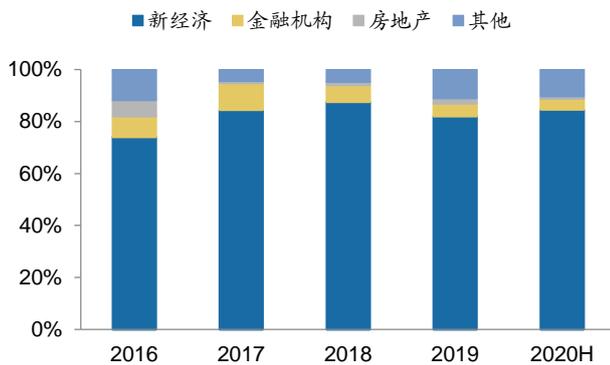
图108：万宝盛华上半年大陆地区营收同比增长22.4%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

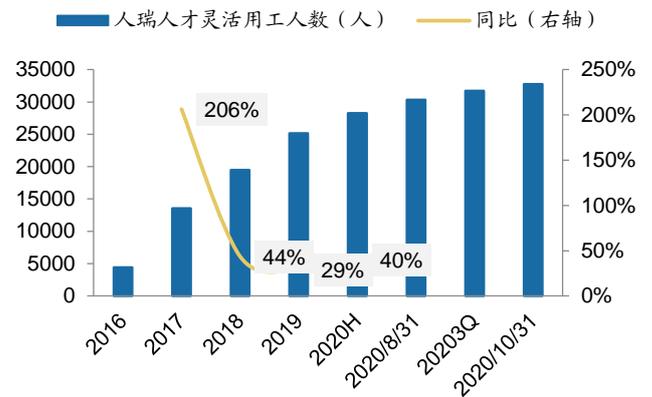
人瑞人才：6月开始灵活用工业务恢复快速增长，专注新经济企业和大客户策略。疫情后公司灵活用工业务持续回暖。截止2020年10月末，灵活用工人数达到32722人，较19年末增长30.3%。公司持续发力新经济企业，截止上半年公司为新经济企业客户配置了超过23938名灵活用工员工，占灵活用工总员工数的84.7%，来自新经济客户的收入占87.3%。上半年公司前五大客户收入占6.6亿元，占整体收入的55.6%，第一大客户收入占39.9%，经常性客户收入占88.6%。同时公司灵活用工员工流失率有所下降，灵活用工员工流失率从19年上半年的10.3%下降到2020年上半年的7.1%。上半年公司通过人力资源服务技术平台生态系统升级，进一步提升了公司的整体服务能力和人效。开始通过产教融合的方式，打造人才职业生态链，有望建立人才供给源头，提升整体服务竞争力。

图109: 人瑞人才灵活用工职位结构



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图110: 人瑞人才灵活用工人数和同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

八、风险提示

- (1) 疫情发展存在不确定性, 影响旅游、餐饮和线下教培正常经营;
- (2) 机场免税盈利下降、免税产业政策变化、行业竞争加剧、汇率波动、项目投资风险;
- (3) 酒店、餐饮龙头开店速度不及预期, 中长期成长受阻;
- (4) 疫情发展存在不确定性, 线下机构复课不及预期;
- (5) 教培行业竞争加剧, 广告投放成本提升、师资流失风险。

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
- 张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
- 宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
- 高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦 37楼	香港德辅道中 189号 李宝椿大厦 29及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。