

商业贸易

社服零售行业三季度总结：干扰，应对，长期趋势未改

社零：单季度增速环比放缓，但9月略超预期；城镇快于乡村，零售两年复合恢复快于餐饮，线上化趋势加强。据国家统计局，2021年1-9月社零总额31.81万亿元，累计同比+16.4%，相对2019年两年平均增速为3.5%；受到疫情扰动、618及双十一大促影响及消费力影响，2021Q3单季度增速环比放缓，但9月略超预期。分拆来看，城镇增速领先，零售恢复快于餐饮，线上化仍为趋势。

行业：零售板块继续承压，社服板块营收增速大幅回落、扣非归母净利润与2019年同期几乎持平。2021Q3，零售板块继续承压，营收同比+3.7%/环比-23.9pct，毛利率同比-2.3pct至12.3%，盈利能力同比下滑，扣非归母净利润同比-88.3%至8.0亿元；社服板块营收增速环比大幅回落（环比-76.8pct至-8.3%），两年复合增速约-12.7%（2021Q2相对2019Q2两年复合增速约-0.4%）；毛利率同比下降5.8pct至27.1%，板块扣非归母净利润与2019年同期绝对额几乎持平。

子版块：干扰，应对，长期趋势未改。其中，单三季度业绩来看：1）免税受去年基数、疫情扰动及促销、线上占比提升等因素影响，利润略低于预期，但长期竞争力仍强；2）酒店旺季恢复放缓，龙头表现优于行业，锦江华住开店环比提速；3）景区疫情影响表现不佳，龙头亦受影响；4）餐饮持续恢复，A股标的表现分化，广州酒家表现稳健；5）线上龙头安克创新受到运费、原材料、汇兑上升等因素影响利润端有所回落；6）线下连锁中，红旗连锁表现最佳，永辉超市单季度经营环比改善明显。报告期内，各子行业龙头或多或少受到大环境干扰影响，但大部分积极应对，甚至逆势提速扩张，整体而言，各子行业长期趋势未改。

持仓分析：零售维持低配，社服持仓比重有所下降，个股持仓分化。据Wind，2021Q3零售行业继续维持低配，社服持仓比重略有下降，占基金总持仓比重约为2.20%（相比2021Q2持仓比重下降1.14pct），超配比例为1.18%。从基金市值来看，相比2021Q2增幅前三标的为宋城演艺（11.91亿元增至26.31亿元）、首旅酒店（9.66亿元增至17.02亿元）、科锐国际（6.96亿元增至11.28亿元）；降幅前三标的为美团（507.57亿元降至158.27亿元）、中国中免（554.58亿元降至476.90亿元）、锦江酒店（64.74亿元降至55.61亿元）。个股方面持仓有所分化，从基金重仓持股占流通股比重口径来看，中国中免略有减持，锦江酒店、首旅酒店、宋城演艺有所增持，美团有所减持，安克创新由于存在解禁持股占流通股比重下降。截止2021Q3，基金持有市值排名前三板块标的分别为中国中免、美团、锦江酒店。

投资建议：整体来看，社零单季度增速环比放缓，但9月略超预期；城镇快于乡村，零售两年复合恢复快于餐饮，线上化趋势加强。三季度社服零售板块基本面受到一定干扰，龙头积极应对，长期趋势未改。当前板块：1）重点推荐长期成长性好、当前仍处估值低位的优质龙头美团、安克创新、中国中免以及公司优质、基本面有望进一步改善的酒店龙头锦江酒店、首旅酒店等；2）建议关注扩张能力优异、后续有望逐步修复的餐饮、景区龙头以及未来即将挂牌优质子赛道明星企业等。

风险提示：消费需求整体疲软或疫情再次小规模爆发；行业竞争加剧；龙头扩张不及预期；上市公司营销、创新、展店投入明显增大。

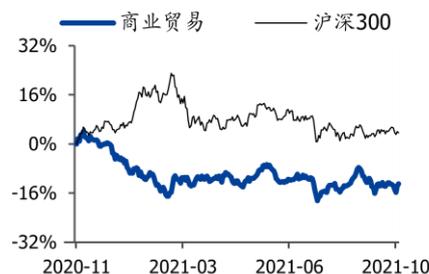
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
03690.HK	美团-W	买入	0.77	-2.12	-0.57	2.64	284.8	-103.4	-384.7	83.1
300866.SZ	安克创新	买入	2.11	2.46	3.07	4.05	45.2	38.8	31.1	23.6
600754.SH	锦江酒店*	-	0.12	0.53	1.42	1.90	447.9	101.0	37.6	28.0
600258.SH	首旅酒店*	-	-0.50	0.37	1.04	1.36	-42.3	65.3	23.1	17.7
300144.SZ	宋城演艺*	-	-0.67	0.25	0.49	0.66	-26.4	55.8	28.3	20.8
601888.SH	中国中免*	-	3.14	5.76	7.76	10.03	89.8	41.95	31.13	24.09

资料来源：Wind，国盛证券研究所，*采用wind一致预期

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 毕筱璟

邮箱：bixiaoqing@gszq.com

相关研究

- 《商业贸易：跨境翘楚——SHEIN》2021-11-01
- 《商业贸易：亚马逊2021年Prime Day点评：受大卖封杀影响，销售个数增长但符合预期，件数大增、货单价下降》2021-06-29
- 《商业贸易：618大促高景气度，直播国潮趋势兴起》2021-06-21

内容目录

1. 社零：单季度增速环比放缓，但9月略超预期	4
2. 行业：零售板块继续承压，社服板块营收增速大幅回落	6
2.1 零售行业：2021Q3 营收复合增速受到干扰，盈利能力继续承压	6
2.2 社服行业：2021Q3 单季度营收增速大幅回落，扣非归母净利润同比 2019Q3 基本持平	8
3. 子版块：干扰，应对，长期趋势未改	10
3.1. 免税：受多因素影响，利润略低于预期	10
3.2. 酒店：旺季恢复放缓，龙头表现优于行业，锦江华住开店环比提速	10
3.3. 景区：疫情影响表现不佳，龙头亦受影响	11
3.4. 餐饮：仍在持续恢复，A 股标的表现分化，广州酒家表现稳健	13
3.5. 线上龙头：表现分化，安克创新受到运费、原材料上升等因素影响利润端有所回落	14
3.6. 线下连锁：永辉超市单季度经营环比改善，红旗连锁表现最佳	15
4. 持仓分析：零售维持低配，社服持仓比重有所下降，个股持仓分化	17
4.1. 零售维持低配，社服持仓比重有所下降，但维持超配	17
4.2. 子行业及龙头持仓分化	18
5. 投资建议	19
6. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 2021 年前三季度社零同比增长 16.4%，比 2019 年前三季度增长 7.2%	4
图表 2: 分品类看：必选消费相对稳健，可选消费存在波动，但综合看 1-9 月数据，黄金珠宝、化妆品品类维持较高增速	5
图表 3: 城镇增速领先	6
图表 4: 零售恢复快于餐饮	6
图表 5: 2021Q3，零售板块营收增速环比回落较大，盈利能力继续承压	7
图表 6: 单季度板块受到疫情扰动等因素回复放缓	8
图表 7: 短期受到疫情等因素冲击业绩承压	10
图表 8: 酒店行业 Q3 受到疫情扰动，恢复节奏放缓	11
图表 9 酒店行业 Q3 受到疫情扰动，恢复节奏放缓	11
图表 10: 酒店三季度 RevPAR 整体恢复不及 2021Q2	11
图表 11: 锦江及华住净开店环比提速	11
图表 12: Q3 景区板块收入微增	12
图表 13: 景区 Q3 毛利率承压	12
图表 14: 费用率控制能力整体向好	12
图表 15: 疫情影响下景区 Q3 业绩承压	12
图表 16: 受到疫情影响，龙头整体受到较大影响，单季度业绩承压	13
图表 17: A 股餐饮企业表现分化，广州酒家表现亮眼	14
图表 18: 电商板块经营表现分化	14
图表 19: 超市行业收入增速放缓	15
图表 20: 超市行业毛利率较为稳健	15
图表 21: 龙头永辉处于转型期拖累行业，盈利能力待恢复	15
图表 22: 龙头永辉处于转型期拖累行业，盈利能力待恢复	15
图表 23: 超市行业上市公司 2021Q3 业绩指标	16
图表 24: 多因素导致母婴行业承压，孩子王表现相对较优	16
图表 25: 多因素导致母婴行业承压，孩子王表现相对较优	16

