

场景修复正当时，经营向好估值提升

——2023年社服行业年度投资策略

行业评级：看好

2022年12月

分析师	宁浮洁
邮箱	ningfujie@stocke.com.cn
电话	15751860093
证书编号	S1230522060002

综合今年以来的防疫政策优化和调整，我们认为优化的方向主要为平衡经济发展和疫情防控。国务院“二十条”大幅提高防疫精准程度，加大监管力度推动防疫政策无偏切实落地。

电商：1、整体来看，行业竞争格局改善，监管趋于缓和，各平台降本增效成果初显，新业务亏损收窄；2、消费者方面，消费分化趋势显著，品牌化与高性价比商品均展现较大增长潜力；3、平台层面，直播电商、即时零售等新业态崛起，疫情缓解后物流恢复、到店业务增长将加速行业增长。**建议关注：拼多多、阿里巴巴、美团、京东**

酒店：1、关注门店规模扩张情况（待开业酒店数量变化）、收益管理能力、会员体系完善及运营；2、行业趋势：“加盟模式快速扩张+连锁化率提升+中档酒店占比提升”，龙头持续受益；3、恢复情况：相较海外酒店集团，国内酒店RevPAR、OCC恢复存在差距，ADR恢复水平接近；**建议关注：华住、锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店、亚朵酒店**

餐饮：疫情修复显著加速，2023年持续看好小业态连锁餐饮，预制菜头部商家，中低端茶饮品牌。疫情防控政策持续优化，连锁化小店为主的小业态领先受益；疫情催化餐饮电商化进程，预制菜有望开发第二业绩；下沉市场空间增加，叠加流量私域化加速，建议关注中低端茶饮品牌。**建议关注：蜜雪冰城、同庆楼、广州酒家、海底捞、九毛九、海伦司**

旅游及景区：旅游业基础牢固，客流量恢复弹性大，关注后疫情时代综合消费需求升级及旅游方式多样化。**建议关注：宋城演艺、天目湖**

人力资源：建议关注一站式平台公司，外包业务，灵活用工等核心业务。龙头一站式平台兼容性更高，外包和灵工业务高景气度，长坡厚雪；监管趋严加速行业出清，灵活用工的商业模式最大化减少中小企业用人成本，更具扩张潜力。**建议关注：BOSS直聘，科锐国际，北京城乡**

风险提示

- 1、疫情防控政策变化影响消费场景；
- 2、消费能力及意愿降低；
- 3、消费偏好改变。

目录

CONTENTS

- 01 电商
- 02 酒店
- 03 旅游及景区
- 04 餐饮
- 05 人力资源
- 06 风险提示

防疫政策——风险地区划分精准化、管控周期缩短

图：风险地区划分、防控措施、解除标准变化

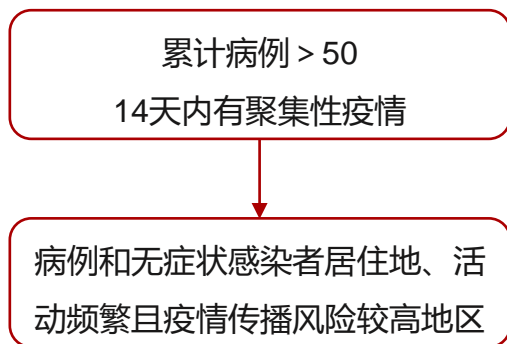
时间	区域	划分标准	防控措施	解除标准
2020/2/21-2022/6/27	高风险区	以 县市区 为单位，累计病例超过50例，14天内有聚集性疫情发生	实行“内防扩散，外防输出”，停止聚集性活动，经审批后可实行区域交通管控	-
	中风险区	以 县市区 为单位，14天内有新增确诊病例，累计确诊病例不超过50例，或累计确诊病例超过50例，14天内未发生聚集性疫情	在采取低风险区措施的基础上对密切接触者进行隔离医学观察和管理	-
	低风险区	以 县市区 为单位，无确诊病例或连续14天无新增确诊病例	加强对高风险区流入人员的跟踪管理，严格落实各单位防控措施	-
2022/6/28-2022/11/20	高风险区	病例和无症状感染者 居住地 ，以及活动频繁且疫情传播风险较高的工作地和活动地等区域，划为高风险区。原则上以 居住小区（村） 为单位划定	实行封控措施，期间“足不出户、上门服务”	连续7天无新增感染者 ，且第7天风险区域内所有人员完成一轮核酸筛查均为阴性，降为中风险区；连续3天无新增感染者降为低风险区
	中风险区	病例和无症状感染者停留和活动一定时间，且可能具有疫情传播风险的工作地和活动地等区域	实行管控措施，期间“人不出区、错峰取物”	连续7天无新增感染者，且第7天风险区域内所有人员完成一轮核酸筛查均为阴性，降为低风险区
	低风险区	中、高风险区所在县（市、区、旗）的其他地区	实行“个人防护，避免聚集”，离开所在城市持48小时核酸检测阴性证明。	所有中高风险区解除后，县（市、区、旗）全域实施常态化防控措施
2022/11/21-	高风险区	原则上将感染者居住地，以及活动频繁且疫情传播风险较高的工作地和活动地等区域，划为高风险区。 高风险区一般以单元、楼栋为单位划定	实行封控措施，期间“足不出户、上门服务”	高风险区 连续5天未发现 新增感染者，且第5天风险区域内所有人员完成一轮核酸筛查均为阴性，降为低风险区。 符合解封条件的高风险区要及时解封
	低风险区	高风险区所在县（市、区、旗）的其他地区	实行“个人防护、避免聚集”，离开所在城市持48小时内核酸检测阴性证明	所有高风险区解除后，县（市、区、旗）全域实施常态化防控措施

- **从风险地区划分看：**疫情初期，风险地区划分为高风险、中风险和低风险，最新政策取消中风险；
- **从风险地区划分标准看：**区域单位和区域判定精准度提高，判定标准逐步降低。

划分单位变化：



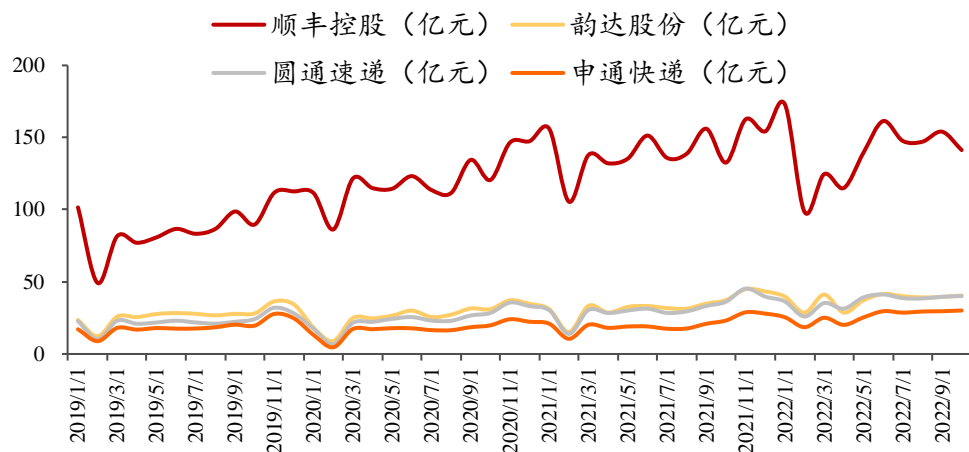
高风险区判定标准变化：



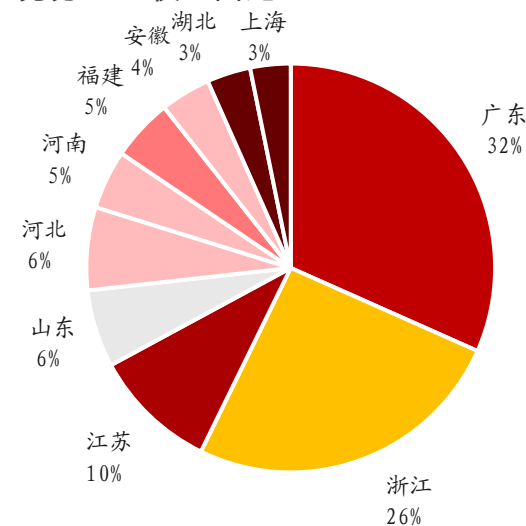
- **从解除标准看：**由7天无新增且7天内所有人员完成一轮核酸且为阴性，下调至5天。同时要求符合解封条件的高风险地区及时解封。

快递业务量——短期扰动不改上行大势，电商仍具空间

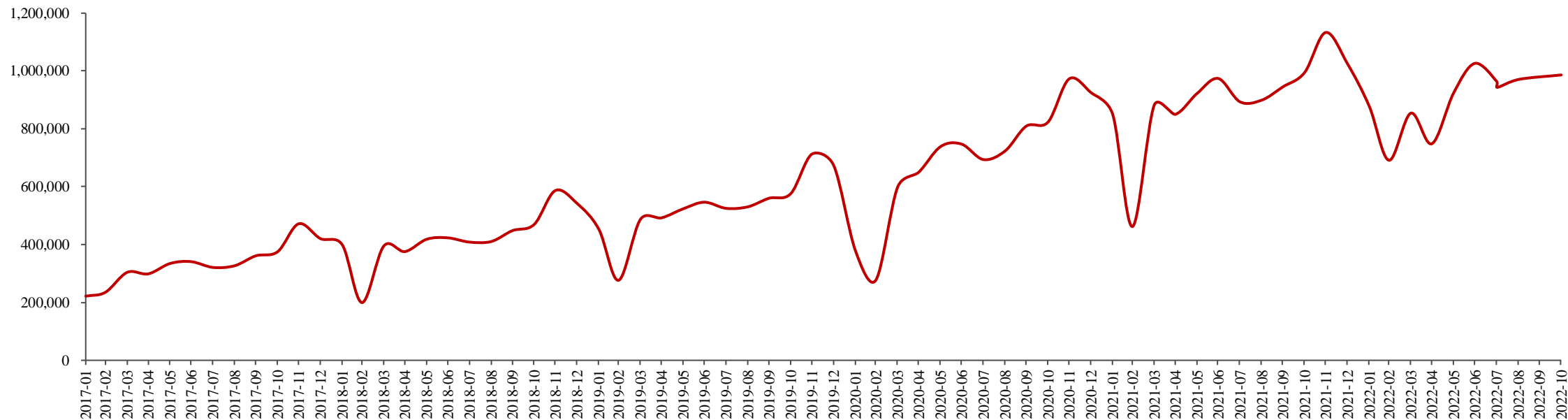
图：主要快递公司业务收入



图：规模以上快递业务分地区收入占比



图：规模以上快递业务量 (万件)

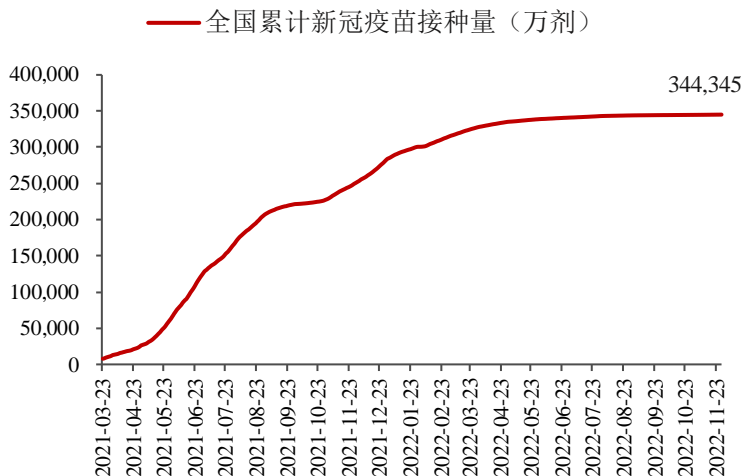


数据来源：顺丰控股公告，韵达股份公告，圆通速递公告，申通快递公告，国家邮政局，浙商证券研究所

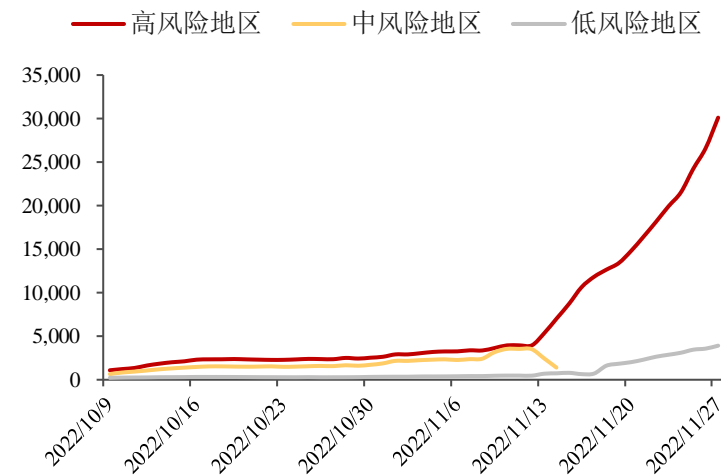
疫情主要数据概览——较高疫苗接种率托底

- 根据11月28日国务院联防联控机制发布会数据：
疫苗覆盖人数占全国总人口：92.54%；
全程接种人数占全国总人口：90.28%；
完成加强免疫接种：8.1亿人。

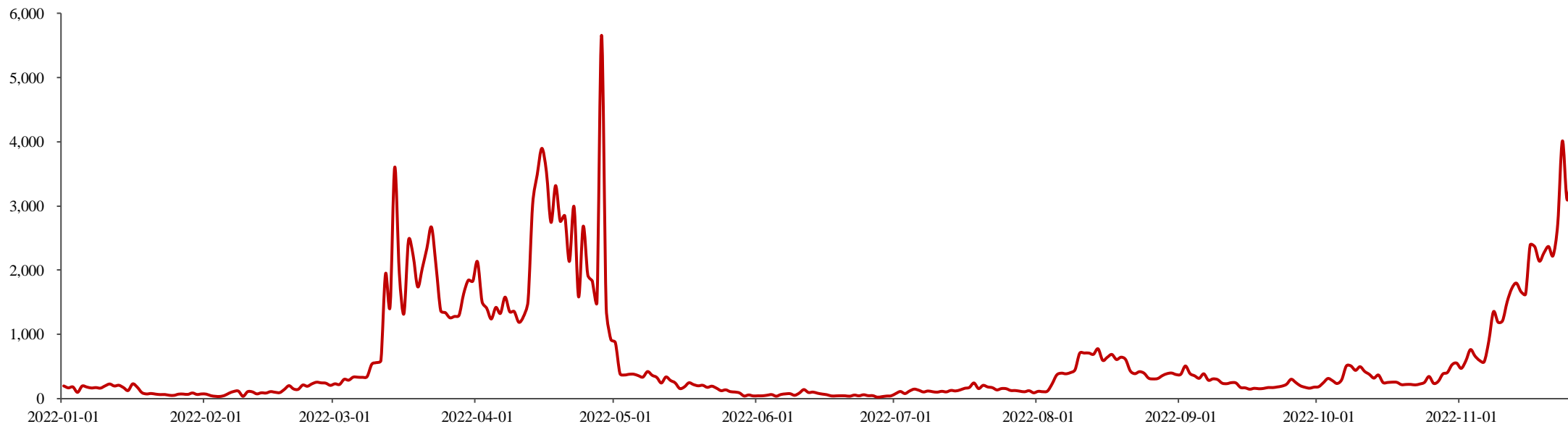
图：2021年以来我国疫苗接种情况



图：2022年以来中高低风险地区数量变化



图：2022年以来每日新增确诊（人）



数据来源：wind，国家卫健委，浙商证券研究所

民航及铁路客运量——出行意愿修复空间较大

根据2010-2022民航、铁路客运数据，疫情前民航及铁路客运量平稳上升，疫情后受损，恢复空间较大。

➤ 民航客运量：

疫情前：2010-2019年民航客运量稳步提升，单月民航客运量由2010年11月的0.21亿人提升至2019年8月0.61亿人

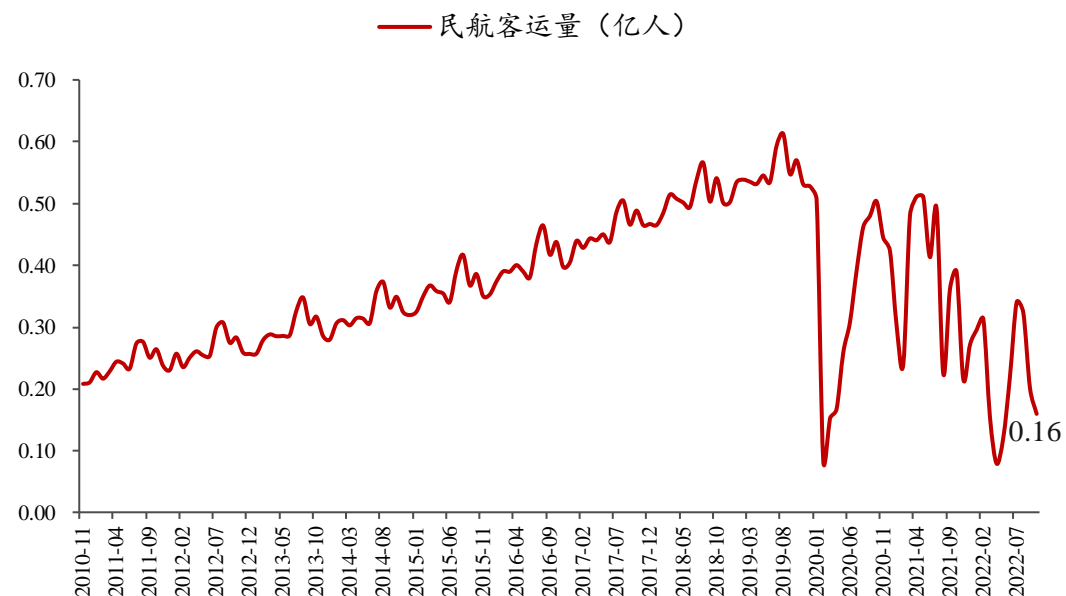
疫情后：2020年1月客运量骤减至800万人，随后受疫情防控政策等影响波动较大，但弹性十足。

