

把握进行中的复苏，放眼后疫情消费变迁

——社会服务行业2022年中期策略

刘文正、饶临风、辛泽熙、邓奕辰

报告摘要

➤ 社服行业中期投资策略：

1) 复苏进入利润验证期，短期内优先关注经营弹性大的标的；2) 长期看格局优化&成长逻辑稳固的“赛道”龙头；3) 关注品牌化趋势和新兴生活方式相关的新消费标的；分行业来看：

- **免税：2022H1疫情影响行业表现，新势力资本化背景下强者恒强。**受2022年一季度国内疫情影响，免税板块近期调整较大，但消费需求并未消失。随着2022年下半年我国对区域性突发疫情的管控更加高效，国内旅游及出行受突发性疫情影响或将逐步降低，海南客流或持续恢复。随着2022年海口免税城建设完成正式开业，海旅免税以及海控免税相继资本化，海南离岛免税消费体验以及产品供给丰富度或持续提升，免税板块有望再次腾飞。
- **酒店：布局后疫情时代，把握结构性变化。**新冠疫情冲击下行业供给深度去化，伴随着国内防疫体系成熟，复苏预期不断积累，推动板块估值中枢提高，周期反转在望。连锁化/消费升级趋势下龙头具备长期的量+价空间，其本轮周期的成长性将兑现为景气期的股价高位，锦江/首旅/华住等龙头均将迎来周期反转景气改善的β机会；此外，行业洗牌/中高端升级的背景下迎来发展机遇的二线龙头君亭酒店/金陵饭店亦值得关注。
- **景区：出游旺季有望高弹性修复，建议关注有异地扩张能力的人文景区。**六月以来国内出行政策/检测政策放宽，行程码去星、新版新冠诊疗方案发布等催化下，行业迎来需求井喷。宋城演艺、中青旅乌镇/古北水镇等地此前疫情影响下较长时间段内暂停营业，目前进入全面开业期，经营有望高弹性修复。长期来看，宋城珠海演艺谷项目、轻资产扩张；天目湖外延扩张计划；中青旅濮院项目均有望带来新的成长增量。
- **餐饮：短看疫情趋稳下消费场景快速复苏，长看成长逻辑演绎。**22年上半年疫情反复、管控措施强化之下消费场景的限制压制板块复苏，疫情影响为板块复苏核心变量。5月以来，随国内疫情趋稳，餐饮业经营快速打开修复通道。长期来看，尽管疫情影响下行业出清洗牌，但较多餐饮龙头企业亦维持逆势扩张态势，看好门店模型韧性强、长期成长逻辑稳固的海伦司、九毛九、奈雪的茶。
- **人服/职教：关注服务业复工，以及就业压力下的政策催化。**灵活用工国内渗透率落后于欧美等国家，目前处于长期高成长阶段，并有望在复工复产/经济企稳背景下加速复苏；目前国内人服龙头基于传统业务优势亦开始发力平台化/数字化建设，有望进一步夯实壁垒。职教方面，一方面受益于线下场景修复，另一方面在国内严峻的就业形势下，有望迎来政策催化。
- **投资建议：**建议关注复苏主线板块核心标的，布局后续估值修复。看好免税/酒店/餐饮/景区/人服/教育板块具体标的后续发展。免税重点推荐**中国中免**，建议关注**海南发展、海汽集团**；酒店板块推荐**锦江/君亭/金陵/首旅**，以及**港股华住集团**；餐饮推荐**海伦司/九毛九**，建议关注**奈雪的茶**；景区板块推荐**宋城演艺、天目湖**，建议关注**中青旅、复星旅文**；人服板块推荐**科锐国际**，建议关注**北京城乡、外服控股**；教育板块推荐**行动教育**，建议关注**传智教育**。
- **风险提示：**新冠疫情影响程度/范围超预期风险，宏观经济增速不及预期风险，龙头扩张/项目推进不及预期风险，政策环境改变风险，行业竞争加剧风险。



01

板块复盘：经营触底反弹，复苏预期驱动股价修复

02

整体趋势：复苏进入利润验证阶段，消费变迁徐徐展开

03

子版块：免税高景气蓄势待发，酒店/景区/餐饮复苏进行时，人服/职教迎政策催化

04

投资策略：把握进行中的复苏，布局后疫情消费变迁

05

风险提示

CONTENTS

目录

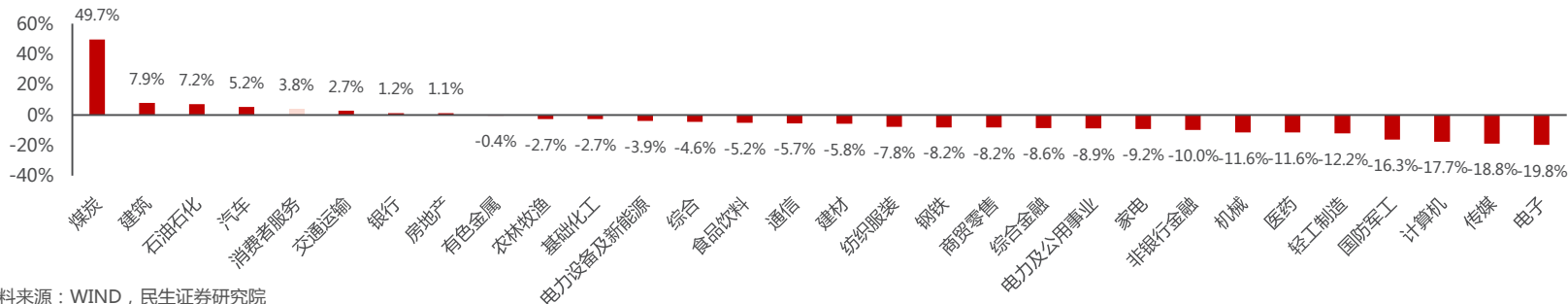


01. 板块复盘：经营触底反弹，复苏预期驱动股价修复

01 年初至今涨跌幅情况：消费者服务板块位列涨幅第五，酒店餐饮板块领涨

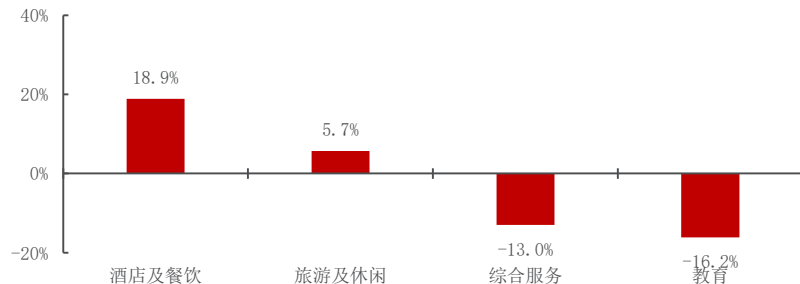
- 年初至今各板块涨跌幅：按中信行业分类，消费者服务板块2022年初至6月29日上涨3.8%，涨幅位列全行业第5名；
- 年初至今二级行业涨跌幅：截止6月29日，酒店及餐饮行业上涨18.9%，旅游及休闲行业上涨5.7%，综合服务行业下跌13.0%，教育行业下跌16.2%。
- 年初至今三级行业涨跌幅：休闲综合、旅游服务、景区、酒店四大细分行业涨幅明显，分别上涨36.9%/29.5%/22.4%/21.7%；高等及职业教育行业下跌26.5%。

图表：2021年初至今，消费者服务板块涨跌幅位列全行业第五位



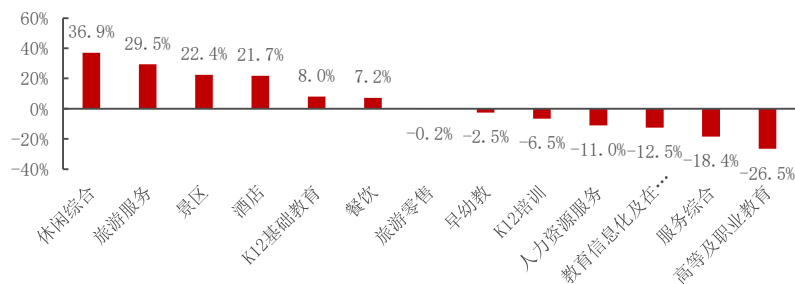
资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：消费者服务二级行业涨跌幅：酒店餐饮行业+18.9%，教育行业-16.2%



资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：消费者服务三级行业涨跌幅：休闲综合行业+36.9%，高等及职业教育-26.5%

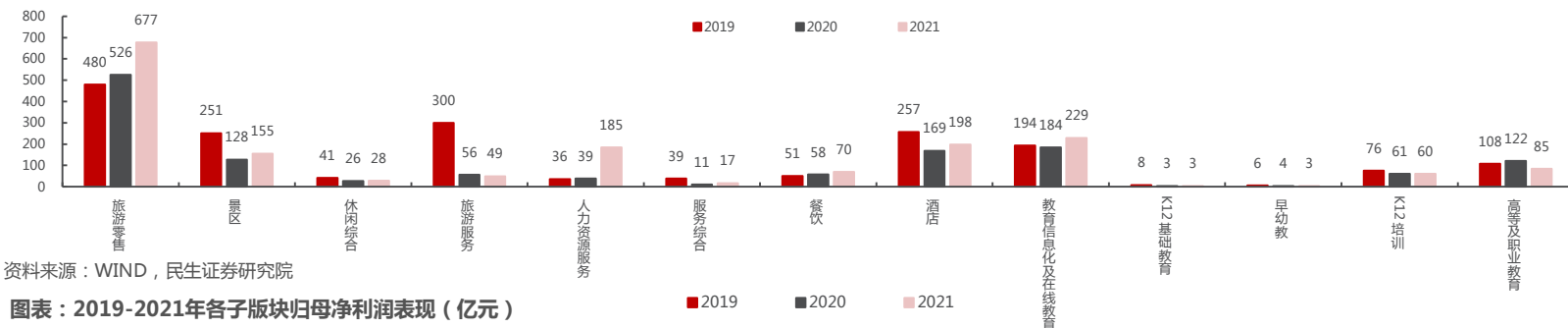


资料来源：WIND，民生证券研究院

01 2021年板块复盘：免税/人力资源营收利润表现优异，酒店亏损态势扭转

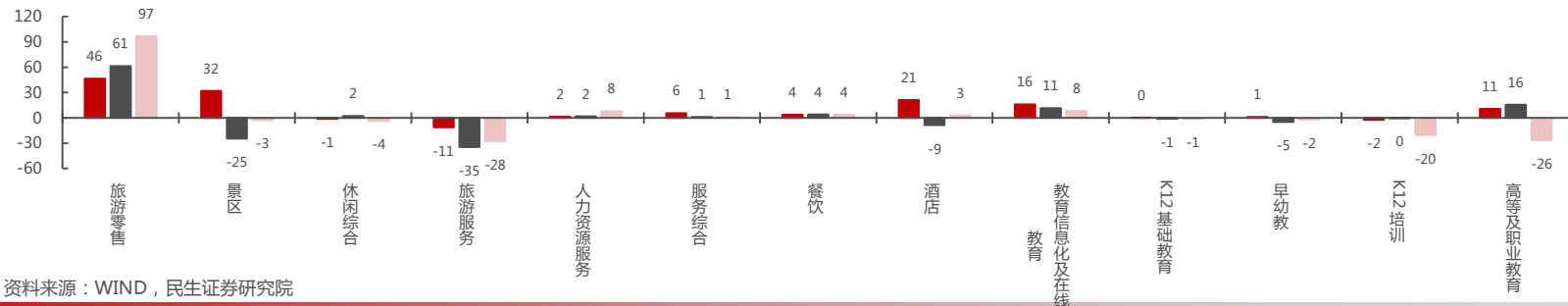
- 2021年各子板块营收表现：人力资源（369.6%）、服务综合（55.5%）、旅游零售（免税）（28.7%）、教育信息化及在线教育（24.3%）、景区（21.6%）位列前五。人力资源板块营收高速增长主要是上海外服借壳上市所致，也受益于科锐国际灵活用工业务规模大幅增长。
- 2021年各子板块归母净利润表现：旅游零售（免税）、人力资源服务两大细分行业表现优异，酒店行业扭转亏损态势，景区、旅游服务、早教类的净利润亏损缩小。2021年旅游零售（免税）归母净利润96.54亿元（yoy+57.23%）；人力资源服务归母净利润7.84亿元（yoy+220.46%）；酒店归母净利润3.03亿元，2020年同期为-8.67亿；景区归母净利润-2.73亿元，2020年同期为-24.56亿元；旅游服务归母净利润-27.55亿元，2020年同期为-34.68亿元；早教类归母净利润-1.98亿元，2020年同期为-4.78亿元。

图表：2019-2021年各子板块营收表现（亿元）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：2019-2021年各子板块归母净利润表现（亿元）



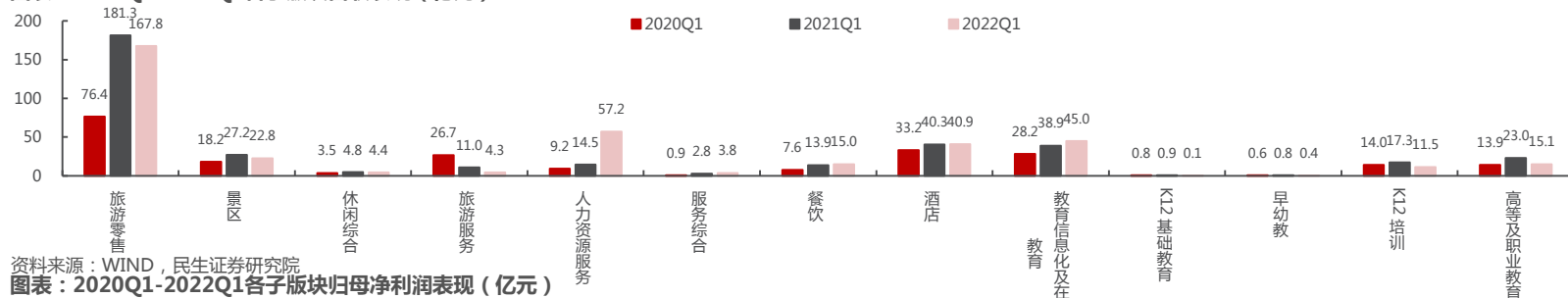
资料来源：WIND，民生证券研究院

01

2022年Q1板块复盘：人力资源领涨，酒店/餐饮韧性强

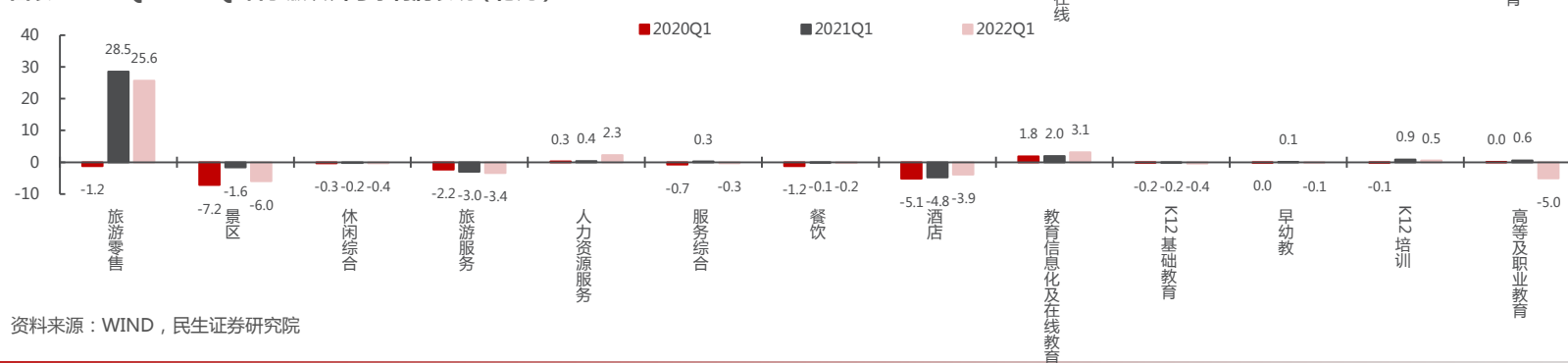
- 2022年Q1各子版块营收表现：2022年Q1大部分细分行业营收同比下滑，仅人力资源服务、服务综合、教育信息化与在线教育、餐饮、酒店五大行业营收增长。2022年Q1，人力资源服务营收57.17亿元（yoy+172.30%）；服务综合行业营收3.77亿元（yoy+34.78%）；教育信息化与在线教育行业营收44.98亿元（yoy+15.57%）；餐饮行业营收15亿元（yoy+8.03%）；酒店行业营收64.21亿元（yoy+0.31%）。
- 2022年Q1各子版块归母净利润表现：仅旅游零售、人力资源服务、教育信息化与在线教育行业归母净利润为正，其中旅游零售行业归母净利润25.63亿元（yoy-10.02%）；教育信息化与在线教育行业归母净利润3.12亿元（yoy+57.80%）；人力资源服务行业归母净利润2.26亿元（yoy+732.24%）。

图表：2020Q1-2022Q1各子版块营收表现（亿元）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：2020Q1-2022Q1各子版块归母净利润表现（亿元）



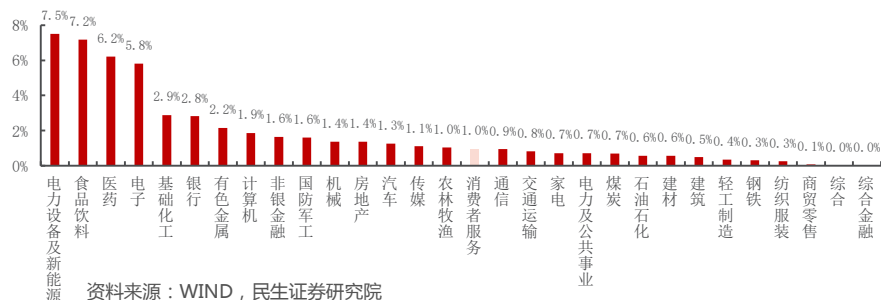
资料来源：WIND，民生证券研究院

01

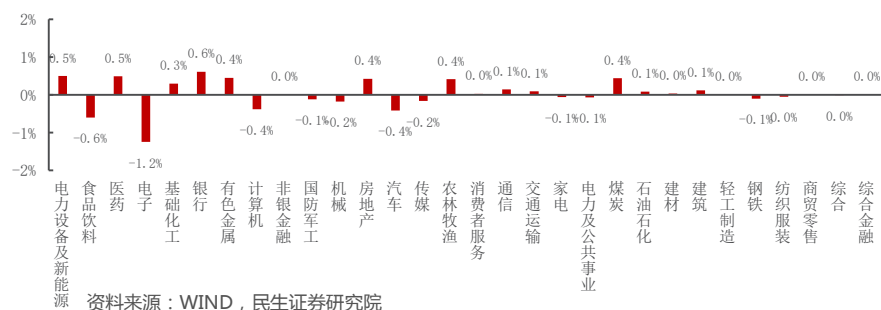
基金持仓：君亭酒店获重仓，年初至今涨跌幅位居前

- **2022年Q1行业重仓持股市值占比**：消费者服务行业重仓持股市值占基金股票投资市值比例为1.0%，位列第16位；
- **消费者服务行业前十大重仓股情况**：基金重仓持股前五大标的为美团-W/中国中免/视源股份/首旅酒店/宋城演艺，2022年Q1重仓持股总市值分别为202.65/193.03/30.30/23.13/18.63亿元，季度变动幅度为44.94%/-38.09%/-34.73%/5.26%/-44.70%；君亭酒店/银河娱乐/九毛九/中青旅Q1受基金重仓青睐，2022年Q1重仓持股基金数量分别增加20/7/7/18家，市值增长9410.60%/3847.97%/248.63%/88.92%；君亭酒店、九毛九及中青旅在前十大重仓股中股价表现亮眼，2022年年初至6月23日股票涨幅达114.23%/28.74%/10.21%。

图表：2022Q1中信一级行业重仓持股市值占比



图表：2022Q1中信一级行业重仓持股比例变动



图表：2022Q1消费者服务行业前十大重仓股情况

代码	证券简称	重仓持股基金数量		重仓持股总市值		年初至今股票涨跌幅
		当期数量	同比变动	本期 (亿元)	季度变动幅度	
3690.HK	美团-W	250	59	202.65	44.94%	-14.55%
601888.SH	中国中免	262	-57	193.03	-38.09%	-9.07%
002841.SZ	视源股份	25	-1	30.39	-34.73%	-6.65%
600258.SH	首旅酒店	52	17	23.13	5.26%	-13.66%
300144.SZ	宋城演艺	37	0	18.63	-44.70%	-8.30%
9922.HK	九毛九	10	7	11.29	248.63%	28.74%
600138.SH	中青旅	25	18	5.32	88.92%	10.21%
0027.HK	银河娱乐	9	7	3.42	3847.97%	1.52%
301073.SZ	君亭酒店	21	20	3.05	9410.60%	114.23%
603043.SH	广州酒家	10	-1	1.29	55.88%	-5.25%

资料来源：WIND，民生证券研究院

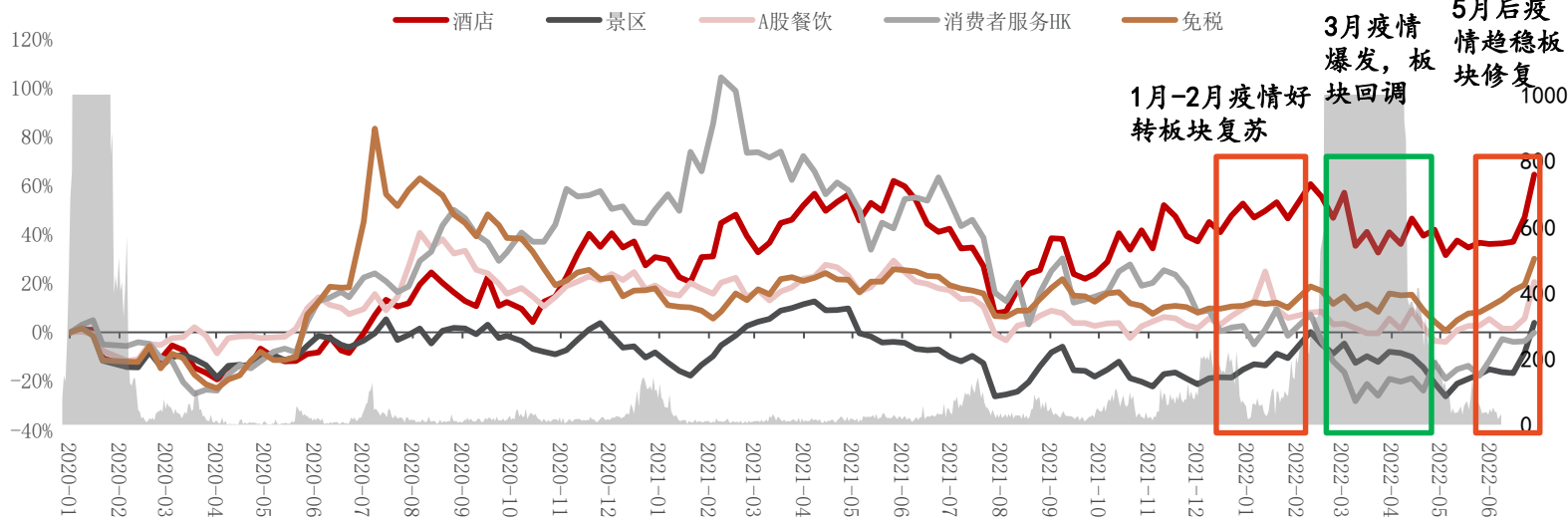
02. 整体趋势：复苏进入利润验证阶段，消费变迁徐徐展开

02

复苏预期形成对板块股价的核心驱动，曲折后重启复苏

- 复苏预期构成酒店/餐饮/免税/景区等板块股价的核心驱动，22年疫情反复下经历了修复-下跌-再度复苏的过程：20-22年疫情影响下出行管控的变化构成社服板块中线下消费各行业的核心矛盾；22年初Omicron在国内趋于缓和，以A股酒店/景区为代表的板块股价在该阶段内明显复苏；但3月以来Omicron传染力更强/具备免疫逃逸属性的变种BA.1 BA.2传入国内，致使国内深圳、广州、上海、吉林省多地疫情大范围传播，致使国内疫情确诊病例数接近疫情爆发初期水平，这也在国内核心城市引致了20年疫情爆发初期以来的最强管控手段，复苏主线各板块于3月-5月大幅回调，直至6月开始才明显修复。

图表：消费者服务HK、A股餐饮、酒店、景区、免税股价较2020年1月初股价的涨跌幅（%）及板块复苏趋势



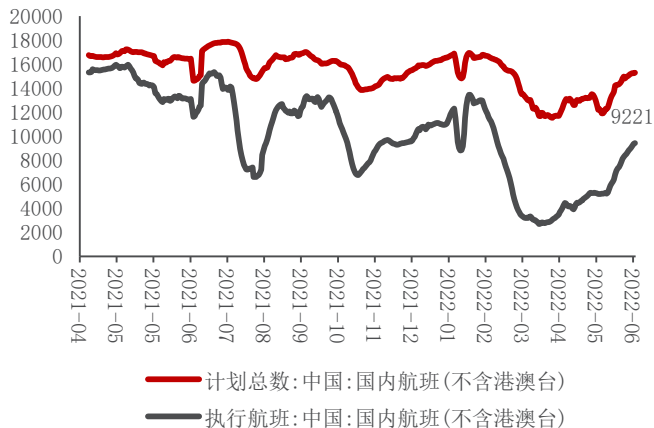
资料来源：WIND，民生证券研究院

02

经营数据边际改善为起点，政策拐点为直接催化，后续为利润验证期

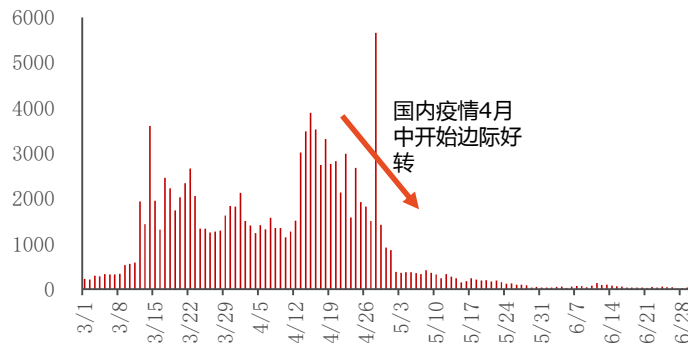
- 复盘本轮疫情后修复情况，政策面仍然构成影响出行的决定性因素，对政策的预判构成对未来出行预测的基础，政策拐点为把握行业经营变化的关键时间窗口：本轮国内疫情在4月中旬达到顶峰而后开始边际好转，这一变化亦较为快速地反映在航空出行数据上；但真正使得出行明显改善的事件来源于更加决定性的出行政策变化，如6月初以来，多地跨省出行政策/检测政策放宽，使得出行数据修复更加陡峭。
- 6月底新版诊疗方案发布&行程码摘星标志着国内出行进入新阶段，板块修复预期亦达到年内高位：后续将进入经营数据/利润验证期。

图表：跨省出行于6月后开始快速修复（单位：次）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：出行数据背后是出行政策的变化（单位：人）



资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

图表：出行政策的变化为关键拐点



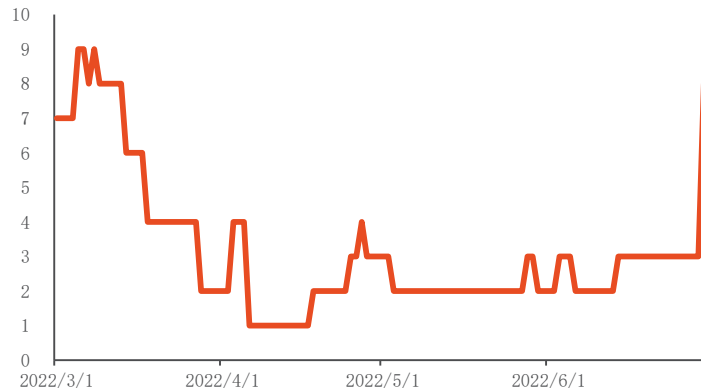
资料来源：各省市防疫政策整理，民生证券研究院

02

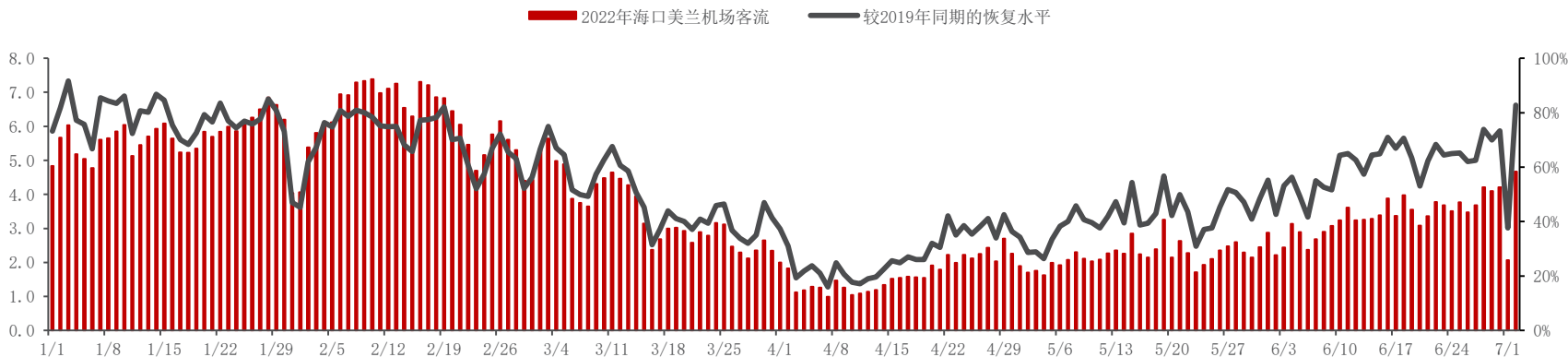
可选型线下消费短期内经营弹性较大

- 在近期一系列出行/隔离/检测政策放宽的催化下，板块已经经历了预期修复的第一阶段，未来将进入个股经营数据/利润验证阶段：短期内建议优先关注经营弹性较大的标的；根据我们的数据跟踪，此前管控更为严格的、可选型线下消费如长线游、景区、小酒馆等，在7月出行/消费场景政策放宽后，经营修复的弹性更大；看好后续经营数据的高弹性修复形成对短期股价的持续利好。

图表：宋城演艺演出场次变化（单位：次）



图表：海口美兰机场6月运送旅客数明显修复（单位：万）



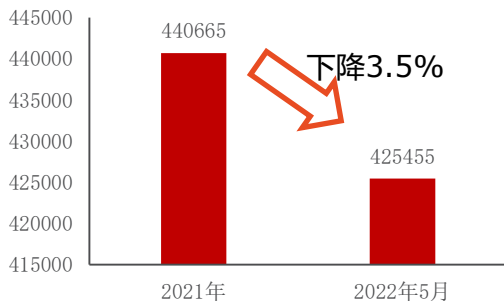
资料来源：宋城演艺公众号，海口美兰机场微博，民生证券研究院

02

疫情冲击下部分行业洗牌/格局改善，看好龙头企业“剩者为王”