图表 26: 基金 2021Q3 披露完毕, 零售维持低配, 社服持仓比重有所下降, 但仍然超配 (注: 表中单位为%)17

图表 27: 重点公司 Q3 持仓情况18

1. 社零：单季度增速环比放缓，但9月略超预期

社零：受多因素影响，单季度增速环比放缓，但9月略超预期。据国家统计局及 Wind 数据，2021年1-9月，社会消费品零售总额 31.81 万亿元，累计同比+16.4%，相对 2019 年 1-9 月同比增长 7.2%，两年平均增速为 3.5%（2021H1 社零同比增长 23.0%，比 2019H1 增长 8.6%），受到疫情扰动、618 及双十一大促影响及消费力影响，2021Q3 单季度增速环比放缓。分月度数据来看，7-9 月社零名义增速分别为 8.5%、2.5%、4.4%，9 月略超预期。“价”的方面，7-9 月 CPI 同比增速分别为 1.0%、0.8%、0.7%，考虑去年 Q4 较低基数，后面第四季度价增贡献提升或为趋势。

图表 1：2021 年前三季度社零同比增长 16.4%，比 2019 年前三季度增长 7.2%

	复合 增速	2021- 0102	复合 增速	2021 -03	复合 增速	2021 -04	复合 增速	2021 -05	复合 增速	2021 -06	复合 增速	2021 -07	复合 增速	2021 -08	复合 增速	2021 -09
社会消费品零售总额	20.2	33.8	6.3	34.2	4.3	17.7	4.5	12.4	4.9	12.1	3.6	8.5	1.5	2.5	3.8	4.4
社会消费品零售总额 (扣价)	1.2	34.3	4.4	33.0	2.6	15.8	3.0	10.1	3.3	9.8	1.7	6.4		0.9	2.4	2.5
限额以上企业消费品零售额	5.0	43.9	8.5	38.6	7.1	18.5	6.8	12.7	6.2	13.2	5.3	8.5	2.4	0.5	4.0	2.8
粮油食品类	10.3	10.9	13.6	8.3	12.2	6.5	11.0	10.6	13.0	15.6	9.1	11.3	6.8	9.5	8.5	9.2
饮料	18.8	36.9	19.0	33.3	17.5	22.3	17.8	19.0	24.1	29.1	15.6	20.8	12.3	11.8	15.9	10.1
烟酒	10.1	43.9	15.6	47.4	16.3	26.2	13.0	15.6	15.7	18.2	9.9	15.1	8.6	14.4	16.8	16.0
服装鞋帽针纺织品	1.0	47.6	5.0	69.1	3.4	31.2	5.7	12.3	6.2	12.8	2.4	7.5	(1.0)	(6.0)	1.5	(4.8)
化妆品	9.9	40.7	12.2	42.5	10.4	17.8	13.7	14.6	16.9	13.5	6.0	2.8	9.1	0.0	8.7	3.9
金银珠宝	8.2	98.7	13.2	83.2	14.2	48.3	12.4	31.5	8.4	26.0	10.8	14.3	11.3	7.4	16.5	20.1
日用品	12.1	34.6	14.5	30.7	12.7	17.2	15.1	13.0	15.4	14.0	10.0	13.1	5.4	(0.2)	5.5	0.5
家用电器和音像器材	0.1	43.2	(1.2)	38.9	(1.5)	6.1	3.7	3.1	9.3	8.9	2.9	8.2	(0.5)	(5.0)	3.0	6.6
中西药品	8.2	16.9	9.7	11.5	8.3	8.0	7.3	7.3	9.1	8.5	6.9	8.6	8.2	10.2	9.1	8.6
文化办公用品	12.2	38.3	13.9	22.2	6.6	6.7	7.4	13.1	16.7	25.9	7.4	14.8	14.8	20.4	17.3	22.6
家具类	2.7	58.7	5.1	42.8	7.3	21.7	7.7	12.6	5.7	13.4	3.3	11.0	1.1	6.7	1.4	3.4
通讯类器材	18.2	53.1	14.7	23.5	13.2	14.2	10.1	8.8	17.3	15.9	5.6	0.1	3.2	(14.9)	8.2	22.8
石油及制品	(5.2)	21.9	1.3	26.4	0.8	18.3	1.7	20.3	3.0	21.9	2.8	22.7	(1.7)	13.1	1.7	17.3
建筑及装潢材料	3.1	52.8	11.3	43.9	11.0	30.8	10.7	20.3	10.3	19.1	4.3	11.6	5.0	13.5	6.7	13.3
汽车	5.8	77.6	10.4	48.7	7.7	16.1	4.9	6.3	(2.1)	4.5	5.0	(1.8)	1.7	(7.4)	(1.0)	(11.8)

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

分品类看：必选消费相对稳健，可选消费存在波动，但综合看 1-9 月数据，黄金珠宝、化妆品品类维持较高增速。1) **必选消费相对稳健。**如图 1 所示，7-9 月来看，虽然受到一些因素扰动，但必选品类（如粮油食品、饮料、烟酒、日用品）单月增速相对稳健；据国家统计局，整体而言，2021 年 1-9 月限额以上粮油食品、饮料、烟酒、日用品同比增速 10.3%、23.4%、25.8%、16.0%，两年平均增速 6.9%、16.1%、9.4%、10.1%，在品类中属相对较高增速；2) **可选消费存在波动，但综合看 1-9 月数据，黄金珠宝、化妆品品类维持较高增速。**受基数原因、节日促销扰动等影响，可选品类单月增速存在波动，但综合看 1-9 月数据，黄金珠宝、化妆品品类维持较高增速。据国家统计局，2021 年 1-9 月，限额以上化妆品、黄金珠宝零售总额增速同比增长 17.9%、41.6%，两年复合增速 13.7%、7.7%，在可选品类中居于前列。

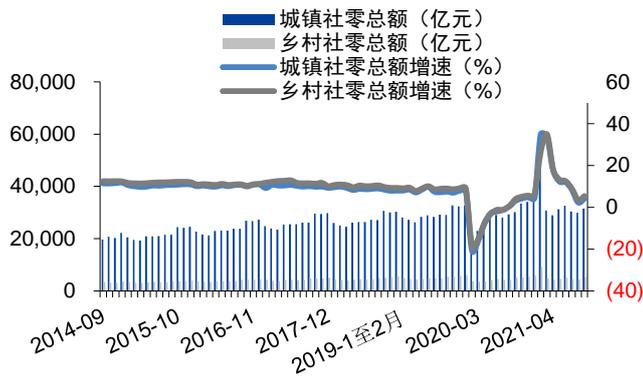
图表 2: 分品类看：必选消费相对稳健，可选消费存在波动，但综合看 1-9 月数据，黄金珠宝、化妆品品类维持较高增速

	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	相对 19 年复合增速
社会消费品零售总额	318057	16.4	3.5%
其中：除汽车以外的消费品零售额	285992	16.3	3.3%
其中：限额以上单位消费品零售额	117588	17.9	5.0%
其中：实物商品网上零售额	75042	15.2	14.0%
按经营地分			
城镇	275888	16.5	4.3%
乡村	42169	15.6	-1.1%
按消费类型分			
餐饮收入	32750	29.8	0.3%
其中：限额以上单位餐饮收入	7553	34.8	4.9%
商品零售	285307	15	3.9%
其中：限额以上单位商品零售	110035	17	5.0%
粮油、食品类	12087	10.3	6.9%
饮料类	2088	23.4	16.1%
烟酒类	3430	25.8	9.4%
服装鞋帽、针纺织品类	9641	20.6	0.9%
化妆品类	2783	17.9	13.7%
金银珠宝类	2246	41.6	7.7%
日用品类	5261	16	10.1%
家用电器和音像器材类	6580	13.5	0.5%
中西药品类	4196	10.5	-1.4%
文化办公用品类	2877	21.7	12.3%
家具类	1205	20.7	-7.1%
通讯器材类	4323	17.5	13.1%
石油及制品类	14900	20.3	0.7%
汽车类	32066	15.5	6.0%
建筑及装潢材料类	1379	24.9	-2.4%