➤ 铁路客运量：

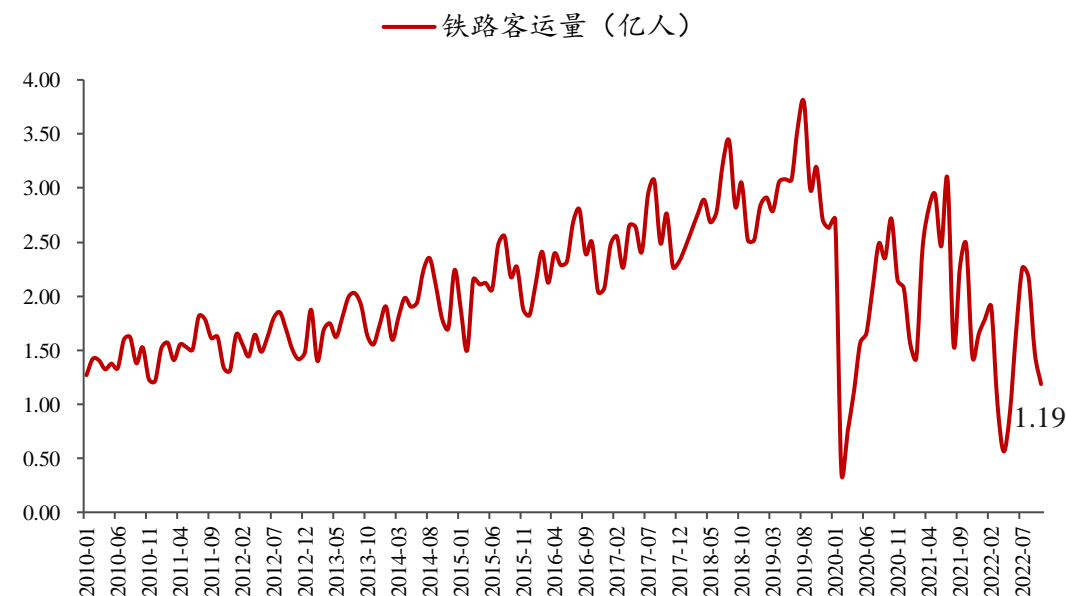
疫情前：2010-2019年铁路客运量稳步提升，单月铁路客运量由2010年1月的1.27亿人提升至2019年8月3.79亿人。

疫情后：2022年2月铁路客运量0.37亿人，较1月骤降2.34亿人。铁路客运量同样表现出强劲弹性。

图：2010-2022年我国民航客运量



图：2010-2022年我国铁路客运量



01

电商板块

行业现状梳理

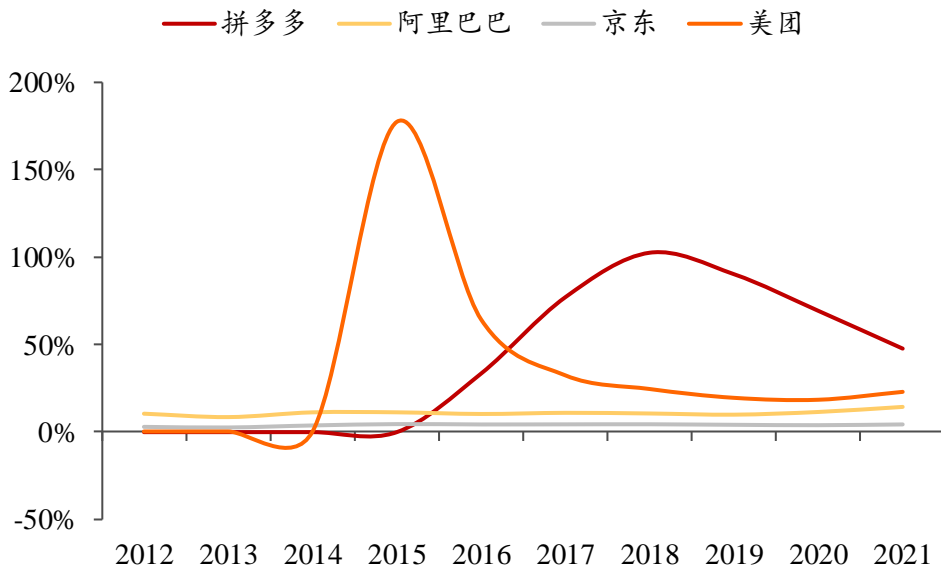
行业发展趋势

主要公司

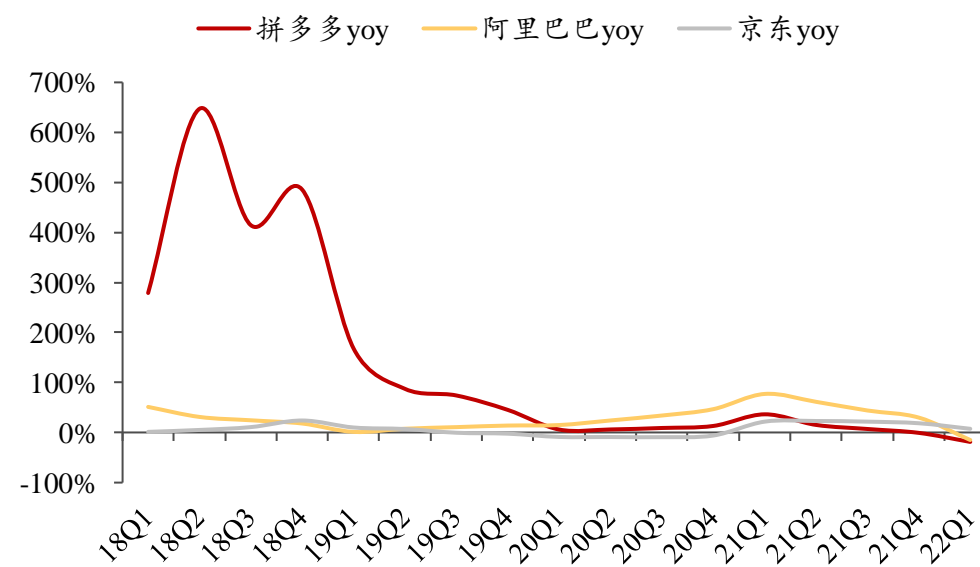
01 行业现状——监管政策缓和，行业竞争趋于良性

- 随着国家反垄断等各项政策的推进，过去电商平台开展价格战、强制二选一、过度补贴等不正当竞争行为得到遏制，行业进入到有序竞争的阶段，预计未来监管政策将逐步缓和，行业继续健康发展。
- 从销售费用率上看，美团由15年峰值177.5%下降至21年22.7%，拼多多由18年峰值102.5%下降至21年47.7%。以销售费用/年活跃用户数计算每位用户的营销费用，从增速来看，三家公司均呈现负增长趋势。我们认为，随着互联网用户渗透增长见顶，各平台在新客拓展上力度有所下降，相应的销售费用也有所下降，各平台将更侧重于服务现有存量用户。

图：电商龙头公司销售费用率近年来呈下降趋势（%）

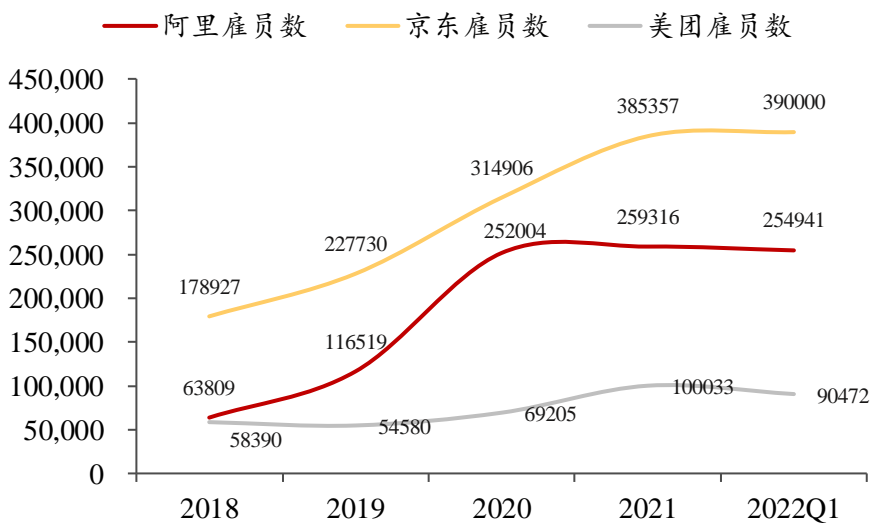


图：各公司销售费用/年活跃用户数增速呈下降趋势（%）

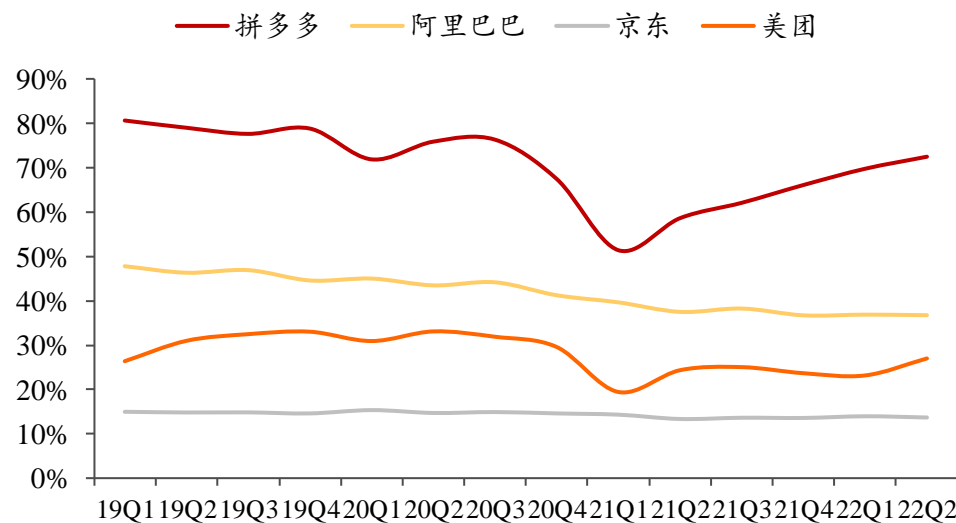


- **2022年降本增效是电商行业的主旋律。**近一年来，各公司频频通过架构改变、业务线调整、暂停亏损严重的项目、优化部分冗余人员等策略实现降本增效。
- 从雇员数来看，22年各公司大多出现一定幅度人员裁剪，进而优化雇员成本；从毛利率来看，各公司降本增效策略奏效，美团、拼多多毛利率提升幅度较大。

图：各公司雇员数呈下降趋势（人）

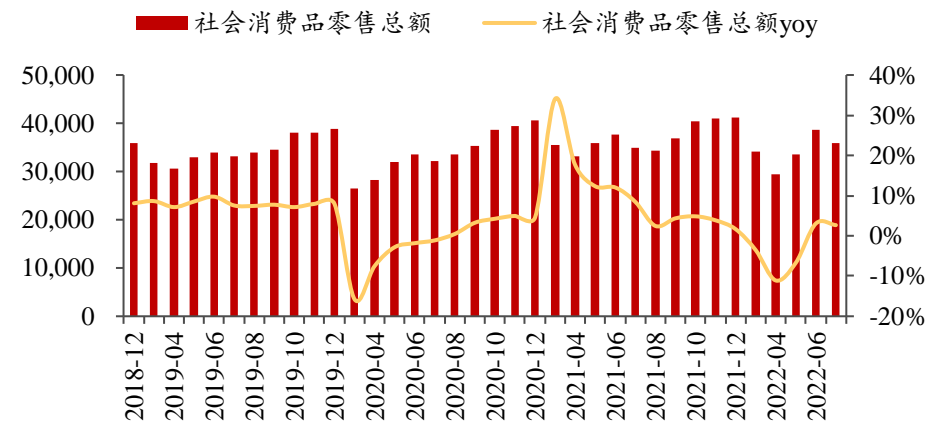


图：各公司毛利率有所提升（%）

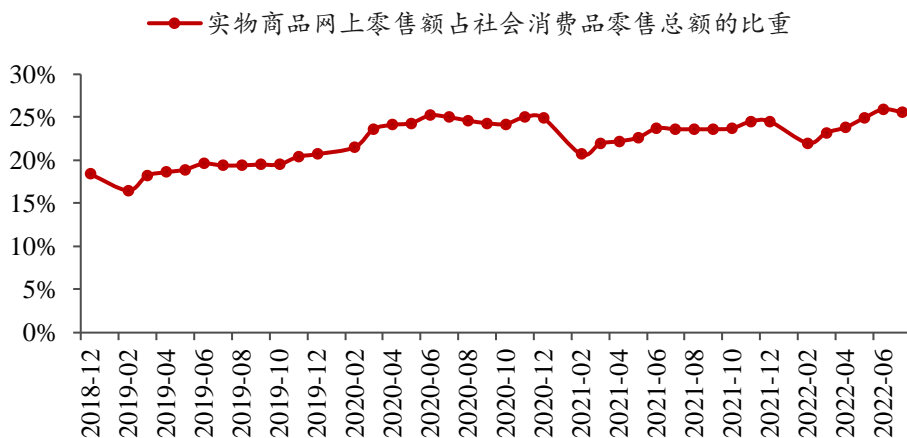


- 疫情影响居民外出购物、餐饮等场景，社零总体增速放缓。22年以来各地疫情的反复也给消费市场带来较大的阻力。
- 居民部分线下消费需求转移到线上，利好电商行业发展。实物商品的线上渗透率持续提升，22年7月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额25.6%。
- 疫情也为平台物流履约带来较大压力，部分地区快递无法运输，对各平台经营带来一定影响。