- 受疫情影响，诸多线下消费业态“子赛道”供给出清，而得益于更强的抗风险能力，部分龙头标的仍维持逆势扩张：我们看好该部分公司在未来的市场环境下迎来更好的竞争格局，同时扩张下的规模效应亦使其构建了更加稳固的竞争壁垒。
- 其中以酒店龙头表现最为突出，疫情期间门店扩张不降反增，19-21年整体市占率持续提高。由2019年的9.6%提高到2021年的15.82%。

图表：2022年5月国内茶饮门店数较21年初下降3.5%（单位：家）



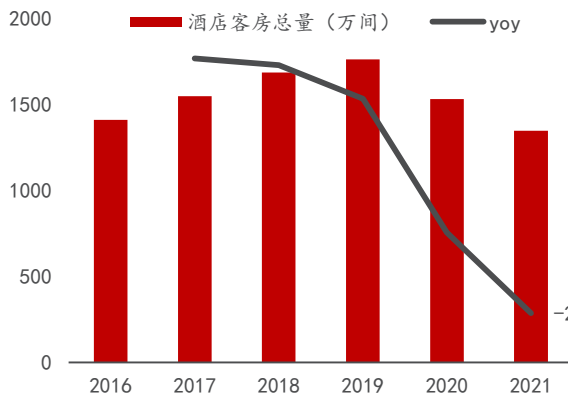
资料来源：番茄资本，民生证券研究院

图表：奈雪的茶维持了较快的拓店速度（单位：家）



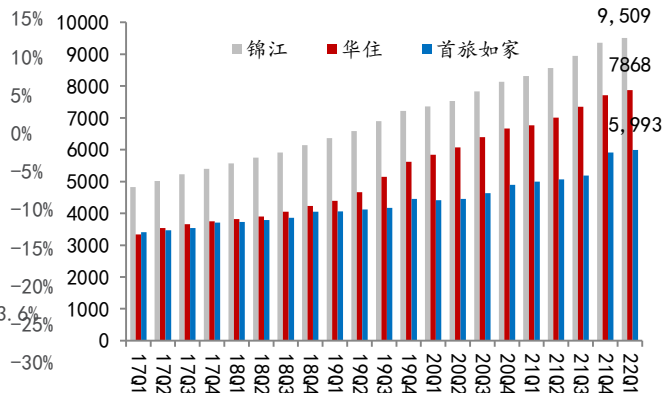
资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

图表：酒店行业总供给较疫情前的19年去化23.6%



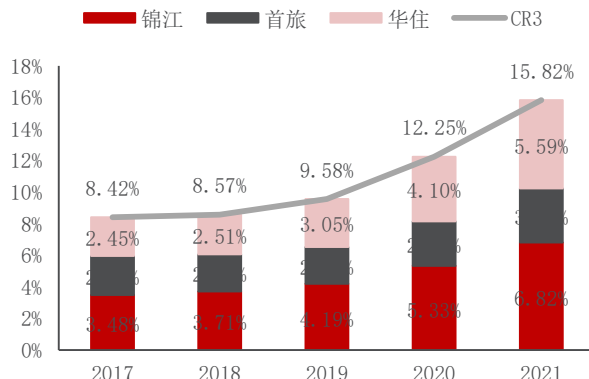
资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

图表：酒店龙头境内门店数持续扩张（单位：家）



资料来源：锦江、华住、首旅公司财报，民生证券研究院

图表：酒店龙头市场占有率不断提高



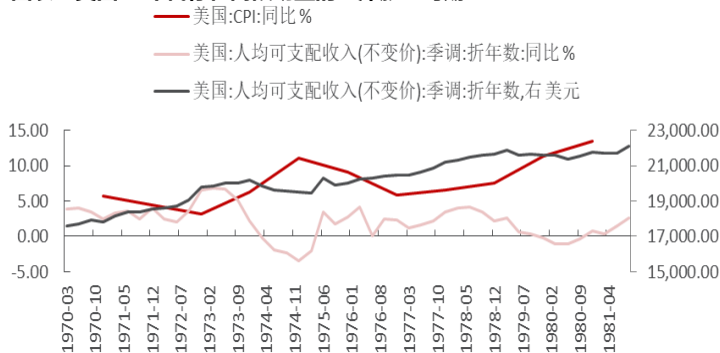
资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

02

休闲消费具备抗通胀属性，看好后疫情时代新兴休闲方式涌现

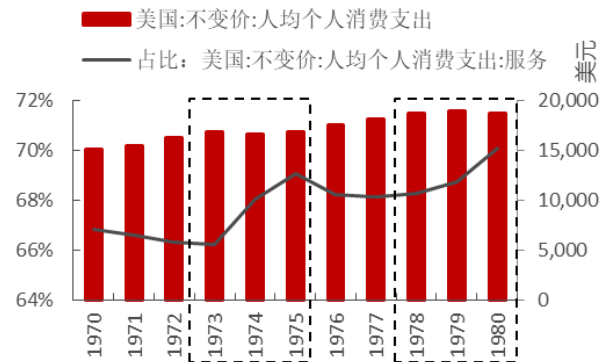
- 通过复盘美国历史消费数据，我们发现休闲服务消费具备较强的抗通胀属性：美国70年代存在着1973.02-1974.12，1978.09-1980.05两段明显的滞胀时期，该阶段内CPI维持增长，而经济增速/居民收入增速均较承压；而在该阶段内，服务支出占居民支出比例均大幅上升。希尔顿的财报中即提到“拉斯维加斯的旅游业发展使希尔顿的酒店业务大幅受益，1972年公司将继续投入1560万美元在拉斯维加斯扩展600间房和升级装修”，1978年中这些投入明显获得了优良回报，拉斯维加斯的两个酒店在1978年获得了收入108%的增长。
- 我们认为这一现象的前提条件为：1) 基础收入绝对值达到一定水平线；主要原因在于：2) 闲暇机会成本下降。当前中国人均GDP已达到美国/日本80年代水平，上海等发达地区人均GDP甚至接近美国90年代水平，为休闲/精神消费创造了基础收入条件支撑；未来随着国内经济增速趋缓，我们认为中产阶级将更多地拥抱闲暇，看好度假酒店等新兴休闲方式在后疫情时代实现快速发展。

图表：美国70年代存在两段明显的“滞胀”时期



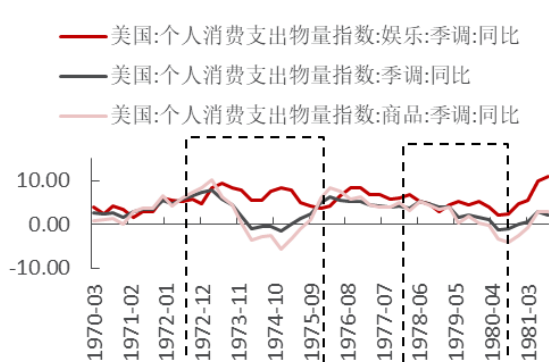
资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：在两次滞胀时期，服务支出占居民个人支出比例都在上升



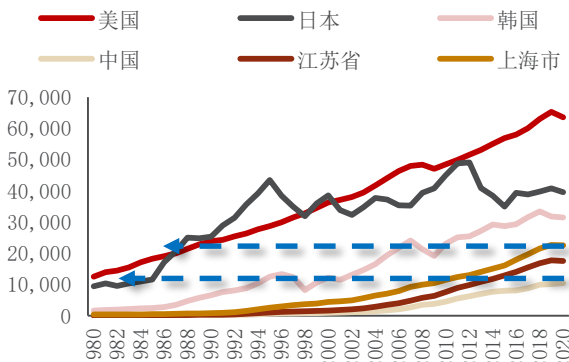
资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：在两次滞胀时期，服务支出占居民个人支出比例都在上升



资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：我国当前人均GDP（美元）接近美国/日本80年代水平



资料来源：WIND，民生证券研究院

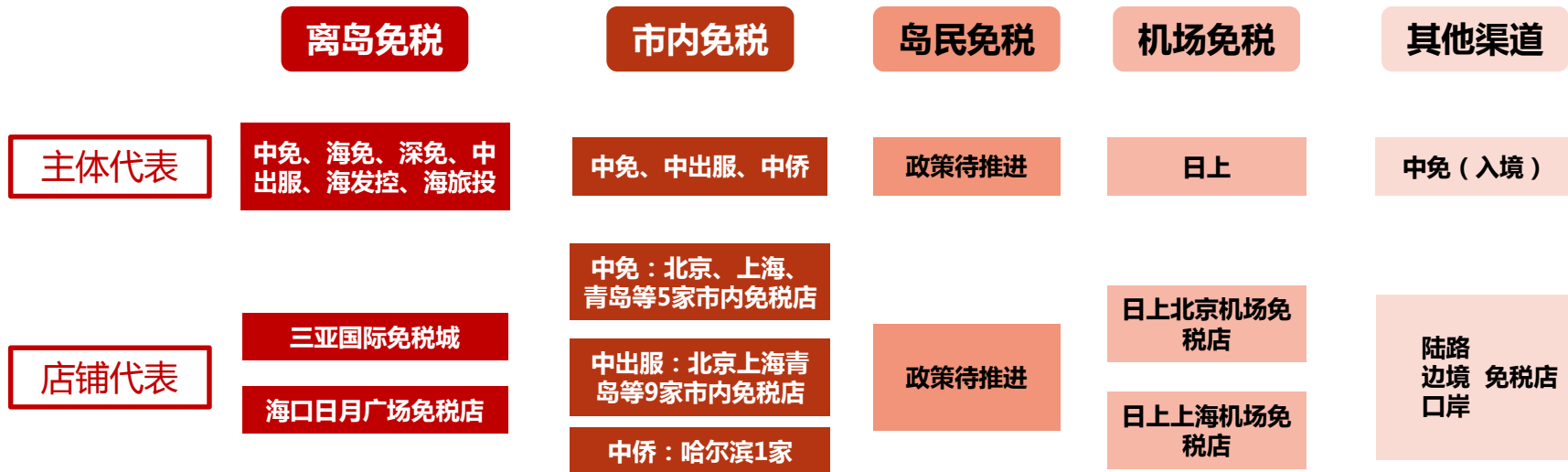
03. 子版块：免税高景气蓄势待发，酒店/景区/餐饮复苏进行时，人服/职教迎政策催化

3.1 免税：潜在需求逐步激活，高景气度蓄势待发

3.1 免税：潜在需求逐步激活，高景气度蓄势待发

➢ 现阶段，离岛免税政策拉动免税行业高成长，岛民与市内免税市场待政策落地后或迎需求放量。

免税渠道体系

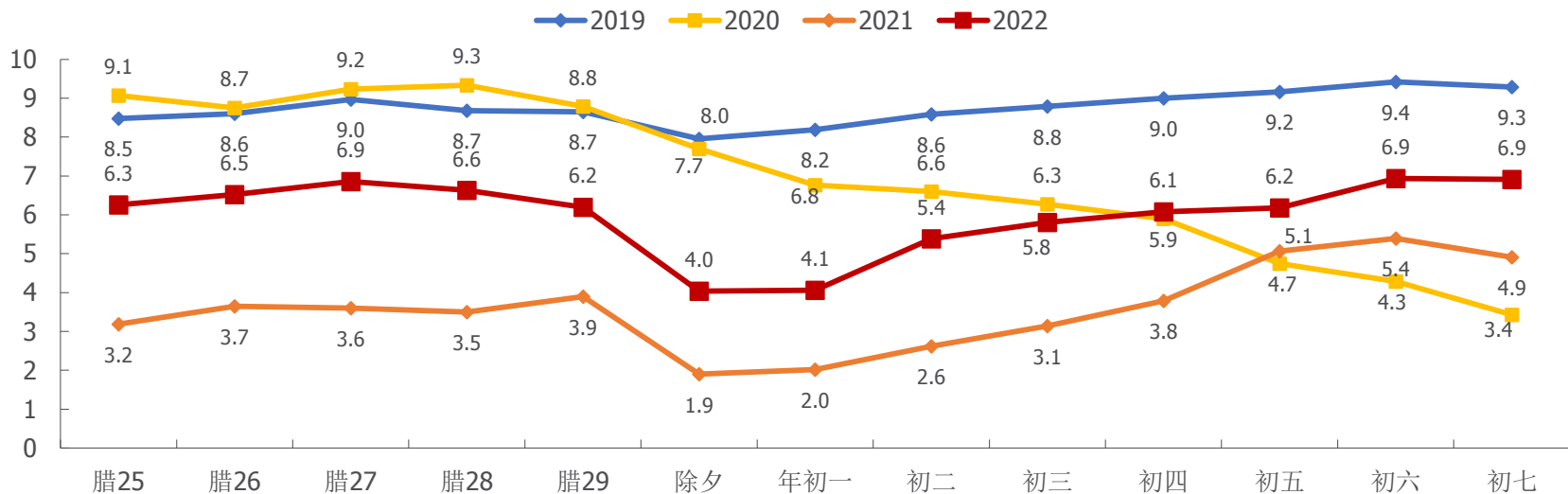


资料来源：民生证券研究院绘制

3.1 回顾2022H1，春节期间销售火爆验证免税景气度，消费同比高增

- 春节期间海南省进出港人数明显回升，岛内三大机场春节期间累计保障进出港旅客超85万人次，同比提升46.96%。其中，三亚机场共运送旅客44.7万人次，同比去年春节黄金周分别增长32.4%和29.1%。海口美兰机场运送旅客38.84万人次，同比增长52.78%和65.06%，同时2月6日、7日单日运送旅客数已经接近7万人，逐步向2019年的水平靠拢。
- 在客流的拉动下，免税消费快速增长。海南省商务厅数据显示，2021年1月31日至2月6日，海南省10家离岛免税店总销售额21.31亿元，同比增长151%。其中，免税销售额19.44亿元，同比增长156%；免税购物人数30.18万人次，同比增长138%；购买免税品件数181.58万件。

图表：海口美兰机场春节期间运送旅客数情况（单位：万人次）



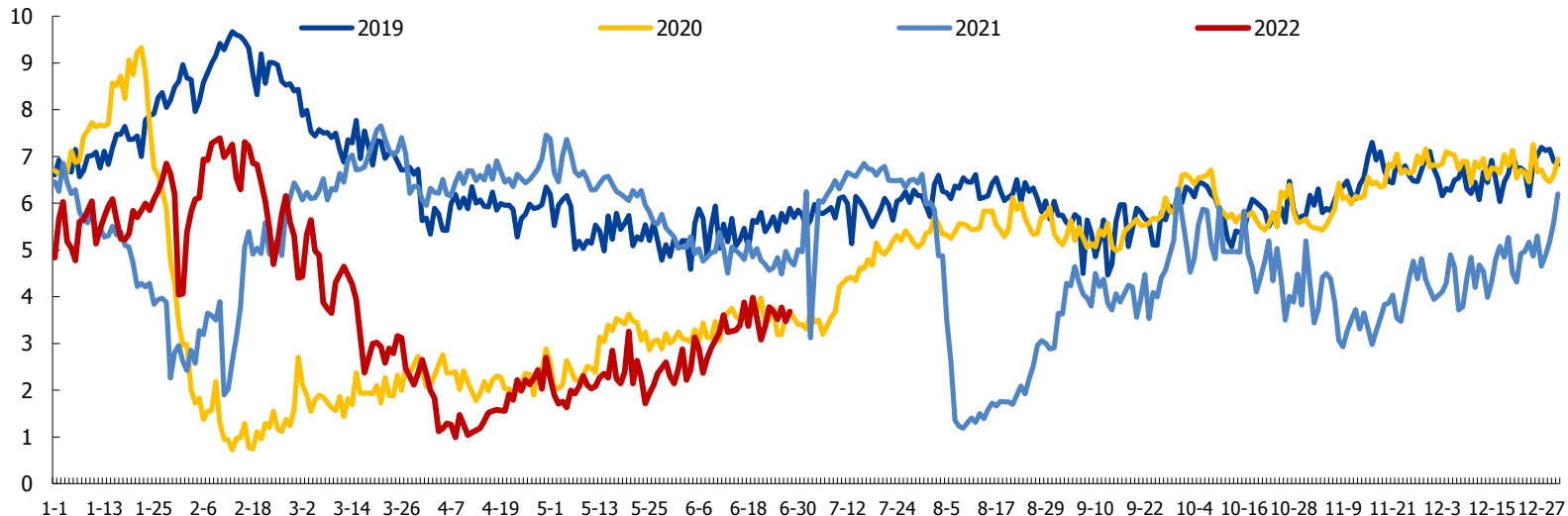
资料来源：海南旅游和文化广电体育厅，民生证券研究院

3.1

Q2疫情影响客流，6月海南入岛政策调整有望拉动下半年客流

- 今年前两个月，海南10家离岛免税店总销售额128.73亿元，同比增长33%。其中，免税销售额119.46亿元，同比增长38%；免税购物人数212.66万人次，同比增长36%；免税购买件数1262.3万件，同比增长53%。步入3月，海南离岛免税购物受疫情影响较大，3月1日至23日，海南10家离岛免税店总销售额22.96亿元，同比呈下降趋势。当前疫情对消费需求形成了一定抑制，后续随着疫情缓解行业景气度有望稳步回升。
- 6月19日海南省发布《关于调整完善来（返）琼人员疫情防控措施的通知》，通知指出：疫情防控措施非涉疫区人员来（返）琼前，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；涉疫地区人员来（返）琼前，核酸阴性证明改为48小时内1次；入境人员防控措施由“14+7”改为“10+4+3”。该次调整或将直接拉动入岛客流，进而推动离岛免税销售营收增长。

图表：海口美兰机场历年运送旅客数情况（单位：万人次）



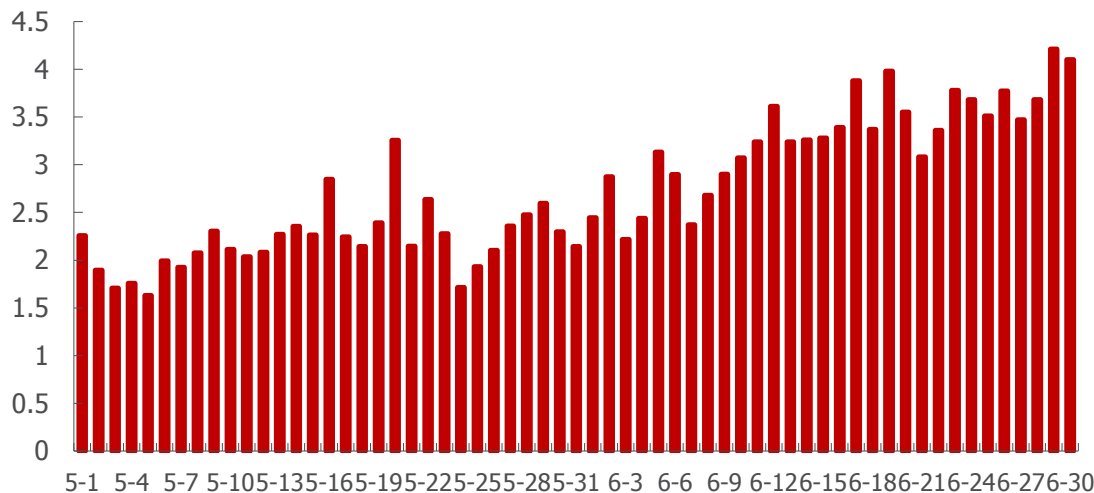
资料来源：海南旅游和文化广电体育厅，民生证券研究院

3.1

6月海南岛客流复苏明显，免税市场开启暑期旺季

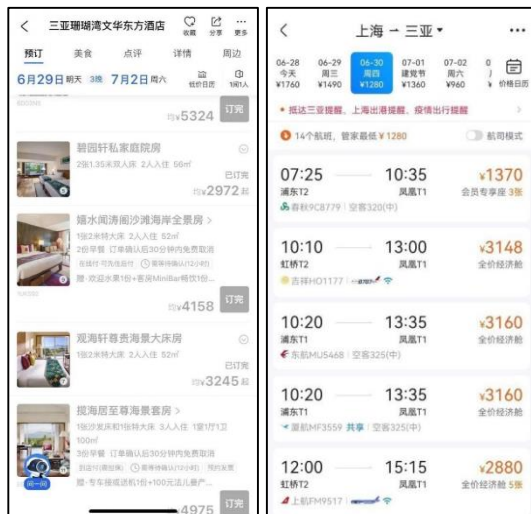
- 自五月份开始，海南入岛客流出现明显改善，2022年6月末美兰机场运送旅客数量已经达到4万人次的量级，接近2022年Q1的70%。由于客流是离岛免税消费转化的前提，因此我们认为海南离岛免税消费水平也将恢复至疫情前的70%左右。
- 去哪儿数据显示，6月25日至6月26日，飞赴海南的客流量环比上周末几乎翻倍，全国酒店预订量超过了2019年同期。在跨省游开放和暑期游的“加持”下，全国旅游市场正迎来一个向上的“拐点”。同时，去哪儿大数据显示，6月25日至6月26日飞赴三亚的机票出票量环比6月18日至6月19日增加了93%，飞赴海口的机票出票量增加了92%。其中，上海-三亚出票量增加近1.5倍。

图表：海口美兰机场6月运送旅客数明显修复（单位：万人次）



资料来源：海口美兰机场官方微博、携程APP、民生证券研究院

图表：海南三亚酒店及机票预订需求旺盛

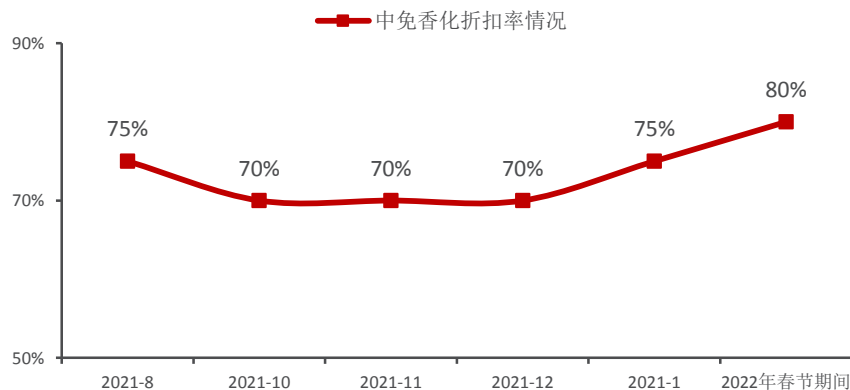


3.1 2022折扣力度逐步收窄，疫情期间折扣力度仍未提升

➤ 2022折扣力度收窄，发展由“量”转“质”

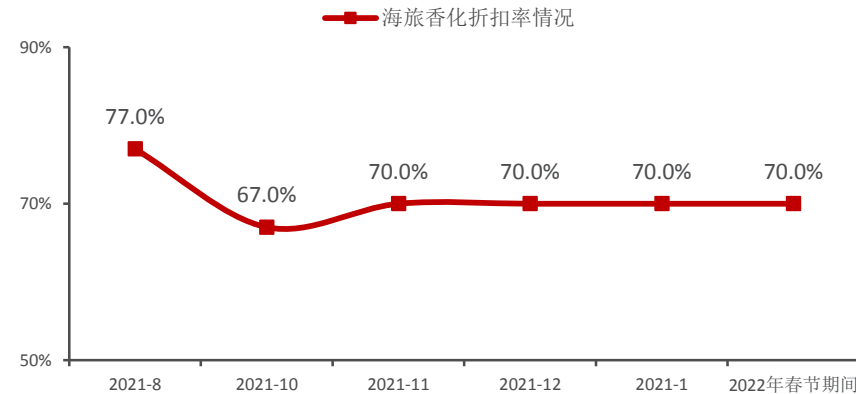
- 同时据我们观测，以中国中免为代表的部分免税商已经逐步收窄折扣力度，以中免为例在2021年三四季度进行了部分产品“三件7折”的活动目前已经结束，取而代之的是部分产品“一件85折”以及“特定单品7折”。折扣力度的收窄有助于中国中免的毛利率的提升，并进一步推动利润高速增长。
- 同时在疫情期间，多家免税商也没有为了销售额而进行更大力度的促销，而是转为追求“质量”。我们认为目前海南离岛免税的主要“玩家”已经基本形成共识，打折所形成的价格战对于整个免税市场是一种超前消耗，长期的竞争力来源于产品丰富度，良好的消费体验以及规模优势。
- 目前海南各离岛免税运营主体正积极转向线上的跨境电商销售，利用有税业务持续激发用户兴趣，提升整体收入水平。

图表：中国中免部分香化产品折扣率变动情况（2021Q3-2022春节）



资料来源：CDF、海旅投免税官方APP，民生证券研究院，民生证券研究院

图表：海旅部分香化产品折扣率变动情况（2021Q3-2022春节）



资料来源：CDF官方APP，民生证券研究院，民生证券研究院

3.1 春节以来，免税渠道折扣率基本维持稳定

➤ 2022折扣力度收窄，发展由“量”转“质”

- 从渠道端来看，当前各个免税渠道折扣相对稳定，相对年初未表现明显出折扣加深趋势。选取国际美妆龙头品牌的部分核心产品，计算可得不同免税渠道折扣率差异不大，折扣幅度集中于65-85折之间，并未表现出明显折扣力度加大趋势。
- 从产品端来看，中高端明星单品与轻奢高端单品的折扣率存在差异。中高端明星单品（如：兰蔻小黑瓶肌底液）折扣率更低、不同渠道折扣差异更小，但是轻奢高端单品（如：海蓝之谜精华露）的折扣率相对较轻且不同渠道折扣差异更为突出。

图表：部分知名美妆品牌热门单品折扣情况（2022年6月）（价格单位：元）

品牌	HR/赫莲娜		LA MER/海蓝之谜		雅诗兰黛		兰蔻	
产品	绿宝瓶强韧修护精华100ml 		浓缩修护精华露50ml 		第七代小棕瓶精华100ml 		小黑瓶精华肌底液100ml*2 	
免税渠道	价格	折扣	价格	折扣	价格	折扣	价格	折扣
中免	1417	72%	2333	67%	658	66%	1431	72%
海旅	1584	80%	3498	100%	721	72%	1488	74%
海控	1980	100%	2449	70%	636	64%	1439	72%
免税渠道原价	1980	-	3498	-	995	-	1998	-

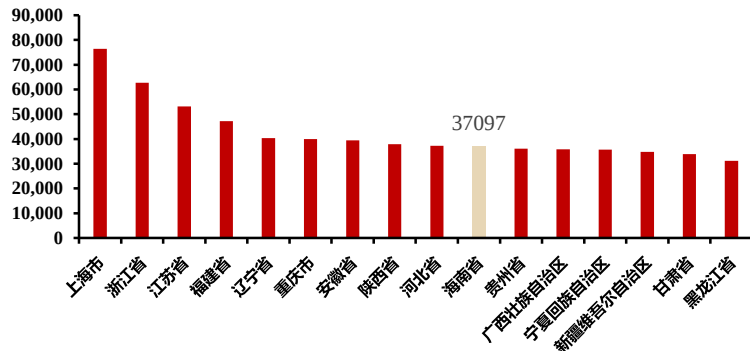
资料来源：中免CDF官方APP、海旅会员购小程序、全球精品免税城，民生证券研究院

3.1 免税：行业高景气度延续，潜在需求或将激活

岛民免税及市内免税：政策有待优化落地，未来或迎需求放量

- 岛民免税政策有望尽快落地，未来潜在市场空间大。**2021年11月10日，海南省人民政府办公厅公布“十四五”规划，再次确定推动岛内居民日用消费品“零关税”政策落地实施，目前，有关部门正在加快制定清单。这意味着海南居民将来可以不出岛购买“进口商品”，生活成本至少下降30%以上。我们预计该政策将与现有离岛免税政策起到错位配合作用。根据国家统计局，2020年海南省常住人口约1011万人，人均可支配收入37097元，待政策放开后，市场潜力极大。
- 市内免税店分为出境及入境两类，国内发展尚处于初期。**目前仅中国中免拥有离境市内免税牌照，中出服及中侨运营的均为面向归国人员的入境市内免税店。除此三家外，2020年6月王府井获得相关牌照，未来或将成为市内免税店新晋“玩家”。
- 中国市内免税政策有望放宽，优化落地后或迎增量。**自2020年发改委提出“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”后，各地陆续发布文件推动新政策落地。目前我国市内免税限额仅为8000元，与离岛免税的10万额度相比尚有较大放宽空间。随后续市内免税店在更多城市的建设落地与其他购买条件的放宽，该市场有望进一步引导境外消费回流，释放免税需求潜力。

图表：2020年各省城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：我国市内免税店情况

种类	购买人要求	提货方式	运营主体	地区
出境市内免税店	出境外国人、港澳台同胞	店内购买，出入口岸提货	中免	北京、上海、青岛、大连、厦门等5家
入境市内免税店	持护照入境年满16周岁的中国籍旅客，自入境之日180天内，可凭本人护照购买。	店内购买并提货	中出服	北京、上海、杭州、南京、重庆、青岛、大连、郑州、哈尔滨等9家
			中侨	仅哈尔滨1家

资料来源：中国政府网、国家统计局，民生证券研究院

3.1 行业高景气度延续，头部“玩家”地位稳固，“新势力”势头正劲

➤ 离岛免税：五大“玩家”同台竞技 中免地位稳固

- 竞争格局稳固**：目前离岛免税市场，一共有中免（包括海免）、海旅投、海发控、中出服、深免五家持牌运营商。其中中免在离岛免税市场规模占较大优势，根据中免港股招股书和WIND数据计算，以2021年1-5月中免离岛免税销售额/海南总体离岛免税销售额计，中免市占率超过90%，在已经运营的10家免税店中，有6家属于中免，中免在免税店数量和体量规模上都占主导地位。
- 中免覆盖产品类别全面，合作品牌知名度高**：包括香水、化妆品、手表、首饰、旅行箱、时尚等12大类别。各个大类均与世界知名品牌有所合作，以香水为例，合作品牌方有Chanel、Bottega Veneta、Gucci、Christian Dior、HERMES、YSL等。

图表：离岛免税竞争格局

城市	运营商	离岛免税店	开业时间	经营面积
三亚	中免	三亚国际免税城	2014. 9. 1	一期建筑面积12万平米，二期建筑面积6.5万平米
	中免	三亚国际免税城一期2号地	预计2023年运营	总面积17.25万平米
	中免	三亚凤凰机场免税店	2020. 12. 30	800平（计划扩增至6800平米）
	中出服	三亚国际免税购物公园	2020. 12. 30	计划面积4.3万平米，一期1.5万平米
	海旅投	海旅免税城	2020. 12. 30	9.5万平米
海口	海免	美兰机场免税店	2011. 12. 21	1.4万平米
	海免	日月广场免税店	2019. 1. 19	2.2万平米
	中免	美兰机场二期免税店	2021. 12. 2	1万平米
	海发控	全球精品海口免税城	2021. 1. 31	3.89万平米，一期3000平米
	深免	观澜湖免税店	2021. 1. 31	计划面积10万平米，一期2万平米
博鳌	中免	海口国际免税城	预计2022Q3	15万平米
	海免	博鳌免税店	2019. 1. 19	4200平米

