消费者服务

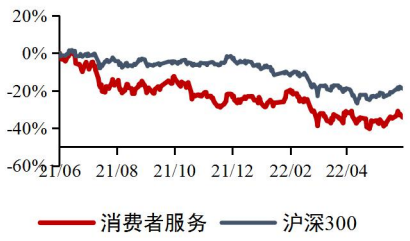
社服行业 2022 年中期投资策略 同步大市-A(维持)

把握高成长赛道，关注疫情影响行业供需边际改善

2022 年 7 月 6 日

行业研究/行业中期策略

消费者服务板块近一年市场表现



相关报告：

【山证社服】社会服务行业 2022 年二季度投资策略：疫情反复扰动行业复苏进程，关注边际改善预期（2022-3-31）

【山证社服】社会服务行业 2022 年投资策略：聚焦业绩复苏趋势，把握龙头扩张节奏，关注热点主题行情（2021-12-15）

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496309

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点：

- **22H1 行业走势回顾：申万美容护理、社会服务行业分别下跌 2.45%、8.22%，**在 A 股 31 个行业中分列第 6、18。社服市盈率 80.64 倍与上年同期基本持平、略高于近五年历史平均值（63.36 倍）。22H1 受疫情反弹影响，美护、社服等需消费者线下接触行业对疫情变化表现敏感、个股回调显著。6 月初疫情得到有效控制，可选消费逐渐回暖，医美旅游等板块景气度回升。
- **高速成长赛道，行业景气度不减。免税：持续引导消费回流。**5 月离岛免税销售额 30.9 亿元，环比增长 66.1%，免税销售在疫情平稳后持续复苏。**医美：监管趋严利好合规产品。**我国医美用户渗透率 3.6%左右，远低于医美发达国家美、韩 40%以上水平，行业仍处在高增速赛道，监管加强后合规市场将对非法市场形成加速替代。
- **疫情影响行业供需格局，连锁化进程加速。酒店：连锁酒店集团下沉低线级城市，经济型加速升级转型。**疫情承压下酒店集团主要依靠加盟进行轻资产模式扩张，三大酒店集团提前布局下沉市场，经济型酒店升级改造计划提高边际效益。**餐饮：资本化助力连锁率提升。**疫情强化餐饮行业马太效应，连锁品牌经营企业抗风险能力强于行业整体。中式快餐品牌 IPO 进程提速，后疫情时代餐企拥抱资本充实现金流、满足规模扩张需求。
- **投资建议。我们预计年内社服医美行业继续业绩修复趋势，建议把握高成长、行业连锁化率提升两条主线。1）行业仍处于高景气赛道，成长空间可观。**目前常态化防疫政策不断精细化调整，消费者出游信心持续提升，展望暑期传统旅游旺季对市场景气度提振，持续关注短途游、周边游催生露营等新型休闲度假方式发展情况。**免税：**海南离岛免税市场仍具有挖掘潜力，线下可选消费恢复趋势提振显著。**医美：**行业监管趋严、利好合规产品对非法市场进行替代，重点关注再生产品市场销售情况。**2）酒店、餐等受疫情影响行业供需格局逐渐重塑，**抗风险能力较弱的中小经营主体陆续出清、行业集中度持续提升。**酒店：**商旅刚需出行在疫情得到控制后率先复苏；酒店集团连锁化率继续加快，继续关注龙头酒店新开店进程、中高端酒店改造经营情况。**餐饮：**关注餐饮连锁化进程、中式连锁餐饮资本化进展。
- **重点公司关注：**中国中免、锦江酒店、首旅酒店、天目湖、爱美客、九毛九。

风险提示：宏观经济波动风险；免税行业发展不及预期风险；酒店行业连锁品牌扩张低于预期风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；医美行业受政策监管影响风险；突发事件对经营影响超预期风险。

目录

1. 22H1 行业表现回顾：疫情反复影响板块行情低迷 7

1.1 整体走势：社服整体行情受疫情影响表现疲软 7

1.2 估值：期内行业盈利水平下探，整体估值有所抬升 8

1.3 子板块：整体表现式微，尚未出现明显确定性行情 9

1.4 个股：优质成长标的股价端表现弱于业绩端 10

2. 22H2 行业复苏趋势展望 11

3. 高速成长赛道，行业景气度不减 12

3.1 免税：持续引导消费回流 12

3.2 医美：监管趋严利好合规产品 16

3.2.1 水光针：正式被国家药监局纳入三类医疗器械 16

3.2.2 再生材料：接棒发展，有望逐步挖掘市场需求 16

3.2.3 肉毒素：市场空间增长广阔 17

4. 疫情影响行业供需格局，连锁化进程加速 19

4.1 酒店：连锁酒店集团下沉低线级城市，经济型加速升级转型 19

4.2 餐饮：资本化助力连锁率提升 22

4.2.1 连锁化率仍有较大渗透空间 22

4.2.2 中式快餐占据餐饮最大份额，疫情下资本化进程提速 26

5. 行业评级及投资建议 29

5.1 行业评级 29

5.2 投资建议 30

5.3 重点推荐标的 30

5.3.1 中国中免（601888.SH）：业绩在疫情影响下波动增长，再次冲刺港股 30

5.3.2 锦江酒店（600754.SH）：境外经营情况改善带动业绩修复 30

5.3.3 首旅酒店（600258.SH）：新开店步伐加快，深化连锁进程 31

5.3.4 天目湖（603136.SH）：休闲景区有望承接一线城市短途出行需求 31

5.3.5 爱美客（300896.SZ）：丰富产品矩阵增厚业绩护城河 31
5.3.6 九毛九（9922.HK）：多品牌助力平台型公司持续高增长 32
6. 风险提示 32

图表目录

图 1： 2022 年初至今美容护理、社会服务行业分别下跌 2.45%、8.22% 7
图 2： 近一年社服行情在疫情反复中伴随大盘调整阶段性下探 8
图 3： 社会服务行业整体估值年内略有抬升 8
图 4： 社会服务行业相对沪深 300 估值 6.55 8
图 5： 年内自然景区上涨 4.41%领涨子板块 9
图 6： 2022 年初至今社服各子板块估值情况 9
图 7： 社服行业各子板块估值情况（TTM，整体法） 9
图 8： 社服、美护各子板块相对沪深 300 估值情况 9
图 9： 社会服务行业营收、归母净利润单季度增速 10
图 10： 社会服务行业毛利润、整体费用单季度增速 10
图 11： 国内出港航班数量 11
图 12： 行程卡摘星后酒店、出行搜索量骤增 11
图 13： 2020 年 4 月疫情在国内初步得到控制消费板块行情趋势 12
图 14： 疫情以来飞天茅台散瓶与 CPI 走势对比 13
图 15： 北京二手房与房租价格同比增速走势对比 13
图 16： 2015-2021 年海南 VS 韩国免税销售额对比 13
图 17： 2021 年免税零售商销售额（单位：百万美元） 13
图 18： 海南省 5 月接待游客人次同比下滑 40.1% 14

图 19： 海南省 5 月实现旅游收入同比下滑 48.9%..... 14
图 20： 海口美兰机场运输起降架次..... 14
图 21： 海口美兰国际机场旅客吞吐量..... 14
图 22： 今年以来新进驻海南免税奢侈品牌..... 15
图 23： 离岛免税销售渠道多样化..... 15
图 24： 2022 年 5 月免税销售额同比下滑 49.61%..... 15
图 25： 2022 年 5 月免税购物人次同比下滑 52.10%..... 15
图 26： 爱美客官网渠道认证正品及授权医生..... 17
图 27： 濡白天使填充、塑形、刺激胶原蛋白再生..... 17
图 28： 全球肉毒素市场规模及增速..... 17
图 29： 国内肉毒素市场规模及增速..... 17
图 30： 2020 年各国肉毒素占非手术类医美项目比重..... 18
图 31： 2020 年各国肉毒素和玻尿酸占比..... 18
图 32： 国内酒店行业连锁化率趋势..... 20
图 33： 2020 年中国十大酒店集团占有率..... 20
图 34： 2021 年全国酒店业连锁化率（按档次划分）..... 20
图 35： 2021 年全国酒店连锁化率（按城市划分）..... 20
图 36： 国内餐饮门店总规模..... 22
图 37： 餐饮市场最近一年门店留存率超 80%..... 22
图 38： 国内连锁企业总店数统计（单位：个）..... 23
图 39： 中国连锁餐饮企业门店总数（单位：个）..... 23
图 40： 2019-2021 国内不同线级城市连锁门店占比..... 23
图 41： 2019-2021 中国典型餐饮品类连锁化率..... 23

图 42： 各区域餐饮门店规模与疫前（19Q4）比较.....24
图 43： 2017-2021Q2 连锁品牌门店变化趋势.....24
图 44： 2021 年各国餐饮连锁化率（收入口径）.....25
图 45： 中美居民餐饮外食占饮食支出对比.....25
图 46： 不同统计口径下中美餐饮连锁化率对比.....25
图 47： 2014-2021 年城镇人口及城镇化率.....26
图 48： 我国居民人均可支配收入与支出情况.....26
图 49： 中式快餐市场规模及预测.....26
图 50： 中国快餐行业市场规模结构.....26
图 51： 2017-2021 年我国中式快餐门店规模.....27
图 52： 中式快餐人均消费水平（单位：元）.....27
图 53： 中式快餐利润率统计.....28
图 54： 国内购物中心客流量恢复程度（vs2019）.....28

表 1： 2022 年初至今社会服务行业涨幅居前公司统计.....11
表 2： 官方引导医美行业健康发展.....16
表 3： 目前国内获 NMPA 认证肉毒产品.....18
表 4： 2021 年国内主要连锁酒店经营情况.....19
表 5： 2021 年三大酒店集团管理加盟情况.....21
表 6： 连锁酒店品牌升级情况.....21
表 7： 2021 年中国酒店资产交易事件.....22
表 8： 中式、西式连锁快餐对比.....27
表 9： 年内向 A、H 股递交招股书的连锁快餐公司.....28

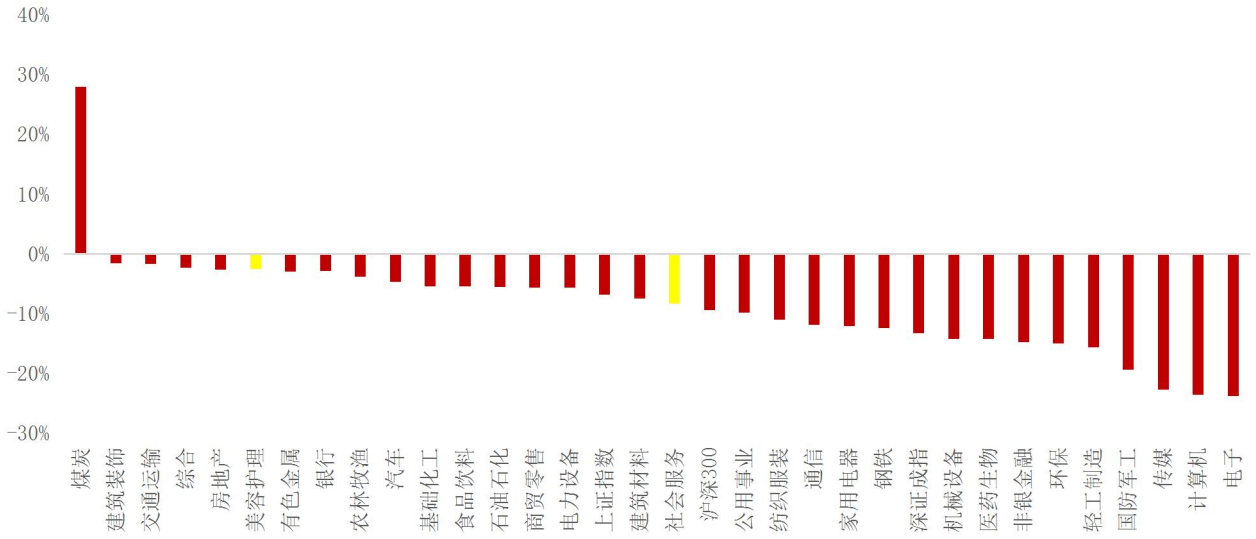
表 10： 重点推荐公司盈利预测.....32

1. 22H1 行业表现回顾：疫情反复影响板块行情低迷

1.1 整体走势：社服整体行情受疫情影响表现疲软

2022 年初至今（数据统计截至 2022 年 6 月 30 日，下同），沪深 300 指数下跌 9.35%，申万美容护理、社会服务行业分别下跌 2.45%、8.22%，跑赢大盘 6.9pct、1.13pct，在 A 股 31 个行业中涨跌幅分别位列第 6、18。整体来看，上半年受国内接连疫情反弹影响，多地采取长时间较为严格防疫政策，消费行业趋势走弱。美护、社服等需消费者线下直接接触的行业对疫情变化表现敏感，与出行相关的酒店、景区、餐饮等个股回调显著。6 月初疫情基本得到有效控制，线下可选消费逐渐回暖，医美、旅游等子板块景气度回升。