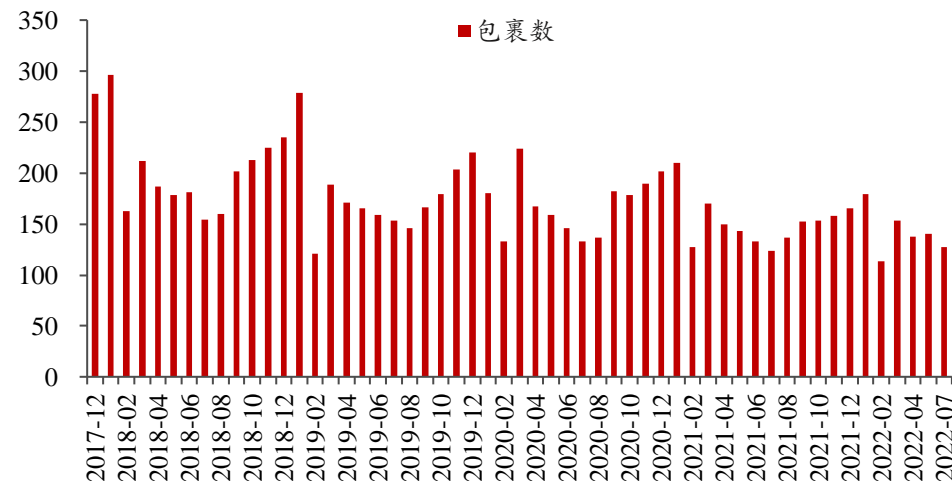
图：社零总体增速放缓（亿元，%）



图：实物商品线上渗透率提升（%）

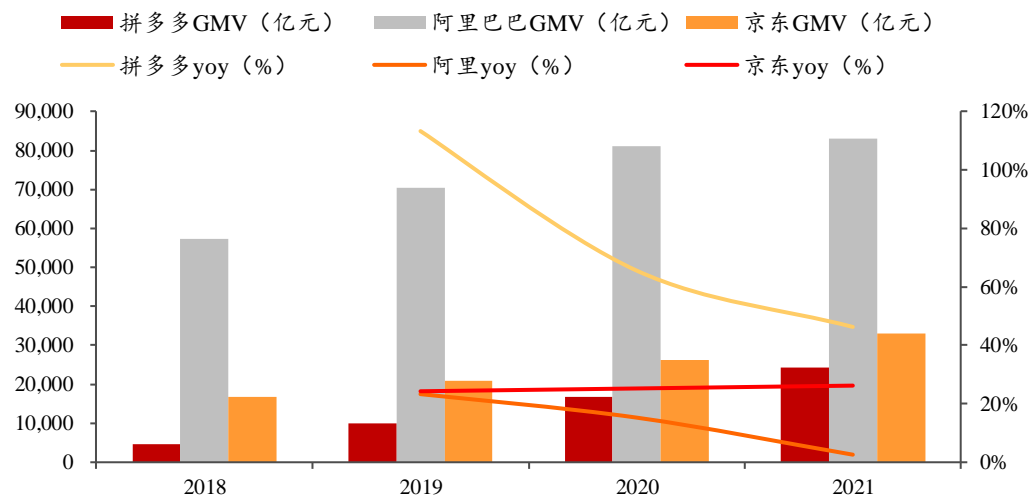


图：疫情影响快递发货和运输（万件）

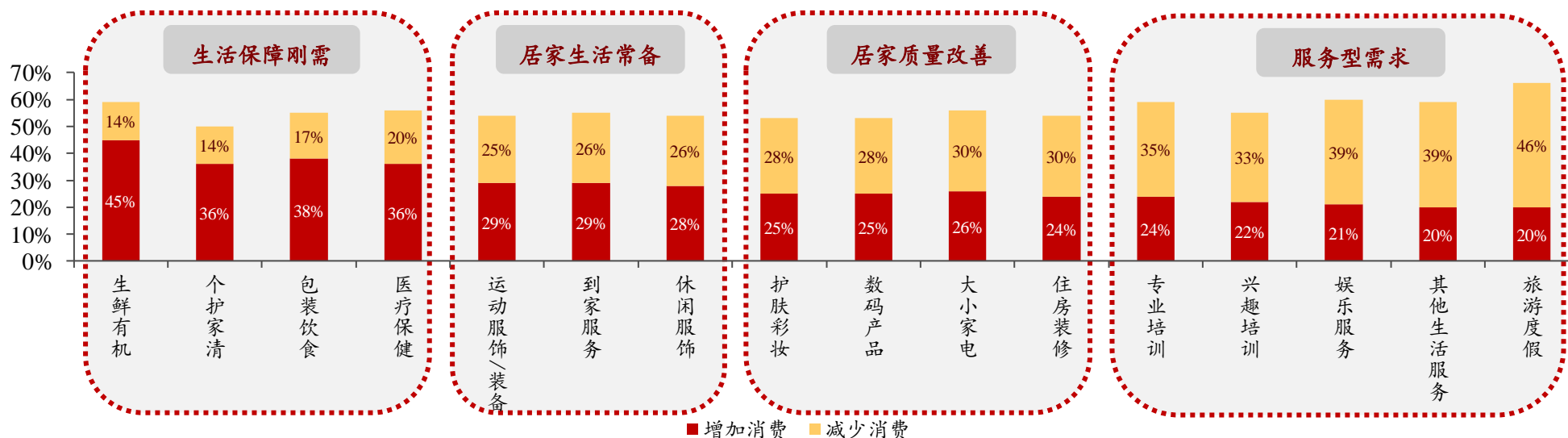


- 据BCG《2022上半年中国消费者信心报告》，疫情对中产阶级的信心冲击最大，呈现出一定的消费降级趋势。
- 分品类来看，在对未来不同类型消费品购买意愿的调研中，包括生鲜有机、个护家清在内的刚需消费品的购买意愿持续提升，反映出疫情反复状态下，消费者优先保障生活的心态。而专业培训等服务型“非必要开支”则明显缩水。
- 从各平台GMV来看，拼多多主打性价比，GMV增速较快，21年GMV2.44亿元，yoy+46%。

图：拼多多GMV增速较快（亿元）

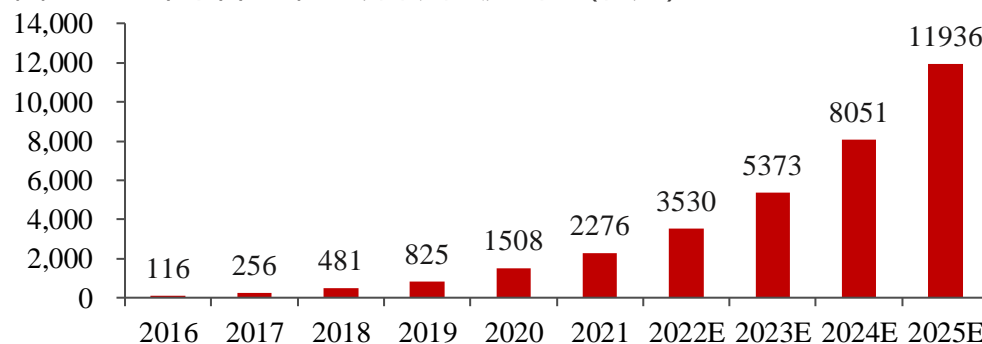


图：消费者对刚需消费品未来预期消费增长



- ◆ **疫情反复培养用户到家习惯，以生鲜、药品为代表的即时配送业飞速发展。**据中国连锁经营协会发布的《2022年中国即时零售发展报告》显示，即时零售增长迅速，预计到2025年即时零售开放平台模式规模将达到约1.2万亿元。据第三方星图数据显示，2022H1即时零售销售额达1642.2亿元，同比增长20.5%；今年“双11”期间，美团闪购、京东到家即时零售业务规模达218亿元，同比+10.8%。

图：2025年平台型即时零售规模破万亿（亿元）



表：即时零售主要平台的对比

	美团/美团闪购	饿了么	京东到家	多点	淘鲜达
地域覆盖	2800市县	2200个城市	1400个县市区	205个城市	280个城市
商家覆盖	约100万丰富业态的大中小型B端商户和零售商	多种连锁型的B端商户和零售商	多种大型业态的B端商户和零售商	聚焦连锁商超、便利店和大型零售商	聚焦连锁商超和大型零售商
配送能力	8公里内配送；最快30分钟内送达；24小时配送	5公里内配送；最快30分钟内送达；24小时配送	3-5公里内配送；1小时内送达；24小时配送	5公里内配送；最快30分钟内送达	5公里内配送；1小时内送达
优势	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 下沉市场深度覆盖； ✓ 商家业态、平台生态丰富，本地运营能力强； ✓ 即时配送履约能力强 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 地域覆盖范围广； ✓ 商超资源丰富，拥有独家零售商资源，本地运营能力强 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 覆盖范围较广； ✓ KA商超资源丰富，供应链资源和管理能力强； ✓ 数字化程度高 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 聚焦高线城市； ✓ 了解线下零售及商超痛点，零售商资源丰富 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 聚焦高线城市； ✓ 商家资源集中在中高端市场； ✓ 数字化程度高
劣势	缺少沃尔玛、大润发类的战略合作KA	配送不稳定，易受波峰波谷影响	配送业务由达达承接，覆盖范围有限，时效偏低	地域覆盖有限；与品牌合作有限；无24小时配送	下沉市场覆盖有限；与品牌合作有限；无24小时配送

□ 当前不断有传统商超和新势力进入即时零售服务，建议关注平台模式头部玩家，飞轮效应显著，量价均远超自营模式。

- **自营模式**，无流量加持线下门店精细化运营要求更高，品牌效应是其主要护城河，盈亏平衡依赖单量与客单价两大因素。**平台模式**具备线上大规模流量池+线下初具规模的配送网络两大禀赋。流量池与配送网是平台模式玩家的护城河，并且护城河随着飞轮效应的正反馈越筑越深。长期视角成本主要为骑手成本与中后台运营成本两块，盈亏平衡仅需考虑单量，商业模式更有优势。
- **平台型玩家成本曲线持续下降，未来的盈利潜力更大。**
- **平台模式建议关注美团闪购和京东到家**，美团闪购流量+物流+运营加持，2022年横向优化配送模型，纵向抢滩高附加值业务，GMV高速增长。京东到家依靠平台高品质流量，叠加达达快送物流优势，多方联动优势整合，2022年轻运营平台模式加持，快速崛起形成规模优势。**自营模式关注叮咚买菜**，领先开辟前置仓供货模式，实现半小时到家，2021至今持续提升研发投入，开展新业务线。

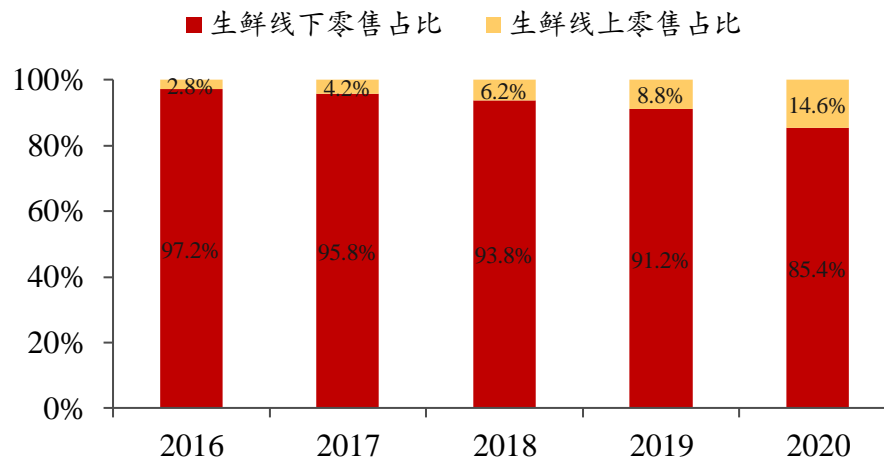
表：叮咚买菜，京东到家，美团闪购UE对比

	2019	2020	2021	趋势		2020				2021			
							美团闪购		京东到家		美团闪购		京东到家
GMV (亿)	47	130	227		GMV (亿元)	490	253	830	431				
交易用户 (百万)	31	55	106		单量 (百万)	766	165	1295	224				
日均订单 (万)	26	54	106		货币化率 (%)	9.2%	9.1%	9.5%	9.4%				
前置仓数 (百个)	5.5	8.5	14.0		用户人数 (百万)	175	41	230	63				
平均订单金额 (元)	50.2	65.7	58.7		每单均价 (元)	63.0	100.0%	153.0	100.0%	65.0	100.0%	192.2	100.0%
- 单均商品成本	34.2	45.9	41.5		每单收入 (元)	5.9	9.4%	14.0	9.1%	6.1	9.4%	18.0	9.4%
- 单均履约费用	20.6	20.4	18.8		每单成本 (元)	(9.8)	15.6%	22.3	14.6%	(9.0)	13.8%	21.5	11.2%
- 单均销售费用	2.8	2.9	3.9		- 骑手成本	(7.3)	11.6%	11.3	7.4%	(7.1)	11.0%	8.0	4.1%
- 单均管理费用	1.3	2.3	1.8		- 补贴成本	(2.6)	4.0%	7.1	4.6%	(1.9)	2.8%	9.9	5.2%
- 单均研发费用	1.0	1.6	2.3		每单盈利 (元)	(4.0)		(8.31)		(2.9)		(3.51)	
- 单均损耗费用	0.3	0.5	0.4		直接利润率 (%)	(6.2%)		(5.4%)		(4.5%)		(1.8%)	
单均毛利润 (元)	7.1	11.2	10.4										
单均净利润 (元)	(19.9)	(16.0)	(16.6)										

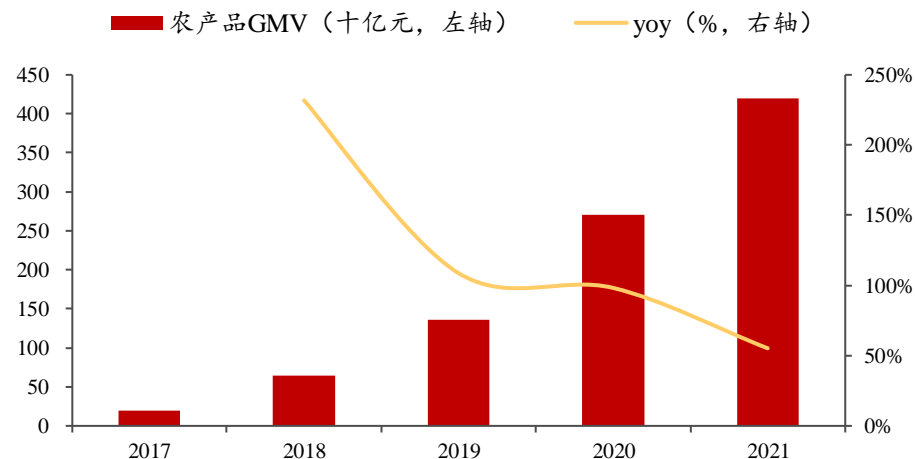
注：货币化率=总收入/GMV，补贴成本=平台用于用户激烈的费用支出，每单盈利=每单收入-每单成本，直接利润率=每单盈利/客单价

- ◆ **拼多多通过供应链改造解决农产品上行难题。**拼多多依靠大数据和人工智能技术，建立“农货中央处理系统”进行供需匹配；以社交拼团的模式，将低客单价的零散订单累积，再在上游打造“农地云拼”模式，将消费者零散需求汇总，再将需求传给农民发货，打造农产品的C2M供应链，通过压缩供应链环节，减少中间差价，让平台、农户、消费者均能获取最大收益。
- ◆ **生鲜类复购率高，百亿补贴重点向农业倾斜。**2020年上半年拼多多生鲜单品销量超10万的农产品数量达1062款，农产品活跃商家数量接近百万家。其中活跃买家数超过3亿人，消费者对农产品的复购率高达72%。因此百亿补贴活动的重点在2020年的下半年发生转变，越来越多的扶持农产品。截至2022年3月31日，累计已有近4万款优质农货上线了百亿补贴频道。
- ◆ **深入生产端智慧农研改造。**CEO陈磊上任后强调了加大对于农产品价值链尤其是农研科技的投入，推动农业从种植、生产、流通到消费的全链条革新。2021年8月拼多多设立“百亿农研专项”，宣布将未来几个季度的利润投入农研领域。通过科技投入，促进农业数字化转型，提高农产品产量和品质，向更为稳健的可持续增长迈进。公司费用构成中，平台持续缩减营销，加大研发投入，22Q2研发费用26.1亿元，同比+12%。

图：我国农产品线上渗透率较低



图：拼多多农产品GMV提升较快（十亿元）



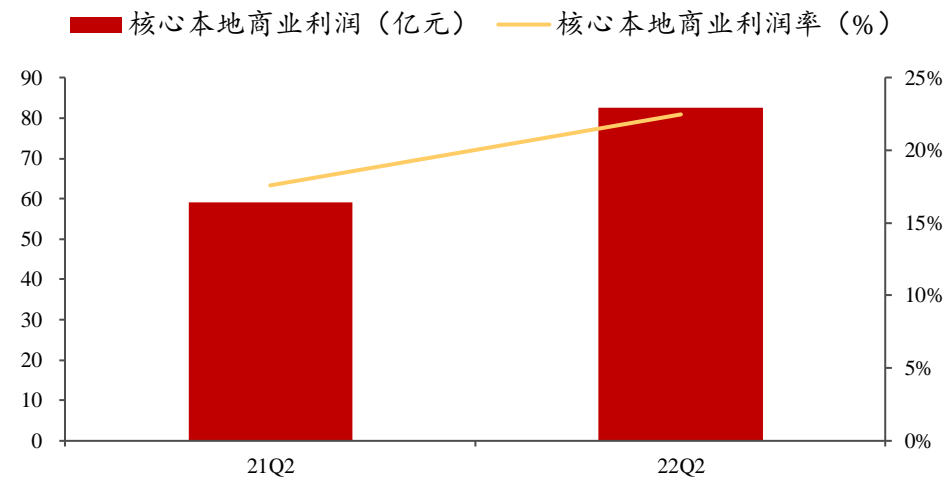
- ◆ 2019年拼多多业绩表现超预期，股价大幅上涨，最高在2021年2月10日达199.61美元。随后随着国家互联网反垄断、美国证监会《外国公司问责法》等一系列政策的出台，公司自身也面临CEO卸任、用户增长放缓等因素，股价一路下跌。目前公司估值处于相对低位。
- ✓ **GMV提升**：Temu出海业绩亮丽，有望开启公司第二增长曲线；农业供应链优势显著，公司大力支持农产品业务，与多多买菜的协同，有望提升用户复购；部分中产消费降级，性价比产品优势凸显。
- ✓ **货币化率提升**：品牌化占比的提升，更精准的广告投放助力公司货币化率持续提升。

