

商社行业：稳就业背景下持续关注人服领域

2021年05月30日

看好/维持

商贸&社服 行业报告

本周核心观点：

经济复苏、人才结构变化以及稳就业政策支持下，人力资源服务行业呈现较高景气度。短期来看，4月调查失业率5.1%，回落至近年来较低水平，稳就业政策下就业市场持续回暖。从较长期维度来看，我国人口受教育程度持续提高，人才市场将由人口红利向人才红利转变，这给专业人力资源服务机构带来了发展机遇。关注灵活用工赛道、在中高端人才服务具有优势的公司，以及未来能够依托技术发展实现效率提升的公司。

根据猎聘大数据，2020年中高端人才的平均年薪为22.17万元，比2019年增加0.54万元，同比增长2.50%。随着我国经济结构转型与产业升级，对高素质、高技能人才提出了更高要求，将对聚焦中高端人才服务的机构带来更多机会。同道猎聘作为中高端人才线上服务绝对龙头，充分享受行业扩张红利，依托“大数据+AI驱动”技术优势，深挖用户需求，优化用户体验，提升经营效率，打造一站式人才服务价值链，不断推进人力资源服务平台化建设。

此外，灵活用工、招聘流程外包、业务流程外包已经成为许多企业用工模式中重要选择，疫情也加速了企业对于灵活用工模式的认知。当前我国灵活就业人员规模达2亿人，但渗透率仍显著低于欧美国家。我们认为，在财税、工伤保险等相关政策不断完善的推动下，这些新型用工模式在我国未来3-5年有望迎来爆发式增长，市场规模增速或将维持在20%以上。

重点关注：①人服板块，经济复苏带动人才获取市场显著回升，中高端人才服务机构迎来结构性机会，灵活用工行业开始进入加速发展阶段；②酒店行业龙头，同比低基数情况下，行业总体受益于出行持续回暖。龙头公司疫情期间逆势拓店，有望推动行业集中度进一步提升，中高端酒店快速增长且占比提高，看好头部公司在行业复苏周期下跑出自己的α；③持续良好复苏态势的可选消费，包括珠宝、化妆品等，618大促已经启动，关注化妆品板块的销售表现。

行业复盘：上证综指收于3600.78点，周跌幅3.28%；深证成指收于14852.88点，周涨幅3.02%；中信消费者服务指数收于16187.85点，周涨幅6.07%；中信商贸零售指数收于4122.44点，周涨幅2.24%。社会服务各子板块涨跌幅依次为：旅游综合7.89%、酒店7.86%、其他休闲服务4.21%、餐饮3.81%、景点0.04%；商贸零售各子板块涨跌幅依次为：专业连锁3.30%、专业市场2.46%、贸易2.30%、超市2.28%、百货2.24%；多业态零售2.12%、一般物业经营0.65%。

重点报告关注：

《酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？》2021-01-04

《同道猎聘(6100.HK)：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张》2021-01-28

重点推荐：中国中免、首旅酒店、锦江酒店、科锐国际、同道猎聘、御家汇

长期推荐：中公教育、广州酒家、宋城演艺、永辉超市、高鑫零售、老凤祥、周大生、上海家化、珀莱雅

风险提示：部分地区疫情反弹经济复苏不及预期，超预期政策。

未来3-6个月行业大事：

2021-05-31 中国中免：股东大会

2021-06-01 宋城演艺：分红股权登记

2021-06-01 珀莱雅：分红股权登记

2021-06-02 九毛九：股东大会

2021-06-02 学大教育：股东大会

2021-06-11 上海家化：股东大会

行业基本资料

		占比%
股票家数	32	0.8%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	8710.51	1.05%
流通市值(亿元)	8319.18	1.3%
行业平均市盈率	51.66	/
市场平均市盈率	8.34	/

行业指数走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

研究助理：魏宇萌

weiyum@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

1. 本周重点关注

经济复苏、人才结构变化以及稳就业政策支持下，人力资源服务行业呈现较高景气度。短期来看，4月调查失业率5.1%，回落至近年来较低水平，稳就业政策下就业市场持续回暖。从较长期维度来看，我国人口受教育程度持续提高，人才市场将由人口红利向人才红利转变，这给专业人力资源服务机构带来了发展机遇。关注灵活用工赛道、在中高端人才服务具有优势的公司，以及未来能够依托技术发展实现效率提升的公司。

