

社会服务

报告日期：2023年06月20日

社会服务行业 2023 中期策略：高景气度、结构调整及政策变化

——行业深度报告

投资要点

- 出行产业链景气度高，反应在利润端，今年一季度的净利润增速快于其他行业，但因估值因素，边际上景气度难以消化去年出行预期放开的估值，板块业绩表现和估值表现背离，我们认为相较于去年预期，今年更注重结构景气度和估值，下半年策略上，我们重点聚焦三个方面：1、高景气度且边际超预期；2、结构调整下的国企改革机会及电商结构变化机会；3、政策变化。
- 要点 1：高景气度——出行产业链确定性景气度，平衡景气度边际变化和估值。上半年景气度高，下半年持续向好，临近暑期和端午节，预期上行。出行数据：传统旅游热门地区复苏态势领跑，五一假期旅游热度延续一季度情形，国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%。低客单出游、特种兵等新旅游趋势获得追捧。酒店：2023 年 Q1 锦江/华住/亚朵的 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 103%/118%/118.3%。RevPAR 三季度预期上行，OCC 及 ADR 有望重拾五一景气度，持续性上强于五一，考虑假期时间较长，且叠加端午节旺季，看好高景气度的酒店及景区板块。
- 要点 2：调结构——从成长到 ROE 投资转变，注重国企改革催化；电商市场化竞争，环境催化平台受益及调整，持续性和护城河取决于效率。主看国企改革+中特估催化的零售国企戴维斯双击，同时关注消费和渠道分层带来的品牌化和性价比电商平台机会。零售国企：新一轮国改即将进入收官之年，国有企业有望乘疫情复苏，客流恢复之风，收入恢复弹性，另一方面内部提升管理效率和运营实力，人均创利创效能力提升，费用率得到有效控制，利润水平提高具有确定性。电商：新增用户减少，增长靠坑产或用户留存，护城河来源于复购率。在消费分化，渠道分层的背景下，拼多多，抖音依靠效率突围和内容禀赋获得流量带动商品销售。品牌化与高性价比商品均展现较大增长潜力。
- 要点 3：政策变化——Reits 重估和国企改革，对商业 ROE 提升利好，商业百货结构性重估，静等下半年政策落地。教育政策持续优化，AI+教育不断催化，板块估值处于历史较低水平，重视下半年投资机会。关注终端消费刺激政策对终端消费的拉动超预期、金融政策创新对估值体系的重塑、供给限制放松带来的细分板块机遇。1、对终端消费的刺激：消费提振年，各地因地制宜出台消费激励政策和消费券发放活动，加速疫后复苏过程，结合暑期旺季有望推动消费力的整体提升；2、创新金融政策盘活资产：今年三月，REITS 首次纳入了零售类资产，对标美国，我国零售 REITS 化率提升空间大，将为零售企业的价值重估和估值升维带来机遇；3、供给端的限制放松：《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》和《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023-2025 年）》的提出，教培行业预期转暖，职业教育迎来发展良机。
- 个股推荐
酒店建议关注锦江酒店、首旅酒店、华住集团、亚朵酒店及君亭酒店；景区建议关注天目湖、宋城演艺、黄山旅游、九华旅游、峨眉山 A 及长白山；职业教育建议关注中教控股及中国科培；百货推荐重庆百货、家家悦，建议关注杭州解百及百联股份；电商建议关注美团、拼多多、达达集团、阿里巴巴和京东；
- 风险提示
宏观经济恢复不及预期、行业竞争加剧、消费恢复不及预期、疫情扰动风险。

行业评级：看好(维持)

分析师：宁浮洁
执业证书号：S1230522060002
ningfujie@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《1-5 月白云机场免税店销售额近 2 亿元》 2023.06.18
- 2 《前 5 月海南以免税品方式进口 112.9 亿元，同比+15%》 2023.06.10
- 3 《中免 6 月 8 日起调整会员积分规则，4 月韩免销售额恢复至 19 年的 51%》 2023.06.04

正文目录

1 行情回顾：行业跑输大盘，业绩反弹 Q1 位列首位	5
2 消费环境：处于弱复苏态势，结构调整机会值得关注	6
2.1 宏观环境弱复苏	6
2.2 结构性机会 1：出行链等子板块具备高景气度	8
2.3 结构性机会 2：关注今年的国企改革主线	9
3 景区酒店：进入三季度暑期出行旺季，看好高景气度反弹持续	10
3.1 人流量复苏优于收入复苏，旅游新趋势概念出圈	10
3.1.1 人流量复苏超预期，积攒旅游需求强劲爆发	11
3.1.2 旅游收入复苏步伐较弱，价格成为居民重要考量因素	11
3.1.3 观念转变推动旅游市场新变化	11
3.2 酒店短期受益复苏，长期利好龙头	12
3.3 量价齐增料将持续，下半年酒旅行业预期继续反弹	12
4 线下零售：国企改革激励基本面，资产价值将迎来重估	13
4.1 国企改革驱动零售企业业绩改善	14
4.1.1 线下零售行业集中度有提升空间，龙头国企经营效率有待改进	14
4.1.2 国企混改改善治理结构和运营效率，对公司绩效形成积极影响	15
4.1.3 国改进行时，看好零售国企改革下经营效率的提升	17
4.2 商业地产 REITS 有望对国有零售企业物业价值产生价值重估	19
4.3 核心标的	21
5 电商：渠道分层，玩家增速分化	22
5.1 国内从用户驱动到价格驱动	22
5.2 新增用户减少，增长靠坑产或用户留存	22
5.3 竞争内卷：平台之间增速出现分化，护城河来自于用户复购	23
5.4 拼多多：在阿里忽视的市场中崛起，切入低价流量入口	24
6 教育：政策转暖，AI 赋能和职教培训迎来机遇	26
6.1 行业展望：政策环境利好，教培行业预期转暖	26
6.2 产业趋势一：AI 赋能教育业务，教育信息化 2.0 奠定政策基础	26
6.3 产业趋势二：“职业教育”赛道迎发展良机	28
6.4 核心标的	29
7 风险提示	30

图表目录

图 1: 2023.01.01-2023.06.01 各板块涨跌幅 (申万一级)	5
图 2: 申万各一级板块净利润同比 (%)	5
图 3: 社会服务/商贸零售板块营业收入恢复至 2019 年比例	6
图 4: 社会服务/商贸零售净利润恢复至 2019 年比例	6
图 5: 商贸零售子板块涨跌幅和业绩同比	6
图 6: 社会服务子板块涨跌幅和业绩同比	6
图 7: 社会消费品零售数据	7
图 8: 消费者信心指数	7
图 9: 失业率数据	7
图 10: 地产拉动作用在减弱 (%)	7
图 11: 民航客运量及同比	9
图 12: 各大机场旅客吞吐量 (亿人)	9
图 13: 铁路客运量	9
图 14: 公路客运量	9
图 15: 各节日旅游人次	9
图 16: 各节日旅游收入	9
图 17: 本轮国企改革特征	10
图 18: 一季度城镇储户收入感受及收入信心指数	11
图 19: 2022 暑期旅行人群占比	13
图 20: 住户存款增加情况 (单位: 万亿)	13
图 21: 超市和大卖场市场规模	14
图 22: 百货门店数量及增速	14
图 23: 中美超市集中度对比	14
图 24: 2021 年线下零售商超 TOP15	14
图 25: 商贸零售国有企业体量大, 但毛利率低	15
图 26: 商贸零售国有企业人均创收创利能力较弱	15
图 27: 商贸零售国有企业 ROE 不如民营企业 (%)	15
图 28: 商贸零售国有企业资产负债率较高 (%)	15
图 29: 2018 年混改企业赛道和混改数量分布	16
图 30: 5 大行业混改的回归结果 (选取 ROE 作为指标)	16
图 31: 重庆百货改革过程	16
图 32: 重庆百货 ROE 变化	17
图 33: 重庆百货净利率变化	17
图 34: 武商集团 ROE 变化	17
图 35: 武商集团净利率变化	17
图 36: 美国分行业 REITS 情况 (2023 年 5 月)	19
图 37: 中美商业不动产存量市值 (十亿美元)	19
图 38: 2021 年高线城市地产资本化率	20
图 39: 阿里巴巴获客成本变化 (元)	23
图 40: 阿里巴巴年活用户数	23
图 41: 各大互联网平台用户时长变化	23
图 42: 各品牌市占率变化	24

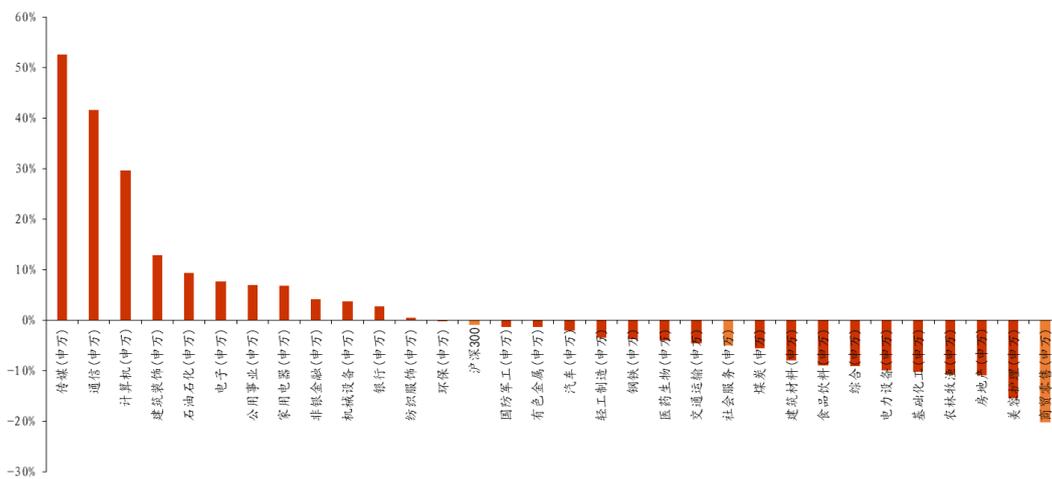
图 43: 拼多多聚焦白牌、农产品、Temu 和组织变化	25
图 44: 拼多多 95 后新新农人数量	25
表 1: 各地刺激消费政策	7
表 2: 龙头酒店经营数据 (单位: 元/%)	12
表 3: 酒旅板块领域重点公司盈利预测和估值	13
表 4: 各公司激励计划	18
表 5: 上市公司发行类 REITS 统计	20
表 6: 国有零售公司 RNAV 计算	21
表 7: 线下零售重点公司盈利预测和估值	22
表 8: 电商增长排序为抖音小店、快手、拼多多、京东、阿里巴巴 (亿元)	24
表 9: 阿里巴巴 VS 拼多多货币化率 (%)	25
表 10: 各大电商公司经营数据	25
表 11: 国内外尝试利用 AIGC 辅助教育实践的机构	27
表 12: A 股教育行业主要公司 AI 布局情况	27
表 13: 教育公司 2023Q1 业绩	29
表 14: 重点教育上市公司盈利预测及估值	30

1 行情回顾：行业跑输大盘，业绩反弹 Q1 位列首位

上半年社会服务与商贸零售板块表现跑输大盘。受疫情反复，经济增速下降，消费复苏具有时滞性等影响，上半年（2023年1月1日至2023年6月1日）消费板块整体承压，仅有纺织服装（+0.5%）和家电板块（+6.7%）实现正收益。商贸零售和社会服务板块整体跑输大盘，商贸零售板块下跌20.17%，社会服务板块下跌5.06%。

业绩端，板块收入利润得充足释放。2023Q1社会服务板块净利润同增119%，商贸零售板块净利润同增31%，在申万子行业净利润增速中排名靠前，反映出去年低基数+今年疫后恢复带来的业绩反弹效应显著。2023Q1社会服务板块营业收入恢复到2019Q1的73.3%，净利润恢复到2019Q1的18.1%；商贸零售板块营业收入恢复到82.6%，净利润恢复到97%，复苏势能较好。

图1：2023.01.01-2023.06.01 各板块涨跌幅（申万一级）



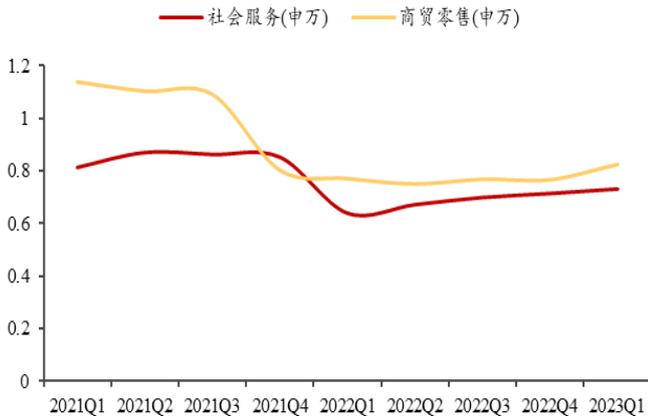
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：申万各一级板块净利润同比（%）

行业	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
社会服务(申万)	-37.82	-4696.17	-3803.00	-35.05	119.19
农林牧渔(申万)	-197.32	-209.27	133.51	146.19	68.70
非银金融(申万)	-39.89	-19.60	-19.60	-22.50	64.72
计算机(申万)	-91.58	-57.92	-63.17	-46.36	54.76
电力设备(申万)	32.63	72.30	73.17	79.52	45.99
综合(申万)	-117.03	-81.87	67.91	-154.39	45.25
公用事业(申万)	-33.70	-18.12	2.78	66.38	42.61
美容护理(申万)	-27.52	-17.29	-18.53	-41.14	33.53
商贸零售(申万)	-12.27	-5.32	6.73	67.39	31.36
传媒(申万)	-18.22	-26.84	-28.62	-67.37	25.50
食品饮料(申万)	18.18	13.67	13.24	12.61	18.23
家用电器(申万)	12.57	14.36	14.11	10.54	15.10
建筑装饰(申万)	10.36	5.28	4.29	11.72	12.18
汽车(申万)	-15.07	-20.25	-5.03	-2.87	8.76
通信(申万)	22.78	116.05	38.62	40.61	8.47
沪深300	2.63	3.35	3.06	2.05	6.77
交通运输(申万)	41.12	-23.15	-28.17	-44.83	3.61
环保(申万)	-19.49	-15.63	-8.86	-13.05	2.52
银行(申万)	8.55	7.49	8.02	7.59	2.37
煤炭(申万)	83.37	96.66	68.49	49.57	1.79
国防军工(申万)	10.50	3.88	5.11	-8.37	-4.35
纺织服装(申万)	-16.17	-23.15	-27.41	-43.20	-5.47
机械设备(申万)	-28.17	-27.39	-22.71	-11.98	-6.54
石油石化(申万)	23.79	24.04	13.64	8.15	-11.08
医药生物(申万)	27.66	9.81	7.49	-1.36	-17.74
有色金属(申万)	123.09	92.09	69.88	54.43	-19.04
房地产(申万)	-36.39	-60.95	-72.45	-340.59	-22.77
轻工制造(申万)	-40.25	-32.55	-27.02	-34.55	-27.89
基础化工(申万)	26.36	14.79	1.72	-7.77	-47.92
电子(申万)	-12.27	-21.68	-30.67	-33.71	-55.34
建筑材料(申万)	-25.04	-35.56	-42.96	-45.99	-64.60
钢铁(申万)	-27.84	-55.51	-76.74	-73.22	-70.56