图：拼多多股价复盘（美元）

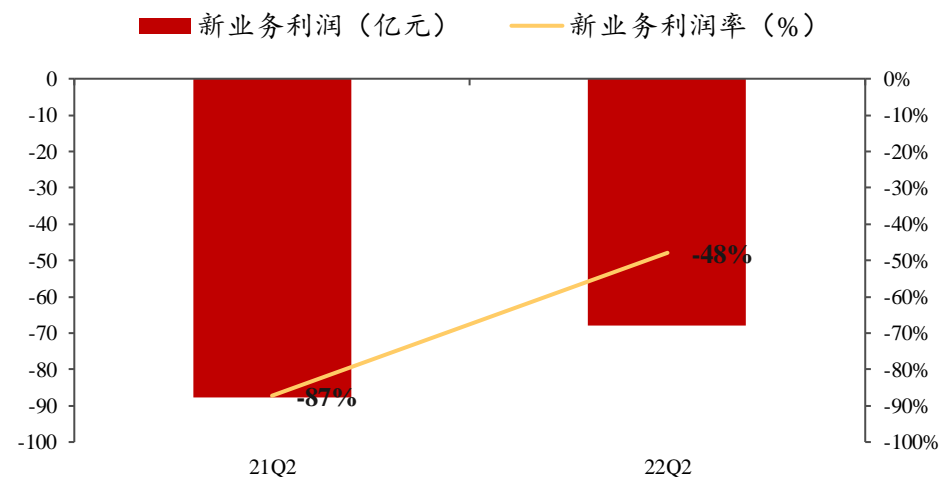


- ◆ 美团的核心优势在于其积淀的成熟地推团队和商户运营经验，在受到疫情的冲击下，其核心本地商业业务基本盘依然稳健，新业务（美团优选、美团买菜等）亏损持续收窄。
- **美团闪购业务：**22年公司将闪购由新业务划分至核心本地商业，与传统外卖业务产生良好的协同效应，22Q2日均订单量430万。此外，公司推出“闪电仓”项目，闪电仓有更多元的品类选择和更有效的履约能力，截至22年6月，美团闪电仓项目已在全国覆盖了100多个城市，建仓超1000个。
- **到店酒旅业务：**22年疫情反复影响线下消费场景，到店业务和酒旅受到一定影响，6月后恢复稳步增长。在民宿方面，弥补爱彼迎退出中国市场的空缺，上线更多供给。在到店业务方面，美团庞大的用户数量，领先的点评系统心智和优秀的商户运营经验将形成强大的飞轮效应。随着疫情缓解，到店和酒旅业务有望高速增长。

图：美团核心本地商业净利润提升

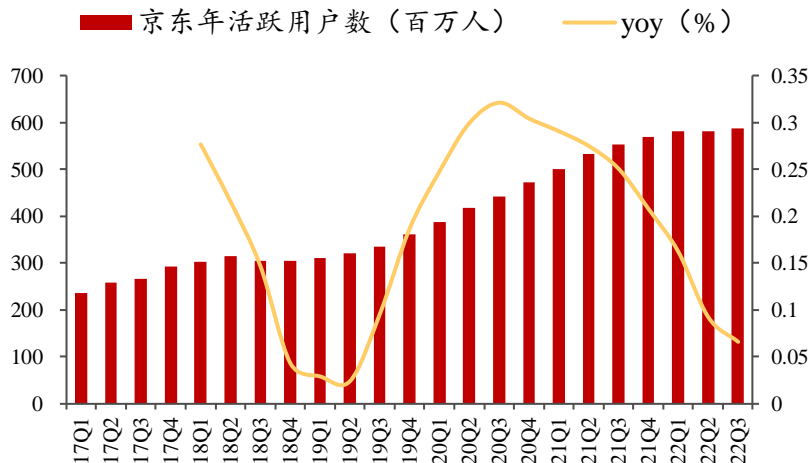


图：美团新业务亏损收窄

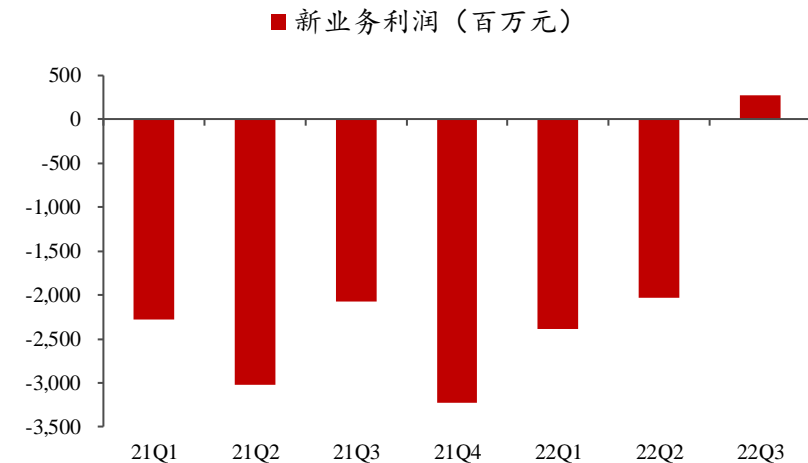


- ◆ **专注于服务现有会员。**公司截至22Q3为止12个月年活跃用户数5.9亿，相比去年同期增加6.5%，环比净增超750万。截至22年7月，京东Plus会员数突破3000万。CEO徐雷在业绩会上表示，付费会员体系已逐步凸显价值，未来会在会员方面做更多创新。
- ◆ **京东物流外部客户高增，供应链基建持续投入。**京东物流22Q3收入358亿元，同比+38.9%；经营利润2.5亿元，去年同期为-7.3亿元。22Q3京东物流外部客户收入同比+67.8%，贡献约70%收入来源，外部一体化客户数量保持双位数增长。截至22Q3，京东物流运营超1500个仓库，仓库网络管理总面积超3000万平米，一年新增近700万平米；供应链基础设施资产规模达1267亿元，同比+65%。
- ◆ **作为公司重要战略导向，即时零售业务持续扩张。**截至22Q3，京东即时零售覆盖全国超1800个县市区，联合超20万家实体门店，22Q3京东小时购GMV同比+160%。

图：京东年活跃用户数增速放缓



图：京东22Q3新业务扭亏为盈



- ◆ **22Q3收入增长，高购买力用户留存率高。** 阿里巴巴本季度实现营收2071.76亿元，同比+3%，增速较上季+3.3pct。经调净利润338.2亿元，同比+18.6%，超彭博一致预期11.2%，增速较上季+38.6pct。截至22Q3的12个月内，在淘宝和天猫消费超过1万元的消费者数为1.24亿，并有98%的留存率。未来阿里巴巴将继续利用其完善的生态体系和强大的数字化能力，服务现有用户的同时，向新业务板块导流。
- ◆ **本地生活业务将受益于疫情政策的宽松。** 22Q3实现收入130.73亿元，同比+21%，整体订单量同比+5%。饿了么单位经济效益持续保持正数，随着平台补贴减少、成本优化的持续推进，将带来新的增量。随着各地疫情防控政策的优化，高德将受益于出行的恢复。

表：阿里巴巴多项业务EBITA利润率亏损收窄

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
中国商业	30%	35%	30%	34%	23%	31%	32%
国际商业	-19%	-7%	-16%	-18%	-18%	-10%	-6%
本地生活服务	-82%	-47%	-60%	-41%	-52%	-29%	-27%
菜鸟	-6%	-1%	-3%	-1%	-8%	-2%	1%
云业务	-2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%
数字媒体及娱乐	-34%	-5%	-12%	-17%	-25%	-9%	-1%
创新业务及其他	-277%	-209%	-222%	-156%	-639%	-396%	-476%

02

酒店

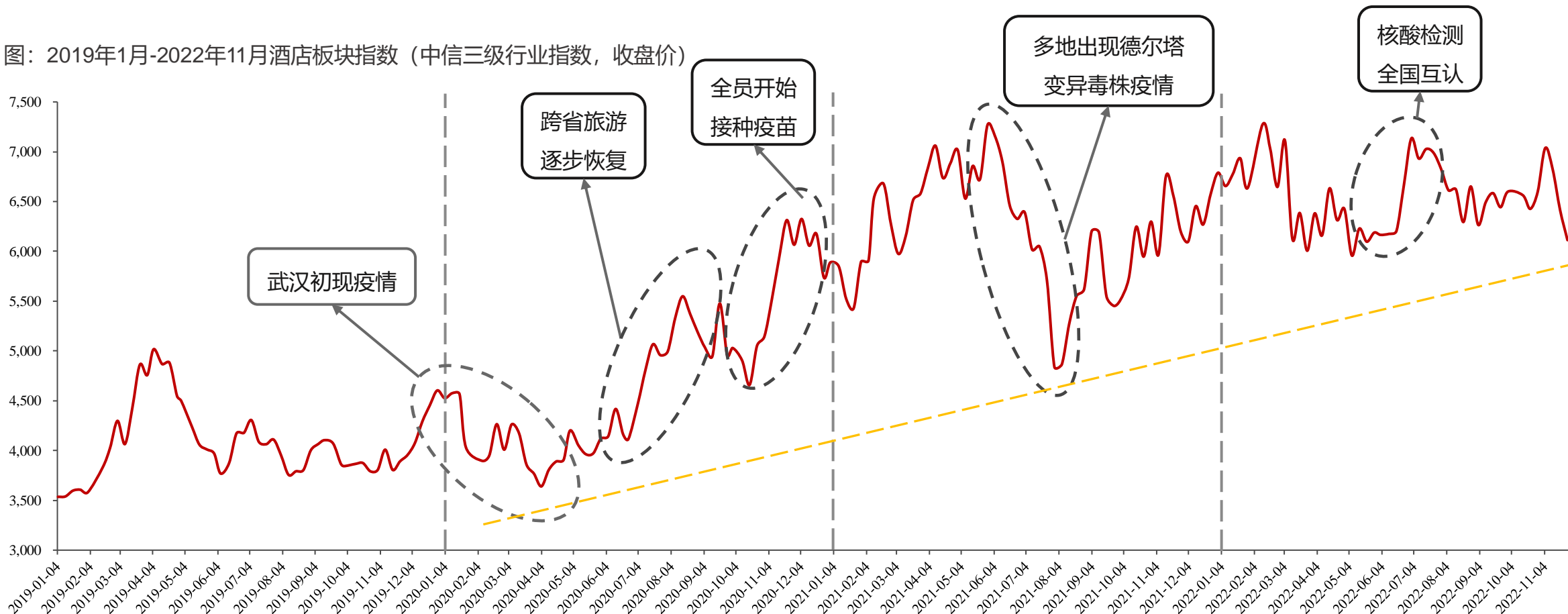
行业指数复盘

行业发展趋势

海外复苏对比

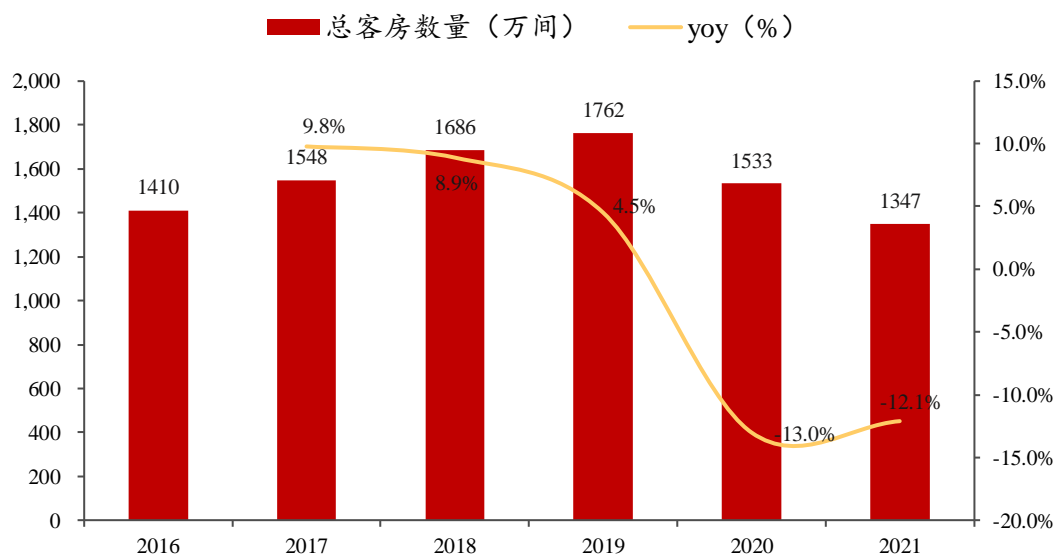
- 短期：2020年以来受新冠疫情及相关政策影响，酒店板块短期波动性较大，多次出现在较短时间内持续上涨或下跌行情。
- 长期：尽管2020年以来持续受疫情扰动，但同时我们看到酒店板块整体趋势向上：1.龙头酒店逆势扩张，门店及客房数量规模持续上升；2.疫情催化下酒店行业连锁化率加速提高，龙头酒店品牌受益。

图：2019年1月-2022年11月酒店板块指数（中信三级行业指数，收盘价）

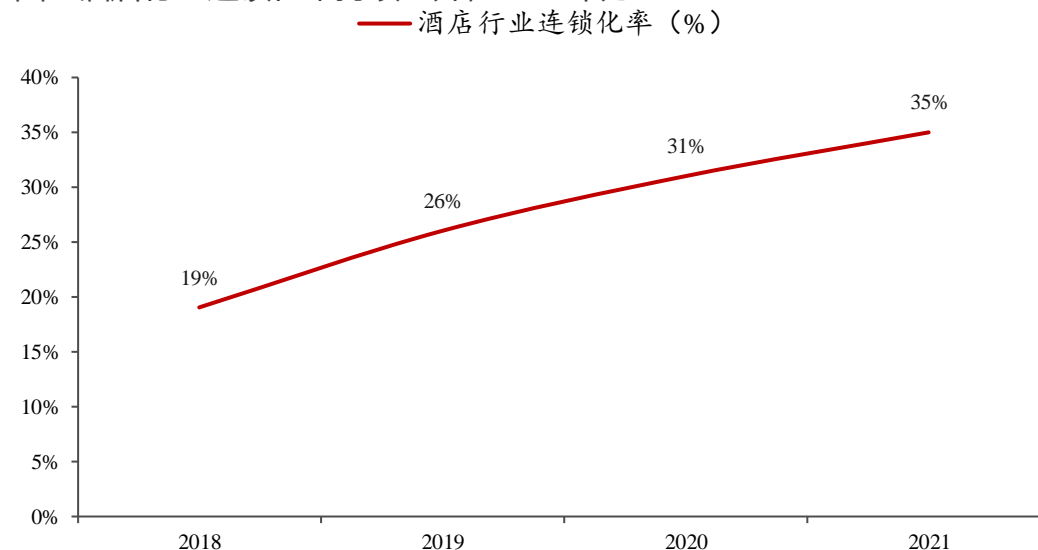


- **总客房数量下滑叠加连锁客房数量上升，双重推动连锁化率提高。**经营环境变化导致单体酒店经营压力大，存量下滑。连锁酒店自身抗风险能力强，凭借丰厚资金储备，疫情期间逆势扩张抢占市场。
- **总量角度看，2020年后总客房数量持续减少。**2020/2021年总客房数量分别为1533/1347万间，同比-13%/-12.1%。
- **客房结构角度看，连锁客房间数持续增长，占比提高；非连锁客房间数较大幅度减少。**2021年，非连锁客房间数较2019年减少33%，连锁客房较2019年增加4%。

