

生活服务业时代变革，连锁赋能蓄势待发

——时代性大趋势系列：生活服务业连锁研究

2021年6月

姓名

余剑秋

姓名

钟烨晨

邮箱

yujq@stocke.com.cn

邮箱

zhongyc@stocke.com.cn

电话

19946060282

证书编号

S1230520080007

联合发布者简介

浙商证券研究所

浙商证券股份有限公司成立于2002年，2020年浙商证券将研究所作为“五个提升建设”任务的头号工程，是迄今为止业内首家也是唯一一家将研究作为头号工程的券商。2020年正式提出打造全国一流白金研究所，制定深耕浙江、拥抱银行、扎根产业三大战略。研究团队实行全领域、全行业覆盖，重点布局“六大+三新”九大领域：六大——大资产、大消费、大健康、大金融、大制造、大周期；三新——新科技、新能源、新材料，致力于建成对浙江上市公司研究最广最深、跟踪最紧最好、服务最全最优的研究所。2020年浙商研究所在各大机构的研究排名绝大部分已进入前五名，约半数进入前十名，五分之一进入前五名，五家第一名。

中国连锁经营协会

中国连锁经营协会成立于1997年，有会员千余家，会员企业连锁店铺42.7万个。其中零售会员企业2019年销售额4.1万亿元人民币，约占全国社会消费品零售总额的10%。协会本着“引导行业、服务会员、回报社会、提升自我”的理念，参与政策制定与协调，维护行业和会员权益，为会员提供系列化专业培训和行业发展信息与数据，搭建业内交流与合作平台，致力于推进连锁经营事业与发展。（www.ccfa.org.cn）

*特别鸣谢中国连锁经营协会苏霜总对本报告的指导。

报告摘要

1、自上而下看连锁，时代趋势毋庸置疑，本地生活最具潜力

我国第三产业增长迅速，日常消费（本地生活）是其中占比最大最具潜力的赛道。从2003到2019年，第三产业占总GDP比重从42.0%提升到53.9%，成为贡献GDP的主导力量，而日常消费服务产值从2003年占比第三产业的24.8%提升至71.8%，是第三产业的主要门类。

上市公司（包括拟上市）中由于业态差异，直营和加盟选择亦有所不同。所列举的上市公司中，从时间维度看，早期加盟公司较少，由于加盟模式存在税收核算难度大、产权关系不清晰和决策权不统一的问题，上市难度相对较大。

卖产品标准化程度更高，卖服务更能增强客户粘性。服装、零食、便利店、药店等偏零售的业态以卖产品为主，而酒店、眼科医院、早教机构等服务属性强的业态以卖服务为主，餐饮行业则是卖产品与卖服务并存。

2、本地生活服务机会巨大，连锁化率快速提高势不可挡

我们选取了便利店、酒店、药店、轻饮食、服装、健身房、汽车后市场、早教、体检机构、电影院等业态继续比较梳理，发现行业共性与特性：

从盈利能力来看，运动服装和连锁酒店盈利能力较强。选取各业态部分上市公司为代表做对比，运动服装行业销售毛利率可达40%-50%，净利率为7-17%，连锁酒店行业销售毛利率范围较大为30%-90%，净利率达8%-16%，盈利能力较强。

从市场集中度来看，便利店和体检机构集中度较高，药店和轻饮食市场格局分散。便利店和体检机构较集中，CR3分别为51%和39%，而连锁药店CR10仅为20%，轻饮食中热饮品行业CR5为15.7%，街边饮食为14.4%，简餐则更低，仅为10.9%。

3、本地生活企业上市前后，股权架构、战略方向和运营模式均有所转变

1) 从股权变化来看，上市公司在稳定架构与做大做强间维持平衡。以绝味食品为例，通过四个投资平台进行股权激励管理；2) 从战略方向来看，上市后公司高举高打，快速扩张。以华住酒店为例，在轻资产管理加盟及特许经营模式成功的基础上，进一步扩展，强化多品牌组合。3) 从运营模式来看，上市后模式有所突破。以爱尔眼科为例，通过分级连锁+并购基金模式扩大覆盖范围。

4、连锁业态未来将向工业化、品牌化和数字化方向发展

1) 工业化：以轻饮食为例，中央厨房在餐饮业的重要性和渗透率提高，供应端生鲜电商+冷链配送，使原材料成本逐渐优化；2) 品牌化：以酒店为例，酒店集团整合单体酒店，品牌效应加强，通过并购实行多品牌战略切入细分赛道满足不同层次消费者需求。3) 数字化：以便利店和健身房为例，便利店通过前、中、后端进行数字化转型，促进管理水平和运营效率的提高，健身房行业受疫情催化，加速线上布局，智能化发展成趋势。

风险提示

- 1、社会零售发展不达预期
- 2、连锁化率不达预期
- 3、宏观经济波动
- 4、政策影响

目录

C O N T E N T S

01 连锁研究，方法探寻

02 本地生活，百花齐放

03 上市前后，同与不同

04 本地连锁，未来趋势

01

连锁研究，方法探寻

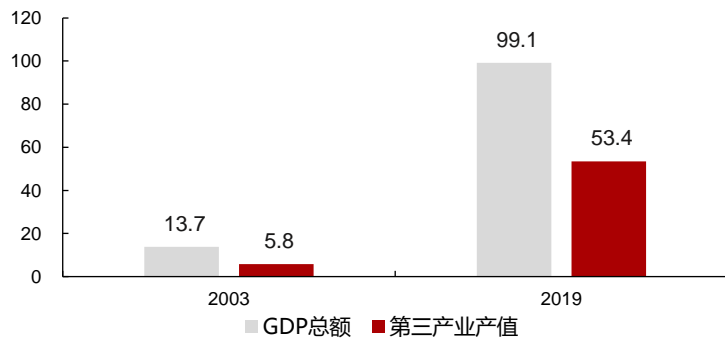
1.1 第三产业增长迅速，消费重要性凸显、存在潜力空间

中国第三产业增长迅速，在GDP构成中愈发重要。从2003到2019年，中国第三产业产值从5.8万亿元提升到53.4万亿元，同期总GDP从13.7万亿元提升到99.1万亿元；第三产业占总GDP比重从42.0%提升到53.9%，成为贡献GDP的主导力量。

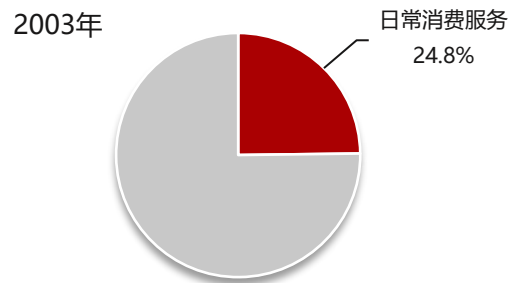
本地生活服务地位逐渐凸显，成为第三产业的主要推动力。2003年，中国日常消费服务产值占到第三产业总产值的24.8%；而到了2019年，日常消费服务产值占到第三产业的71.8%，成为第三产业的主要门类。

中国消费市场仍然存在提升空间。中国目前第三产业占总GDP比重为53.9%，距离世界主要发达国家仍存在一定差距；中国目前消费占GDP比重为38.8%，世界主要发达国家消费占比均为50%以上，对比下存在提升空间。

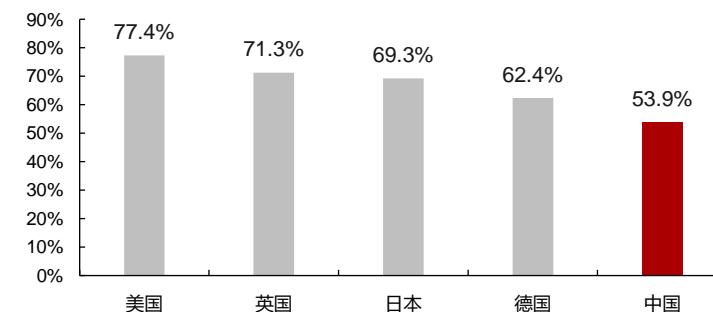
图：2003和2019年中国GDP与第三产业GDP (万亿元)



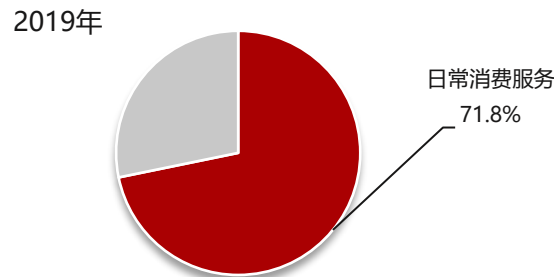
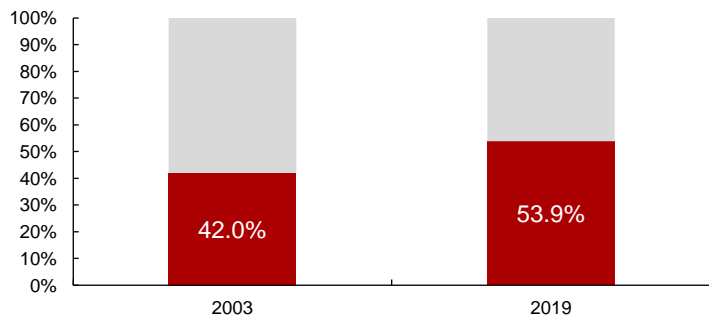
图：2003和2019年日常消费服务GDP占第三产业比例



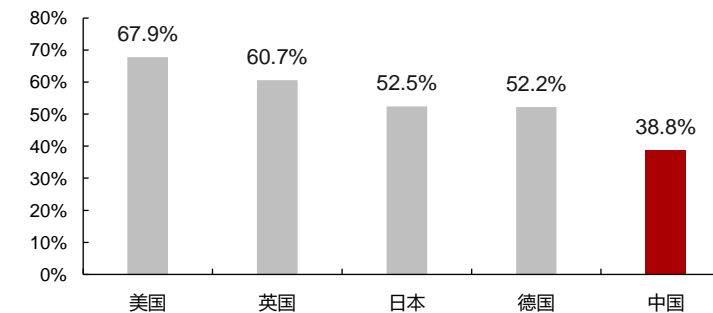
图：中国第三产业占总GDP比重与发达国家对比



图：2003和2019年第三产业GDP占比



图：中国日常消费服务占总GDP比重与发达国家对比

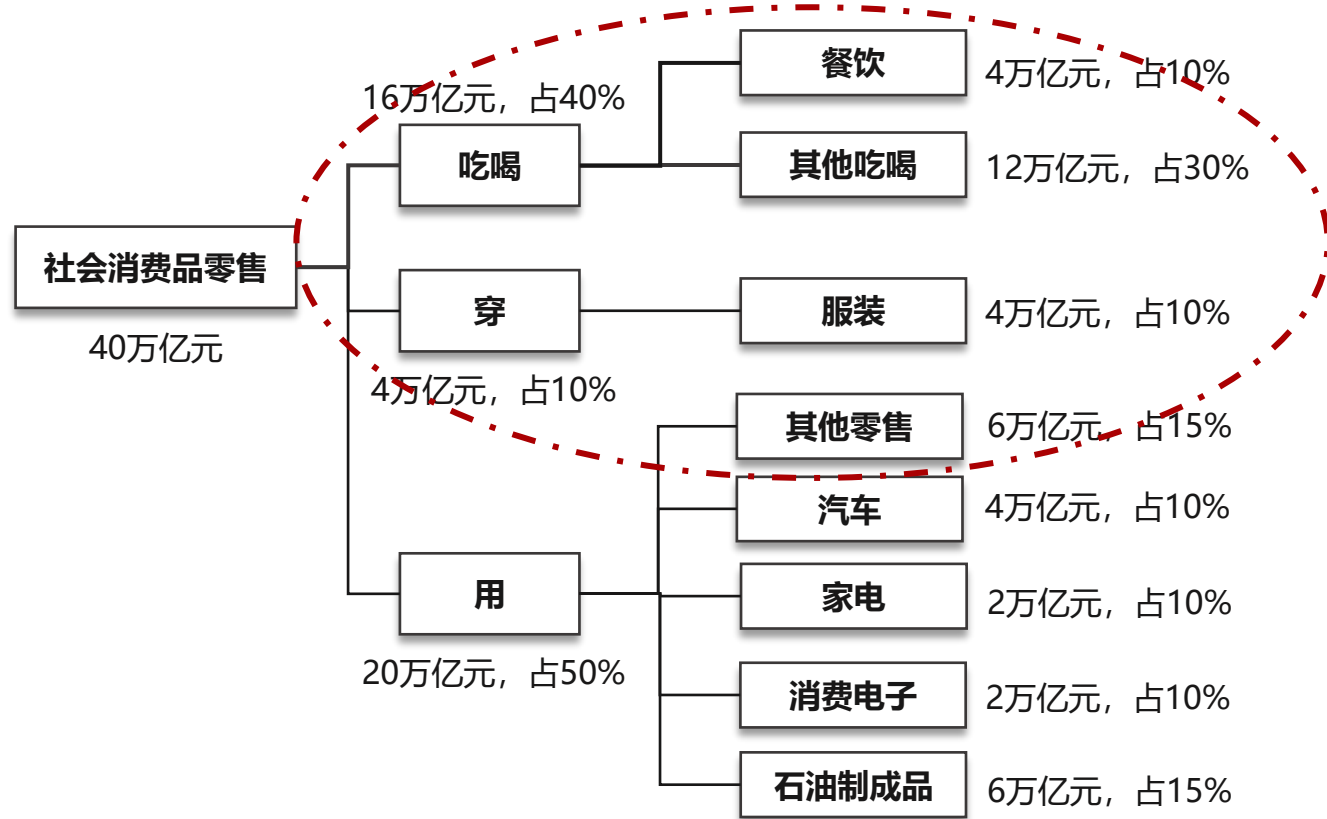


1.2 社零城市分布较为分散，吃喝是社零中单一体量最大的行业

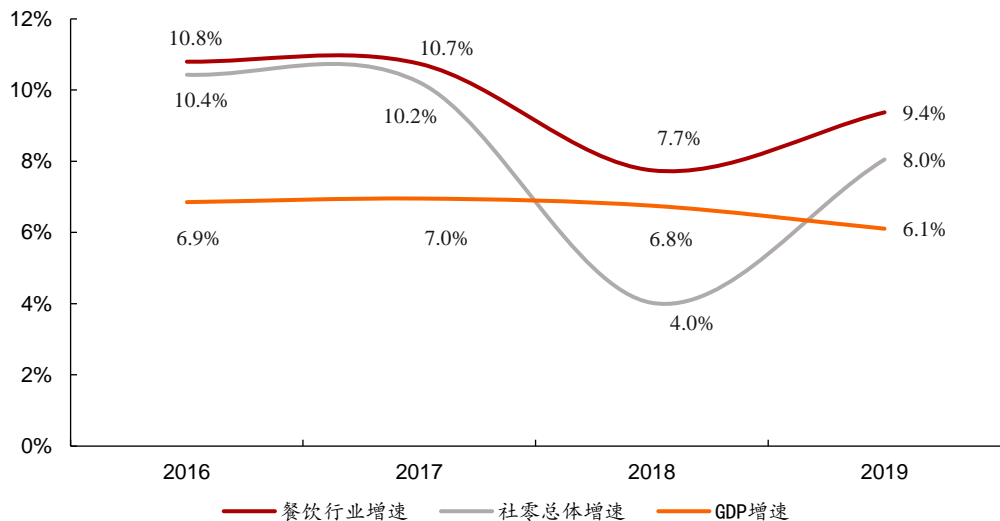
社会消费品零售总额按城市能级分布处于分散状态，二线城市占近半数。二线城市如福州、济南、烟台等的社会消费品零售总额约为20万亿元，约占社零总额的52%，为城市分布的大头；其次为成都、重庆、武汉等新一线城市，总额约为8.2万亿元，占总额的21%。

餐饮是社零当中单一体量最大的行业集合。吃喝门类的社会消费品零售总额达到16万亿元，占社零总额约40%；其中餐饮4万亿元，占社零总额的约10%。其中30%为在家用餐，70%为在外用餐。

餐饮行业增速快，超过社零和GDP增速。2015-2019年之间，餐饮行业的增速均超过社零和GDP；餐饮行业4年复合增长率9.7%，高于同期社零的8.1%和GDP的6.7%。



图：餐饮行业增速超过社零和GDP



图：社会消费品零售的城市分布，二线城市占半数

城市能级	城市能级	2019年社会消费品零售总额
一线城市	北京、上海、深圳、广州	4.23万亿元, 占比11%
新一线城市	成都、重庆、武汉等	8.22万亿元, 占比21%
二线城市	福州、济南、烟台等	约20万亿元, 占比52%
三线城市	其他城市	约6万亿元, 占比16%

1.3 直营VS加盟

上市公司（包括拟上市）中由于业态差异，直营和加盟选择亦有所不同。所列举的上市公司中，从时间维度看，早期加盟公司较少，由于加盟模式存在税收核算难度大、产权关系不清晰和决策权不统一的问题，上市难度相对较大。



表：所列举上市公司中，早期加盟公司较少

	国大药房	华住	锦江酒店	味千拉面	爱尔眼科	王品	红旗连锁	一心堂	呷哺呷哺	益丰	大参林	绝味	海底捞	三只松鼠	太二	巴比馒头	良品铺子	奈雪的茶	普瑞眼科
上市时间	1993	1996	1996	2007	2009	2012	2012	2014	2014	2015	2017	2017	2018	2019	2020	2020	2020	2021	拟上市
以加盟/直营为主	直营	加盟	加盟	直营	直营	直营	直营	直营	直营	直营	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	加盟	直营	直营

1.4 卖服务VS卖产品

➤ 卖产品标准化程度更高，卖服务更能增强客户粘性。服装、零食、便利店、药店等偏零售的业态以卖产品为主，而酒店、眼科医院、早教机构等服务属性强的业态以卖服务为主，餐饮行业则是卖产品与卖服务并存。