图 1：2022 年初至今美容护理、社会服务行业分别下跌 2.45%、8.22%

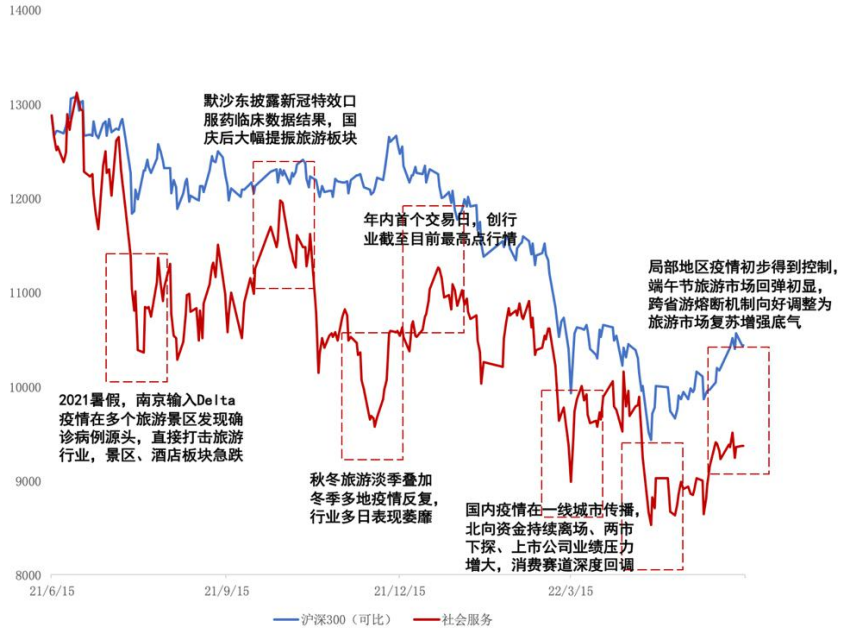


资料来源：wind，山西证券研究所

从社服行业 22H1 行情来看，传染力极强奥密克戎毒株给旅游市场复苏带来巨大挑战。22Q1 行业内多数公司受人员流动管控影响业绩不及预期，板块整体行情阶段性下跌趋势反应资本市场情绪，叠加一季度 A 股行情下探，社会服务行业较去年同期下跌 27.2%。

具体表现为，一季度受深圳、上海等国内重要城市疫情蔓延、多地采取长时间严格防疫措施，市场整体情绪萎靡、上市公司业绩压力增大、消费赛道深度回调；清明、五一小长假国内旅游市场不及去年同期，消费者出游信心锐减，行业达到截至目前年内低点。伴随疫情初步得到有效控制、涉疫城市陆续解封、跨省游熔断机制不断向好调整、端午节出游人数及旅游收入明显恢复，行业初显复苏迹象。2022Q1，国内旅游收入（旅游总消费）0.77 万亿元，较上年同期增长 4.0%；国内旅游总人次 8.30 亿，较上年同期下降 19.0%。

图 2：近一年社服行情在疫情反复中伴随大盘调整阶段性下探

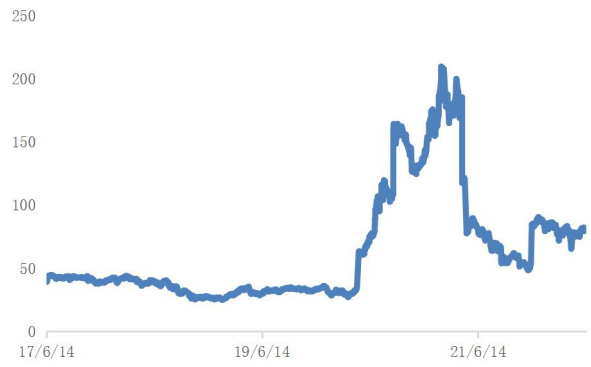


资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 估值：期内行业盈利水平下探，整体估值有所抬升

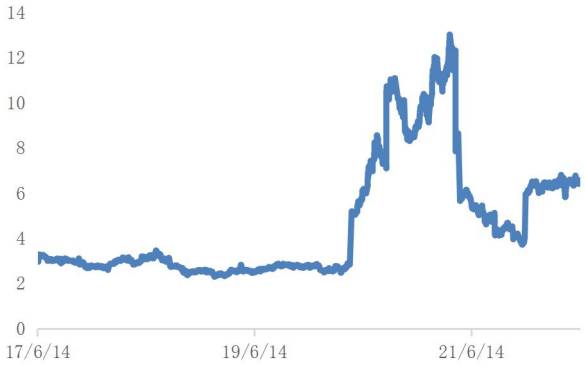
2020 年社服行业受疫情影响严重，行业内 90%公司业绩亏损。随着疫情逐渐得到有效控制，行业景气度一路走高，多数公司股价端回弹显著，推升行业整体市盈率屡创新高。21 年多数公司盈利能力提升兑现高估值，以及受局部疫情影响股价回落，行业整体估值基本回到历史均值，21Q4 最低达到 48.83 倍。22Q1 疫情反复继续影响行业盈利情况，目前社会服务行业市盈率 80.64 倍（TTM，整体法），与上年同期基本持平、略高于近五年行业历史平均值 63.36 倍。社服行业相对沪深 300 估值 6.55，略高于 21 年四季度 3.7。

图 3：社会服务行业整体估值年内略有抬升



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：社会服务行业相对沪深 300 估值 6.55

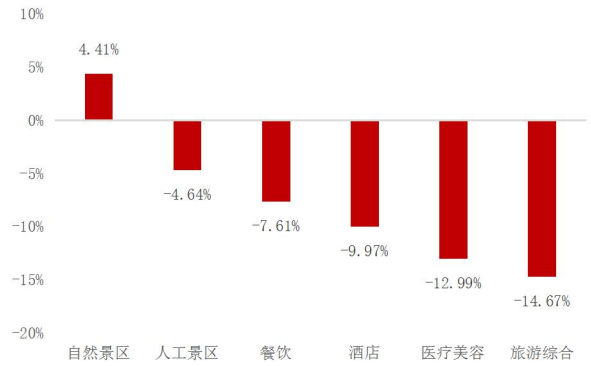


资料来源：wind，山西证券研究所

1.3 子板块：整体表现式微，尚未出现明显确定性行情

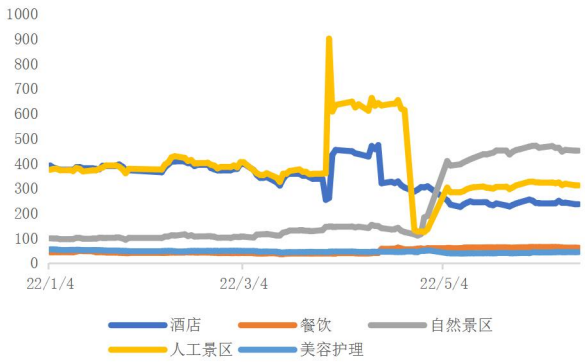
年初至今，社会服务行业各子板块除自然景区、均表现不同程度下跌。涨跌幅由高到低分别为：自然景区（+4.41%）、人工景区（-4.64%）、餐饮（-7.61%）、酒店（-9.97%）、旅游综合（-14.67%）；医疗美容（-12.99%）。自然景区板块小幅上涨，主要系板块内公司基本面有明显改善，如黄山旅游、西域旅游、张家界等 22Q1 净利润同比扭亏为盈、环比亏损减小；餐饮、酒店板块受限于疫情反复、防疫政策限制人员流动，没有出现明显边际改善现象，多个交易日表现不振；旅游综合板块所包含岭南控股、众信旅游、ST 凯撒涉及旅行社业务，期内主营业务持续承压。

图 5：年内自然景区上涨 4.41%领涨子板块



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：2022 年初至今社服各子板块估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

旅游相关子板块估值持续偏离正常范围。社服各子板块及美护行业市盈率由高到低分别为：自然景区（450.95X）、人工景区（311.59X）、酒店（235.92X）、餐饮（61.36X）、美容护理（43.5X）。其中美护行业期内重点公司股价回调、业绩兑现带动行业市盈率基本回到正常范围内；旅游相关景区、酒店、餐饮板块业绩受疫情影响表现不佳，部分公司业绩承压使估值持续偏离正常值。

图 7：社服行业各子板块估值情况（TTM，整体法）

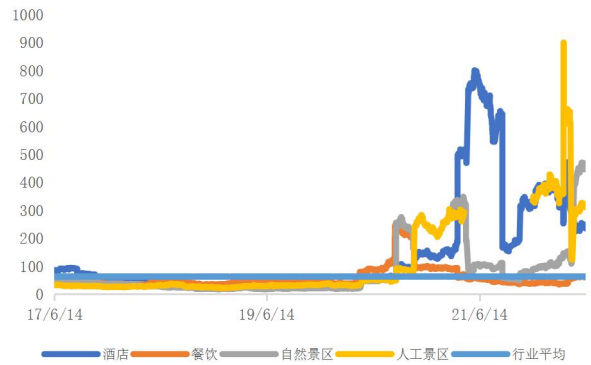
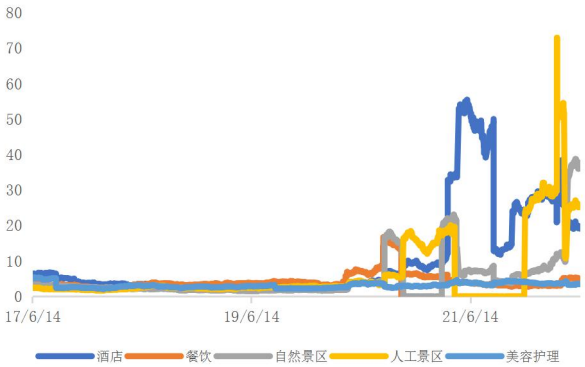


图 8：社服、美护各子板块相对沪深 300 估值情况

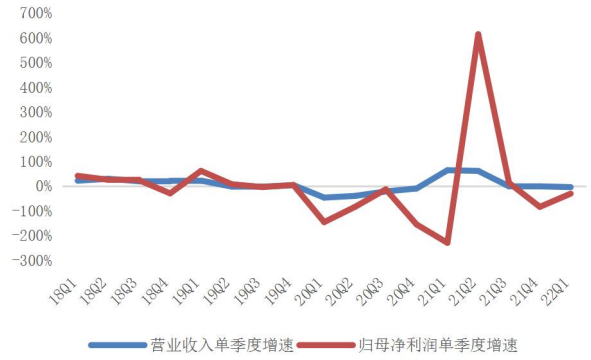


资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

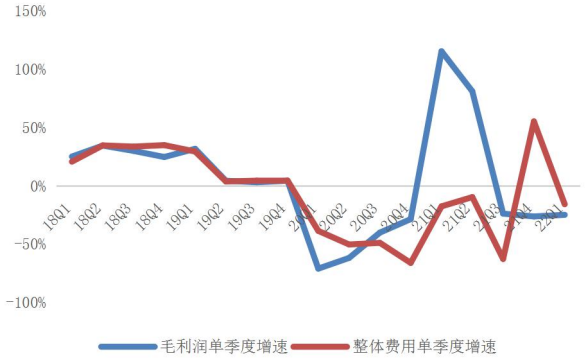
业绩方面，疫情反复再次打击行业经营状况。22Q1 社服行业实现营收 274.45 亿元（-4.24%），恢复至 2019 年 84.02%，三年平均增长-5.6%;归母净利润 14.15 亿元（-30.62%），恢复至 2019 年 41.04%，三年平均增长-25.7%；营收端恢复快于业绩端。受限于期内疫情在多地爆发、跨省游相关活动相继暂停，旅游市场持续经营面临较大困难，我们所统计行业内 29 家上市公司中，仅君亭酒店、同庆楼、广州酒家、峨眉山 A、中国中免、科锐国际实现盈利。

图 9：社会服务行业营收、归母净利润单季度增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：社会服务行业毛利润、整体费用单季度增速



资料来源：wind，山西证券研究所

1.4 个股：优质成长标的股价端表现弱于业绩端

年内疫情在多个一线城市广泛传播，持续扰动行业边际修复。不同于 2020 疫情最初在国内传播，初代病毒致死率高、传染性低，严格的防疫政策有效阻断传播链；2021 年以来病毒传染力不断增强、传播感染速度快于流调管控，给旅游市场恢复带来较大难度。3 月起深圳、上海，5 月起北京等重要城市的防控政策给酒店餐饮等子板块业绩修复带来极大不确定性。

