

社会服务行业 2022 年中期投资策略

板块迈入低基数复苏周期 从估值修复到业绩验证演绎

超配

核心观点

2022H1 回顾：疫情反复与复苏预期变化中 V 型起伏。今年 1-2 月行业略复苏，但 3-5 月情反复下再承压，5 月底逐步缓和重启复苏。鉴于此，社服板块呈现 V 型震荡起伏。1-2 月因复苏预期强化表现突出，春节后一周上涨 9%，但 3 月因疫情和外围局势影响，权重股大幅回调，5 月底随跨省游熔断政策调整板块开始反弹。整体来看，1.1-6.28，A 股社服板块累计上涨 5%，跑赢大盘 14pct。其中，小盘股相对突出，君亭酒店涨幅第一，景区股在复苏预期博弈下也阶段表现，重点公司持平微涨。港股餐饮板块走势类似，年初先复苏反弹，此后疫情回撤，6 月中旬以来复苏反弹。教育板块仍处政策阵痛恢复期，新东方在线转型电商出圈领涨板块；学额预增&营利转设预期带动下，民办高教板块有触底反弹态势。

子行业：3-5 月经营筑底，6 月开始边际复苏。免税：上半年海南免税随疫情波动起伏，促销力度环比仍较可控，海旅拟注入海汽，海南省出台各项引流措施，中免下半年新项目有望新看点。酒店：2021 年底国内住宿房量同比 -12%，供给进一步出清，中端与下沉市场连锁加速；行业 RevPAR 恢复随疫情起伏。演艺：核心项目 Q2 阶段闭园，预计 7 月 2 日主要项目有望复园。国内游：5 月底跨省游熔断政策调整优化，端午出游边际改善，部分省市及重点景区出台引流措施。餐饮：经营与疫情正相关，边际放松&低基数带动下的同店复苏机遇；人力：灵活用工延续高景气度，板块再添新军；教育：K12 教培公司转型，民办高教板块经营稳健，职业培训则需跟踪疫情进展。

维持板块“超配”。本轮源自一线城市的第三波较大疫情已经告一段落，下半年复工复产和稳增长成为社会共识。随着疫情防控政策的不断灵活调整，市场的乐观情绪已经触底回升，且 21 年下半年低基数效应凸显，企业经营层面环比、同比增速都将稳步改善。短期板块将迎来估值修复行情。但随着行情深入，接下来逐季的经营验证也将日益重要。立足下半年 3-6 个月维度、兼顾复苏次序、业绩确定性、估值水平和主题偏好，优选中国中免、九毛九、海伦司、锦江酒店、君亭酒店、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、中青旅、中教控股、北京城乡、科锐国际、广州酒家、同程旅行、华住集团-S、百胜中国-S、海底捞等。立足未来 1-3 年时间维度，立足景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、九毛九、海伦司、君亭酒店、中教控股、华住集团-S、同程旅行、科锐国际、广州酒家、百胜中国-S、海底捞、首旅酒店、奈雪的茶等。

风险提示：宏观、疫情等系统性风险，政策风险，竞争加剧及整合风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
601888	中国中免	买入	219.05	427,690	5.14	7.18	42.62	30.51
600754	锦江酒店	买入	60.40	64,631	0.55	1.79	109.82	33.74
600258	首旅酒店	买入	24.65	27,642	0.27	0.92	91.30	26.79
9869.HK	海伦司	买入	13.69	17,343	0.24	0.46	57.04	29.76
9922.HK	九毛九	买入	17.05	24,788	0.35	0.59	48.72	28.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

超配 · 维持评级

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaoxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

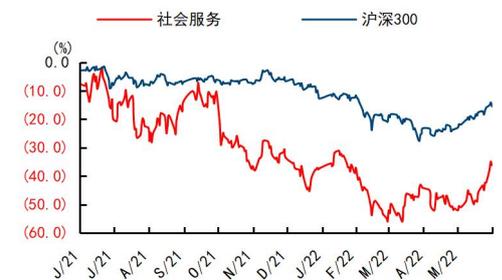
证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《体育行业专题-万亿赛道 千帆竞发 百舸争流》——2022-06-29
- 《社会服务行业双周报（第 33 期）-东方甄选爆火出圈，海南发放离岛免税消费券》——2022-06-19
- 《端午出游数据提振信心，行业将开启低基数复苏之路》——2022-06-06
- 《社会服务行业双周报（第 32 期）-上海复工复产稳步推进 老乡鸡招股书解析》——2022-06-06
- 《海外复苏跟踪系列之：欧美酒店龙头复苏的路径与投资启示》——2022-05-28

内容目录

上半年回顾：疫情反复再承压，板块震荡起伏	6
行业回顾：1-2 月相对良好，3-5 月再次承压，6 月逐步重启复苏	6
板块一季报回顾：1-2 月恢复良好，3 月相对承压	6
板块复盘：复苏预期及疫情反复带来 V 型走势，小盘股相对领先	7
子行业：3-5 月经营筑底，6 月逐步重启复苏	10
免税：疫情、客流、销售高度相关，新进入者资本化加速	10
酒店：2021 年底供给进一步出清，经营曲折下加盟商有所观望	14
宋城演艺：今年以来疫情反复演出受制，关注 7 月复园节奏	18
旅游业：疫情下艰难承压，OTA 表现相对好于行业整体	19
出境游：海外逐步放开出行限制，国内出境游复苏仍待时日	21
餐饮业：行业倒 V 型复苏，疫情仍为当下核心影响变量	22
茶饮：疫情反复中，定位、店型、新品表现带来经营分化	25
教育：原 K12 教培标的逐步转型，政策鼓励职业教育发展	26
人服：龙头加速资本化，灵活用工赛道维持高景气度	29
中期策略：板块迈入低基数复苏周期 从估值修复到业绩验证演绎	32
复苏展望：出行边际松绑，关注暑期表现，海南尤其值得期待	32
中线思考：消费分化，剩者为王，效率为先	34
投资策略：板块迈入低基数复苏周期 从估值修复到业绩验证演绎	36
风险提示	37
免责声明	38

图表目录

图 1: 2021 年以来各节假日较 2019 年恢复情况	6
图 2: 2021 年以来各节假日较 2019 年恢复情况	6
图 3: 2006-2022 年 Q1 营收和增速	7
图 4: 2006-2022 年 Q1 归母净利润和增速	7
图 5: 2022 年 Q1 旅游各板块收入增速情况	7
图 6: 2022 年 Q1 旅游各板块业绩增速情况	7
图 7: 2022 年以来社服板块涨跌幅 (截止 6 月 28 日)	8
图 8: 2022 年以来社服板块个股涨跌幅 (截止 6 月 20 日)	8
图 9: 2022 年以来港股连锁餐饮板块走势	9
图 10: 海口美兰、三亚凤凰及变化情况	10
图 11: 海南离岛免税销售额月度变化趋势	10
图 12: 中免 2019 年以来单季毛利率变动	11
图 13: 中免 2021Q3-Q4 净利率承压, 22 年 1-2 月净利率回升	11
图 14: 海南离岛免税各门店布局	11
图 15: 海南免税店 2021 年市场份额初步估算情况	11
图 16: 韩国免税消费较 2019 年恢复情况 (本国及外国人)	14
图 17: 韩国免税客单价同比变动情况	14
图 18: 2016-2021 年我国住宿业设施规模及增速	14
图 19: 2016-2021 年我国住宿业房间规模及增速	14
图 20: 2018-2021 年中国酒店连锁化率变化 (按房量)	15
图 21: 2021 年分单店房间数房量变化	15
图 22: 2021 年分档次酒店房量变化	15
图 23: 2018-2021 年分档次连锁化率变化 (按房量)	15
图 24: 2021 年分城市酒店房量变化	16
图 25: 2018-2021 年分城市结构连锁化率变化 (按房量)	16
图 26: 2021 年以来国内酒店行业 RevPAR 变化趋势	16
图 27: 2021 年以来三大酒店龙头各季度 RevPAR 恢复情况	16
图 28: 三大龙头 2019-2022Q1 季度收入变化趋势	17
图 29: 三大龙头 2019-2022Q1 季度扣非/经调业绩增长情况	17
图 30: 公司 2022Q1 收入情况	18
图 31: 宋城演艺千古情场次情况	18
图 32: 2016-2022 年中国在线旅游交易规模	20
图 33: 2021 年年底游客下次出游目的地偏好	20
图 34: 2020 年 12 月不同城市在线旅游 APP 安装覆盖率	20
图 35: 2017-2021 年携程营收和业绩	20
图 36: 2017-2022Q1 同程旅行营收和业绩	21
图 37: 同程月均活跃用户 (百万) 及同比增速	21

图 38: 1-4 月赴香港旅游人数及增速	22
图 39: 1-4 月赴澳门旅游人数及增速	22
图 40: 2019 年至今餐饮行业月度收入规模及增速	23
图 41: 2017-2021 年中国餐饮门店总数	23
图 42: 2017-2021 年开关店及门店留存情况	23
图 43: 餐饮上市公司收入及对应增速	24
图 44: 餐饮上市公司利润及同比增速	24
图 45: 2021 年餐饮上市公司开关店情况	25
图 46: 餐饮上市公司门店数量	25
图 47: 九毛九、海底捞、海伦司、百胜中国同店销售恢复情况	25
图 48: 星巴克 2021Q1-2022Q1 收入及业绩表现 (亿美元)	26
图 49: 瑞幸 2021Q1-2022Q1 收入及业绩表现	26
图 50: 星巴克及瑞幸 2021Q1-2022Q1 净增门店数量	26
图 51: 奈雪的茶 2021Q1-2022Q1 各类门店数量	26
图 52: 东方甄选销售额及同比增速	28
图 53: 东方甄选销售量及直播转化率	28
图 54: 中教控股上市以来估值复盘	28
图 55: 2022/2023 学年高教集团专升本学额变化	28
图 56: 科锐国际收入、归母净利润及增速	30
图 57: 公司灵活用工业务岗位外包期末及累计派出员工数	30
图 58: 外服控股历史收入、归母净利润及对应增速	31
图 59: 北京外企 2020-2021 年收入及业绩	31
图 60: 海口国际免税城区位图	34
图 61: 海口国际免税城“海棠花”概念规划效果图	34
图 62: 喜茶、奈雪、蜜雪冰城的门店扩张	35
图 63: LV 近两年产品持续提价, 入门款提价尤其明显	35
图 64: 喜茶、奈雪、蜜雪冰城的门店扩张	36
图 65: 瑞幸今年以来扩张保持较快速度	36

表 1: 今年以来各子行业趋势一览	10
表 2: 目前海南新晋万家基本情况	12
表 3: 海旅免税、海控免税加速资本化, 王府井收购海南奥莱项目	12
表 4: 白云机场未来 3 年保底租金估算	13
表 5: 2022Q1 三大龙头收入与业绩表现汇总	17
表 6: 三大酒店龙头 2022Q1 年开店情况及 2022 年开店规划	18
表 7: 今年以来宋城演艺主要项目演出情况及 2021 年同期对比	19
表 8: 2 月起多国放开防疫措施和入境限制	22
表 9: 不同教育阶段的民办学校政策对比	27
表 10: 人力资源服务行业不同赛道业务流程及收费模式	29
表 11: 今年 6 月以来部分省份边际放松出行限制	32
表 12: 部分重点景区引流措施出台	32
表 13: 2022 年 Q2 以来海南省促进消费尤其离岛免税销售的若干政策意见	33

上半年回顾：疫情反复再承压，板块震荡起伏

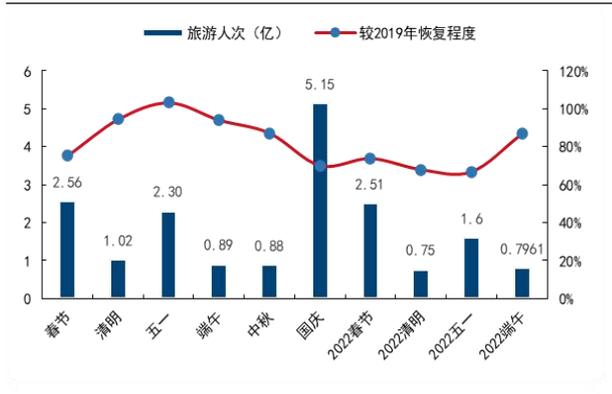
行业回顾：1-2月相对良好，3-5月再次承压，6月逐步重启复苏

今年以来，1-2月国内游开始有所复苏，但3月核心城市疫情再次反复，4-5月疫情防控和防控进一步升级，直至5月底才有所缓和，6月开始缓慢有所复苏。

鉴于此，疫情反复下，2022Q1实现国内游人次8.3亿/-18.95%，恢复至2019年的46.71%，国内游收入0.77万亿元/+4.00%。其中，城镇居民旅游人次6.21亿/-11.4%；农村居民旅游人次2.09亿/-35.3%。考虑4-5月疫情影响及出行限制，我们预计2022Q2不排除进一步筑底。

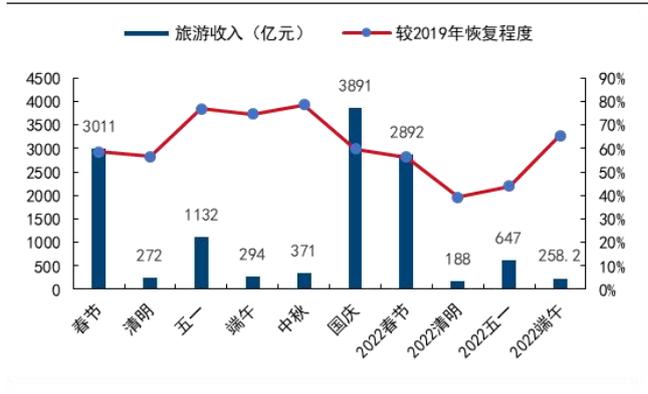
节假日表现进一步印证上述趋势。2022年春节旅游人次恢复74%，与2021年春节基本接近；2022年清明、五一假期旅游人次仅恢复约68%、67%，旅游收入仅恢复约39%、44%，与2021年同期相比，清明、五一旅游收入也同比下滑3-4成，承压明显。端午假期，国内游人次和收入各同比下滑约11%、12%；按可比口径估算，分别恢复至2019年同期的87%、66%，相比五一，恢复节奏开始加快。不过，从交通运输部数据来看，端午假期全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量同比下降约40%，比2020年同期下降约10%。鉴于此，我们预计今年端午国内旅游人次恢复多数为本地及周边出游，通过交通工具施行的中长途出游仍受制明显。

图1：2021年以来各节假日较2019年恢复情况



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图2：2021年以来各节假日较2019年恢复情况



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

板块一季报回顾：1-2月恢复良好，3月相对承压

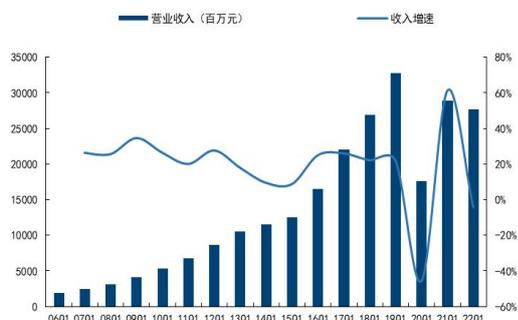
2022Q1，A股旅游板块合计实现收入276.4亿元/-4.33%，恢复至2019年同期的84.32%，主要得益于免税、餐饮和人服三大板块营收超过2019年同期支持；但板块Q1业绩仅13.95亿元/-30.55%，恢复至2019年同期的40.55%，明显逊于收入恢复程度，主要由于疫情反复下，酒店、景区、旅游综合等板块拖累较大（除免税和人服业绩为正，且超过2019年同期外，其他均为负）；扣非后业绩为11.52亿元，同比下降39.06%，仅恢复至2019年同期的49.76%。

旅游板块盈利能力进一步承压。2022Q1，板块毛利率同比下降7.11pct，期间费用率下降2.32pct，摊薄后ROE为1.27%/-0.72pct，盈利能力进一步承压。

分子板块而言，对比2021Q1，从营收增速来看，人服(50.92%)>A股餐饮(8.03%)>酒店(-0.08%)>景区(-6.94%)>免税(-7.45%)>综合(-21.19%)>出境游(-46.06%)>演艺(-72.16%)，2022Q1受疫情反复拖累，除人服、餐饮外各板块营收增速均