卖产品



卖服务

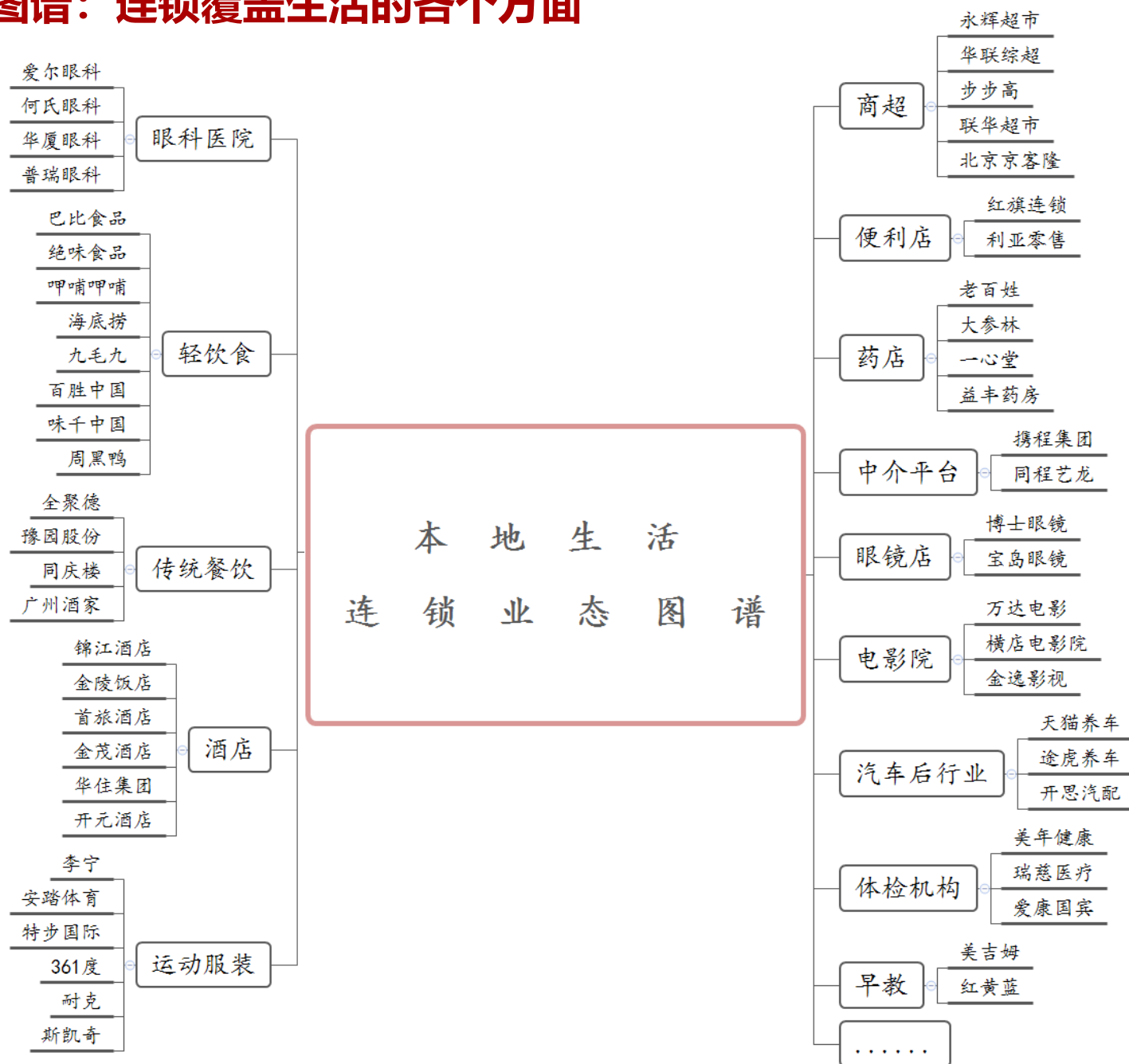


既卖产品也卖服务



02

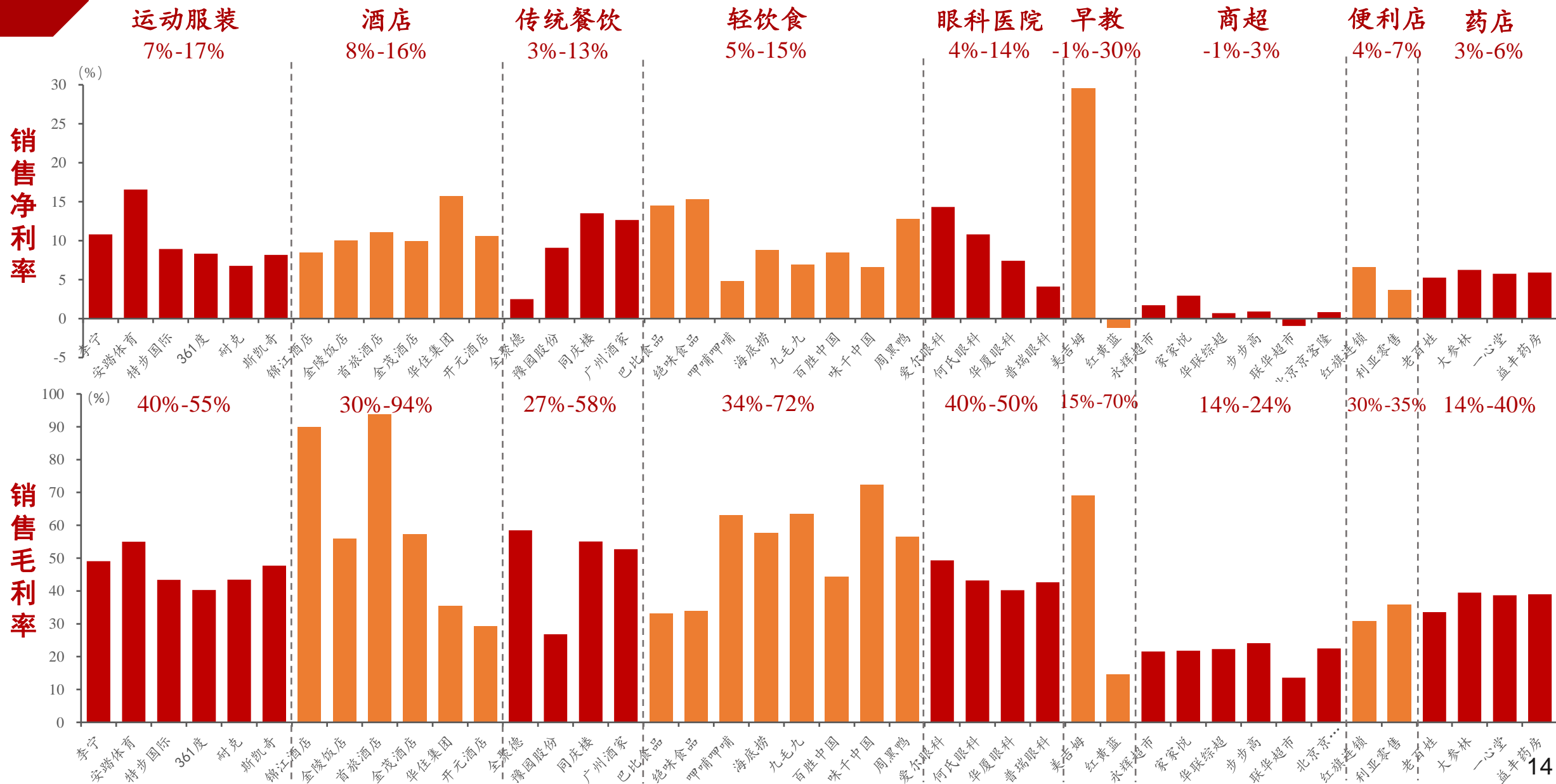
本地生活，百花齐放



表：生活服务业态特点一览

行业	连锁化率	直营/加盟	房租	人工	现金流平衡	收回全投资	选址难度	服务属性	管理难度	政策门槛
便利店	低	加盟多	低	中	快	快	中	低	低	低
酒店	低	直营多	中	中	快	快	高	高	高	中
药店	中	加盟多	低	低	快	快	高	高	高	高
轻饮食	中	加盟多	高	低	快	中	中	中	中	低
服装	中	加盟多	中	低	快	快	低	低	低	低
健身房	低	加盟多	低	中	慢	中	低	高	中	低
汽车后	低	加盟多	低	中	快	中	低	高	低	低
早教	低	直营多	低	高	快	中	高	高	高	高
体检机构	中	直营多	中	高	慢	中	高	高	高	高
电影院	低	直营多	低	低	慢	慢	中	中	高	中

本体生活业态盈利能力对比：运动服装和连锁酒店盈利能力较强



2.1 连锁便利店：石油系店铺数占据前二，行业集中度高，市场规模增速快

便利店是指以满足顾客便利性需求为第一宗旨，销售即时性商品为主的小型零售业态。与超市和百货商店相比，便利店具有距离近、数量多、购买方便、经营时间长等特点。

1992-2004年：起步阶段

三大日系便利店在中国地区开设，推动连锁便利店起步，此阶段居民收入不高，行业发展缓慢。

2004-2013年：初步发展阶段

随着经济增长，行业规模持续扩大，中国本土连锁便利店接连成立，并学习日系便利店的经营模式，在部分地区打破日系主导地位。

2014-2017年：高速成长阶段

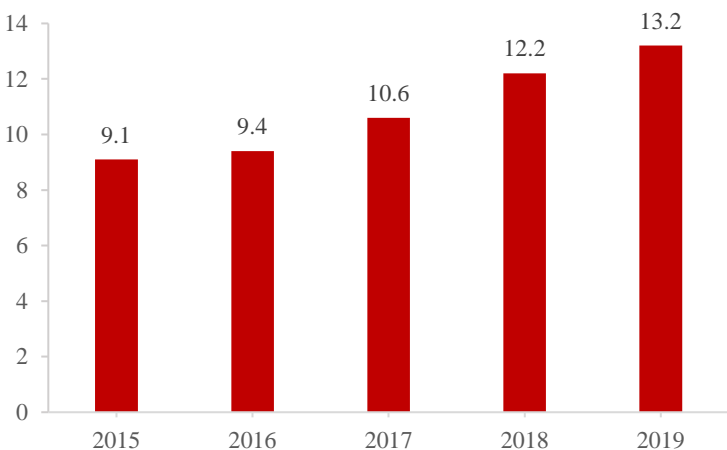
本土便利店逐渐发展成熟，大量资本涌入行业以及电商企业跨界进入行业，多家连锁便利店在此阶段实现快速扩张，众多无人便利店也开始成立。

2018年-至今：调整阶段

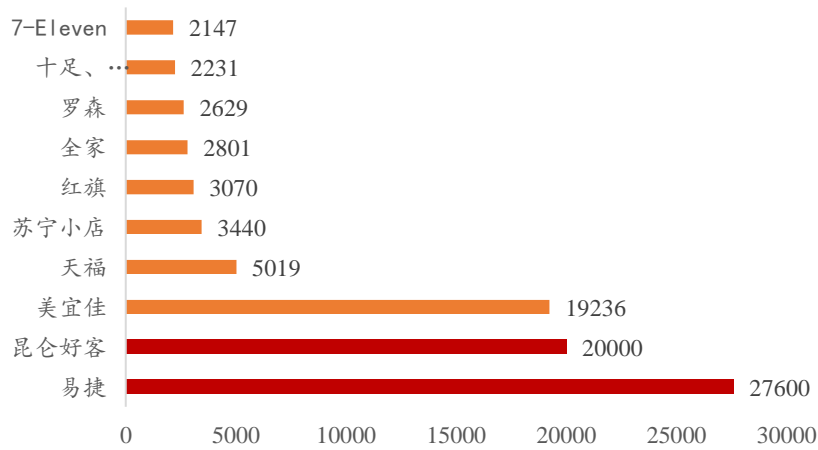
行业竞争加剧，部分高速扩张企业出现资金和经营模式的问题，资本热度下降，行业进入调整阶段。

2019年中国便利店数量达13.2万家，规模超2500亿元，市场集中度较高。便利店数量从2015年9.1万家增长至2019年13.2万家，复合增速近10%。按销售额计算2020年中国连锁便利店市场规模预计接近3000亿元。按门店数量占比来看，排名前三的是易捷、昆仑好客和美宜佳，CR3为51%，行业集中度高。其中易捷和昆仑好客均为石油系便利店，借助加油站网络进行全国布局，目标人群主要为具有加油需求的人。

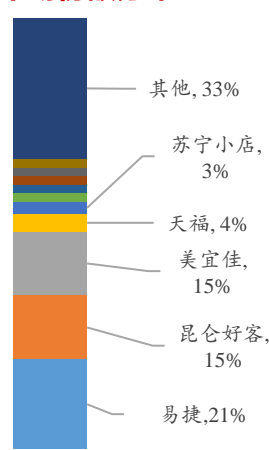
图：中国便利店门店数量（万家）



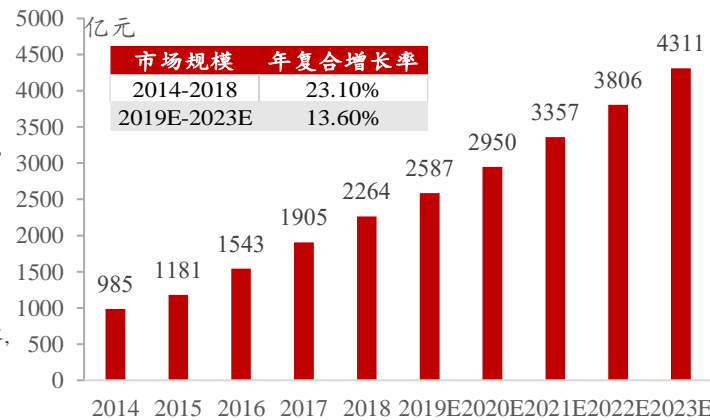
图：2019年中国便利店企业门店数量前十（家）



图：2019年中国便利店行业市场份额分布



图：中国连锁便利店行业市场规模（按销售额计）

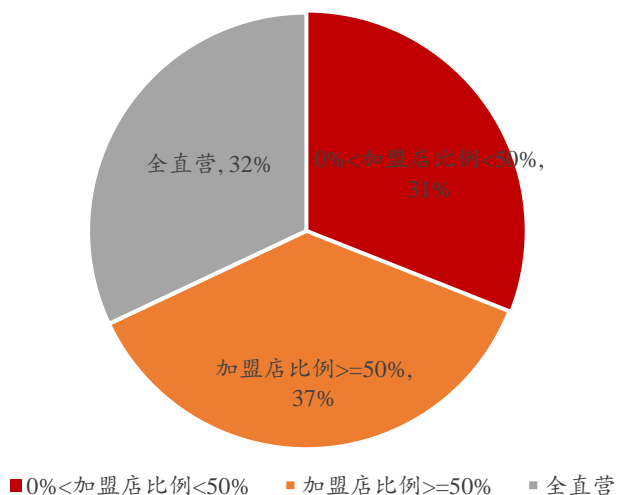


资料来源：毕马威，头豹研究院，浙商证券研究所

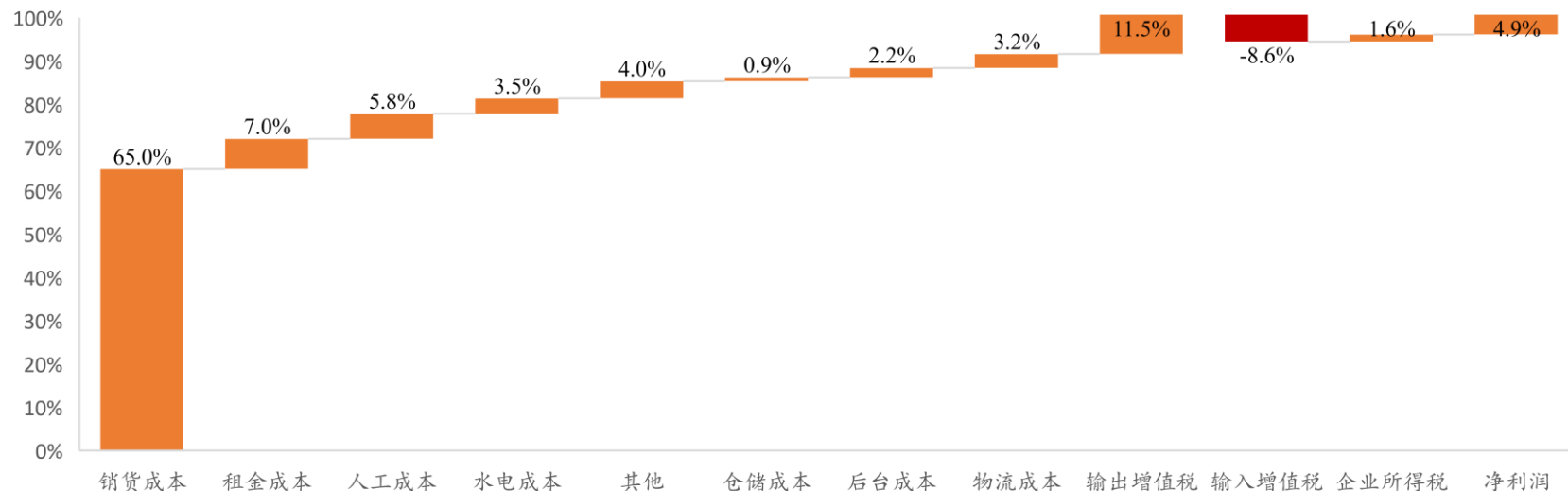
2.1 连锁便利店：二线城市便利店企业的净利润水平约为5%

- **连锁便利店企业经营模式大多为加盟连锁。**2018年，中国连锁便利店行业中全直营经营模式的企业占比为32%，加盟店比例低于50%的企业有31%，加盟店比例超过50%的企业占比为37%。
- **连锁便利店企业的加盟店比例有望持续上升。**对于连锁便利店企业来说，加盟模式下，门店开设资金由加盟商提供，连锁便利店企业可节省自有资金并实现快速扩张。根据头豹研究院，在连锁便利店行业发展成熟的日本，7-11、罗森、全家在日本市场的加盟店比例均已超过95%。对便利店的个体经营者来说，加盟连锁品牌后，可借助连锁品牌物流配送体系和品牌知名度提升门店经营效率及盈利水平。
- **成本结构测算假设：**根据毕马威分析，1) 销货成本：假设即食食品占比60%，毛利率约为35%；2) 店铺运营成本：二线城市每月租金约23000元，4-5名店员，每人每月工资约4500元；3) 支持部门成本：300家直营店布局在200公里半径内，后台部门包括财务、人力、IT等支持部门。
- **销货成本约65%，运营成本约20%，净利润为5%。**便利店企业可以通过聚焦高毛利商品和成本优化以提升净利润水平。并且根据2016-2019年CCFA便利店的样本调研，中国便利店企业平均单日坪效为69元/平方米/天，低于国际领先企业水平，企业运营效率有待提升。

图：2018年中国连锁便利店行业加盟情况



图：典型便利店品牌在二线城市的成本结构测算



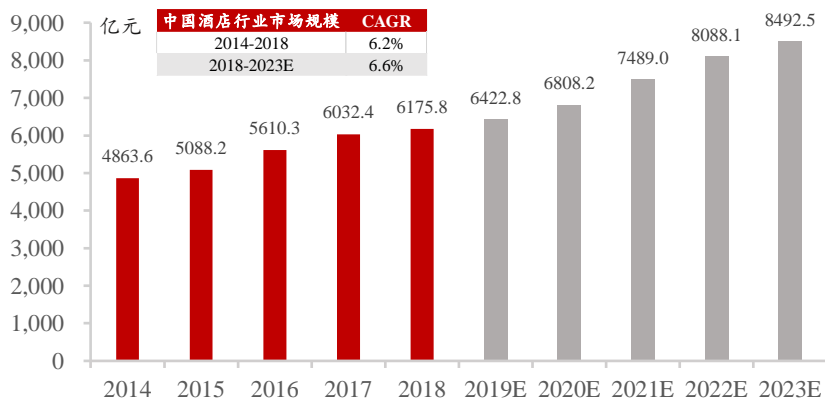
2.2 酒店：连锁率有待进一步提高，行业开始存量整合

酒店是指为客户提供安全、舒适的休息或睡眠空间的商业机构。其通过出售客房、餐饮、娱乐等综合服务设施，获得租金和服务收入。

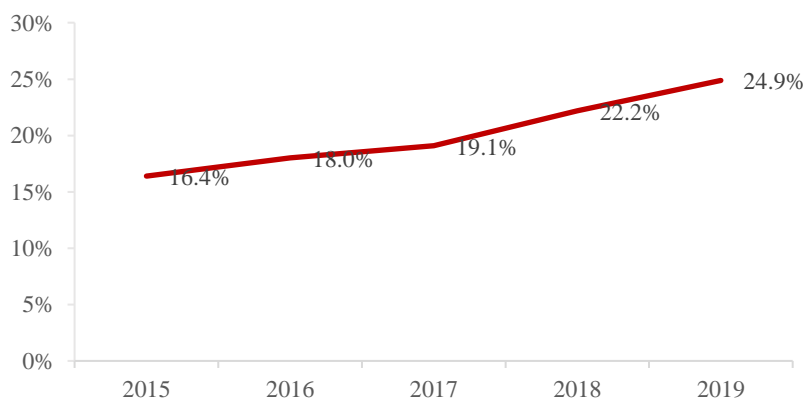
起步发展阶段	1949-1983年	此阶段酒店以“高端星级酒店+招待所”为主，并通过与外资合作来提高运营管理水平。
加速发展阶段	1984-1994年	中国出台政策大力支持，本土和国际酒店集团加速发展，国际酒店为中国提供运营经验，提高中国酒店业行业规范。
回落阶段	1995-1999年	扩张速度过快叠加金融危机导致中国酒店行业跌入谷底。
黄金发展阶段	2000-2012年	中国经济和旅游业的发展帮助酒店业逐步复苏，价格和利润水平提高。连锁酒店特别是经济型酒店在此期间迅速崛起，酒店业处于繁荣状态。
存量整合和创新阶段	2013年-至今	行业竞争加剧，为了提高竞争优势，连锁酒店通过并购和加盟分方式实现行业整合，并且酒店更注重创新，致力于打造差异化、个性化的产品。

