

社会服务

2023年04月02日

2023Q1 景区文旅开门红，出行持续恢复

——行业周报

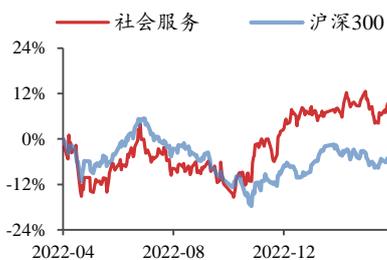
投资评级：看好（维持）

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《即提即购政策促进免税需求，携手AI康冠开启智能交互——行业周报》-2023.3.26

《免税巨头牵手筑造新格局，米奥承办印尼展热度创新高——行业周报》-2023.3.19

《出境游政策放宽持续复苏，连锁咖啡加速下沉——行业周报》-2023.3.12

● 出行/免税：2023Q1 景区景气度高，出行持续恢复

景区景气恢复：2023Q1 全国旅游度假区景气度高，根据携程，2023 年一季度全国国家级旅游度假区内全部住宿设施预订量较 2022 年同期增长超过 300%，天目湖、峨眉山、泰山等热门景区接待游客情况均较 2019 年有大幅增长。**访港数据追踪：**本周（3.26-4.1）内地访客总入境人次达 49.1 万人，环比下降 11%；内地访港日均人数达到 7 万人次，恢复至 2019 年同期的 43.4%，本周内地访港人数恢复放缓。**免税：**中免 2022 年报业绩承压，受疫情影响较大。3 月 26 日中免成都天府国际机场免税店开业，强化中免口岸免税竞争优势，未来亦可期待市内免税店政策利好，以及三亚海棠湾免税店建设进展。

● 餐饮/酒店：重点公司 2022 年业绩承压，2023 年线下复苏强劲

（1）餐饮：奈雪的茶：2022 年疫情对线下零售带来较大挑战，2023 年以来线下消费不断恢复。2022 年公司营业收入 42.92 亿元/yoy-0.12%。归母净利润 -0.66/yoy-71.21%。**海伦司：**公司 2022 年营收为 18.36 亿元/yoy+124%。毛利率 63.96%/yoy-6.7%。2022 年日销因品类属性、受疫情扰动较大，但 2023 年恢复弹性足。**特海国际：**增收控费业绩大幅好转，持续开拓海外中餐蓝海市场。2022 年收入 5.46 亿美元/yoy+84.3%，归母净利润-0.41 亿美元/yoy-173.5%，其中 2022H2 扭亏为盈，实现净利润率 4.6%。**（2）酒店：首旅酒店。**2022 稳步拓店，全年新开店达 879 家，公司业绩有望触底反弹。**华住集团：**随着国内疫情防控政策放开，2022Q4RevPAR 持续反弹，基本恢复至疫情前水平。**亚朵集团：**2022 年酒店网络稳健扩张，截止 2022 年底亚朵集团在营酒店数量达到 932 家/yoy+25%；房间数达 10.8 万间/yoy+25%。

● 美丽/医美：重点公司 2022 年业绩亮眼，2023 年期待更佳表现

（1）倍加洁：2022 年公司归母净利润 9730.85 万元/yoy+30.1%，利润端改善明显显示 2022 年全年管理控制存货量，原材料价格下降以及产品结构调整。**（2）贝泰妮：**公司积极应对经济下行带来的负面影响，2022 年业绩高增，实现营收 50.14 亿元/yoy+24.7%，归母净利润 10.52 亿元/yoy+21.8%。**（3）华熙生物：**2022 年公司保持良好发展态势，业绩高增。实现营业总收入 63.59 亿元/yoy+28.5%，归母净利润 9.71 亿元/yoy+24.2%。

● 本周社服板块整体上行，旅游类领涨

本周（3.27-3.31）社会服务指数+2.77%，跑赢沪深 300 指数 2.18pct，在 31 个一级行业中排名第 3；2023 年初至今社会服务行业指数-0.04%，低于沪深 300 指数的+3.58%，在 31 个一级行业中排名第 13。本周（3.27-3.31）涨幅前十名以旅游类领涨。

受益标的：医思健康、复星旅游文化、科锐国际、北京城乡、外服控股、中国中免、海伦司、九毛九、康冠科技、科思股份、中兵红箭、黄河旋风、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、首旅酒店、中国黄金、米奥会展

● **风险提示：**疫情反复，项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

目录

1、出行/旅游：2023Q1 景区增长表现良好，民航复苏接近疫情前.....	4
1.1、旅游：一季度全国景区旅游增长表现良好.....	4
1.2、航空：全国民航运输复苏至接近疫情前水平.....	4
1.3、访港数据追踪：内地访港人数恢复慢于全球访港人数恢复.....	5
2、免税：中免年报业绩承压，未来具备看点.....	6
2.1、中免发布 2022 年报，关注未来发展变化.....	6
2.2、中免成都天府国际机场免税店开业，口岸免税优势持续强化.....	7
3、餐饮：2022 年业绩承压，2023 线下业态复苏业绩可期.....	7
3.1、奈雪的茶费用持续优化，精细化运营显现成效.....	7
3.2、海伦司损失计提充分，2023 年轻装上阵.....	8
3.3、特海国际：海外恢复下 2022H2 扭亏为盈，原有及新进市场齐开拓.....	9
4、酒店：疫情阴霾扫尽，2023 年重启增长.....	11
4.1、首旅：疫情扰动业绩承压，稳步拓店复苏可期.....	11
4.2、华住：持续推进高质量增长，疫后复苏态势强劲.....	11
4.3、RevPAR 恢复至疫前 80%，零售业务注入新动力.....	12
5、美丽/医美：疫情下仍迎较快增长，2023 持续高增动力足.....	13
5.1、倍加洁：利润率表现亮眼，内生+外延深化布局口腔大健康.....	13
5.2、贝泰妮：疫情下仍迎较快增长，较高股权激励目标彰显信心.....	14
5.3、华熙生物：持续加码研发投入，盈利趋势向好.....	15
6、行业行情回顾：社服板块涨幅高于大盘.....	17
6.1、行业跟踪：本周社服板块整体上行.....	17
6.2、社服标的表现：本周（3.27-3.31）旅游、教育类上涨排名靠前.....	18
7、风险提示.....	20

图表目录

图 1：1-3 月部分景区接待接待人次增长表现良好.....	4
图 2：1-2 月部分景区接待接待人次增长表现良好.....	4
图 3：2023 年 3 月全民航执行客运航班量持续恢复，恢复至 2019 年同期 90-95%.....	5
图 4：2023/3/26-4/1，内地访港人数恢复至 2019 年的 43%.....	5
图 5：近一周内地访客入境香港环比下降 11%.....	5
图 6：内地访港单日人次有所回落.....	6
图 7：2022 年中国中免营收 544 亿元/-19.57%.....	6
图 8：2022 年中国中免归母净利润 50.3 亿元/-47.89%.....	6
图 9：成都双流机场、成都天府机场吞吐量位居全国第六、第十.....	7
图 10：奈雪的茶 2022 年营收 42.92 亿元 yoy-0.12%.....	8
图 11：奈雪的茶 2022 年烘焙产品营收 yoy+4.2%.....	8
图 12：奈雪的茶 2022 年分业务营收占比.....	8
图 13：奈雪的茶 2022 年归母净利润及 yoy-71.21%.....	8
图 14：海伦司 2022 年营收 18.356 亿元/yoy+124%.....	9
图 15：截止 2022 年底海伦司合计门店数量为 749 家.....	9
图 16：2022 年公司营业收入 5.58 亿美元，同比+78.7%.....	9

图 17: 2022 年公司服务顾客 2700 万人次, 同比+121%.....	9
图 18: 2022 年公司员工成本占比同比-12.1pct.....	10
图 19: 2022H2 公司餐厅经营利润率上升至 6.1%.....	10
图 20: 2022 年翻台率回升至 3.3, 人均消费 25.2 美元.....	10
图 21: 2022 年单店日销恢复至 2019 年的 74%.....	10
图 22: 截至 2022 年末公司门店共 111 家, 覆盖 11 个国家.....	10
图 23: 首旅酒店 2022 年营收 yoy-17.29%.....	11
图 24: 首旅酒店 RevPAR 恢复至疫情前 64%.....	11
图 25: 首旅酒店 2022 年新开酒店速度放缓.....	11
图 26: 华住集团 2022 年营收 yoy+8.42%.....	12
图 27: 华住集团 RevPAR 趋势向好.....	12
图 28: 亚朵集团营收复合增长率达 13%.....	13
图 29: 亚朵集团 RevPAR 恢复至疫情前 80%.....	13
图 30: 2022 年倍加洁营收及归母净利润有所上升.....	13
图 31: 倍加洁 2022 年口腔护理产品营收 yoy+19.8%.....	13
图 32: 2022 年倍加洁毛利率及净利率有所上升.....	14
图 33: 2022 年倍加洁销售费用率提升较大.....	14
图 34: 2022 年贝泰妮营收及归母净利润有所增加.....	14
图 35: 贝泰妮护肤品营收 yoy+25.6%.....	14
图 36: 2022 年贝泰妮毛利率及净利率略有下降.....	15
图 37: 贝泰妮销售费率有所下降至 40.8%.....	15
图 38: 2022 年华熙生物营收 yoy+28.5%.....	16
图 39: 华熙生物功能性护肤品营收 yoy+38.81%.....	16
图 40: 2022 年华熙生物毛利率及净利率有所下降.....	16
图 41: 2022 年华熙生物销售费率近半达 47.9%.....	16
图 42: 本周 (3.27-3.31) 社服板块涨幅大于沪深 300 (%).....	17
图 43: 2023 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 走势 (%).....	17
图 44: 本周 (3.27-3.31) 社会服务在一级行业排名第 3 (%).....	17
图 45: 2023 年初至今社会服务在一级行业排名第 13 (%).....	18
图 46: 本周 (3.27-3.31) 力盛体育、黄山旅游、西域旅游领涨 (%).....	18
图 47: 本周 (3.27-3.31) ST 明诚、ST 文化、钢研纳克跌幅较大 (%).....	18
图 48: 本周 (3.27-3.31) 力盛体育、西安饮食、西安旅游净流入额较大 (万元).....	19
图 49: 本周 (3.27-3.31) 中公教育、零点有数、创业黑马 (万元).....	19
表 1: 盈利预测与估值 (已发布 2022 年报).....	19
表 2: 盈利预测与估值 (未发布 2022 年报).....	20