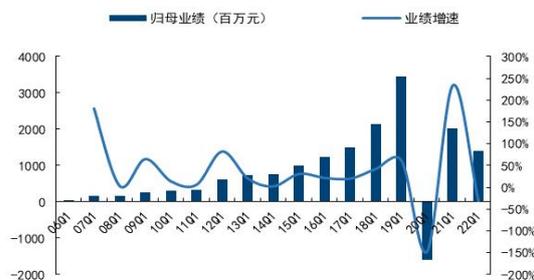
为负（餐饮主要系食品业务推动），免税高基数下增速为负，但营收也已经超过19年同期水平；从业绩来看，除免税、人服板块保持正盈利之外，餐饮、酒店、景区、综合、出境游、演艺等板块仍然亏损。从经营趋势来看，1-2月有所恢复，3月承压明显。

图3：2006-2022年Q1营收和增速



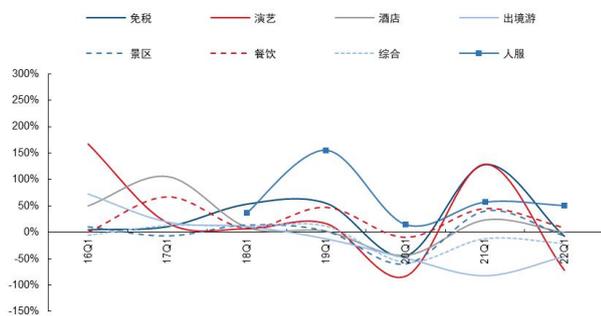
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2006-2022年Q1归母净利润和增速



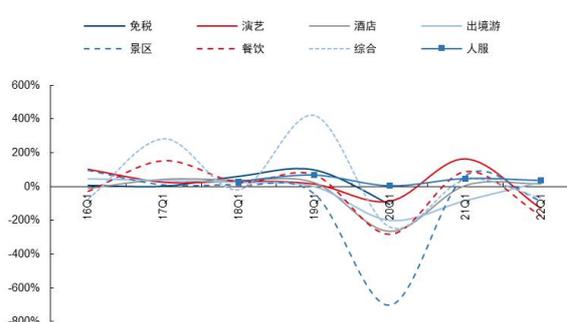
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2022年Q1旅游各板块收入增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2022年Q1旅游各板块业绩增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

板块复盘：复苏预期及疫情反复带来V型走势，小盘股相对领先

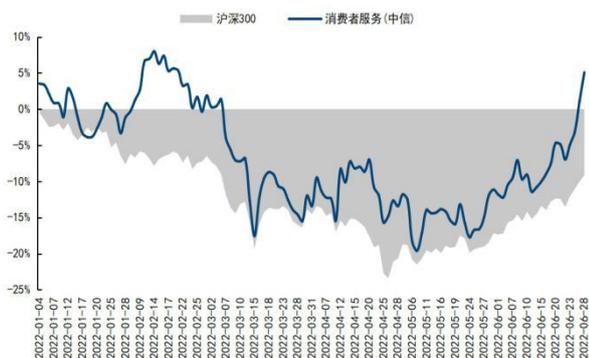
2022.1.1-6.28，A股社服板块（参考中信消费者服务指数）累计上涨5.06%，在复苏预期与疫情反复交错中，整体呈现前高后低再反弹的V型态势，整体跑赢大盘14.17pct（同期沪深300累计下跌9.11%）。

分月份来看，春节后板块阶段表现亮眼，3月后局部疫情爆发扰动复苏预期，3-5月板块震荡调整，5月下旬随政策调整、疫情趋缓等开始逐步上行。具体来看，1-2月前期因特效药获批、疫情管控逐步放松预期及春节催化，加之市场风格切换等，小市值个股、休闲度假主题表现相对突出，节后一周（2.7-2.14）板块上涨9.24%。3月份受疫情反复和外围局势影响，权重股大幅回调拖累板块下跌13.13%，跑输大盘5.29pct，免税龙头中国中免等调整较明显（外资持股比例下降等），但众信旅游（+15.85%）、凯撒旅业（+14.43%）则小盘股及困境反转预期等表现良好。4月龙头个股超跌反弹、部分休闲度假主题强势品种继续领涨，板块指数上涨1.90%，跑赢大盘6.78pct，相对收益明显。5月社服板块指数整体上

涨 0.74%，跑输大盘 1.13pct，主要系部分一线城市疫情再次反复，但下旬以来随着上海疫情好转，跨省游熔断政策调整，部分省份边际放松出行限制，跨省游开始恢复，板块整体反弹，第九版防疫政策进一步缩短隔离时间，强化复苏预期，6.1-6.28A 股板块上涨 18.23%，跑赢大盘 8.48pct。

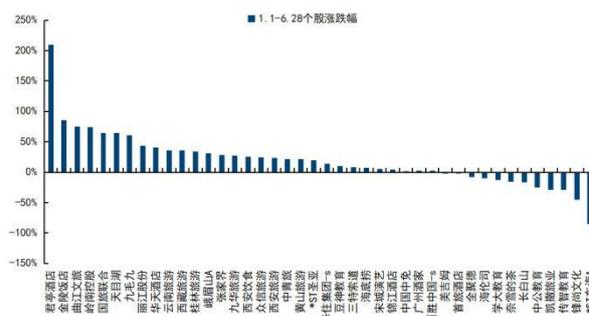
个股表现来看，1.1-6.20 累计涨幅排名前五的个股分别为**君亭酒店**（+209.32%）、**金陵饭店**（+85.66%）、**曲江文旅**（+74.83%）、**岭南控股**（+73.69%），**国旅联合**（+64.48%）小盘股为主，与今年以来市场风格有关。其中君亭酒店表现突出，核心在于小而美，上市后加速扩张预期强化，今年初并购君澜等强化。从权重股来看，免税龙头**中国中免** 1、2 月震荡中微幅上涨，3 月因疫情反复海棠湾阶段关闭，跌幅领先（-19.97%），4 月超跌反弹（+10.72%），5 月以来震荡回调，整体今年以来整体上涨 1.58%；酒店板块**锦江酒店**（+4.62%）、**首旅酒店**（-2.41%）前期估值预期相对不低，阶段因疫情反复调整，但近期又反弹；宋城演艺累计上涨 4.88%，疫情反复下核心项目阶段闭园反复，近期复苏预期反弹。但是，景区板块却整体回暖，云南旅游、桂林旅游、西藏旅游、峨眉山涨幅均超过 30%，黄山旅游上涨超 20%，主要系其市值相对较小，此前预期和机构关注较低，部分资金博弈复苏预期下以及数字藏品等概念等逆势上涨，尤其近期伴随暑期情绪有所走高。

图7：2022 年以来社服板块涨跌幅（截止 6 月 28 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

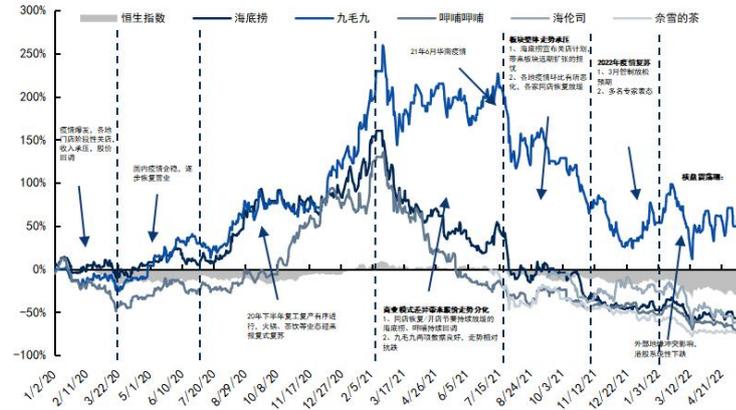
图8：2022 年以来社服板块个股涨跌幅（截止 6 月 20 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

餐饮板块复盘：年初至今餐饮板块横盘震荡，预期下半年将迎来反转。2022 年 1-3 月初，因复苏预期强化及政策放松预期，板块年初以来阶段表现突出，其中以九毛九反弹超 50%+。但 3 月以来，因疫情在核心城市大范围反复，叠加地缘冲突的影响，港股出现系统性普跌。4 月-6 月中上旬，国内疫情形势相对承压，对公司经营造成一定影响，板块处于震荡中。目前，上海基本解封，复工复产稳步推进中，餐饮企业经营环境有所改善，经营数据有望回暖。同时，参考 4 月疫情复苏后的深圳，预计疫情趋缓后，政府会采用各类措施拉动消费（如深圳发放消费券等），叠加 2021 年下半年经营数据基数较低，近期出行政策松绑下近期板块又有反弹。

图9：2022年以来港股连锁餐饮板块走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

子行业：3-5 月经营筑底，6 月逐步重启复苏

今年 3 月以来核心城市疫情再次反复，社服主要子行业均再次承压，多数在 4 月筑底，5 月边际略好转但程度有限，6 月继续缓步复苏。整体而言，疫情下，本地消费的影响<跨市流动<跨省流动，散客影响<团队影响，低线城市影响弱于高线城市，线上预订相关影响<线下服务预订，但全面恢复均需要时间，子行业也分化。

表 1: 今年以来各子行业趋势一览

子行业	今年以来变化说明
免税	1-2 月海南免税销售额和利润率同时回升，3-5 月疫情下承压，4 月尤其筑底，6 月以来部分复苏，但折扣力度相对好于去年下半年
酒店	1-2 月淡季下弱复苏，3 月开始持续承压，4 月筑底，5 月边际略有缓和但整体仍承压，疫情多次反复下加盟商签约意愿阶段有所放宽
餐饮	3-5 月承压明显，6 月开始逐步复苏，短期开店有所放缓，但部分龙头下半年开店有望恢复
景区	整体承压，3-5 月尤其显著，跨省游受制显著，仅阶段周边游
演艺	整体承压，核心项目 3 月后多数闭园，7.2 有望多数开园
OTA	1-2 月良好，3-5 月承压，6 月边际恢复
人服	龙头加速资本化，灵活用工赛道维持高景气度
职教	原 K12 教培标的逐步转型，职业教育明确受鼓励

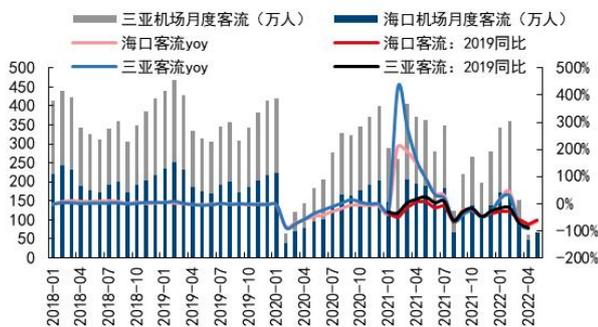
资料来源：公司公告，DFE，公司官网，劲旅网等，国信证券经济研究所整理

免税：疫情、客流、销售高度相关，新进入者资本化加速

海南免税经营：疫情、客流、销售高度相关，上半年促销力度相对可控

海南离岛免税销售随疫情波动起伏。今年 1-2 月疫情边际缓和，海南进出岛客流累计恢复 77%，对应离岛免税销售额同比增长 38%、50%；但 3 月开始疫情反复，进岛客流 3、4 月降至疫情前的 43%、29%，相应离岛免税销售额同比各下滑 51%、64%，其中 4 月三亚尤其承压，其离岛免税销售额仅 3.1 亿元（Q1 为 111 亿元），断崖式下跌。5 月以来客流边际复苏，海口机场客流恢复至疫情前的 38%，对应 5 月离岛免税店销售额 30.9 亿元，环比增长 66.1%，同比估算下滑约 40%，仍有承压。5 月底以来海南进出岛防疫政策边际放松，客流边际复苏也带来免税店销售开始复苏，其中中免 6 月 10 日海南销售额突破 2 亿元（线上+线下），后续若疫情企稳，客流复苏，则预计免税销售仍有支撑。

图 10: 海口美兰、三亚凤凰及变化情况



资料来源：wind，公司官网、三亚旅游局等，国信证券经济研究所整理

图 11: 海南离岛免税销售额月度变化趋势



资料来源：wind，交通运输部，国信证券经济研究所整理

海南免税促销力度与客流波动、免税商战略差异相关，今年疫情下阶段促销阶段增加，但相比 2021H2 有所缓和。结合我们跟踪，当进岛客流明显承压（恢复不及疫情前的 7-8 成）+阶段销售任务压力较大时，价格竞争阶段难免。2021H2，疫情

反复+600 亿目标压力下，海南免税店多数香化 3 件 7 折，部分秒杀，中免 Q3、Q4 净利率降至 9%（剔除所得税租金返还等）、4%。而当海南客流恢复到疫情前近 8-9 成时，促销开始可控。今年 1-2 月促销折扣基本回升到三件 8-8.8 折，仅部分引流秒杀；3 月疫情承压后，折扣力度开始分化，部分香化 3 件 7.5-8 折不等（除海旅投外多数 3 件 7.8-8 折左右），分化加大，但相对仍好于去年下半年。今年 1-2 月、3 月中免净利率分别为 18%、4%，3 月疫情反复、刚性成本压力及促销等影响下盈利承压。总体而言，今年即使疫情反复时，海南免税虽也阶段促销，但促销力度较去年下半年相对收紧，海南免税商更注重差异化竞争，竞争更加理性。

图 12: 中免 2019 以来单季毛利率变动



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 中免 2021Q3-Q4 净利率承压, 22 年 1-2 月净利率回升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

海南免税格局：新入局者资本化加速，王府井收购万宁奥莱，产业集群发展

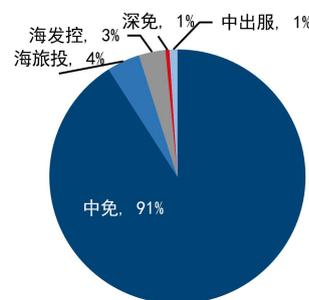
2020 年底，海南离岛免税步入多元运营主体适度竞争新格局。随着近一年多的运营，新入局的海旅免税、海发控免税、中出服、深免旗下门店也逐步丰富，2021 年海南免税市场份额估算如下图所示，中免绝对主导，占比估算约 9 成，海旅免税、海发控免税也开始较受关注。其中，海旅免税目前市场份额排名第二，2020、2021 年各实现收入 0.13、24.55 亿元，归母业绩各亏 0.53、0.26 亿元；2022Q1 实现收入 13.84 亿元，归母业绩 0.62 亿元，归母净利率 4.5%，如皆为免税主业贡献，表现良好；海控免税 21Q4 环比增长 125%，22Q1 免税销售额、购物人数、购买件数分别同比增长 252%、360%、200%（据中新网海南和环球旅讯报道）。

图 14: 海南离岛免税各门店布局



资料来源: 百度地图、三亚发布, 腾讯新闻等, 国信证券经济研究所整理

图 15: 海南免税店 2021 年市场份额初步估算情况



资料来源: 南海网、公司公告、DFE 等, 国信证券经济研究所整理

表2: 目前海南新晋万家基本情况

免税商	海南门店位置	开业时间和经营面积	供应链	线上布局
海旅免税	三亚海旅免税城, 地处市区居然之家生活广场, 毗邻宋城三亚千古情景区, 位置相对占优。	于 2020 年 12 月开业, 2021 年 4 月品牌面积进一步丰富, 经营面积 9.5 万 m ²	与拉格代尔、新罗等运营商合作外, 近期也加强独立自采, 目前已入驻 800+ 国际知名品牌, 其中 190 个系首次进入海南, 同时积极打造差异化潮牌空间。其中, 2020、2021 和 2022Q1, 向拉格代尔采购额占比分别为 62.37%、77.53%、60.79%。	其线上免税于 2021 年 1 月 25 日正式上线, 回头购业务于 2021 年 8 月上线。抖音电商等发力较快。
海控免税	日月广场东区摩羯座 1-2 层+水瓶座 1-3 层, 临近中免的日月广场免税店。	二期总经营面积 3.9 万平米, 已开业 2.7 万 m ² (一期摩羯座 L1、二期水瓶座 L1-3)。一期 2021 年 1 月 31 日/二期 8 月 30 日/预计 2022 年三期筹开	预计多数与 DUFY 合作采购等, 入驻品牌从一期 100+ 增加到近 300 个, 在香化、酒水、电子产品、眼镜基础上增加了箱包、饰品、手表等精品。	2021Q1 推出线上平台推出, 2022 年元旦, 正式推出了会员购微信小程序
中出服	三亚城区解放一路鸿洲广场, 地处大东海核心商圈, 临近鸿洲国际游艇码头、凤凰岛中央商务区, 附近鹿回头。	首期 1.5 万 m ² , 升级后总面积 4.3 万 m ² , 2020 年 12 月 30 日一期开业/2021 年 10 月 1 日升级亮相	预计自采为主	2021 年上半年线上平台推出, 2021 年 8 月底会员购上线
深免	地处海口观澜湖度假村, 拥有丽思卡尔顿等高端酒店群等, 毗邻全球最大的高尔夫球场及冯小刚电影公社	经营面积近 10 万 m ² , 一期约 2 万 m ² , 2021 年 1 月 31 日/10 月 30 日、12 月 18 日名酒世界、美妆世界升级亮相	预计部分自采, 香化等与 DFS 合作采购	2021 年上半年线上平台推出, 2021Q4 会员购上线
王府井	收购万宁奥特莱斯, 但非免税	--	--	--