资料来源：海南日报等，中免公司官网，民生证券研究院

图表：中国中免香化产品覆盖全面

香水

Anna Su 安娜苏	Akane 爱丽丝	Aesop	BENETTON 贝纳通
Bathem 碧欧泉	Bulgari Bvlgari 宝格丽	Burberry 博柏利	Bulga 宝格丽
Calvin Klein 卡尔文克莱	Chanel 香奈儿	Chanel 香奈儿	Chanel 香奈儿
Christian Dior 迪奥	Clarins 娇韵诗	Clarins 娇韵诗	Clarins 娇韵诗
Davidoff 大卫杜夫	DESEL 迪赛	DESEL 迪赛	Dolce&Gabbana 杜嘉班纳
Elizabeth Arden 雅诗	Emporio Armani 阿玛尼	Escada 爱诗卡丹	Estee Lauder 雅诗兰黛
Fendi 芬迪	FERRAGAMO 菲拉格慕	FERRARI 法拉利	Gorgio Armani 乔治阿玛尼
Gucci 古驰	Guarini 碧芝	HERMES 爱马仕	Hugo Boss 优博士
ICEBERG 冰山	ISSEY MIYAKE 三宅一生	JOHN GALLIANO 约翰加利亚诺	Jurlique 茱莉蔻
Kaloo 布鲁斯	Kenzo 肯卓	L'Occitane 欧舒丹	L'Oréal 欧莱雅
Lacoste 来格士	Lancaster 兰嘉丝汀	Lancome 兰蔻	Larvin 浪凡
Marc Jacobs 马尔克雅各布	Marina de Bourbon 皇家玛琳娜	Montblanc 万宝龙	Multimedia 多美迪
NBA POCO 潘妮潘妮	PRADA 普拉达	Ralph Lauren 劳拉罗伦	SISLEY 希思黎
SK-II	Tincote 天美	Tommy 汤米	Tua 杜美
Valentino 华伦天奴	Vera Wang 薇拉	Versace 范思哲	YSL 圣罗兰
Zegna 杰尼亚			

化妆品

Anna Su 安娜苏	Aesop	BENETTON 贝纳通	BENETTON 贝纳通
Bathem 碧欧泉	Borghese 贝佳斯	Burberry 博柏利	Chanel 香奈儿
Chloe 克洛伊	Christian Dior 迪奥	Clarins 娇韵诗	Clarins 娇韵诗
Dove 多芬	Elizabeth Arden 雅诗	Escada 爱诗卡丹	Estee Lauder 雅诗兰黛
Gorgio Armani 乔治阿玛尼	Good Skin Labs	H2O+ 水芝兰	HR 赫莲娜
Jurlique 茱莉蔻	Kenzo 肯卓	Kiehl's 科颜氏	L'Occitane 欧舒丹
L'Oréal 欧莱雅	La Mer 海蓝之谜	Lancaster 兰嘉丝汀	Lancome 兰蔻
Laneige 兰芝	Lie aux Arômes 乐尔安	Mamonde 梦安	Mishoku 明色
Pond's 旁氏	SEKKISEI 雪肌精	Shu uemura 植村秀	SISLEY 希思黎
SK-II 雪花膏	Sulwhasoo 雪花膏	Tincote 天美	YSL 圣罗兰

资料来源：各公司公告，中免公司官网，民生证券研究院

3.1 中国中免：强者恒强，海口新海港门店将大幅提升公司承载力

➤ 中国中免：Q1营收及利润延续增长趋势，Q3暑期旺季将至，新海港值得期待

Q1中免春节销售火爆，据公司披露，2022年1至2月，公司实现营业收入131亿元左右，同比增长约20%；实现归属于上市公司股东的净利润24亿元左右，同比增长约20%。Q2虽受到疫情影响，但公司积极开展线上销售，探索多渠道营销，有效拉动Q2营收。随着暑期旺季到来叠加海口新海港门店营业，中免营业能力将得到大幅增强。

线下扩地破解旺季瓶颈：多个商业综合体开建，预计22年整体商业面积增长2倍以上。目前，公司于海南离岛免税市场的营业面积约15万㎡，未来随着海口国际免税城、三亚国际免税城的落成与二期的扩建，商业面积继续增加，有望缓解旺季接待瓶颈。

图表：中免海口新海港俯视图



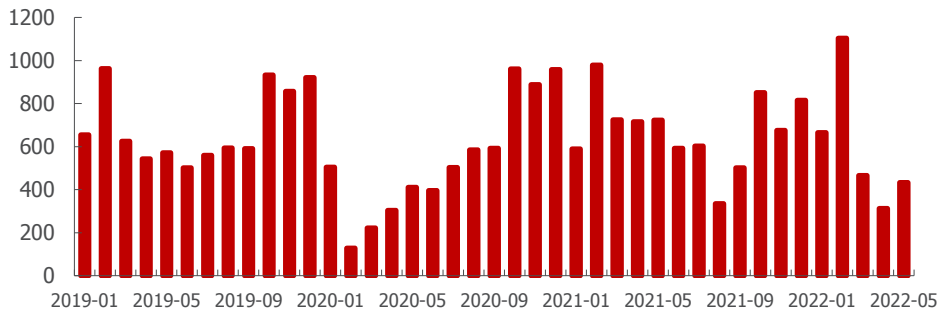
资料来源：中国旅游集团官网，民生证券研究院

图表：公司在海南离岛免税扩建信息

城市	地址	面积	开业时间
三亚	三亚凤凰机场	扩建后约6000㎡	2022
三亚	三亚国际免税城一期二号地	10.88万㎡	2022年底
海口	海口国际免税城，新海港东侧	一期17万㎡，二期23万㎡	一期2022中

资料来源：各公司公告，WIND，民生证券研究院

图表：Q1及Q4是海南旅游旺季（海南接待游客当月人数；万人次）



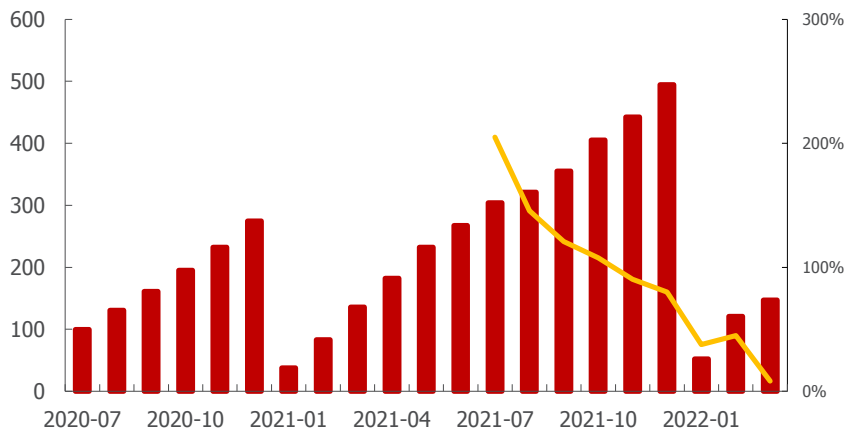
资料来源：海关总署，WIND，民生证券研究院

3.1 免税：行业高景气度延续，潜在需求或将激活

➤ 中国中免：2022年离岛免税加速发展，2025三大回流推动行业极大空间

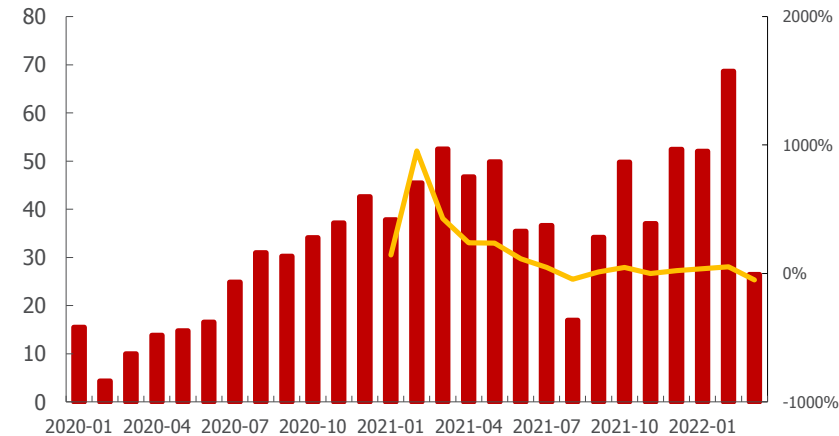
- 据海南省人民政府代理省长冯飞于2021年1月24日所作政府工作报告指出，“十四五”时期海南将完善全岛免税销售网络，实现国外商品和国内购买力充分对接，吸引免税购物回流3000亿元。以此为锚，我们认为海南省免税消费仍有较大空间。
- 免税消费的基础是客流。当前海南省或将逐步实现“三大回流”，分别为海外购物消费回流、海外就医回流以及海外留学回流。随着海南国际旅游医疗旅游先行区、黎安国际教育创新试验区建设的稳步推进，未来海南有望吸引全球消费者，整体客流量或将持续提升，并最终反哺海南旅游消费。

图表：2021年海南离岛免税消费购物金额累计值（单位：亿元）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图表：海南离岛免税购物金额当月值（单位：亿元）



资料来源：WIND，民生证券研究院

3.1 行业高景气度延续，头部“玩家”地位稳固，“新势力”势头正劲

➤ 海发控及海旅投加速上市进程，未来市场主要“玩家”实力更为强劲，行业加速发展。

- 海旅投：2022年5月，海汽集团公告称正筹划重大资产重组事项，拟购买海南旅投持有的海旅免税的部分或全部股权，并向符合条件的特定投资者发行股份募集配套资金。
- 海发控：2022年5月，海南发展公告海南控股要约收购海南发展进度。海南发展以14.49元/股非公开发行414.08万股，募集资金总额约6.00亿元，扣除各项发行费用后募集净额为5.87亿元，定增股份全部由海南控股出资认购，并于5月12日在深交所上市。定增完成后海南控股持股比例由发行前的27.12%上升至30.69%。海南控股承诺本次非公开发行完成后三年内通过协议转让、发行股份购买资产等方式将公司旗下全球消费精品(海南)贸易有限公司控股权注入发海南发展。

图表：海南控股要约收购海南发展过程中已履行的相关程序

时间	本次收购中已履行的相关程序
2021年4月8日	海南控股董事会审议通过本次股份认购事宜；海南发展第七届董事会第十次会议通过本次非公开发行方案及本次股份认购事宜；
2021年4月9日	海南控股和海南发展签署了《附生效条件的股份认购协议》。
2021年4月28日	海南省国资委出具《海南省国有资产监督管理委员会关于海控南海发展股份有限公司调整非公开发行项目的批复》（琼国资重[2021]49号），原则同意海南发展向海南控股非公开发行41,407,867股A股股票的方案。
2021年5月6日	海南发展召开2020年年度股东大会，审议并通过了关于本次非公开发行及本次股份认购的相关议案。非关联股东通过股东大会决议同意公司控股股东免于以要约收购方式增持公司股份。
2021年8月16日	本次非公开发行获中国证监会发审委审核通过，
2021年9月3日	海南发展取得中国证监会出具的《关于核准海控南海发展股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2021〕2841号）。
2022年4月29日	海南发展就本次新增股份向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕登记、托管及限售手续

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.1

海汽集团：拟收购海旅免税，“免税新军”整装待发

➤ 转型综合旅游服务，优势互补实现双赢

2022年5月公司发布公告称，海汽集团拟向海南旅投发行股份及支付现金购买其持有的海旅免税的100%股权。海旅免税2022Q1实现归母净利润0.62亿元，归母净利率达4.45%，全年归母净利润有望实现突破。

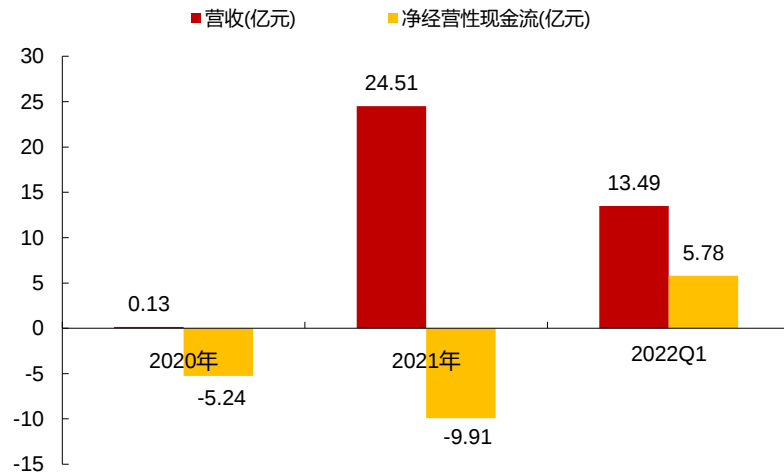
海旅免税优质资产注入有望提升上市公司盈利能力，而上市公司平台亦为海旅免税提供更丰富和便捷的融资途径，有助于公司获得更多资本优势完善自身业务布局和提高运营能力，海汽集团将保持海旅免税原有主要经营管理团队的稳定性，并纳入上市公司激励体系，同时公司支持海旅免税从外部引进优秀人才提升运营能力。

图表：海旅三亚免税城



资料来源：海旅投公司官网，各公司公告，民生证券研究院

图表：2020年-2022Q1海旅免税营收及现金流情况



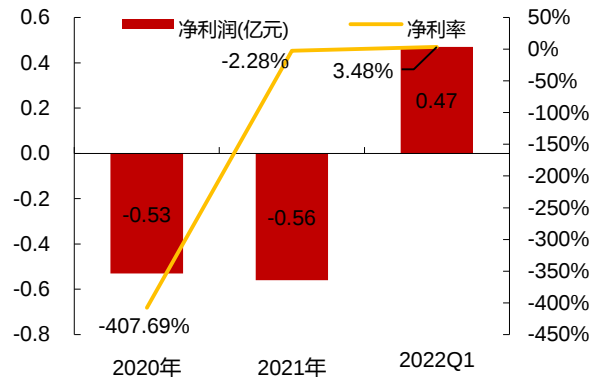
资料来源：海旅投公司官网，各公司公告，民生证券研究院

3.1 海汽集团：海旅免税疫后盈利能力持续恢复，营运能力表现亮眼

➤ 海旅免税疫后盈利能力持续恢复，营运能力表现亮眼。

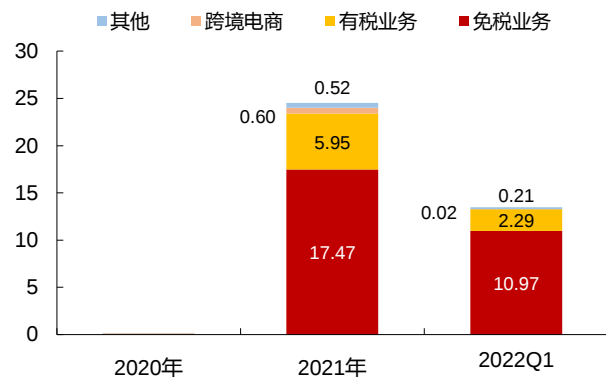
- 海旅免税2022Q1扭亏为盈，2020年/2021年/2022Q1净利润分别为-0.53/-0.56/0.47亿元，净利率约为-407.69%/-2.28%/3.48%。
- 拆分业务来看，2021年海旅免税旗下免税/有税/跨境电商/其他业务收入分别为17.44/5.95/0.60/0.52亿元，同比增长864.44/178.33/7.70/48.10倍，毛利率分别为18.50%/8.24%/16.24%/100.00%。
- 拉格代尔为主要供货商，未来将加强供应链渠道多元化建设。2020年/2021年/2022Q1海旅免税向国际旅游零售商拉格代尔采购额占比分别为62.37%/77.53%/60.79%。免税持牌企业在发展初期考虑到国际品牌、旅游零售商在品牌资源和产品渠道方面的优势，通常与其在供应链方面进行战略合作，待上下游渠道逐渐完善后会逐步降低供货集中度。

图表：海旅免税净利润及净利率情况



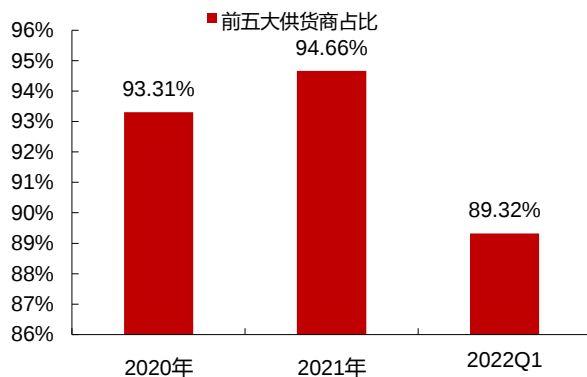
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：2020年-2022Q1海旅免税分业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：2020年-2022Q1海旅免税供货商集中度已逐步下降



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.1 海南发展：三年内免税资产将注入，卡位海口承接优质客流资源

➤ 海发控旗下免税店位于海口市内海航日月广场，区位优势明显，有望直接受益于客流修复。

- 海发控旗下全球精品（海口）免税城二期已于2021年8月正式开业，面积达3万平方米，共有超过200多个国际一线大牌入驻其中，海发控旗下免税店有望承接旅游复苏后的旺盛客流，提升全省离岛免税整体规模。
- 与中免及海旅免税相比，海发控旗下全球精品（海口）免税城体量仍有较大发展空间，随着该部分资产注入上市公司，海发控免税城有望在产品供给端获得更多资源，进而为消费者提供更好体验。

图表：海发控全球精品（海口）免税城



资料来源：海发控官网，百度地图，民生证券研究院

图表：海发控全球精品（海口）免税城位于海口市区



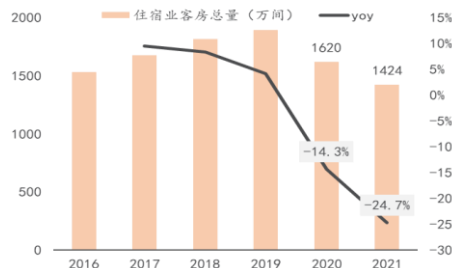
3.2 酒店：景气复苏、长期成长与板块级的价值重估

3.2

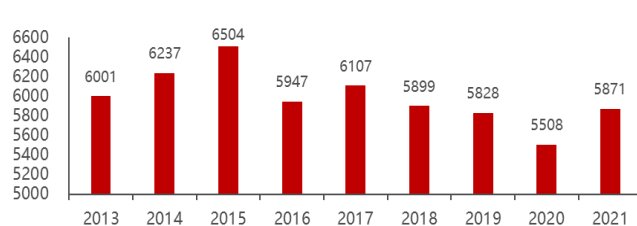
行业逻辑：供给深度出清，周期反转在望，近期需求修复清晰

- **新冠疫情造成供给端历史性去化。**据中国饭店业协会，2021年国内酒店供给进一步出清，住宿业客房总量去化24.7%。中国酒店行业在本轮周期中，于2020年初率先复苏，而后基于疫情反复下的防控强弱呈震荡趋势，由于供给深度出清/结构升级，ADR恢复率领先。
- **从当前的需求面来看，6月份需求加速复苏。**根据我们跟踪，航空公司客座率与酒店入住率高度相关，6月以来随着跨省游复苏，各地放宽出行政策，当前日度航班班次数据已经恢复至3月初水平。

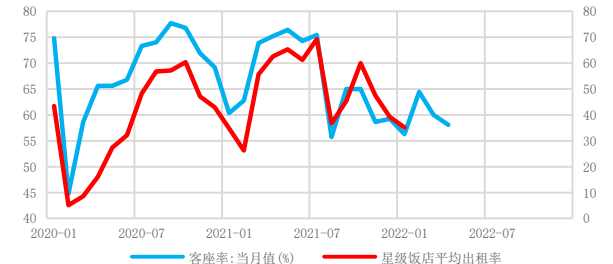
图表：2021国内住宿业客房总量去化24.7%



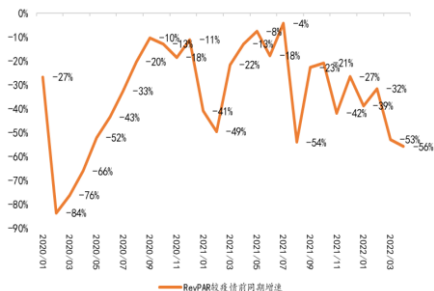
图表：2013-2021年餐饮/住宿固定资产投资完成额 (单位：亿元)



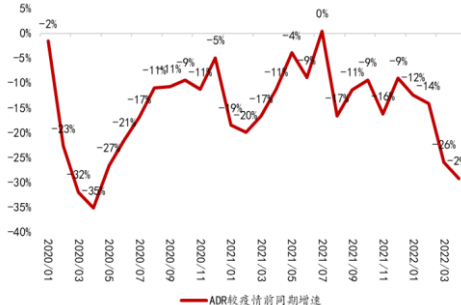
图表：东方航空客座率与星级饭店平均出租率高度正相关



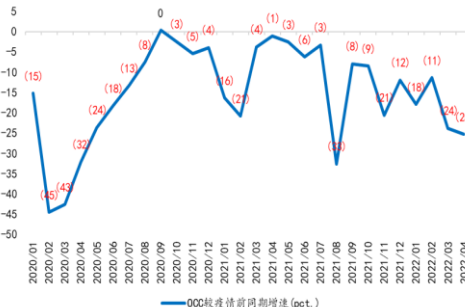
图表：RevPAR较疫情前增速



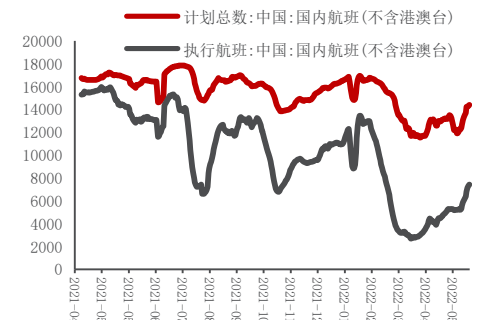
图表：ADR较疫情前增速



图表：OCC较疫情前增速



图表：航班数恢复至3月初的水平 (单位：次)

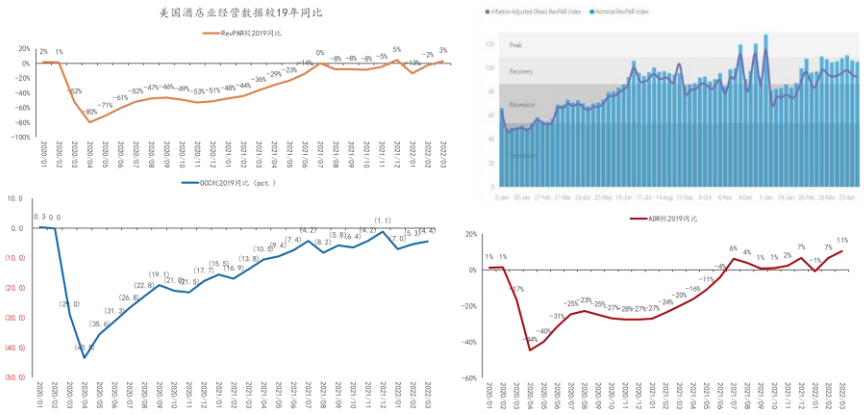


资料来源：盈蝶咨询，WIND，民生证券研究院

3.2 对标海外：疫后需求修复，已进入盈利回升期

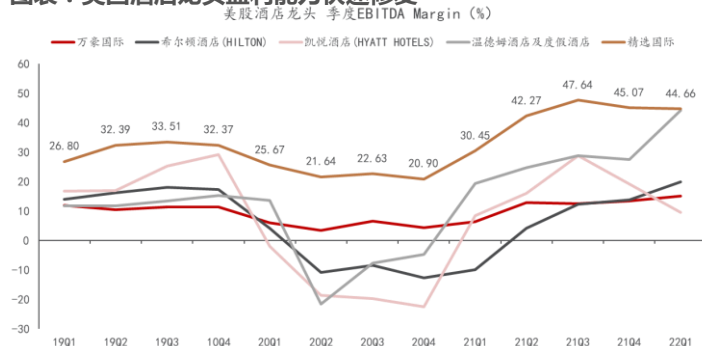
- 不考虑通胀因素，酒店业经营数据绝对值在美国已经基本恢复至疫情前，22年3月RevPAR已超19年同期。STR：“其中美国酒店入住率和RevPAR均为21年6月以来的最高点，ADR达到历史新高，剔除通胀因素，也仅较19年同期低2%，所有档次的连锁酒店ADR均超过19年同期”；考虑通胀因素，美国大致恢复到19年同期的90%左右。
- 美国酒店龙头EBITDA Margin亦恢复至疫情前，精选国际/温德姆超疫情前：主要原因在于精选国际/温德姆总体较为轻资产化，精选国际旗下产品定位刚需，在疫情影响下具备较强韧性，温德姆较多度假产品，恢复弹性较大。

图表：美国酒店业经营数据

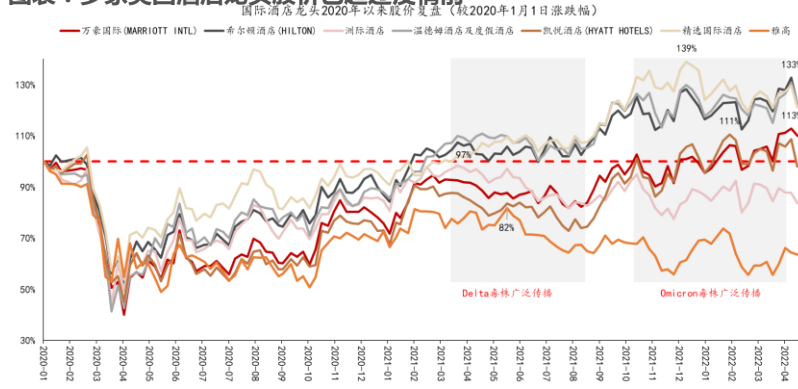


资料来源：STR，各公司财报，民生证券研究院

图表：美国酒店龙头盈利能力快速修复



图表：多家美国酒店龙头股价已超过疫情前



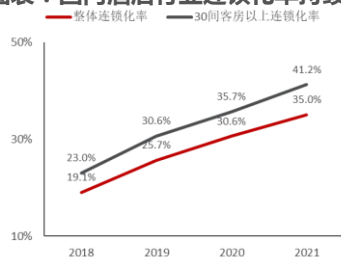
资料来源：STR，各公司财报，民生证券研究院

3.2 行业逻辑：长期格局清晰，“连锁化率提升 + 产品升级”带来成长空间

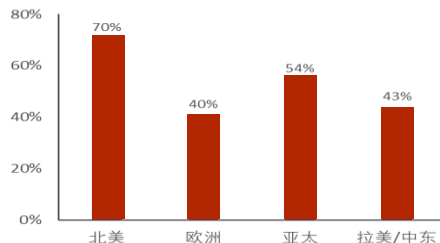
• **连锁化率提升空间仍大，三大酒店龙头市占率持续扩张。**由于30间以下客房较难进行连锁化，我们将其剔除，以30间客房以上酒店数为连锁化率计算的分子，在此指标下，我国21年酒店业连锁化率达41.2%，接近欧洲水平，但较美国70%的水平差距仍大。中国有着规模巨大且足够有野心的头部公司，并且作为统一的大市场能够供头部公司深耕；未来国内连锁化率的提升将由酒店集团不断下沉完成，提高三线及以下城市酒店的连锁化率；在这个过程中是头部酒店集团**品牌组合不断完善、组织力不断破圈**的过程。

• **酒店行业周期低谷期的供给去化也为新周期内新产品形态的普及创造条件：**2003年SARS带来的行业供给去化为如家/锦江/汉庭/7天/格林豪泰等品牌创造条件；2003年-2010年为经济型品牌发展黄金期，在经历了金融危机后行业的繁荣鼎盛时期，经济型品牌在2011-2015年开始调整；这一阶段亚朵、维也纳、丽枫等中高端品牌开始发展起来，并在2016-2019年进入快速扩张期；中高端品牌亦在2013年后诞生，逐步发展，经历了15-19年发展至100店以上规模。**我们认为新冠疫情后的周期为中高端产品普及，经济型/中端产品下沉，度假酒店等细分产品开始走向品牌连锁化的新阶段。**

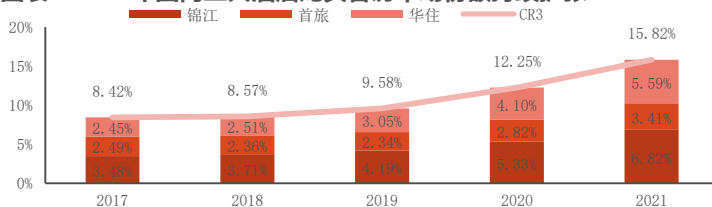
图表：国内酒店行业连锁化率持续提升



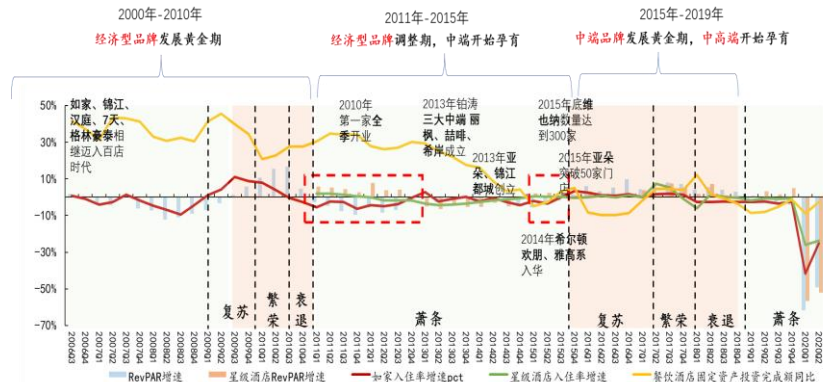
图表：对比海外，中国酒店业连锁化率提升空间较大



图表：2021年国内三大酒店龙头客房市场份额持续扩张



图表：每一轮周期为新的时代品牌普及创造条件



资料来源：中国酒店业协会，民生证券研究院

资料来源：中国酒店业协会，民生证券研究院

3.2 国内品牌向上突围，高端品有望获得估值溢价

- 国内酒店品牌经历了早期主打经济型、中端的发展阶段，当前正加速向高端品牌进军：随着居民可支配收入提高，中产阶级兴起，注重“品质、体验”的中端/乃至中高端酒店成为市场的宠儿，正是从这个阶段开始，国内酒店集团开始正式真正进入由国际酒店主导的赛道，寻求品牌突围。
- 根据我们对美股酒店龙头的复盘，凯悦酒店估值远高于其他酒店龙头：其主要得益于更高的产品定位下树立了强品牌心智，同时规模相对较小，未来增速相对较快。据此，我们看好国内新兴的高端品牌龙头有望随着其品牌势能不断巩固获得一定估值溢价。