1、出行/旅游：2023Q1 景区增长表现良好，民航复苏接近疫情前

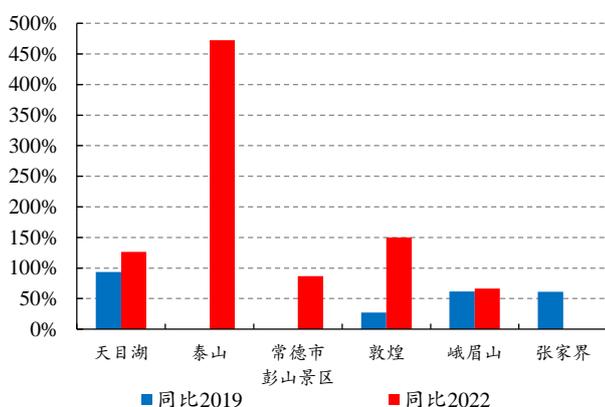
1.1、旅游：一季度全国景区旅游增长表现良好

23Q1 全国旅游度假区景气度高。根据携程，2023 年一季度全国国家级旅游度假区内全部住宿设施预订量较 2022 年同期增长超过 300%，增幅远高于各省住宿业平均水平，国家级旅游度假区内住宿设施客房价格同比略增长约 2%，全国旅游情况整体来看量增价稳。

代表性景区/旅游省市旅游人次增长亮眼：(1) 截至 3 月 20 日，天目湖山水园、南山竹海两大景区累计接待游客约 50 万人次，分别恢复到 2022 年、2019 年的 226.18%、193.61%。峨眉山景区今年游客接待量突破 135 万人次，同比 2022 年增加 66.61%，同比 2019 年增加 61.68%。(2) 截至 3 月 28 日，累计接待进山游客 207 万人次，同比增长 472.59%，是 2019 年全年游客量的 50%、2022 年全年游客量的 96%。

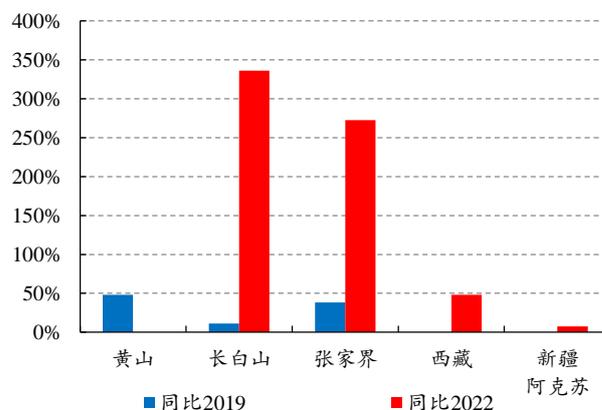
无论从全国整体来看还是代表性景区来看，2023 年一季度旅游恢复表现良好，部分景区已较疫情前有所增长，预计即将到来的五一假期能够出现更多边际增长。

图1：1-3 月部分景区接待接待人次增长表现良好



数据来源：各城市官方媒体、开源证券研究所

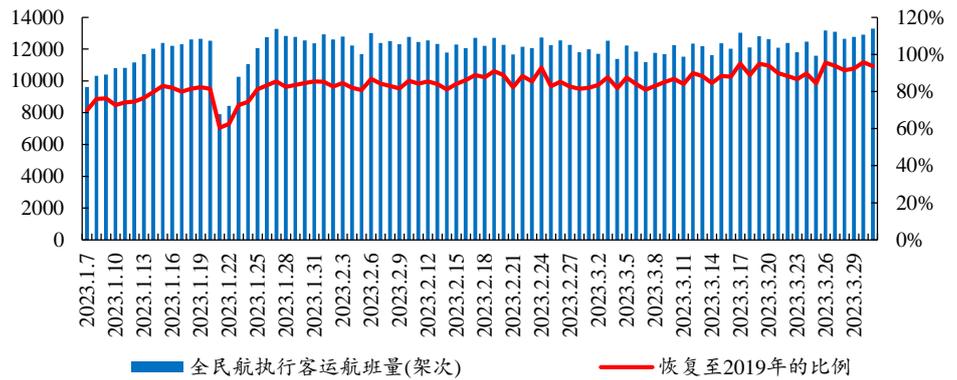
图2：1-2 月部分景区接待接待人次增长表现良好



数据来源：各城市官方媒体、开源证券研究所

1.2、航空：全国民航运输复苏至接近疫情前水平

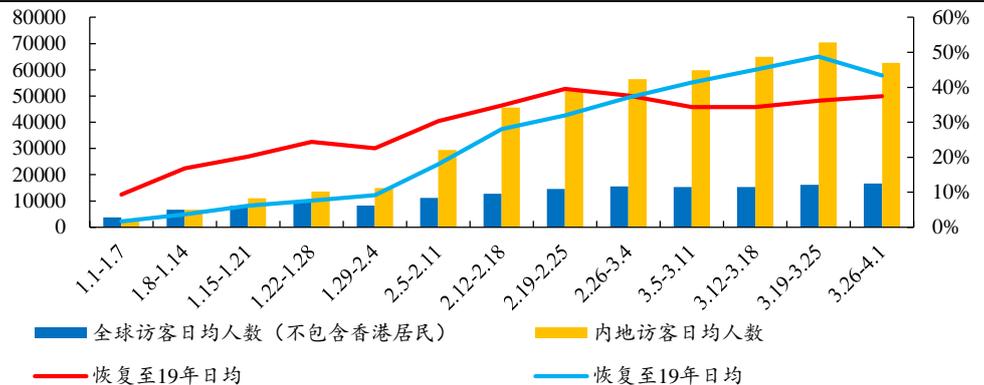
据航班管家数据，自 2023 年 1 月以来，全民航执行客运航班数量逐步提升。**2023 年 3 月 31 日，全民航执行客运航班量 13298 架次，恢复至 2019 年同期 94%，3 月整体恢复程度已从月初 80%左右提升至月底 90-95%，预计全国民航运输（含国际/地区）即将恢复至疫情前水平。**

图3：2023年3月全民航执行客运航班量持续恢复，恢复至2019年同期90-95%


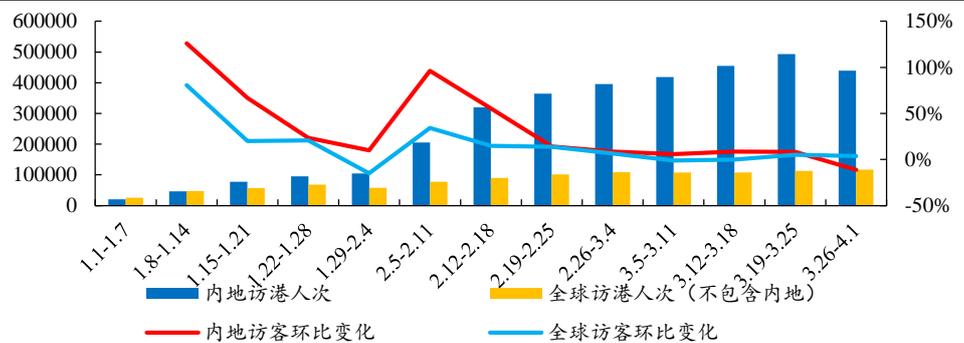
数据来源：航班管家、开源证券研究所

1.3、访港数据追踪：内地访港人数恢复慢于全球访港人数恢复

本周（3.26-4.1）内地访客总入境人次达 438864 人，环比下降 11%；全球访客总入境人次（除内地外）达 116823 人，环比增长 3.6%。内地访客日均人数恢复至 2019 年月度（3 月）日均的 43.4%，而全球访客日均人数（除内地外）恢复至 2019 年月度（3 月）日均的 37.4%。内地访港整周单日峰值达到 9.4 万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达 2.1 万人次。

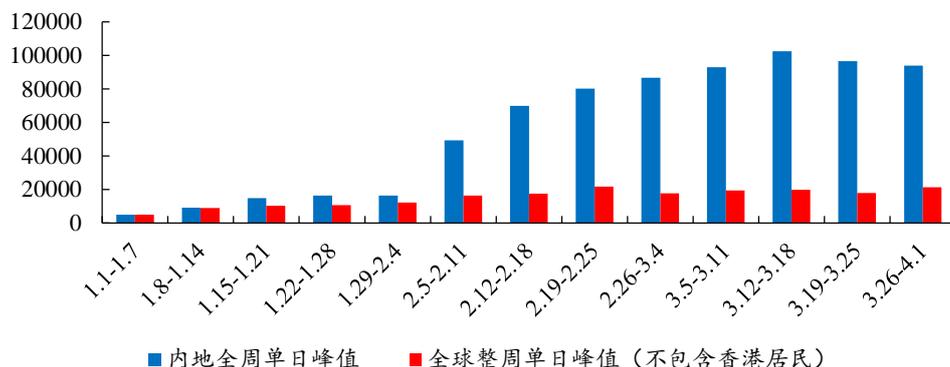
图4：2023/3/26-4/1，内地访港人数恢复至2019年的43%


数据来源：中国香港入境事务处、开源证券研究所

图5：近一周内地访客入境香港环比下降11%


数据来源：中国香港入境事务处、开源证券研究所

图6：内地访港单日人次有所回落



数据来源：中国香港入境事务处、开源证券研究所

2、免税：中免年报业绩承压，未来具备看点

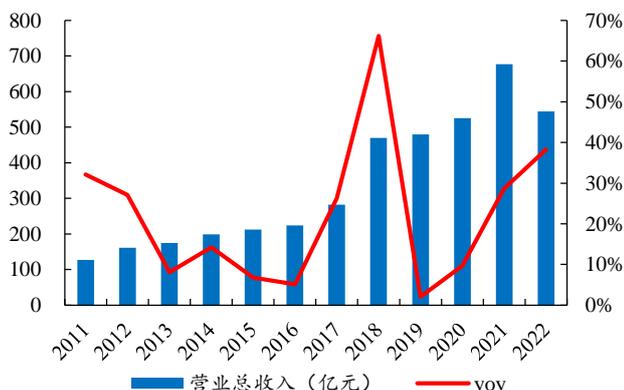
2.1、中免发布 2022 年报，关注未来发展变化

2022 年营收 544.33 亿元/yoy-19.57%，净利润 50.30 亿元/yoy-47.89%，扣非归母净利润 49.02 亿元/yoy-48.59%；全年毛利率 28.39%/yoy-5.29pct，归母净利率 9.24%/yoy-5.0pct，疫情之下线上渠道占比提升拉低整体毛利率。