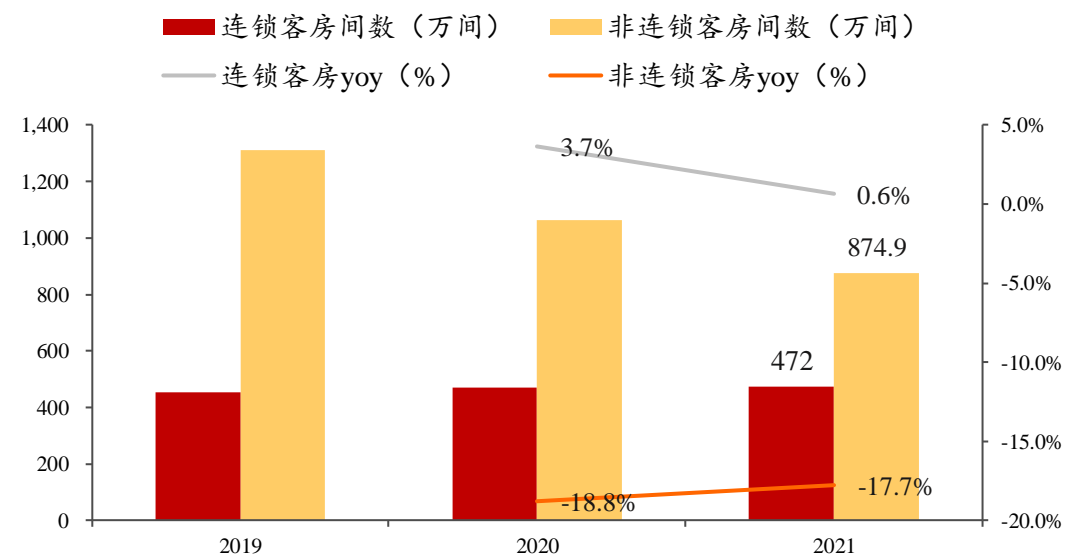
图：疫情后我国酒店总客房数量减少



图：酒店行业连锁化率持续上升，2021年为35%



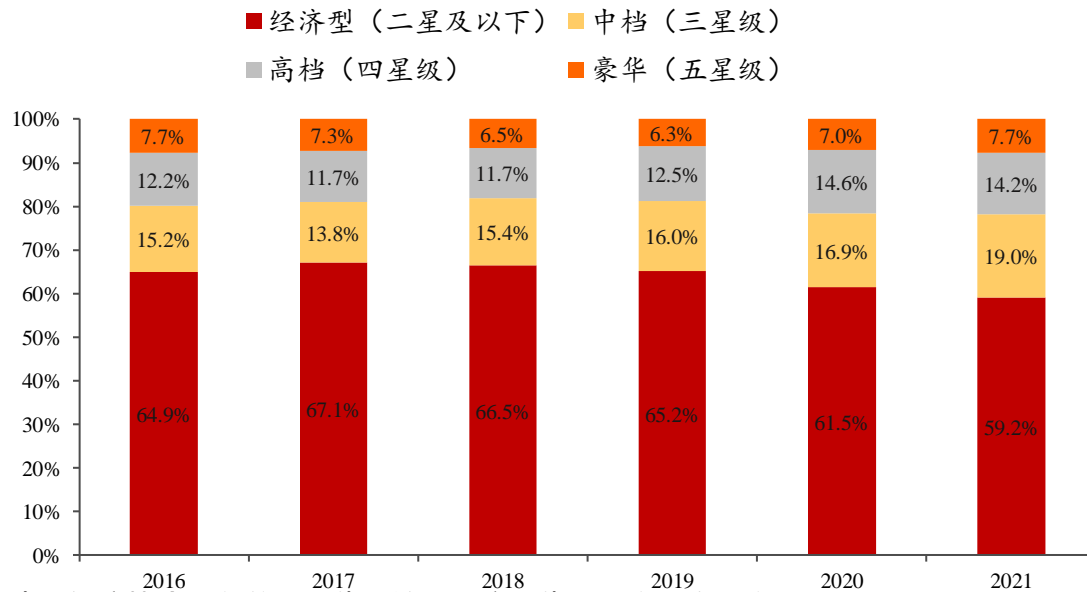
图：疫情后非连锁客房数量大幅减少，连锁客房数量持续增加



行业趋势2：中档酒店占比持续提升

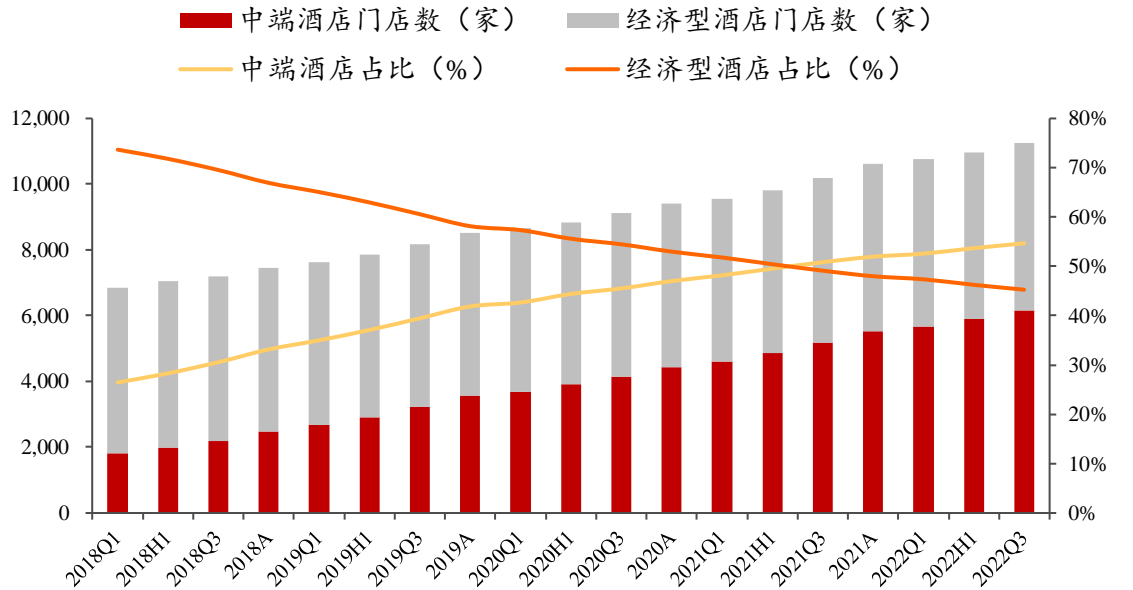
- **全国角度看，中高档酒店房间数量占比持续提升。**与2019年相比，2021年全国中档酒店客房数量占比由16.0%提升至19.0%；高档酒店客房数量占比由12.5%提升至14.2%；豪华酒店客房数量占比由6.3%提升至7.7%。
- **龙头酒店品牌中高端比重扩大。**截至2022Q3，华住中高端酒店客房数占比较2020Q3提升7pct；锦江中端酒店门店占比较2020Q3提升9pct。

图：中高档酒店客房占比逐年提升

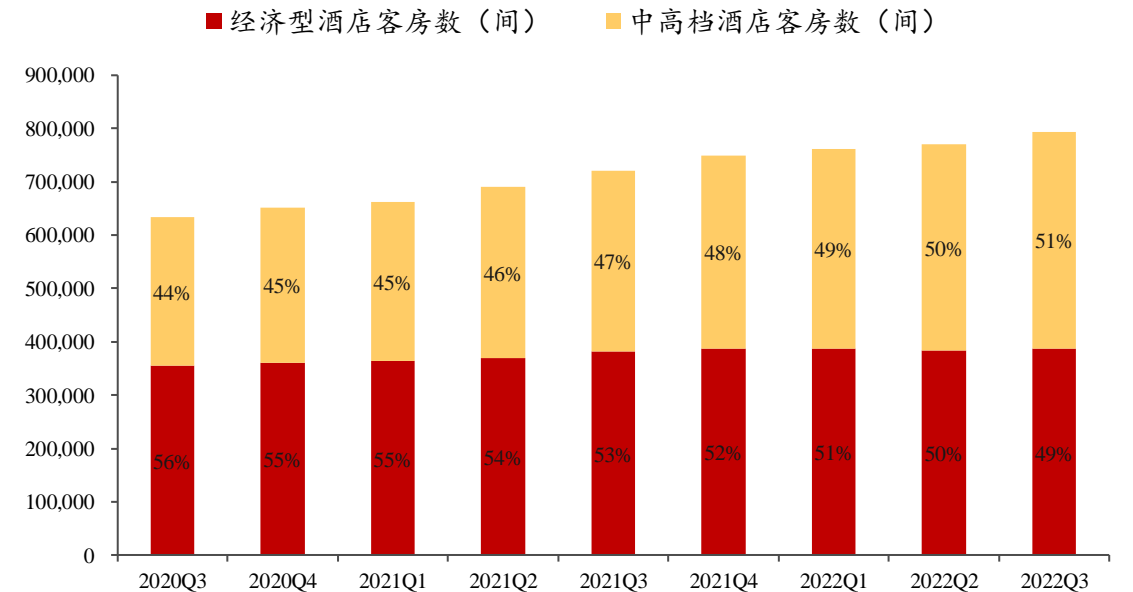


数据来源：中国饭店协会，华住-S公告，锦江酒店公告，浙商证券研究所

图：锦江中端酒店占比近55%，22Q3较2018Q1提升28.4pct



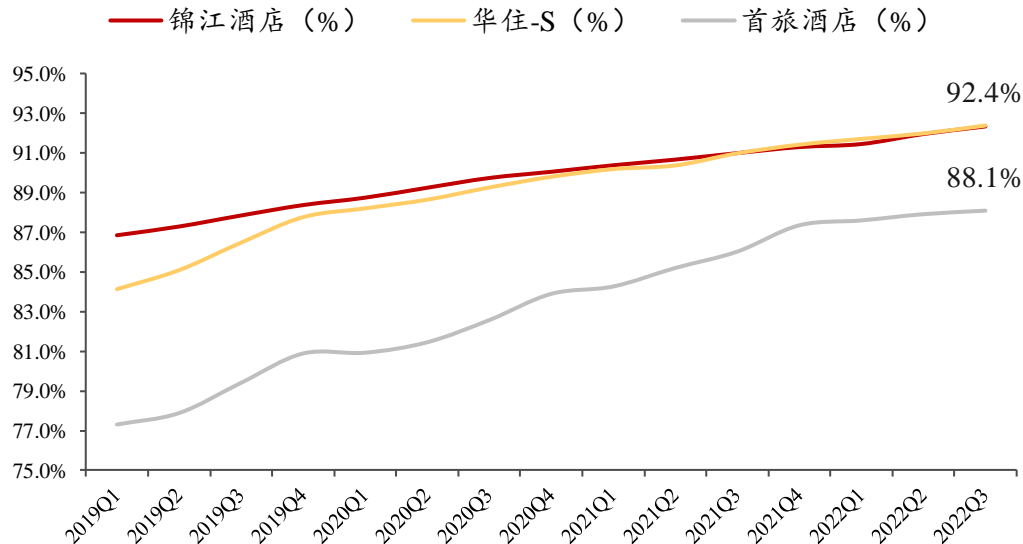
图：华住中高端酒店客房数量占比由2020Q3的44%提升至51%



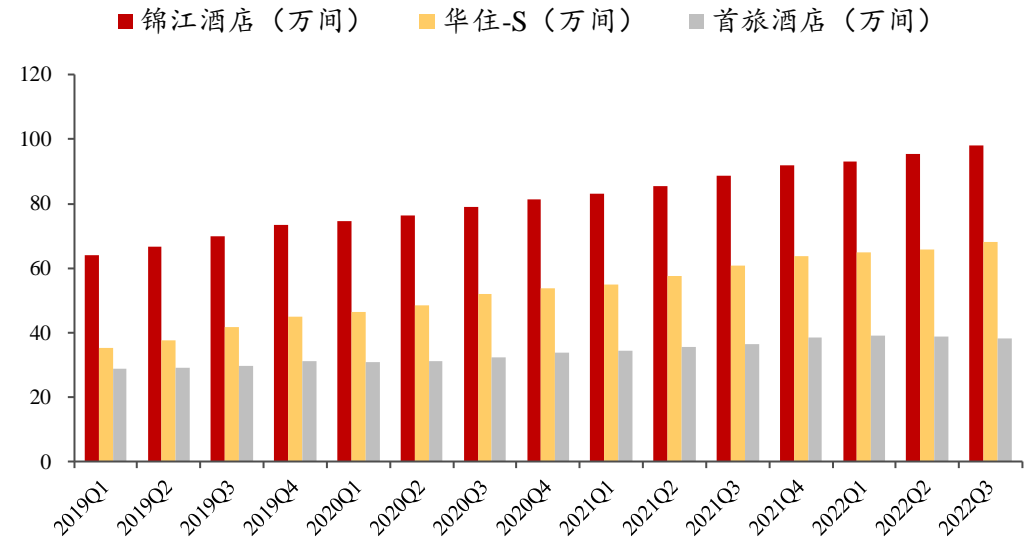
行业趋势3：加盟模式门店及房间数量占比持续扩大

- 轻资产加盟连锁支撑酒店品牌规模快速成长。
- 加盟模式助力酒店品牌快速实现网络化和多区域门店布局。酒店需求具有跨区域特点，覆盖范围更广、门店数量规模更大，则更能满足下游需求。
- 加盟模式协助加盟商变现社会资源。加盟商可以充分利用自身在当地的社会资源，以更低的价格获取物业，同时帮助酒店平稳运营。