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

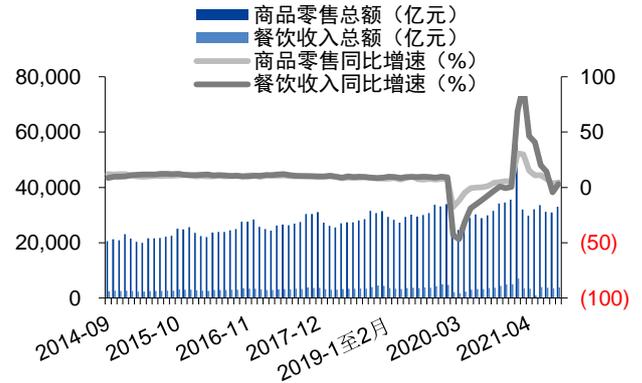
城镇增速领先，零售恢复快于餐饮，线上化仍为趋势。1) 分区域来看，城镇增速领先。据国家统计局，2021年1-9月城镇消费品零售额 27.6 万亿元，同比增长 16.5% (两年平均增速 4.3%)；乡村消费品零售额 4.2 万亿元，增长 15.6% (两年平均增速-1.1%)。2) 分类型来看，餐饮同比增速较高，但两年维度，零售恢复快于餐饮。据国家统计局，2021年1-9月餐饮收入 3.3 万亿元，同比增速约 29.8%，两年复合增速 0.3%；同期商品零售实现 11.0 万亿元，增长 15.0%，两年复合增速 3.9%。此外，分渠道来看，分渠道来看，2021年1-9月，全国网上零售额 9.2 万亿元，同比增长 18.5%。其中，实物商品网上零售额 75042 亿元，增长 15.2%，占社会消费品零售总额的比重为 23.6%，线上化仍为趋势；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 20.2%、15.6% 和 14.5%。

图表 3: 城镇增速领先



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 4: 零售恢复快于餐饮



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2. 行业：零售板块继续承压，社服板块营收增速大幅回落

2.1 零售行业：2021Q3 营收复合增速受到干扰，盈利能力继续承压

我们以申万商贸零售成分股为基础，加上部分可选消费标的，对 2021Q3 行业整体盈利能力加以分析（行业整体分析未包含港股）。

2021Q3，零售板块营收复合增速受到干扰。据 Wind，2021Q1-3 商贸零售板块上市公司合计收入同比+20.2%，两年复合增速约 7.5%；其中 2021Q3 板块营收同比+3.7%，增速环比-23.9pct，即使考虑基数影响，2021 年三季度零售板块营收增速环比回落仍然较大（与社零趋势一致）。

毛利率同比有所下降，费用率相对控制良好。据 Wind，1) 毛利率：2021Q1-3 商贸零售板块公司合计毛利率为 12.6%，同比-2.7pct，同比有所下降；其中 2021Q3 板块合计毛利率为 12.3%，同比-2.3pct。2) 费用率：2021Q1-3 全年板块销售费用率为 6.9%，同比-1.6pct；其中 2021Q3 销售费用率分别为 7.1%，同比-1.0pct；板块 2021Q1-3 管理费用率为 2.3%，同比-0.3pct；其中 2021Q3 为 2.5%，同比基本持平。环比来看，费用率相对控制良好；3) 盈利能力：2021Q1-3 全年板块扣非归母净利润率为 0.8%，同比-0.6pct；其中 2021Q3 单季度行业扣非净利率同比-1.4pct 至 0.2%，受毛利率影响，单三季度盈利能力仍环比下降。整体而言，2021Q1-3 商贸零售板块公司合计实现扣非归母净利润 122.5 亿元，同比-30.3%；其中，2021Q3 板块实现单季度扣非归母净利润为 8.0 亿元，同比增速-88.3%。

图表 5: 2021Q3, 零售板块营收增速环比回落较大, 盈利能力继续承压

		2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业收入	年初至报告期增速	8.0%	5.5%	-15.0%	-8.7%	-3.8%	0.0%	32.9%	30.0%	20.2%
	报告期单季度增速	4.8%	-0.7%	-15.0%	-2.7%	5.9%	10.4%	32.9%	27.6%	3.7%
毛利率	年初至报告期	15.3%	15.7%	16.3%	15.7%	15.3%	13.9%	14.3%	12.7%	12.6%
	同比变化	0.6%	0.4%	0.4%	0.2%	0.0%	-1.7%	-2.0%	-3.0%	-2.7%
	报告期单季度	15.1%	16.5%	16.3%	15.2%	14.6%	10.6%	14.3%	11.3%	12.3%
	同比变化	0.6%	0.1%	0.4%	0.1%	-0.4%	-5.9%	-2.0%	-3.9%	-2.3%
销售费用率	年初至报告期	8.1%	8.3%	9.4%	8.7%	8.5%	7.7%	7.2%	6.7%	6.9%
	同比变化	0.5%	0.5%	1.4%	0.7%	0.4%	-0.6%	-2.2%	-2.0%	-1.6%
	报告期单季度	8.3%	9.0%	9.4%	8.2%	8.1%	5.9%	7.2%	6.3%	7.1%
	同比变化	0.6%	0.6%	1.4%	0.1%	-0.2%	-3.0%	-2.2%	-1.8%	-1.0%
管理费用率	年初至报告期	2.8%	2.8%	3.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.2%	2.3%
	同比变化	0.0%	-0.1%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.6%	-0.5%	-0.3%
	报告期单季度	2.8%	2.7%	3.0%	2.4%	2.5%	2.1%	2.4%	2.0%	2.5%
	同比变化	0.1%	-0.4%	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.1%
扣非归母净利润率	年初至报告期	1.6%	1.1%	0.7%	1.4%	1.5%	0.5%	1.8%	1.2%	0.8%
	同比变化	-0.2%	-0.3%	-1.4%	-0.4%	-0.2%	-0.6%	1.2%	-0.2%	-0.6%
	报告期单季度	1.2%	-0.4%	0.7%	2.0%	1.5%	-2.0%	1.8%	0.6%	0.2%
	同比变化	0.0%	-0.6%	-1.4%	0.5%	0.4%	-1.5%	1.2%	-1.4%	-1.4%
扣非归母净利润增速	年初至报告期	-4.2%	-16.0%	-73.0%	-29.5%	-12.9%	-57.6%	261.1%	7.3%	-30.3%
	报告期单季度	2.1%	-425.9%	-73.0%	27.1%	37.3%	-397.6%	261.1%	-63.2%	-88.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 社服行业：2021Q3 单季度营收增速大幅回落，扣非归母净利润同比 2019Q3 基本持平

我们以申万休闲服务成分股为基础并对部分港股标的进行分析，对 2021Q3 行业整体盈利能力加以分析（行业整体分析未包含港股）。

受到疫情扰动及基数增加等因素影响，2021Q3 单季度营收同比增速转负，环比大幅回落。继 2021H1 较大幅度恢复过后，或受疫情扰动及基数增加等因素影响，2021Q3 营收同比增速转负，环比大幅回落。据 Wind，2021Q1-3 社服板块上市公司合计收入 964.2 亿元（同比+32.7%），2021Q3 收入同比-8.3%（环比-76.8pct）；两年维度，2021Q3 相对 2019Q3 年复合增速约-12.7%（2021Q2 相对 2019Q2 两年复合增速约-0.4%）。

毛利率有所下降，不考虑中免影响，费用率同比下降，单季度盈利能力同比提升。1) 毛利率：2021Q1-3 板块公司合计毛利率为 30.7%，同比+0.4pct；其中 2021Q3 板块合计毛利率为 27.1%，同比-5.8pct（主要系龙头中国中免影响）。2) 费用率：2021Q1-Q3，剔除销售费用较大减免的中免，板块销售费用率为 7.7%，同比-1.9pct；2021Q3 销售费用率分别为 5.5%，同比-2.0pct。管理费用率方面，2021Q3 板块管理费用率为 7.7%，同比+0.9pct。3) 盈利能力：2021Q1-3，板块扣非归母净利润率为 8.4%（不含中免为 4.0%），同比+8.4pct（不含中免同比+11.8pct）；其中 2021Q3 单季度行业扣非净利率同比+2.9pct 至 10.5%，仍有提升。整体而言，2021Q3 板块实现单季度扣非归母净利润为 32.5 亿元，同比+25.9%，与 2019Q3 绝对额几乎持平。