分业务：(1) 三亚店+海免合计收入 358.8 亿元，其中，三亚市内免税店营收 302.4 亿元/yoy-14.8%，归母净利润 25.5 亿元/yoy-38.7%；海免公司营收 56.4 亿元/yoy-64.7%，归母净利润 3.46 亿元/yoy-56.3%。(2) 日上上海营收 141.4 亿元/yoy+13.2%，归母净利润 6.29 亿元/yoy-8.8%。(3) 日上中国营收 19.69 亿元/yoy+3.26%。(4) 其他业务营收 24.4 亿元/yoy+34.9%，其中包含 2022 年 10 月开业的海口国际免税城的营收。

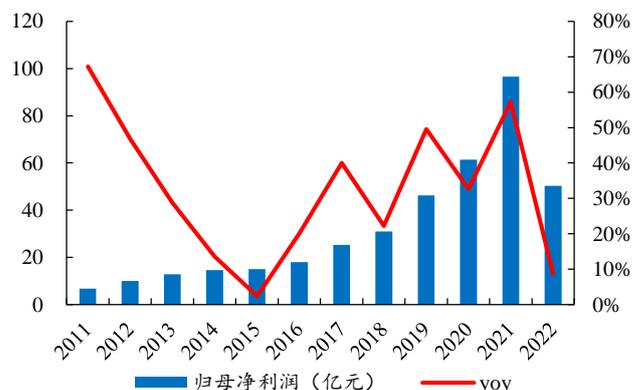
展望未来：(1) 中免将入股中出服取得市内免税店的先发优势，待入股事项落地后，市内免税店有望迎来新的政策催化。(2) 三亚海棠湾三期、一期二号地建设值得期待，与太古里合作加强中免零售巨头地位，重奢品牌有望提前落地三亚海棠湾。

图7：2022 年中国中免营收 544 亿元/-19.57%



数据来源：中国中免公司公告、开源证券研究所

图8：2022 年中国中免归母净利润 50.3 亿元/-47.89%



数据来源：中国中免公司公告、开源证券研究所

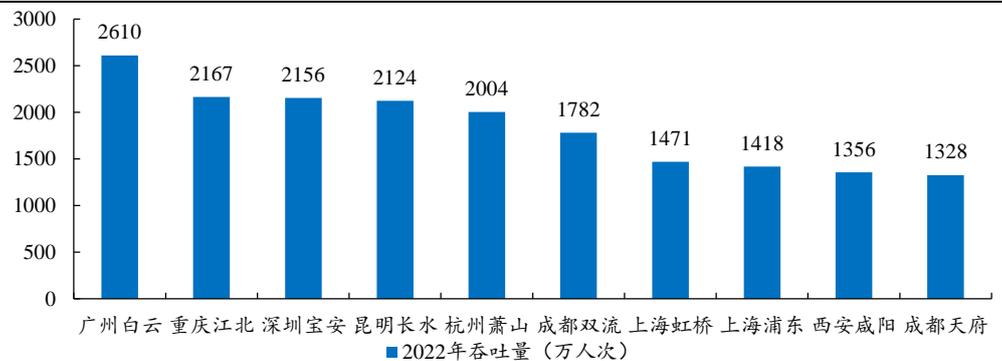
2.2、中免成都天府国际机场免税店开业，口岸免税优势持续强化

3月26日，原在成都双流机场运行的国际客运航班全部转场至成都天府国际机场运行。随着国际航班的顺利转场，位于国际出发候机隔离区内的成都天府机场出境免税店正式开业。

成都天府机场出境免税店总面积4000余平方米，规划店铺28家，是西南地区最大的机场免税店。中免于2020年8月、2022年8月分别中标成都天府机场出境免税经营权和成都双流国际机场进、出境免税经营权。2022年8月，中免集团成功中标成都双流国际机场免税店经营权，项目招标面积为928平方米，其中出境店474平方米，进境店454平方米。未来中免集团在成都将形成“双流+天府”协同发展的格局。

成都作为继上海、北京之后，中国内地第三个拥有双国际机场的城市。2022年，成都双流机场和天府机场分别以1782万人次、1328万人次的吞吐量位居第六和第十。中免成都天府国际机场出境免税店开业，将持续强化中免在口岸免税的竞争优势。

图9：成都双流机场、成都天府机场吞吐量位居全国第六、第十

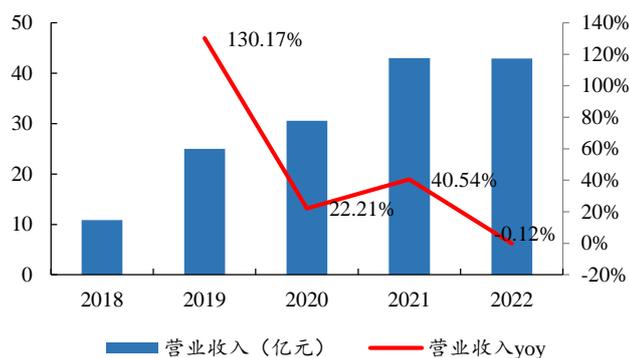


数据来源：中国民航局、开源证券研究所

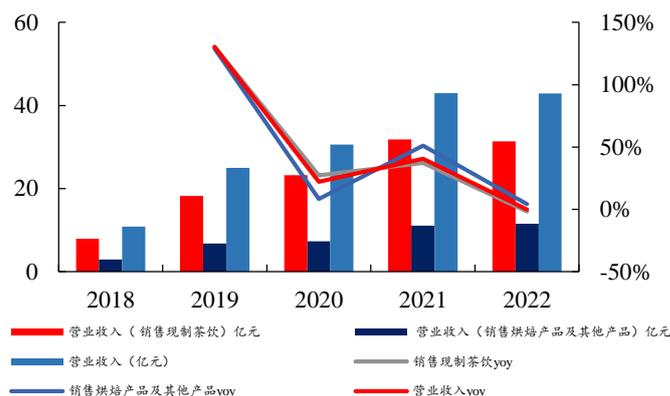
3、餐饮：2022年业绩承压，2023线下业态复苏业绩可期

3.1、奈雪的茶费用持续优化，精细化运营显现成效

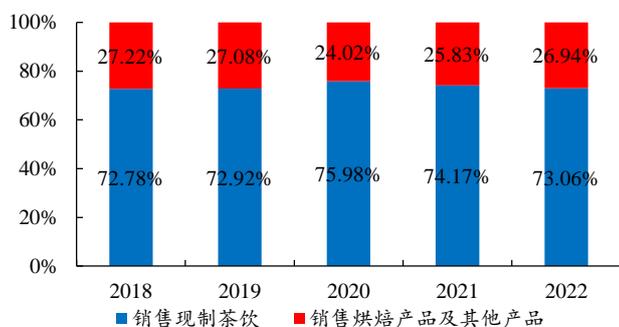
公司发布年报，2022年疫情对线下零售带来较大挑战，2023年以来线下消费不断恢复。2022年公司实现营业收入42.92亿元，同比下降0.12%。归母净利润-0.66亿元，同比下降71.21%。分业务来看，2022年销售现制茶饮/烘焙产品及其他产品分别实现营业收入31.35/11.56亿元，同比-1.62%/+4.20%。看好公司通过自动排班、自动化设备等数字化措施提升效率，优化相对刚性租金、人力成本支出，同时不断创新产品、优化产品价格带，提升竞争力。

图10: 奈雪的茶 2022 年营收 42.92 亿元 yoy-0.12%


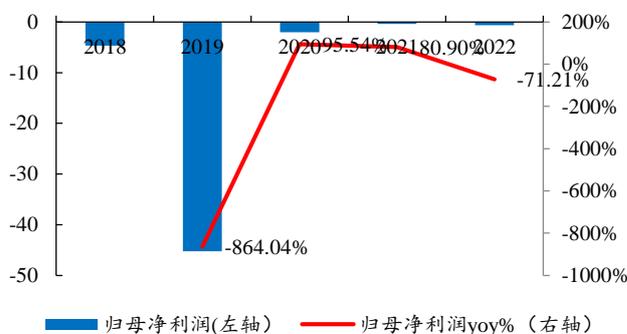
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 奈雪的茶 2022 年烘焙产品营收 yoy+4.2%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 奈雪的茶 2022 年分业务营收占比


数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 奈雪的茶 2022 年归母净利润及 yoy-71.21%


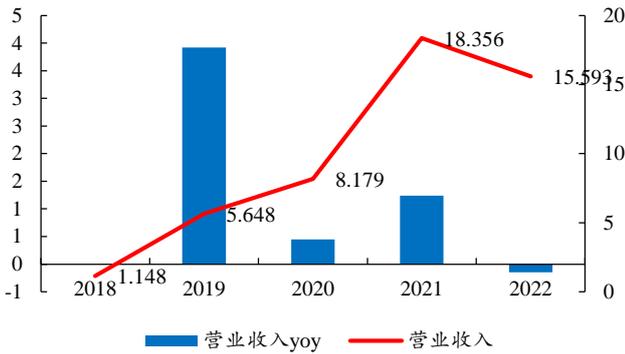
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、海伦司损失计提充分，2023 年轻装上阵

海伦司发布 2022 年业绩。公司 2022 年营收为 18.36 亿元，同比上升+124%。毛利率 63.96%/yoy-6.7%。2022 年日销因品类属性、受疫情扰动较大，但 2023 年恢复弹性足、门店收入和利润率应均会明显提升。目前公司在营门店数已约 650 家，预计随招工推进、甲流影响减弱，有望在 4 月进入全面营业状态；销售也有望随 5 月、7 月节假日到来、天气升温而步入旺季，经营更上一台阶。2022 年毛利率因疫情促销暂受抑制，未来供应整合、折扣收窄推动下，修复潜力较大。