根据猎聘大数据，2020年中高端人才的平均年薪为22.17万元，比2019年增加0.54万元，同比增长2.50%。随着我国经济结构转型与产业升级，对高素质、高技能人才提出了更高要求，将对聚焦中高端人才服务的机构带来更多机会。同道猎聘作为中高端人才线上服务绝对龙头，充分享受行业扩张红利，依托“大数据+AI驱动”技术优势，深挖用户需求，优化用户体验，提升经营效率，打造一站式人才服务价值链，不断推进人力资源服务平台化建设。

此外，灵活用工、招聘流程外包、业务流程外包已经成为许多企业用工模式中重要选择，疫情也加速了企业对于灵活用工模式的认知。当前我国灵活就业人员规模达2亿人，但渗透率仍显著低于欧美国家。我们认为，在财税、工伤保险等相关政策不断完善的推动下，这些新型用工模式在我国未来3-5年有望迎来爆发式增长，市场规模增速或将维持在20%以上。

重点关注：①人力资源服务板块，经济复苏带动人才获取市场显著回升，中高端人才服务机构迎来结构性机会，灵活用工行业开始进入加速发展阶段；②酒店行业龙头，在同比低基数的情况下，行业总体受益于出行持续回暖。龙头公司疫情期间逆势拓店，有望推动行业集中度进一步提升，中高端酒店快速增长且占比提高，看好头部酒店集团在行业复苏周期下跑出自己的 α ；③呈现持续良好复苏态势的可选消费，包括珠宝、化妆品等，618大促已经启动，关注化妆品板块的销售表现。

2. 细分板块观点追踪

2.1 餐饮旅游

酒店方面，国内酒店市场持续复苏。美团平台Q1国内酒店间夜量超过1亿，同比增长率达到135.8%，相较2019年同期的两年复合年增长率达到13.3%。五一假期期间，携程平台酒店日均GMV同比增长390%，较2019年同期增长近50%；华住境内酒店Revpar较2019年同期实现25%增长。考虑到上半年节假日效应和2019年底基数情况，我们维持头部公司RevPAR有望于上半年基本恢复至19年同期水平的预判。展望下半年，随着暑期和国庆长假来临，国内长线游有望进一步恢复，带动人均旅游支出提高，休闲需求将带动酒店市场持续回暖。从酒店类型来看，上半年节假日期间高星酒店表现亮眼，符合当前头部酒店中高端布局战略，我们预计我国中高端酒店占比将持续扩大并稳定于44%，对应客房量增长空间76-120%，高速增长期仍有至少3-8年。疫情加速行业集中度提升，看好龙头在行业复苏周期下跑出自己的 α 。

旅游方面，近期广州等地出现少量新增病例，防疫部门已快速进行防控排查，遏制疫情的大规模扩散。考虑到有力的防控措施、疫苗接种范围扩大，以及天气回暖，预计不会对旅游业整体复苏趋势造成大规模影响。五一期间国内出游人次创历史新高，但总体旅游收入较2019年仍有差距，在即将到来的暑期长假中，长线游有望进一步复苏，预计人均消费较五一将有所提高。但整体来看，疫情对个体经营和中低收入群体的影响较大，旅游作为可选消费，虽然旅游人次已经基本恢复，但短期内旅游收入较2019年实现完全恢复或增长

仍有一定难度。建议关注周边游相关标的，以及具备可复制能力的优质人工景区，新园区开业以及新模式的探索。

免税方面，21年一季度海南实现离岛免税购物金额136亿元，购物人数179万次，件数1775万件，分别同比增长356%、177%和328%，消费回流效应显著。海南旅游显著复苏，离岛免税新政的刺激作用持续释放，免税品类和品牌的不断丰富促进客均价的提升，适度竞争带来整个免税市场扩容，离岛免税销售额持续高增。我们认为离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，新参与者的加入有助于营造适度竞争的市场环境，增强海南离岛免税在国际免税市场的竞争力，同时叠加政策催化和基础设施的不断完善，消费潜力有望持续释放，持续看好离岛免税的高景气。