图表 6：单季度板块受到疫情扰动等因素回复放缓

		2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业收入	年初至报告 期增速	3.9%	2.3%	-48.2%	-44.7%	-34.6%	-27.4%	67.8%	68.2%	32.7%
	报告期单 季度增速	-3.0%	-2.1%	-48.2%	-41.1%	-16.9%	-6.2%	67.8%	68.5%	-8.3%
毛利率	年初至报 告期	45.5%	44.4%	25.8%	28.0%	30.3%	31.0%	32.3%	32.4%	30.7%
	同比变化	2.8%	1.8%	-19.7%	-17.9%	-15.3%	-13.4%	6.5%	4.4%	0.4%
	报告期单 季度	45.0%	41.1%	25.8%	30.0%	32.9%	32.4%	32.3%	32.5%	27.1%
	同比变化	2.4%	-1.3%	-19.7%	-16.3%	-12.1%	-8.6%	6.5%	2.5%	-5.8%
毛利率 (不含中 免)	年初至报 告期	42.9%	42.0%	13.9%	13.5%	20.2%	21.7%	22.6%	25.4%	28.8%
	同比变化	-0.4%	-1.1%	-29.1%	-29.6%	-22.7%	-20.3%	8.7%	11.9%	8.6%
	报告期单 季度	42.5%	39.4%	13.9%	13.1%	27.6%	25.0%	22.6%	27.5%	23.6%
	同比变化	-0.5%	-3.2%	-29.1%	-30.2%	-14.9%	-14.5%	8.7%	14.4%	-4.0%
销售费用 率	年初至报 告期	23.7%	23.9%	26.3%	21.3%	17.2%	13.0%	10.4%	8.6%	5.5%
	同比变化	2.5%	2.0%	1.7%	-3.0%	-6.5%	-11.0%	-15.8%	-12.7%	-11.7%
	报告期单 季度	22.6%	24.7%	26.3%	16.8%	12.4%	4.2%	10.4%	7.0%	-1.0%
	同比变化	2.4%	0.4%	1.7%	-7.3%	-10.2%	-20.5%	-15.8%	-9.8%	-13.4%
销售费用	年初至报	20.1%	20.5%	14.7%	11.5%	9.6%	9.3%	11.3%	7.8%	7.7%

率（不含中免）	告期									
	同比变化	0.3%	-0.2%	-7.8%	-9.6%	-10.5%	-11.2%	-3.3%	-3.8%	-1.9%
	报告期单季度	18.5%	21.8%	14.7%	7.7%	7.5%	8.6%	11.3%	5.1%	5.5%
管理费率	同比变化	0.8%	-1.5%	-7.8%	-12.2%	-11.0%	-13.2%	-3.3%	-2.6%	-2.0%
	年初至报告期	7.6%	8.4%	11.8%	10.6%	8.9%	9.0%	7.4%	7.1%	7.3%
	同比变化	-0.2%	-0.1%	4.1%	3.0%	1.2%	0.6%	-4.3%	-3.6%	-1.6%
管理费率（不含中免）	报告期单季度	7.5%	10.5%	11.8%	9.6%	6.8%	9.3%	7.4%	6.8%	7.7%
	同比变化	0.2%	0.5%	4.1%	2.0%	-0.8%	-1.3%	-4.3%	-2.9%	0.9%
	年初至报告期	7.6%	8.4%	11.8%	10.6%	8.9%	9.0%	7.4%	7.1%	7.3%
扣非归母净利率	同比变化	-0.9%	-0.6%	6.6%	7.9%	4.4%	4.0%	-1.8%	-4.2%	-4.5%
	报告期单季度	7.5%	10.5%	11.8%	9.6%	6.8%	9.3%	7.4%	6.8%	7.7%
	同比变化	-0.8%	0.4%	6.6%	9.2%	0.8%	1.9%	-1.8%	-6.2%	0.4%
扣非归母净利率（不含中免）	年初至报告期	7.6%	5.1%	-11.0%	-6.5%	0.1%	-1.9%	6.0%	7.4%	8.4%
	同比变化	-0.1%	0.2%	-18.2%	-13.6%	-7.6%	-7.1%	17.0%	13.9%	8.4%
	报告期单季度	8.6%	-2.4%	-11.0%	-2.4%	7.7%	-6.1%	6.0%	8.7%	10.5%
扣非归母净利率（不含中免）	同比变化	-0.3%	0.5%	-18.2%	-9.5%	-0.9%	-3.7%	17.0%	11.1%	2.9%
	年初至报告期	6.7%	3.8%	-17.7%	-16.8%	-7.8%	-14.6%	-7.6%	-1.3%	4.0%
	同比变化	-0.9%	-0.3%	-22.1%	-22.3%	-14.6%	-18.4%	10.1%	15.5%	11.8%
扣非归母净利润增速	报告期单季度	18.5%	21.8%	14.7%	7.7%	7.5%	8.6%	11.3%	5.1%	5.5%
	同比变化	-1.5%	0.9%	-22.1%	-22.1%	-6.7%	-24.1%	10.1%	19.1%	-1.3%
	年初至报告期	3.1%	6.4%	-179.8%	-150.2%	-99.3%	-127.2%	191.4%	293.5%	14290.0%
	报告期单季度	-6.7%	18.6%	-179.8%	-119.8%	-25.5%	-141.5%	191.4%	715.7%	25.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 子版块：干扰，应对，长期趋势未改

3.1. 免税：受多因素影响，利润略低于预期

中国中免：受去年基数、疫情扰动及促销、线上占比提升等因素影响，利润略低于预期。据公司公告，2021年前三季度实现收入494.99亿元/同比+40.87%，归母净利润84.91亿元/同比+168.35%，扣非归母净利润83.88亿元/同比+180.37%；单三季度收入139.73亿元/同比-11.73%，归母净利润31.32亿元/同比+40.22%，扣非归母净利润31.24亿元/同比+41.11%。其中所得税减免对公司归母净利增加7.4亿元，首都机场返租给公司归母净利增加11.4亿元，扣除得归母净利润为12.5亿元，同比下降56.1%。公司单三季度收入下滑主要系去年同期高基数、疫情影响海南客流等因素，叠加线上渠道占比提升及促销活动影响，利润略低于预期。但是长期来看，受益于消费回流、市内店政策落地，伴随中免海口国际免税城和三亚免税城一期2号地项目落地，有望巩固长期竞争力，仍为免税优势龙头。

图表7：短期受到疫情等因素冲击业绩承压

2021Q3 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化 (pct)	2021Q3 扣非归母 净利润 (亿元)	(扣非)归 母净利润 同比增速	增速同比 变化 (pct)	毛利率 变化 (pct)	毛利率 同比变 化	销售期 间费用 率	期间费 用率同 比变化 (pct)	扣非归 母净利 率	扣非归 母净利 率同比 变动 (pct)	
中国中免	139.7	-11.7%	-52.6	31.2	41.1%	-100.2	31.3%	-7.6	-5.7%	-23.8	22.4%	8.4

资料来源：wind，国盛证券研究所注：扣非归母净利润港股使用归母净利润代替

3.2. 酒店：旺季恢复放缓，龙头表现优于行业，锦江华住开店环比提速

暑期旺季酒店恢复放缓。2021Q1-3，酒店行业实现收入156.78亿元，同比+19.7%，恢复至2019年61.5%。单季度来看，其中2021Q1、Q2、Q3收入同比增速分别为10.6%、71.9%、-36.1%，恢复至2019年56.5%、70.3%、58.0%。暑期旺季行业受到疫情扰动，整体恢复情况不佳。

