

休闲服务/商业贸易

围绕长期成长确定性及优质、修复标的布局

消费低点巩固，价增贡献预计提升，波动中恢复仍然是主旋律；中高端更稳、高性价比渠道及品牌更受青睐。据国家统计局及Wind数据，2021年1-10月社零总额35.85万亿元/同比+14.9%，相对2019年1-10月两年复合增速为3.5%；受疫情扰动、大众消费及618、双十一大促影响，2021Q3单季度增速环比放缓；四季度以来，价增驱动叠加石油及制品因素影响，10月社零整体略超预期，但低点巩固仍然是当前现状，其中中高端更稳、高性价比渠道及品牌更受青睐。向后看，未来消费子行业及公司于波动中恢复仍然是主旋律，受基数影响及供需驱动，价增贡献有望提升，此外稳经济、稳消费政策有望期待。

2020年至今，阶段性小规模疫情持续存在，龙头亦受干扰，但始终体现出更强能力，长期趋势未改。1) 继2020年武汉大规模疫情爆发得到控制后，阶段性小规模疫情持续存在，其中2020年7月、2021年1月及7-8月影响较大，并对消费恢复造成挑战。2) 疫情期间，龙头公司也有受到干扰，但始终体现出更强能力，2021Q3，继前期子行业恢复、分化、龙头前行之后，多数板块公司均受到程度不同的影响，其中零售板块整体继续承压，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，但龙头于展店、营收增长及盈利能力稳健等多方面，仍然体现出更强能力，子行业长期趋势未改。

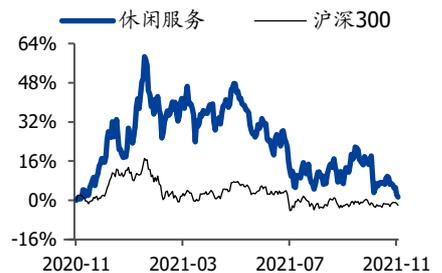
2022年板块策略：围绕长期成长确定性及优质、修复标的布局。1) 一看成长确定性。国内消费线上化、跨境出海需求稳健增长、政策引导下的消费回流及对应人群消费升级仍然是大趋势，互联网、跨境、免税等子行业仍具备较高成长性，龙头出于现有优势积累，有望穿越波动；2) 二看龙头能力及修复弹性。一方面，酒店、餐饮及茶饮、专业连锁板块兼具升级及下沉空间，行业稳健增长，虽增速相对前者较慢、且受疫情干扰较大，但诸如锦江酒店、海伦司、九毛九、奈雪的茶、红旗连锁等龙头表现出明显优于行业的扩张性及恢复能力，且对标海外市占率仍有较大提升可能，有望逆势突围；另一方面，由于客流、消费力及竞争环境等多方面影响，包含景区、超市在内的部分子板块当前受到压力更大，但仍然不乏具备竞争优势龙头企业，后续若疫情修复或行业竞争情况优化、叠加价增影响，有望释放弹性。

投资建议：2021年以来，疫情扰动之下，社服零售板块基本面受到一定影响，龙头虽也面对挑战，但整体积极应对，且始终体现出更强能力；分拆来看，中高端更稳、大众消费端高性价比渠道及品类更受青睐。向后看，预计消费增长低点巩固，波动中恢复仍为主旋律，价增贡献有望提升。建议围绕长期成长确定性及优质、修复标的布局：1) 重点推荐：长期成长性好、当前估值仍然相对合理的优质龙头美团、安克创新、中国中免、锦江酒店、海伦司、红旗连锁；2) 公司优质、基本面有望进一步改善的宋城演艺、孩子王、九毛九、首旅酒店、奈雪的茶；3) 建议关注估值低位，有望随疫情修复释放更大弹性的细分板块龙头及未来即将挂牌优质赛道明星企业等。

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。

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

相关研究

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	280.7	-102.0	-379.2	81.9
300866.SZ	安克创新	买入	2.11	2.46	3.07	4.05	54.6	46.9	37.5	28.5
601888.SH	中国中免*	-	3.14	5.65	7.52	9.79	67.3	37.4	28.1	21.6
600754.SH	锦江酒店*	-	0.12	0.34	1.37	1.88	442.3	156.1	38.7	28.2
600258.SH	首旅酒店*	-	-0.5	0.36	1.04	1.36	-48.3	67.1	23.2	17.8
300144.SZ	宋城演艺*	-	-0.67	0.24	0.48	0.66	-20.9	58.3	29.1	21.2
9869.HK	海伦司*	-	0.07	0.13	0.47	0.85	199.7	107.5	29.7	16.4
9922.HK	九毛九*	-	0.09	0.32	0.5	0.72	190.2	53.5	34.2	23.8
2150.HK	奈雪的茶	买入	-0.12	-2.41	0.14	0.35	-80.4	-3.9	65.3	26.9
601933.SH	永辉超市*	-	0.19	-0.14	0.05	0.12	20.5	-27.9	78.0	32.5
603708.SH	家家悦*	-	0.70	0.50	0.61	0.73	20.9	29.2	23.9	20.0
002697.SZ	红旗连锁	买入	0.37	0.37	0.41	0.47	13.5	13.5	12.2	10.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: *采用wind一致预期, PE采用11月26日收盘价

内容目录

1. 消费增长低点巩固，价增贡献提升，波动中恢复仍是主旋律	5
1.1. 社零：单季度增速环比放缓，10月略超预期但整体仍持续恢复中	5
1.2. 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	7
1.3. 消费增长低点巩固，价增贡献提升，波动中恢复仍然是主旋律	10
2. 2020年至今，龙头也有所干扰，但始终体现出更强能力	11
2.1. 2020年至今，龙头始终体现了更强的能力，但也有受到干扰	11
2.2. 持仓分析：零售维持低配，社服个股持仓分化	12
3. 子版块：围绕长期确定性成长及优质、修复标的布局	13
3.1. 免税：行业长期驱动力未改，空间仍大，中国中免优势仍在	13
3.2. 酒店：疫情期间逆势扩张，短期确定性恢复、中长期空间广阔	16
3.3. 景区：疫情期间表现不佳，关注恢复及龙头能力	18
3.4. 餐饮：当前恢复弱于零售，中长期须关注扩张及盈利模型稳健	20
3.5. 线上龙头：线上化是大趋势，高成长及稳健性兼存	21
3.6. 线下连锁：明年看恢复，重点关注孩子王及红旗连锁	22
4. 投资建议	24
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 受多因素影响，单季度增速环比放缓，10月略超预期但仍处于持续恢复中（单位：%）	5
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1-10月数据，黄金珠宝、化妆品品类维持较高增速	6
图表 3: 城镇增速领先	7
图表 4: 零售恢复快于餐饮	7
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	8
图表 6: 单季度板块受到疫情扰动等因素回复放缓	9
图表 7: 离岛免税疫情之下仍表现相对稳健	11
图表 8: 拼多多APP月活跃用户数量稳健增长	11
图表 9: 2020年至今，疫情扰动中恢复	11
图表 10: 龙头整体表现优于行业	12
图表 11: 重点公司持仓情况	13
图表 12: 韩国免税销售额近80%由外国消费者贡献	14
图表 13: 海南旅游收入仍主要来自于国内游客	14
图表 14: 国内政策放宽引导境外消费回流和境内消费升级仍然是免税行业发展的持续推动力，对标国外成熟市场，空间仍大	14
图表 15: 中国前五大免税品运营商市场占有率（按销售额计）（单位：%）	15
图表 16: 免税行业进入壁垒分析	15
图表 17: 短期受到疫情等因素冲击业绩承压	15
图表 18: 中高端酒店数量加速增长	16
图表 19: 2019年中国酒店连锁化率相对于其他国家提升空间大	16
图表 20: 华住、锦江、首旅持续发力下沉市场	17
图表 21: 三大酒店龙头中高端酒店占比不断提升	17
图表 22: 加盟酒店数量占比持续提升	17
图表 23: 上半年持续恢复，三季度龙头收到疫情扰动	18

图表 24: 2020-2021 年节假日旅游恢复情况.....	19
图表 25: Q3 景区板块收入同比微增.....	19
图表 26: 疫情影响下景区 Q3 业绩承压.....	19
图表 27: 疫情加快非连锁企业出清.....	20
图表 28: 疫情后中国餐饮连锁化率提升.....	20
图表 29: 疫情期间海底捞、太二逆势展店 (单位: 门店个数).....	21
图表 30: 单店来看海底捞、太二门店疫情之下翻台有所承压 (单位: 次).....	21
图表 31: 线上化龙头——美团地位稳固, 高成长及稳健性兼存.....	21
图表 32: 安克创新从渠道型企业-设计产品-增强品牌溢价的进击之路.....	22
图表 33: 超市行业收入增速放缓.....	23
图表 34: 超市行业毛利率降低.....	23
图表 35: 线下渠道于上游品牌商具备获客及引流作用, 于消费者具备教育功能及信任背书, 母婴连锁渗透率持续提升.....	23
图表 36: 线下连锁企业 2020 年有所承压, 当前部分龙头有所改善.....	24
图表 37: 重点标的估值表.....	25

