



Research and
Development Center

静待花开终有时

2022 年社会服务业年度策略

2021 年 12 月 16 日

范欣悦
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

静待花开终有时——2022 年社会服务业年度策略

2021 年 12 月 16 日

- **2021 年总结：国内游恢复至 6~7 成，出境游整体仍停滞。**国内游恢复至疫前 6~7 成。21 年新冠疫情出现多次反复，倡议就地过年、暂停跨省团队游等防疫政策背景下，我国旅游行业仍受到持续影响。21H1 国内旅游人次恢复至 19 年同期的 61%，旅游收入恢复至 19 年同期的 58.6%；国庆假期旅游人次恢复至 19 年同期的 70.1%，旅游收入恢复至 19 年同期的 59.9%。
- **22 年展望及投资策略：**随着新冠特效药的上市、新冠疫苗接种的推进，国内旅游市场有望逐步向好，恢复程度仍取决于疫情反复情况及防疫政策要求。出境旅游市场的恢复步伐取决于全球范围内的疫情防控形势，部分疫情防控较好、防疫政策协调顺畅的目的地有望率先放开；若出境游得以放开，高端群体的度假游有望率先恢复，对航线和目的地资源把控力较强的出境游服务商有望受益。
- **我们认为疫情修复逻辑将成为 22 年行业的主旋律。**免税版块，国内疫情向好、新店投入使用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。在国内疫情防控情况优于海外的背景下，我们建议重点关注：（1）旅游受益于国内疫情修复版块，如免税（中国中免）、酒店（首旅酒店、锦江酒店）、景区（宋城演艺）、连锁餐饮（海伦司、九毛九）；（2）具有高景气度的人力资源服务（科锐国际）；（3）教育板块中民办高教（中教控股、希望教育）和职教培训（行动教育）细分。
- **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

2021 年总结：国内游恢复至 6~7 成，出境游整体仍停滞	5
国内游恢复至 6~7 成，出境游整体仍停滞	5
业绩及市场表现：旅游公司收入恢复至 5 成左右，年初至今跌幅最大	6
22 年展望及投资策略	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
随着疫情向好，离岛免税有望迎来量价齐升	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
教育：政策靴子落地，重点关注政策鼓励领域	24
关注政策鼓励细分领域——民办高教&职教培训	24
内生、外延共同驱动民办高教业绩提升	24
风险提示	25

表 目 录

表 1 6 家新增离岛免税店开业时间及运营主体	10
表 2 三大酒店集团拓店目标	15
表 3 三大酒店集团近年开店数据	15
表 4 酒店集团轻管理、软品牌的加盟要求及费用	18
表 5 三大酒店集团的利润弹性测算	18
表 6 21 年教育相关政策	24
表 7 民办高教集团截至财年末旗下学校数量	25

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 国庆假期全国接待国内游客数及同比增速	6
图 5 国庆假期国内旅游收入及同比增速	6
图 6 我国出境旅游人次及同比增速	6
图 7 我国大陆赴澳门旅游人次	6
图 8 旅游行业公司收入及同比增速	7
图 9 旅游行业公司扣非后净利润	7
图 10 消费者服务行业年初至今跌幅领先	7
图 11 我国大陆奢侈品市场规模计同比增速	8
图 12 我国大陆奢侈品消费增长的原因	8
图 13 我国限额以上化妆品零售额及同比增速	8
图 14 我国美妆个护市场规模	8
图 15 我国美妆个护 20 年前五大公司的份额演变	9
图 16 海南社会消费品零售总额及同比增速	9
图 17 海南常住人口数量	9
图 18 海南省接待过夜游客人次及同比增速	10
图 19 海南离岛免税购物人次及同比增速	10
图 20 海南离岛免税客单价及同比增速	10
图 21 海南离岛免税销售额及同比增速	10
图 22 我国大陆酒店出租率同比增减	11
图 23 我国大陆 21 年出租率相比 19 年同期增减	11
图 24 我国大陆酒店平均房价同比增减	11
图 25 我国大陆 21 年平均房价相比 19 年同期增减	11

图 26 我国大陆酒店 RevPAR 同比增减	12
图 27 我国大陆 21 年 RevPAR 相比 19 年同期增减	12
图 28 我国酒店数量及同比增速	12
图 29 我国酒店客房数量及同比增速	12
图 30 住宿和餐饮业固定资产投资额同比增速	13
图 31 国内旅游人数及同比增速	13
图 32 国内旅游收入及同比增速	13
图 33 我国商旅支出及同比增速	14
图 34 我国酒店行业连锁化率不断提升	14
图 35 酒店集团储备店数量	15
图 36 酒店集团新开店数量	15
图 37 以酒店数计, 连锁酒店中各档次酒店占比	15
图 38 以客房数计, 连锁酒店中各档次酒店占比	15
图 39 中高端和经济型连锁酒店数量及同比增速	16
图 40 中高端和经济型连锁酒店房量及同比增速	16
图 41 三大酒店集团中高端酒店数占比	16
图 42 三大酒店集团中高端酒店房量占比	16
图 43 华住整体和同店 RevPAR 走势	17
图 44 三大酒店集团加盟酒店数占比	17
图 45 三大酒店集团加盟酒店房量占比	17
图 46 各自然景区客流同比增速	19
图 47 各自然景区客流 21 年国庆恢复至 19 年同期的比例	19
图 48 乌镇、古北水镇客流及同比增速	19
图 49 乌镇、古北水镇收入及同比增速	19
图 50 21H1 宋城旗下主要景区收入及净利润恢复至 19 年同期的比例	20
图 51 国庆假期宋城演艺接待游客及同比增速	20
图 52 社会消费品零售总额: 餐饮收入及同比增速	20
图 53 上市公司旗下各餐饮品牌翻台率	20
图 54 餐饮门店数量及增长率	21
图 55 上市公司餐饮品牌门店数量	21
图 56 我国餐饮行业连锁比例	21
图 57 对标美国, 我国餐饮连锁化率仍有较大提升空间	21
图 58 分城市线级连锁门店占当地市场比例	22
图 59 分城市线级连锁门店增长趋势	22
图 60 我国灵活用工渗透率远低于欧美日本	22
图 61 灵活用工占总体用工比例	23
图 62 企业使用灵活用工的主要动机	23
图 63 三家人力资源服务公司灵活用工收入	23
图 64 三家人力资源服务公司灵活用工收入同比增速	23
图 65 三家人力资源服务公司招聘类收入	24
图 66 三家人力资源服务公司招聘类收入同比增速	24
图 67 民办高教集团在校生人次及同比增速	25
图 68 民办高教集团收入同比增速	25

2021 年总结：国内游恢复至 6~7 成，出境游整体仍停滞

国内游恢复至 6~7 成，出境游整体仍停滞

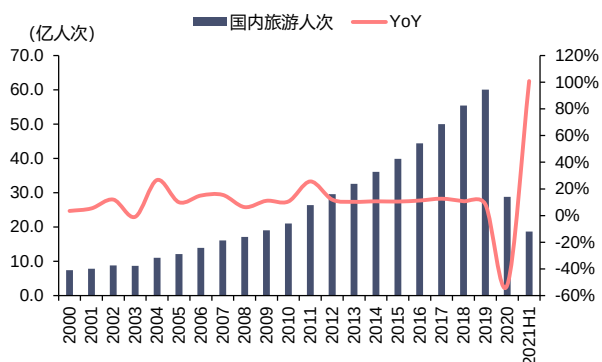
国内游恢复至疫前 6~7 成。21 年新冠疫情出现多次反复，倡议就地过年、暂停跨省团队游等防疫政策背景下，我国旅游行业仍受到持续影响。21H1 国内旅游人次恢复至 19 年同期的 61%，旅游收入恢复至 19 年同期的 58.6%；国庆假期旅游人次恢复至 19 年同期的 70.1%，旅游收入恢复至 19 年同期的 59.9%。

图 1 我国新冠肺炎当日新增病例



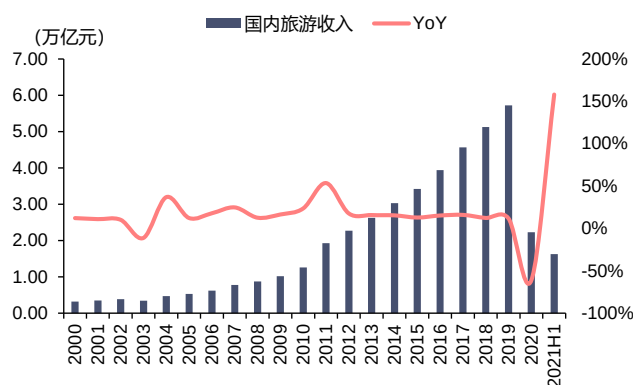
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2 国内旅游人次及同比增速

