

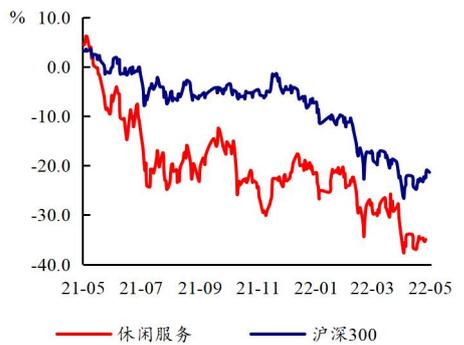


评级 推荐（维持）

## 报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	李昭璇
电子邮箱	lizx647@easec.com.cn

## 股价走势



## 相关研究

- 《国货崛起正当时，有望与免税行业发展形成良性循环》2022.05.23
- 《海口国际免税城将于国庆节前开业，中免“三亚+海口”守望布局前景可期》2022.05.16
- 《五一离岛免税表现受疫情冲击明显，环比有所改善》2022.05.09
- 《市内免税预期再起，客流表现低迷静待疫情形势转好行业加速复苏》2022.05.05
- 《至暗已过，静待花开》2022.04.25

# 疫情影响不改长期增长逻辑，疫情形势转好后有望加速复苏

## ——社服行业 2021 年年报及 2022Q1 季报综述

### 核心观点

社服行业当前估值处于历史相对低位，有望在疫情复苏后形成“V”字型回弹。2021年上半年疫情形势有所好转，但下半年疫情形势反复。2022年初以来，全国局部地区疫情散点复发再次对线下客流、出行出游形成抑制。社服板块估值持续回落，当前处于历史相对低位。当前社服板块业绩压力大多来自于疫情形势影响下线下消费场景受到影响。未来随着疫情形势转好，出行出游需求有望持续释放，行业景气度有望呈现V型反转，加速复苏。

**免税：2021年免税整体业绩表现亮眼，2022Q1疫情反复使得利润端承压，长期来看疫情形势转好后景气度有望加速复苏。**受益于离岛免税政策宽松趋势、离岛免税各参与企业发力门店布局、服务质量提升、品类扩张、产品结构升级等，2021年免税整体业绩表现亮眼，离岛免税业务高速增长。中国中免2021年实现营业收入676.76亿元，同比增长28.67%；实现归母净利润96.54亿元，同比增长57.23%。2022Q1受疫情反复影响，整体营收端及利润端表现暂时被拖累。未来随着疫情形势转好，线下客流有望持续恢复，助推行业盈利能力持续回升。

**旅游：2021年企业控成本、增营收，复苏进程良好，2022Q1疫情反复有所影响，行业向好基本面不改。**2021年疫情形势相对缓和，纾困政策不断出台，企业灵活调整业务重点，控成本、增营收，盈利能力总体回升。2021年旅游综合、人工景区、自然景区三大板块毛利率分别达到23.39%、78.54%、60.80%，相较2020年变动幅度分别为-1.49、1.56、17.88个pct。2022Q1受疫情反复影响，营收端承压使得费用率提升，同时企业盈利能力受到暂时性影响。从长期来看，疫情倒逼行业内部产品升级，为行业在疫情后的快速复苏奠定了良好的基础，有望在疫情后出行出游需求的强劲恢复下迎来快速复苏。

**酒店：高端化、连锁化、集中度提升为行业发展主旋律，2022Q1国内疫情扩散，利润端再度承压，行业高速扩张步伐不变，疫情形势转好后有望迎来加速复苏。**2021年单体酒店出清，产业集中度提升，大型酒店发挥龙头优势，维持较高的平均房价，实现业绩增长。2021年酒店板块实现营收325.53亿元，较2020年增长19.23%，已恢复至疫情前(2019年)的87%；实现归属于母公司股东的净利润9.99亿元，同比增长132.21%。2022Q1全国局部地区疫情散点复发，一二线城市群众出行出游受到较大影响，业绩再度承压。随着行业连锁化、高端化进程不断推进，集中度持续提高，行业有望在疫情整体形势转好后下呈现加速复苏趋势。

**餐饮：受疫情及原材料价格上涨双重影响2021年餐饮板块艰难复苏，2022年Q1再受疫情影响。**2021年餐饮板块实现营收33.93亿元，较2020年增长22.82%，已恢复至疫情前(2019年)的9成。2022Q1再次受疫情影响线下客流萎缩，部分刚性成本难以避免，盈利水平受到影响。目前，餐饮板块仍在艰难复苏中，未来随疫情好转，预制菜等食品工业产品发展有望为餐饮行业带来机遇，行业整体有望在疫情形势转好后呈现业绩明显回暖的良好态势。

### 投资建议

整体来看，2021年及2022Q1，社服行业整体受到疫情形势影响，但短期的扰动并未改变行业整体成长逻辑。2021年以来全国进入局部地

区疫情散点复发阶段，当下东北及上海地区疫情严峻形势进一步造成了出行出游限制，严重影响了社服行业线下消费场景，使得免税、酒店、餐饮、旅游等子板块业绩承压。未来，随着我国疫情防控能力及治疗能力不断提升，疫情形势有望持续好转，前期受到限制的出行出游需求有望强力释放，改善当前行业利润端承压的不利局面。我们认为短期的疫情影响未改变各子板块内在的核心成长逻辑。社服行业整体有望在疫情形势转好后呈现景气度加速回升的良好态势。

### 风险提示

提示一：疫情影响反复；

提示二：宏观经济波动；

提示三：政策波动风险。

## 正文目录

1. 社服板块估值复盘：当前处于历史相对低位，有望在疫情后迎来“V”字型复苏.....	5
2. 免税：短期扰动不改变长期景气，寒冬将过静待花开.....	5
3. 旅游：疫情形势反复形成冲击，静待复苏.....	7
3.1. 整体情况：企业创新势头强劲，行业复苏进程良好，景气度有望持续提高.....	7
3.2. 2021年旅游板块业绩有所回升，疫后复苏动力较强.....	7
3.3. 2022Q1疫情反复，行业业绩承压.....	9
3.4. 2021年企业提升运营效率，行业费控水平整体良好.....	10
3.5. 2022Q1疫情反复，费用率有所提升.....	11
3.6. 2021年疫情形势相对缓和，盈利能力总体攀升.....	12
3.7. 2022Q1疫情反复，行业业绩受到抑制.....	13
4. 酒店：疫情拖累不影响高速扩张，疫后复苏动力强劲.....	15
4.1. 2021年酒店板块业绩复苏明显.....	15
4.2. 2022年一季度受疫情影响业绩承压.....	15
4.3. 2021年酒店板块盈利能力上升.....	16
4.4. 2022年一季度疫情扩散，酒店板块盈利能力再度承压.....	17
5. 餐饮行业 2021 年报与 2022 一季报业绩综述：.....	18
5.1. 2021 年餐饮板块艰难复苏.....	18
5.2. 2022 年一季度亏损扩大.....	19
5.3. 2021 年餐饮板块盈利能力有所下降.....	19
5.4. 2022 年一季度疫情扩散，餐饮板块持续承压.....	21
6. 投资建议.....	21
7. 风险提示.....	22