图表：我国酒店品牌不断向上突围



资料来源：各公司公告、万豪财报、WIND、民生证券研究院

图表：凯悦酒店结构优于万豪/希尔顿等龙头



资料来源：各公司公告、万豪财报、WIND、民生证券研究院

图表：凯悦酒店PE估值领先于其他美股酒店龙头



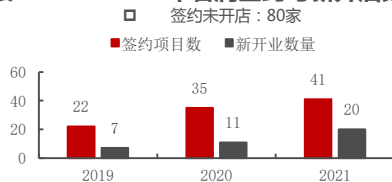
资料来源：各公司公告、WIND、民生证券研究院

3.2

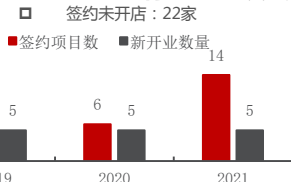
君亭酒店：收购君澜，高端酒店领军企业扬帆起航

收购后突破了规模瓶颈，管理门店数近300家

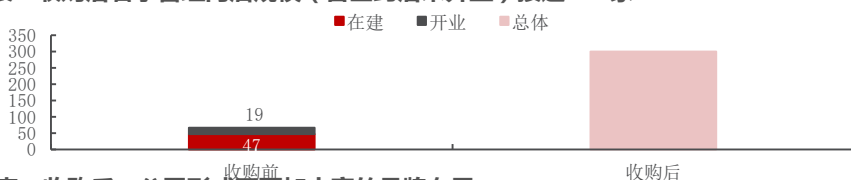
图表：2019-2021年君澜签约与新开店数量



图表：2019-2021年景澜签约与新开店数量



图表：收购后君亭管理门店规模（含签约后未开业）接近300家



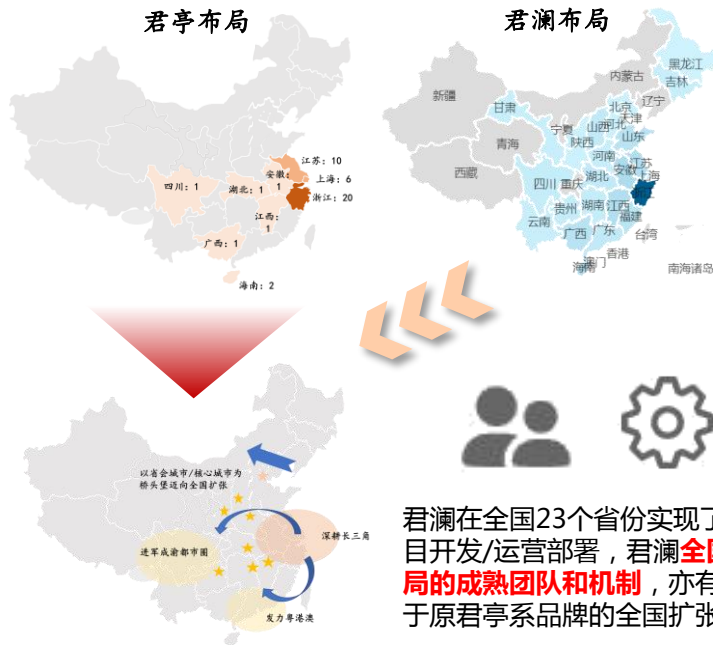
图表：收购后，公司形成了更加丰富的品牌布局



资料来源：公司公告、民生证券研究院

收购后实现了由区域走向全国，覆盖国内23个以上的省份

图表：门店覆盖国内大部分省份，从区域走向全国



君澜在全国23个省份实现了项目开发/运营部署，君澜**全国布局的成熟团队和机制**，亦有助于原君亭系品牌的全国扩张

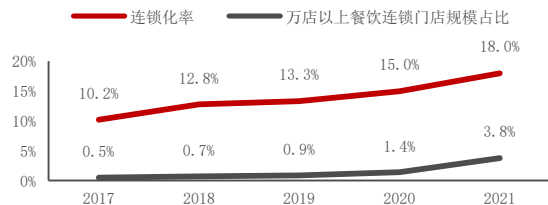
3.3 餐饮：连锁化程度加深，看好后续恢复

3.3 餐饮连锁化程度持续加深，看好后续复苏韧性

➤ 供给端：供需格局优化，连锁化加速

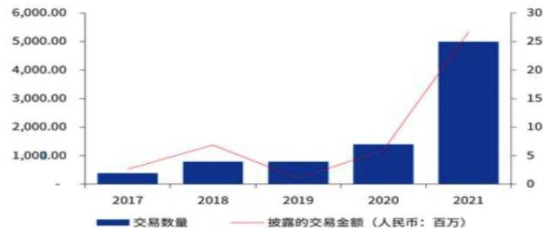
- **供给出清迎窗口期，连锁化率进一步提升。**2011至2021年我国餐饮连锁化率由10.2%提升至18%，2021年万店以上连锁餐饮门店规模占比达3.8%/YoY+2.4pct，疫情下单体餐饮供给出清，提供充足物业空间，连锁餐饮经营韧性较强，通过逆势拓店、加码并购等形式进一步占领市场份额。
- **IPO餐企数量增多，餐饮资本化持续推进。**2022年中式快餐龙头老乡鸡、乡村基、杨国福等相继递交IPO，募集资金加快拓店步伐，由区域走向全国；2021年餐饮行业融资规模创新高，达121亿元，餐饮资本化进程加速。

图表：万店以上餐饮连锁门店规模占比大幅提升



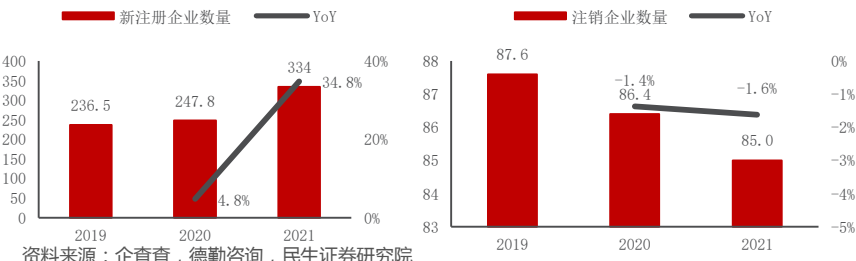
资料来源：企查查，德勤咨询，民生证券研究院

图表：2017-2021中国餐馆并购规模（单位：亿元）



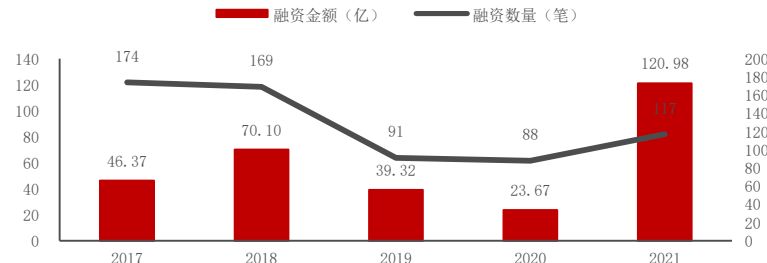
资料来源：企查查，德勤咨询，民生证券研究院

图表：疫情期间新注册企业数量（万家）大幅上涨，注销数量（万家）下降



资料来源：企查查，德勤咨询，民生证券研究院

图表：2021年餐饮融资规模创新高



图表：22年以来多家餐企冲刺IPO

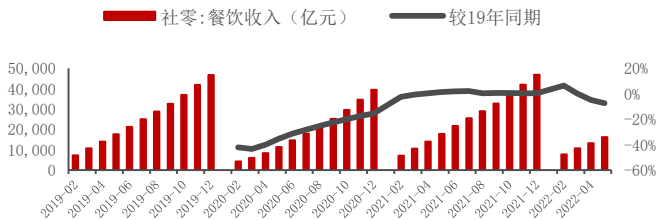
公司名称	IPO进度
绿茶餐厅	2022年4月三度递表
乡村基	2022年1月递表
老娘舅	2021年10月进入上市辅导
老乡鸡	2022年5月递交招股书
杨国福	2022年2月递表
达美乐中国	2022年3月递表
捞王	2021年3月二次递表
七欣天	2022年1月递表
蜜雪冰城	2021年9月进入上市辅导
紫燕百味鸡	2022年1月递表
五芳斋	2022年3月完成上市辅导
上井	2022年4月递表

3.3 餐饮连锁化程度持续加深，看好后续复苏韧性

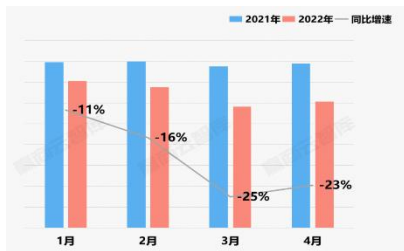
➤ 需求端：受疫情扰动短期承压，6月以来稳步修复

- 5月社零降幅收窄，餐饮收入环比修复。2022年5月社零总额33,547亿元/YoY-6.7%，增速环比+4.4pcts，较预期增速高出0.9pct。5月限额以上商品零售总额11,927亿元/YoY-5.3%，增速环比+8.0pcts。其中，5月单月餐饮收入实现环比增长14.5%，恢复速度好于社零。
- 餐饮行业修复核心在于消费需求复苏。疫情期间线下餐饮消费受抑制，多数商场要求72小时内核酸检测，影响消费者就餐意愿，导致餐饮消费频次/翻台率下降；商圈客流量恢复程度不及预期，部分老化商圈客流量下降明显。疫情催化下，线上外卖需求持续增长，2021年外卖收入在餐饮行业收入中渗透率增至21.4%。伴随多地取消常态化核酸，北京、上海陆续恢复堂食，线下消费需求将进一步释放，餐饮行业有望开启新一轮复苏。

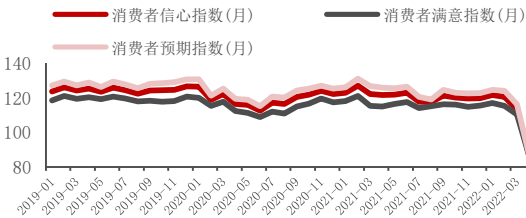
图表：本轮疫情餐饮社零受冲击较大，5月起环比修复



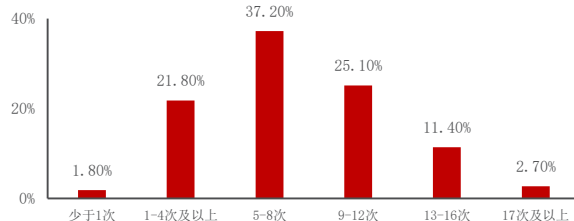
图表：2022年1-4月全国购物中心日均客流（人次）及YoY



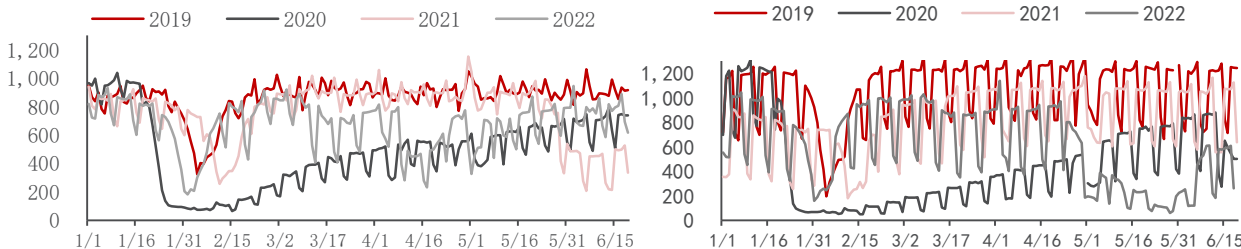
图表：消费者信心指数短期承压



图表：22年外卖消费频次集中在5-8次/周的较高水平



图表：广州（左）、北京（右）地铁客流量（万人次）显著承压

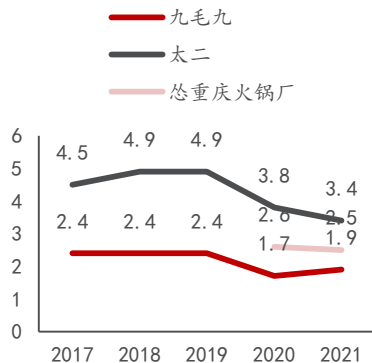


资料来源：国家统计局，WIND，艾媒咨询，汇纳科技，民生证券研究院

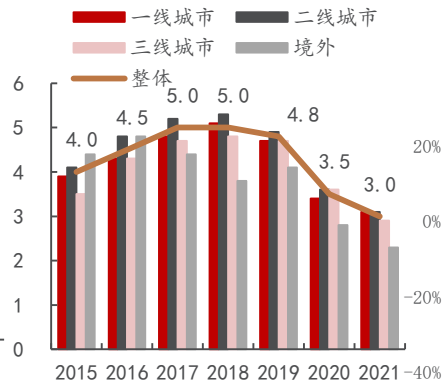
3.3 龙头发力内部休整，维持品牌势能/打磨门店模型

- 疫情冲击下，餐饮龙头翻台率下滑，开店节奏放缓；关注疫后同店恢复及翻台率修复。前期高速加密拓店的品牌，由于出行限制及禁止堂食政策，疫情期间翻台率下降；面临人力、租金等刚性成本支出，积极调整开店节奏，将短期内部分不具备盈利能力的门店关停。**海底捞**：受新店爬坡及门店分流影响，2021年整体翻台率下滑至3.0；2021年公司放慢开店节奏，门店增速下降至11%。**九毛九**：九毛九战略退出广东/海南以外市场并将门店升级改造后，2021年翻台率较20年有所回升；太二门店模型经营韧性较强，翻台率短期承压，同店销售同比实现5.7%的增长；新孵化品牌怂重庆火锅厂网红形态初显，6月新店开业排队2000桌+。2021年翻台率较为稳健，得以于门店模型趋于成熟，品牌势能持续彰显。
- 龙头布局内部管理优化/战略收缩/数字化升级等，危机之下蛰伏蓄势。****海底捞**：自“啄木鸟计划”实施以来，改革成效初显。2021年“啄木鸟计划”关闭260家门店，门店优化下同店销售额增速企稳回升至1.6%，2022年1-2月累计翻台率同比有所提高。“啄木鸟计划”强化中层盈利考核，明确家族长、店经理等各级管理层权责；推广智能待客系统及传菜机器人等智能化设备，提升门店运营效率。**九毛九**：公司拟50.94万元出售广州两颗鸡蛋餐饮80.85%股权，优化品牌矩阵布局，专注于潜力更大的其他品牌。2021年2颗鸡蛋煎饼品牌自营和加盟店分别为8和17家，直营店营收占比仅为0.3%。

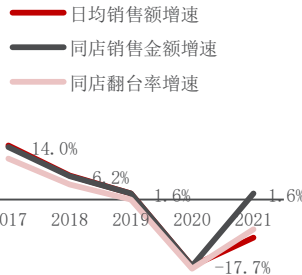
图表：九毛九旗下品牌翻座率



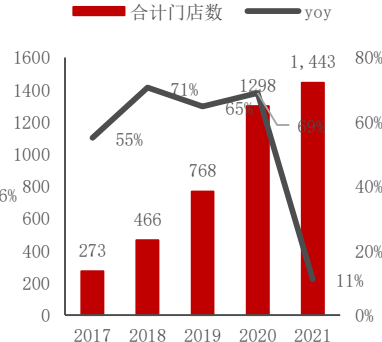
图表：海底捞各线城市翻台率均有所下滑



图表：21年海底捞同店销售有所恢复



图表：21年海底捞放缓开店节奏



图表：怂火锅新店排队2000+桌



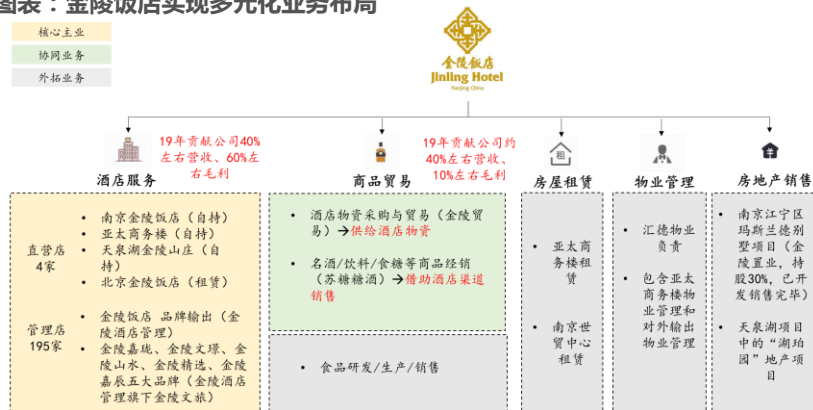
资料来源：各公司财报，大众点评，民生证券研究院

3.3 金陵饭店：民族星级酒店品牌标杆，围绕酒店主业实现多元化业务布局

➤ 历史发展沿革：

- 1) 知名品牌酒店起家，经营四十载打造国内五星级典范：南京金陵饭店于1983年建成开业，为全国首批六家涉外饭店之一，江苏省首家五星级酒店。2002年，公司以南京金陵饭店为核心资产成立，早年业务围绕该饭店的运营展开，并开启了管理输出；2017年以来，公司亦推出了中高端赛段多款品牌线，通过委托管理模式加速扩张。截至21H1，公司旗下直营门店达4家（3家自有物业），管理门店达195家。
- 2) 2004年-2018年“管理输出提速+发力协同业务”：2004年成立了金陵酒管公司，并将旗下的10家酒店的受托管理协议注入，并承诺公司不再签署新的酒店受托管理协议。自此之后，公司旗下的轻资产酒店管理/品牌输出等业务均至于金陵酒管之下。围绕酒店主业，公司向产业链上下游延伸，成立了多家子公司从事酒店物资的采购与贸易（金陵贸易）、高星级酒店内精品零售（金陵精品商贸，2015年注销）、名酒/饮料/食糖等商品经销（苏糖糖酒）等业务，与酒店主业形成联动。
- 3) 2018年至今，公司多品牌架构成型，依托子公司集群打造多元化业务版图：2018年公司与弘毅基金共同成立金陵文旅酒管公司，由金陵酒管持股70%，新推出“金陵嘉瑞”、“金陵文璟”等中高端细分品牌，多品牌矩阵成型。成立了多家子公司分别切入房屋开发销售（金陵置业）、旅游资源开发（金陵旅游发展）+物业管理/租赁（汇德物业/南京新金陵饭店&南京贸易中心）、食品制造（金陵食品科技）等领域，实现了多元化布局。

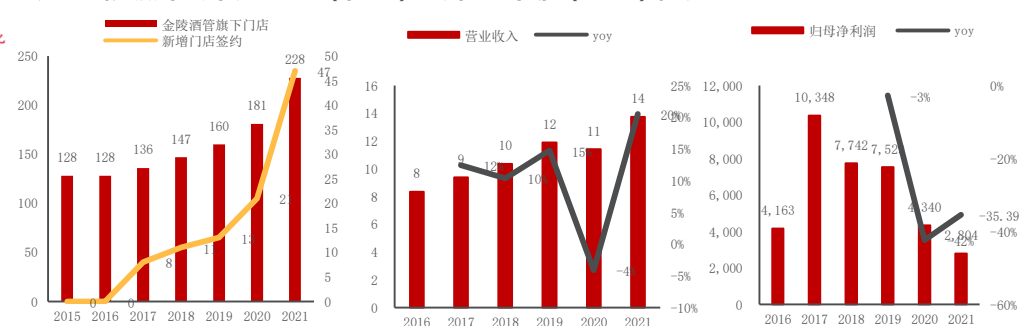
图表：金陵饭店实现多元化业务布局



图表：金陵饭店发展历程



图表：金陵饭店门店数、营收（亿元）、归母净利润（万元）情况



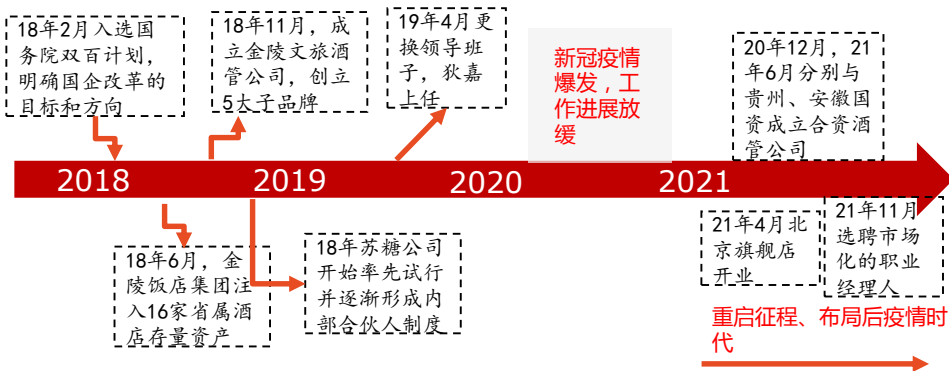
资料来源：公司公告、民生证券研究院

3.3 金陵饭店：品牌底蕴深厚，股东资源优渥，国企改革稳步推进激发组织活力

➤ 2018关键转折：国企改革明确了公司发展壮大酒店主业的思路

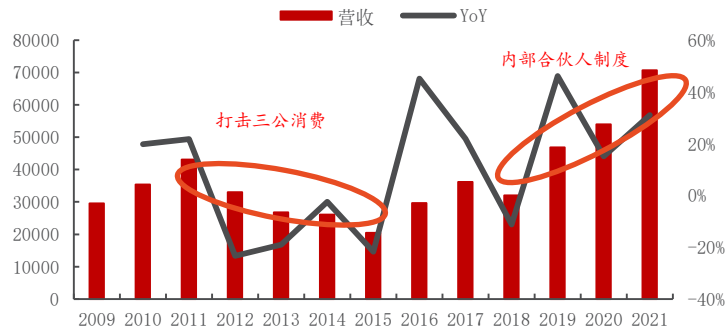
- **品牌底蕴**：知名品牌酒店起家，经营四十载打造国内五星级典范。地处南京市中心繁华地段，以苏皖为中心积极向全国范围辐射，当前门店规模位居全国豪华五星酒店前五位。餐饮底蕴深厚，金陵美食正统。金陵饭店主打淮扬菜系+特色美食，被视为京苏菜正统，盐水鸭、炖生敲、蟹粉狮子头、南京烤鸭等为代表菜等为代表菜品。以人文素养为内核，注重细节打造品质服务，政商会议/重大活动方面经验丰富。
- **产业链布局**：苏糖糖酒拥有省内中高档酒类品牌主导运营商，有力支持高星酒店餐饮业务。苏糖糖酒有茅台、五粮液等500多个品种酒水在江苏地区的经销权，高星酒店业务结构中，常态情况下餐饮贡献收入接近50%，涵盖了大量商务宴请、婚宴、会议餐饮配套等多种业务形态。金陵贸易搭建酒店物资采购平台，助力公司酒店主业降低采购成本，2021年金陵战略合作伙伴在项目的成单率高达80%以上。设立文旅基金，撬动社会资本，打通酒店业投资/运营循环，助力扩张。2020年9月成立的金陵文旅基金主要从事长三角区域为主的酒店住宿类项目投资、金陵酒管公司投资收购以及相关文旅等领域的项目投资。
- **股东资源**：公司作为江苏国资委旗下企业，能够与母公司金陵饭店集团，乃至省属多家企业实现业务合作与联动。金陵饭店集团已基本构建出“食住行游购娱”的全产业链整体优势，能够与上市公司充分协同。此外，集团公司积极探索省属企业间优势互补、资源共享、利益共赢的战略合作新实践，汇鸿冷链食材、农垦大米、舜天进口海产品、苏盐集团调味品、海企定制工作服等一系列优质产品，利用集团化采购的规模效应，以市场优质低价源源不断通过金陵采购平台进入省内外金陵连锁酒店。
- **国企改革**：入选国企改革“双百行动”，发力国企改革。2023年为国改三年行动收官之年，国务院明确“支持优质资产注入上市公司”表述清晰，带来潜在催化：“要做强做精主责主业，实现板块归属清晰，聚焦主责主业发展实体经济。② 下属金陵酒管公司经营层实行职业经理人制度，面向全国选聘总裁、副总裁及“八大中心”总经理。③ 陆续实施各层级授权清单、差异化管控模式、营收利润薪酬双对标、“内部合伙人”创业平台、业务骨干跟投机制、超额利润分享计划等改革激励举措。④ 苏糖公司为“内部合伙人”经营机制实行的代表，2018年即开展，驱动公司营收实现快速增长。

图表：金陵饭店发展历程



资料来源：公司公告、民生证券研究院

图表：苏糖糖酒激励机制改革后实现高速增长（单位：万元）



3.3 海伦司：利川店开辟新模式，打开想象空间

- **5月19日利川新店型开业**：店铺560多平米用一道门隔成了两种装修风格，海伦司酒馆是和原来的酒水和氛围一样，另外是海伦司·越，里面提供大牌档，灯光和氛围上与海伦司不同。
- **经营数据**：18号试营业，19号正式开业，新店开业有标准的营销活动一进店免费送6瓶，在此营销活动下，**实收日均营收达到两到三万**，如果含入营销活动赠送的酒水价值，日销达到四万以上。对比同期18号重庆开业开的一家店，重庆只有一万多的日销，还原赠送后只有两万左右。**5月下旬日销维持在2万以上，且周中/周末数据稳定，彰显较强的韧性。**
- **模型特点**：1) 新模型和当地开发商合作，加盟模式，海伦司全程管理，加盟商提供门店，节省租金成本和部分运营成本；物业质量较高，含门外空地；2) 增加烧烤排挡，店铺用一道门隔成了两种装修风格，海伦司酒馆是和大牌档提供两种风格的体验。烧烤师傅2名，为公司员工培训后上岗；3) 实现了进一步下沉的尝试：利川城镇人口仅20多万，没有大学。4) 新模型合作下，商户属于小微企业或个体工商户，节约税收成本较高。
- **经营模式**：**和开发商协商运营三个月，将数据沉淀一段时间后再次确认分摊比例。**这种模式可能需要再多跑几家店，后续可能有明确的分成或者财务模型的确立。目前我们的新店要达到的利润率是要高于原本模型下二线城市的利润率。
- **新模型扩张计划**：1) 对湖北武汉的15家老店进行改造，实践加入烧烤业态好的运营情况，6月中旬开始运营；2) 未来计划在十几个到二十个类似人口量级的县级城市推开，然后再去验证需求，如果真的很好的话，中国这种人口数量的县级城市有500多个，我们可能会更大程度地铺开，目前在审慎验证的阶段。

图表：门店环境



图表：门店环境



资料来源：大众点评，民生证券研究院

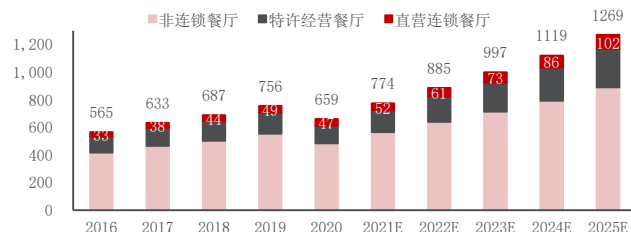
3.3

线下消费新业态：中式快餐赛道高增，咖啡品类需求相对韧性

中式快餐万亿市场空间广阔，竞争格局高度分散

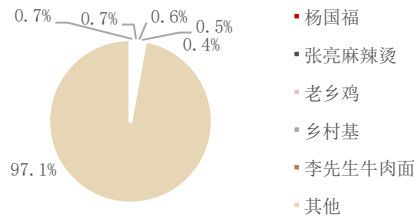
- 中式快餐在快餐行业占比超七成，未来五年年化增速有望达14%。据弗若斯特沙利文，2016-2019年中式快餐在快餐行业中占比均超过70%，相较于西式快餐占据主导地位，本土中式快餐品牌快速崛起。2016-2019年，中式快餐市场规模由5648亿元增长至7557亿元，CAGR为10.2%，预计2025年中式快餐市场规模将达到1.27万亿元，2020-2025年CAGR为14.0%。受疫情影响，2020年以来中式快餐门店增长有所放缓，客单价整体呈上升趋势。
- 行业格局分散，乡村基在直营市场中位列第一。按商品交易额计，2020年，中式快餐市场CR5仅为2.9%。杨国福/老乡鸡/乡村基分别以0.7%/0.6%/0.5%的市占率位列第1/3/4位。按直营连锁餐厅数目及收益计，2020年，乡村基以969家直营餐厅成为中国最大的直营中式快餐集团，以6.8%的市占率位列第一。

图表：中国中式快餐店市场规模细分，按经营模式划分（十亿元）



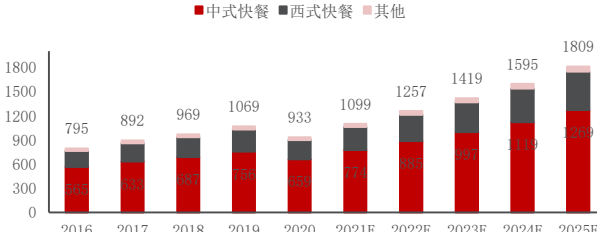
图表：2020年中式快餐市场份额

（按商品交易额计）



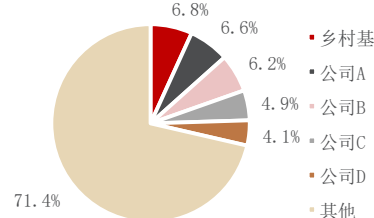
资料来源：杨国福、老乡鸡、乡村基招股书，中国烹饪协会，民生证券研究院

图表：中国快餐店市场规模细分，按菜式类型划分（十亿元）

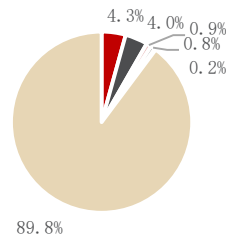


图表：2020年中式快餐市场份额

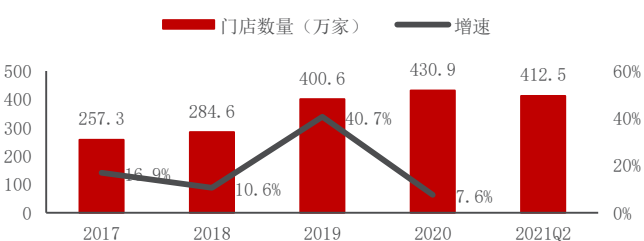
（按直营餐厅产生的收益计）



图表：2020年麻辣烫市场份额（按商品交易额计）

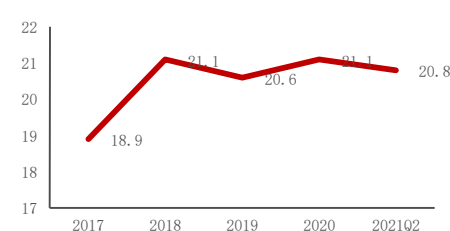


图表：中式快餐门店数量（万家）及增速



图表：中式快餐客单价整体呈上升趋势

人均消费金额（元）

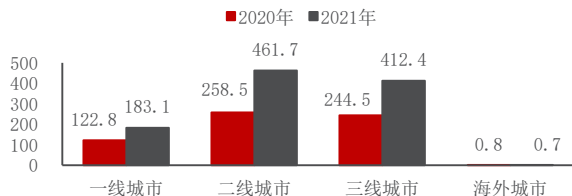


3.3 线下消费新业态：中式快餐规模高增，咖啡市场进入品类红利期

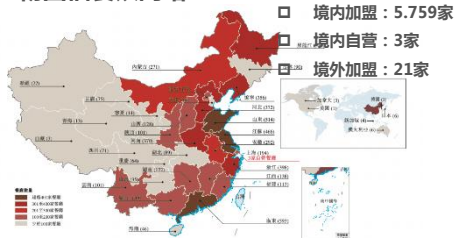
➤ 区域龙头发力全国拓店，供应链一体化助力高成长

- 中式快餐龙头有望受益于连锁化率持续提升的红利，扩张布局由区域走向全国，依托强供应链能力及高效运营能力，进一步实现标准化、规模化扩张。
- 麻辣烫第一品牌杨国福**，供应链业态助推加盟扩张：杨国福加盟网络遍布海内外，截至21Q3，杨国福门店总数达5783家。其中，二线/三线以下城市门店占比超9成并贡献主要营收。目前四川自营工厂已实现六条产线规模化投产，依托统一采购配送系统直接配送至加盟餐厅。
- 千店龙头老乡鸡**，全产业链一体化深铸壁垒：老乡鸡门店扩张直营为主，加盟为辅；立足安徽，根植华东，截至21年底，门店数量达1073家。老乡鸡以老母鸡汤为品牌标识，依托养殖、加工、仓储、配送、销售的全产业链覆盖，形成区域性规模效应。
- 国内最大直营集团乡村基**，双品牌并驾齐驱：专注直营模式拓店，立足川渝两湖市场。截至21Q3，公司门店总数达1145家。旗下两大品牌差异化定位，乡村基品牌价格优势凸显，大米先生品牌定位面向上班族的类食堂业态。前端门店烹饪流程高度标准化；后端严格筛选供应商，强化中央+区域一体化端到端的供应链体系，保障门店标准化扩张。

