

社会服务行业 2022 年度策略报告

关注边际改善&龙头市占率提升

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号
S1060520050001
YIYONGJIAN176@pingan.com.cn



平安观点：

- 酒店旅游行业：**1) 回顾 2021 年，酒店旅游行业受疫情影响明显，基本面尚未确定向上拐点。但是酒店行业股价表现较为稳健，截止到 12 月 2 日锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S 今年的涨跌幅分别为-1.16%、9.52%、-9.10%。主要逻辑在于行业供给出清超预期，行业的连锁化率及市场集中度提升，龙头市场格局预计能够长期受益。2) 展望 2022 年，随着疫苗接种率的提升和“特效药”的问世，酒店旅游行业有望迎来强势复苏。
- 餐饮行业：**1) 餐饮行业 2021 年是艰难的一年，一方面疫情影响了行业复苏，另外一方面以海底捞为主的龙头开店发展受挫，行业整体承压。2) 展望 2022 年，餐饮行业预计能够随着疫情缓和而有所复苏，行业指标如翻台率等均有希望迎来反弹，餐饮龙头具备业绩和估值双修复的可能。3) 餐饮行业连锁化率和消费升级空间巨大，在此背景下餐饮供应链具有较强的发展潜力。
- 教育行业：**1) 在“双减”等政策背景下，行业全方面承压，整体我们保持谨慎预期。2) 展望 2022 年，教育行业的机会主要在两个方面，一是教培机构的“触底反弹”，K9 教培业务确定将在 2021 年底剥离出清，行业龙头在“人力”和“物力”两方面依然具有强劲的基础，转型或者发展新业务有可能带来“触底反弹”的投资机会。二是非学历职教市场，目前国内高校毕业生规模持续创新高，以就业培训为目的的职教市场需求旺盛。
- 投资建议：**1) 酒店旅游行业逻辑是复苏反弹及行业集中度提升，推荐锦江酒店、华住集团-S、携程集团-S，建议关注同程艺龙。2) 餐饮行业逻辑为翻台率等核心指标复苏，关注海底捞、海伦司、九毛九。3) 教育行业“触底反弹”逻辑建议关注好未来、新东方、新东方在线；职教领域关注中公教育、中国东方教育。
- 风险提示：**1) 疫情反复，消费复苏不及预期；2) 行业核心指标的反弹不及预期；3) 行业竞争加剧；4) 行业政策变化；5) 中概股政策影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2021-12-03	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E		2023E
锦江酒店	600754	52.18	0.10	0.32	1.31	1.80	521.8	163.1	39.8	29.0	推荐
华住集团-S	1179.HK	25.59	-0.75	0.02	0.74	1.09	-34.1	1279.5	34.6	23.5	推荐
携程集团-S	9961.HK	182.65	-43.32	1.08	5.62	7.64	-4.2	169.1	32.5	23.9	推荐
海伦司	9869.HK	13.56	0.07	0.13	0.47	0.85	199.4	107.6	28.6	15.9	未评级
同程艺龙	0780.HK	13.90	0.15	0.36	0.48	0.70	92.7	38.6	29.0	19.9	未评级
海底捞	6862.HK	14.90	0.06	0.18	0.59	0.88	248.3	83.4	25.4	17.0	未评级
九毛九	9922.HK	12.71	0.09	0.32	0.50	0.72	141.2	39.3	25.2	17.6	未评级
新东方-S	9901.HK	12.75	0.20	0.21	0.22	0.11	63.8	60.1	57.5	113.3	未评级
中公教育	002607	9.12	0.37	0.14	0.36	0.50	24.6	67.1	25.3	18.3	未评级
中国东方教育	0667.HK	5.09	0.11	0.36	0.44	0.52	45.2	14.1	11.5	9.8	未评级

资料来源: wind, 平安证券研究所

备注: *海伦司、同程艺龙、海底捞、九毛九、新东方-S、中公教育、中国东方教育 EPS 使用的是 Wind 一致预期, 评级暂无。

正文目录

一、 酒旅行业：供给被动出清，期待复苏反弹	6
1.1 2021 市场回顾：酒店龙头股价逆市而涨，个股业绩持续波动	6
1.2 看好酒店复苏：行业受创但市场集中度提升，“三足鼎立”格局难打破	7
1.3 关注 OTA 修复机会：疫情导致短期受限，关注下沉市场增量及出境游回暖	10
二、 餐饮行业：短期承压，中长期大有可为	13
2.1 2021 年市场回顾：疫情反复致股价承压，整体业绩复苏缓慢	13
2.2 餐饮：市场+连锁化空间大，未来大有可为	15
2.3 关注餐饮上游：上游逐步标准化，掘金餐饮供应链	16
2.4 现制饮：第四餐属性凸显，市场竞争格局初现	17
三、 教育：紧密跟踪，关注边际改善	20
3.1 2021 年市场回顾：政策“压制”致股价低迷，K9 学科类教培业务大缩水	20
3.2 教培：剥离 K9 业务，积极转型	21
3.3 非学历职教：高校毕业生规模创新高，职教需求旺盛	22
四、 投资建议	23
五、 风险提示	23

图表目录

图表 1 2021 年酒店 II、餐饮旅游 HK 指数涨跌幅.....	6
图表 2 2021 年酒店和旅游行业重点关注个股涨跌幅.....	6
图表 3 2019Q1-2021Q3 携程及同城艺龙业绩.....	6
图表 4 2019Q1-2021Q3 锦江酒店、华住集团及首旅酒店业绩.....	7
图表 5 2000-2020 年中国酒店连锁化率进程.....	7
图表 6 2018-2020 年中国酒店业连锁化率.....	8
图表 7 2018-2020 年三大酒店集团市占率.....	8
图表 8 2019Q1-2021Q3 三大酒店 ADR 和 OCC 对比.....	8
图表 9 2019Q1-2021Q3 三大酒店 RevPAR 情况.....	8
图表 10 三家酒店集团 2019-2021 年前三季度新开店数对比.....	9
图表 11 2020 年中国十大酒店集团市占率(不含单体酒店、客房量口径).....	9
图表 12 2010Q1-2021Q2 华住集团 ADR、OCC、RevPA.....	10
图表 13 2019.1-2021.9 中国旅客周转量变动情况.....	10
图表 14 2020-2021 年节假日旅游较疫情前恢复情况.....	11
图表 15 2021 年国内外航空客运量较 19 年变动幅度(%).....	11
图表 16 全国新增 OTA 用户中三线及以下城市居民占比.....	11
图表 17 2019-2021Q3 同程艺龙用户活跃度和付费情况.....	11
图表 18 2018-2021Q3 同程艺龙注册&新增用户所处城市.....	12
图表 19 各国和地区新冠疫苗接种完成率(%).....	12
图表 20 国际旅行最新政策.....	13
图表 21 2021 年餐饮 II、餐饮旅游 HK 指数涨跌幅.....	14
图表 22 主要公司年初至今涨跌幅.....	14
图表 23 2019-2021H1 主要餐饮及产业链公司业绩增速(%).....	14
图表 24 2019-2021H1 主要餐饮公司翻台率/翻座率.....	14
图表 25 2017-2021M10 社零餐饮收入当月同比.....	15
图表 26 2019-2021H1 头部餐饮品牌门店净增情况.....	15
图表 27 2010-2025E 餐饮行业规模及增长率.....	错误!未定义书签。
图表 28 对标美国,我国餐饮连锁化率低(2010-2019).....	16
图表 29 餐饮产业链拆解及部分品牌梳理.....	16
图表 30 2014-2020 年我国冷链物流市场规模.....	17
图表 31 2018-2020 年我国连锁餐饮中央厨房渗透率.....	17
图表 32 2013-2024E 我国速冻食品市场规模及增长率.....	17
图表 33 新式茶饮消费者消费时间偏好集中于下午和晚上.....	18

图表 34 咖啡行业一级市场 2014-2021 年 9 月融资情况	18
图表 35 茶饮行业一级市场 2015-2021 年 6 月融资情况	18
图表 36 2015-2020 年现制茶饮店销售规模（十亿元）	19
图表 37 现制茶饮不同档次品牌分布	19
图表 38 现制茶饮品牌价格及门店分布情况（纵轴为门店数量，横轴为价格（元））	19
图表 39 2021 年（截止 12.2）中国教育指数涨跌幅	20
图表 40 2021 年教育行业涨幅靠前和跌幅靠后个股情况	20
图表 41 2018-2021Q3 几大教培机构营收同比变动情况	20
图表 42 各教培机构剥离 K9 业务的公告汇总	21
图表 43 各大教培机构业务转型方向	21
图表 44 各教培机构账面资金情况及市值对比	21
图表 45 2017-2023E 各类素质教育市场规模及增速	21
图表 46 全国普通高校招生和毕业生规模（1998-2020 年）	22
图表 47 考研报考&招生人数（2010-2021 年）	22
图表 48 国考招录、报名及参考人数（2011-2022）	23
图表 49 已披露省考招录规模情况（2018-2022）	23

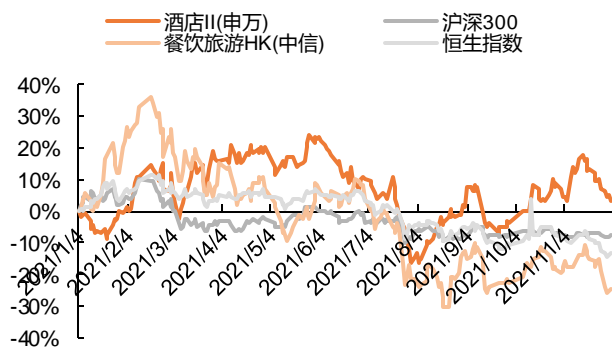
一、酒旅行业：供给被动出清，期待复苏反弹

1.1 2021 市场回顾：酒店龙头股价逆市而涨，个股业绩持续波动

年初至今(截止到 2021.12.2)，A 股方面，休闲服务跌幅约 22%，涨跌幅位于申万一级行业第二十七名，低于沪深 300 指数 15pcts；二级子行业中，酒店 II(申万)涨幅 3.17%，旅游综合 II(申万)跌幅 27.30%，分别位于申万二级行业指数的第 54 名和第 102 名。港股方面，恒生非必需性消费业涨幅 0.57%，高于恒生指数 13pcts；餐饮旅游 HK(中信)指数跌幅 24.98%，低于恒生指数 12pcts。

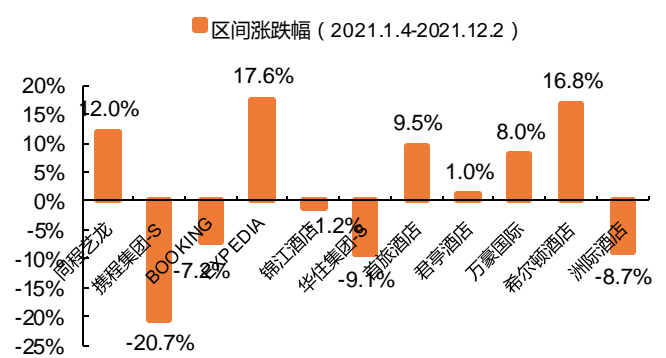
酒旅板块波动向上原因：1) 尽管国内外疫情反复扰动、多点散发，防疫管控和出行限制下，居民跨省出境活跃度受压制，但相较 2020 年有所恢复，呈波动性修复状态；2) 全球疫苗接种率上升、多国宣布开放国门等利好消息作用下，行业整体向阳而生，龙头企业上涨态势渐明朗。3) 疫情常态化，长尾型小酒店的出清力度加大，推动酒店连锁化和龙头市占率提升。