资料来源: 公司公告, 公司官微/官网, 人民网海南, 南海网, DFE, 国信证券经济研究所整理

海旅免税、海控免税资本化提速, 王府井拟收购奥莱布局海南零售。今年以来, 海南区域部分新晋玩家纷纷加速资本化进程。2022 年 5 月 16 日, **海汽集团发布公告拟购买海旅免税 100% 股权(收购标的预估价 50-60 亿)**, 由于海旅免税 2022Q1 表现良好, 公告发布后股价连续 10 余天涨停, 市场关注较高。同时, 2021 年底, 海南发展以非公开协议转让方式受让海控免税公司 45% 股权 (岛民免税相关), 2022 年 5 月, 海南发展完成向大股东海南发展控股 6 亿元定增, 且承诺, 本次定增完成三年内将体全球消费精品公司控股权注入上市公司, 二者资本化均有加速。同时, 2022 年 5 月, 王府井公告以 9.27 亿收购海南奥特莱斯旅业开发有限公司 100% 的股权, 被收购标的旗下拥有万宁奥特莱斯项目, 希望借此参与海南市场。

表3: 海旅免税、海控免税加速资本化, 王府井收购海南奥莱项目

上市公司	上市公司控股股东	上市公司实际控制人	相关免税标的	相关公告	交易方案
海汽集团 (603069)	海汽控股	海南省国资委	海旅免税	海汽集团 2022 年 5 月公告拟购买海旅免税 100% 股权, 6 月公告交易预案	本次交易由发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金组成, 后者不影响购买资产实施: 其中 1) 公司拟通过发股及支付现金向大股东购买海旅免税 100% 股权, 发股价格为 11.09 元/股, 由于标的资产交易价格最终未定 (预估价 50-60 亿元), 故发行股份数+支付现金金额暂未确定; 2) 公司拟向不超过 35 名合格投资者非公开方式发股募金补充流动资金等, 募资不超过本次拟以发行股份方式购买资产交易价格 100%, 且发股数量不超过本次交易前上市公司总股本的 30%, 配套融资发股由询价确定。
海南发展 (002163)	海南发展控股	海南省国资委	海发控免税	2022 年 5 月, 海南发展完成向大股东海南发展控股 6 亿元定增	根据大股东承诺, 本次定增完成三年内将通过不限于协议转让、发行股份购买资产等方式稳妥推进下属免税品经营主体全球消费精品公司控股权注入上市公司的工作
王府井 (600859)	首旅集团	北京市国资委	王府井	2022 年 5 月, 公司公告已经竞拍获得海南奥莱 100% 股权事项, 总对价 9.27 亿元。	海南奥莱主要经营海南万宁首创奥特莱斯。该项目是海南首家开业且单体面积最大名品折扣店。疫情前, 2019 年万宁店销售额一度跻身中国奥莱 20 亿俱乐部。目前万宁首创奥特莱斯中并无实体免税店, 仅有一家名为“海南离岛免税体验店”的店铺。但参考 21 世纪经济报道, 按万宁此前的城市规划, 万宁的第一批免税店将落户万宁首创奥特莱斯。

资料来源: 公司公告, DFE 等, 国信证券经济研究所整理

此外, 据海财经证券导报等报道, 三亚正在引进香港太古里、华润超级万象城、北京华联 SKP、上海百联等高端购物商业综合体, 具体节奏仍需跟踪, 预计有望带来海南未来购物布局更多多元化, 也有助于产业链集群效应。

总体来看：我们认为 1) 部分新晋玩家资本化提速，未来有望借助上市平台谋发展，本身有助于扩大海南免税蛋糕，而王府井等收购万宁奥特莱斯，其他新的高端商场入驻，也希望借此**强化海南零售市场购物优势，购物天堂口碑一旦形成，对持续低成本引流和做大蛋糕意义重大**；2, 未来海旅投、海发控均进入上市阶段，考虑注入时的对价、估值等各方面要求，以及资本市场对中线持续盈利等要求，未来海旅投、海发控盈利要求有望更加明确，一方面反而有助于海南市场价格战相对更加可控，另一方面也倒逼中免积极做强，提高运营效率，**整体对中免影响并不悲观，可能有助于海南市场更加理性。**

免税商与机场：疫情下协议重签，白云机场租金返还落定

继 2021 年初、2021 年 9 月中免与上海机场、首都机场先后签订租金补充协议后，今年 6 月，结合中免与白云机场公告，因疫情影响，中免下属子公司广州新免就经营权转让费等事宜，与广州白云机场达成一致并签署补充协议。结合此前公告，公司在白云机场布局包括 T1 出境免税店、T1&T2 进境免税店（T2 为 2018. 2 启用、2018. 4 全面启用，协议时间 2018. 4-2024. 4）、T2 出境免税店（2018. 2-2026. 1），新协议一是结合疫情月保底销售额最新设置月客流比例系数和月实际开业面积系数；二是 2021 年月保底销售额基数按 2019 年 12 月月保底销售额。此后年份，当 T-1 年的国际客流低于 2019 年 80% 的时候，T 年的月保底销售额与 T-1 相同，不能再递增；只有客流大于 80% 的时候才递增。三是月保底销售额统一调整为每年 1 月 1 日，且 T1+T2 进境店延长到了 2029 年 4 月 25 日（此前系 2024 年+3 年）。总体来看，上述协议签订有助于降低中免疫情下的保底租金压力（预计租金冲回有望贡献增厚公司业绩 6-7 亿），在后续疫情和客流逐步复苏中保底租金相对更加合理，也更有利于彼此合作共赢争取疫后复苏下的机场免税消费扩容。

表 4: 白云机场未来 3 年保底租金估算

时间区间	国际客流假设	T2 出境	T1+2 进境	新协议租金 (未含 T1 出境)	原保底租金 (未含 T1 出境)
2022	国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量 < 0.8	1.42	3.15	4.57	5.44
2023	国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量 < 0.8	1.42	3.15	4.57	5.76
2024	国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量 > 0.8	1.42	3.15	4.57	6.11
2025	国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量 > 0.8	1.5	3.33	4.83	6.64

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算，注：2022 年 1-5 月、2021 年 1-5 月、2021 年全年白云机场国际客流/2019 年国际客流分别为 3.01%、4.11%、3.76%

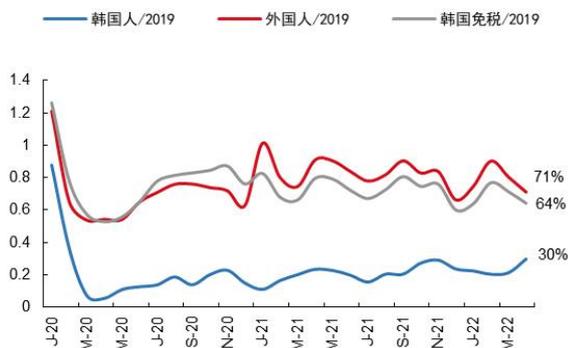
韩国免税：销售总规模仍相对可观，但边际趋势有压力

今年前 4 月韩国免税累计销售额 296.53 亿元 RMB/-6.42%，总体规模仍高于同期海南离岛约 166 亿元 RMB)。与 2019 年同期相比，韩国免税恢复至 2019 年的 69%，其中外国人贡献约 94%，恢复 79%。但从恢复节奏看，1-4 月恢复先升后降，分别为 2019 年的 63.84%、76.83%、71.27%、64.10%。其中随韩国出入境政策逐步放松，4 月本国免税购物金额恢复升至 29.87%，外国人购物人数同比+29.65%，但在中国消费边际放缓的情况下，虽然韩国其他国家客流有所回升，但韩国免税销售额（同比-19%，恢复降至 71%）及客单价仍明显受制（同比-40%）。

同时，疫情反复下，韩国免税也多方面承压：**运营商方面**，高度依赖线上批发代购后，大幅压低线下运营成本甚至关店（乐天最新宣布拟关闭其首尔 COEX 市内店），在此背景下，韩国免税机场和市内免税招标疫情后招标反应平淡；**品牌商方面**，部分品牌商尤其顶奢品牌与韩国免税的合作态度开始发生变化；今年以来抖音等电商监管趋严，新增了对从境外直接运输到境内后进行二次销售的禁止，停止非官方的免税品转售业务，同时中国海关对韩国代购监管未来不排除进一步

趋严。总体来看，韩国和中国免税市场近两年趋势开始此消彼长，后续仍需跟踪。

图 16: 韩国免税消费较 2019 年恢复情况（本国及外国人）



资料来源：韩国免税业协会，国信证券经济研究所整理

图 17: 韩国免税客单价同比变动情况



资料来源：韩国免税业协会，国信证券经济研究所整理

酒店：2021 年底供给进一步出清，经营曲折下加盟商有所观望

行业供给：2021 年底住宿房量同降 12%，中端酒店与下沉市场加快连锁集中

2021 年底，国内住宿规模按房量较 2020 年减少 12%，较 2019 年减少 25%。根据盈蝶数据，截止 2022. 1. 1，全国住宿业设施总数为 36. 12 万家/-19%，客房总规模 1423. 77 万间/-12%，较 2019 年各降 41%、25%，进一步出清。其中酒店业设施为 25. 24 万家/-10%，客房规模约为 1346. 86 万间/-12%，较 2019 年各降 25%、24%。

图 18: 2016-2021 年我国住宿业设施规模及增速



资料来源：盈蝶咨询等《2022 年中国酒店业发展报告》，国信证券经济研究所整理

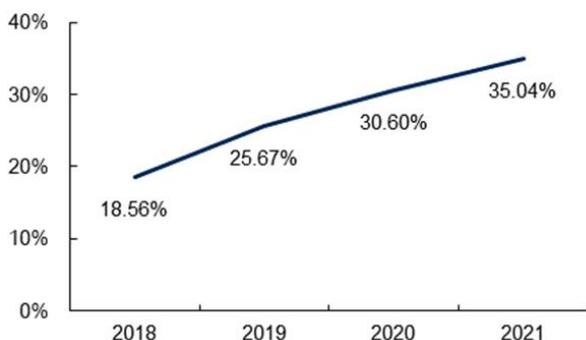
图 19: 2016-2021 年我国住宿业房间规模及增速



资料来源：盈蝶咨询等《2022 年中国酒店业发展报告》，国信证券经济研究所整理

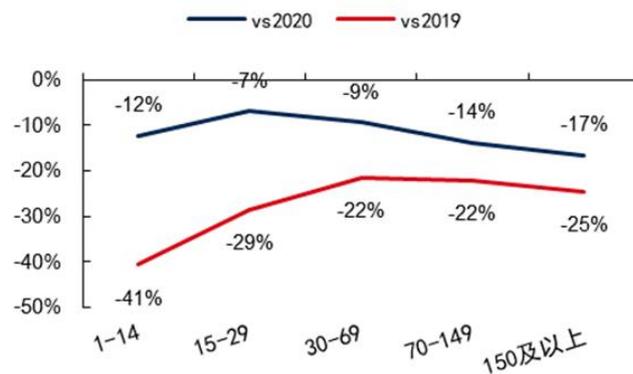
2021 年底，国内酒店连锁化率从 2020 年底的 31% 提升至 35%，较 2019 年底增加 9. 37pct。分房量结构看，单店 150 间房以上客房量较 2020 年减少约 17%。截止 2021 年底，按单店房间量划分，15-30 间、30-69 间、70-149 间、150 间及以上的房间规模同比 2020 年分别-7%、-9%、-14%、-17%，较 2019 年分别-32%、-22%、-22%、-25%，占比分别为 19%、30%、31%、20%，小体量的单体酒店减少最多。

图20: 2018-2021年中国酒店连锁化率变化(按房量)



资料来源: 盈蝶咨询等《2022年中国酒店业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

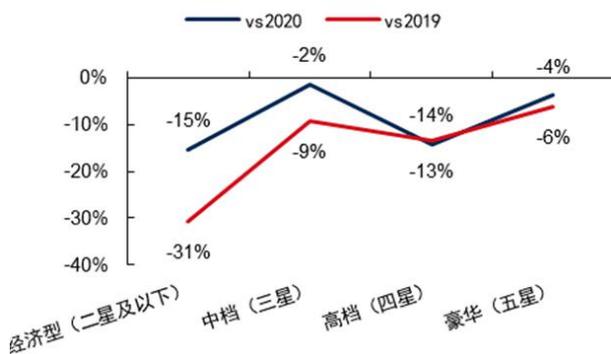
图21: 2021年分单店房间数房量变化



资料来源: 盈蝶咨询等《2022年中国酒店业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

分档次结构看, 经济型酒店按房量较2020年减少约15%, 中端酒店连锁集中显著。 2021年底经济型、中档、高档、豪华房间量同比2020年分别-15%、-2%、-14%、-4%, 较2019年分别-31%、-9%、-13%、-6%, 占比分别为59%、19%、14%、8%, 中档酒店客房量2021年较2020年减少相对有限, 而经济型和高档酒店2021年较2020年则进一步出清。从连锁化率看, 经济型、中档、高档、豪华酒店分别为28%、48%、38%、53%, 同比分别+2.58pct、+8.51pct、+5.93pct、+0.12pct, 中端和中高端连锁化率提升较快。

图22: 2021年分档次酒店房量变化



资料来源: 盈蝶咨询等《2022年中国酒店业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

图23: 2018-2021年分档次连锁化率变化(按房量)



资料来源: 盈蝶咨询等《2022年中国酒店业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

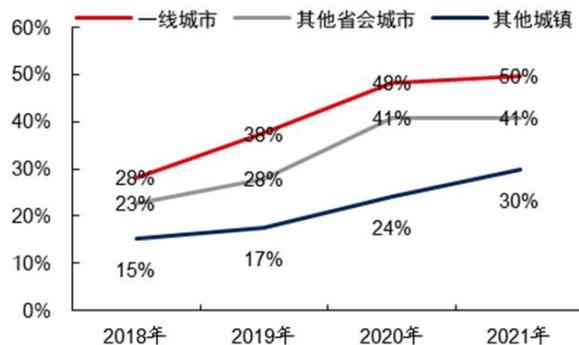
分城市结构看, 一线城市和下沉市场酒店出清明显, 下沉连锁集中显著。 2021年底规模以上酒店在一线、其他省会、其他城镇酒店房量同比2020年分别-14%、+8%、-19%, 较2019年分别-29%、-16%、-26%。占比来看, 规模以上酒店在一线、其他省会城市、其他城市的占比为10%、29%、61%, 三四五线城市占比可观。从连锁化率看, 一线、其他省会、其他城镇酒店分别为50%、41%、30%, 同比分别增加1.34pct、0.10pct、5.63pct, 疫情下下沉市场连锁化水平提升明显。

