

商社行业：多行业监管趋严，关注 中报确定性

2021年07月11日

看好/维持

商贸&社服 行业报告

本周核心观点：

化妆品和医美方面，赛道持续扩容，持续关注国货美妆品牌的销售和发展，尤其是在轻医美和功能性护肤品赛道有布局的国产美妆品牌。监管制度不断规范，行业加速进入洗牌阶段，行业集中度有望提升，并推动行业实现规范有序化发展，利好研发能力强、技术水平高、运营规范的头部企业。

免税方面，中国中免发布业绩快报，2021年上半年实现营业收入355.01亿元，同比增长83.85%，归母净利54.35亿元，同比增长484.12%。受淡季来临和散点疫情影响，Q2收入环比小幅下降。公司积极推进全渠道多方位布局，赴港上市将进一步增强市场竞争力。内外双循环和消费回流背景下离岛免税持续放量，疫情好转机场免税渠道也有望逐步恢复，市内店布局持续推进，公司依靠在品牌合作、供应商资源、运营管理和市场营销等多方面的领先优势，未来免税版图将进一步扩大，巩固龙头地位。

酒店方面，广东地区疫情有所好转，深圳、东莞、澳门等地人流管控边际放松。在同比低基数的情况下，酒店行业总体受益于出行持续回暖，我们维持头部公司RevPAR有望于上半年基本恢复至19年同期水平的预判。此外，龙头公司疫情期间逆势拓店，有望推动行业集中度进一步提升，中高端酒店快速增长且占比提高，看好头部酒店集团在行业复苏周期下跑出自己的α。

人服方面，5月城镇调查失业率5.0%，环比4月下降0.1pct.，回落至2019年以来最低水平，稳就业政策下就业市场持续回暖，人力资源服务行业呈现较高景气度。关注灵活用工赛道、在中高端人才服务领域具有优势的公司，以及未来能够依托技术发展实现效率提升的公司。此外，灵活用工、招聘流程外包、业务流程外包已经成为许多企业用工模式中重要选择，疫情催化企业认知提升，我国的灵活用工开始进入加速发展阶段。

行业复盘：上证综指收于3524.09点，周跌幅0.15%；深证成指收于14844.36点，周涨幅1.18%；中信消费者服务指数收于13207.69点，周涨幅-4.70%；中信商贸零售指数收于3998.66点，周涨幅0.60%。社会服务各子板块涨跌幅依次为：餐饮-0.82%、景点-2.02%、其他休闲服务-2.79%、旅游综合-5.39%、酒店-5.55%；商贸零售各子板块涨跌幅依次为：专业连锁4.34%、贸易3.84%、一般物业经营1.74%、超市-1.10%、多业态零售-1.54%、百货-2.36%、专业市场-3.39%。

重点报告关注：

《酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？》2021-01-04

《化妆品行业：国产香化如何打造百年企业？》2020-12-04

《同道猎聘(6100.HK)：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张》2021-01-28

重点推荐：中国中免、首旅酒店、锦江酒店、科锐国际、同道猎聘、御家汇

长期推荐：中公教育、广州酒家、宋城演艺、高鑫零售、老凤祥、周大生、上海家化、珀莱雅

风险提示：部分地区疫情反弹，经济复苏不及预期，超预期政策。

未来3-6个月行业大事：

2021-07-12 爱美客：股东大会召开

2021-07-13 稳健医疗：股东大会召开

2021-07-16 华熙生物：分红

2021-07-22 永辉超市：股东大会召开

行业基本资料

		占比%
股票家数	32	0.8%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	8710	1.05%
流通市值(亿元)	8319	1.3%
行业平均市盈率	52	/
市场平均市盈率	8.34	/