图表1 2021 年酒店 II、餐饮旅游 HK 指数涨跌幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 2021 年酒店和旅游行业重点关注个股涨跌幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

OTA 公司业绩回顾：1) 上半年疫情影响减弱，国内旅游市场复苏明显，特别是下沉市场修复速度更快，同期同程艺龙的数据反弹更明显。由于国内出入境依然受到严格管控，海外业务占比较高的携程复苏较慢。2) 下半年国内疫情扰动加大，包括北京、杭州、上海等酒店旅游重点区域，OTA 的业绩在 Q3 出现明显波动。

图表3 2019Q1-2021Q3 携程及同程艺龙业绩

公司	业绩指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
携程集团	营收(百万元)	8164.0	8691.0	10476.0	8335.0	4731.0	3159.0	5462.0	4964.0	4108.0	5890.0	--
	同比 2019 恢复率(%)	-	-	-	-	57.9%	36.3%	52.1%	59.6%	50.3%	67.8%	--
	净利润(百万元)	4613.0	-403.0	793.0	2008.0	-5353.0	-476.0	1578.0	1004.0	1780.0	-647.0	--
同程艺龙	营收(百万元)	1783.4	1590.9	2062.1	1956.5	1005.1	1200.1	1914.5	1812.9	1613.8	2137.9	1939.4
	同比 2019 恢复率(%)	-	-	-	-	56.4%	75.4%	92.8%	92.7%	90.5%	134.4%	94.1%
	净利润(百万元)	97.3	199.3	294.2	97.3	-55.6	54.7	247.7	80.8	169.6	291.4	231.3

资料来源：Wind，平安证券研究所

酒店端业绩回顾：1) 华住复苏显著要高于其他同行，二季度华住、首旅及锦江的营收恢复(对比 2019 年同期)分别为 125.5%、91.5%和 77.9%。2) 下半年业绩复苏受疫情影响而减缓，三季度华住、首旅及锦江的营收恢复(对比 2019 年同期)分别为 115.3%，70.6%和 74.6%。

图表4 2019Q1-2021Q3 锦江酒店、华住集团及首旅酒店业绩

公司	业绩指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
锦江酒店	营收(百万元)	3337.2	3805.7	4139.2	3816.9	2189.0	1901.0	2912.3	2895.3	2299.7	2962.8	3087.0
	同比2019恢复率(%)	-	-	-	-	65.6%	50.0%	70.4%	75.9%	68.9%	77.9%	74.6%
华住集团	营收(百万元)	2387.0	2859.0	3055.0	2910.0	2013.0	1953.0	3158.0	3071.0	2327.0	3587.0	3523.0
	同比2019恢复率(%)	-	-	-	-	84.3%	68.3%	103.4%	105.5%	97.5%	125.5%	115.3%
首旅酒店	营收(百万元)	1943.6	2046.8	2240.3	2080.4	800.7	1103.7	1671.9	1705.6	1271.2	1872.9	1581.9
	同比2019恢复率(%)	-	-	-	-	41.2%	53.9%	74.6%	82.0%	65.4%	91.5%	70.6%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

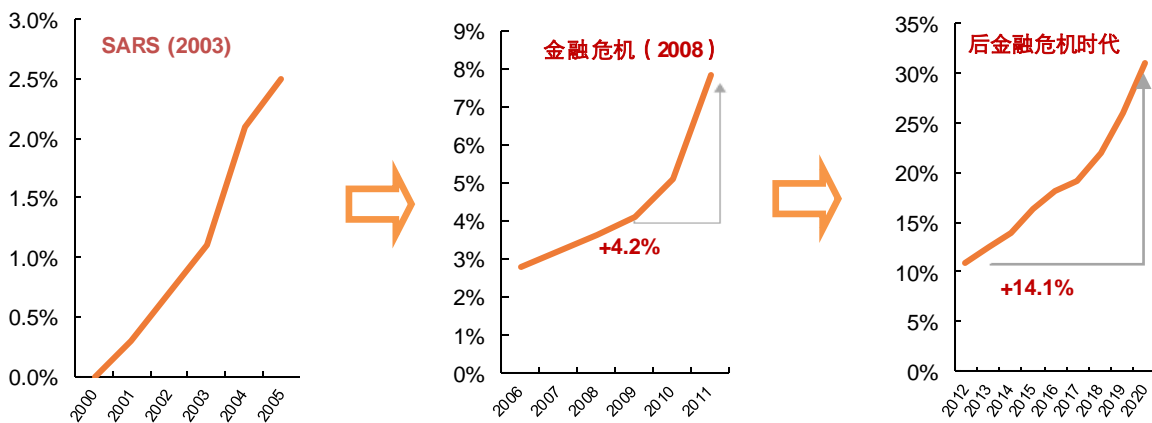
1.2 看好酒店复苏：行业受创但市场集中度提升，“三足鼎立”格局难打破

连锁化加速逻辑：危机后，高度依赖当地旅游业的单体酒店入住率难以突破 65%，在资金压力下呈阶段性出清；酒店集团触底反弹，行业实现连锁化率的跃迁，集中化趋势明朗。近年来，中国酒店连锁化率持续提高，已从 2010 年的 5.1% 升至 2020 年的 31%，参考美国高达 70% 的比率，仍有较大可提升空间。

历史经验回顾：2008 年金融危机后，中国酒店连锁化率加速上升，2012 年突破 10%；14-18 年酒店业转型期，引发收购潮，连锁化率突破 20%；2020 年疫情影响下，大量单体小酒店关停，连锁化率从 2018 年的 19% 提升至 2020 年的 31%。

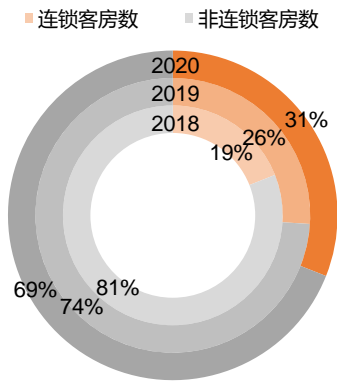
集中化趋势明朗：2020 年，我国共减少 229.4 万间酒店客房，而连锁酒店客房数却增长了 16.6 万间，根据中国饭店协会统计数据测算得，前 10 大连锁酒店集团市占率从 2019 年的 15.2% 升至 2020 年的 19.8%（客房量口径，含单体）。假设以连锁酒店客房量为总数，2018-2020 年 CR4 基本维持在 50% 左右，高度集中于头部酒店集团。

图表5 2000-2020 年中国酒店连锁化率进程



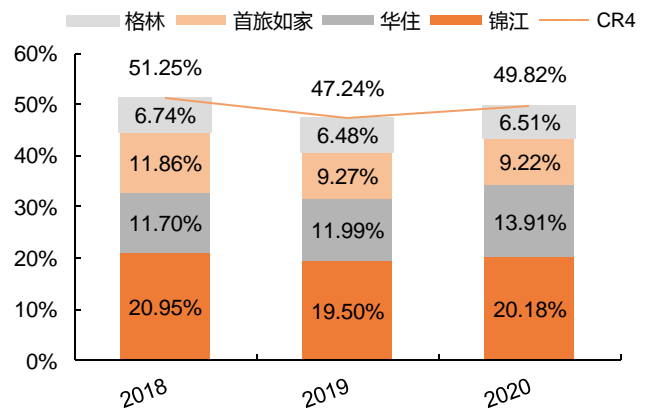
资料来源: 华住业绩展示稿, 平安证券研究所

图表6 2018-2020年中国酒店业连锁化率



资料来源：华住业绩展示稿，平安证券研究所

图表7 2018-2020年三大酒店集团市占率



资料来源：盈蝶咨询，平安证券研究所

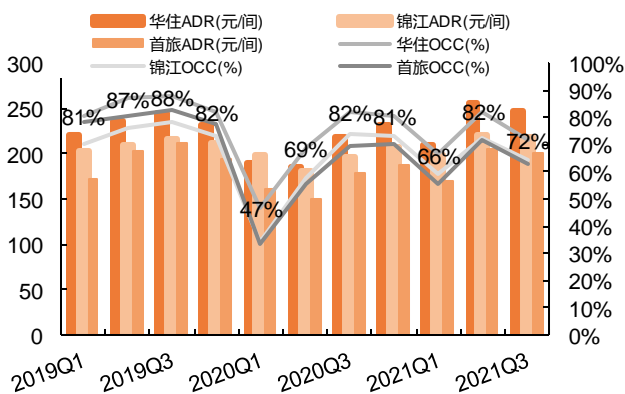
疫情缓和，龙头企业经营效率先恢复：

1) 当酒店ADR(客单价)同比增速优于Occ(入住率)时，RevPAR迎来新一波提升机会，且具一定刚性。2021Q2，华住、锦江、首旅的RevPAR分别恢复至19年同期的102%、100%、91%，营收分别恢复至19年同期的77.9%、124.9%、91.5%，三季度受到南京地区疫情影响有所回落，但长期来看，酒店住宿是商旅和长途游的刚需，安全性高的头部知名品牌修复速度更快、反弹机会更大。

2) 疫情下，三大酒店集团逆势加速拓店。2021Q1-Q3，锦江、华住、首旅新开酒店数分别达1266家、1093家、833家，净开店数分别为789家、677家、560家，处于历史新增开店高点；截至21Q3，三大集团总开业酒店家数分别达10195家、7466家、5455家。

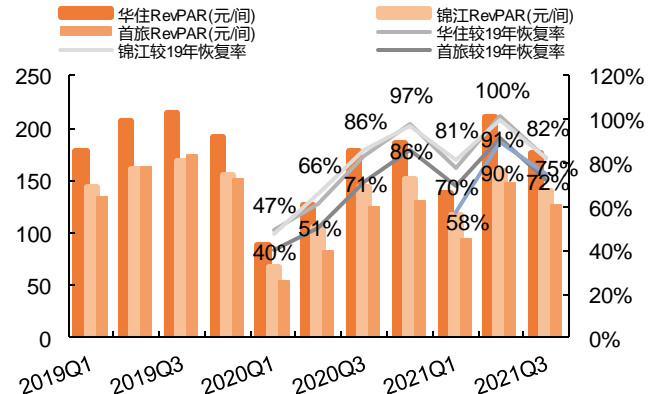
3) 战略上，三大集团巩固原有优势，探索新的方向。锦江继续强化中端酒店维也纳、麗枫的优势地位，同时以7天系为主，填补下沉市场空白点位；华住以经济型品牌汉庭等持续探索下沉市场，以全季为中高端主力加速渗透；首旅则以云系列和华驿等软品牌进军三四线城市。