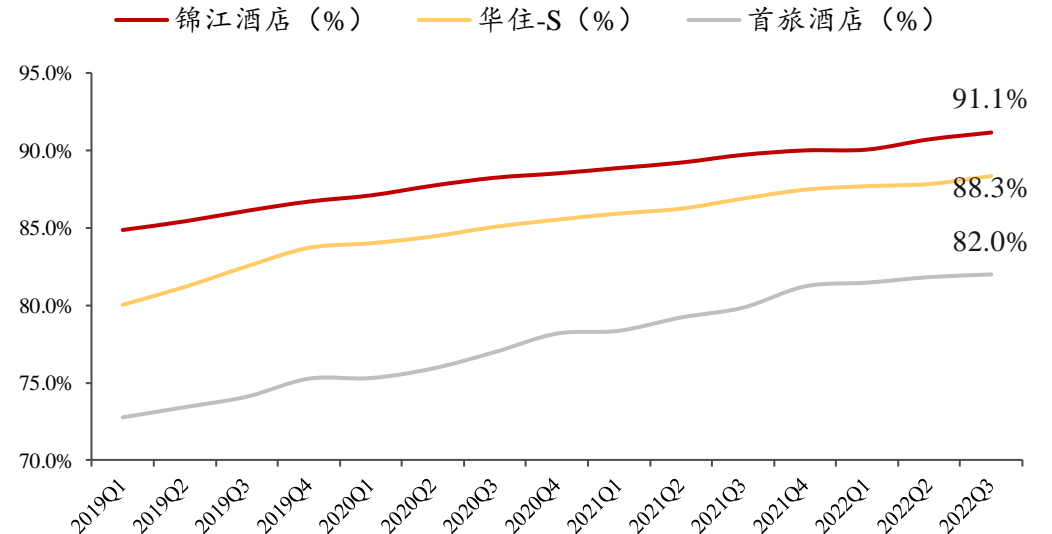
图：锦江、华住、首旅加盟门店占比持续提高



图：加盟房间数量规模持续提升



图：锦江加盟房间数量占比最高，华住其次

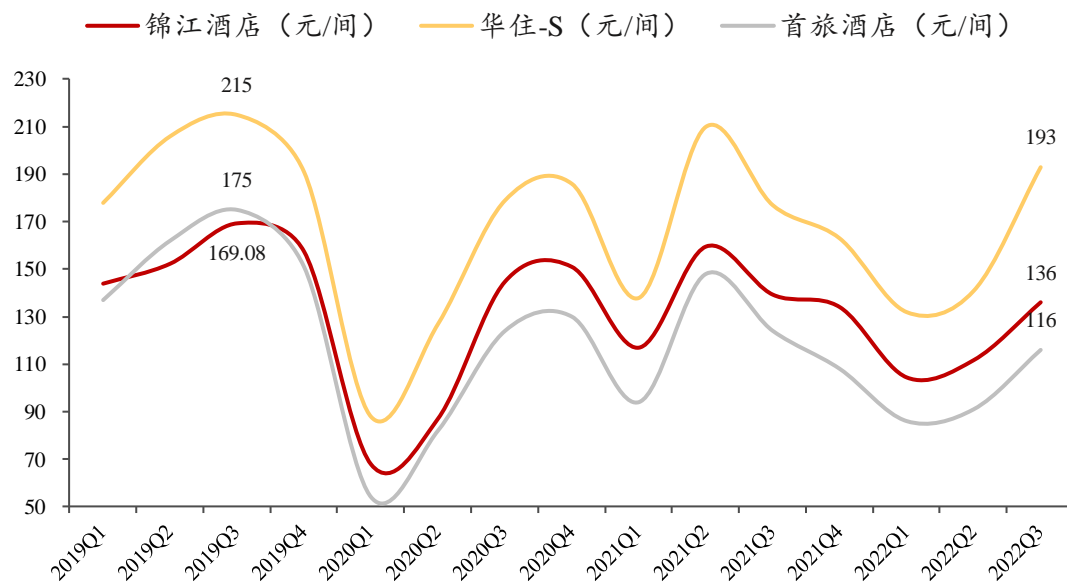


从经营数据来看，华住恢复速度最快，锦江其次：

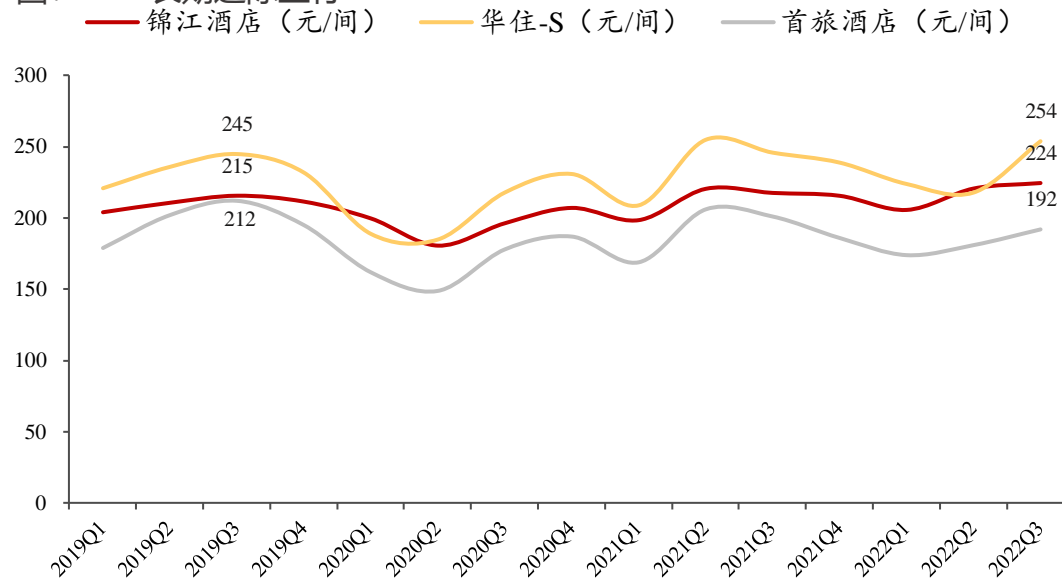
22Q3相较于2019年峰值数据：

- RevPAR：华住/锦江/首旅22Q3恢复90%/80%/66%；
- OCC：华住/锦江/首旅22Q3恢复87%/77%/73%
- ADR：华住/锦江/首旅22Q3恢复104%/104%/91%；

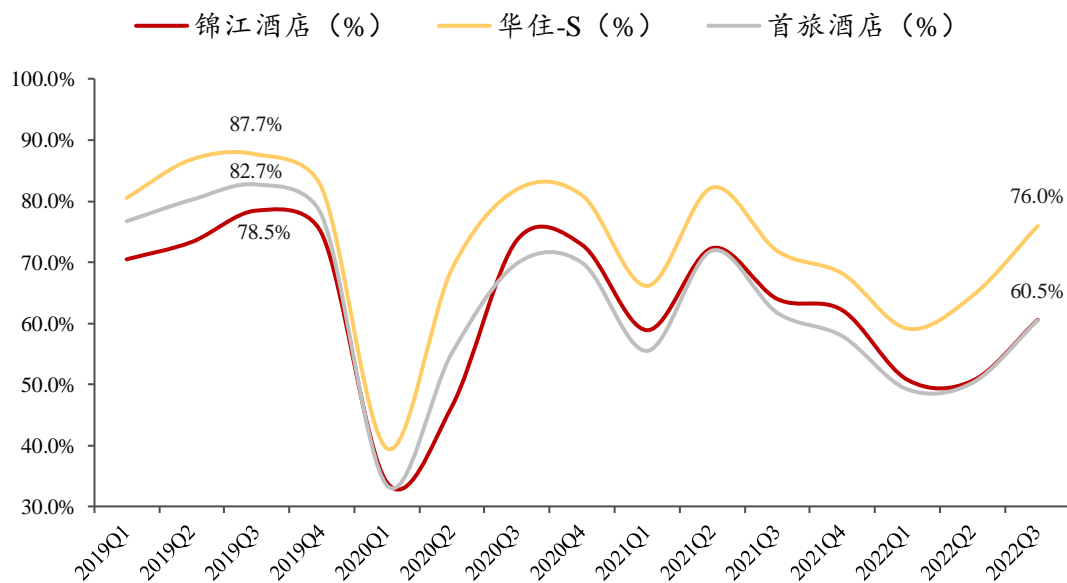
图：龙头酒店品牌RevPAR加速恢复



图：ADR长期边际上行

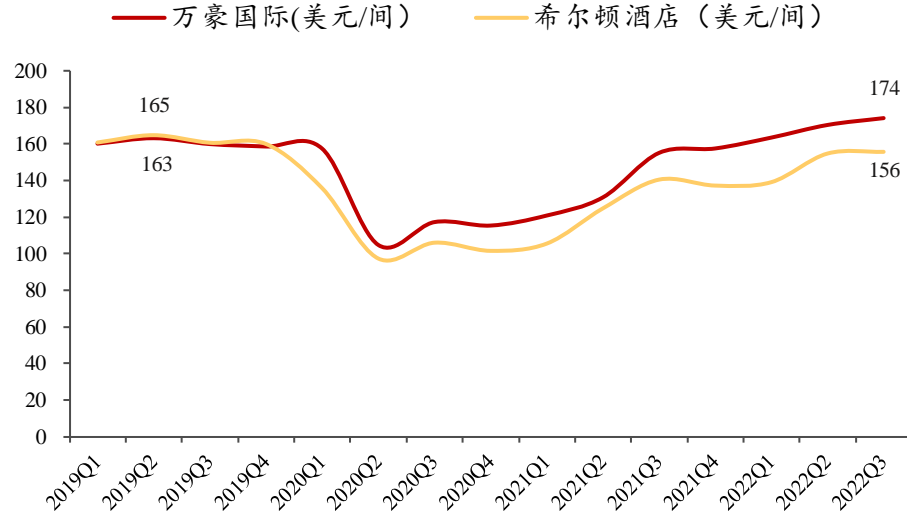


图：入住率边际上行

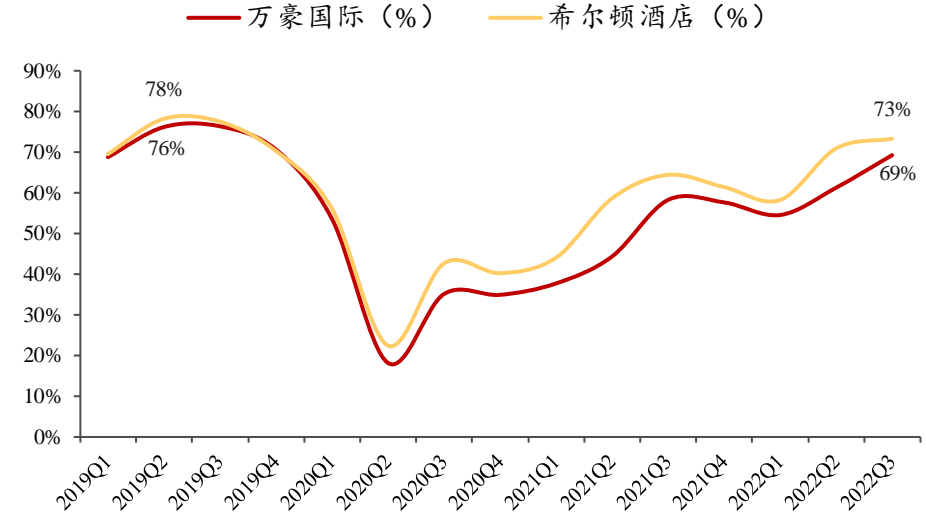


海外龙头复苏情况——趋势明显，复苏平稳

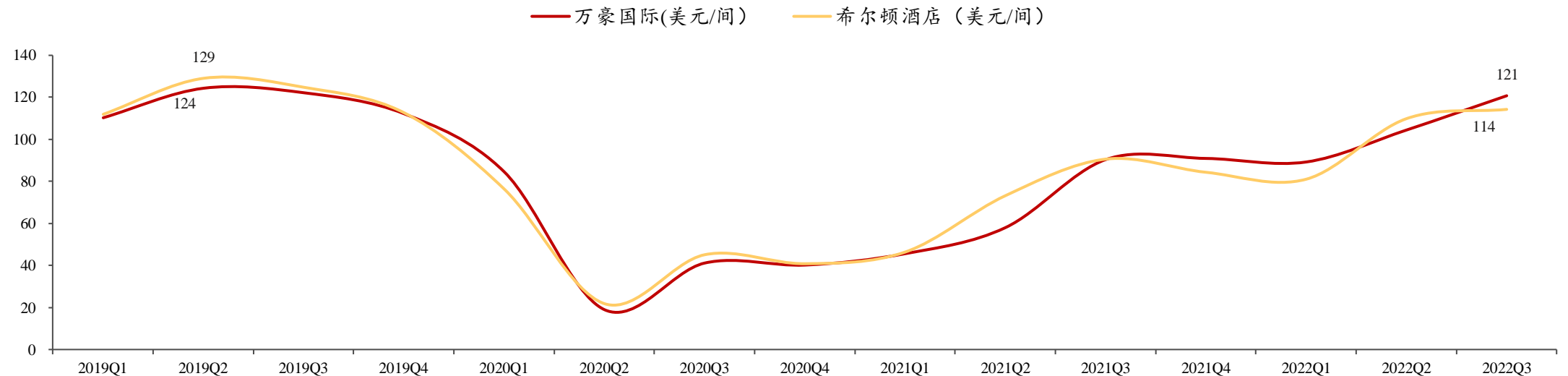
图：万豪/洲际ADR分别恢复至2019年峰值的105%/96%



图：万豪/洲际OCC分别恢复至2019年的94%/91%



图：万豪/洲际RevPAR分别恢复至2019年峰值的94%/92%



03

旅游及景区

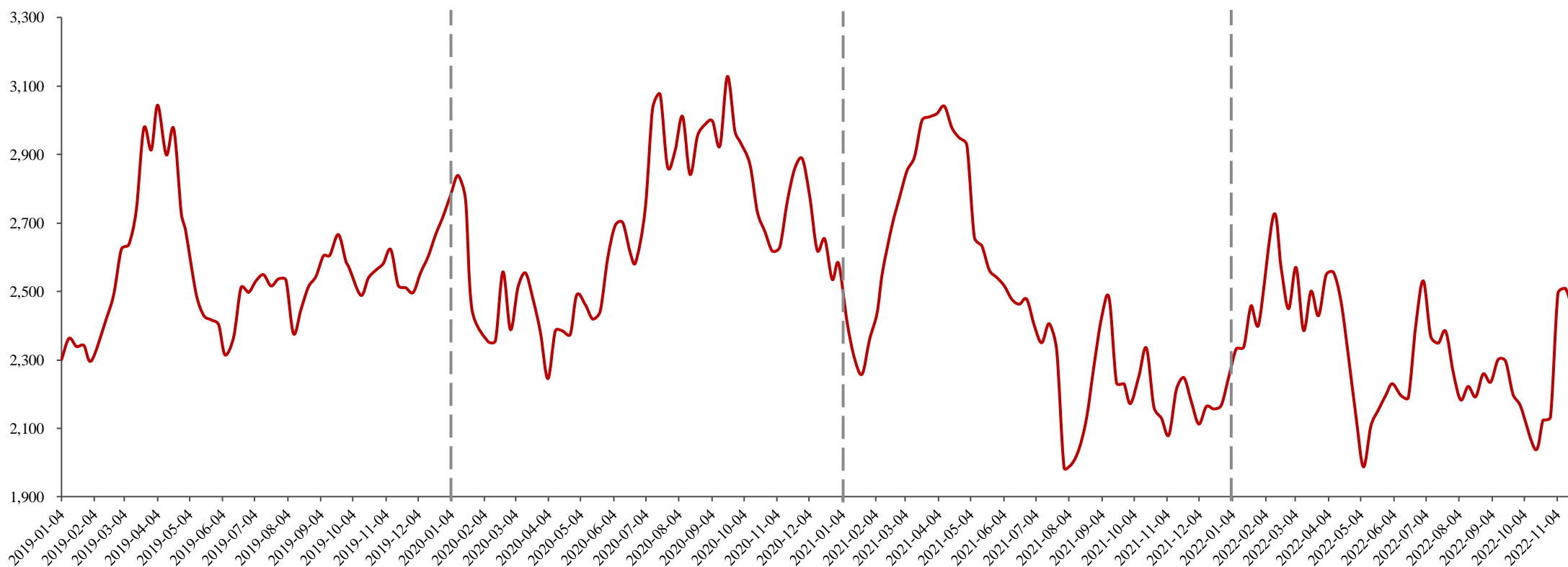
旅游及景区指数复盘

疫情前后投资逻辑变化

疫情的持续使得游客出行受限，旅游景区收益的不稳定性上升。

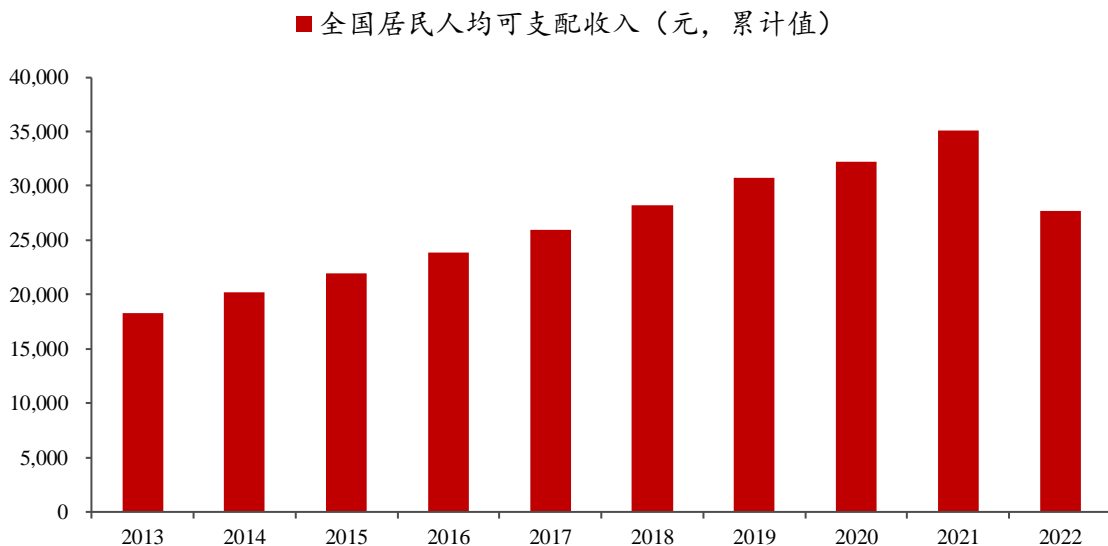
旅游及景区板块在疫情出现后持续波动。

图：2019年1月-2022年11月旅游及景区板块指数（申万，收盘价）

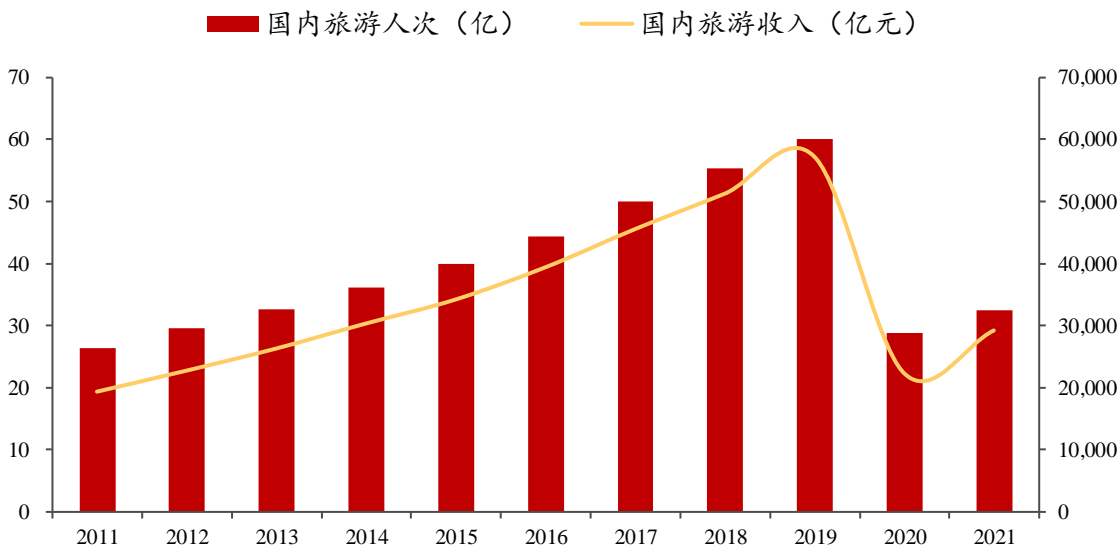


- 人均可支配收入提升，文旅活动需求持续走高。**中国经济持续发展，人均可支配收入持续提升。2019年我国居民人均可支配收入达到30733元，在满足日常开支的同时，中国居民的文旅需求逐渐攀升，由此带来相应的旅游景区发展以及旅游消费水平的提升。疫情前全国旅游景区接待人数逐年攀升，于2019年达到64.75亿人次。2019年全国人均旅游消费达到953.3元，表现出强劲的消费潜力。
- 主题公园通过IP的持续获得、开发和本土化维系核心竞争力。**主题公园通过打造IP产业提升品牌影响力。国内主要主题公园均拥有自身的核心IP与同业竞争对手形成品牌辨识，利用特色IP服务目标客户群体获得持续收益。
- 景区的城市辐射效应带动酒店餐饮零售发展。**旅游景区通过自身辐射效应吸引周边游客前往目的地停留，由此助推酒店餐饮零售等相关产业的发展与升级。