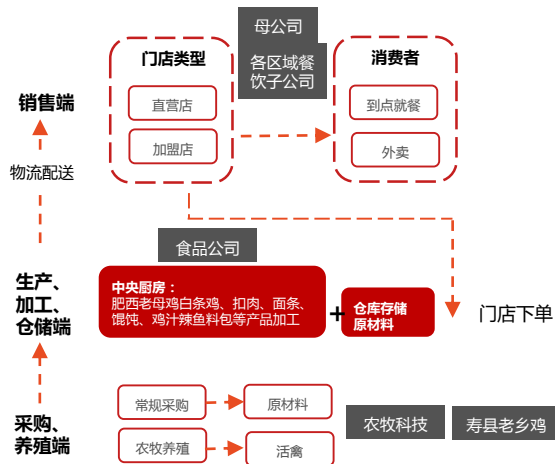
图表：杨国福加盟餐厅销售额（万元）



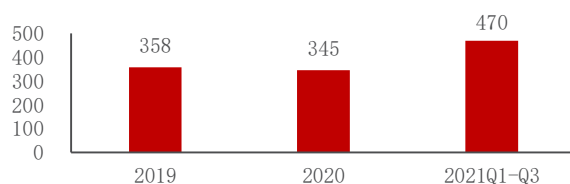
图表：杨国福餐饮网络



图表：老乡鸡覆盖从养殖到销售的全产业链



图表：21Q3乡村基供应商数量增加至470家



图表：乡村基/大米先生餐厅类型多元，满足各类消费者需求

餐厅类型	商业区式	办公模式	住宅区式	其他类型
位置	在商业综合体或综合功能商业区内或商业步行街一侧	办公楼美食广场(通常位于办公楼地下层)内或办公楼临街地面层零售空间内	住宅区附近或之内，通常是邻里中心或住宅楼地面层临街小型零售空间	交通枢纽(交通枢纽式)内、医院(医院式)附近及繁忙街道一侧(外卖业务类型)
目标客户	该等商业综合体或商业区的游客或附近上班族	上班族	附近住宅区的居民，特别是家庭顾客	路过的游客及公共设施的访客

资料来源：各公司招股书，民生证券研究院

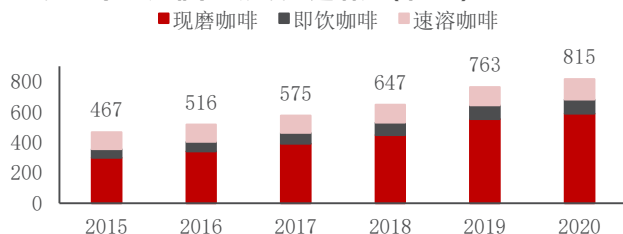
3.3

线下消费新业态：中式快餐规模高增，咖啡市场进入品类红利期

咖啡市场规模高速增长，抓住品类红利疫情下逆势扩张

- 咖啡赛道前景广阔，市场渗透率提升空间巨大。根据弗若斯特沙利文数据，中国咖啡消费总杯数从2013年的44亿杯/人均3.2杯增长到2020年的112亿杯/人均8.8杯，市场规模从2015年的467亿元增长至2020年的815亿元，2015-2020年CAGR为12%。
- 咖啡品牌逆势高速拓店，进入品类红利期。《2022中国现制咖啡品牌发展报告》显示，2021年同比中国咖啡市场规模增长41.71%，其中300~500家连锁咖啡馆的门店数大幅增长，增速近300%，中型连锁咖啡品牌发展迅速。瑞幸咖啡实现整体盈利。瑞幸咖啡22Q1净营收24.05亿人民币，同比增长89.5%。公司季度经营利润首次转正，实现整体盈利。蜜雪冰城旗下平价咖啡品牌幸运咖，主打下沉市场，疫情期间逆势拓店，截至2022年6月门店数量已超过1000家。2022年3月，新锐咖啡品牌Manner计划在10座城市同时新开200家门店。

图表：中国咖啡市场规模高速增长（亿元）



图表：22Q1瑞幸咖啡实现整体盈利



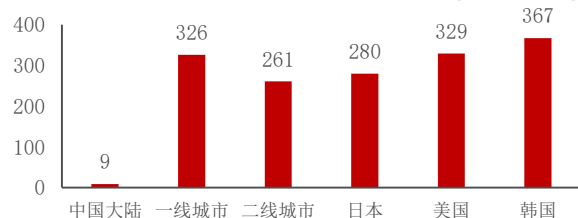
图表：中国人均咖啡消费杯数持续上升



图表：蜜雪冰城旗下“幸运咖”门店数突破1000家



图表：中国人均咖啡消费量提升空间巨大（单位：杯）



图表：3月Manner全国十城，200家门店齐开

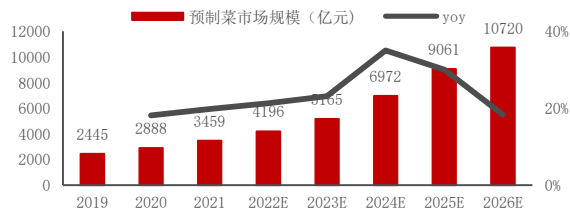


资料来源：弗若斯特沙利文，易观分析，Euromonitor，各品牌官方公众号，民生证券研究院

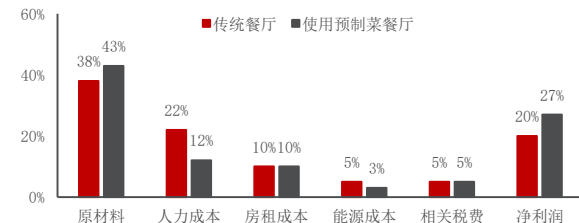
3.3 预制菜赛道需求与供给共振，疫情加速渗透率提升

- **预制菜赛道具有大市场、高分散、强竞争的市场格局。**据艾媒咨询预测，2026年预制菜市场规模有望达到10720亿元，预计21-26年CAGR达25.4%。预制菜行业格局分散，集中度低，新进入者众多，尚未出现全国化经营龙头。据前瞻产业研究院数据，2020年我国预制菜行业CR10为14.23%，其中排名靠前的安井食品与味知香的市占率分别仅为1.90%与1.80%。据中国烹饪协会规划，目前国内预制菜渗透率仅为10%-15%，对标海外，日本预制菜渗透率超过60%，与日本饮食文化有一定相似程度的中国餐饮市场，预制菜的渗透率存在较大提升空间。
- **疫情扰动下预制菜供需两旺，整体渗透率加速提升。****供给端：**B端冷链物流市场逐步完善，叠加C端新零售渠道受热捧，预制菜优质供给持续增长。**需求端：**疫情催化下，B端新增外卖餐企数量暴涨，连锁餐饮发力降本增效，对预制菜形成广阔的需求空间；C端居家一人食餐饮需求增长，进一步催化预制菜需求高涨。本轮疫情爆发以来全国各地预制菜销量整体出现明显增长。3.15-3.30全国疫情散点复发期间，预制菜整体销售额同比增长超100%，其中，半成品净菜和小吃等多个单品销售额环比增长超过50%。上海地区近半个月的同比增幅则超过250%，北京地区盒马预制菜销售额是平日的130%。

图表：预计22年预制菜市场规模超4000亿元

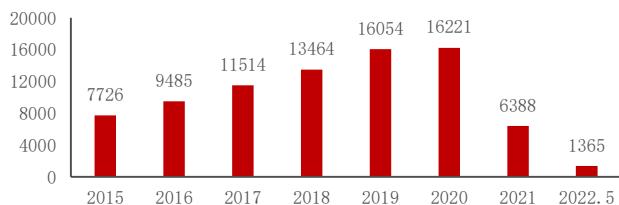


图表：使用预制菜餐厅净利润预计增加7%

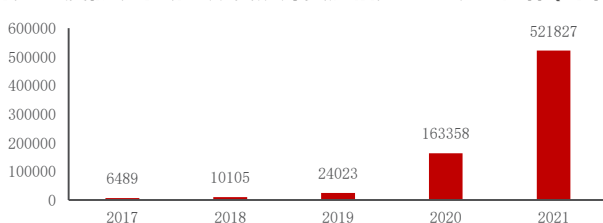


资料来源：艾媒咨询，Statista，企查查，中国连锁经营协会，民生证券研究院

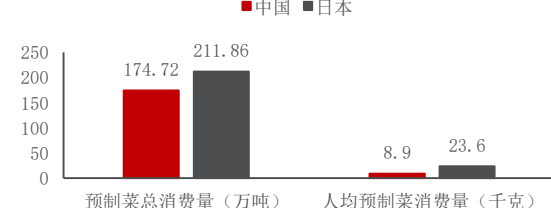
图表：预制菜赛道新进入者众多（单位：家）



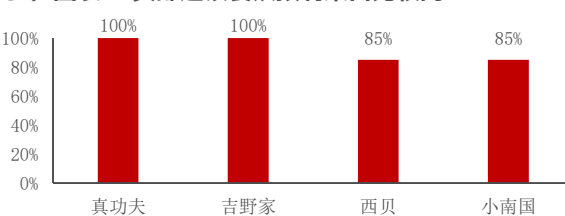
图表：疫情以来新注册餐饮外卖及相关企业数量暴增（单位：家）



图表：对标日本，我国人均预制菜消费量提升空间巨大



图表：头部连锁餐饮预制菜占比较高

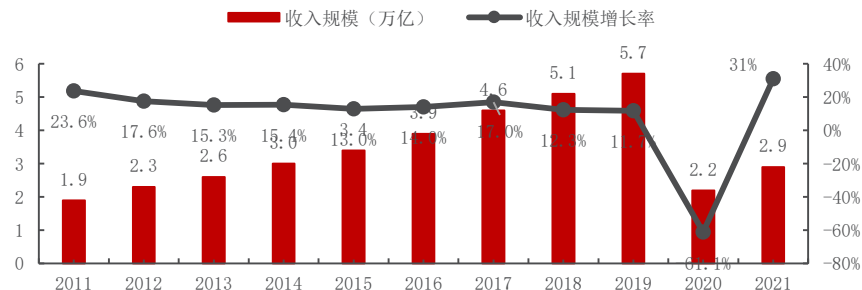


3.4 景区：周边游兴起，近期出行放宽叠加出游旺季进入利润修复期

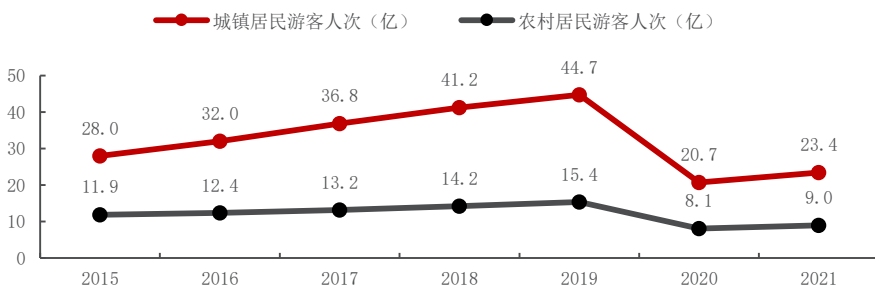
3.4 国内旅游业概览-2021年疫情形势转好，旅游业数据呈V字反转

- 2020年初，疫情对旅游业造成巨大冲击，但得益于我国及时的防疫措施，疫情快速抑制。文旅部自2020年2月起逐步开放国内旅游市场，2月底开始开放景区，3月开放旅游社及在线旅游的省内旅游业务，7月《关于推进旅游企业扩大复工复产有关事项的通知》表示地方政府可根据当地实际情况开放跨省游，但各地地方政府应对较为保守，叠加疫情反复影响，直至2021年8月为止，跨省熔断政策的推行板正旅游业乱象，叠加露营/周边游/研学游兴起，旅游业各指标增速呈V字反转，旅游业收入2.92万亿元，同比+31.0%，恢复至2019年同期的51.0%；旅游总人次32.46亿，同比+12.8%，恢复至2019年同期的54.0%；城镇居民游客人次23.42亿人，同比+13.4%；农村居民游客9.04亿，同比+11.1%；人均单次旅游消费金额899元，同比+16.2%，2019年同期为953元。

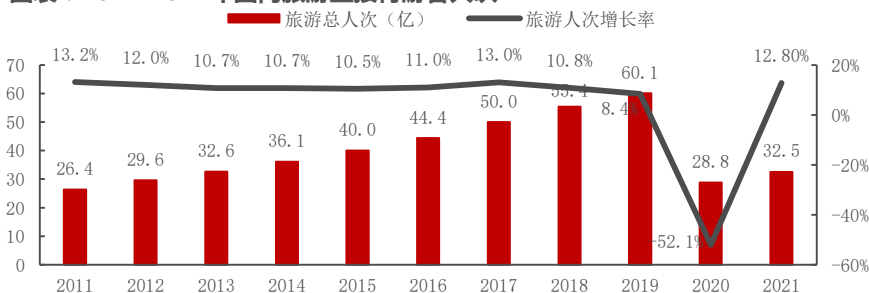
图表：2011-2021年国内旅游业收入规模



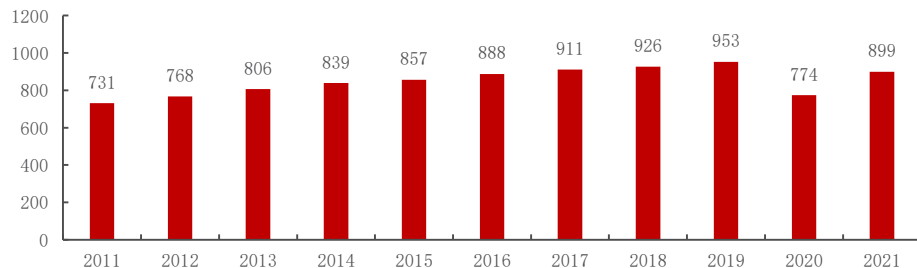
图表：2011-2021城镇及农村游客数量



图表：2011-2021年国内旅游业接待游客人次



图表：2011-2021年国内人均旅游消费金额 (单位：元)



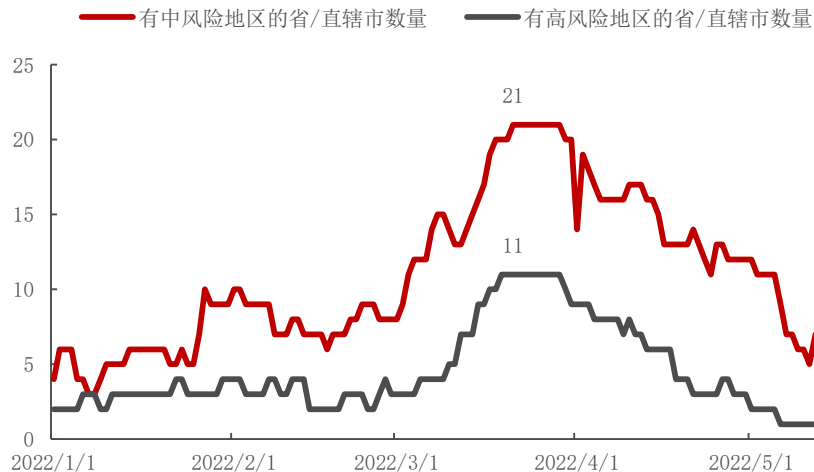
资料来源：文化与旅游部，民生证券研究院

3.4

国内旅游业概览-“熔断”政策范围调整，跨省游迎来回暖

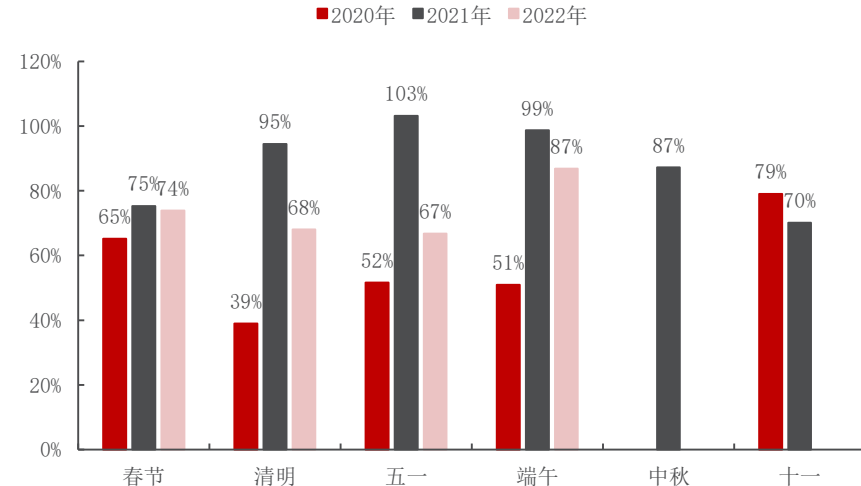
- **中高风险地区涉及省份增加，清明/五一假期旅游市场表现不佳。**2022年以来，疫情反复及吉林、杭州、上海三地的疫情集中爆发对国内旅游业造成极大影响。根据遵义市人民政府网站发布每日中高风险地区数据，拥有中风险地区的省份及直辖市自3月2日以来不断升高，于3月21日达到最高峰；高风险地区省份及直辖市自3月5日以来不断升高，于3月19日到达最高峰。由于中高风险地区省份不断增加叠加跨省游“熔断”政策的要求，2022年清明旅游人次0.75亿人，同比下降26.47%，旅游人次为2019年同期的66.96%；五一旅游人次1.6亿人，同比下降30.43%，旅游人次为2019年同期的82.05%。
- **政策驱动+暑期将至，跨省游复苏时机已现。**随各省中高风险地区逐步减少、多地出台酒旅行业纾困政策、跨省游熔断政策在5月31日熔断范围由省缩短至县，国内旅游市场6月快速提振，跨省游市场也驶入复苏轨道。根据携程旅行数据，端午长线游订单量较五一+82%，增幅超过本地游；根据携程《2022年暑期旅游出行预测》，6月9日为止近一周内暑期团队旅行产品订单量环比+109%，超8成为跨省产品。端午旅游收入258.2亿元，同比-12.2%，恢复至2019年同期的65.6%；旅游总人次7961万人，同比-10.7%，恢复至2019年同期的86.8%，端午假期旅游人次及收入恢复程度较春节、清明、五一有明显增长。**目前各省防疫政策已开始逐步放宽，主要表现为中高风险地区来（返）人员隔离时间减少/观察力度下降、市内居民常态化核酸检测频次减少（如杭州常态化核酸检测频次由72小时延为7天、中高风险地区来（返）长春由14天集中隔离改为7天集中隔离+7天居家隔离），暑期将至，跨省游有望在防疫政策放宽提振下快速恢复至疫情前同期水平。**

图表：国内有中风险地区的省份数量变化图



资料来源：遵义市人民政府网站，WIND，民生证券研究院

图表：2019-2022年各节假日旅游人次（亿）

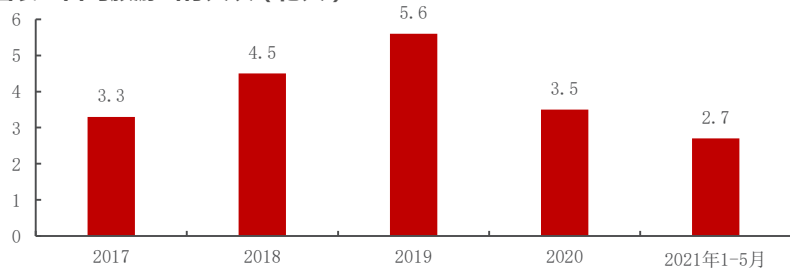


3.4

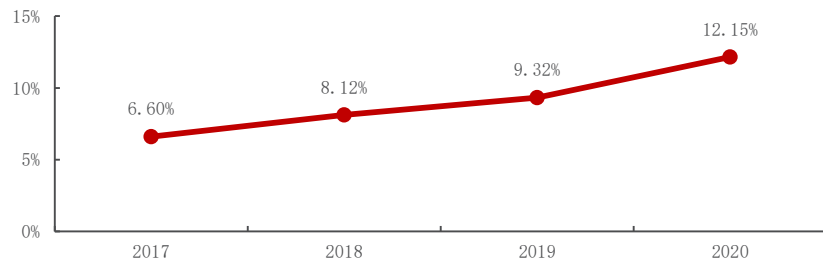
国内旅游业概览-周边游市场崛起，自驾游适应需求出行人次快速增长

- 由于跨省游近两年受疫情影响程度大，周边游市场迅速崛起，目前仍保持较高热度。根据途牛旅行《2022年暑期出游趋势预测》，暑期预定产品中周边游订单占比为28%。
- 自驾游兴起，适应市场需求出行人次快速增长。因为1)近年来旅客对“观光游览”式的旅游关注度逐渐减少，旅客尤其是年轻一代旅客更加注重旅行中的体验与自由；2)疫情反复导致跨省游经常性受阻；3)旅客在出行旅游时更加注重防疫安全，对多人聚集的团队游顾虑更多，旅客出游方式逐步转向自驾游这类人数少、自由度高的形式。根据根据携程《2021年上半年自驾游市场趋势报告》，自驾游出行人次在2020年以前便呈现增长态势，2020年因疫情出行人次下降，但自驾游旅游人次较旅游总人次占比由9.32%升至12.15%；2021年仅1-5月自驾游出行人次便达到2019年的48%水平；自驾游大部分在周边10-50公里范围活动且跨省较少，作为短途旅行方式为周边游提供显著支撑。

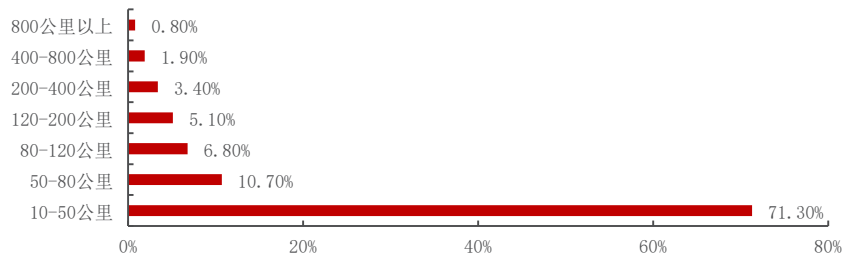
图表：自驾游出行人次（亿人）



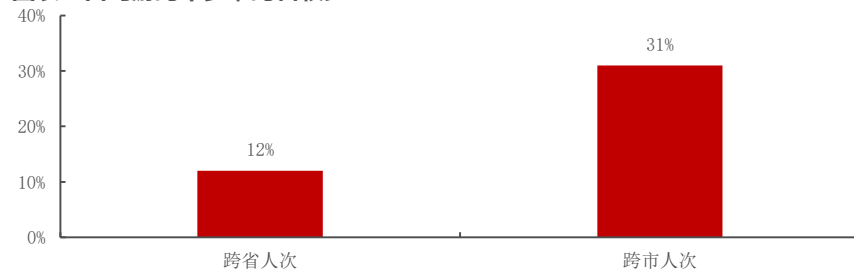
图表：自驾游人次占旅游总人次比例不断升高



图表：自驾游大部分在周边10-50公里范围内活动



图表：自驾游跨市多，跨省较少



资料来源：中国旅游研究院，民生证券研究院

3.4

国内旅游业概览-亲子游迎暑期旅游高峰期，民宿/露营旅游热度增长

- **亲子游已成为旅游市场一大主力支撑点，暑期出行旺季有望在双利好推动下交出亮眼答卷。**亲子游受“双减”政策+防疫政策放宽双重利好推动，在旅游时间及旅游空间上受限制程度均大幅减少，有望以亮眼表现带动旅游市场快速复苏。亲子游出行方式多样，旅游主题以娱乐休闲为主，新晋爸妈通过休年假形式陪同出游较多。根据同程数据，6月9日为止近一周亲子机票订单环比+184%，团队游中亲子游订单占比44%；根据携程数据，暑期亲子游搜索热度上升100%，水世界、主题乐园及动植物园位列旅游主题前三；根据途牛数据，暑期旅游中亲子游预定占比32%，26-35岁已进入工作年龄段的旅客占比达47%，较2019年同期+16pct。

图表：各旅游APP暑期旅游趋势预测中亲子游部分

暑期亲子游趋势预测	2022	2019
同程旅行	亲子机票订单环比上升184%，团队游中亲子游订单占比44%	亲子家庭出游占比近31%，儿童票订单同比增长超50%，二孩出行订单同比+61%
携程旅行	搜索热度上升100%，水世界、主题乐园和动植物园将是亲子游最受欢迎主题	暑期出游人群中14岁以下占比26.6%，亲子游热门线路中通常包括主题乐园/海洋乐园等，周边游热门主题前三为主题乐园/亲水/人文历史
途牛旅行	暑期旅游中亲子游预定占比32%，26-35岁年龄段旅客占比47%，25岁及以下青少年占比19%	26-35岁、36-45岁游客人次占比分别为31%、37%。为人父母的70后/80后/90后新晋爸妈占主流，他们多数选择“休年假”陪伴孩子外出旅游。因此，00后以及10后的青少年和儿童在暑期出游客群中占据了较大比重。

资料来源：同程旅行，携程旅行，途牛旅行，民生证券研究院

- **乡村民宿及露营旅游热度持续增长。**乡村民宿及露营旅游作为旅游市场两大新风向，常与各类旅游目的地实现协同发展，近年热度持续提升。从端午假期来看，根据同程数据，端午期间民宿/露营搜索热度分别上涨24%/54%；根据飞猪数据，端午露营订单量较五一增长超2.5倍，民宿订单量三位数增长。

图表：民宿/露营常与各类旅游目的地相结合

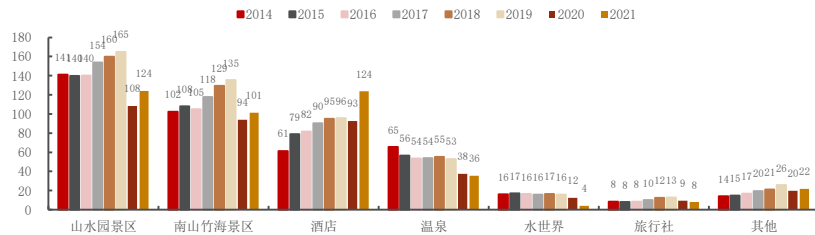
	武夷山2日游（当地社一手对接+住1晚别墅式民宿+畅玩无购物） 可订今日 无购物 8点出发 5.0分	¥553起		拉萨出发 *拉日铁路间珠穆大本营2日纯玩星空露营 无购物 8点出发 5.0分 月销24份	¥768起
	【郑州出发】农家/酒店/民宿可选】老君山2日纯玩游 可订今日 无购物 6点出发 5.0分	¥168起		无人机航拍青甘大环线2-6人包拼车6日游体验祁连山草原沙漠露营 可订今日 无购物 小团 8点出发 5.0分	¥1280起
	<纯玩>平潭岛+北港村+拉网捕鱼+民宿/酒店2日游 无购物 8点出发 5.0分	¥439起		【云海/日出/星空】达瓦更扎+神木垒纯玩2日游可宿山顶露营 可订今日 无购物 7点出发 5.0分	¥208起
	浪漫海岛澳洲度假~【夏季热卖】+宿临海民宿 可订今日 上门接 小团 7点出发	¥678起		腾格里沙漠星空露营两日游（冲浪车往返+含多种娱乐项目） 可订今日 上门接 14点出发 4.9分	¥459起
	青岛崂山2日1晚半自助游 深度游 黄山民宿 海上仙山观日出 可订今日 上门接 8点出发 5.0分	¥388起		巽寮湾+双月湾2日游（可露营或住酒店，深圳出发，打卡网红点） 无购物 9-10点出发 4.9分	¥208起

资料来源：去哪儿旅行，民生证券研究院

3.4 天目湖：景区全方位布局，打造一站式旅游目的地

- 天目湖，是国内少有的同时具备“国家5A旅游景区”、“国家生态旅游示范区”、“国家级旅游度假区”三大资质认证的旅游度假区。目前已形成山水园/南山竹海景区为主，温泉/水世界业务为辅，酒店/旅行社业务及其他业务提供服务支持的业务布局，致力于打造吃住行游购娱为一体的“一站式旅游目的地”。从各项业务营收表现来看，山水园及南山竹海景区业务常年为营收主导，酒店业务2021年受益于御水温泉竹溪谷酒店及遇天目湖酒店开业成为公司营收新支撑点，温泉、旅行社业务营收近年表现一般。

图表：天目湖各项业务营收走势图（单位:百万元）



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

- 天目湖山水园景区，森林覆盖率达95%，景区内龙兴岛、中国茶岛及湖里山三大区域内均有多景点分布，园内多体验元素兼备，是进行水上娱乐体验、茶文化交流、养生、传统文化研学旅游适宜目的地。



- 天目湖水世界是山水园景区内部的自然山水主题原生态水公园，每年夏季开放，内部有国际规划机构设计的数十项巅峰游乐项目，是夏日亲子游/情侣游的极佳选择。



- 南山竹海景区拥有35000亩竹林，景区内可通过地面缆车体验鸡鸣村、竹文化园与熊猫馆，可通过索道/爬山登吴越第一峰眺望远方，也可在湖上划船/竹林散步畅享自然之美，适合休闲/度假游。



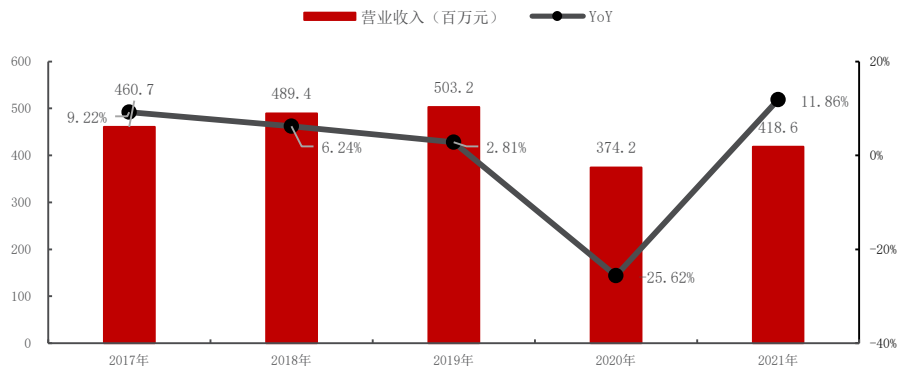
- 御水温泉坐落于南山竹海景区内，周边有多家不同定位及风格的酒店/客栈满足旅客休闲需求，以温泉/竹海/酒店组合打造完美养生休闲目的地。