图表8 2019Q1-2021Q3三大酒店ADR和OCC对比



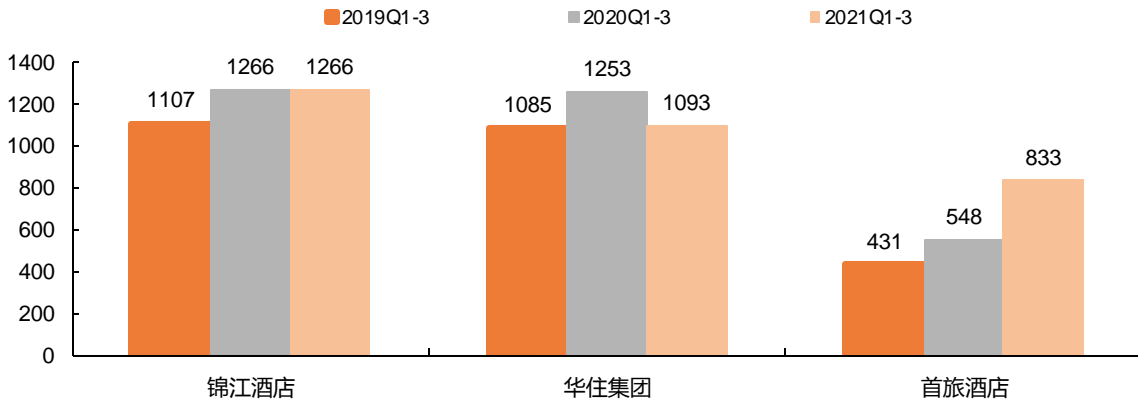
资料来源：各公司公告，平安证券研究所

图表9 2019Q1-2021Q3三大酒店RevPAR情况



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

图表10 三家酒店集团 2019-2021 年前三季度新开店数对比

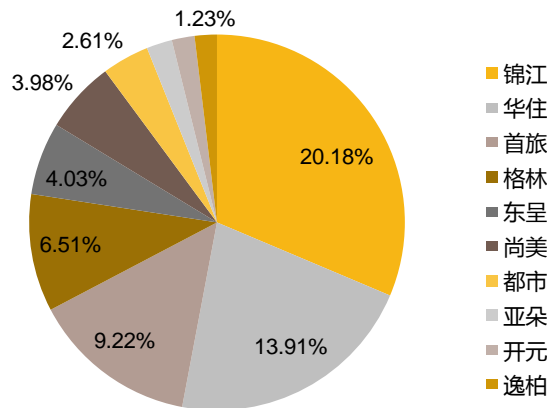


资料来源：各公司公告，平安证券研究所

“三足鼎立”格局难打破：

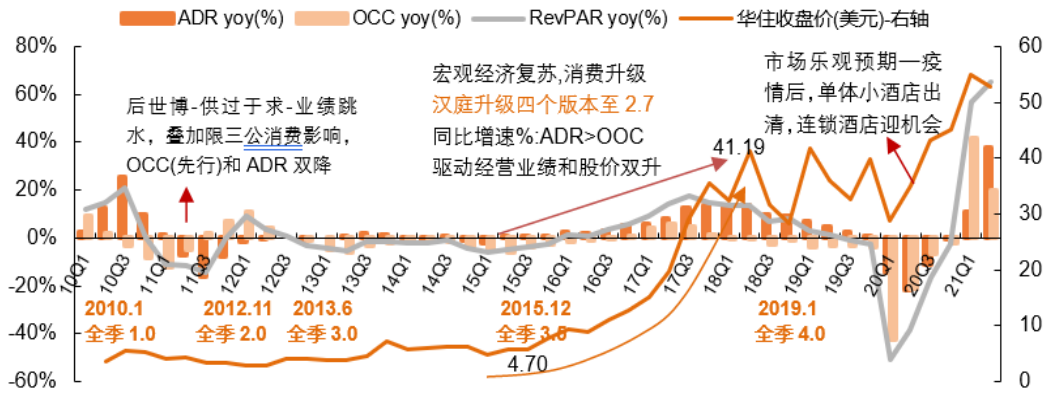
- 1) 跑马圈地的时代已过，规模壁垒成型。2020年中国十大酒店集团市占率达 64.35%，位列前三的锦江、华住和首旅分别占 20.2%、13.9%、9.2%，合计 49.82%（不含单体酒店、客房量口径）。经济型和中端连锁品牌中，规模第一的汉庭和维也纳领跑市场；
- 2) 空间上，头部酒店已高密度盘踞一二线、正加速开拓三四线城市。锦江深耕广州、深圳、成都、重庆、武汉等地，在东南地区具绝对优势；华住集中于长三角地带，以上海、浙江、江苏为起点蛛网式铺开；
- 3) 存量酒店的品牌已经较为丰富（锦江、华住、首旅旗下品牌数分别达 40+、20+、25+），覆盖经济型、中高端、度假型、主题型等各大赛道，新品牌冒头的机会较少，亚朵在规模和品类数上尚存一定差距，君亭、华天酒店的地方性特色较为浓郁；
- 4) 酒店业（特别是超 65%的经济型和近 20%的中端酒店）基本步入成熟期，进入存量竞争阶段，三大集团引领市场升级提价节奏。

图表11 2020 年中国十大酒店集团市占率(不含单体酒店、客房量口径)



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店业协会，平安证券研究所

图表12 2010Q1-2021Q2 华住集团 ADR、OCC、RevPA



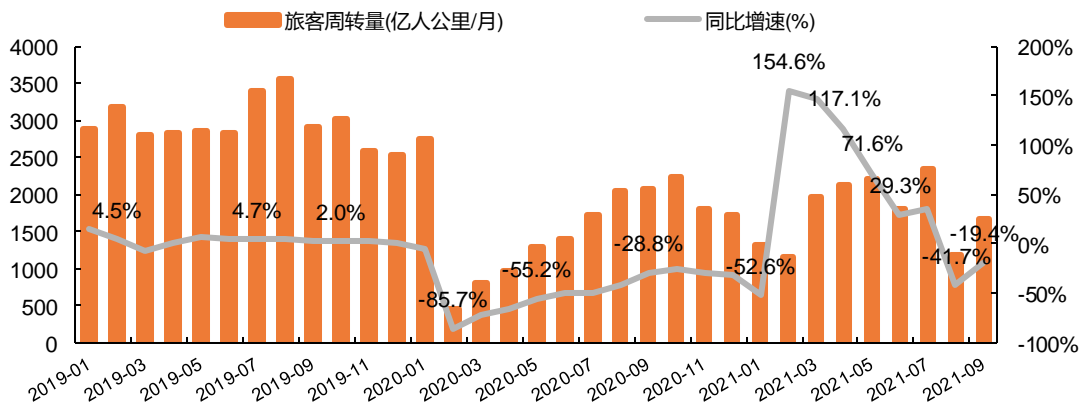
资料来源: Wind, 华住公司公告, 平安证券研究所

1.3 关注 OTA 修复机会: 疫情导致短期受限, 关注下沉市场增量及出境游回暖

疫情扰动, 旅客出行短期受限, 长期向好趋势:

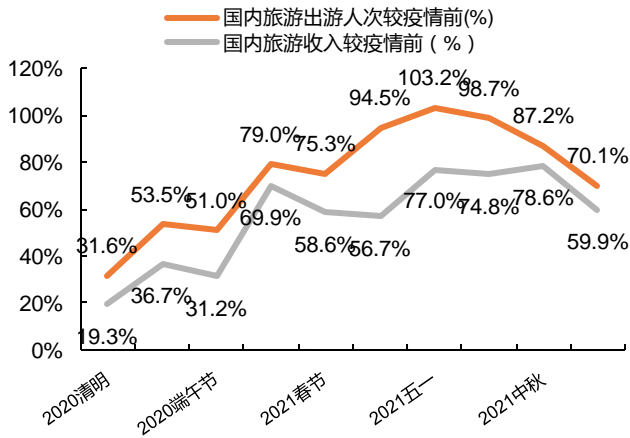
- 1) 国内旅客出游数据波动式修复:** 2021 上半年, 疫情合理管控, 酒旅数据加速回升, 五一期间出游人次超 19 年同期 3.2%; 三季度 Delta 新冠病毒扰动, 防疫政策收紧, 短期出行受限, 数据有所回落; 但防疫常态化下, 市场边际改善, 长期向上趋势。
- 2) 国内交通客运量情况:** 2021 年 1 月-9 月累计中国旅客周转量达 15774 亿人公里, yoy+16.8%, 恢复至 19 年同期的 58.0%; 2021.1-9 累计民航客运量达 3.53 亿人, yoy+25.9%, 恢复至 19 年同期的 71.1%。国内四月达到航空客运量增速高点, 较 19 年同期上升 11%。
- 3) 国际视角, 全球市场渐恢复:** 美国交通部和 ICAO 数据显示, 2021 下半年, 美国和欧洲的交通客运量及酒店入住率数据有明显的回暖迹象。2021 年 8 月, 欧洲航空客运量基本恢复至 19 年同期水平(98%), 美国酒店入住率恢复至 19 年同期的 91%, 向好趋势明朗, 预期将带动出境游复苏。

图表13 2019.1-2021.9 中国旅客周转量变动情况



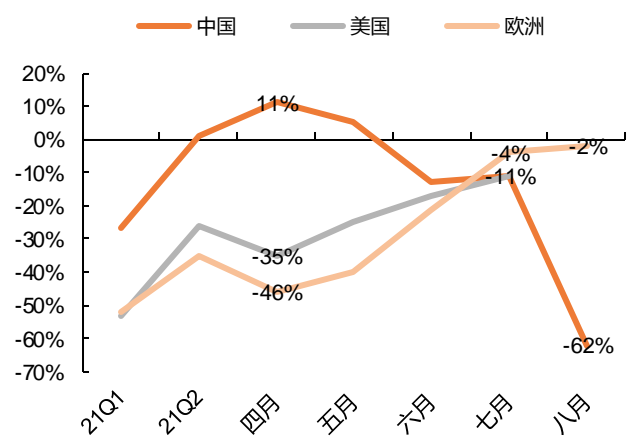
资料来源: Wind, 文旅部, 平安证券研究所

图表14 2020-2021年节假日旅游较疫情前恢复情况



资料来源：中航信，平安证券研究所

图表15 2021年国内外航空客运量较19年变动幅度(%)



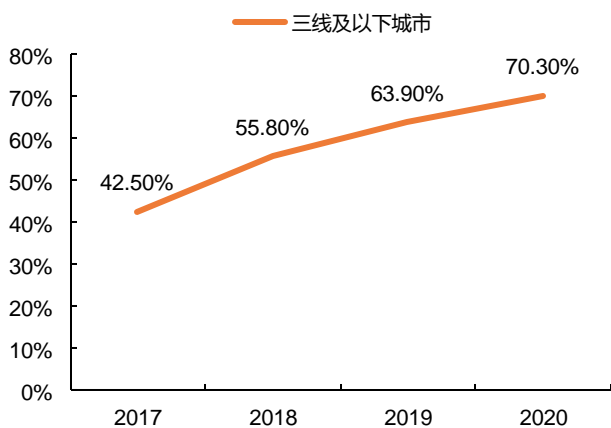
资料来源：美国交通部，国际民航组织(ICAO)，平安证券研究所

关注下沉市场消费潜力，挖掘增量空间：

1) 下沉市场具可挖掘空间：我国在线旅游业已从快速发展期逐渐步入成熟期，一二线城市在线旅游渗透率呈稳态，用户增速趋缓；而三线及以下城市处于渗透率提升、用户增长的高成长阶段，下沉市场用户规模在 OTA 平台的占比由 2017 年的 35.9% 上升至 2019 年的 46.1%，2020 年超 70% 新增 OTA 用户来自低线城市。疫后复苏期，汽车票和低线城市酒店预订量的反弹幅度明显更大。