2014-2018年酒店行业复合增速为6.2%，市场规模稳步增长。中国酒店行业市场规模（按营业收入），从2014年4864亿元增长至2018年6176亿元，CAGR为6.2%，预计2023年可达到8493亿元。中国连锁酒店渗透率从2015年16.4%增长至2019年24.9%，酒店行业通过合并和收购扩大规模，预计未来渗透率会进一步提高。2019年酒店集团市占率排名前三的是锦江、华住和首旅集团，分别占比20%、12%和9%。

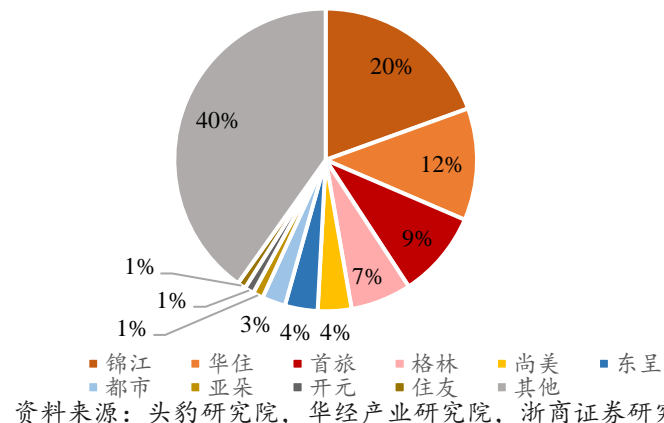
图：2014-2023E年中国酒店行业市场规模



图：2015-2019年中国连锁酒店渗透率



图：2019年国内酒店集团市占率



资料来源：头豹研究院，华经产业研究院，浙商证券研究所

2.2

酒店：自营模式更侧重于RevPAR，加盟模式更侧重于加盟店数量

按照经营形式分类，酒店商业模式可分为自营和加盟。其中自营可分为自持物业经营和租赁经营，加盟可分为品牌加盟和管理加盟。自用业务和加盟业务盈利模式有较大差异。

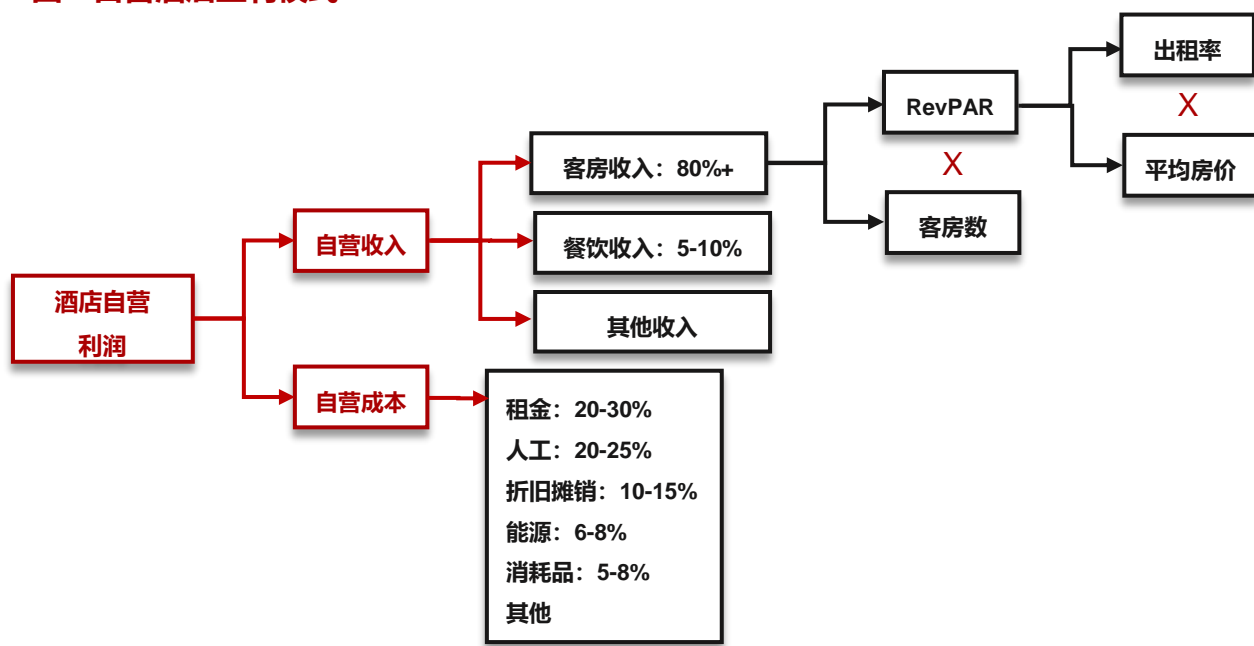
1) 自营模式以RevPAR为重要指标

收入端，来源于客房、餐饮及其他收入。酒店的出租率和平均房价通过RevPAR（每间可供出租客房收入）来影响自营收入；成本端，来自于租金、人力、折旧摊销、能源和消耗品。自营模式下，酒店的固定成本占比较高，盈利表现取决于RevPAR，收益弹性大。

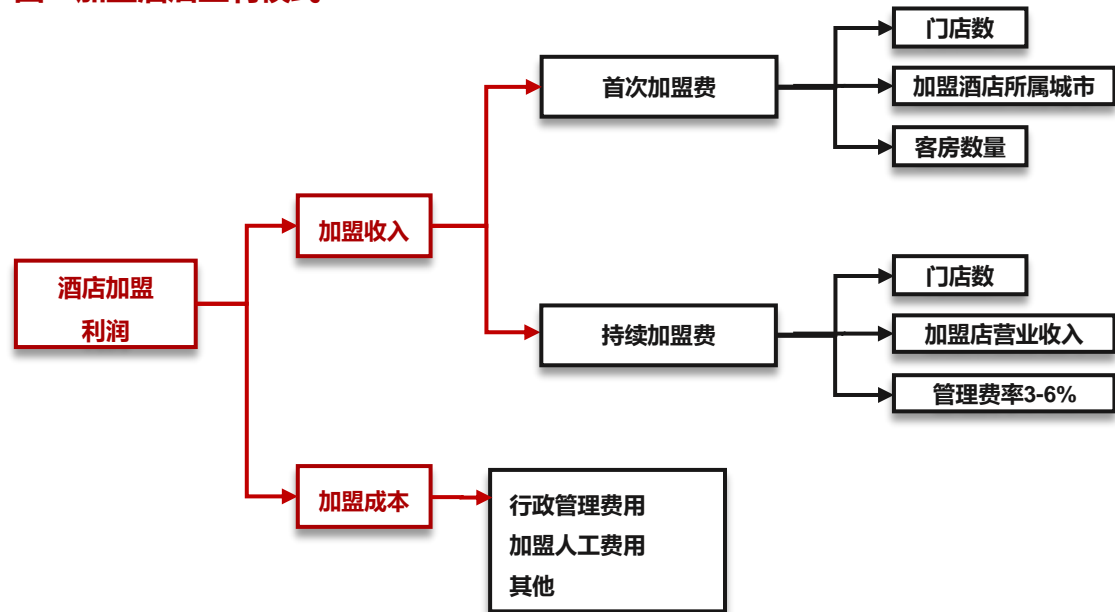
2) 加盟模式以加盟店数量为重要指标

收入端，主要包括首次加盟费和持续加盟费，首次加盟费收益取决于门店数量、所属城市和客房数量，持续加盟费取决于门店数、加盟店营收和管理费率；成本端，主要包括行政管理费用、人工费用等。加盟模式下，利润主要取决于门店的扩张速度。

图：自营酒店盈利模式



图：加盟酒店盈利模式



2.3 连锁药店：市场竞争格局分散，药店连锁率有待提高

连锁药店规模和连锁化率将持续提高，线上线下融合发展的模式不断涌现。随着医药卫生体制改革的不断深入，医药分开加速推进，医院处方外流持续加快，药品零售行业发展模式和格局将加速调整转变。

1995-1999年：起步阶段

1995年，深圳中联广深医药股份有限公司成立，开启了连锁药店经营的新时期。此阶段连锁药店以直营连锁为主，加盟条件较高。

2000-2004年：初步发展阶段

2000年，中国药品零售业进一步开放，连锁药店开始采取加盟店的形式争夺市占率，随着门店数量增多，管理难度增大，此时市场呈现饱和状态。

2005-2013年：高毛利扩张阶段

2005年，药店多元化发展的思潮涌进国内，中国医药零售行业抓住了高毛利商品，进入了高毛利时代，同时零售连锁药店在地域上形成跨区域连锁。

2014年-至今：医药电商阶段

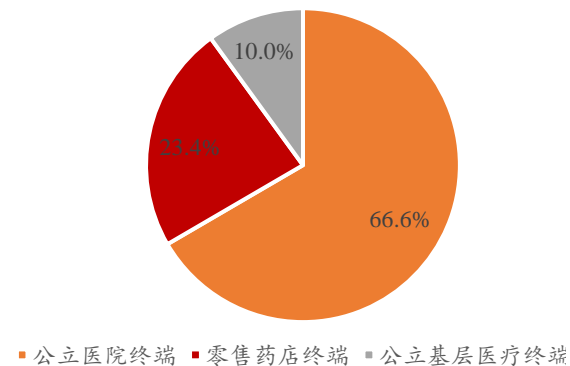
2014年至今，医药电商崛起并发展迅速，资本市场密集进入行业，伴随着一系列新政策的实施，中国医药零售业又进入新一轮的重组之中。

2019年药店端销售规模为4195亿元，占总销售规模23.4%，规模较小。根据药监局发布的药品监督管理统计年度报告，2019年我国药店连锁率达到53.3%，相较于美国、日本等成熟市场，仍然处于较低水平，尚有较大发展空间。并且我国CR10市占率仅20.2%，美、日市场集中度较高。

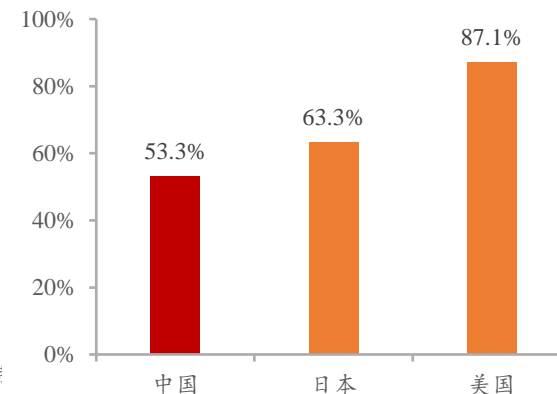
图：零售药店端药品销售规模



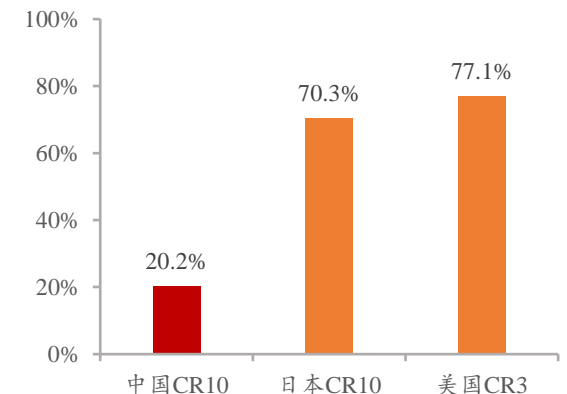
图：2019年中国药品零售终端占比



图：2019年药店连锁率对比



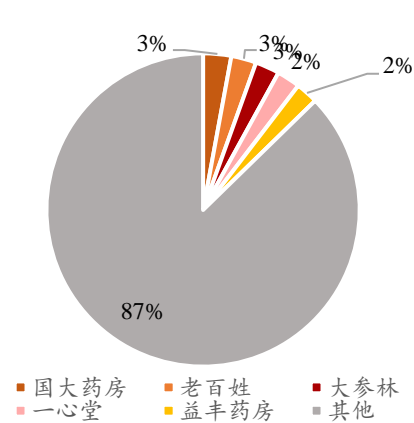
图：2019年药店零售业市场集中度比较



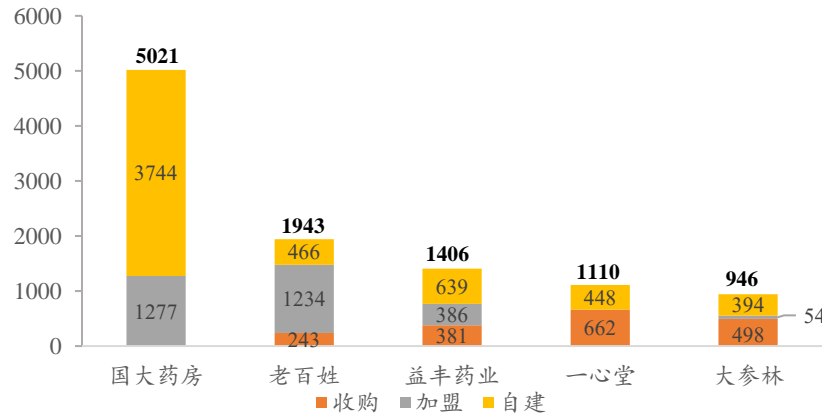
2.3 连锁药店：竞争格局分散，大参林增速稳定，综合成长能力较强

连锁药店市场分散，市占率差异较小。2019年五大零售药店市场占有率约为13%，其中国药控股位居榜首，但占有率仅有3%。从店面模式来看，国大药房自建为主辅以加盟，而老百姓加盟为主辅以自建，益丰药业主自建辅加盟和收购，一心堂和大参林主收购辅自建，总体看来，除了国大药房，其他4家均通过收购来扩大自身的规模。从净利润增速来看，2016-2019年大参林净利润增速稳步提升。

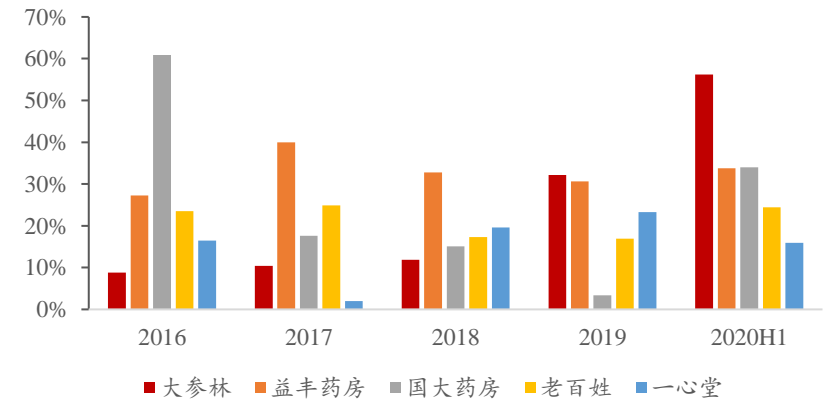
图：2019年中国药店市场占有率



图：2019年零售药店CR5店面模式对比(家)



图：2016-2020年零售药店CR5净利润增长率对比



从单店收入和日均坪效来看，大参林名列前茅；从日均租效来看，国大药房略微领先。2019年大参林单店收入为1177.7万元，超过第二名一心堂约234万元；2019年大参林的日均坪效为89元/平方米，位列第一，国大药房为67元/平方米；2019年国大药房的租效为16，排名第一，略微领先大参林。

2019年零售药店CR5单店收入对比(万元)

大参林	1177.7	1
一心堂	944.1	2
益丰药房	730.9	3
老百姓	600.3	4
国大药房	254.0	5

2019年零售药店CR5日均坪效对比(元/平方米)

大参林	89.0	1
国大药房	67.0	2
老百姓	60.0	3
益丰药房	59.4	4
一心堂	44.3	5

2019年零售药店CR5日均租效对比(收入/租赁)

国大药房	16.0	1
大参林	15.2	2
老百姓	14.4	3
益丰药房	12.7	4
一心堂	11.4	5

2.4 轻饮食：行业竞争激烈，集中度低，连锁化进程快，产品周期性强

轻饮食，是指午餐和晚餐之间的非主餐时间里，以味觉享受与休闲享受为目的，给人提供适当能量的食物。作为餐饮行业新业态，轻饮食店铺提供的食物多数以制作过程简易快捷，消费者不需要花过多时间等待就餐，适应了当下快节奏的生活方式。相对于一般主食餐厅来说，“轻餐饮”利率更高、承租力更强，在商场培育期内抵抗经营风险的能力更胜一筹。

萌芽期：进入者成功率较高

2010年以前：部分新晋餐饮创业者开始踏入轻饮食市场，此时的轻饮食与传统餐饮行业并无明显技术层面的区别，更多是改善了传统小吃店的脏乱差环境。

阶段代表：回味鸭血粉丝汤、大娘水饺、蒸功夫等

特点：发展低调、进入门槛低、进入者成功率较高

爆发期：总有新颜换旧貌

2010年-2015年：消费升级趋势显现，各类资本开始介入餐饮行业，同时行业竞争愈发激烈。轻饮食行业产业链上下游开始协同发展，品牌定位提升与供应链技术升级。

阶段代表：红唇串串、和府捞面、云味馆、乐凯撒等

特点：新品牌死亡率高、优胜劣汰进程快、资本助力

加速期：未来发展两极分化

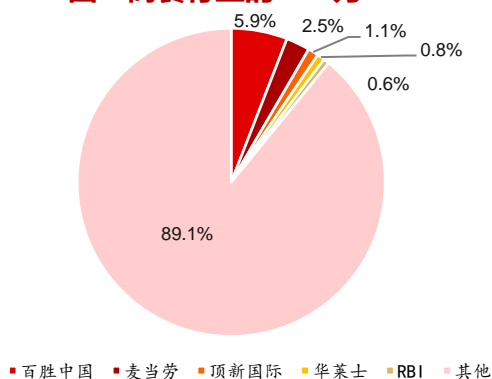
2016年至今：经过数年行业发展，轻饮食行业许多优秀人才已经开始往连锁方面发展。以往口味单一化的局势渐渐改变，麻辣口味一家独大的局面受到健康口味的挑战。

特点：各细分品类更加成熟、消费者口味追求多元化

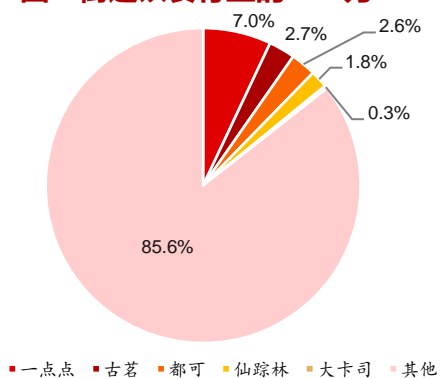
轻饮食行业处于充分竞争的状态，集中度较低，连锁化进程快。轻饮食的主要细分当中，热饮品行业CR5为15.7%，街边饮食行业CR5为14.4%，简餐行业则更低，仅为10.9%；同时轻饮食的连锁化进程快，街边饮食和简餐的连锁化率为52%和18.1%，高于餐饮行业平均，且增长明显。

轻饮食在不同时段有不同的爆款产品，存在强周期性。2012年以黄太吉煎饼为首的网红餐饮开始兴起，互联网概念成为爆款产品的营销理念；2017年-2018年之间，脏脏包、脏脏茶等产品利用新奇的产品特性，依托网络社群快速传播成为热点；2019年-2020年，健康饮食等生活理念使元气森林等无糖饮料成为爆款。