子板块龙头标的股价端表现弱于业绩端，股价回调、估值下挫，优质标的性价比提升。22Q1 各子板块龙头股中国中免、锦江酒店、首旅酒店、广州酒家、科锐国际合计实现营收 232.55 亿元，占社服总营收 84.73%；合计实现归母净利润 23.16 亿元，占行业总利润 163.65%。行业内龙头标的疫情影响下抗压能力较强，盈利能力持续提升；但受限于防控政策对市场情绪影响较大，其中中青旅（+2.22%）、广州酒家（-6.31%）、同庆楼（-6.78%）、华熙生物（-9.77%）、宋城演艺（-14.73%）、锦江酒店（-15.32%）、科锐国际（-16.77%）、中国中免（-19.55%）、首旅酒店（-20.21%）。优质成长标的股价回调、估值逐渐回到合理区间，投资性价比较高。

表 1：2022 年初至今社会服务行业涨幅居前公司统计

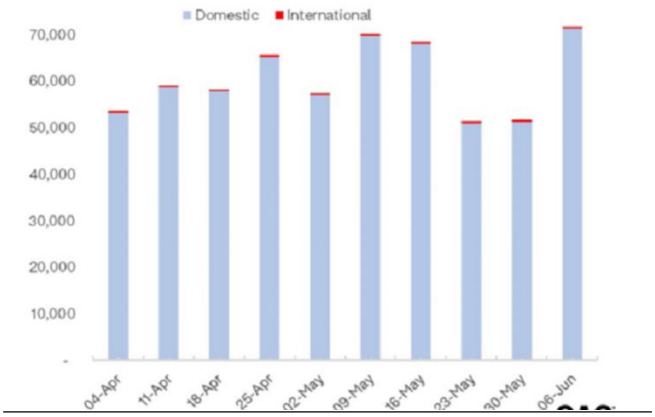
证券代码	证券简称	所属申万三级行业	年初至今涨幅	总市值（亿元）	2022Q1 营收（亿元）	同比	2022Q1 归母净利润（亿元）	同比
301073.SZ	君亭酒店	酒店	116.83%	61.5	0.61	-3.72%	0.03	-44.58%
601007.SH	金陵饭店	酒店	64.86%	38.1	3.79	17.3%	-0.03	31.71%
603136.SH	天目湖	人工景点	39.90%	47.5	0.56	-28.05%	-0.22	-371.27%
600706.SH	曲江文旅	人工景点	37.625	27.2	1.98	-28.23%	-0.54	-149.51%
000524.SZ	岭南控股	旅游综合	28.99%	70.0	1.87	-35.01%	-0.81	-35.74%
000428.SZ	华天酒店	酒店	22.22%	39.7	1.06	-16.66%	-0.55	67.71%
600749.SH	西藏旅游	自然景点	16.04%	27.1	0.11	-47.47%	-0.23	-83.12%
000978.SZ	桂林旅游	自然景点	10.67%	29.7	0.22	-44.85%	-0.75	-30.37%
002059.SZ	云南旅游	人工景点	9.98%	69.6	1.98	-13.3%	-0.21	-330.19%
300859.SZ	西域旅游	自然景点	8.41%	38.5	0.05	48.34%	-0.17	-72.15%

资料来源：wind，山西证券研究所

2. 22H2 行业复苏趋势展望

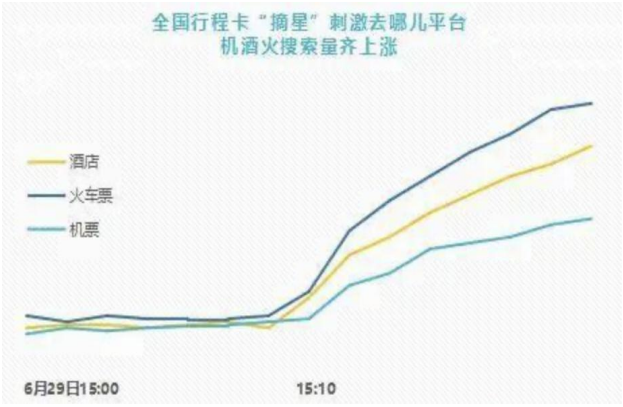
短期来看社服行业整体投资性价比有所上升。疫情以来社服板块整体走势不确定性较大，局部疫情发生后市场对旅游相关行业担忧情绪较重，通常造成社服板块急跌态势，年初至今行业整体没有走出持续行情，在阶段调整中反复。我们认为后续疫情常态化防控将伴随行业发展，伴随疫情精准化防控、三季度传统暑假旺季带动，行业整体基本面将逐渐修复、投资价值持续上升。

图 11：国内出港航班数量



资料来源：全球航班数据库，山西证券研究所

图 12：行程卡摘星后酒店、出行搜索量骤增



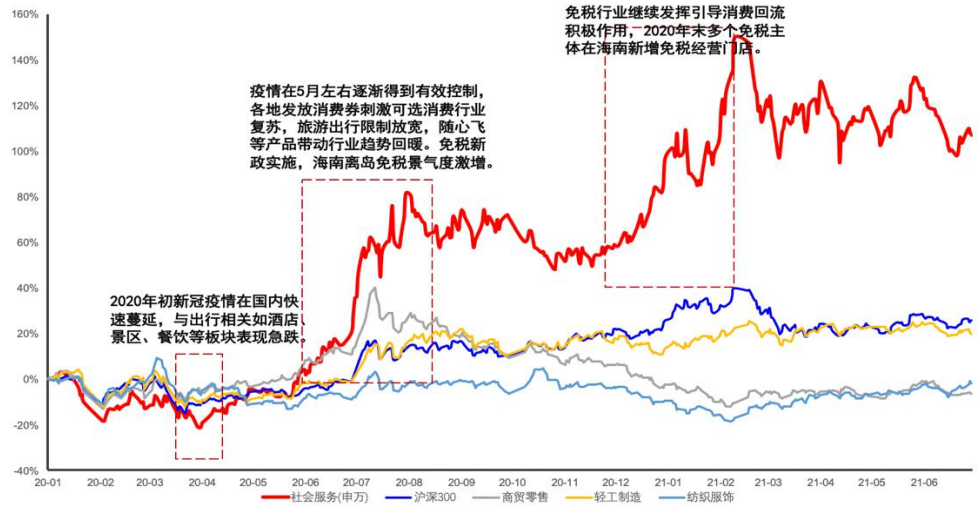
资料来源：去哪儿网，山西证券研究所

优化调整隔离期限，统一风险区划定标准。6 月 28 日，国务院联防联控机制综合组公布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，在外防输入、内防反弹的总策略和动态清零总方针不动摇的前提下，进一步提高疫情防控精准性。从试点城市研究结果来看，目前奥密克戎变异株平均潜伏期缩短，多为 2-4 天，大部分可在 7 天内检出。这次调整将密接、入境人员隔离管控时间从 14+7 缩短至 7+3，次密接管控措施从 7 天

集中隔离医学观察调整为 7 天居家隔离。第九版方案中相关隔离时间减少 11 天，按照一般城市隔离收费标准每天 400-500 元计算，单人单次隔离将节约 5000 元以上，极大满足消费者出行积极性，满足商务、探亲、旅游需求释放。

摘星带动效应明显，旅游相关热度暴涨。6 月 29 日，工信部取消通信行程卡星号标记，旅游市场重回复苏轨道。去哪儿平台数据显示，官方消息发布后半小时，平台国际机票瞬时搜索量翻倍，达到近两年以来国际机票搜索量高峰；国内酒店、火车票等搜索量上涨幅度多达 1.5 倍。马蜂窝数据平台显示，平台内甘肃、新疆、云南、贵州等长线旅游目的地搜索量明显上升，平台出游攻略阅读量及收藏量上涨明显。

图 13：2020 年 4 月疫情在国内初步得到控制消费板块行情趋势



资料来源：wind，山西证券研究所

消费升级趋势不减，可选消费持续回暖。我们对比 2020 年 4 月新冠疫情在国内初步得到有效控制整体行情，社服在消费回暖中次序居前。消费升级长期趋势不变，可选消费持续上行。疫情常态化防控下，消费者出行半径缩短，但出行频次、消费客单价有所提高，中高端旅行消费占比上升，可选消费持续上行。在以国内为主体，国内国际双循环政策下，政府出台多项促进消费政策均聚焦服务、品质、线上等可选消费领域。22H1 受一线城市疫情影响杀跌餐饮、酒店等子板块内优质成长标的目前估值回到合理区间，我们认为 22H2 以酒店、餐饮、景区为代表的可选消费修复空间可观。

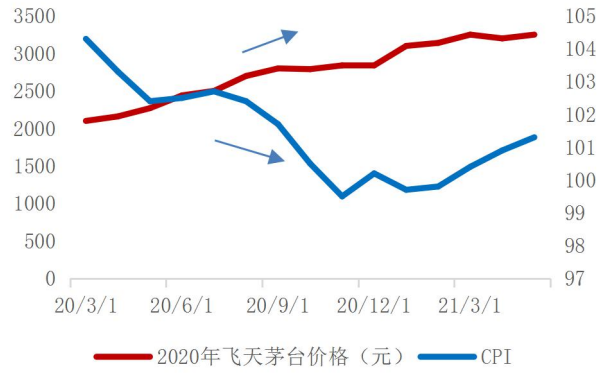
3. 高速成长赛道，行业景气度不减

3.1 免税：持续引导消费回流

后疫情时代，消费呈现 K 型分化态势。同时出现高端消费通胀，一般消费价格低迷。限额以上社零增

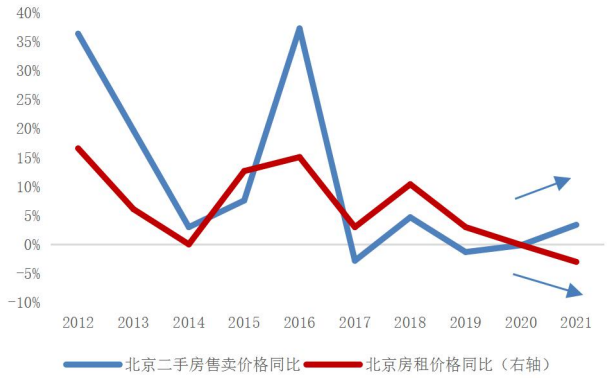
速超过疫情前，显著好于限额以下社零增速。商品消费好于服务消费，本地消费好于异地消费。Financial Times 指出，消费 K 型复苏与疫情后收入和财富分化加剧有关，收入差距在进一步拉大，疫情对低收入群体造成更大冲击，而对家庭财富影响较小，加之宽松货币政策推升金融资产价格，实际上推高了高收入群体的财富水平。我们统计了飞天茅台和全国居民消费价格指数 CPI 指数，房屋出租和销售价格，K 型分化已经表现在国内商品消费中。

图 14：疫情以来飞天茅台散瓶与 CPI 走势对比



资料来源：wind，山西证券研究所

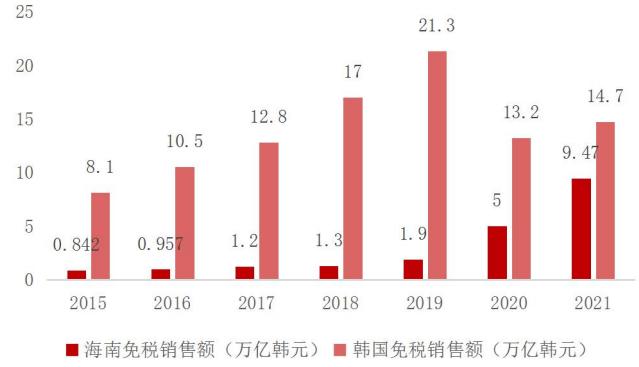
图 15：北京二手房与房租价格同比增速走势对比



资料来源：搜房网，山西证券研究所

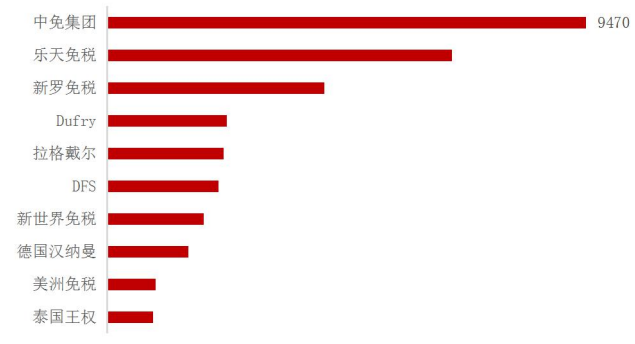
全球免税消费东移，亚洲地区为核心增长区。亚洲地区免税销售额快速增长，2016-2020 年 CAGR26.6%、远高于全球同期增速 14.4%，是全球免税商品销售主要支撑力。从份额方面来看，随着亚洲地区经济崛起、社会财富快速累积、免税销售额占比持续提升，从 2012 年 36%提升至 2020 年 54.3%，未来仍有进一步扩大趋势。境内外奢侈品价差推动消费回流成必然趋势。跨境游是境外奢侈品消费重要渠道，疫情使这部分消费转向国内市场，加速免税行业发展。2020 年中国境内奢侈品消费占比达 70%-75%，出境游需求仍受抑制、国内免税替代境外高端消费趋势将保持。