图：居民人均收入水平持续提升

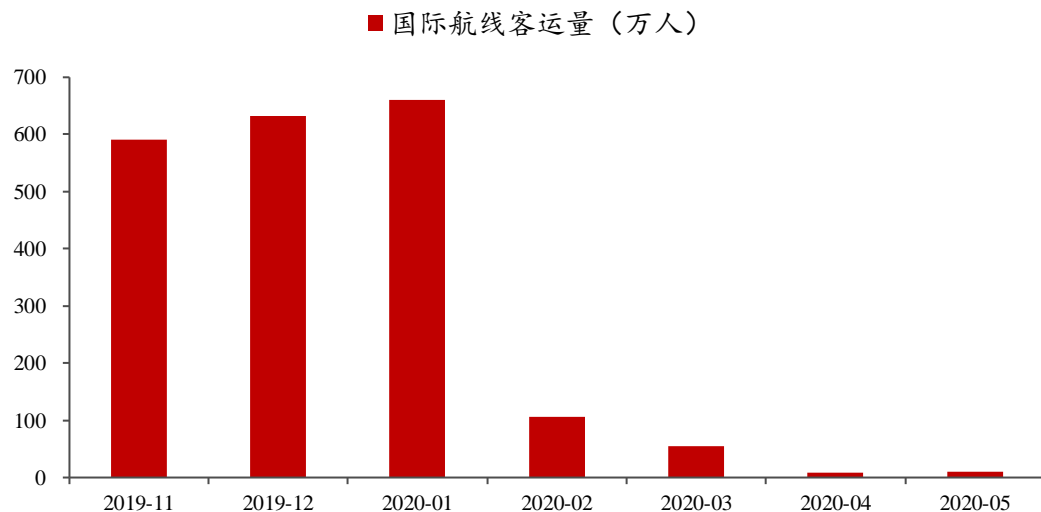


图：疫前国内旅游稳定发展，疫后受损但反弹迅速

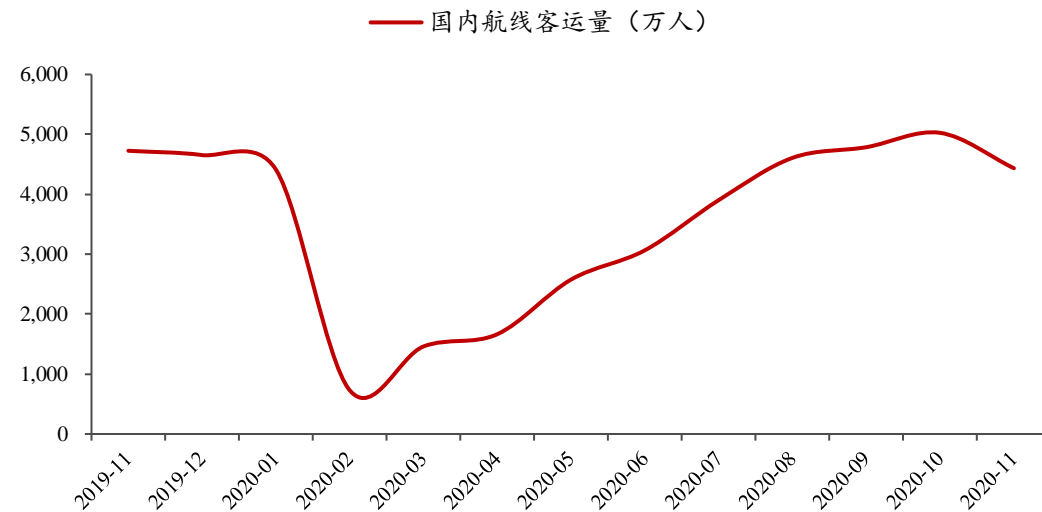


- **国内游代替出境游，周边游代替出省游。** 疫情期间国际航班的大量取消以及严格的跨省流通措施导致出境游与跨省游条件无法被满足，居民文旅目的地转移至所在地及省内周边景区。
- **政策优化助燃国内旅游热度。** 防疫政策的实施及疫苗的推广使疫情感染率下降，居民出行安全得到保障，加之对文旅活动的政策优化使旅游市场热度复燃。疫情爆发6个月后，中国国内航线客运量恢复至疫情前水平。
- **文旅景区重视数字产品推广以及景区IP数字化变现。** 疫情期间游客出行受限，区块链技术上升国家战略意义。旅游景区开始重视景区数字产品的研发和推广。作为数字产品的底层技术，区块链发展推动数字产品市场构建。

图：疫情期间国际航线客运量锐减

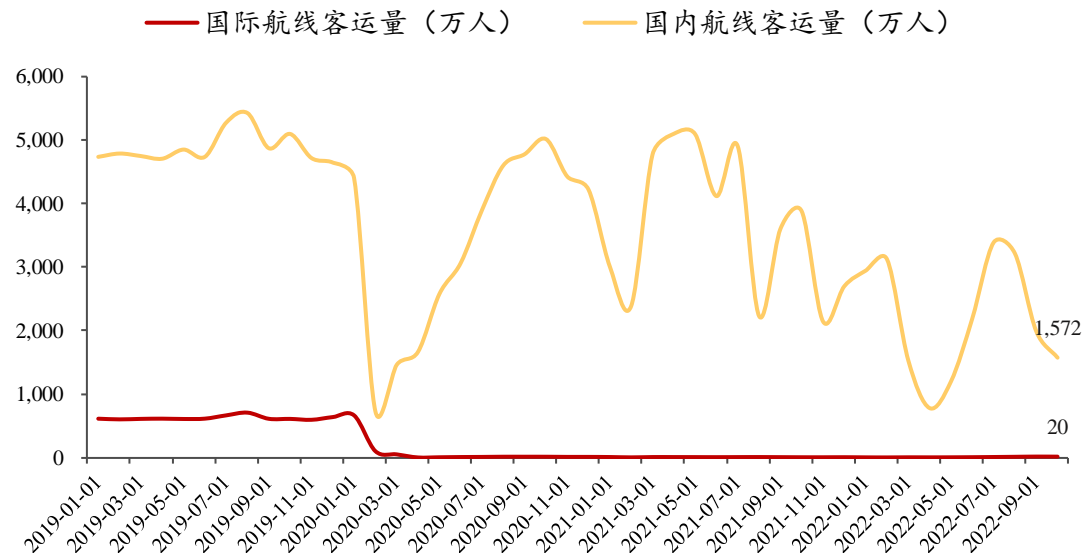


图：2020年8月国内航线客运量达到4597.6万人次



- **文旅事业费连年增长，旅游业基础扎实，旅游业恢复及延续增长趋势潜力充足。**
- **政策助推休闲旅游市场发展，旅游形式多样化。**文化和旅游部等多部门印发《关于推动露营旅游休闲健康有序发展的指导意见》，其中明确提出，做大做强露营旅游休闲上下游产业链，提升全产业链整体效益。引导露营营地规模化、连锁化经营，孵化优质营地品牌，培育龙头企业。

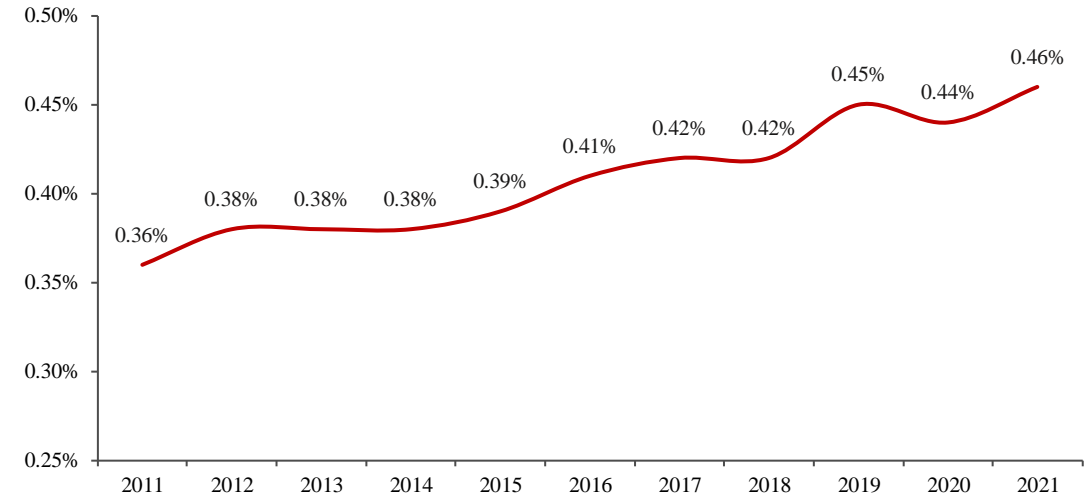
图：国内国际航线客运量恢复对比显著



数据来源：中国民用航空局，国家文化和旅游部，浙商证券研究所

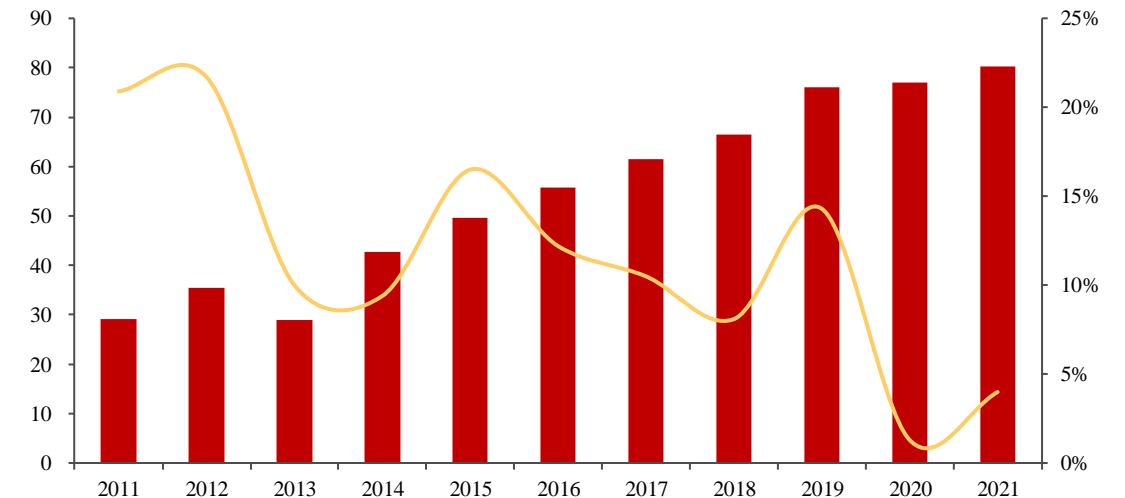
图：全国文化和旅游事业费占财政总支出比重连年上升

——全国文化和旅游事业费占财政总支出比重 (%)



图：全国人均文化和旅游事业费支出持续增长，旅游增长基础牢固

——全国人均文化和旅游事业费 (元/人) yoy (%)



04

餐饮

疫情修复显著加速，2023年持续看好小业态连锁餐饮，预制菜头部商家，中低端茶饮品牌。

□ **疫情防控边际放宽，连锁化小店为主的小业态领先受益。**

- 相较2020首轮疫情，社零餐饮分项修复显著加速，经测算，后续仅需增速保持15%左右，2023年Q1便能回归2019年同期水平。
- 大型商圈和购物中心客流转移，社区周边小业态承接该部分需求加速业绩修复。短期看，小业态生鲜超市前期投入小，门店运营成本降低，盈利周期短。长期看，疫后复工生活节奏加速，小业态门店更符合我国碎片化消费习惯，助力复购率提升。

□ **疫情催化餐饮电商化进程，预制菜有望开发第二业绩增长曲线；下沉市场空间增加叠加流量私域化加速，建议关注中低端茶饮品牌。**

- 疫情限制到店消费，线上零售渠道补位；预制菜消费习惯逐步养成，叠加疫后复工生活节奏加快，持续看好预制菜头部公司。
- 头部茶饮流量私域化加速，持续看好客单价20元以下的中低端茶饮。
- 餐饮需求反弹与疫情认知培育高度相关，海外疫情放宽超前，连锁化餐饮巨头2021年业绩快速修复，营收和净利润普遍超2019年同期水平。横向对比，持续看好2023年度餐饮赛道头部连锁品牌。

□ **建议关注：蜜雪冰城，同庆楼，广州酒家，海底捞，九毛九，海伦司。**

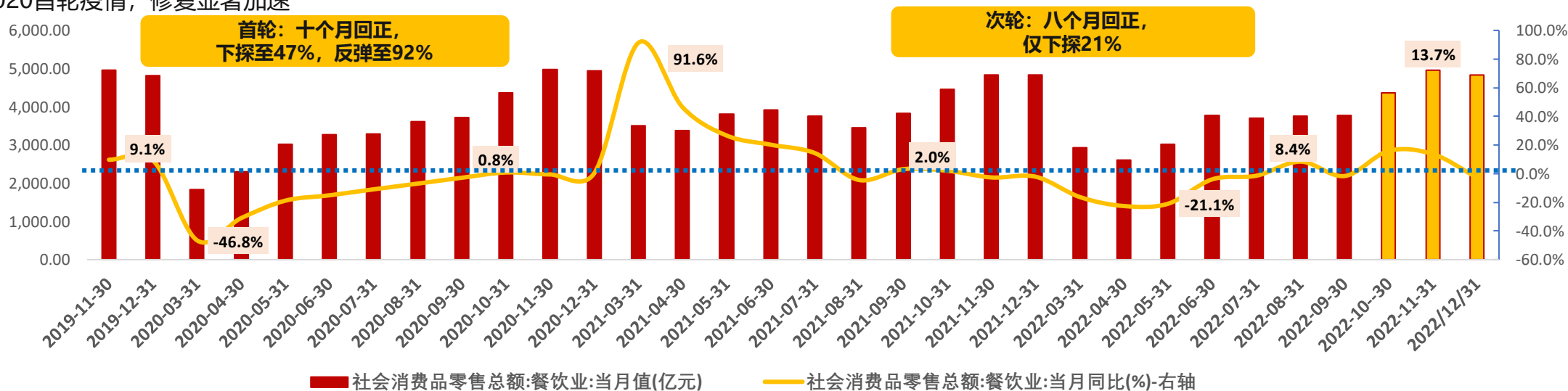
- **社零总额餐饮分项增速8月首次回正，相较2020首轮疫情，修复显著加速。**相较2020年首轮疫情修复历经十个月，下探至-47%。历经三年认知培育，本轮疫情修复显著加速，下探-21%，收缩一半。
- **防疫政策持续优化加持，持续看好餐饮赛道需求反弹。**随着疫情防控20条颁布，多地相继放开封控允许堂食，疫情对需求端影响逐渐减弱，截止2022年10月，社零餐饮分项恢复到2019同期93.9%，根据下表敏感性分析，2023年3月社零总额餐饮分项100%回归2019年同期水平，3月增速为15.6%。