图24：2021年分城市酒店房量变化



资料来源：盈蝶咨询等《2022年中国酒店业发展报告》，国信证券经济研究所整理

图25：2018-2021年分城市结构连锁化率变化（按房量）



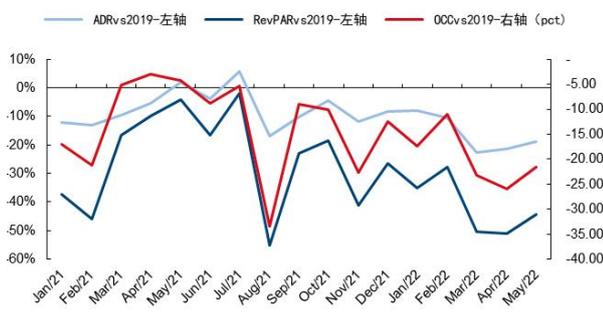
资料来源：盈蝶咨询等《2022年中国酒店业发展报告》，国信证券经济研究所整理

经营跟踪：今年以来酒店行业 RevPAR 恢复前高后低，疫情扰动签约节奏

酒店行业整体 RevPAR 恢复程度与疫情节奏直接相关。具体来看，2021年4-5月国内酒店行业 RevPAR 较2019年恢复达到高点（90%+），此后持续反复，8月承压筑底（恢复45%），9-11月阶段回暖（恢复75%+），11月以来全国疫情持续扰动下复苏波折，局部零星疫情反复中，酒店 RevPAR 恢复程度在60-70%波动；但今年3-5月再次承压，3、4月 RevPAR 同比分别下滑40%、46%，均仅恢复约5成，4月尤其筑底，5月略反弹，恢复至约56%，预计6月持续略改善。整体与疫情反复节奏基本一致。

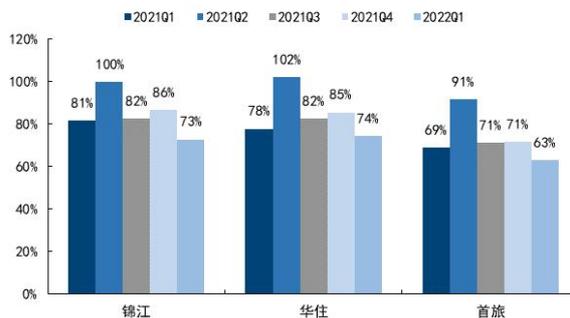
量价方面：房价下滑多好于出租率的下降程度，恢复节奏上二者基本同步。据 STR 数据，2021年以来出租率受疫情直接影响而波动较大，今年4月恢复程度（较2019年减少26pct）仅次于去年8月（较2019年减少33pct）。平均房价与出租率起伏基本同步，但降幅相对出租率更少，去年全年-今年1-2月均保持在疫前的85%以上，部分时期如21年5月已超疫前。但今年3-4月全国散发尤其高线城市相继爆发疫情时，房价也会阶段下滑较明显，5月出租率、房价边际有所复苏。

图26：2021年以来国内酒店行业 RevPAR 变化趋势



资料来源：STR 数据，国信证券经济研究所整理

图27：2021年以来三大酒店龙头各季度 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

持续疫情反复下，今年龙头签约节奏开始有所受制。2020年和2021年上半年疫情反复对龙头开店影响不大，行业出清逆势集中；但去年暑期疫情反复后，加盟商意愿开始有所分化，今年以来龙头签约开始有所放缓，4月华住签约酒店162家，较去年同期签约302家基本腰斩，华住预计加盟商加盟意愿的信心恢复需要至少一个季度以上修复。

酒店龙头一季报总览：疫情反复下业绩承压，签约部分相对放缓

2022年以来，境内疫情反复酒店增亏，海外开始有所复苏。2022Q1，锦江酒店营收23.22亿元/+0.97%，恢复至2019Q1约70%；归母净亏损1.20亿元/减亏0.63亿元；扣非净亏损2.18亿元/增亏0.57亿元，主要境内疫情下增亏拖累，海外剔除补贴影响减亏约1000万+欧元。华住集团收入26.81亿元/+15.21%（原华住22.75亿元/+4.65%，DH4.06亿元/+165.36%）；归母净亏损6.30亿/增亏3.82亿，经调净亏损6.62/增亏2.11亿，其中境内经调整亏3.39亿/增亏1.89亿，而境外经调亏3.23亿，基本持平（境外经调整EBITDA本已减亏，但21Q1所得税冲回1亿+导致整体业绩持平）。首旅酒店营收12.12亿/-4.64%，恢复约62%，归母业绩/扣非业绩各亏2.32/2.59亿元，同比各增亏0.50/0.69亿元。

图28：三大龙头 2019-2022Q1 季度收入变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：三大龙头 2019-2022Q1 季度扣非/经调业绩增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：2022Q1 三大龙头收入与业绩表现汇总

单位：亿元	收入	归母业绩	境内业绩	境外酒店业绩	扣非/经调业绩
2022Q1					
锦江	23.22	-1.20	0.49	-1.69	-2.18
华住	26.81	-6.30	-3.07	-3.23	-6.62
首旅	12.12	-2.32	-2.32	/	-2.59
君亭	0.62	0.04	0.04		0.03
VS2021Q1					
锦江	0.97%	减亏0.63	107.1%	减亏0.37	增亏0.57
华住	15.21%	增亏3.82	-679.25%	增亏0.22	增亏2.11
首旅	-4.64%	增亏0.50	增亏0.50	/	增亏0.69
君亭	-3.72%	-44.58%			-48.32%
VS2019Q1					
锦江	-30.42%	-140.63%	-85.87%	增亏1.18	-407.52%
华住	-4.69%	-694.34%	-389.62%	/	-398.20%
首旅	-37.63%	-414.21%	-414.21%	/	-121.73%
君亭	-25.22%				

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

今年以来龙头门店扩张，部分阶段签约开店开始有一定压力。2022Q1 锦江新开店略放缓（优势区域疫情影响时间较长，且此前基数较高），新开店232家，净增144家（21Q1 新开347家），继续着力布局轻资产和中端市场，2022Q1 未累计签约储备15627家，较2021 末净增254家。华住开店提速但4月签约放缓，Q1 新开303家，净增158家，中端为主。境内新开店302家，同比提速（21Q1 为209家），净增162家；境外DH净关4家，Q1 新签约535家，同增22家，但4月签

约 162 家，较去年同期 302 家明显放缓。首旅新开店略提速但闭店亦同比增加，新开店 190 家，同比略提速（21Q1 新开 184 家），云酒店与中高端为主，关店 113 家（21Q1 关店 87 家），净增店 77 家。截至 2022 年第一季度，公司已签约未开业和正在签约的储备项目上升至 1827 家（21 年末 1791 家）。

表 6: 三大酒店龙头 2022Q1 年开店情况及 2022 年开店规划

	合计			净增：按酒店类型			净增：按经营模式		2022Q1 签约情况变化	2022 年开店计划
	新增	关闭	净增	中端及以上	经济型	其他（含轻管理）	加盟	直营		
锦江	232	88	144	142	2	/	148	-4	2022Q1 签约酒店净增 254 家	新开 1500 家, 新签约 2500 家
华住	303	145	158	120	38	/	166	-8	新签约 535 家酒店, 同增 22 家。但 4 月新签约 162 家, 同降 46%	新开 1500 家, 关 500-550 家
首旅	190	113	77	42	-32	67	82	-5	2022Q1 签约净增 36 家	新开 1800-2000 家

资料来源：公司公告，wind、国信证券经济研究所整理 注：疫情反复下预计开店计划可能有所调整

此外，君亭酒店多数核心门店系隔离酒店支撑盈利，积极再融资助力卡位扩张。22Q1 公司营收 0.62 亿元/-3.72%，恢复约 75%，归母业绩 392.47 万元/-44.58%，扣非业绩 287.16 万元/-48.32%。近期公告拟募集不超过 5.17 亿元，主要用于新增直营酒店投资，少量用于现有酒店装修升级，短期有一定摊薄影响但预计相对可控（若按现价 9 折发行估算摊薄约 9%），未来有望缓解其加速扩张中资金压力，借疫情背景争取核心城市优势卡位，助力其规模扩张提速。

宋城演艺：今年以来疫情反复演出受制，关注 7 月复园节奏

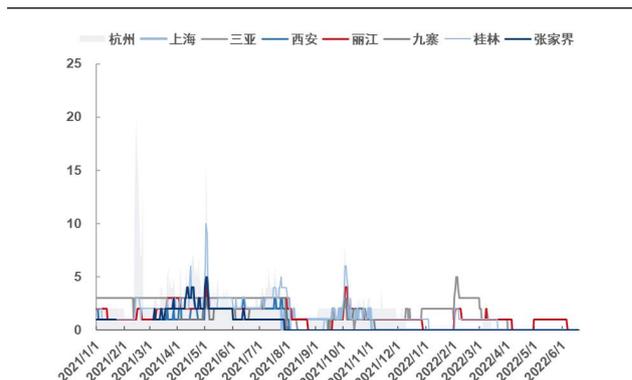
2022Q1，疫情扰动复园节奏，公司录得业绩亏损。2022Q1 公司实现营收 0.85 亿元/-72.16%，仅恢复至 2019 年 10%左右（而 2020Q1、2021Q1 收入各恢复约 16%、37%）；归母业绩亏 0.39 亿元/-129.15%；扣非业绩亏损 0.40 亿元/-130.85%，主要系今年以来国内疫情多处散发，公司多数项目均处于间歇性开业状态。结合我们的跟踪，公司 2022Q1 演出场次不及 2021Q1 的三分之一，拖累显著。

图 30: 公司 2022Q1 收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 宋城演艺千古情场次情况



资料来源：公司官方公众号，公司官网，国信证券经济研究所整理

疫情反复影响下，公司 2022 年以来演出恢复受制，今年 1.1-6.18 演出场次仅去年同期的 15%，短期经营承压，需关注 7 月复园节奏。1 月以来核心项目多数闭园，尤其 3 月中下旬后国内疫情兼有局部规模与多点散发特点，公司复园节奏受制，每日演出由春节后的 6-8 场转为 2-4 场，清明、五一、端午均表现平淡。具体来看，宋城杭州本部仅 3 月上中旬及清明假期阶段开放，后因疫情影响继续闭园；三亚项目年初至 3 月底开园，每日 1-3 场，4 月起闭园至今；丽江项目 2、3、

5月阶段开放，目前闭园；桂林3月下旬以来停演，其余上海、西安、张家界、九寨沟等项目今年尚未开园。整体来看，今年以来演出场次仅为21年同期的15%，当前核心千古情项目均闭园，仅轻资产项目开放，Q2预计不排除仍然承压。

表7：今年以来宋城演艺主要项目演出情况及2021年同期对比

项目	近期演出情况	22.1.1-22.6.18 演出场次	21.1.1-22.6.18 演出场次
杭州	12.10-3.4停演,3.5-3.13每日1-2场,3.14-4.2暂停,4.3-4.5开演,4.6至今停演	15	623
三亚	9.17开园至今年4.1,1月每日约2场,2月每日约3场,3月大多每日1场,4月起停演	185	506
丽江	12.28-1.31停演,2.1以来每日1-2场,2.9后每日多为1场,4.6-4.29停演,4.30-6.5每日1场,此后停演至今	109	309
桂林	元旦每日1场,1.4-2.1停演,2.2-2.5每日2场,此后每日1场,3月下旬以来停演	54	372
九寨	11.5起停演至今	0	112
张家界	11.1起停演至今	0	237
西安	8.2起停演至今	0	194
上海	11.1起停演至今	0	106
合计		363	2459

资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所预测 注：实际演出场次可能存在部分偏差

但同时，公司疫情下也积极应对，4.23公告拟将澳洲和珠海项目100%股权转让给控股股东宋城集团（对价各5.94亿元和4.58亿元），轻装上阵有望缓解公司资本开支压力并提升抗风险能力。此外，后续伴随跨省游的逐步放开及暑期来临，我们预计公司存量核心项目有望逐步复园。根据官方公众号，公司拟于7.2开放宋城、三亚、丽江、九寨、桂林千古情项目。总体来看，疫情下公司借助轻资产保留资金实力，未来短看复苏，中线看项目扩张及新模式推进，成长仍有期待。

旅游业：疫情下艰难承压，OTA表现相对好于行业整体

今年疫情反复下行业仍承压，5月底跨省游熔断政策调整优化

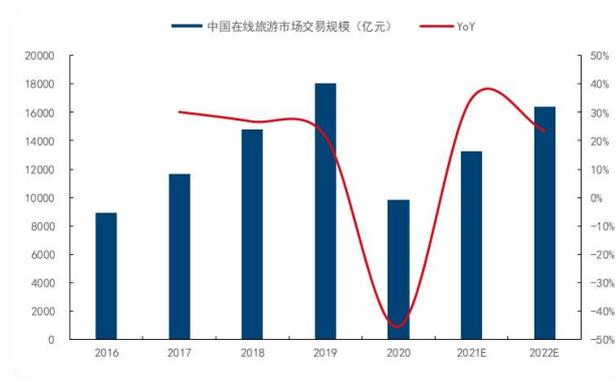
旅游行业整体仍承压。今年以来，1-2月旅游行业逐步复苏，但3月疫情影响开始承压，4-5月进一步受制，直至6月疫情企稳下开始有所好转。聚焦景区板块一季度表现，景区板块2022Q1收入下滑6.94%；业绩下滑85.15%，主要系疫情影响。板块整体呈现出1-2月份经营良好，3月份承压的发展态势，以黄山景区为例，22年Q1累计接待进山人数为20.51万人，同比下降34.88%。其中1-2月份接待进山人数为17.08万人，同比增加27.96%；3月份受疫情形势趋严影响，接待进山人数为3.42万人，同比下降81.13%，受挫明显。

跨省游熔断政策调整优化，部分省份出行边际放松，预计有望利好今年后续出游复苏。5月31日，文旅部发布通知，调整了跨省旅游实施“熔断”机制的范围，明确要更加科学精准实施跨省旅游“熔断”机制，对出现中高风险地区的县（市、区、旗）和直辖市的区（县），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营进出该地的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。此次熔断机制范围调整，将出现中高风险地区的“省（区、市）”缩小至“县（市、区、旗）”和“直辖市的区（县）”，更加精准防控，体现了疫情防控与旅游业复工复产的统筹和平衡。据携程旅游发布的信息显示，截止6月1日，全国26省/市恢复正常接待游客，包括辽宁、山东、武汉等。同时，部分省份开始陆续出台措施边际出行有所放松。总体来看，跨省游熔断机制范围的精准化及多个省市恢复正常接待游客，有助于提振疫情下的消费者信心，促进旅游业的逐步复苏。

在线旅游表现整体好于行业，短途出游和下沉市场开阔为主要驱动力

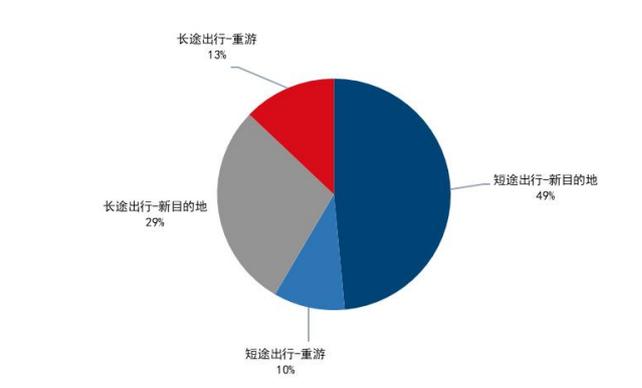
疫情下在线旅游亦承压，但相对好于旅游行业整体。2020年，因疫情影响，国内在线旅游交易规模同比下滑45.4%，2021年在线旅游交易规模预计回升34.8%，恢复至2019年的73.6%，表现优于行业整体（2021年国内旅游人次和收入分别恢复至疫情前的54%、51%）。在线旅游APP月活跃用户亦有所回升。