## 图表目录

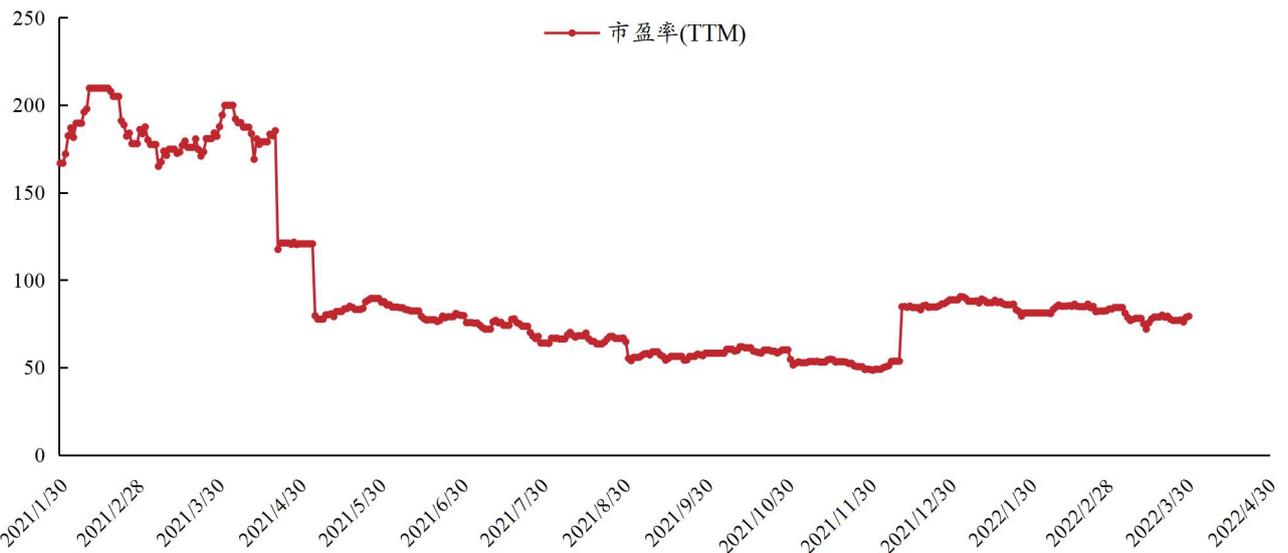
图表 1. 当前社服板块 PE 估值处于历史相对低位，有望形成“V”字型回弹.....	5
图表 2. 中免 2022 年 Q1 营收端受疫情影响.....	6
图表 3. 中免 2022 年 Q1 利润端受疫情影响.....	6
图表 4. 2021 年*ST 海创等营收同比增幅居前五.....	8
图表 5. 2021 年众信旅游等营收同比跌幅居前五.....	8
图表 6. 2021 年*ST 圣亚等归母净利润增幅居前五.....	9
图表 7. 2021 年三特索道等归母净利润跌幅居前五.....	9
图表 8. 2022Q1*ST 海创等三家企业营收同比增长.....	9
图表 9. 2022Q1*ST 腾邦等营收同比跌幅居前五.....	9
图表 10. 2022Q1 归母净利润水平整体下降.....	10
图表 11. 2021 年管理费用率大多下降.....	11
图表 12. 2021 年销售费用率大多下降.....	11
图表 13. 2022Q1 销售费用率多数上升.....	12
图表 14. 2022Q1 管理费用率多数上升.....	12
图表 15. 2021 年*ST 腾邦等毛利率同比增幅居前五.....	13
图表 16. 2021 年*ST 海创等毛利率同比跌幅居前五.....	13
图表 17. 2021 年*ST 海创等净利率涨幅居前五.....	13
图表 18. 2021 年三特索道等净利率同比跌幅居前五.....	13
图表 19. 2022Q1 长白山等四家公司毛利率同比上涨.....	14
图表 20. 2022Q1 张家界等毛利率同比跌幅居前五.....	14
图表 21. 2022Q1 共有四家企业净利率上涨.....	14

图表 22. 2022Q1 张家界等净利率同比跌幅居前五.....	14
图表 23. 2021 年酒店板块实现营收同比增长.....	15
图表 24. 2021 年酒店出现归母净利润大部分增长.....	15
图表 25. 2021 年酒店板块毛利率水平.....	16
图表 26. 2021 年酒店板块净利率水平.....	16
图表 27. 2021 年酒店板块销售费用率.....	17
图表 28. 2021 年酒店板块销售费用率变动.....	17
图表 29. 2021 年酒店板块管理费用率.....	17
图表 30. 2021 年酒店板块管理费用率变动.....	17
图表 31. 2022 年 Q1 酒店板块毛利率下滑.....	18
图表 32. 2022 年 Q1 酒店板块净利率有所回升.....	18
图表 33. 2021 年餐饮板块实现营收同比增长.....	19
图表 34. 2021 年餐饮板块归母净利润出现下降.....	19
图表 35. 2021 年餐饮板块毛利率水平下降.....	20
图表 36. 2021 年餐饮板块净利率水平降低.....	20
图表 37. 2021 年餐饮板块销售费用率.....	20
图表 38. 2021 年餐饮板块销售费用率呈下降趋势.....	20
图表 39. 2021 年餐饮板块管理费用率.....	21
图表 40. 2021 年餐饮板块管理费用率呈下降趋势.....	21
图表 41. 2022 年 Q1 餐饮板块毛利率普遍下降.....	21
图表 42. 2022 年 Q1 餐饮板块净利率有所下降.....	21

## 1. 社服板块估值复盘：当前处于历史相对低位，有望在疫情后迎来“V”字型复苏

受疫情影响当前行业估值处于历史相对低位，社服需求长期存在，随着国家疫情防控能力及治疗水平的不断提升，行业有望在疫情复苏后形成“V”字型回弹。2021年随着疫情反复，消费观念转变等宏观市场环境变化，市场对社服个股估值有所调整，申万社会服务板块 PE 估值回落，特别是2021年二季度以来由于疫情反复扰动带来较大业绩压力，复苏不确定性加大，板块估值进一步回落。2022年以来，随着政策扶持力度加大，旅游、酒店及餐饮行业经营复苏预期强烈，社服板块估值有所微升。未来，随着疫苗覆盖与新冠特效药物研发的推进，产业的变革、创新与高质量发展意识不断显现，旅游、酒店、餐饮的需求将会进一步的释放，社服板块有望迎来估值修复，实现“V”字型回弹。

图表 1. 当前社服板块 PE 估值处于历史相对低位，有望形成“V”字型回弹

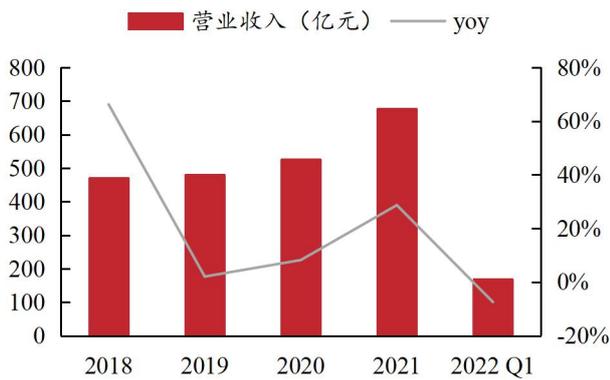


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 2. 免税：短期扰动不改变长期景气，寒冬将过静待花开

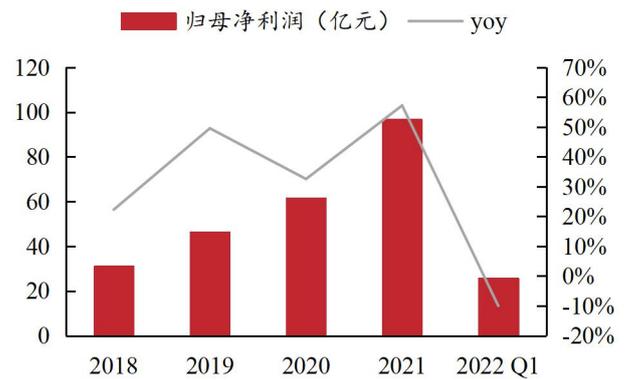
2022年4月22日，中国中免发布2021年年报及2022年一季报。2021年公司实现营业收入676.76亿元，同比增长28.67%；实现归母净利润96.54亿元，同比增长57.23%。2022年一季度实现营业收入167.82亿元，同比降低7.45%；实现归母净利润25.63亿元，同比降低9.99%。业绩表现符合预期。