行业指数走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

研究助理：魏宇萌

weiyum@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

1. 细分板块观点追踪

1.1 化妆品和医美

化妆品和医美方面，赛道持续扩容，线上化趋势下，新锐品牌和国货美妆品牌打造爆品、推广新品能力得到验证。持续关注国货美妆品牌的销售和发展，尤其是在轻医美和功能性护肤品赛道有布局的国产美妆品牌。艾媒咨询数据显示，2020年我国化妆品产量为127万吨，市场规模为3958亿元，随着疫情好转及美妆渗透率提升，2021年我国化妆品产量有望达到199万吨，市场规模预计可达4781亿元，分别同比增长56.7%/20.8%。我国化妆品市场呈快速扩容趋势，中国未来有望成为世界化妆品行业的重要生产地和重要市场。同时，我国对医美、化妆品等行业监管持续趋严，监管制度不断规范使得行业加速进入洗牌阶段，行业集中度有望提升，并推动行业实现规范有序化发展，利好研发能力强、技术水平高、运营规范的头部企业。

1.2 零售免税

免税方面，2020年7月1日至2021年6月31日，海南离岛免税新政实施一年，海关监管离岛免税购物金额468亿元、同比增长226%，件数6072万件、同比增长211%，购物旅客628万人次、同比增长102%。海南旅游显著复苏，离岛免税新政的刺激作用持续释放，免税品类和品牌的不断丰富促进客均价的提升，适度竞争带来整个免税市场扩容，离岛免税销售额持续高增。我们认为离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，新参与者的加入有助于营造适度竞争的市场环境，增强海南离岛免税在国际免税市场的竞争力，同时叠加政策催化和基础设施的不断完善，消费潜力有望持续释放，持续看好离岛免税的高景气。公司方面，中国中免发布业绩快报，2021年上半年实现营业收入355.01亿元，同比增长83.85%，归母净利54.35亿元，同比增长484.12%。受淡季来临和散点疫情影响，Q2收入环比略降。公司积极推进全渠道多方位布局，赴港上市将进一步增强市场竞争力。内外双循环和消费回流背景下离岛免税持续放量，疫情好转机场免税渠道也有望逐步恢复，市内店布局持续推进，公司依靠在品牌合作、供应商资源、运营管理和市场营销等多方面的领先优势，未来免税版图将进一步扩大，巩固龙头地位。

珠宝方面，2021年5月金银珠宝零售总额同比增长31.5%，增速较4月环比下降16.8个百分点，虽然呈现复苏放缓态势，但相较于整体社零增速和其他可选消费品而言，表现相对优异，是同比增长最快的可选消费品类。建议关注可选消费的增长弹性，以及全渠道转型、加码新媒体营销方式的龙头企业，周大生、老凤祥。

超市方面，2021年5月日用品类销售额同比增长13%，增速较4月份环比下降17.7个百分点。疫情催化叠加政策强化，社区消费习惯有望拉动mini店释放增长空间。大型商超如永辉、大润发、盒马等均加速布局小店业态，阿里、京东、拼多多也通过多方面的生活服务进入社区团购赛道。我们认为，相较于传统商超业态，小店更加考验企业在产品、门店经营管理能力。重点推荐深耕生鲜食品供应链以及具备深厚门店管理经验的永辉超市、高鑫零售。

1.3 餐饮旅游

酒店方面，暑期旅游市场复苏带动酒店预订量增长，且高星级酒店表现亮眼。根据去哪儿数据，今年6月底暑期酒店预订量已超2019年同期三成，其中高星级酒店占比增长近一成；途牛暑期预订数据显示，选择豪华型、高档型酒店的游客占比达32%，而选择经济型酒店的游客占比为18%，暑假期间高星级酒店整体表现亮眼，符合当前头部酒店中高端布局战略。供需影响下，酒店均价也从2019年同期502元增长至688元，增幅达37%。考虑到上半年节假日效应和2019年低基数情况，我们维持头部公司RevPAR有望于上半年基本恢复至19年同期水平的预判。疫情加速行业集中度提升，看好龙头在行业复苏周期下跑出自己的α。