图 16：2015-2021 年海南 VS 韩国免税销售额对比



数据来源：穆迪报告，山西证券研究所

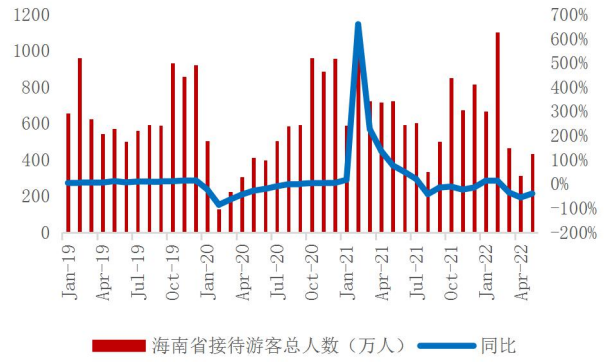
图 17：2021 年免税零售商销售额（单位：百万美元）



数据来源：穆迪报告，山西证券研究所

海南政策红利逐渐释放，作为全球免税热点的海南离岛免税市场销售额屡创新高。海口海关数据显示，2021 年海南离岛免税店总销售额 601.7 亿元（约 94.7 亿美元），同比增长 84%，其中免税品销售额 504.9 亿元，同比增长 83%。2022 年 1-2 月全岛 10 家免税店总销售额 128.73 亿元（+33%），其中免税销售额 119.46 亿元（+38%），免税购物人数 212.66 万人次（+36%），免税购买件数 1262.3 万件（+53%）。22Q1 海口海关监管海南离岛免税购物金额 147.2 亿元，同比增长 8.4%，购物件数 2027 万件，同比增长 14.2%，人均购物金额 8372 元，同比增长 10.2%；其中化妆品、首饰、手表销售额位居前三；3 月受疫情影响，同比呈下降趋势。今年 1 月至 4 月，该关监管离岛免税购物金额 113.9 亿元，购物人数 131.8 万人次。随着疫情逐渐得到有效控制，初步测算 5 月离岛免税销售额 30.9 亿元，环比增长 66.1%，免税销售额持续复苏。

图 18：海南省 5 月接待游客人次同比下滑 40.1%



资料来源：阳光海南网，山西证券研究所

图 19：海南省 5 月实现旅游收入同比下滑 48.9%

资料来源：阳光海南网，山西证券研究所

疫情给旅游零售业复苏带来极大不确定性。年内国内多地疫情防控形势复杂严峻，尤其入岛主要客源地深圳、上海、北京等一线城市均进行过阶段管控，国内旅游业发展面临较大阻力。叠加目前仍为海南传统旅游淡季，二季度离岛免税销售谨慎乐观。

图 20：海口美兰机场运输起降架次

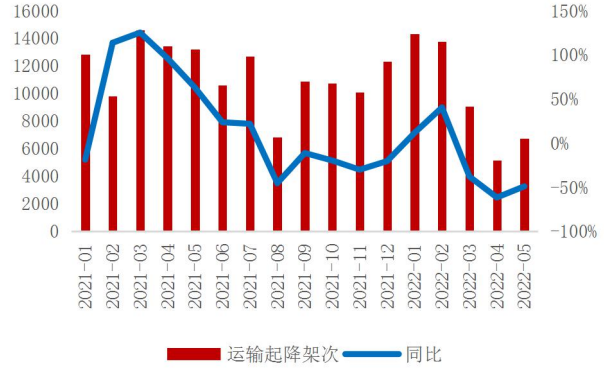
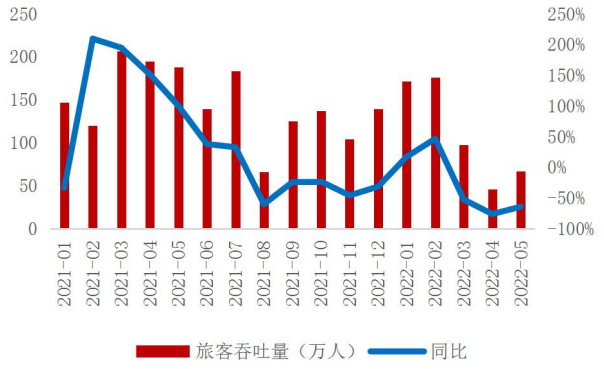


图 21：海口美兰国际机场旅客吞吐量



资料来源：美兰国际机场官网，山西证券研究所

资料来源：美兰国际机场官网，山西证券研究所

多重渠道并举应对疫情扰动。目前海南零售商持续调整市场战略，尤其在线上销售渠道方面不断加码，如微信小程序、抖音、天猫、京东、支付宝、飞猪等开展线上销售。同时推出会员购、跨境电商、进军直播领域等，应对不断变化的疫情形势，提升离岛免税整体竞争力。除加码线上渠道，零售商详细推出系列活动，活跃离岛免税市场。如打折促销、开设新店、联合品牌开展主题活动等多方面深耕海南市场。自今年 1 月以来已有 23 家奢侈和美妆品牌在海南三亚开设全新精品店、快闪空间以及联手度假酒店举行品牌限时活动。

图 22：今年以来新进驻海南免税奢侈品牌

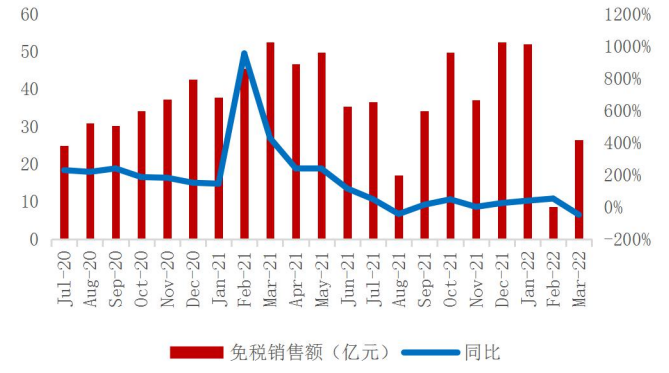
资料来源：免税零售专家，山西证券研究所

图 23：离岛免税销售渠道多样化

资料来源：微信、京东平台，山西证券研究所

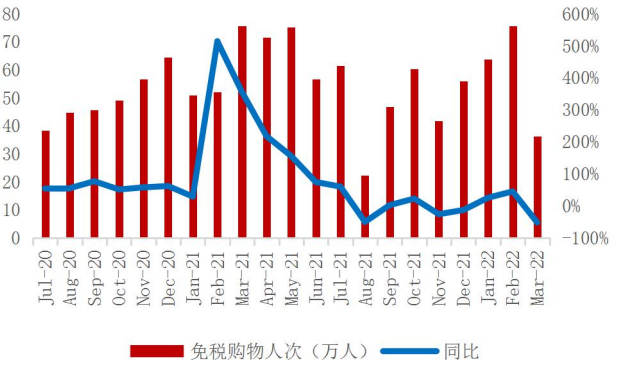
海南省政府目标 2022 年全岛免税销售达 1000 亿元，同比增速 66.2%。这一战略目标能否实现主要取决于国内疫情防控情况带动入岛人数持续增长；以及是否放开出境游限制，海南在疫情期间高速成长为度假首选目的地，很大程度上得益于当前严格出境政策，将出境游客需求释放在国内。

图 24：2022 年 5 月免税销售额同比下滑 49.61%



资料来源：海口海关，山西证券研究所

图 25：2022 年 5 月免税购物人次同比下滑 52.10%



资料来源：海口海关，山西证券研究所

3.2 医美：监管趋严利好合规产品

正本清源，2022 年医美行业迈入合规发展元年。2021 年 8 月始，监管力度升级，针对医美产品、机构、营销宣传渠道等各环节实行全方位整顿。长期来看，我国医美用户渗透率相比医美发达国家偏低、后续有望持续增长，行业仍处在高增速赛道，监管加强后合规市场将对非法市场形成加速替代。

3.2.1 水光针：正式被国家药监局纳入三类医疗器械

水光针正式被国家药监局纳入三类医疗器械。随着监管体系逐步完善，我们认为水光针市场有较大发展潜力。国家药监局调整《医疗器械分类目录》，明确水光针为三类医疗器械。水光针是指通过负压方式将透明质酸钠注射到真皮层、以达到保湿润肤功效的非手术医美项目。因其操作便捷、见效快、术后恢复快、价格选择范围广、消费者接受门槛较低备受欢迎。

表 2：官方引导医美行业健康发展

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2021.11	市场监督管理总局	《医疗美容广告执法指南》	医疗美容广告属于医疗广告，广告主必须依法取得医疗机构执业许可证才能发布或者委托发布医疗美容广告。
2022.3	国家药监局	《医疗器械委托生产质量协议编制指南》	要求提高医疗器械生产环节质量。对分类目录作出修订，将“整形植入物”详细拆分为整形填充材料、整形用注射填充物以及乳房填入物三种器械。
2022.3	国家药监局	《关于调整医疗器械分类目录部分内容的公告》	对 27 种医疗器械涉及分类目录内容进行动态调整。包含部分医疗美容用产品，明确规定射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线；注射用透明质酸钠溶液用于注射到真皮层均按照Ⅲ类医疗器械监管。

资料来源：卫健委、国务院等政府官网，山西证券研究所

水光针被明确为三类医疗器械，释放出监管力度进一步加强信号，利好合规产品。长期水光针身份并不明确，市场上产品有二类医疗器械、三类医疗器械、“妆”字号、更有水货假货充斥在市场。通常三类医疗器械从研发到上市约耗时 4-5 年，周期较长，此次医疗器械目录调整，将改变过去鱼龙混杂状态，头部企业将更具有取代不合规市场优势。

3.2.2 再生材料：接棒发展，有望逐步挖掘市场需求

再生材料接棒发展，有望逐步挖掘市场需求。相比传统玻尿酸注射，再生材料在填充的同时具有刺激胶原蛋白再生作用，更长效、抗衰老。再生注射产品单支价格普遍在一万元以上，有望代替部分高端玻尿酸市场、引领医美消费需求升级。

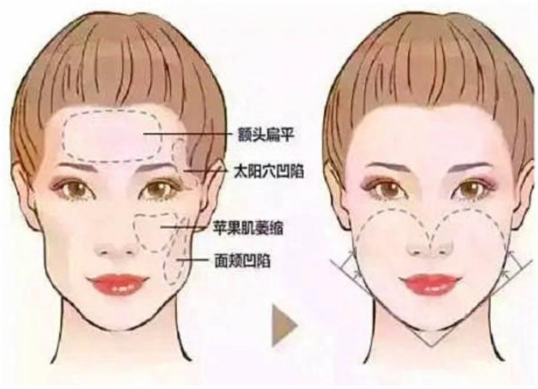
爱美客建立医生注射牌照申领制度，以“优质产品+认证医生”保障消费者体验。在产品方面，濡白天使的推出克服传统 PLLA 产品操作时需要复溶、操作不便、即刻填充效果不明显、并发症风险较高等问题，

取玻尿酸和童颜针之长，兼具即刻填充和刺激胶原蛋白再生效果、填充效果自然、产品成分更安全、医生操作便捷。渠道方面，濡白天使对注射医师进行授权认证、保障用户体验，公司通过直销+经销体系建立产品初步覆盖，含多线城市及大中小型医美机构。

图 26：爱美客官网渠道认证正品及授权医生

资料来源：爱美客官网，山西证券研究所

图 27：濡白天使填充、塑形、刺激胶原蛋白再生

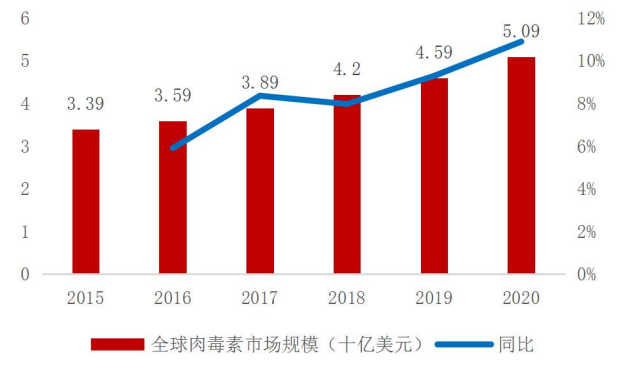


资料来源：爱美容研社，山西证券研究所

3.2.3 肉毒素：市场空间增长广阔

肉毒素作为国外成熟医美市场最受欢迎医美项目，国内发展前景巨大。Frost & Sullivan 数据，2019 年中国正规渠道肉速度市场规模为 36 亿元，2020 年国内监管市场医美类肉毒素入院价口径下市场规模约为 39 亿元（+8%），2016-2020 年 CAGR 达 26%，国内肉毒素市场尚处于高速增长期。