餐饮方面，行业总体恢复至疫情前。2021年4月餐饮收入同比增长46.4%，两年平均增幅为0.4%，限额以上餐饮收入同比增长60.3%。餐饮业总体恢复至疫情前，但疫情对于餐饮行业的影响仍未完全消除，但相比之下中小型餐饮企业受影响较大，头部餐饮企业在行业复苏大背景下具有一定的竞争优势。根据中国新经济研究院数据，受益于夏季来临、各平台加大促销等因素，5月中式快餐消费热度集体上涨106%。其中95后贡献近70%，成主力消费人群，80后占比27.5%。

2.2 教育人服

人服方面，经济复苏、人才结构变化以及稳就业政策支持下，人力资源服务行业呈现较高景气度。短期来看，4月调查失业率5.1%，回落至近年来较低水平，稳就业政策下就业市场持续回暖。从较长期维度来看，我国人口受教育程度持续提高，人才市场将由人口红利向人才红利转变，这给专业人力资源服务机构带来了发展机遇。关注灵活用工赛道、在中高端人才服务具有优势的公司，以及未来能够依托技术发展实现效率提升的公司。同道猎聘作为中高端人才线上服务绝对龙头，充分享受行业扩张红利，依托“大数据+AI驱动”技术优势，优化用户体验，提升经营效率，不断推进人力资源服务平台化建设。此外，灵活用工、招聘流程外包、业务流程外包已经成为许多企业用工模式中重要选择，疫情也加速了企业对于灵活用工模式的认知。当前我国灵活就业人员规模达2亿人，但渗透率仍显著低于欧美国家。我们认为，在财税、工伤保险等相关政策不断完善的推动下，这些新型用工模式在我国未来3-5年有望迎来爆发式增长，市场规模增速或将维持在20%以上。

教育方面，高教方面来看，近期新修订的《民促法实施条例》落地，为民办高校的集团化办学和外延并购扫除了政策风险。长期来看，高教行业因为稳定的现金流以及内生外延的成长路径，从而具备“确定性+成长性”的双重特征，教育部提出2021年要继续把独立学院转设作为高校设置工作的重中之重，独立学院的转设正加速推进，有望给相应公司带来盈利能力的边际改善。公司方面，新高教集团以人民币6400万元为代价进一步收购了嵩明新巨（广西学校举办者之唯一股东）余下10%股权，至此集团已经完成广西学校全部股权的收购。**职业培训方面**，就业压力叠加招录、考研等扩招，将为对应培训赛道带来市场扩容。短期看，受制于考试周期错位和教招序列疲软，或对培训机构短期业绩有一定影响。但长期看，随着我国经济结构转型与产业升级，对高素质、高技能人才提出了更高要求，职教领域有望得到国家更多的政策扶持。我们仍看好职教龙头中公教育，一方面公司受益于疫情下行业出清带来的市占率提升；另一方面公司依靠教研+渠道+管理，稳坐龙头地位，将持续受益于未来市场规模扩张红利。**K12培训方面**，课外培训政策持续从严，中央和多地方政府陆续出台规范管理校外培训机构的相关政策，在收费管理、教学内容、广告宣传等方面做出一系列规定，预计未来相关政策仍将陆续出台。强监管背景下资金管理和合规经营的重要性进一步凸显，头部大型培训机构规范性与抗风险能力更强，有望在行业供给端加速出清背景下实现市占率提升。

2.3 商贸零售

珠宝方面，2021年4月金银珠宝零售总额同比增长48.3%，增速较3月环比下降34.9个百分点，虽然呈现复苏放缓态势，但相较于整体社零增速和其他可选消费品而言，表现相对优异，是同比增长最快的可选消费品类。建议关注可选消费的增长弹性，以及全渠道转型、加码新媒体营销方式的龙头企业，周大生、老凤祥。