表：2023年社零餐饮分项总额和同比增速的敏感性测算

	社零餐饮总额(亿元)	较2019年同期(%)
2022-03	2935	86.5%
2022-04	2609	79.5%
2022-05	3012	83.0%
2022-06	3766	101.1%
2022-07	3694	101.0%
2022-08	3748	97.2%
2022-09	3767	99.9%
2022-10	4099	93.9%

	预期恢复2019同期80%		预期恢复2019同期90%		预期恢复2019同期100%		预期恢复2019同期110%	
	社零餐饮总额(亿元)	yoy(%)	社零餐饮总额(亿元)	yoy(%)	社零餐饮总额(亿元)	yoy(%)	社零餐饮总额(亿元)	yoy(%)
2023-03	2714	-7.5%	3054	4.0%	3393	15.6%	3732	27.2%
2023-04	2625	0.6%	2953	13.2%	3281	25.8%	3609	38.3%
2023-05	2905	-3.6%	3268	8.5%	3631	20.5%	3994	32.6%
2023-06	2979	-20.9%	3351	-11.0%	3723	-1.1%	4096	8.8%
2023-07	2926	-20.8%	3292	-10.9%	3658	-1.0%	4024	8.9%
2023-08	3086	-17.7%	3471	-7.4%	3857	2.9%	4243	13.2%
2023-09	3016	-19.9%	3393	-9.9%	3770	0.1%	4147	10.1%
2023-10	3494	-14.8%	3931	-4.1%	4368	6.5%	4804	17.2%

图：相较2020首轮疫情，修复显著加速

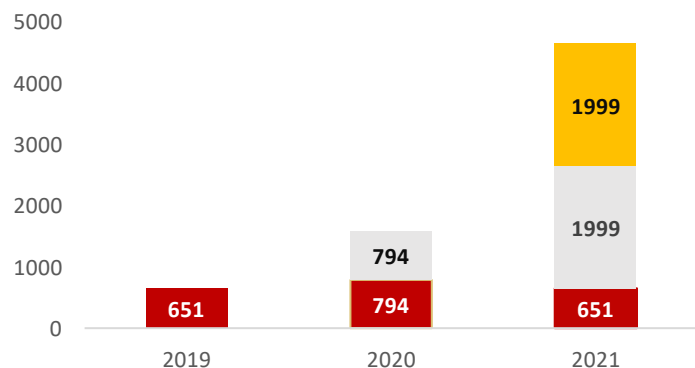


数据来源：国家统计局，wind，浙商证券研究所整理。

□ 疫情防控持续优化，以连锁化小店为主的小业态领先受益。

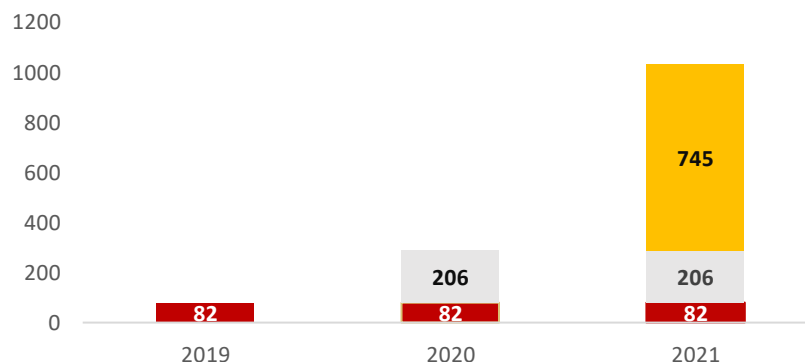
- 预期常态化核酸放宽后，出于安全顾虑，消费距离被迫缩短，大型商圈和购物中心客流转移，社区购物需求上升确定性较大，社区周边小业态承接该部分需求加速业绩修复。长期看，疫后复工生活节奏加速，小业态门店更符合我国碎片化消费习惯，助力复购率提升。
- 小业态生鲜超市相较大型商超和购物中心，具备轻资产优势，前期投入小，门店运营成本降低，盈利周期短。高质量SKU矩阵，高效供应链为小业态门店长期增长核心驱动因素，短期难以快速积累，当前头部连锁化品牌具备先发优势。

图：小业态连锁门店-沪上阿姨累计在营门店5000+



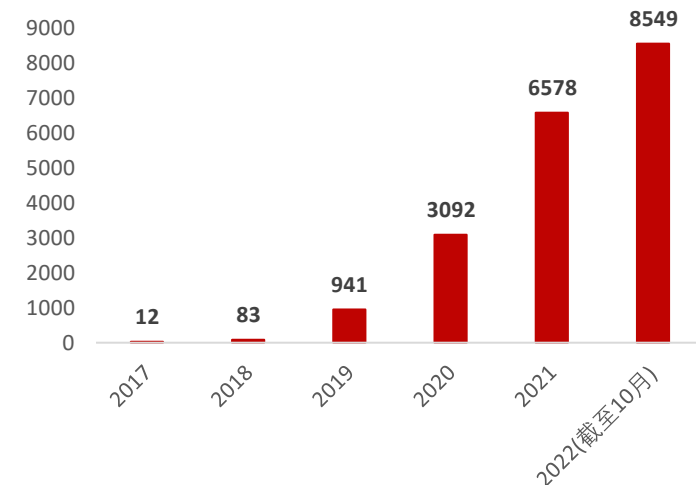
人气茶饮品牌，加速迈向“百城万店，造福万家”，深耕供应链，打造品牌核心壁垒，21年底累计3400+，当前门店已突破5000+，40+人气SKU。

图：小业态连锁门店-喜姐炸串累计在营门店2000+



21年底累计1400+门店，当前连锁门店已突破2000家，35+人气SKU，十二大仓储配送中心覆盖30个省级行政区域304座城市，所有菜品，包括串品、秘制卤油、臭豆腐的酱汁，都坚持全链条配送。

图：小业态连锁门店-锅圈食汇累计在营门店9000+



仅次于海底捞的第二大食材采购商，一站式火锅烧烤食材超市连锁系统，门店已突破9000家+。

04 餐饮电商化驱动第二业绩，关注中低端茶饮市场

□ 疫情催化餐饮电商化进程，预制菜有望开发第二业绩。

➢ 疫情限制到店消费，海底捞和广州酒家为代表的头部餐饮开辟线上零售渠道，实现送餐到家和预制菜线上零售两大业务，助力业绩修复，线上零售补位线下渠道收缩。预制菜消费习惯逐步养成，叠加疫后复工生活节奏加快，持续看好预制菜头部公司。

□ 下沉市场空间增加，叠加流量私域化加速，建议关注中低端茶饮品牌。

➢ 中产阶级人均可支配收入降低，消费降级趋势显著，为下沉市场带来增量。茶饮头部品牌自有APP用户和使用频次稳健高增，小红书和抖音等流量加持，开辟新型获客渠道，利于提高用户粘性，进一步提高消费频次，持续看好客单价20元以下的中低端茶饮。

表：国内部分餐饮公司2019-2022Q3营业收入，净利润，及同比增速（百万美元）

指标 (亿元,%)	瑞幸	蜜雪	奈雪的茶	同庆楼	广州酒家	海底捞	九毛九
			2019				
营业收入 (yoy)	79.7 (97.5%)	25.7 (-)	25.0 (130.1%)	14.6 (-1.8%)	30.3 (19.4%)	226.2 (56.6%)	26.9 (41.9)
净利润 (yoy)	6.86 (112.3%)	6.3 (42.8%)	-0.39 (41.6%)	1.98 (-1.4%)	3.83 (0.02%)	10.3 (39.8%)	1.24 (-24.5%)
			2022E				
营业收入 (yoy)	126.2 (58.5%)	169.7 (63.9%)	48.2 (12.0%)	17.37 (8%)	44.5 (14.5%)	393.5 (-4.3%)	47.6 (13.9%)
净利润 (yoy)	3.25 (-52.6%)	30.8 (63.9%)	-2.41 (94.6%)	1.43 (-0.44%)	6.2 (10.5%)	3.6 (108.7%)	2.7 (-19.6%)
			2023E				
营业收入 (yoy)	167.6 (32.8%)	240.9 (41.9%)	76.7 (53.6%)	22.8 (31.2%)	52.1 (17.1%)	487.4 (23.9%)	77.7 (63.1%)
净利润 (yoy)	12.9 (296.9%)	36.7 (64.9%)	2.6 (183.3%)	2.6 (78.4%)	7.5 (21.0%)	23.0 (539%)	6.8 (149%)

数据来源：wind；浙商证券研究所

注：同庆楼为归母净利润，其他为净利润数值；瑞幸因财务问题，叠加受疫情影响被规模扩张趋势抵消，2019数据用2021代替；预期均采用wind一致预期。

04 疫情认知培育加速，连锁化餐饮反弹超疫前同期水平

- 餐饮需求反弹与疫情认知培育高度相关，海外疫情放宽超前，连锁化餐饮巨头2021年业绩快速修复，营收和净利润普遍超2019年同期水平。横向对比，持续看好2023年度餐饮赛道头部连锁品牌。
- 横向对比美国，头部连锁化餐饮餐饮需求反弹与疫情认知培育高度相关，疫情防控宽松后业绩迅速反弹，显著超2019年同期水平。
- 当前疫情防控二十条政策落地，同时我国居民群众对疫情认知逐步完善，看好头部连锁化餐饮品牌。

表：海外头部餐饮公司2019-2022Q3营业收入，净利润，及同比增速（百万美元）

公司		2019	2020	2021	2022Q3
星巴克(STARBUCKS)	营业收入 (yoy)	26509 (7.2%)	23518 (-11.3%)	29060 (26.3%)	23836 (14.4%)
	净利润 (yoy)	3,599 (-20.3%)	928 (-74.2%)	4,199 (352.4%)	2,403 (-1.3%)
麦当劳 (McDonald)	营业收入 (yoy)	21077 (0.2%)	19208 (-8.9%)	23223 (20.9%)	17256 (0.2%)
	净利润 (yoy)	6025 (1.7%)	4731 (-21.5%)	7545 (59.5%)	4274 (-27.6%)
达美乐比萨(DOMINOS)	营业收入 (yoy)	3619 (5.4%)	4117 (13.8%)	4357 (5.8%)	3145 (4.3%)
	净利润 (yoy)	401 (10.7%)	491 (22.6%)	510 (3.9%)	294 (-17.1%)
达登饭店(DARDEN)	营业收入 (yoy)	7807 (-8.3%)	7196 (-7.8%)	9630 (33.8%)	- (-)
	净利润 (yoy)	-52.4 (-107.3%)	629 (-1310%)	953 (51.4%)	- (-)
墨式烧烤(CHIPOTLE)	营业收入 (yoy)	5586 (14.8%)	5984 (7.1%)	7547 (26.1%)	6454 (15.5%)
	净利润 (yoy)	350 (98.3%)	356 (1.6%)	653 (83.5%)	675 (30.0%)

05

人力资源

人力资源行业建议关注：一站式平台公司，外包业务，灵活用工等核心业务。

□ **龙头一站式平台兼容性更高，外包和灵工业务高景气度，长坡厚雪。**

- 一站式服务客户画像涵盖广，针对下游兼容性高，抵御需求端疫情冲击能力强于业务单一公司，更多切分疫后增长红利。
- 全球招聘流程外包（RPO）市场规模2029年达到1264.25亿元，CAGR(7)=18%。疫情加速灵工需求爆发，根据 WEC 数据我国灵工行业渗透率不足2%，对比发达国家上升空间可观。

□ **监管趋严加速行业出清，灵活用工的商业模式最大化减少中小企业用人成本，更具扩张潜力。**

- ✓ 随着相关政策法规的逐步完善，企业招聘、解雇员工相应的成本和风险上升，灵活用工商业模式的最大化减少企业用人成本，中小企业受利最为显著。保护劳动者权益政策法规逐步完善，加速业内业务流程不合规的企业出清，龙头市占有望提升。

□ **建议关注：BOSS直聘，科锐国际，北京城乡**

05 一站式平台兼容性更高，外包灵工业务长坡厚雪

□ 龙头一站式平台兼容性更高。

➢ 一站式服务客户画像涵盖广，针对下游客户兼容性高，抵御需求端疫情冲击能力强于业务单一公司，更多切分疫后增长红利。行业野蛮生长结束，龙头公司市占率将稳步提升。

□ 外包和灵工业务高景气度，长坡厚雪。

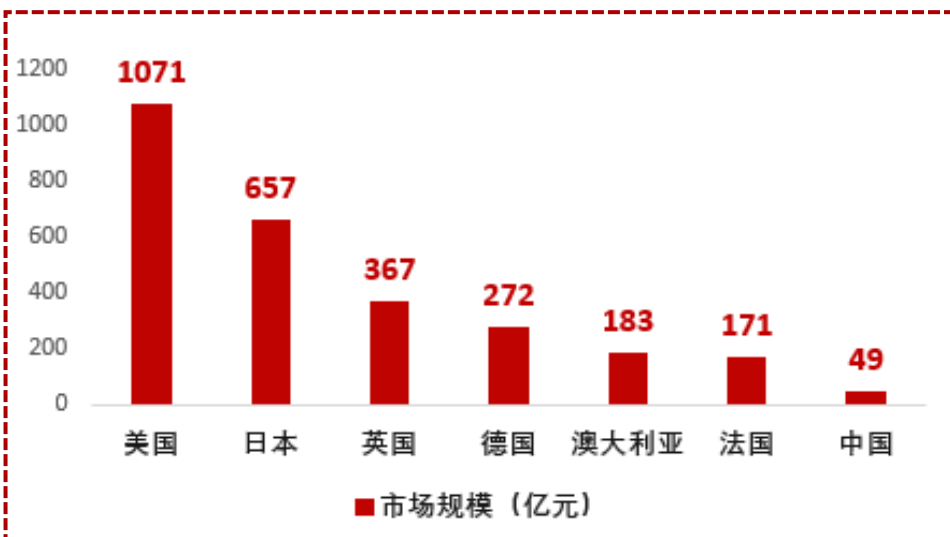
➢ 据共研调研，2022年全球招聘流程外包（RPO）市场规模达到469.95亿元，并预估CAGR(7)=18%，即2029年达到1264.25亿。

➢ 叠加疫情加速灵工行业认知培育，2020年美国灵工市场规模为我国20倍。根据前瞻产业研究院数据，2021年我国灵工行业渗透率不足2%，对比日本约5%，美国约12%，上升空间可观。

类型	企业	客户	布局区域
国企	北京城乡	一站式平台，面向大型企业	北京，华东
外资	万宝盛华	主攻高端猎头，面向高端外企	海外，北上广深
民营	科锐国际	一站式平台，面向大型和中小客户	海外，新一线，中底线城市

数据来源：相关公司公告，浙商证券研究所整理。

图：2020年美国灵工市场规模为我国20倍



- 劳动者权益保障监管趋严，叠加疫后用人需求减少，灵活用工的商业模式最大化减少中小企业用人成本。
- ✓ 随着相关政策法规的逐步完善，企业招聘、解雇员工相应的成本和风险上升，灵活用工商业模式的最大化减少企业用人成本，中小企业受利最为显著。
- ✓ 保护劳动者权益政策法规逐步完善，加速业内业务流程不合规的企业出清，龙头市占有望提升。

表：人资相关政策逐年趋严

日期	关键政策	意义
2008	《劳动合同法》出台，劳务派遣单位必须与劳动者签署 两年以上 劳动合同，不得将用工期限分割签订派遣协议	劳务派遣收到压制，外包业务开始兴起
2014	《劳务派遣暂行规定》， 企业劳动派遣员工数量不得超10%	劳务派遣进一步被压制，灵活用工承接替代需求，开始放量增长时代，龙头企业优势先发优势，享受行业增长红利，优势逐渐确立
2020	《支持多渠道灵活就业的意见》， 强调人服机构专业化，清除不合理限制	疫情下催化灵工行业发展，进一步清除不合理限制，强调专业化，利好龙头公司
2021	《维护新就业形态下劳动者劳动保障权益》， 以个体工商户存在的灵活用工转移为劳动雇佣形式灵活用工	后疫情时代，灵工监管趋严，利于行业优质龙头进一步扩大优势

06

风险提示

- 1、疫情防控政策变化影响消费场景；
- 2、消费能力及意愿降低；
- 3、消费偏好改变。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>