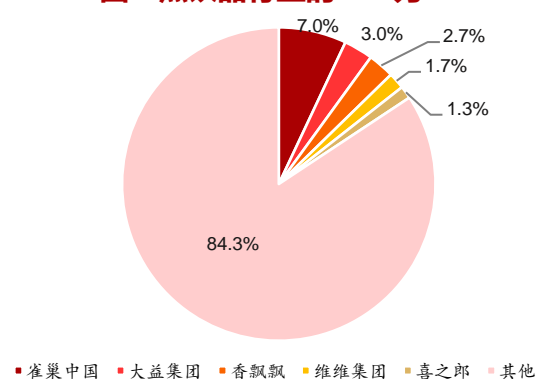
图：简餐行业的CR5为10.9%



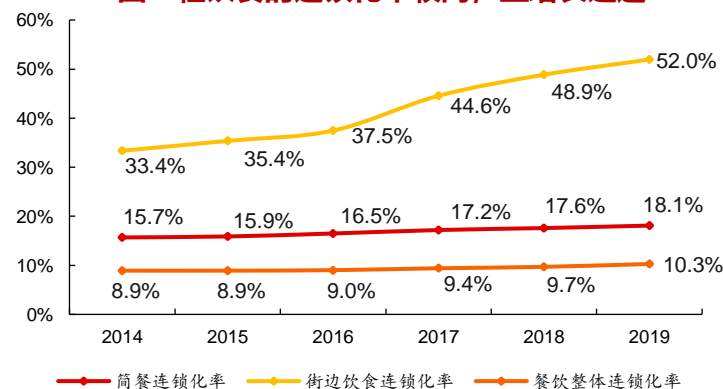
图：街边饮食行业的CR5为14.4%



图：热饮品行业的CR5为15.7%



图：轻饮食的连锁化率较高，且增长迅速



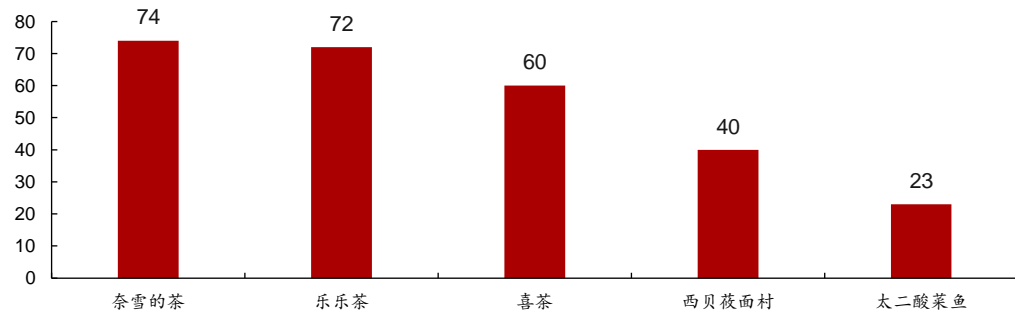
2.4 轻饮食：多起源于低线城市且适用场景丰富，但品类间毛利率存在较大差异

共性：1) 多起源于低线城市，并逐渐攻陷发达地区市场。以喜茶、杨国福麻辣烫和九毛九等品牌为例，轻饮食知名连锁品牌大多起源于低线城市，在发展历程中逐渐将重心往发达城市转移；2) 轻饮食适用场景丰富。轻餐饮出现的场景呈现多元化，餐饮店铺频繁出现在火车站、服务站、交通枢纽等地；除了传统购物中心店铺，还出现零售店、纯线上、移动餐车等经营方式。3) 轻饮食品类内容较少，主要采取低sku战略。主要的轻饮食品品牌sku数量均不超过100个，即使是品类相对较多且更新快的奶茶品类，奈雪的茶、喜茶等品牌sku数量也在60-75个之间，主打快速简约的品牌如太二的sku数量仅有23个。

图：喜茶拥有部分大空间门店，周黑鸭在地铁口等交通枢纽开设小型门店

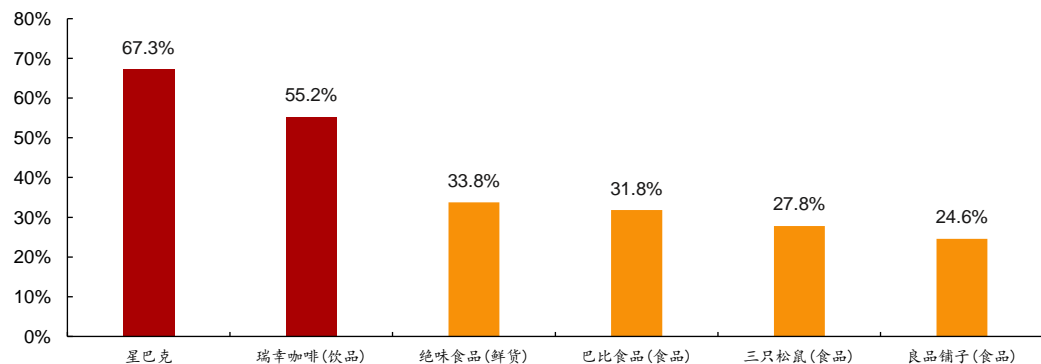


图：主流轻餐饮品牌sku数量，普遍不超过100个

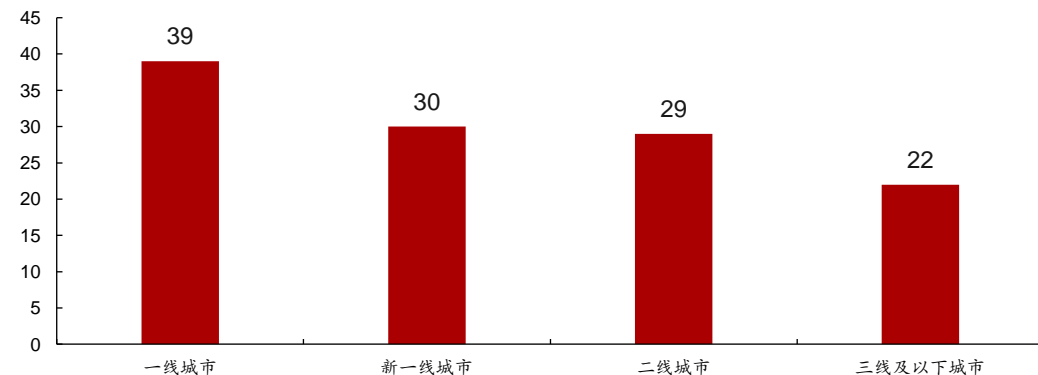


差异性：1) 吃与喝的品类毛利率存在较大差异。星巴克和瑞幸咖啡等上市品牌的饮品毛利率可以达到50%，而轻餐食和轻零食的毛利率相对较低。2) 同类产品的相对价格受消费能力影响存在差异。以茶饮为例，一线城市的平均客单价约为39元，新一线及二线城市为30元和29元，三线以下城市则为22元，品类价格随消费能力减小而降低。

图：轻饮食当中，喝的品类毛利率普遍高于吃的品类



图：不同城市能级下茶饮消费的平均客单价 (元)



2.5 服装：零售市场规模庞大，子品类体育服饰集中度高、增速快

中国是全世界最大的服装消费国和生产国。上世纪50年代中国纺织服装产业的首要目标就是解决人们的穿衣问题；60年代开始进入了制服时期；1980年时尚和流行元素进入到大众生活，人们纷纷追逐流行的色彩；90年代的中国人对穿着打扮更是愈发大胆，对时尚潮流的追逐也愈发迫切；进入21世纪，中国审美元素登上国际服装舞台。在销售领域，中国服装历经了批发商、零售商和品牌商时代。

1990-2000年：服装批发商时代

20世纪90年代：我国服装行业发展处于初级阶段，竞争格局尚未形成。此阶段消费者的需求为产品质量好即可满足，因此产能扩张是企业发展的核心驱动力。

代表企业：雅戈尔、杉杉股份等从纺织制造向品牌服装成功转型的老牌服装企业

2000-2010年：服装零售商时代

2000年-2010年：进入成长期，大批优秀品牌涌现，但由于行业整体的容量较大，服装企业可以凭借个性化大规模扩张而不用过多考虑产品销路。此阶段店铺资源，渠道扩张是企业发展的核心驱动力。

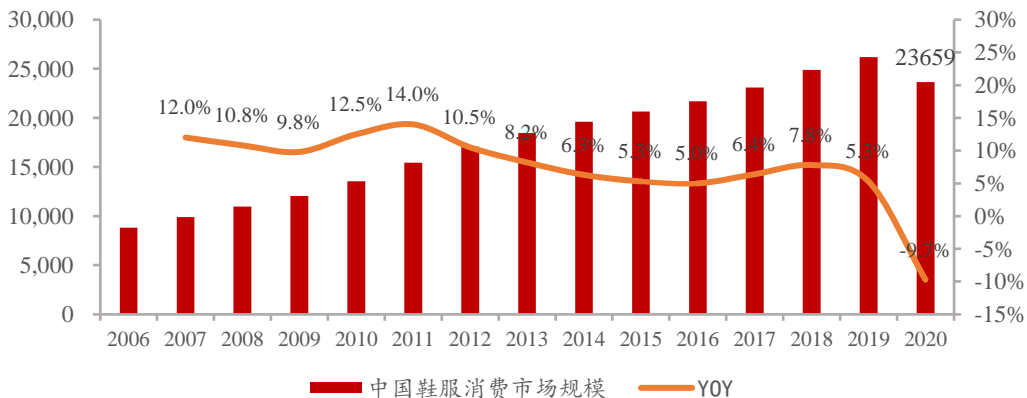
代表企业：李宁、美特斯邦威等门店遍及全国的知名品牌

2010年以后：服装品牌商时代

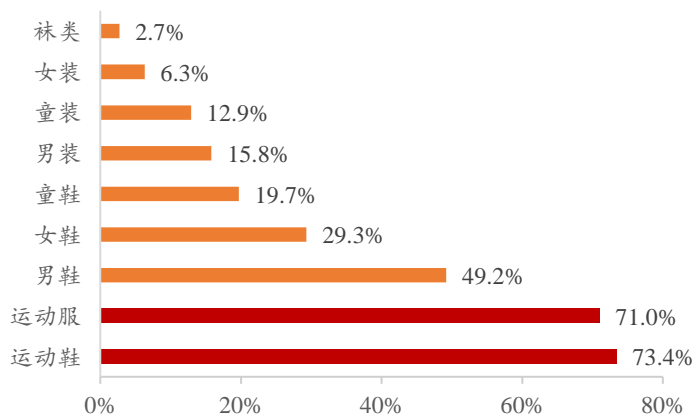
2010年以后：进入成熟期，转型升级步伐加快，高端服装品牌逐步崛起，差异化服务已成为未来发展的核心驱动力。面对国内对手和国际品牌的双重压力，直营门店出现库存累积、加盟商压货较严重等现象，此阶段加速了优胜劣汰进程和行业战略转型。

中国的鞋服零售市场规模趋于平稳增长，体育服饰市场呈高集中度、高增速特点。中国鞋服消费市场规模从2012年起进入单位数增长，2020年达到23659亿元。其中体育服饰市场集中度高，有利于催生大品牌，尤其是运动鞋、运动服两大细分市场集中度最高并且增速最快，2020年运动鞋和运动服CR5分别为73.4%和71.0%，2015-2020年市场规模复合增速分别达到了16.1%和10.6%。

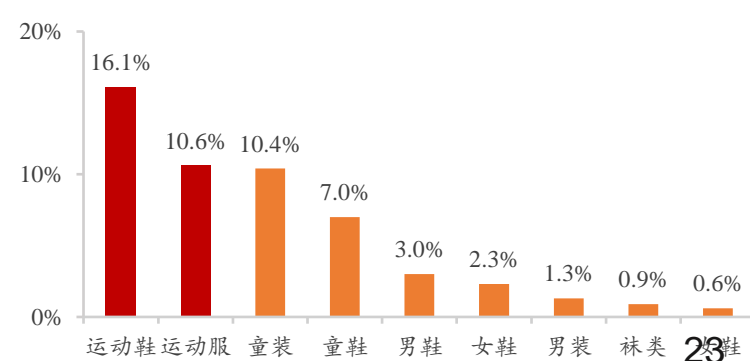
图：中国鞋服消费市场规模及增速



图：2020年中国服装子品类集中度对比



图：2015-2020年服装子品类复合增速对比

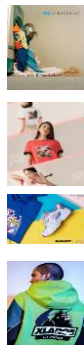


2.5 服装：迎合Z世代需求，跨界联名拓宽用户圈层，在社媒平台布局有所侧重

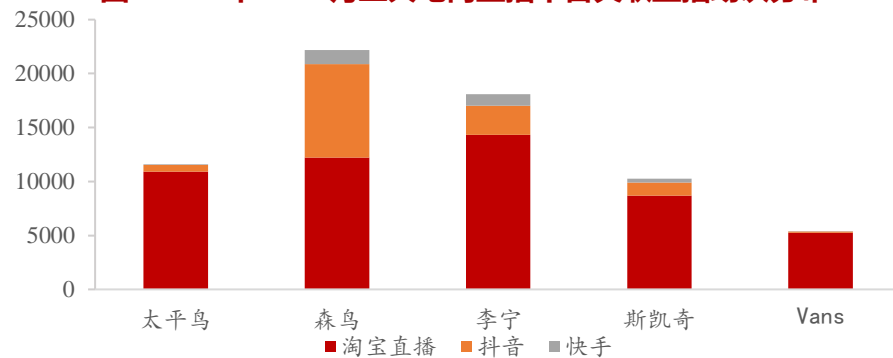
共性：1) 品牌不断创新、突破，贴近本土年轻消费者的需求；2) 淘宝直播成品牌直播带货主阵地。森马在淘宝直播、抖音双平台发力，2020年10-11月累计共开展直播22187场，其中淘宝直播占12211场，抖音直播8664场；李宁、太平鸟在淘宝直播场次均超过1万场；3) 高频次跨界联名，吸引用户眼球，拓宽用户圈层。

图：跨界联名，吸引用户眼球

- 太平鸟** 与日化巨头宝洁联合推出“Me and My嘻习洗戏”
- 森马** 推出“森马花木兰系列”，真切表达当下年轻人敢于接受挑战
- 斯凯奇** 与美少女战士合作款美力觉醒，从[爱哭少女]到[月之王国公主]
- 李宁** 与美式街头品牌XLARGE联名，大猩猩的LOGO广为人知

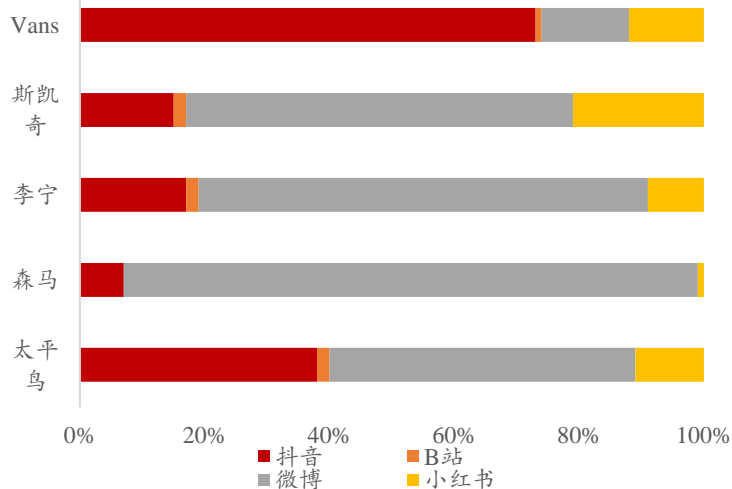


图：2020年10-11月三大电商直播平台关联直播场次分布



差异性：1) 品牌在不同的社媒平台布局。2020年10-11月社媒推广中，森马、李宁、斯凯奇将营销重点放在微博平台，Vans营销主阵地在抖音，抖音短视频内容数量占比达到73%，太平鸟则是抖音、微博双管齐下；2) 品牌战略定位有差异，李宁结合中国传统元素，Vans注重滑板文化。

图：2020年10-11月社媒平台关联内容数量占比

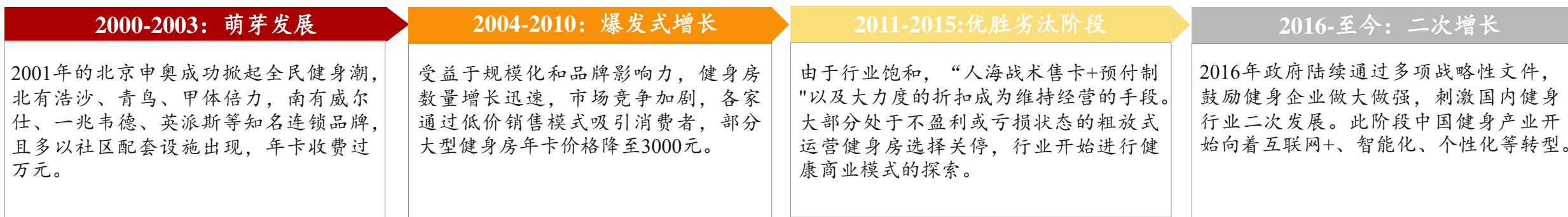


表：国潮老牌和国外潮牌的比较

品牌特点	太平鸟	国潮老牌 森马	李宁	国外潮牌 斯凯奇	Vans
战略卡位	聚焦对品牌文化认同的新生代青年群体，走进消费者，获得其喜好，反哺产品设计、生产	采取虚拟经营、轻资产的模式，拓展电商渠道、打造优质线下门店	跟随国际前沿的时尚风标，结合中国传统元素的文化内涵	孵化青少年文化，拉近与年轻消费者的距离	特有硫化华夫鞋底铸造悠久滑板鞋品牌，推广潮流文化，拓宽滑板鞋穿搭场景
产品特点	功能面料与时尚艺术结合，年轻化的设计概念，凸显简单、真诚而毫不费力的年轻时尚气息	为不喜欢束缚、追逐潮流的年轻人提供oversize的版型；通过联名T恤的语言设计，体现品牌对Z时代喜欢的网络亚文化的关注	聚焦篮球、跑步、训练、羽毛球及运动时尚五大核心品类，继续强化品牌的专业运动属性	产品风格多样，覆盖人群广，设计迭代速度快	设计风格紧跟时尚潮流，体现街头运动文化
目标用户	以20-30岁中国时尚青年为核心客群，拥抱Z时代	重点布局Z世代人群	追求时尚年轻群体	追求时尚、个性张扬的年轻群体	以滑板用户为代表的潮流一代

2.6 健身房：渗透率有很大提升潜力，并且在不同城市差异较大

中国健身行业于2000年左右萌芽发展，从行业觉醒到爆发式增长，从“关店倒闭潮”到新模式健身品牌玩家入场所带来的行业二次高速增长，至今已有近20年发展历程。



表：2019年健身行业调研数据一览

2019年健身行业关键数据			
2019年18大城市健身房行业市场规模	337亿元 • 18个大城市的健身房收入规模已超过300亿元，接近英国全国的健身房行业市场规模。随着各类健身房的不断涌现、国民健身意识的不断提高以及行业的不断成熟规范，未来发展可期	2019年18大城市健身房渗透率	3.9% • 渗透率在不同城市中差异较大，以北京和上海为代表的一线城市渗透率可达到6%，在经济发达的华东和华南二线城市渗透率可达到3.5%，而在华北和华中的省会城市渗透率在3% • 和发达国家相比（美国20%、英国15%、日本8%），国内的健身房渗透率仍有很大提升潜力
2019年18大城市健身房总数	2.8万 • 18个大城市的健身房体量站上近3万大关，在过去数年我国健身房数量也始终处于一个稳定增长的势头当中 • 而健身房不断处于优胜劣汰的过程当中，平均来看，30%-40%的健身房运营时间不超过一年，其他稳定运营的健身房和健身工作室的存续周期在5-10年和1-2年左右	2019年健身行业公开投资收购案例	39笔公开投资收购案例 总金额达到48.13亿元人民币，其中包括： • 9月，蚂蚁金服对约健进行了PreA轮投资 • 8月，厚德前海旗下文化产业基金等对乐体运动进行了近5000万元A+轮投资 • 5月，KIP韩投伙伴、瑞力投资对爱动健身进行B轮投资 • 4月，联想之星对24KiCK进行了1000万元的Pre-A轮投资
2019年18大城市健身房会员总数	879万 • 健身房会员总数保持着稳定的整体上升势头，尤其在未来居民收入增加、健身意识增强、政府政策及产业资本扶持等一系列利好因素的加持下，年复合增速预计在15%-20%之间		