超市方面，2021年4月日用品类销售额同比增长30.7%，增速较3月份环比下降13.5个百分点。疫情催化叠加政策强化，社区消费习惯有望拉动mini店释放增长空间。大型商超如永辉、大润发、盒马等均加速布局小店业态，阿里、京东、拼多多也通过多方面的生活服务进入社区团购赛道。我们认为，相较于传统商超业态，小店更加考验企业在产品、门店经营管理能力。重点推荐深耕生鲜食品供应链以及具备深厚门店管理经验的永辉超市、高鑫零售。

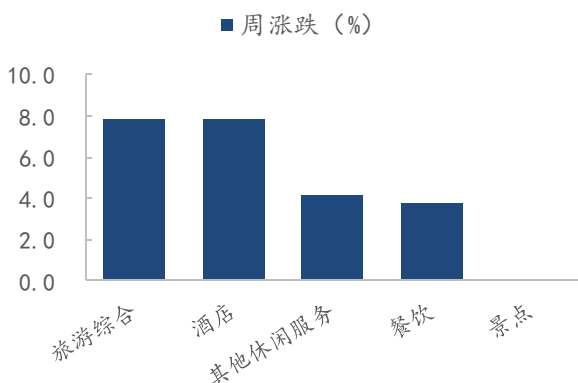
2.4 化妆品和医美

化妆品和医美方面，2021年4月化妆品销售额同比增长17.8%，增速较3月份环比下降24.7个百分点。当前Z世代逐渐成为消费主力，符合年轻用户偏好的国产美妆、医美有望持续高景气，玻尿酸产业链有望迎来高速发展。今年天猫618提前，预售已于5月24日晚8点启动，并将于6月1日开始付尾款，折扣持续20天，同时优惠力度更大，门槛更低。数据显示，天猫618大促开场1小时，美妆护肤品类的交易额占据了全品类的第一名；预售首日，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等17个品牌预售转化额破亿。在线上化趋势持续加强的背景下，关注头部电商在618大促中的后续表现，以及化妆品板块各大品牌商的销售表现。

3. 市场表现复盘（2021.5.24-2021.5.28）

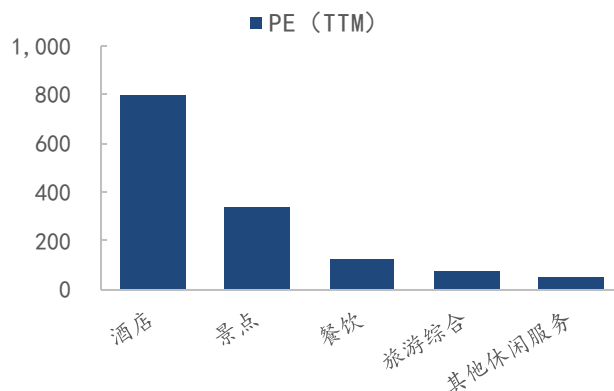
上证综指收于3600.78点，周跌幅3.28%；深证成指收于14852.88点，周涨幅3.02%；中信消费者服务指数收于16187.85点，周涨幅6.07%；中信商贸零售指数收于4122.44点，周涨幅2.24%。社会服务各子板块涨跌幅依次为：旅游综合7.89%、酒店7.86%、其他休闲服务4.21%、餐饮3.81%、景点0.04%；商贸零售各子板块涨跌幅依次为：专业连锁3.30%、专业市场2.46%、贸易2.30%、超市2.28%、百货2.24%；多业态零售2.12%、一般物业经营0.65%。