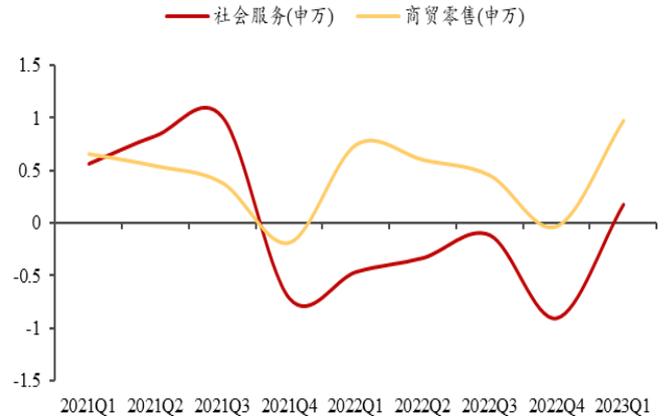
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3: 社会服务/商贸零售板块营业收入恢复至 2019 年比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

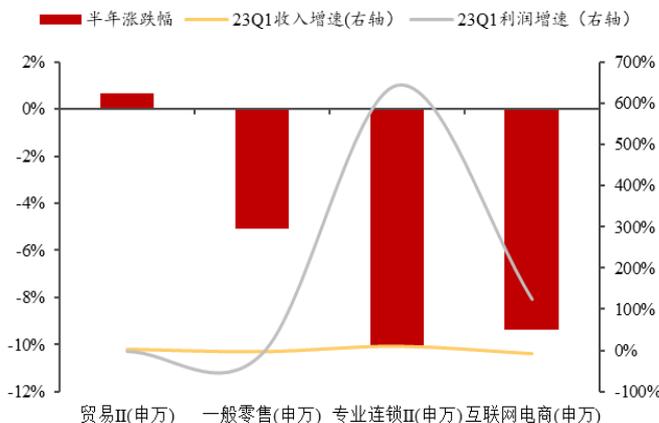
图4: 社会服务/商贸零售净利润恢复至 2019 年比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

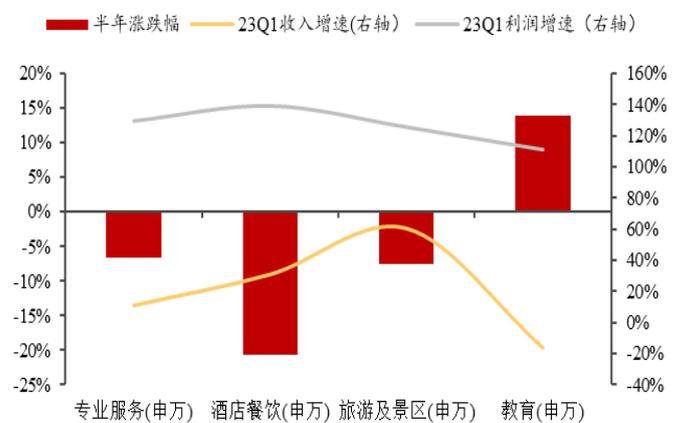
分子板块看, 出行链, 酒店和连锁业态业绩弹性较好: 从板块年初以来涨跌幅来看, 教育板块涨幅最大, 上涨 14%, 酒店餐饮跌幅最大, 跌幅为 20.1%。业绩端, 旅游及景区 2023Q1 收入同增 60.8%, 利润同增 125.7%, 在子板块中恢复速度最快。酒店餐饮收入同增 31.2%, 专业连锁收入同增 10.7%, 景气度逐渐回升。预计随着下半年业绩进一步复苏将催化旅游景区、酒店等板块的行情反弹。

图5: 商贸零售子板块涨跌幅和业绩同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 社会服务子板块涨跌幅和业绩同比



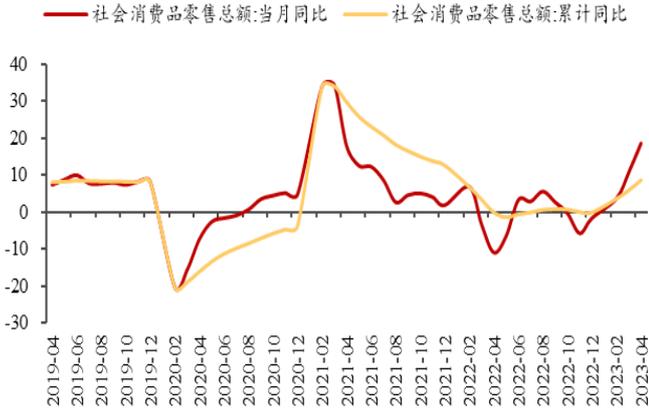
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 消费环境: 处于弱复苏态势, 结构调整机会值得关注

2.1 宏观环境弱复苏

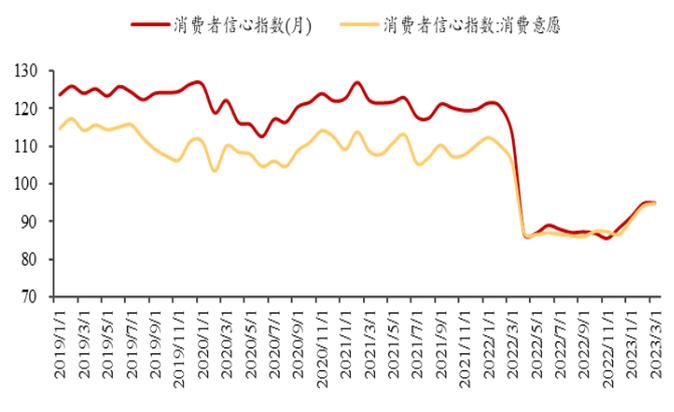
我国经济已经进入新阶段, 增速指标弱化, 今年消费处在弱复苏态势。3、4 月社零总额同比分别+10.6%、+18.4%; 3 月消费者意愿指数为 94.8, 环比有所改善, 但依然处于历史低位。新常态下, 我国潜在经济增速放缓, 16-24 岁失业率处于高位, 人口老龄化加速, 资本投入回报率降低。外需因为地缘政治、疫情和供应链受阻外贸持续承压; 内需调整速度较慢, 居民资产负债表仍在修复, 地产拉动能力愈发减弱, 结构性调整重于大盘增长。

图7: 社会消费品零售数据



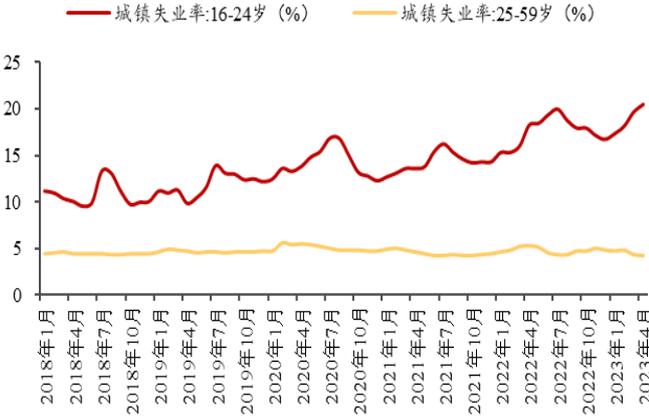
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 消费者信心指数



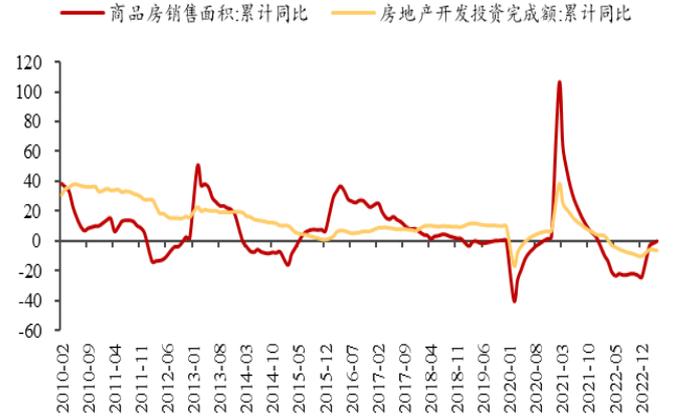
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 失业率数据



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图10: 地产拉动作用在减弱 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

消费刺激政策频发, 释放各地区消费潜力。商务部按照中央经济工作会议“把恢复和扩大消费摆在优先位置”要求, 把 2023 年全年定位为“消费提振年”, 围绕“改善消费条件, 创新消费场景, 营造消费氛围, 提振消费信心”, 会同相关部门、地方和行业协会安排近 300 场活动。各地不断推出消费刺激政策, 北京、河南、湖北等地发放消费券, 适用于家电、餐饮、商超等领域。新疆、吉林、上海等地开展促销费活动, 推进文旅、体育、节展、联动互惠等专题活动, 推动消费加快向好回升。

表1: 各地刺激消费政策

时间	地点	内容
2023/2/2	新疆	搭建促消费活动平台, 组织特色美食节、名优特产品展销会等活动, 着力打造“爱尚新疆、乐享消费”全民消费节、电商直播节等 15 个以上特色促消费品牌; 坚持把恢复和扩大消费摆在优先位置, 聚焦大宗消费、农村消费、品牌消费、节假日消费、新兴消费等领域, 推出一批精准政策, 推动新型消费扩容, 推动消费加快向好回升。
2023/2/24	北京	面向在京消费者发放“京彩·绿色”消费券, 鼓励消费者购买使用绿色智能商品, 持续助力北京国际消费中心城市建设和, 适用商品共计 55 类

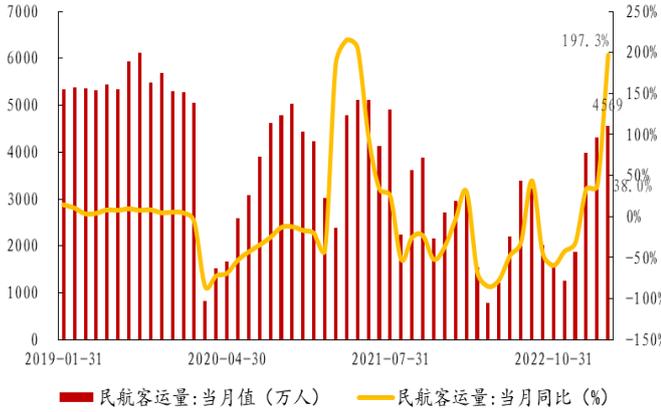
2023/3/11	吉林	“全民消费季”活动在长春市启动，宣传推广促消费”五大板块，实施 16 项主题促消费活动，同步开展多项文旅节事活动。全省各市县将联动开展全领域、多业态大型促销活动近千场，各类商贸企业、文化场所、旅游景点、电商平台等上千家企业联合参与，适时精准投放消费券，持续开展让利促销
2023/4/4	商务部	商务部将今年定为“消费提振年”，以“全年乐享、全民盛惠”为主题，会同有关部门和地方，开展“6+12+52+N”系列活动，做到“季季有主题、月月有展会、周周有场景”。一季度，组织开展了迎春消费季、全国消费促进月两大主题活动，举办了全国网上年货节，启动了老字号嘉年华、中华美食荟等重点活动。
2023/4/19	河南	出台《进一步促进消费若干政策措施》，出台 12 条刺激经济措施，包括鼓励各地发放零售、餐饮、文化旅游、住宿等消费券，将省财政按不超过省辖市（济源示范区、航空港区）实际财政支出的 30% 给予补贴的奖补政策延续至 2023 年 6 月底。
2023/4/19	四川	开展以“蜀里安逸·乐购全川”为主题的系列消费促进活动，搭建“1+50+N”的活动平台，即以中国（四川）国际熊猫消费节为统领，依托 50 个重点展会，开展“汽车嘉年华”“国际美食荟”“绿色新消费”“国潮时尚风”“安逸耍四川”“网上冲浪购”等 6 大类专项消费促进活动，确保“季季有主题、月月有活动、场场都精彩”。
2023/4/28	湖南	印发《落实“稳增长”20 条进一步恢复和扩大消费若干政策措施》，包括加大促消费活动和消费补贴力度、加大对重点消费领域的支持引导、加快创建新消费场景和平台建设，加大对商贸企业和品牌支持力度四大板块共 20 条措施
2023/5/5	新疆	以实现 2023 年全区社会消费品零售总额同比增长 12% 为目标，把恢复和扩大消费摆在优先位置，以增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景，支持汽车、住房、旅游和养老服务等重点领域消费为发力点，包括减税降费温暖经营主体、助企纾困恢复市场活力、加速汽车消费恢复、加快布局新能源汽车、扩大充电基础设施建设等 20 条内容
2023/5/20	南京	“2022 南京国际消费节·为宁而来”首轮助力券已于 5 月 20 日下午发放。精准聚焦高频消费场景的商超、餐饮助力券有效激发消费市场活力，5 月 21 日是助力券发放后的首个休息日，各大平台监测数据显示：当天，在全市各大商超、餐饮等消费场所，消费者线上线下核销助力券近 20 万张，带动市场销售近 9000 万元。
2023/5/25	湖北	线上家电消费券总金额为 5000 万元，计划于 6 月上旬开始分两个批次公开投放，每个批次持续 9 天，聚焦省内消费者，扩大消费券受益面
2023/6/2	上海	以“国潮四季 美好申活”为主题的上海国资国企促消费行动第二季——“酷夏畅玩季”在上海锦江乐园启动。“酷夏畅玩季”将于今年 6 月至 8 月，重点推进文旅、体育、节展、联动互惠等专题活动，打造一系列产品多元、价格亲民、体验出众的消费盛宴。