图 28：全球肉毒素市场规模及增速



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

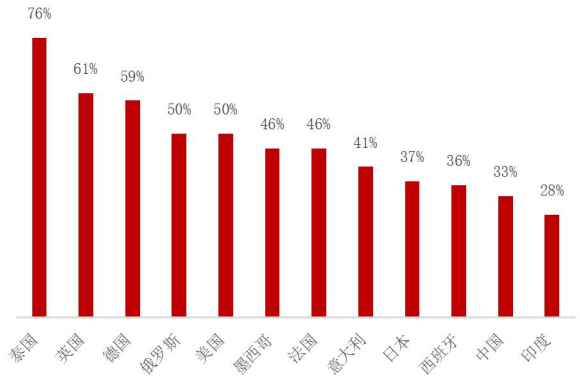
图 29：国内肉毒素市场规模及增速

资料来源：智研咨询，山西证券研究所

参考海外市场，肉毒素行业壁垒高、竞争格局向好。肉毒素由于其属于神经毒素属性，受到各国严格监管，整体审批周期至少在 6 年以上（长则 8-10 年）。强监管+长周期审批，肉毒素具有更高行业壁垒和更好竞争格局。从海外市场来看，美国艾尔建先发优势目前占据大部分市场份额、格局稳定。与医美成熟国

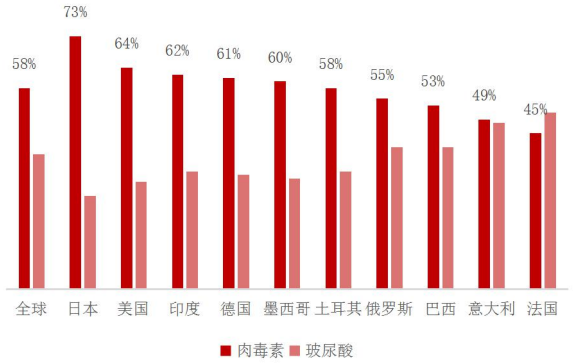
家肉毒素占注射类产品较大比重不同，国内审美偏好更倾向于面部填充注射、玻尿酸通常为求美者轻医美首选。从肉毒素占非手术类医美项目比重来看，2019 年中国市场仅为 33%，在世界各国中处于低位。国内市场受制于严格审批制度，肉毒素占比落后于玻尿酸。肉毒杆菌注射作为我国轻医美第二大项目，行业仍属于蓝海市场、增量空间广阔、产品销售确定性强。

图 30：2020 年各国肉毒素占非手术类医美项目比重



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

图 31：2020 年各国肉毒素和玻尿酸占比



资料来源：智研咨询，山西证券研究所

可与多种产品搭配复购率高、医美机构拓客首选。肉毒素具备多种联合应用场景，不仅可以用于多个身体部位，也可以联合其他项目进行治疗（如，肉毒素+玻尿酸、肉毒素+光电项目、肉毒素+中胚层疗法、肉毒素+药物及激光治疗等）。此外，肉毒素需要不间断注射保持效果，通常为每年 2-3 次，中端医美机构倾向于将肉毒作为拓客产品，吸引潜在医美消费者、引导至更多高利润项目。

产品竞争方面，目前仅有四款拿到 NMPA 批文的合规肉毒素产品。2020 年前，兰州衡力和美国保妥适为国内市场唯二持证肉毒素产品，价格和市场定位差距明显，国产主攻中低端市场、进口面向高端市场。2020 年 6 月、10 月，英国吉适和韩国乐提葆分别获批上市，国内持证肉毒素产品扩展至 4 个。从定价方面来看，保妥适>吉适>乐提葆>衡力，吉适和乐提葆填补了保妥适和衡力之间的价格空白带，实现错位竞争。

表 3：目前国内获 NMPA 认证肉毒产品

	衡力	保妥适	吉适	乐提薄
原产国	中国	美国	英国	韩国
生产公司	兰州生物制品研究所	Allergan	Lpsen	Hugel
国内合作企业	-	国药控股为国内总经销商	博福-普益生（天津）制药有限公司	四环医药独家代理
国内获批时间	2012	2009	2020	2020
产品定位	中低端	高端	中高端	中高端
分子量	300-900KD	900KD	300/500/900KD	900KD

赋性剂蛋白质	医用明胶	人血白蛋白	人血白蛋白	人血白蛋白
弥散度	1cm（++++）	0.5cm（+++）	（+++）	（++）
生产工艺	冻干干燥	真空干燥	冻干干燥	冻干干燥
维持时间	4-6 个月	4-6 个月	4-6 个月	4-6 个月
产品特点	国产产品，价格低、性价比高	高纯度、高精度、高价格、高认可度	抗药性低	高纯度、低致敏度、高价格、高性价比
价格	800-1500 元/100unit	3000-5000 元/unit	3000-4000 元/unit	1800-2600 元/unit

资料来源：国家药监局，山西证券研究所

产品正规化是行业发展趋势，水货假货生存空间将持续受到挤压。由于价差明显+审批时间长，国内水货、假货市场基数庞大。目前政策端对非法医美专项整治力度逐年加大，利好正规机构产品发展。供给增长或将进一步驱动需求增量，考虑到肉毒素审批时间较长，2022-2023 年预计市场没有新进入者、继续维持现有 4 款产品竞争局面。2024-2025 年爱美客代理韩国 Huons 产品预计商业化落地，将更好满足消费者多样化需求。

4. 疫情影响行业供需格局，连锁化进程加速

4.1 酒店：连锁酒店集团下沉低线级城市，经济型加速升级转型

疫情限制人员流动，较低入住率影响整体门店的实际利润数据。从酒店经营的基本业绩指标来看，华住 2021 年 RevPAR 172 元(+15.6%)，首旅如家 RevPAR119 元(+20.2%)；锦江酒店 RevPAR137.52 元(+15.33%)。虽然三家指标均较 2020 年实现 15%-20%的增幅，但与国际酒店集团以及疫情前的水平相比，仍有较大差距。

政策端助力行业逐渐复苏。随着发改委、文旅部等 14 个部门联合出台《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的肉感政策》以及文旅部出台精准熔断机制，政策端为各地旅游加速复苏增强景气度。22H2 暑期亲子游、避暑游、毕业游等多类出行需求有望进一步带动旅游市场升温。

表 4：2021 年国内主要连锁酒店经营情况

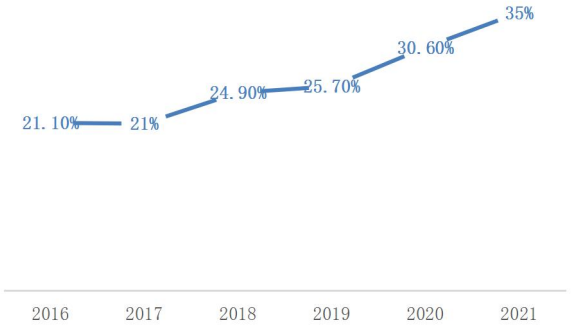
酒店集团	营收（亿元）	同比	净利润（亿元）	同比
华住集团	127.9	25.41%	-4.65	78.79%
锦江酒店	113.4	14.56%	1.01	-8.7%
首旅如家	61.53	16.49%	0.56	111.23%
万达酒店及度假村	7.14	29.49%	1.97	41.49%
中青旅山水酒店	3.88	12.14%	-0.6	21.38%

资料来源：公司财报，山西证券研究所

疫情继续推动酒店连锁化进程。2021 年我国酒店住宿设施较 2020 年减少 8.6 万家，其中住宿业减少 2.7 万家。酒店连锁化率提升至 35%，但较发达国家 60%仍有差距。目前国内酒店连锁化率仍然较低，连锁型

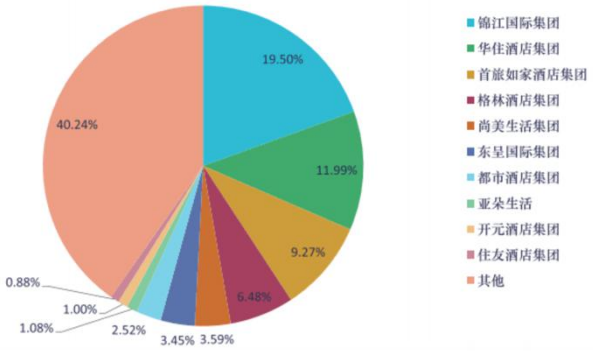
酒店相比单体酒店受到的疫情影响相对更小且后续恢复有望更快，在国内酒店行业集中度不断提升的大趋势下，酒店品牌化仍有很大空间。

图 32：国内酒店行业连锁化率趋势



资料来源：中国饭店协会，山西证券研究所

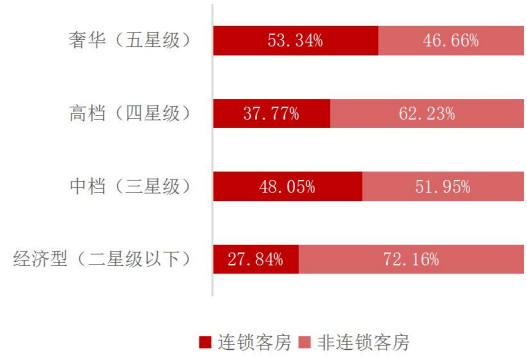
图 33：2020 年中国十大酒店集团占有率



资料来源：中国饭店协会，山西证券研究所

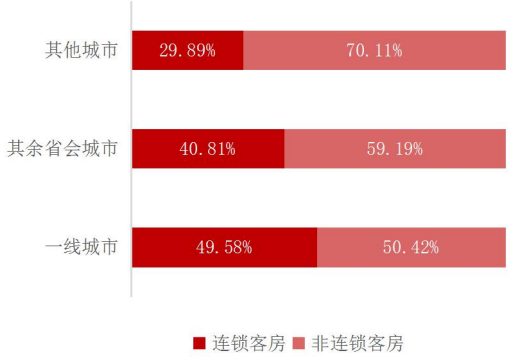
后疫情时代酒店行业呈现新格局，高线级城市连锁化接近饱和、低线级城市扩张空间广阔。目前高线城市经济型酒店已经进入存量竞争市场，经过前期高速扩张、经济型酒店连锁化市场几乎接近饱和。仍存在部分单店规模在 15-69 间房小规模酒店，连锁化率偏低，为一二线城市经济型酒店连锁化发展留有一些空间。但下沉市场的经济型和中端酒店还是刚需产品、市场竞争格局尚未定型、品牌扩张空间可观。从全国酒店业整体连锁化率情况来看，中档酒店连锁化率 48.05%表现最高、经济型（二星级以下）连锁化率 27.84%表现最低。

图 34：2021 年全国酒店业连锁化率（按档次划分）



资料来源：中国饭店协会，山西证券研究所

图 35：2021 年全国酒店连锁化率（按城市划分）



资料来源：中国饭店协会，山西证券研究所

疫情承压下酒店集团主要依靠加盟进行轻资产模式扩张。从 2021 年国内三大酒店集团管理加盟数来看，管理加盟店数量平均占比高达 90%。首旅、锦江、华住管理加盟占比分别为 87.34%、91.32%、91.41%。国际酒店方面，万豪、希尔顿和雅高特许经营酒店数量占比最大，分别为 73.6%、88.31%、53.57%；其中希

尔顿占比最高主要得益于与锦江、碧桂园合作，在中国地区新推出推出希尔顿欢朋、希尔顿惠庭，年内新签约酒店同比增长 45%、新开业酒店增长 30%。特许经营逐渐成为酒店集团扩张主要趋势，万豪 2021 年在中国新签约酒店中特许经营占比超 50%；首旅酒店 2021 年新开门店 1417 家，凭借轻资产模式，赋能中小单体酒店，深度布局广阔下沉市场；锦江酒店 2021 年直营酒店净关店 13 家，轻资产加盟店净开业 1220 家。

表 5：2021 年三大酒店集团管理加盟情况

酒店集团	直营店数量	直营店占比	管理加盟店数量	管理加盟占比
锦江酒店	921	8.68%	9692	91.32%
首旅如家	749	12.66%	5167	87.34%
华住集团	662	8.59%	7044	91.41%

资料来源：公司财报，山西证券研究所

三大酒店集团提前布局下沉市场。早在 2019 年，华住集团提出“万家灯火”“千城万店”目标，以经济型和中端品牌酒店加入三四线下沉市场的竞争。华住集团 2021 年新签约 2849 家酒店中，低线城市占比为 55%，以汉庭、全季为主的品牌，正在持续加码下沉市场。