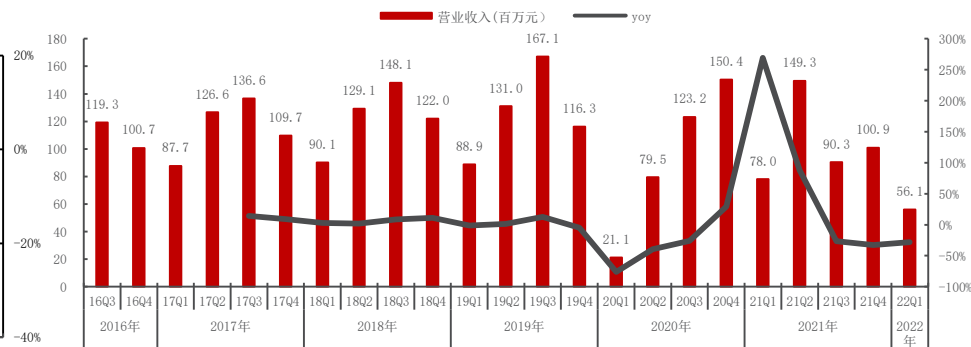
资料来源：公司官网，各公司公告，民生证券研究院

3.4 天目湖：营收利润周期性明显，近两年受疫情影响幅度大

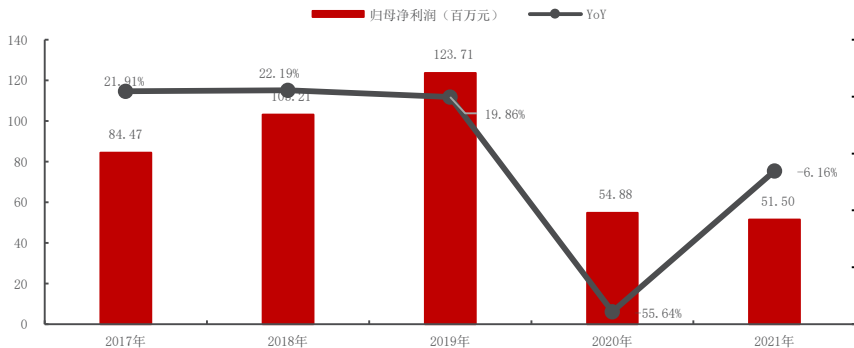
图表：天目湖公司营业收入（按年）



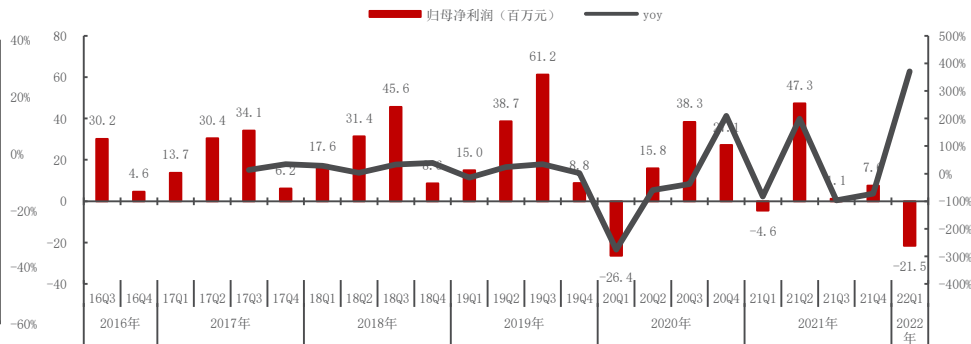
图表：天目湖公司营业收入（按季度）



图表：天目湖公司归母净利润（按年）



图表：天目湖公司归母净利润（按季度）

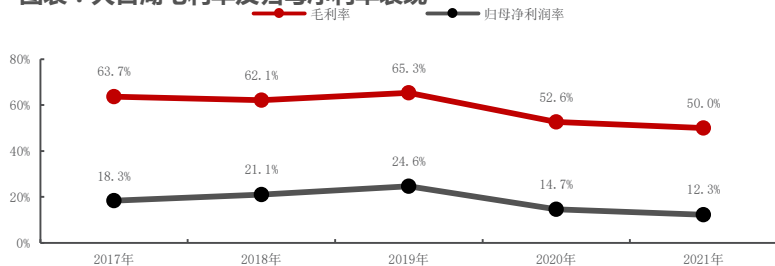


资料来源：公司官网，各公司公告，民生证券研究院

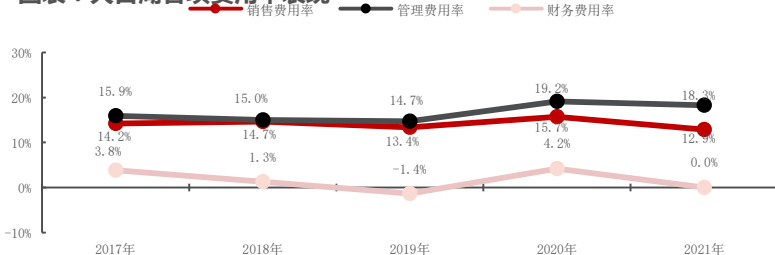
3.4 天目湖：疫情对温泉及酒店业务冲击大，毛利率/归母净利率持续下滑

公司毛利率/归母净利率水平均在2019年达到高位，2020年及2021年有不同幅度的下滑，除疫情突发及反复因素影响以外，主要下滑原因在于各项业务营业成本相对固定而营收与游客数量挂钩。细分来看，山水园景区、南山竹海景区及温泉业务均呈现不同程度反转，而水世界及酒店业务毛利率下降严重。

图表：天目湖毛利率及归母净利率表现

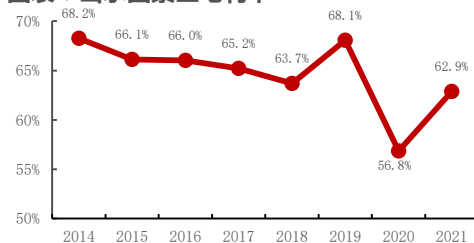


图表：天目湖各项费用率表现

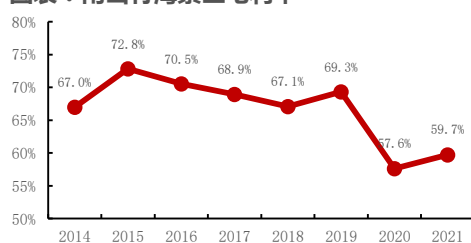


资料来源：公司官网，各公司公告，民生证券研究院

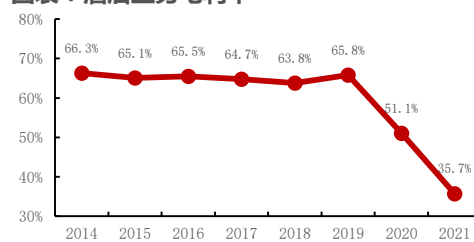
图表：山水园景区毛利率



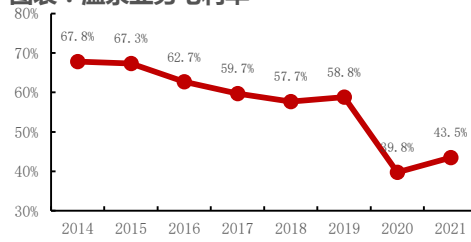
图表：南山竹海景区毛利率



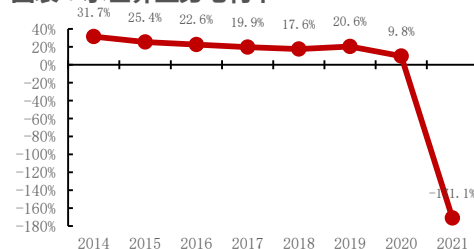
图表：酒店业务毛利率



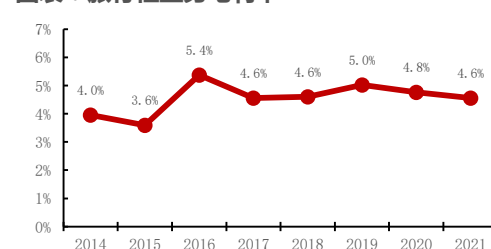
图表：温泉业务毛利率



图表：水世界业务毛利率



图表：旅行社业务毛利率



3.4 天目湖：溧阳市政府入股，发展“全域旅游”促天目湖客流提升

- 根据溧阳市政府相关采访及《“十四五”全域旅游发展规划》，溧阳市在乡村游、休闲游规划的基础上，以全域视角，摸底全市380项旅游资源并进行单体建库，对旅游发展基础进行全面研究，从拉长板、创新板、补短板三角度助力全域旅游发展。“全域旅游”是近年来旅游业兴起的新概念，可以认为是将旅游业作为城市发展主力与支撑点的一种形式。对于溧阳市来说，全域旅游是将旅游作为城市主题、将全市打造为旅游目的地形式，将城市旅游业从天目湖度假区为主架构的模式中脱离，构筑景区/度假区/购物休闲区/露营区/民宿/乡村旅游区等多架构集合的旅游目的地、将旅游与资本/技术/居民生活/城市发展相结合、打造旅游+文化/体育/休闲等要素复合结构。

- 溧阳城发（为溧阳市政府全资控股公司）在2021年9月23日/2022年3月29日通过公司实际控制人孟广才的股份转让入股/增持，目前持股比例为11.61%，为公司第二大股东。

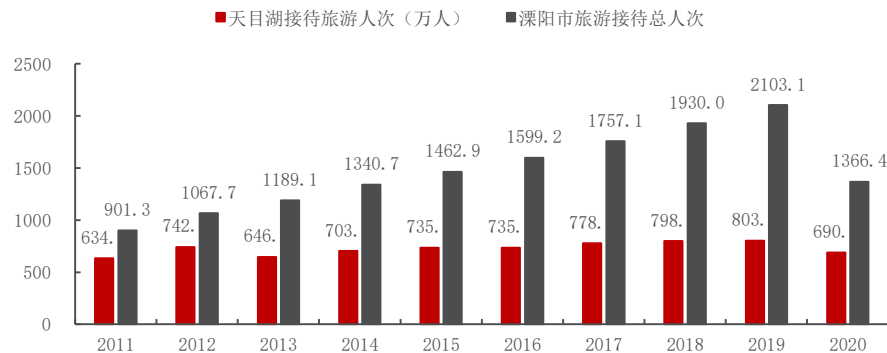
图表：天目湖持股结构

股东名称	持股数	持股比例 (%)
孟广才	64,904,200	34.84%
溧阳市城市建设发展集团有限公司	21,634,700	11.61%
陶平	7,417,620	3.98%
陈东海	7,417,620	3.98%
史耀锋	7,193,020	3.86%
方熹	5,711,804	3.07%
中国工商银行股份有限公司-华安媒体互联网混合型证券投资基金	4,560,974	2.45%
中国农业银行股份有限公司-华安智能生活混合型证券投资基金	2,178,330	1.17%
基本养老保险基金三零九组合	2,026,023	1.09%
兴业银行股份有限公司-中欧新趋势股票型证券投资基金(LOF)	1,790,067	0.96%
合计	221,873,674	30.66%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

溧阳市“全域旅游”规划对天目湖旅游度假区的意义：

- 溧阳市依靠乡村游/休闲游布局及健康经济规划，旅游总人次近年来不断上升，而天目湖度假区整体旅游人次数量变动较小，度假区客流似乎已进入瓶颈阶段。
- 溧阳市政府入股可带动天目湖度假区助力溧阳“全域旅游”规划发展，促进打造集优秀城市形象、多元消费场景、多旅游目的地、旅游+业务协同的旅游产业融合示范基地，成为可以有效吸引客流的优质旅游城市，而天目湖将受益于溧阳市“全域旅游”带来的协同影响，客流量有望提升。

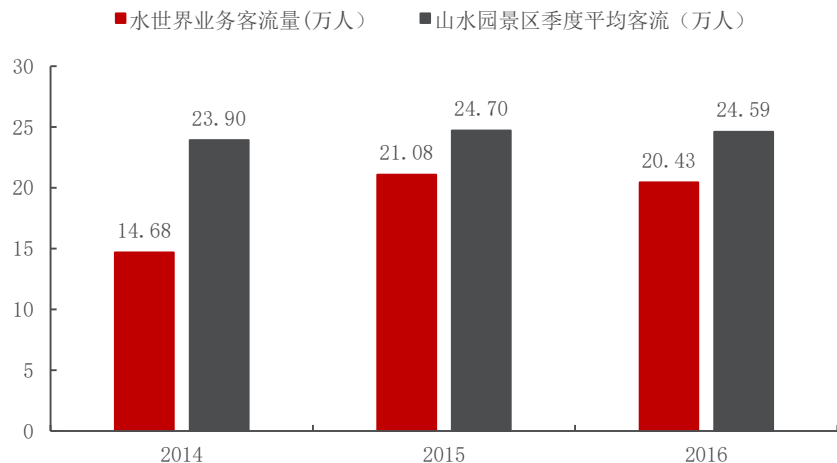


资料来源：溧阳市人民政府官网，民生证券研究院

3.4 天目湖：水世界强化旺季引流效果，与山水园景区实现发展协同

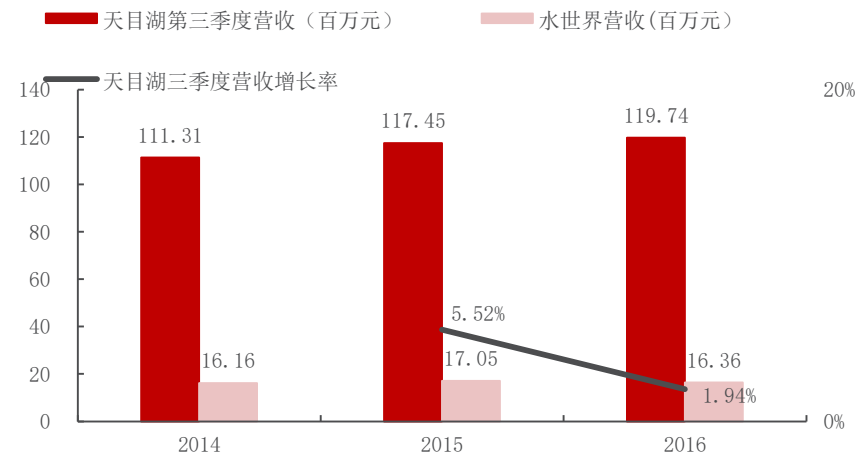
- 天目湖水世界位于山水园景区内部，于2014年投运，每年暑期开放，业务日最大承载量20000人/最大瞬时承载量10000-12000人，疫情期间最大承载量按核定值的50%计算，成人票价180元/人，儿童票价减半。
- 每年暑期是天目湖度假区的客流旺季，仅暑期经营的天目湖水世界可丰富度假区产品矩阵，与山水园景区实现互相引流，推动旺季客流提升。2014年水世界投运初年便获得14.68万人客流（为山水园景区客流量的61.43%），除营销宣传外也明显受益于天目湖景区的引流作用；2015年水世界客流量增长但营收变化较小，同年山水园景区三季度营收在无其他重大变化的情况下增长5.52%，可见水世界对天目湖整体营收产生的带动作用。

图表：天目湖水世界2014-2016年客流量



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：天目湖第三季度营收及水世界营收



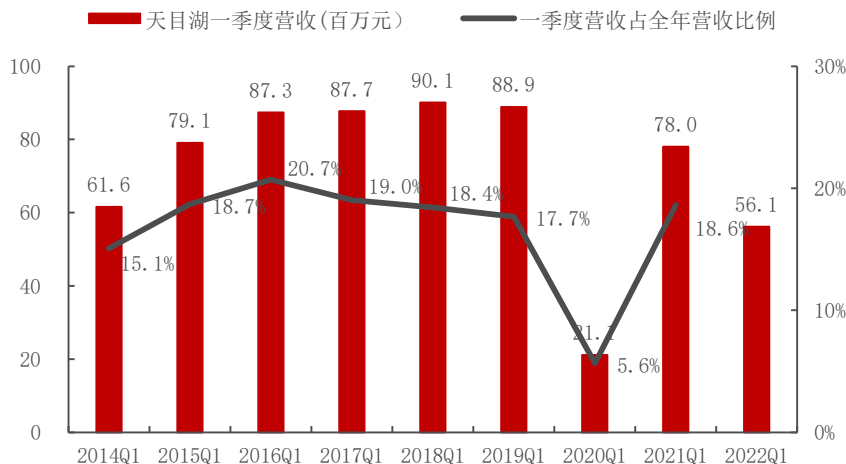
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.4

天目湖：御水温泉弥补淡季客流缺口，有效平滑季度营收

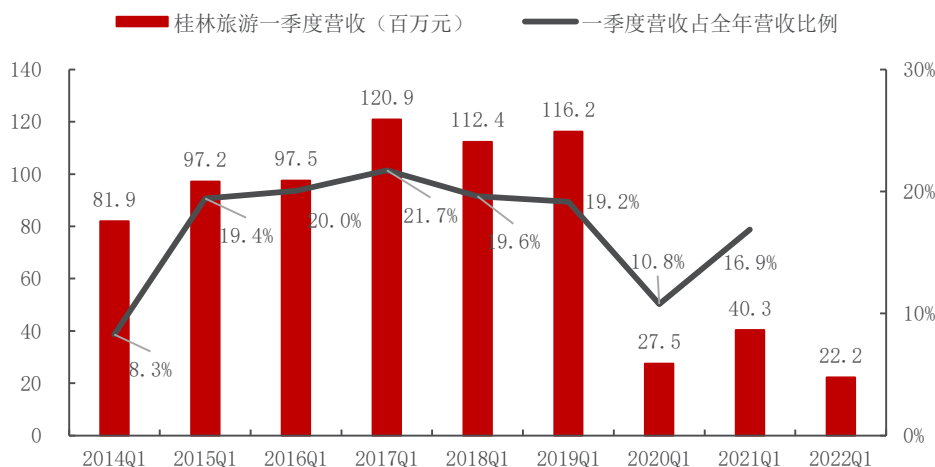
- 天目湖御水温泉业务于2009年投运，全年营运，日最大承载量15000人，最大瞬时承载量6000人，疫情期间最大承载量按核定值的50%。
- 御水温泉业务可弥补公司每年一季度旅游淡季客流不足问题，对公司季度营收有较好的平滑作用。我们以同样一季度旅游淡季受影响较大且三季度为高峰旺季、以景区业务为主导、拥有温泉业务的桂林旅游作对比，2016-2019年天目湖一季度营收占全年营收比例分别为20.7%/19.0%/18.4%/17.7%，桂林旅游一季度营收占全年营收比例分别为20.0%/21.7%/19.6%/19.2%，两者一季度营收占比差距较小，可见温泉业务的有效平滑作用。

图表：天目湖一季度营收及一季度营收占全年营收比例



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：桂林旅游一季度营收及一季度营收占全年营收比例



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.4 宋城演艺：经营模式解决行业痛点，轻资产运营探索下沉之道

- “主题公园+文化演艺”协同经营模式，巧妙解决行业痛点。宋城演艺是中国文化企业三十强之一，主营业务包括文化演艺业务及旅游服务业务，文化演艺业务通过“宋城”、“千古情”两大品牌，在全国杭州、上海、西安、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界八大城市以“主题公园+文化演艺”的经营模式展开业务。公司经营模式巧妙解决了主题公园行业依赖大型游乐设备、服务差异化不突出以及演艺业务无自有载体、引流成本高的痛点，通过两大业务协同实现了文化演艺业务的稳步发展。

- 轻资产运营轻装上阵，多项目蓄势待发。公司旅游服务业务包括轻资产输出及网络票务销售业务，轻资产输出业务意为向合作方提供品牌授权/规划设计/导演编创/托运营服务并收取服务费用及受托经营管理费用，网络票务销售业务则是对公司运营项目的门票、演出票进行线上直销及分销。轻资产输出可有效打响“千古情”及“宋城”品牌知名度、满足多样化市场需求、拓宽现有业务覆盖范围，通过“一揽子交钥匙”模式探索低线城市业务发展之路。公司目前在运营轻资产输出项目包括宁乡炭河千古情景区、宜春明月千古情景区及郑州黄帝千古情景区。

图表：以“主题乐园+文化演艺”形式展开的西安千古情景区布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图表：以“轻资产输出”模式运营的明月千古情景区架构与其他景区相同



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.4 宋城演艺：“演艺公园”拓宽盈利渠道，科技融合持续拥抱创新

- “演艺公园”模式突破公司传统业务模式，打造全新盈利点。公司自2020年以来，以杭州千古情景区为试验田开始尝试向“演艺公园”模式转型。相较于收入集中于园内千古情主秀演出的“一台剧目、一个公园”传统模式，演艺公园模式主打“多剧院、多剧目、多活动、多门票”，通过亲子秀、实景体验项目、互动体验项目、园内主题活动、趣味景区项目（如鬼屋、电影馆等）创造新盈利点，提升旅客整体满意度及旅游客单价。

- 现代科技技术融合，呈现华丽视听盛宴。是国内最早将VR/AR/全息/动捕/光影技术用于演艺舞台及旅游场景并实现商业运营公司之一，每年都在舞台交互、舞台表现上进行大量科技研发投入。2021年，公司32项在研项目中有22项与舞台效果及互动效果相关，总研发投入4117万元，占营收比例达3.48%，研发人员196人，占人员数量比例16.91%。

图表：宋城演艺各公园普及的《大地震》及《WA!恐龙》项目



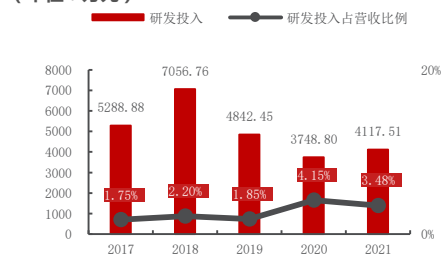
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：2021年公司在研项目（部分）

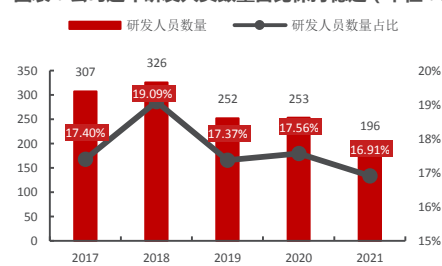
研发项目名称	项目拟实现目标	对公司发展影响
舞台表演人员灯光自动跟踪技术的研究	光圈及时、准确地跟踪到表演人员	增强公司演艺产品舞台呈现效果和流畅性，提升产品客户体验
移动旋转式舞台的设计与研究	解决舞台原来的固定和搭建复杂费力问题	增强公司演艺产品舞台呈现效果和流畅性，提升产品客户体验
虚实结合的大型水上光影秀系统的研发	实物道具与投影表演自然衔接	增强公司演艺产品表现形式和效果，提升产品客户体验
沉浸式光影互动装置技术的研究	沉浸式光影互动装置技术实现基于不同特色演艺的三维互动投影现场的实时沉浸体验	增强公司演艺产品表现形式和效果，提升产品客户体验
基于VR虚拟漫游技术的交互设计应用研究	完成实景的虚拟环境构筑，实现沉浸式互动体验	丰富产品线，增强游玩趣味性，提升游客体验，提高公司竞争力
舞台演艺用冲锋船移动装置的研发	冲锋船抬升结构操作及维护	增强公司演艺产品舞台呈现效果，提升产品客户体验
用于互动舞台纱幕投影装置的研发	解决用于互动舞台纱幕投影装置中存在的投影纱幕展开时不充分和噪音较大的问题	优化公司演艺产品的舞台呈现效果，提升产品客户体验

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：公司近年研发投入受闭园影响降低但占比增加
(单位：万元)



图表：公司近年研发人员数量占比保持稳定（单位：人）

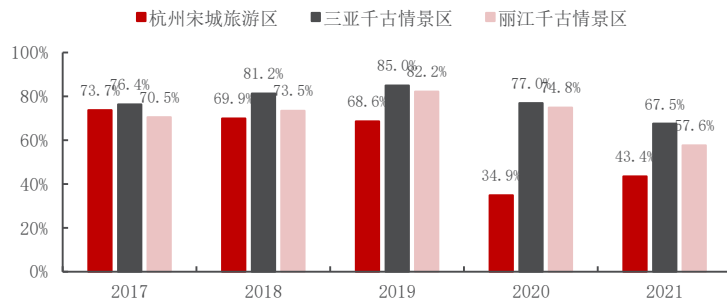


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.4 宋城演艺：杭州宋城仍为营收主导，“演艺公园”压低毛利率表现

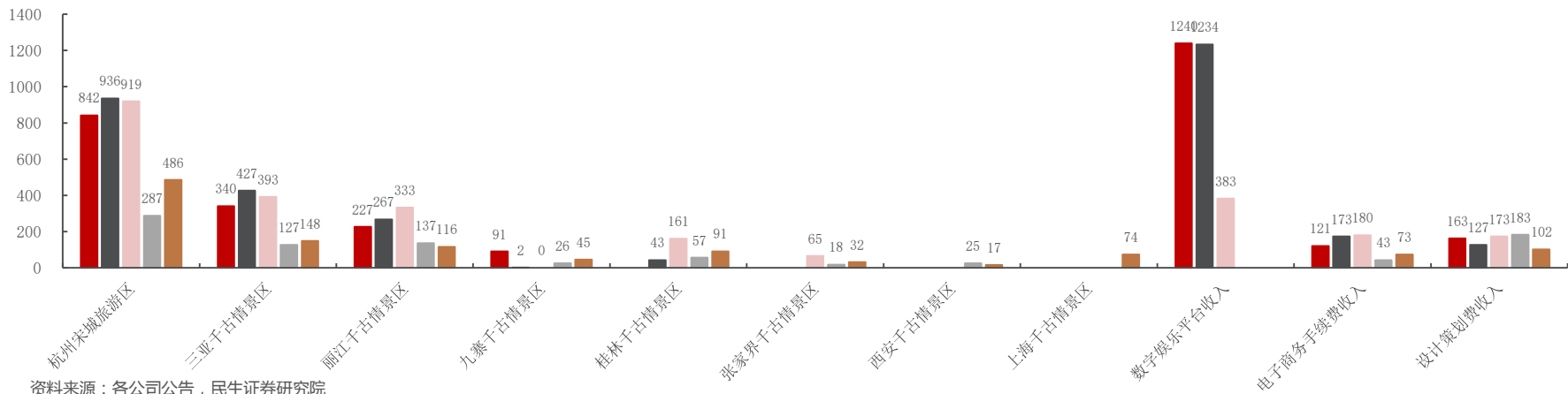
- 公司目前有11个千古情景区，除炭河古城、宜春明月千古情及郑州黄帝千古情等轻资产输出模式景区外，其余均为公司直接经营。2020年以前，杭州、三亚、丽江千古情景区为公司营收主支撑；2020年疫情下各景区营收均有下滑；2021年，上海千古情景区开业，营收表现突出；杭州/桂林/张家界千古情恢复势头好，营收恢复至2019年同期的52.87%/56.74%/49.32%；九寨千古情景区营收为2019年同期50.20%。
- 2020年，杭州宋城全新打造宋城演艺王国，尝试向多剧目、多票型组合的平台转变升级，毛利率下降幅度较大；2021年杭州宋城毛利率回升，三亚/丽江千古情景区毛利率有所下滑，或为以杭州、上海景区为基础的宋城演艺公园模式推广所致。

图表：三大主要景区毛利率水平



图表：公司各业务营收表现（单位：百万元）

■ 2017 ■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021

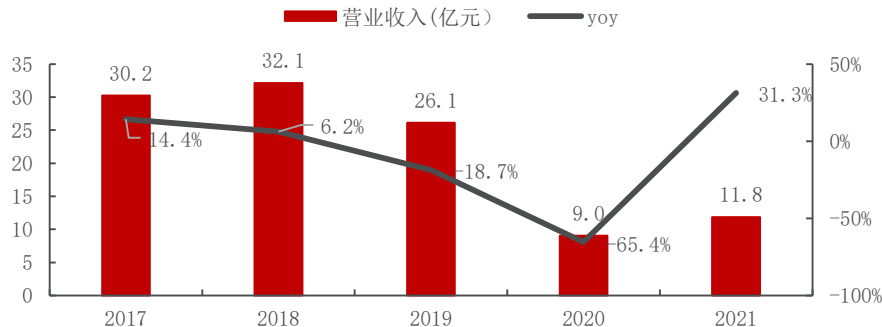


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

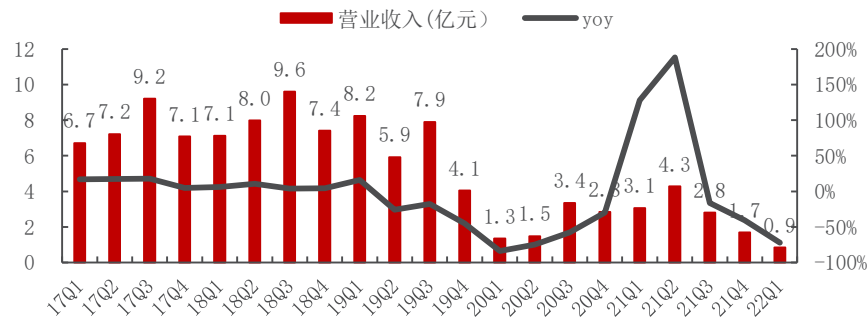
3.4

宋城演艺：归母净利润扭亏为盈，期待下半年营收及利润复苏

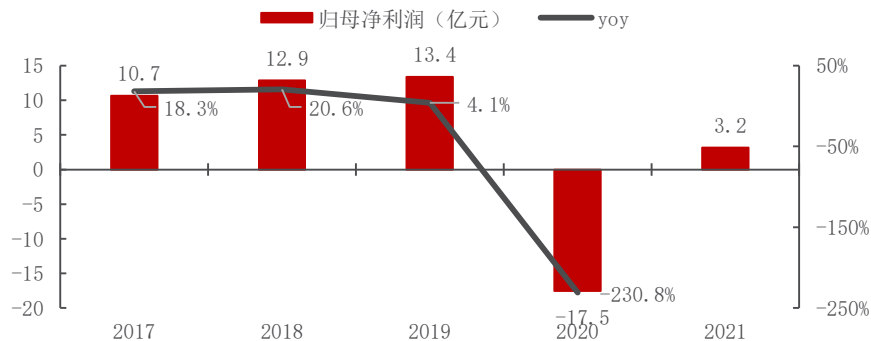
图表：公司营业收入表现（按年）



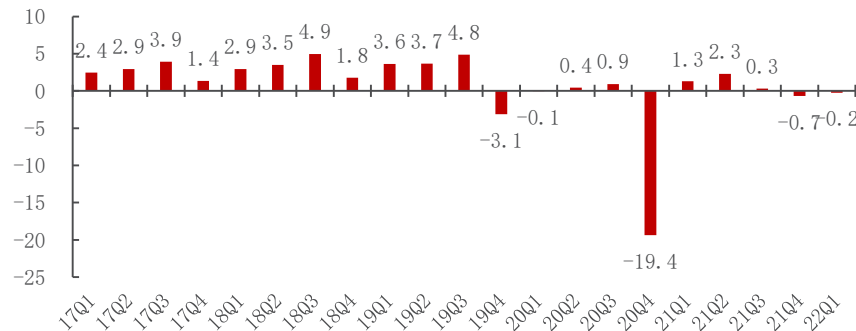
图表：公司营业收入表现（按季度）



图表：公司归母净利润表现（按年）



图表：公司归母净利润表现（按季度）（单位：亿元）

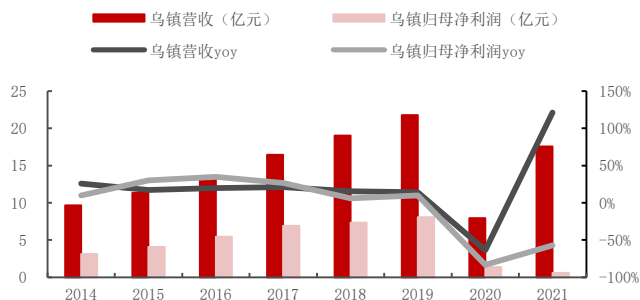


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

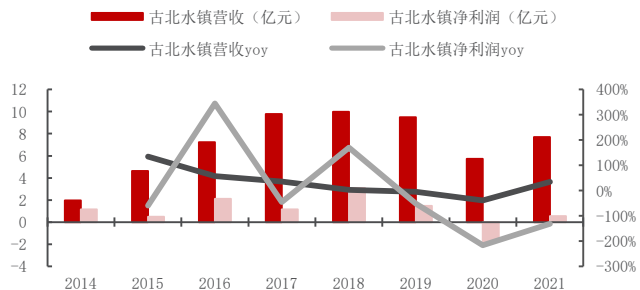
3.4 中青旅：核心景区受疫情影响营业中断，近期开放经营有望高弹性修复

- 景区业务：目前公司景区业务包含位处长三角区域浙江省桐乡市的乌镇景区及北京密云的古北水镇景区两大板块，两大景区利润在2020年因疫情受挫，但2021年恢复状况良好，乌镇净利润亏损较2020年减亏5975万元，古北水镇景区恢复盈利。公司濮院景区因疫情影响尚未开放，后续开放经营后或将成为公司新盈利点。

图表：乌镇景区营收及净利润表现



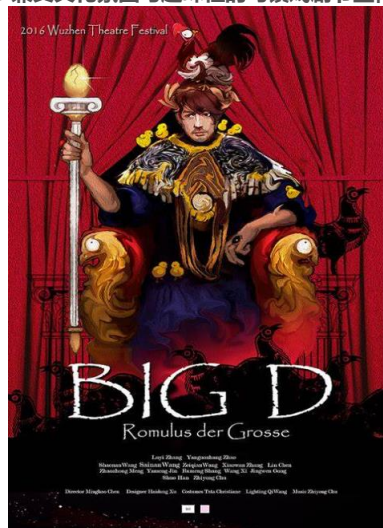
图表：古北水镇景区营收及净利润表现



资料来源：各公司公告，中青旅公众号，民生证券研究院

- 乌镇景区深谙文旅发展之道，着力发展“文化+会展”双轨结构，通过多样化活动沉淀文化底蕴，将景区打造为重视人文价值的深度休闲旅游目的地。

图表：兼具文化氛围与趣味性的乌镇戏剧节宣传门票



- 古北水镇景区聚焦“长城+”战略，通过与谷歌艺术合办项目发布会、国家对外宣传片《中国2021》、长城下跨年活动、小镇设计、冰雪嘉年华活动将司马台长城的旅游概念拓展深化。

图表：夜幕下的古北水镇

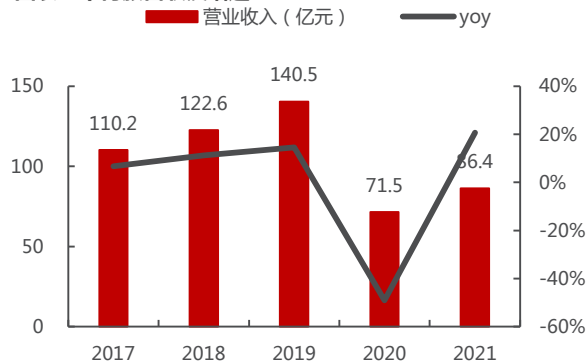


图表：司马台长城下的红叶小镇

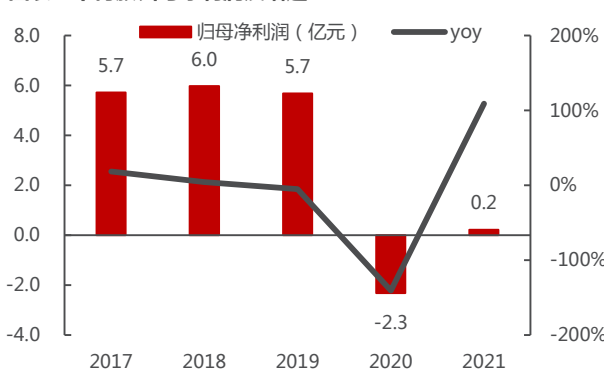


3.4 中青旅财务分析：疫情下营收利润承压，看好旺季恢复

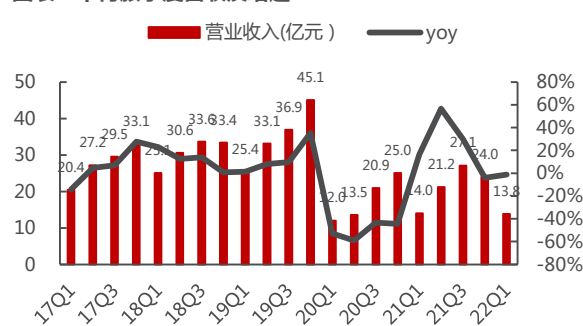
图表：中青旅营收及增速



图表：中青旅归母净利润及增速



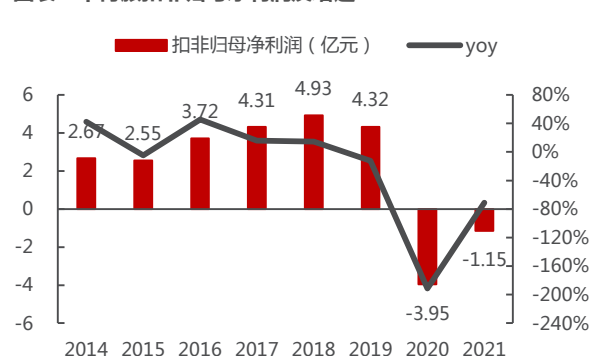
图表：中青旅季度营收及增速



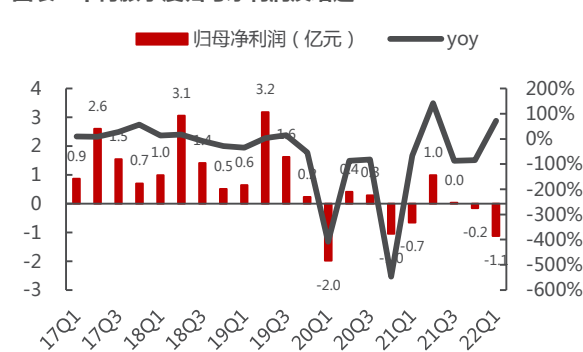
图表：中青旅非经常性损益表现



图表：中青旅扣非归母净利润及增速



图表：中青旅季度归母净利润及增速



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.5 教育：政策驱动职教扩容，商学培训带来新增长点

3.5 职教：政策驱动，职教行业扩容继续

3.3.1 劳动力市场供需错配 职教建设迫在眉睫 职教政策出台

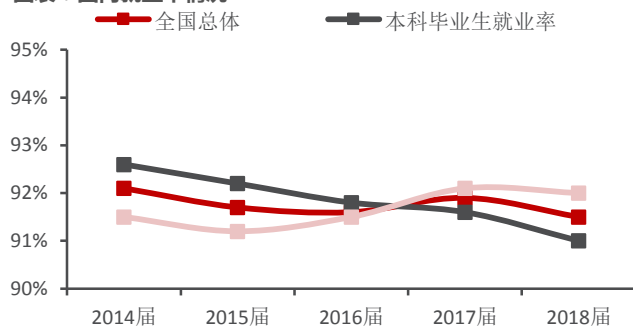
- **就业背景：**我国目前劳动力市场供需错配，求人倍率常年高企。21Q3，我国百城三季度公共就业服务机构市场需求人数为402.4万人，进入市场的求职者为263.5万人，求人倍率为1.53。我国的求人倍率长期保持在1.2以上，2020年疫情以来供需缺口保持扩大的趋势。**从就业情况来看，高职高专由于职业教育属性，就业市场上呈现专业更对口，近几年就业率显著高于本科毕业生的趋势。**
- **基于以上背景，职教政策出台加快，2021年出台两大职教重磅政策：**
- ✓ **《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》：**明确鼓励各级人民政府引导社会力量举办民办职教满足多样化教育需求，
- ✓ **《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》：**意见鼓励要完善产教融合办学体制，鼓励上市公司、行业龙头企业兴办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。

图表：国内职业教育相关法规

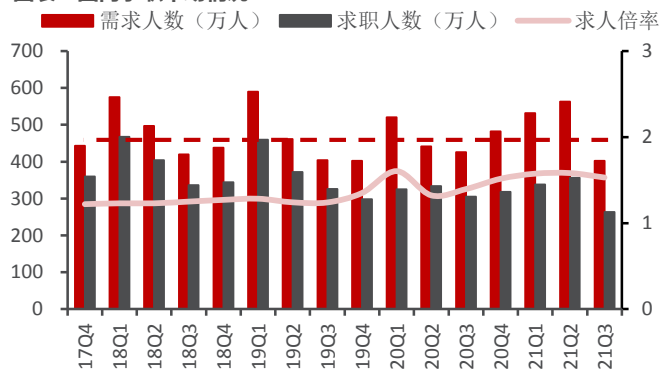
相关领域	政策法规名称	施行时间
民办教育/职业教育	《关于实施中国特色高水平高职学校和专业建设计划的意见》	2019年3月
	《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案的通知》	2019年4月
	《职业技能提升行动方案（2019—2021年）》	2019年5月
	《国家产教融合建设试点实施方案》	2019年10月
	《职业院校全面开展职业培训促进就业创业行动计划》	2019年11月
	《关于做好2020年高职扩招专项工作的通知》	2020年7月
	《职业教育提质培优行动计划（2020—2023年）》	2020年9月
	《关于下达2021年现代职业教育质量提升计划资金预算的通知》	2021年5月
	《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》修订案	2021年4月
	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	2021年10月
就业	《“十三五”促进就业规划》	2017年1月
	《关于进一步做好稳就业工作的意见》	2019年12月

资料来源：麦可思研究院，人社部，民生证券研究院

图表：国内就业率情况



图表：国内求职市场情况



3.5 职教：政策驱动，职教行业扩容继续

3.3.1 政策出台 打开学历职教空间

- 职业教育体系按是否能获得相应文凭可以分为**学历教育阶段**和**非学历阶段**，学历教育阶段主要包括**中等职业教育和高等职业教育**，是与普通高中、大学并行的阶段；而非学历教育按照职业教育的目的主要分为**招录考试、资格准入考试、职业技能培训、兴趣爱好培训、企业培训**五大类。
- 此次政策出台对学历类职教影响主要在学历职教端：
- 1、职普分流，中职普高1：1接受教育；2、职教高考打通中职升学路径；3、职业本科提升职教办学层次

图表：职业教育体系



资料来源：民生证券研究院绘制

3.5 职教：政策驱动，职教行业扩容继续

➤ 民办中职市场规模=中职招生人数*民办中职渗透率*学费*学年，2025年有望达到585亿元

- 职普比1:1带来中等职教需求放量，假设2025年年底职普比达到1：1，2025年中等职业教育将扩招190万学生，其中成人职教15万，普通中职（即通过正常升学路径）175万。
- ✓ 现阶段，在中等教育阶段国内的普通高中和中等职业学校在招生数职普比水平尚未达到1:1程度，近几年维持在0.67左右。
- 民办中职渗透率=民办招生数/中职整体招生数
- 民办中职学费每年约1万元，每年按5%递增
- 通过测算2025年市场规模约585亿元，20-25CAGR达16.5%

图表：民办中职市场规模测算

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
15岁适龄人口（万人）	1604	1598	1621	1589	1599	1612	1595	1596
初中毕业数（万人）	1368	1454	1535	1510	1527	1548	1539	1548
YoY	-2.13%	6.31%	5.58%	-1.66%	1.13%	1.37%	-0.57%	0.58%
出生人口占比	85.29%	91.02%	94.69%	95.0%	95.5%	96.0%	96.5%	97%
中职招生数（万人）	557.0	600.4	644.7	682.8	723.2	766.2	796.0	834.5
成人中专（万人）	46.3	49.7	53.5	56.2	59.0	62.0	65.1	68.3
YoY	-18.7%	7.5%	7.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
普通中职（万人）	510.8	550.6	591.1	626.5	664.2	704.2	731.0	766.2
普通中职初中毕业生占比	37.3%	37.9%	38.5%	41.5%	43.5%	45.5%	47.5%	49.5%
普高招生数（万人）	792.7	839.5	876.4	836.2	819.7	804.6	773.9	766.2
普高占比	58.0%	57.7%	57.1%	55.4%	53.7%	52.0%	50.3%	49.5%
职普比	0.64	0.66	0.67	0.75	0.81	0.88	0.94	1.00

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
普通中职	536.6	533.8	525.6	510.8	550.6	591.1	626.5	664.2	704.2	731.0	766.2
民办中职招生数（万）		63	67	72	82	91	100	113	127	139	153
民办中职渗透率		11.8%	12.7%	14.1%	14.89%	15.4%	16%	17%	18%	19%	20%
学费（万元）				0.9	0.95	1	1.05	1.1	1.15	1.22	1.28
YoY						5%	5%	5%	5%	5%	5%
市场规模（亿元）						273	315	372	438	510	585

资料来源：教育部，民生证券研究院测算

3.5 职教：政策驱动，职教行业扩容继续

➤ 高等职教市场规模测算：2025年民办高教市场规模有望达到2000亿元

- 通过测算，2025年民办高教市场规模合计或达2000亿，2020-2025CAGR为6.7%。其中民办本科市场规模为1200亿，复合增速为6.16%；民办专科市场规模为800亿，同期复合增速为7.65%。
- 民办职教本科市场规模预2025年计达129亿元，预计贡献40%的民办本科增量。

图表：民办高教市场规模测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	204E	2025E
高考人数（万人）	942	940.00	940	975	1031	1071	953.36	982.50	1023.82	989.77	968.16
首次高考（万人）	844.61	822.70	796.60	796.61	802.92	800.05	792.71	839.49	876.44	836.20	819.69
高考复读生（万人）						155	161	143	147	154	148
本科招生人数（非职业本科）（万人）	389.42	405.40	410.75	422.16	431.29	443.12	400.41	412.65	430.00	415.70	406.63
本科录取率	41.34%	43.13%	43.70%	43.30%	41.83%	41.37%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
职业本科招生人数（来自于中职考生）							10	20	30	40	48.4
本科合计招生人数（万人）							410.41	432.65	460.00	455.70	455.03
民办本科招生人数（万人）	96.65	99.88	103.17	105.17	110.84	111.95	104.65	110.33	117.30	116.20	118.31
民办本科渗透率	24.82%	24.64%	25.12%	24.91%	25.70%	25.26%	25.50%	25.50%	25.50%	25.5%	26%
学杂费X4年（万元）						8.0	8.4	8.8	9.3	9.7	10.2
民办本科市场规模						895.6	879.1	973.1	1086.3	1130.0	1207.9
专科招生人数（万人）	348.43	343.21	350.74	368.83	483.61	524.34	457.61	461.77	481.19	465.19	455.04
专科录取率	36.99%	36.51%	37.31%	37.83%	46.91%	48.96%	48.00%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%
民办专科招生人数（万人）	81.29	73.98	82.11	78.78	108.85	124.12	109.83	113.13	118.37	116.30	118.31
民办专科渗透率	23.33%	21.56%	23.41%	21.36%	22.51%	23.67%	24.00%	24.50%	24.60%	25.00%	26.00%
学杂费X3年（万元）						4.50	4.73	5.50	5.78	6.50	6.83
民办专科市场规模（亿元）						558.54	518.93	622.24	683.61	755.94	807.46
合计（亿元）						1454.16	1398.03	1595.31	1769.93	1885.91	2015.40

资料来源：教育部，民生证券研究院测算

3.5 传智教育：领先IT培训龙头，加码中职学历教育

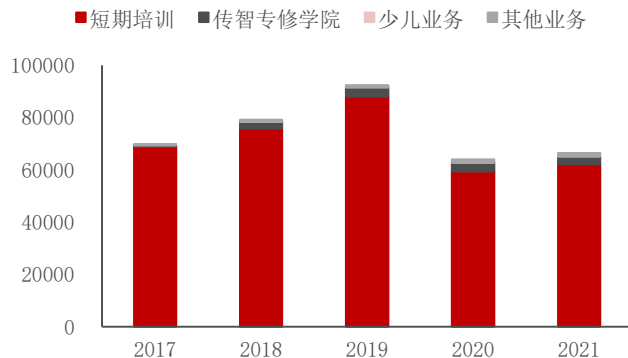
➤ 短期培训贡献九成收入 主营业务突出

- 公司现阶段有IT短期业务培训、非学历高职培训、少儿非学科素质教育培训以及2022年新布局的中等职教四大业务。
- IT短期业务培训为公司主要收入来源，2021年收入6.22亿元，占比94%，非学历高等教育4%，少儿非学科素质教育不到1%。
- 职工薪酬是主要成本来源，占比达7成以上，租赁费2成
- 从毛利率来看，2021年短期培训毛利率49.41%，综合毛利率49.23%。

图表：公司业务分类

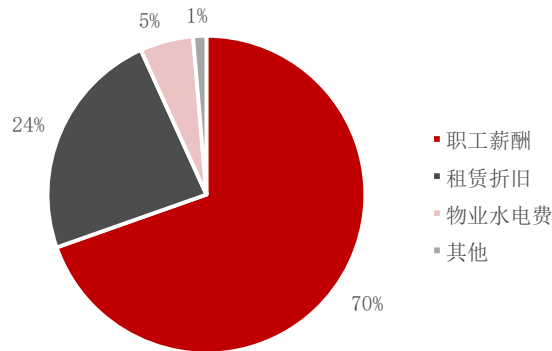


图表：公司分业务占比

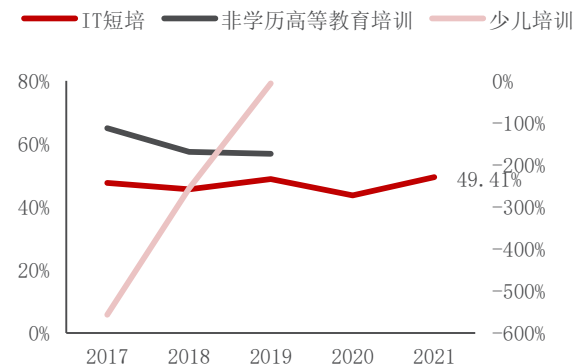


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：职工薪酬&租赁为主要成本来源



图表：公司分业务毛利率情况



3.5 传智教育：领先IT培训龙头，加码中职学历教育

➤ 公司发力中职学历教育 IT职教行业第一家 有望受益于职普分流政策

- **公司成立宿迁互联网中等职业学校，预计今年9月开始招生。**根据中等职业技术学校的设立规则及宿迁当地中专学校招生情况，我们做以下假设：①中职学校学校学历教育在校生数应在1200人以上②专任教师一般不少于60人，师生比达到1：20③租赁费没有和传智专修学院共用场地④宿迁当地中专每年招生在2000-3000人左右；
- **通过测算，我们得到开学校前三年预计将增加营收1560/3412.5/5589.68万元，毛利率各19.23%/26.89%/31.57%。**

图表：公司中职职校盈利测算

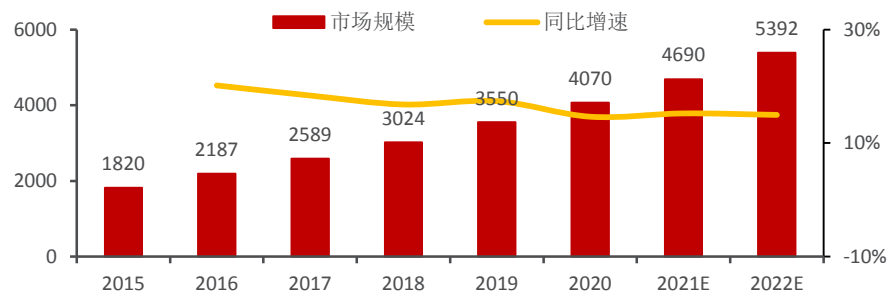
	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年
每年新增招生（万人）	1200	1300	1400	1500	1500	1500	1500
Yoy		8%	8%	7%	0%	0%	0%
累计招生（万人）	1200	2500	3900	4200	4400	4500	4500
学费（万元）	1.3	1.37	1.43	1.50	1.57	1.61	1.66
Yoy		5%	5%	5%	4%	3%	3%
营业收入（万元）	1560	3412.5	5589.68	6320.63	6886.48	7254.28	7471.91
营业成本（万元）	1260	2495	3825	4080	4270	4275	4275
教师数量（人）	60	125	195	210	220	225	225
教学投入（万元）	1080	2250	3510	3780	3960	4050	4050
电子设备折旧（万元）	30	30	30	0	0	0	0
桌椅折旧（万元）	18	18	18	18	18	0	0
装修摊销（万元）	72	72	72	72	72	0	0
毛利（万元）	300	917.5	1764.675	2240.633	2616.48	2979.28	3196.909
毛利率	19.23%	26.89%	31.57%	35.45%	37.99%	41.07%	42.79%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

3.5 管理培训市场已为千亿级别“赛道”，发展管理培训契合国家战略需求

- 我国目前管理培训市场需求较为旺盛，中研普华预计2022年我国的管理培训行业市场规模将达到5292亿元，约为2015年1820亿元的三倍。管理培训行业市场已经是一个千亿级别的大赛道，但当前市场中仅出现了以中欧商学院、长江商学院为主的具备品牌效应的知名管理培训机构，但仍未出现明显的具备一定规模及规模效应的管理培训企业，能够整合并满足中小企业管理培训需求的公司或存在较大的发展机会。
- 2014年以来，中国中央办公厅、国务院、全国人大常委会等机构相继发表《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》、《关于印发“十三五”促进就业规划的通知》、《关于促进中小企业健康发展的指导意见》等政策，不断加强职业教育、创业培训及企业经营管理人才培训的重要性。

图表：我国管理培训行业市场基本情况（单位：亿元）



资料来源：中研普华，各政府部门官网，民生证券研究院

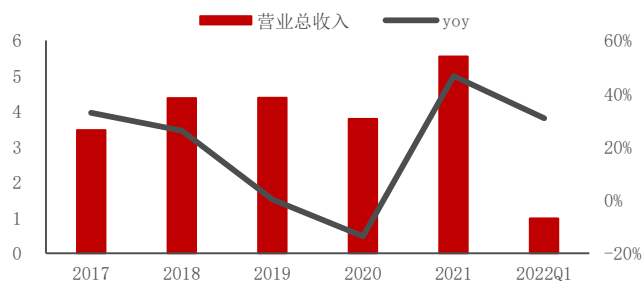
图表：管理培训行业部分鼓励性政策

发布时间	发文机构	政策名称	主要内容
2015年4月	全国人大常委会	《中华人民共和国就业促进法》	鼓励开展职业培训，促进劳动者提高职业技能，增强就业能力和创业能力。鼓励和支持各类职业技能培训机构和用人单位依法开展就业前培训、在职培训、再就业培训和创业培训；鼓励劳动者参加各种形式的培训。
2015年6月	国务院	关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见	通过加强全社会以创新为核心的创业教育，弘扬“敢为人先、追求创新、百折不挠”的创业精神，厚植创新文化，不断增强创业创新意识，使创新创业成为全社会共同的价值追求和行为习惯。
2017年2月	国务院	关于印发“十三五”促进就业规划的通知	促进创业政策体系不断完善，服务能力明显提升，各类劳动者创业通道更加畅通，全社会支持创业、参与创业的积极性显著提高，创业成功率明显提升，创业带动创新、促进就业增收能力持续增强。开发针对不同创业群体、不同阶段创业活动的创业培训项目。积极探索创业培训与技能培训、区域产业相结合的培训模式。试点推广“慕课”等“互联网+”创业培训新模式，大规模开展开放式在线培训。
2019年2月	国务院	关于印发国家职业教育改革实施方案的通知	发挥企业重要办学主体作用，鼓励有条件的企业特别是大企业举办高质量职业教育。2020年初步建成300个示范性职业教育集团（联盟），带动中小企业参与。支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制职业院校和各类职业培训机构。
2019年4月	中共中央办公厅、国务院	关于促进中小企业健康发展的指导意见	重视培育企业家队伍，继续做好中小企业经营管理领军人才培训，提升中小企业经营管理水平。
2020年9月	工业和信息化部办公厅	关于做好2020-2021年度中小企业经营管理领军人才培训工作的通知	进一步扩大领军人才培训规模和影响力，由人才交流中心联合各地中小企业服务机构、行业组织和企业大学等分别开展2020-2021年度“专精特新”和“促进大中小企业融通发展”专题培训任务。
2021年10月	中共中央办公厅、国务院	关于推动现代职业教育高质量发展的意见	主要内容包括总体要求、强化职业教育类型特色、完善产教融合办学体制、创新校企合作办学机制、深化教育教学改革、打造中国特色职业教育品牌、组织实施等意见。
2021年10月	工业和信息化部办公厅	关于做好2021-2022年度中小企业经营管理领军人才培训工作的通知	深入实施企业经营管理人才素质提升工程，提高中小企业经营管理水平，引导中小企业高质量发展培训对象主要针对成长性好、创新能力强、在区域或行业中处于龙头骨干地位的中小企业经营管理管理者，发展潜力大的初创小微企业经营管理管理者。培训主要采用集中培训与学习实践相结合、课堂教学与实际应用相结合等方式，围绕中小企业经营管理的重点领域和薄弱环节，着力提升企业经营管理者专业素质和水平。

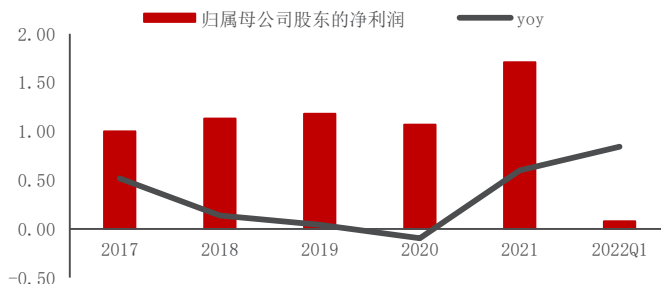
3.5 行动教育：营收快速增长，坚定看好商学培训需求韧性

- 公司近年营收利润表现较好。2021年公司营收5.55亿元，同比增46.62%，归母净利润为1.71亿元，同比增60.05%；2022年一季度，公司实现营业收入0.98亿元，同比增30.76%，归母净利润796.8万元，同比增84.17%。截至2022年4月中旬，公司在上海地区的课程仍处于暂停状态，因此我们认为第二季度的收入可能会受到一定影响。**但是我们依然认为商学培训的需求依然刚性，只是暂停而不是消失，随着疫情逐步得到管控，公司营收有望迅速回升。**同时本次疫情发生于今年Q1末期-Q2早期，因此在本年剩余月份公司有望加速实现收入回补。

图表：行动教育营收基本情况（单位：亿元）



图表：行动教育归母净利润基本情况（单位：亿元）



图表：行动教育营业收入拆分情况（2018-2021）

	2018		2019		2020		2021	
项目	金额（百万元）	比例（%）	金额（百万元）	比例（%）	金额（百万元）	比例（%）	金额（百万元）	比例（%）
管理培训	327.18	74.8%	355.22	81.0%	330.46	87.3%	491.99	88.71%
管理咨询	105.03	24.0%	78.53	17.9%	43.57	11.5%	58.83	10.61%
图书音像制品销售	4.26	1.0%	4.47	1.0%	3.80	1.0%	3.79	0.68%
其他业务收入	1.21	0.3%	0.44	0.1%	0.84	0.2%		
合计	437.68	100.0%	438.66	100.0%	378.68	100.0%	554.61	100.0%

资料来源：行动教育公司公告，民生证券研究院

3.5

行动教育：解决中小民营企业在商学管理培训上的四大痛点

➤ 痛点一：想要学习更务实的技能方法

- 行动教育的课程设置则重点解决管理中的实际问题，即所谓“实效”。行动教育的课程包括企业战略、财务、组织架构搭建、股权激励设置、招聘计划、营销系统搭建等课程。

➤ 痛点二：想要以低成本学习商业培训课程

- 行动教育在学费设置上，大幅降低了商学培训的门槛。行动教育的核心课程的浓缩EMBA仅报价3.58万元，这一价格在商学培训领域极具竞争力，授课时长是“三天两夜”。在浓缩EMBA之外，行动教育的“校长EMBA”学费价格相较于其他商学院的学期制EMBA也更低。

➤ 痛点三：想要在公司所在地获得持续辅导

- 行动教育则是通过“异地办学与总部办学相结合”及“全国建立分公司”解决了以上问题。

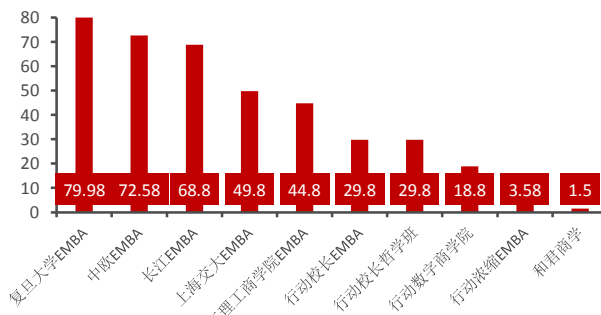
➤ 痛点四：想要知道其他企业家在学什么

- 行动教育正在打造企业家生态圈，帮助中小企业管理者解决“别人正在学什么”的问题。如果某行业中的一家公司通过行动教育的课程得到了提升，那么同行业的其他公司均可以来行动教育学习同样的课程及技巧。

图表：行动教育课程设置上极具实操性

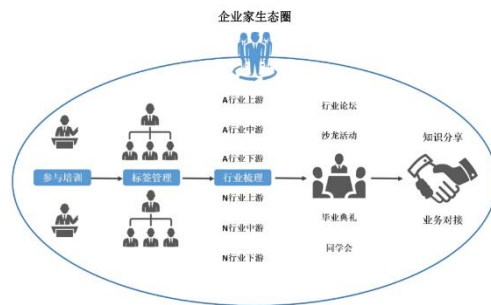
序号	课程名称	主讲老师	课程内容概述
1	《赢利模式》 (浓缩EMBA)	李践、黄强	战略设计、产品战略、人才战略、用户战略、竞争战略、高远目标、绩效机制、营销创新、财务杠杆等内容。 帮助企业打造一套企业管理决策系统。课程包括损益表、资产负债表、现金流量表、利润操纵、税负设计、关键指标、雷达剑谱、全面预算、融资策略等内容。
2	《财务管控》	付小平	主要包括建组织、严管理、名策略等内容。 帮助企业打造一套建系统、挖潜能、增利润的绩效增长系统。课程主要包括快乐绩效理念、目标设定、激励奖惩、方法措施、评估检查、兵棋推演商战系统、企业绩效诊断模型、快乐绩效落地路径图等内容。
3	《大营销管控》	陈军	帮助企业制定一套低成本、创品牌的快速营销系统。内容包括全过程奇胜营销思维、敌情侦察、制定战略、配置战术、全副武装、传播战役、决胜终端等。
4	《快乐绩效》	江竹兵	帮助企业构建一套企业大学的体系。内容包括校长境界、企业大学、人才生产线、学习地图、课程开发、实效演讲、学习模式、班子与机制、商学院文化等9大模块。
5	《奇胜营销》	张晓岚	
6	《企业大学》	熊启明	

