



Research and
Development Center

拨云见日终有时，雨霁初晴彩虹来

2022 年社会服务业中期策略

2022 年 05 月 03 日

范欣悦 社服零售行业首席分析师
执业编号: S1500521080001
邮箱: fanxinyue@cindasc.com



证券研究报告

策略研究

策略深度报告

范欣悦 社服零售行业首席分析师
执业编号: S1500521080001
邮箱: fanxinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

拨云见日终有时，雨霁初晴彩虹来——2022年社会服务业中期策略

2022年05月03日

- **21年&22Q1总结：疫情反复影响行业恢复。**21年国内游恢复至疫前5成，22Q1疫情再次扰动。21年新冠疫情出现多次反复，我国旅游行业相比20年小幅恢复，国内旅游人次恢复至19年同期的54%，旅游收入恢复至19年同期的51%。22年3月国内疫情反复再次影响国内的出行及旅游。21年旅游行业扣非净亏损同比明显收窄（剔除中国中免后测算）。22Q1受疫情反复影响，旅游行业公司经营再度受损，收入同减12.4%，扣非净亏损扩大至-17亿元。
- **22年下半年投资策略：**我们认为，与22Q1相似，22年下半年依旧以疫情修复逻辑为主。免税板块，国内疫情向好、新店投入使用将带动海南离岛免税量价齐升；酒店板块，供需格局明显向好，连锁化率提升，酒店集团加速整合单体，国内疫情向好将贡献较大业绩弹性；景区板块，客流受疫情压制的状态有望得到改善，带来业绩的逐步恢复；连锁餐饮板块，仍维持较快的拓店速度，同店数据向好；出境游板块，更加取决于全球疫情进展及出入境放开的预期。
- **投资建议：**从配置角度来看，建议重点关注：（1）在疫情中业绩具有韧性的公司，如免税板块（中国中免）、人力资源服务板块（科锐国际）；（2）疫情中仍逆势快速扩张，疫情修复后弹性较大的公司，如酒店板块（首旅酒店、锦江酒店、华住集团-S）、连锁餐饮板块（九毛九、海伦司）。从博弈角度来看，建议重点关注其他疫情受损股的疫后修复，如景区板块（宋城演艺、天目湖等）、出境游板块。
- **风险提示：**行业较大程度受到疫情反复影响；人力资源服务行业客户较为集中的风险；教育行业的政策变动的风险；宏观经济下行对消费者服务行业的负面影响。



目录

21 年&22Q1 总结：疫情反复影响行业恢复.....	5
21 年国内游小幅恢复，22Q1 疫情再次反复.....	5
业绩表现：21 年小幅恢复，22Q1 再次承压.....	6
22 年下半年投资策略.....	7
免税：国内疫情向好有望带动离岛量价齐升.....	8
大陆奢侈品消费潜力巨大，主动回流&增长占主导.....	8
政策红利有望释放.....	9
离岛免税目标不变，疫情向好有望迎来量价齐升.....	9
酒店：供需格局向好，连锁化率提升.....	11
无疫情反复的时期，RevPAR 恢复良好.....	11
供需格局持续向好.....	12
单体酒店亟待整合，酒店集团跑马圈地.....	14
结构持续优化，驱动经营数据改善.....	15
轻资产深化，推出“轻管理”加速整合.....	17
景区：客流恢复受疫情反复影响.....	18
连锁餐饮：连锁化率提升，龙头逆势扩张.....	20
人力资源服务：灵活用工依旧高景气.....	22
风险提示.....	24

表目录

表 1 6 家新增离岛免税店开业时间及运营主体.....	9
表 2 6 家新增离岛免税店开业时间及运营主体.....	10
表 3 三大酒店集团拓店目标.....	15
表 4 三大酒店集团近年开店数据.....	15
表 5 酒店集团轻管理、软品牌的加盟要求及费用.....	18
表 6 三大酒店集团的利润弹性测算.....	18

图目录

图 1 我国新冠肺炎当日新增病例.....	5
图 2 国内旅游人次及同比增速.....	5
图 3 国内旅游收入及同比增速.....	5
图 4 我国出境旅游人次及同比增速.....	6
图 5 我国大陆赴澳门旅游人次.....	6
图 6 A 股餐饮旅游行业收入及同比增速.....	6
图 7 A 股餐饮旅游行业扣非后净利润.....	6
图 8 A 股餐饮旅游行业 Q1 收入及同比增速.....	7
图 9 A 股餐饮旅游行业 Q1 扣非后净利润.....	7
图 10 我国限额以上化妆品零售额及同比增速.....	8
图 11 我国美妆个护市场规模.....	8
图 12 我国限额以上化妆品零售额及同比增速.....	8
图 13 我国美妆个护市场规模.....	8
图 14 海南免税店销售额占个人奢侈品市场比重.....	9
图 15 海南省接待过夜游客人次及同比增速.....	10
图 16 海南离岛免税购物人次及同比增速.....	10
图 17 海南离岛免税客单价及同比增速.....	10
图 18 海南离岛免税销售额及同比增速.....	10
图 19 我国大陆酒店出租率同比增减.....	11
图 20 我国大陆 21 年出租率相比 19 年同期增减.....	11
图 21 我国大陆酒店平均房价同比增减.....	11
图 22 我国大陆 21 年平均房价相比 19 年同期增减.....	11
图 23 我国大陆酒店 RevPAR 同比增减.....	12
图 24 我国大陆 21 年 RevPAR 相比 19 年同期增减.....	12
图 25 我国酒店数量及同比增速.....	12
图 26 我国酒店客房数量及同比增速.....	12
图 27 住宿和餐饮业固定资产投资额同比增速.....	13
图 28 国内旅游人数及同比增速.....	13
图 29 国内旅游收入及同比增速.....	13

图 30 我国商旅支出及同比增速	14
图 31 我国酒店行业连锁化率不断提升	14
图 32 酒店集团储备店数量	15
图 33 酒店集团新开店数量	15
图 34 以酒店数计，连锁酒店中各档次酒店占比	16
图 35 以客房数计，连锁酒店中各档次酒店占比	16
图 36 中高端和经济型连锁酒店数量及同比增速	16
图 37 中高端和经济型连锁酒店房量及同比增速	16
图 38 三大酒店集团中高端酒店数占比	16
图 39 三大酒店集团中高端酒店房量占比	16
图 40 华住整体和同店 RevPAR 走势	17
图 41 三大酒店集团加盟酒店数占比	17
图 42 三大酒店集团加盟酒店房量占比	17
图 43 自然景区客流及同比增速	19
图 44 乌镇、古北水镇客流及同比增速	19
图 45 乌镇、古北水镇收入及同比增速	19
图 46 21 年宋城旗下主要景区收入及净利润恢复至 19 年的比例	20
图 47 社会消费品零售总额：餐饮收入及同比增速	20
图 48 上市公司旗下各餐饮品牌翻台率	20
图 49 餐饮门店数量及增长率	21
图 50 上市公司餐饮品牌门店数量	21
图 51 我国餐饮行业连锁比例	21
图 52 对标美国，我国餐饮连锁化率仍有较大提升空间	21
图 53 分城市线级连锁门店占当地市场比例	22
图 54 分城市线级连锁门店增长趋势	22
图 55 我国灵活用工渗透率远低于欧美日本	22
图 56 灵活用工占总体用工比例	23
图 57 企业使用灵活用工的主要动机	23
图 58 三家人力资源服务公司灵活用工收入	23
图 59 三家人力资源服务公司灵活用工收入同比增速	23
图 60 三家人力资源服务公司招聘类收入	24
图 61 三家人力资源服务公司招聘类收入同比增速	24

21 年&22Q1 总结：疫情反复影响行业恢复

21 年国内游小幅恢复，22Q1 疫情再次反复

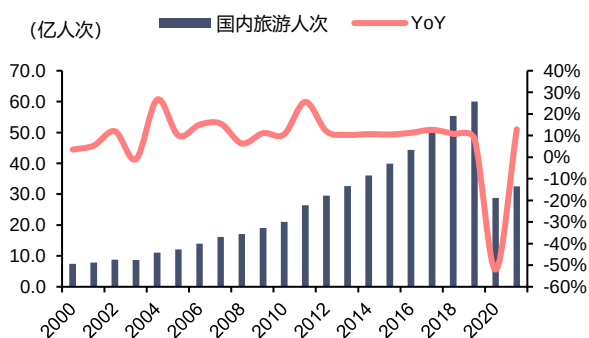
21 年国内游恢复至疫前 5 成，22Q1 疫情再次扰动。21 年新冠疫情出现多次反复，我国旅游行业相比 20 年小幅恢复，国内旅游人次同增 13%，恢复至 19 年同期的 54%，旅游收入同增 31%，恢复至 19 年同期的 51%。22 年 3 月国内疫情反复再次影响国内的出行及旅游。

图 1 我国新冠肺炎当日新增病例



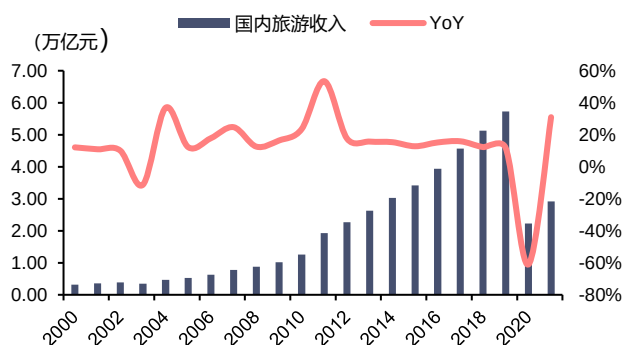
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2 国内旅游人次及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

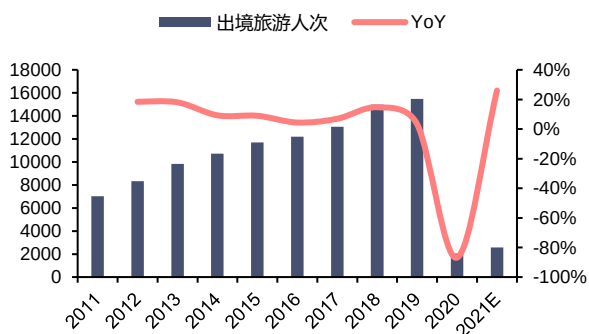
图 3 国内旅游收入及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