图32：2016-2022年中国在线旅游交易规模



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理（注：2021年12月预测）

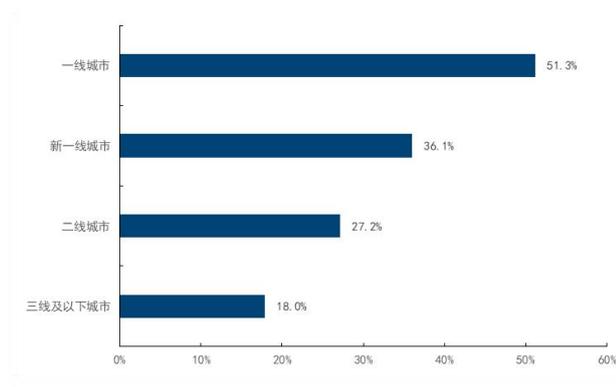
图33：2021年年底游客下次出游目的地偏好



资料来源：麦肯锡中国、国信证券经济研究所整理

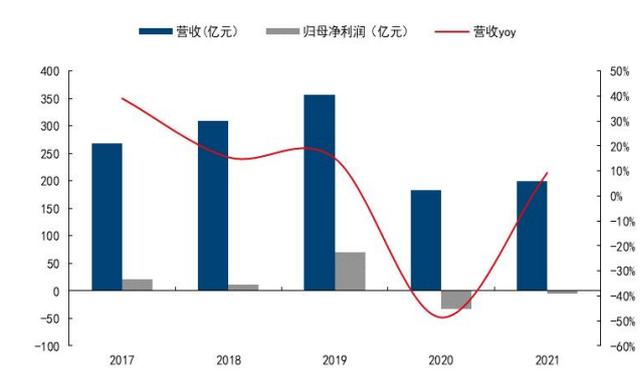
结合疫情下的行业特点：1) 本地短途出游为主，中长途游恢复相对缓慢。麦肯锡中国数据显示，接近60%的游客在下次出游中仍偏向于短途出行，Fastdata数据显示，2022年拥有异地中长途旅行计划的用户同比增长18.7%，而拥有本地短途旅行计划的用户同比增长137.3%，远高于前者。2) 由于疫情反复的影响差异和基数差异，近两年下沉市场恢复相对略好于一二线城市。鉴于此，不同OTA龙头定位差异会带来经营表现及恢复节奏差异。与此同时，聚焦在线旅游行业，下沉市场在线旅游APP渗透率更低，二线城市为27.2%，三线及以下城市仅为18.0%，远低于一线城市的51.3%，也给OTA龙头带来进一步成长空间，但过往定位和侧重差异也带来其下沉扩张策略差异。下沉流量具有优势的OTA疫情下表现更优。

图34：2020年12月不同城市在线旅游APP安装覆盖率



资料来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理

图35：2017-2021年携程营收和业绩

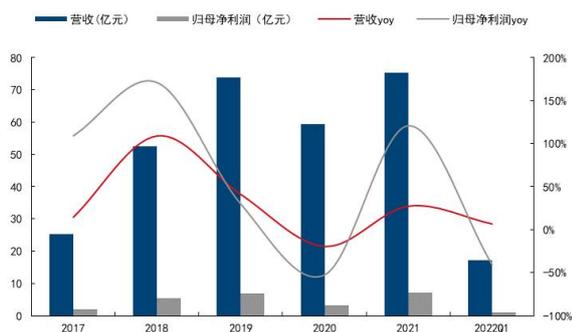


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

携程：1) 以中高端商旅人群为基本盘，一二线高端酒店市场、中长途旅行占比相对更高，并积极发力海外市场，而疫情下恢复相对较慢。2021年公司净营收200亿，恢复至疫情前56%，与国内旅游行业恢复节奏基本相当。2) 过往下沉扩张主要以线下旅行社整合扩张为主，虽然疫情下积极直播营销转型，但疫情下线下门店模式也相对受制。

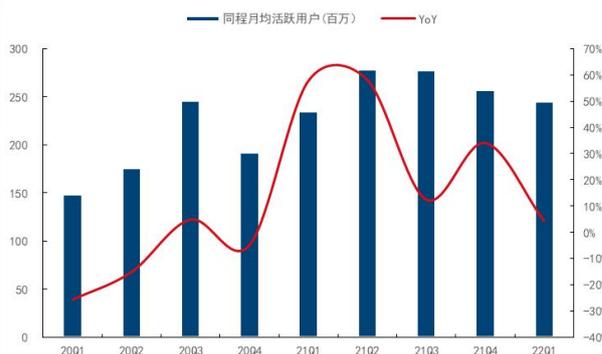
同程：1) 微信流量持续挖潜（微信系流量贡献占比约 81%），获客成本可控，尤其下沉市场微信流量持续助力，助力公司月活用户规模 2021 年较 2019 年增长 25%，助力复苏。2) 借助其下沉流量优势，公司近两年积极布局下沉市场产品端，拓展汽车票等业务，强化交叉销售，也助力其成长。2021 年，同程旅行收入较 2019 年尚增加 2%，经调整业绩恢复至疫情前的 84%，经调整净利率 17%，虽不及疫情前的 21%，但也可圈可点。2022Q1，公司 22Q1 MAU 为 2.45 亿人，同比提升 4.5%，新注册用户 87%来自非一线城市，新付费用户 60%来自三线及以下城市。虽然其供应链等相比携程仍有明显差距，但依托其流量优势，疫情下表现相对突出。

图 36：2017-2022Q1 同程旅行营收和业绩



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 37：同程月均活跃用户（百万）及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

与此同时，美团过往扎根本地生活服务，下沉扩张和本地周边获客优势突出。抖音快手凭借超高国民度快速下沉。

出境游：海外逐步放开出行限制，国内出境游复苏仍待时日

国内出境游放开预计仍有待时日，建议先跟踪港澳游复苏情况。今年以来，1 月内地赴港游客 0.58 万人，低基数效应下增长强劲，增幅达 101.3%，但 2 月以来，香港疫情受奥密克戎病毒和春节期间聚集性活动增加的影响急剧爆发，3 月疫情进一步扩散，单日新增确诊病例可高达三万例，2-3 月内地赴港游客大幅下滑，降幅分别达到 52%、80%，4 月以来香港疫情好转，降幅收窄至 12.0%，实现内地赴港游客 0.36 万人。总体来看，香港疫情扰动影响下，1-4 月香港累计接待内地游客 1.22 万人，同比减少 22.2%，相较 2019 年仍下滑 99%+。澳门游方面，1-2 月逐步复苏，内地游客分别同增 29.4%、60.1%，分别恢复至 2019 年的 25.6%、23.8%，3 月以来受内地疫情反复影响，内地客流量同比下滑，3-4 分别同减 31.9%、26.8%，其中 4 月降幅有所收窄，环比改善。总体来看，1-4 月实现内地赴澳门游客 225.5 万人，同比微幅下降 1.8%，较 2019 年下滑高达 77.0%。

客观而言，目前动态清零政策下，出境游放开节奏仍明显受制。但考虑海外已逐步放开，中长线来看，在满足一定条件的情况下，国内出境游仍有可能逐步试点探索放开。同时，香港通关节奏也值得关注。

图 38: 1-4 月赴香港旅游人数及增速



资料来源：香港旅游发展局、国信证券经济研究所整理；注：21 年以后增速系用 21 年数据/19 年数据

图 39: 1-4 月赴澳门旅游人数及增速



资料来源：澳门统计暨普查局、国信证券经济研究所整理；注：21 年以后增速系用 21 年数据/19 年数据

从海外来看，今年 2 月起欧洲各国开始相继放开出行限制，国际流动有所复苏。

表 8: 2 月起多国放开防疫措施和入境限制

时间	国家	防疫措施/入境政策
2 月 1 日	丹麦	取消全部疫情管控限制，不再视为新冠社会的重大威胁
2 月 9 日	瑞典	取消疫情防疫限制政策，终止大规模核酸检测
2 月 11 日	英国	出发前 14 天完全接种疫苗的国际旅客不再需要抵达时接受核酸检测和隔离
2 月 21 日	澳洲	全面容许所有持有合法签证者进入，包括海外游客，条件是必须要完成 2 剂疫苗接种，或者获得医疗豁免。
2 月 25 日	美国	大幅放宽有关“室内公共场所戴口罩”防疫建议的适用标准
3 月 1 日	泰国	放宽入境防疫要求，实施新的“即测即走”入境免隔离政策，将此前规定的入境后两次病毒核酸检测减少为 1 次，第二次检测改为病毒快速检测
3 月 1 日	日本	放宽对外国留学生和商务人士等的入境限制，每天入境人数上限将从 3500 人提高到 5000 人，入境后隔离时间缩短到 3 天，甚至一定条件下可免于隔离
3 月 14 日	日本	进一步放宽入境限制，将每天入境人数上限从 5000 人提高到 7000 人。
3 月 16 日	菲律宾	进一步放宽外国人入境限制，允许满足已完全接种新冠疫苗等条件的非免签证国家和地区公民入境。非免签证国家和地区的公民，入境时需持有效签证、新冠疫苗接种证明和出发前 48 小时内的核酸检测阴性证明等文件，入境后需自我监测 7 天。
3 月 18 日	英国	取消所有针对新冠的入境限制措施，所有入境英国的旅客都无需再进行入境新冠检测或填写“乘客定位表”等。
4 月 1 日	加拿大	全剂量接种新冠疫苗人员入境加拿大时，不需要提供病毒检测报告。但随机抽检，等候抽检结果期间，旅客不需要隔离。
4 月 1 日	新加坡	4 月 1 日起，全球所有已完全接种疫苗的旅客以及 12 岁及以下孩童，只须在出发前 48 小时内做新冠检测并取得阴性结果，不再需要申请接种疫苗的旅行通行证 (VTP) 或航空旅行通行证 (ATP)，抵境后无须再做抗原快速检测或遵守居家通知。
4 月 8 日	日本	4 月 8 日起，日本解除 106 个国家和地区的入境限制，并于 4 月 10 日将入境人数上限提高至每天 1 万人，暂时仅留学生、商务人士、技能实习生等以非观光旅游为目的的外国人可入境。
4 月 15 日	美国	4 月 15 日起允许美国公民、美国国民、合法永久居民和某些离开中国上海的有签证的非公民，在 2022 年 5 月 11 日之前无需进行 COVID-19 测试或康复报告即可前往美国。（仅限上海出发）
4 月 17 日	澳大利亚	4 月 17 日起，入境澳大利亚不再要求 72 小时内的核酸检测。
5 月 1 日	希腊	北京时间 5 月 2 日起取消针对国际和国内航班所有旅客的入境防疫限制措施
6 月 1 日	土耳其	入境土耳其不再需要核酸检测或抗原检测或疫苗接种证明。
6 月 1 日	泰国	境外旅客入境后一律无需隔离。泰国人自国外入境，无需前往“泰国通行证”系统进行注册，也无需提前进行新冠病毒检测。
6 月 10 日	日本	所有从外国入境日本的人都将按分组对待！综合考察每个国家/地区的感染状况，并按照“流入风险”的降序将其分为“红色”、“黄色”和“蓝色”三组。

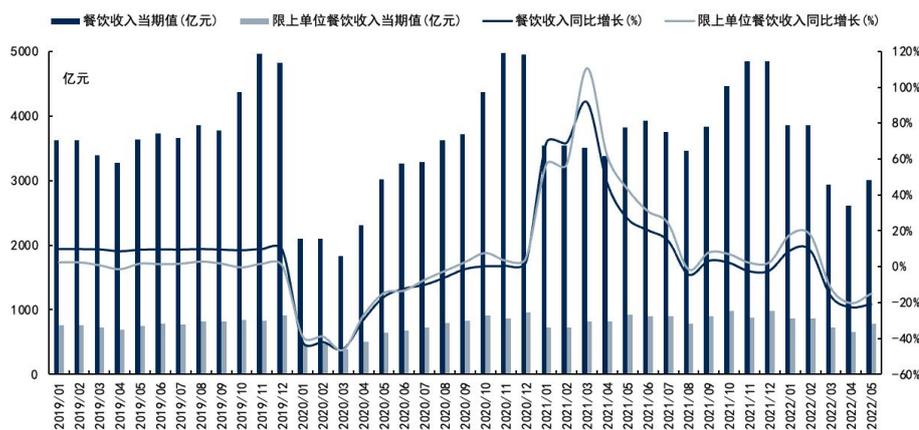
资料来源：各国新闻媒体、民航资源网、腾讯网、国信证券经济研究所整理

餐饮业：行业倒 V 型复苏，疫情仍为当下核心影响变量

2020 年以来餐饮业复苏走势整体呈倒 V 型。2020 年初国内爆发疫情，2020Q1 餐饮行业收入 6026.3 亿元，同比承压大幅下滑 43.38%，但 3 月下旬起国内开始推进复工复产，餐饮行业进入复苏通道环比不断走高，截至 2020 年 10 月餐饮行业收入增速已同比转正。进入 2021 年，基数效应影响下餐饮行业收入恢复节奏持续

走高，2021Q1 前三个月收入分别同增 68.93%/68.93%/91.62%。但其后国内疫情反复，扰动了餐饮行业的复苏节奏；进入 7 月，云南、江苏先后爆发疫情，餐饮行业整体恢复也环比走低，其中 8 月、11 月、12 月单月收入均为负增长，板块恢复节奏整体横盘。2022 年以来，1-3 月餐饮收入增速分别为 8.9%/8.9%/-16.4%，年初 2 个月整体表现相对良好，但进入 3 月以来，吉林、山东、上海、广东等多地疫情又再次反复，5 月餐饮收入同比-21.1%，环比 4 月略有回升，结合目前疫情局势，预计 2022Q2 整体经营压力仍不小。纵观 2020 年以来餐饮板块的复苏走势，整体呈现倒 V 型走势，疫情是影响板块复苏的核心变量。

图 40: 2019 年至今餐饮行业月度收入规模及增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

注：由于 1-2 月数据不单独披露，故 1/2 月餐饮收入取平均值处理

辰智餐饮数据库显示，2019-2021 年，中国餐饮门店总数（不含港澳台地区数据）分别为 906.1 万、917.3 万、891.4 万家，门店增速分别为 37.9%/1.2%/-2.8%。分年度看，2020H1 国内出现大规模闭店潮，但最终 2020 年门店总数依旧正增长，系 3 月以来复工后国内消费爆发式复苏，带动了餐饮行业的整体回暖。进入 2021 年后，结合前文分析，疫情反复再次扰动了行业复苏节奏。2019-2021 年关店率分别为 33.8%、41.8%、60.9% 同比逐年升高，且 2021 年关店率超过开店率，最终行业门店总数呈负增长态势，2021 年整体表现承压。

图 41: 2017-2021 年中国餐饮门店总数



资料来源：辰智餐饮数据库，国信证券经济研究所

注：不含港澳台地区数据

图 42: 2017-2021 年开关店及门店留存情况

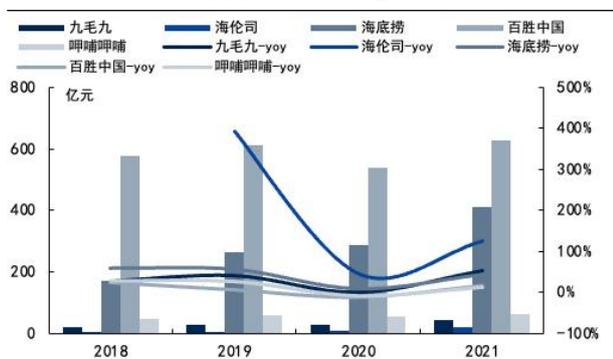


资料来源：辰智餐饮数据库，国信证券经济研究所

注：不含港澳台地区数据

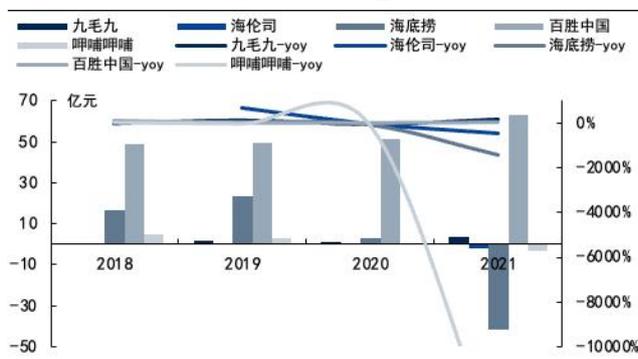
2021 年餐饮板块整体承压，九毛九、百胜中国逆势盈利。2021 年全年，**九毛九**营收 41.80 亿元/+54.0%，归母净利润 3.4 亿元/+174.2%，经调整净利润 3.80 亿元/+227.6%；系门店网络扩张、营业天数增加以及费用端改善综合带动。**海伦司**营收 18.36 亿元/+124.4%，归母业绩净亏损 2.30 亿元，去年同期盈利 0.70 亿元；经调整净利润 1.00 亿元/+32.3%；受 Q3 部分门店疫情停业影响，21 年下半年业绩下滑明显。**海底捞**营收 411.12 亿元/+43.7%，归母业绩亏损 41.63 亿元，2020 年同期盈利 3.09 亿元），系公司关店确认长期资产亏损与减值损失业绩亏损 36.54 亿元拖累。**百胜中国**营收 98.5 亿美元/+19.2%，系新开门店、并表苏州/杭州肯德基带动，归母净利润 9.9 亿美元/+26.3%，经调整净利润 5.3 亿美元/-14.6%；2022Q1，公司实现营业收入 26.68 亿美元/+4.3%，归母业绩 1.00 亿美元/-56.5%，经调净利润 1.02 亿美元/-56.2%，核心原因系疫情下门店暂停营业。**呷哺呷哺** 61.47 亿元/+12.7%，归母净亏损 2.93 亿元，去年同期盈利 184 万元，若剔除关店减值损失影响，预计经营净利润亏损约 0.66 亿元。其中，湊湊品牌实现收入 23.59 亿元/+39.8%，呷哺品牌收入 35.03 亿元/+1.2%。