经济型酒店升级改造计划提高边际效益。疫情影响下多数经济型连锁酒店面临经营困难、业绩下滑，相对于高端酒店市场在疫情得到控制后率先反弹、中端酒店受到投资人关注和预期改善看好，经济型连锁酒店在疫情期间复苏缓慢。同时疫情后消费者对出行安全需求提高，粗放型传统消费模式逐渐被淘汰，集合安全性、舒适性、私密性和性价比的中端酒店成为更多消费者商旅出行首选。

三大酒店集团均推出酒店升级改造计划，将经济型酒店产品结构升级、布局中高端市场；改善自身软硬件设施、体现性价比特征。例如，锦江酒店推出经济型品牌锦江之星升级品牌“白玉兰”；7 天连锁提出高端经济型产品“7 天优品”“7 天优品 Premium”“7 天酒店 2.0”；华住推出汉庭升级品牌“汉庭优佳”、逐步升级 3.5 版本；首旅酒店自 2018 年推动旗下经济型酒店升级为“如家 3.0NEO”，目前已有 16.41%经济型酒店完成升级改造。

表 6：连锁酒店品牌升级情况

时间	品牌	升级版本	具体内容
2021.7	锦江之星酒店	5.0 新品	针对客房、公共区域等进行“COZY”化改造，在客房、公区等都进行了“COZY 化”改造，创建从照明、卫浴、睡眠体验、办公角落到住宿安全、私密商务等多方位的体验亮点，让消费者在酒店空间中真正体验到舒心舒适的 cozy time。
2021.8	汉庭酒店	3.5 优化	汉庭酒店 3.5 产品优化版，实现 90%模块化。30 秒入住、0 秒退房；智能送物机器人全天候待命；智能客控系统语音调节灯光、窗帘、电视等；咖啡、行李寄存、自助洗衣、公卫、充电、阅读、办公、会客等多元化需求。单房造价 7.18 万/间
2021.10	如家酒店	NEO3.0	790 家品牌升级到 NEO3.0，占比 30.8%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

疫情加速酒店资产交易。2021 年国内酒店投资市场总交易额约 21 亿美元，基本恢复至疫前水平；国际市场酒店投资交易总额 668 亿美元，同比增长 131%。中长期来看，国内疫情常态化防控、海外多国逐渐放开旅行管控措施，旅游业波动中复苏、酒店经营收入预期逐渐改善，驱使投资者涉足酒店资产领域。

表 7：2021 年中国酒店资产交易事件

时间	公司名称	事件
2021.1	开元集团	获鸥翎投资及红杉中国私有化要约，5 月从港交所退市
2021.2	东呈酒店	新增股东背景酷讯互动，获美团战略投资
2021.3	绿地酒店	退出 4 家酒店，绿地控股接盘
2021.5	同程旅行	投资珀林酒店数亿元
2021.9	君亭酒店	深交所创业板上市
2021.11	锦江国际	吸收合并锦江资本，继承其持有锦江酒店 45.05%股份，变为直接控股

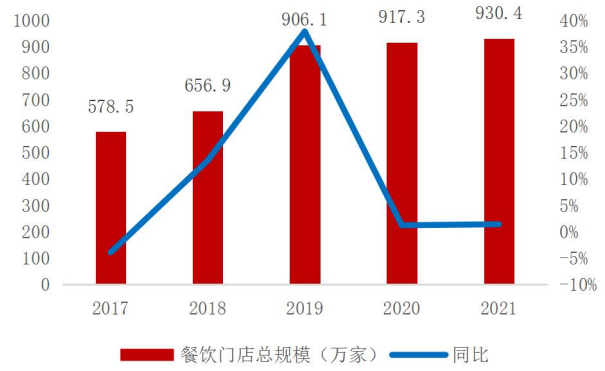
资料来源：公司公告，山西证券研究所

4.2 餐饮：资本化助力连锁率提升

4.2.1 连锁化率仍有较大渗透空间

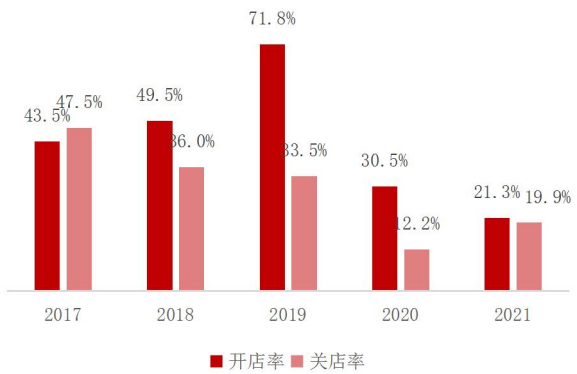
消费者需求旺盛，市场规模将持续提升。疫情常态化背景下，具有人员密集、聚集属性的门店堂食业务易受防疫管控发展受阻。但消费者整体外出就餐、外卖需求强烈，叠加政府部门出台政策支持惠民、便民行业，以及预制菜、门店数字化发展，餐饮行业整体需求向好。同时疫情反复情况下，更多企业通过开通外卖业务、发力预制菜渠道多种经营方式并举，餐饮市场规模有望持续上升。

图 36：国内餐饮门店总规模



资料来源：中国餐饮大数据中心，山西证券研究所

图 37：餐饮市场最近一年门店留存率超 80%



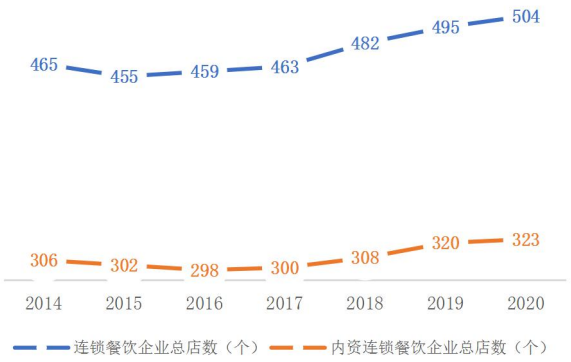
资料来源：中国餐饮大数据中心，山西证券研究所

餐饮市场具有较强消费粘性和高需求性，在疫情平稳后表现为恢复弹性较高特点。2021 年国内餐饮门店总规模再创新高，突破 930 万家，较 2019 年增长 2.63%。门店增速有所放缓，市场处于“增量”向“增质”转变的过渡期。疫情导致国内餐饮门店在 2020 年初出现大规模闭店，而后在 20H2 迅速恢复，20 年末

门店规模甚至超过疫情前。进入 2021 年餐饮业整体开关店率比较均衡，最近一年门店留存率超 80%，开店率略高于关店率。其中华东地区门店规模占全国近三分之一。

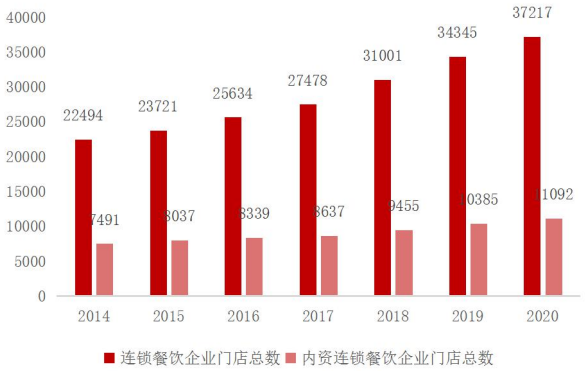
疫情加速国内餐饮连锁化进程。近年来，各地出台政策通过简化企业申请流程促进餐饮连锁发展。2020 年餐饮市场营收下滑至 3.95 万亿元，但 2020 年中国连锁企业门店数量持续上升，2021 年国内连锁餐饮门店达 4.16 万家（+8.9%），疫情期间加速抗风险能力较弱中小门店出清，连锁化进度持续加快。

图 38：国内连锁企业总店数统计（单位：个）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 39：中国连锁餐饮企业门店总数（单位：个）



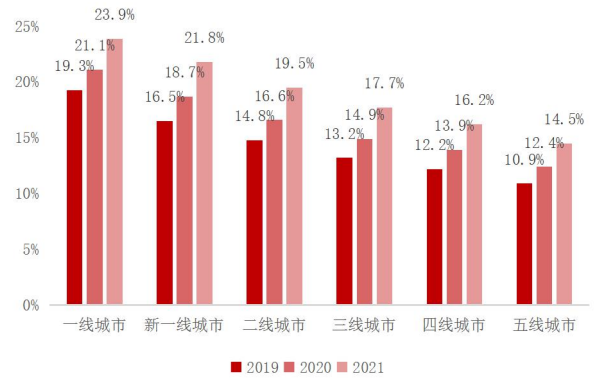
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2021 年国内餐饮连锁率达 18%，疫情加速中小门店出清。近 5 年国内餐饮连锁率持续走高，目前我国餐饮门店中约 18%为连锁品牌门店，其中以门店规模≤30 家店小型品牌为主，近三年千店以上规模连锁门店数占比明显增多，疫情强化餐饮行业马太效应，连锁品牌经营企业抗风险能力强于行业整体。

从城市线级来看，餐饮行业连锁发展趋势由高线城市向低线城市逐级传导。2021 年一线城市连锁化率突破 23%，二线城市连锁化率 19.5%、达到一线城市 2019 年水平，三线城市连锁化率 17.7%、接近新一线城市 2020 年水平。**从餐饮品类来看，饮品 2021 年连锁化率提升至 41.8%（+4.6pct），是连锁化率最高品类**；小吃快餐连锁化率 20.4%（+3.7pct），增速高于 2020 年同期；火锅连锁化率 20.7%（+1.2pct）增速同比有所放缓。

图 40：2019-2021 国内不同线级城市连锁门店占比

图 41：2019-2021 中国典型餐饮品类连锁化率



资料来源：美团研究院，山西证券研究所

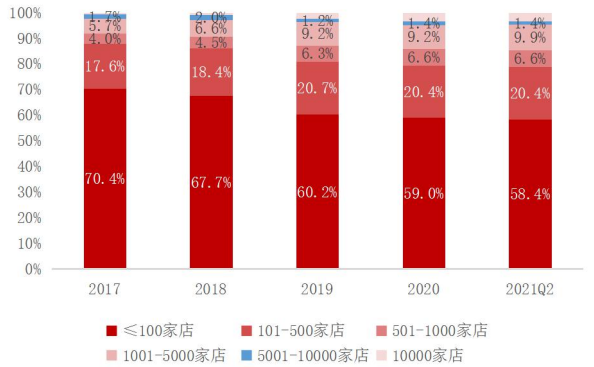
资料来源：美团研究院，山西证券研究所

直营、加盟模式领跑不同数量级连锁分布。在拥有 500-1000 家连锁门店规模餐饮企业中，多数为坚定直营模式的头部品牌企业，如海底捞、喜茶等。2020 年 9 月直营模式代表乡村基全国直营门店数突破 1000 家，成为全国首家超千家直营店的中式快餐。“10000 家门店”成为加盟模式玩家追求目标，如蜜雪冰城、21H1 以近 20 家/天新开店速度跑步进入万店俱乐部。从连锁品牌不同门店数规模分布来看，百家以内规模的餐饮连锁门店占比最高，100-500 家规模连锁门店次之，且这两个规模区间的餐饮门店数量占比在近两年呈现明显增长。

图 42：各区域餐饮门店规模与疫前（19Q4）比较

资料来源：中国烹饪协会，山西证券研究所

图 43：2017-2021Q2 连锁品牌门店变化趋势



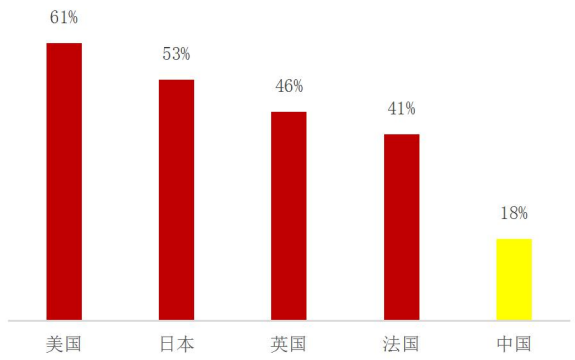
资料来源：中国餐饮大数据中心，山西证券研究所

注：连锁率=连锁门店总数/整体餐饮门店总数，统计口径根据门店名称判别（eg. 重庆鸡公煲、兰州拉面等非同一品牌但名称相同）连锁率高于实际水平

中国餐饮行业连锁化率和市场集中度提升空间较大。目前国内餐饮行业竞争格局较为分散，根据美团披露数据，2018-2021 年国内餐饮连锁化率分别为 12.8、13.3%、15%、18%，行业连锁化率逐年提升，对于