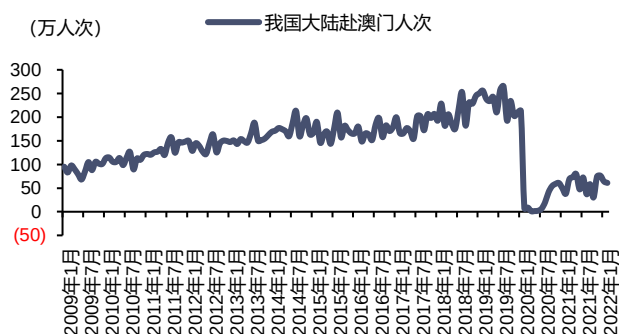
出境游仍处于停滞状态，澳门有序恢复。受到新冠疫情的影响，20 年至今我国出境旅游总体仍处于停滞状态，中国旅游研究院预计 21 年出境旅游人次同增 27%，小幅复苏，但仅为疫前 19 年的 17%。由于有效疫情防控及政策协调，前往澳门的大陆游客市场恢复良好，21 年我国大陆赴澳门人次恢复至 19 年同期的 25.2%。

图 4 我国出境旅游人次及同比增速



资料来源：文化和旅游部、中国旅游研究院、信达证券研发中心

图 5 我国大陆赴澳门旅游人次

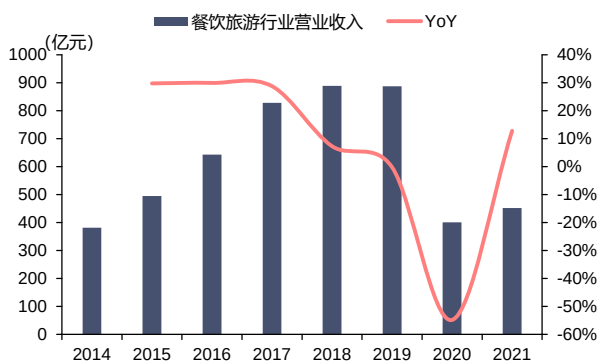


资料来源：澳门旅游局、信达证券研发中心

业绩表现：21 年小幅恢复，22Q1 再次承压

21 年小幅增长，恢复至五成左右。21 年旅游行业同比小幅增长，收入同增 12.8%，恢复至 19 年同期的 51%，扣非净亏损同比明显收窄（中国中免对数据计算影响较大，剔除中国中免后测算）。22Q1 受疫情反复影响，旅游行业公司经营再度受损，收入同减 12.4%，扣非净亏损扩大至-17 亿元。

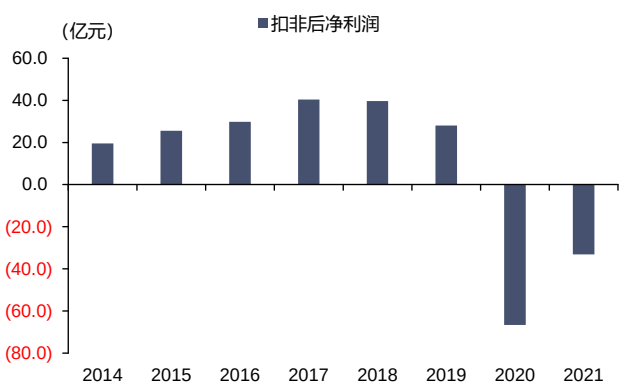
图 6 A 股餐饮旅游行业收入及同比增速



资料来源：Wind、信达证券研发中心

注：剔除中国中免。

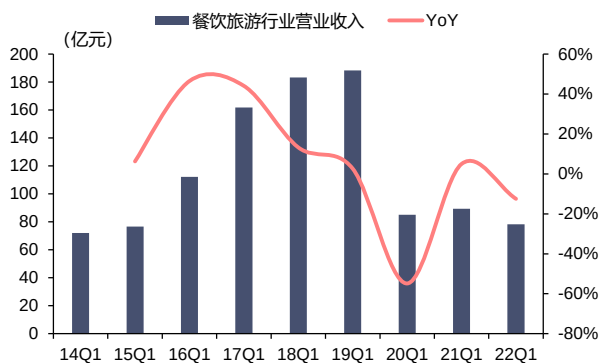
图 7 A 股餐饮旅游行业扣非后净利润



资料来源：Wind、信达证券研发中心

注：剔除中国中免。

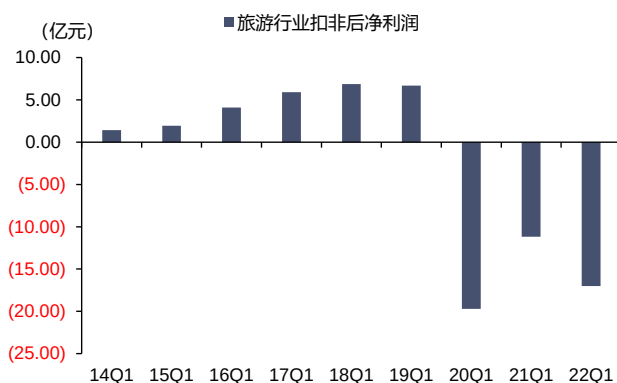
图 8 A 股餐饮旅游行业 Q1 收入及同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 剔除中国中免。

图 9 A 股餐饮旅游行业 Q1 扣非后净利润



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 剔除中国中免。

22 年下半年投资策略

我们认为, 与 22Q1 相似, 22 年下半年依旧以疫情修复逻辑为主。免税版块, 国内疫情向好、新店投入使用将带动海南离岛免税量价齐升; 酒店版块, 供需格局明显向好, 连锁化率提升, 酒店集团加速整合单体, 国内疫情向好将贡献较大业绩弹性; 景区版块, 客流受疫情压制的状态有望得到改善, 带来业绩的逐步恢复; 连锁餐饮版块, 仍维持较快的拓店速度, 同店数据向好; 出境游版块, 更加取决于全球疫情进展及出入境放开的预期。

从配置角度来看, 建议重点关注: (1) 在疫情中业绩具有韧性的公司, 如免税版块 (中国中免)、人力资源服务版块 (科锐国际); (2) 疫情中仍逆势快速扩张, 疫情修复后弹性较大的公司, 如酒店版块 (首旅酒店、锦江酒店、华住集团-S)、连锁餐饮版块 (九毛九、海伦司)。从博弈角度来看, 建议重点关注其他疫情受损股的疫后修复, 如景区版块 (宋城演艺、天目湖等)、出境游版块。

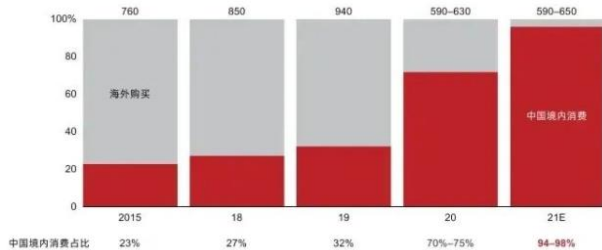
免税：国内疫情向好有望带动离岛量价齐升

大陆奢侈品消费潜力巨大，主动回流&增长占主导

消费回流趋势延续

由于新冠疫情，出境基本处于停滞状态，根据贝恩咨询统计，20 年在中国消费者占全球奢侈品消费达到 70~75%，21 年消费回流趋势延续，占比进一步提升至 90%以上；21 年我国个人奢侈品市场 4710 亿元、同增 36%，整体规模较疫情前 19 年的翻倍有余。

图 10 我国限额以上化妆品零售额及同比增速



资料来源：贝恩咨询，信达证券研发中心

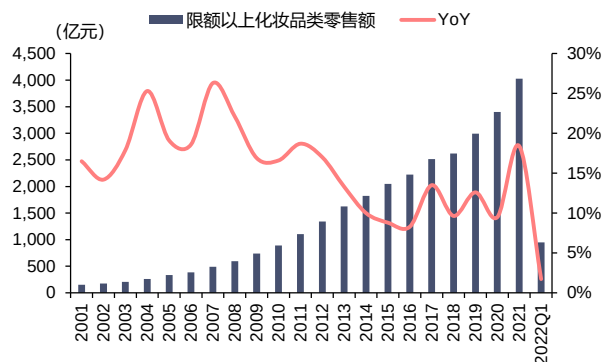
图 11 我国美妆个护市场规模



资料来源：贝恩咨询，信达证券研发中心

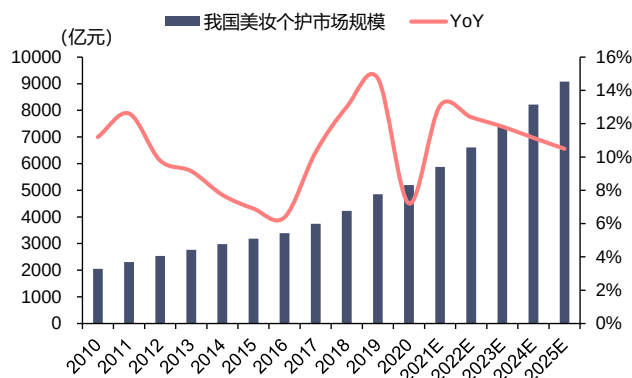
香化消费整体增速靓丽，短期受疫情冲击。香化消费体现良好的成长性，根据国家统计局数据，21 年限额以上化妆品零售额增速为 18.4%，22 年 1~2 月同增 6.3%，3 月受疫情影响出现下滑。根据欧睿数据，预计未来 5 年美妆个护市场复合增速将达到 11.8%。从市场份额来看，20 年前五均为海外集团，由于免税渠道购买香化产品普遍具有价格优势（根据贝恩咨询，奢侈品美妆海南免税店的单位标价较官方标价低 30~55%），有望持续驱动免税销售的增长，目前海南贡献奢侈品美妆官方渠道销售额约 25%。

图 12 我国限额以上化妆品零售额及同比增速



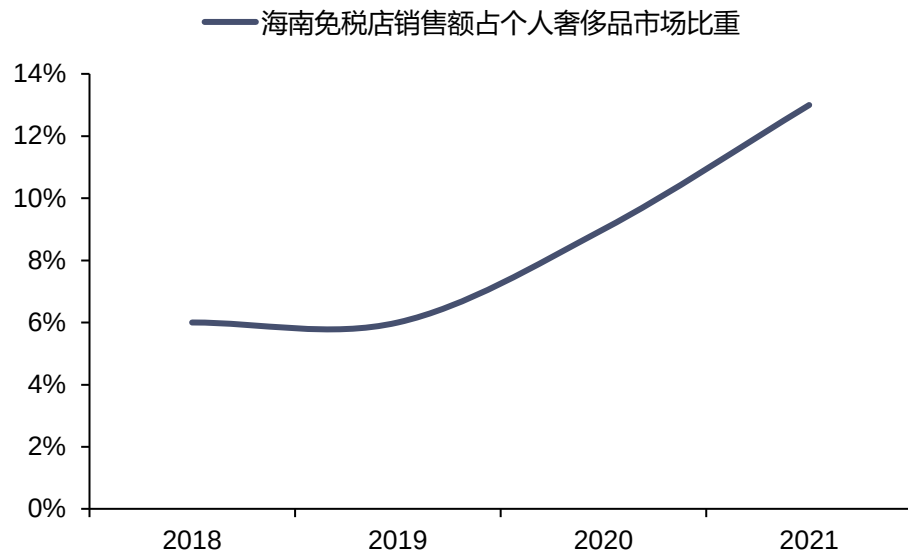
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 13 我国美妆个护市场规模



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 14 海南免税店销售额占个人奢侈品市场比重



资料来源：贝恩，《2021 年中国奢侈品市场报告》，信达证券研发中心

政策红利有望释放

再次强调完善市内免税政策，静待疫后政策红利。22 年 4 月国务院发布的《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》、20 年 3 月发改委发布的《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》等文件中均提到“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”，19 年我国出境旅游达到 1.55 亿人次，目前受到疫情的影响，出境整体仍处于停滞状态，若全球疫情向好后出入境防疫政策放松，市内免税政策一旦出台有望成为免税增长的新驱动。

表 1 促进市内免税进一步发展

时间	文件	具体内容
2020 年 3 月	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品，将免税店打造成为扶持国货精品、展示自主品牌、传播民族传统文化的重要平台。
2021 年 3 月	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2022 年 1 月	“十四五”现代流通体系建设规划	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2022 年 4 月	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

资料来源：发改委，国务院，央视新闻，信达证券研发中心

离岛免税目标不变，疫情向好有望迎来量价齐升

22 年海南离岛免税目标冲击千亿。海南省六届人大五次会议中再次强调“2022 年，海南将重点提升海南免税购物国际竞争力，实现离岛免税销售额 1000 亿元”。我们预计，在国内疫情向好、新店投入使用、高奢品牌拓展

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

的基础上，海南免税销售有望进军千亿级别。

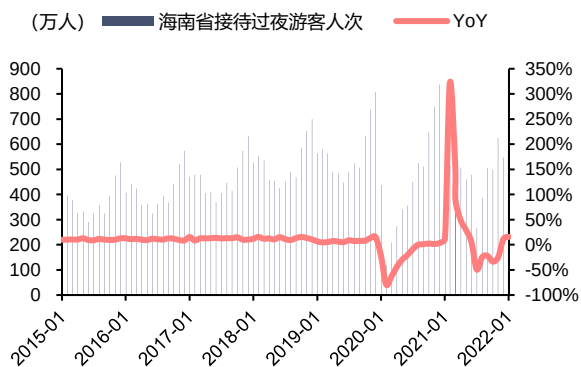
新店开业有望贡献增量，疫情向好有望量价齐升。6家新增的离岛免税店分别于20年底至21年陆续开业，为离岛免税带来新的活力；海口国际免税城、三亚国际免税城一期2号地逐步投入使用，将为22~23年带来增量。从量来看，海南游客仍受到疫情反复的影响，从而压制免税购物人次。从价来看，20年7月起提高额度和扩充品类，客单价得到显著提升。我们估计随着国内疫情向好，海南离岛免税有望迎来量价齐升。

表2 6家新增离岛免税店开业时间及运营主体

免税店名称	开业时间	运营主体
海控全球精品（海口）免税城	一期2021年1月31日，二期2021年8月30日	海发控
深免海口观澜湖免税购物城	2021年1月31日	深免
中免海口美兰机场T2航站楼免税店	2021年12月2日	中免
三亚海旅免税城	2020年12月30日	海旅投
中服三亚国际免税购物公园	2020年12月30日	中服
中免三亚凤凰机场免税店	2020年12月30日	中免

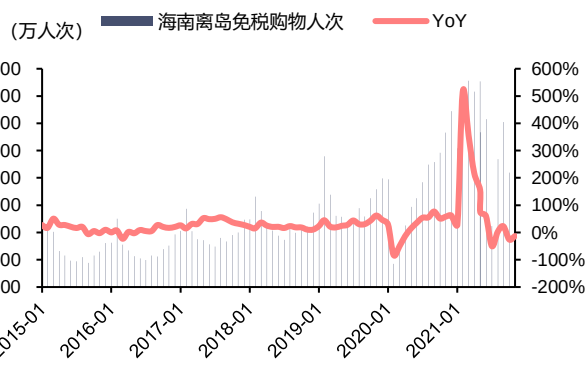
资料来源：海南自由贸易港官网，信达证券研发中心

图15 海南省接待过夜游客人次及同比增速



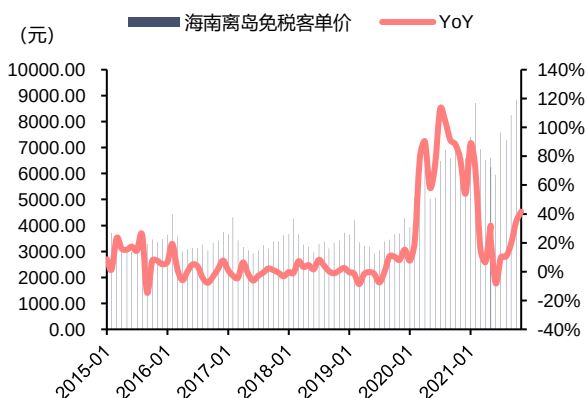
资料来源：海南省文旅厅，信达证券研发中心

图16 海南离岛免税购物人次及同比增速



资料来源：海口海关，信达证券研发中心

图17 海南离岛免税客单价及同比增速



资料来源：海口海关，信达证券研发中心

图18 海南离岛免税销售额及同比增速



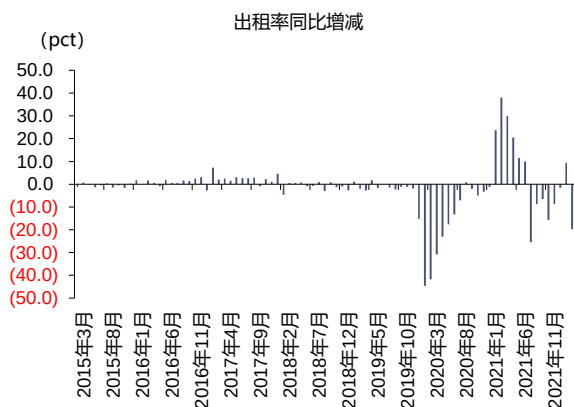
资料来源：海口海关，信达证券研发中心

酒店：供需格局向好，连锁化率提升

无疫情反复的时期，RevPAR 恢复良好

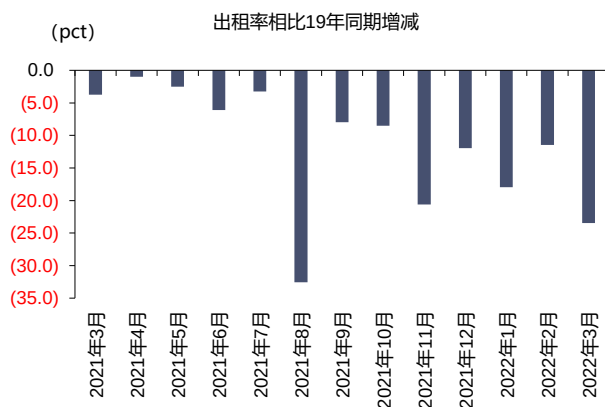
在几乎无疫情反复的时期，酒店 RevPAR 恢复良好。在几乎无疫情反复的月份，如 21 年 4~6 月，国内酒店 RevPAR 已恢复至 19 年 80% 以上的水平，而 21 年 1、7、10 月，22 年 3 月的疫情反复仍短期影响酒店经营。随着国内疫情控制向好，酒店行业经营有望明显改善，业绩弹性有望释放。

图 19 我国大陆酒店出租率同比增减



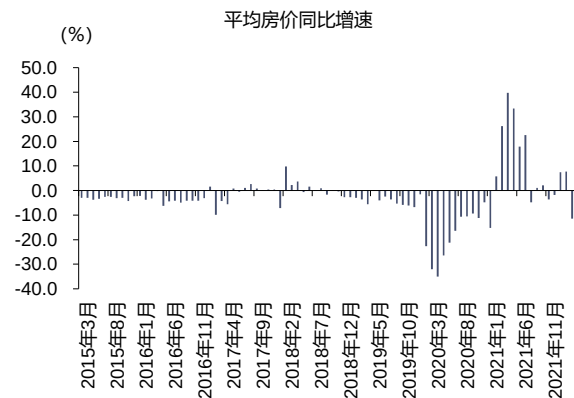
资料来源：STR，信达证券研发中心

图 20 我国大陆 21 年出租率相比 19 年同期增减



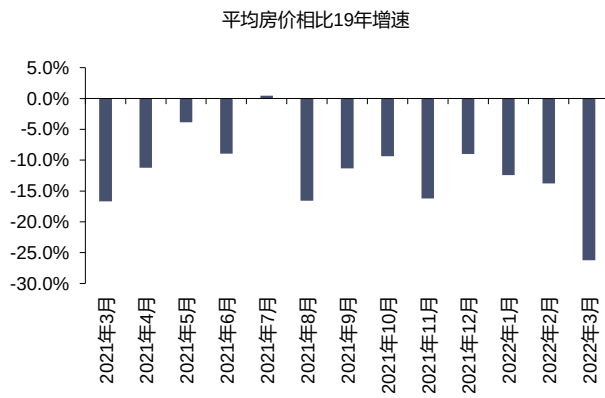
资料来源：STR，信达证券研发中心

图 21 我国大陆酒店平均房价同比增减

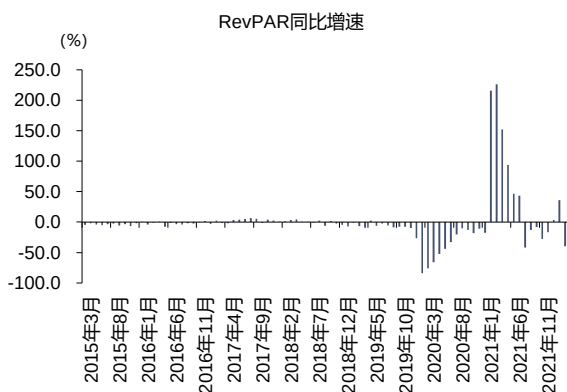


资料来源：STR，信达证券研发中心

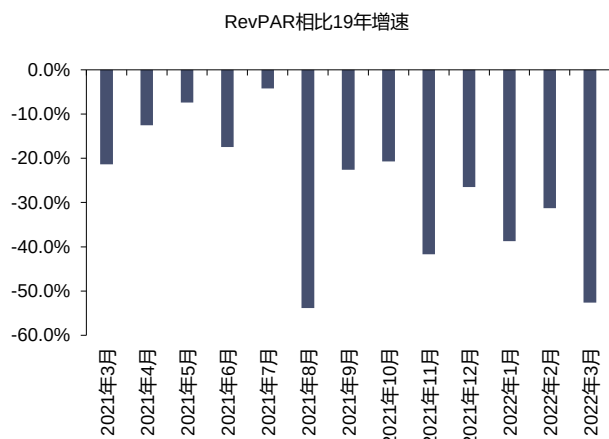
图 22 我国大陆 21 年平均房价相比 19 年同期增减



资料来源：STR，信达证券研发中心

图 23 我国大陆酒店 RevPAR 同比增减


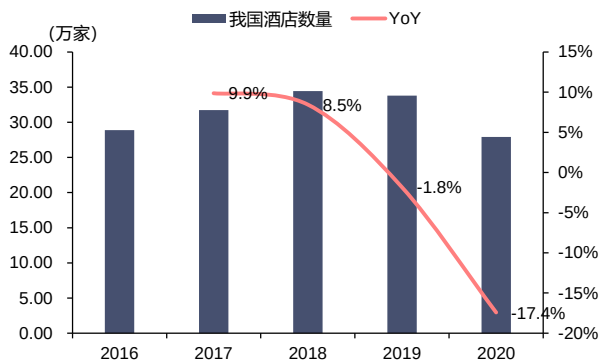
资料来源: STR, 信达证券研发中心

图 24 我国大陆 21 年 RevPAR 相比 19 年同期增减


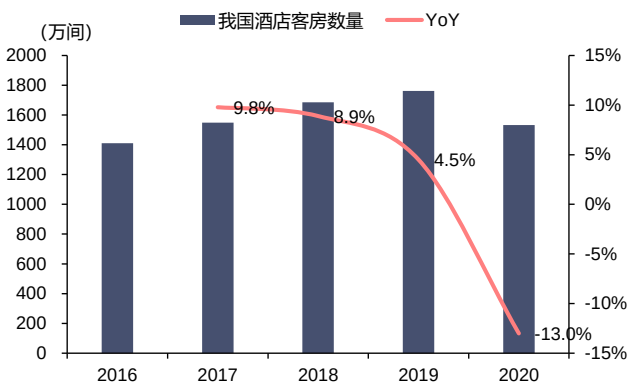
资料来源: STR, 信达证券研发中心

供需格局持续向好

我国酒店行业的供给趋稳，疫情进一步带来供给收缩，经营波动将更大程度由需求主导。19 年酒店数量同减 1.8%，增速由正转负，酒店客房数量同增 4.5%，增速放缓，20 年新冠疫情导致酒店数量和房量大幅减少。投资额数据也可以佐证，住宿和餐饮业固定资产投资额在 13 年以前维持两位数的高增速，增速在 16 年转负，16 年之后增速在 0 附近波动，21 年至今处于疫后恢复。可见我国酒店行业供给已经步入稳态，经营波动将更大程度由需求主导。

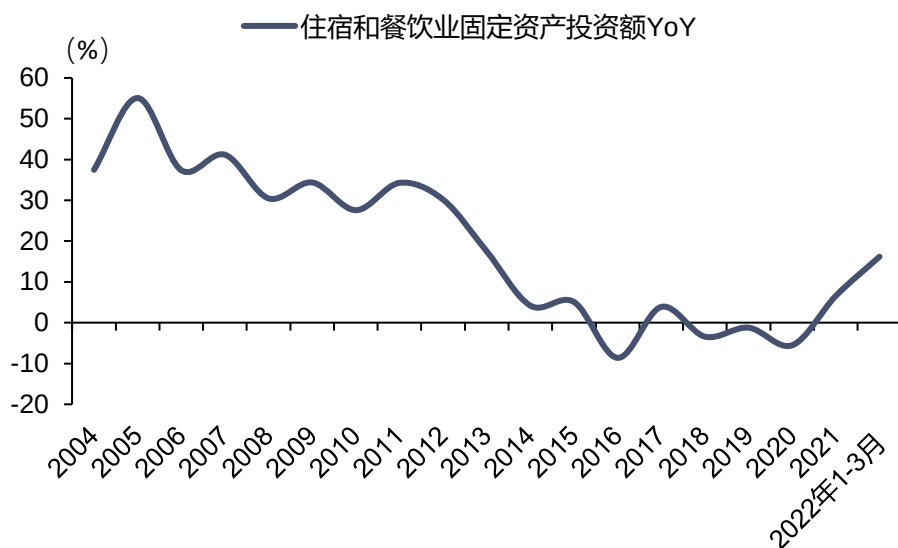
图 25 我国酒店数量及同比增速


资料来源: 中国饭店业协会, 盈蝶咨询, 北京第二外国语学院旅游科学学院, 信达证券研发中心

图 26 我国酒店客房数量及同比增速


资料来源: 中国饭店业协会, 盈蝶咨询, 北京第二外国语学院旅游科学学院, 信达证券研发中心

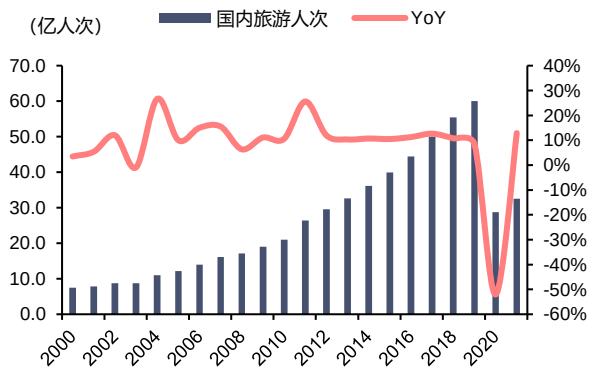
图 27 住宿和餐饮业固定资产投资额同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

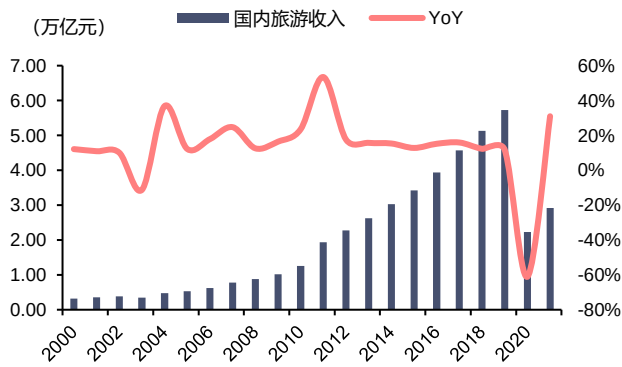
旅游和商旅带来酒店行业需求欣欣向荣。我国酒店行业的需求主要来自旅游出行和商务出行，占比合计达到80%。从旅游出行来看，国内旅游人次和收入均保持稳定的增长，14~19 年国内旅游人次 CAGR 达 10.7%，收入 CAGR 达 14.3%，20 年受疫情影响大幅下滑，但 21 年小幅恢复，人次和收入分别恢复至 19 年的 54%和 51%。从商务出行来看，我国商旅支出稳定增长，14~19 年 CAGR 达 8.9%。

图 28 国内旅游人数及同比增速



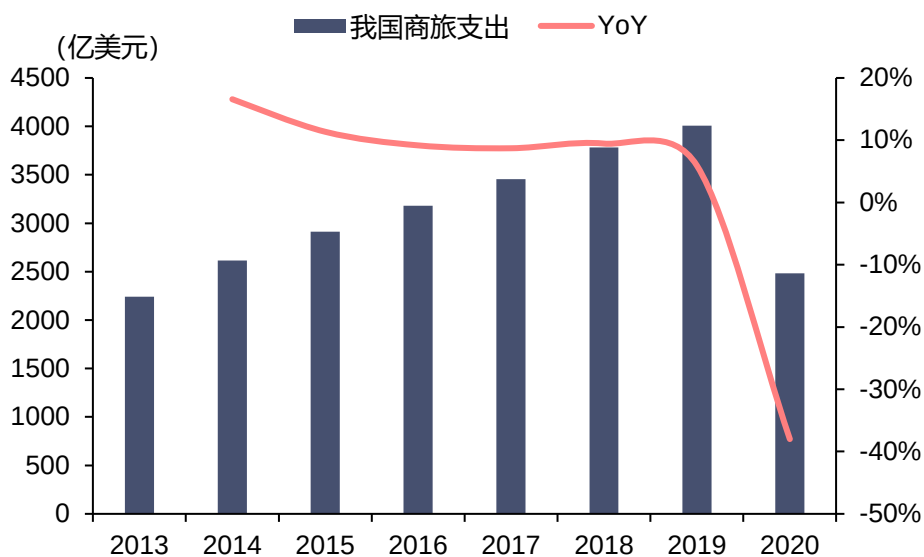
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29 国内旅游收入及同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30 我国商旅支出及同比增速

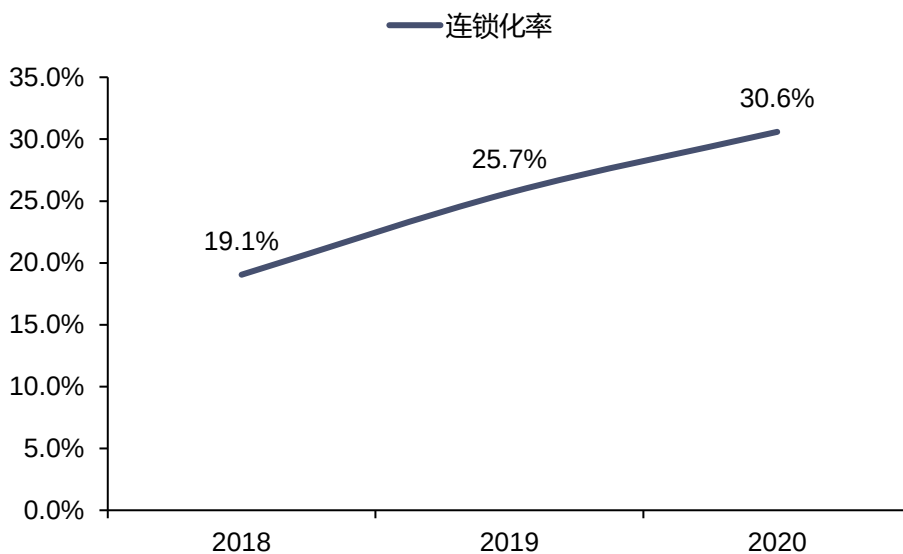


资料来源：携程商旅，信达证券研发中心

单体酒店亟待整合，酒店集团跑马圈地

整合单体酒店、连锁化率提升是大势所趋。我国酒店行业连锁化率逐步提升，2020 年达到 30.6%，但相比发达国家（60%以上）仍处于较低水平。单体酒店在品牌、销售渠道、培训、人才、管理等方面落后于连锁酒店，盈利能力较弱，特别是在疫情期间，单体酒店面临巨大的经营压力，而连锁酒店集团的抗风险能力较强，因此连锁酒店集团整合单体酒店，酒店行业连锁化率提升是大势所趋。基于这个逻辑，三大酒店集团加速拓店，提出三年酒店数量翻倍的目标，储备店和新开店数量屡创新高。

图 31 我国酒店行业连锁化率不断提升



资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，北京第二外国语学院旅游科学学院，信达证券研发中心

表 3 三大酒店集团拓店目标

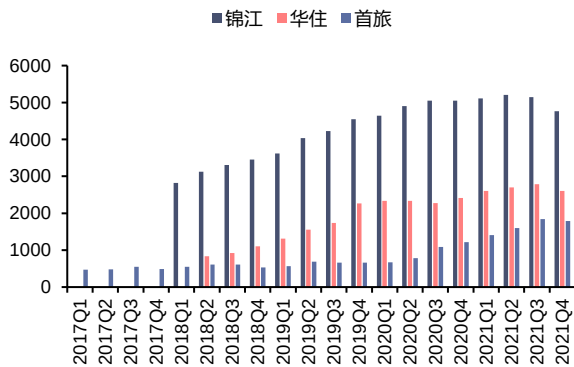
酒店集团	拓店目标
锦江	未来 3 年国内酒店数量达到 1.5 万家。
华住	2019 年提出“千城万店”目标，向三四线市场下沉，2022 年旗下酒店达到 1 万家。
首旅	提出“三年万店”，未来 3 年酒店数量达到 1 万家。

资料来源：锦江酒店、华住、首旅酒店公司公告及公开业绩电话会议，信达证券研发中心

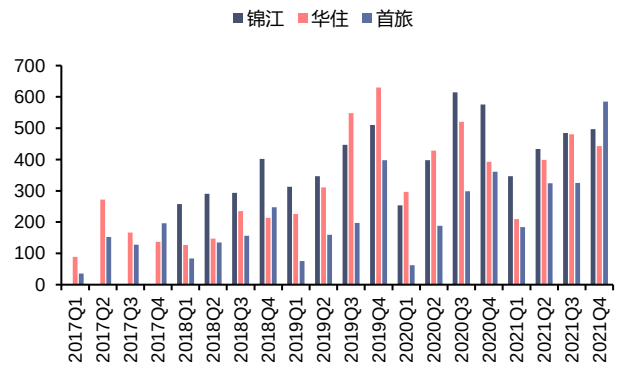
表 4 三大酒店集团近年开店数据

	2019	2020	2021	2022 计划
锦江	1617	1842	1763	1500
华住	1715	1637	1532	1500
首旅	829	909	1418	1,800-2,000

资料来源：锦江酒店、华住、首旅酒店公司公告及公开业绩电话会议，信达证券研发中心

图 32 酒店集团储备店数量


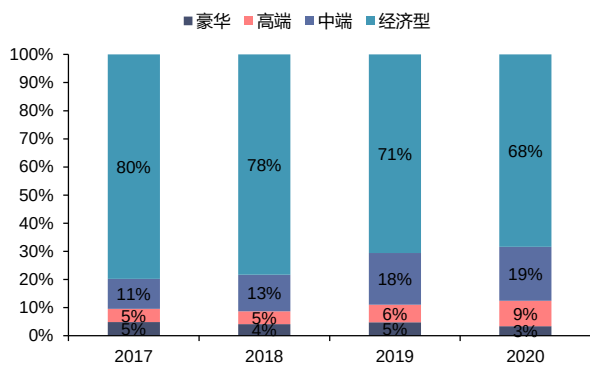
资料来源：锦江酒店、华住、首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

图 33 酒店集团新开店数量


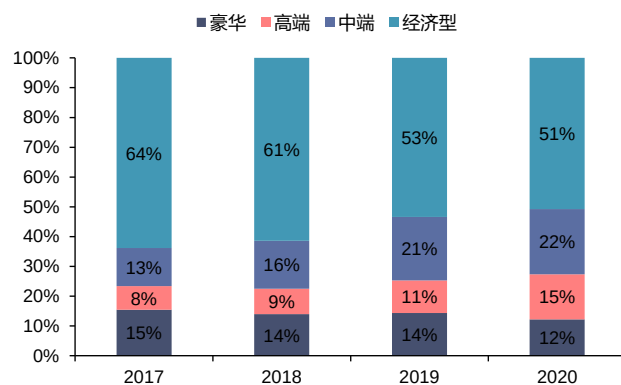
资料来源：锦江酒店、华住、首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

结构持续优化，驱动经营数据改善

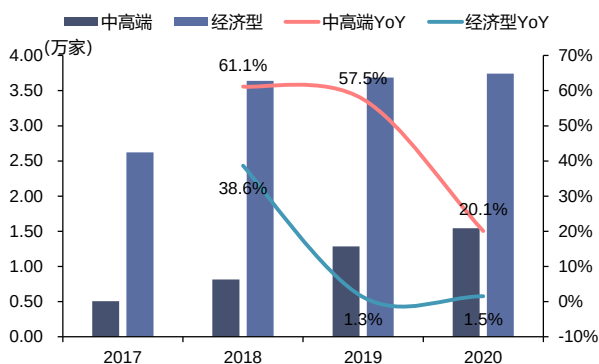
随着中产阶级比重的提升和消费升级的带动，中高端酒店需求提升。欧美酒店市场高端、中端、经济型酒店品牌分布约为 2:5:3，我国 20 年连锁酒店中端及以上的酒店数占比约为 32%，对标欧美仍有较大提升空间。酒店集团着力打造中高端品牌、拓展中高端酒店规模，并对经济型酒店进行改造升级，令中高端酒店占比逐步提升。截至 21 年末，锦江、华住（20Q1 开始将宜必思和汉庭优佳重划分为经济型）、首旅按酒店数计中高端占比为 52%/39%/23%，按房间数计中高端占比为 60%/49%/32%。

图 34 以酒店数计，连锁酒店中各档次酒店占比


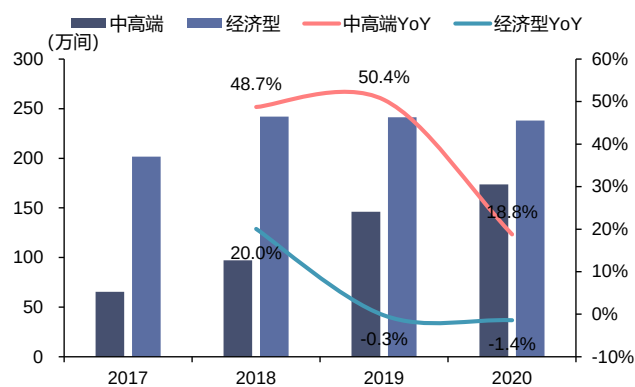
资料来源：中国饭店业协会等，信达证券研发中心

图 35 以客房数计，连锁酒店中各档次酒店占比


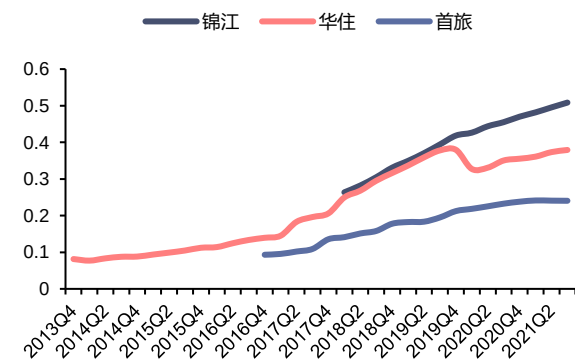
资料来源：中国饭店业协会等，信达证券研发中心

图 36 中高端和经济型连锁酒店数量及同比增速


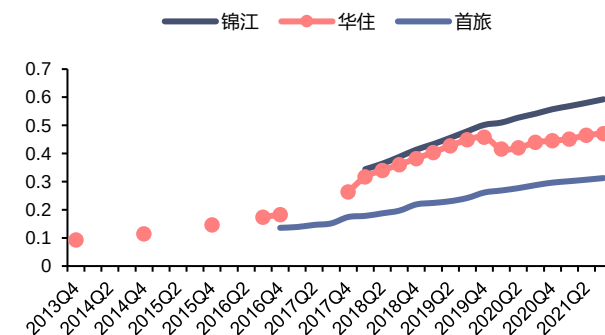
资料来源：中国饭店业协会等，信达证券研发中心

图 37 中高端和经济型连锁酒店房量及同比增速


资料来源：中国饭店业协会等，信达证券研发中心

图 38 三大酒店集团中高端酒店数占比


资料来源：锦江酒店、华住、首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

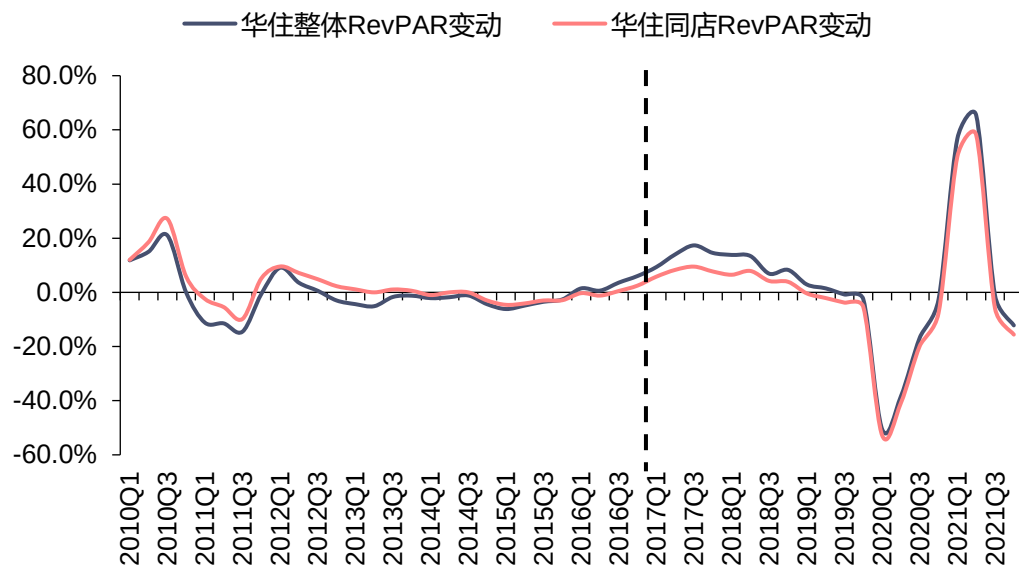
图 39 三大酒店集团中高端酒店房量占比


资料来源：锦江酒店、华住、首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

结构优化令整体 RevPAR 表现好于同店。由于中高端酒店的平均房价更高，随着结构优化，中高端酒店比重不断提升，整体 RevPAR 也会比结构不变情况下表现更好。以华住整体和同店（运营 18 个月以上）RevPAR 为例（同店 RevPAR 剔除结构调整和新店的影响），15Q4 之前，同店 RevPAR 增速是优于整体 RevPAR 的，实际上是由于中高端占比一直较低（不足 10%），对于 RevPAR 的提升作用弱于新店对 RevPAR 的下拉；15Q4 之后，随着中高端加

速拓展，结构优化带来的 RevPAR 提升已强于新店对 RevPAR 的下拉。

图 40 华住整体和同店 RevPAR 走势

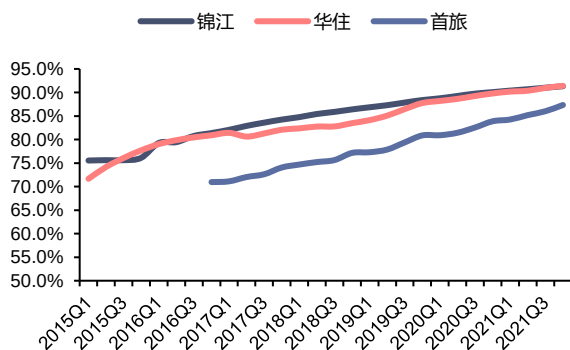


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

轻资产深化，推出“轻管理”加速整合

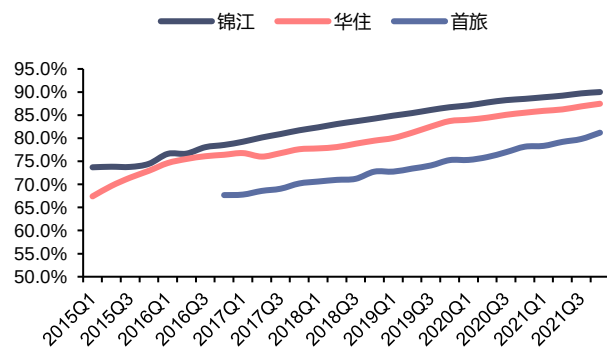
酒店集团轻资产进一步深化。截至 21 年末，锦江、华住、首旅按酒店数计加盟比重为 91%/91%/87%，按房量计加盟比重为 90%/88%/81%。推出轻管理、软品牌来加速整合单体酒店，与标准品牌加盟相比，轻管理、软品牌对于房量的要求更低，加盟商前期投入更低，更加适合单体酒店的现状，特别是下沉市场的渗透。

图 41 三大酒店集团加盟酒店数占比



资料来源：锦江酒店、华住、首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

图 42 三大酒店集团加盟酒店房量占比



资料来源：锦江酒店、华住、首旅酒店公司公告，信达证券研发中心



表 5 酒店集团轻管理、软品牌的加盟要求及费用

酒店集团	轻管理/软品牌	房量要求	前期投入	CRS 费用	管理费率	品牌费率
华住	海友	>=30	新店 5~5.5 万/间、改造升级店 3~3.5 万/间	8%，APP15 分钟免收，上限 3.5%*营收	3%	2%
	怡莱	60~120	改造升级店 0.1~3.5 万/间			
	星程	>=75	新店 7.5 万/间、改造升级店 0.35 万/间	8%，APP15 分钟免收，上限 3.5%*营收	5%	
首旅如家	云酒店	诗柏·云酒店>=40				
	华驿	华驿>=20，华驿-NEO>=30，华驿精选>=50	华驿新店 5~6 万/间、改造升级 0.02~1.5 万/间，华驿精选新店 7~8 万/间、改造升级 2.5~3.5 万/间	华驿酒店 9%，20 元封顶，华驿精选 9%上不封顶，按订单金额收取	2.5%	2.5%

资料来源：华住、首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

随着轻资产运营的深化，加盟收入不断提升，酒店集团业绩随 RevPAR 波动的周期属性逐渐减弱。假设对于酒店集团，新增直营酒店的净利率在 15~20%，新增一家加盟酒店的净利率在 40~50%，实际所得税率 30%，那么当 RevPAR 变动 1%，对于直营净利润的影响在 3.5~4.7%，对于加盟净利润的影响约 1.4~1.8%。以三大酒店集团 2019 年数据测算，RevPAR 变动 1%对锦江、华住、首旅直营利润的影响分别为 3.9%/2.5%/4.0%，对加盟利润的影响分别为 1.9%/1.1%/0.7%。

表 6 三大酒店集团的利润弹性测算

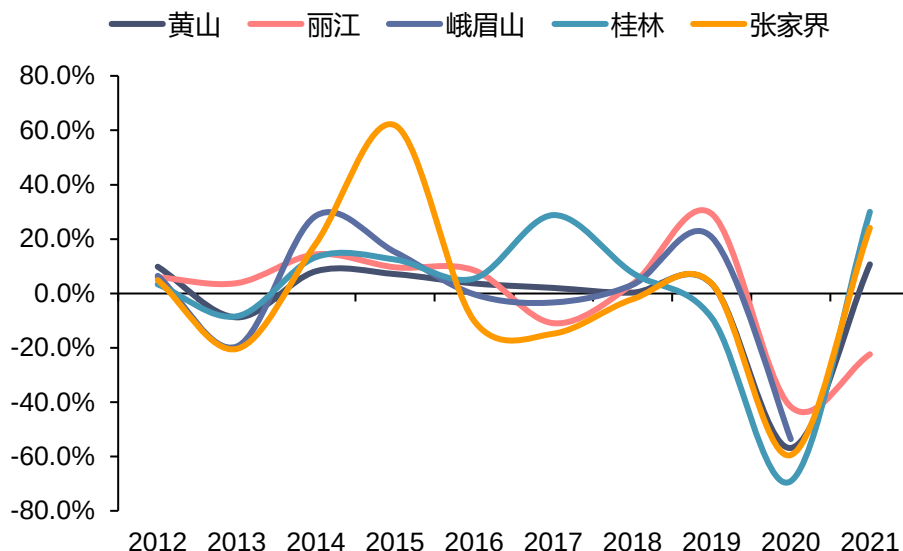
(单位, 亿元)	2019 年直营客房收入估算	2019 年加盟可变收入估算	2019 年酒店净利润	RevPAR+1%					
				直营收入增厚	加盟收入增厚	直营利润增厚	加盟利润增厚	直营利润弹性	加盟利润弹性
锦江	74.8	35.5	13.3	0.7	0.4	0.52	0.25	3.9%	1.9%
华住	61.7	26.7	17.6	0.6	0.3	0.43	0.19	2.5%	1.1%
首旅	50.2	9.3	8.8	0.5	0.1	0.35	0.07	4.0%	0.7%

资料来源：锦江酒店、华住、首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

注：假设华住、首旅直营客房收入占直营收入 80%，华住、首旅加盟可变收入占加盟收入 80%，锦江加盟可变收入为持续加盟及劳务派遣服务+订房渠道收入，实际所得税税率为 30%。

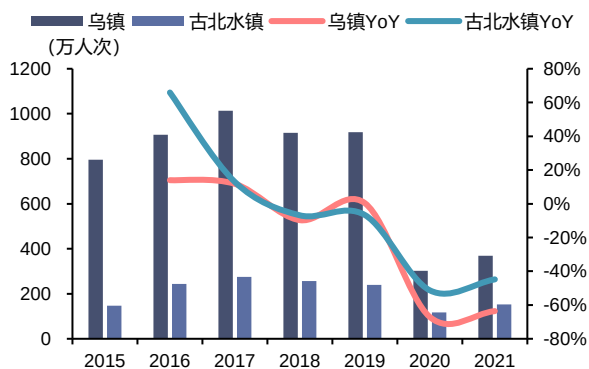
景区：客流恢复受疫情反复影响

自然景区客流恢复至疫前 4、5 成。21 年在国内疫情向好的背景下，大部分自然景区客流同比提升，黄山、丽江、桂林、张家界客流恢复至 19 年同期的 40~50%。