注：根据的德勤调研，18个城市包括上海、北京、深圳、广州、沈阳、天津、济南、青岛、杭州等全国一线和新一线城市

2.6 健身房：国内市场格局分散，业态将更为细分和丰富

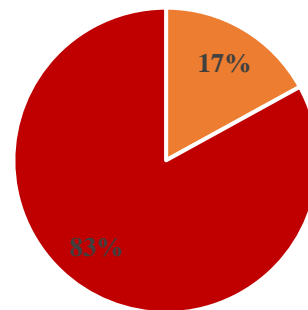
国内市场格局分散，品牌区域型特征明显。根据德勤报告，2019年调研的18个城市中，传统健身房共约27,600家门店，而排名前10的品牌总门店约为1000家，占比仅3.9%左右，行业集中度低，尚未出现龙头品牌。并且品牌区域化明显，一兆韦德73%的门店在上海，壹健身所有门店均在北京，金吉鸟44%的门店在南京，目前没有品牌成为真正的全国连锁。

从健身房业态来看，将更为细分和丰富。传统大店仍将为主流模式，但随着用户细分画像的鲜明，私教工作室、团课工作室、智能化健身将蓬勃发展。

表：中国健身房业态区别

细分业态	全国连锁传统健身房	区域连锁传统健身房	单体传统健身房	私教工作室	新模式健身房
描述	以提供器械运动为核心服务的健身运动空间。			以提供私人教练课程为核心服务的健身运动空间	以O2O平台+器械运动为核心服务的健身运动空间。通过打通线上线下进行智能化管理，主打互联网健身、24小时无人管理、按次或按月消费等概念
描述	全国连锁健身房指门店覆盖范围跨越3个以上省份/直辖市，全国门店数量总计10个及以上	区域连锁健身房指门店覆盖范围集中在1-2个省份或直辖市，全国门店数量总计5个及以上	单体健身房指门店覆盖范围集中某一省份或直辖市，全国门店数量总计5个以下		
面积	1,000-4,000平方米			100-200平方米	200-500平方米
选址	商圈、办公楼、社区			社区为主	商圈和社区为主
模式	收费：年付制 经营：连锁直营/加盟			收费：年付制 经营：单店自营为主	收费：月/次付制 经营：直营和加盟均较常见
优势	面积大，全项覆盖，辐射用户广			强调服务，私教专业性高	收费模式灵活，客单价低，运营成本较低
劣势	门店运营成本较高 侧重获客，服务和内容较欠缺			器械普遍较少 会员数受面积限制	配套服务较少
代表企业	威尔仕、一兆韦德、金吉鸟、古德菲力、宝力豪、中健健身、舒适堡、韦德伍斯等	银吉姆、力美健、奇迹健身、壹健身、黄金时代、金仕堡、菲力伟、海悦荟等	个体品牌	中田健身、蚁加私教等	乐刻、超级猩猩、快快智能、光猪圈、人马线、Liking Fit等

图：2019年全国18大城市前十大健身房会员占比



- 金吉鸟、威尔仕、一兆韦德、舒适堡、中健健身、银吉姆、古德菲力、乐刻、快快智能、Liking Fit
- 其他健身房

表：2018年中国健身俱乐部排行榜

	品牌	店面总数	营业额预估
TOP1	一兆韦德	130+	19-20亿
TOP2	金吉鸟	400+	17-18亿
TOP3	威尔仕	150+	16-17亿
TOP4	银座健身	110+	13-14亿
TOP5	银吉姆	100+	10-11亿
TOP6	古德菲力	80+	7-8亿
TOP7	舒适堡	30+	6-7亿
TOP8	奇迹健身	80+	5-6亿
TOP8	力美健	50+	5-6亿
TOP9	壹健身	50+	4-5亿
TOP10	黄金时代	60+	2-3亿

注：全国连锁健身房品牌尚未实现全国均匀分布，门店主要集中在某一省份/直辖市，未实现真正的全国连锁

2.7 汽车后：市场规模增长强劲，汽车产业链价值逐渐向后市场推移

汽车后市场是指汽车销售以后，围绕汽车使用过程中产生的各种服务。中国汽车市场发展较晚，故汽车后市场在1990年才开始起步，服务内容主要包括汽车用品、汽车养护、汽车租赁、二手车业务以及汽车金融。

1990-1999年：开始阶段

这个阶段服务对象基本为公务车，国营综修厂难以满足各类技术和配件信息，出现了汽修厂和汽配城，但汽修市场小并且分散。

2000-2008年：发展阶段

私家车消费兴起，但服务对象仍以公务车为主，4S店新车销售与售后服务捆绑，占据汽车后市场主要地位，同时国际连锁汽修企业进入中国市场。

2009-2015年：互联网+阶段

区域性第三方维修厂与4S店并行，互联网+兴起，汽配电商平台开始出现，2C端汽车电商转型O2O模式。

2016年后：洗牌重塑阶段

资本收紧加速落后企业出局，拓展与产业链上游合作，重视线下配套服务的布局，同时很多互联网巨头、主机厂入局线上市场。

2012年-2019年中国汽车后市场规模复合增速为16%，汽车保有量逐年攀升。2019年中国汽车后市场规模已经超过1.3万亿元，同比增长12%，汽车保有量达2.6亿辆，均有继续增长趋势。目前我国汽车后市场主要有4S店、传统维修厂、维修路边店、专项服务店、品牌快修美容装饰连锁店五大渠道模式，其中4S店和知名品牌快修保养美容连锁店逐渐成为主要渠道。

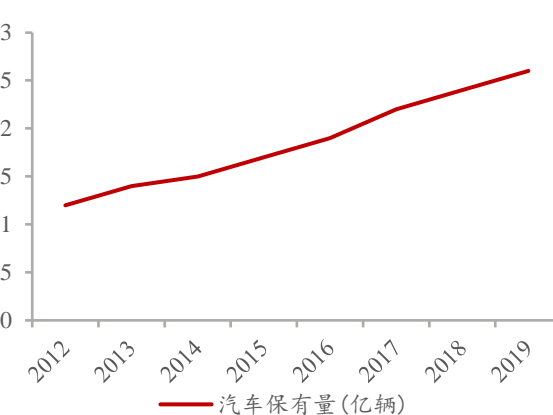
表：中国汽车后市场渠道模式比较

渠道模式	具体介绍
汽车销售服务4s店	汽车4S专卖店是由经销商投资建设，按照汽车生产厂家规定的标准建造，4S店有汽车厂家支持和监督，整体形象好、服务专业周到、人员素质高，维修、配件质量有保证。
传统大中型维修厂	一般规模较大、设备零部件较齐全，能维修车型较多，不少经营良好的综合维修厂成为公家车维修的定点单位。
汽车维修路边店	路边店占地少，投资低，多为临时经营，往往不注重整体形象，而且维修人员少，维修质量难以得到保证。
汽车专项服务店	汽车专项服务店不但汽车用品种类齐全，而且包括了汽车美容保养、改装维修等“一站式”的汽车服务。
品牌快修美容装饰连锁店	连锁经营既能发挥大团队的整体优势，又不失中小个体的灵活，其核心在于实现了资源的整合与共享，加盟企业会在技术，品牌、配件、管理、竞争力等方面获得提升。

图：2012-2019年中国汽车后市场规模



图：2012-2019年中国汽车保有量情况



资料来源：华经产业研究院，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

2.8 早教：市场规模增速高，呈本土品牌和国际品牌共进局面

早教是指孩子在0-6岁这个阶段，根据孩子生理和心理发展的特点以及敏感期的发展特点，而进行有针对性的指导和培养。随着二胎政策的放开以及幼教利好政策的出台，加之居民收入水平的提升和新生代家长消费观念升级，为早教市场的发展奠定的基础，目前我国早教行业已经进入了稳步发展阶段。

1998-2002年：起步阶段

以“不能输在起跑线上”等口号为代表，夸大早期教育功能，早教机构内容较单一、平均质量较低，但是唤起了家长对早教的关注。

在这阶段，本土早教品牌红黄蓝亲子园、东方爱婴等诞生。

2002-2003年：快速成长阶段

北京、上海等地对学前教育立法，兴起了一批幼儿园自办早教机构和商业性早教机构，数量虽多但良莠不齐。并且有关早教的音像制品、图书、玩具开始涌现。

2003-2010年：行业洗牌阶段

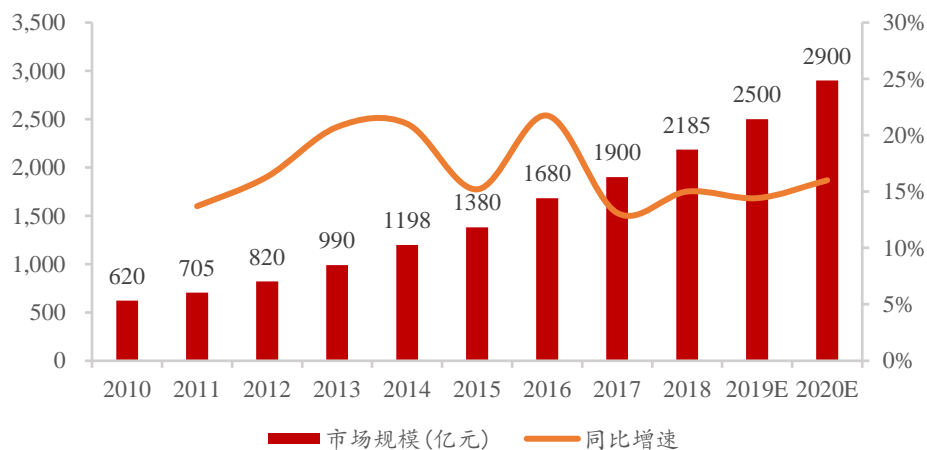
2003年“非典事件”导致大量缺乏实力和根基的早教机构倒闭，行业处于竞争洗牌中。早教机构开始注重经营品质和教学质量，一批有实践经验、有理论基础的专业团队逐步发展壮大。

2010年-至今：持续发展阶段

2010年以来，早教机构规模化发展初见成效，行业进入健康发展的良好阶段。早教机构通过引进国外教育理念，针对国内儿童的性格特点开发出一系列美术、体育、音乐类课程。

2010-2020E年早教行业市场复合增速为16.7%，预计2020年规模可达2900亿元。根据2018年《中国早教蓝皮书》数据，目前我国学前教育机构前十大品牌有金宝贝、积木宝贝、美吉姆、东方爱婴、悦宝园、红黄蓝、纽约国际、新爱婴、爱乐、亲亲袋鼠，其中中国品牌和国际品牌各占50%。从门店数量来看，红黄蓝数量最多，达900余家，占前十品牌的27.1%；新爱婴、金宝贝、美吉姆、悦宝园门店数量紧随其后，占比均超过10%。

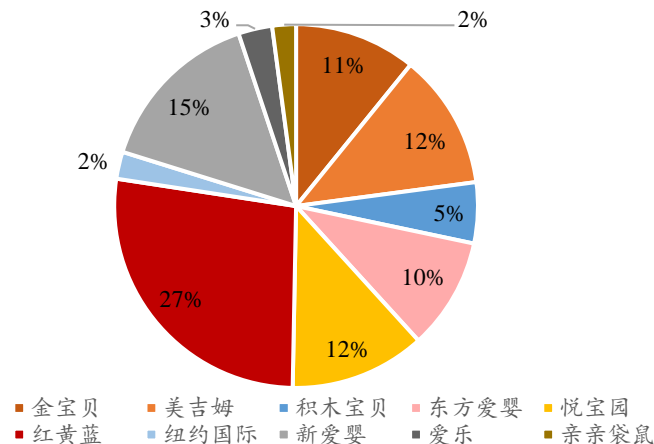
图：2010-2020年中国早教行业市场规模及增速



表：2018年中国学前教育机构前十大品牌

排名	品牌	国家	门店数量
1	金宝贝	美国	360+
2	美吉姆	美国	400+
3	积木宝贝	中国	180+
4	东方爱婴	中国	330+
5	悦宝园	美国	400+
6	红黄蓝	中国	900+
7	纽约国际	美国	80+
8	新爱婴	中国	500+
9	爱乐	中国	100+
10	亲亲袋鼠	澳大利亚	70+

图：中国学前教育机构前十大品牌门店数量占比



2.9 体检机构：市场规模增速高，但渗透率相比发达国家较低

专业体检机构主要针对健康人群提供全方位的体检和健康管理服务。目前，中国专业体检机构数量众多，主要分布在北京、上海、广州等一线城市及部分二线城市。这类机构专门从事健康体检业务，具有较强的市场意识，具备专业化体检、市场化运作、经营体制灵活等优势。

2000年之前：尚未市场化运作

2000年前，我国几乎没有现代意义上针对大众群体的健康体检服务，体检仅限于征兵、升学或就业等硬性要求，而且业务几乎全部由公立医院执行。

2000-2009年：快速成长期

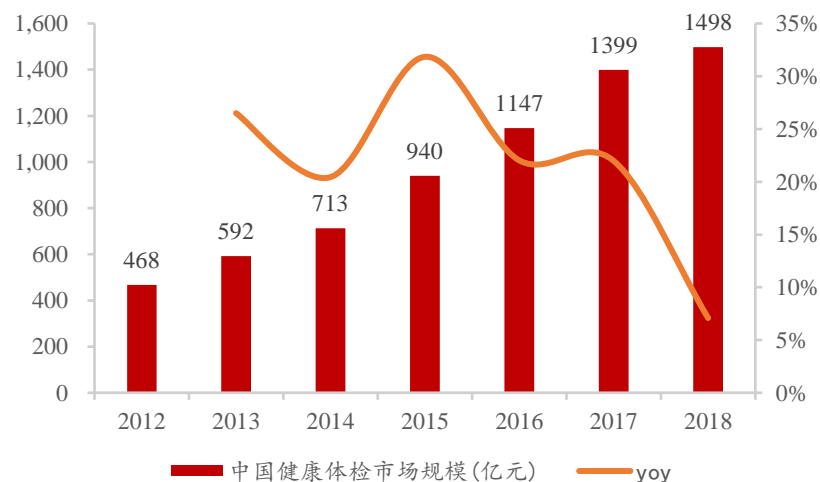
2001年政府提出开放医疗市场、鼓励社会办医，民营的体检机构才开始出现；2003年，“非典”时期催生出了一些体检公司，如上海国宾、北京慈铭等相继成立于前后；此时，中国的体检行业市场集中度较低，行业缺少准入标准。

2010年以后：行业逐步规范

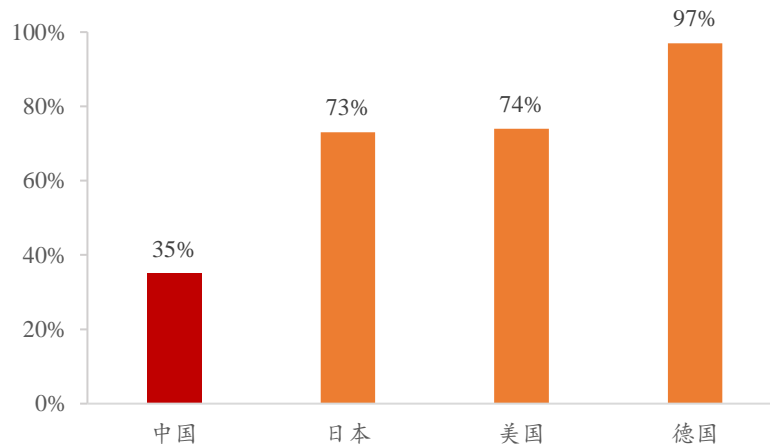
2009年8月，国家卫计委发布的《健康体检管理暂行规定》，促进了体检行业的健康有序发展，中国体检行业正逐步规范。同时，社会资本不断进入体检领域，体检机构之间的收并购愈加激烈，以美年大健康、爱康国宾、慈铭体检为代表的大型连锁体检机构逐步占据了市场大量份额。

中国健康体检市场规模2012-2018年复合增速高达21.4%。根据前瞻产业研究院，我国健康体检市场规模从2012年468亿增长至2018年1498亿元；但我国体检人口渗透率相比发达国家仍有差距，有较大发展空间，2017年我国健检渗透率约35%，而美国、日本接近75%，德国甚至达到97%。2018年，我国前四大专业体检企业分别是美年健康、爱康国宾、慈铭体检（被美年健康收购）、瑞慈体检，CR3达39%，市场集中度逐渐提高。

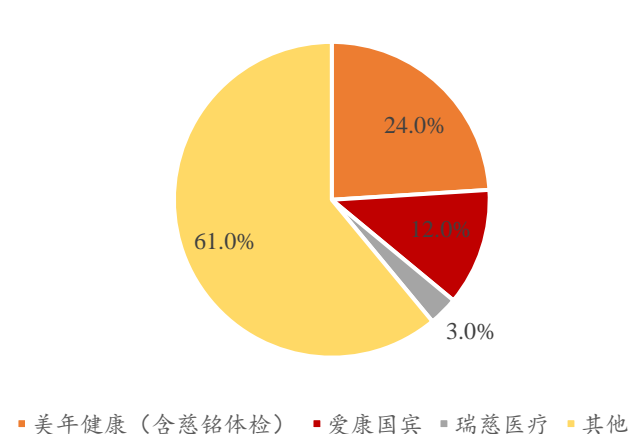
图：2012-2018年中国健康体检市场规模及增速



图：2017年中日美德健康体检覆盖率



图：2018年我国体检机构市场份额



新中国成立以来，电影行业的发展大致经历了四个阶段。尤其是新世纪以来，中国电影不断改革创新，并开始迈向产业化发展，影院数量激增。同时随着居民生活水平不断提高，对生活丰富度要求也逐渐提升，看电影成为人们喜爱的生活方式。

新中国初创时期

新中国成立后，文化部电影事业管理局召开首次会议，提出改进影片发行工作；1951年成立了中国电影发行总公司和六个分公司，统一管理电影发行和输出。

改革开放到世纪之交

1994年，电影市场得到进一步开放和发展，中影公司得到授权每年引进10部世界优秀影片，以分账方式在国内发行；1995年起出现电影制片厂直接向各省市电影发行公司销售的模式，放映市场出现竞争。

新世纪开始产业化发展

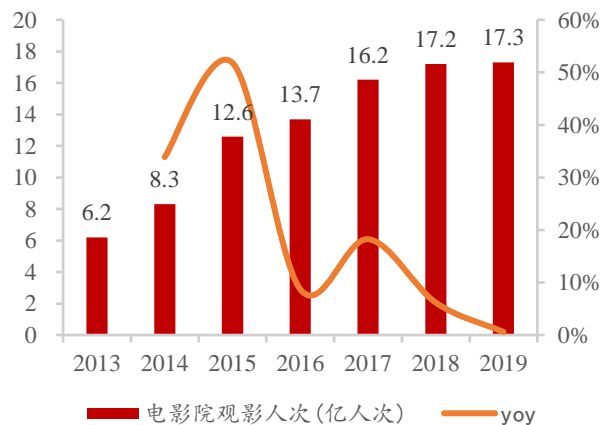
2001年发布《关于改革电影发行放映机制的实施细则》，标志着以院线制为主的发行放映机制开始实行，此后资本大量涌入，影院数量迅速增加，并且开始向中西部和二三线城市蔓延。

市场繁荣发展阶段

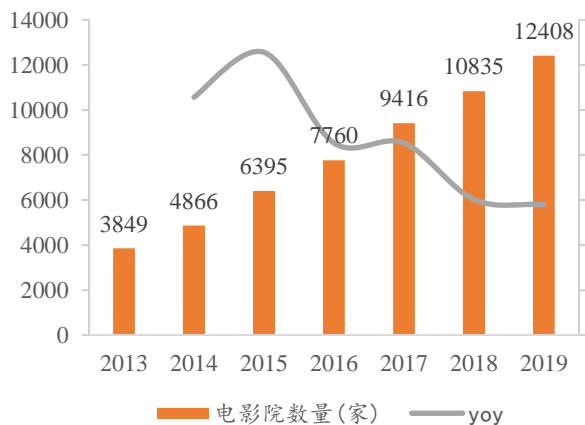
2013年是电影产业化改革10周年，中国电影各项继续创新高，2012-2019年期间，城市影院票房仍保持高速增长，单片票房纪录也不断创新高。