图 43: 餐饮上市公司收入及对应增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

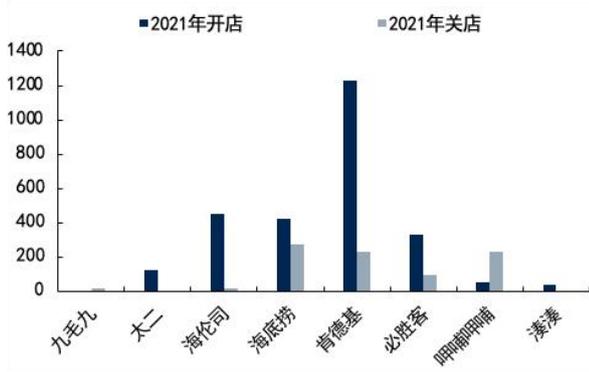
图 44: 餐饮上市公司利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

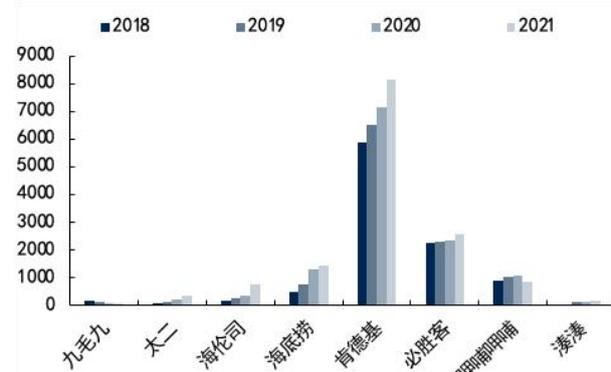
行业出清加速龙头集中，门店扩张持续推进。2021 年，**九毛九**新开 1 家九毛九西北菜/122 家太二，关闭 15 家九毛九西北菜/5 家太二，年底合计运营 83 家九毛九西北菜和 350 家太二酸菜鱼，太二期內逐步向低线城市扩展，还将持续拓展海外市场。**海伦司**新开 452 家门店，超出 IPO 指引的 400 家，关闭 21 家门店，净增 431 家，关店率 2.7%，闭店主要系门店证照合规问题，年底门店总数达 782 家。**海底捞**新增 421 家门店，关闭 276 家门店（16 家因租约到期关闭，另啄木鸟计划永久关闭 260 家），净增 145 店，年底总门店数达到 1443 家。**百胜中国** 2021 年全年新开 1806 家门店（含 1232 家 KFC/335 家 PZH），门店总数达 11788 家（KFC/PZH 分别 8168/2590 家）；2022Q1，公司新增 522 家门店（含 361 家 KFC/125 家 PZH），总数达到 12117 家（KFC/PZH 分别 8441/2679 家）。**呷哺呷哺**年内新开 52 家呷哺/43 家湊湊，关闭 229 家呷哺餐厅，系经营亏损+选址与定位不符，年底合计运营 841 家呷哺与 183 家湊湊。

图45: 2021年餐饮上市公司开关店情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

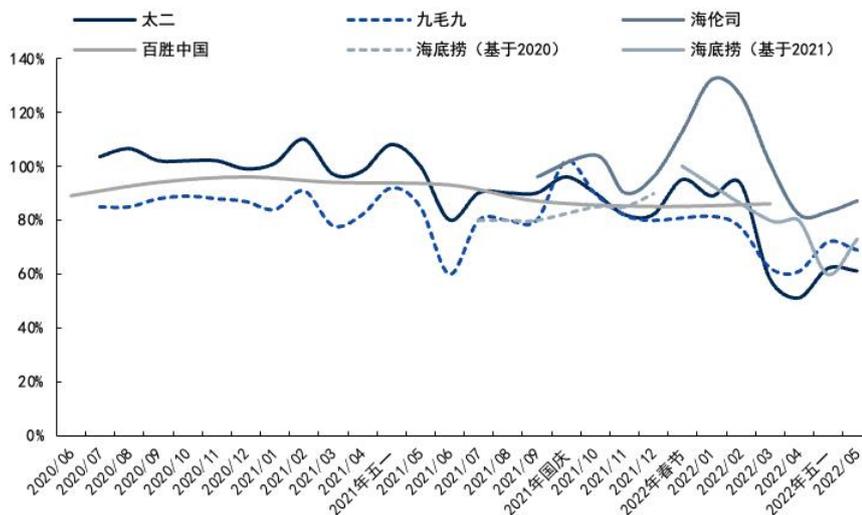
图46: 餐饮上市公司门店数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

短期经营承压, 龙头翻台率回落至 2019 年的 60-80%, 22H2 经营有望反转。具体来看, 1-2 月, 九毛九旗下的太二酸菜鱼翻座率基本与 2019 年同期持平, 3 月起下降至 5 成, 5 月以来略有回升; 九毛九西北菜用餐以家庭群体为主, 疫情下恢复速度相对较慢, 1-2 月翻台率约为 2019 年的 90%, 3 月起回落至 60%左右; 海伦司年初恢复迅速, 1-2 月日销恢复程度达到阶段性高点 (2019 年的 132%, 2021 年的 90%), 3 月以来上海、深圳等主要城市受疫情影响, 大量门店暂停营业, 日销恢复程度下行, 截至 5 月恢复至 2019 年同期的 87%; 百胜中国整体经营数据相对平稳, 同店日销基本稳居 2019 年 90%的水平; 海底捞 2022 年上半年翻台率回落至去年同期 70%的水平, 系去年上半年数据基数较高, 且今年主要城市受疫情扰动较为严重所致。但考虑到 21H2 低基数效应带动, 叠加近期出行管制放开, 2022H2 经营数据有望触底反弹。

图47: 九毛九、海底捞、海伦司、百胜中国同店销售恢复情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

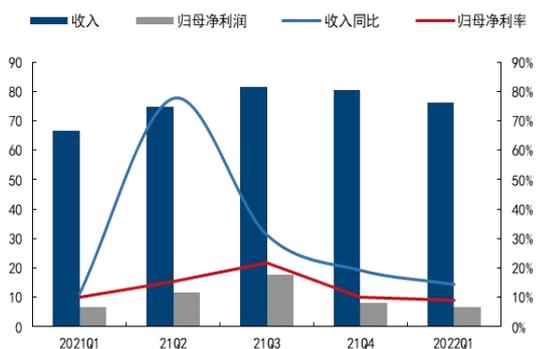
注: 百胜中国为季度数据; 除海底捞外, 同店比较基准均为 2019 年

茶饮: 疫情反复中, 定位、店型、新品表现带来经营分化

咖啡茶饮代表星巴克、瑞幸咖啡、奈雪的茶等相继披露了 2022 年一季度经营表现。具体来看, 星巴克 2022 财年 Q1 (即 2022 年 1 月 3 日-4 月 3 日) 收入 76.36 亿美元/+14.51%,

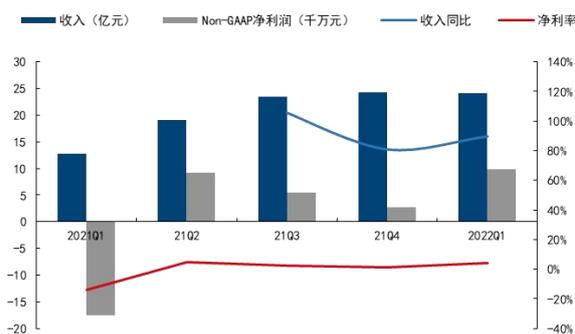
归母业绩 6.75 亿美元，其中中国市场 Q1 承压（主要系疫情下同情下滑），北美市场持续复苏，但净利率回落；瑞幸咖啡 2022Q1 收入 24.05 亿元/+89.53%，整体营业利润 1610 万元，首次单季转正，主要系商品平均售价及商品销量增加，在营直营门店同店同比增长 41.60%，相对突出，核心系精简店型、新品带动、高性价比定位推动等。奈雪的茶预计一季度经营承压，主要系一季度深圳、上海疫情反复影响，公司单日约 5-15% 的茶饮店暂停营业，运营受影响程度预计超过 2020 年 3 月。此外公司部分降价并推出轻松系列产品。同时，结合我们的持续跟踪，4 月预计压力相对最大，5 月预计也承压，但 5 月下旬后部分趋势开始回暖，整体 5 月下滑预计好于 4 月。

图 48: 星巴克 2021Q1-2022Q1 收入及业绩表现 (亿美元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

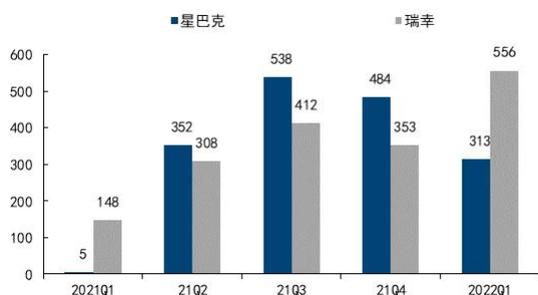
图 49: 瑞幸 2021Q1-2022Q1 收入及业绩表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

门店扩张方面，2022 年 Q1 财季，星巴克全球净增 313 家，其中中国 97 家，存量门店江浙沪区域达 44%，短期承压；瑞幸净开 556 店，持续加速，加盟占比持续提升至 29%，整体店型 96% 为快取门店；奈雪净增 37 家茶饮店，开店略放缓，PRO 店继续主导增量。截止 2022Q1，三大品牌共有门店 5654（仅中国）、6580、854 家。**未来展望**，星巴克预计中国区 Q2 进一步承压，但公司称 2022 年 6000 家门店目标不变，并对中国市场中线成长保持积极；瑞幸仍受疫情反复影响，4-5 月日均 950 家门店暂时关闭，CEO 表示过去两年公司在运营、管理各方面得到根本性提升，未来模式和经营表现仍需持续验证；奈雪的茶短期受疫情及自身模型优化影响，目前积极调整，“520”推出艺术营销组合拳，整体销售同增 20%，未来跟踪模型优化拐点。

图 50: 星巴克及瑞幸 2021Q1-2022Q1 净增门店数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 51: 奈雪的茶 2021Q1-2022Q1 各类门店数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

教育：原 K12 教培标的逐步转型，政策鼓励职业教育发展

民促法&双减政策落地，不同办学层次差异化管理系核心。2021年5月14日，国务院发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（以下简称实施条例），新条例将于2021年9月1日起实施。本次条例更具有针对性，即对于不同办学层次、办学性质的民办学校予以了不同的政策规定，**重点突出对社会资本更广泛深入参与到职业教育发展上的全面积极鼓励，同时对义务教育（包括K12课外培训）和学前教育在部分内容上做出专门的约束，体现出国家希望承担更多相关学段办学责任的担当和主导意愿。**此外政策也更加具有实操性，对此前较为模糊的说法给出了明确的定义，对监管和责任部门给出了具体分工。

幼教（幼儿园）、义务教育阶段去资本化趋势已经明确，职业教育阶段则明确受到政策鼓励。具体各教育赛道政策端变化：1）**商业早教（0-3岁）**：非刚性也非政策限制，但核心痛点是未能解决0-3岁家长的托育需求，消课依然偏向集中在周末，造成产能利用率较低；2）**幼教（3-6岁）**：禁止资本化，民营园逐渐引导靠近公办园，普惠制、非营利性是关键，存量上市公司未来预计都将转型。3）**义务教育阶段、K12课外培训（6-15岁）**：学校、K12教培行业去资本化、非营利性系监管核心，相关教培龙头转型系大势所趋（素质教育、公立合作办学等、直播等）；4）**本科教育阶段**：公立大学的二级学院转设带来民营资本办学机会，且目前民营本科多定位为应用型大学，与公办本科的学术型定位有所区分，未来会更多承担职业教育转型的责任；5）**学历性职业教育（中专、职高、大专、职业本科等）**：政策明确鼓励，但受制于社会学学历认可度不高，故生源和就业相对较难，故提升办学质量系关键；6）**非学历职业培训（招录、厨师、汽修、IT、财会、动漫等等）**：政策端相对较为宽松，核心痛点是能不能通过找到更好的工作去向（薪酬水平是直接衡量标准），强结果导向。

表9：不同教育阶段的民办学校政策对比

	学前教育	义务教育、校外培训	职业教育
办学原则	大力发展公办园，支持社会力量举办普惠型幼儿园	不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构；非学科类培训机构从严审批，学科类培训机构重新审核力量深度参与的多元办学格局登记	构建政府统筹管理、行业企业积极举办、社会机构从严审批，学科类培训机构重新审核力量深度参与的多元办学格局
营利性	未禁止营利性幼儿园存在	非营利性	明确允许营利性
上市融资	一律不准单独或作为一部分资产打包上市	不得上市融资，严禁资本化运作	举办者可以依法募集资金举办营利性民办学校
上市公司参与	不得通过股票市场融资投资营利性幼儿园，不得通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产	不得通过股票市场融资投资学科类培训机构，不得购买学科类培训机构资产	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
集团化办学（收购、并购）	社会资本不得兼并收购、协议控制非营利性幼儿园；参与并购、加盟、连锁经营的营利性幼儿园报教育部门备案	不得通过兼并收购、协议控制实施义务教育的民办学校	采取合并、合作、托管、集团办学等措施，建设一批优秀中等职业学校和优质专业；鼓励行业龙头企业主导建立全国性、行业性职教集团，推进实体化运作
VIE	禁止利用可变利益实体控制公办幼儿园、非营利性幼儿园	禁止可变利益实体方式参控股	未禁止
收费限制	非营利性民办园收费具体办法由省级政府制定，营利性民办园收费标准实行市场调节，地方政府进行价格监管，坚决抑制过高收费	坚持公益属性，学科类校外培训收费纳入政府指导价管理	暂无相关限制

资料来源：《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》，《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》，《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》，《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》，国信证券经济研究所整理

K12教培：板块积极探索转型，部分公司转型初见成效。新东方在线旗下东方甄选立足助农销售优质农产品，依托新东方品牌背书吸引优质供应链，且通过教师背景的主播建立独特标签，进而增加观众在直播间的留存时长，未来亦可通过提升自营产品占比、丰富SKU等手段提升整体盈利能力。**截止目前东方甄选直播间日销售额维持在2500万元中枢，转化率水平也相对稳定。**除此之外，学大教育与达内科技签署了《战略合作框架协议》，在双方中心可辐射区域内开展非学科教培业务的深度合作，在包括但不限于成人职业教育、少儿编程教育、智能机器人课程、赛事合作、科技主题国内外游学、冬夏令营营地等类型业务展开联营推广和市场开拓的合作；**豆神教育**也在直播方面有所尝试，目前已有约100位老师在直播平台分享文学文史知识，传播中国文化，

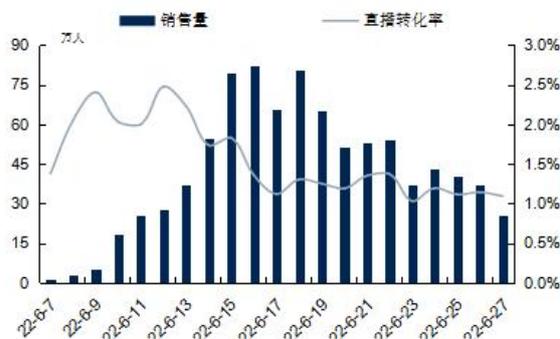
同时为用户提供多品类的课程和产品；科德教育则在公告中提及，公司将加快加大职业教育并购整合与投资步伐，辅以民办高中和艺体特长素质教育等领域。