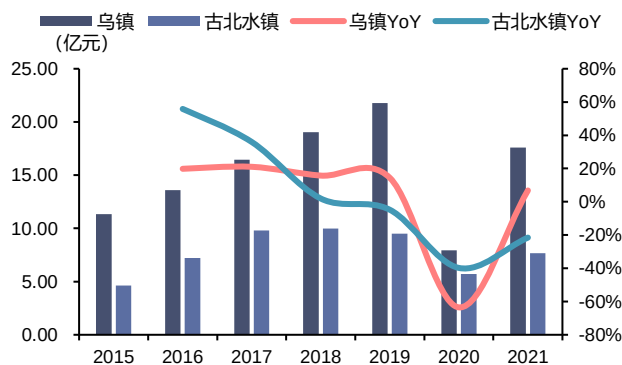
图 43 自然景区客流及同比增速


资料来源：黄山旅游、丽江股份、峨眉山A、桂林旅游、张家界公司公告，信达证券研发中心

休闲景区恢复节奏与客源结构、疫情反复区域相关。乌镇景区客源较广，因 7 月下旬南京疫情反复及跨省出行管控收紧，恢复进程受到影响，21 年客流恢复至 19 年同期 40%，收入恢复至 19 年同期 35%。古北水镇受益于周边游，恢复良好，21 年客流恢复至 19 年同期 64%，收入恢复至 19 年同期 81%。宋城旗下各景区恢复情况同样存在差异，桂林、杭州恢复情况相对较好，21 年收入恢复至 19 年同期 54.5%/49.3%，三亚、丽江收入恢复至 19 年同期 30~40%。

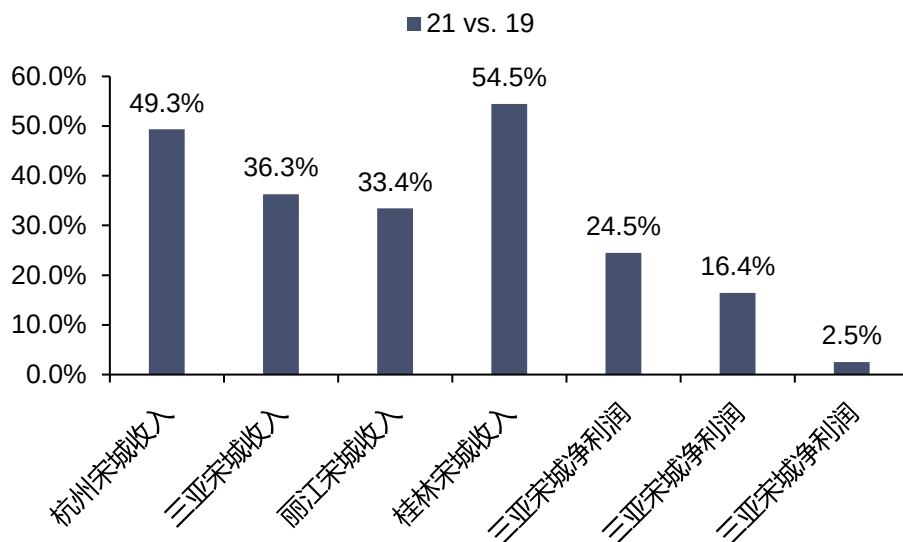
图 44 乌镇、古北水镇客流及同比增速


资料来源：中青旅公司公告，信达证券研发中心

图 45 乌镇、古北水镇收入及同比增速


资料来源：中青旅公司公告，信达证券研发中心

图 46 21 年宋城旗下主要景区收入及净利润恢复至 19 年的比例

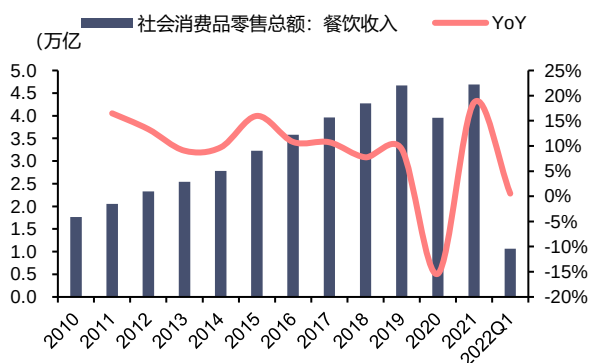


资料来源：宋城演艺公司公告，信达证券研发中心

连锁餐饮：连锁化率提升，龙头逆势扩张

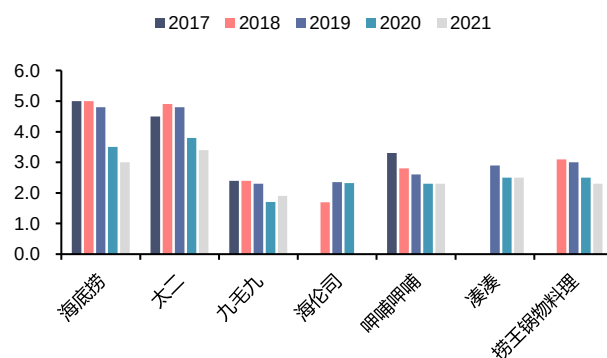
行业恢复至 19 年水平，微观翻台率有待提升。20 年受到新冠疫情影响，餐饮收入同减 15.4%，随着疫情向好，餐饮行业得到显著恢复，21 年、22Q1 已经恢复到 19 年同期水平。从微观来看，20 年上市公司旗下餐饮品牌翻台率显著下滑，21 年与上年基本持平，仍未回到 19 年水平。

图 47 社会消费品零售总额：餐饮收入及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 48 上市公司旗下各餐饮品牌翻台率



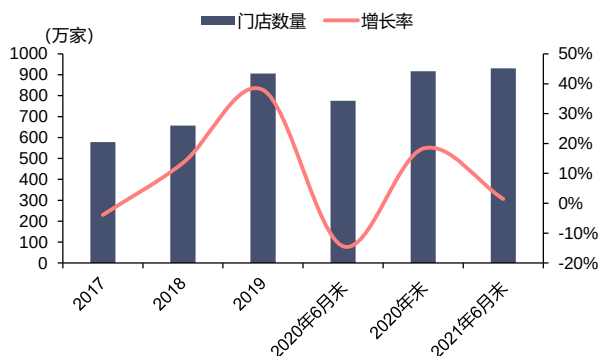
资料来源：海底捞、九毛九、海伦司、呷哺呷哺、捞王公司公告，信达证券研发中心

疫情令中小餐饮出清，大型连锁餐饮逆势扩张。受到疫情的影响，20 年 6 月末，餐饮门店数量从 19 年底的 906 万家减少 14.4% 至 775 万家，随着 20H2 疫情逐渐向好，门店迅速回升，达到 21 年末的 917 万家，期间中小餐饮出清，大型连锁餐饮企业逆势扩张，同时享受疫情期间较低的租金。21H1 整体餐饮门店数量略有提升，21 年 6 月末达到 930 万家。

多数餐饮品牌仍将稳定拓店。21 年，除“九毛九”品牌（战略收缩、调整升级门店）净关店、呷哺呷哺（战略

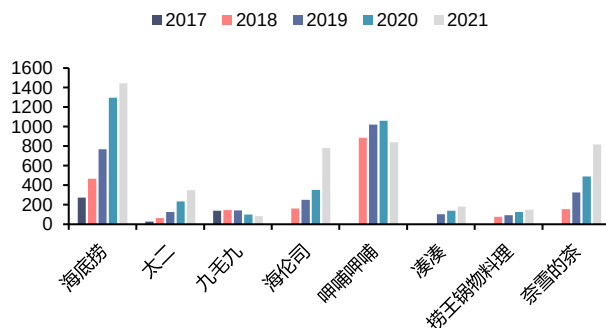
调整、关闭亏损门店)净关店外,多数上市公司旗下餐饮品牌仍稳定扩张,太二、海伦司、凑凑、奈雪的茶门店扩张 30%以上;海底捞 21 年关闭 260 家客流量较低、经营业绩不及预期、周边密度高的门店,收缩扩张计划,更加强调经营效率的提升,但仍然维持净开店。

图 49 餐饮门店数量及增长率



资料来源:《2021 年中国餐饮大数据白皮书》,信达证券研发中心

图 50 上市公司餐饮品牌门店数量

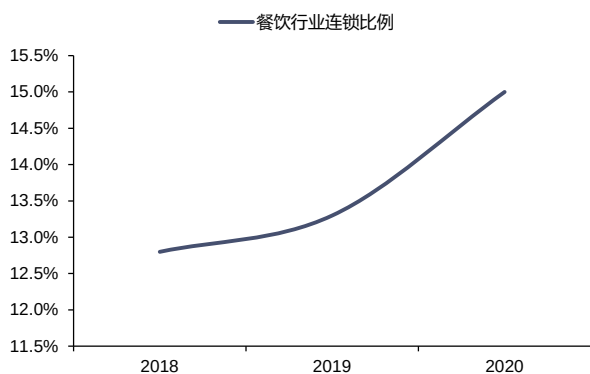


资料来源:海底捞、九毛九、海伦司、呷哺呷哺、捞王、奈雪的茶公司公告,信达证券研发中心

疫情期间连锁化率得以提升。根据美团统计,18~20 年国内餐饮的连锁化率呈提升的趋势,20 年在疫情的背景下提升至 15%,其中一线/新一线/二线城市连锁化率更高,且在疫情期间有较强的韧性;而低线城市连锁餐饮在非疫情期间增速更快,可见下沉市场有较强的增长潜力。

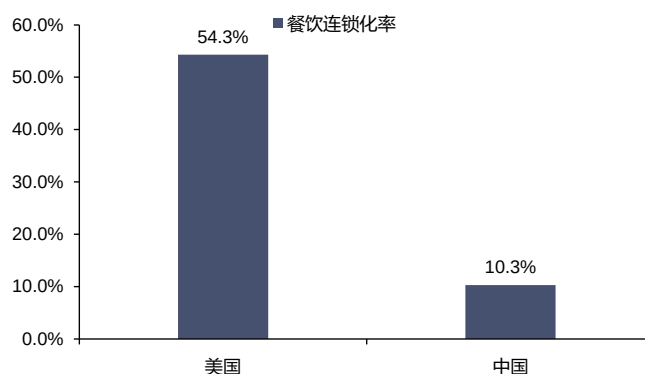
餐饮连锁化率有望持续提升。对标美国超过 50%的餐饮连锁化率,我国仍有较大提升空间。海外连锁餐饮行业起步更早,并随着冷冻食品技术的兴起及冷链物流的发展得以快速壮大。我们预计,伴随我国冷链物流的不断发展,餐饮的连锁化率仍将逐步提升。