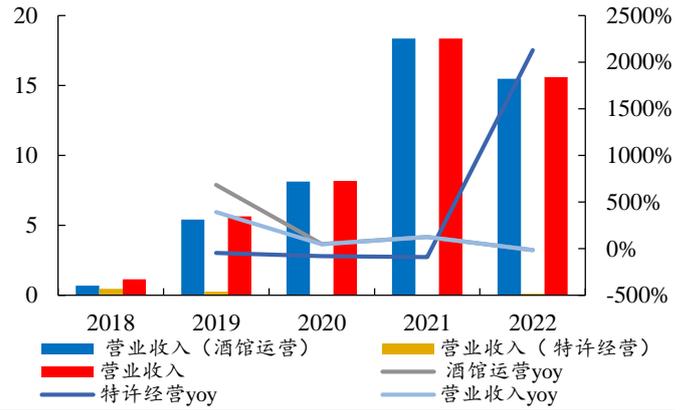
(1) 2022 年非经营性损失中，以权益结算的股份支付费用预计 5.03 亿元，对应股份应基本在公司股价较低位发放，门店调整相关损失 8.53 亿，因疫情期间关店、转加盟及静默店减值，整体计提较充分，2023 年业绩有望轻装上阵。(2) 公司前端门店迭代、后端供应优化、中台 IT 及数据积累的核心能力充沛，多年发展形成的行业竞争力、品牌认可度、管理执行力仍然稳固，在外部干扰趋弱、出行环境修复的背景下，优质酒馆龙头的充裕扩张潜力应会如期实现。

图14: 海伦司 2022 年营收 18.356 亿元/yoy+124%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 截止 2022 年底海伦司合计门店数量为 749 家

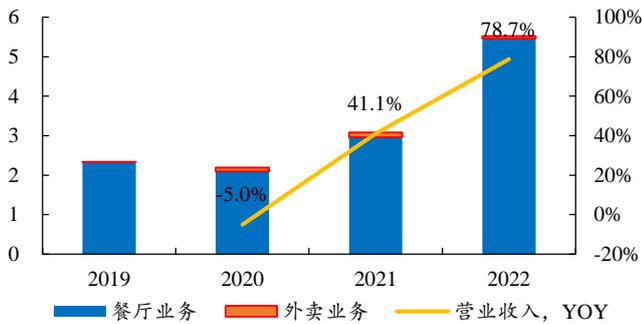


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3、特海国际: 海外恢复下 2022H2 扭亏为盈, 原有及新进市场齐开拓

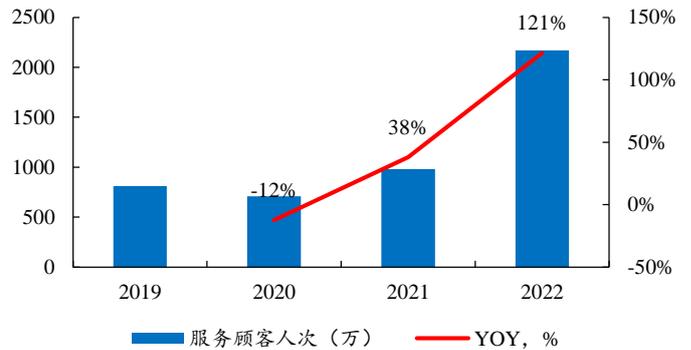
(1) 增收控费业绩大幅好转, 持续开拓海外中餐蓝海市场。海外各国逐步解除堂食限制餐厅经营恢复正常, 2022 年公司收入 5.46 亿美元, 同比增长 84.3%, 归母净利润-0.41 亿美元, 同比减亏 173.5%, 其中 2022H2 扭亏为盈, 实现净利润率 4.6%。增收同时严格控制成本提高效率, 2022 年员工成本占比为 33.8%, 同比-12.0pct, 2022 年公司餐厅经营利润率为 4.1%, 2022H2 为 6.1%, 较疫情前大幅提升, 降本增效成果显著。毛利率 64.8%, 同比+1.2pct。海外中餐赛道高天花板, 且公司自身降本增效成果显著。

图16: 2022 年公司营业收入 5.58 亿美元, 同比+78.7%



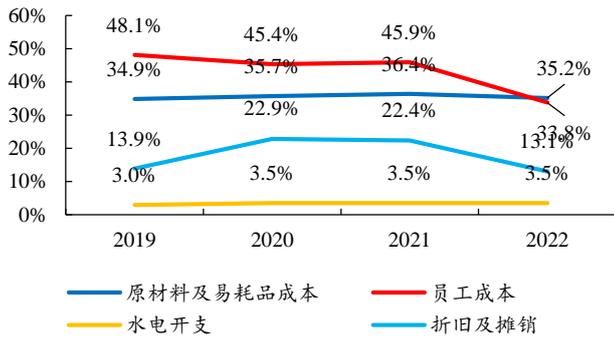
数据来源: 特海国际公司公告、开源证券研究所

图17: 2022 年公司服务顾客 2700 万人次, 同比+121%



数据来源: 特海国际公司公告、开源证券研究所

图18: 2022年公司员工成本占比同比-12.1pct



数据来源: 特海国际公司公告、开源证券研究所

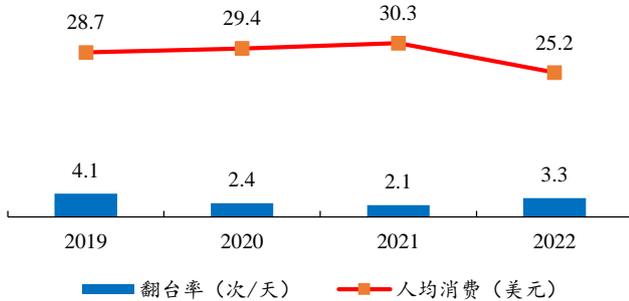
图19: 2022H2 公司餐厅经营利润率上升至 6.1%



数据来源: 特海国际公司公告、开源证券研究所

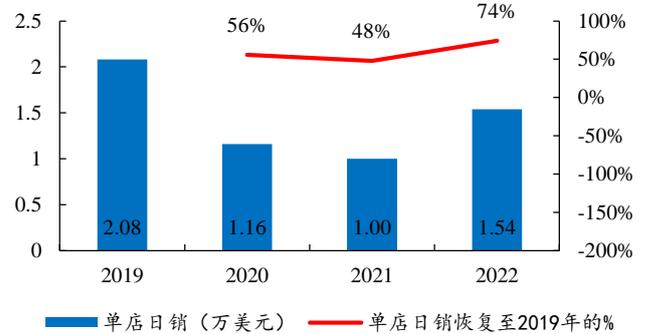
(2) 管控放松后翻台回暖、日销攀升, “自下而上”原有及新拓市场并重。2022年公司翻台率为 3.3, 2021 年为 2.1, 经测算 2022H2 为 3.5, 较 2022H1 提升 0.5, 其中东南亚/北美/东亚/其他地区 2022 翻台率分别为 3.4/3.0/3.1/3.1, 2022 年公司单店日均销售额为 1.54 万元, 同比增长 54%, 恢复至 2019 年的 74%。截止 2022 年末公司共在 11 个国家拥有 111 家餐厅, 东南亚门店数量占比为 61.3%, 收入占比为 59.7%。客单价下降主因美元汇率大涨且疫后单桌人数上升。2022 年新开门店 17 家, 其中东南亚/北美/东亚/其他地区分别新开 13/2/0/2 家, 2023Q1 公司新增 3 家餐厅, 覆盖国家数增至 12, 储备门店为 10 家以上, 坚持“自下而上”开店策略, 加密已有市场的同时开拓新进市场。