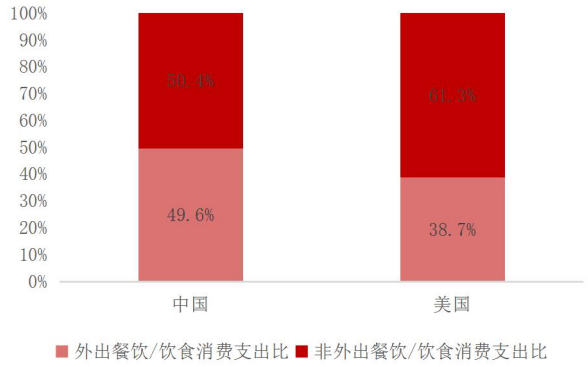
拥有超过 4 万亿市场规模、8 百万余家门店规模的国内餐饮市场，绝对数字进步可观。但与美国超过 60%、日本超过 50%连锁化率相比，仍有进步空间。从外出就餐占比来看，保证数据完成性我们选用 2019 年数据，中国居民外出餐饮消费额为 0.61 万亿美元、美国为 0.79 万亿美元，中国居民外出餐饮占饮食全部支出比例为 49.59%，高于美国的 38.73%，中国消费者表现出更强的外出餐饮消费偏好，中国居民接受商业化市场餐饮程度/偏好高于美国，为国内的餐饮企业提供了需求支撑。

图 44：2021 年各国餐饮连锁化率（收入口径）



资料来源：Euromonitor，山西证券研究所

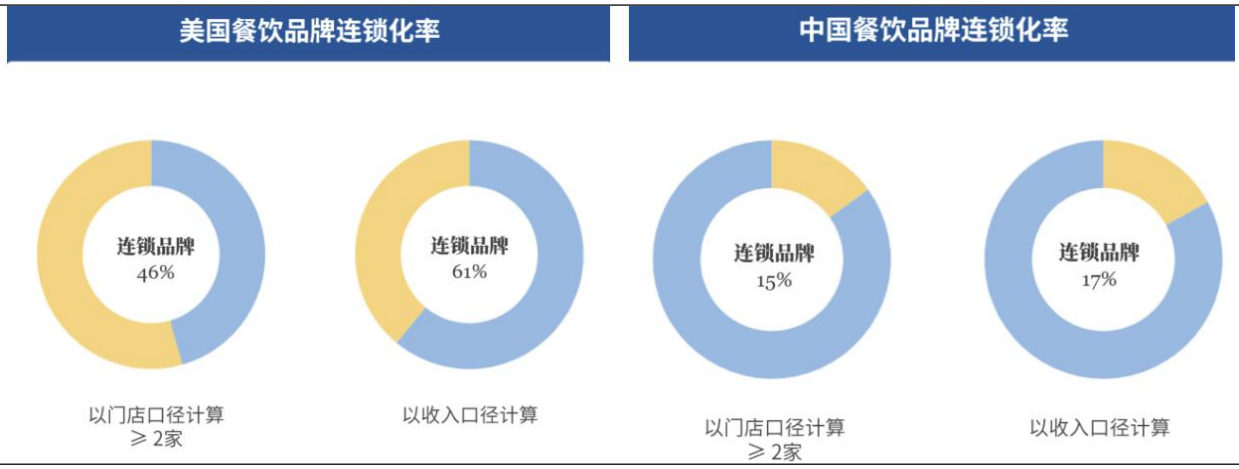
图 45：中美居民餐饮外食占饮食支出对比



资料来源：统计局、the balance，山西证券研究所

连锁门店更具有竞争力。按照连锁企业“两店一年”的标准，我们将全美门店数量超过 2 家的品牌均视为连锁品牌，以门店口径统计的美国连锁化率约为 46%；如果把标准设置为 5 家以上，那美国的连锁化率为 34%，低于以收入口径统计的 61%。同样以门店口径计算，中国餐饮行业的连锁化率约为 15%，略低于以收入口径计算，17%的连锁化率，但整体都要远低于美国餐饮的连锁化率。不同餐饮连锁化率计算方法从侧面反映出，无论在美国还是中国，连锁品牌的收入占比都要高于门店占比，连锁品牌的盈收能力整体要强于非连锁品牌。

图 46：不同统计口径下中美餐饮连锁化率对比

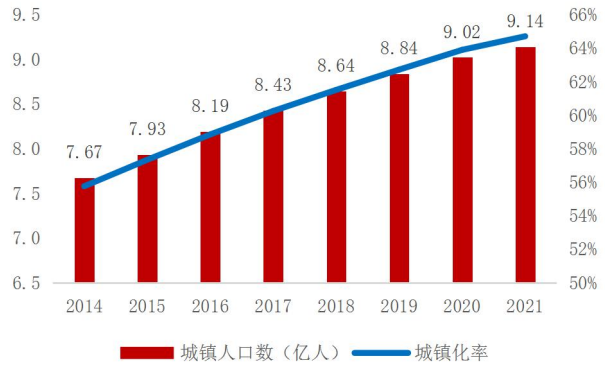


资料来源：餐饮老板内参，山西证券研究所

4.2.2 中式快餐占据餐饮最大份额，疫情下资本化进程提速

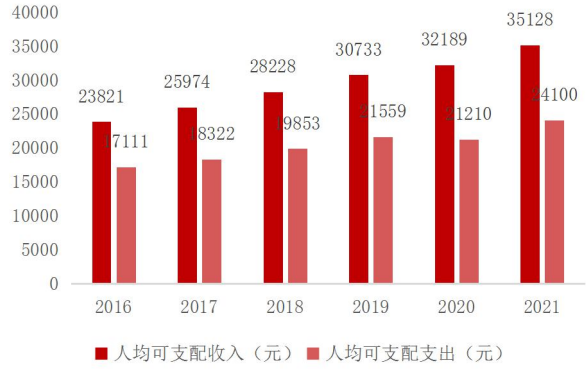
快节奏城市生活挤压家庭厨房时间，快餐市场增速亮眼。随着居民可支配收入增长以及主要城市城镇化发展、居民可支配收入及消费提升，叠加城镇居民快节奏生活、外出就餐文化渗透刺激快餐店需求，带动快餐行业迅速扩张。2021 年我国城镇人口为 9.14 亿元，城镇化率达 64.72%；居民人均可支配收入 3.51 万元，较上年名义增长 9.1%，居民人均消费支出 2.41 万元，较上年增长 13.6%。

图 47：2014-2021 年城镇人口及城镇化率



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 48：我国居民人均可支配收入与支出情况

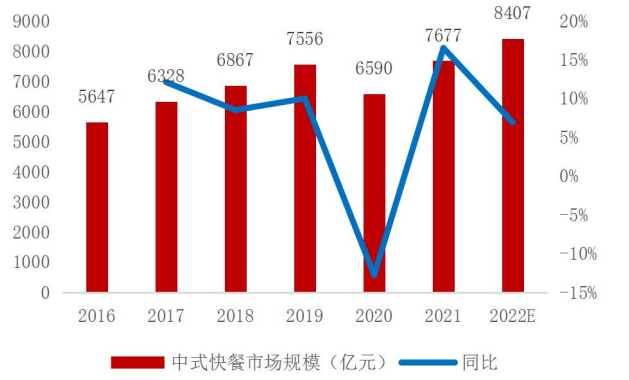


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

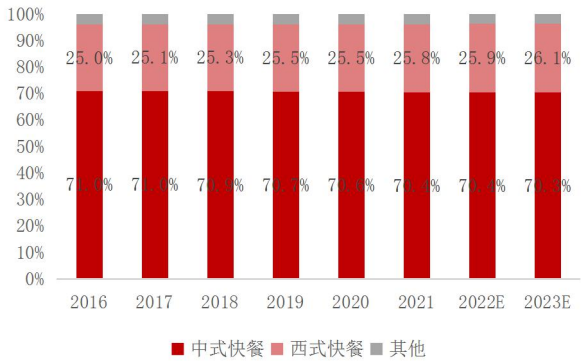
中式快餐以价格优势和在主要消费人群中因口味大众化抢占市场。2021 年我国快餐行业市场规模达 10994 亿元，较上年增加 1660 亿元、增长 17.78%，预计 2025 年国内快餐行业规模将达 1.8 万亿元，CAGR 超 10%。从细分市场来看，中式快餐最符合国人口味消费习惯特点，长期占据国内快餐市场总规模 7 成以上。2021 年中式快餐市场规模达到 7744 亿元，较 2020 年增加 1154 亿元。

图 49：中式快餐市场规模及预测

图 50：中国快餐行业市场规模结构



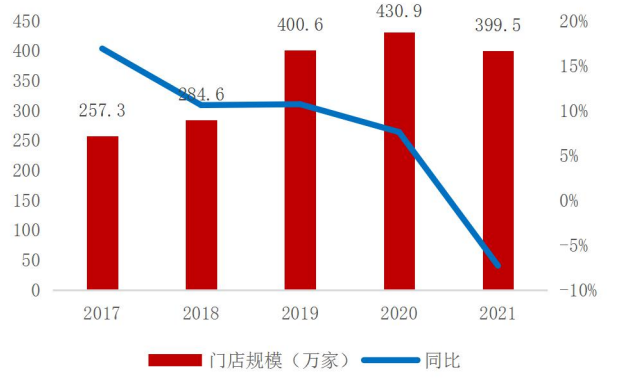
资料来源：乡村基招股书，山西证券研究所



资料来源：Frost & Sullivan，山西证券研究所

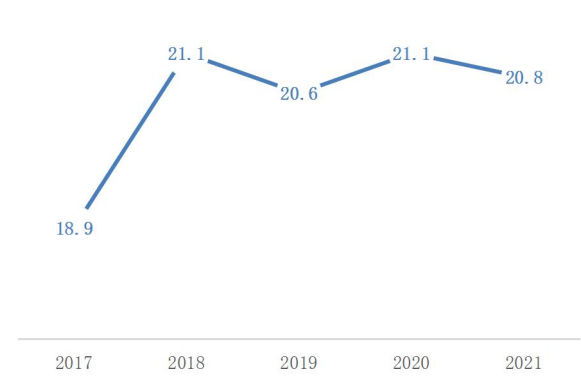
截至 2021 年，中式快餐人均消费水平从 2017 年 18.9 元增长至 20.8 元。虽然中式快餐人均消费水平大体上呈增长趋势以及行业连锁化率逐年提升，但规模方面受疫情影响餐厅门店数量出现下降。2021 年，我国中式快餐门店规模为 399.5 万家，较 2020 年下降了 31.4 万家，同比下降 7.29%。其中快餐简餐类餐厅规模锐减、粉面类餐厅热度提升、麻辣烫仍是快餐中最热销产品。

图 51：2017-2021 年我国中式快餐门店规模



资料来源：中国餐饮大数据中心，山西证券研究所

图 52：中式快餐人均消费水平（单位：元）



资料来源：乡村基招股书，山西证券研究所

中式快餐行业呈现高度分散特征，行业集中度远低于西式快餐。由于中式快餐行业具有大市场、多品类、强竞争的市场格局，较低的进入壁垒使得各大细分市场均存在大量的竞争者，中式快餐丰富的口味、多样的品类以及区域性分布的特征也使得各大中小品牌均能够获得一定的发展与生存空间，造就了行业高度分散化的特征。

表 8：中式、西式连锁快餐对比

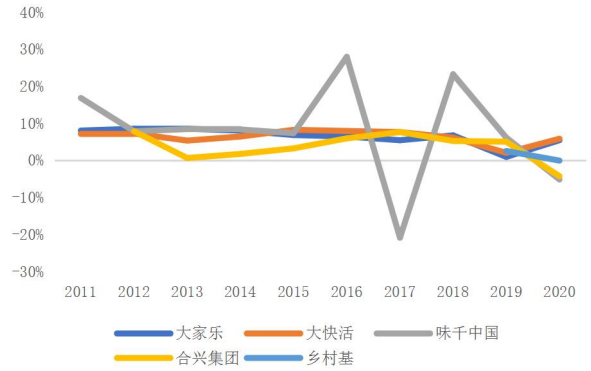
	西式快餐		中式快餐		
品牌	肯德基	麦当劳	老乡鸡	和府捞面	张亮麻辣烫

业态	炸鸡汉堡	炸鸡汉堡	米饭类快餐	粉面类快餐	烫捞类快餐
门店数量	8584	5448	1099	394	5610
消费时段	全时段	全时段	午市、晚市	午市、晚市	午市、晚市
消费场景	堂食、外卖、打包				
门店选址	购物中心、商业街、办公区、社区、景区、交通枢纽等多种消费场景		交通枢纽、各类商圈、办公区	交通枢纽、各类商圈、办公区	学校、社区、交通枢纽
餐品新鲜程度	半成品加工为主		供应链配送+门店现做		
标准化程度	较高		较低		中等