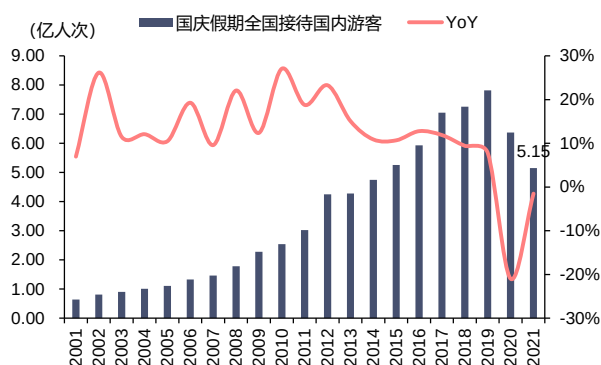


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3 国内旅游收入及同比增速

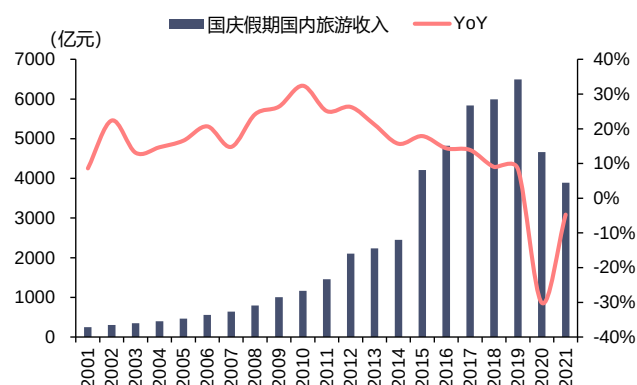


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4 国庆假期全国接待国内游客数及同比增速


资料来源：国家旅游局，信达证券研发中心

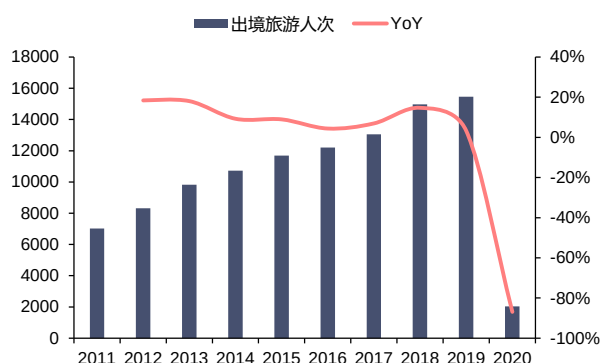
注：增速均为可比口径。

图 5 国庆假期国内旅游收入及同比增速


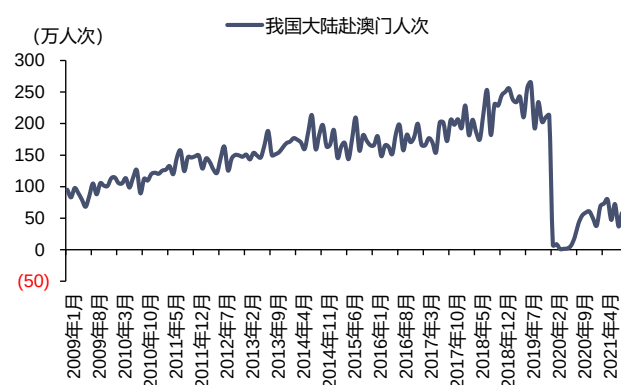
资料来源：国家旅游局，信达证券研发中心

注：增速均为可比口径。

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。由于有效疫情防控及政策协调，前往澳门的大陆游客市场出现明显复迹象，21 年 1~10 月，我国大陆赴澳门人次恢复至 19 年同期的 23.3%。

图 6 我国出境旅游人次及同比增速


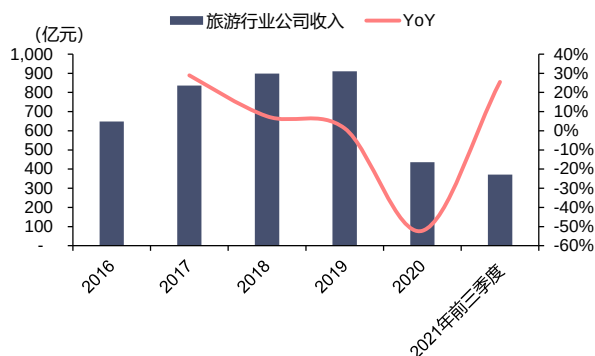
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7 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

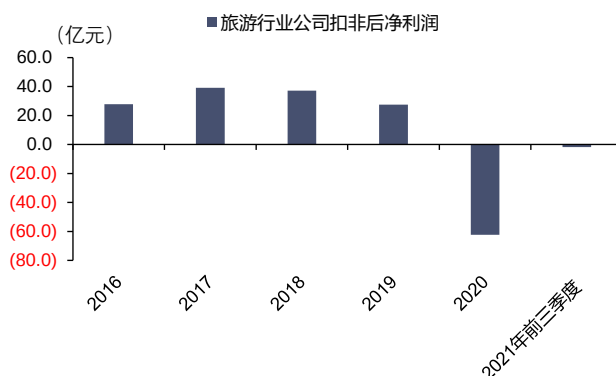
业绩及市场表现：旅游公司收入恢复至 5 成左右，年初至今跌幅最大

收入恢复至 5 成左右，亏损收窄。21 年前三季度旅游行业较 20 年同期向好，收入同增 26%，恢复至 19 年同期的 54%；扣非后的净亏损较 20 年同期明显收窄（中国中免对数据影响较大，剔除中国中免后测算；君庭酒店缺失 19 年前三季度数据，剔除君亭酒店）。

图 8 旅游行业公司收入及同比增速


资料来源：国家旅游局，信达证券研发中心

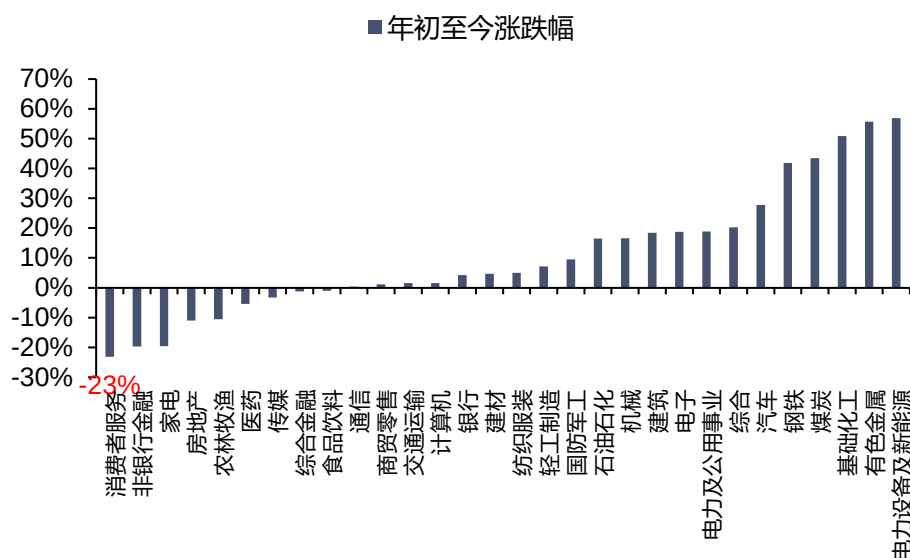
注：剔除中国中免、君庭酒店。

图 9 旅游行业公司扣非后净利润


资料来源：国家旅游局，信达证券研发中心

注：剔除中国中免、君庭酒店。

年初至今跌幅最大。从中信一级行业划分来看，消费者服务年初至今涨跌幅-23%，为跌幅最大的行业。

图 10 消费者服务行业年初至今跌幅领先


资料来源：Wind，信达证券研发中心

22 年展望及投资策略

随着新冠特效药的上市、新冠疫苗接种的推进，国内旅游市场有望逐步向好，恢复程度仍取决于疫情反复情况及防疫政策要求。出境旅游市场的恢复步伐取决于全球范围内的疫情防控形势，部分疫情防控较好、防疫政策协调顺畅的目的地有望率先放开；若出境游得以放开，高端群体的度假游有望率先恢复，对航线和目的地资源把控力较强的出境游服务商有望受益。

我们认为疫情修复逻辑将成为 22 年行业的主旋律。免税版块，国内疫情向好、新店投入使用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

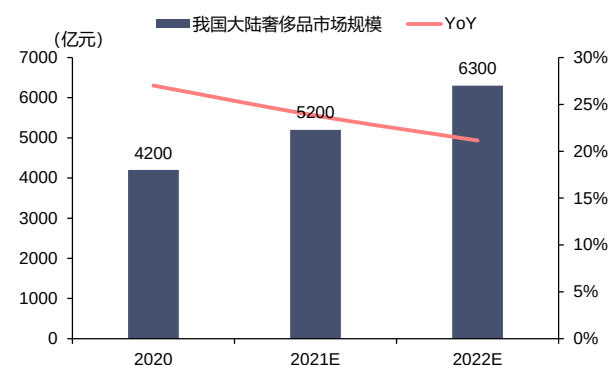
的拓店速度，同店数据向好；出境游版块，更加取决于全球疫情进展及出入境放开的预期。在国内疫情防控情况优于海外的背景下，我们建议重点关注：（1）旅游受益于国内疫情修复版块，如免税（中国中免）、酒店（首旅酒店、锦江酒店）、景区（宋城演艺）、连锁餐饮（海伦司、九毛九）；（2）具有高景气度的人力资源服务（科锐国际）；（3）教育板块中民办高教（中教控股、希望教育）和职教培训（行动教育）细分。

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

大陆奢侈品消费依旧强劲，主动增长占主导。根据腾讯和 BCG 联合发布的《2021 中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告》，预计 21 年我国大陆奢侈品增速为 23~25%，22 年增速超过 20%，除疫情带来的被动回流以外，更多来源于购物条件的改善和消费态度的转变。

图 11 我国大陆奢侈品市场规模计同比增速



资料来源：腾讯，BCG，信达证券研发中心

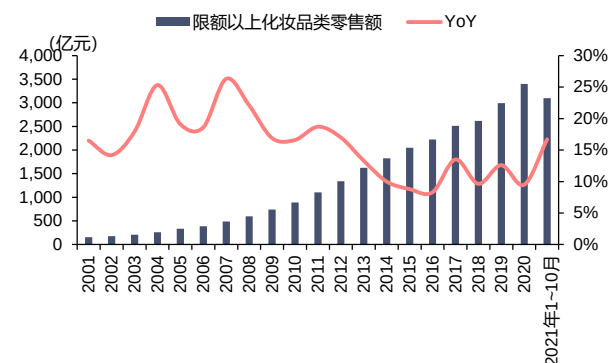
图 12 我国大陆奢侈品消费增长的原因



资料来源：腾讯，BCG，信达证券研发中心

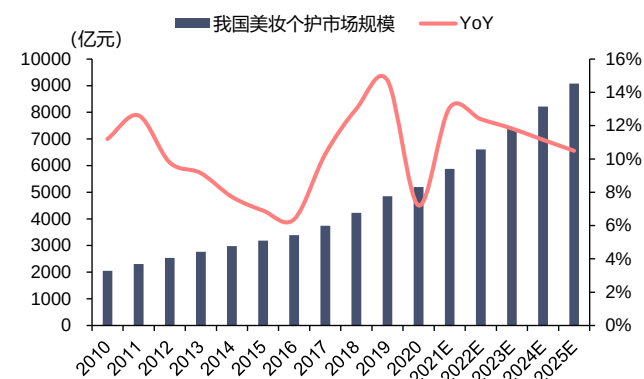
香化消费增速靓丽。香化消费体现良好的成长性，根据国家统计局数据，21 年 1~10 月，限额以上化妆品类零售额增速为 16.7%；根据欧睿数据，预计未来 5 年美妆个护市场复合增速将达到 11.8%。从市场份额来看，20 年前五均为海外集团，由于免税渠道购买香化产品普遍具有价格优势，香化消费的增长有望带动免税的增长。