图表 2. 中免 2022 年 Q1 营收端受疫情影响



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 3. 中免 2022 年 Q1 利润端受疫情影响



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

**2021 年整体业绩表现亮眼，离岛免税业务高速增长。**受益于离岛免税政策宽松趋势、离岛免税各参与企业发力门店布局、服务质量提升、品类扩张、产品结构升级等，我国离岛免税行业高速发展。从中免收入方面拆分来看，2021 年三亚市内免税店/海免/日上上海分别实现收入 355/160/125 亿元，同比变动 +67%/+61%/-9%，在总营业收入中占比分别为 52.47%/23.59%/18.46%。从净利率方面来看，2021 年三亚市内免税店/海免/日上上海分别为 11.74%/4.97%/5.52%。整体来看，随着离岛免税的旺盛发展，三亚市内免税店业务高速增长。当前自贸港政策预期再起，未来随着自贸港建设的不断推进、离岛免税行业的旺盛发展，公司整体业绩有望呈现更加高速的增长。

**当下受到疫情影响，一季度整体表现及利润端依旧承压。**2021 年上半年疫情形势转好，随着出行出游客流的复苏，离岛免税表现亮眼。2021 年下半年全国局部地区疫情影响反复，使得出行出游客流及免税线下消费场景受到影响。随着折扣力度的加大以及线上销售占比的提升，公司利润端承压明显。2022 年年初以来，离岛免税市场在春节期间表现亮眼，1-2 月业绩高速增长，然而受到 3 月以来疫情影响，重要门店如三亚国际免税城两度停业，拖累整体营收端及利润端表现。据海南省商务厅，4 月 30 日-5 月 4 日，全省 10 家离岛免税店总销售额 6.45 亿元，环比节前五天（下同）增长 38.9%；其中，免税销售额 3.99 亿元，环比增长 47.8%；免税购物人数 6.44 万人次，环比增长 12.87%。与节前相比，在购物人数增长不明显的情况下，线上会员购业务增长 27%，客单价增长 31%，带动整体销售增长。整体来看，五一小长假带动离岛免税整体表现，环比节前五天离岛免税整体业绩有明显改善，然而同比 2021 年情况来看（根据海口海关数据，2021

年5月1日-5月5日，海口海关共监管离岛免税购物金额9.93亿元，购物人次12.1万人次)，今年五一离岛免税整体表现中免税销售额同比降低60%，免税购物人次同比降低47%。当前全国局部地区疫情散点复发，吉林省、上海市作为海南旅游重要客源地均遭受疫情反复影响，对于离岛免税整体表现形成显著负面影响。

**短期影响不改变行业长期增长逻辑，疫情形势转好后行业景气度有望加速回升。**当前国家疫情防控治疗能力快速提升，随着疫情形势的不断转好，出行出游客流有望强力回升。同时折扣力度有望不断收窄，线下占比将持续回升，拉升公司整体盈利能力。海口新海港国际免税城有望于今年9月落地，在体验感、品类扩张方面发力提升，有望对公司整体业绩表现形成进一步提振。

### 3. 旅游：疫情形势反复形成冲击，静待复苏

#### 3.1. 整体情况：企业创新势头强劲，行业复苏进程良好，景气度有望持续提高

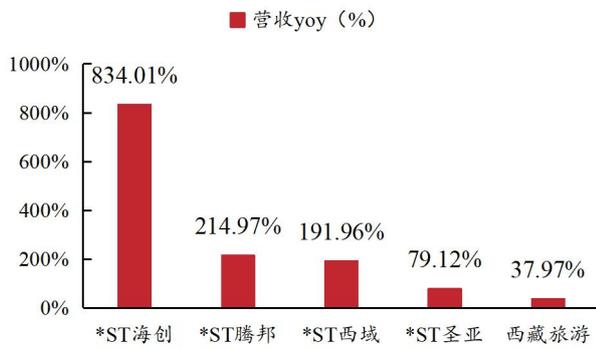
疫情冲击、人口结构及冬奥会的举办促使行业内部升级加快，旅游行业有望在疫情后加速复苏。2021年以来，疫情持续反复，游客受长途出行政策的多重限制，旅行出现了“周边游”热潮，短途周边游呈现优先复苏的趋势。此外，随着国内二胎、三胎政策的放开以及年轻一代父母教育观念的转变，“通过旅行让孩子认知世界”的亲子游成为了另一大热点。2022年初，冬奥会的举办激活了国内“冰雪旅游热”，各地文化和旅游部门加大政策支持，制定冰雪旅游总体规划，丰富冰雪旅游产品体系，冰雪游在冬奥热情持续高涨的带动下成为旅游行业的又一新亮点。从供给端来看，疫情倒逼行业内部产品升级，从需求端来看，随着国家疫情防控能力和治疗能力逐步提升，出行出游客流有望在疫情形势转好后快速复苏。企业创新发展的势头不断增强，行业景气度有望在疫情后迎来高速回升。

#### 3.2. 2021年旅游板块业绩有所回升，疫后复苏动力较强

行业调整升级，2021年行业营收及归母净利润略有回升。随着国家科学防控机制越来越完善，2021年旅游经济总体上呈现阶梯型复苏的态势。根据文化和旅游部公布的数据，2021年国内旅游总人次32.46亿，同比2020年增长12.8%，恢复到2019年的54.0%，为旅游板块的强势复苏奠定了良好的基本面。2021年旅游综合、人工景区、自然景区三大板块总营业收入为366.86亿元，相较2020年的331.45亿元同比增长1.68%。具体来看，2021

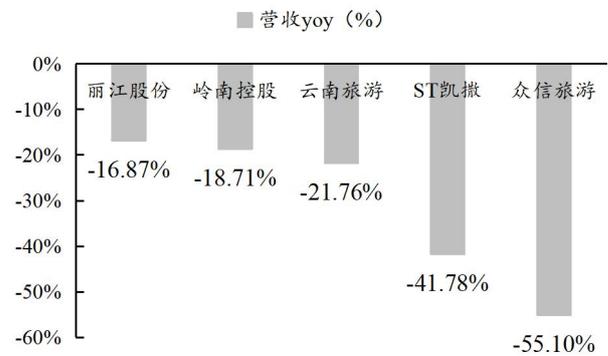
年旅游行业营收同比增幅居于前五的为\*ST海创、\*ST腾邦、\*ST西域、\*ST圣亚、西藏旅游，分别为834.01%、214.97%、191.96%、79.12%、37.97%；居于后五的为众信旅游、ST凯撒、云南旅游、岭南控股、丽江股份，分别为-55.10%、-41.78%、-21.76%、-18.71%、-16.87%。其中\*ST海创的营收大幅增长来源于公司积极盘活景区资产，完成了部分房产的销售，取得了房产销售收入。\*ST腾邦根据“科技×渠道×服务”的发展战略，积极布局电商业务，展开第三方支付服务、保险经纪服务、商旅服务等综合商业服务业务，实现营业收入大幅增长。

图表 4. 2021 年\*ST 海创等营收同比增幅居前五位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

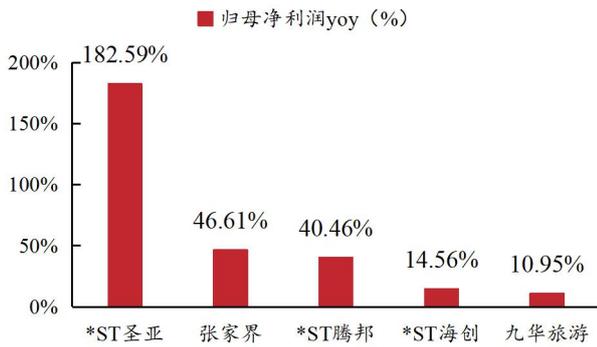
图表 5. 2021 年众信旅游等营收同比跌幅居前五位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