2013年-2019年电影院数量和观影人次呈不断增长趋势，但增速均明显放缓。2019年中国电影管观影人次达17.3亿，同比增长0.6%，电影院数量达到12408家，同比增长14.5%。从院线票房排名来看，2019年我国院线票房排名前三分别是万达、广东大地和上海联和，万达票房为88.8亿元，遥遥领先。从影院数量排名来看，2019年排名前三影院分别为广东大地、中影数字、南方新干线，数量分别为1163、915和871家。

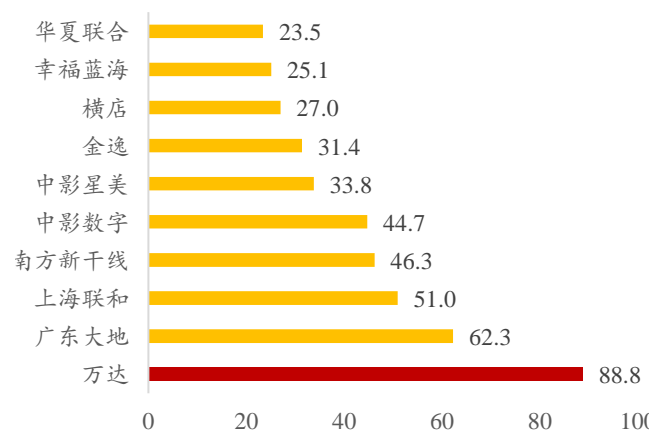
图：2013-2019年中国电影院观影人次及增长情况



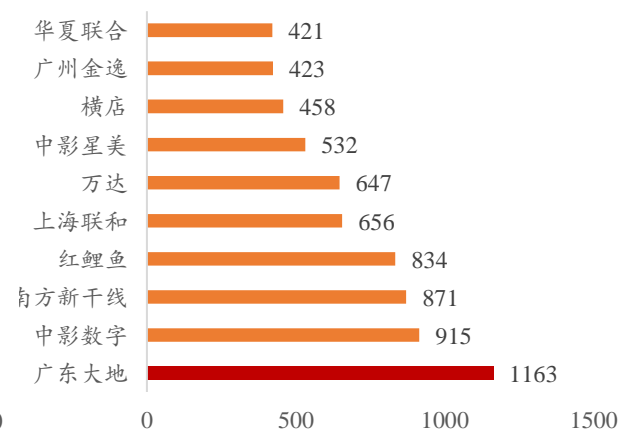
图：2013-2019年中国电影院数量情况



图：2019年中国院线票房排名前十影院票房情况(亿元)



图：2019年中国影院数量排名前十影院情况(家)



03

上市前后，同与不同

1. 上市企业的合规要求较多。上市企业需要对业务拓展方向、经营情况、股权、内部管理方面信息进行披露，较为透明。
 2. 上市企业经营管理体制更加规范，同时决策流程更长。经营体制更为透明，同时决策机制更加复杂，公司创始人的控制力相对容易被削弱。
 3. 上市企业的融资能力更强，资金压力更小。可以发行股票来进行融资，融资成本更低，在快速扩大产能和收并购方面拥有较为明显的优势。
 4. 上市企业内部管理要求更加完善。在产品管控的各个环节、组织管理、采购、销售管理和财务账目方面有较高的要求。
- 总结来看，上市更有利于企业规模的快速扩张和推广，而不上市更利于创始人保持对公司的控制和管理。

表：上市企业与非上市企业比较

	上市企业	非上市企业
股权	股权清晰，需要披露信息。	无需披露股权信息。
业务拓展	可利用股权收购的方式帮助收并购，便于快速整合市场的同类中小企业；需要披露企业拓展的状况、策略、商业合作等信息。	业务拓展方式单一，不需要披露相关的发展战略信息。
经营	管理体制和财务体制规范，公司和门店经营情况需要披露，创始人容易失去部分控制力。	公司体制的管理要求低，决策流程相对简单，创始人的控制力更强。
融资	拓宽企业的融资途径，可以上市发行股票进行大规模融资，降低企业的融资成本，降低资金压力，对快速扩大产能很有帮助。	融资途径较少，且规模较小，资金灵活度低。
内部管理	采购和供应、销售结算、内部组织管理、客户、会计政策等信息较为清晰，需要相应的披露。	采供销、人力架构、账目、发票等信息的合规要求低且不公开。

- **合规风险方面：**加盟店具有税收核算复杂、产权归属不清晰以及决策权不统一等问题；线上企业存在用户数据隐私泄露和资金存管的监管问题；直营店相对而言人事和财务关系不独立，由总部统一调配和管理。
- **经营风险方面：**加盟店存在品牌透支的风险，并且统一管理难度大，个别加盟商可能会影响品牌的整体形象；直营店资金投入大、见效慢，并且资源配置最优化较难；线上模式退换货纠纷处理相对较多并且处理流程较繁琐，与客户无法进行面对面交流，缺乏互动。
- 直营、加盟和线上模式均存在不同的风险点，资本市场的选择偏好主要根据各行业特点和产品的经营模式。

表：资本市场的看法，直营VS加盟VS线上

	直营	加盟	线上
合规风险	人事和财务关系不独立	税收核算较复杂 产权归属者分散，辨析难度大 决策权不统一，总部可控性较低	用户数据隐私泄露 资金的存管监管严格
经营风险	资金投入大、见效慢 资源优化配置难度大	存在品牌透支的风险 统一管理难度大	产品质量不可控，存在退换货纠纷处理 与客户交流频率和互动不高

3.1 股权方面：轻饮食上市企业的股权变化，稳定架构做大做强

轻饮食上市公司如何利用股权，在稳定架构的同时，做大做强？以绝味食品为例：

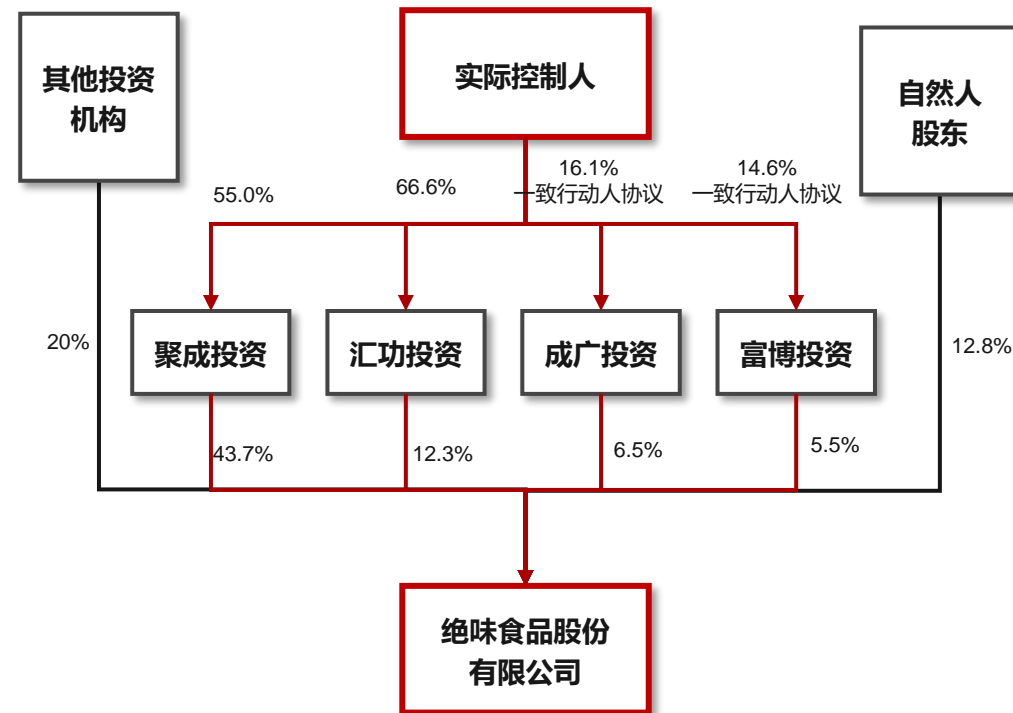
利用多个平台进行股权激励：绝味通过四个投资平台进行股权激励的管理，将公司的价值回报和多个利益关联群体相相联系进行激励，利用平台避免公司股权被稀释，并且为未来公司增发股权激励提供空间；同时在其中将平台分类进行差异化管理，聚成投资主要容纳其他几位创始人的股份，汇功投资对公司高管进行激励，成光投资和富博投资对管理中层、供应商、加盟商进行激励。

平台间接控股保证对公司的控制：公司实际控制人间接持有绝味食品34%的股份，通过四家持股平台控制绝味食品68%的股份。实际控制人为聚成投资和汇功投资两个平台的控股股东，而对于成广投资和富博投资两个非控股的平台，采用签署一致行动人协议的方式完成控制，最终完成对于绝味食品的实际控制。

表：绝味食品重要股权演化事件一览

绝味食品重要股权演化事件	
2008年12月	公司成立，注册资本3000万元，六名创始人的股份中实际控制人持股55%，其余五人分别持股18%、9%、9%、4.5%和4.5%；
2011年3月	成立四家平台聚成投资、汇功投资、成广投资、富博投资增资5000万元； 汇功投资股东包括实际控制人、数名公司高管，成广投资股东包括实际控制人、公司中层管理人员、供应商、加盟商等，富博投资股东包括实际控制人和中层管理人员、供应商等；
2011年3月	复星、九鼎等投资机构增资2000万元；
2011年3月	六名创始人将持有的股份转入聚成投资；
2013年6月	汇通投资将其持有的0.5%股份转让给庆丰工贸；
2015年8月	庆丰工贸将其持有的0.5%股份转让给木森工贸。

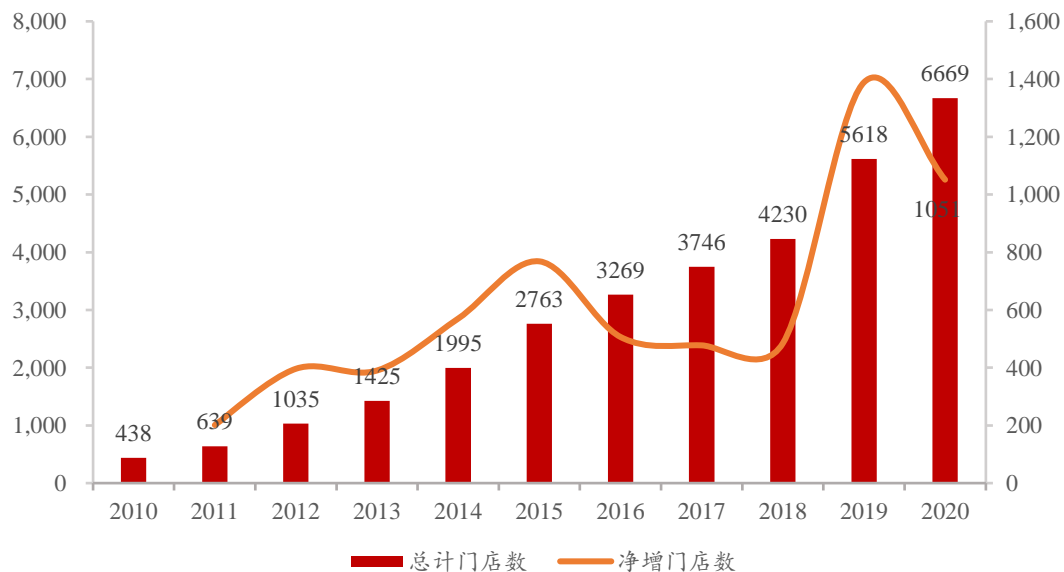
图：绝味食品上市前的股权结构



华住集团在轻资产管理加盟及特许经营模式成功的基础上，进一步扩展酒店网络。上市后公司计划通过在中国较低层级城市的高度分散和低渗透率的市场开设更多酒店来巩固竞争优势，从而对竞争对手形成进入壁垒，欲覆盖超10000家酒店。截至2019年底，华住拥有酒店5618家，2020年H1酒店数达5953家，净增长335家，截至2020年底，酒店数较2020H1净增长836家，上市后扩张速度加快。

华住集团将继续强化多品牌组合。多品牌战略可以提高集团市场占有率，并满足不同层次消费者的需求，同时加强了抗风险能力。华住将持续巩固客户对核心经济型及中档品牌的认可及信任，并扩大品牌组合于中高档及高档以及休闲及度假村市场的能见度。例如，计划在中国推广德意志酒店标识性品牌施柏阁及IntercityHotel。

图：2020年华住在疫情影响下仍实现超1000家门店净增长



图：华住主要酒店品牌（截至2020年）



华住在上市时募集资金的用途基本与上市后的战略方向一致。募集资金的40%用于加强酒店网络建设，2020H1至今净新增酒店数836家：30%用于偿还循环信贷融资500万元，截至2020年底已完成偿还；20%用于提升技术平台，上市后也有序推进数字化转型计划和升级平台。

华住目前的技术基础设施及数字化举措：

1) 技术基础设施：客户关系管理系统（提升客户忠诚度及监控销售代表绩效）+中央预订系统（改善预定效率及提升用户满意度）+中央收入管理系统（优化日均房价及入住率）+中央采购系统（有效管理经营成本）。

2) 数字化举措：云端物业管理系统+易系列（易客房、易发票等）+自助入住和退房终端机+数字支付+智能机器人+人工智能助手+智能客房。

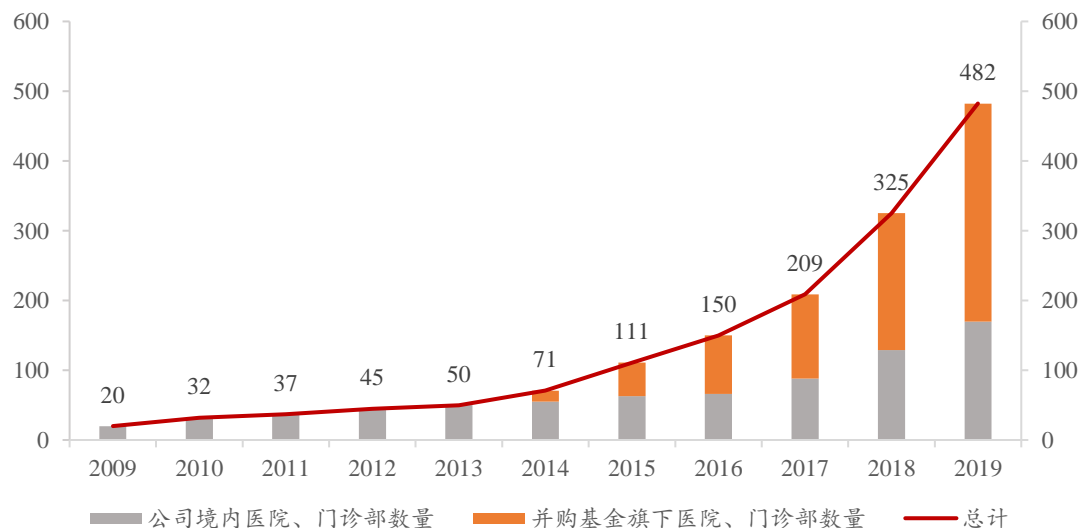
表：华住上市后战略方向与募集资金用途一致

募集资金用途		上市前	发展战略中是否提及	上市至今
资本支出以加强酒店网络	两年内在中国开业约50家租赁及自有酒店	各模式合计5953家	√	新增836家
	两年内的升级和维护成本			
偿还循环信贷融资500万美元	-	未偿还		已偿还
提升技术平台（包括华住会）	投资研发活动、招聘和激励研发人员		√	
	升级全球技术平台	收购德意志酒店后推出为期500天的整合计划		将华住会扩展至德意志酒店的酒店
	推进数字化转型计划	有相关举措		进一步拓展升级
一般用途		-		

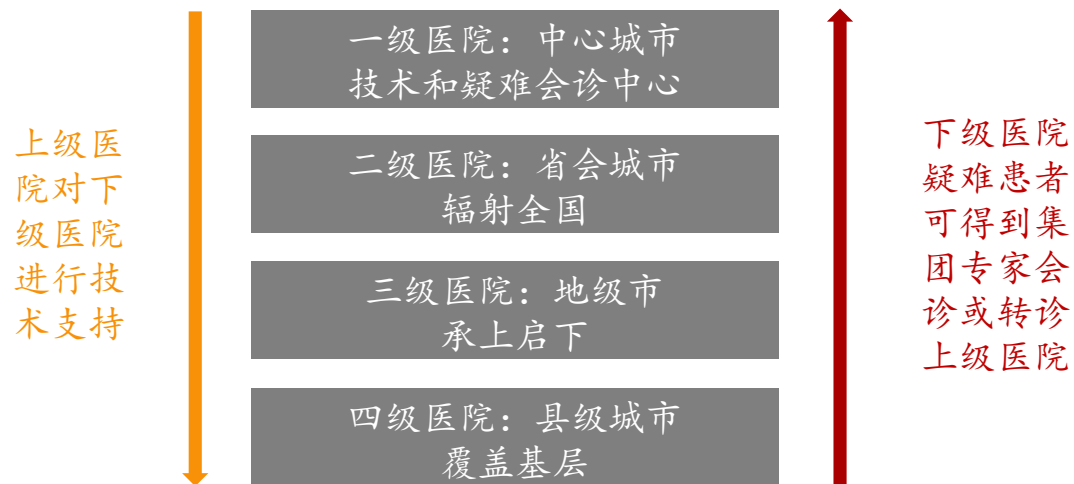
爱尔眼科独创分级连锁模式，进一步扩大网络覆盖范围。公司继续提高全国医疗网络的广度、深度以及密度，不断完善各省区域内的纵向分级连锁网络体系，同时，加快以省会城市一城多院、眼视光门诊部（诊所）以及爱眼e站的横向同城分级诊疗网络建设，多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局，区域内资源配置效率及共享程度进一步提高。通过上级医院对下级医院进行技术支持，下级医院的疑难患者可以得到集团专家会诊或转诊到上级医院，实现了资源配置的最优化和患者就诊的便利化。

2014年爱尔眼科推行“合伙人”计划，实现多方共赢。符合资格的核心技术人员作为有限合伙人共同出资设立合伙企业，合伙企业成立后再与公司或爱尔并购基金共同设立新医院，待新医院盈利能力稳定后，再由上市主体通过现金或股票进行收购，不仅激发核心骨干的创造力和能动性，也推动公司规模与效益同步提高。