图1：社会服务子行业涨跌幅

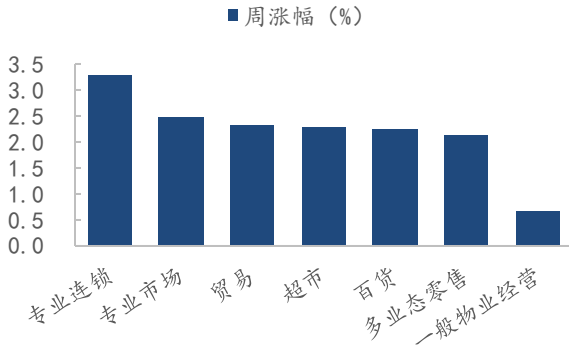


资料来源：Wind，东兴证券研究所

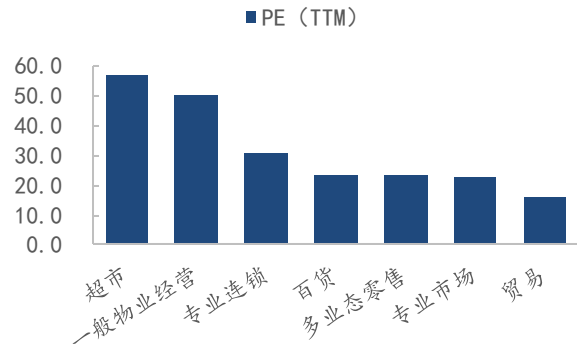
图2：社会服务子行业市盈率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

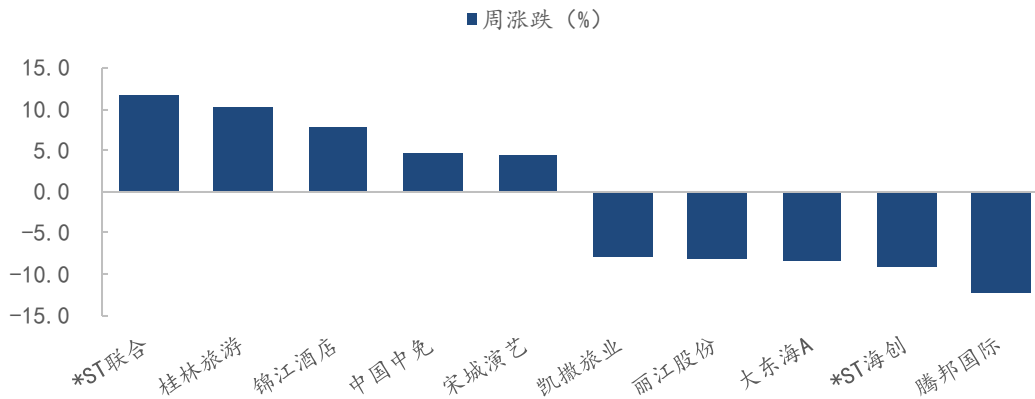
图3：商贸零售子行业涨跌幅


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图4：商贸零售子行业市盈率


资料来源：Wind，东兴证券研究所

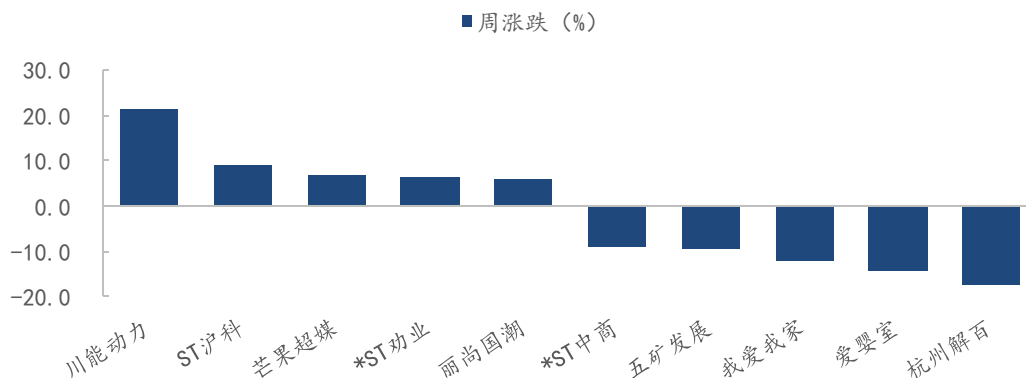
社会服务涨跌幅排名前5的公司为：*ST联合11.65%、桂林旅游 10.32%、锦江酒店 7.84%、中国中免 4.70%、宋城演艺 4.33%；涨跌幅排名后5位的公司为：凯撒旅业-7.92%、丽江股份-8.12%、大东海 A-8.47%、*ST海创-9.04%、腾邦国际-12.38%。