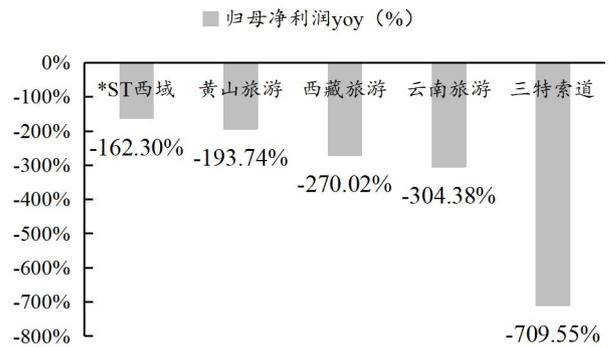
疫情下“周边游”、“文旅融合”等成为新趋势，顺应行业潮流，灵活调整业务重点，众多企业逆势实现归母净利润增长。2021年旅游综合、人工景区、自然景区三大板块归母净利润总和为-35.89亿元，相较2021年同期的-59.70亿元增长了39.88%。具体来看，归母净利润同比增幅前五为\*ST圣亚、张家界、\*ST腾邦、\*ST海创、九华旅游，增幅分别为182.59%、46.61%、40.46%、14.56%、10.95%；跌幅前五为三特索道、云南旅游、西藏旅游、黄山旅游、\*ST西域，变动幅度分别为-709.55%、-304.38%、-270.02%、-193.74%、-160.30%。\*ST圣亚紧跟“文化+旅游”浪潮，重视轻资产发展，将文化和旅游高度融合，积极主动创新，在受新冠疫情持续影响下，归母净利润仍然强劲上涨。三特索道业绩同比下降幅度较大的原因在于固定资产折旧所带来的大额资产减值计提。

图表 6. 2021 年\*ST 圣亚等归母净利润增幅前五



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 7. 2021 年三特索道等归母净利润跌幅前五



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 3.3. 2022Q1 疫情反复, 行业业绩承压

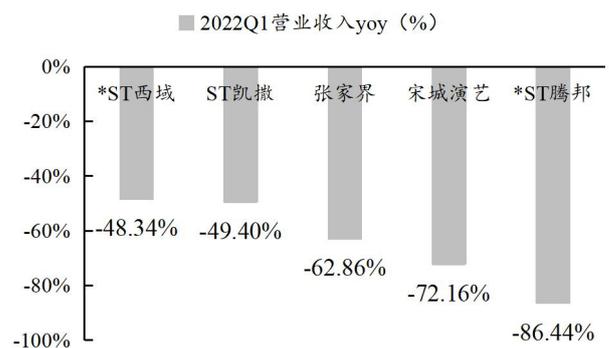
2022 年第一季度疫情反复, 游客出行受到限制, 营业收入总体表现有所下降。2022Q1 旅游综合、人工景区、自然景区三大板块总营业收入为 29.09 亿元, 相较 2021 年同期的 40.52 亿元下降了 28.21%。具体来看, 2022 年第一季度旅游行业营收同比上涨的仅有三家, 为\*ST 海创、长白山、峨眉山 A 分别上涨了 241.84%、101.32%、12.66%; 涨跌幅居于后五位是\*ST 腾邦、宋城演艺、张家界、ST 凯撒、\*ST 西域, 分别下降了 86.44%、72.16%、62.86%、49.40%、48.34%。

图表 8. 2022Q1\*ST 海创等三家企业营收同比增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 9. 2022Q1\*ST 腾邦等营收同比跌幅居前



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

疫情反复旅游行业再受影响, 行业归母净利润水平出现下滑。2022Q1 旅游综合、人工景区、自然景区三大板块归母净利润总和为-9.62 亿元, 相较 2021 年同期的-4.76 亿元下降了 102.23%。具体来看, 归母净利润同比增幅前五为峨眉山 A、ST 凯撒、众信旅游、\*ST 海创、长白山, 增幅分别为

268.20%、32.99%、23.70%、17.70%、11.79%。跌幅前五为天目湖、云南旅游、丽江股份、黄山旅游、曲江文旅，分别下跌371.27%、330.19%、185.04%、162.31%、149.18%。峨眉山A抢抓机遇、抢先布局，以研学营地建设为切入点和突破口，着力发展智慧文旅大数据平台，在受疫情影响的情况下逆势提升归母净利润水平。天目湖积极应对疫情影响，短期来看受疫情形势影响拖累利润端表现。然而长期来看，公司稳定推进年度重点建设项目的落地，完善天目湖区域度假产品链，并在营销创新、深耕细分市场、政企合作上全面布局，给未来成长性奠定坚实基础，有望在疫情形势转好后呈现强劲复苏动力。

图表 10. 2022Q1 归母净利润水平整体下降



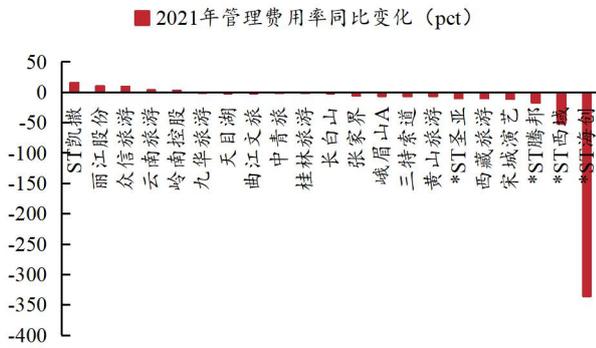
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 3.4. 2021 年企业提升运营效率，行业费控水平整体良好

2021 年，受疫情形势影响，多数企业降低销售费用，费用率整体呈现下降趋势。在板块覆盖的 21 家企业中有 13 家企业销售费用率同比去年下降，8 家企业上升。具体来看，2021 年销售费用率同比增幅前五为众信旅游、\*ST 圣亚、桂林旅游、ST 凯撒、丽江股份，分别为 14.52、2.21、2.19、1.86、1.46 个 pct；降幅前五为天目湖、中青旅、\*ST 腾邦、张家界、黄山旅游，分别下降了 2.89、2.79、2.27、2.03、1.77 个 pct。销售费用率水平前三名为众信旅游、ST 凯撒、岭南控股，分别为 44.24%、23.25%、13.19%；销售费用率水平后三名为\*ST 海创、\*ST 腾邦、\*ST 西域，分别为 0.06%、0.92%、0.96%。

2021 年管理费用率行业总体呈现下降趋势，在板块覆盖的 21 家企业中有 16 家管理费用率下降，5 家上升。具体来看，2021 年管理费用率同比增幅前五为 ST 凯撒、丽江股份、众信旅游、云南旅游、岭南控股，分别为 15.76、10.00、9.56、3.60、2.66 个 pct；居于后五位的是\*ST 海创、\*ST 西域、\*ST 腾邦、宋城演艺、西藏旅游，管理费用率分别下降了 335.64、51.54、17.57、10.97、10.10 个 pct。管理费用率水平前三名为桂林旅游、\*ST 海创、\*ST 圣亚，分别为 46.15%、43.62%、41.79%；管理费用率后三名为\*ST 腾邦、中青旅、曲江文旅，分别为 5.61%、7.69%、14.21%。

图表 11. 2021 年管理费用率大多下降



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 12. 2021 年销售费用率大多下降



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

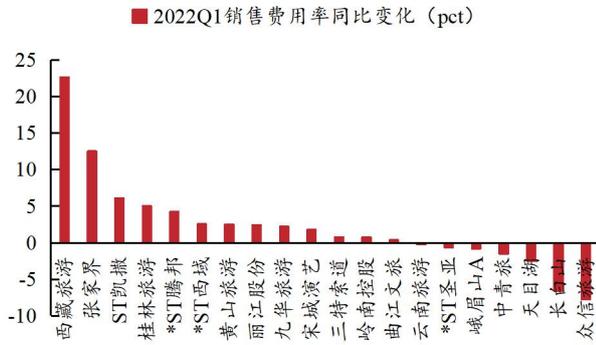
### 3.5. 2022Q1 疫情反复，费用率有所提升

2022 年一季度疫情反复，行业营收水平使得费用率整体上升。2022 Q1 行业整体销售费用率和管理费用率相较于去年同期呈现上升的趋势，13 家企业销售费用率上升，18 家管理费用率上升。其中，销售费用率同比增幅前五为西藏旅游、张家界、ST 凯撒、桂林旅游、\*ST 腾邦，分别为 22.63、12.53、6.10、5.03、4.26 个 pct；降幅前五为众信旅游、长白山、天目湖、中青旅、峨眉山 A，分别下降了 7.78、6.64、2.48、1.53、0.81 个 pct。2022Q1 销售费用率前三为众信旅游、ST 凯撒、西藏旅游，分别为 71.31%、31.96%、27.54%；后三名为曲江文旅、\*ST 西域、\*ST 腾邦，2022 年一季度销售费用率分别为 3.79%、4.92%、4.97%。