旅游方面，广东地区疫情好转，人流管控有所放松。深圳市和东莞市从7月6日零时起取消“持48小时核酸检测阴性证明出省”的管控措施。截至7月5日，深圳机场单日航班量已超过400架次，国内客运通航城市已恢复至70多个，恢复至疫情前的六成水平，深圳机场航班量有望在半个月内逐步恢复至疫情前水平。澳门特别行政区政府公告，2021年7月10日零时起，往返广东省和澳门特别行政区所需核酸检测阴性证明时限由48小时延长至7天。**2021年暑期（7月1日-8月31日）已拉开帷幕，在国内旅游业平稳复苏背景下，居民出行意愿高增，但总体旅游消费水平预计仍较疫情前有一定差距。**从交通数据来看，6月前两周，同程平台7-8月起飞航班的搜索及浏览量同比增长120%，较2019年同期增长13%；7月出发的火车票搜索浏览量较平日增长150%。根据同程预测，今年暑期全国民航旅客发送量有望超1.2亿人次，与2019年同期持平或略有增长；7月火车客流量预计较2020年同期增长60%，整个暑期客流量预计可恢复至2019年同期的95%-100%。不过价格方面预计仍较疫情前有小幅度差距。同程机票大数据预测，今年暑期国内机票均价约772元，同比上涨8%，较2019年同期下降11%，仅部分高峰有望超2019年同期水平。从消费意愿来看，同程用户暑期购买旅游产品（交通、住宿、门票等）的预算分布数据显示，预算在1001-3000元的用户占比33%，预算在3001-5000元的用户占比23%，预算超5000元的用户占比29%。与2018年携程预计的暑期人均消费将达4000元的水平仍有一定差距。考虑到培训机构暑期停课、广东局部疫情趋稳等因素，我们认为，今年暑期旅游人次有望超过疫情前水平。但由于疫情对个体经营和中低收入群体影响较大，旅游作为可选消费，旅游消费金额完全恢复或增长短期内仍有一定难度。

餐饮方面，行业总体恢复至疫情前，消费升级趋势下，新茶饮赛道扩容。2021年5月餐饮收入3816亿元，同比增长26.6%，两年平均增长1.4%；限额以上餐饮收入924亿元，同比增长40.8%。餐饮业总体恢复至疫情前，但疫情对于餐饮行业的影响仍未完全消除，但相比之下中小型餐饮企业受影响较大，头部餐饮企业在行业复苏大背景下具有一定的竞争优势。消费年轻化趋势下，关注符合Z世代用户偏好的餐饮新模式、新内容，如新茶饮、网红餐厅等。与此同时，高进入壁垒下，茶饮行业集中度较高，头部参与者初具规模，重点关注新茶饮头部品牌发展。

1.4 教育人服

人服方面，经济复苏、人才结构变化以及稳就业政策支持下，人力资源服务行业呈现较高景气度。短期来看，5月城镇调查失业率5.0%，环比4月下降0.1pct.，回落至2019年以来最低水平，稳就业政策下就业市场持续回暖。从较长期维度来看，我国人口受教育程度持续提高，人才市场将由人口红利向人才红利转变，这给专业人力资源服务机构带来了发展机遇。关注灵活用工赛道、在中高端人才服务具有优势的公司，以及未来能够依托技术发展实现效率提升的公司。此外，灵活用工、招聘流程外包、业务流程外包已经成为许多企业用工模式中重要选择，疫情也加速了企业对于灵活用工模式的认知。当前我国灵活就业人员规模达2亿人，但渗透率仍显著低于欧美国家。我们认为，在财税、工伤保险等相关政策不断完善的推动下，这些新型用工模式在我国未来3-5年有望迎来爆发式增长，市场规模增速或将维持在20%以上。