1. 消费增长低点巩固，价增贡献提升，波动中恢复仍是主旋律

1.1. 社零：单季度增速环比放缓，10月略超预期但整体仍持续恢复中

社零：受多因素影响，单季度增速环比放缓，10月略超预期但仍处于持续恢复中。据国家统计局及Wind数据，2021年1-10月，社会消费品零售总额35.85万亿元，累计同比+14.9%，相对2019年1-10月两年平均增速为3.5%（2021H1社零同比增长23.0%，比2019H1两年平均增速为4.2%），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；四季度以来，10月单月整体价增环比改善，叠加石油及制品因素影响，整体略超预期。但扣除石油及制品&汽车，社零增速仍环比有所下降，整体仍处于持续恢复中。分月度数据来看，7-10月社零名义增速分别为8.5%、2.5%、4.4%、4.9%。“价”的方面，7-10月CPI同比增速分别为1.0%、0.8%、0.7%、1.5%，考虑去年Q4较低基数，预计四季度价增贡献提升或为趋势。

图表1：受多因素影响，单季度增速环比放缓，10月略超预期但仍处于持续恢复中（单位：%）

	2021-01	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	复合增速	2021-10	复合增速
社会消费品零售总额	33.8	20.2	34.2	6.3	17.7	4.3	12.4	4.5	12.1	4.9	8.5	3.6	2.5	1.5	4.4	3.8	4.9	4.6
社会消费品零售总额(扣价)	34.3	1.2	33.0	4.4	15.8	2.6	10.1	3.0	9.8	3.3	6.4	1.7	0.9		2.5	2.4	1.9	
限额以上企业消费品零售额	43.9	5.0	38.6	8.5	18.5	7.1	12.7	6.8	13.2	6.2	8.5	5.3	0.5	2.4	2.8	4.0	4.6	5.8
粮油食品类	10.9	10.3	8.3	13.6	6.5	12.2	10.6	11.0	15.6	13.0	11.3	9.1	9.5	6.8	9.2	8.5	9.9	9.3
饮料	36.9	18.8	33.3	19.0	22.3	17.5	19.0	17.8	29.1	24.1	20.8	15.6	11.8	12.3	10.1	15.9	8.8	12.8
烟酒	43.9	10.1	47.4	15.6	26.2	16.3	15.6	13.0	18.2	15.7	15.1	9.9	14.4	8.6	16.0	16.8	14.3	14.7
服装鞋帽针纺织品	47.6	1.0	69.1	5.0	31.2	3.4	12.3	5.7	12.8	6.2	7.5	2.4	(6.0)	(1.0)	(4.8)	1.5	(3.3)	4.2
化妆品	40.7	9.9	42.5	12.2	17.8	10.4	14.6	13.7	13.5	16.9	2.8	6.0	0.0	9.1	3.9	8.7	7.2	12.6
金银珠宝	98.7	8.2	83.2	13.2	48.3	14.2	31.5	12.4	26.0	8.4	14.3	10.8	7.4	11.3	20.1	16.5	12.6	14.6
日用品	34.6	12.1	30.7	14.5	17.2	12.7	13.0	15.1	14.0	15.4	13.1	10.0	(0.2)	5.4	0.5	5.5	3.5	7.5
家用电器和音像器材	43.2	0.1	38.9	(1.2)	6.1	(1.5)	3.1	3.7	8.9	9.3	8.2	2.9	(5.0)	(0.5)	6.6	3.0	9.5	6.0
中西药品	16.9	8.2	11.5	9.7	8.0	8.3	7.3	7.3	8.5	9.1	8.6	6.9	10.2	8.2	8.6	9.1	5.6	8.2
文化办公用品	38.3	12.2	22.2	13.9	6.7	6.6	13.1	7.4	25.9	16.7	14.8	7.4	20.4	14.8	22.6	17.3	11.5	11.6
家具类	58.7	2.7	42.8	5.1	21.7	7.3	12.6	7.7	13.4	5.7	11.0	3.3	6.7	1.1	3.4	1.4	2.4	1.8
通讯类器材	53.1	18.2	23.5	14.7	14.2	13.2	8.8	10.1	15.9	17.3	0.1	5.6	(14.9)	3.2	22.8	8.2	34.8	20.7
石油及制品	21.9	(5.2)	26.4	1.3	18.3	0.8	20.3	1.7	21.9	3.0	22.7	2.8	13.1	(1.7)	17.3	1.7	29.3	7.3
建筑及装潢材料	52.8	3.1	43.9	11.3	30.8	11.0	20.3	10.7	19.1	10.3	11.6	4.3	13.5	5.0	13.3	6.7	12.0	8.0
汽车	77.6	5.8	48.7	10.4	16.1	7.7	6.3	4.9	4.5	(2.1)	(1.8)	5.0	(7.4)	1.7	(11.8)	(1.0)	(11.5)	(0.4)

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 1-10 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，三季度以来，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 1-10 月限额以上粮油食品、饮料、烟酒、日用品同比增速 10.3%、21.8%、24.5%、14.6%，两年平均增速 6.9%、15.6%、9.7%、9.8%，在品类中属相对较高增速；2) **可选消费存在波动，但综合看 1-10 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 1-10 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 1-10 月，限额以上化妆品、黄金珠宝零售总额增速同比增长 16.7%、38.1%，两年复合增速 14.0%、7.7%，在可选品类中居于前列。

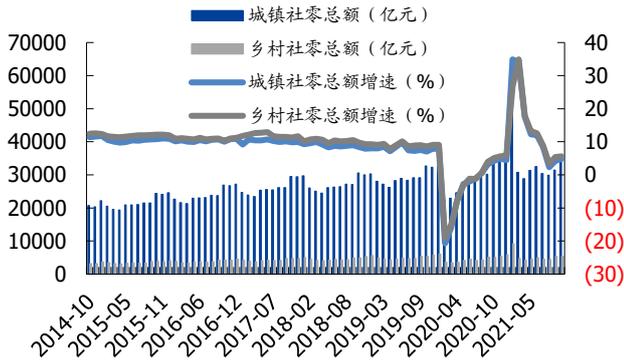
图表 2：分品类看：必选消费相对稳健，可选消费存在波动，但综合看 1-10 月数据，黄金珠宝、化妆品品类维持较高增速

	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	358511	14.9	3.5%
其中：除汽车以外的消费品零售额	323128	15.1	3.3%
其中：限额以上单位消费品零售额	131281	16.4	5.1%
其中：实物商品网上零售额	84979	14.6	14.2%
按经营地分			
城镇	310978	15.0	4.2%
乡村	47533	14.4	-1.0%
按消费类型分			
餐饮收入	37211	25.7	0.4%
其中：限额以上单位餐饮收入	8536	30.4	5.3%
商品零售	321300	13.8	3.9%
其中：限额以上单位商品零售	122745	15.5	5.1%
粮油、食品类	13498	10.3	6.9%
饮料类	2301	21.8	15.6%
烟酒类	3817	24.5	9.7%
服装鞋帽、针纺织品类	10861	17.4	1.1%
化妆品类	3097	16.7	14.0%
金银珠宝类	2475	38.1	7.7%
日用品类	5838	14.6	9.8%
家用电器和音像器材类	7304	13.1	0.8%
中西药品类	4679	10.0	-1.3%
文化办公用品类	3211	20.5	12.6%
家具类	1338	18.4	-7.7%
通讯器材类	4952	19.5	14.0%
石油及制品类	16898	21.3	1.5%
汽车类	35383	12.2	5.6%
建筑及装潢材料类	1546	23.3	-2.6%

资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

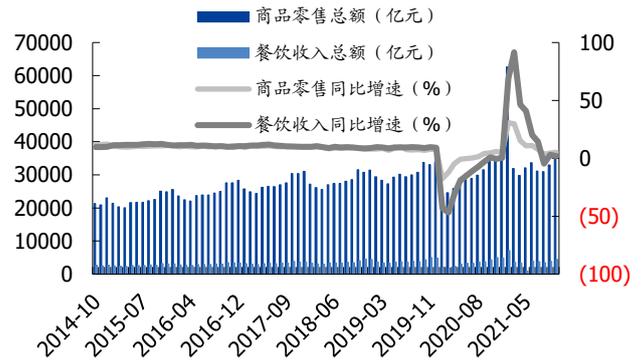
城镇增速领先，零售恢复快于餐饮，线上化仍为趋势。1) 分区域来看，城镇增速领先。据国家统计局，2021年1-10月城镇消费品零售额31.1万亿元，同比增长15.0%（两年平均增速4.2%）；乡村消费品零售额4.8万亿元，增长14.4%（两年平均增速-1.0%）。2) 分类型来看，餐饮同比增速较高，但两年维度，零售恢复快于餐饮。据国家统计局，2021年1-10月餐饮收入3.7万亿元，同比增速约25.7%，两年复合增速0.4%；同期商品零售实现32.1万亿元，增长13.8%，两年复合增速3.9%。此外，分渠道来看，2021年1-10月，全国网上零售额10.4万亿元，同比增长17.4%。其中，实物商品网上零售额8497.9亿元，增长14.6%，占社会消费品零售总额的比重为23.7%，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19.0%、14.1%和14.3%。

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

1.2. 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

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

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 社服板块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反复放缓

		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%
销售费用率 (不含中免)	年初至报告期	20.1%	20.5%	14.7%	11.5%	9.6%	9.3%	11.3%	7.8%	7.7%
	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%
	同比变化	0.8%	-1.5%	-7.8%	-12.2%	-11.0%	-13.2%	-3.3%	-2.6%	-2.0%
管理费用率	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%
	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%