图5：社会服务行业涨跌前五的公司


资料来源：Wind，东兴证券研究所

商贸零售涨跌幅排名前5的公司为：川能动力 21.40%、ST沪科 9.00%、芒果超媒 6.96%、*ST劝业 6.38%、丽尚国潮 6.20%；排名后五位的公司为：*ST中商-8.99%、五矿发展-9.57%、我爱我家-12.21%、爱婴室-14.52%、杭州解百-17.50%。

图6：商贸零售行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 重点公司追踪

【华住集团】公司发布 2021 年第一季度财务业绩公告，一季度公司净收入 23.27 亿元，同比增长 15.6%；净亏损 2.48 亿元，去年同期净亏损 21.35 亿元；经调整 EBITDA 为负 1.33 亿元。

【美团】发布 2021 年第一季度财报，Q1 公司实现营收 370 亿元，较去年疫情期间同比增长 120.9%；期内亏损为 48.46 亿元，同比增长 206.9%；经调整后亏损净额为 38.91 亿元，占总营收额 10.5%。

【美团】近日公司表明外卖业务“费率透明化”改革目前试点工作已经在全国多个城市展开，本次改革将原有固定比例的费率拆分为技术服务费（佣金）和履约服务费，其中履约服务费旨在商家选择平台配送时才会产生，且随时段、距离和单价三个因素变化。

【新高教集团】公司以人民币 6400 万元为代价进一步收购了嵩明新巨（广西学校举办者之唯一股东）余下 10% 股权，至此集团已经完成广西学校全部股权的收购。

【华熙生物】公司与中国科学院天津工业生物技术研究所正式签署战略合作协议，未来双方将发挥各自在产业资源、科技创新领域的优势，加强合作，共同促进国家合成生物技术创新中心以及天津市生物制造产业基地的建设与发展。

【青松股份】公司全资子公司广州青航投资有限公司拟作为有限合伙人以自有资金出资 1000 万元人民币投资苏州宝捷会山启创业投资合伙企业(有限合伙)。合伙企业将主要专注于满足如下条件的优质企业，并进行相应投资：1、业务类型条件。被投资企业属于大消费领域的创新品牌商或创新渠道平台商或营销与数据科技商；2、细分行业条件。被投资企业聚焦个护美妆(含日化)、食品饮料(含调味品)、母婴、宠物或生活方式等一种或多种行业；3、项目阶段条件。被投资企业处于中早期高成长阶段或成熟期易变现阶段。

【华致酒行】为扩充产品品类、提升品牌影响力，公司拟以自有资金 510 万元出资，与泸州赖族酒业有限公司、酒巷图供应链股份有限公司立赖高淮酒业（西藏）有限公司。

5. 投资建议与风险提示

重点推荐：中国中免、首旅酒店、锦江酒店、科锐国际、同道猎聘、御家汇

长期推荐：中公教育、广州酒家、宋城演艺、永辉超市、高鑫零售、老凤祥、周大生、上海家化、珀莱雅

风险提示：部分地区疫情反弹经济复苏不及预期，超预期政策。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？	2021-01-04
行业深度报告	化妆品行业：国产香化如何打造百年企业？	2020-12-04
行业深度报告	高教行业：四大维度剖析民办高校投资机会	2020-11-17
行业深度报告	餐饮行业：疫情强化马太效应，“标签化”品牌更具复苏优势	2020-08-11
公司深度报告	同道猎聘（6100.HK）：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张	2021-01-28
公司深度报告	御家汇（300740）：业务拓展与品牌运营双轮驱动，互联网美妆龙头再起航	2021-01-27
公司深度报告	华住集团-S（1179.HK）：三位一体前瞻布局，引领“中国住宿”新未来	2020-12-03
公司深度报告	科锐国际（300662）：灵活用工增量提效，持续科技投入赋能业务发展	2020-08-26
公司深度报告	中公教育（002607）：垂直一体化发展，打造职教全品类平台	2019-11-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究金榜“最佳选股分析师”。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，主要负责旅游酒店、教育培训等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526