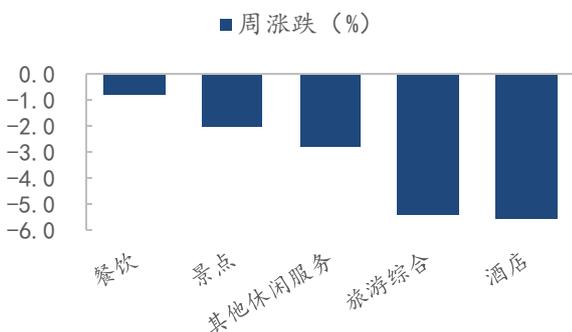
教育方面，高教方面来看，近期新修订的《民促法实施条例》落地，为民办高校的集团化办学和外延并购扫除了政策风险。长期来看，高教行业因为稳定的现金流以及内生外延的成长路径，从而具备“确定性+成长性”的双重特征，教育部提出2021年要继续把独立学院转设作为高校设置工作的重中之重，独立学院的转设正加速推进，有望给相应公司带来盈利能力的边际改善。职业培训方面，就业压力叠加招录、考研等扩招，将对对应培训赛道带来市场扩容。短期看，受制于考试周期错位和教招序列疲软，或对培训机构短期业绩有一定影响。但长期看，随着我国经济结构转型与产业升级，对高素质、高技能人才提出了更高要求，职教领域有望得到国家更多的政策扶持。此外，国家当前大力推动职业学历教育发展，或对部分非学历职业教育的需求端带来一定影响。K12培训方面，2021年高考已正式落幕，关注近期行业政策落地情况。中央和多地

方政府陆续出台规范管理校外培训机构的相关政策，在收费管理、教学内容、广告宣传等方面做出一系列规定，预计未来相关政策仍将陆续出台。强监管背景下资金管理和合规经营的重要性进一步凸显，头部大型培训机构规范性与抗风险能力更强，有望在行业供给端加速出清背景下实现市占率提升。公司方面，学大教育发布业绩预告，预计上半年净利润同比增长 127.97%-196.36%，盈利 1 亿元-1.3 亿元。

2. 市场表现复盘（2021.7.05-2021.7.09）

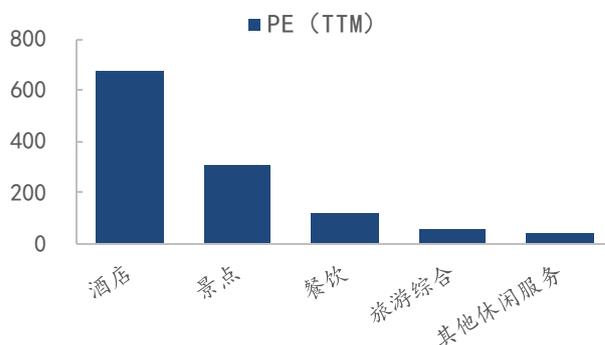
上证综指收于 3524.09 点，周跌幅 0.15%；深证成指收于 14844.36 点，周涨幅 1.18%；中信消费者服务指数收于 13207.69 点，周涨幅-4.70%；中信商贸零售指数收于 3998.66 点，周涨幅 0.60%。社会服务各子板块涨跌幅依次为：餐饮-0.82%、景点-2.02%、其他休闲服务-2.79%、旅游综合-5.39%、酒店-5.55%；商贸零售各子板块涨跌幅依次为：专业连锁 4.34%、贸易 3.84%、一般物业经营 1.74%、超市-1.10%、多业态零售-1.54%、百货-2.36%、专业市场-3.39%。

图1：社会服务子行业涨跌幅



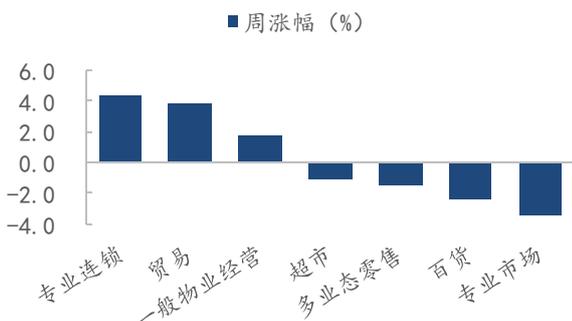
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：社会服务子行业市盈率