图52：东方甄选销售额及同比增速



资料来源：蝉妈妈，国信证券经济研究所整理

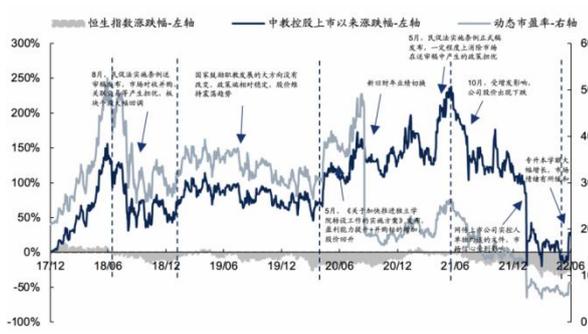
图53：东方甄选销售量及直播转化率



资料来源：蝉妈妈，国信证券经济研究所整理

民办高教：政策导向宽松，高教往职业发展其实是符合社会需求的。前期市场对民办板块的担忧核心在于内生增长（学额是否会获批）、营利性转设、外延并购节奏上。6月以来，中教控股、希望教育、中国职业教育先后公布专升本学额，分别预增70%、158%、200%，新增学额的获批也带动市场情绪的回暖。未来若营利性转设进度顺利，即市场也会更好地确认民办高教的市场经济地位，做一个合规守法的正常纳税主体。此外，如果港股高教上市公司继续在收并购上取得进展，那么对于外延并购的疑虑也将消除。高教板块的投资，短期确实需要跟踪更多的政策落地和案例验证，但从现阶段整体普遍低于10x的估值水平来看（2022年动态估值），不排除内生稳健增长带动估值回暖的可能性。

图54：中教控股上市以来估值复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图55：2022/2023 学年高教集团专升本学额变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，非学历职业培训板块（中国东方教育、中公教育、传智教育、行动教育等）政策担忧无虞，短期仍需观察疫情发展进程。从政策导向看，非学历职业教育板块政策并未有明确限制，反而其在保就业率中担任了较为关键的角色。但由于非学历职业教育本质是强就业导向的，所以当国内疫情散发、企业招聘需求下滑的大背景下，参培目标人群往往参培意愿也会伴随下滑，后续板块需求复苏仍需观察疫情发展进程。

人服：龙头加速资本化，灵活用工赛道维持高景气度

复盘人力资源服务行业的细分赛道，不同细分行业对经济周期的敏感性有所差异，但整体依然是顺周期逻辑。中高端人才访寻顺周期属性非常明显，经济波动影响企业用工需求，下行周期中求职需求快速增长但用工需求收缩较为明显。灵活用工本质上依然是顺周期，但需求有一定逆周期属性。一方面灵活用工因其优化成本的属性，在经济增长放缓阶段是企业解决用人需求的优先选项，体现出一定的逆周期属性；但另一方面，用工需求的繁荣与增长本质上是与经济周期与企业业务增长同步的，体现为顺周期性。人事管理、薪酬福利等传统业务是企业最为基本的业务，包含社保缴纳、公积金办理等，此类业务整体也具有刚性属性，但赛道增速相对有限。

表 10: 人力资源服务行业不同赛道业务流程及收费模式

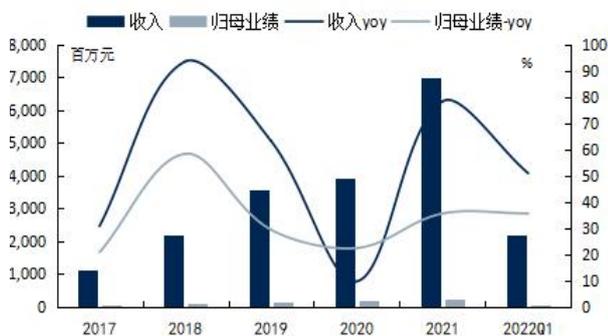
主营业务	业务流程	收费方式
人事管理服务	根据客户需求提出方案和报价，就服务内容、解决方案及具体的服务条款、服务价格、服务周期、服务质量标准等与客户协商一致并签署商业合同；合同签订后，每月依据客户提交的人员变动情况及相关人事材料，为客户提供用退工办理、社保/公积金手续办理等服务；每月向客户开账，并办理社保/公积金汇缴；不定期的对客户进行满意度调查和沟通，总结提高与改进。	按月收取服务费，价格根据客户实际服务需求、服务体量、服务难度、市场竞争因素等情况，与客户协商。
人才派遣服务	根据客户需求提出方案和报价，就具体的服务条款、服务价格、服务周期、服务质量标准等与客户协商一致并签署服务合同；合同签订后，根据客户的人员需求变动情况，与派遣员工签订劳动合同后，派出员工上岗；每月向客户开账收款，并进行派遣员工的工资管理和发放、社保/公积金手续办理及汇缴、用退工办理和劳动争议处理等流程。	派遣人员成本+服务费作为项目收费，按月收费。服务费价格根据客户实际服务需求、服务体量、服务难度、市场竞争因素及作为雇主的相关责任等情况，与客户协商确定。
薪酬管理服务	对客户提出的服务需求进行分析，形成解决方案，与客户就服务条款等细节协商一致后签订合同；对客户薪酬管理流程和逻辑进行调研分析，为客户及其员工提供财税咨询与相关合规指导；根据客户管理目标及业务需求，提供基于系统的薪酬解决方案，进行系统配置与实施；每月根据客户提供的员工动态信息计算薪税数据，待客户确认付款后进行薪资发放、个税申报及缴纳等服务。	根据自身成本及客户规模，并基于薪税管理的服务内容及价值进行收费定价，分为按项目、按年及按月收费。按项目及按年收费：管理及财税咨询费用、系统实施费用以及一次性薪酬税务服务费等。按月收费：薪酬流程服务外包费用、系统租赁费用等。
薪酬福利服务	了解客户实际健康管理服务需求，为客户设计一站式健康管理服务方案(健康体检、健康教育、健康干预以及健康保障等)；与客户沟通方案，确认后签订合同；执行健康管理服务方案，配置相关健康管理产品，并根据客户需要提供员工相关咨询、个性化个案咨询、健康管理数据分析等服务。	自身成本及采购成本+合理溢价，收费方式通常为按月或者按项目一次性收费。
商业福利服务	通过调研或客户提供的数据，对客户的需求进行分析，制定标准化或个性化的商业福利解决方案；与客户沟通方案，确认后签订合同；根据方案内容，提供产品配置、发出征询、客户选择福利产品、实物配送、售后服务等全流程服务。	根据商业福利产品及综合服务的价值，在自身成本及采购成本基础上进行合理溢价。
业务外包服务	服务团队与客户沟通需求，并依据客户需求进行外包产品配置，待客户确认后签订业务外包合同；基于客户需求，策划外包服务的工序和人员配置，从人员招聘、劳动关系、培训、考勤、薪酬福利和绩效考核等各个方面提供全方位的外包人员的管理服务；建	收费模式包含按照双方约定的外包业务量单价和完成的外包业务总量来向客户收费，或根据客户确定的外包人员数量，在外包人员成本基础上

	立与客户的即时沟通机制, 定期与客户一起执行项目服务质量评估及服务流程优化; 按合同约定, 按周期或按项目向客户开账收款。	加成风险金和合理溢价 向客户进行收费。
灵活用工服务	通过与客户沟通需求, 制定服务方案及报价; 与客户沟通协商一致后签订服务合同; 根据方案需求进行人员配置, 如上海外服现有人员储备不能满足客户用工需求, 则启动招聘流程, 与新招聘灵活用工人员签订劳动合同; 客户确认人员配置方案后, 安排人员上岗; 每月或按项目向客户开账收款, 并对灵活用工人员进行技能培训、考勤休假管理、绩效考核, 薪酬管理和发放、社保/公积金手续办理及汇缴等管理工作。	提供的项目服务人员的人工成本+风险金和合理溢价, 或以双方约定的固定服务费的方式进行收费。
招聘及灵活用工服务	对客户的需求进行分析, 沟通方案并签订合同; 寻访人才, 安排候选人面试, 综合评估后向客户推荐, 并安排客户面试; 经面试通过后, 协助客户与候选人进行录用洽谈, 如客户与候选人录用条件协商一致则安排候选人上岗, 如无法就录用条件协商一致则重新寻访人才; 待候选人上岗后结案出账, 向客户收款; 后续跟踪回访, 了解客户满意度, 不断提高服务质量。	一般以 招聘职位的税前年总收入为基准按一定比例进行收费 , 税前年总收入包括但不限于基本工资、奖金、津贴以及公司为个人支付的个人所得税、个人部分的社会保险费和住房公积金等。
中高端人才寻访	客户需求咨询调研, 组建项目组, 与客户确认解决方案的具体内容和关键指标, 签订合同; 发布职位信息, 获取简历并筛选; 安排应聘者笔试/测试、面试、客户面试、背景调查; 通过以上环节后, 协助双方签约; 最后结案出账, 向客户收款。	主要根据客户需求的招聘流程和实施时间按提供的服务项目进行收费。
招聘流程外包服务		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

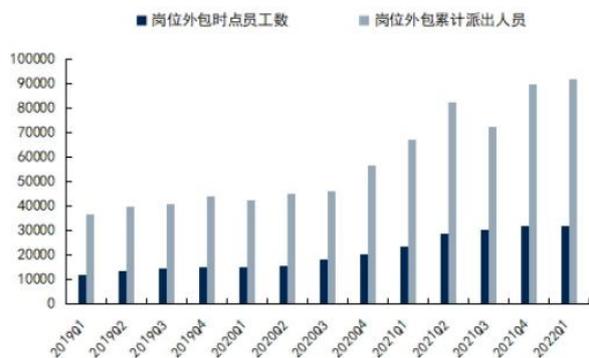
科锐国际: 人服板块龙头公司, 业绩持续稳健提升。2021年, 公司收入 70.10 亿元/+78.29%; 归母业绩 2.53 亿元/+35.55%。2022Q1, 公司营收 21.92 亿元/+50.92%; 归母业绩 5257 万元/+35.57%。其中**灵活用工业务增速亮眼**, 2021 年灵活用工业务收入 59.31 亿元/+90.58%, 毛利率 8.06%/-1.14pct, 此外公司积极研发新技术平台, 赋能现有业务提质增效。公司灵活用工景气度持续验证, 海外业务恢复良好, 新平台研发推广支出持续增加, 有望赋能中线成长。

图 56: 科锐国际收入、归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 57: 公司灵活用工业务岗位外包期末及累计派出员工数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

人服龙头加速资本化, 业务转型&提质增效系关键: 外服控股背靠上海国资委股东支持, 在全国拥有 25 家子公司及 170 余家分支机构并拓展至全球, 2021 年完成借壳上市。2021 年公司收入为 114.54 亿元/-48% (收入确认口径调整), 归母

净利润 5.32 亿元/+7.74%。2022 年 4 月 11 日晚，北京城乡公告拟以发行股份的方式购买北京国管持有的北京外企 86%股权与原有资产置出部分的交易价格的差额部分，另拟向天津融衡、北创投以及京国发以发行股份的方式购买其分别持有的北京外企 8.8125%、4.00%、1.1875%的股权（合计 14%），预计交易完成后，北京城乡获得北京外企 100%股权，主业将转化为人力资源行业。外服控股与北京城乡均为国资背景，且依托股东加持与诸多大企业均有多年合作关系，但目前业务主要仍集中于人事管理、薪酬服务等板块，未来核心在灵活用工业务的转型与传统业务的提质增效。

图58：外服控股历史收入、归母净利润及对应增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图59：北京外企 2020-2021 年收入及业绩



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中期策略：板块迈入低基数复苏周期 从估值修复到业绩验证演绎

复苏展望：出行边际松绑，关注暑期表现，海南尤其值得期待

暑期有望开启复苏。5月底文旅部跨省游熔断政策调整，6月中旬以来，部分省份进出政策边际放松，重点景区出台暑期优惠引流措施，今年暑期出行或有望逐步复苏。5月31日，文旅部发布通知，调整了跨省旅游实施“熔断”机制的范围，将出现中高风险地区“省（区、市）”缩小至“县（市、区、旗）”和“直辖市的区（县）”，更加精准防控。同时，如下表所示，一方面，海南、贵州等相继调整出入省政策限制，以推动外省游客前往旅游，福建省则出台政策鼓励师生在低风险区有序流动，鼓励家长与孩子开展“组团游”“亲子游”“户外游”等，浙江杭州、宁波从6月25日起，将常态化核酸频次从72小时一次降为7天一次，预计也有助于后续出行的恢复；另一方面，张家界、黄山、峨眉山等相继出台暑期门票优惠措施等，以吸引外部游客。跨省游熔断政策调整优化，预计有望利好今年后续出游复苏。

与此同时，6月28日，国务院联防联控机制发布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，将密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14天集中隔离医学观察+7天居家健康监测”调整为“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”，隔离时间明显缩短，进一步向市场传递积极信号。

表11：今年6月以来部分省份边际放松出行限制

省份	新政策出台时间	新政策主要内容
青海省	2022年6月18日	低风险地区来（返）青人员，凭48h核酸阴性证明和绿码有序流动，不再“3天2检”
海南省	2022年6月19日	非涉疫区人员来（返）琼凭健康码绿码办理登机或其他来琼手续，不强制要求核酸阴性证明（此前需48小时核酸）；涉疫区人员来（返）琼前核酸改为48小时内一次（不要求48小时2次，间隔24小时）；入境人员防控措施由“14+7”改为“10+4+3”
湖北省	2022年6月21日	21日起全面恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省团队旅游及“机票+酒店”业务
浙江省	2022年6月22日	杭州、宁波自6月25日零时起，常态化核酸检测频次从72小时延长至7天；对沪防疫政策不再实行7+7一刀切
福建省	2022年6月23日	鼓励家长和孩子开展“组团游”、“亲子游”、“户外游”，全省享受纾困补助的A级景区暑期实行学生免门票、随行人7折优惠
贵州省	2022年6月23日	省外返黔人员需落实“五天三检”，但在此期间可凭绿码出入景区景点、餐饮住宿等场所

资料来源：海南日报、厦门日报、各地政府网站等，国信证券经济研究所整理

表12：部分重点景区引流措施出台

景区	政策公告时间	优惠内容
张家界	2022年5月29日	5月29日-12月31日，张家界大峡谷景区、张家界七星山旅游度假区对全国游客实行门票免票优惠；6月1日-8月31日，张家界武陵源景区、天门山景区、九天峰恋景区、黄龙洞景区、宝峰湖景区等对在校学生（含研究生）实行门票免票优惠
黄山	2022年6月9日	6月9日-8月31日，黄山风景区、太平湖景区门票、花山世界主题园区日游门票全部实行半价优惠
峨眉山	2022年6月21日	7月1日-21月31日，针对省外团队实行门票八折优惠，川渝游客门票“买一送一”；6月22日-6月30日，定向川渝市民发放3000张门票

资料来源：公司公告，公司官网，识途旅游网，腾讯新闻等，国信证券经济研究所整理

总体来看，经过了3-5月的疫情反复后，虽然出游尤其跨省游全面恢复仍待时日。但考虑去年暑期尤其8月后基数相对不高，未来伴随部分旅游大省出行政策调整和重点景区引流措施推进，我们认为暑期仍有望逐步有所复苏。其中，结合我们目前跟踪的政策措施和新项目情况，我们预计海南后续或尤其值得期待。

海南出台经济提振计划，积极引流，离岛免税成重要抓手。为了加速疫后复苏，海南省今年4月底发布《海南省促进消费若干意见》，提出3000万元用于离岛免税数字人民币消费券；5月底《海南省超常规稳住经济大盘行动方案》，提出、将完成1亿元消费券发放，其中安排2000万元离岛免税购物满减消费券；6月落地《促进2022年离岛免税销售行动方案》明确：通过促进入岛旅游人次提升、强化促销推广、引进新商品等提高综合竞争力。同时，省文旅厅6月10日起到长沙、上海、成都等9个主要客源目的城市开展宣传推广，吸引岛外旅客入岛，通过入住酒店给予一定补贴。同时，6月28日起，海南将举办首届海南国际离岛免税购物节。活动为期半年，采取“1+N”的形式，即举办一场启动仪式和超过50场专场营销活动和品牌活动。伴随海南上述举措陆续落地，海南免税销售情况6月以来边际好转，且今年下半年尤其8月后基数压力有望逐步缓解，海南旅游市场尤其海南免税市场下半年表现仍有期待。