图表：行动教育及其他知名商学院学费情况（万元/期）



资料来源：各公司公告及公司招股书，民生证券研究院

图表：行动教育企业家生态圈示意图



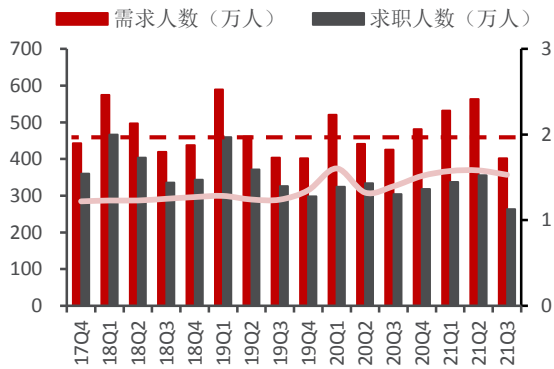
3.6 人资：灵活用工维持高景气， 龙头全方位发力铸壁垒

3.6 多因素驱动人资外包行业渗透率快速成长

➤ 供需错配+人口红利消退用工成本上行+产业机构转型下，有利于催生人资服务行业发展空间

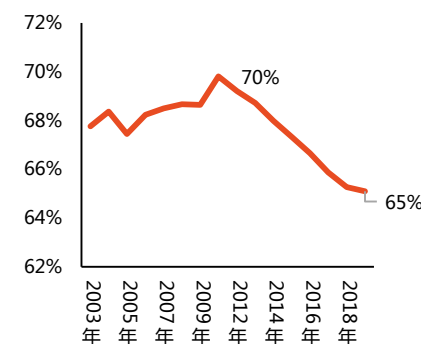
- **供需错配，求人倍率高企。**我国目前劳动力市场供需错配，求人倍率常年高企。21Q3，我国百城三季度公共就业服务机构市场需求人数为402.4万人，进入市场的求职者为263.5万人，求人倍率为1.53。我国的求人倍率长期保持在1.2以上，2020年疫情以来供需缺口保持扩大的趋势。具备中介属性的人力外包有助于平衡劳动力供求关系。
- **人口红利消退+用工成本上行：**①我国劳动年龄人口绝对量及占总人口比例自2012年起持续下降，2011-2019年就业人口占总人口比例从70%下降到65%，就业人口绝对量从9.41亿下滑到9.11亿/2011-2019年CAGR为-0.40%。②人口红利消退促使劳动力市场供求关系转变，企业雇佣成本增加。2008年-2020年我国城镇非私营单位就业人员平均工资从1.71万增长至5.77万/CAGR为11%。中长期来看，企业为满足用工需求并控制成本支出，具备降本提效畅通信息的人力资源渗透率有望提升。
- **产业结构转型为人力资源服务提供广阔的发展空间。**第三产业占比已经从35.7%提升到2020年底47.7%，第三产业具有人员密集、人员流动大等显著特征，催生我国人资服务行业向更广阔的业务领域拓展。

图表：劳动力市场供需错配，求人倍率高企

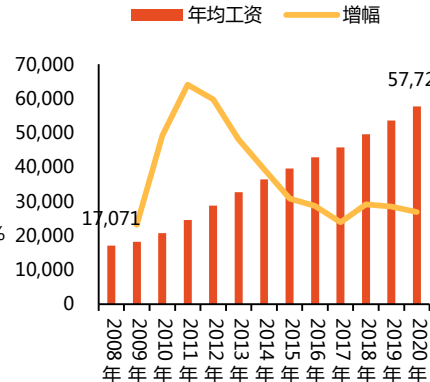


资料来源：人社部，国家统计局，WIND，民生证券研究院

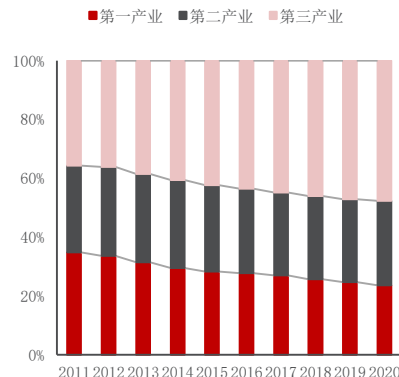
图表：人口红利消退：就业人口（16-59岁）占总人口比例持续下降



图表：私营单位就业人员年平均工资（元）持续上涨



图表：三大产业结构从业人员占比



2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020

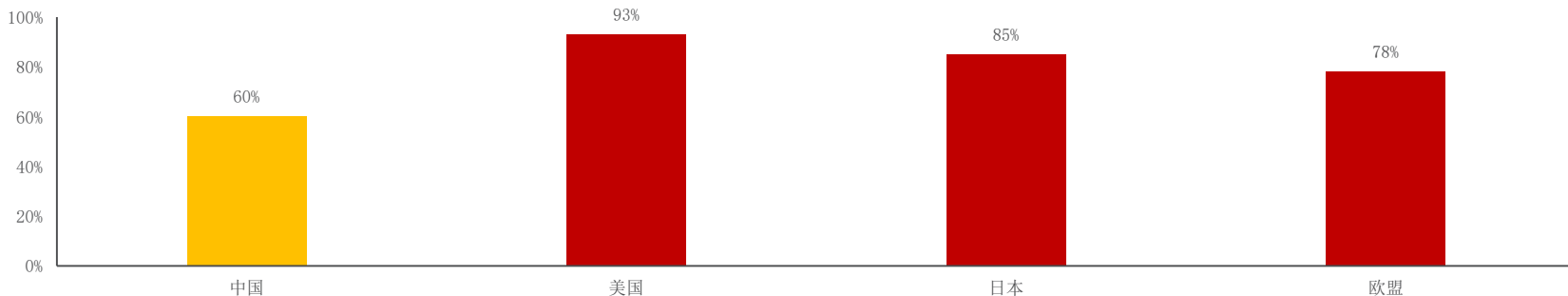
3.6 多因素驱动人力外包行业渗透率快速成长

➤ 系列利好政策逐步出台，为人资服务行业提供保障，人服外包渗透率有望持续提升

➤ 近年来，国家加快政策出台，各类政策顺应人力资源服务市场新趋势，具有较强的行业指导和监管意义。国家对灵活再就业、共享用工的支持力度进一步加大。

年份	人力资源发展情况及相关政策
90年代	劳动力资源配置由国家统包分配向企业开放用工变化，我国人力资源服务行业雏形初现
2007	《关于加快服务业发展的若干意见》，首次提出人才服务的概念，行业渐趋规范化
2013-2014年	国家密集出台了一系列针对劳务派遣、人力资源外包等形式的管理办法，旨在推动人力资源市场整合，提高管理水平，健全人力资源市场管理制度
2015年	人社部牵头制定《关于加快发展人力资源服务业的意见》，这是国家首次对人力资源服务行业作出全面部署
2017年	国家发改委制定《关于促进分享经济发展的指导性意见》（发改高技〔2017〕1245号），鼓励拓展灵活就业空间，推动产业转型
2018年	国务院颁布实施《人力资源市场暂行条例》（国令第700号），标志着我国人力资源服务行业首部行政法规诞生，为人力资源服务行业营造良好的市场环境
2020年	国家发改委等13个部门联合发布《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》（发改高技〔2020〕1157号），鼓励发展新个体经济，鼓励副业创新，强化灵活就业人群劳动权益保障；人社部发布《关于做好共享用工指导和服务的通知》（人社厅发〔2020〕98号），支持企业间开展共享用工、加强对共享用工的就业服务并维护共享用工劳动者合法权益
2021	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》，实施“互联网+人力资源服务”行动，创新应用大数据、人工智能、区块链等新兴信息技术，推动招聘、培训、人力资源服务外包、劳务派遣等业态提质增效。规范发展网络招聘等人力资源服务，规范劳务派遣、人力资源服务外包、在线培训等人力资源服务。

图表：2019年中国人服外包市场渗透率低于国际水平，具备较大提升空间

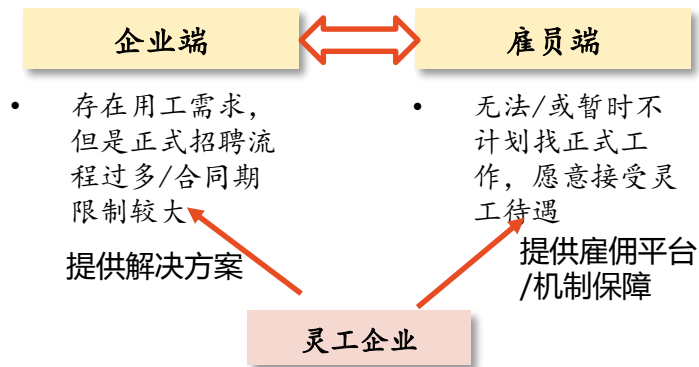


资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

3.6 灵活用工行业——机制约束下的人力资源优化配置

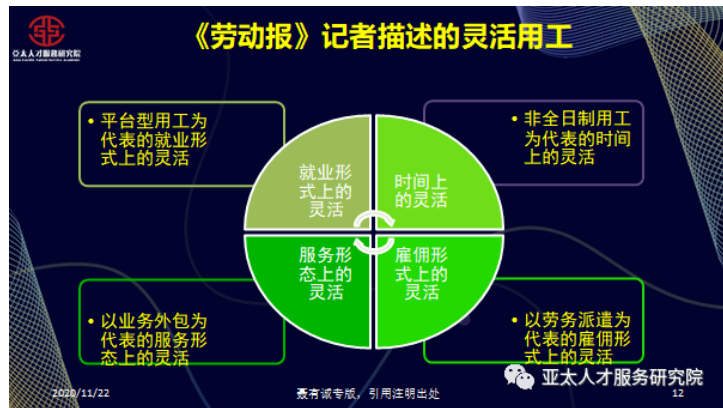
- **灵活用工**：flexible staffing，即外包员工，以岗位外包形式为企业提供弹性用工，旨在减少用人风险和成本；本质上为长期雇佣关系和劳动关系的分离。基本可以视为全日制用工的补集概念。
- 灵工当前暂无明确的法律定义，仍以约定俗成的社会经济定义为主，且不同国家对灵工的定义略有差异，如日本当前一般采取广义的灵工定义。
- **灵工机制的基本特点**
 - 1) 在灵活用工机制下，灵工员工并非与其服务的企业形成直接的雇佣关系（签署合同），而是与灵工企业形成雇佣关系，因此劳动关系和雇佣关系相分离；达成了 灵工员工—雇佣关系—灵工企业；灵工企业—劳务外包合同—用工单位；灵工员工—劳动关系—用工单位，实现“用人不管人，管人不用人”。
 - 2) 常规的合同工机制下，员工直接与其服务的企业形成直接的雇佣关系，是两方的关系；合同工 -- 雇佣/劳动关系 -- 用工单位。

图表：灵活用工为企业和人力资源之间的优化配置



资料来源：亚太人才服务研究院，民生证券研究院

图表：灵活用工在就业形势/时间/服务形态/雇佣形式上提供了新选项

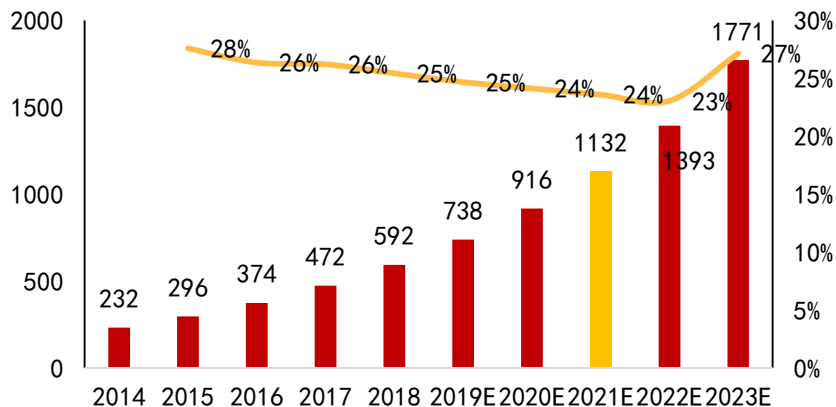


3.6

国内灵活用工行业持续高增长，渗透率提升空间仍大

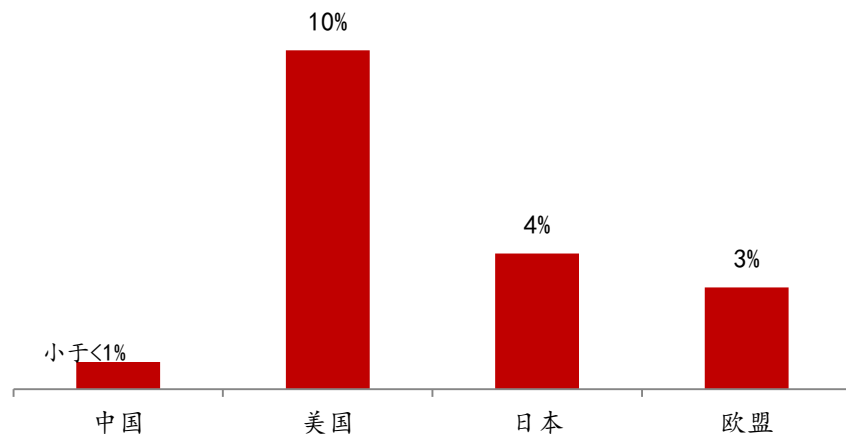
- **行业保持高速增长。**据灼识咨询预计，2021年国内灵活用工行业规模达1132亿/2014-2021年CAGR达25.41%，通过灵活用工方式就业的劳动者人数2019年达到147.5万人/2014-2019年CAGR为16.3%。
- **渗透率仍然较低。**以灵活用工人数/总就业人数口径计算，2019年，我国灵活用工渗透率约为0.17%，相比美国/日本/欧盟分别10%/4%/3%的渗透率水平，国内灵工渗透率仍有较大提升空间。在人工成本攀升、产业结构转型、用工法规趋严等背景下，灵活用工有望迎来黄金时代。

图表：中国灵活用工市场规模（亿元）及增速



资料来源：艾瑞咨询、灼识咨询，民生证券研究院

图表：灵活用工渗透率：灵活员工/所有员工的比率



3.6 行业竞争格局分散，灵工赛道资金/品牌/规模壁垒高，头部企业市占率有望提升

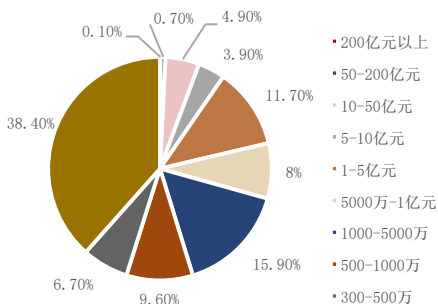
- **国内国外人服市场较为分散：**1) 据艾瑞咨询数据，以2020年全球人力资源外包公司营收占比为例，CR10营收占比为24%，排名第一的任仕达公司营收占比不超过5%，行业竞争格局分散。我国人服行业可比公司营收则以外服控股、北京外企为首。2) 根据中智集团调研数据，1671家人服机构中，1亿以上营收规模的企业占比仅9.6%，营收300万以下占比达38.4%，集中度较低。
- **灵活用工业务的壁垒体现在资金、品牌和规模优势。**
(1) 垫资要求成为入门门槛及企业由小变大的壁垒：灵活用工一般需要服务商垫付派出员工1-3个月的工资，对资金实力要求较高。2021年科锐国际灵工外派人数为2.75万人，按每人每月工资7000元、平均垫资2个月测算，则共需垫资3.85亿元，且垫资金额随业务规模增大而变大。
(2) 品牌是灵活用工的敲门砖：区别于低门槛的猎头业务（掌握B端客户和C端候选人资源后可以独立开公司接猎头订单），灵活用工业务涉及大量的资金往来，企业对服务商品牌及过往信用资质有更高要求。
(3) 规模优势下招聘效率更高：当服务商集聚越来越多的岗位和候选人后，其人岗匹配速度和周转将加快，提高交付能力和竞争优势。
- **国内灵工细分赛道：人瑞/科锐/万宝位列行业前三，2021年三家在中国大陆灵工营收规模分别为46亿/59.31亿/36.89亿，我们按照灼识咨询2021年灵工市场规模估计，市占率分别为4.06%/5.24%/3.26%，受益于资金/品牌/规模效应，未来头部企业集中度有望提升。**

图表：2020年全球人力资源外包公司营收占比

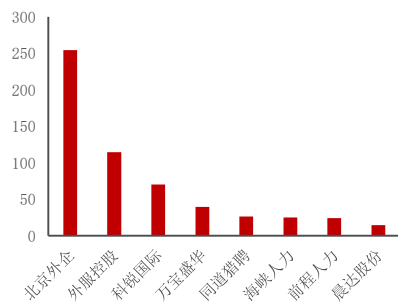


资料来源：艾瑞咨询、民生证券研究院

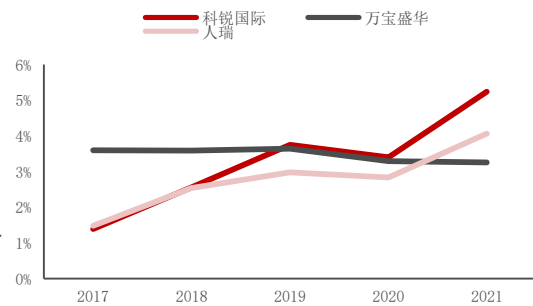
图表：2020年国内人服机构营收规模分布



图表：2021年国内人服公司营收情况（亿元）



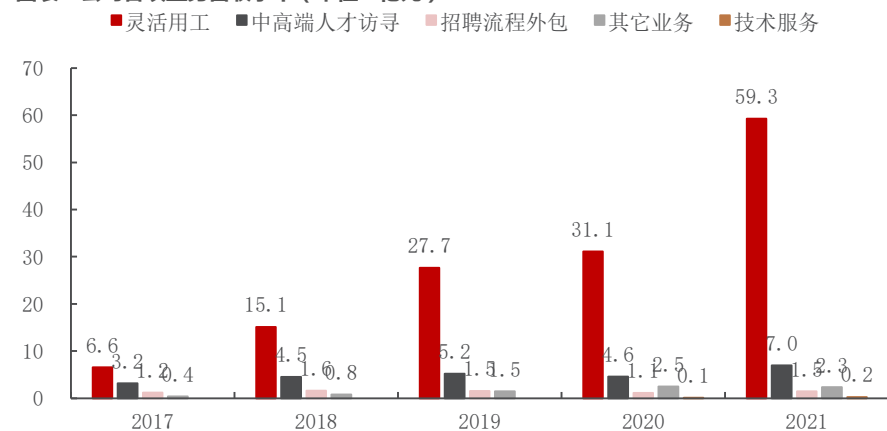
图表：国内灵工市场营收前三甲市占率情况（每年的市场规模以灼识咨询为基础）



3.6 科锐国际：线下业务精细发展，线上业务结构深化

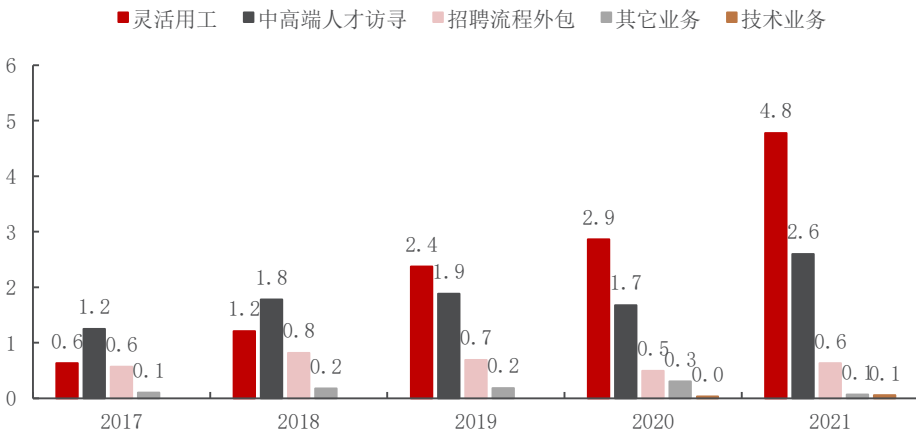
- 线下业务三足鼎立，满足企业多方位需求。**公司传统线下业务包括中高端人才访寻、招聘流程外包及灵活用工三大类，致力于解决多数企业长期存在的中高端人才缺失及项目紧急人手不足问题，每类项目均有针对性战略。
- 中高端人才访寻：**科锐国际敏锐洞察各企业在国内市场、国外市场、迈入新兴领域时对中高端人才的需求，致力于为企业争取选职决策谨慎、难以通过常规渠道招募的中高端人才，通过区域/职能/行业三层矩阵划分服务单位，深耕医药、消费品、房地产、金融等传统行业的同时，针对各细分行业发展演进进入文化教育、高科技、互联网新兴行业；公司也会基于研发/工程/制造等职能职位塑造跨行业业务体系。
- 招聘流程外包：**着眼公司较长招聘周期内大规模招聘需求而形成的定制化解决方案，具体来说作为第三方结构为承接企业招聘流程。公司招聘流程外包业务旨在为企业人力资源团队有效释放压力，解决服务企业招聘渠道单一、人员质量参差不齐的问题，根据市场及行业动态制定不同的专业招聘策略。
- 灵活用工：**组织人员完成企业所委托的部分业务，主要形式为岗位外包服务。灵活用工符合当前组织结构、人才配置、雇佣模式弹性较大的敏捷性企业需求，为大项目及季节性短期需求提供解决方案，是公司目前营收及利润主贡献点。

图表：公司各项业务营收水平（单位：亿元）



资料来源：公司官网，各公司公告，民生证券研究院

图表：公司各项业务毛利润水平（单位：亿元）

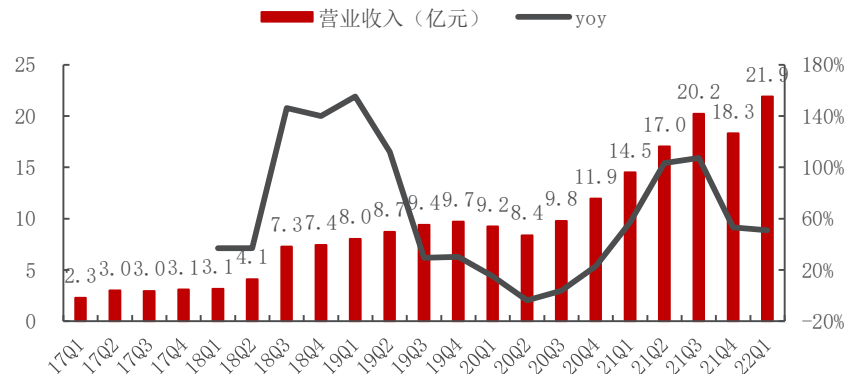


- * 请务必阅读最后一页免责声明

3.6 科锐国际财务分析：灵活用工业务规模快速扩张，海外业务表现亮眼

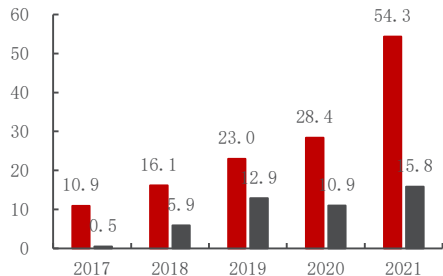
- 公司营收进入快速增长轨道，灵活用工业务增长为主驱动力。从季度表现来看，营业收入除2020年Q2短期受挫外，各季度营收自2018年Q2以来进入快速增长轨道，2022年Q1营收突破历史新高；归母净利润表现呈现一定规律性特征，每年三季度表现最佳。根据公司业务按地区拆分及各项业务营收表现可以发现，2018年Q2-2019年，公司营收增长主要受益于INVESTIGO的股权收购及优异表现、公司灵活用工业务规模的快速扩大；2020年疫情下各项业务韧性充足，其他业务实现突破，营收保持增长；2021年灵活用工业务收入增速达91%，中高端人才访寻收入增速达52%，灵活用工业务以其庞大体量拉动公司营收增长。

图表：科锐国际营业收入（分季度）



图表：科锐国际中国大陆及中国港澳台/海外营收表现（单位：亿元）

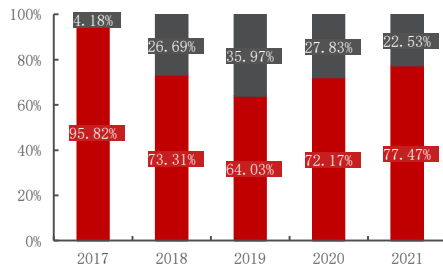
■中国大陆业务营收yoy ■中国港澳台及海外业务营收



资料来源：公司官网，各公司公告，民生证券研究院

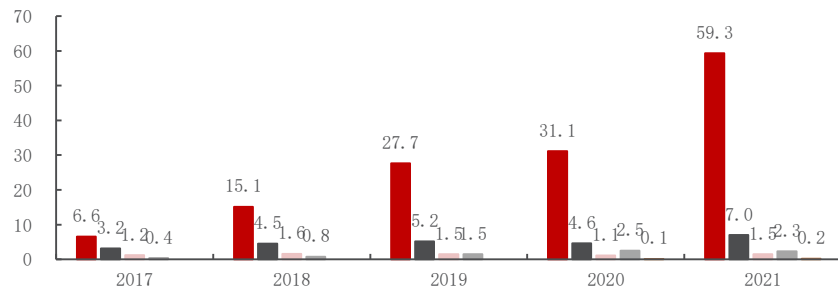
图表：科锐国际中国大陆及中国港澳台/海外营收占比（单位：亿元）

■中国大陆业务营收yoy ■中国港澳台及海外业务营收



图表：科锐国际各项业务营收（单位：亿元）

■灵活用工 ■中高端人才访寻 ■招聘流程外包 ■其它业务 ■技术服务



04. 投资策略：把握进行中的 复苏，布局后疫情消费变迁

投资策略：短看复苏弹性，长看成长逻辑&疫后格局

- 2022年中期投资策略：1) 复苏进入利润验证期，短期内优先关注经营弹性大的标的；2) 长期看格局优化&成长逻辑稳固的“赛道”龙头；3) 关注品牌化趋势和新兴生活方式相关的标的；4) 关注政策支持下持续扩容的灵工/职教“赛道”。
- 复苏进入利润验证期，短期内优先关注经营弹性大的出行链标的：**在近期一系列出行/隔离/检测政策放宽的催化下，板块已经经历了预期修复的第一阶段，未来将进入个股经营数据/利润验证阶段，短期内建议优先关注经营弹性较大的标的；重点推荐景气度蓄势待发的免税龙头**中国中免**，建议关注**海南发展、海汽集团**；疫情期间经营中端，近期经营陆续恢复的小酒馆龙头**海伦司**、快时尚餐饮龙头**九毛九**，景区标的**宋城演艺、天目湖**等，建议关注**中青旅**。
 - 关注后疫情时代竞争格局优化、成长逻辑稳固的赛道龙头：**在疫情面趋稳，出行环境向好的背景下，板块的估值视角将会由短期景气驱动转向切换至后疫情成长逻辑，因此建议关注后疫情时代竞争格局优化、成长逻辑稳固的赛道龙头标的；其中重点推荐供给历史性去化/龙头逆势扩张&巩固壁垒的酒店板块，包括**锦江酒店/首旅酒店/华住集团/君亭酒店/金陵饭店**；以及小酒馆龙头**海伦司**；建议关注**奈雪的茶**。
 - 关注休闲服务消费品牌化趋势，和高成长的新兴生活方式：**看好消费升级叠加疫情下休闲服务行业洗牌整合，品牌化进程提速，推荐品牌势能快速提升的酒店龙头锦江酒店/君亭酒店，建议关注度假新兴生活方式相关标的**复星旅文**；此外，我们亦推荐高成长的商学培训标的**行动教育**。
 - 关注政策支持下持续扩容的灵工“赛道”：**受疫情及国内经济增速趋缓等因素影响，国内就业压力加大，灵活用工和职业教育为缓和就业矛盾的重要手段，当前政策环境不断优化，后续有望延续高景气，我们重点推荐灵活用工龙头标的**科锐国际**，建议关注**北京城乡、外服控股**。

盈利预测：

表：板块核心个股盈利预测

行业	代码	重点公司	总市值（亿人民币）	收盘价（人民币/港币）	EPS（元）			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
免税	601888.SH	中国中免	4,548	232.93	5.39	7.20	9.42	43	32	25
	002163.SZ	海南发展*	121	14.27	0.13	0.24	0.31	110	59	46
	603069.SH	海汽集团*	138	43.65	-0.06	0.12	0.22	/	364	198
酒店	600754.SH	锦江酒店	595	62.90	0.27	2.08	2.47	233	30	25
	600258.SH	首旅酒店	278	24.80	0.34	0.94	1.12	73	26	22
	1179.HK	华住集团	978	30.40	0.03	0.81	0.98	1013	38	31
	601007.SH	金陵饭店	44	11.18	0.18	0.43	0.53	62	26	21
	301073.SZ	君亭酒店	84	69.34	0.66	2.11	2.74	105	33	25
休闲景区	300144.SZ	宋城演艺	401	15.35	0.25	0.50	0.67	61	31	23
	603136.SH	天目湖	53	28.66	0.42	0.76	0.96	68	38	30
	600138.SH	中青旅*	93	12.89	0.28	0.65	0.85	46	20	15
餐饮	6862.HK	海底捞	1,020	18.30	0.17	0.49	0.59	108	37	31
	9922.HK	九毛九	303	20.85	0.38	0.62	0.90	55	34	23
新茶饮	2150.HK	奈雪的茶*	114	6.65	0.04	0.19	0.34	166	35	20
酒馆	9869.HK	海伦司	229	18.10	0.30	0.49	0.87	60	37	21
人力资源	300662.SZ	科锐国际	102	51.89	1.46	2.19	2.78	36	24	19
	600861.SH	北京城乡*	69	21.78	0.56	0.90	3.23	39	24	7
	600662.SH	外服控股*	154	6.75	0.26	0.30	0.35	26	23	19
教育	605098.SH	行动教育	33	27.76	2.26	3.04	3.86	12	9	7
	003032.SZ	传智教育*	58	14.35	0.31	0.44	0.58	46	33	25

资料来源：WIND，民生证券研究院预测

注：标*个股根据WIND一致预期，市值截至2022年6月30日，汇率为1港币对人民币0.85519元

05. 风险提示

1. **新冠疫情影响程度/范围超预期风险**：局部地区疫情再次出现反复，导致旅行政策收紧、长途旅行熔断、线下生产消费停摆的风险；
2. **宏观经济增速不及预期风险**：如宏观经济增速低于预期，将影响市场出行需求，拖慢酒店业复苏节奏，同时 will 影响消费者收入预期，影响线下消费复苏。
3. **龙头扩张/项目推进不及预期**：当前国内酒店/餐饮/茶饮/酒馆等线下消费龙头均借后疫情时代行业出清的机会窗口，发力扩张，这其中亦包括景区龙头推进新项目开发，但由于公司本身经营管理/以及疫情短期影响，拓店/项目开发进程可能不达预期，影响公司未来的盈利预测。
4. **政策环境改变风险**：免税/职教/灵工行业的高景气一定程度上有赖于政策环境的利好，后续政策政策环境变化，包括支持弱化/转向将对行业发展带来不利影响。
5. **行业竞争加剧风险**：在市场格局尚未完全稳固的茶饮/酒馆/咖啡等线下消费新业态，新进入者有可能影响当前市场格局，侵蚀龙头市场份额。

THANKS 致谢

民生社服研究团队：



分析师 刘文正

执业证号：S0100521100009
电话：13122831967
邮件：liuwenzheng@mszq.com



分析师 辛泽熙

执业证号：S0100521100001
电话：021-80508866
邮件：xinzexi@mszq.com



研究助理 饶临风

执业证号：S0100121100024
电话：15951933859
邮件：raolinfeng@mszq.com



研究助理 邓奕辰

执业证号：S0100121120048
电话：13585520099
邮件：dengyichen@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。