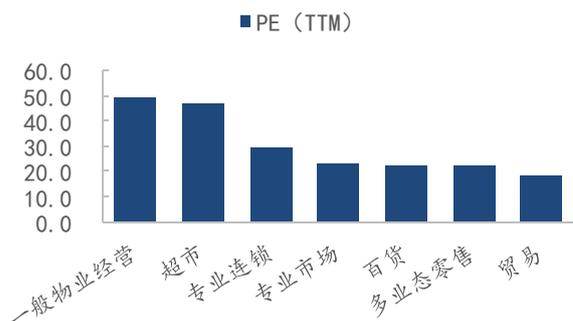
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图3：商贸零售子行业涨跌幅



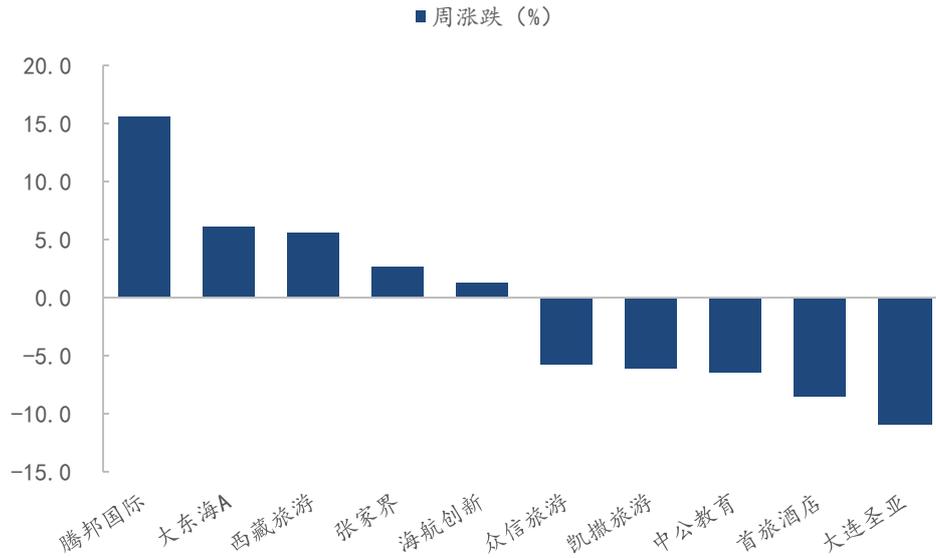
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图4：商贸零售子行业市盈率