龙头表现整体优于行业，但恢复仍受到疫情及灾害扰动：1) 锦江酒店：公司前三季度实现收入83.50亿元/+19.24%，恢复至2019年74.0%，归母净利润9677万元/同比-67.84%，扣非归母净利润-4451万元/增加3.60亿元。其中2021Q3实现收入30.87亿元/同比+6.00%；归母净利润9212万元/同比+491.49%。2) 首旅酒店：公司前三季度实现收入47.26亿元/+32.15%，恢复至2019年75.85%，扣非归母净利润9345万元(去年同期亏损5.73亿元)。其中2021Q3实现收入15.82亿元/同比-5.38%；扣非归母净利润4420万元/同比-66.66%。

经营层面来看：境内锦江及华住修复领先，开店环比提速。1) 锦江酒店：2021Q3锦江酒店境内RevPAR139元，恢复至2019年82.3%，Occ同比2019年-14.5pcts(下同)、ADR+0.9%；境外RevPAR同比2019年-20.2%，Occ-13.4pcts、ADR-1.2%；2021Q3锦江酒店境内净开酒店380家，开店速度环比继续提升。(2021Q2净增门店数为253家)。2) 首旅酒店：2021Q3首旅酒店RevPAR124元，同比2019年-29.3%。2021Q3首旅酒店净增门店223家，开店速度环比维持(2021Q2净开数量为240家)。3) 华住集团：

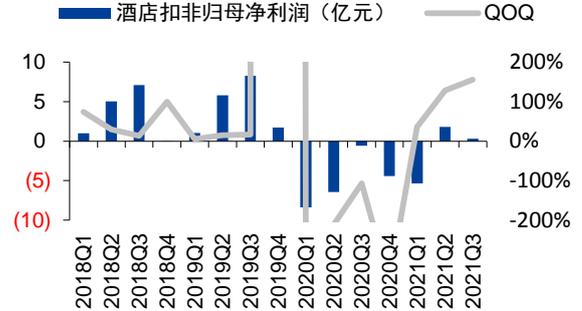
2021Q3 华住集团境内 RevPAR177 元，同比 2019 年-17.8%，其中 ADR+0.3%，Occ-15.8pcts；受 7 月下旬南京疫情影响，8 月境内 RevPAR 仅为 2019 年 54%，9 月初疫情基本得到控制后 RevPAR 重新回升至 92%水平。2021Q3 华住境内净开酒店 341 家，开店速度环比继续提升（2021Q2 净增门店数为 243 家）。

图表 8: 酒店行业 Q3 受到疫情扰动, 恢复节奏放缓



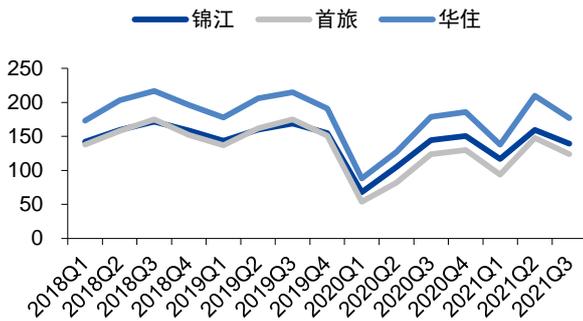
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9 酒店行业 Q3 受到疫情扰动, 恢复节奏放缓



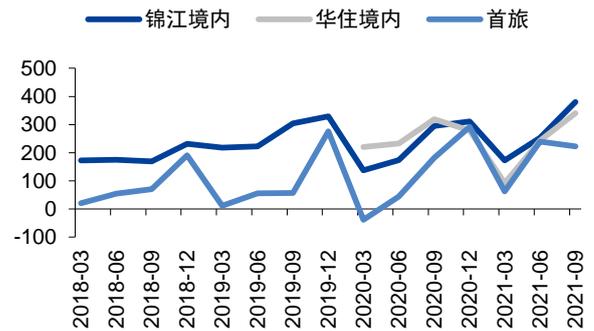
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 酒店三季度 RevPAR 整体恢复不及 2021Q2



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 锦江及华住采用中国境内 RevPAR

图表 11: 锦江及华住净开店环比提速



资料来源: wind, 国盛证券研究所注: 不包含华住集团

3.3. 景区: 疫情影响表现不佳, 龙头亦受影响

疫情影响下景区及旅游板块三季度表现不佳。暑期旺季受疫情防控影响，Q3 暑期客流受疫情反复影响较大，多景区停业受影响使板块整体表现不佳，且 2020Q3 整体逐步恢复，暑期出游旺季背景下基数不低。综合来看 2021Q1-3 板块实现收入 135.16 亿元，同比+41.14%，基数较低，同比增速较快，但板块收入为 2019 年同期收入的 64.86%，仍未完全恢复。其中 2021Q3 板块实现收入 51.85 亿元，同比+9.94%，扣非归母净利润-0.57 亿元（去年同期 3.82 亿元），单三季度暑期旺季受到疫情影响业绩承压。

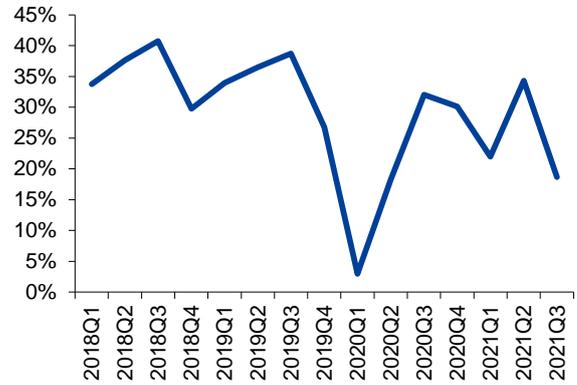
龙头亦受影响。宋城演艺2021Q3实现营收2.81亿元/-16.24%，归母净利润0.54亿元/-42.29%；扣非归母净利0.52亿元/-42.84%。8月受南京等地疫情影响，宋城旗下多景区演出场次减少或直接停止。天目湖2021Q3实现营收0.90亿元/-26.69%，较2019Q3下降45.92%；归母净利润113.93万元/-97.03%，较2019Q3下跌98.14%；Q3扣非归母净利同比转亏为-119.16万元/-103.54%。8月疫情叠加台风影响，收入明显承压；9月疫情缓和，逐步复苏。

图表 12: Q3 景区板块收入微增



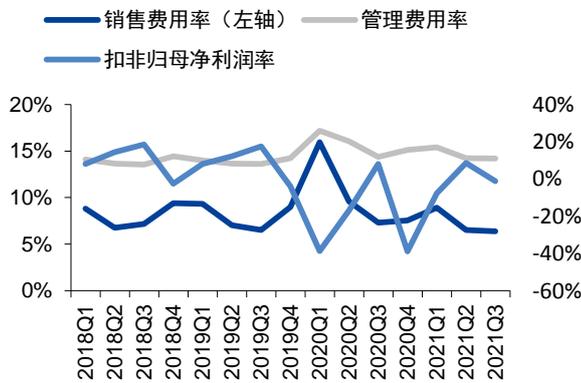
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 景区 Q3 毛利率承压



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 费用率控制能力整体向好



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 疫情影响下景区 Q3 业绩承压



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 受到疫情影响, 龙头整体受到较大影响, 单季度业绩承压