管理费用率同比增幅前五为宋城演艺、\*ST 腾邦、\*ST 西域、张家界、桂林旅游，分别增加了 103.90、22.03、85.36、66.20、42.38 个 pct；长白山、众信旅游管理费用率同比下降，降幅分别为 33.71、8.43 个 pct。管理费用率前三名为\*ST 西域、张家界、宋城演艺，分别为 138.44%、138.42%、121.83%；

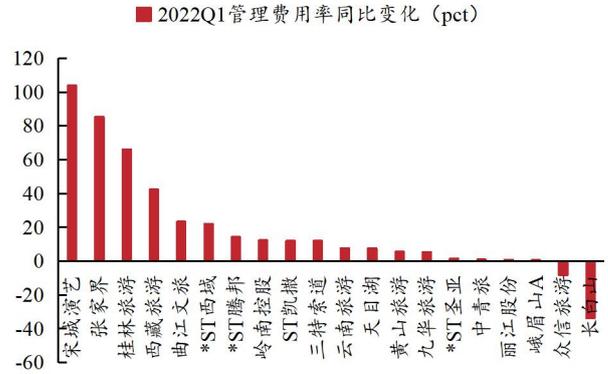
后三名为中青旅、九华旅游、曲江文旅，分别为 9.45%、20.49%、22.87%。

图表 13. 2022Q1 销售费用率多数上升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 14. 2022Q1 管理费用率多数上升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 3.6. 2021 年疫情形势相对缓和，盈利能力总体攀升

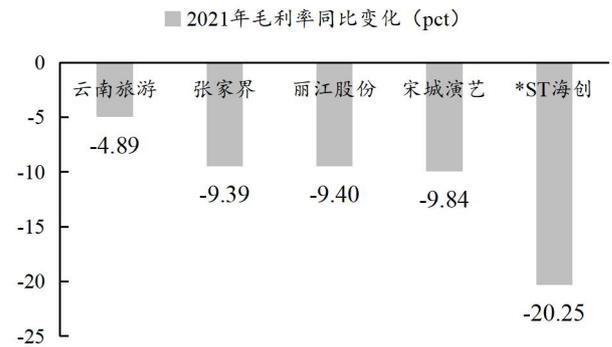
2021 年疫情形势相对缓和，企业控成本、增营收，毛利率水平总体上升。2021 年旅游综合、人工景区、自然景区三大板块毛利率分别为 23.39%、78.54%、60.80%，相较 2020 年涨跌幅分别为-1.49、1.56、17.88 个 pct，总体上涨。具体来看，毛利率同比涨幅前五为\*ST 西域、众信旅游、\*ST 圣亚、长白山、ST 腾邦，分别上涨了 43.94、23.43、19.10、10.45、8.04 个 pct；跌幅前五为\*ST 海创、宋城演艺、丽江股份、张家界、云南旅游，分别下跌了 20.25、9.84、9.40、9.39、4.89 个 pct。其中，\*ST 西域公司主营业务主要依托新疆旅游著名品牌——天山天池景区，受疫情影响相对较小。丽江股份、云南旅游由于云南省 3 次暂停开展跨省旅游活动，错失暑期旅游旺季，收入端受影响较大。宋城演艺主要受现场演艺部分业务毛利率拖累出现下跌现象，随着疫情形势的转好，出行出游需求有望不断被释放，宋城演艺在市场占有率位居前列并不断提升，品牌影响力不断扩大，在运营、科技、平台等多方面具有强护城河，有望在疫情转好后呈现快速复苏。

图表 15. 2021 年\*ST 腾邦等毛利率同比增幅居前五



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 16. 2021 年\*ST 海创等毛利率同比跌幅居前五



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

疫情防控升级，纾困政策不断出台，行业净利率水平呈现回暖趋势。

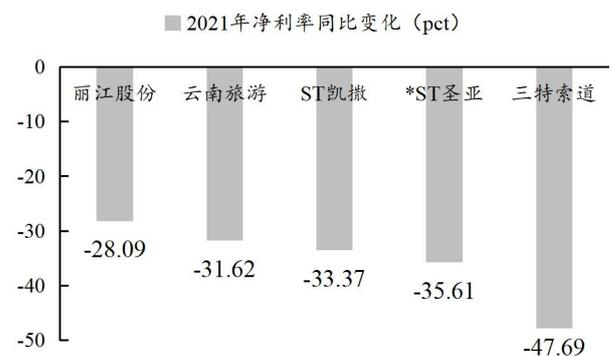
2021 年自然景区、酒店餐饮、人工景区三大板块净利率分别为-14.69%、0.65%、-1.12%，相较 2020 年同期分别提升了 3.57、5.06、179.84 个 pct。具体来看，2021 年净利率同比去年涨幅前五为\*ST 海创、宋城演艺、\*ST 腾邦、\*ST 西域、众信旅游，分别上涨了 1442.64、221.30、130.17、103.74、27.84 个 pct；跌幅前五为三特索道、\*ST 圣亚、ST 凯撒、云南旅游、丽江股份，分别下降了 47.69、35.61、33.37、31.62、28.09 个 pct。

图表 17. 2021 年\*ST 海创等净利率涨幅居前五



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 18. 2021 年三特索道等净利率同比跌幅居前五



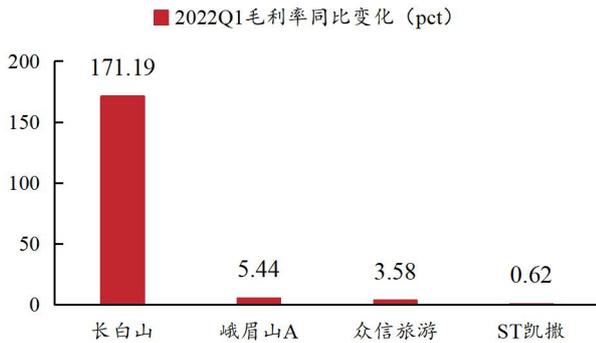
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

### 3.7. 2022Q1 疫情反复，行业业绩受到抑制

一季度疫情反复对营收端形成抑制，同时使得利润端承压，行业毛利率水平呈现下降趋势。2022 年第一季度旅游综合、人工景区、自然景区三大板块毛利率分别为 13.39%、-10.90%、12.08%，同比去年第一季度的 24.52%、18.13%、10.60%分别变化了-11.13、-29.03、1.48 个 pct。具体来看，

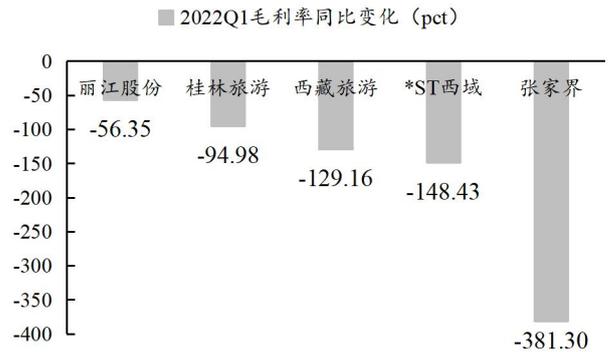
2022Q1 毛利率同比仅有长白山、峨眉山 A、众信旅游、ST 凯撒 4 家上涨，涨幅分别为 171.19、5.44、3.58、0.62 个 pct；跌幅前五为张家界、\*ST 西域、西藏旅游、桂林旅游、丽江股份，分别下跌 381.30、148.43、129.16、94.48、56.35 个 pct。

图表 19. 2022Q1 长白山等四家公司毛利率同比上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