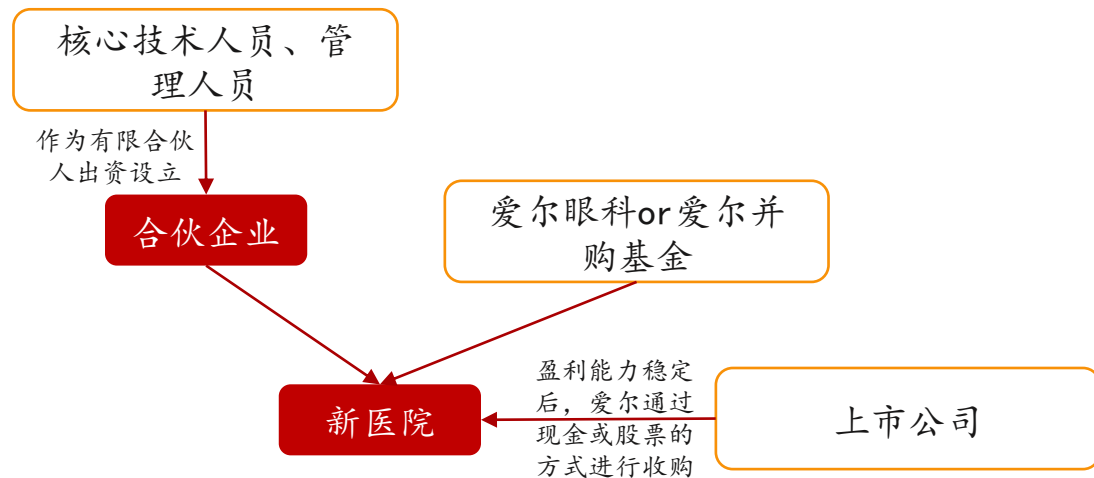
图：爱尔眼科公司境内和并购基金旗下医院、门诊部数量持续增加



图：爱尔眼科分级连锁模式示意图



图：爱尔眼科2014年推行“合伙人”计划



3.3

运营模式：上市前单一医院，上市后推进眼健康生态圈

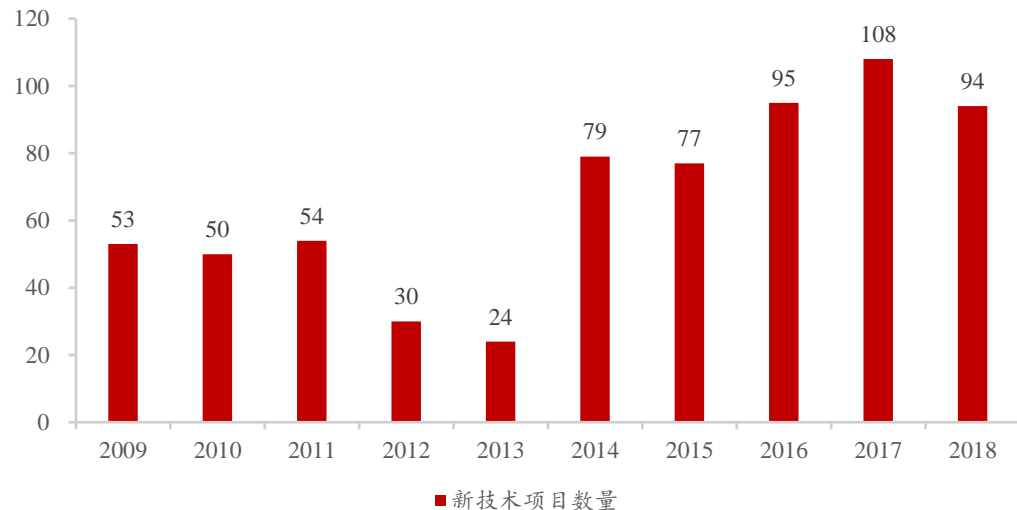
爱尔眼科通过推进数字化转型+持续科技创新+全球化布局运营逐步建设“眼健康生态圈”。

1) 数字化建设成效显著：实施了“全面云化、自主研发、临床信息化、互联网医院、眼科大数据”的信息化发展战略。为进一步提升运营管理效率，加快推进线上线下一体化的医疗服务新模式，使患者获得更加便利、快捷、舒适的眼健康服务，进一步改善就医体验，帮助患者进行终身眼健康管理；

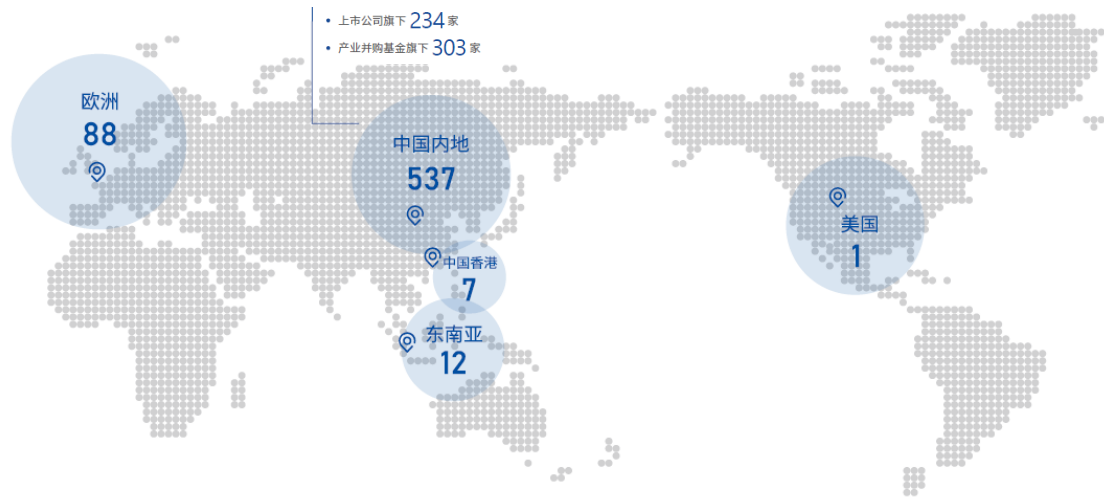
3) 科技创新助力发展：从2009年上市开始，持续每年推出新技术项目，至2018年累计超过600项。同时，2020年与中国科学院计算技术研究所签署了合作协议，双方将在人工智能技术在眼科医疗领域的运用、智能设备的研发等方面加强合作；

2) 全球资源优势：拥有了香港亚洲医疗、美国MING WANG眼科中心、欧洲ClínicaBaviera.S.A、东南亚ISEC Healthcare Ltd等领先的海外眼科机构。借助国际化平台，通过爱尔全球视觉健康管理有限公司打造全球眼科医生集团平台。

图：上市十年，累计推出逾600项新技术



图：爱尔眼科国际眼科医院及中心分布（截至2020年底）



04

本地连锁，未来趋势

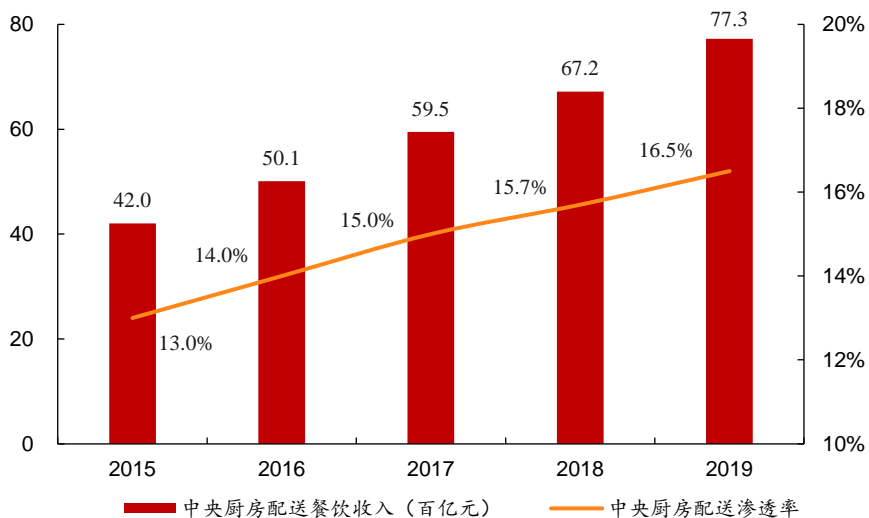
4.1 轻饮食的工业化：中央厨房发力，马太效应下连锁餐饮具备先发优势

中央厨房在餐饮业的重要性提升，渗透率不断增长。2015年-2019年中央厨房配送的餐饮收入4200亿元增长到7730亿元，复合增长率达16.5%，同时渗透率从13%上升到16.5%，在餐饮业中的地位逐渐凸显。

中央厨房的使用存在马太效应，强者恒强。根据《2019中国餐饮业年度报告》和《2020中国餐饮业年度报告》数据显示，从2018年到2019年，中国餐饮企业中拥有中央厨房的占比从47.9%下降到43.0%，拥有1个和2个的占比分别下降6.7pct和5pct，而拥有3个和4个以上的占比则分别上升了3.6pct和2.7pct，量级产生分化，头部企业拥有更大优势。

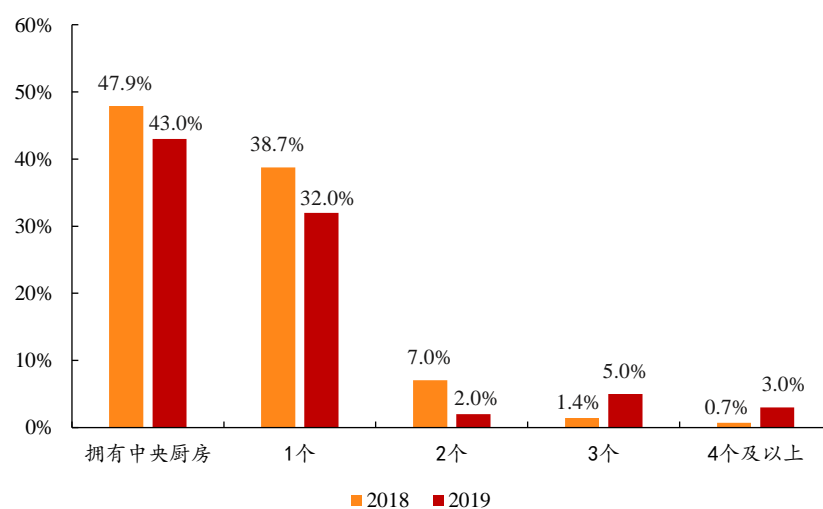
连锁餐饮企业在中央厨房的建设使用上具备先发优势。现有的中央厨房设施当中，连锁餐饮中央厨房占55%，第三方中央厨房占20%；连锁餐饮企业使用中央厨房的占比为75%，高于餐饮企业整体的43%；并且头部连锁餐饮企业的中央厨房产能利用率高于餐饮企业平均，尤其卤制休闲食品和面点食品等标准化更高的品类拥有更高的利用率。预计连锁与非连锁餐饮企业的中央厨房利用能力差距会进一步扩大。

图：中央厨房配送餐饮收入（百亿元）与渗透率提升迅速

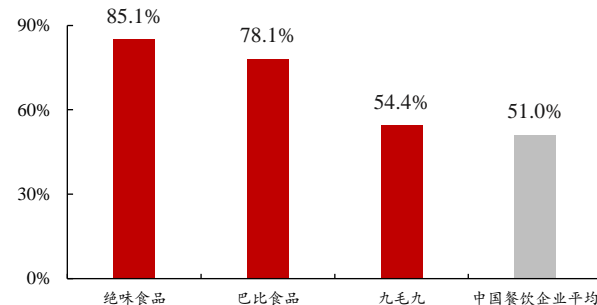


注：中央厨房配送渗透率=中央厨房配送餐饮收入/餐饮行业总收入

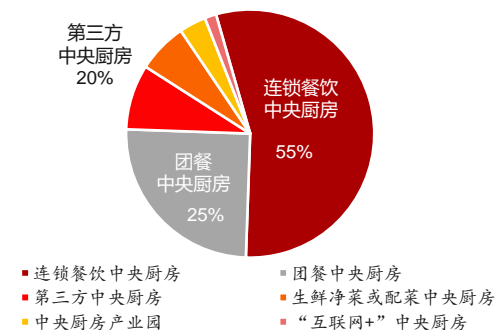
图：餐饮企业中央厨房使用占比情况



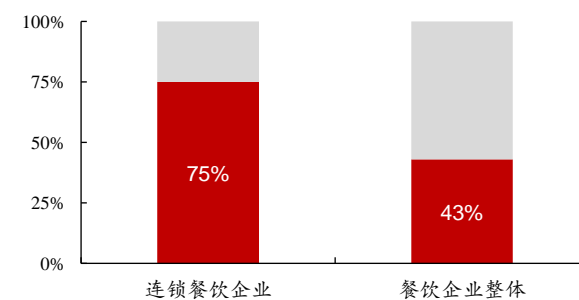
图：2016年头部企业中央厨房产能利用率对比



图：现有中央厨房类型占比



图：餐饮企业中使用中央厨房占比



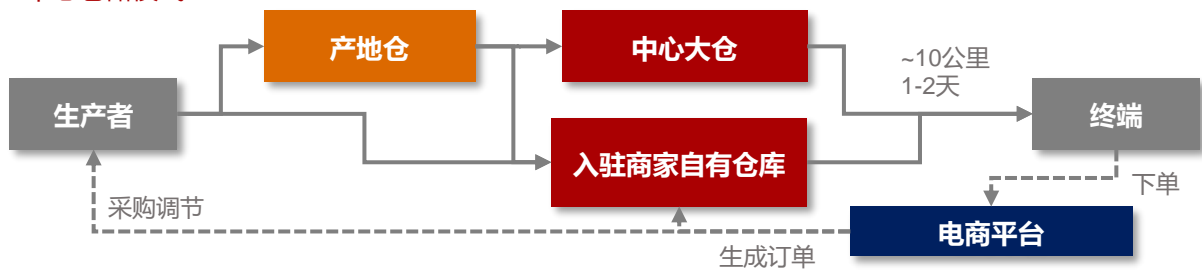
4.1 轻饮食的工业化：生鲜电商+冷链配送，餐饮原材料成本逐渐优化

生鲜电商平台的应用可减少分销环节，调节采购销售，降低加价率和损耗率。分销环节的存在是解决生产端和消费端的信息不对称和节奏不对称，生鲜电商通过平台化的管理，将消费端和生产端的信息整合在同一平台上进行匹配，仅有少数仓库在中间完成储存分销。一方面降低中间环节的加价空间，另一方面减少在交易过程当中造成的损耗，降低加价率和损耗率。

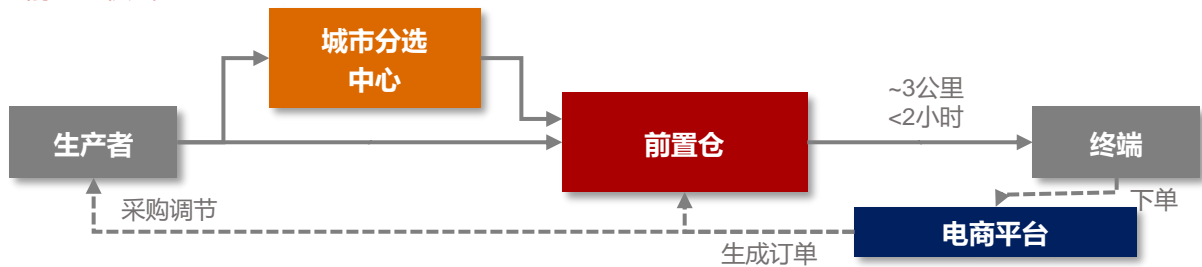
生鲜电商规模增长，渗透率不断提升，相关融资额提升，应用逐渐增强。生鲜电商规模从2015年的500亿元增长到2019年的2800亿元，四年复合增长率53.8%，对生鲜市场的渗透率从1.2%提升到5.6%；生鲜电商相关的融资额维持增长趋势，预计未来生鲜电商相关的基础设施供给不断增长。

图：生鲜电商使供应链平台化，减少分销环节，数字化调节采购销售，降低加价率和损耗率

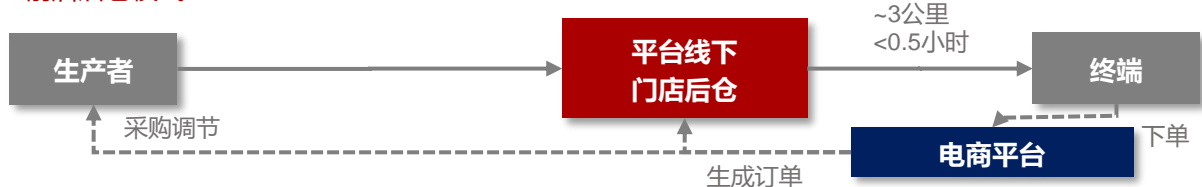
中心仓储模式



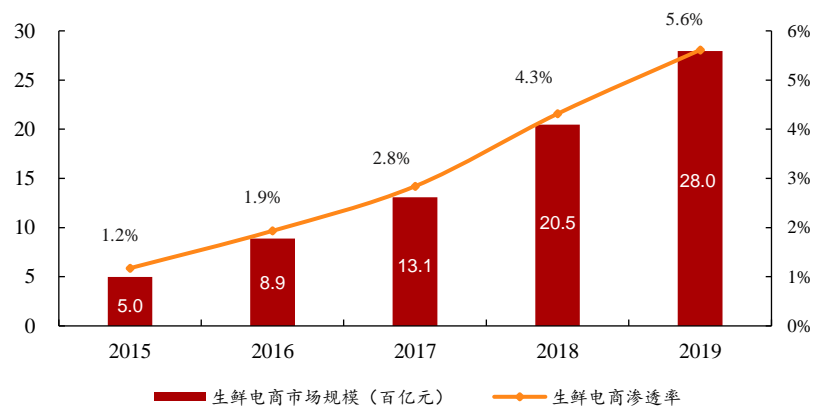
前置仓模式



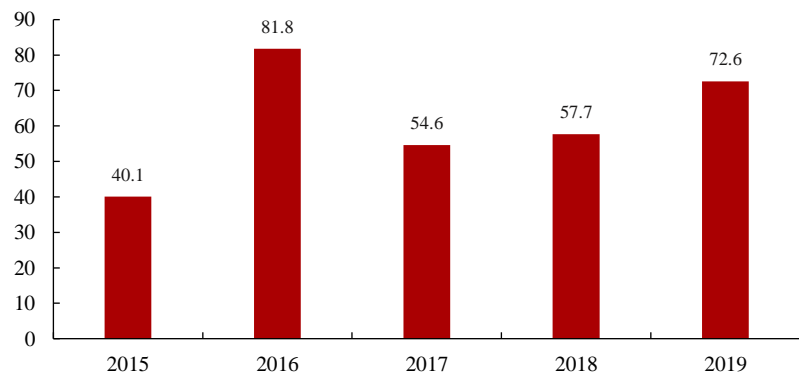
前店后仓模式



图：生鲜电商规模增长，渗透率不断提升



图：生鲜电商相关融资额提升 (百亿元)

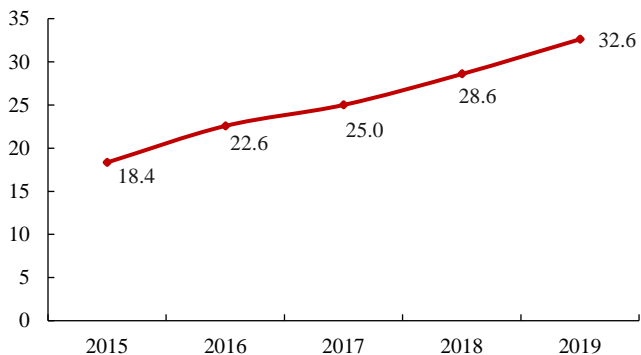


生鲜冷链扩大运送半径，并减少运输和储存过程的产品腐败造成的损耗。与生鲜电商相适应的生鲜冷链可以扩大运送半径，将产地与销地充分连接，并且在较长距离的运输途中，降低因产品腐败带来的损耗率。

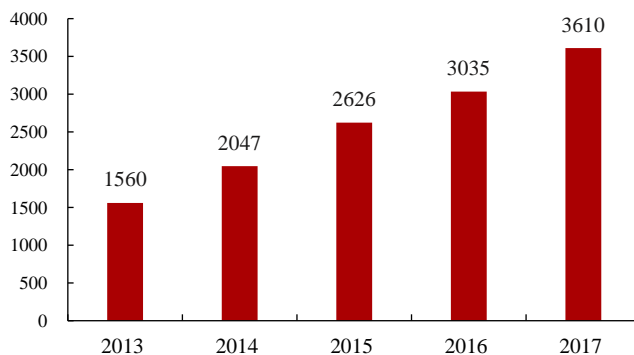
生鲜冷链基础设施不断完善，存在进一步提升潜力。中国冷库保有量和冷藏车产量不断上升，整体行业的收入也维持增长；另一方面，虽然冷链流通率和冷藏运输率得到提升，距离发达国家的平均水平依然存在较大空间，整体的运输效率会随相关基础设施的完善进一步提升。

快餐小吃品类受原材料成本影响大，供应链优化的空间较大。快餐小吃类餐饮企业进货成本/营业额的平均值为49.9%，仅次于团餐，高于正餐、日料等品类，受原材料成本影响大，生鲜电商和生鲜冷链的应用可带来较大的优化。