	2021Q3 营业收入 (亿元)	同比增速	增速同比变化 (pct)	2021Q3 扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变化 (pct)	毛利率	同比变化 (pct)	期间费用率	期间费用率同比变化 (pct)	扣非净利率	扣非净利率同比变动 (pct)
宋城演艺	2.8	-16.2%	41.2	0.5	-42.8%	38.0	46.5%	-8.9	38.5%	16.7	18.6%	-8.6
天目湖	0.9	-26.7%	-0.5	0.0	-103.5%	-58.7	36.1%	-26.0	33.4%	9.9	-1.3%	-28.7
黄山旅游	2.1	-18.1%	32.1	-0.2	-155.0%	-74.5	27.3%	-12.5	30.0%	8.2	-8.1%	-20.1
中青旅	27.1	29.6%	72.9	-0.1	-122.2%	-36.7	11.8%	-8.4	13.7%	-5.2	-0.2%	-1.3
张家界	0.5	-23.5%	32.1	-0.3	-2469.5%	-2365.3	-19.6%	-47.6	52.1%	19.3	-63.3%	-61.4
峨眉山 A	1.6	-18.9%	23.6	0.0	-90.7%	-32.6	33.1%	-5.2	32.2%	10.6	2.6%	-20.2
桂林旅游	0.7	-13.2%	43.6	-0.4	-39.8%	119.6	-2.0%	-17.9	64.7%	0.4	-55.3%	-21.0
丽江股份	0.9	-50.9%	-25.6	0.0	-100.0%	-84.2	54.8%	-16.2	47.5%	24.7	0.0%	-40.0
三特索道	1.1	-29.3%	5.9	-0.1	-172.0%	-103.2	47.2%	-12.7	41.9%	3.3	-11.3%	-22.4
长白山	1.1	48.2%	119.4	0.4	145.2%	230.1	48.2%	11.5	12.2%	-3.0	35.5%	14.1
*ST 圣亚	0.8	140.6%	217.3	0.1	153.3%	282.1	54.2%	25.6	40.0%	-27.9	11.1%	61.2
曲江文旅	2.9	-16.0%	-18.6	-0.2	-129.9%	-185.5	21.9%	-23.0	24.9%	6.5	-5.7%	-21.9
云南旅游	3.7	17.5%	63.3	-0.2	30.0%	318.8	11.0%	-5.2	19.8%	-4.1	-6.4%	4.3
西藏旅游	0.5	-27.2%	-24.8	0.1	-69.6%	-202.7	46.6%	-22.6	28.0%	5.3	18.0%	-25.1
九华旅游	0.8	-39.7%	-41.0	-0.1	-113.5%	-178.8	29.5%	-28.1	31.3%	15.9	-6.7%	-36.6
国旅联合	2.6	42.9%	-13.9	0.0	-115.7%	-114.2	7.6%	-4.3	8.5%	-0.5	-0.5%	-4.6
西安旅游	1.7	120.1%	193.7	-0.2	-371.9%	-443.4	9.7%	2.1	21.7%	-21.3	-11.6%	-6.2

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.4. 餐饮: 仍在持续恢复, A 股标的表现分化, 广州酒家表现稳健

餐饮行业仍在持续恢复中, A 股餐饮企业表现分化, 广州酒家表现稳健。根据国家统计局, 1-9 月餐饮收入 3.3 万亿元, 同比增长 29.8%, 持续恢复, 两年复合增速 0.3%, 相对于零售恢复仍然较慢; 其中限额以上餐饮收入两年同比+4.9%, 优于行业。整体来看, 受到疫情影响, 餐饮板块仍在持续恢复中。由于 Q3 为广州酒家旺季, 其体量明显偏大, 对行业情况产生较大影响, 因此我们并不加总上市公司指标进行分析。A 股标的中, 广州酒家表现稳健: 2021 年前三季度公司实现收入 30.16 亿元/同比+17.69%、归母净利润 4.44 亿元/同比+23.41%、扣非净利润 4.31 亿元/同比+19.78%。单季度来看, 公司实现收入 17.84 亿元/同比+10.15%、归母净利 4.06 亿元/同比+16.8%、扣非净利 4.01 亿元/同比+16.45%。疫情影响下月饼市场平稳, 速冻产能释放、增长提速, 海越陶陶居并表增厚餐饮板块收入。全聚德/西安饮食/同庆楼 Q3 营业收入分别为 2019 年的 57.07%、97.38%、101.75%。

图表 17: A 股餐饮企业表现分化, 广州酒家表现稳健

	2021Q3 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化 (pct)	2021Q3 扣非归母 净利润 (亿元)	(扣非)归 母净利润 同比增速	增速同比 变化 (pct)	毛利率 同比变 化 (pct)	销售期 间费用 率	期间费 用率同 比变化 (pct)	扣非归 母净利 率	扣非归 母净利 率同比 变动 (pct)	
西安饮食	1.3	15.9%	31.9	-0.4	-149.02%	-273.7	24.1%	-9.7	55.5%	6.8	-32.0%	-17.1
全聚德	2.5	21.6%	74.7	-0.3	50.45%	511.1	6.3%	10.5	22.9%	-6.1	-11.7%	17.0
广州酒家	17.8	10.2%	-1.0	4.0	16.45%	-16.3	46.5%	-0.4	17.6%	-0.9	22.5%	1.2
同庆楼	3.3	-5.3%	-12.7	0.1	-74.96%		-66.4%	-118.7	-68.8%	-112.2	1.8%	-5.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.5. 线上龙头: 表现分化, 安克创新受到运费、原材料上升等因素影响利润端有所回落

线上龙头表现分化。1) 安克创新: 公司前三季度实现营收 84.25 亿元/同比+39.99%, 实现归母净利润 6.46 亿元/同比+21.17%, 实现扣非归母净利润 4.97 亿元/同比+3.73%; 其中, 2021Q3 单季度实现营收 30.55 亿元/同比+22.63%, 实现归母净利润 2.37 亿元/同比-7.4%, 实现扣非归母净利润 1.97 亿元/同比-16.15%; 受汇兑、原材料价格上升及运费、品牌建设投入加大等影响, 短期盈利能力有所下降, 单三季度利润同比回落。2) 值得买: 公司前三季度实现收入 9.65 亿元/同比+77.21%, 归母净利润 1.04 亿元/同比+21.99%, 扣非归母净利润 9468.47 万元/同比+28.67%。单三季度实现收入 3.33 亿元/同比+83.10%, 归母净利润 1895.79 万元/同比+14.74%, 扣非归母净利润 1727.15 万元/同比+18.37%。主站“什么值得买”业务收入稳健增长, 代运营等新业务高速发展驱动公司营收高增。目前公司积极备战双十一, 预计四季度传统电商旺季之下表现亮眼。

图表 18: 电商板块经营表现分化

	2021Q3 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化 (pct)	2021Q3 扣非归母 净利润 (亿元)	(扣非)归 母净利润 同比增速	增速同比 变化 (pct)	毛利率 同比变 化 (pct)	销售期 间费用 率	期间费 用率同 比变化 (pct)	扣非归 母净利 率	扣非归 母净利 率同比 变动 (pct)	
安克创新	29.4	47.8%		1.6			44.7%	-1.5	37.4%	2.5	5.4%	5.4
值得买	4.0	68.0%	-60.4	0.2	-51.4%	-110.1	57.8%	-11.4	40.4%	-6.0	5.5%	-13.4
苏宁易购	396.0	-34.6%	-32.0	-40.9	-1569.3%	-1480.4	6.2%	-8.2	20.7%	5.7	-10.3%	-9.9
南极电商	8.5	-11.1%	-26.9	1.3	-56.9%	-79.6	22.4%	-14.2	7.3%	2.6	15.1%	-16.1
星期六	5.2	-10.9%	-46.4	0.1	113.8%	351.7	23.0%	-6.2	29.9%	4.7	1.4%	10.6
星徽股份	11.2	-8.1%	-88.9	0.3	-71.7%	-300.1	38.6%	-12.8	30.3%	-7.7	2.8%	-6.3
吉宏股份	13.1	3.6%	-85.2	0.9	-49.8%	-204.2	39.8%	-18.6	31.6%	-9.0	6.9%	-7.4
天泽信息	3.8	-48.7%	-384.5	-0.3	-154.2%	-120.9	50.7%	-49.1	89.7%	-1.6	-7.2%	-14.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 扣非归母净利润中宝尊电商使用归母净利润代替