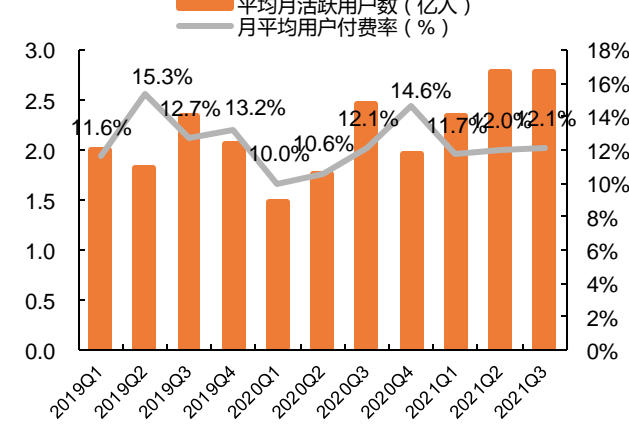
2) 同程艺龙是行业里最早意识到低线城市潜力，并进行深度布局的玩家。截至 2021Q3，公司非一线城市的注册用户占同程总注册用户的 86.8%，微信平台上的新增付费用户超 60% 来自中国三线及以下城市。2021 年 Q3 同程预订平台上，国内酒店间夜量相比 2019 年同期增长约 25%，其中低线城市增长近 45%；汽车票预订业务持续渗透入低线城市（2021Q3 覆盖汽车线路超 40 万条），销量同比 19 年增长近 250%。21Q3 同程实现营收 19.4 亿元(yoy+1.3%)，较 19 年同期-5.9%；经调整净利润 3.5 亿元(yoy-5.6%)。

图表16 全国新增 OTA 用户中三线及以下城市居民占比



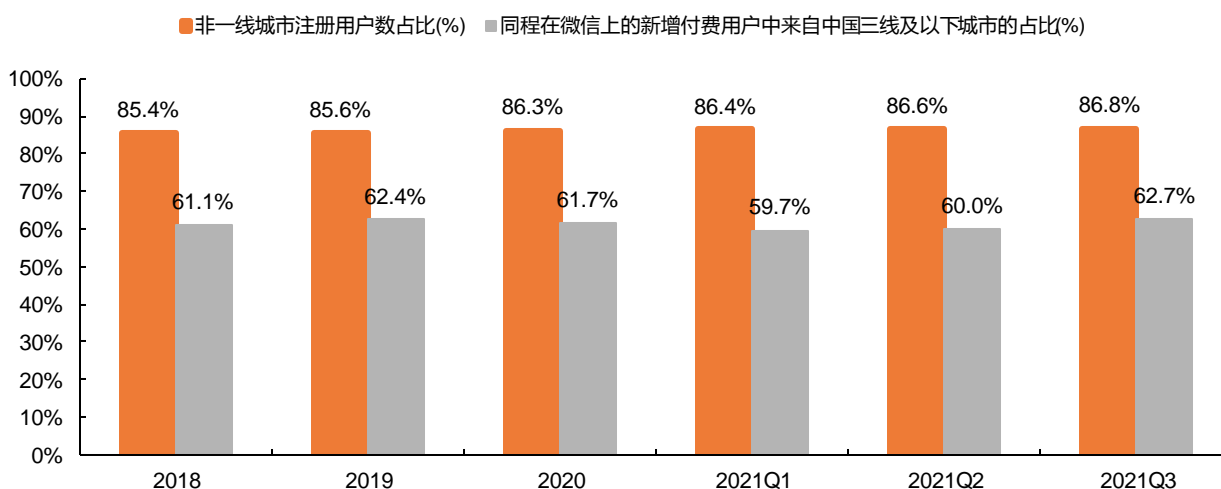
资料来源：易观，平安证券研究所

图表17 2019-2021Q3 同程艺龙用户活跃度和付费情况



资料来源：同程艺龙公司公告，平安证券研究所

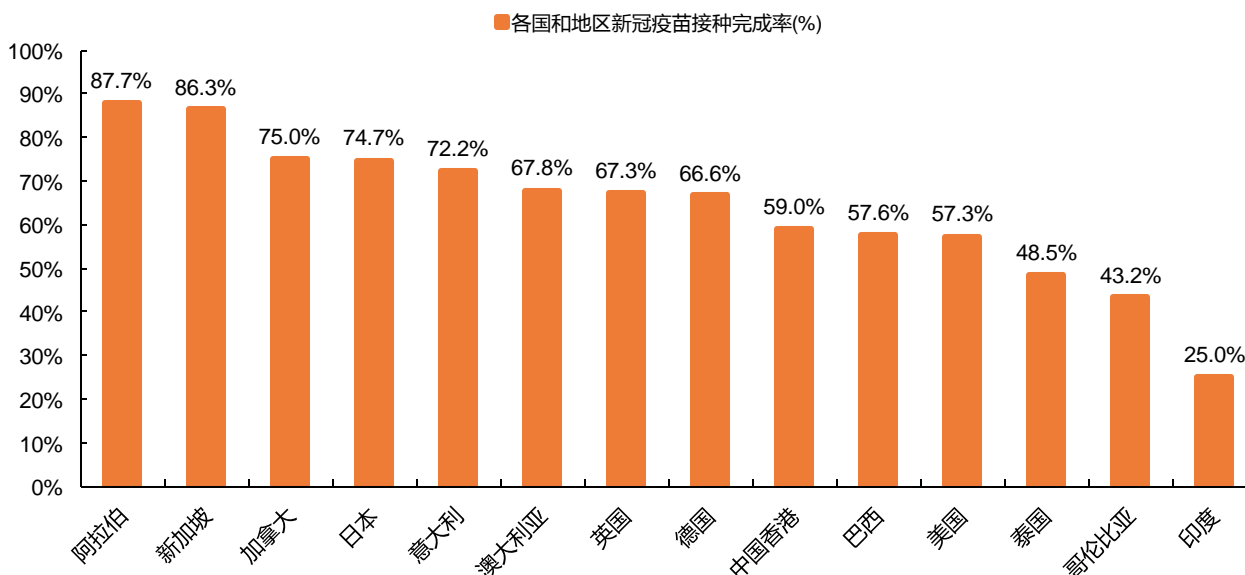
图表18 2018-2021Q3 同程艺龙注册&新增用户所处城市



资料来源：同程艺龙公司公告，平安证券研究所

全球疫苗接种率持续上升，出境游有望回暖。截至 2021.11.10，全球累计接种新冠疫苗 73.4 亿剂，各国平均疫苗接种完成率约 40%，我国到年底疫苗接种率有可能达到 80%以上。随着各国疫苗接种率上升，出境相关的利好政策频出：英美已全面开放国际旅行，泰国、阿根廷恢复对国际游客开放，以色列允许游客有条件入境，日本拟放宽入境限制。

图表19 各国和地区新冠疫苗接种完成率(%)



资料来源：Our World in Data，平安证券研究所

*数据更新时间：2021.11.10

图表20 国际旅行最新政策

国家	国际旅行最新政策
美国	11月8日,向来自33个国家的完全接种美国或世卫组织认可的新冠疫苗的国际旅客重新开放边境,可直接入境美国,无须经过隔离。
英国	宣布承认中国疫苗,完全接种疫苗人士入境英国无需隔离
加拿大	在入境前14天以上接种政府承认的疫苗,无论何种访问目的均可入境。
澳大利亚	11月起重开边境,允许已接种TGA认可疫苗的澳人入境。中国科兴疫苗、中国国药疫苗已被TGA承认了安全有效性。
泰国	11月1日起,面向境外游客开放含首都曼谷的17个旅游地,并对来自中国、马来西亚等63个国家和地区的游客实施免隔离入境政策。
日本	开放短期商务目的和留学生、技能实习生入境,旅游暂缓
其他	阿根廷恢复对国际游客开放;以色列允许游客有条件入境

资料来源: 华闻周刊, 平安证券研究所

重点关注国内 OTA 龙头 携程集团: 中国在线旅游业呈高集中度特征, 2020 年携程系市占率约达 58%, 占据市场超半数份额, 具绝对的规模优势。预期公司中长期 GMV 和营收稳中向上: 1) 疫情加速旅游业交易线上化; 2) 各国出入境限制和国际旅游的逐步放开, 对于疫情前约 33% 收入来自国际业务的携程集团(疫情期间大约在 5%-10%), 带来的营收反弹空间明显更大。携程旗下的国际品牌天巡和 Trip.com 已出现快速的环比增长, 欧洲和亚太地区机票预订量合计占全球总量的 60%, 未来增长潜力巨大。

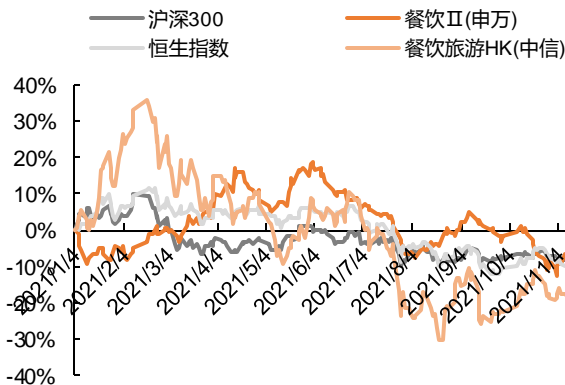
二、 餐饮行业: 短期承压, 中长期大有可为

2.1 2021 年市场回顾: 疫情反复致股价承压, 整体业绩复苏缓慢

截止统计日(12月2日), A股方面, 餐饮 II(申万)指数年初至今涨跌幅为-3.65%, 跑赢沪深 300 指数 3.16pcts, 其所属休闲服务行业对比申万 28 个一级行业来看, 跌幅居于第二。港股方面, 餐饮旅游 HK(中信指数)年初至今涨跌幅为-24.98%, 跑输恒生指数 12.34pcts, 对比中信港股通 30 个指数来看, 跌幅居于第二。

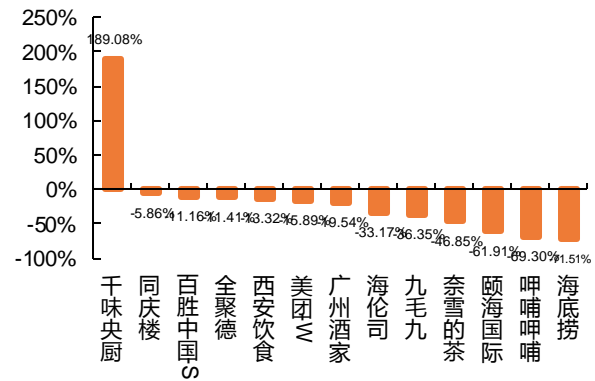
餐饮板块表现不佳原因: (1) 作为可选消费行业, 疫情反复导致客流仍未恢复, 餐饮消费整体尚不明朗, 不确定性高。(2) 餐饮行业租金人力等固定成本高, 经营数据下降对利润造成严重侵蚀。(3) 2020 年下半年国内疫情较快得到控制, 市场预期将出现报复性消费, 乐观情绪导致前期估值较高; 2021 年以来以海底捞为主的龙头开店发展受挫打破过去“持续高效率下拓店增长”逻辑, 估值下挫明显。

图表21 2021年餐饮II、餐饮旅游HK指数涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 主要公司年初至今涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

行业公司整体业绩复苏缓慢。从餐饮及其产业链公司业绩恢复情况来看，2020年餐饮行业受到重创，2021年受本土疫情反复影响，尽管业绩在2020年基础上有所增长，但仍不及预期。