图 13 我国限额以上化妆品零售额及同比增速



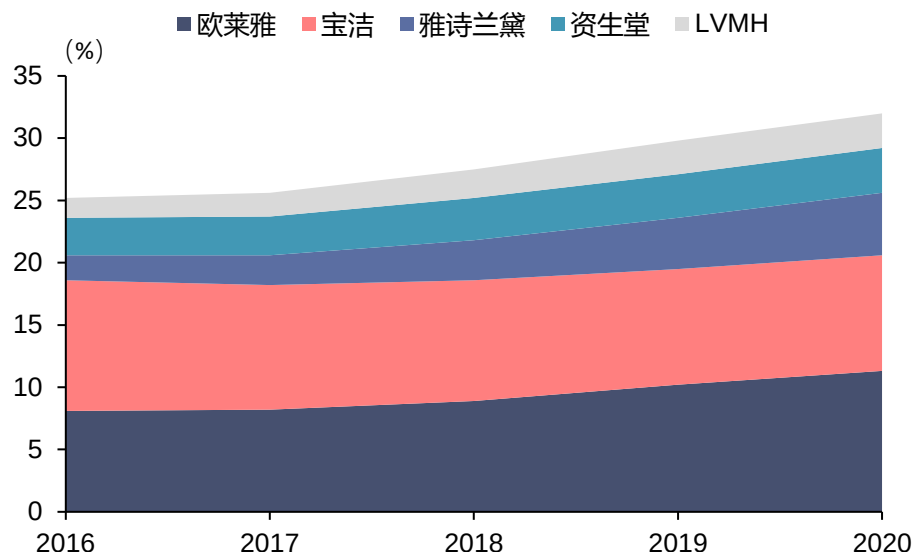
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14 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 15 我国美妆个护 20 年前五大公司的份额演变

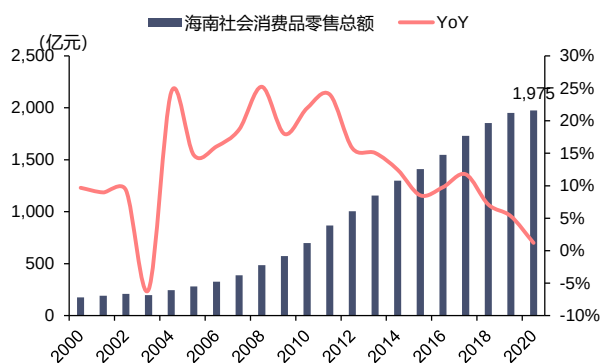


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

政策红利有望释放

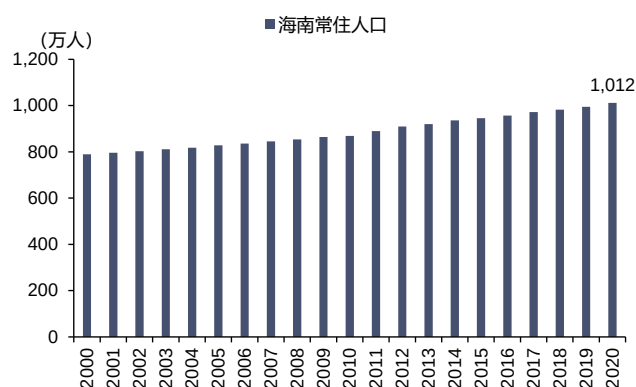
岛民免税、市内免税有望带来政策红利。《海南自由贸易港建设总体方案》中提到“对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买”，20 年海南省常住人口 1011 万人，社零总额 1974 亿元，岛民免税政策出台后有望为海南免税注入新的增量。《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》中提到“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”，19 年我国出境旅游达到 1.55 亿人次，目前受到疫情影响，出入境整体仍处于停滞状态，若全球疫情向好后出入境防疫政策放松，市内免税政策一旦出台有望成为免税增长的新驱动。

图 16 海南社会消费品零售总额及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 17 海南常住人口数量



资料来源：Wind，信达证券研发中心

随着疫情向好，离岛免税有望迎来量价齐升

22 年海南离岛免税目标冲击千亿。海南省委书记沈晓明在接受专访中表示希望 22 年海南离岛免税份额可以占到中国人免税消费总额的 10%，即 1000 亿元左右；代理省长冯飞在政府工作报告中提出“十四五期间，完善全岛免税销售网络，吸引免税购物回流 3000 亿元”。我们预计，在 22 年国内疫情向好、新店投入使用、品牌拓展

的基础下，海南免税销售有望进军千亿级别。

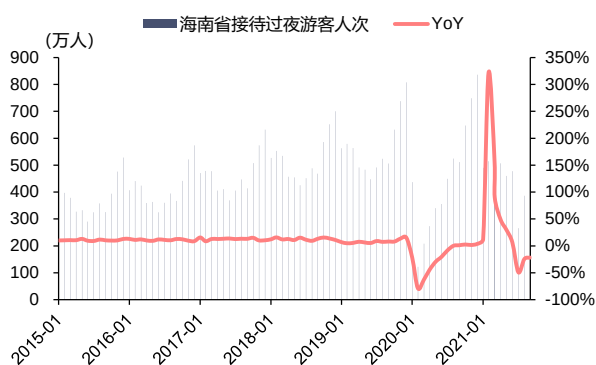
新店开业有望贡献增量，疫情向好有望量价齐升。6家新增的离岛免税店分别于20年底至21年陆续开业，为离岛免税带来新的活力；海口国际免税城、三亚国际免税城一期2号地逐步投入使用，将为22~23年带来增量。从量来看，海南游客仍受到疫情反复的影响，从而压制免税购物人次。从价来看，20年7月起提高额度和扩充品类，客单价得到显著提升。我们估计随着22年国内疫情向好，海南离岛免税有望迎来量价齐升的情况。

表1 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

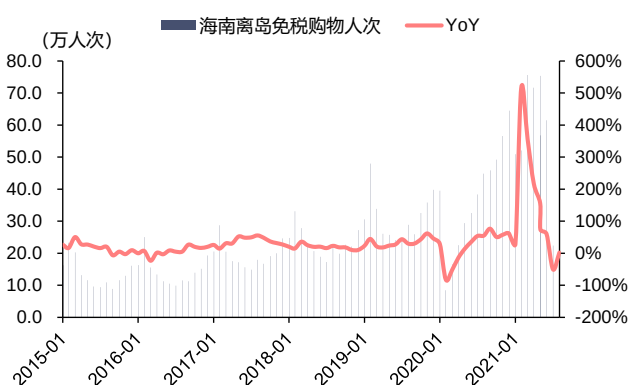
资料来源：海南自由贸易港官网，信达证券研发中心

图18 海南省接待过夜游客人次及同比增速



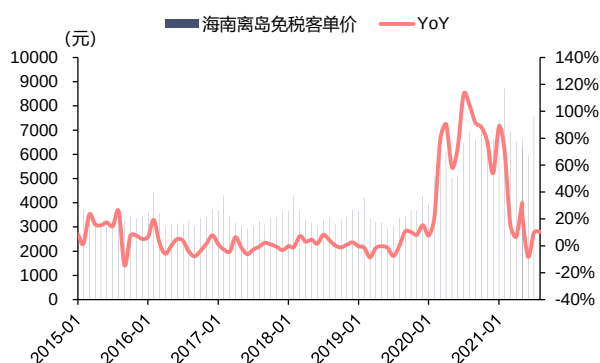
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图19 海南离岛免税购物人次及同比增速



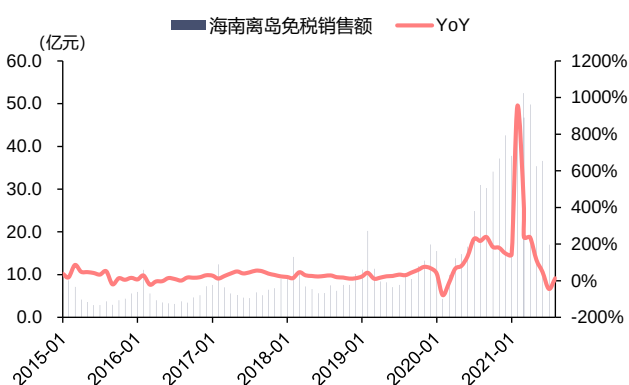
资料来源：海口海关，信达证券研发中心

图20 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21 海南离岛免税销售额及同比增速



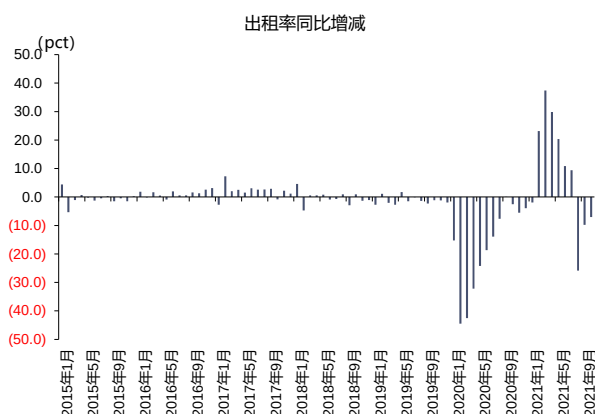
资料来源：海口海关，信达证券研发中心

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

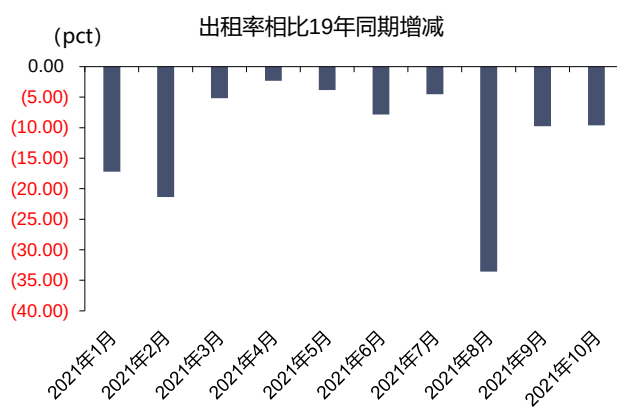
在几乎无疫情反复的时期，酒店 RevPAR 恢复良好。在几乎无疫情反复的月份，如 21 年 4~6 月，国内酒店 RevPAR 已恢复至 19 年 80% 以上的水平，而 1 月、7 月下旬、10 月中下旬的疫情反复仍短期影响酒店经营。随着国内疫情控制向好、疫苗接种率不断提升，酒店行业经营和业绩有望明显改善。

图 22 我国大陆酒店出租率同比增减



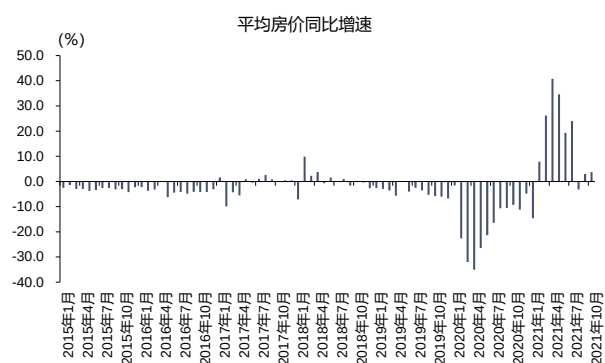
资料来源：STR，信达证券研发中心

图 23 我国大陆 21 年出租率相比 19 年同期增减



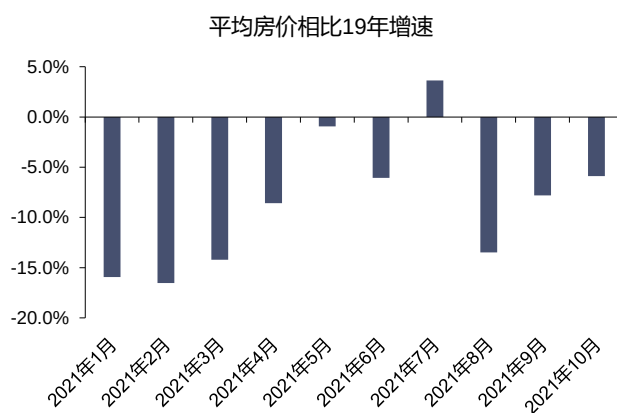
资料来源：STR，信达证券研发中心

图 24 我国大陆酒店平均房价同比增减

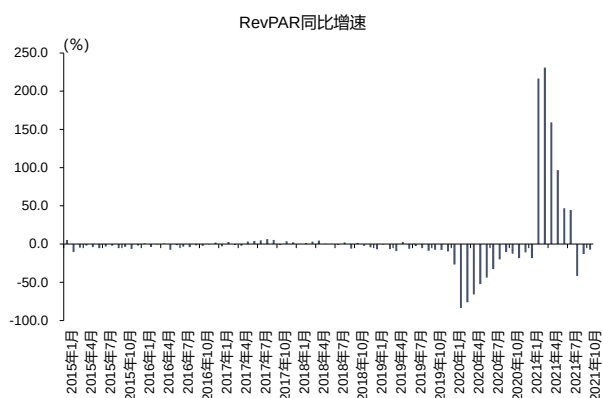


资料来源：STR，信达证券研发中心

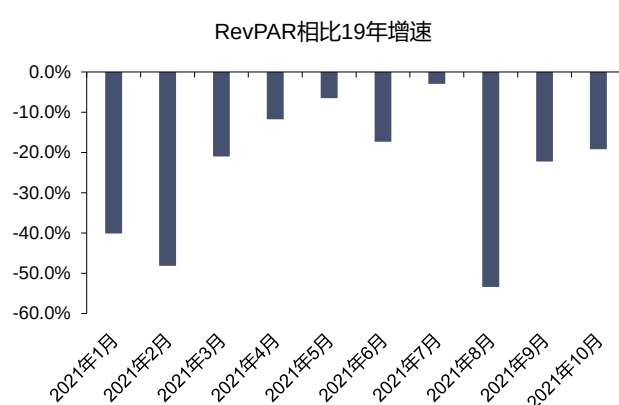
图 25 我国大陆 21 年平均房价相比 19 年同期增减



资料来源：STR，信达证券研发中心

图 26 我国大陆酒店 RevPAR 同比增减


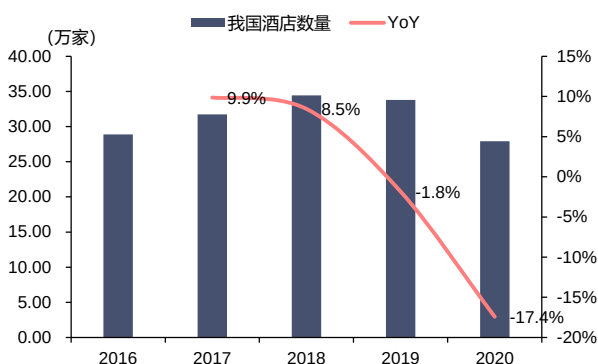
资料来源: STR, 信达证券研发中心

图 27 我国大陆 21 年 RevPAR 相比 19 年同期增减


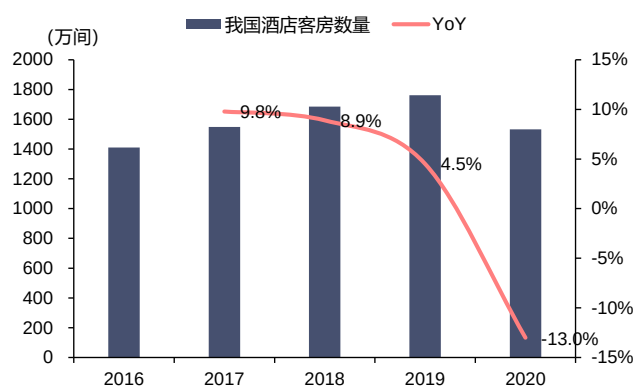
资料来源: STR, 信达证券研发中心

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 年新冠疫情进一步带来酒店数量和房量大幅减少；投资数据也可以佐证，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。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。

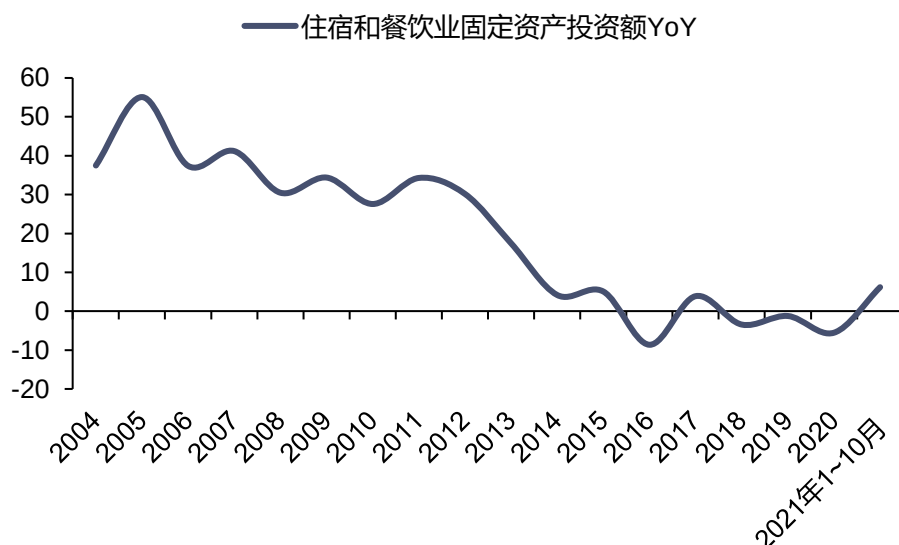
图 28 我国酒店数量及同比增速


资料来源: 中国饭店业协会, 盈蝶咨询, 信达证券研发中心

图 29 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, 信达证券研发中心

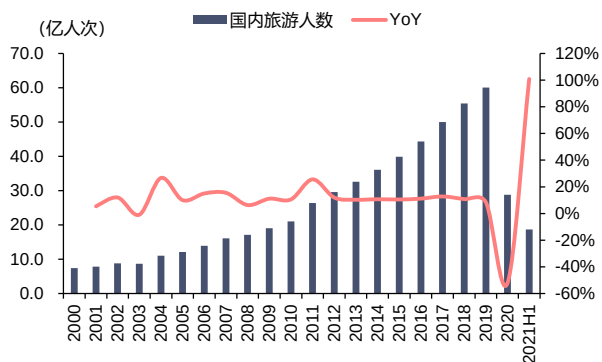
图 30 住宿和餐饮业固定资产投资额同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

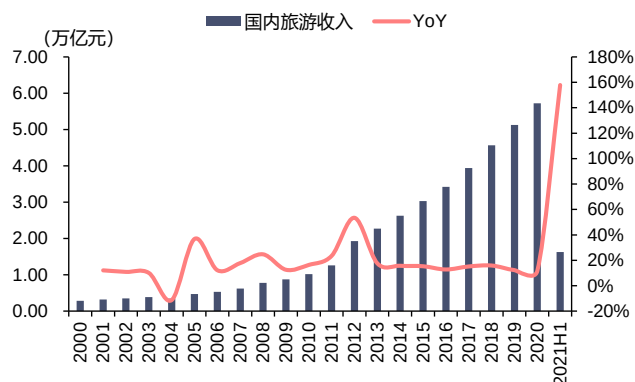
旅游和商旅带来酒店行业需求欣欣向荣。我国酒店行业的需求主要来自旅游出行和商务出行，占比合计达到80%。从旅游出行来看，国内旅游人次和收入均保持稳定的增长，14~19年国内旅游人次 CAGR 达 10.7%，收入 CAGR 达 14.3%，20 年受疫情影响大幅下滑，但 21H1 呈恢复态势，人次和收入分别恢复到 19H1 的 60.9%和 58.6%。从商务出行来看，我国商旅支出稳定增长，14~19 年 CAGR 达 8.9%。

图 31 国内旅游人数及同比增速



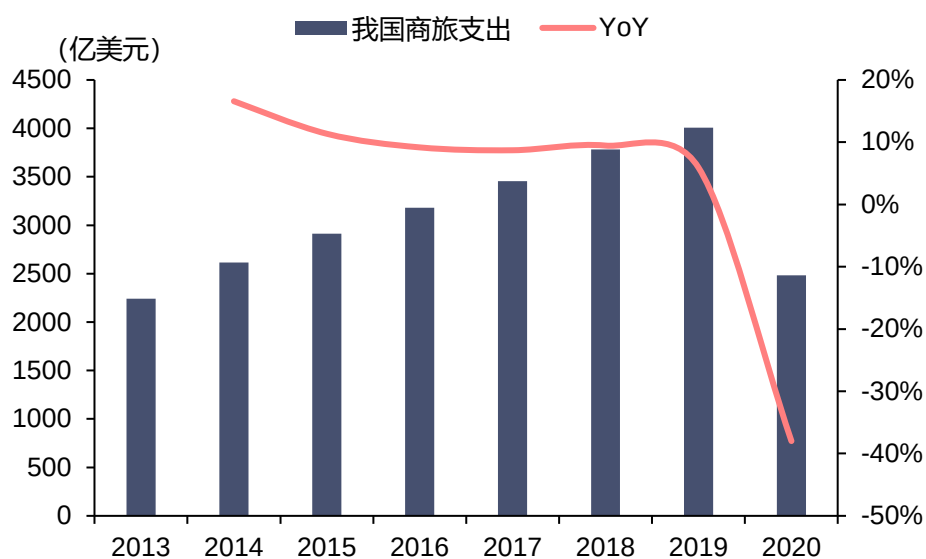
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32 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 33 我国商旅支出及同比增速

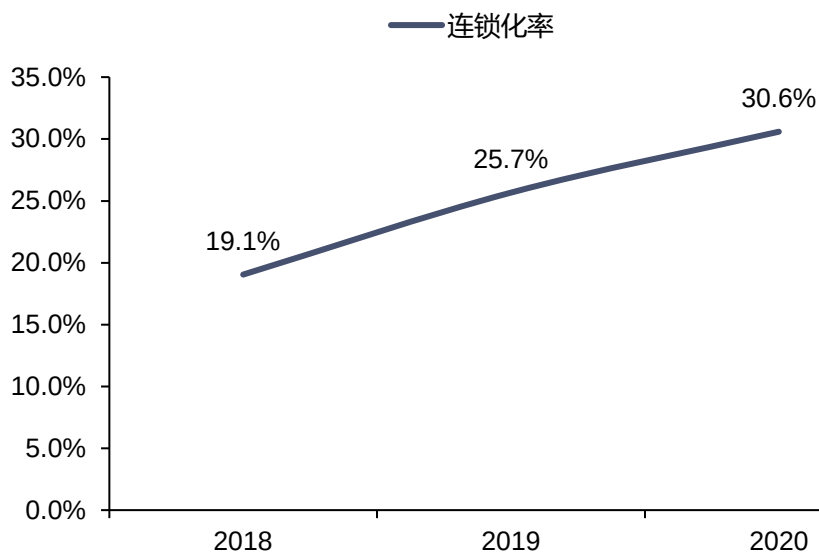


资料来源：携程商旅，信达证券研发中心

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 34 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，信达证券研发中心

表 2 三大酒店集团拓店目标

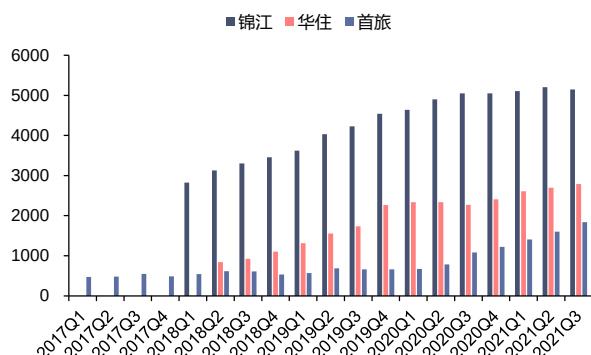
酒店集团	拓店目标
锦江	未来 3 年国内酒店数量达到 1.5 万家。
华住	2019 年提出“千城万店”目标，向三四线市场下沉，2022 年旗下酒店达到 1 万家。
首旅	提出“三年万店”，未来 3 年酒店数量达到 1 万家。

资料来源：各公司公告，各公司公开业绩电话会议，信达证券研发中心

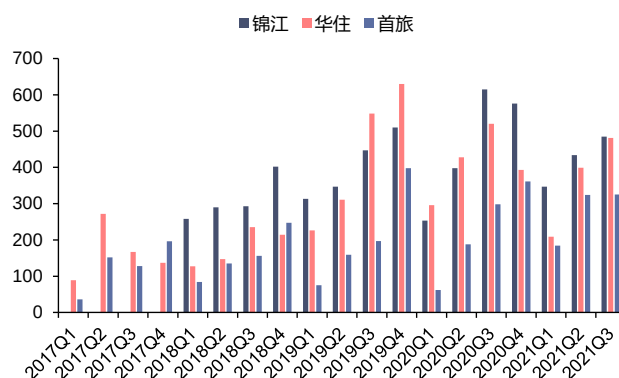
表 3 三大酒店集团近年开店数据

	2019	2020	2021 年前三季度	2021 计划
锦江	1617	1842	1266	1500
华住	1715	1637	1089	1600~1800
首旅	829	909	833	1400~1600

资料来源：各公司公告，各公司公开业绩电话会议，信达证券研发中心

图 35 酒店集团储备店数量


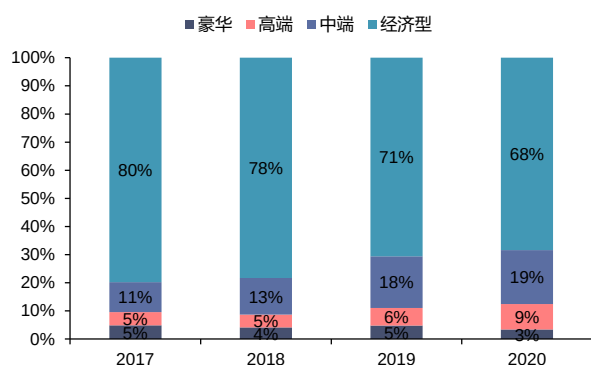
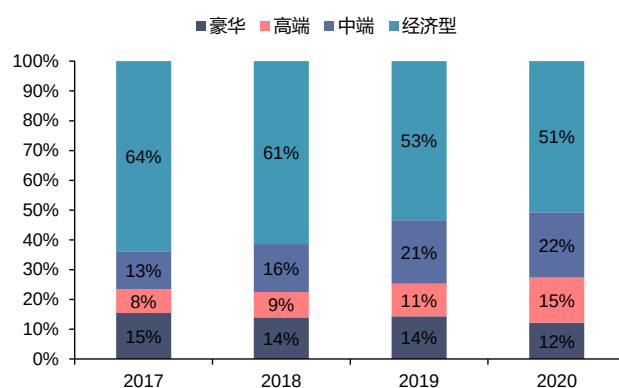
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 36 酒店集团新开店数量


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

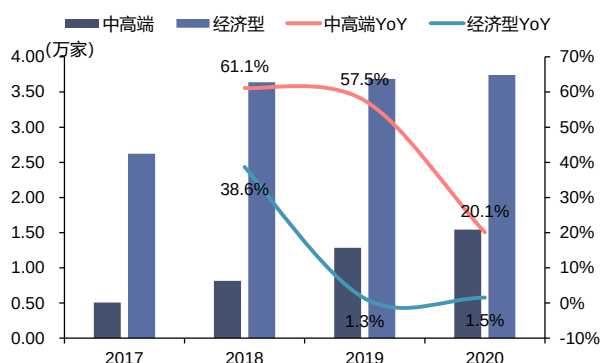
结构持续优化，驱动经营数据改善

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 6 月末，锦江、华住（20Q1 开始将宜必思和汉庭优佳重划为经济型）、首旅按酒店数计中高端占比为 50%、37%、24%，按房间数计中高端占比为 58%、47%、31%。

图 37 以酒店数计，连锁酒店中各档次酒店占比

图 38 以客房数计，连锁酒店中各档次酒店占比


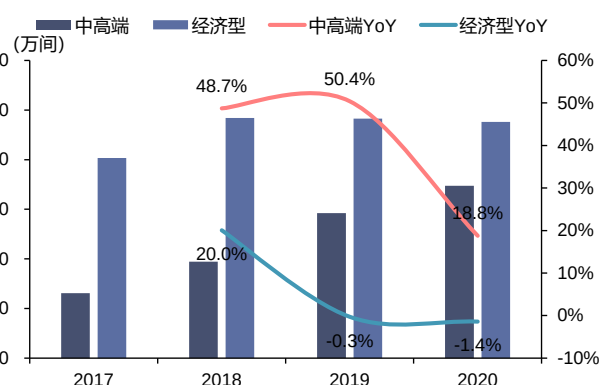
资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，信达证券研发中心

图 39 中高端和经济型连锁酒店数量及同比增速



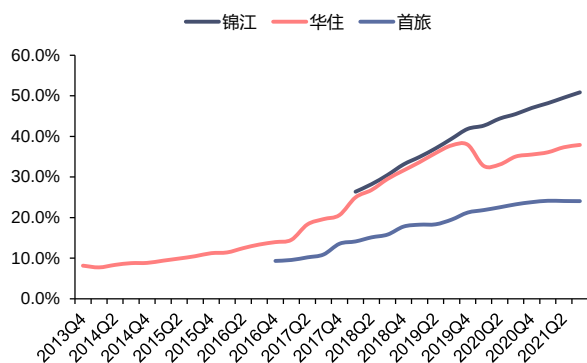
资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，信达证券研发中心

图 40 中高端和经济型连锁酒店房量及同比增速



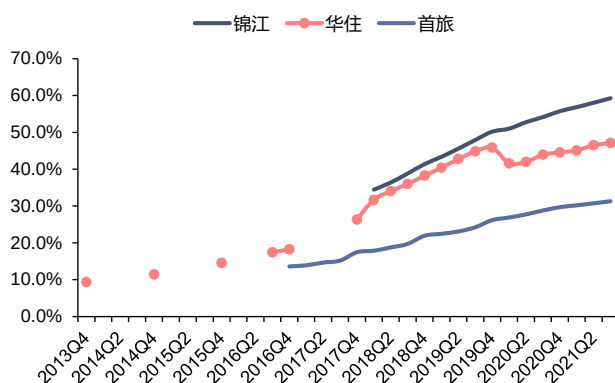
资料来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，信达证券研发中心

图 41 三大酒店集团中高端酒店数占比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

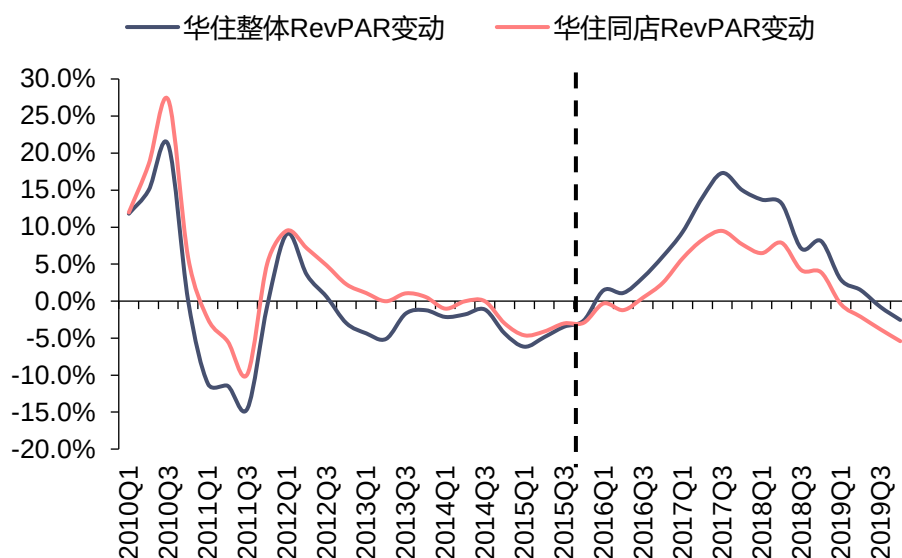
图 42 三大酒店集团中高端酒店房量占比



资料来源：各公司公告，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 43 华住整体和同店 RevPAR 走势

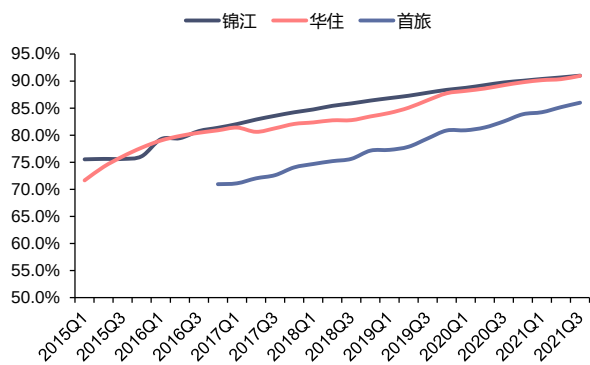


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

轻资产深化，推出“轻管理”加速整合

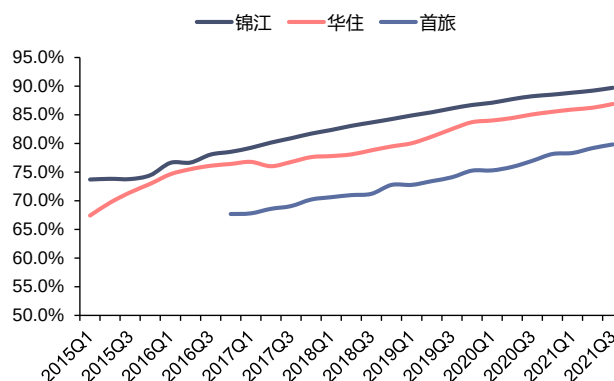
酒店集团轻资产进一步深化。截至 21 年 6 月末，锦江、华住、首旅按酒店数计加盟比重为 91%/90%/85%，按房量计加盟比重为 89%/86%/79%。推出轻管理、软品牌来加速整合单体酒店，与标准品牌加盟相比，轻管理、软品牌对于房量的要求更低，加盟商前期投入更低，更加适合单体酒店的现状，特别是下沉市场的渗透。

图 44 三大酒店集团加盟酒店数占比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 45 三大酒店集团加盟酒店房量占比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

表 4 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：各公司公告，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 5 三大酒店集团的利润弹性测算

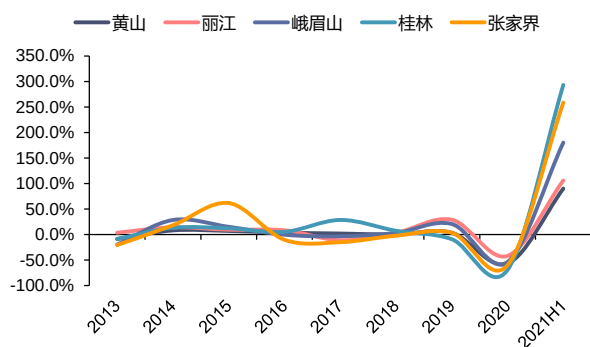
(单位，亿元)	2019 年直营客房收入估算	2019 年加盟可变收入估算	2019 年酒店净利润	RevPAR+1%					
				直营收入增厚	加盟收入增厚	直营利润增厚	加盟利润增厚	直营利润弹性	加盟利润弹性
锦江	74.8	35.5	13.3	0.7	0.4	0.52	0.25	3.9%	1.9%
华住	61.7	26.7	17.6	0.6	0.3	0.43	0.19	2.5%	1.1%
首旅	50.2	9.3	8.8	0.5	0.1	0.35	0.07	4.0%	0.7%

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

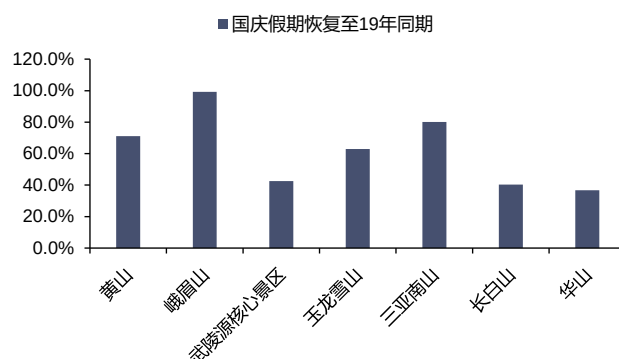
注：假设华住、首旅直营客房收入占直营收入 80%，华住、首旅加盟可变收入占加盟收入 80%，锦江加盟可变收入为持续加盟及劳务派遣服务+订房渠道收入，实际所得税税率为 30%。

景区：客流恢复受疫情反复影响

自然景区恢复情况各异，大部分客流恢复至 19 年同期 5、6 成。21H1 黄山、丽江、桂林客流恢复至 19 年同期的 50~60%，张家界客流恢复至 19 年同期的 76%，峨眉山恢复情况最优，客流恢复至 19 年同期的 91%。国庆假期的数据呈现相似的情况，峨眉山、三亚南山、黄山恢复情况较好，客流恢复至 19 年同期的 70%以上，武陵源核心景区、长白山、华山仅恢复至 19 年同期的 35~45%。

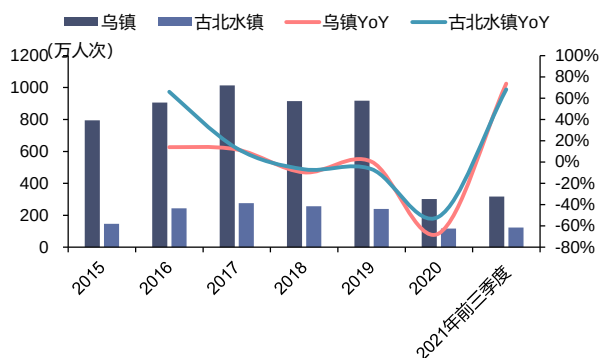
图 46 各自然景区客流同比增速


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

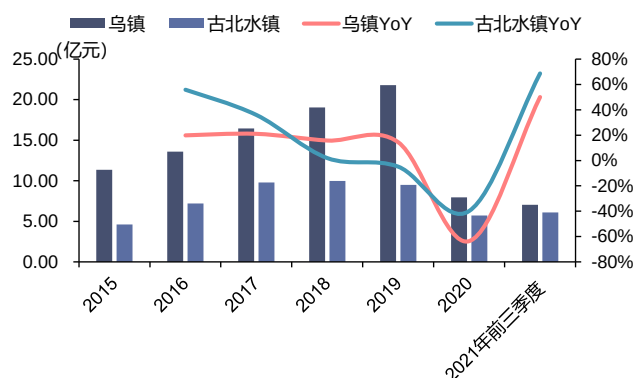
图 47 各自然景区客流 21 年国庆恢复至 19 年同期的比例


资料来源：各公司公告，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，恢复进程在 Q3 受到影响，21 年前三季度客流恢复至 19 年同期 43%，收入恢复至 19 年同期 51%；国庆假期客流恢复至 19 年同期 4 成+，收入恢复至 19 年同期 6 成+。古北水镇受益于周边游，恢复良好，21 年前三季度客流恢复至 19 年同期 64%，收入恢复至 19 年同期 81%；国庆假期收入基本恢复至 19 年同期水平。宋城旗下各景区恢复情况同样差异较大，21H1 桂林、杭州恢复情况较好，收入恢复至 19 年同期 65~75%，三亚、丽江收入恢复至 19 年同期 40~50%；Q3 受疫情反复影响，部分景区出现不同时限的闭园；国庆假期千古情主秀演出场次恢复至 19 年同期 85%，客流恢复至 19 年年同期 75%，其中三亚客流恢复至 19 年同期 45%。

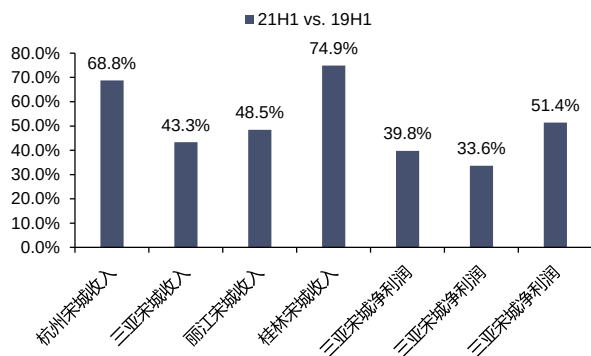
图 48 乌镇、古北水镇客流及同比增速


资料来源：中青旅公司公告，信达证券研发中心

图 49 乌镇、古北水镇收入及同比增速


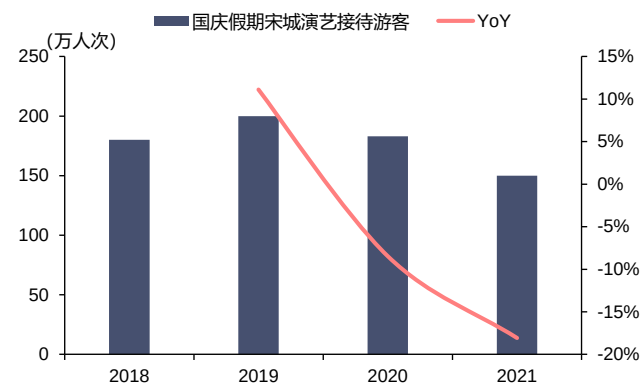
资料来源：中青旅公司公告，信达证券研发中心

图 50 21H1 宋城旗下主要景区收入及净利润恢复至 19 年同期的比例



资料来源：宋城演艺公司公告，信达证券研发中心

图 51 国庆假期宋城演艺接待游客及同比增速

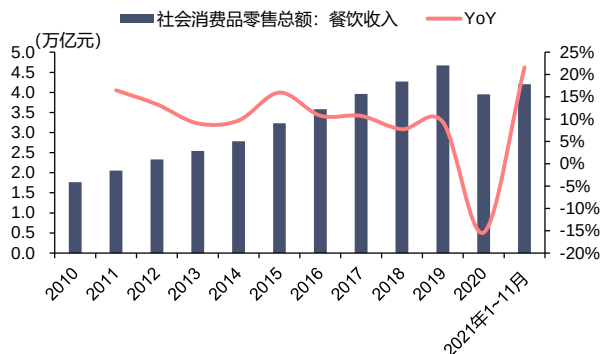


资料来源：宋城演艺公司官方公众号，信达证券研发中心

连锁餐饮：连锁化率提升，龙头逆势扩张

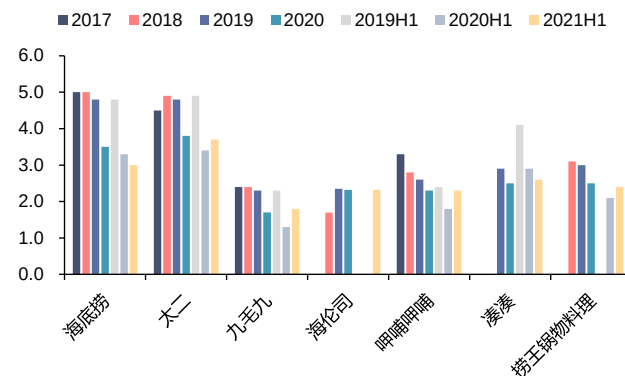
行业恢复至 19 年水平，微观翻台率有待提升。20 年受到新冠疫情影响，餐饮收入同减 15.4%，随着疫情向好，餐饮行业得到显著恢复，21 年 1~11 月已经恢复到 19 年同期水平 (100.4%)。从微观来看，20 年上市公司旗下餐饮品牌翻台率显著下滑，21H1 大多数与 20 年同期相比显著回暖，但仍未达到 19 年同期水平。

图 52 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 53 上市公司旗下各餐饮品牌翻台率



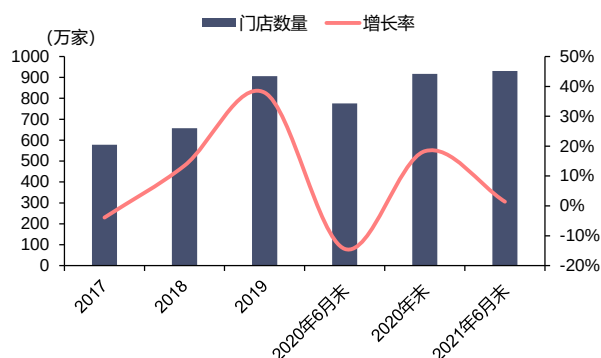
资料来源：海底捞、九毛九、海伦司、呷哺呷哺、捞王公司公告，信达证券研发中心

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。

预计除海底捞外，多数餐饮品牌仍将稳定拓店。21H1，除“九毛九”品牌（战略收缩、调整升级门店），多数上市公司旗下餐饮品牌仍稳定扩张，海底捞、太二、海伦司 21 年 6 月末较 20 年末门店增长 20% 以上，呷哺呷哺、凑凑、捞王增长个位数百分比。海底捞 11 月公告在 21 年底前逐步关停 300 家客流量相对较低及经营业绩不及预期的门店，收缩扩张计划，更加强调经营效率的提升，我们认为，除海底捞以外，大部分餐饮品牌仍将保持

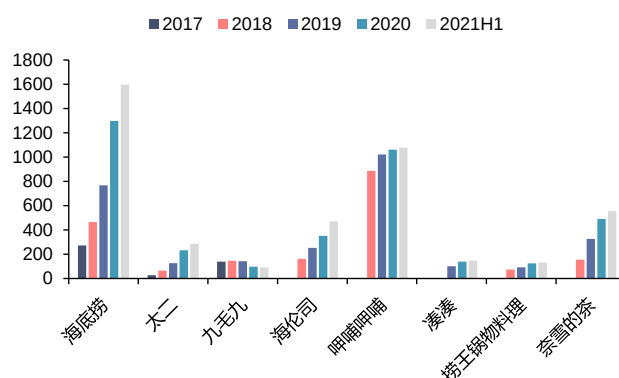
按部就班的拓店速度。

图 54 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 55 上市公司餐饮品牌门店数量

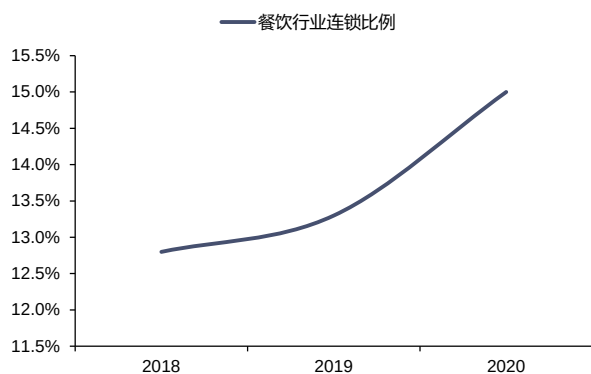


资料来源：海底捞、九毛九、海伦司、呷哺呷哺、捞王、奈雪的茶公司公告，信达证券研发中心

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。

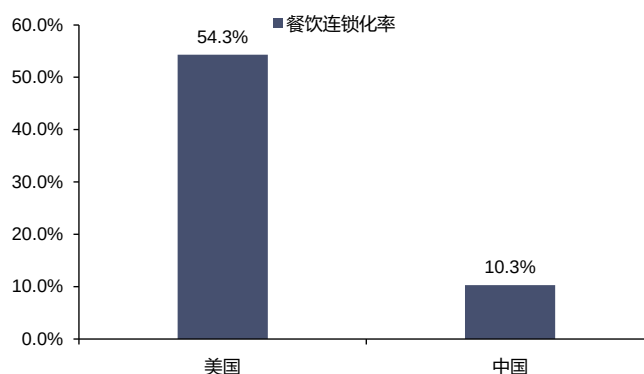
餐饮连锁化率有望持续提升。对标美国超过 50%的餐饮连锁化率，我国仍有较大提升空间。海外连锁餐饮行业起步更早，并随着冷冻食品技术的兴起及冷链物流的发展得以快速壮大。我们预计，伴随我国冷链物流的不断发展，餐饮的连锁化率仍将逐步提升。

图 56 我国餐饮行业连锁比例

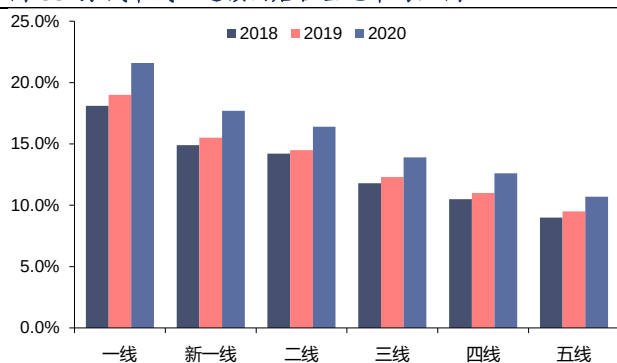


资料来源：美团，信达证券研发中心

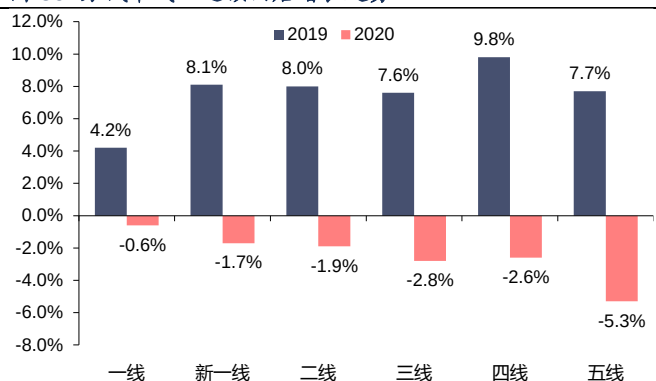
图 57 对标美国，我国餐饮连锁化率仍有较大提升空间



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 58 分城市线级连锁门店占当地市场比例


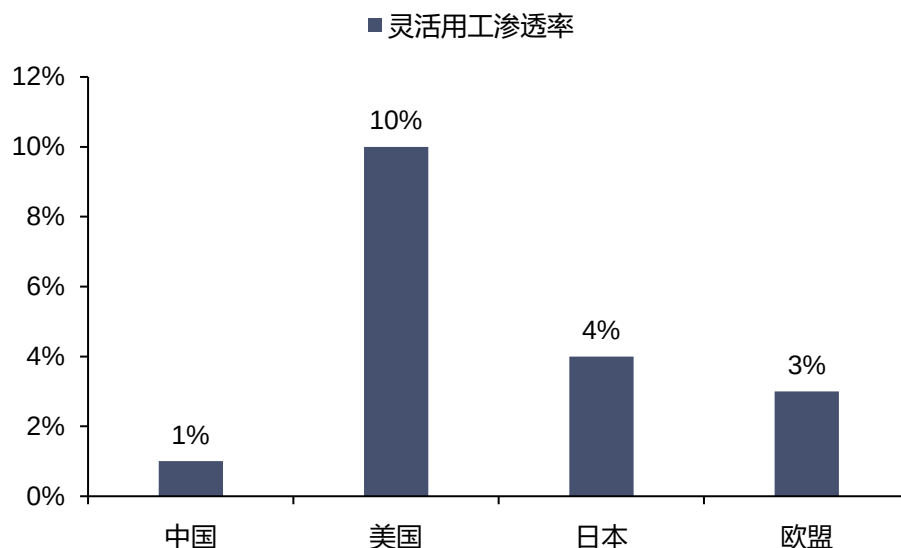
资料来源：美团，信达证券研发中心

图 59 分城市线级连锁门店增长趋势


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

人力资源服务：灵活用工依旧高景气

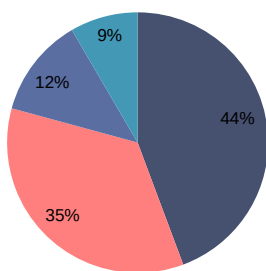
灵活用工空间巨大，中长期增长可期。我国灵活用工处于发展初期，根据灼识咨询发布的《中国人力资源外包服务行业蓝皮书》数据显示，2019 年我国灵活用工渗透率约为 1%，相比英国约 10% 渗透率、日本约 4% 渗透率，我国灵活用工仍有较大的提升空间。从微观企业的角度，近八成企业灵活用工员工渗透小于 10%，未来灵活用工发展空间较大。同时，灵活用工业务具有缓周期的属性，有望在当前我国宏观经济情况下得到中长期的发展。

图 60 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 61 灵活用工占总体用工比例

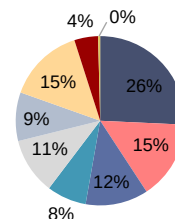
■ 0 ■ 10%以下 ■ 10%-30% ■ 30%及以上



资料来源：《中国灵活用工发展报告 2021》，信达证券研发中心

图 62 企业使用灵活用工的主要动机

■ 降低用工成本 ■ 减轻自招压力
■ 编制限制 ■ 业务扩张
■ 业务不确定性 ■ 规避政策法规风险
■ 短期项目或季节性用工需求 ■ 建立可供筛选的人才蓄水池
■ 其他

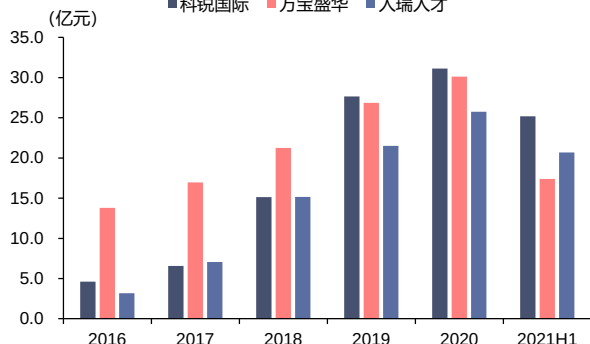


资料来源：《中国灵活用工发展报告 2021》，信达证券研发中心

灵活用工高速增长态势持续。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%），21H1 再次提速，科锐、人瑞灵活用工收入增速超过 75%（科锐大陆灵活用工同增 117%），万宝盛华增速受港澳台拖累。

图 63 三家人力资源服务公司灵活用工收入

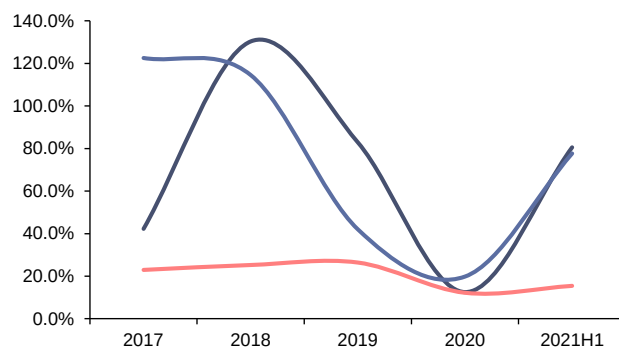
■ 科锐国际 ■ 万宝盛华 ■ 人瑞人才



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

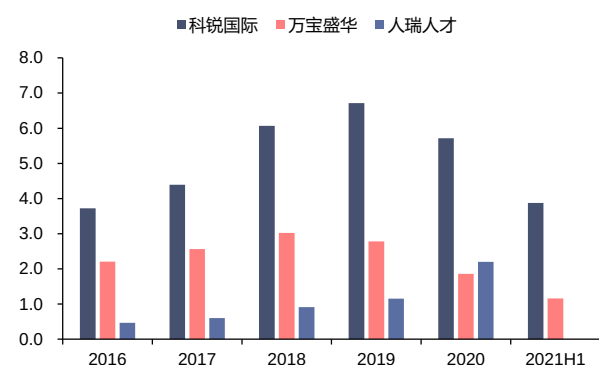
图 64 三家人力资源服务公司灵活用工收入同比增速

■ 科锐国际 ■ 万宝盛华 ■ 人瑞人才



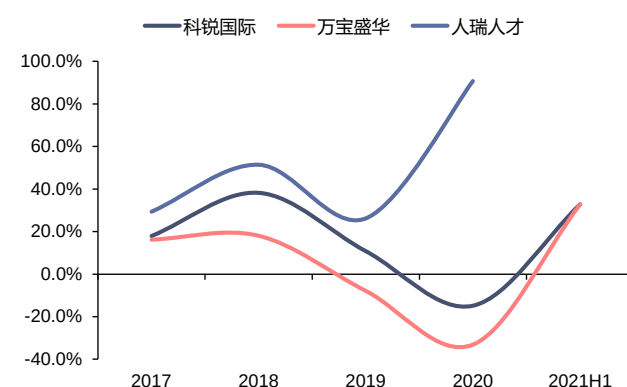
资料来源：科锐国际、万宝盛华、人瑞人才公司公告，信达证券研发中心

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，21H1 出现明显复苏，收入同增 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 65 三家人力资源服务公司招聘类收入


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 66 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

教育：政策靴子落地，重点关注政策鼓励领域

关注政策鼓励细分领域——民办高教&职教培训

政策靴子落地，体现对职教和 K9 截然不同的态度。21 年 5 月、7 月分别出台的民促法实施条例和“双减”政策，叫停了 K9 民办学校和教培的资本化道路；而 10 月出台的《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》明确提出“鼓励上市公司举办职业教育”，缓解了对于民办高教和职教培训政策层面的担忧。因此我们认为，教育板块赛道选择已经非常明确，民办高教和职教培训是重点关注的细分领域。

表 6 21 年教育相关政策

细分领域	出台时间	文件	主要内容
K9 民办学校	2021 年 5 月 14 日	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。
民办高教			实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易。
K9 教培	2021 年 7 月 24 日	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	国家鼓励企业以独资、合资、合作等方式依法举办或者参与举办实施职业教育的民办学校。
职业教育			现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作；上市公司不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得通过发行股份或支付现金等方式购买学科类培训机构资产；外资不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、利用可变利益实体等方式控股或参股学科类培训机构。校外培训机构不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假组织学科类培训。
职业教育	2021 年 10 月 12 日	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。

资料来源：教育部官网，人民政府官网，信达证券研发中心

内生、外延共同驱动民办高教业绩提升

持续外延，贡献业绩增量。民办高教集团依旧保持每年 2 所左右的并购并表进度，整合存量学校，并持续收购已并表学校的少数股权。21 财年中教控股/希望教育/新高教集团/中国科培分别并表 2/7/2/2 所学校，带来在

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

校生人数和收入的增长。

表 7 民办高教集团截至财年末旗下学校数量

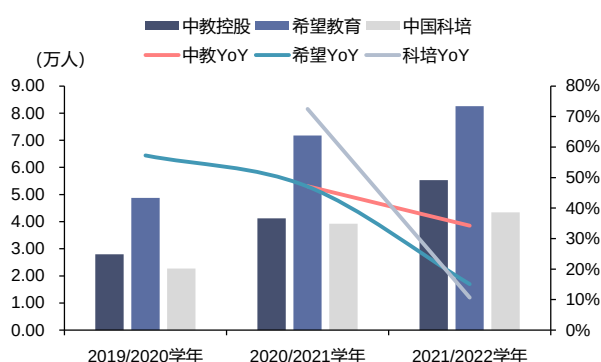
民办高教集团	2019 年 8 月 31 日	2020 年 8 月 31 日	2021 年 8 月 31 日
中教控股	9	11	13
希望教育	13	14	21
新高教集团	4	6	8
中国科培	2	2	4

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：仅统计财年为 9 月 1 日至次年 8 月 31 日的民办高教集团

独立学院转设、学额增长贡献内生增长。20 年 5 月，教育部办公厅印发《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，21 财年，中教控股 3 所独立学院完成转设，新高教集团 2 所独立学院完成转设，转设完成后无需继续向大校缴纳管理费，带来盈利能力的提升，同时独立学院转设后学额增加，中教控股 3 所学校转设后学额增长 34%，新高教集团 2 所学校转设后新学年在校生人数实现两位数增长。拓展新校区、鼓励专升本（20 年 2 月，教育部提出“扩大普通高校专升本规模，争取同比增加 32.2 万”，21 年 5 月再次提出“适度扩大研究生、专升本招录规模”）等继续带动学额的内生增长，如中教 2 个新校区的启用带来学额增长 37%，专升本学额增长 73%。

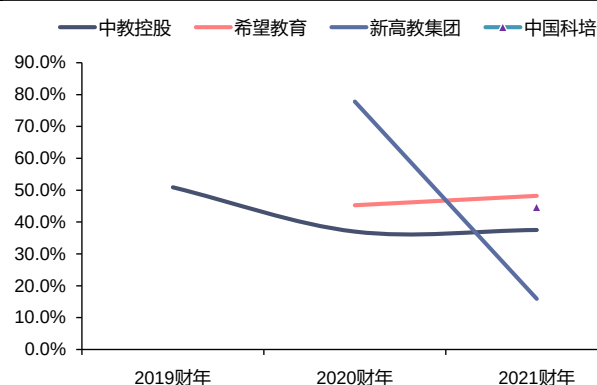
图 67 民办高教集团在校生人次及同比增速



资料来源：中教控股、希望教育、中国科培公司公告，信达证券研发中心

注：仅统计财年为 9 月 1 日至次年 8 月 31 日的民办高教集团

图 68 民办高教集团收入同比增速



资料来源：中教控股、希望教育、中国科培、新高教集团公司公告，信达证券研发中心

注：仅统计财年为 9 月 1 日至次年 8 月 31 日的民办高教集团

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
华北区销售副 总监（主持工 作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@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
华东区销售副 总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	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
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@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理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。