资料来源：窄门餐眼，山西证券研究所

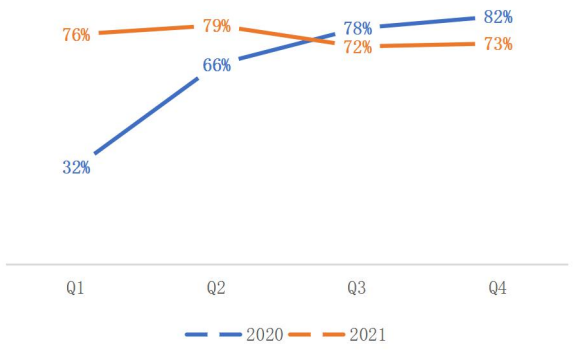
中式快餐标准化难度较高是连锁中式快餐品牌经营一大痛点。目前中式快餐标准化主要面临：1）餐品制作工艺相对复杂、后厨操作包含煎烤炒蒸等多种烹饪，产品根据地域可以划分为不同菜系，对厨师烹饪技能依赖相对较高，对于 追求客流量与出餐效率的快餐门店而言需要大量后厨工作人员，并且难以保证菜品口味一致性。2）中餐品类冰箱冷冻后复热会造成较为明显口感流失，现制现炒成为保证中餐菜品口感关键，对供应链要求较高，提高门店运营成本。对比中西式快餐我们可以发现，快餐赛道标准化程度与品牌连锁化水平具有明显相关性。

图 53：中式快餐利润率统计



资料来源：招股书、公司财报，山西证券研究所

图 54：国内购物中心客流量恢复程度（vs2019）



资料来源：汇客云，山西证券研究所

中式快餐品牌 IPO 进程提速。年内已有杨国福麻辣烫、乡村基、老乡鸡先后向港交所、上交所递交招股书冲刺 IPO。截至目前，A 股与港股市场总计仅有不到 50 家餐饮概念上市公司，整体市场资本化率不足 2%。对标美股，西式连锁餐饮企业往往以标准化作为经营存续的关键。在美股休闲服务板块业绩突出的标的中，餐饮占比超过 60%，涌现出麦当劳、百胜、星巴克、达美乐披萨等众多成长型优质标的。后疫情时代，国内餐企拥抱资本充实现金流、满足规模扩张需求。

表 9：年内向 A、H 股递交招股书的连锁快餐公司

拟上市公司	递表日期	地区	募资用途
乡村基	2022.1.25	重庆	扩展餐厅网络、深化市场渗透、按需要翻新现有餐厅、既爱昂供应链能力以支持扩张、加强技术能力提高运营效率。
杨国福麻辣烫	2022.2.23	上海	升级公司生产设施，以支持加盟餐厅业务线、丰富公司品牌组合、扩大零售产品供应、提高研发能力。
老乡鸡	2022.5.6	安徽	开展华东中央厨房建设项目:用以承载上海及周边未来 1200 家门店的产品加工、仓储和配送功能。新增餐饮门店,完善全国门店布局:公司计划 2022-2024 年内在华东区域 10 个重点城市开设 700 家直营门店(其中，上海/江苏/湖北/浙江,分别计划新开 225 家/150 家/90 家/80 家)。

资料来源：公司招股书，山西证券研究所

5. 行业评级及投资建议

5.1 行业评级

我们认为，22H2 年社服行业投资机会取决于防疫精准化背景下，国内疫情总体控制情况和出游信心恢复程度。就目前来看，不间断疫情反复影响旅游业复苏，屡次出现的新变异毒株对消费者需求产生较大负面影响，造成游客心态转变。我们从可能出现的新变异株带来的不同程度重症率和致死率对旅游板块可能产生的影响进行分情况讨论。1）如果新变异株传染能力下降、重症率和致死率降低、产生的影响低于预判，我们认为旅游板块将在超跌后反弹；2）如果新变异株传染能力与 Delta 相似，现有疫苗可以降低重症率和致死率，对疫苗接种率较高和防疫措施严格的国家产生影响较小，我国将继续严格控制入境航班物流；3）新变异株传染能力高于以往任何毒株，现有疫苗基本无效，在新疫苗和特效药上市之前，全球将会再次陷入病例高发期、部分疫情严重地区封锁；4）新冠特效药成功研发上市，临床效果符合预期，疫情将逐渐过渡到普通肺炎，旅游业全面复苏。

短期来看，疫情常态化防控逐渐精准化。从近日跨省游熔断政策变化、旅行团业务恢复、密接入境隔离时间调整、行程码星号取消等防疫措施来看，居民出行障碍逐渐被清除、出游信心增强，带动旅游板块景区度提升、疫后修复主线初显。三季度即将迎来旅游行业传统旺季暑假，疫情在国内基本得到有效控制有望带动暑期出行相关强势回暖。

长期来看，后疫情时代消费者出行偏好向中高端过渡。在疫情中部分消费者需求向中高端酒店、精品定制游、主题游等新消费方向转变。免税市场持续扩容，引进更多优质国际高端品牌，龙头企业仍处于相对优势竞争地位。更多游客青睐于选择价格边际变化在可接受范围内，但可以提供更加安全、私密、卫生的中高端酒店。目的地旅游从传统的一站式跟团游向更加注重体验感、满足感的休闲度假模式转变。

综上，我们对社会服务行业维持“同步大市-A”评级。

5.2 投资建议

我们预计年内社服医美行业在疫情好转下继续业绩修复趋势，建议把握高成长、行业连锁化率提升两条主线。1）行业仍处于高景气赛道，成长空间可观。短期来看，疫情在国内逐渐得到有效控制，旅游市场景气度攀升。目前疫情在国内基本得到有效控制，常态化防疫政策不断精细化调整，消费者出游信心持续提升，展望暑期传统旅游旺季对市场景气度提振，持续关注短途游、周边游催生露营等新型休闲度假方式发展情况。**免税：**随着海南免税政策红利逐渐释放、市场规模持续增长、国际化品牌集聚效应相继显现，更多国家化品牌在海南布局。长期来看海南离岛免税市场仍具有挖掘潜力，线下可选消费恢复趋势提振显著。**医美：**行业监管趋严、利好合规产品对非法市场进行替代，重点关注再生产品市场销售情况。**2）酒店、餐等受疫情影响行业供需格局逐渐重塑，**抗风险能力较弱的中小经营主体陆续出清、行业集中度持续提升、连锁化率不断提高。多城市线级、品牌矩阵布局的酒店餐饮集团有望抢占下沉市场布局先机，进一步提升连锁化水平。**酒店：**商旅刚需出行在疫情得到控制后率先复苏；酒店集团连锁化率继续加快，继续关注龙头酒店新开店进程、中高端酒店改造经营情况。**餐饮：**关注餐饮连锁化进程、中式连锁餐饮资本化进展。

5.3 重点推荐标的

5.3.1 中国中免（601888.SH）：业绩在疫情影响下波动增长，再次冲刺港股

短期疫情仍是影响公司经营主要因素。中长期免税业务是引导消费回流重要渠道，公司 2022 年重点工作继续扩大新零售业务，从口岸、市内、离岛、机场多条业务线推进市场份额扩大。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 5.05\7.18\9.40 元，基于 2022 年 7 月 6 日收盘价 209.49 元，对应动态 PE 分别为 41.48\29.18\22.29 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；居民消费需求不及预期风险；免税政策变化风险；汇率风险；疫情对旅游业影响超出预期风险。

5.3.2 锦江酒店（600754.SH）：境外经营情况改善带动业绩修复

境外有限服务型酒店运营情况有所改善带动公司期内营收增长，22Q1 公司境外营收 5.72 亿元（+46.12%）、占比 25.27%。短期继续关注国内防疫政策，看好疫后酒店行业复苏趋势；中长期关注酒店集团加盟扩张进程，关注新开店加速可能。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.67\1.03\1.89 元，基于 2022 年 7 月 6 日收盘价 58.64 元，对应动态 PE 分别为 87.52\56.93\31.03 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：宏观经济增速放缓或出现剧烈波动风险；公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期

风险；疫情持续扩散风险；新开店不及预期风险。

5.3.3 首旅酒店（600258.SH）：新开店步伐加快，深化连锁进程

疫情不减公司新开店进程，22Q1 公司新开店 190 家，较上年同期增加 6 家；22Q1 公司已签约未开业和正在签约的储备项目为 1827 家，为全年新开店 1800-2000 家奠定基础。疫情好转后酒店商旅出行需求将率先反弹，22Q2 及暑假有望带动 RevPAR、入住率进一步提升。为避免同业竞争，年内首旅集团预计将诺金酒店（含环球影城大酒店）注入上市公司体内，注入后有望依托景区客流增厚公司业绩。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.5\0.84\1.04 元，基于 2022 年 7 月 6 日收盘价 23.32 元，对应动态 PE 分别为 46.64\27.76\22.42 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：宏观经济增速放缓或出现剧烈波动风险；公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险；疫情区域内反复风险；环球影城、南山景区客流下降风险。

5.3.4 天目湖（603136.SH）：休闲景区有望承接一线城市短途出行需求

短期来看疫情对公司业绩有较强影响。中期来看公司南山竹海、南山小寨二期、温泉项目升级改造有望提升公司盈利能力。长期来看，作为国内民营经营休闲景区龙头、资产为长三角稀缺休闲度假景区，随着可转债提前赎回费用管理能力持续增强，看好公司长期发展。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.29\0.59\0.81 元，对应 2022 年 7 月 6 日收盘价 25.84 元，对应动态 PE 分别为 89.10\43.80\31.90 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：同行竞争风险；景区客流下降风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险；极端天气风险。

5.3.5 爱美客（300896.SZ）：丰富产品矩阵增厚业绩护城河

公司目前产品线和战略方面有三个特征：1）提高现有产品线市场渗透率；2）开拓新的再生针剂产品市场；3）从资本方面布局未来肉毒素业务，以保证业绩持续高增长。A 股稀缺医美标的，公司现有产品均有国家药监局认证、在研产品储备丰富、大单品一经面市销量亮眼，研发+营销为业绩增长保驾护航。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 6.65\9.58\13.41 元，基于 2022 年 7 月 6 日收盘价 576.05 元，对应动态 PE 分别为 86.62\60.13\42.96 倍，给予“买入-B”评级。

风险提示：行业受政策监管影响风险；医疗事故影响风险；消费需求不及预期风险；新品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险。

5.3.6 九毛九（9922.HK）：多品牌助力平台型公司持续高增长

公司作为快时尚餐饮龙头品牌，核心产品太二仍处于快速扩张期，叠加公司前端品牌优势巩固、后端成熟供应链支持，我们看好其未来成长持续性。短期看好公司疫后修复能力和太二门店继续扩张，中长期继续关注多个品牌市场运营进入成熟期增厚业绩。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.30/0.58/0.75 元，对应 2022 年 7 月 6 日收盘价 18.88 港元，PE 分别为 62.93/32.55/25.17 倍。给予“买入-B”评级。

风险提示：疫情对餐饮行业持续影响风险；食品安全风险；市场经营风险；门店扩张不及预期风险；行业系统性风险。

表 10：重点推荐公司盈利预测

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
601888.SH	中国中免	209.49	4.91	5.05	7.18	9.40	42.67	41.48	29.18	22.29	增持-B
600754.SH	锦江酒店	58.64	0.09	0.67	1.03	1.89	651.56	87.52	56.93	31.03	增持-B
600258.SH	首旅酒店	23.32	0.05	0.5	0.84	1.04	466.40	46.64	27.76	22.42	增持-B
603136.SH	天目湖	25.84	0.28	0.29	0.59	0.81	92.29	89.10	43.80	31.90	增持-B
300896.SZ	爱美客	576.05	4.43	6.65	9.58	13.41	130.03	86.62	60.13	42.96	买入-B
9922.HK	九毛九	18.88	0.28	0.3	0.58	0.75	67.43	62.93	32.55	25.17	买入-B

资料来源：wind，山西证券研究所（注：推荐标的对应 2022 年 7 月 6 日收盘价）

6. 风险提示

宏观经济波动风险：宏观经济下行或导致居民可支配收入减少、从而影响可选消费支出，进而减少旅游、医美等消费，影响相关公司业绩；

免税行业发展不及预期风险：如离岛政策、金额等发生变化风险，奢侈品入驻进度低于预期风险，疫情反复导致海南客流下滑风险，供需不足可能拖累客单价提升风险；

酒店行业连锁品牌扩张低于预期风险：有限服务酒店行业市场需求和行业增长空间可观，头部企业发展重点在继续扩大门店数量，若竞争加剧、疫情影响进程，可能导致酒店集团拓店速度低于市场预期；

疫情对旅游行业影响超预期风险：疫情反复给旅游行业带来较大不确定因素，防控政策限制人员流动给行业内公司业绩恢复带来不利影响；

医美行业受政策监管影响风险：目前卫健委、药监局等部门接连出台相关法律法规规范医美行业经营，若政策收紧或医美发行业规模和营收产生较大影响;

突发事件对经营影响超预期风险：自然灾害如洪涝、暴雨、地震等突发事件可能给行业内公司短期业

务带来不利影响。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；

B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

深圳
广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336