图20: 2022年翻台率回升至 3.3, 人均消费 25.2 美元



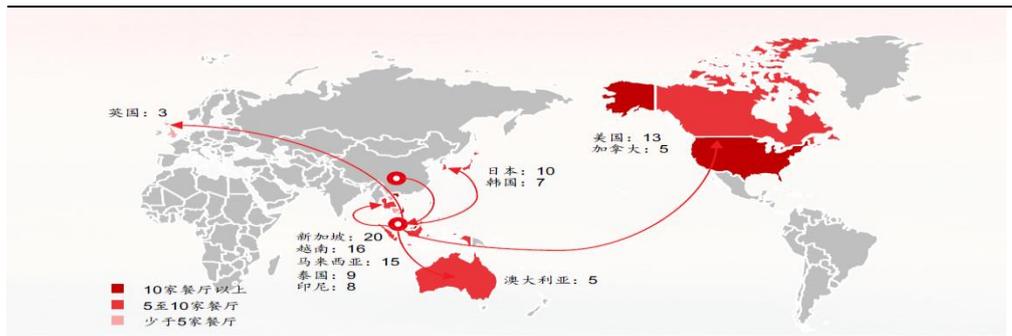
数据来源: 特海国际公司公告、开源证券研究所

图21: 2022年单店日销恢复至 2019 年的 74%



数据来源: 特海国际公司公告、开源证券研究所

图22: 截至 2022 年末公司门店共 111 家, 覆盖 11 个国家



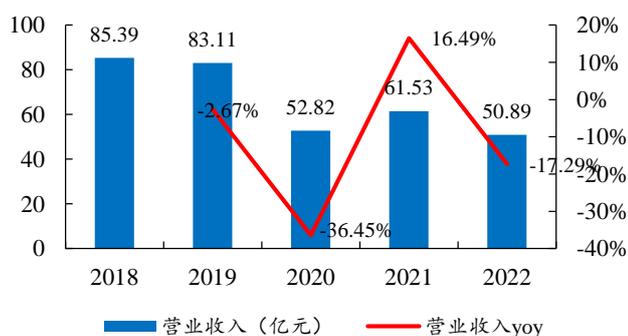
资料来源: 特海国际公司公告

4、酒店：疫情阴霾扫尽，2023 年重启增长

4.1、首旅：疫情扰动业绩承压，稳步拓店复苏可期

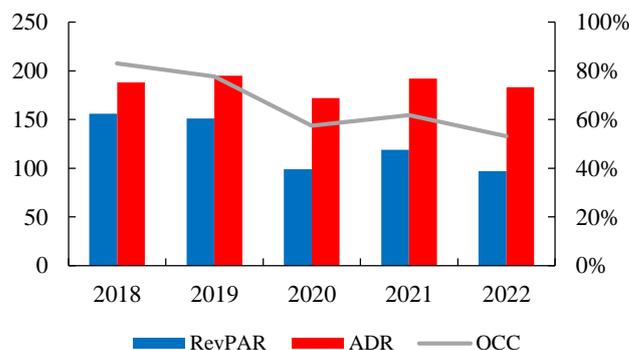
稳步拓店业绩弹性可期。2022 年公司实现营业收入 50.89 亿元/-17.29%，归母净亏损 5.82 亿元，扣非归母净亏损 6.74 亿元。2022Q4 单季实现营收 12.52 亿元/-12.3%，归母净亏损 2.51 亿元，扣非归母净亏损 2.77 亿元。受疫情冲击影响需求低迷，首旅酒店全年 OCC/ADR/RevPar 分别为 53.10%/183 元/97 元，同比下滑 14.08%/4.68%/18.49%，恢复至疫情前 68%/94%/64%。其中，2022 年 Q4 首旅酒店 OCC/ADR/RevPar 分别为 52.3%/182 元/95 元，为 2019 年同期的 67%/93%/63%。疫情下首旅稳步拓店，2022 年全年新开店 879 家，其中经济型、中高端、轻管理分别新开 97/200/582 家，分别占比 11%/23%/66%，关店 812，净开 67 家。随后续居民需求恢复，公司业绩有望触底反弹。

图23：首旅酒店 2022 年营收 yoy-17.29%



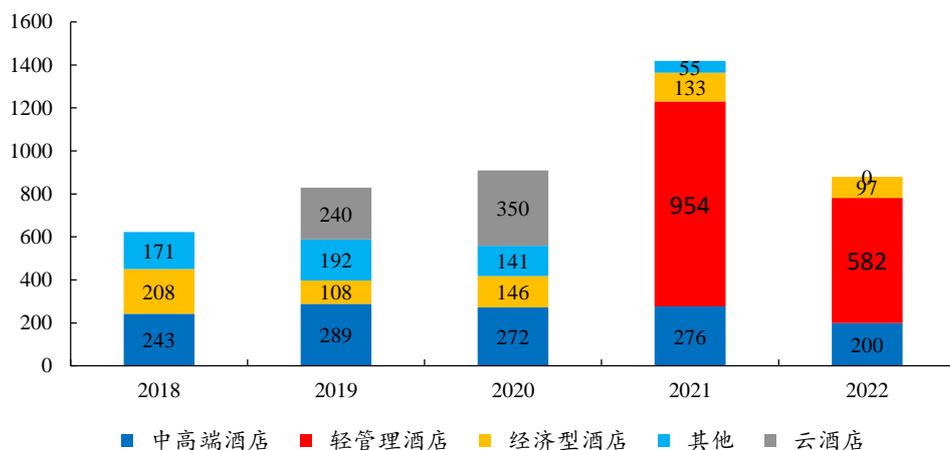
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：首旅酒店 RevPAR 恢复至疫情前 64%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：首旅酒店 2022 年新开店速度放缓



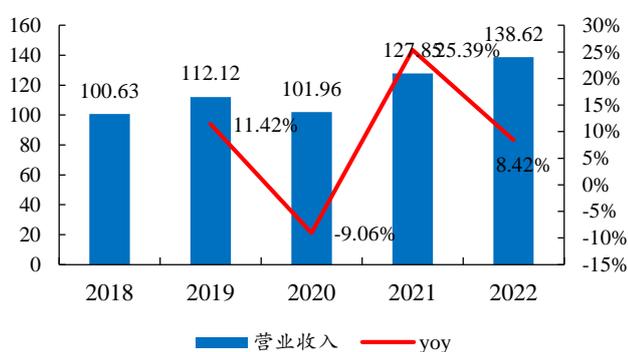
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、华住：持续推进高质量增长，疫后复苏态势强劲

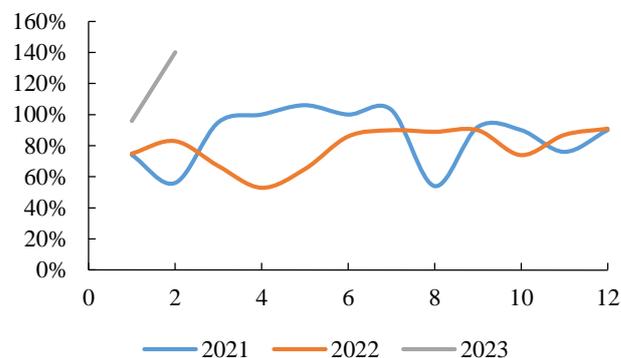
华住集团 2022 年营收增长符合预期。华住集团 2022 年实现营业收入 138.62 亿

元/同比+8.42%，归母净利润-18.21亿元，其中境内业务收入106.55亿元/同比-5.26%，境外业务收入32.07亿元/同比+108.52%。2022Q4实现营业收入37.06亿元/同比+10.69%，归母净利润-1.24亿元，其中境内收入27.57亿元/同比-0.68%，境外业务收入9.49亿元/同比+80.08%。

华住集团 RevPAR 恢复趋势良好。随着国内疫情防控政策放开，2022Q4 RevPAR 持续反弹，基本恢复至疫情前水平。2023Q1 国内旅游市场进一步复苏，公司经营表现恢复良好，2023年1-2月单月 RevPAR 恢复至2019年同期96%、140%，未来有望继续突破新高。

图26：华住集团 2022 年营收 yoy+8.42%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：华住集团 RevPAR 趋势向好


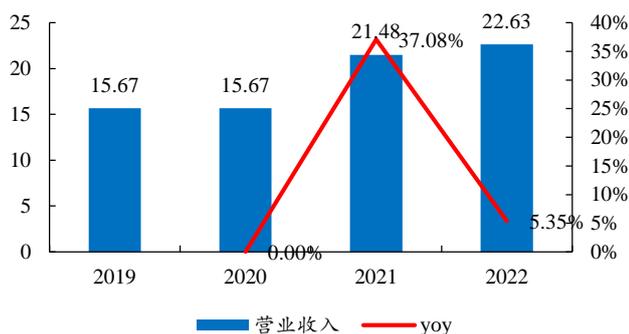
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、RevPAR 恢复至疫前 80%，零售业务注入新动力

公司营收稳步增长，利润空间持续释放。亚朵集团2022年实现营收22.63亿元，同比增长5.4%，四年复合增长率达13%；调整后净利润（非公认会计准则）为2.59亿元，同比增长85.6%；调整后的EBITDA（非公认会计准则）为4.24亿元，同比增长41.9%。2022年Q4亚朵集团实现营收6.26亿元，同比增长5.8%；调整后净利润（非公认会计准则）为0.80亿元，同比增长199.8%；调整后的EBITDA（非公认会计准则）为1.16亿元，较上年同期增长82.2%。

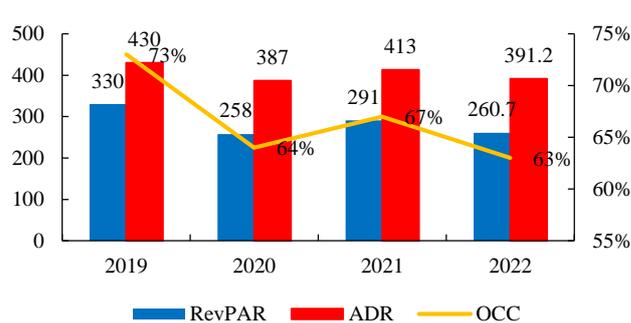
酒店网络稳健扩张，在营酒店数及客房数均同比增长25%。2022年，亚朵集团新开店191家，仅关店4家。截至2022年12月31日，亚朵集团在营酒店数量达到932家，同比增长25%；房间数达10.8万间，同比增长25%。剔除受疫情影响而暂时停业或征用的酒店，亚朵集团2022年OCC(入住率)达63.0%，ADR为391.2元，RevPAR达260.7元，恢复至2019年约80%的水平。

图28：亚朵集团营收复合增长率达13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：亚朵集团 RevPAR 恢复至疫情前 80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

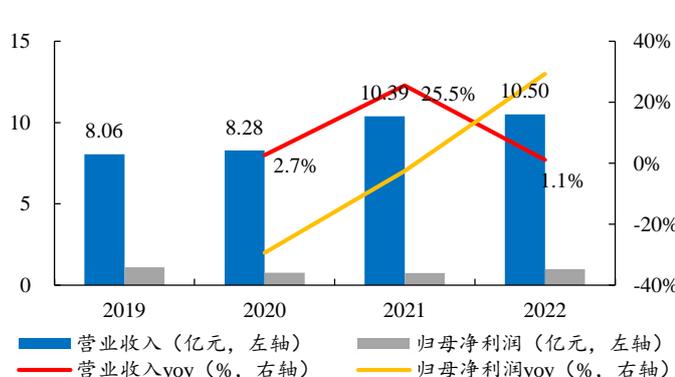
基于场景的零售业务成为亚朵的第二增长曲线。2022年，亚朵集团场景零售业务实现GMV（商品交易总额）达3.24亿元，同比增长42%。其中，线上第三方平台取得重要突破，贡献GMV同比增长71%。

5、美丽/医美：疫情下仍迎较快增长，2023持续高增动力足

5.1、倍加洁：利润率表现亮眼，内生+外延深化布局口腔大健康

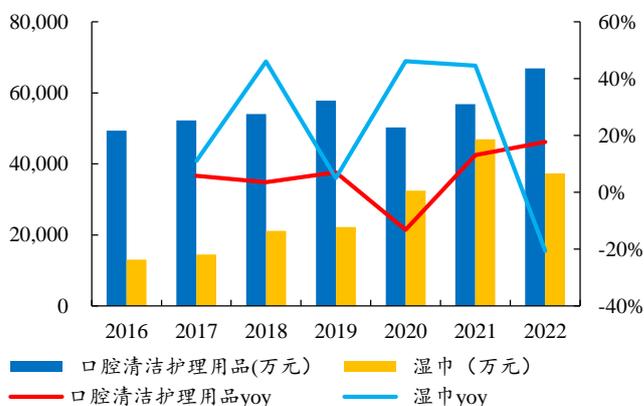
2022年公司营业总收入10.5亿元/yoy+1.1%，主营业务收入10.42亿元/yoy+1.33%，归母净利润9730.85万元/yoy+30.1%，扣非归母净利润6483.67万元/yoy+101.9%。2022年全年毛利率23.97%/yoy+3.41pct，净利率9.27%/yoy+2.07pct。利润端改善明显系2022年全年管理控制存货量，主要原材料价格下降以及产品结构调整，高利润率产品占比提升。