3.6. 线下连锁：永辉超市单季度经营环比改善，红旗连锁表现最佳

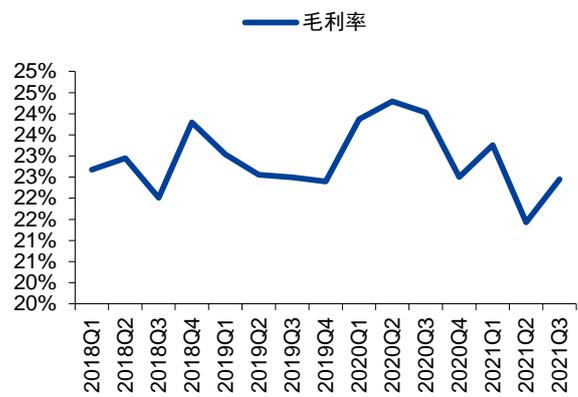
超市：永辉超市单季度经营环比改善，红旗连锁表现最佳。随着 2020 年高基数影响逐步削弱，且龙头自身积极应对，部分超市龙头经营情况环比改善，其中：1) 永辉超市 2021 年前三季度实现收入 698.35 亿元/-3.90%，扣非归母净利润-18.28 亿元/-220.33%；其中 2021 年 Q3 实现营收 230.08 亿元/+3.86%，扣非归母净利润-9.03 亿元/-855.52%。2021Q3 同店微负、接近转正，环比改善明显；2) 家家悦前三季度实现收入 132.02 亿元/+3.35%，扣非归母净利润 1.55 亿元/-58.80%；其中 2021Q3 实现营收 44.02 亿元/+5.00%，扣非归母净利润 0.21 亿元/-97.79%，单三季度受到较大疫情干扰；3) 红旗连锁 2021 年前三季度实现营收 70.00 亿元/同比+2.82%，扣非归母净利润 3.21 亿元/同比-16.36%；单三季度实现营收 24.64 亿元/同比+7.56%，扣非归母净利润 1.24 亿元/同比-10.06%，表现最佳。

图表 19: 超市行业收入增速放缓



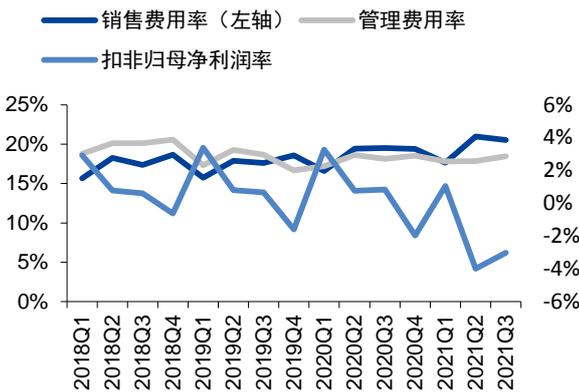
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 超市行业毛利率较为稳健



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 龙头永辉处于转型期拖累行业，盈利能力待恢复



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 龙头永辉处于转型期拖累行业，盈利能力待恢复



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 超市行业上市公司 2021Q3 业绩指标

	2021Q3 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化 (pct)	2021Q3 扣非归母 净利润 (亿元)	(扣非)归 母净利润 同比增速	增速同比 变化 (pct)	毛利率 同比变 化 (pct)	销售期 间费用 率	期间费 用率同 比变化 (pct)	扣非归 母净利 率	扣非归 母净利 率同比 变动 (pct)	
永辉超市	230.1	3.9%	4.8	-9.0	-822.5%	-840.6	18.6%	-2.7	23.1%	2.9	-3.9%	-4.5
家家悦	44.0	-2.5%	-15.5	0.0	-97.8%	-75.1	23.2%	1.0	22.6%	3.7	0.0%	-2.0
红旗连锁	24.6	7.6%	-3.7	1.2	-10.1%	6.0	29.7%	-1.2	24.8%	0.3	5.0%	-1.0
人人乐	11.4	-15.5%	12.3	-2.6	-64.7%	-155.2	21.7%	-3.5	45.7%	9.2	-23.1%	-11.3
步步高	31.9	-13.2%	9.4	-0.3	-3104.5%	-2997.5	34.9%	3.3	35.9%	4.2	-1.1%	-1.1
华联综超	18.7	-6.4%	30.9	-1.2	-920.2%	-1016.5	28.1%	-2.8	33.6%	3.5	-6.3%	-7.1
三江购物	9.8	-5.1%	-10.1	0.2	-5.0%	16.9	27.9%	3.0	25.0%	2.8	1.7%	0.0
新华都	12.5	9.1%	22.0	-0.2	-313.2%	-177.7	24.9%	-0.2	26.9%	3.4	-1.8%	-2.7
中百集团	30.0	-4.9%	11.7	-0.4	-141.5%	49,403.6	24.9%	-0.7	24.6%	2.8	-1.5%	-4.9

资料来源: wind, 国盛证券研究所

母婴线下连锁: 疫情新生儿线上分流或许仍在, 孩子王表现相对较优。1) 爱婴室: 2021年前三季度公司实现营收 16.54 亿元/同比+2.71%, 扣非归母净利润 433.47 万元/同比-88.96%; 其中, 2021Q3 实现营收 5.12 亿元/同比-0.41%, 扣非归母净利润-2279.11 万元, 同比-370.60%, 其中线上占比继续提升。2) 孩子王: 2021年前三季度公司实现收入 65.97 亿元/同比+13.29%, 扣非归母净利润 1.74 亿元/同比-15.82%; 其中 2021Q3 实现收入 21.59 亿元/同比+9.21%, 扣非归母净利润 5849 万元/-23.47%, 由于全渠道运营及会员体系相对较好, 表现相对更优。

图表 24: 多因素导致母婴行业承压, 孩子王表现相对较优

	2021Q1-3 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化 (pct)	2021Q1-3 扣非归母净 利润 (亿 元)	(扣非)归 母净利润 同比增速	增速同比 变化 (pct)	毛利率 同比变 化 (pct)	销售期 间费用 率	期间费 用率同 比变化 (pct)	扣非归 母净利 率	扣非归 母净利 率同比 变动 (pct)	
爱婴室	16.5	2.7%	10.3	0.043	-89.0%	-42.6	30.65%	0.0	29.8%	3.3	0.3%	-2.2
孩子王	66.0	13.3%	13.3	1.743	-15.8%	-15.8	31.36%	1.9	28.3%	3.6	2.6%	2.6

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 25: 多因素导致母婴行业承压, 孩子王表现相对较优

	2021Q3 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化 (pct)	2021Q3 扣非归母 净利润 (亿元)	(扣非)归 母净利润 同比增速	增速同比 变化 (pct)	毛利率 同比变 化 (pct)	销售期 间费用 率	期间费 用率同 比变化 (pct)	扣非归 母净利 率	扣非归 母净利 率同比 变动 (pct)	
爱婴室	5.1	-0.4%	8.1	-0.2	-370.60%	-308.2	29.5%	-2.3	34.1%	5.7	-4.4%	-6.1
孩子王	21.6	9.2%		0.6			31.9%	-0.4	28.6%	1.4	2.7%	2.7

资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.持仓分析：零售维持低配，社服持仓比重有所下降，个股持仓分化

4.1. 零售维持低配，社服持仓比重有所下降，但维持超配

零售板块：继续维持低配，板块筹码集中度有所提升。2021Q3 各基金产品持仓前十中，零售板块占基金总持仓比重约为 0.05%，继续出现低配，低配比例为 0.85%，相比 2021Q2，零售板块占基金总持仓比重上升 0.01pct。持仓总市值上看，2021Q3 零售板块基金重仓持股总市值约 17.15 亿，占净值比例 0.01%，环比上升 0.00%；持仓市值前十大公司的市值占比为 99.38%，相对 2021Q2 上升 2.02pct，板块筹码集中度有所上升。

社服板块：持仓比重略有下降，但维持超配，板块筹码集中度有所下降。2021Q3 各基金产品持仓前十中，社服板块占基金总持仓比重约为 2.20%，继续出现超配，超配比例为 1.18%，相比 2021Q2，社服板块占基金总持仓比重下降 1.14pct。持仓总市值上看，2021Q3 社服板块基金重仓持股总市值约 775.88 亿，占净值比例 0.33%，环比下降 0.20pct；持仓市值前十大公司的市值占比为 99.54%，相对 2021Q2 下降 0.03pct，板块筹码集中度有所下降。主要受龙头影响，持仓比重略有下降。