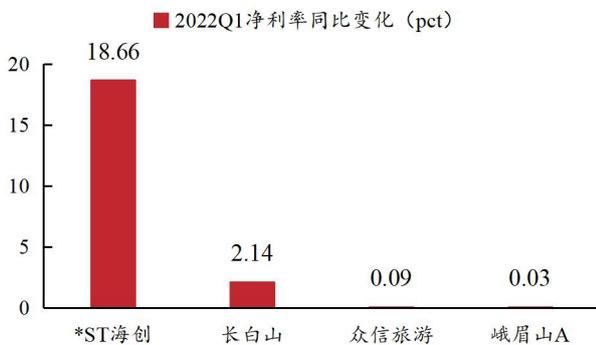
图表 20. 2022Q1 张家界等毛利率同比跌幅居前五



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

受疫情反复影响，2022Q1 行业净利率水平总体下降。自然景区、旅游综合、人工景区净利率较去年同期分别下降了 37.45、99.30、49.72 个 pct。具体来看，2022Q1 净利率共有 \*ST 海创、长白山、众信旅游、峨眉山 A 四家企业上涨，涨幅分别为 18.66、2.14、0.09、0.03 个 pct；跌幅前五为张家界、\*ST 西域、\*ST 腾邦、桂林旅游、西藏旅游，分别下跌了 5.06、2.43、2.16、1.92、1.57 个 pct。

图表 21. 2022Q1 共有四家企业净利率上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 22. 2022Q1 张家界等净利率同比跌幅居前五



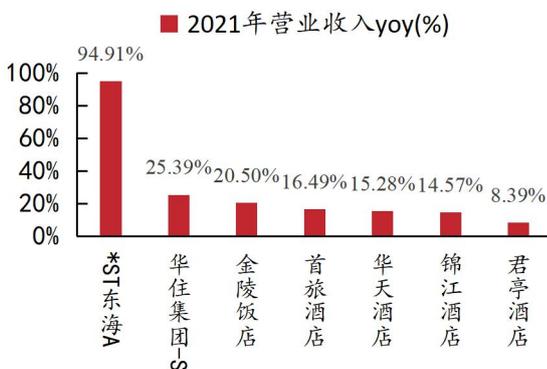
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

## 4. 酒店：疫情拖累不影响高速扩张，疫后复苏动力强劲

### 4.1. 2021 年酒店板块业绩复苏明显

疫情反复影响酒店行业复苏，高端化助力业绩扭亏为盈。2021 年酒店板块实现营收 325.53 亿元，较 2020 年增长 19.23%，已恢复至疫情前(2019 年)的 87%。实现归属于母公司股东的净利润 9.99 亿元，同比增长 132.21%，实现扭亏为盈。受疫情反复影响，出游出行需求复苏缓慢，线下客流量保持在较低水平。受此影响大量中低端单体酒店出清，产业集中度提升；大型酒店受到影响较小，凭借相对固定的企业客户与会员体系稳定发力，推进连锁化，高端化进程，维持较高的平均房价，实现营收增长。四家酒店集团公司实现归母净利润增长。具体来看，2021 年酒店板块营收同比增幅排名前三的有\*ST 东海 A、华住集团-S、金陵饭店，营收分别同比增长 94.91%、25.39%、20.50%。营收同比增幅后三名为华天酒店、锦江酒店、君亭酒店，营收分别同比增长 15.28%、14.57%、8.39%。归母净利润同比增幅前三名的有华天酒店、首旅酒店、\*ST 东海 A，归母净利润分别同比增长 116.41%、111.23%、82.62%。归母净利润同比增幅后三名金陵饭店、锦江酒店、君廷酒店，归母净利润分别同比增长-35.39%、-8.7%、5.28%。

图表 23. 2021 年酒店板块实现营收同比增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 24. 2021 年酒店出现归母净利润大部分增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

### 4.2. 2022 年一季度受疫情影响业绩承压

2022 年 1 季度，一二线城市疫情反复对酒店企业业绩造成影响。2022 年第一季度，酒店板块实现营业总收入 40.90 亿元，同比下降 0.08%；实现归属于母公司股东的净利润-3.90 亿元，同比减少 17.58%，主要是由于 2022 年一季度以来国内疫情蔓延，客流减少，上市酒店集团布局较多的一二线城市受影响尤为严重。在 2022 年一季度首旅酒店、华天酒店、君亭酒

店营收同比下降，仅\*ST东海A、君亭酒店实现盈利。但锦江酒店、金陵饭店、华天酒店同比减亏。其中锦江酒店一季度境外有限服务酒店业务受益于欧洲防疫政策放松，率先复苏。

### 4.3. 2021 年酒店板块盈利能力上升

2021 年酒店板块毛利率净利率复苏回升。2021 年因疫情形势缓和,出行出游需求出现复苏,酒店板块毛利率同比上升 9.40 个百分点至 31.10%。具体而言,毛利率水平靠前的有\*ST东海A、锦江酒店、君亭酒店,毛利率分别为 39.02%、34.23%、33.27%。毛利率水平靠后的有华住集团-S、华天酒店、首旅酒店,毛利率分别为 11.76%、18.70%、26.15%。

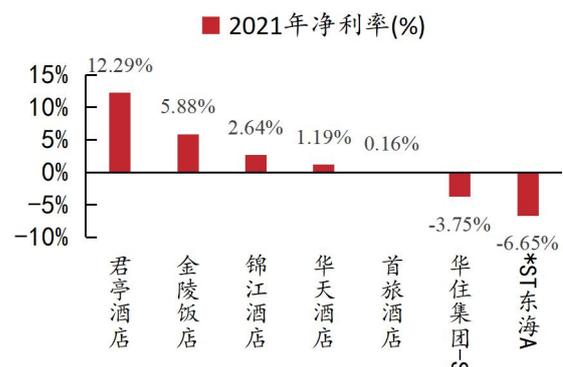
受毛利率上升影响,2021 年酒店板块净利润同比上升 6.71 个百分点,扭亏至 2.17%。其中净利润水平排名前三名为君亭酒店、金陵饭店、锦江酒店,净利率分别为 12.29%、5.88%、2.64%。净利润水平后排名三名的有\*ST东海A、华住集团-S、首旅酒店,净利率分别为-6.65%、-3.75%、0.16%。

图表 25. 2021 年酒店板块毛利率水平



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

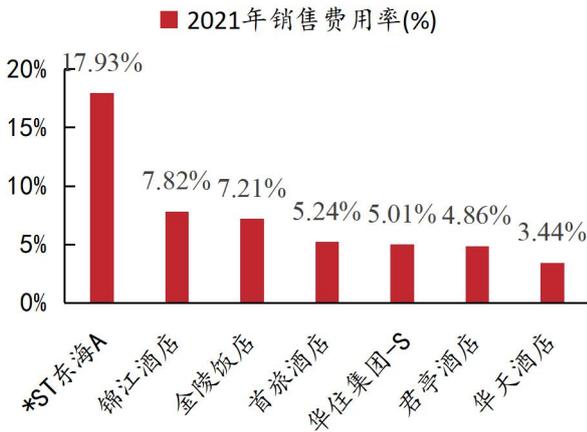
图表 26. 2021 年酒店板块净利率水平



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

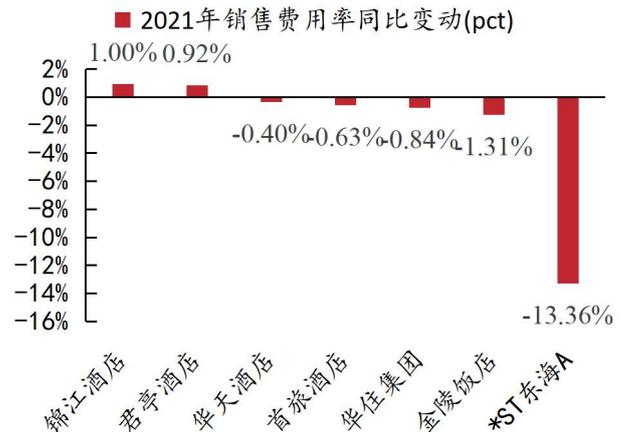
受疫情缓和、行业复苏与新店扩张等因素影响,酒店板块销售费用率轻微上涨,管理费用率呈下降趋势。对比 2020 年同期,2021 年行业整体销售费用率上升 0.28 个百分点至 6.81%。其中仅有锦江酒店、君亭酒店销售费用率呈增长态势,分别同比增长 1.00 个 pct、0.92 个 pct 至 7.82%、4.86%。其余公司销售费用率呈减少态势,销售费用率减少排名前三的有\*ST东海A、金陵饭店与华住集团,分别减少 13.36 个 pct、1.31 个 pct、0.84 个 pct 至 17.93%、7.21%、5.01%,具体来看,销售费用率排名前三的为\*ST东海A、锦江酒店、金陵饭店,分别为 17.93%、7.82%、7.21%。锦江酒店与君亭集团销售费用率增长的主要原因是公司为抢占单体酒店因疫情出清后的市场,在疫情期间发挥品牌优势,扩大连锁规模,其中锦江酒店 2021 年新开门店 1763 家,净增 1207 家,新开门店数量高于 2020 年。

图表 27. 2021 年酒店板块销售费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

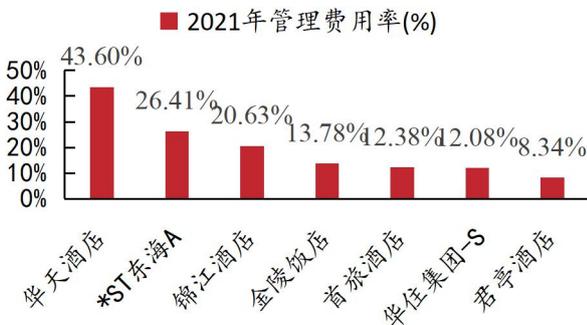
图表 28. 2021 年酒店板块销售费用率变动



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

酒店板块控费效果显著, 2021 年酒店行业管理费用率同比下降 2.37 个 pct 至 17.54%, 管理费用率占比排名前三的有华天酒店、\*ST 东海 A 与锦江酒店, 2021 年管理费用率分别为 43.60%、26.41%、20.63%。另一方面, 这三家公司同样为 2021 年管理费用率下降排名前三的公司, 其管理费用率分别较 2020 年变动 -12.74 个 pct、-31.78 个 pct、-2.83 个 pct, 控费效果显著。

图表 29. 2021 年酒店板块管理费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 30. 2021 年酒店板块管理费用率变动

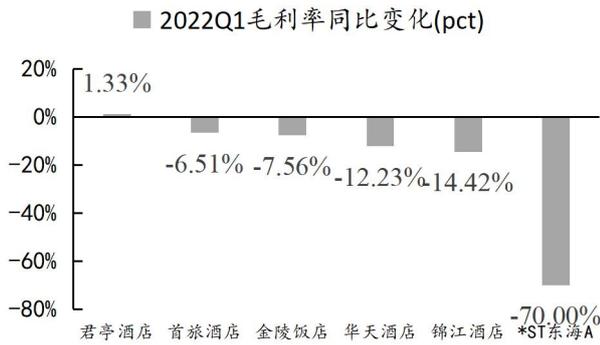


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

#### 4. 4. 2022 年一季度疫情扩散, 酒店板块盈利能力再度承压

2022 年一季度酒店板块因国内散点疫情扩散, 一二线城市出游出行需求大幅下降, 毛利率有所下降。2022 年一季度, 酒店板块毛利率同比下降 10.78 个 pct 至 17.54%; 净利率同比回升 1.53 个 pct 至 -9.56%。板块内大部分公司毛利率有所下滑, 除首旅酒店、君亭酒店外净利率均有所回升。

图表 31. 2022 年 Q1 酒店板块毛利率下滑



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 32. 2022 年 Q1 酒店板块净利率有所回升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

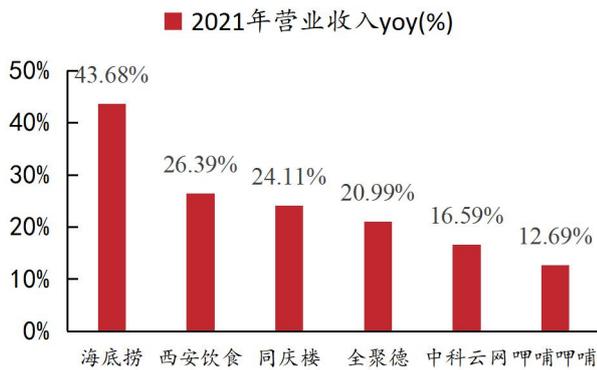
## 5. 餐饮行业 2021 年报与 2022 一季报业绩综述:

### 5.1. 2021 年餐饮板块艰难复苏

**2021 年餐饮需求艰难复苏。**2021 年餐饮板块实现营收 33.93 亿元, 较 2020 年增长 22.82%, 已恢复至疫情前(2019 年)的 9 成。实现归属于母公司股东的净利润-1.76 亿元, 较 2020 年同期相比减少 0.97 亿元。在营收上涨时出现亏损的原因一是受原材料价格上涨因素的影响, 二是 2021 年下半年受散点疫情扩散影响, 线下业务受到抑制, 营收转弱。未来随着疫情好转以及食品工业及预制菜产品的成熟与推广餐饮板块业务有望回暖。

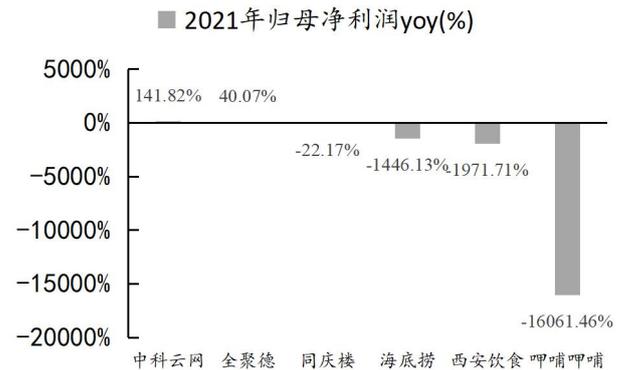
餐饮板块中有两家实现归母净利润增长。具体来看, 2021 年餐饮板块营收增长靠前的为海底捞、西安饮食、同庆楼, 营收分别同比增长 43.68%、26.39%、24.11%。归母净利润同比按增幅顺序排名为中科云网、全聚德、同庆楼, 归母净利润分别同比增长 141.82%、40.07%、-22.17%。其中西安饮食出现归母净利润下降的主要原因是公司扩张新门店, 开发印食西安等新项目导致成本增加, 同时叠加 2021 年西安遭遇三轮疫情影响, 导致长时间封控, 堂食业务受限。呷哺呷哺归母净利润下降的主要原因则是火锅业务遇冷, 出现大量闭店。

图表 33. 2021 年餐饮板块实现营收同比增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 34. 2021 年餐饮板块归母净利润出现下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 5.2. 2022 年一季度亏损扩大

2022 年一季度, 餐饮板块受疫情影响显著, 亏损扩大。2022 年第一季度, 餐饮板块实现营业总收入 7.79 亿元, 同比下降 8.64%; 实现归属于母公司股东的净利润-0.75 亿元, 同比下降 44.65%; 主要原因或为 2022 年第一季度原材料成本上涨及一二线城市疫情蔓延。

## 5.3. 2021 年餐饮板块盈利能力有所下降

2021 年餐饮板块受疫情扩散, 原材料价格上涨等因素影响毛利率净利率均有所下降。2021 年餐饮板块毛利率下降 16.95 个 pct 至 13.76%。按毛利率水平排名为中科云网、同庆楼、西安饮食、全聚德, 毛利率分别为 34.02%、21.09%、19.87%、2.60%。2021 年餐饮板块净利率下降 2 个 pct 至-5.72%, 按净利率水平排名为同庆楼、中科云网、呷哺呷哺、海底捞, 净利率分别为 8.95%、1.51%、-4.53%、-10.08%。