数据来源：各地政府官网、浙商证券研究所

2.2 结构性机会 1: 出行链等子板块具备高景气度

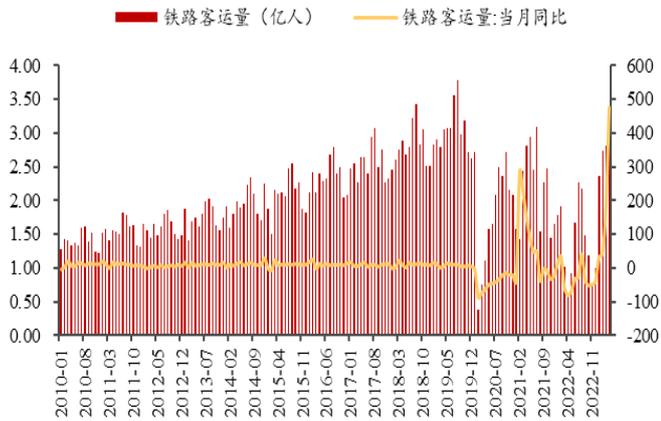
航空、公路、铁路恢复态势积极，五一单日旅客量创新高。疫情压制缓解后出游、返乡需求迅速迸发。2023 年 3、4 月民航客运量分别达到 4569、5000 万人，同比 2019 年同期分别恢复到 85%、94%，机场旅客吞吐量也达到了疫情后的新高点。铁路 2023 年 4 月客流量达到 3.29 亿人，达到了 2019 年的 108%。根据新华社数据，自 4 月 27 日铁路“五一”假期运输启动以来，截至 5 月 4 日，全国铁路共发送旅客 1.33 亿人次，较 2019 年同期增加 2794 万人次。其中 4 月 29 日发送旅客 1966.1 万人次，创铁路单日旅客发送量历史新高。

图11: 民航客运量及同比



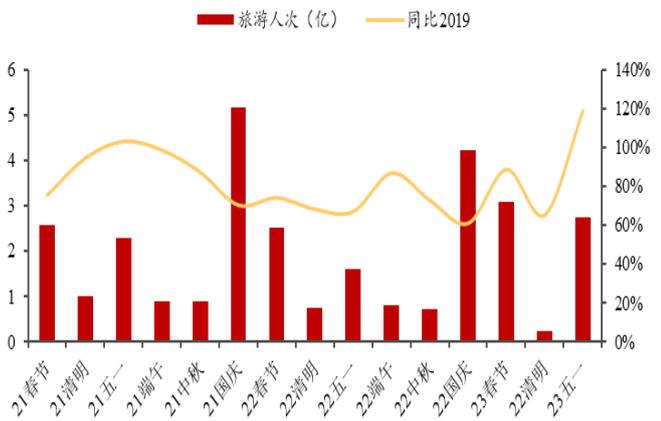
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 铁路客运量



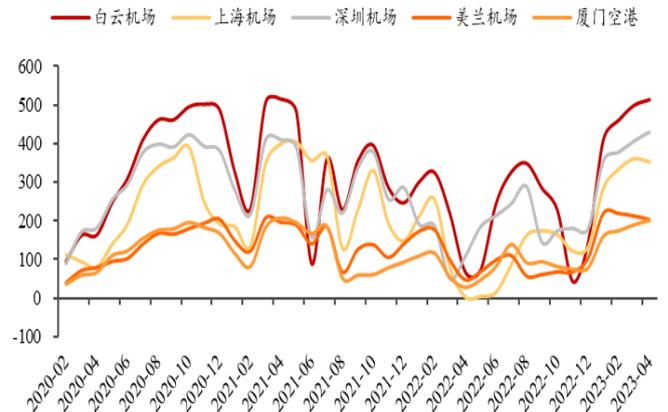
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 各节日旅游人次



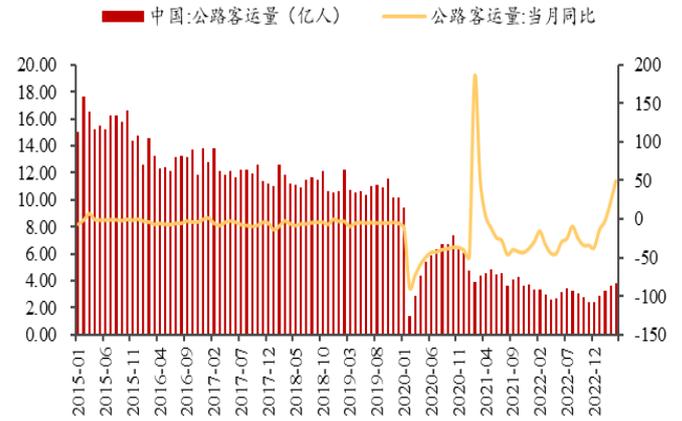
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 各大机场旅客吞吐量(亿人)



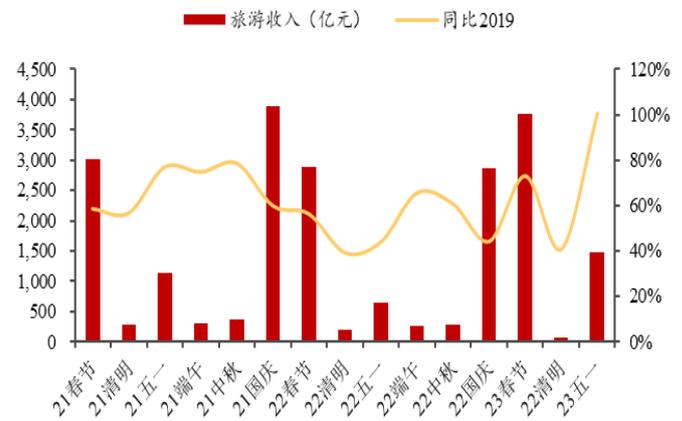
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 公路客运量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 各节日旅游收入



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

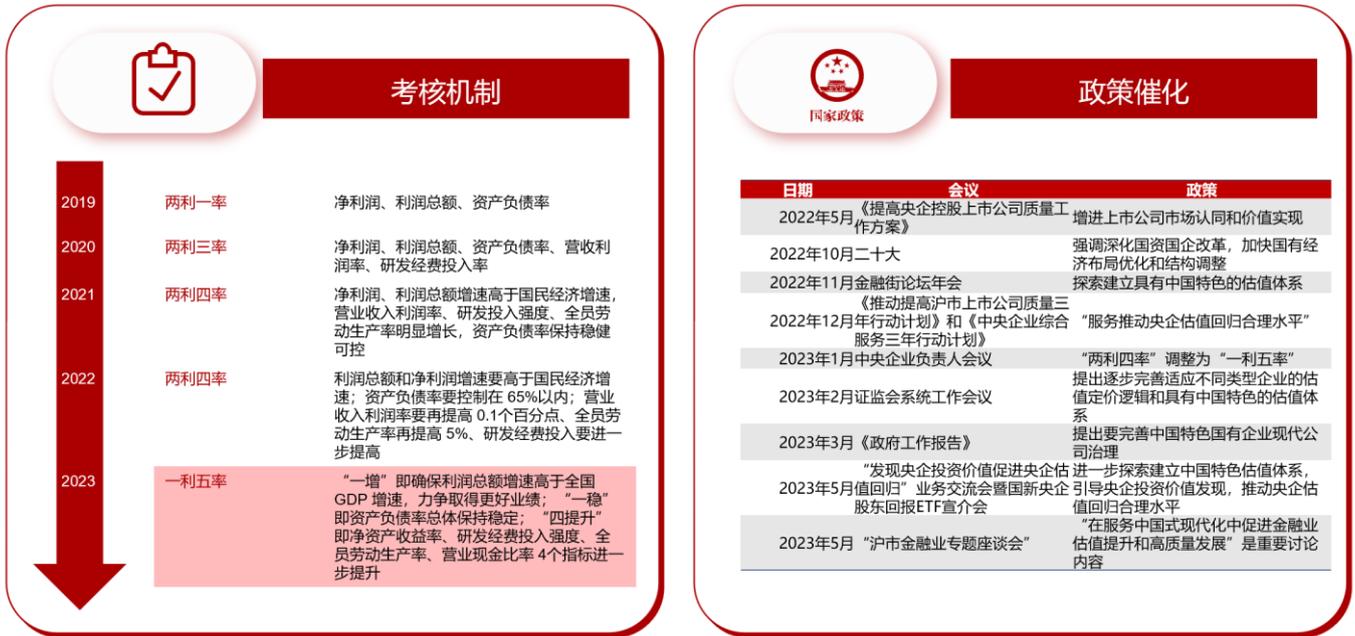
2.3 结构性机会 2: 关注今年的国企改革主线

国企改革约为10年一个周期,本轮周期从14-15年顶层设计+“1+N”体系搭建,到18-19政策落地+双百行动,再到2022年三年行动改革计划收官,央企基本面持续改善,新一轮的国企改革箭在弦上,政策频出,并带动了本轮的“中特估”行情。相比于过往政策改革更多

聚焦制度建设，本轮国改将更注重企业价值的提升，高质量发展也对国有企业提出了更高的发展要求。塑造产业竞争力是一项长期工程——业绩考核变化（两利四率转变为一利五率）、公司治理与内生价值的提升成为支撑行情具备持续性的基础。

国企改革对板块内企业的影响分为基本面和估值面两个方面：从基本面上看，酒店、景区、百货超市等板块国有企业较多，过去享受了牌照、自然资源等先天禀赋带来的垄断性优势，此次通过市场化改革，包括股权激励、混合所有制改革等方式激发企业经营积极性，将盈利模式和市场接轨，提高人均创收创利和企业竞争力，释放成本刚性；从估值方面来看，国有企业一方面重新整合资产，利用消费类 REITS 改善资产价值被低估的问题，并且通过高分红改善利润分配机制，优化股东回报。

图17：本轮国企改革特征



资料来源：观察者网，新华网，政府官网，浙商证券研究所

3 景区酒店：进入三季度暑期出行旺季，看好高景气度反弹持续

3.1 人流量复苏优于收入复苏，旅游新趋势概念出圈

步入2023年，酒店行业在经历疫情防控措施优化后，伴随商业活动的回暖，先于市场迎来复苏。紧随其后，以特种兵旅游、烧烤经济为代表的旅游景气度迅速反弹，结合清明小长假、五一小长假等节假日向市场证明了出行热度。从数据来看，一季度，国内旅游总人次12.16亿，比上年同期增加3.86亿，同比增长46.5%。其中，城镇居民国内旅游人次9.44亿，同比增长52.0%；农村居民国内旅游人次2.72亿，同比增长30.1%。五一假期旅游热度延续一季度情形，国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%，国内旅游收入1480.56亿元，同比增长128.90%。不仅同比增长态势显著，相较于2019年数据也表现不凡，按可比口径计算，国内旅游出游人次恢复至2019年同期的119.09%，国内旅游收入恢复至2019年的100.66%。

总体而言，一二季度旅游板块具有以下三个特征。分别是高景气度持续、收入复苏逊于人流复苏、旅游新趋势概念出圈。而背后反应的则是游客积攒需求的爆发、消费意愿暂时性的落后，以及年轻世代价值观念对旅游市场的改变。

3.1.1 人流量复苏超预期，积攒旅游需求强劲爆发

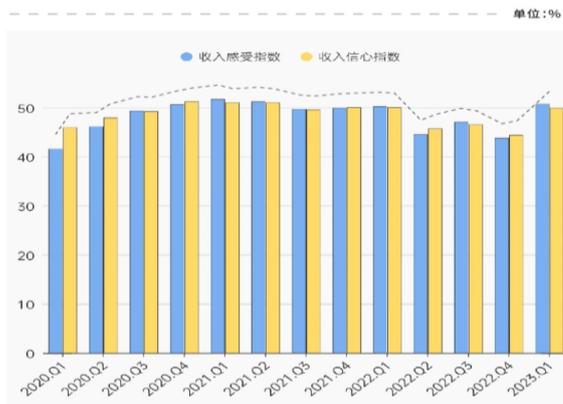
第一个特征是疫情管控措施优化后，游客所积攒旅游热情的爆发，人流量复苏超预期且高景气度持续。疫情背景下居民休闲时间增加的同时旅行社数目锐减与防控措施导致各地旅行人次大量减少。持续三年的旅行受限使得国内居民对于常态化旅游充满渴望。传统旅游热门地区复苏态势领跑。从省份一季度数据来看，以内蒙古、山东、福建、云南为代表，旅游人数已超过2019年同期水平。同时这种景气度表现出持续态势。央行一季度企业家、银行家和城镇储户问卷报告显示，居民未来三个月计划增加支出的项目中，旅游仅次于教育和医疗保健，环比提升了近11个百分点。由此可见一二季度火爆的人流量是人们累积三年的旅行需求的爆发体现。

3.1.2 旅游收入复苏步伐较弱，价格成为居民重要考量因素

第二个特征是收入复苏逊于人流复苏。2023年一季度人均消费水平不及2019年同期。据迈点研究院不完全统计，从旅游收入来看，各地普遍尚未达到2019年同期水平，一季度除海南、云南、新疆收入超过2019年同期，其他绝大部分地区只恢复至80%及以上。以五一假期为例，今年五一假期人均旅游消费540元，2019年同期则为645元。

这是因为居民消费意愿基础尚未筑牢，进而导致从数据端来看人均消费能力尚未恢复至2019年同期水平。根据人民银行数据显示，虽然一季度倾向“更多消费”的居民比上季增加0.5个百分点，但从绝对量来看，仅占比23.2%，低于倾向于“更多储蓄”58%的占比。而以年轻人为主体的“大学生特种兵式旅游”也具有学生群体自身消费能力不足的属性，火爆出圈的“淄博烧烤”起初也以物美价廉作为一张名片。这些因素都导致了旅游客单价较低。

图18：一季度城镇储户收入感受及收入信心指数



资料来源：中国人民银行，浙商证券研究所

3.1.3 观念转变推动旅游市场新变化

第三个特征是旅游新趋势概念出圈。烧烤经济、以及以时间紧、景点多、花费少为特点的大学生特种兵旅游等话题持续霸榜各大社交媒体平台。截至6月14日“大学生特种兵旅游”抖音话题热度超过18.6亿次播放，淄博烧烤更是达到271.3亿次播放。出现这种情况的原因是年轻世代价值观念的转变。相较于传统的旅游安排，“大学生特种兵式旅游”反映了