图 51 我国餐饮行业连锁比例



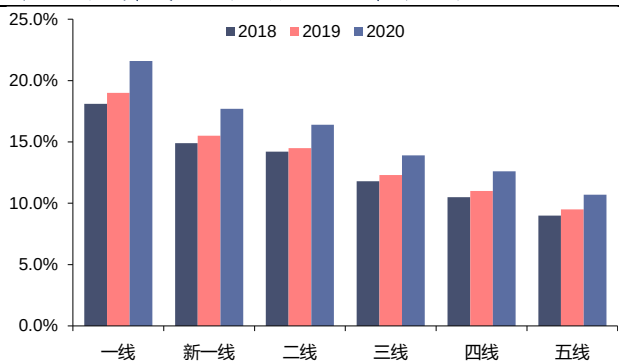
资料来源:《中国餐饮大数据 2021》,信达证券研发中心

图 52 对标美国,我国餐饮连锁化率仍有较大提升空间



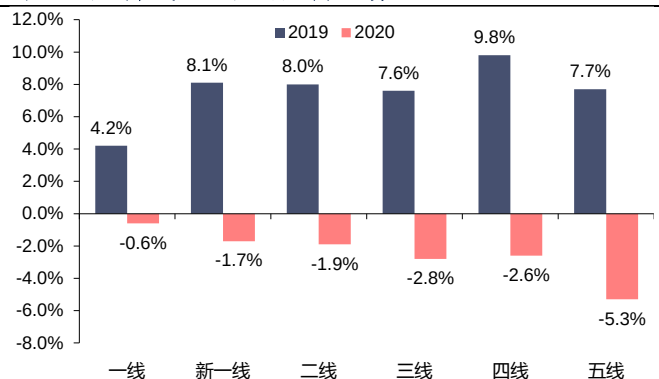
资料来源:立鼎产业研究网,欧睿,信达证券研发中心

图 53 分城市线级连锁门店占当地市场比例



资料来源：美团大学餐饮学院，信达证券研发中心

图 54 分城市线级连锁门店增长趋势

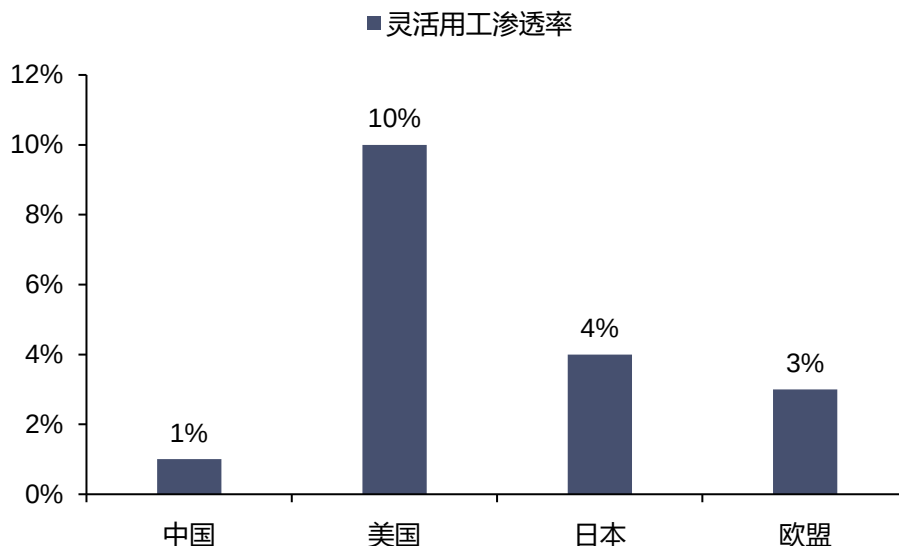


资料来源：美团大学餐饮学院，信达证券研发中心

人力资源服务：灵活用工依旧高景气

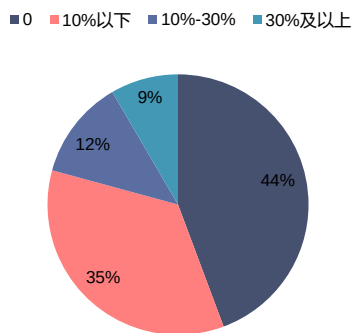
灵活用工空间巨大，中长期增长可期。我国灵活用工处于发展初期，根据灼识咨询发布的《中国人力资源外包服务行业蓝皮书》数据显示，2019 年我国灵活用工渗透率约为 1%，相比英国约 10% 渗透率、日本约 4% 渗透率，我国灵活用工仍有较大的提升空间。从微观企业的角度，近八成企业灵活用工员工渗透小于 10%，未来灵活用工发展空间较大。同时，灵活用工业务具有缓周期的属性，有望在当前我国宏观经济情况下得到中长期的发展。

图 55 2019 年我国灵活用工渗透率远低于欧美日本



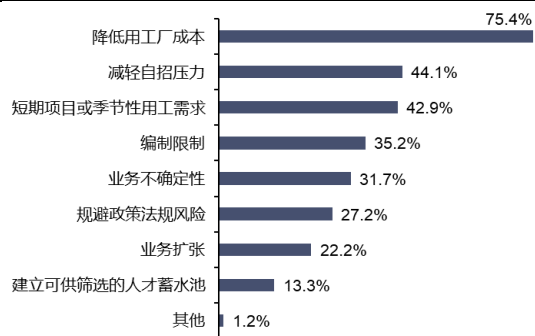
资料来源：灼识咨询，信达证券研发中心

图 56 灵活用工占总体用工比例



资料来源：《中国灵活用工发展报告 2021》，信达证券研发中心

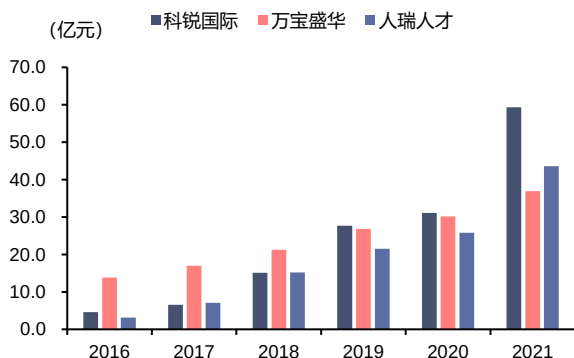
图 57 企业使用灵活用工的主要动机



资料来源：《中国灵活用工发展报告 2021》，信达证券研发中心

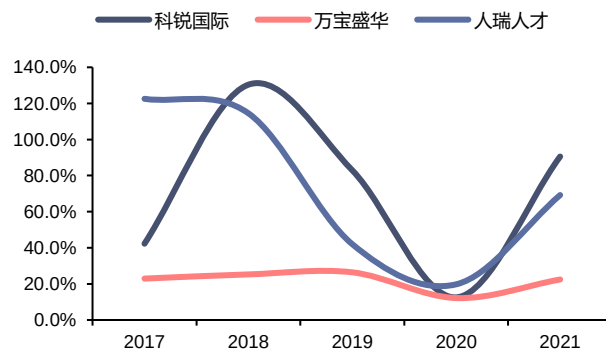
灵活用工高增长态势持续。近年来，灵活用工一直保持高速增长的态势，20 年受全球疫情影响放缓（科锐在大陆灵活用工收入同增 31%，若还原疫情期间社保减免的影响，增速约为 40%），21 年再次提速，科锐、人瑞灵活用工收入增速超过 60%（科锐大陆灵活用工同增 115%），万宝盛华增速受港澳台拖累。

图 58 三家人力资源服务公司灵活用工收入



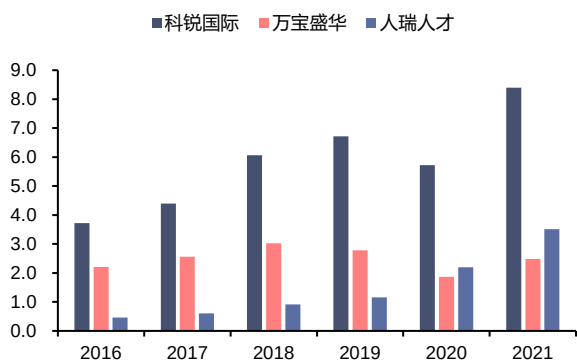
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 59 三家人力资源服务公司灵活用工收入同比增速



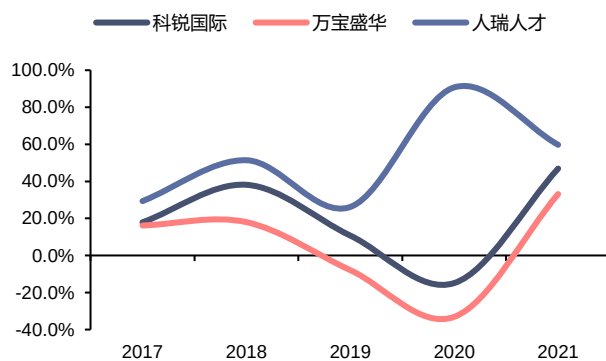
资料来源：科锐国际、万宝盛华、人瑞人才公司公告，信达证券研发中心

疫情后招聘类业务得以恢复。猎头和 RPO 是顺周期的业务，20 年受到疫情的影响，科锐、万宝盛华的招聘类收入下滑，随着疫情向好，21 出现明显反弹，收入增速超过 30%。我们估计，随着全球疫情得到有效控制，宏观经济恢复正常，招聘类业务将稳定增长。

图 60 三家人力资源服务公司招聘类收入（亿元）


资料来源：科锐国际、万宝盛华、人瑞人才公司公告，信达证券研发中心

注：招聘类收入=猎头收入+RPO 收入

图 61 三家人力资源服务公司招聘类收入同比增速


资料来源：科锐国际、万宝盛华、人瑞人才公司公告，信达证券研发中心

注：招聘类收入=猎头收入+RPO 收入

风险提示

行业较大程度受到疫情反复影响。

人力资源服务行业客户较为集中的风险。

教育行业的政策变动的风险。

宏观经济下行对消费者服务行业的负面影响。



研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。