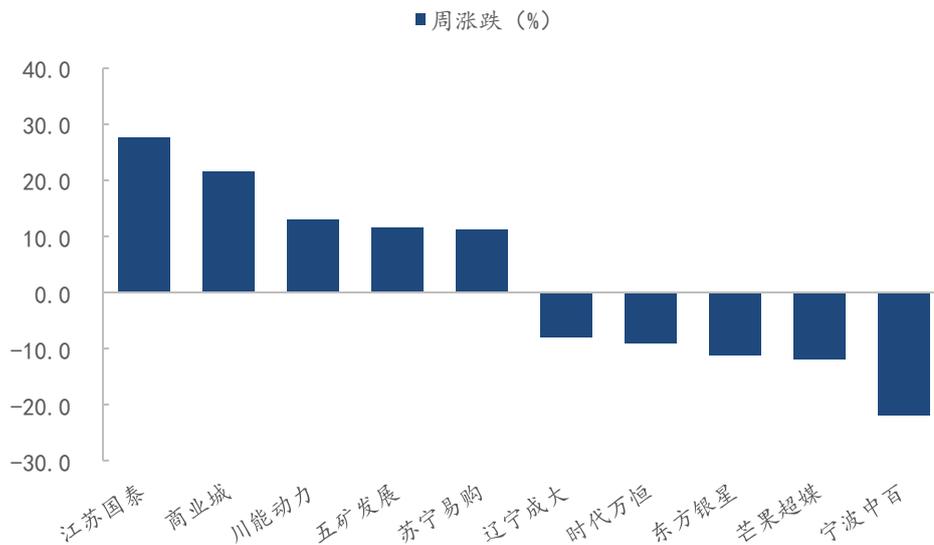
资料来源：Wind，东兴证券研究所

社会服务涨跌幅排名前 5 的公司为：腾邦国际 15.63%、大东海 A6.18%、西藏旅游 5.62%、张家界 2.65%、海航创新 1.27%；涨跌幅排名后 5 位的公司为：众信旅游-5.89%、凯撒旅游-6.11%、中公教育-6.50%、首旅酒店-8.54%、大连圣亚-10.91%。

图5：社会服务行业涨跌前五的公司


资料来源：Wind，东兴证券研究所

商贸零售涨跌幅排名前5的公司为：江苏国泰27.66%、商业城21.49%、川能动力13.14%、五矿发展11.53%、苏宁易购11.27%；排名后五位的公司为：辽宁成大-7.89%、时代万恒-9.13%、东方银星-10.99%、芒果超媒-11.75%、宁波中百-21.72%。

图6：商贸零售行业涨跌前五的公司


资料来源：Wind，东兴证券研究所

3. 重点公司追踪

【华熙生物】：“2020年年度权益分派实施公告”表示，本次利润分配以方案实施前的公司总股本4.8亿股为基数，每股派发现金红利0.41元（含税），共计派发现金红利1.968亿元。

【中国中免】发布2021年半年度业绩快报，报告期内，公司实现营业总收入355.01亿元，较上年同期增长83.85%，实现营业利润86.07亿元，较上年同期增长626.77%，实现归属于上市公司股东的净利润54.35亿元，较上年同期增长484.12%。

【华致酒行】发布2021年半年度业绩预告，公司预计上半年实现归属于上市公司股东的净利润3.52亿元-3.73亿元，同比增长65%-75%；预计上半年实现营业收入39.5亿元-40.5亿元，同比增长67.18%-71.41%。

【永辉超市】张经仪先生因达到法定退休年龄，辞任公司董事会秘书，吴乐峰获任命为公司董事会秘书。

【学大教育】发布业绩预告，预计上半年净利润同比增长127.97%-196.36%，盈利1亿元-1.3亿元。

【人瑞人才】发布上半年盈利预告，预计2021年首六个月收益整体增长约75%至85%；溢利整体增长约25%至35%；经调整净溢利附注整体增长约45%至55%。

4. 投资建议与风险提示

重点推荐：中国中免、首旅酒店、锦江酒店、科锐国际、同道猎聘、御家汇

长期推荐：中公教育、广州酒家、宋城演艺、高鑫零售、老凤祥、周大生、上海家化、珀莱雅

风险提示：部分地区疫情反弹，经济复苏不及预期，超预期政策。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？	2021-01-04
行业深度报告	化妆品行业：国产香化如何打造百年企业？	2020-12-04
行业深度报告	高教行业：四大维度剖析民办高校投资机会	2020-11-17
行业深度报告	餐饮行业：疫情强化马太效应，“标签化”品牌更具复苏优势	2020-08-11
公司深度报告	同道猎聘（6100.HK）：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张	2021-01-28
公司深度报告	御家汇（300740）：业务拓展与品牌运营双轮驱动，互联网美妆龙头再起航	2021-01-27
公司深度报告	华住集团-S（1179.HK）：三位一体前瞻布局，引领“中国住宿”新未来	2020-12-03
公司深度报告	科锐国际（300662）：灵活用工增量提效，持续科技投入赋能业务发展	2020-08-26
公司深度报告	中公教育（002607）：垂直一体化发展，打造职教全品类平台	2019-11-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，主要负责旅游酒店、教育培训等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526