管理费用率 (不含中免)	年初至报告期	7.6%	8.4%	11.8%	10.6%	8.9%	9.0%	7.4%	7.1%	7.3%
	期									
	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	年初至报告期	7.6%	5.1%	-11.0%	-6.5%	0.1%	-1.9%	6.0%	7.4%	8.4%
	期									
	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%
	同比变化	-0.3%	0.5%	-18.2%	-9.5%	-0.9%	-3.7%	17.0%	11.1%	2.9%
扣非归母净利率 (不含中免)	年初至报告期	6.7%	3.8%	-17.7%	-16.8%	-7.8%	-14.6%	-7.6%	-1.3%	4.0%
	期									
	同比变化	-0.9%	-0.3%	-22.1%	-22.3%	-14.6%	-18.4%	10.1%	15.5%	11.8%
	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%
扣非归母净利润增速	年初至报告期	3.1%	6.4%	-179.8%	-150.2%	-99.3%	-127.2%	191.4%	293.5%	14290.0%
	期									
	报告期单季度	-6.7%	18.6%	-179.8%	-119.8%	-25.5%	-141.5%	191.4%	715.7%	25.9%
	度									

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 消费增长低点巩固, 价增贡献提升, 波动中恢复仍然是主旋律

消费增长低点巩固, 中高端更稳、高性价比渠道更受青睐。

1) 消费增长低点巩固。根据星图数据, 双十一期间, 全网实现 GMV 9523 亿元, 同比+13.4%, 增速略有下降, 双十一作为反映消费能力重要指标, 整体增速缓中趋稳。结合疫情情况来看, 当下疫情扰动仍存, 对于大众消费仍将有所影响, 预计四季度整体消费增长低点巩固。

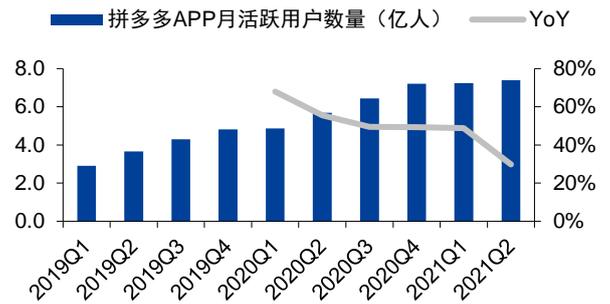
2) 中高端更稳、高效率渠道更受青睐。一方面, 在整体社零增速稳中趋缓前提下, 包括白酒、奢侈品、免税在内的中高端消费仍然相对稳健, 据腾讯、BCG 波士顿咨询公司联合发布的《2021 中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告》及国家统计局, 中国内地奢侈品市场 2021 年预计实现 23%-25% 的增长。另一方面, 以拼多多及社区团购平台代表的“高性价比”渠道备受青睐, 据网经社数据及公司公告, 拼多多 2021Q2 环比新增 2600 万年活跃买家数, 达到 8.50 亿人, 同比增长 24%, 月活用户/年活用户达到 86.9% (去年同期为 83.3%), 2020 年国内社区团购市场交易规模 750 亿元, 同比增长 120.58%, 2021 年预计将达到数千亿规模。

图表7: 离岛免税疫情之下仍表现相对稳健



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表8: 拼多多APP月活跃用户数量稳健增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

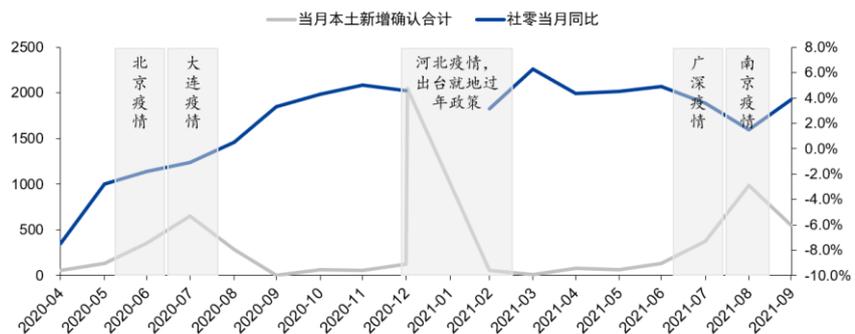
波动中恢复仍然是主旋律，价增预计贡献提升。1) 继疫情过后，社零虽有恢复，但在反复波动中仍然未达到先前增速，渠道端调研来看，众多大众消费品类动销受到影响。我们预计未来消费波动中恢复仍然是主旋律。2) 价增预计贡献提升，食品CPI经过一年盘整，考虑基数效应及供给需求关系，有望上行。3) 此外，近期总理座谈会及3季度货币政策报告等表述有所变化，稳经济、稳消费政策有望期待。

2. 2020年至今，龙头也有所干扰，但始终体现出更强能力

2.1. 2020年至今，龙头始终体现了更强的能力，但也有受到干扰

2020年后，疫情扰动中恢复，疫情扰动对于消费恢复影响较大。1) 2020年以来疫情扰动中恢复。继2020年武汉大规模疫情爆发得到控制后，阶段性小规模疫情持续存在，对消费恢复产生扰动：2021年1月，河北重现疫情、同时国家出台“就地过年”政策；2021年6月，北京地区疫情有所反复，小范围爆发；2021年7月，南京禄口国际机场检测出9例阳性病例并逐步扩散全国，影响持续到8月，并于9月中下旬福建、黑龙江等省份局部地区发生本土集聚性疫情（基本有效控制）。2) 疫情扰动对于消费恢复影响较大。2021年1/2月，疫情及就地过年政策影响消费增速恢复，社零两年平均增速仅为3.1%，3/4/5/6月疫情得到控制，社零两年平均增速分别为6.3%/4.3%/4.5%/4.9%，7/8月疫情扰动，社零两年平均增速分别为3.6%/1.5%；9月消费有所恢复，社零两年平均增速为3.8%。

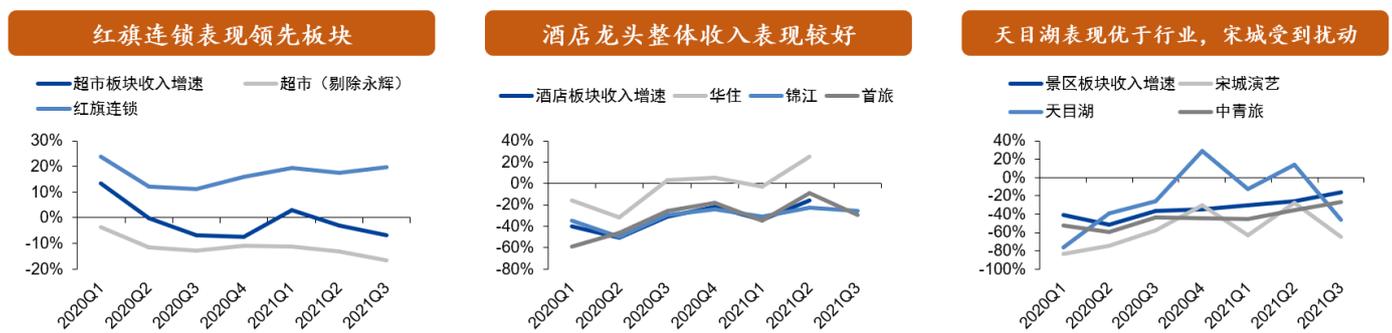
图表9: 2020年至今，疫情扰动中恢复



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 2021年社零当月同比采用两年复合增速

疫情期间龙头也有受到干扰，但始终体现出更强能力。1)零售板块中：红旗连锁作为稀缺便利店龙头高速展店，同店表现、收入增速显著优于行业；母婴线下连锁中，孩子王具备“商品+服务”模式、全渠道布局及完善会员体系，2021Q3 营收增速+9.2%（同期爱婴室增速-0.4%，行业更低）。2)社服板块中：中免作为免税行业龙头受益于离岛免税政策疫情中表现稳健；酒店龙头持续恢复，华住收入增速显著领先于行业，2021Q2 收入相对 19 年同期同比+25.5%，锦江、首旅收入增速表现匹配行业，且锦江若剔除境外拖累及华南地区疫情扰动，表现更优；九毛九作为餐饮板块龙头疫情之下逆势加速拓店同时单店模型维持稳健，在餐饮行业整体恢复较慢的背景下实现逆势扩张；景区板块中，自然景区天目湖恢复领先板块，宋城演艺旅游群体中团客占比较高、且室内项目受到较为严格管控，因而营收增速受到较大扰动，但通过推出室外演出、提高散客占比等措施积极应对，2021 年国庆期间表现良好。整体来看各细分板块龙头始终展现较强能力，但亦受疫情干扰。

图表 10: 龙头整体表现优于行业



资料来源：各公司公告，wind，国盛证券研究所 注：21 年收入增速为相对 19 年水平

2.2. 持仓分析：零售维持低配，社服个股持仓分化

2021 年零售板块持续维持低配。2021Q1-3，零售板块持续维持低配，各基金产品持仓前十中，零售板块配置比例分别为 0.09%、0.04%、0.05%，低配比例为 0.91%、0.86%、0.85%。其中：①超市板块经营数据 20Q1/Q2 高基数影响下，2021 年表现承压，其中仅有家悦增持，持仓比重由一季度 3.01%上升至三季度 6.51%。永辉、红旗连锁减持；②百货板块经营上受到疫情扰动仍处于恢复中，整体减持。③黄金珠宝板块中周大生及老凤祥持仓整体维持稳定；④电商板块表现有所分化，安克、值得买有所减持，重仓持股占流通股比重分别由一季度 10.82%/6.96%下降至 3.35%/0.03%。

社服板块 2021 年持续超配，个股持仓有所分化。2021Q1-3 各基金产品持仓前十中，社服板块配置比例分别为 3.56%、3.34%、2.20%，超配比例为 2.27%、2.20%、1.18%。其中①中免受益于离岛免税政策，持仓维持高位，持仓比例 Q1-3 整体稳中小幅下降，由 10.54%下滑至 9.39%。②美团 Q1 持仓比例环比+0.57pct 至 3.43%，Q2 获小幅加仓，Q3 受到政策不确定性影响，持仓比例环比-2.09pct 至 1.41%；③酒店板块在经营数据持续回暖支撑下，伴随周期复苏逻辑持续走强，Q1 酒店板块整体获得大幅增持，锦江、首旅基金重仓持股占流通股比例分别由 20Q4 的 5.40%、2.88%提升至 21Q1 的 15.64%、5.00%；随后持仓较为稳定，首旅 21Q3 持仓比例继续由 4.12%提升至 7.95%。④餐饮板块中九毛九于疫情期间高速展店、同店相对稳健获增持，Q1 持仓比例环比+2.13pct 至 3.03%，Q2、Q3 持仓比例持续稳步提升，海底捞展店下同店承压，持仓比例由一季度

0.27%提升至三季度 0.77%。⑤科锐国际 Q1-3 连续增持，基金重仓持股占流通股比重由 3.68%提升至 12.17%。

图表 11: 重点公司持仓情况

行业	证券代码	证券简称	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
免税	601888.SH	中国中免	9.45	10.87	10.54	9.46	9.39
	300144.SZ	宋城演艺	10.78	7.74	6.96	3.21	8.17
酒店、景区及旅游	600754.SH	锦江酒店	4.07	5.40	15.64	14.46	13.39
	600258.SH	首旅酒店	0.49	2.88	5.00	4.12	7.95
餐饮	9922.HK	九毛九	0.02	1.17	3.03	3.60	3.90
	6862.HK	海底捞	0.56	0.35	0.27	0.24	0.77
人力	300662.SZ	科锐国际	8.03	6.38	3.68	6.35	12.17
	3690.HK	美团-W	2.22	2.86	3.43	3.50	1.41
互联网电商及跨境电商	300866.SZ	安克创新	16.60	4.18	10.82	8.20	3.35
	300785.SZ	值得买	5.04	8.83	6.96	4.60	0.03
珠宝	002867.SZ	周大生	3.10	4.84	5.67	4.20	6.17
	600612.SH	老凤祥	5.53	5.33	5.07	5.00	5.09
超市	601933.SH	永辉超市	4.43	0.08	0.07	0.00	-
	603708.SH	家家悦	4.43	3.48	3.01	3.14	6.51
	002697.SZ	红旗连锁	2.85	0.11	0.08	0.42	-
母婴	603214.SH	爱婴室	0.57	-	-	-	-

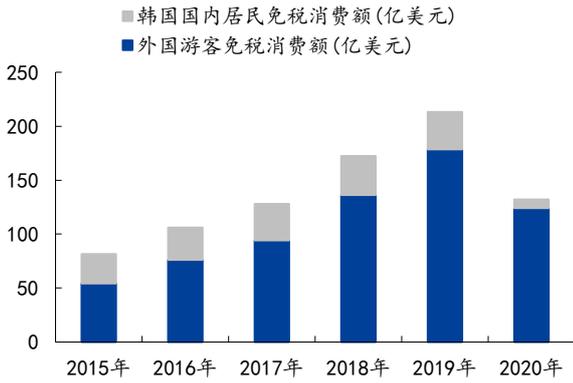
资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 图中比例为持股占流通股比重, 数据单位为%

3. 子版块: 围绕长期确定性成长及优质、修复标的布局

3.1. 免税: 行业长期驱动力未改, 空间仍大, 中国中免优势仍在

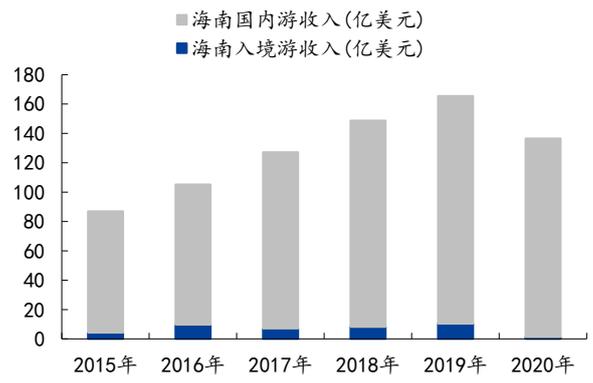
国内政策放宽引导境外消费回流和境内消费升级仍然是免税行业发展的持续推动力, 对标国外成熟市场, 空间仍大。1) 随我国人均 GDP 不断提高, 城镇化进程持续推进, 我国居民人均可支配收入稳步增长, 消费水平相应提升, 加之政策放宽引导境外消费回流及免税渠道本身的价格优势, 行业持续增长; 2020 年 7 月以来, 离岛免税政策推动明显, 市内免税店有望着重推动, 并不断丰富渠道、品类。2) 据弗若斯特沙利文、韩国免税业协会, 2020 年我国免税品销售额约 51.4 亿美元, 相比全韩免税店销售额 132 亿美元, 仍有一定差距。从客源结构来看, 疫情前韩国免税销售额近 80% 由外国消费者贡献, 其中中国消费者贡献超 70%; 且以市内店渠道为主, 占比超八成; 对比而言, 2020 年国内口岸免税店/离岛免税店/市内免税店/其他免税店的市场规模占比分别为 17.33%/79.03%/1.82%/1.82%。据弗若斯特沙利文预计, 多因素驱动下, 2025 年国内免税行业规模将达到 283 亿美元 (合人民币 1,813 亿) 规模。

图表 12: 韩国免税销售额近 80% 由外国消费者贡献



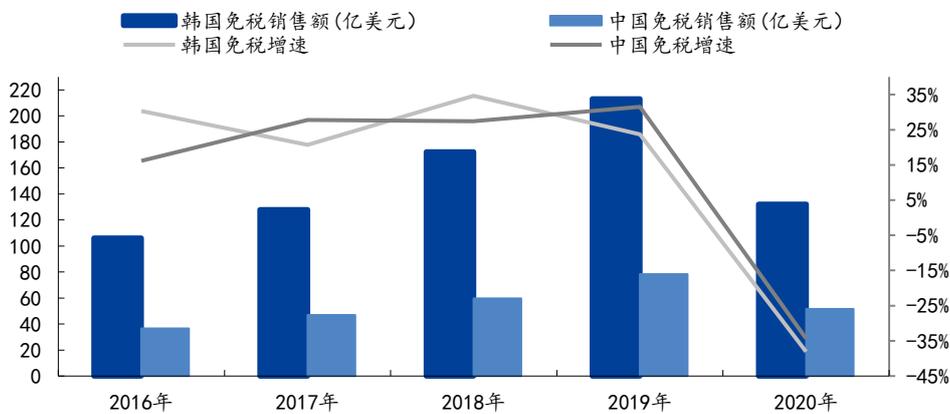
资料来源: 韩国免税业协会, 国盛证券研究所

图表 13: 海南旅游收入仍主要来自于国内游客



资料来源: 海南省旅游局, 国盛证券研究所

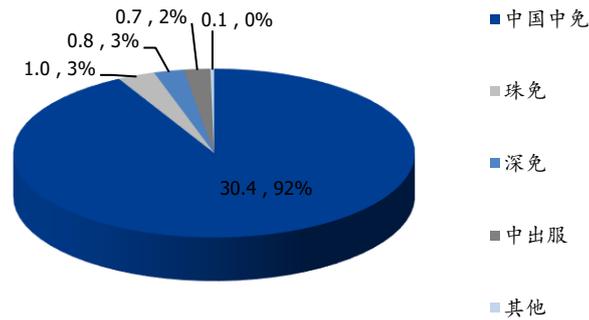
图表 14: 国内政策放宽引导境外消费回流和境内消费升级仍然是免税行业发展的持续推动力, 对标国外成熟市场, 空间仍大



资料来源: 韩国免税业协会, 商务部, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

国内市场高度集中、行业进入壁垒高, 中免龙头地位相对牢固, 维持看好。中国免税市场高度集中: 据中国中免招股书、弗若斯特沙利文, 2020年, 中国前五大免税旅游零售商以零售销售额计 CR5 达到 99.9%, 其中中国中免市场份额为 92.3%。此外, 虽然牌照相比之前有所放开, 但是新进入者仍然面对获取免税品经营资格、行业经验、供应商资源等方面的困难, 中国中免凭借规模经验及相关积累, 仍然优势明显: **1) 国内最完整的免税零售渠道和最优质的市场资源。**中国中免是中国唯一一个具有免税品全渠道经营资质的主体, 渠道包括海南离岛免税店、口岸免税店、海外免税店。**2) 兼具规模与成长性。**在中国, 零售销售额连续四年排名第一。在中国 29 个省、直辖市和自治区的超过 90 个城市开设 240 多间店铺。**3) 强大的供应链和管理体系。**在大连、上海、青岛、深圳、北京、三亚和香港建设 7 个覆盖全国营运须受海关总署监管的物流中心。建立数字化仓库管理系统和针对高端产品制定严格的分类体系和配送标准。**4) 积极探索旅游零售新模式。**如线上平台, 旅游零售综合体和其他创新业务模式。**5) 优秀的管理团队和人才队伍。**受疫情扰动影响, 三季度公司盈利能力有所影响; 未来行业空间及公司地位仍然相对确定, 长期趋势未改, 随新政陆续出台、公司布局进一步完善、疫情后恢复且公司市场地位巩固下的盈利能力恢复, 公司发展值得期待。

图表 15: 中国前五大免税品运营商市场占有率 (按销售额计) (单位: %)



资料来源: 中国中免招股书、弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

图表 16: 免税行业进入壁垒分析

经营资质	中国的免税行业受到严格监管, 免税业务必须经国务院或其授权的政府部门批准。免税品经营受财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、国家税务总局等部门监管。
行业经验	当前市场上的参与者均为具有长期行业经营历史的国有企业。 对免税项目的投标需要经过综合评估, 包括门店布局设计、营销和客户服务策略、业务计划和品牌介绍。与拥有丰富免税业务经验的成熟企业相比, 新进入者难以提供全面且可获利的业务计划。 丰富的行业经验为现有企业提供了更多拓展业务的机会。例如: 2016年后, 某些入境口岸的免税经营权仅对过去三年有实际从事经营免税业务的经营开放。
供应商资源	免税业务通常吸引较高端品牌、精品品牌。这些品牌通常只和成熟的免税品运营商进行业务合作。 免税经营者通常需要拥有良好的声誉和大量的采购订单, 以取得与品牌方的议价能力。 免税业务需要稳定的供应来满足客户需求, 这需要强大的供应能力和丰富的供应商资源。

资料来源: 国盛证券研究所整理

图表 17: 短期受到疫情等因素冲击业绩承压

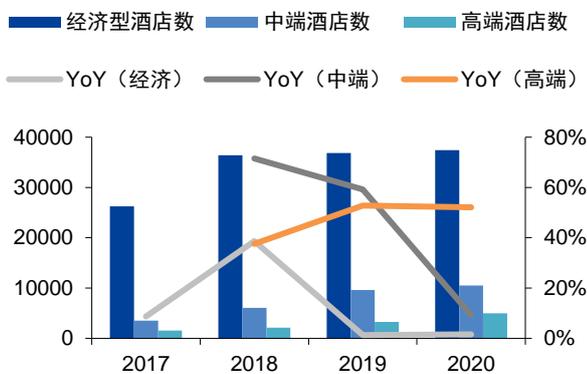
	2021Q3		增速同		2021Q3		(扣非)归母		增速同比		毛利率	销售期	期间费	扣非归母
	营业收入	同比增速	比变化	净利润(亿元)	净利润同	比增速	净利润同	变化	毛利率	同比变	化(pct)	间费用	用率同	扣非归母
	(亿元)		(pct)	(亿元)	比增速	(pct)	比增速	(pct)	变化	化(pct)	率	率	比变化	净利率
中国中免	139.7	-11.7%	-52.6	31.2	41.1%	-100.2	31.3%	-7.6	-5.7%	-23.8	22.4%			

资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2. 酒店：疫情期间逆势扩张，短期确定性恢复、中长期空间广阔

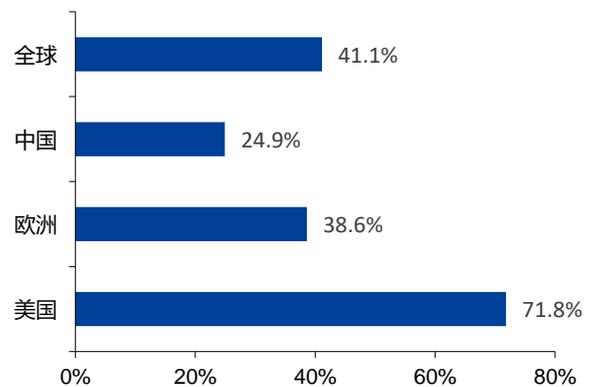
有限酒店行业从经济型起步，龙头整合，当下行业中高端高增、加速下沉、轻资产化。我国有限服务酒店过去二十余年从经济型酒店起步（1997年锦江集团推出“锦江之星”），逐步发展成为全国主流，根据盈蝶咨询，2000-2014年经济酒店数和客房数CAGR份分别为59.9%、55.2%，发展过程中涌现出汉庭、莫泰、7天、如家等品牌，并通过扩张、并购整合形成华住集团、锦江酒店、如家首旅三大龙头，形成先发优势，过程中通过品牌、运营、采购、技术投入不断强化龙头地位，规模优势下强者恒强，酒店连锁化率不断提升。当下我国酒店行业发展主要趋势为：①消费升级及成本压力下中高端高增，根据盈蝶咨询，过去三年中端、高端连锁酒店数复合增速分别为44.0%/47.3%（经济型12.6%、豪华5.3%）。②加速下沉：根据盈蝶网数据，规模以上酒店在一线、其他省会、其他城镇酒店房量占比分别为10%、24%、66%。但低线城市连锁化率仅为24%，显著低于高线城市，下沉市场整合空间广阔。③轻资产化，通过发展加盟门店平滑周期影响，成长性持续凸显。

图表 18：中高端酒店数量加速增长



资料来源：盈蝶咨询，国盛证券研究所

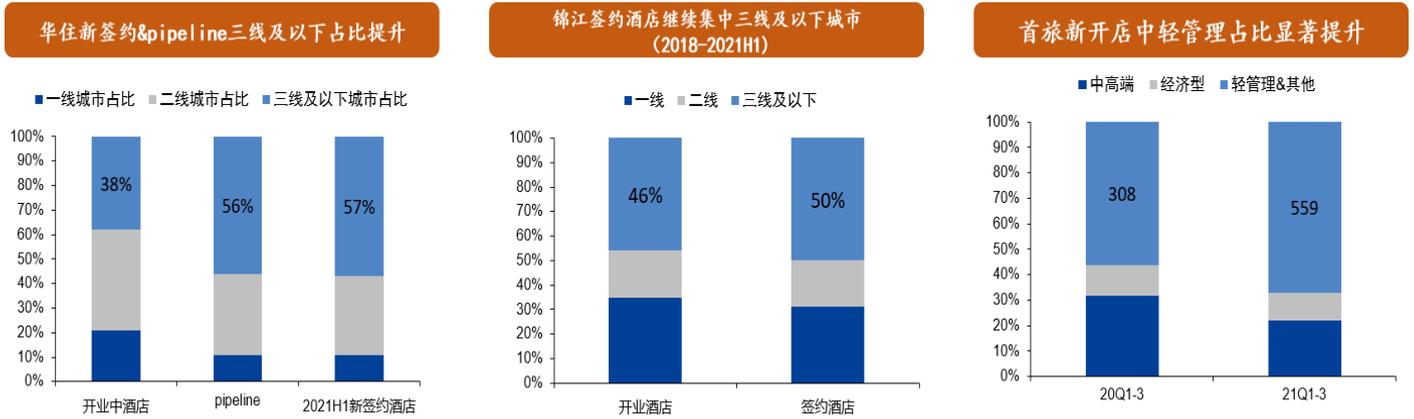
图表 19：2019年中国酒店连锁化率相对于其他国家提升空间大



资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

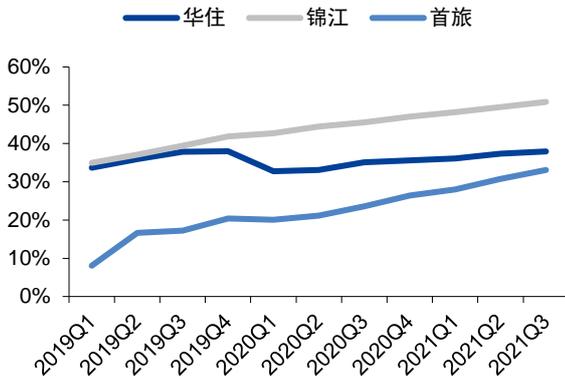
华住、锦江、首旅把握中高端和低线城市机遇，成长性凸显，长期发展空间仍广阔。当下龙头继续把握行业机会：①发力下沉：根据各公司公告，截至2021H1，华住 pipeline 中三线及以下城市的占比（56%）显著高于已开业酒店中三线及以下城市占比（38%）；锦江 2018-2021H1 签约酒店中三线及以下城市占比达到 50%；首旅如家以轻管理模式发力下沉市场，2021Q1-3，首旅如家新开业 559 家轻管理模式酒店，占比达到 67.1%；②聚焦中高端，三家持续加码中高端，根据各公司公告，截至 2021Q3，锦江、首旅和华住的中高端门店比例分别为 50.9%、33.1%、37.9%。其中华住以全季、桔子主打中高端品牌。锦江旗下以维也纳系列、麗枫、喆啡、希岸等为主要发展品牌。首旅主要发力如家商旅和如家精选中端核心品牌。③轻资产化持续推进，降低周期属性。根据公司公告，截至 2021Q3，锦江、华住、首旅开业门店中加盟酒店数量占比分别达到 91.0%、91.0%、86.0%。龙头把握机遇，长期发展空间广阔。

图表 20: 华住、锦江、首旅持续发力下沉市场



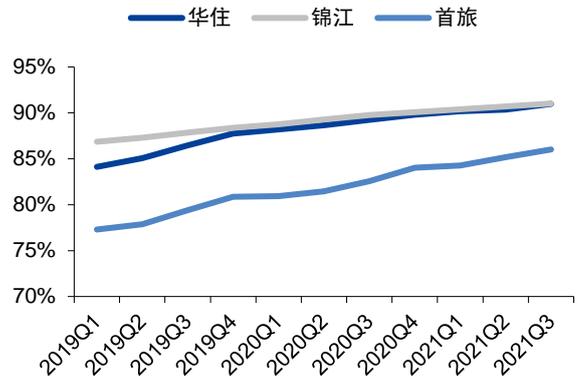
资料来源: 华住、锦江、首旅业绩发布材料, 国盛证券研究所

图表 21: 三大酒店龙头中高端酒店占比不断提升



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

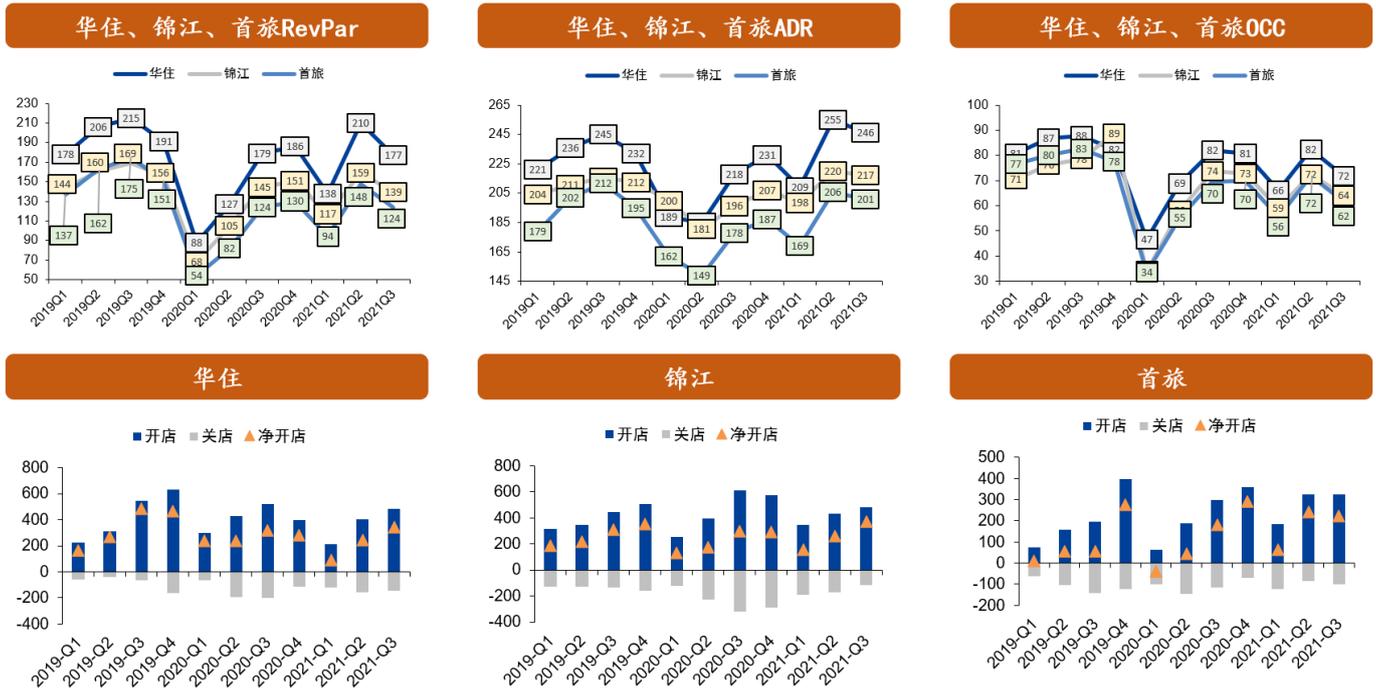
图表 22: 加盟酒店数量占比持续提升



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

2021上半年持续恢复, 三季度受到扰动, 龙头逆势扩张。境内酒店业务看, 21H1 华住相比 2019H1 收入同比+5.6%、锦江恢复至 2019 年 85.0%、首旅恢复至 2019 年的 88.5%, Q3 锦江境内及首旅分别恢复至 2019 年 75.7%、70.6%。从经营层面看, 前三季度华住境内 RevPar 分别为 186、210、177 元, 恢复至 2019 年同期的 77.5%、101.9%、77.5%; 锦江境内 RevPar 分别为 117、159、139 元, 恢复至 2019 年同期的 81.3%、99.3%、82.3%; 首旅酒店 RevPar 分别为 94、148、124 元, 恢复至 2019 年同期的 68.6%、91.4%、70.9%。二季度疫情得到基本控制下, 酒店龙头加速恢复, 三季度疫情扰动下恢复节奏放缓。从开店情况来看, 锦江酒店、首旅酒店、华住 2021Q1-3 分别新开 1266 家、833 家、1093 家门店, 龙头于疫情期间逆势拓店。

图表 23: 上半年持续恢复, 三季度龙头收到疫情扰动



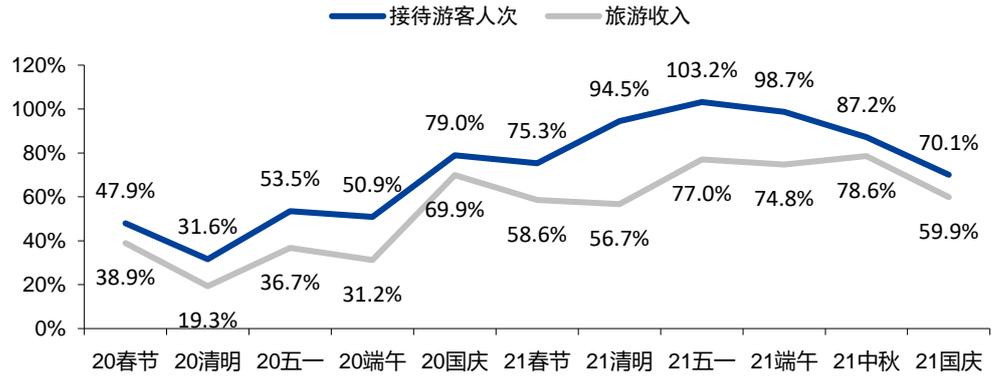
资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

供给端疫情期间出清, 需求恢复确定, 中长期空间仍广阔, 龙头优势强。1) 供给端疫情期间出清。疫情期间, 大量资金周转难、抗风险能力弱的单体酒店关停, 根据盈蝶咨询, 2020年, 我国大陆地区酒店数量共减少 16.1 万家, 客房数量 271.3 万间; 而连锁酒店客房数却增长了 16.6 万间, 供给继续出清。2) 疫情后需求恢复确定。2021年 4-5 月, 疫情相对缓和背景下, 酒店龙头表现超过 2019 年同期。且龙头表现整体优于行业, 随疫情逐步可控, 龙头需求恢复相对确定。中长期来看, 龙头轻资产化成长性凸显、中高端发展 ADR 仍有提升空间、下沉市场空间仍广阔。龙头优势强, 其中锦江酒店中高端占比较高、高速展店且公司改革整合下经营效率有望改善, 相对最好。

3.3. 景区: 疫情期间表现不佳, 关注恢复及龙头能力

局部疫情反复、较强管控之下出行受到抑制。根据中国文旅部数据, 2021 年前三季度, 国内旅游收入(旅游总消费)2.37 万亿元, 比上年同期增长 63.5%(恢复到 2019 年同期的 54.4%), 分季度看, 一季度国内旅游人次 10.24 亿, 同比增长 247.1%; 二季度国内旅游总人次 8.47 亿, 同比增长 33.0%; 三季度国内旅游总人次 8.18 亿, 同比下降 18.3%。节假日数据来看, 五一、端午、中秋、十一期间全国旅游人次分别恢复至 2019 年 103.2%、98.7%、87.2%、70.1%; 国内旅游收入分别恢复至疫前同期的 77.0%、74.8%、78.6%、59.9%, 五一后旅游恢复逐步放缓, 主要系下半年局部散点疫情扰动以及较强管控导致(如学生节假日不得出行等), 出行受到抑制。

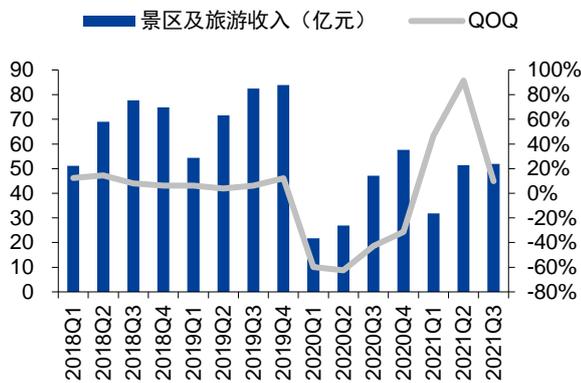
图表 24: 2020-2021 年节假日旅游恢复情况



资料来源: 文旅部, 国盛证券研究所 注: 2021 年数据为相对 2019 年恢复情况

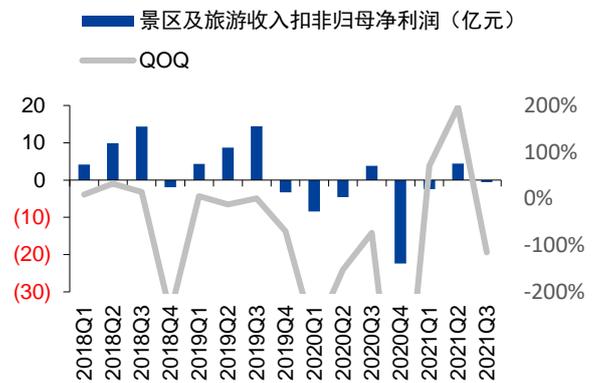
出行抑制下景区及旅游板块承压, 中长期看, 关注板块恢复及龙头复苏。1) 2021Q1-3 景区板块实现收入 135.16 亿元, 为 2019 年同期收入的 64.86%, 仍未完全恢复。其中 Q1、Q2、Q3 板块整体收入分别恢复至 2019 年同期 58.7%、71.8%、62.9%, Q2 旅游出行恢复之下景区板块恢复相对较好, Q3 局部疫情下板块整体承压, 龙头亦受影响。2) 龙头展现出相对较强韧性, 关注板块恢复及龙头复苏。宋城演艺三季度暑期旺季受到疫情影响对运营产生较大压力, 但国庆长假期间表现较好, 共开展演出 229 场, 恢复至 19 年同期的 80% 以上; 实现营业收入约 1 亿元, 恢复至 19 年同期的 75%, 局部疫情缓和后, 其客流迎来快速反弹, 作为休闲景区龙头恢复领先。中长期看, 景区等出行相关板块仍主要受到疫情扰动影响, 随着疫苗接种率升高及特效药问世等因素催化, 2022 年板块或将迎来边际改善, 建议关注板块恢复及龙头复苏机会。

图表 25: Q3 景区板块收入同比微增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 疫情影响下景区 Q3 业绩承压



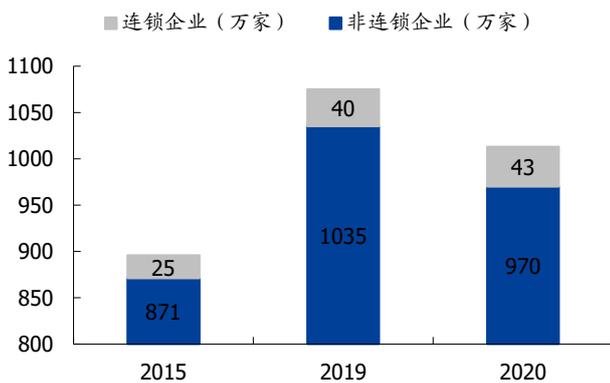
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.4. 餐饮：当前恢复弱于零售，中长期须关注扩张及盈利模型稳健

餐饮当下恢复弱于零售，非连锁业态更受冲击、龙头疫情下高速展店下，行业连锁化率提升。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%。餐饮同比增速较高，但两年维度来看零售恢复快于餐饮。根据Euromonitor统计（转引自《普华永道&CCFA：中国连锁餐饮企业的资本之路》），2020年中国餐饮企业门店数量下降至1013万家（同比-5.8%）其中非连锁企业门店下降至970万家（同比-6.3%），连锁企业门店上升至43万家（同比+7.5%）。疫情下中小餐饮业态承压，行业持续出清且龙头疫情期间逆势高速展店，行业连锁化率提升加速。根据《中国餐饮加盟行业白皮书》，2020年中国餐饮行业连锁化率为15%，相比2019年上升4.7pct。根据公司公告，龙头海底捞2020H1/2020H2/2021H1境内分别新增门店149/337/286家，太二分别新增门店35/72/53家，奈雪2021H1/Q3分别新增门店87/90家并将全年开店指引由300家上调至350-360家，海伦司2021H1新增门店120家，预计全年新增门店450家。

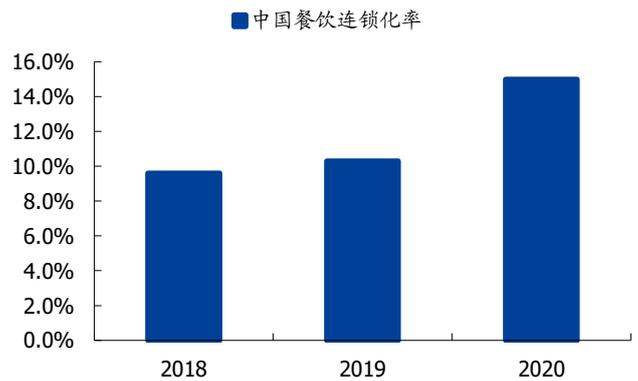
高速展店下龙头亦有所承压，中长期须关注扩张及盈利模型稳健，龙头能力较强，海伦司扩张性最好。餐饮恢复较弱之下龙头高速展店或使单店有所承压：海底捞2020H1/2020H2/2021H1翻台率分别为3.3/3.5/3.0（2019年全年翻台率为4.8）。奈雪三季度受疫情扰动预计单店日销同比下滑近三成，九毛九单店翻台相对稳健（若将外卖计算在内表现更佳）但亦受影响。中长期来看餐饮龙头需平衡门店扩张及单店表现。单店表现承压之下，海底捞于11月5日发布公告称将在2021年12月31日之前，逐步关停300家左右客流量相对较低且经营业绩不如预期的门店，并计划若公司整体平均翻台率未达到4，原则上不进行规模拓店，海底捞积极调整门店，长期成效值得关注。借鉴海底捞，我们认为中长期来看，餐饮龙头在注重成长性高速展店同时需维持盈利模型稳健。从此维度建议关注海伦司。海伦司2021/2022年开店指引450/900家，高速拓店同时单店模型维持相对稳健，2021Q2单店日销达到历史最高水平，国庆单店日销恢复至2019年水平，成长性凸显。

图表 27：疫情加快非连锁企业出清



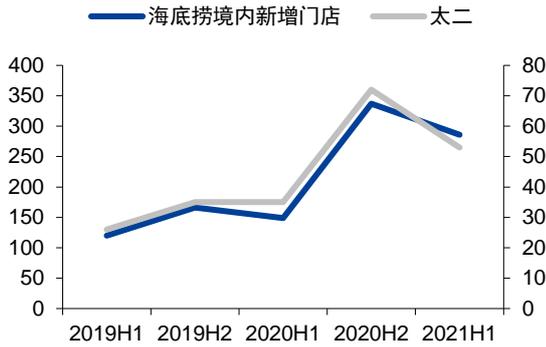
资料来源：Euromonitor（转引自《普华永道&CCFA：中国连锁餐饮企业的资本之路》），国盛证券研究所

图表 28：疫情后中国餐饮连锁化率提升



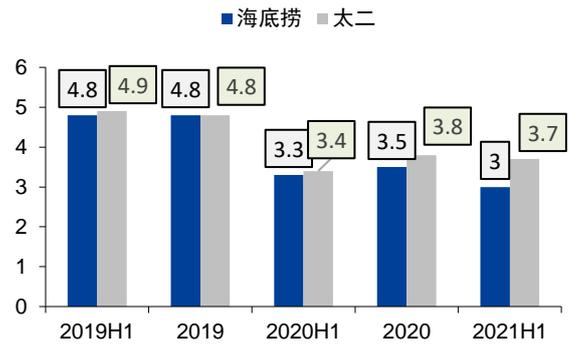
资料来源：中国餐饮加盟行业白皮书，国盛证券研究所

图表 29: 疫情期间海底捞、太二逆势展店 (单位: 门店个数)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 单店来看海底捞、太二门店疫情之下翻台有所承压 (单位: 次)

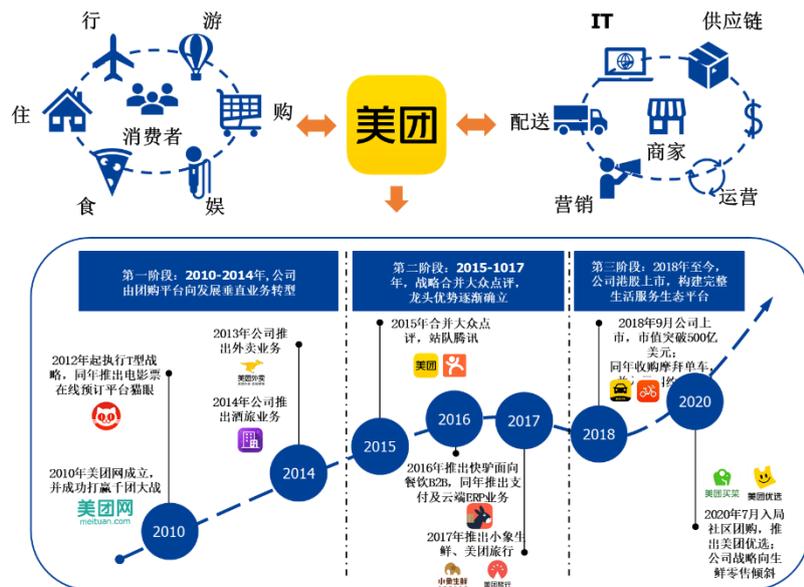


资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

3.5. 线上龙头: 线上化是大趋势, 高成长及稳健性兼存

线上化龙头——美团地位稳固, 高成长及稳健性兼存。从社零角度来看, 线上化为大趋势: 据国家统计局, 2020年1-10月线上实物商品零售占社零比重为23.7%, 线上化仍为趋势, 其中吃类、穿类和用类商品分别增长19.0%、14.1%和14.3%。美团作为互联网龙头公司: 1) 外卖业务市占率高、地位稳固, 未来由用户数、消费频次和客单价共同促进增长, 预计未来3年收入复合增长率20%, 且变现潜能较大; 2) 到店业务基于现有用户及商户规模以及内容能力, 增长确定性较强, 且在线营销变现能力有望提升; 3) 酒旅业务, 已借助交叉销售带来的低获客成本优势促使业务稳步增长成为间夜量全国第一, 当前受到疫情影响, 未来高星级酒店“酒店+X”及下沉市场齐头并进仍为策略。预计到店及酒旅业务未来三年收入、利润CAGR分别为20-30%; 4) 新业务中, 重点发展团购业务(当前行业格局逐渐出清、龙头地位进一步巩固、亏损率有望收窄), 未来C端业务增频引流、B端业务增强商家粘性拓展变现, 同时与原有业务协同, 发展值得期待。

图表 31: 线上化龙头——美团地位稳固, 高成长及稳健性兼存



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

安克创新受刚性短期因素影响，三季度利润低于预期，核心竞争力仍强。受原材料价格上涨、汇兑影响、海运价格上涨等原因，公司单三季度毛利率同比下降1.4pct到43.1%，虽然收入仍然维持较健康增速，但2021Q3单季度实现归母净利润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%。向后看：1) 所处行业空间大，增速高，据国家统计局、艾瑞咨询及前瞻产业研究院统计，2010-2019年，我国跨境出口电商年复合增速约21.5%，至2019年，跨境出口电商于出口贸易渗透率已达46.6%，且预计当前有所恢复；2) 公司能力强，人才组织架构合理，过往增长印证了较强的需求捕捉能力及赛道切入能力，且对产品力及品牌力的高度重视，不断增加技术、人工、广宣投入，巩固已有产品线产品能力。3) 不断拓展新兴市场，据公司公告，2021Q3，公司实现境外/境内收入29.49亿元/1.06亿元，同比上升19.66%/297.36%；线上/线下渠道占比分别为63.16%/36.84%，线下占比进一步提升（2021Q2线下占比约34.48%）。跨境出海广阔市场，公司不断推陈出新，大有可为。

图表 32: 安克创新从渠道型企业-设计产品-增强品牌溢价的进击之路



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.6. 线下连锁：明年看恢复，重点关注孩子王及红旗连锁

受大众消费和线上分流影响，线下连锁板块承压，红旗连锁表现最好。后疫情时代大众消费力有所影响，且存在线上分流趋势，线下连锁有所承压。以超市及母婴龙头为例：

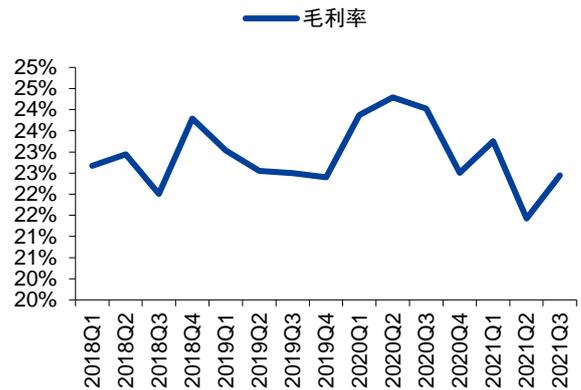
1) 母婴板块：爱婴室 2021 年前三季度公司实现营收 16.54 亿元/同比+2.71%，扣非归母净利润 433.47 万元/同比-88.96%，单三季度实现营收 5.12 亿元/同比-0.41%，扣非归母净利润-2279.11 万元，同比-370.60%，有所承压；孩子王 2021 年前三季度公司实现收入 65.97 亿元/同比+13.29%，扣非归母净利润 1.74 亿元/同比-15.82%，单三季度实现收入 21.59 亿元/同比+9.21%，扣非归母净利润 5849 万元/-23.47%，由于全渠道运营及会员体系相对较好，表现较优，但仍然受到干扰；2) 超市板块：2021 前三季度超市行业实现营收 1270.79 亿元，同比-4.43%，整体毛利率同比下滑 1.6pct 至 22.4%，销售费用率因销售渠道扩张同比+1.2pct 至 19.6%，扣非归母净利润率-1.8%（主要受龙头永辉处于转型期拖累行业）。单三季度来看，永辉超市有所改善，家家悦疫情中相对稳健，红旗连锁表现最好。

图表 33: 超市行业收入增速放缓



资料来源: wind, 国盛证券研究所

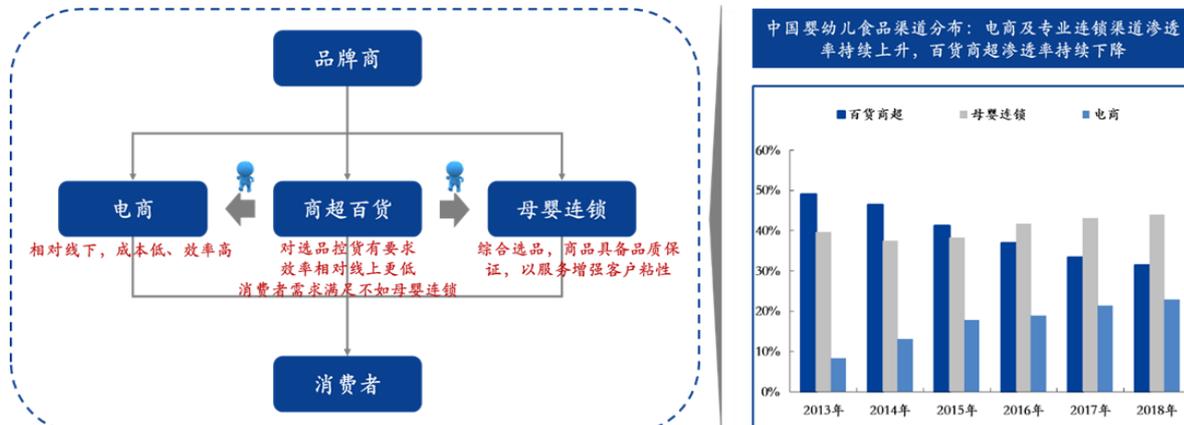
图表 34: 超市行业毛利率降低



资料来源: wind, 国盛证券研究所

线下连锁龙头仍具备有优势，随疫情扰动逐步控制、叠加价增影响，关注 2022 年低基数下修复。龙头商超在生鲜领域有着极高的渗透率，面对随机性强的疫情形势和封闭政策，供应链优势仍强：1) 采购规模。龙头超市布局全国采购网络，统采基础上灵活应变；2) 采购质量。龙头超市依靠自己的供应链优势以及发达的自有品牌，贯彻“抓品质，控成本”的主要原则；3) 运营效率。连锁门店的规模效应与自身仓储系统的构建大大降低了物流费用、提升运营效率。同样，母婴连锁长期价值仍存，其作为中游渠道为下游消费者提供信任背书并持续教育消费者，帮助上游品牌商持续获客。2021 年受疫情扰动基数较低，明年低基数下有望同比恢复，叠加生鲜等品类价增影响，建议关注。

图表 35: 线下渠道于上游品牌商具备获客及引流作用，于消费者具备教育功能及信任背书，母婴连锁渗透率持续提升



资料来源: 尼尔森、国盛证券研究所

图表 36: 线下连锁企业 2020 年有所承压, 当前部分龙头有所改善

	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
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. 投资建议

2021 年以来, 疫情扰动之下, 社服零售板块基本面受到一定影响, 龙头虽也面对挑战, 但整体积极应对, 且始终体现出更强能力; 分拆来看, 中高端更稳、大众消费端高性价比渠道及品类更受青睐。向后看, 预计消费增长低点巩固, 波动中恢复仍为主旋律, 价增贡献预计提升: 1) 一看成长确定性。国内消费线上化、跨境出海需求稳健增长、政策引导下的消费回流及对应人群消费升级仍然是大趋势, 互联网、跨境、免税等子行业仍具备较高成长性, 龙头出于现有优势积累, 有望穿越波动; 2) 二看龙头能力及修复弹性。一方面, 酒店、餐饮及茶饮、专业连锁板块兼具升级及下沉空间, 行业稳健增长, 虽增速相对前者较慢、且受疫情干扰较大, 但诸如锦江酒店、海伦司、九毛九、奈雪的茶、红旗连锁等龙头表现出明显优于行业的扩张性及恢复能力, 且对标海外市占率仍有较大提升可能, 有望逆势突围; 另一方面, 由于客流、消费力及竞争环境等多方面影响, 包含景区、超市在内的部分子板块当前受到压力更大, 但仍然不乏具备竞争优势龙头企业, 后续若疫情修复或行业竞争情况优化、叠加价增影响, 有望释放弹性。

2022 年, 板块建议围绕长期成长确定性及优质、修复标的布局。1) 重点推荐: 长期成长性好、当前估值仍然相对合理的优质龙头美团、安克创新、中国中免、锦江酒店、海伦司、红旗连锁; 2) 公司优质、基本面有望进一步改善的宋城演艺、孩子王、九毛九、首旅酒店、奈雪的茶; 3) 建议关注估值低位, 有望随疫情修复释放更大弹性的细分板块龙头及未来即将挂牌优质子赛道明星企业等。

图表 37: 重点标的估值表

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	280.7	-102	-379.2	81.9
300866.SZ	安克创新	买入	2.11	2.46	3.07	4.05	54.6	46.9	37.5	28.5
601888.SH	中国中免*	-	3.14	5.65	7.52	9.79	67.3	37.4	28.1	21.6
600754.SH	锦江酒店*	-	0.12	0.34	1.37	1.88	442.3	156.1	38.7	28.2
600258.SH	首旅酒店*	-	-0.5	0.36	1.04	1.36	-48.3	67.1	23.2	17.8
300144.SZ	宋城演艺*	-	-0.67	0.24	0.48	0.66	-20.9	58.3	29.1	21.2
9869.HK	海伦司*	-	0.07	0.13	0.47	0.85	199.7	107.5	29.7	16.4
9922.HK	九毛九*	-	0.09	0.32	0.5	0.72	190.2	53.5	34.2	23.8
2150.HK	奈雪的茶	买入	-0.12	-2.41	0.14	0.35	-80.4	-3.9	65.3	26.9
601933.SH	永辉超市*	-	0.19	-0.14	0.05	0.12	20.5	-27.9	78.0	32.5
603708.SH	家家悦*	-	0.70	0.50	0.61	0.73	20.9	29.2	23.9	20.0
002697.SZ	红旗连锁	买入	0.37	0.37	0.41	0.47	13.5	13.5	12.2	10.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: *采用 wind 一致预期, PE 采用 11 月 26 日收盘价

5. 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) 行业竞争大幅加剧: 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