图表 26: 基金 2021Q3 披露完毕，零售维持低配，社服持仓比重有所下降，但仍然超配（注：表中单位为%）

各行业基金持仓分析

申万一级行业	2020Q4			2021Q1			2021Q2			2021Q3		
	配置比例	标配比例	超配比例									
采掘	0.26	2.65	-2.38	0.26	2.83	-2.56	0.63	2.97	-2.35	1.04	3.74	-2.70
传媒	4.02	2.12	1.90	4.02	2.05	1.97	4.13	1.90	2.23	2.38	1.58	0.80
电气设备	8.11	4.76	3.35	8.11	4.68	3.44	10.42	6.18	4.24	11.84	7.35	4.49
电子	12.11	7.38	4.73	12.11	6.93	5.19	13.47	7.86	5.62	12.17	6.84	5.33
房地产	1.83	2.86	-1.03	1.83	2.84	-1.02	1.20	2.42	-1.22	1.53	2.38	-0.85
纺织服装	0.44	0.54	-0.10	0.44	0.58	-0.14	1.25	0.59	0.66	0.85	0.57	0.28
非银金融	6.49	8.20	-1.70	6.49	7.28	-0.79	4.10	6.73	-2.63	4.65	6.58	-1.93
钢铁	0.21	0.93	-0.72	0.21	1.12	-0.91	0.42	1.10	-0.68	0.80	1.57	-0.77
公用事业	0.30	3.15	-2.85	0.30	3.62	-3.32	0.47	3.22	-2.75	1.23	3.51	-2.28
国防军工	1.93	2.09	-0.16	1.93	1.82	0.11	1.74	1.91	-0.18	2.10	2.18	-0.08
化工	4.12	5.37	-1.24	4.12	5.83	-1.71	5.62	6.18	-0.56	7.40	7.40	0.00
机械设备	3.20	3.86	-0.66	3.20	3.96	-0.76	2.76	3.98	-1.22	2.77	3.91	-1.14
计算机	3.28	3.68	-0.40	3.28	3.50	-0.22	2.56	3.63	-1.07	2.61	3.55	-0.94
家用电器	4.02	2.70	1.32	4.02	2.53	1.49	1.70	2.18	-0.48	1.41	2.18	-0.77
建筑材料	0.83	1.27	-0.45	0.83	1.38	-0.55	0.91	1.19	-0.29	0.78	1.39	-0.60
建筑装饰	0.33	1.81	-1.48	0.33	1.97	-1.64	0.37	1.74	-1.37	0.57	2.01	-1.44
交通运输	1.65	3.19	-1.54	1.65	3.53	-1.88	1.00	3.33	-2.32	1.19	3.38	-2.19
农林牧渔	1.07	1.82	-0.75	1.07	1.86	-0.79	0.97	1.59	-0.62	1.03	1.49	-0.46
汽车	2.29	3.53	-1.25	2.29	3.18	-0.89	2.45	3.58	-1.12	2.87	3.66	-0.79
轻工制造	0.92	1.34	-0.42	0.92	1.47	-0.55	0.93	1.36	-0.43	0.60	1.06	-0.45

商业贸易	0.09	0.97	-0.88	0.09	1.00	-0.91	0.04	0.91	-0.86	0.05	0.89	-0.85
食品饮料	18.53	10.91	7.62	18.53	10.16	8.37	16.47	10.22	6.25	15.02	9.07	5.95
通信	0.64	1.38	-0.73	0.64	1.30	-0.65	0.82	1.26	-0.45	0.83	1.32	-0.50
休闲服务	3.56	1.17	2.39	3.56	1.29	2.27	3.34	1.14	2.20	2.20	1.02	1.18
医药生物	12.62	8.82	3.80	12.62	8.59	4.03	14.08	9.42	4.66	13.14	8.45	4.69
银行	4.24	10.37	-6.13	4.24	11.54	-7.31	5.03	10.04	-5.01	4.44	9.44	-5.00
有色金属	2.63	2.84	-0.21	2.63	2.90	-0.27	2.72	3.06	-0.34	4.13	3.32	0.81
综合	0.28	0.28	0.00	0.28	0.29	0.00	0.42	0.31	0.10	0.38	0.19	0.20

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 扣非归母净利润中宝尊电商使用归母净利润代替

4.2. 子行业及龙头持仓分化

从基金重仓持仓市值来看: 1) 相比 2021Q2, 增幅前三标的为宋城演艺 (11.91 亿元增至 26.31 亿元)、首旅酒店 (9.66 亿元增至 17.02 亿元)、科锐国际 (6.96 亿元增至 11.28 亿元); 2) 降幅前三标的为美团 (507.57 亿元降至 158.27 亿元)、中国中免 (554.58 亿元降至 476.90 亿元)、锦江酒店 (64.74 亿元降至 55.61 亿元); 3) 截止 2021Q3, 基金持有市值排名前三的社服零售板块标的分别为中国中免 (476.90 亿元)、美团 (158.27 亿元)、锦江酒店 (55.61 亿元)。

龙头持仓分化: 1) 中国中免略有减持。持有基金数减少 141 支至 584 支, 持股总量减少 138 万股至 18342 万股, 基金重仓持股占流通股比重环比-0.07pct 至 9.39%, 持仓市值减少 77.68 亿元至 476.90 亿元。2) 锦江酒店、首旅酒店有所增持。其中锦江酒店持有基金数减少持有 6 支至 45 支, 持股总量增加 638 万股至 12236 万股, 基金重仓持股占流通股比重环比-1.08pct 至 13.39%, 持仓市值减少 9.13 亿元至 55.61 亿元; 首旅酒店持有基金数增加 8 支至 34 支, 持股总量增加 3763 万股至 7812 万股, 基金重仓持股占流通股比重环比+3.83pct 至 7.95%, 持仓市值增加 7.37 至 17.02 亿元; 3) 宋城演艺大幅增持, 持有基金数增加 9 支至 34 支, 持股总量增加 11593 万股至 18685 万股, 基金重仓持股占流通股比重环比+4.96pct 至 8.17%, 持仓市值增加 14.39 亿元至 26.31 亿元。4) 美团有所减持, 持有基金数减少 67 至 169 支, 持股总量减少 1.13 亿股至 0.77 亿股, 重仓持股占流通股比重环比-2.09pct 至 1.41%; 5) 安克创新解禁, 持股占流通股比重下降, 持有基金数增加 5 支至 15 支, 持仓股数增加 195 万股至 506 万股, 但由于存在解禁, 持股占流通股比重环比-4.85pct 至 3.35%。

图表 27: 重点公司 Q3 持仓情况

证券代码	证券名称	持有基金数 (支)	持有基金数变 动(支)	持股总量(万股)	季报持仓变动(万 股)	持股占流通股比 (%)	持股占流通股 比比环比变动 (%)
300144.SZ	宋城演艺	34	9	18685	11593	8.17	4.96
600258.SH	首旅酒店	34	8	7812	3763	7.95	3.83
600754.SH	锦江酒店	45	-6	12236	638	13.39	-1.08
601888.SH	中国中免	584	-141	18342	-138	9.39	-0.07
300866.SZ	安克创新	15	5	506	194	3.35	-4.85
03690.HK	美团-W	169	-67	7704	-11335	1.41	-2.09

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 投资建议

整体来看，9月社零同比增速+4.4%，继8月疫情反复及部分区域自然灾害后，社零2年复合增速口径基本恢复到7月水平，餐饮仍在恢复中；三季度社服零售板块基本面受到一定干扰，龙头积极应对，长期趋势未改。当前板块：1) 重点推荐长期成长性好、当前仍处估值低位的优质龙头美团、安克创新、中国中免以及公司优质、基本面有望进一步改善的酒店龙头锦江酒店、首旅酒店等；2) 建议关注扩张能力优异、后续有望逐步修复的餐饮、景区龙头以及未来即将挂牌优质赛道明星企业等。

6. 风险提示

- 1) 消费需求整体疲软或疫情再次小规模爆发；疫情反复将冲击线下业态（如线下连锁、餐饮）客流并对于旅游、免税、酒店等行业产生直接影响，若疫情再次小规模爆发，多个子版块或将承压。
- 2) 行业竞争加剧；若市场竞争加剧，行业龙头或通过费用投放等措施巩固优势地位则会对企业盈利带来负面影响。
- 3) 龙头扩张不及预期；后疫情时代部分子行业龙头逆势扩张，若其扩张不及预期或对于时期业绩承压。
- 4) 上市公司营销、创新、展店投入明显增大；若公司营销、创新、展店投入明显加大，或将对于公司短期业绩造成一定冲击。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com