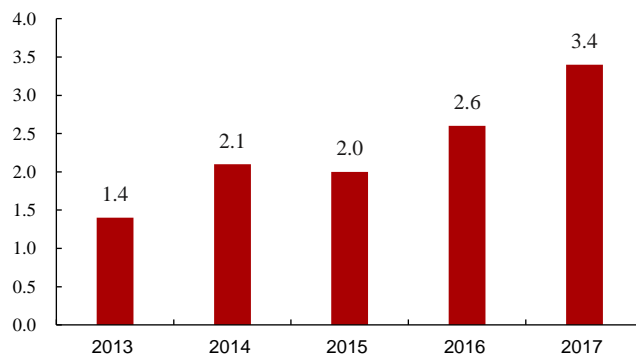
图：生鲜冷链行业整体收入不断提升（百亿元）



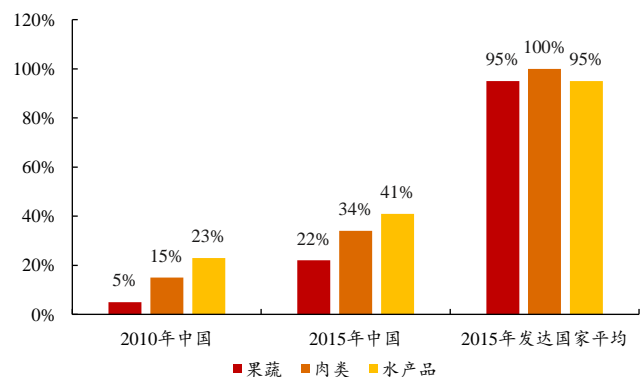
图：中国冷库保有量持续增长（万吨）



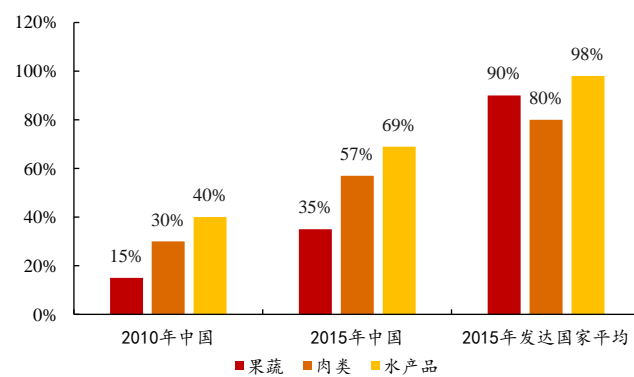
图：中国冷藏车产量持续增长（万辆）



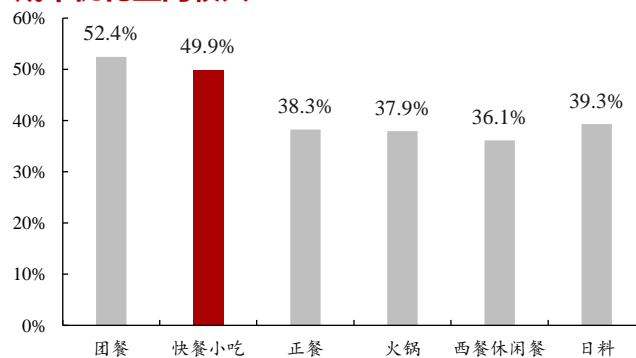
图：中国冷链流通率提升，但仍存在较大空间



图：中国冷藏运输率提升，但仍存在较大空间



图：原材料进货成本/营业额对比，快餐小吃类原材料成本优化空间较大



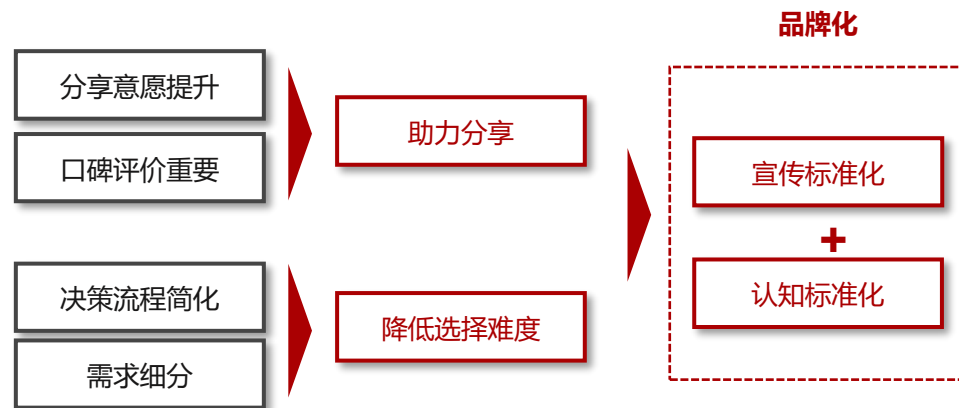
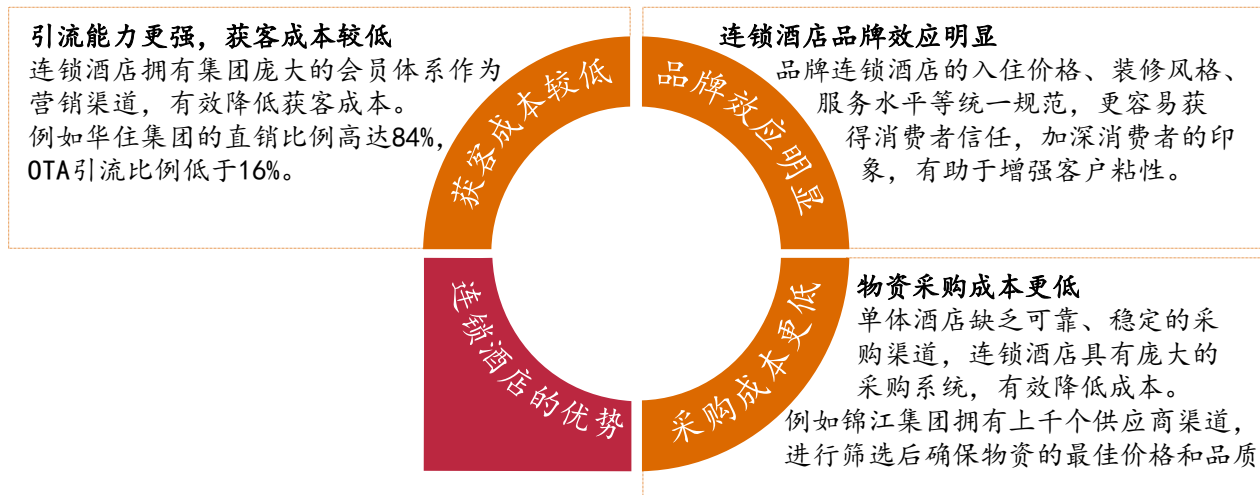
品牌化是指推动产品具备市场标的和商业价值的整个过程。即对某一类或一系列产品的认知标准化、宣传标准化，以达到市场突出和市场区别的作用。品牌化可以满足现有的助力分享和降低选择难度的消费需求，成为企业所关注的方向。

中国酒店行业供给量逐渐饱和，品牌化程度有待提高。随着连锁酒店集团规模化优势凸显且未来酒店新增供给有限，酒店连锁趋势将更加明显，目前单体酒店依旧占主体，行业集中度将进一步提升。

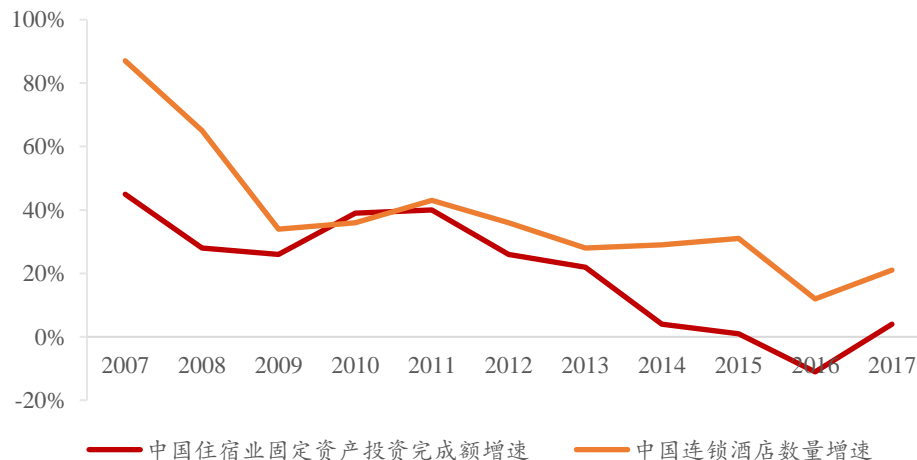
2007-2017年连锁酒店的增速显著高于住宿业固定资产增速。连锁酒店集团正加速整合存量单体酒店，连锁酒店集团品牌化趋势凸显。

相比单体酒店，连锁酒店竞争优势大。连锁酒店具有获客和采购成本较低、品牌效应明显的优势，未来缺乏品牌影响力的单体酒店可能会面临淘汰或加盟连锁。

图：连锁酒店的优势



图：中国住宿业固定资产投资完成额增速与中国连锁酒店数量增速



4.2 酒店业的品牌化：以并购实现行业整合，施行多品牌战略

品牌化的一个重要趋势是多品牌战略，通过多个类似的小而精品牌来进入多个品类市场。

中国酒店集团通过并购实现资源整合以提升企业竞争力。锦江集团与2015年和2016年先后收购卢浮、铂涛和维也纳；华住在2012-2020年期间完成4次收购，分别为星程香港、桔子水晶、花间堂和Steigenberger Hotels AG；首旅集团也于2016年与如家酒店合并。

多品牌战略可以切入细分赛道满足不同层次消费者需求。开元集团主要定位中高端酒店，但也拥有4个细分领域共14个品牌，实现多元化经营。

各品牌的关注度相对独立，可以通过多个品牌的叠加增加关注度。华住旗下全季酒店、汉庭酒店和桔子酒店的百度指数可以看出，不同品牌的关注度并不互相影响，多个品牌可以增加企业的受关注程度。

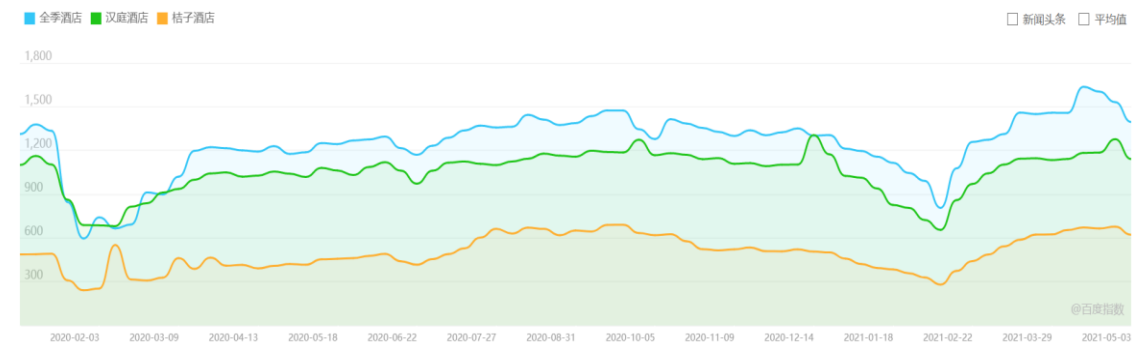
图：锦江、首旅和华住集团并购事件



图：开元集团拥有差异定位的品牌矩阵



图：华住集团旗下品牌百度指数变化

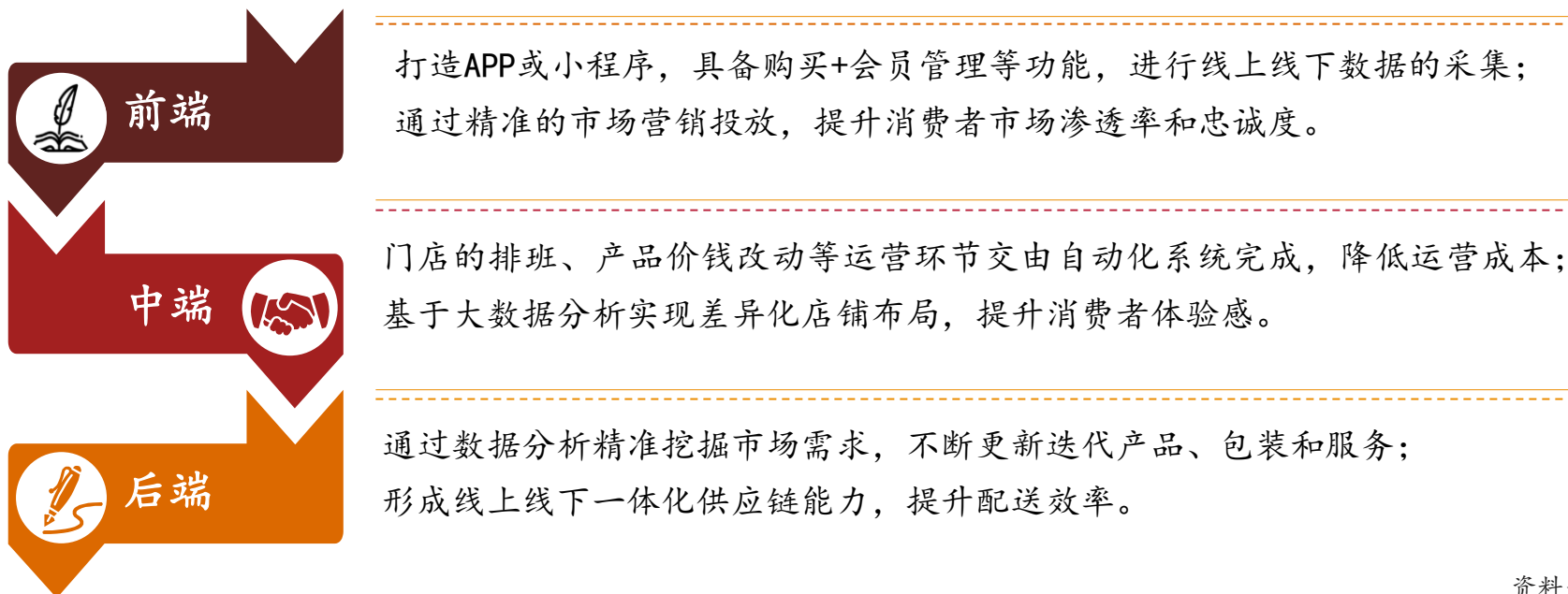


4.3 便利店的数字化：促进便利店管理水平和运营效率的提高

大部分便利店企业处于数字化转型的初级阶段。根据2016年-2019年CCFA便利店调研结果显示，有57%的样本企业处于数字化转型的初级阶段，27%处于中期阶段，16%尚未开始。在物流配送智能优化升级方面，73%样本企业投入资金，在智能视频监控系统方面，只有33%样本企业开展该业务，开展无人店试点的样本企业只有15%。

数字化是便利店提升管理水平和运营效率的最佳途径。1) 前端：通过APP和小程序完成会员管理，搜集用户数据以提高客户粘性；2) 中端：通过自动化系统实现门店排班，价格变动以降低运营成本；3) 后端：通过数据分析挖掘更新产品和服务以满足客户需求。

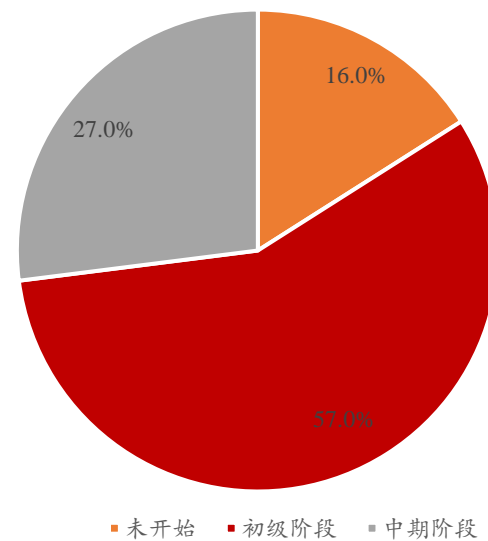
图：便利店数字化转型方向



图：样本企业数字化业务开展情况

样本企业数字化业务开展情况		
物流配送智能优化升级	投入资金 73%	未投入资金 27%
智能视频监控系统	开展该业务 33%	没有开展 67%
无人店	开展试点 15%	尚未开展 85%

图：样本企业数字化转型成熟度



4.3 健身房的数字化：疫情加速线上布局，智能化成发展趋势

健身运动类APP在疫情期间月活跃用户持续双位数增长。疫情加速了线上运动类APP的发展，健身场景从健身房转换到家里，健身房不断推出线上服务，通过开直播课程、录制抖音短视频等方式维系和激活用户关系，推动“线上+线下”模式的常态化。

不同类型的健身平台数字化布局中具备各自的特征。自带互联网基因的加深平台Keep，是线上布局的先锋，主打线上内容教学和社群建设，线上用户体量大，变现能力强；新模式健身房乐刻，是国内领先的健身O2O平台，为客户提供7x24h全自动式健身服务，通过无人值守、智能化后台来降低人力成本；传统健身房威尔士利用品牌资源进行直播、短视频，以维护客户关系，提升品牌知名度为目的，将线上业务作为线下业务的补充。

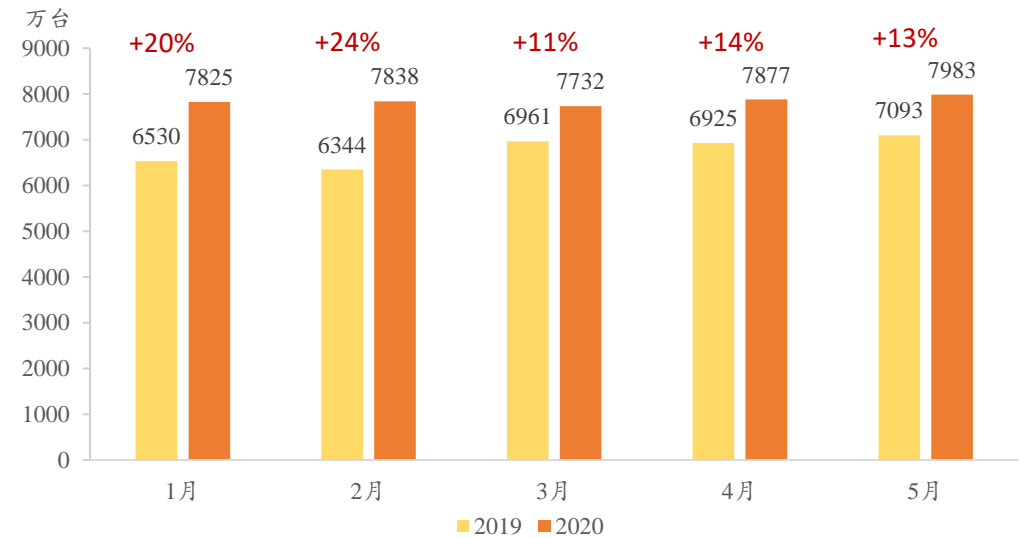
表：不同类型运动健身平台线上化布局

	线上健身平台	新模式健身房	传统健身房
代表品牌	Keep	乐刻	威尔士
特征	拥有互联网基因 线上用户体量庞大 流量变现能力强 主攻线上用户	深耕“线上+线下”模式 用户体量庞大 变现能力强	主营线下场馆运营 缺乏内生互联网基因 不具备流量变现能力 线上用户体量较小 主攻线下会员
线上布局	线上零售+直播授课+话题打卡+视频教学	直播授课+话题打卡+短视频训练	直播授课+短视频训练
典型措施	Keep疫情期间推出线上直播，联合每日瑜伽APP、lululemon品牌方及多位健身KOL，将直播课程资源整合打通	联合直播平台推动团课直播，含团操、瑜伽等，共服务3,000万人次在家云健身	发布短视频训练和KOL直播授课（抖音、腾讯、口碑等）

图：智能化企业代表乐刻已入住8个城市，超450家门店（截至2019年底）



图：健身运动类App疫情前后MAU同期对比



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29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>