图30：2022年倍加洁营收及归母净利润有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：倍加洁2022年口腔护理产品营收yoy+19.8%



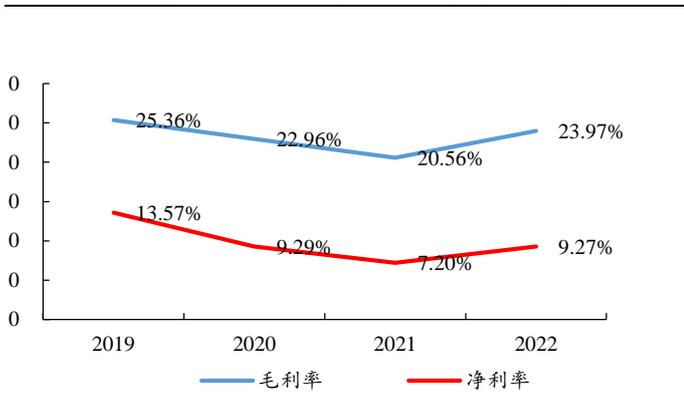
数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看，口腔护理产品营收6.69亿元/yoy+19.76%/占比64.2%，毛利率

23.69%/yoy+4.48pct; 湿巾营收 3.73 亿元/yoy-20.58%/占比 35.8%，毛利率 24.24%/yoy+2.54pct。口腔护理产品营收增长系牙刷产品销量增长，湿巾产品营收下降系订单量减少所致。

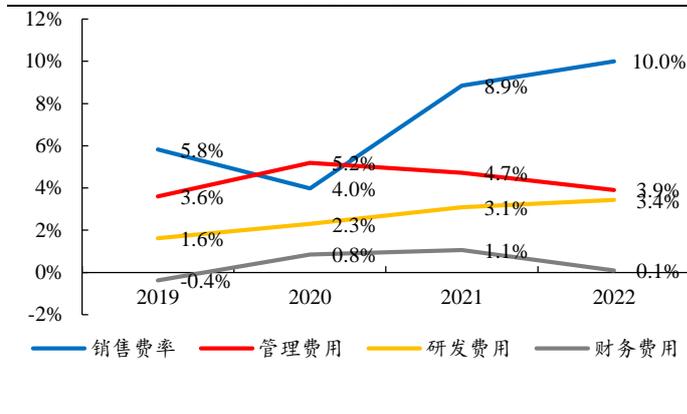
分地区看,海外营收 6.58 亿元/yoy-4.4%/占比 63.1%,毛利率 25.18%/yoy+2.94pct; 国内营收 3.84 亿元/yoy+12.93%/占比 36.9%，毛利率 21.67%/yoy+5.16pct。

图32: 2022 年倍加洁毛利率及净利率有所上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 2022 年倍加洁销售费用率提升较大



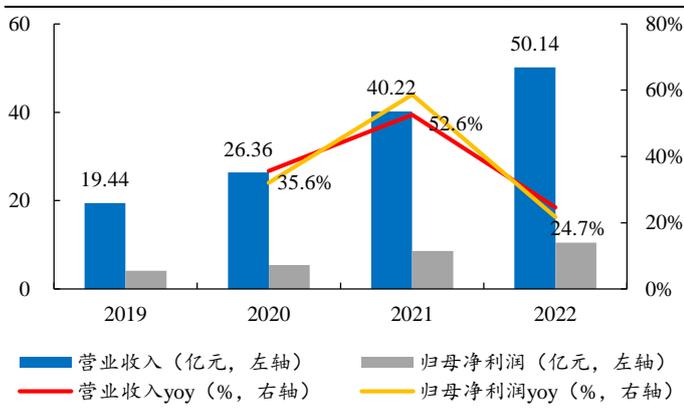
数据来源: Wind、开源证券研究所

费用投放: 2022 年公司销售/管理/研发/财务费用为 1.05/0.4/0.01/0.36 亿元, yoy+14.4%/-15.59%/-90.4%/+14.53%, 对应费用率分别为 10%/3.9%/3.5%/0.1%, yoy+1.2pct/-0.8pct/0.4pct/-1pct。销售费用增加系自有品牌营销宣传和渠道投入增加所致, 管理费用减少系计入无形资产核算的 SAP 软件摊销期限到期影响费用下降, 财务费用系汇兑损益, 研发费用增长系公司加大研发投入, 提高研发人员薪酬绩效, 进行股权激励。

5.2、贝泰妮: 疫情下仍迎较快增长, 较高股权激励目标彰显信心

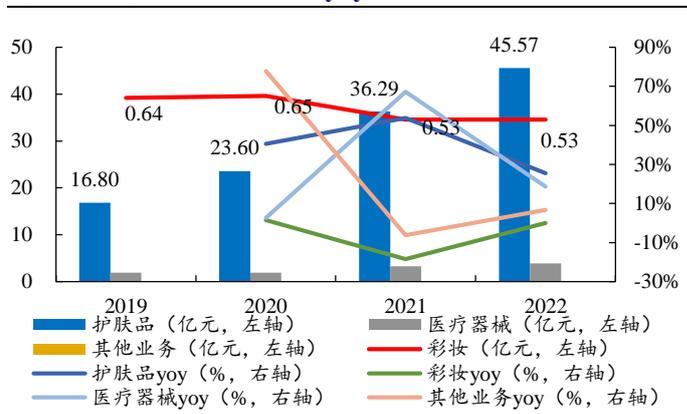
公司积极应对经济下行带来的负面影响, 2022 年业绩高增。2022 年公司营业总收入 50.14 亿元/yoy+24.7%, 主营业务收入 49.98 亿元/yoy+24.7%, 归母净利润 10.52 亿元/yoy+21.8%, 扣非归母净利润 9.51 亿元/yoy+17.0%。2022 年全年毛利率 75.2%/yoy-0.8pct, 净利率 20.95%/yoy-0.53pct。

图34: 2022 年贝泰妮营收及归母净利润有所增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 贝泰妮护肤品营收 yoy+25.6%



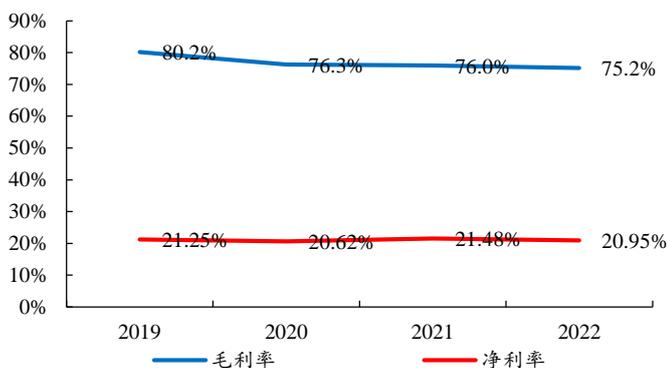
数据来源: Wind、开源证券研究所

分产品看,化妆品营收46.1亿元/yoy+25.20%/占比92.16%,其中护肤品营收45.57亿元/yoy+25.57%/占比90.9%,毛利率74.8%/yoy-0.6pct;彩妆营收0.53亿元/占比1.28%,毛利率72.6%/yoy+1.9pct。医疗器械营收1.9亿元/yoy+18.71%/占比3.79%,毛利率81.5%/yoy-3.2pct。其他业务营收0.09亿元/yoy+6.67%/占比0.18%,毛利率44.1%/yoy-15.2%。

分地区看,国内营收50.11亿元/yoy+25.06%/占比99.94%,毛利率75.2%/yoy-0.87pct;海外营收0.02亿元/yoy+100%/占比0.04%,毛利率81.60%/yoy+21.26%。

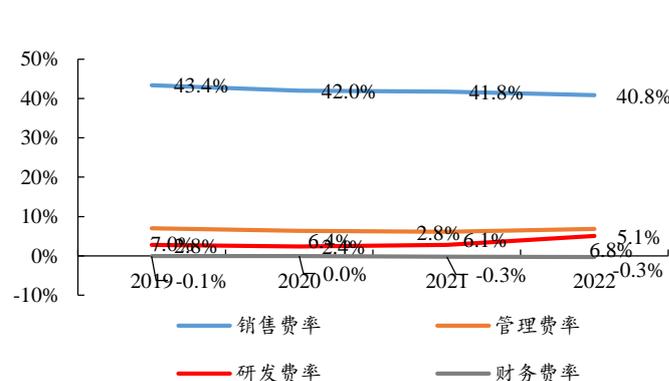
发布股权激励计划,较高目标彰显发展信心。激励考核目标是以2022年为基数,2023~2025年营收&归母净利润均分别同增28%/26%/24%(实际考核累积值,并剔除激励费用)。本次股权激励对象包括董事、高管、核心技术&管理人员共298人,覆盖范围交广。

图36: 2022年贝泰妮毛利率及净利率略有下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图37: 贝泰妮销售费率有所下降至40.8%



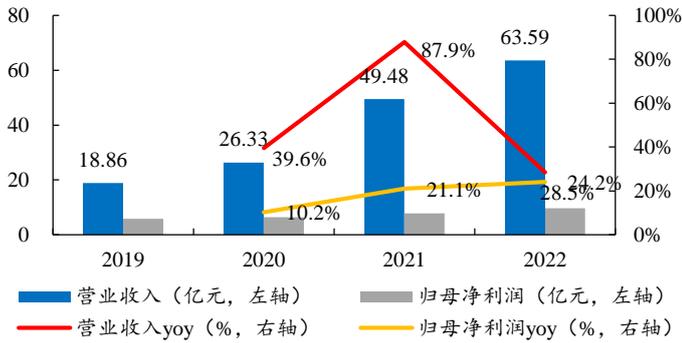
数据来源: Wind、开源证券研究所

费用投放: 2022年公司销售/管理/研发/财务费用为20.48/3.43/2.55/-1.43亿元, yoy+21.84%/+39.73%/+124.96%/-42.60%,对应费用率分别为40.8%/6.8%/5.1%/-0.3%, yoy-0.94pct/+0.74pct/2.27pct/-0.04pct。销售费用增加系公司持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及仓储物流投入所致,管理费用系随着公司规模增长管理人员薪酬成本和其他行政费用支出同向匹配增加所致,财务费用系取得商业银行活期存款利息,研发费用增长系公司加大研发投入。