年轻人相较于旅游内容深度与舒适度体验，更偏好参观景点数量与网红打卡。“烧烤经济”则反映了内卷社会里的年轻人对真诚经营的热捧，树立了一个当代年轻人的精神坐标。

3.2 酒店短期受益复苏，长期利好龙头

酒店行业短期受益于收益强劲复苏，中长期龙头优势可期。2023年Q1锦江/华住/亚朵的RevPAR分别恢复至2019年同期的103%/118%/118.3%。面对行业强劲需求，锦江/华住/首旅分别计划新开1200/1400/1500家。这是因为酒店行业有两大趋势，一是连锁化率逐步提升，二是结构升级持续。

过去三年各酒店企业受疫情影响投资意愿减弱，因此在一季度酒店行业的超预期反弹，积攒的投资需求、对未来市场的看好以及市场发展的需要等因素共同促进下，中长期酒店行业可以实现供需两旺的格局，而龙头酒店企业更是可以凭借庞大的会员体系、成熟的管理团队、良好的品牌声誉、持续的资源支持、较强的抗风险能力进一步增强市场份额。

长期来看，连锁化和结构升级趋势不减。从连锁化率来看，2022年，我国酒店连锁化率为35%，对比发达国家60%左右的水平，我国连锁化率仍处于较低水平。未来有较大提升空间。从结构升级来看，2015年开始国内酒店进入存量时代。虽然中高端酒店的初期投入更大，但中档及以上档次的酒店往往享有更高的RevPAR，盈利能力更强，拥有更短的回收周期。

表2：龙头酒店经营数据（单位：元/%）

RevPAR	2019Q1	2022Q1	2023Q1	同比增长	恢复至2019年Q1
锦江	143.78	104.41	147.54	41.31%	103%
华住	178	132	210	59.09%	118%
首旅	212	86	131	52.33%	62%
亚朵	284.87	199	337	69.35%	118.3%
客单价	2019Q1	2022Q1	2023Q1	同比增长	恢复至2019年Q1
锦江	203.89	205.5	239.28	16.44%	117%
华住	221	224	277	23.66%	125%
首旅	390	174	214	22.99%	55%
亚朵	412.86	375	443	18.13%	107.3%
OCC	2019Q1	2022Q1	2023Q1	同比增长	恢复至2019年Q1
锦江	70.52%	50.81%	61.66%	21.35%	87%
华住	80.60%	59.20%	75.60%	27.70%	94%
首旅	54.40%	49.20%	60.90%	23.78%	112%
亚朵	66.21%	50.00%	72.50%	45.00%	109.5%

说明：首旅19年Q1季度不包含如家，22年Q1及23年Q1数据包含首旅如家

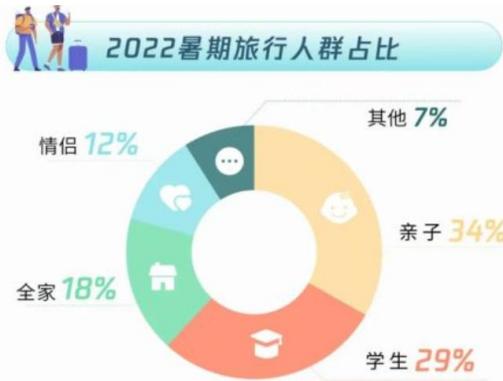
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3.3 量价齐增料将持续，下半年酒旅行业预期继续反弹

对于暑期以及下半年，我们认为酒旅行业会继续保持量价齐增的特点。从宏观客观情况来看，从五一开始至十一假期是传统的旅游旺季，而暑期更是其中的黄金时间。得益于可供

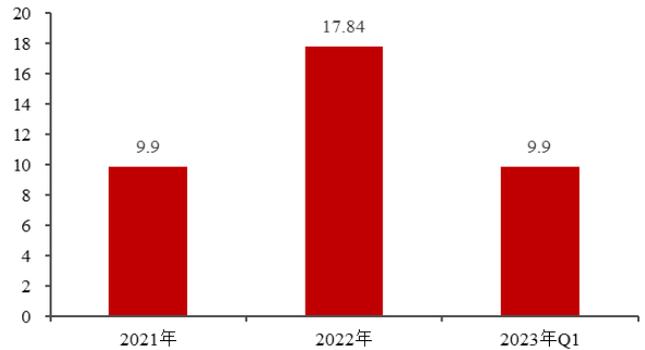
出行时间更长，从过往数据来看，步入7月份长期旅游将显著复苏，而其中全家、亲子、学生更是占据主流。相较于一二季度的清明五一假期，暑期出行的模式预计将会拉升消费水平。

图19: 2022 暑期旅行人群占比



资料来源: 同程旅行, 浙商证券研究所

图20: 住户存款增加情况 (单位: 万亿)



资料来源: 中国人民银行, 浙商证券研究所

居民主观消费能力与意愿逐渐被激发。消费能力方面，2022 年居民部门新增储蓄有大规模的增长。2023 年 1 月份国内住户存款增加 6.2 万亿元，创历史同期新高，同比+7900 亿元。如此大规模的存款增加证明了居民部门是有潜在的消费能力。其次是消费意愿方面，伴随一二季度经济指标尤其是消费领域指标好转，居民消费热情被进一步激发，出行热度并未伴随时间流逝而景气度衰退，相反由清明到五一体现出持续增长的态势。而暑期较长的空闲时间也更适合家庭出游，旅行社出游，出境游等因疫情耽误的出行计划安排。因此消费能力和消费意愿均为下半年旅游市场的高景气度持续与量价齐升奠定坚实基础。

旅游板块的利好客流量的因素并未消失，高景气度将持续到 Q3-Q4，价格水平也有望修复。酒店行业短期数据方面将会受益于出行链高景气度持续，中长期则会受益于自身门店改造与扩建等带来的连锁化率提升与结构持续升级。同时叠加去年三四季度低基数，我们更加看好酒旅板块下半年的同比增速，EPS 的上行，最终表现为整体反弹。

表3: 酒旅板块领域重点公司盈利预测和估值

重点公司盈利预测											
代码	重点公司	现价	EPS				PE				总市值 (亿元)
		6月11日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600754.SH	锦江酒店	47.41	0.11	1.37	2.02	2.51	447	35	23	19	514.37
HTHT.O	华住	44.07	0.00	0.99	1.20	1.39		45	37	32	140.64
600258.SH	首旅酒店	20.02	-0.52	0.74	1.04	1.25	-38	27	19	16	222.99
300144.SZ	宋城演艺	13.02	0.00	0.37	0.54	0.66	3519	35	24	20	338.86
603136.SH	天目湖	28.50	0.11	1.00	1.24	1.46	259	28	23	19	52.35
603199.SH	九华旅游	36.80	-0.12	1.53	1.83	2.00	-307	24	20	18	41.48
000888.SZ	峨眉山A	12.42	-0.28	0.46	0.54	0.61	-45	27	23	20	66.39

资料来源: Wind 一致预期, 浙商证券研究所

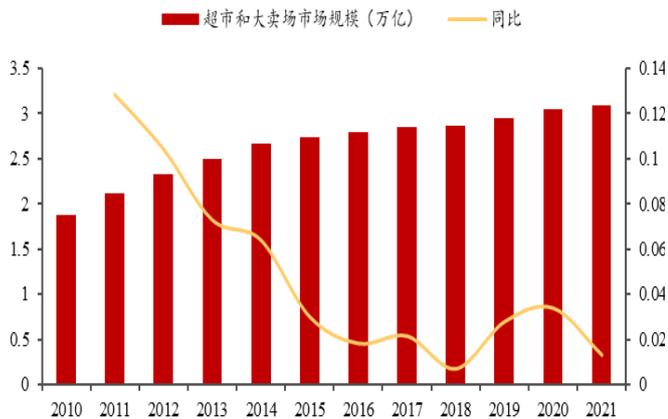
4 线下零售: 国企改革激励基本面, 资产价值将迎来重估

4.1 国企改革驱动零售企业业绩改善

4.1.1 线下零售行业集中度有提升空间，龙头国企经营效率有待改进

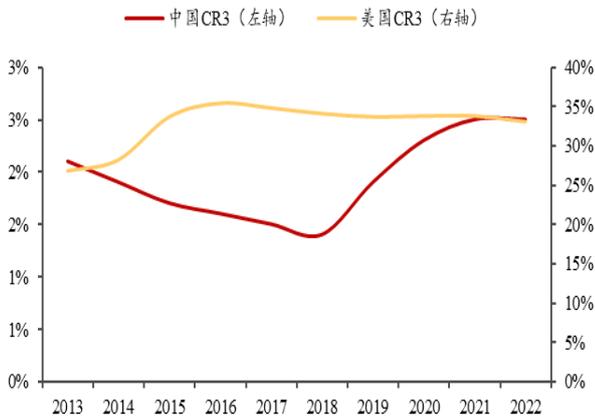
超市和百货行业增速放缓，集中度提升空间较大。超市、百货等线下零售受电商、线下流量萎缩等因素影响，行业规模增速放缓，超市行业2021年市场规模3.09万亿元，2017-2021年CAGR 2%，百货行业从2017年超过6000家店下降到2021年4540家。但根据欧睿数据，我国超市CR3不到3%，对比美国33%还有较大提升空间。疫情期间行业内的小玩家持续出清，我国超市CR3从2019年1.9%上升到2022年2.5%。百货竞争要素在于运营效率，我国目前头部玩家区域割据，正在向全国化进发，龙头企业凭借更强的管理能力和充足的现金流抵御风险，从而击败小型玩家获得份额增长。

图21: 超市和大卖场市场规模



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图23: 中美超市集中度对比



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图22: 百货门店数量及增速



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

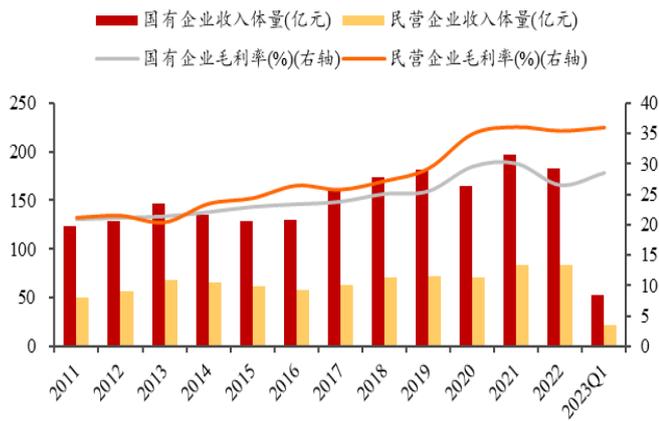
图24: 2021年线下零售商超TOP15

序号	企业名称	超市品牌	2021销售总计 (含税万元)	销售同比 (%)	2021门店数 (个)	门店数同比 (%)
1	沃尔玛(中国)投资有限公司	沃尔玛	9903600	13.3	396	-7.7
2	永辉超市股份有限公司	永辉	9896898	-5.3	1090	-7
3	高鑫零售有限公司	大润发、中润发、小润发	9800501	-5.3	602	14
4	华润万家(控股)有限公司	华润万家、Ole、华润苏果	7816771	-11	3245	-0.5
5	物美科技集团有限公司	物美、麦德龙	5967163	1.5	1162	4.6
6	联华超市股份有限公司	世纪联华、联华、华联	5571981	-1.9	3254	1.9
7	家家悦控股集团股份有限公司	家家悦、世伴	3138904	12.4	928	6.9
8	中百仓储超市有限公司	中百仓储	2264424	-4.5	880	-2
9	家乐福(中国)管理咨询服务公司	家乐福	2007473	-26.6	198	-13.2
10	步步高投资集团股份有限公司	步步高	1936562	-20.8	343	-9
11	广州市钱大妈农产品有限公司	钱大妈	1839000	38.3	3460	16.6
12	世纪华联超市连锁(江苏)有限公司	华联盛创	1762836	18	4102	2.2
13	永旺(中国)投资有限公司	永旺	1091003	-5.5	75	11.9
14	长春欧亚集团股份有限公司	欧亚	1079121	1.9	148	1.4
15	郑州丹尼斯百货有限公司	丹尼斯	1074200	2.8	70	-4.1

资料来源：CCFA，浙商证券研究所

过去商贸零售国有企业在区域内拥有规模+牌照优势，但经营效率有待提升。拆分 SW 商贸零售板块的国企和民企，国有企业收入体量更大，但让利下游，毛利率较低。从经营能力来看，人均创收创利弱于民企，员工积极性不强。ROE 在疫情后迅速转负，抗风险能力较弱，且疫后恢复速度较慢；板块内国企资产负债率近年有所提高，靠杠杆提升 ROE 难度加大。因此国有企业的经营能力亟待加强，才能在未来和各类新进入者的竞争中脱颖而出。

图25: 商贸零售国有企业体量, 但毛利率低



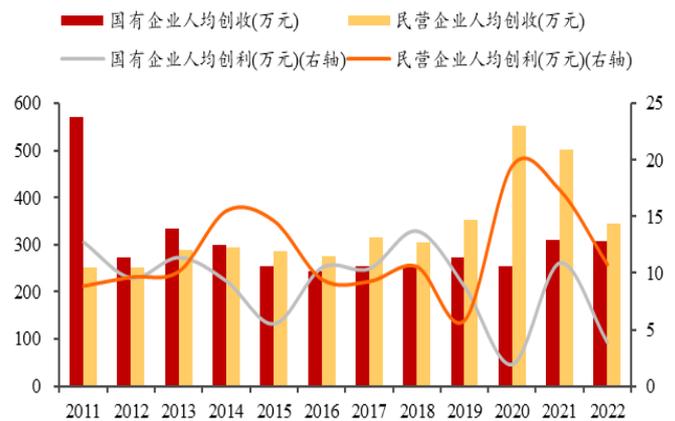
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 商贸零售国有企业 ROE 不如民营企业 (%)



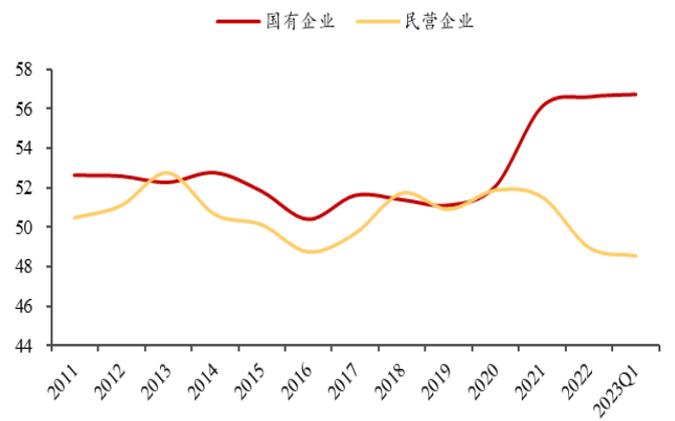
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 商贸零售国有企业人均创收创利能力较弱



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 商贸零售国有企业资产负债率较高 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.1.2 国企混改改善治理结构和运营效率, 对公司绩效形成积极影响

混改方式、途径多样, 混改的目的主要是改善公司治理结构从而提升绩效。混改的方式主要有四种: 增资扩股、原股东股权转让引入外部战略投资者 (成为产权明晰、股权结构更科学合理的企业)、员工持股计划和股权激励进行内部治理改革、完善激励制度 (完善激励制度, 提高企业治理、经营效率)。

上轮 (2016-2020 年) 国企改革中, 消费、周期和科技是混改比例最大的赛道, 其中消费混改效果较好。金融、周期等垄断性较强的行业, 其定价受管控较多, 市场化程度较弱, 混改后企业效率有所提升, 但或许不能反应到盈利上, 而消费类企业更贴近市场竞争, 因此盈利能力受国改激励改善更显著。根据甘燕芳所著《混合所有制改革对国企绩效影响的实证研究》对 2016-2020 年的国改实证研究结果显示, 消费行业的国企混改效果较好。

图29: 2018年混改企业赛道和混改数量分布

	央企	国企	央企混改	国企混改	合计混改占比
周期	90	171	13	12	10%
消费	44	153	5	11	8%
制造	91	91	9	3	7%
金融	32	77	0	3	3%
科技	43	48	6	4	11%

资料来源:《混合所有制改革对国企绩效影响的实证研究》——甘燕芳, 浙商证券研究所

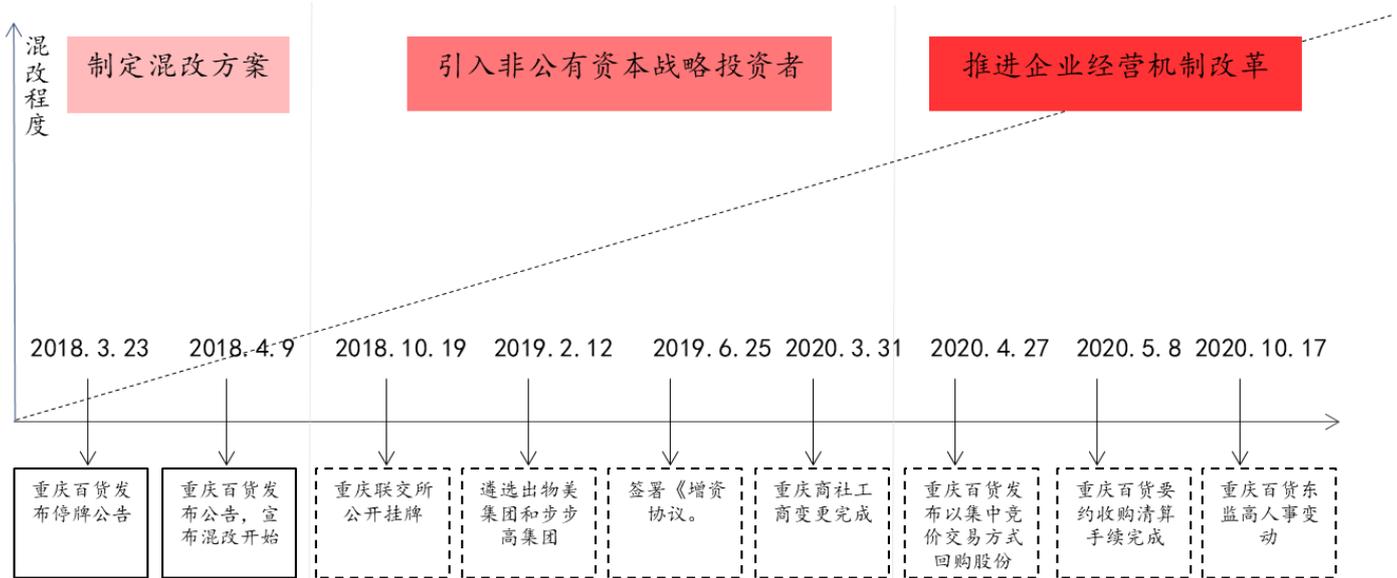
图30: 5大行业混改的回归结果(选取ROE作为指标)

Variable	金融	周期	消费	科技	制造
did	-1.3927* (0.7612)	0.6178 (0.8931)	4.1954*** (0.8531)	2.2106** (1.1162)	1.5376** (0.6772)
lnasset	-0.4821*** (0.1317)	1.8958*** (0.3503)	3.346*** (0.3354)	-0.4518 (0.4782)	1.3688*** (0.2089)
lnstaff	0.4849*** (0.1637)	-0.8081** (0.3634)	-1.0606*** (0.3337)	0.9276** (0.4416)	-1.0261*** (0.2317)
growkfjlr	0.0043*** (0.0009)	0.0077*** (0.0015)	0.0059*** (0.0014)	0.0098*** (0.002)	0.0049*** (0.0009)
pfsh	0.0983*** (0.0114)	0.0375* (0.0222)	0.0303 (0.0196)	-0.0274 (0.0285)	-0.0192 (0.0128)
crio	-0.0758*** (0.012)	-0.0579** (0.0238)	-0.0425** (0.0214)	0.0196 (0.0289)	0.0334** (0.0137)
lev	-0.0682*** (0.0131)	-0.1425*** (0.0128)	-0.1858*** (0.0115)	-0.1408*** (0.0176)	-0.0825*** (0.009)
lnage	2.7492*** (0.4778)	0.7078 (1.0556)	2.1535** (1.0691)	-3.0691*** (1.0107)	0.3029 (0.6629)
_cons	0.0208 (1.7151)	9.0036** (4.0285)	4.2252 (3.7883)	14.8529*** (4.0581)	8.5247*** (2.7435)

资料来源:《混合所有制改革对国企绩效影响的实证研究》——甘燕芳, 浙商证券研究所

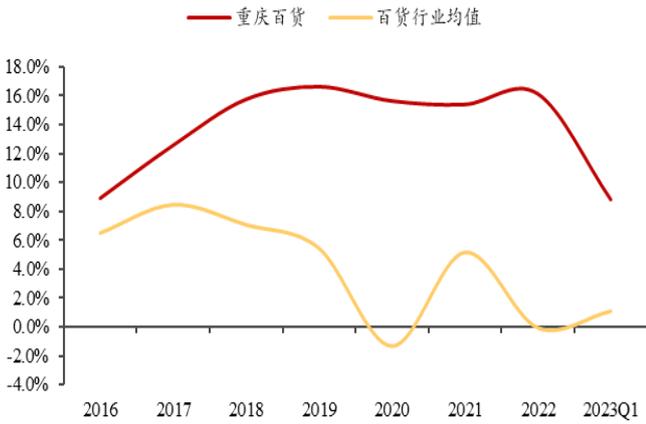
混改成功案例 1: 重庆百货, 重庆市集团层面混改的典型。 在线下流量下降+行业内部竞争加剧+股权结构限制发展的背景下, 重庆百货从2016年开始进行混改, 重庆市国资、天津物美和步步高零售持股比例各为45%、45%和10%, 实现由国资全资控股迈向无实控人企业的重大变革。在业务端, 重百通过开展多方深度战略合作, 会员、运营体系数字化建设, 以及物流体系的优化提升经营实力; 管理端制衡战投和国资, 5名董事中国资/物美/步步高各占2/2/1席, 并启动员工持股和股权激励计划, 提高员工积极性, 使得重庆百货ROE从2016年的8.9%提高到2022年16.1%。净利率从2016年1.3%提高到2022年5%, 显著提高了公司为股东创造价值的的能力。

图31: 重庆百货改革过程



资料来源:《重庆百货混合所有制改革路径及效果研究》——冯娇, 浙商证券研究所

图32: 重庆百货 ROE 变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

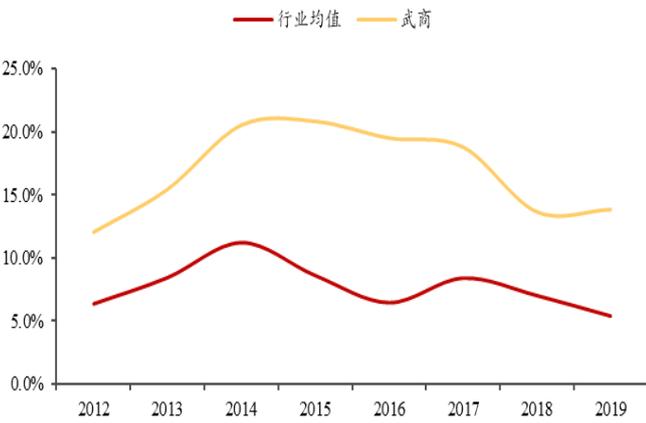
图33: 重庆百货净利率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

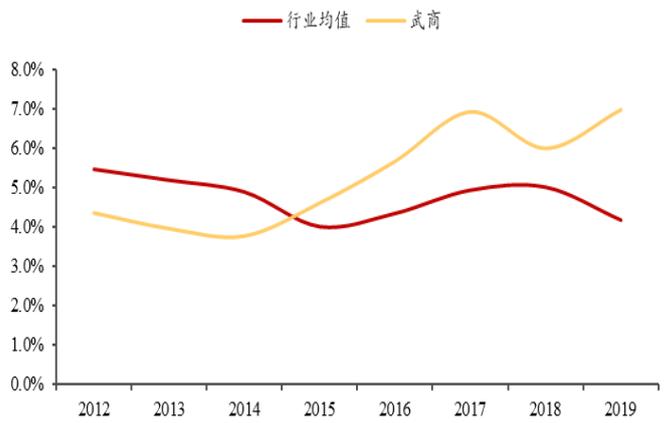
混改成功案例 2: 武商集团, 国企改革助力成长, 股权激励释放业绩。为建立和健全激励约束机制, 公司于 2015 年 4 月 23 日公布限制性股票激励计划, 向激励对象 214 人定向增发 2177.7 万股, 授予价格为 6.4 元/股。2016 年 4 月 7 日, 公司定向增发事项顺利完成, 其中公司 2015 年度员工持股计划认购 4305 万股, 占发行后公司总股本的 7.27%, 认购价格为 13.17 元/股。根据《同一行业不同企业股权激励方案比较研究》, 公司在股权激励上实行双重考核制度。个人层面上根据公司规定的职业素质、道德、团队精神和领导力及个人绩效等进行打分, 若激励对象上一年个人绩效考核分数大于或等于 60 (满分 100), 则满足个人层面的行权条件。若绩效考核分数小于 60, 则不满足行权条件; 在公司层面武商集团除了对净利润和 ROE 有要求外, 还要求两个指标都不小于零售业可比上市公司 50 分位值。武商集团的改革成功实现了员工和公司利益的绑定, 提高了经营积极性, 公司净利率从 2012 年 4.4% 提高到 2019 年 7%。

图34: 武商集团 ROE 变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图35: 武商集团净利率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.1.3 国改进行时, 看好零售国企改革下经营效率的提升

前有重庆百货和武商集团之鉴, 后有“三年行动计划”, 零售国企大量开展激励计划, 其行权考核截至普遍在 2023-2024 年。今年作为压轴和收官之年, 我们看好国有企业乘疫情复苏, 线下客流恢复之风, 内部提升管理效率和运营实力, 抢占竞争优势先机。

表4: 各公司激励计划

公司	第一期	第二期	第三期
王府井	以 2016-2018 年均值为基准, 2021 年扣非净利润增长率不低于 20%, 扣非归母加权 ROE 不低于 8%, 且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值; 2021 年度购物中心和奥莱业态门店收入占比所有门店不低于 30%。	以 2016-2018 年均值为基准, 2023 年扣非净利润增长率不低于 30%, 扣非归母加权 ROE 不低于 8.5%, 且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值; 2023 年度购物中心和奥莱业态门店收入占比所有门店不低于 40%。	以 2016-2018 均值为基准, 2024 年扣非净利润增长率不低于 40%, 扣非归母加权 ROE 不低于 9%, 且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值; 2024 年度购物中心和奥莱业态门店收入占比所有门店不低于 50%。
东方创业	2022 年每股收益不低于 0.31 元; 归母净利润增长率 (较 2018 年-2020 年平均值) 不低于 57%, 且不低于行业平均值; 大健康板块核心企业东松公司净利润不低于 12800 万元。	2023 年每股收益不低于 0.33 元; 归母净利润增长率 (较 2018 年-2020 年平均值) 不低于 65%, 且不低于行业平均值; 大健康板块核心企业东松公司净利润不低于 13000 万元。	2024 年每股收益不低于 0.35 元; 归母净利润增长率 (较 2018 年-2020 年平均值) 不低于 75%, 且不低于行业平均值; 大健康板块核心企业东松公司净利润不低于 14000 万元。
小商品城	以 2019 年为基数, 2021 年营业收入增长率不低于 75%, 每股收益不低于 0.20 元, 且均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; 2021 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%; 2021 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 130 亿元。	以 2019 年为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 120%, 每股收益不低于 0.22 元, 且均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; 2022 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%; 2022 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 240 亿元。	以 2019 年为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 180%, 每股收益不低于 0.25 元, 且均不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平; 2023 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%; 2023 年公司创新业务 chinagoods 平台 GMV 不低于 500 亿元。
银座股份	以 2019 年为基数, 2021 年归母净利润增长率不低于 20%, 加权平均 ROE 增长率不低于 15%, 且均不低于对标企业 75 分位值。	以 2019 年为基数, 2022 年归母净利润增长率不低于 25%, 加权平均 ROE 增长率不低于 20%, 且均不低于对标企业 75 分位值。	以 2019 年为基数, 2023 年归母净利润增长率不低于 30%, 加权平均 ROE 增长率不低于 25%, 且均不低于对标企业 75 分位值。
中百集团	2023 年平均净资产现金回报率 (EOE) 不低于 31.0%; 以 2021 年为基数, 2023 年利润总额增长率不低于 300%, 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值; 2023 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。	2024 年平均净资产现金回报率 (EOE) 不低于 31.5%; 以 2021 年为基数, 2024 年利润总额增长率不低于 500%, 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值; 2024 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。	2025 年平均净资产现金回报率 (EOE) 不低于 31.7%; 以 2021 年为基数, 2025 年利润总额增长率不低于 600%, 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值; 2025 年主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。
广百股份	以 2017 年业绩为基数, 2020 年扣非净利润增长率不低于 40%, 扣非归母加权 ROE 不低于 6.7%, 且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值; 2020 年主营业务收入占比不低于 95%; 2020 年度公司现金分红比例不低于 40%。	以 2017 年业绩为基数, 2021 年扣非净利润增长率不低于 50%, 扣非归母加权 ROE 不低于 7.0%, 且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值; 2021 年主营业务收入占比不低于 95%; 2021 年度公司现金分红比例不低于 40%。	以 2017 年业绩为基数, 2022 年扣非净利润增长率不低于 65%, 扣非归母加权 ROE 不低于 7.3%, 且上述指标都不低于当年对标企业 75 分位值; 2021 年主营业务收入占比不低于 95%; 2021 年度公司现金分红比例不低于 40%。
杭州解百	以 2018-2020 年均值为基数, 2021 年归母扣非净利润增长率不低于 50%, 加权平均净资产收益率不低于 7.40%, 且均不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平; 2021 年净利润现金含量不低于 100%; 2021 年现金分红比例不低于 2021 年合并报表中归母净利润的 40%。	以 2018-2020 年均值为基数, 2021 年度和 2022 年度归母扣非净利润平均值的增长率不低于 55%, 2021 年度和 2022 年加权平均净资产收益率平均值不低于 7.50%, 且均不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平; 2022 年净利润现金含量不低于 100%; 2022 年现金分红比例不低于 2022 年合并报表中归母净利润的 40%。	以 2018-2020 年均值为基数, 2021-2023 年三年归母扣非净利润平均值的增长率不低于 61%, 2021-2023 年三年加权平均净资产收益率平均值不低于 7.60%, 且均不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平; 2023 年净利润现金含量不低于 100%; 2023 年现金分红比例不低于 2023 年合并报表中归母净利润的 40%。
江苏舜天	以 2019 年为基数, 2021 年归母扣非净利润增长不低于 7.56%, 2021 年净资产收益率不低于 4.7%, 且均不低于同行业平均水	以 2019 年为基数, 2022 年归母扣非净利润增长率不低于 18.32%, 2022 年净资产收益率不低于 4.9%, 且均不低于同行业平	以 2019 年为基数, 2023 年归母扣非净利润增长率不低于 30.15%, 2023 年净资产收益率不低于 5.2%, 且均不低于同行业平

	均水平; 2021 年现金分红占当年归母净利润的比例不低于 30%	均水平; 2022 年现金分红占当年归母净利润的比例不低于 30%	均水平; 2023 年现金分红占当年归母净利润的比例不低于 30%
南纺股份	以 2020 年为基数, 2022 年利润总额增长率不低于 130%, 净资产收益率增长率不低于 34%, 且均不低于同行业的平均水平或对标企业的 75 分位值; 2022 年旅游、商业零售等新板块业务利润总额合计不低于 6500 万元。	以 2020 年为基数, 2023 年利润总额增长率不低于 210%, 净资产收益率增长率不低于 53%, 且均不低于同行业的平均水平或对标企业的 75 分位值; 2023 年旅游、商业零售等新板块业务利润总额合计不低于 8800 万元。	以 2020 年为基数, 2024 年利润总额增长率不低于 275%, 净资产收益率增长率不低于 73%, 且均不低于同行业的平均水平或对标企业的 75 分位值; 2024 年旅游、商业零售等新板块业务利润总额合计不低于 10750 万元。

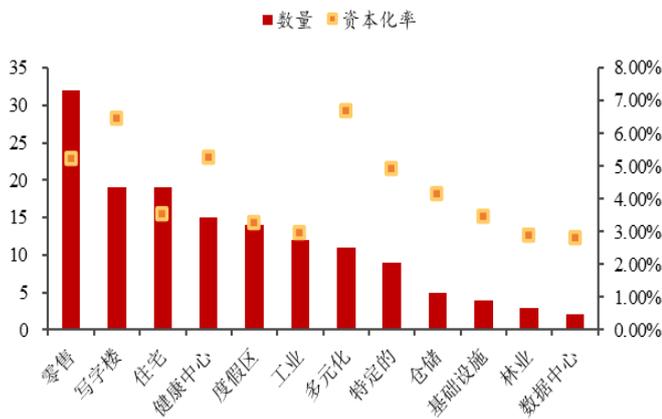
数据来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 商业地产 REITS 有望对国有零售企业物业价值产生价值重估

REITS 首次纳入消费类基础设施。2022 年 5 月 27 日, 国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》, 方案提出要统筹未上市和已上市资源, 提升上市公司资产质量和运营效率。资产证券化是有效盘活存量资产的方式, 2023 年 3 月 24 日, 发改委发布《关于规范高效做好基础设施领域 REITs 项目申报推荐工作的通知》, 提出研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行 REITs, 优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目。

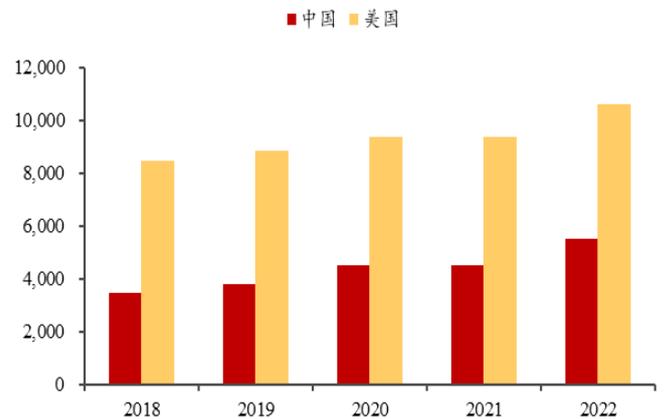
对比海外, 我国商业不动产规模有提升空间, REITS 化机遇巨大。根据 ERPA 数据, 2022 年我国商业不动产规模为 5.5 万亿美元规模, CAGR12%, 对比美国 10 万亿美元商业不动产规模依然有增长空间。并且美国的消费类 REITS 占据了重要席位, 美国健康中心+酒店+零售 REITs 合计占比 25%, 零售 REITs 市场规模为 1644 亿美元, 预计零售类 REITs 也将占据我国 REITs 发行的重要主体之一。

图36: 美国分行业 REITS 情况 (2023 年 5 月)



资料来源: NAREIT, 浙商证券研究所

图37: 中美商业不动产存量市值 (十亿美元)



资料来源: EPRA, 浙商证券研究所

上市公司存量业务将被持续激活。REITs 净回收资金不超过 30%可用于盘活存量资产项目, 不超过 10%可用于已上市基础设施项目的小股东退出或补充发起人 (原始权益人) 流动资金等。相比债券、股权融资, 资产证券化产品不影响杠杆率, 发行灵活, 回收资金可以跨区域、跨行业使用, 因此 CMBS、类 REITs 产品广受欢迎。

商业地产溢价有望带动原始权益人价值重估, 改善当前国企物业折价现状。高线城市商业地产资本化率相对较低, 贴近 3.8%发行底线, 具有高估值的特点。同时, 通过测算权益建筑面积和单价测算得到资产价值, 减去净负债得到国企零售公司的 RNAV。国企零售公司市值低于可变现资产是普遍现象, 步步高、欧亚集团 RNAV 溢价率超过 500%。因此商贸零售

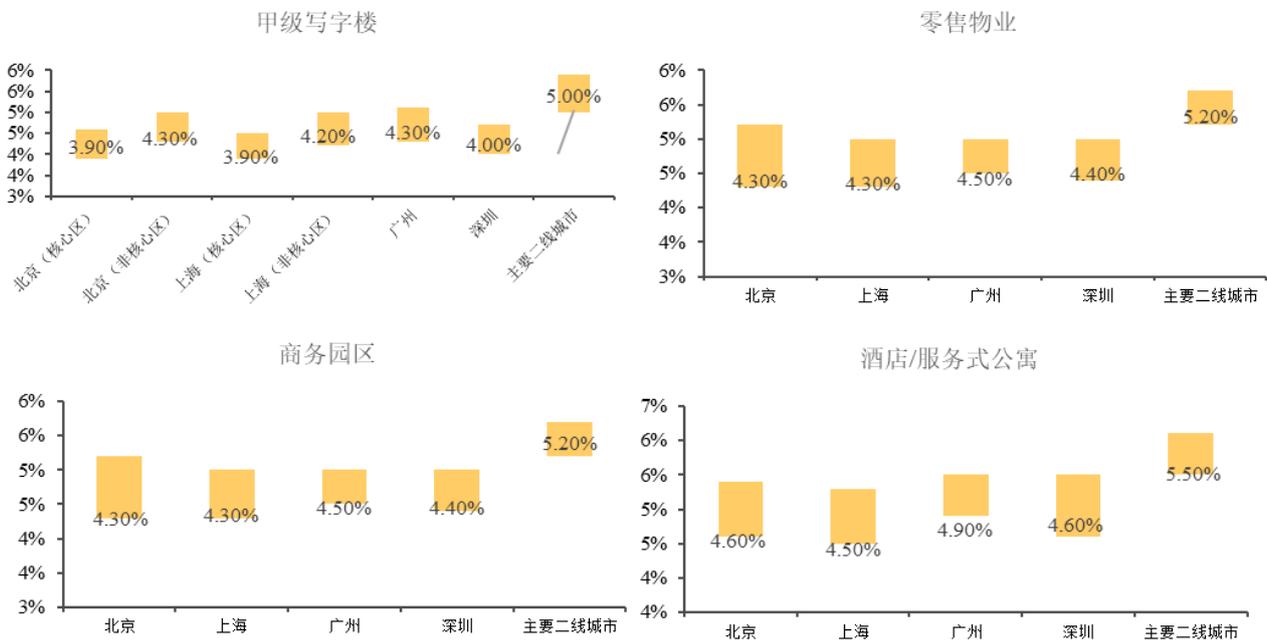
企业有望通过 REITS 的优质基础设施资产与高效运营管理能力，对市场存量项目产生运营升维价值引导，从而提高现有物业估值。

表5: 上市公司发行类 REITS 统计

证券简称	发行时间	产品规模	具体内容	产品类型
天虹股份	2015	14.5 亿元	将持有的深圳深诚物业管理有限公司 100%股权转让至招商资管发行的“招商创融-天虹商场（一期）资产支持专项计划”，实际收到认购资金 14.5 亿元，其中优先级证券 9.425 亿元票面利率 5.24%、次级证券 5.075 亿元票面利率 4.35%。 2020 年，鉴于一期专项计划即将到期，招商资管发行“招商创融-天虹（二期）资产支持专项计划”受让一期专项计划持有的深诚公司 100%的股权。	ABS/类 Reits
步步高	2021	7.8 亿元	金星路步步高广场实施不动产资产证券化 (REITs)，发行“建信资本-招商创融-步步高资产支持专项计划”，发行规模 7.8 亿元。其中优先 A 类 3.35 亿元预期收益率 6%；优先 B 类 2.1 亿元预期收益率 6.5%；中间级 1.6 亿元预期收益率 7%；次级 7500 万元。	类 Reits
百联股份	2022	21.06 亿元	将所持百联金山、百联川沙 100%股权及不超过 11.5 亿元的债权通过公开挂牌转让方式进行出售，并开展资产证券化（类 REITs）事项。产品总规模 21.06 亿元，其中优先级 18.95 亿元，占比 89.98%；次级 2.11 亿元，占比 10.02%。	类 Reits

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图38: 2021 年高线城市地产资本化率



资料来源：光华管理学院，浙商证券研究所

表6: 国有零售公司 RNAV 计算

股票	2022 收入 (亿元)	总建筑面积 (万平方米)	权益自有物业 (万平方米)	权益自有物业占比	资产价值 (亿元)	有息负债 (亿元)	现金及应收 (亿元)	RNAV	总市值 (亿元)	溢价率	动态 PE	PB (LF)
小商品城	76	490	490	100%	690	50	26	666	458	46%	25	2.8
百联股份	323	337	225	67%	447	43	204	608	244	149%	38	1.4
王府井	108	358	108	30%	247	20	105	333	241	38%	25	1.2
重庆百货	183	226	79	35%	153	16	28	165	119	39%	11	2.1
农产品	44	597	409	69%	503	65	24	462	103	350%	0	1.8
武商集团	63	139	129	93%	248	89	26	184	78	136%	17	0.7
天虹股份	121	525	81	15%	164	14	48	198	71	178%	24	1.7
杭州解百	20	40	21	51%	96	2	46	141	67	109%	19	2
海宁皮城	13	370	341	92%	204	14	21	211	67	215%	23	0.8
新世界	9	33	27	81%	118	6	14	126	48	162%	0	1.1
广百股份	49	72	17	24%	76	9	33	99	47	110%	0	1.2
步步高	87	777	549	71%	442	103	10	349	42	734%	323	0.9
合肥百货	63	188	112	60%	99	14	37	121	37	224%	18	0.9
徐家汇	5	17	10	62%	47	0	9	56	37	50%	0	1.7
中百集团	122	59	36	61%	63	17	17	63	31	100%	134	1.1
银座股份	54	234	109	46%	129	29	14	114	30	285%	62	1.2
南宁百货	7	39	29	74%	35	3	2	34	21	66%	0	2.5
欧亚集团	69	403	267	66%	204	87	12	128	20	544%	202	0.8

注: 市值截至 2023 年 6 月 4 日

数据来源: 根据 Wind、公司公告测算, 浙商证券研究所

4.3 核心标的

重庆百货: 公司是具备商业成长性的地区龙头公司, 改革释放效率和持牌金融科技公司马消贡献成长, 有望迎来戴维斯双击。公司国企改革意义重大, 落地股权激励, 管理层对业绩增长和考核负责, 百货净利率提升, 超市贡献成长; 马上金融科技依托于全渠道场景, 大数据优势明显, 利用科技赋能, 提升经营精准度, 实现疫情的抗压增长; 公司引入物美后, 加强供应链直采规模, 超市和百货业务净利率持续提升。我们判断超市或者百货同店超预期会带来净利率大幅提升, 马上金融科技业务从利差盈利到金融科技切换, 估值也有望重塑。

家家悦: 深耕胶东市场, 稳步向外扩张, 涉足休闲零食赛道大有可为。家家悦作为山东省胶东地区超市龙头, 由胶东向全省及省外市场扩张。2022 年实现收入 181.84 亿元, 同比增加 4.31%。2022 年度适度控制开店速度, 不断提升开店质量, 是其能够业绩同比改善, 实现盈利的主要原因。家家悦的供应链能力是其自身的核心竞争力。主要体现为标品直采比例高、生鲜直采比例高且深加工能力强大、仓储物流设施完善、自有品牌开发能力强等方面。除此之外, 家家悦同样具有优秀的并购改造能力, 并借助此能力实现异地及省外市场扩张。家家悦首家零食店烟台莱山保利零食店 4 月 28 日盛大开业。我们认为家家悦的强大供应链能力将助力其在休闲娱乐零食市场实现快速发展。

表7: 线下零售重点公司盈利预测和估值

重点公司盈利预测											
代码	重点公司	现价	EPS				PE				总市值 (亿元)
		6月11日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
002419.SZ	天虹股份	6.24	0.10	0.25	0.32	0.37	61	24	20	17	71.42
603708.SH	家家悦	13.04	0.09	0.44	0.58	0.68	145	29	23	19	84.41
600729.SH	重庆百货	30.56	2.23	2.88	3.31	3.71	14	11	9	8	122.77
600814.SH	杭州解百	9.71	0.33	0.49	0.62	0.72	29	20	16	14	67.76
600827.SH	百联股份	14.21	0.38	0.37	0.44	0.56	37	38	32	25	249.25

资料来源: Wind 一致预期, 浙商证券研究所

5 电商: 渠道分层, 玩家增速分化

5.1 国内从用户驱动到价格驱动

消费、人口、技术面临变化, 消费者习惯因技术迭代在迁移, 综合因素判断消费互联网发展趋势:

一、硬件已经普及, 渗透率提升空间已不大; 手机硬件端的创新速度大幅放缓, 新增硬件设施难以出现历史级的应用。内容端迁移变化从图文到短视频, 用户时长结构性增长, 内容端创新加速, 用户时长增长。

二、商品电商用户趋于饱和, 电商主旋律聚焦结构性变换, 效率最高的零售电商企业抢占最大的市场份额。

三、经济增速放缓的背景下, 理性化消费需求最具确定性。

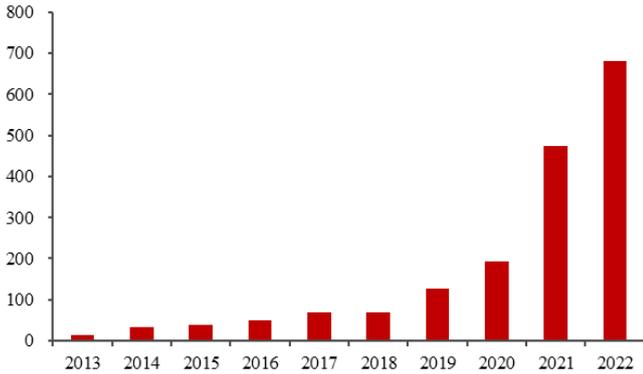
四、成本因素更重要, 商品零售比拼效率和成本, 谁效率高谁胜出, 多快好省中的省, 权重将提升。单链接来看, 坑产更重要, 即为单曝光下所能成交的效率。

五、效率高的零售企业护城河和成长性更高, 拼多多或将持续抢夺其余电商市场份额。在此过程中, 抖音内容丰富可以承接一部分需求, 但品类渗透饱和后, 将面临复购率上的压力。拼多多商家 ROI 产出仍旧高, 消费者使用频次水涨船高。

5.2 新增用户减少, 增长靠坑产或用户留存

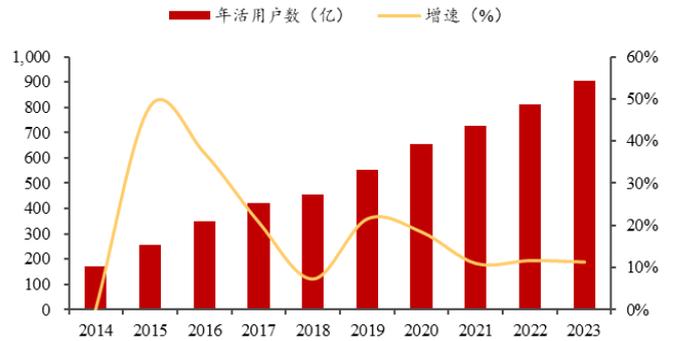
新增获客成本非核心指标, 营销费用驱动收入增长已经从新增消费者到提升复购。剔除掉 65 岁和 15 岁以下非电商核心消费者, 国内核心用户体量约为 9 亿 (非核心消费者中 15 岁以下约 2.6 亿, 65 岁以上人口 2.1 亿), 人口新增趋缓下客户的流入更难。阿里获客成本逐年提升, 增量客户不足。

图39: 阿里巴巴获客成本变化(元)



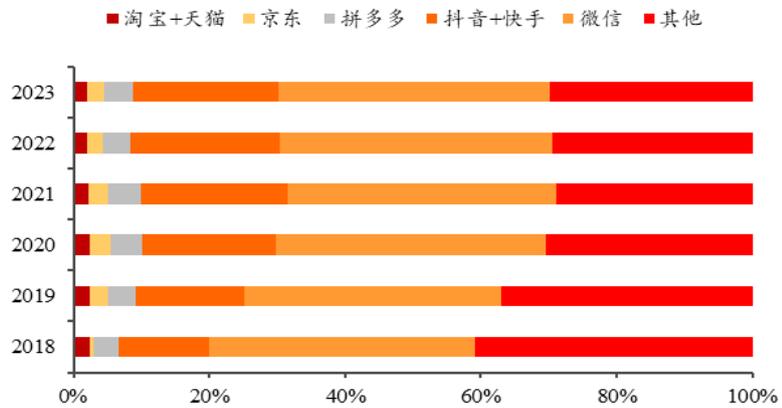
资料来源: QM, 浙商证券研究所

图40: 阿里巴巴年活用户数



资料来源: QM, 浙商证券研究所

图41: 各大互联网平台用户时长变化



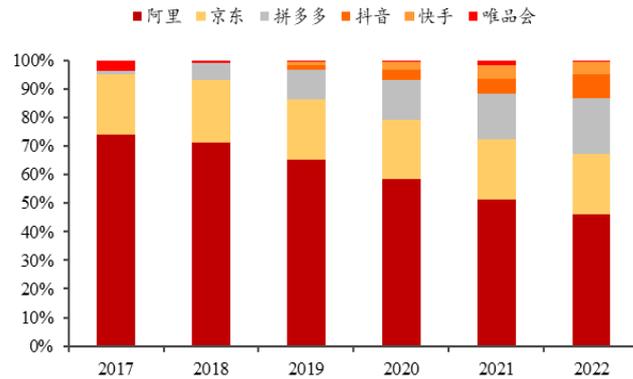
资料来源: QM, 浙商证券研究所

用户时长增长最快的抖音+快手, 而淘宝+天猫的用户时长占比被挤压。货币化率的变现即为用户时长的变现, 若用户时长增长很慢, 必然会导致商家内部抢夺时长, 提升曝光度, 所以用户时长即广告变现。商家内卷严重, 新增中小商户 ROI 产出较低, 因为商家多数是 CPS 或者是 CPM 方式付费, 而 $CPC = \frac{\text{每千人点击付费总额} \times \text{用户平均点击次数}}{1000 \times \text{用户数}}$ 。平均点击次数 = 用户时长 / 每分钟点击次数, 假设消费者每分钟点击次数为固定值, 广告费用总额和用户时长成正比, 特别是品牌单个坑产主要依靠用户时长, 容易导致内卷, 供给侧推荐时给予的权重品牌溢价。

5.3 竞争内卷: 平台之间增速出现分化, 护城河来自于用户复购

渠道出现分层, 平台增速分化。产品维度分为高中低品质, 品牌和渠道加价率上亦可以分为高溢价和低溢价, 分别满足不同的消费群体, 对应产生的是不同的渠道和消费品逻辑。市占方面, 阿里巴巴过去 5 年萎缩, 拼多多、抖音、快手等市占率增长迅猛, 主要依靠效率突围, 依靠内容获得流量带动商品销售。

图42: 各品牌市占率变化



资料来源: QM, 浙商证券研究所

销售额角度未来增长的排序为快手、拼多多、京东、阿里巴巴; 阿里巴巴在天猫和淘宝的流量没有大幅流入的背景下很难再获得快速增长。拼多多的坑产和护城河比较高。快手的变现已相对进入天花板, 增速已大幅放缓。

表8: 电商增长排序为抖音小店、快手、拼多多、京东、阿里巴巴 (亿元)

公司	类别	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
单位 (亿元)											
拼多多	GMV			1412	4716	10066	16676	24410	31200	37385	43812
	YOY				234.0%	113.4%	65.7%	46.4%	27.8%	19.8%	17.2%
阿里巴巴	GMV	24440	30920	37670	48200	57270	65890	81190	83170	81618	85618
	YOY		26.5%	21.8%	28.0%	18.8%	15.1%	23.2%	2.4%	-1.9%	4.9%
京东	GMV	4465	6582	11248	16768	20854	26125	32970	34816	37025	40484
	YOY		47.4%	70.9%	49.1%	24.4%	25.3%	26.2%	5.6%	6.3%	9.3%
快手	GMV					596.41	3811.7	6800.4	9011.6	11748	14173
	YOY						539.1%	78.4%	32.5%	30.4%	20.6%

数据来源: 公司财报, 彭博一致预期, 浙商证券研究所

5.4 拼多多: 在阿里忽视的市场中崛起, 切入低价流量入口

拼多多: 白牌、农产品、Temu 及组织能力。拼多多的白牌立身之本, 同时在农产品领域加深护城河, Temu 海外打开天花板, 组织上扁平化运作, 节省人力资源, 国内新增 CEO 赵家臻, 联席 CEO 陈磊负责海外业务。

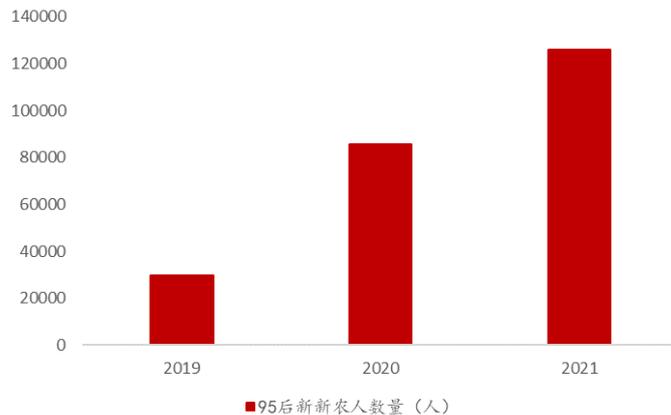
拼多多平台启动“农云行动”: 1、“零佣金”、农产带升级: “产销对接”为“产消直连”, 优化中间补两头, 让利农民和消费者; 2、集中投入优势资源, 大面积推广“多人团”在秒杀、百亿补贴的运用, 积极对接农货节、年货节等大流量支持, 激发需求侧的“数字化新消费”, 重点助力 100 个农产带建设“数字化新供给”; 3、批量对接当地优质供应链“上云”对优秀新农人进行小规模针对性辅导, 孕育 1000 个成功典范; 4、为农产带商家对接仓储、冷链等专用农货物流体系, 提供全链路的农产品上行基础设施服务; 5、通过平台持续集中曝光、生鲜农产品品类日及全渠道推广, 助力打造 100 个农特产的区域和全国性品牌, 推动农特产的标准化、品牌化、数字化发展。平台上仅 95 后“新新农人”的数量就从 2019 年的 2.97 万增长到了 2021 年的 12.6 万多, 在涉农商家中的占比超 13%。

图43: 拼多多聚焦白牌、农产品、Temu 和组织变化



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图44: 拼多多 95 后新新农人数量



资料来源: 《2021 新新农人成长报告》, 浙商证券研究所

表9: 阿里巴巴 VS 拼多多货币化率 (%)

类别	2017	2018	2019	2020	2021	2022
阿里巴巴收入 (百万元)	77530	114285	145684	175396	304543	315038
货币化率 (%)	1.61%	2.00%	2.21%	2.34%	3.82%	4.16%
拼多多收入 (百万元)	1741	13120	30142	53741	86704	130348
货币化率 (%)	0.06%	0.42%	0.89%	1.50%	2.34%	3.75%

数据来源: 公司财报, 浙商证券研究所

表10: 各大电商公司经营数据

阿里巴巴	2020	2021	2022
营业收入 (百万元)	501683	592705	582731
增速 (%)		18.14%	-1.68%
经营收益 (百万元)	197135	172219	172191
增速 (%)		-12.64%	-0.02%

经调整息税折摊前利润 (百万元)	213562	182114	184862
经调整息税折摊前利润率	42.57%	30.73%	31.72%
拼多多			
营业收入 (百万元)	59491.9	93949.9	130557.6
增速 (%)	97.37%	57.92%	38.97%
调整后 EBIT/营业利润 (百万元)	-5767	11671	38120
调整后营业利润率	-9.69%	12.42%	29.20%
京东			
营业收入 (百万元)	745802	951592	1046236
增速 (%)		27.59%	9.95%
可比息税折摊前利润 (百万元)	20681	18712	33602
增速 (%)	49.74%	-9.52%	79.58%
可比息税折摊前利润率	2.77%	1.97%	3.21%
美团			
营业收入 (百万元)	114794.51	179128	219954.95
增速 (%)	17.70%	56.04%	22.79%
可比息税折摊前利润 (百万元)	4330.1	-23127.2	-5820.45
增速 (%)	61.58%	-634.10%	74.83%
可比息税折摊前利润率	3.77%	-12.91%	-2.65%

数据来源：公司财报，浙商证券研究所

6 教育：政策转暖，AI 赋能和职教培训迎来机遇

6.1 行业展望：政策环境利好，教培行业预期转暖

加快建设教育强国，着力在“双减”中做好科学教育加法。5月29日，教育部等十八部门联合印发《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》，提出通过3至5年努力，在教育“双减”中做好科学教育加法的各项措施全面落地，中小学科学教育体系更加完善，社会各方资源有机整合，实践活动丰富多彩，科学教育教师规模持续扩大、素质和能力明显增强，科学教育质量明显提高，中小学生学习科学素质明显提升等目标。《意见》主要部署了三方面任务：一是做实学校科学教育，健全课程教材体系，完善科学教育标准，拓展科学实践活动，纳入课后服务项目，加强师资队伍建设和等。二是做宽校外科学教育资源，用好社会大课堂。三是规范科技类校外培训，严格竞赛活动管理，统筹拔尖创新人才项目，推进中高考内容改革等。

6.2 产业趋势一：AI 赋能教育业务，教育信息化 2.0 奠定政策基础

教育强国受到强调，AI 在教育领域大有可为。2023年5月29日，中共中央政治局就建设教育强国进行第五次集体学习，中共中央总书记习近平在主持学习时强调，教育兴则国家兴，教育强则国家强，提出要加快推进教育现代化。《意见》中明确要求，探索利用人工智能、虚拟现实等技术手段来改进和强化实验教学，以弥补优质教育教学资源不足的状况。此前，国家已于2018年发布了《教育信息化 2.0 行动计划》，规划了未来 AI+教育的总体目标。在产品落地方面，国际上多邻国、可汗学院、Chegg 等厂商已经与 OpenAI 建立合作，并公布相应落地产品。此外，国内知名厂商科大讯飞、新东方、网易有道、好未来等也积极入局并实现重大进展。

表11: 国内外尝试利用 AIGC 辅助教育实践的机构

教育机构	产品	模型	产品功能/用途 (基于 AIGC 相关技术)
美国 K12		GPT3.5/GPT4	作文反馈、头脑风暴、扮演辩论对手、个性化课堂测验、生成写作提示等
Duolingo	DuolingoMAX	GPT4	Roleplay:可在不同的模拟场景中对话, AI 给予打分和建议 Explain My Answer:进一步生成解错题原因
Khan Academy	Khanmingo	GPT4	一对一答疑、设计课程计划、激发学生写作灵感、编程教学等
Chegg	CheggMate	GPT4	将广泛的习题答案库、专家与 AI 技术结合, 通过对话的方式提供及时、个性化、自适应的在线作业指导
国内教育培训机构		GPT3.5/ GPT4	设计教学大纲、搜索课程资料
网易有道	AI 口语老师 中文作文批改	子曰	自研类 ChatGPT 模型“子曰”, 已在 AI 口语老师、中文作文批改等细分学习场景中尝试应用
高途	高途 AICan	ChatGPT 同源技术	将推出考研规划与答疑产品“高途 AICan”, 其基于高途考研多年积累的数据进行的专项模型梳理, 并在此基础上引入 AI 智能模型进行融合, 已于今年 2 月 15 日发布内部产品测试原型
王道科技	Class Bot	ChatGPT 相关模型	Auto Curriculum:根据内部、网络教学资料自动生成课程提纲和测评试卷 Adaptive learning:生成个性化学习方案、提纲、笔记 AI Tutor:个性化答疑、督促学习进度、批改测评试卷
科大讯飞	学习机	类 ChatGPT 模型	今年 5 月发行的 AI 学习机将搭载类 ChatGPT 模型
好未来	学习机	ChatGPT 相关模型	利用 ChatGPT 相关技术不断对学习机等产品进行升级迭代, 预期将在题目覆盖率、人机互动性、题目讲解生动性等方面实现大幅提升
作业帮	智能硬件	ChatGPT 相关模型	在原有作业帮产品中进行 ChatGPT 技术的小样测试, 产品成熟度较高后, 会在智能学系统中进行应用

资料来源: 作业帮官网, 好未来官网, 科大讯飞官网, 浙商证券研究所

持续关注 AI 在教育行业的应用落地。教育行业具备丰富的底层数据资源, 并且用户基础成熟, 是 AIGC 最重要的落地方向之一。5 月 26 日, 新华网与中公教育签署合作协议, 新华网将充分发挥自身在 AI、元宇宙、数字人、AIGC 等领域的技术优势, 以数字媒体为核心, 和中公教育共同打造教育 AI“数智人”, 创新“技术+内容”新型教育培训解决方案, 助力中公教育打造“中公职聘”精准就业服务平台。此次双方合作, 可谓 AI 赋能教育行业的又一重要突破。重大技术变革往往能驱动教育板块主题投资行情, 本轮教育板块行情也是始于 AI 赋能。A 股教育行业各公司正积极布局 AI 领域发展, 持续跟踪落地情况。

表12: A 股教育行业主要公司 AI 布局情况

公司简称	教育行业主要公司 AI 布局情况
学大教育 (000526.SZ)	2 月 28 日, 学大教育正式宣布成为百度文心一言首批生态合作伙伴, 将全面体验并通过百度营销接入文心一言的能力, 把百度领先的智能对话技术成果应用在产品研发、教学设计、定制化学习场景、职业教育、产教融合、教育咨询等领域。公司多年来立足课后辅导教育业务, 积极布局职业教育、文化服务、教育数字化领域。

**中公教育
(002607.SZ)**

5月26日，新华网与中公教育签署合作协议，共同打造教育AI“数智人”，项目基于新华网、新华智云联合发布的元宇宙系统“元卯”。3月9日，中公教育宣布成为百度文心一言首批生态合作伙伴。公司主营业务为职业教育，主要涉及公职考试培训。近年来积极布局搭建依托AI和大数据技术基础之上的智慧教学平台、3.0版交互式直播教学平台、教育私有云平台、新一代智能学习分析引擎。

**昂立教育
(600661.SH)**

公司业务涉及素质教育、职业教育、成人教育和国际与基础教育四大主营板块。根据公司2022年报，公司已成立专门的研究小组就“AI+教育”应用场景开展深度探索，在前端获客、教学过程、服务过程、运营效率等方面制定实施方案，并稳步推进。此外，在素质教育的中学段方面，打造实践创造营、科创竞赛、留学咨询、AI个性化产品发展的OMO产品体系。

**传智教育
(003032.SZ)**

公司是从事高精尖数字化人才培养的高新技术企业，通过自主研发的优质课程内容、教学系统和自有教研团队培养数字化专业人才。目前公司已开设了人工智能领域相关课程，专门培育人工智能AI开发人才。

**科德教育
(300192.SZ)**

主营业务为中等职业学校、全日制复读学校和职业技能培训服务。公司4月10日收购及增资中昊芯英8.38%股权，并将在人工智能化职业教育方面与其开展深度合作。包括开发相关培训课程，例如ChatGPT提示工程师和大模型开发的课程培训。同时推动AI在职业教育中的应用场景设计、研发和创新。合作中，中昊芯英提供技术支持，科德负责培训策划、落地和推广。

**盛通股份
(002599.SZ)**

公司拥有“产品+内容+平台”的青少年科技教育体系，涉及编程教育、机器人教育、科学实验、人工智能等科技相关课程学习。5月31日公司表示目前公司通过智谱AI调用ChatGLM API，已经开出内部测试版本模型“盛通教育学习助手”，专属知识库正在加紧训练和搭建过程中，预计7月份可利用通用数据库和专属数据库在校区教学中使用，并开放外部测试。

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

6.3 产业趋势二：“职业教育”赛道迎发展良机

教培行业扩招，市场就业需求旺盛。根据智联招聘发布的《2023年一季度人才市场热点快报》，教育/培训/院校的招聘职位数在全国占比有所提升，从2022年Q4的3.4%，提高到了3.5%。2023年3月，教育/培训/院校的招聘职位数环比增长11.6%。与此同时，因经济还未全面复苏，青年其实也面临就业率不足的问题。国家统计局数据显示，2023年3月，16-24岁劳动力调查失业率为19.6%，环比上升1.5个百分点，创2022年8月以来新高。这为职业教育赛道提供了极佳的发展契机。参照往年经验，就业率不高，青年或是职场人士往往会选择加大职业教育领域投入，以提升自己的职场竞争力。

统筹推动教育和产业协调发展，创新搭建产教融合平台载体。6月13日，国家发改委、教育部等8部门联合印发《职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023-2025年）》。方案重点强调：在全国建设培育1万家以上产教融合型企业，产教融合型企业制度和组合式激励政策体系健全完善，各类资金渠道对职业教育投入稳步提升，产业需求更好融入人才培养全过程，逐步形成教育和产业统筹融合、良性互动的发展格局。该政策的重点任务包括：

（一）推动形成产教融合头雁效应：1、培育遴选产教融合试点城市；2、在重点行业深度推进产教融合；3、培育建设产教融合型企业，引导各地加快培训地方产教融合型企业，按时完成全国1万家以上的总体任务。（二）夯实职业院校发展基础：1、系统评估项目实施效果；2、扩容产教融合储备项目；3、完善职业教育专业设置；（三）建设产教融合实训基地；（四）深化产教融合校企合作。

到2025年，国家产教融合试点城市达到50个左右，试点城市的突破和引领带动作用充分发挥，在全国建设培育1万家以上产教融合型企业，接续推进产教融合建设试点，完善落实组合式激励赋能政策体系，将产教融合进一步引向深入。

国内职业技能型人才占比低，未来发展空间大。根据多鲸产业研究院预测，到 2024 年行业规模达到 1.2 万亿，2020-2024 年行业复合增长率达到 5% 以上。对比成熟发达国家，国内技能型人才比例偏低，2019 年高等教育毛入学率 52%，相比美国（89%）、欧洲（71%）的高等教育入学率还远远落后。职业教育可以有效提高人才素质，加强技能掌握熟练度，因此具有充足的发展驱动力。

表13：教育公司 2023Q1 业绩

公司名称	营收 (亿元)	营收同比	净利润 (亿元)	净利润同比	业务方向
高途教育	7.1	-2.40%	1.1	112.10%	大学生和成人教育、素质教育、职业教育和数字产品
尚德启智	5.67	-7.60%	1.8	0.40%	职业资格证书培训、学历培训和职业技能培训
中公教育	8.89	-26.73%	0.24	105.24%	学历提升、职业能力培训
传智教育	1.4	-10.74%	0.18	-11.14%	IT 短期培训、非学历高等教育培训
学大教育	5.19	4.46%	0.05	334.46%	个性化教育、职业教育、文化服务、教育数字化

数据来源：Wind，浙商证券研究所

6.4 核心标的

中教控股：职教龙头地位稳固，内生增长稳健。公司前身江西科技学院和广东白云学院，2017 年公司上市后，先后收购多所海内外院校，目前控股国内外高等教育学校 12 所，职业教育学校 2 所。在 2021-2022 学年，公司实现收入 47.6 亿元(同比+29.2%)，归母净利润 18.5 亿元，(同比+27.8%)。基于目前的 14 所学校，公司通过收购和新建校区不断扩大办学规模，提供丰富且紧贴市场需求的专业，办学实力深厚。同时，公司积极推进校企融合，2021-2022 学年，校企合作数量达到 3475 家，同比增长 43%，为社会输送的应用型毕业生人才 6.1 万，同比增长 19%。

新高教集团：加大投入提高办学质量，成本结构优化维持高分红比例。1) 持续发挥集团化办学优势，学费收入和住宿费收入稳步增长。截至 2023 年 2 月 28 日止 6 个月，公司实现主营业务收入 11.52 亿元(同比+11.2%)，归母净利润 3.91 亿元(同比+13.1%)，归母净利润率 33.9%(+60bps)。2) 公司成本及费用优化管控成效显著。公司人力成本及折旧摊销增速虽高于收入增速，但行政费用率下降 109bps 至 4.6%，融资成本占比下降 44bps 至 5.9%，其他成本同比下降 93bps 至 2.53%。目前公司归母权益/带息债务比例提高 0.06，融资成本进一步下降。

中国东方教育：就业导向+品牌力+管理能力+多赛道拓展能力强。1) 就业强。与职业学历教育以“升学”为导向不同，职业技能培训体现出“强就业”导向，就业的专业对口率、薪资与学费之间的投资回报率是关键;2) 管理能力强。职业技能培训所面对的应届生主要来自初中生群体、部分学生甚至属于未能进入正常学历升学路径的学生群体，存在较大的管理难度，叠加封闭式管理对重资产的要求、教学消耗品的采购等均需精细化管理。3) 多赛道拓展能力强。公司是职业技能培训龙头，业务横跨烹饪、IT、汽修、美业四大领域。公司正积极尝试跨赛道复制，在美容美发、康养、AI 等领域进行探索。

表14: 重点教育上市公司盈利预测及估值

重点公司盈利预测											
代码	重点公司	现价	EPS				PE				总市值 (亿元)
		6月11日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
002607.SZ	中公教育	5.10	-0.18	0.12	0.21	0.22	-28	42	24	23	297.89
0839.HK	中教控股	6.57	0.77	0.82	0.93	1.08	9	8	7	6	164.06
0667.HK	东方教育	3.26	0.17	0.24	0.37	0.52	19	14	9	6	70.59
600880.SH	博瑞传播	6.42	0.04	0.06	0.08	0.10	161	108	82	64	69.75
003032.SZ	传智教育	17.34	0.45	0.54	0.68	0.84	39	32	26	21	62.06
300688.SZ	创业黑马	41.01	-0.50	0.17	0.29	0.52	-82	244	141	79	62.48
600636.SH	国新文化	15.18	0.30	0.51	0.54	0.00	51	30	28		64.75
603377.SH	东方时尚	8.23	-0.07	0.33	0.42	0.51	-118	25	20	16	58.67
1890.HK	中国科培	2.60	0.35	0.43	0.50	0.58	7	6	5	4	52.40
605098.SH	行动教育	39.29	0.94	1.82	2.36	2.90	42	22	17	14	45.08
2001.HK	新高教集团	2.60	0.39	0.47	0.53	0.60	7	6	5	4	37.95
000526.SZ	学大教育	29.24	0.09	0.68	0.86	1.30	316	43	34	23	33.59

资料来源: Wind 一致预期, 浙商证券研究所

7 风险提示

宏观经济恢复不及预期;

行业竞争加剧;

消费恢复不及预期;

疫情扰动风险。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>