图表23 2019-2021H1 主要餐饮及产业链公司业绩增速 (%)

	2019H1		2019		2020H1		2020		2021H1	
	营收	归母净利润	营收	归母净利润	营收	归母净利润	营收	归母净利润	营收	归母净利润
颐海国际	65.16%	46.47%	59.83%	38.79%	33.83%	47.55%	25.07%	23.18%	18.79%	-12.55%
千味央厨	—	—	26.82%	26.32%	—	—	6.20%	3.33%	54.80%	50.51%
海底捞	59.32%	40.92%	56.60%	42.44%	-16.44%	-205.88%	7.83%	-86.81%	105.92%	109.80%
呷哺呷哺	27.32%	-21.65%	27.35%	-37.71%	-28.86%	-255.41%	-9.36%	-99.36%	58.21%	80.42%
九毛九	41.47%	80.95%	41.93%	136.06%	-23.25%	-192.80%	1.02%	-24.54%	112.90%	316.57%
百胜中国-S	3.24%	-7.19%	4.29%	0.71%	-17.43%	-51.50%	-5.85%	9.96%	36.98%	111.86%
广州酒家	20.22%	10.19%	19.38%	0.06%	-0.84%	-82.28%	8.54%	20.69%	30.63%	228.89%
同庆楼	—	—	-1.78%	-1.35%	-36.07%	-28.36%	-11.41%	-6.32%	68.22%	-11.08%
全聚德	-13.43%	-58.51%	-11.87%	-38.90%	-58.77%	-559.83%	-49.99%	-686.77%	53.37%	71.40%
西安饮食	3.05%	-705.85%	0.89%	-597.91%	-50.76%	-323.22%	-17.90%	119.11%	97.56%	11.72%
海伦司	—	—	391.95%	712.99%	—	—	44.82%	-11.45%	303.65%	-34.06%
奈雪的茶	—	—	130.17%	41.59%	—	—	22.21%	-423.66%	80.24%	-5,702.26%
美团-W	58.73%	98.07%	49.58%	101.94%	-0.96%	213.90%	17.66%	110.31%	94.75%	-1,399.41%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

头部公司各餐饮品牌经营表现出现分化。2021年以来疫情反复，客流受限，各品牌客单价整体保持稳定，而翻台率恢复出现分化：海底捞受新店拖累 2021H1 仅恢复至 2019 年同期的六成，2021H1 九毛九及太二恢复相对领先，达到 19 年 7 成水平，呷哺呷哺仍面临管理问题，处于调整阶段。

图表24 2019-2021H1 主要餐饮公司或品牌翻台率/翻座率

品牌	业绩指标	2019H1	2019	2020H1	2020	2021H1
海底捞	翻台率 (次/天)	4.8	4.8	3.3	3.5	3.0
	同比 2019 恢复率 (%)	—	—	68.75%	72.92%	62.50%
	客单价 (元)	104.4	105.2	112.8	110.1	107.3
太二	翻座率 (次/天)	4.9	4.8	3.4	3.8	3.7
	同比 2019 恢复率 (%)	—	—	69.39%	79.17%	75.51%
	客单价 (元)	75	75	77	79	79

九毛九	翻座率(次/天)	2.3	2.3	1.3	1.7	1.8
	同比2019恢复率(%)	—	—	56.52%	73.91%	78.26%
呷哺呷哺	客单价(元)	56	58	61	60	59
	翻座率(次/天)	2.4	2.6	1.8	2.3	2.3
呷哺呷哺	同比2019恢复率(%)	—	—	75.00%	88.46%	95.83%
	客单价(元)	57.4	55.8	63.3	62.3	62.2
凑凑	翻台率(次/天)	3.0	2.9	1.9	2.5	2.6
	同比2019恢复率(%)	—	—	63.33%	86.21%	86.67%
	客单价(元)	—	131.5	141.0	126.6	136.2

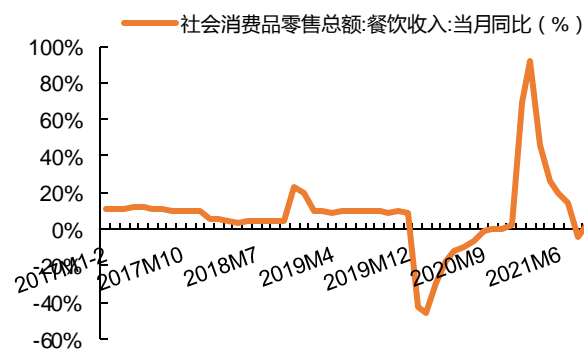
资料来源:各公司公告,平安证券研究所

注:海底捞、凑凑为翻台率,太二、九毛九、呷哺呷哺为翻坐率;凑凑翻台率数据口径自2020年报做出修改,按修改后口径数据计算;“—”表示无数据或无可比数据。

餐饮消费仍未恢复。2017-19年社零餐饮同比增速维持在9.25%的平均水平,而2021年整体复苏缓慢,尤其是1-2月仍未恢复至2019年同期水平,3-7月虽在2020年基础上增速较高,但复合增速(2019-21年)维持在1%-3%之间,8月受疫情汛情叠加影响同比增速仅为-4.5%,9-10月同比增速在2-3%左右,远不及2017-19年水平。疫情管控严格,聚会等社交活动受限,客流仍未恢复。

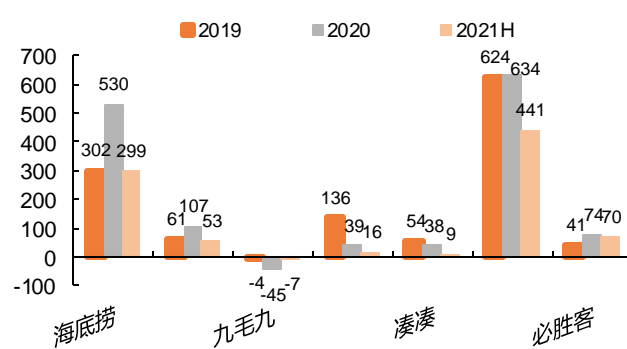
市场估值回归理性,关注经营数据恢复情况,紧盯边际改善。头部餐饮品牌大多维持开店节奏,疫情反复导致门店经营数据恢复疲软,也使得市场对于以海底捞为主的头部连锁企业“持续高效率下拓店增长”这一增长逻辑产生质疑,估值下挫明显。随着前期高估值压力释放,未来疫情逐步得到控制,重点关注餐饮客流逐步恢复带来的行业经营数据边际改善及行业景气度提升。

图表25 2017-2021M10 社零餐饮收入当月同比



资料来源:国家统计局,平安证券研究所

图表26 2019-2021H1 头部餐饮品牌门店净增情况



资料来源:各公司公告,平安证券研究所

2.2 餐饮: 市场+连锁化空间大, 未来大有可为

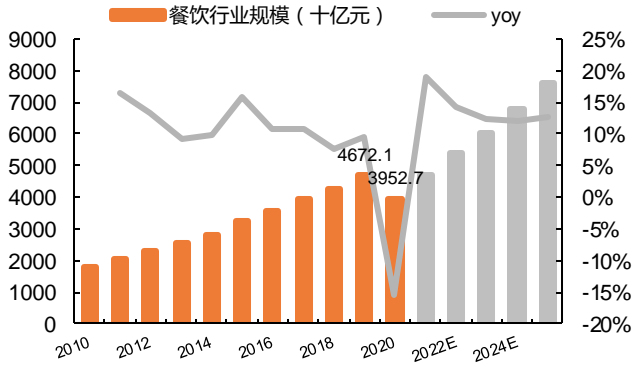
餐饮万亿级市场规模, 行业持续增长。根据国家统计局数据, 中国餐饮市场规模2019年达到4.67万亿元, 2020年受新冠疫情影响, 回落至3.95万亿元, 但市场韧性强。未来城镇化率不断提高、居民收入水平上升带动消费者外出就餐消费提升, 市场长期来看依旧向好。

目前连锁化率低, 可提升空间大。受中餐菜系丰富、依赖厨师水平、制作流程标准化难度高、引入连锁管理模式时间不长等因素影响, 我国餐饮连锁化率相对较低, 根据欧睿数据2019年连锁化率仅达10.3%, 对标美国成熟餐饮市场2019年54.3%的连锁化率水平提升空间大。

疫后市场集中度有望进一步提升, 连锁进入加速期。疫情加速行业洗牌, 中小餐企出清, 疫后消费者对于品牌、安全要求逐

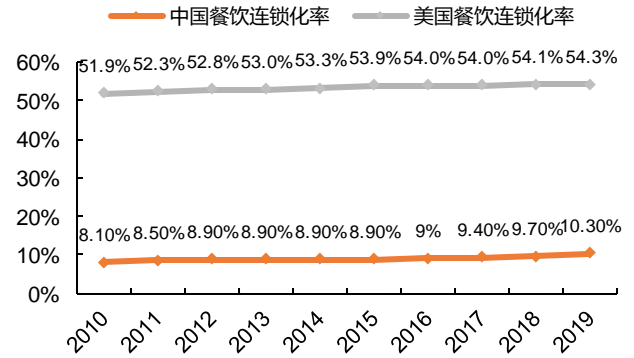
步提升，且成本压力倒逼餐企提升效率，标准化、连锁化发展是大势所趋，根据《中国餐饮大数据 2021》报告，2020年较2019年我国餐饮连锁化率提升 1.7pcts。连锁餐企中九毛九（单店模型优异，恢复水平领先，多元品牌发展潜力大）、海底捞（持续关注闭店重整及内部变革带来的业绩恢复效果）、百胜中国（快餐品类优势大，KFC、必胜客品牌势能强劲）是连锁餐饮行业中品牌势能强的龙头企业。

图表27 2010-2025E 餐饮行业规模及增长率



资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，平安证券研究所

图表28 对标美国，我国餐饮连锁化率低（2010-2019）



资料来源：欧睿，平安证券研究所

2.3 关注餐饮上游：上游逐步标准化，掘金餐饮供应链

餐饮产业链包括从生产种植到消费者的整个过程，上游餐饮供应链包含生产种植、食品加工制造、采购批发、仓储物流等环节，下游包含与消费场景相关的各个环节。

图表29 餐饮产业链拆解及部分品牌梳理

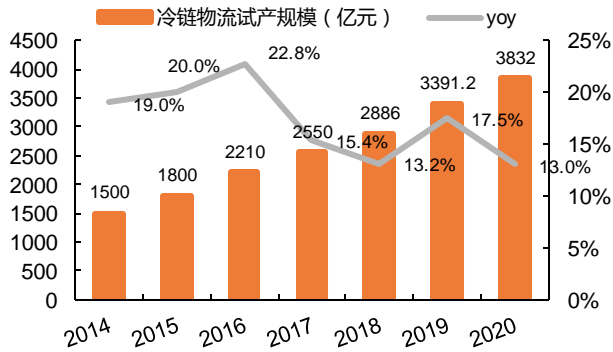


资料来源：亿欧，平安证券研究所

餐饮连锁化时代+冷链物流及信息技术逐步成熟，上游餐饮供应链逐步标准化、规模化发展。连锁化发展对餐企在食品安全、成本管控、效率提升、口味稳定等各方面都有着更高的要求。过去采购环节一直以批发、分销、餐企单独采买为主，存在成

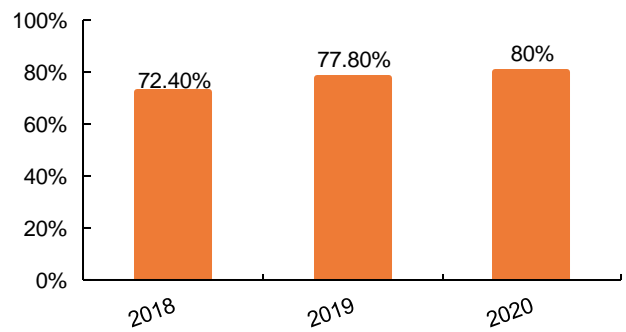
本高、效率低、溯源困难等问题，而且农产品及半成品食材运输过程中往往会存在较高的损耗率。我国冷链物流技术发展逐步成熟，2020年市场规模达3832亿，同时信息技术发展有利于整合需求及配送环节，提升供应链服务效率。在这一背景下，餐饮供应链企业更容易的做到集中采购、统一加工、便捷质检，具备质量安全和口味标准化优势，通过规模化和标准化进一步降低生产和配送成本，满足连锁餐企需求。供应链标准化、规模化将成为未来发展方向。

图表30 2014-2020年我国冷链物流市场规模



资料来源：中物冷链委，平安证券研究所

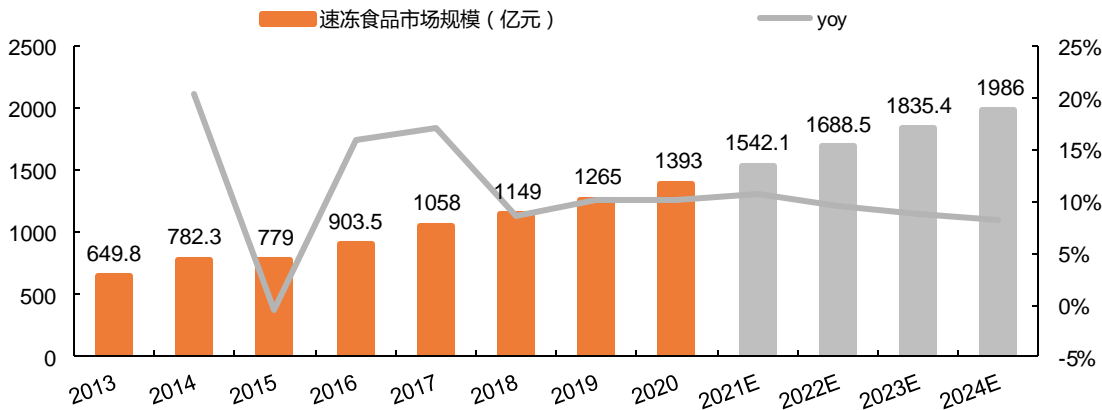
图表31 2018-2020年我国连锁餐饮中央厨房渗透率



资料来源：中研普华产业研究院，平安证券研究所

中央厨房渗透率逐年提升，速冻食品赛道快速发展。根据中研普华产业研究院数据，2018-2020年我国规模以上连锁餐饮中央厨房渗透率持续提升，2020年达80%。根据艾媒咨询数据，我国速冻食品市场发展迅速，至2020年已达1393亿元，且提升空间大，受餐饮连锁化发展，冷链技术驱动，生活加快等因素影响，未来预计保持增长态势。

图表32 2013-2024E我国速冻食品市场规模及增长率



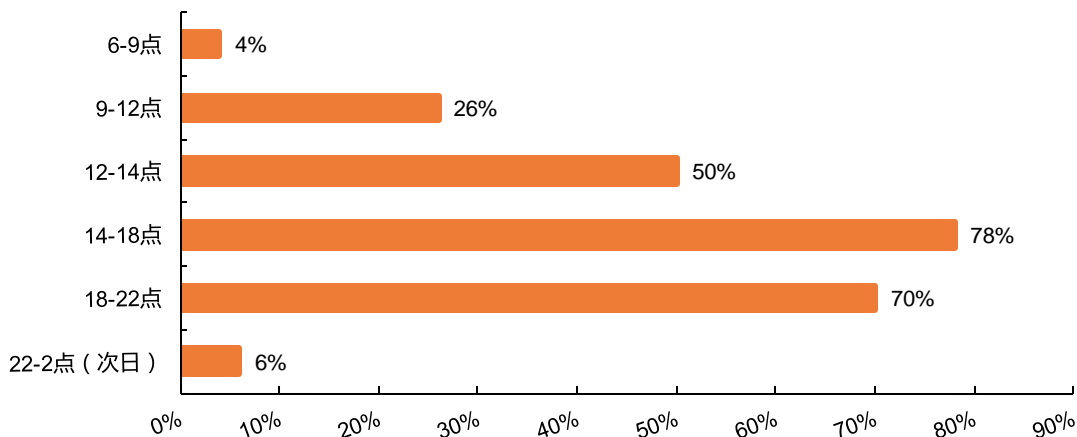
资料来源：艾媒咨询，平安证券研究所

2.4 现制饮：第四餐属性凸显，市场竞争格局初现

解决能量补给需求，消费场景丰富，现制饮品第四餐属性凸显。第四餐具有体轻量、更方便、更灵活的特点，例如办公室下午茶场景、晚餐后加餐场景。(1) 现制饮品往往与牛奶、水果等结合，大多数含有糖分，满足能量补给的需求。(2) 可以和欧包、小食搭配，也可以佐餐，食用场景丰富，而且现制饮品企业也纷纷开发烘焙业务并附带零售属性，使饮品店兼备烘焙甜品店、零食店等功能，各时间段均有客流，减少对高峰时段的依靠。下午及晚上是现制茶饮消费高峰期，说明现制饮品的“第四餐”属性已凸显。随着生活节奏加快，工作压力增加，年轻人有时不能规律地吃饭，“第四餐”能量补给和加餐需求

为现制饮品行业发展提供动力。

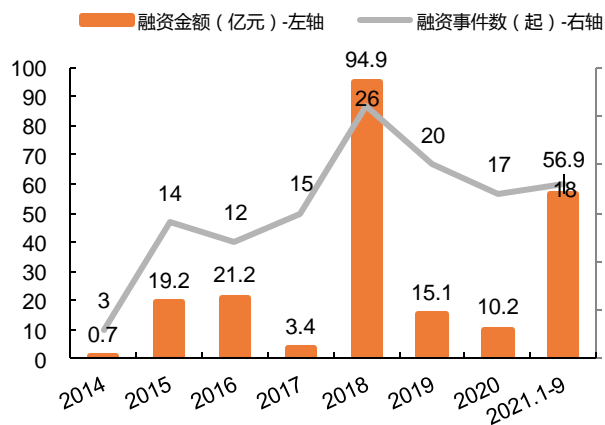
图表33 新式茶饮消费者消费时间偏好集中于下午和晚上



资料来源: 36氪, 平安证券研究所

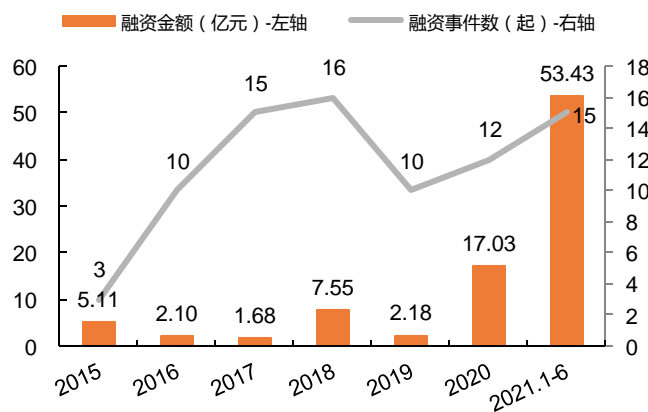
近年来茶饮、咖啡市场发展火热。消费者对现制茶饮、咖啡消费逐步形成习惯, 茶饮、咖啡等现制饮品赛道一级市场融资活跃、品类创新速度持续提升, 门店经营模型不断优化, 有望出现具备竞争优势的头部品牌。

图表34 咖啡行业一级市场 2014-2021年9月融资情况



资料来源: IT 桔子、前瞻产业研究院, 平安证券研究所

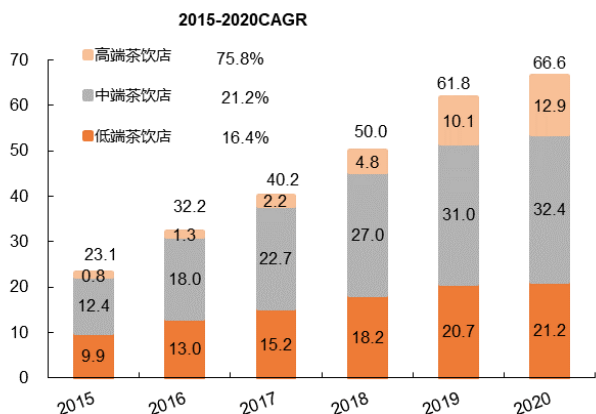
图表35 茶饮行业一级市场 2015-2021年6月融资情况



资料来源: 企查查, 平安证券研究所

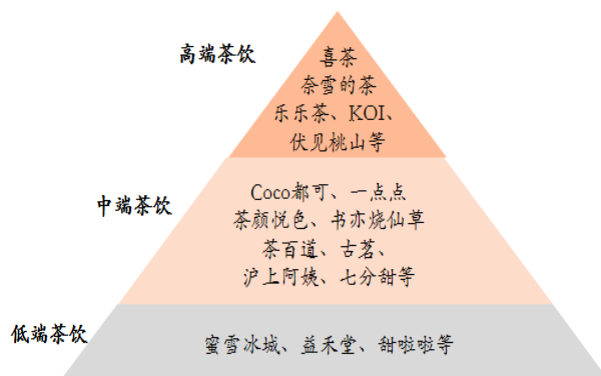
国内消费市场分层, 现制茶饮也按价格档次划分为三挡, 不同价格带错位竞争。1) 高端茶饮市场: 产品价格带位于 20 元以上, 以直营为主, 市场增速最快, 格局相对稳定, CR5 达 58.3%, 喜茶、奈雪市场份额领先, 品牌力初步形成; 2) 中端茶饮市场: 价格介于 10-20 元, 市场占比最高, 以加盟为主, 主要玩家有 CoCo/书亦烧仙草/古茗/茶百道/茶颜悦色/一点点/沪上阿姨等 10 余个品牌, 新品牌迭出, 市场竞争极为激烈; 3) 低端茶饮市场: 价格低于 10 元, 以加盟为主, 低价格使低端茶饮拓店天花板相对较高, 蜜雪冰城一家独大, 门店数过万。

图表36 2015-2020年现制茶饮店销售规模（十亿元）



资料来源：灼识咨询，平安证券研究所

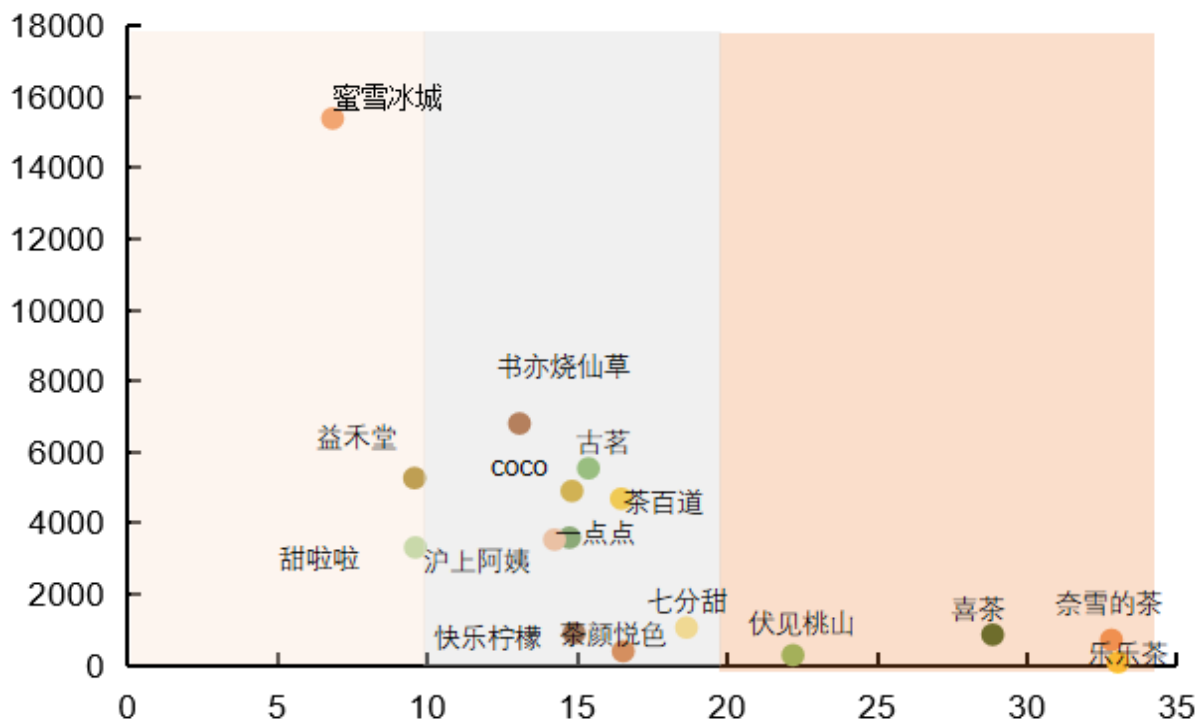
图表37 现制茶饮不同档次品牌分布



资料来源：平安证券研究所

高端市场和低端市场集中度相对高，已出现具备竞争优势的企业。目前处于门店扩张期，品牌力持续提升，及拓店天花板较高运营能力强的两类现制茶饮品牌已经具备竞争优势，分别是：喜茶、奈雪的茶（产品力、运营能力、品牌力均较强，仍处于门店扩张期的高端龙头）、蜜雪冰城（拓店天花板高，实现供应链闭环，成本管控力强，A股IPO已辅导备案）。

图表38 现制茶饮品牌价格及门店分布情况（纵轴为门店数量，横轴为价格（元））



资料来源：窄门餐眼（门店数据截至2021年11月），平安证券研究所

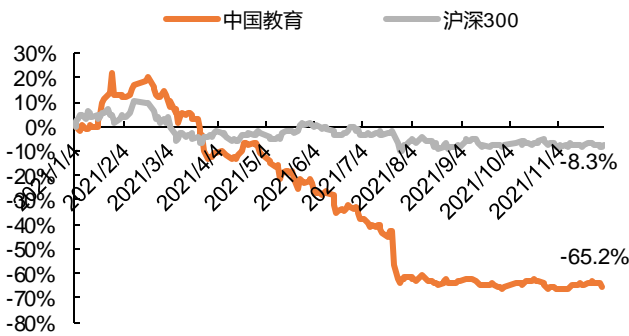
三、教育：紧密跟踪，关注边际改善

3.1 2021 年市场回顾：政策“压制”致股价低迷，K9 学科类教培业务大缩水

截止到统计日（12月2日），中国教育指数（全球范围内中国教育上市公司）2021年跌幅达66.81%，低于沪深300指数60pcts。

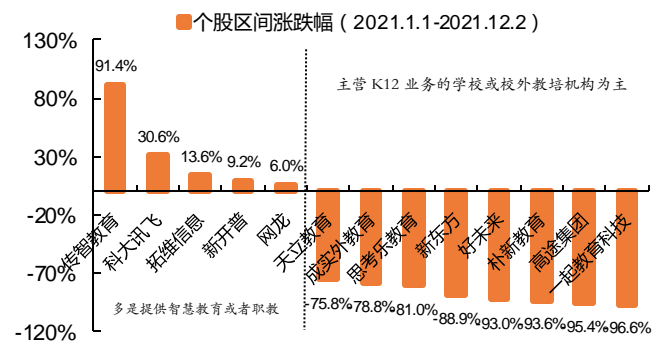
教育板块跌幅较大原因：1) 今年7月下旬，国家正式颁布“双减”政策，学科类培训被禁，各地陆续发布“双减”政策细则，规定“学科类培训机构一律不得上市融资”、“上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构”等，在此背景下，资本“逃离”教培行业的趋势加剧；2) K12 行业内机构在政策“高压”下，大范围裁员潮、倒闭或者跑路潮来袭，包括线上语言类培训也出现大幅缩水；3) 高教板块成长逻辑局限，整体估值水平有限。

图表39 2021年（截止12.2）中国教育指数涨跌幅



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表40 2021年教育行业涨幅靠前和跌幅靠后个股情况

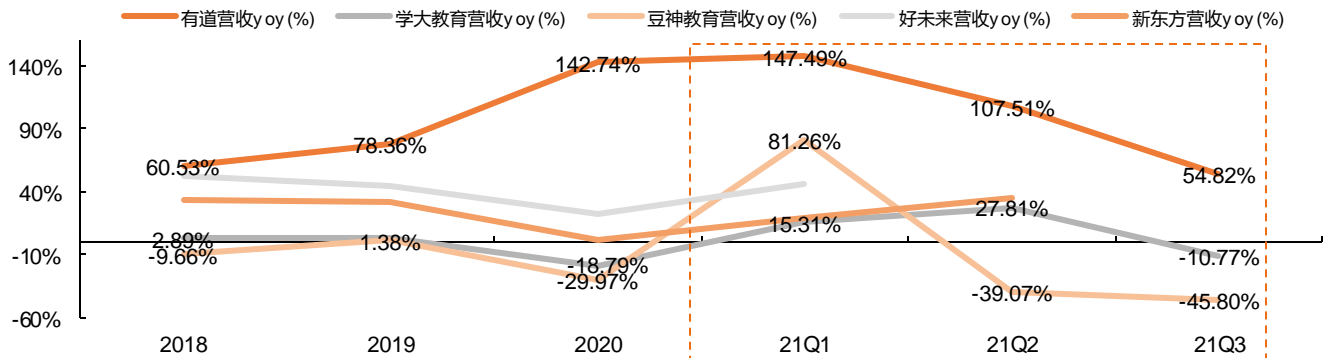


资料来源：Wind，平安证券研究所

今年上半年，虽然“双减”政策风声四起，但教培行业实际业务仍在开展，业绩呈现较好的恢复态势。在线教育加速市场整合，龙头企业以低成本获得巨大流量，业绩呈较快的增长；部分地区受制于财政压力和教育资源不足，对民办 K12 学校依然持欢迎和开放态度；新东方、好未来等教培巨头有品牌效应，业绩稳健增长。

下半年，“双减”政策正式颁布，教培行业受重创，各大机构逐渐下架 K9 阶段学科类校外培训课程，预计 2021-22 年业绩将会出现大幅缩减。从已披露的教培企业网易有道三季报数据来看，21Q3 销售额同比下降 33.9%至 6.32 亿，其中，义务教育阶段学科培训业务销售额和付费人次均同比下降近 70%。除 K12 教育以外的其他非学历类素质教育和职教受政策担忧情绪波及，叠加疫情影响，短期难恢复，长期等待其他赛道机会。双减后，对于提供 AI 智慧教育服务的平台利好：科大讯飞 2021Q3 营收达 45.5 亿元，yoy+55%。

图表41 2018-2021Q3 几大教培机构营收同比变动情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 教培：剥离 K9 业务，积极转型

剥离 K9 业务：“双减”政策持续落地，好未来、新东方、有道、学大、高途等均宣布即将在 12 月 31 日终止 K9 学科类培训业务，巨人教育、华尔街英语等机构陆续出现倒闭、清算或“卷款跑路”等问题，行业在“双减”政策之下基本没有“回旋”余地，企业加速出清。其他各机构也都逐渐剥离包含的学科类培训业务，转向素质教育和职业教育。

各大教培机构积极转型：K12 教培机构大山教育、豆神教育等宣布业务全面转型，新东方、好未来等龙头企业的最新动作也表明了积极转型的态度，方向主要是 2B 做智慧教育等，或者 2C 做艺术类、计算机编程等。目前转型效果还未显现，能否触底反弹，需持续关注。

图表42 各教培机构剥离 K9 业务的公告汇总

教培机构	关于剥离 K9 业务的公告
新东方	10 月 5 日，宣布停止经营中国内地义务教育阶段学科类校外培训，于 2021 年 11 月末之前生效
好未来	11 月 13 日，公司官博宣布，其中国内地义务教育阶段学科类培训将于 2021 年 12 月 31 日截止
高途	11 月 15 日，最新公告表示，公司将于 2021 年底前停止提供幼儿园至初中阶段的课后辅导服务
学大教育	11 月 15 日，宣布计划将于 2022 年 1 月 1 日起停止开展义务教育阶段在线学科教育培训业务
网易有道	9 月 30 日，宣布将于 2021 年 12 月 31 日正式终止义务教育阶段学科培训业务
腾讯-企鹅辅导	3-8 岁儿童启蒙课-开心鼠业务暂停售卖；旗下中小学在线网校企鹅辅导正在转型，官网上只能看到家庭教育类课程，中小学学科辅导内容已全部下架

资料来源：各公司公告，多知网，平安证券研究所

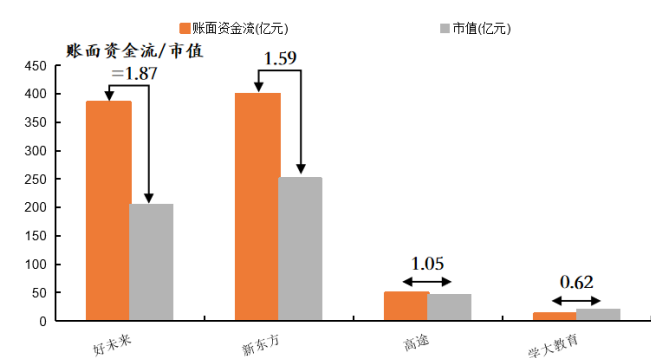
图表43 各大教培机构业务转型方向

教培机构	业务转型动态
新东方	全面升级大学生业务，并成立编程、艺术培训、与机器人研发相关的公司
好未来	推出学而思素质中心，涵盖科学、编程、益智、口才、围棋等，并发展基于出版和数字内容的新型学习服务等业务
高途	重心转至成人业务，并将成人教育业务板块定位为新的增长引擎
猿辅导	7 月 28 日，南瓜科学上线，猿辅导成为业内第一家高调转型素质教育的企业
大山教育	公司表示将成立素质成长中心，推出山果科学、山果口才、山果美育、山果机器人编程、山果文学素养等素质类课程。
豆神教育	通过布局“豆神美育”、智慧教育业务、与公立校多元化业务等方式进行转型。目前，已推出了两款 To C 端 AI 伴学系列产品：豆神语文本及豆伴匠。
作业帮	素质教育课程小鹿围棋已经在作业帮直播课 APP、作业帮天猫旗舰店开售
卓越教育	推出卓越大语文、问道研学、卓越创客、思考星球等一系列素质教育品牌
网易有道	渐转向原有的智能学习硬件、素质教育、成人教育和教育信息化业务板块