5.3、华熙生物: 持续加码研发投入, 盈利趋势向好

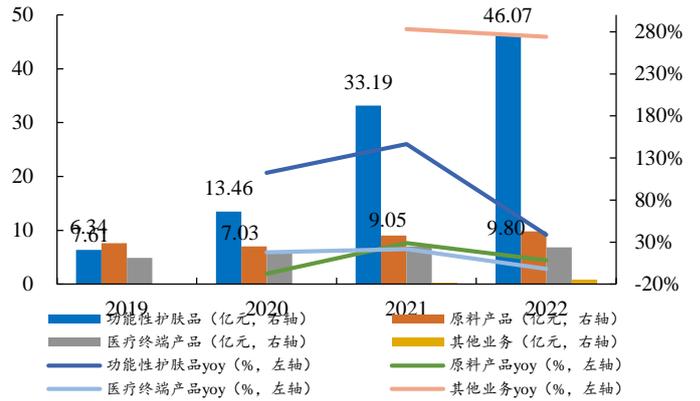
2022年公司保持良好发展态势,业绩高增。2022年公司营业总收入63.59亿元/yoy+28.5%,归母净利润9.71亿元/yoy+24.2%,扣非归母净利8.52亿元/yoy+28.5%。2022年全年毛利率76.99%/yoy-1.1pct,净利率15.12%/yoy-0.55pct。由于功能性护肤品业务收入占公司整体业务收入比重持续加大,同时公司加大品牌建设、渠道构建及关键人才引进等战略性投入,公司费用率出现一定程度的提高,公司整体业务的净利润率略有下降。

图38：2022年华熙生物营收yoy+28.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：华熙生物功能性护肤品营收yoy+38.81%



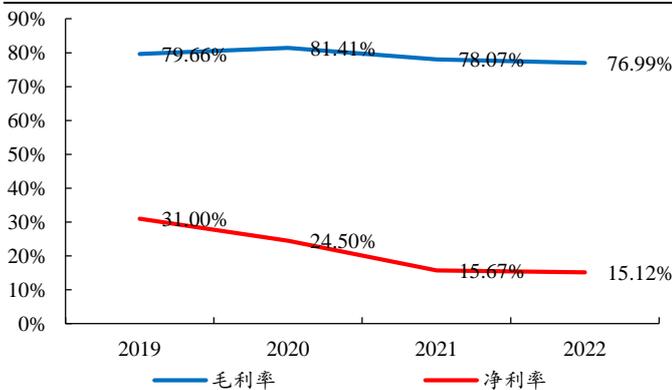
数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看，功能性护肤品营收 6.34 亿元/yoy+38.81%/占比 72.45%，毛利率 78.37%/yoy-0.6pct。原料产品营收 9.8 亿元/yoy+8.29%/占比 15.41%，毛利率 71.54%/yoy-0.6pct。医疗终端产品营收 6.86 亿元/yoy-2.0%/占比 10.79%，毛利率 80.86%/yoy-1.2%。

分地区看，国内营收 57.27 亿元/yoy+29.63%/占比 90.06%，毛利率 77.50%/yoy-0.57pct。海外营收 6.32 亿元/yoy+19.25%/占比 9.94%，毛利率 72.40%/yoy-1.15%。

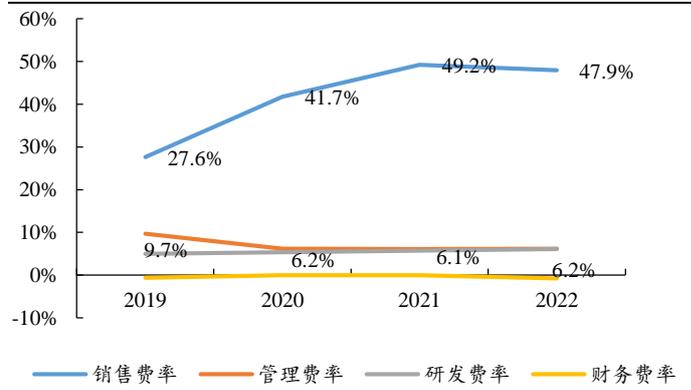
费用投放：2022 年公司销售/管理/研发/财务费用为 30.49/3.93/3.88/-0.49 亿元，yoy+25.16%/+29.70%/+36.62%，对应费用率分别为 47.9%/6.2%/6.1%/-0.8%，yoy-1.28pct/+0.06pct/0.36pct/-0.77pct。销售费用增加系为助力公司销售渠道拓展和布局,公司积极储备营销人才,建立具有行业竞争力的薪酬和激励体系,导致职工薪酬同比增加以及线上推广费的增加所致,管理费用系职工薪酬增加、专业机构服务费增加以及办公用固定资产增加导致折旧费用增加所致,财务费用系利息收入同比增加及汇率变动产生汇兑收益。研发费用增长系公司加大研发投入,研发人员薪酬(含研发人员股权激励费用)及材料费占整体研发费用的 67.37%,且公司继续大力推进与各高校及科研单位的合作,本期委托外部研发费用同比增长 51.29%。

图40：2022年华熙生物毛利率及净利率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2022年华熙生物销售费率近半达 47.9%



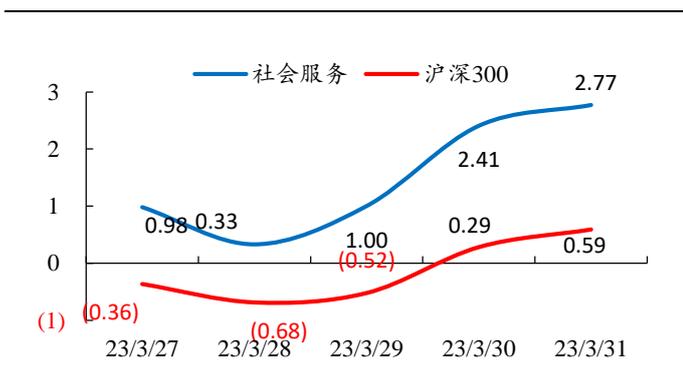
数据来源：Wind、开源证券研究所

6、行业行情回顾：社服板块涨幅高于大盘

6.1、行业跟踪：本周社服板块整体上行

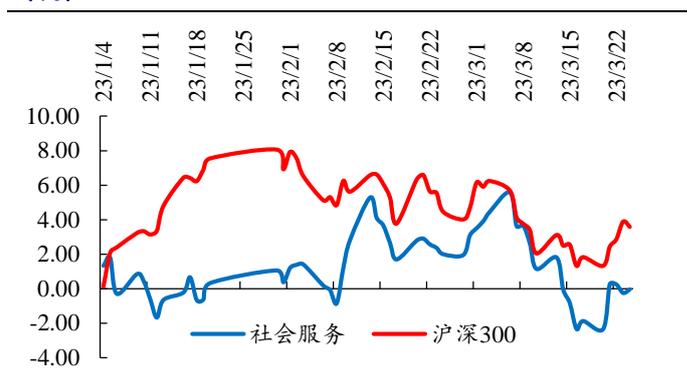
本周（3.27-3.31）社会服务指数+2.77%，跑赢沪深300指数2.18pct，在31个一级行业中排名第3；2023年初至今社会服务行业指数-0.04%，低于沪深300指数的+3.58%，在31个一级行业中排名第13。

图42：本周（3.27-3.31）社服板块涨幅大于沪深300（%）



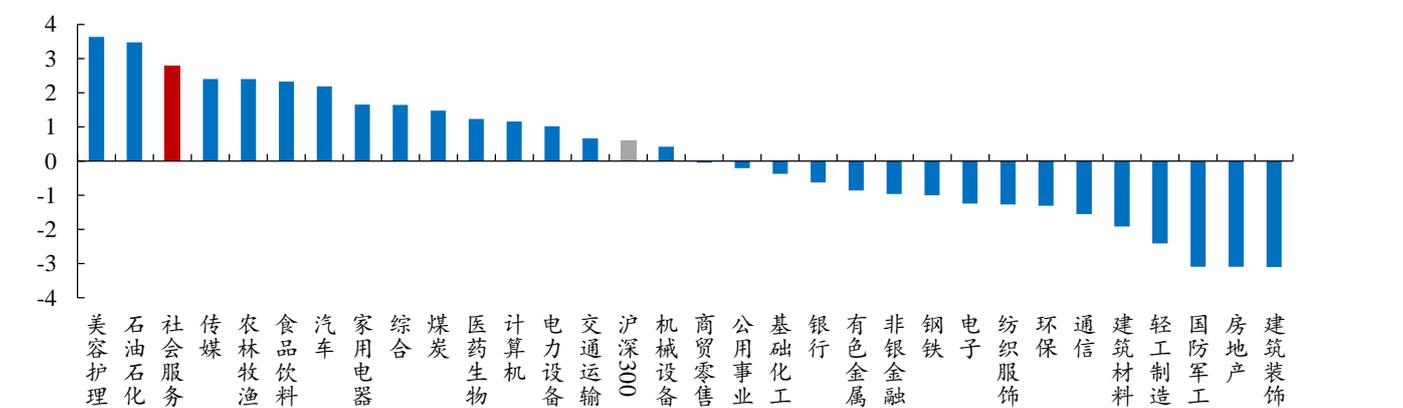
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2023年初至今社服板块走势弱于沪深300走势（%）