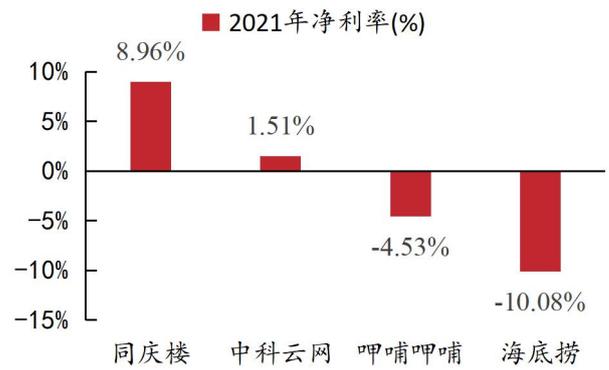
2022 年一季度, 受深圳、上海等一线城市疫情扩散与刚性成本较高影响, 毛利率与净利率下滑。2022 年一季度, 餐饮板块毛利率同比下降 17.87 个 pct 至 12.36%。净利润同比下降 3.34 个 pct 至-6.68%。

图表 35. 2021 年餐饮板块毛利率水平下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

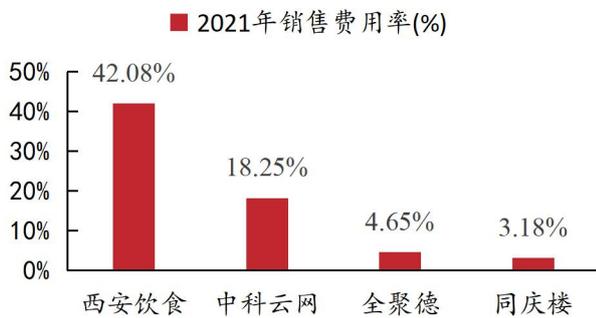
图表 36. 2021 年餐饮板块净利率水平降低



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

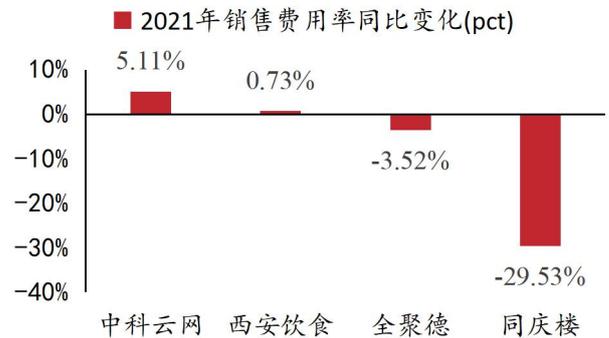
受疫情影响, 线下客流萎缩, 堂食业务受阻, 门店暂时关闭导致费用率下降。2021 年对比 2020 年同期, 餐饮行业整体销售费用率下降 14.15 个 pct 至 10.95%, 餐饮板块销售费用率自高至低排名为西安饮食、中科云网、全聚德、同庆楼, 销售费用率分别为 42.08%、18.25%、4.65%、3.18%。

图表 37. 2021 年餐饮板块销售费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

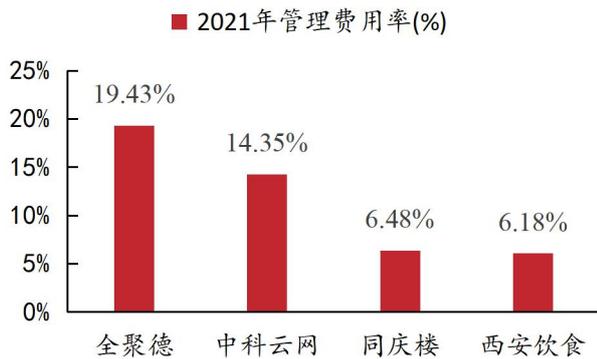
图表 38. 2021 年餐饮板块销售费用率呈下降趋势



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

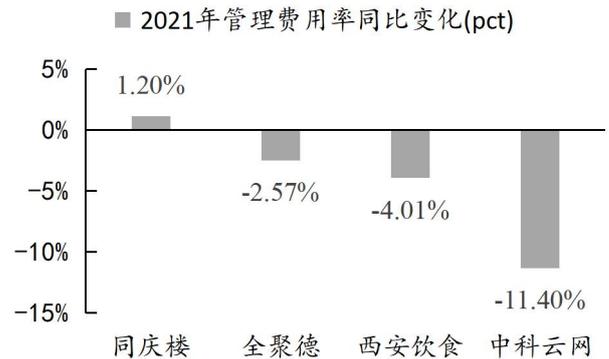
2021 年餐饮行业管理费用率同比下降 1.98 个 pct 至 10.78%, 管理费用率占比自高至低为全聚德、中科云网、同庆楼、西安饮食, 2021 年管理费用率分别为 19.43%、14.35%、6.48%与 6.18%。

图表 39. 2021 年餐饮板块管理费用率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 40. 2021 年餐饮板块管理费用率呈下降趋势

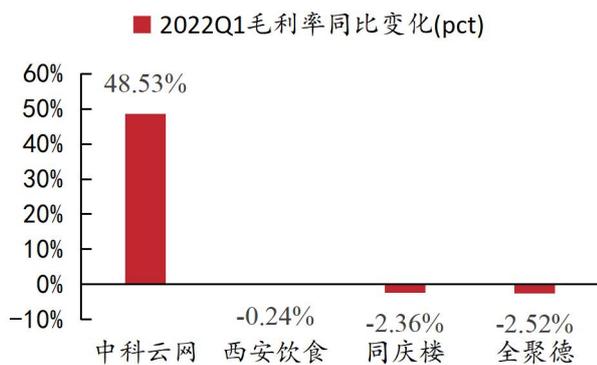


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 5.4. 2022 年一季度疫情扩散, 餐饮板块持续承压

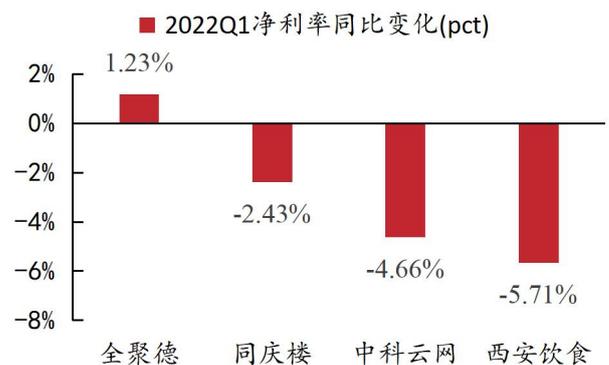
2022 年一季度餐饮板块因国内散点疫情扩散导致需求端萎靡, 原材料价格上涨导致毛利率净利率均有所下降。2022 年一季度, 餐饮板块(因港股不披露季报, 因此不包含呷哺呷哺与海底捞)的毛利率同比下降 17.87 个 pct 至 12.36%; 净利率同比下降 3.34 个 pct 至 -10.02%。中科云网毛利率提升主要源于游戏业务而非餐饮业务, 不影响餐饮板块结论。餐饮板块目前仍旧艰难复苏中, 未来随疫情好转, 预制菜等食品工业产品发展有望为餐饮行业带来机遇。

图表 41. 2022 年 Q1 餐饮板块毛利率普遍下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 42. 2022 年 Q1 餐饮板块净利率有所下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

## 6. 投资建议

整体来看, 2021 年及 2022Q1, 社服行业整体受到疫情形势影响, 但短期的扰动并未改变行业整体成长逻辑。2021 年以来全国进入局部地区疫情散点复发阶段, 当下东北及上海地区疫情严峻形势进一步造成了出行出游限制, 严重抑制了社服行业线下消费场景, 使得免税、酒店、餐饮、旅游

等子板块业绩承压。未来，随着我国疫情防控能力及治疗能力不断提升，疫情形势有望持续好转，前期受到限制的出行出游需求有望强力释放，改善当前行业利润端承压的不利局面。我们认为短期的疫情影响未改变各子板块内在的核心成长逻辑。社服行业整体有望在疫情形势转好后呈现景气度加速回升的良好态势。

## 7. 风险提示

**提示一：疫情影响反复：**疫情影响反复将影响社服各子板块线下消费场景，造成营收端压力；同时会加大部分子板块如免税板块线上收入占比，进而使得利润端承压。

**提示二：宏观经济波动：**外部宏观经济波动将对行业整体景气度形成冲击。

**提示三：政策波动风险：**离岛免税等政策如有波动或影响行业整体景气度；纾困政策等如取消或影响行业整体复苏进程。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**汪玲**，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>