资料来源：各公司公告，多知网，平安证券研究所

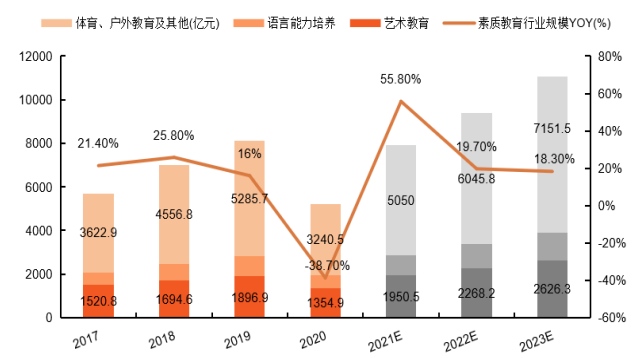
负面逐步出清，关注拐点可能。近期，行业受“政策底”情绪影响，龙头个股层面已有所反弹。从几大 K12 教培龙头的账面资金流和市值比较情况来看，龙头公司账面可拨资金大于目前的市值，几个龙头企业的管理层基本维持稳定，“物力”和“人力”两个方面依然较为强劲。但是短期内还未形成基本面的拐点，保持谨慎关注。

图表44 各教培机构账面资金情况及市值对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表45 2017-2023E 各类素质教育市场规模及增速

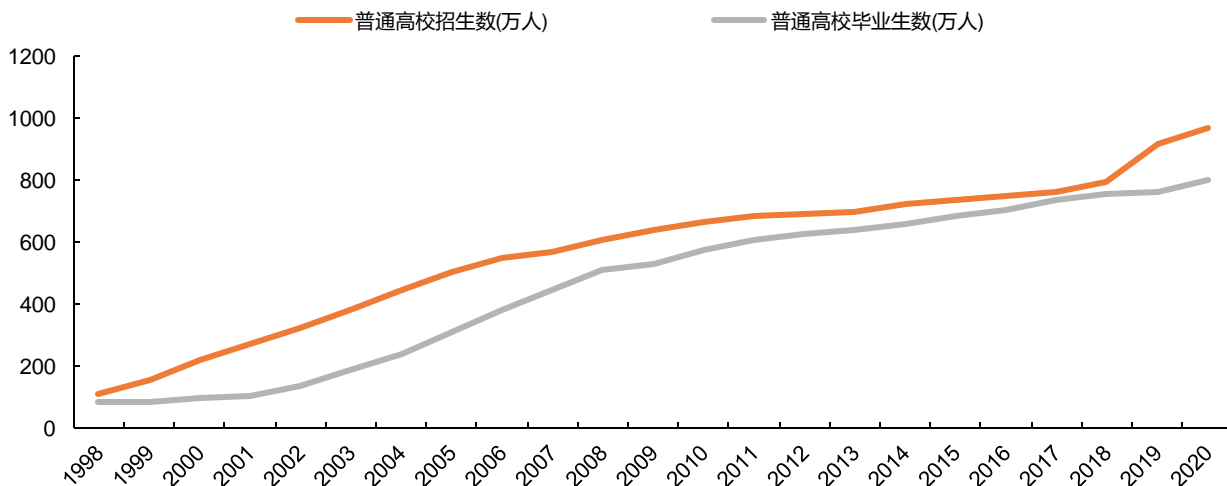


资料来源：艾瑞咨询 2021.06，平安证券研究所

3.3 非学历职教：高校毕业生规模创新高，职教需求旺盛

高校扩招&毕业生规模不断创新高：根据教育部、人力资源和社会保障部 11 月 19 日披露的数据，2022 届高校毕业生规模预计 1076 万人，同比增加 167 万人，再创历史新高。从目前高校招生和在校生情况来看，未来几年高校毕业生的规模依然庞大。

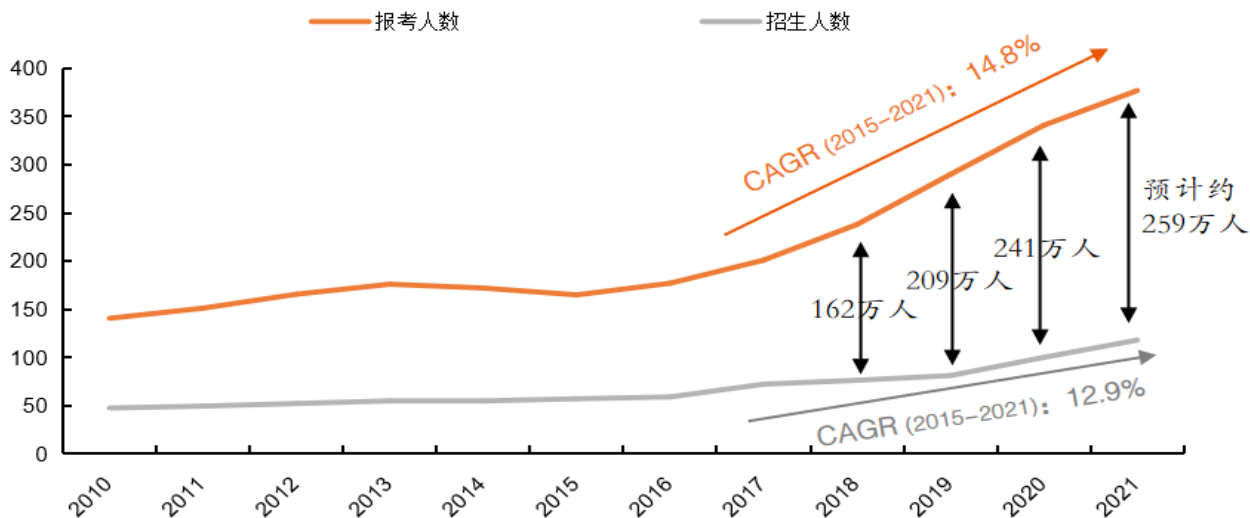
图表 46 全国普通高校招生和毕业生规模（1998-2020 年）



资料来源：《中国统计年鉴》，平安证券研究所，注：普通高校仅指普通本专科

社会就业压力大，考研需求旺盛：2021 年研究生招生规模约 118 万人，增加 18 万人；考研报名人数达 377 万人，同比新增 36 万人。考研报名人数的增速明显快于扩招速度，两者差值不断拉大，竞争加剧环境下，考研辅导仍是可关注的大市场。

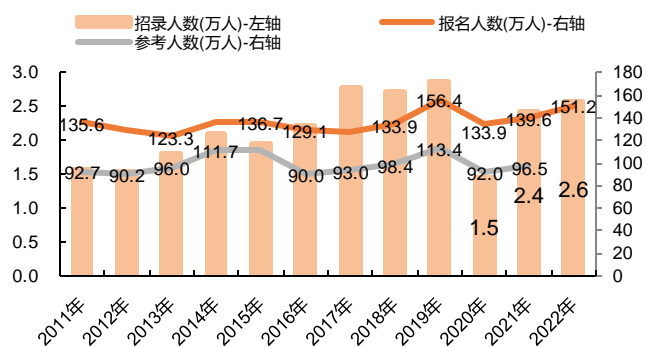
图表 47 考研报考&招生人数（2010-2021 年）



资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

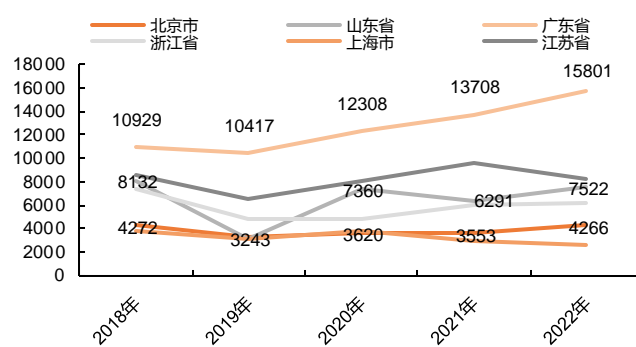
保就业依然是政府的首要工作之一，公务员、事业单位、国企、银行等“体制”内岗位竞争激烈。2022 年国考招录人数 2.6 万人，增加 1598 人；报名人数 151.2 万人，增加 11.64 万人。从已披露的 2022 年省考情况来看，目前已出山东、广东等几个省考公告，其中广东、山东、北京、浙江招录人数均有所上升，分别同比增加 2093 人、1231 人、713 人、211 人，上海和江苏省招录规模小幅缩减，已披露省份合计增加招录 2664 人。

图表48 国考招录、报名及参考人数 (2011-2022)



资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

图表49 已披露省考招录规模情况 (2018-2022)



资料来源：中公教育官网，平安证券研究所

四、投资建议

酒店旅游行业：1) 回顾 2021 年，酒店旅游行业受疫情影响明显，基本面尚未确定向上拐点。但是酒店行业股价表现较为稳健，截止到 12 月 2 日锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S 今年的涨跌幅分别为-1.16%、9.52%、-9.10%。主要逻辑在于行业供给出清超预期，行业的连锁化率及市场集中度提升，龙头市场格局预计能够长期受益。2) 展望 2022 年，随着疫苗接种率的提升和“特效药”的问世，酒店旅游行业有望迎来强势复苏。

餐饮行业：1) 餐饮行业 2021 年是艰难的一年，一方面疫情影响了行业复苏，另外一方面以海底捞为主的龙头开店发展受挫，行业整体承压。2) 展望 2022 年，餐饮行业预计能够随着疫情缓和而有所复苏，行业指标如翻台率等均有希望引来反弹，餐饮龙头具备业绩和估值双修复的可能。3) 餐饮行业连锁化率和消费升级空间巨大，在此背景下餐饮供应链具有较强的发展潜力。

教育行业：1) 在“双减”等政策背景下，行业全方面承压，整体我们保持谨慎预期。2) 展望 2022 年，教育行业的机会主要在两个方面，一是教培机构的“触底反弹”，K9 教培业务确定将在 2021 年底剥离出清，行业龙头在“人力”和“物力”两方面依然具有强劲的基础，转型或者发展新业务有可能带来“触底反弹”的投资机会。二是非学历职教市场，目前国内高校毕业生规模持续创新高，以就业培训为目的的职教市场需求旺盛。

投资建议：1) 酒店旅游行业逻辑是复苏反弹及行业集中度提升，推荐锦江酒店、华住集团-S、携程集团-S，建议关注同程艺龙。2) 餐饮行业逻辑为翻台率等核心指标复苏，推荐关注海底捞、海伦司、九毛九。3) 教育行业“触底反弹”逻辑建议关注好未来、新东方、新东方在线；职教领域关注中公教育、中国东方教育。

五、风险提示

1) 疫情反复，消费复苏不及预期；

- 2) 行业核心指标的反弹不及预期;
- 3) 行业竞争加剧;
- 4) 行业政策变化;
- 5) 中概股政策影响。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033