表13: 2022年Q2以来海南省促进消费尤其离岛免税销售的若干政策意见

时间	部门	政策	内容
2022年4月底	海南省商务厅	《海南省促进消费若干意见》	省财政安排1亿元开展“助商惠民，乐享海南”消费券发放活动，其中，3000万元用于离岛免税数字人民币消费券，2000万元用于餐饮、购物、旅游消费券等，按照“政府补贴、银行支持、商户参与”的原则，在全省范围内发放免税、购物、餐饮、旅游消费券总额将超过1.2亿元，直接拉动社会消费品零售总额12亿元以上。
2022年5月底	海南省政府	《海南省超常规稳住经济大盘行动方案》	该方案从2022年5月27日开始延续至12月31日，提出二、三季度和全年稳住经济大盘目标。其中聚焦超常规刺激消费回补，提出5大项11项措施。围绕离岛免税购物、汽车消费、旅游消费、餐饮消费、家电消费等消费热点，拿出真金白银的硬措施、精准促销的巧手段，尽快推动消费回稳回暖，发挥稳增长基础性作用。强调安排2000万元资金发放离岛免税消费券，持续加强离岛免税购物促销，对完成离岛免税销售年度目标任务的经营主体给予一定的销售奖励。同时，继续做好下一轮消费券发放工作。滚动发放未核销的消费券，完成1亿元消费券发放。评估前期消费券发放效果，进一步优化发券平台和消费券面额设计，做好发放方案，适时承接好下一轮消费券资金发放工作。继续加大宣传力度，形成全省上下联动的良好促消费氛围，进一步点燃市民领券、用券的热度。
2022年6月	海南省商务厅	《促进2022年离岛免税销售行动方案》	将通过促进入岛旅游人次提升、强化促销推广、引进新商品、提升行业服务能力等方面举措促进离岛免税销售，不断增强离岛免税国际竞争力，加快吸引境外消费回流。包括：开展免税购物旅游宣传促销活动，全年举办不少于10场大型免税促销活动；省级财政筹集不低于2000万元资金，鼓励支付结算机构、商业银行配套资金，组织免税经营企业按销售市场份额比例，投入资金共同发放全岛通兑离岛免税购物消费券；加快引进知名品牌。积极对接品牌商，引进高端畅销商品；拓展新零售渠道，做大线上销售，开展网络直播销售、明星带货销售；登记成立海南免税行业协会；改善免税商品进口软硬件设施条件等
2022年6月	省文旅厅		6月10日起到长沙、上海、成都等9个主要客源目的城市开展宣传推广，吸引岛外旅客入岛，支持海口市、三亚市等旅游热点城市对旅客入住酒店给予一定补贴，同时完善配套服务，提高旅客消费体验。

资料来源：澎湃新闻、人民网海南等，国信证券经济研究所整理

中免新项目有望带来新看点。中免海口新海港项目预计今年国庆前推出，明年年中海棠湾一期2号地有望推出，有望带来海南新看点。**中免海口国际免税城新海港项目未来有望成为亚洲最大的国际免税商业综合体**，目前已规划有全球最大的威士忌博物馆，多家国际大牌旗舰店和首店，兼顾高端购物与休闲体验需求，截止今年4月已确认的合作品牌预计500家以上，未来开业品牌数或有望超过800家，预计今年十一前有望推出。而**中免海棠湾一期2号地预计2023年6月竣工有望开业**，未来精品香化丰富甚至高奢品牌有望进驻。综合来看，伴随未来中免海口免税城、三亚海棠湾一期2号地先后开业，结合海口、三亚机场免税扩容，海南离岛免税店经营面积有望进一步扩容至近50万m²，海南免税有望积极扩容蛋糕，而其中中免布局近30万m²，系近1-2年海南免税扩容的绝对主力，在扩容海南免税蛋糕的同时，也预计持续强化自身海南市场地位。

表 1：公司目前海南免税自建项目布局情况

项目名称	总投资	占地面积(万平方米)	建筑面积(万平方米)	商业面积(万平方米)	说明
三亚国际免税城	39 亿	8.4	12, 地上 7.2/ 地下 4.8	7	国际免税购物中心, 2014 年 9 月开业
河心岛	12 亿	4.8	6.5, 地上 3.5/ 地下 3		集购物、休闲、娱乐为一体的综合项目, 系免税城重要补充, 目前主要系有税定位, 2019 年底开业
海棠湾一期 2 号地	37 亿	10.88	17.25, 地上 10.7/地下 6.55		免税+酒店, 计划引入高端奢侈品牌, 预计 2023 年 6 月全面竣工。
海口国际免税城	129 亿	32.4	一二期合计约 92.6	47.5 (综合体整体)	海口国际免税城项目位于西海岸新海港东侧, 系未来海南自贸港的核心港口枢纽所在, 战略地位凸显, 规划占地面积 675 亩, 总建筑面积约为 92.6 万平方米, 是集免税商业、办公、酒店、人才公寓、休闲、文旅为一体的“世界级度假型商业街区”, 建成后将成为亚洲最大的国际免税商业综合体。项目将分为两期进行开发, 一期主要聚焦免税商业综合体以及公寓、住宅; 二期项目主要聚焦商业街区、写字楼、酒店, 开发期限为 42 个月, 2022 年 4 月 3 日, 该项目免税商业中心造型屋面完成合拢, 预计 2022 年国庆节前推出。

资料来源:公司公告, 中国土地市场网, DFE 等, 国信证券经济研究所整理

图 60：海口国际免税城区位图



资料来源:公司公告, 百度地图等, 国信证券经济研究所整理

图 61：海口国际免税城“海棠花”概念规划效果图



资料来源:公司公告, 阳光海南网等, 国信证券经济研究所整理

中线思考：消费分化，剩者为王，效率为先

后疫情时代，经过 2 年多疫情反复的考虑后，我们关注消费行为以及赛道逻辑等的新变化。疫情持续大考下，无论消费者、企业行为及投资者的关注均有所变化。

消费行为：普通消费者更加注重性价比，高端顶奢则更偏高端化

后疫情时代，普通消费者更关注产品性价比，高性价比或定位平价的产品/品牌相对更有韧性。以休闲饮料行业为例：1) 2022Q1，瑞幸收入表现突出，而星巴克中国、奈雪则承压下滑，当然这有品牌阶段，新品发力，店型结构、营销等多因素影响，但平价定位我们认为系瑞幸逆势表现突出的重要原因之一；2) 喜茶、奈雪今年以来开始调整价格策略，部分产品降价，并推出定位平价的产品，侧面也反应上述趋势。此外，免税近两年疫情可控时表现相对良好，从某种意义上也与其相对高性价比的特点相关。

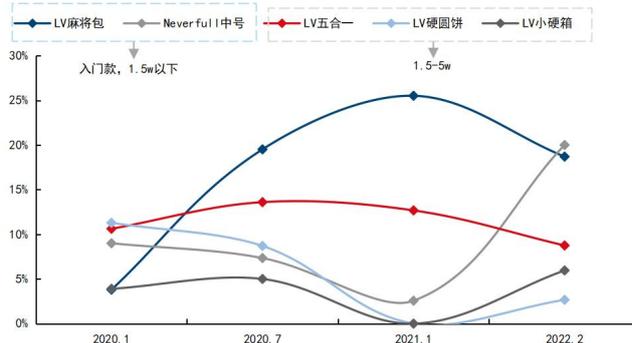
定位平价的品品牌下沉扩张势能更充分，后疫情时代增长更有看点。近两年疫情下，国内一线城市所受影响相对更大（疫情反复频次较高，基数较大，国际交流受制），下沉市场相对受影响更小，且下沉连锁化、线上渗透率等均较低。因此龙头更倾向于下沉扩张，高性价比定位的品牌相对在下沉市场更易扩张，因此也带来更多看点。

图 62: 喜茶、奈雪、蜜雪冰城的门店扩张



资料来源: 窄门餐眼, 国信证券经济研究所整理

图 63: LV 近两年产品持续提价, 入门款提价尤其明显



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

奢侈品表现分化: 高端产品韧性凸显, 入门款则表现平平。根据时尚商业 Daily 资讯, LVMH 高管电话会议表示疫情的发生导致奢侈品客户结构发生变化, 过去两年只有超高净值客户数量和购买量在提升, 入门款产品承压。未来 LVMH 将顺应超高净值人群的偏好, 继续在高端产品线发力, 并提高入门产品价格, 并表示未来将继续提价, 以确保盈利增长并巩固其在奢侈品领域的领导地位; 开云集团也表示疫情反复, 对其低价位产品产生不利影响, 重点将向高端产品倾斜, 扩大高端产品的比例。总体来看, 超高净值人群收入影响更小, 以及高奢款本身保值增值潜能, 使其价值相对凸显。

剩者为王: 底线思维下企业重视现金流, 重视效率开店更理性, 逆势融资带来机会

企业层面, 疫情近两年反复持续下, 现金流尤为关键, 板块公司呈现以下变化:

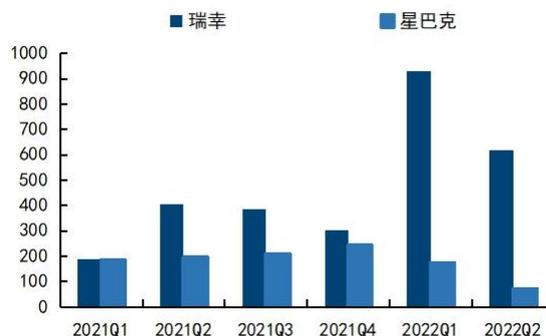
- 1、更加关注现金流安全边际, 阶段模式更轻:** 如宋城演艺在本身账上现金充足的情况下 (Q1 末现金+交易性金融资产 17.6 亿), 今年上半年将澳洲、珠海项目出售给大股东, 进一步回笼现金, 提高安全边际, 明确轻资产业务未来有望更加多元。
- 2、效率为先:** 一是龙头进一步降本增效, 如国内酒店龙头进一步优化中后台成本费用, 海外酒店龙头亦如此, 精选国际在收入尚未完全恢复下净利率基本恢复, 主要来自效率提升; 二是门店模型更加精简, 且一般精简高效的门店模型持续扩张更明显, 如餐饮企业中的海伦司、九毛九等。
- 3、连锁扩张更加理性, 分化进一步加大, 部分观望情绪阶段有增加:** 部分优秀龙头依托上市平台支持直营扩张仍持续, 但相比 2020H2 和 2021H1, 边际节奏部分有所调整, 相对更加理性, 同时部分龙头因发展阶段等差异开店明显放缓, 关店增加, 如海底捞; **加盟扩张方面,** 加盟商则有所分化, 以酒店为例, 今年以来加盟商观望情绪阶段有所增加, 华住 4 月签约接近腰斩 (疫情等多因素影响), 公司预计后续信心恢复要企稳一季度或以上。不过, 对于平价定位的品牌, 部分开店仍保持较快速度 (瑞幸、蜜雪冰城今年以来扩张仍较快), 或者即使阶段因疫情限制签约放缓, 但最新后续开店仍积极。海伦司近期公众号宣布再次出发, 明确表示于 7 月开始恢复正常发展速度。

图 64: 喜茶、奈雪、蜜雪冰城的门店扩张



资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

图 65: 瑞幸今年以来扩张保持较快速度



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4、逆势融资带来新看点，上市平台支持带来公司新看点。以君亭酒店为例，其规模本身不大，疫情下成功上市融资，拓宽融资渠道，上市平台助力下未来内外扩张有望提速，在行业出清下反而带来新的成长想象空间。奈雪的茶在 2021 年成功上市融资，也为其后续发展提供了良好的资金支持，近两年扩张速度快于喜茶。

投资策略：板块迈入低基数复苏周期 从估值修复到业绩验证演绎

综合来看，持续两年多的疫情反复给社服板块各公司带来了前所未有的考验。在外部较大的不确定性下，消费者、企业运营者以及投资者的预期都在不断变化。从 2020 年行业出清下的龙头白马极致行情到 2021 年逐步验证中开始分化。2022 年 1-2 月在复苏预期下快速反弹后，3-5 月疫情反复带来进一步震荡分化，6 月则伴随复苏预期持续反弹。同时，今年上半年，在各种不确定性下，资金关注点也较为发散，白马龙头阶段起伏，而部分中小盘个股阶段表现强势，不同风格切换较为迅速。

立足当下，伴随 5 月底文旅部跨省游熔断政策调整、6 月以来部分省份出行政策放松和重点景区出台优惠引流措施，国内出游信心开始有所恢复，行业逐步重启复苏。在此背景下，暑期复苏预计有望值得期待。并且，Q3 随着低基数效应凸显，增速同比环比预计都有望显著改善，复苏带来行业贝塔后续有望显现。

中线来看，疫情下消费两级分化加速，高性价比、下沉扩张、剩者为王，降本增效较受关注。同时，行业进一步出清，艰难考验下龙头不断强化内部挖潜提升抗压能力和综合竞争能力。未来若持续复苏，经受疫情大考、综合能力提升的行业龙头仍有望迎来良好的持续成长机遇，中线逻辑仍有支撑。

维持板块“超配”评级。本轮源自一线城市的第三波较大疫情已经告一段落，下半年复工复产和稳增长成为社会共识。随着疫情防控政策的不断灵活调整，市场的乐观情绪已经触底回升，且 21 年下半年低基数效应凸显，企业经营层面环比、同比增速都将稳步改善。短期板块将迎来估值修复行情。但随着行情深入，接下来逐季的经营验证也将日益重要。立足下半年 3-6 个月维度、兼顾复苏次序、业绩确定性、估值水平和主题偏好，优选中国中免、九毛九、海伦司、锦江酒店、君亭酒店、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、中青旅、中教控股、北京城乡、科锐国际、广州酒家、同程旅行、华住集团-S、百胜中国-S、海底捞等。立足未来 1-3 年时间维度，立足景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、九毛九、海伦司、君亭酒店、中教控股、华住集团-S、同程旅行、科锐国际、广州酒家、百胜中国-S、海底捞、首旅酒店、奈雪的茶等。

风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
 国内外疫情反复，出行管控趋严，出行复苏节奏可能低于预期；
 国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；
 收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 22-6-28	EPS			PE			PB
				2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2021
601888	中国中免	买入	222.88	4.94	5.14	7.18	45.12	43.36	31.04	13.56
600754	锦江酒店	买入	61.31	0.09	0.55	1.79	681.22	111.47	34.25	3.98
600258	首旅酒店	买入	25.50	0.05	0.27	0.92	510.00	94.44	27.72	2.63
2150.HK	奈雪的茶	增持	5.83	-3.28	-0.05	0.07	-	-	83.31	2.04
9869.HK	海伦司	买入	13.80	-0.18	0.24	0.46	-	57.51	30.01	6.14
1179.HK	华住集团-S	增持	26.65	-0.15	0.1	0.62	-	266.49	42.98	8.84
6862.HK	海底捞	增持	15.28	-0.75	0.16	0.39	-	95.48	39.17	10.86
9987.HK	百胜中国-S	增持	312.01	14.82	10.75	12.97	21.06	29.03	24.05	3.01
0520.HK	呷哺呷哺	增持	3.62	-0.27	0.14	0.24	-	25.86	15.09	2.02
9922.HK	九毛九	买入	17.82	0.23	0.35	0.59	77.48	50.91	30.20	8.48
300144	宋城演艺	买入	14.96	0.12	0.15	0.49	124.67	99.73	30.53	5.22
300662	科锐国际	增持	50.60	1.28	1.63	2.11	39.53	31.04	23.98	4.70
603043	广州酒家	买入	23.94	0.99	1.12	1.41	24.18	21.38	16.98	4.79
603136	天目湖	买入	28.98	0.28	0.29	0.69	103.50	99.93	42.00	4.70
600138	中青旅	买入	12.60	0.03	0.22	0.7	420.00	57.27	18.00	1.46
301073	君亭酒店	增持	70.30	0.46	0.61	1.58	152.83	115.25	44.49	18.88
000888	峨眉山A	增持	8.66	0.03	0.04	0.35	288.67	216.50	24.74	1.87
600054	黄山旅游	增持	11.74	0.06	0.06	0.43	195.67	195.67	27.30	2.07
002707	众信旅游	增持	7.04	-0.51	-0.19	0.02	-13.80	-37.05		30.82
000978	桂林旅游	增持	7.40	-0.59	-0.09	0.06	-	-82.22		3.36
002033	丽江股份	增持	8.93	-0.07	0.15	0.35	-	59.53	25.51	2.06
0780.HK	同程旅行	增持	14.06	0.32	0.41	0.58	43.94	34.30	24.24	1.709
0839.HK	中教控股	买入	7.61	0.77	0.89	1.02	10.3	8.1	7.0	1.36
600861	北京城乡	无评级	21.36	-0.25	0.05	-	-114.71	-87.41	453.59	3.27

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

注：桂林旅游、众信旅游、北京城乡盈利预测来自Wind一致预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032