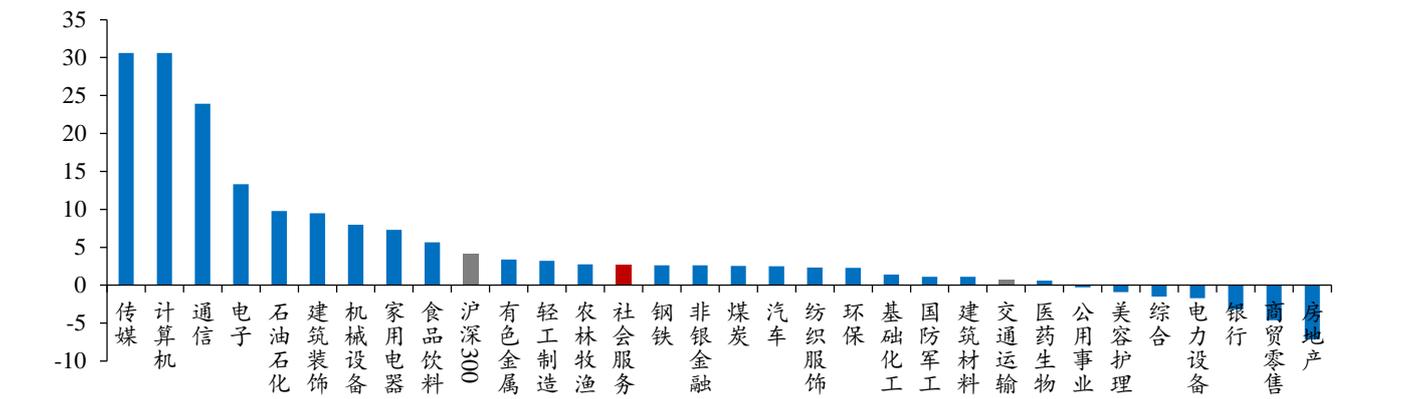
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：本周（3.27-3.31）社会服务在一级行业排名第3（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：2023年初至今社会服务在一级行业排名第13（%）

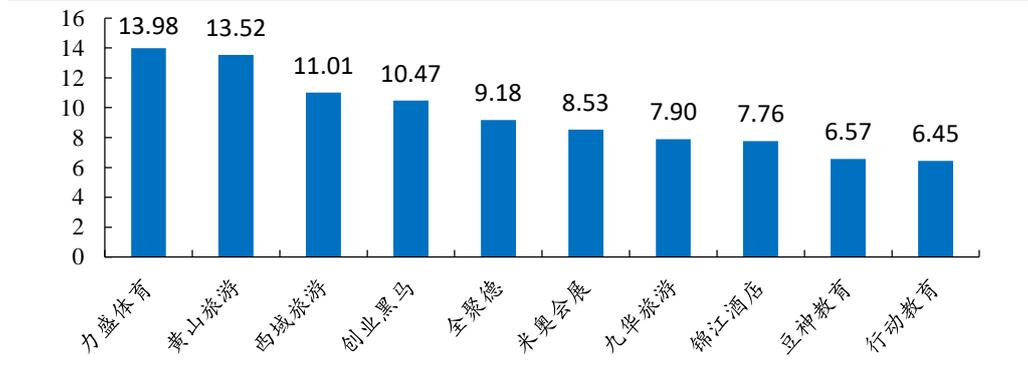


数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、社服标的表现：本周（3.27-3.31）旅游、教育类上涨排名靠前

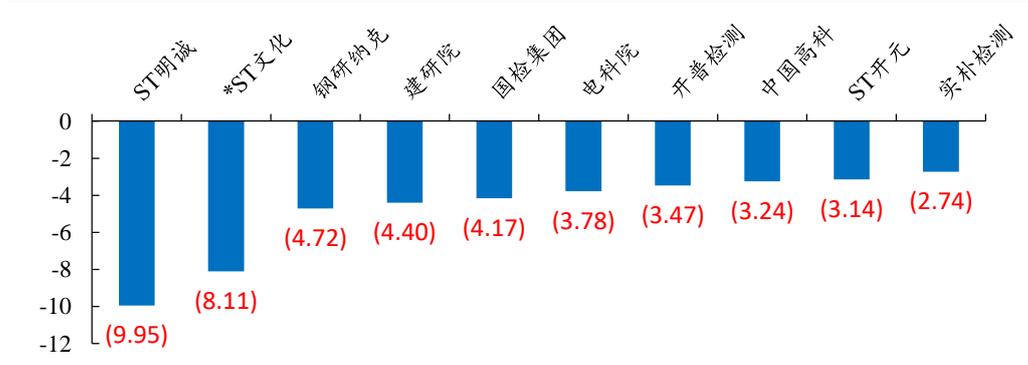
本周（3.27-3.31）涨幅前十名以旅游类为主，涨幅前三名分别为力盛体育、黄山旅游、西域旅游，跌幅前三名分别为ST明诚、ST文化、钢研纳克。净流入额前三名分别为力盛体育、西安饮食、西安旅游，净流入额后三名为中公教育、零点有数、创业黑马。

图46：本周（3.27-3.31）力盛体育、黄山旅游、西域旅游领涨（%）

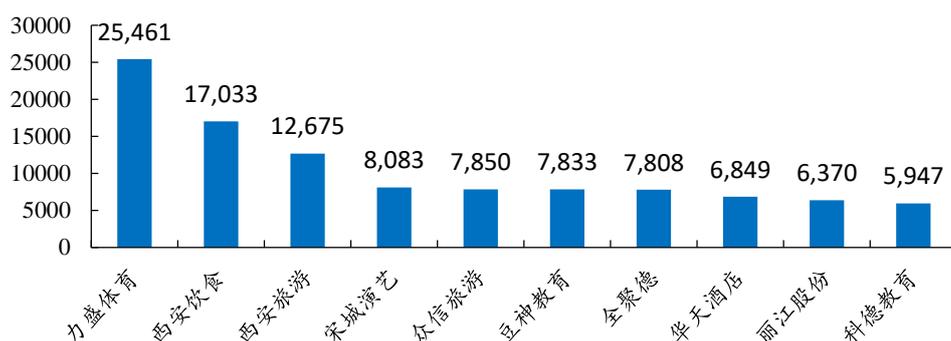


数据来源：Wind、开源证券研究所

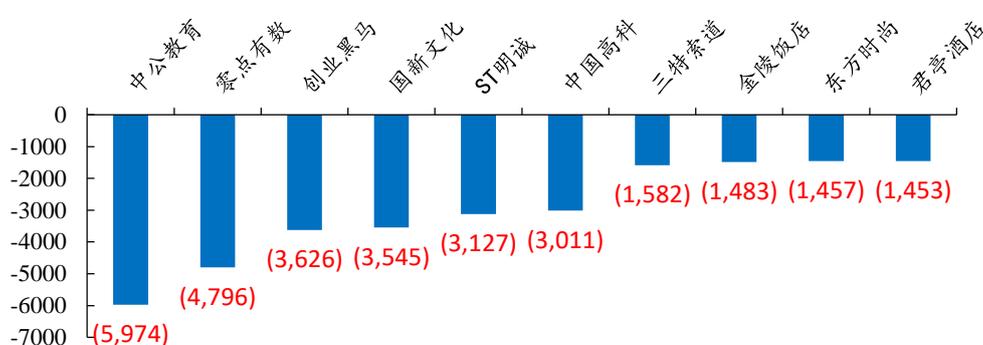
图47：本周（3.27-3.31）ST明诚、ST文化、钢研纳克跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：本周（3.27-3.31）力盛体育、西安饮食、西安旅游净流入额较大（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：本周（3.27-3.31）中公教育、零点有数、创业黑马（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：盈利预测与估值（已发布2022年报）

代码	公司名称	2023年3月			EPS			PE			评级
		31日	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E			
601888.SH	中国中免	183.24	6.03	8.12	9.64	30.41	22.56	18.77	未评级		
9869.HK	海伦司	13.40	0.18	0.29	0.37	76.57	45.64	36.21	买入		
9922.HK	九毛九	18.68	0.36	0.57	0.92	51.22	33.05	20.32	买入		
001308.SZ	康冠科技	37.89	3.11	4.02	5.12	12.19	9.43	7.40	买入		
300896.SZ	爱美客	558.75	8.21	11.12	14.68	68.06	50.24	38.05	买入		
603605.SH	珀莱雅	181.85	8.21	11.12	14.68	22.15	16.35	12.38	买入		
300957.SZ	贝泰妮	128.23	3.21	4.13	5.39	39.98	31.05	23.80	买入		
600916.SH	中国黄金	12.50	0.53	0.67	0.82	22.78	18.14	14.79	买入		
300795.SZ	米奥会展	53.35	0.41	1.49	2.30	143.51	39.49	25.58	买入		

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：盈利预测与估值（未发布 2022 年报）

代码	公司名称	2023 年 3 月		EPS			PE			评级
		31 日		2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
		收盘价	2022E							
300856.SZ	科思股份	53.55	2.22	2.69	3.27	24.1281	19.8790	16.3862	未评级	
000519.SZ	中兵红箭	22.84	0.71	1.09	1.46	32.3192	20.9907	15.6674	未评级	
600172.SH	黄河旋风	5.28	-	0.38	0.53	-	-	-	未评级	
688028.SH	沃尔德	33.33	1.33	1.33	1.93	25.1301	17.2739	0.0000	未评级	
002046.SZ	国机精工	11.89	0.42	0.59	0.77	27.9831	20.1662	15.3419	未评级	
688363.SH	华熙生物	113.40	2.75	2.79	3.59	41.2814	32.1657	26.6786	买入	
600754.SH	锦江酒店	62.91	1.52	1.42	2.21	41.5165	29.6312	0.0000	增持	
600258.SH	首旅酒店	23.34	0.74	0.73	1.08	31.6904	21.6894	18.0483	未评级	
300662.SZ	科锐国际	44.45	1.98	1.97	2.52	22.5052	17.6445	-	未评级	
600861.SH	北京城乡	23.99	0.55	0.77	1.07	43.9538	29.9015	120.3109	未评级	
600662.SH	外服控股	6.19	0.26	0.30	0.35	23.7347	20.8067	17.8541	未评级	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除海伦司、九毛九、康冠科技、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、中国黄金、米奥会展为开源证券研究所预测，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期

7、风险提示

疫情反复、项目落地不及预期，零售不及预期，行业竞争加剧等。

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn