西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

社会服务行业2023年投资策略

拨开云雾见天日，景气提升光明来

西南证券研究发展中心
社会服务研究团队
2022年12月

核心观点

- **免税板块：疫后复苏弹性较大，静待客流回升实现业绩复苏。**国家卫健委进一步优化防控限制，各地逐步落实“二十条”及“新十条”防控政策，现中免旗下全球最大免税单体海口国际免税城已开业,当前免税业重心依然是客流复苏、渗透率提升之下的销售额回归高增速区间，随着出行限制的放开，海南客流回暖在即，出入境限制的逐渐放开带来的出入境客流提升，对机场免税店及市内免税店的复苏值得期待。当前免税业重心依然是客流复苏、渗透率提升之下的销售额回归高增速区间，市场份额与折扣率的短期波动并不影响免税生意本身的长期价值。建议重点关注中国中免、积极推进免税资产注入的海汽集团、以及坐拥“机场+免税”优质核心资产的海南机场。
- **旅游景区：防疫政策放宽，旅游人数回暖在即。**新冠肺炎疫情冲击下，中国居民境内、境外旅游人数大幅下降。我们认为在疫情防控放宽的背景下，2023年旅游市场将大概率呈现爆发性复苏态势，现出行旅游政策边际改善，旅游出行需求复苏确定，需要重点关注防疫政策放开后各地疫情反复情况及各旅游景区公司针对疫后复苏的相关措施。建议关注复苏弹性大且成长性较高的宋城演艺、天目湖。
- **人力资源板块：朝阳行业长坡厚雪，关注灵活用工赛道发展。**国内灵活用工市场尚处于起步阶段，灵活用工使用率较低，行业集中度提升空间较大。需求端，灵活用工在企业应用的普及度及深度均在增强，愿稳定或扩大灵活用工适用范围的企业从2020年的29.3%，提升至2021年的51.8%。供给端，我国第三产业劳动力占比由2015年的42.3%提升至2021年的48.0%，有68.0%的灵活用工人员上一份工作所在行业为服务业，第三产业劳动力占比的提升将为灵活用工领域提供更多人员。现国内防疫政策已逐渐放开，企业稳步推进复工复产，生产生活秩序的全面恢复推动企业用工需求增加，我们认为更多的企业出于降低成本和对疫情未来不确定性将倾向于采用灵活用工方式招聘。重点关注深耕灵活用工领域发展的科锐国际、国内人力资源服务龙头外服控股。
- **风险提示：**宏观经济增速大幅下滑、疫情反复影响出行需求、市场竞争加剧风险。

目录
CONTENTS

01 2022年社服行业回顾

02 2023年社服行业投资策略

03 重点标的推荐

04 风险提示

- **疫情持续反复，消费者信心受疫情反复明显影响。**随着2021年11月新冠肺炎奥密克戎变异株的发现，到现在不断变异为BA.5.2.1及BF.15等类型的病毒毒株，奥密克戎延伸病株的致病力和毒力已经严重减弱，病死和重症的比例大幅下降，但传染性与隐匿性更强。截至11月25日，我国累计报告确诊病例304093例。2022年3月开始，随着奥密克戎开始传入我国，上海等地开始发生大规模疫情反复，疫情的频繁反复导致消费场景持续受限，消费者信心指数从113.2下降到4月份的86.7，已持续处于历史低位。
- **经济和就业的不确定性上升，居民储蓄意愿增高，影响消费意愿。**2022年7月，国内城镇调查失业率处于5.4%的高位，其中16-24岁人口失业率达19.9%，创历史新高，与此同时金融机构各项存款余额增速达到11.4%，为近6年的最高值，明显高于疫情之前水平。出行受限导致经济及就业的不确定性提升，2022Q3央行调查数据显示，倾向于“更多储蓄”的居民占58.1%，比上季减少0.3个百分点，储蓄意愿持续较强。

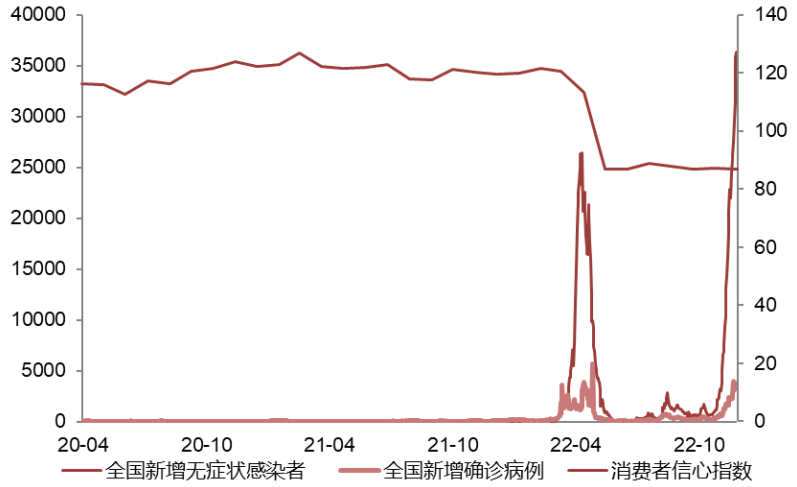


图.疫情反复对消费者信心有明显影响



图.金融机构各项存款余额增速处于高位

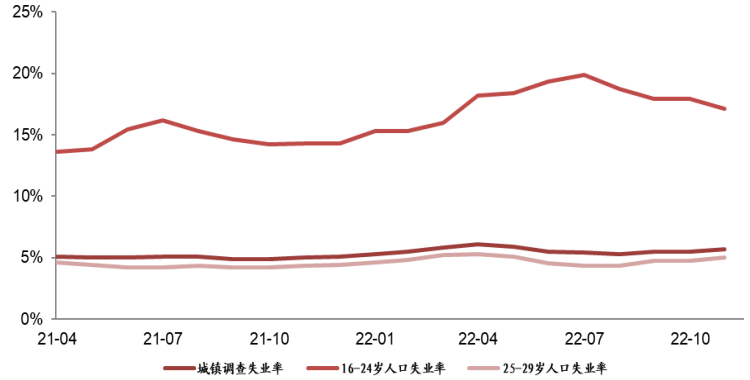


图.国内城镇调查失业率处于高位

数据来源：Wind，西南证券整理

- **2022年多地多发疫情反复，客运量承压明显。**由于疫情导致旅客出行受限，2022年1-10月，我国公路、铁路、民航累计客运量分别恢复至 2019年同期的 48%、28%、40%，与2020、2021年同期相比客运量受损明显。出行数据的变化与旅游经济紧密相关，现许多地区已逐渐开始落实“疫情防控20条措施”相关行动，科学防疫是未来防疫重心的主线，我们认为2023年各项出行数据将在各地政府落实科学防疫的基础上逐渐恢复，旅游经济将有望受益于国内客流量的回升而逐渐回暖。

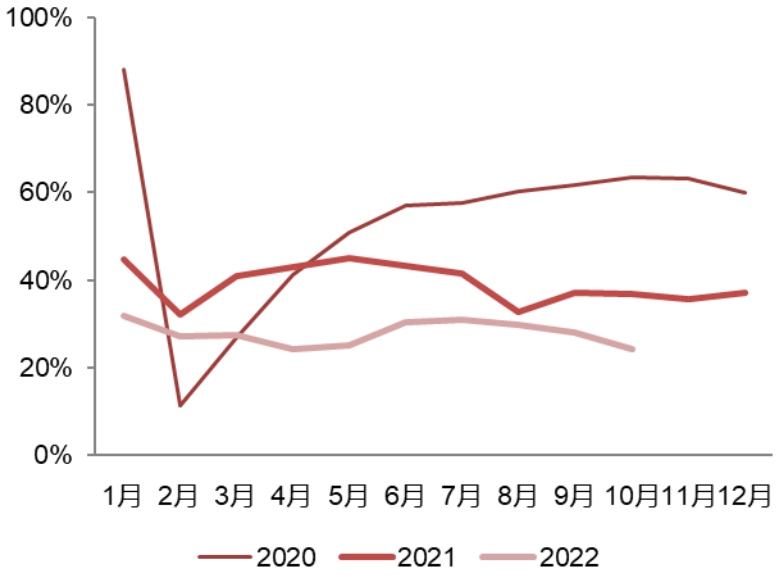


图. 2022年1-10月公路累计客运量恢复至疫前28%

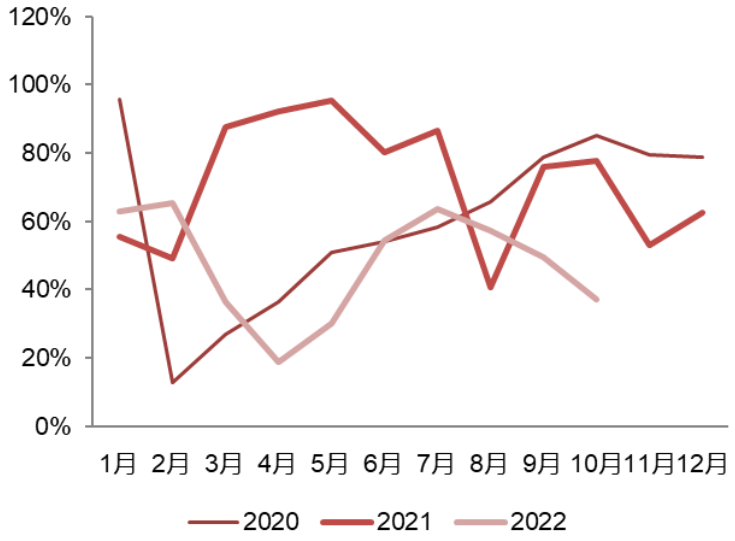


图. 2022年1-10月铁路累计客运量恢复至疫前48%

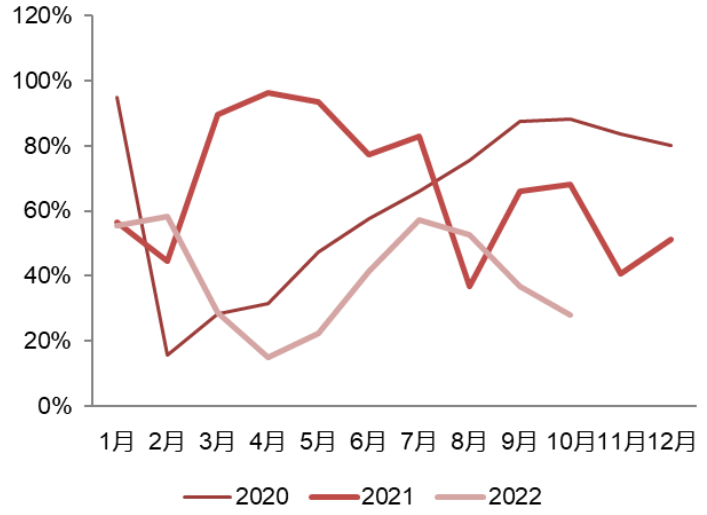


图. 2022年1-10月民航累计客运量恢复至疫前40%

数据来源：Wind，西南证券整理

- **政府进一步优化防控工作的“二十条”及“新十条”措施。**二十条措施强调了“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”、“要坚持科学精准防控”、“大力推进疫苗、药物研发，提高疫苗、药物有效性和针对性”、“纠正‘层层加码’，‘一刀切’等做法”、“尽快恢复正常生产生活秩序、绝不能等待观望、各行其是”；提出科学分类收治，具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。政府通过多项举措进一步提升防控能力，继续优化完善防控策略和措施。
- 防疫政策持续优化，全国多地逐步落实“二十条”及“新十条”防控措施。

地区	信息来源	发布时间	信息内容
深圳	深圳政府在线 深圳市公共交通管理局	12 月 11 日 12 月 12 日	从 2022 年 12 月 11 日开始，不再对**来（返）深人员**采取疫情核查防控措施。12 月 12 日，深圳市公共交通管理局发出公告称，即日起，搭乘深圳常规公交、巡游出租车、网约出租车、道路客运车辆及进入汽车客运站、公交场站**不再查验健康码。**
重庆	重庆卫健委 重庆交通开投轨道集团	12 月 3 日 12 月 7 日	**同时居所又具备相应的必要条件，可以实施居家隔离医学观察。**跨区跨省市的流通**不再核验 48 小时核酸阴性证明。**12 月 7 日，重庆交通开投轨道集团发布消息，**乘坐轨道交通不再查验健康码。**
北京	北京市卫健委 北京市交通委员会	12 月 2 日 12 月 7 日	自 12 月 5 日（星期一）首班车起，公交、地铁运营企业在核验健康信息时，**不得拒绝无 48 小时核酸阴性证明的乘客乘车。**对进返京人员不再查验核酸检测阴性证明和健康码等防控措施，**抵京后不再执行落地“三天三检”**
上海	上海市疫情防控工作领导小组办公室	12 月 7 日	对符合居家隔离条件的密切接触者，由“5 天集中隔离医学观察+3 天居家隔离医学观察”调整为“**5 天居家隔离医学观察”，**也可自愿选择集中隔离。来沪返沪人员抵沪后**不再实施**“落地检”“三天三检”和“第 5 天进行 1 次核酸检测”。
广州	广州市卫健委	12 月 7 日	除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码；来返穗人员**不再开展“落地检”和“三天三检”；**具备居家隔离条件的密切接触者、无症状感染者和轻型病例一般居家隔离，也可选择集中隔离；密切接触者隔离期由原“5+3”**缩短至 5 天。**
成都	成都市卫健委	12 月 1 日 12 月 7 日	**取消“入川即检”“落地检”，**不再对重点地区来（返）蓉人员排查管理，也不再限制非高风险区人员流动。离蓉不再查验核酸阴性证明。市民乘坐火车（高铁）购票、乘车、进出站**不再查验 48 小时核酸证明和健康码。**市民进入小区、乘坐公共交通工具、一般公共场所不再扫场所码，**不再查验健康码、核酸阴性证明、通信行程卡、风险城市旅居史。**
天津	天津市卫健委 天津地铁运营微博	12 月 7 日 12 月 8 日	除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，**不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码，**有查验要求的，相应主管部门要及时明确。 乘坐天津轨道交通，取消查验健康码，进站无需扫场所码。
太原	太原市政府新闻办	12 月 9 日	交通场站、公路卡口不再设立疫情防控检查站点，对跨地区流动人员**不再开展“落地检”，不再扫场所码，不再查验核酸检测阴性证明、健康码和行程卡，不再进行检疫登记，不再实施“点对点”转运。**
南京	南京市新型冠状病毒肺炎疫情联防联控工作指挥部 12 月 8 日通告	12 月 8 日	不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，外地来返宁人员不再需要报备信息，不再开展“落地检”和“三天三检”。具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离医学观察，也可自愿选择集中隔离收治。具备居家隔离条件的密切接触者采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离。

图.全国各地逐渐放宽防疫政策

数据来源：各地区卫健委，西南证券整理

- **居民旅游意愿保持高位，消费有望在防疫政策调整下得到复苏。**中国旅游研究院的调查数据显示，2022年4月居民出游意愿高达86.33%，同比增长2.14%，环比增长1.01%，近3年1-4月居民旅游意愿均保持在76%以上。根据飞猪的调查结果，在因 COVID-19 而预订和取消旅行的人中有39%的受访者预计旅游消费将出现大幅报复性反弹，44%的受访者预计旅游消费将出现小幅报复性反弹。只有不到四分之一的受访者认为他们的旅游消费需求可能下降，也可能与疫情前一样。今年多地采取较为严格的防疫管控措施，居民旅游需求受到严重影响，倘若明年防疫政策逐渐放松，出行链将得到有效修复。

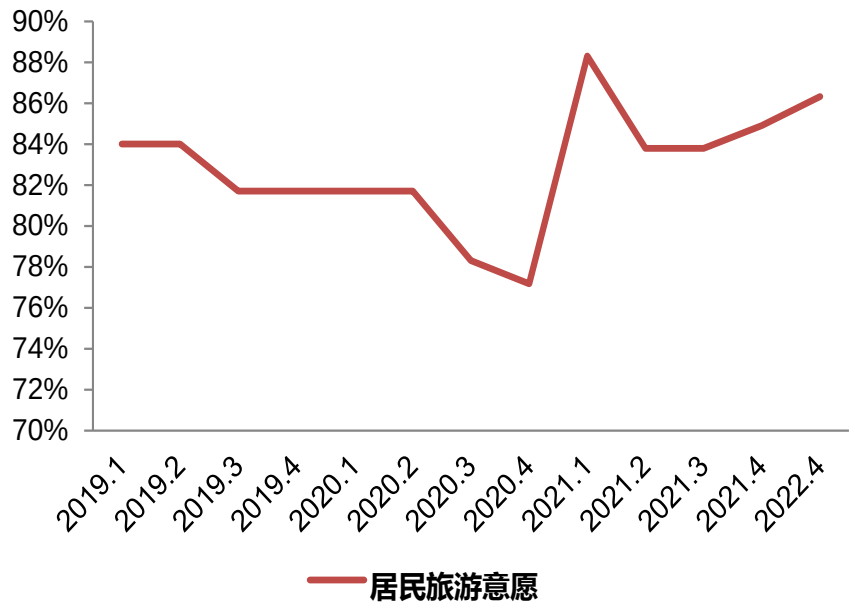


图.居民出游意愿保持高位

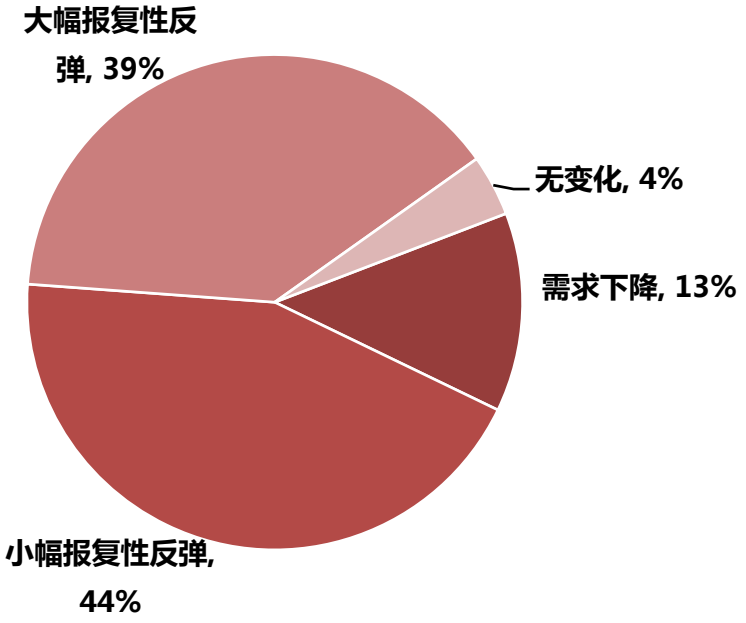


图.中国疫情后旅游消费需求预测

数据来源：Travel Daily Media，飞猪用户调研，中国旅游研究院，西南证券整理

- 备受关注的中央经济工作会议12月15日至16日在北京举行，本次会议重点强调稳增长、稳就业、稳物价的“三稳”为后疫情时代中国经济发展的关键点，在防疫政策放宽、疫后复苏的背景下，**我们建议关注以下几个政策重心变化：**
- 会议指出**“改善社会心理预期，提振信心”**，这在之前的会议里从来没有提过。这也进一步说明了在疫情三年的冲击下，必须尽快恢复。从今年的消费者信心指数的数据中也能看出，从今年3月开始，随着奥密克戎开始传入我国，上海等地开始发生大规模疫情反复，疫情的频繁反复导致消费场景持续受限，**消费者信心指数从3月份的113.2下降到4月份的86.7，并且截止今年10月一直处于87左右的历史低位。**对我国这样一个发展中大国来说，拉动经济增长的最主要力量仍然是国内需求，这是我国经济发展的坚实基础，站在防疫政策优化的疫后消费背景下，消费者信心的恢复则是扩大内需的必要条件。在明年海外衰退的预期阴影下，外需放缓是大势所趋。内需在防疫政策优化、客流全面复苏的背景下，消费场景预计明显好转，是未来经济增长的核心因素。
- **今年各地散发疫情导致国内经济和就业的不确定性上升，居民储蓄意愿增高，影响消费意愿。**2022年7月，国内城镇调查失业率处于5.4%的高位，其中16-24岁人口失业率达19.9%，创历史新高，与此同时金融机构各项存款余额增速达到11.4%，为近6年的最高值，明显高于疫情之前水平。就业是民生之本，它关系到每个家庭的幸福，稳就业就是稳住经济的晴雨表，也是社会发展的压舱石和稳定器，出行受影响导致经济及就业的不确定性提升，高校毕业生数量的持续增长使得大学生就业市场的供需矛盾持续加剧。**在明年经济形势“三稳”的背景下，进一步强调加强新就业形态劳动者权益保障**在一方面能够保障灵活用工从业者的个人利益、降低社会矛盾，另一方面也是响应我国为实现共同富裕的长远战略目标。我国已经进入中等老龄化社会，劳动人口占比持续下降的趋势已经成为未来劳动力市场供需矛盾加剧的指向标，国家强调加强新就业形态劳动者权益的保障也是防止未来社会矛盾加剧的前瞻布局。

数据来源：国务院，西南证券整理

- **2022年初截至11月28日，申万社服指数下跌14.5%，跑赢沪深300指数9.6个百分点。**2022年年初至今年10月，申万社服指数与沪深300指数走势相似；今年10月至今，场内资金开始博弈疫情防控政策放宽预期，社服板块逐渐开始跑赢沪深300指数。
- **2022年初截至11月28日，社服子行业中旅游及景区、酒店餐饮板块略微上涨，其中旅游及景区板块涨幅为6.7%，专业服务板块下跌幅度最大，跌幅为24.6%。**由于今年多地散发疫情导致专业服务板块中的检测服务、会展服务等领域受损严重，故整体专业服务类上市公司受疫情影响较为严重，板块整体跌幅较大。
- **2022年板块内涨幅最大的为君亭酒店（+231.6%）、西安饮食（+95.0%）；跌幅最大的为实朴检测（-52.4%）、电科院（-42.3%）。**



图.社服指数相对沪深300走势

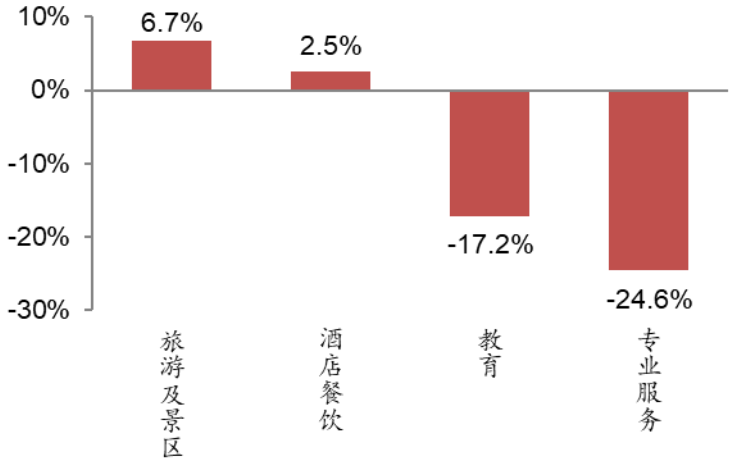


图.社服子行业二级市场涨跌幅

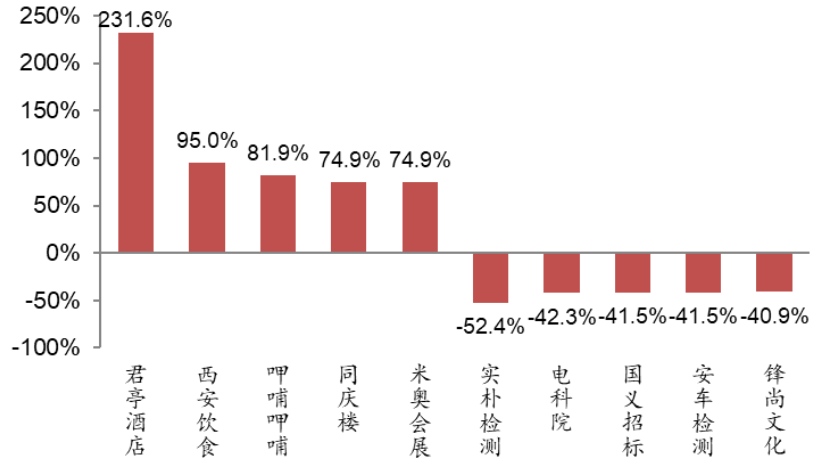


图.社服行业涨跌幅前五个股

数据来源：Wind，西南证券整理（截止2022年11月28日）

- **横向看：社服行业PE(TTM)为57倍，在申万行业排名第一。**
- **纵向看：社服行业PE处于近2年50分位线之下，估值仍处较低水平；相对全部A股溢价率为319.9%(+73.4pp)，相对剔除银行后全部A股溢价率为212.9%(+56.5pp)，相对沪深300溢价率为438.2%(+73.1pp)。**

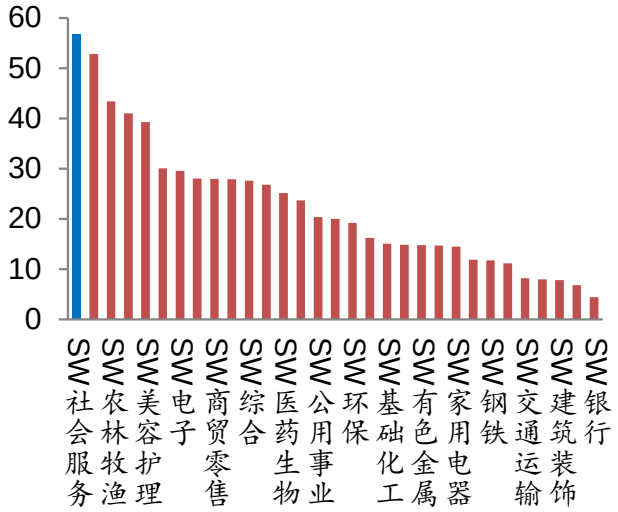


图.申万一级行业市盈率（PE-TTM）

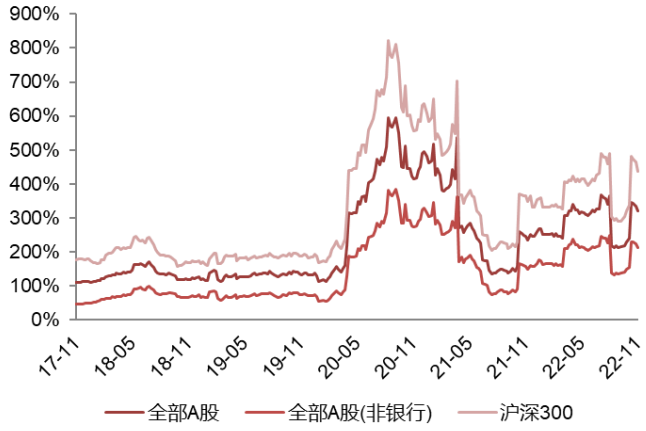


图.最近5年社服行业溢价率（PE-TTM）



图.最近两年社服行业估值水平（PE-TTM）

数据来源：Wind，西南证券整理（截止2022年11月28日）

2022Q1-Q3社会服务行业业绩承压，人力资源服务板块表现亮眼

- **受疫情反复影响，2022Q1-Q3社服行业整体业绩表现与2021年同期持平。**申万社会服务行业2022Q1-Q3整体营收同比下降7.2%，仅恢复至19年同期的71.2%；归母净利润合计-9.4亿元，2021Q1-Q3归母净利润为12.6亿元，2022Q1-Q3受到国内多地疫情反复影响，亏损幅度加大。
- 多板块营收增长迅速，酒店板块实现扭亏为盈。社服行业的细分领域中，酒店、餐饮、人工景区、自然景区、旅游综合、人力资源服务板块在2022Q1-Q3分别实现营收140.1亿元、21.9亿元、65.3亿元、25.0亿元、14.1和172.3亿元，同比变化-7.5%、-12.5%、-32.4%、-15.7%、-63.3和232.6%；归母净利润分别为-4.9亿元、-1.8亿元、-2.9亿元、-5.0亿元、-4.9和6.6亿元，其中人力资源服务板块表现亮眼，归母净利润从同比增长249.5%。

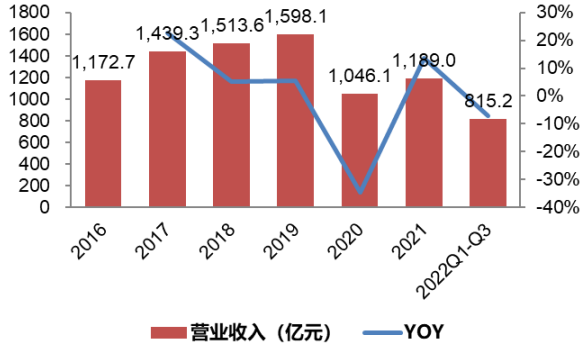


图.社服行业主营收入及增长率

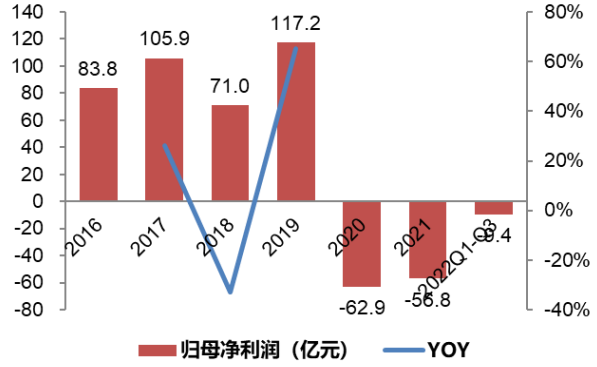


图.社服行业归母净利润及增长率

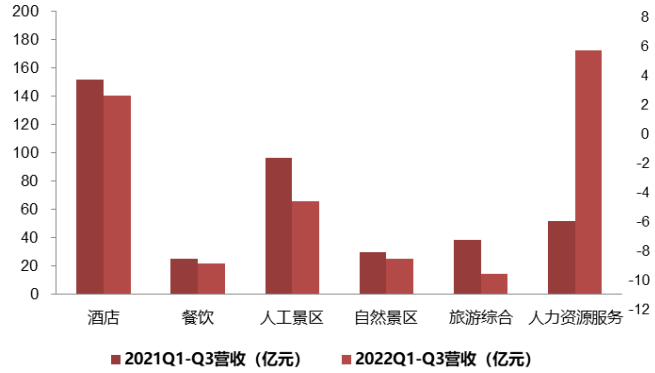


图.社服行业多板块营收同比下降

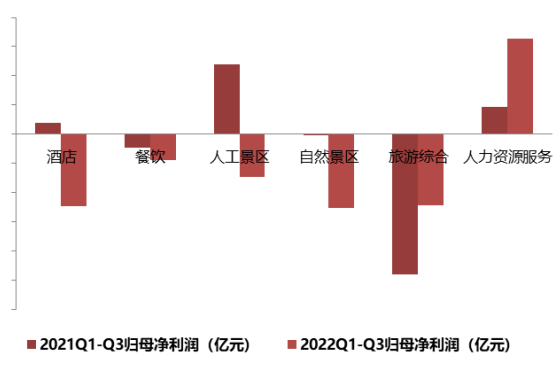


图.人服行归母净利润同比大幅增长

数据来源：Wind，西南证券整理（截止2022年11月28日）

目录
CONTENTS

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

01 2022年社服行业回顾

02 2023年社服行业投资策略

03 重点标的推荐

04 风险提示

- **疫情导致2022年海南航班起飞架次减少，离岛免税店销售额短期承压。**海南离岛航班量尚未恢复至疫情前水平，2022Q1-Q3海南离岛免税期间销售额、购物人数分别为271.6亿元、335.9万人，同比下降23.6%、34.5%。海南离岛免税消费额主要收到今年上半年上海局部疫情扩散以及今年8月三亚疫情的影响维持低迷状态，预计海南旅游市场将会出现反弹，从而带动离岛免税市场规模的提升。

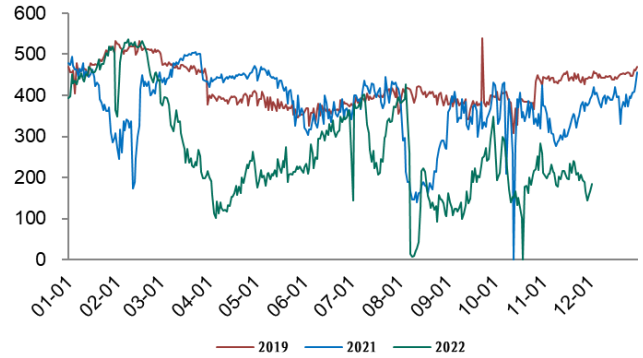


图.海口美兰机场每日起降（架次）



图.三亚凤凰机场每日起降（架次）

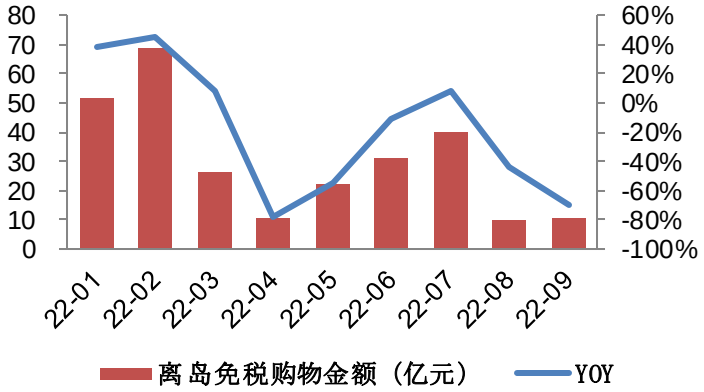


图.海南离岛免税销售额

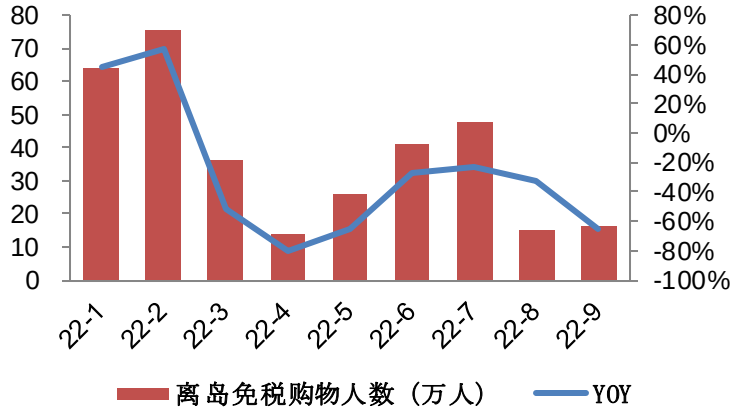


图.海南离岛免税购物人数

数据来源：飞常准，海口海关，西南证券整理

- **疫情影响之下，海南市场复苏弹性较大。**2020年，海南省接待游客数量为6544.1万人，同比下降22.3%； 2021年海南省接待游客数量为8100.4万人，同比增长25.5%，海南游客数量已恢复至2019年的96.5%，恢复势头强劲。根据《海南省“十四五”旅游文化广电体育发展规划》的发展目标，海南省2025年游客数量目标为1.1亿人次，2021-2025年CAGR达8.0%。
- 2021年8月海南免税市场受到南京疫情影响，海南免税销售额环比下降46.4%，但在9月份免税销售额迅速修复到与7月份相当的水平。在奥密克戎病毒逐渐减弱、防疫政策逐渐放开的背景下，海南免税消费有望明年出现明显反弹。

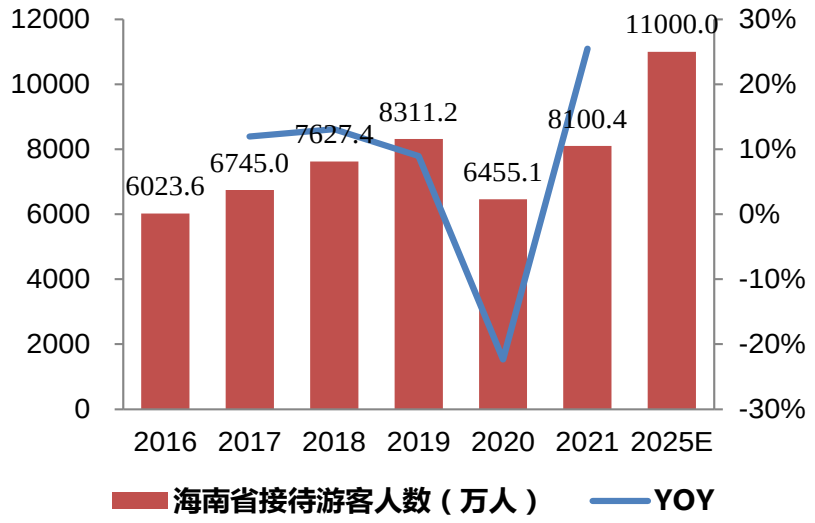


图.海南省接待游客人数

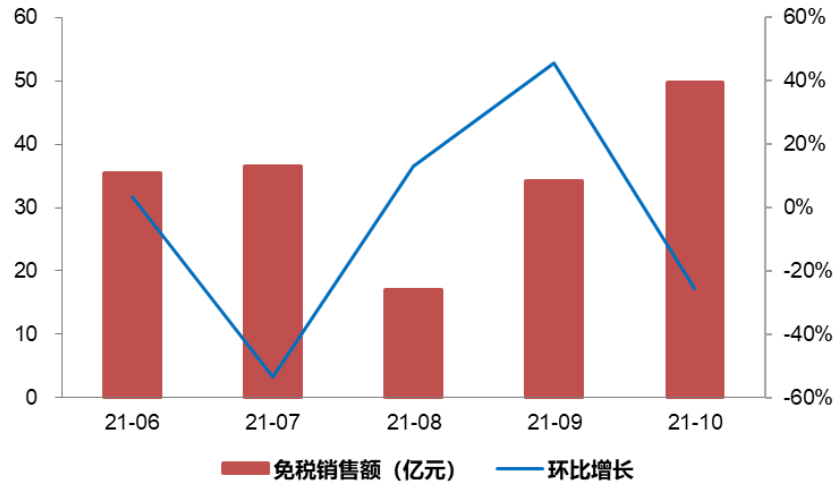


图.局部疫情后免税消费额出现大幅反弹

数据来源：海口海关，西南证券整理

- **类比韩国免税市场结构，我国市内免税尚处蓝海市场。**相比机场免税店，市内免税店可以给消费者提供更丰富的产品、更充裕的购物时间，给运营商提供更低的租金成本，其盈利能力更高，与离岛免税店接近。2021年韩国免税市场中市内免税店销售额占整体市场的95%左右，根据弗若斯特沙利文的统计数据，2021年我国市内免税店市场规模约0.6亿元，占国内免税市场比重仅约1.2%，较韩国市内免税渗透率有巨大的提升空间。
- 目前中国市内免税店尚处于起步阶段，国内只有中国中免、中出服、中侨免（已于2021年12月14日被中免收购）以及新晋的王府井四家公司持有市内免税牌照，中出服和中侨运营入境市内免税店，中国中免运营出境市内免税店，王府井尚未开设市内免税店。

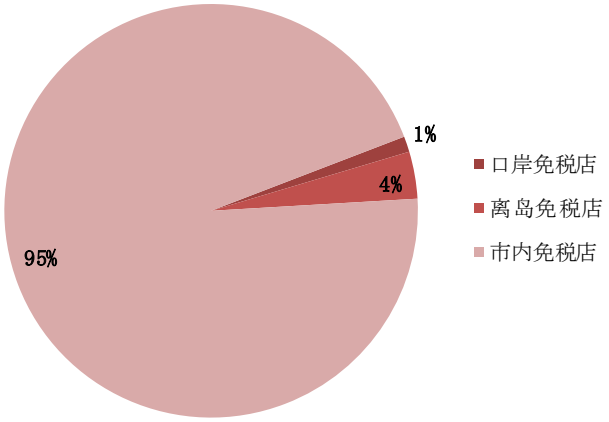


图. 2021年韩国免税市场结构

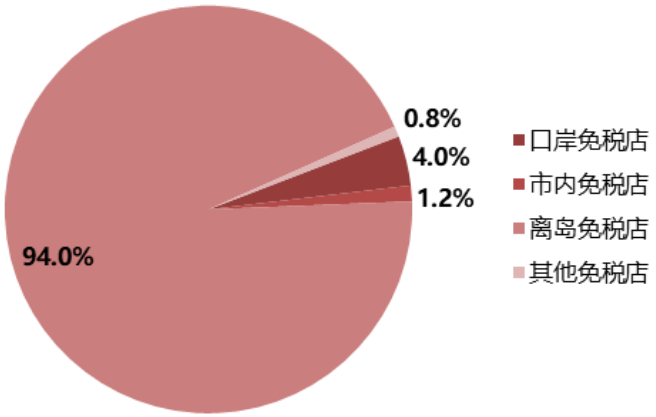


图. 2021年中国免税市场结构

数据来源：KDFA，弗若斯特沙利文，中国中免招股说明书，西南证券整理

- **市内免税店相关政策正在逐步完善，未来发展可期。**2022年3月，国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出“持续办好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际服务贸易交易会、中国国际消费品博览会，完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店”。未来全球疫情逐步得到控制后，国内出入境放开，市内免税店政策有望进一步放开和完善。

颁发时间	颁发部门	政策文件	政策内容
2020 年 3 月	财政部、发改委、商务部等	《关于促进消费扩容提质，加快形成强大国内市场的实施意见建议》	政府要进一步完善免税业政策，包括完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持。
2020 年 4 月	上海市政府	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	支持免税品经营企业增设市内免税店，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际市场。加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围。
2020 年 6 月	北京市政府	《关于加快培育壮大新业态新模式促进北京经济高质量发展的若干意见》	加快落实国家免税店创新政策，优化口岸、市内免税店布局，开发专供免税渠道的优质特色产品。
2020 年 9 月	广州市政府	《广州市加快推进消费国际化特色化若干措施》	探索设立市内免税店建设，释放免税消费潜力，引导境外消费回流。
2021 年 3 月	国务院	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2021 年 7 月	深圳市政府	《关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案（2021—2023 年）》	探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店，积极争取放宽服务对象、提升免税购物额度等免税政策。
2022 年 4 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	持续办好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际服务贸易交易会、中国国际消费品博览会。完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

图.市内免税相关支持政策

数据来源：各政府部门官网，西南证券整理

- **短期来看，各地放开防疫政策要求，在客流恢复及客单价提升的背景下，免税行业成长及估值空间打开，有望迎来戴维斯双击。**海南旅游热度提升，海口美兰机场客流量迅速回升，2022年12月7-13日，海口美兰机场日均客流量约为27352人次，环比提升59.4%，恢复至去年同期63.5%。海南政府组织开启海南离岛免税跨年狂欢季，时间从12月7日持续至明年2月5日。
- 《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》重点强调“未来要更好满足中高端消费品消费需求，促进免税业健康有序发展，促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。”12月为海南消费旺季，海口国际免税城的落地叠加防疫政策放宽，海南免税市场销售额回暖可期。

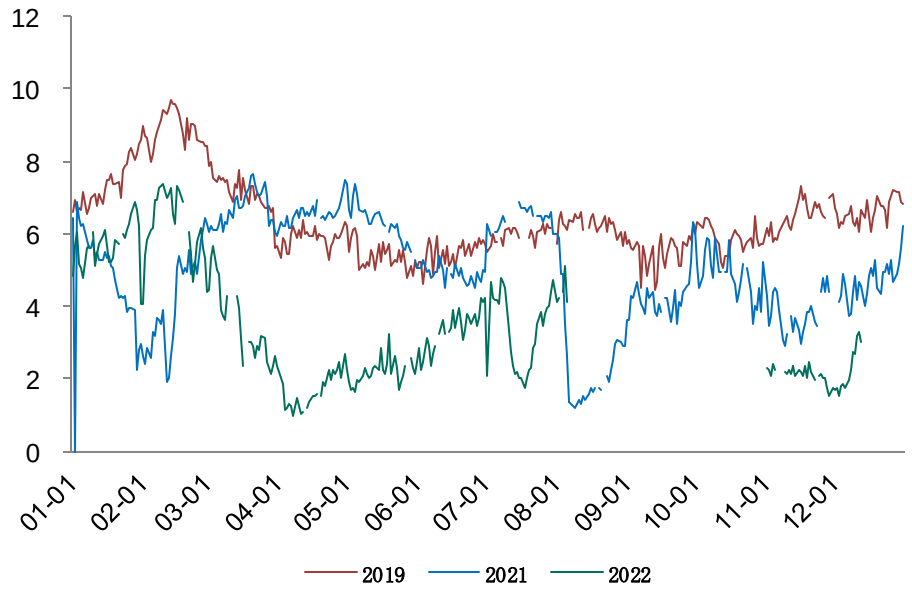


图.海口美兰机场客流量

公司名称	促销活动
中免	打造系列的免税主题购物节，海口国际免税城的 Gucci、prada 店将会在近期开业
中出服	打造差异化免税店（免税+健康），在 12 月 30 日开启店庆营销活动，周年庆期间实施会员升级体验
海南旅投	香水化妆品全场 7.2 折，箱包玩具低至 3 折，进店就享受 400 元海旅消费券，店内优惠叠加享受银行和政府消费券活动
海发控	从今年 12 月至明年 2 月份开始各项活动，包括 2 周年店庆、世界杯、跨年活动等等，各促销活动
深免	开展独家 IP 活动引流，推出主题优惠活动，多倍积分，到店好礼福利，未来将进一步打造高奢名品街区，腕表栏等模块
王府井	商品供给的差异化、客户服务的差异化、品类组合的创新打造差异化竞争

图.各免税商海南离岛免税跨年狂欢季活动

数据来源：海口美兰国际机场官方微博，海南离岛免税促消费新闻发布会，西南证券整理

- **上市公司积极切入免税赛道，促进市场良性发展。**建筑面积28万平方米的cdf海口国际免税城已于今年10月28日开业；王府井万宁国际免税港也将于明年1月开业。此前海汽集团已于今年5月发布公告，拟发行股份及支付现金购买海南旅投免税品有限公司（海旅免税）的全部股权；海南发展控股股东海南省发展控股有限公司承诺将下属免税品经营主体全球消费精品（海南）贸易有限公司控股权注入上市公司；格力地产于今年12月2日发布重启收购珠免100%股权的公告。免税资产注入上市公司将会对上市公司进行业绩考核，市场出现价格战的概率下降，从而促进免税市场实现良性发展。



图.海口国际免税城



图.即将开业的万宁王府井国际免税港

数据来源：王府井免税微信公众号，海口国际免税城，西南证券整理

- **中期来看，中国市场占比持续提升，机场渠道的复苏将成为拉动免税市场规模提升的第二曲线。**中国免税市场全球占比逐年提升，韩国市场在中国代购的推动下全球占比也在逐年提升，但韩国免税市场占比的提升主要是因为中国代购盛行，2021年韩国免税市场外国顾客占比为9.8%，销售额占比却达到95.4%，其中约90%的销售额为中国消费者贡献。许多众多顶奢品牌关闭在韩门店，目光转向中国免税市场，2022年3月路易威登关闭釜山店（乐天）、济州店（新罗）、世界塔店（乐天），计划在北京的首都机场、大兴机场、上海虹桥机场等5家中国机场免税店入驻，香奈儿也于3月关闭釜山店（乐天）和济州店（新罗），劳力士也只在首尔、济州、仁川机场各留下了1家免税卖场。随着我国免税业态成熟，更多的顶奢品牌将进入国内免税市场。即使我国出入境人流恢复，韩国免税市场对国内免税市场的替代也将弱化，国内口岸免税店中的机场免税渠道也将复苏，国人对于韩国代购的需求将更多的转向国内免税市场。

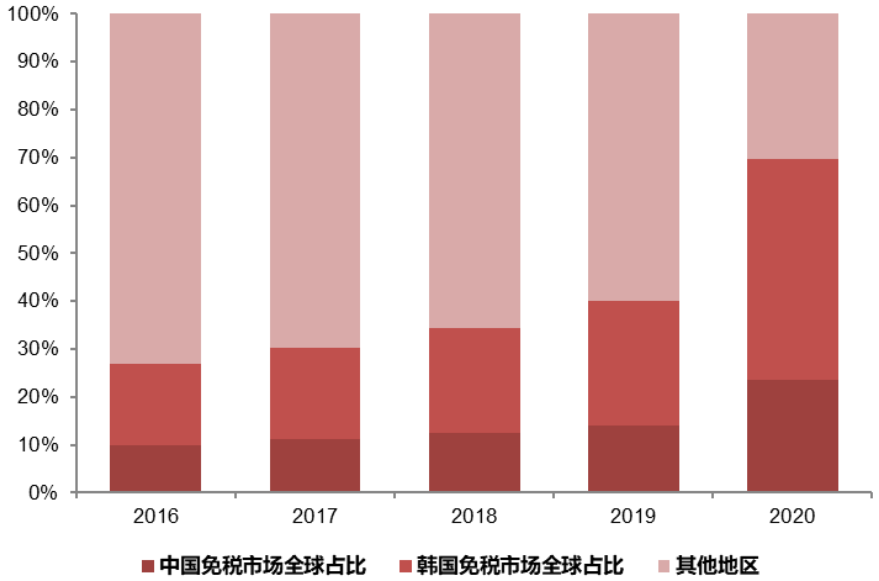


图.中国免税市场全球占比逐年提升

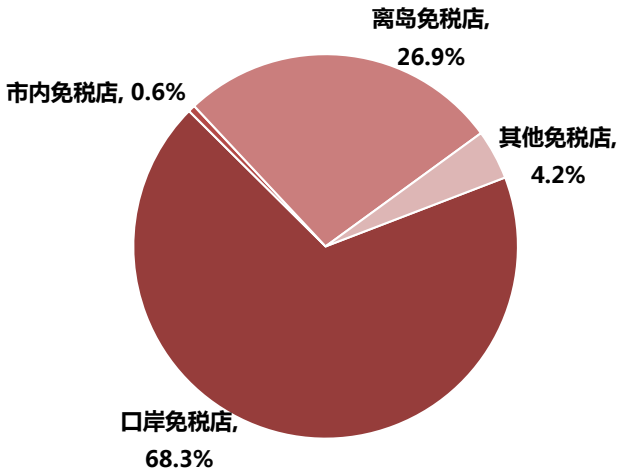


图.机场免税店为疫情前国内重要免税渠道

数据来源：KDFA，Generation Reasearch，弗若斯特沙利文，西南证券整理

- **长期来看，国内免税市场竞争力提升，持续带动海外消费回流。**在韩国免税高返利模式下，2017年至2020年，韩国三大免税的营业利润率维持在-5%-5%左右，远低于国内免税龙头中国中免，已无明显下降空间，韩国市场分流能力下降。反观国内市场，国内的免税店在香化产品中已经形成较为明显的价格优势，可见中国免税市场已经初具竞争优势，2020年至今海外疫情的蔓延给国内免税市场带来一定的消费回流，国内免税市场的增长空间巨大，市场的竞争力逐渐提升。

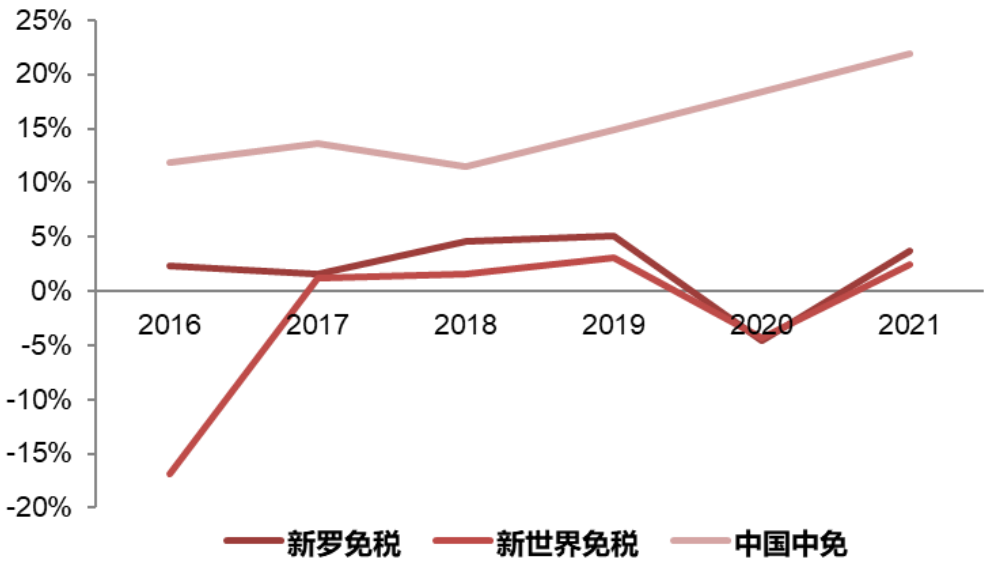


图.韩国免税商营业利润率已处低位

产品品类	产品名称	中国	中国香港	韩国	日本	西班牙	澳大利亚	美国	加拿大
香化产品	海蓝之谜传奇精华面霜 60ml	1288	1888	1468	1841	-	2150	2035	-
	雅诗兰黛第七代小棕瓶精华液 50ml	424	1245	782	966.56	-	1087	1226	-
	娇兰玫瑰绽放香水 100ml	849.98	-	611.2	813.14	811.85	949.73	989.18	413.52
	阿玛尼臻致丝绒哑光唇釉#405	147.27	273.02	152.95	153.93	231.85	236.25	163	297.94
电子产品	iPhone14 Plus 256GB	6557	7608	7431	7661	8322	7313	7585	7186
	Apple watch Series6	-	-	-	-	-	-	-	-
烟酒	轩尼诗 XO 干邑白兰地 1000ml	1710	1880	-	1826	-	2032	1916	1536
	芝华士 CHIVAS 18L	561.6	593.48	794.13	-	636.3	614.25	501.55	647.26
腕表首饰	劳力士潜航者腕表 41 毫米	82800	-	67229	-	68116	-	80486	-
	梵克雅宝 Vintage Alhambra 吊坠	22100	-	-	17899	20015	-	22020	21000
	古驰黑色腰带 85	4500	-	3847	3478	2712	3241	3948	3653
时尚精品	古驰 1955 Horsebit bag	-	-	-	14064	-	-	-	19015
	路易威登 ONTHEGO 中号手袋	24500	23274	19668	18206	15496	19653	23538	22726
	香奈儿小号经典手袋	58600	57111	-	59528	-	56868	62263	-

图.全球热门免税商品价格对比（截止至2022年12月12日）

数据来源：韩国各免税公司年报，中国中免年报，jessica's secret，西南证券整理（注：每件商品仅选取每个免税市场里不同公司的最低价格，表格颜色越深，代表价格越便宜，国内部分商品由于供应商未合作，价格为有税价格）

- **疫情反复不改长期复苏趋势，酒店行业未来发展持续向好。**疫情期间入住率下滑并非由于供需失衡，而是受到疫情管控政策的影响，所以疫情期间酒店企业通过降低ADR 无法提升OCC。随着“十二条”及“新十条”防疫政策的落地等疫情利好因素，新冠疫情对居民生活的影响将逐渐降低，酒店行业的复苏势头仍然不变。



图.中国星级酒店经营指标变化

数据来源：文旅部，西南证券整理

- **国内疫情已经持续接近三年，不少地区疫情出现反复，中小酒店企业出现经营困境，酒店供给进一步出清。**根据中国饭店协会报告，截至2021年初，中国住宿业设施总数约44.7万家，较2020年初下降约26%；其中酒店业设施约27.9万家，同比下降17%。
- **连锁酒店成本管控能力强，行业集中度提升。**2021年中国10大酒店集团市场占有率为64.35%，同比上升4.56个百分点；前10大酒店品牌市占率为34.49%，同比基本保持不变，中国酒店集团第一梯队top6已经形成，第六大酒店集团与第七大酒店集团之间规模差距持续扩大。由于国内酒店企业针对不同市场，普遍采用多品牌的战略，因此酒店品牌集中度较低，疫情的发展加速行业不断整合，龙头企业市占率提升，未来在防疫政策逐渐放开的背景下，龙头企业业绩弹性较大。

2019		2020		2021	
集团	占有率	集团	占有率	集团	占有率
锦江国际酒店	18.31%	锦江国际酒店	19.50%	锦江国际酒店	22.11%
华住酒店集团	10.19%	华住酒店集团	11.99%	华住酒店集团	15.96%
首旅如家酒店集团	9.33%	首旅如家酒店集团	9.27%	首旅如家酒店集团	10.07%
格林酒店集团	5.34%	格林酒店集团	6.48%	格林酒店集团	7.14%
尚美生活集团	3.02%	尚美生活集团	3.59%	东呈国际集团	4.07%
都市酒店集团	2.72%	东呈国际集团	3.45%	尚美生活集团	4.05%
东呈国际集团	2.63%	都市酒店集团	2.52%	亚朵集团	1.84%
住友酒店集团	0.91%	亚朵生活	1.08%	德胧集团	1.65%
恭胜酒店	0.88%	开元酒店集团	1.00%	逸柏酒店集团	1.38%
开元酒店集团	0.83%	住友酒店集团	0.88%	凤悦酒店	1.19%
其他	45.84%	其他	40.24%	其他	30.54%

图.中国酒店集团排名

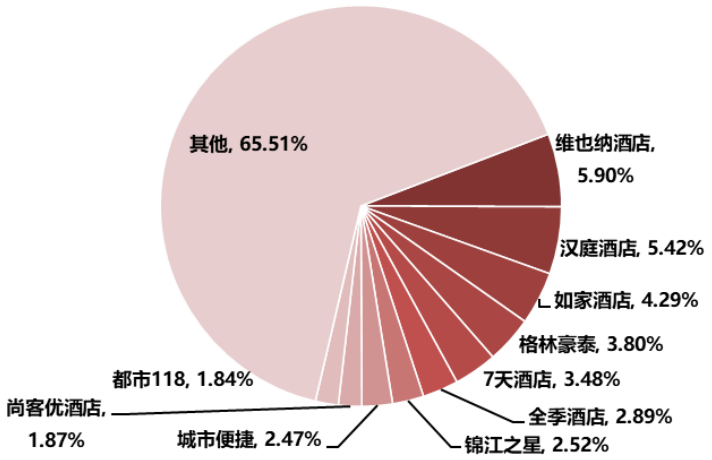


图. 2021年中国10大酒店品牌市占率

数据来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，西南证券整理

- **中国酒店行业的连锁化率较低，单体酒店的占比较高。**截至2020年12月31日，连锁酒店的客房数仅占中国酒店客房总数的31.5%，远低于全球平均水平的41.9%和美国的72.9%。根据弗若斯特沙利文的预测，从2021年到2025年，中国酒店客房总数预计将以2.6%的复合年增长率增长，中国酒店连锁化率预计将在2025年提高到42.9%。

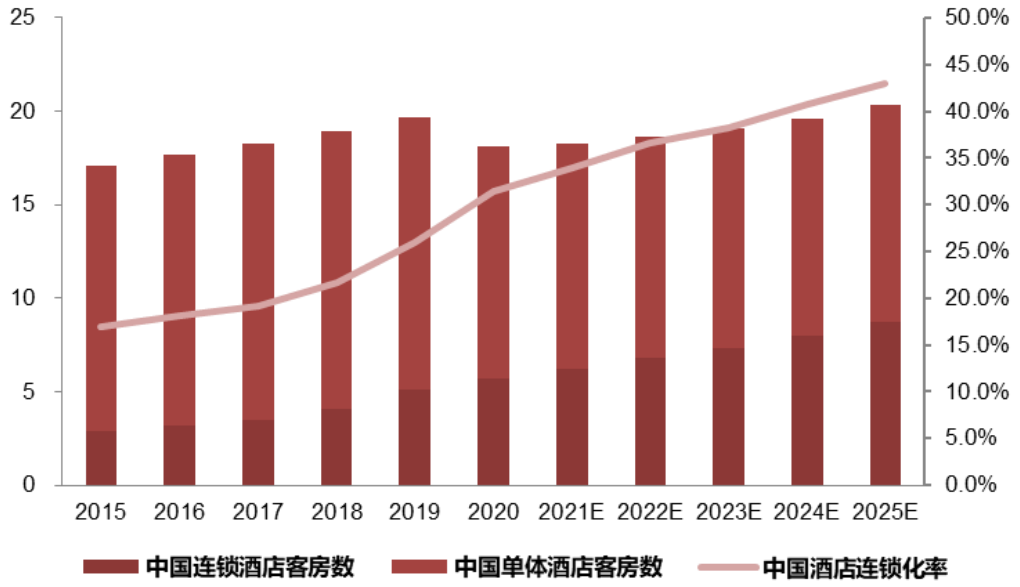


图.中国酒店连锁化率稳步提升

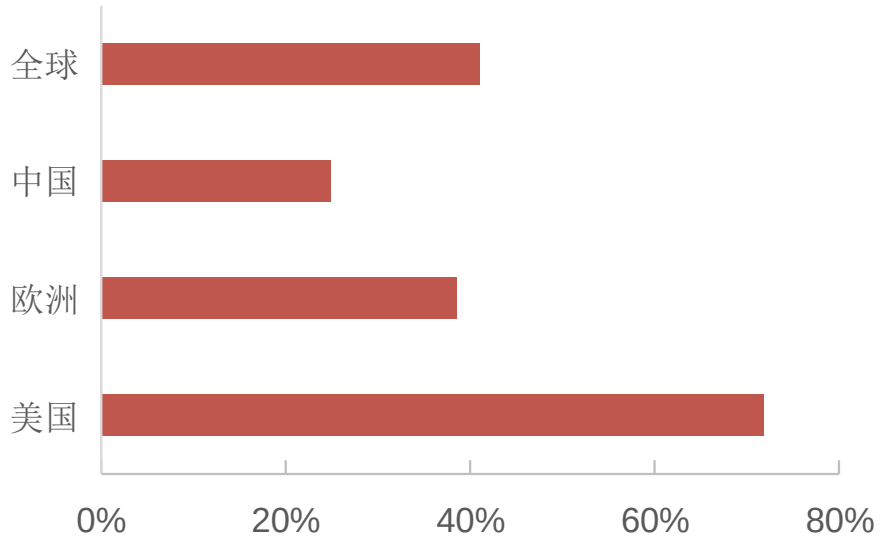


图.中国酒店连锁化率仍有较大增长空间

数据来源：弗若斯特沙利文，华住集团招股说明书，亚朵酒店招股说明书，西南证券整理

- **2022Q3三大酒店集团RevPAR较2019年同期水平有所回升，房价水平保持稳定。**2022Q3锦江酒店、首旅酒店、华住集团RevPAR分别恢复至2019年同期的80.4%、63.3%、89.8%，三大酒店集团恢复程度环比2021Q4下滑8-14%、同比2021Q1下滑4-11%。2022Q3三大酒店集团房价水平基本已经恢复至2019年同期水平。

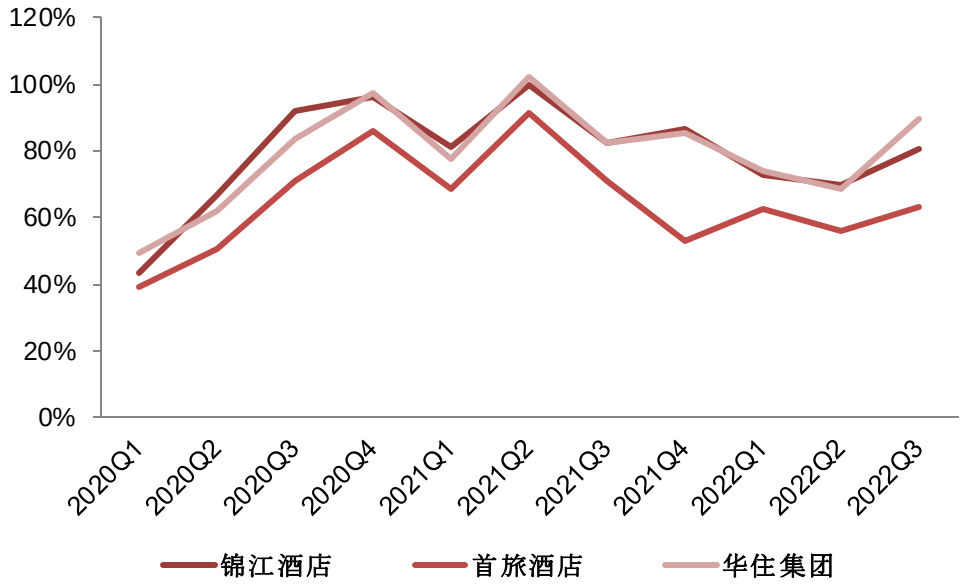


图.三大酒店集团RevPAR较2019年同期恢复程度

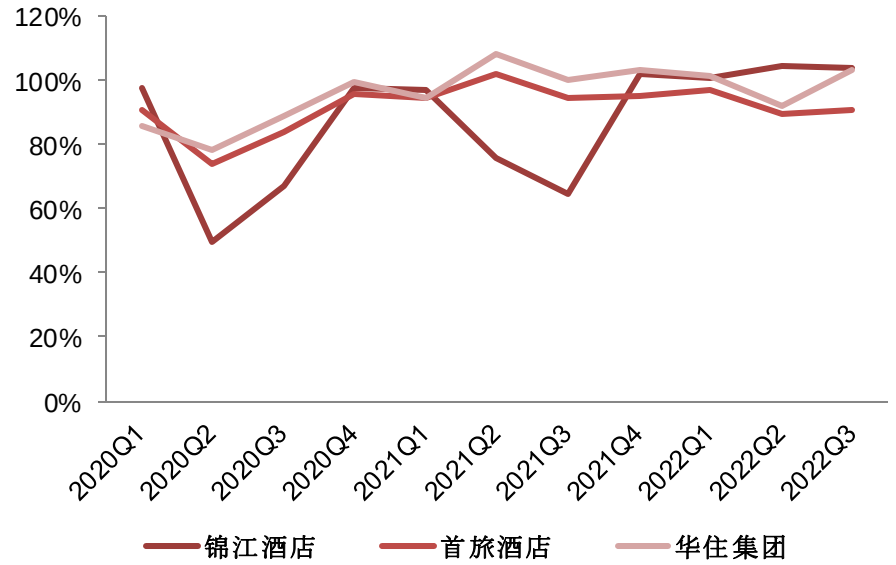


图. 2022Q3三大酒店集团房价水平较2019年同期相当

数据来源：各上市公司公告，西南证券整理

- **疫情过后，国内酒店业有望实现快速反弹。**PWC的数据显示，美国受新冠肺炎的影响，RevPAR最高下降接近75%，但在6个季度后逐渐恢复至疫情前的水平。由于我国前期并未放松对疫情的管控，坚持动态清零的防疫政策，酒店经营主要受防疫政策限制而非疫情。随着国内防疫政策的放宽及对新冠疫苗的接种率逐渐提高，未来出行客流有望得到爆发性反弹，酒店经营在防疫政策放松后能够出现较快速恢复。

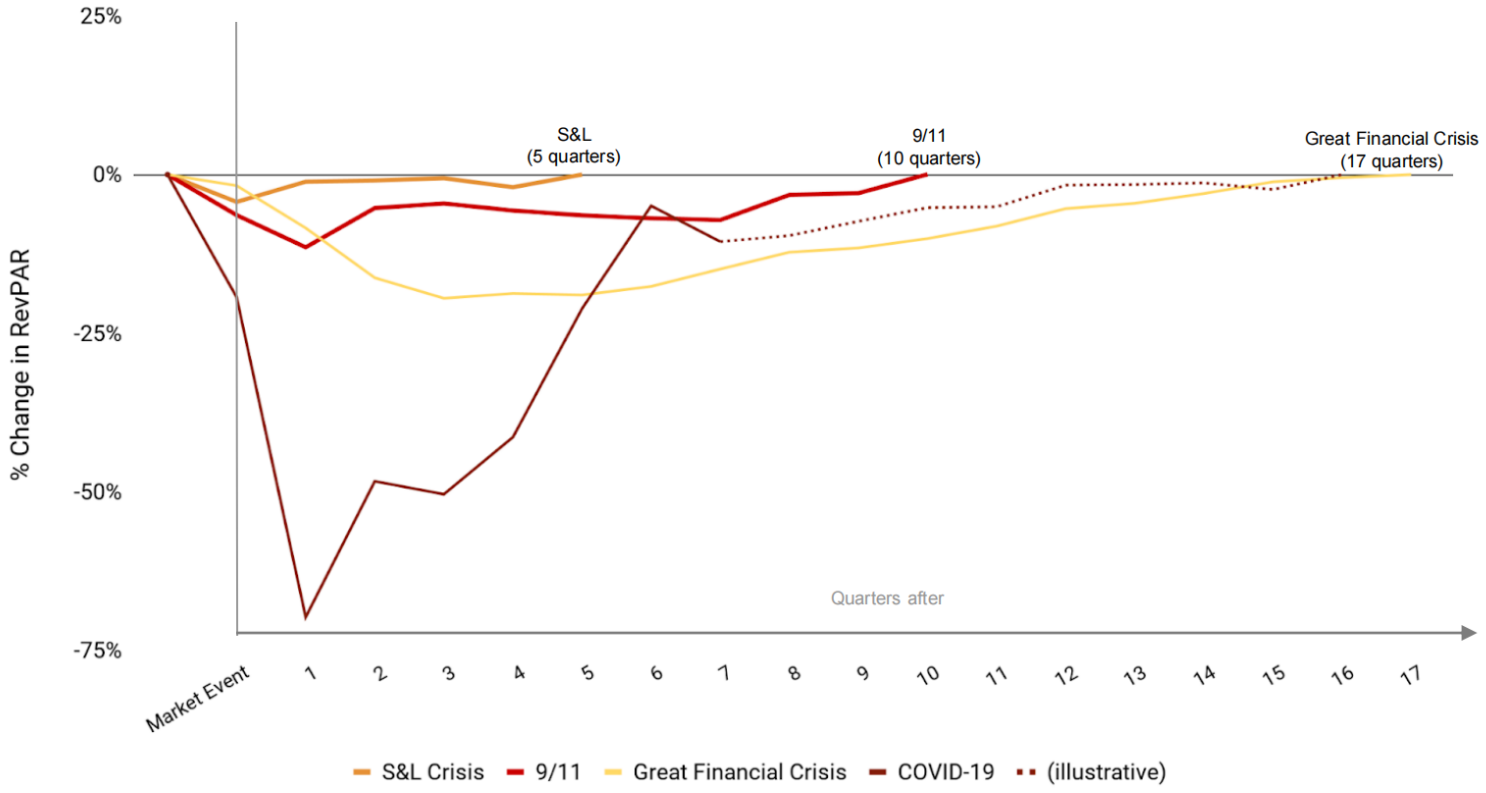


图.重大事件对美国酒店行业RevPAR的影响

数据来源：PWC，西南证券整理

- **居民食品消费支出依然稳定，2022年全年餐饮行业受疫情管控政策影响较大。**食品消费作为必需消费和刚性需求，支出规模及支出占比保持稳定，居民人均食品烟酒支出由2017年的5373元增长至2021年的7178元，居民人均食品烟酒支出占比稳定在29%左右。2021年全年餐饮行业收入46895亿元，同比增长18.6%，较2019年增长0.4%。2022Q1-Q3居民人均食品烟酒支出占比达30.4%,为近年较高水平；今年全国散发疫情导致居民出行受限，餐饮行业收入31249.1亿元，同比下降4.6%。

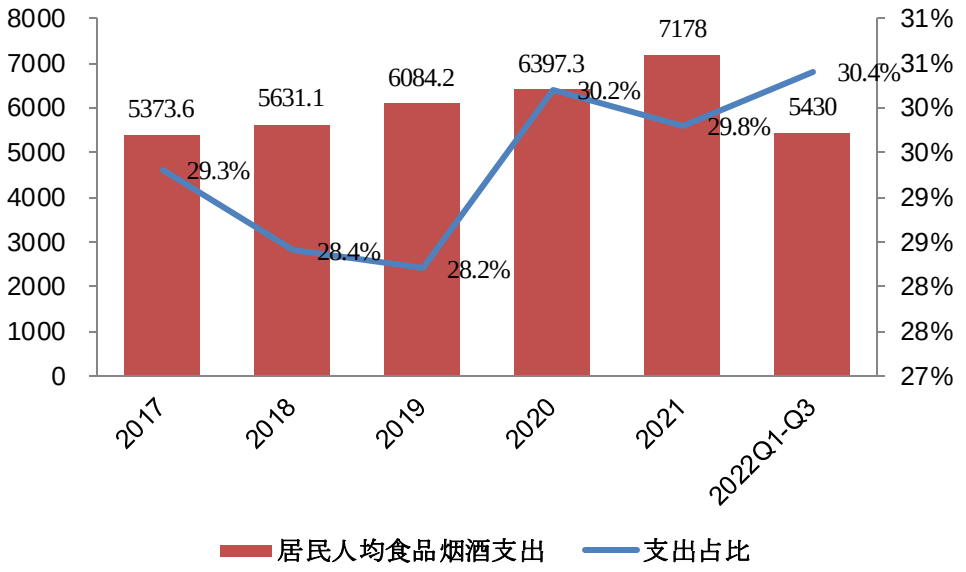


图.居民烟酒支出受疫情影响较小

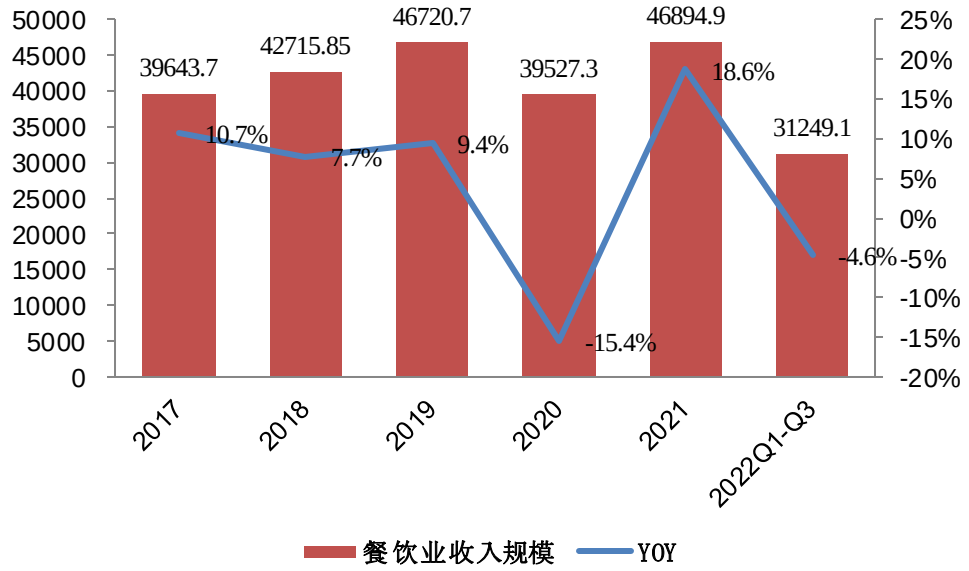


图.2022年餐椅行业受疫情管控影响较大

数据来源：Wind，西南证券整理

- **上海的地铁客运流量已基本恢复至去年同期水平，北京地铁客流受疫情影响较为明显。**地铁客流量水平可在一定程度上反应餐饮店客流变化，今年疫情反复明显，上海及北京地铁客流量水平不及21年同期，12月3日-12月9日，上海地铁客运量同比下降15.0%。12月1日-12月7日，北京地铁客运量1570.4万人次，环比上周上升56.7%，同比下降73.5%。

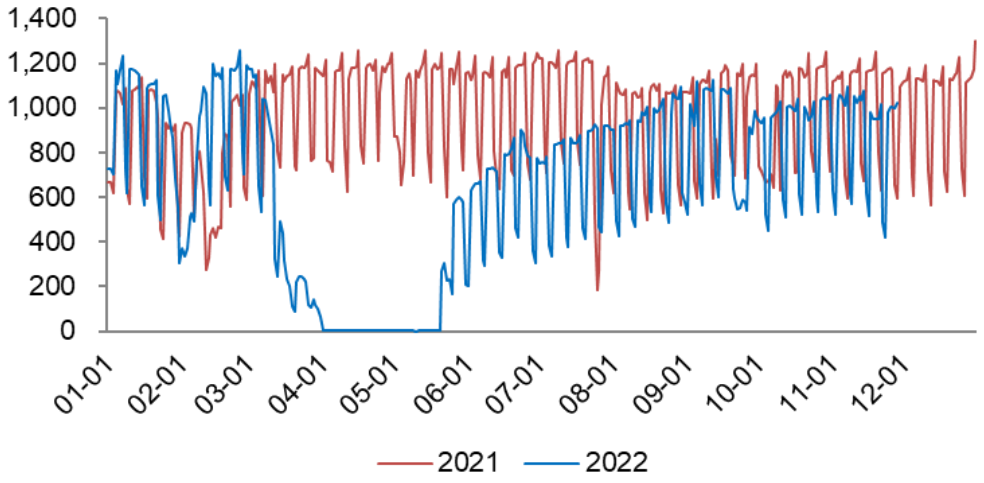


图.上海地铁客运量（万人次）

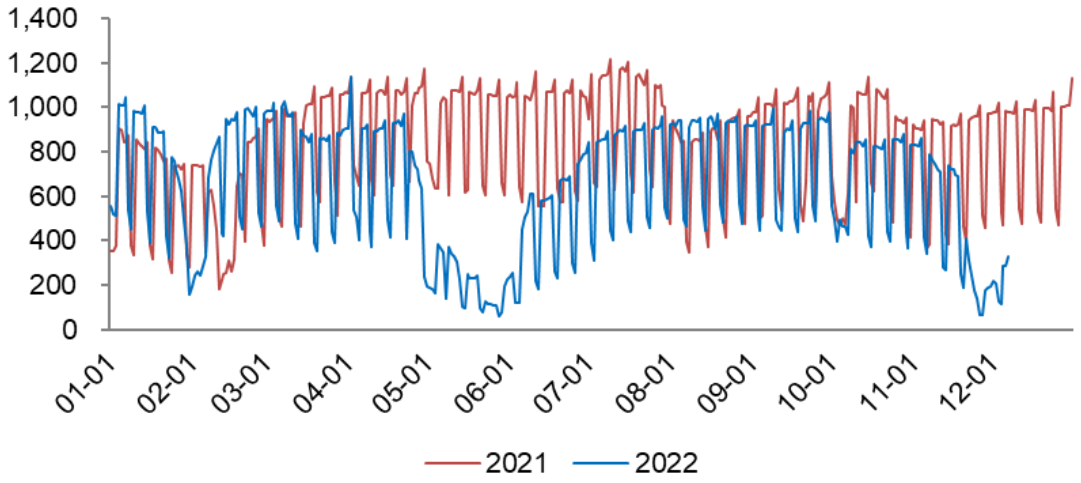


图.北京地铁客运量（万人次）

数据来源：Wind，西南证券整理

- **目前中国餐饮行业连锁化率和集中度的提升空间较大。**目前国内餐饮行业竞争格局非常分散，2018-2020年国内餐饮连锁化率分别为12.8%、13.3%和15.0%。从中西餐特点的对比看，中国餐饮集中度低、连锁化/迅速扩张难的主要原因是品类标准化难度高（其中的重要原因包括中餐的素材、菜系、菜品极其丰富；烹饪手法、工序复杂等）、公司治理能力不强（多为家族企业，现代化管理企业较少）、口味区域性较强难以全国推广。

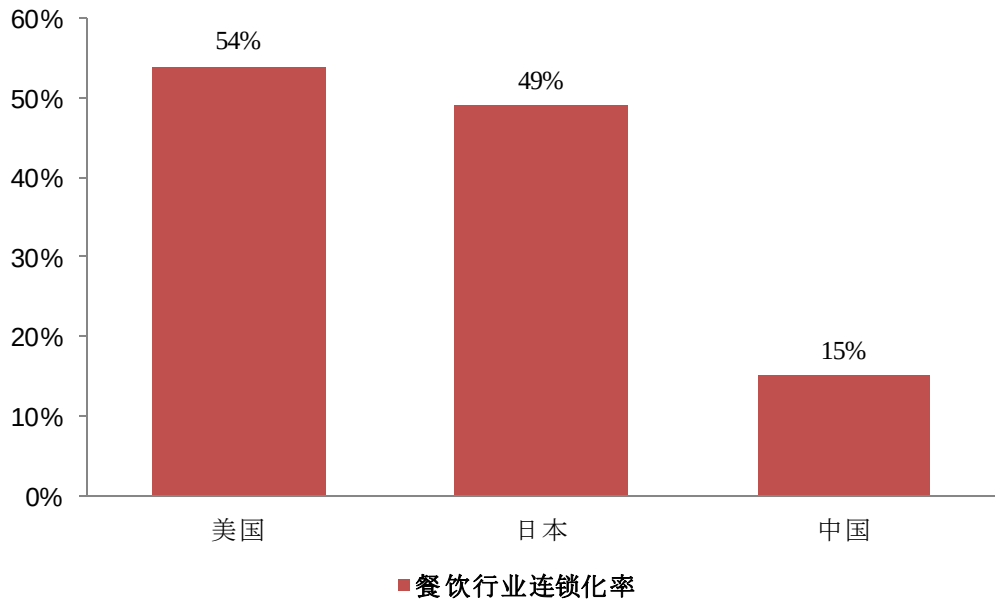


图.中国餐饮行业连锁化率低

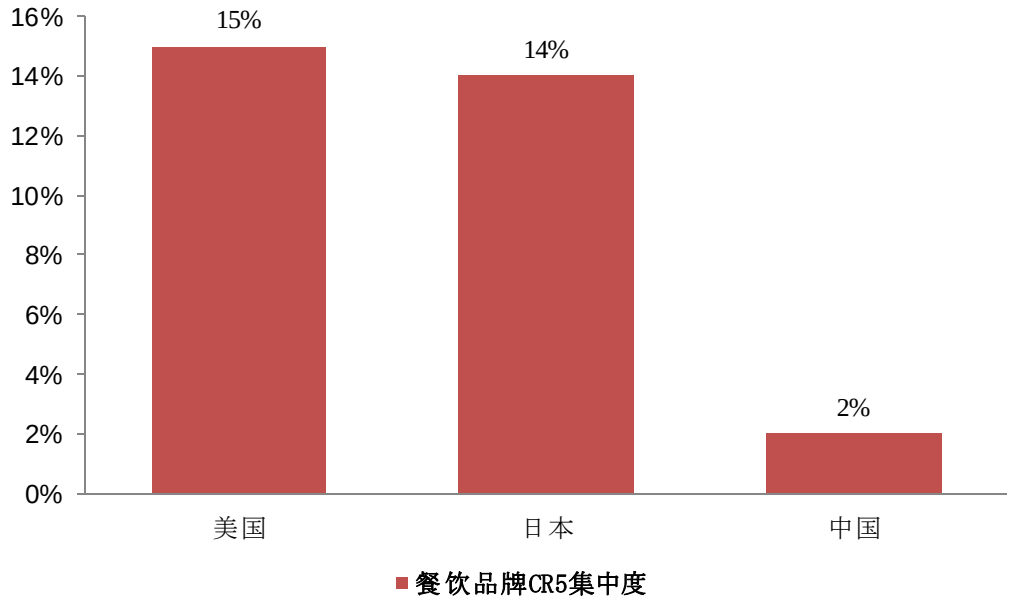


图.整个餐饮行业集中度低

数据来源：中国连锁经营协会，美团，西南证券整理

- **新冠肺炎疫情冲击下，中国居民出境旅游人数大幅下降。**2020年全年出境旅游人数为2033.4万人次，同比减少86.9%。2021年，中国旅游研究院预测出境旅游人数为2562万人次，与2019年相比同比恢复17%，与2020年相比，同比增长27%。相比疫情前过亿人次的出游规模，出境旅游依然基本处于停滞状态。根据中国旅游研究院的数据，从2000年开始到现在，中国出境旅游人数累计减少4亿人次以上。中国游客出境旅游的消费支出累计减少3400亿美元~4000亿美元。

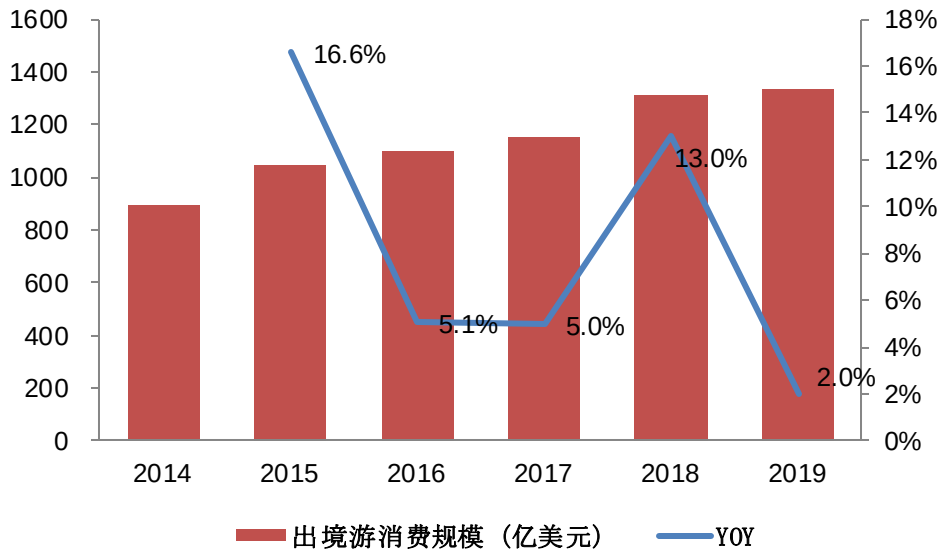


图.出境消费规模在疫情前保持稳步增长

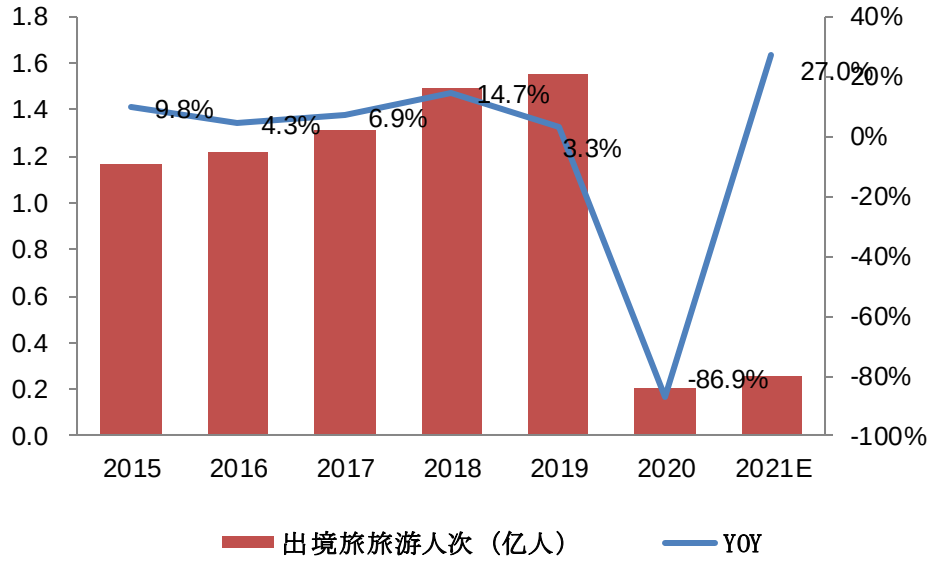


图.中国居民出境旅游人次下降明显

数据来源：中国连锁经营协会，美团，西南证券整理

- **许多旅游目的地放开出入境限制，海外旅游市场对于国内旅游消费者仍抱有较高期许。**国内正面临对于出境旅游越来越友好的状况，截止2022年10月31日，全面取消因新冠肺炎疫情原因入境限制的国家已经有105个，很多都是国内主要的出境旅游目的地，其中欧洲地区46个、美洲地区29个、亚太地区13个、非洲地区11个、中东地区6个。各境外目的地的旅游推广机构针对中国游客的促销活动频率较2021年有明显的增加。几乎每个月都有针对中国出境游客的在华推荐活动。比如泰国的线上云泼水；中国澳门地区对于内地游客的持续不断的活动等，出境旅游目的地往往都选择富有当地特色、富有影响力、性价比高的产品和服务作为他们的营销内容。



图.世界旅游组织公布的完全取消新冠相关出入境限制的国家

数据来源：世界旅游组织，中国旅游研究院，西南证券整理

- **疫情限制居民出行，对比疫情前的相关数据，国内旅游人数及旅游收入双双承压。**相比于出境游人数的断崖式下降，2020年，国内旅游人数为28.8亿人次，同比下降52.0%，对比出境游下降幅度减少34.9个百分点；2021年国内旅游人数为32.5亿人次，同比增长12.8%，与2019年相比同比恢复54.1%。国内旅游收入2.2亿元，同比下降61.1%。

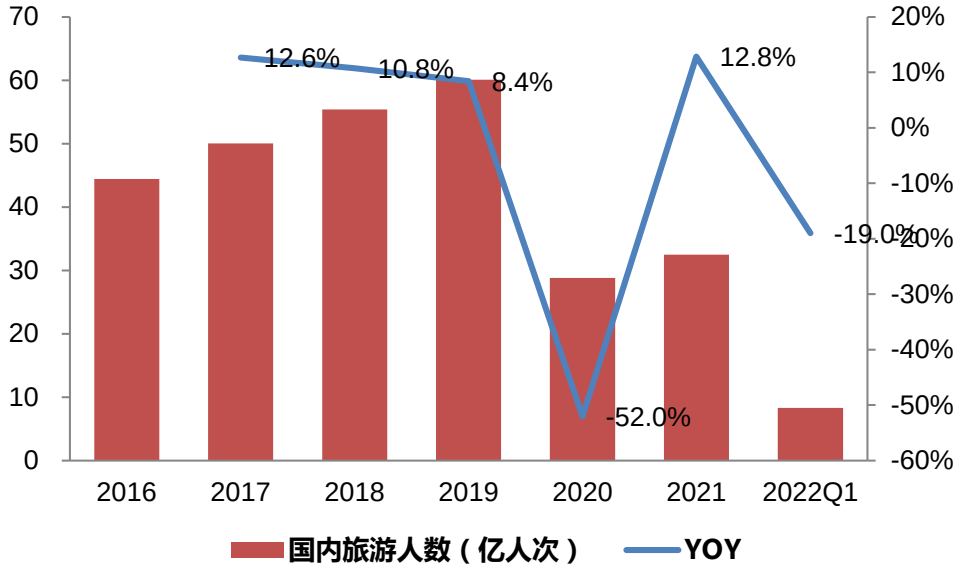


图.国内旅游人数已恢复至疫情前的54.1%

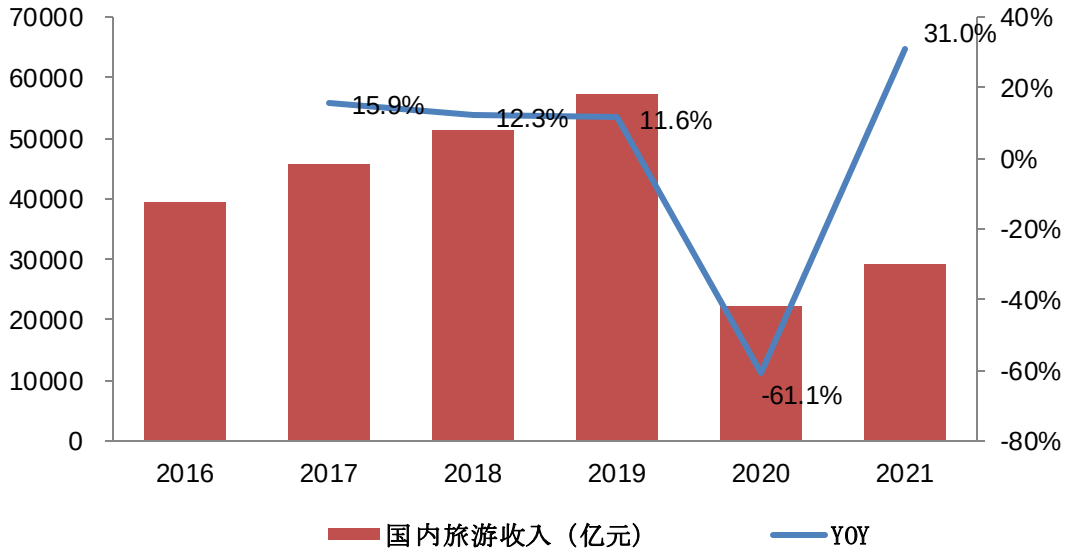


图.国内旅游收入受疫情影响较大

数据来源：中国连锁经营协会，美团，西南证券整理

- **2022年国内旅游数据相比2021年有一定程度下降，本地游和周边游为今年旅游市场主旋律。1）国内旅游景气指数下降：**2022年前三季度旅游经济运行综合指数为95.6、97.8、85.6，环比分别下降3.2、2.2、12.2，总体处于旅游经济景气荣枯线（100）之下。**2）国内旅游市场小幅度收缩：**2022年前三季度国内旅游人数为20.94亿人次，与2021年相比有所下降，2022年前三季度国内旅游收入1.72万亿元，同比2021年减少0.65万亿元。根据中国旅游研究院预测，预计2022年第四季度国内旅游人数为6.85亿人次，国内旅游收入0.63万亿元。**3）节假日旅游出现下滑：**2022年元旦、春节、清明节、五一劳动节、端午节、中秋节和国庆节等7个主要节假日均比2021年在旅游人数、国内旅游市场规模上有一定程度的减少。**4）本地游和周边游成为重要形式：**本地游和周边游成为2022年旅游市场的重要特征，游客出游距离及到达目的地后的游憩半径均有明显收缩，近程旅游和本地休闲成为2022年国内旅游的主要特征。国内旅游出现“轻旅游”、“微度假”、“宅酒店”等新亮点。

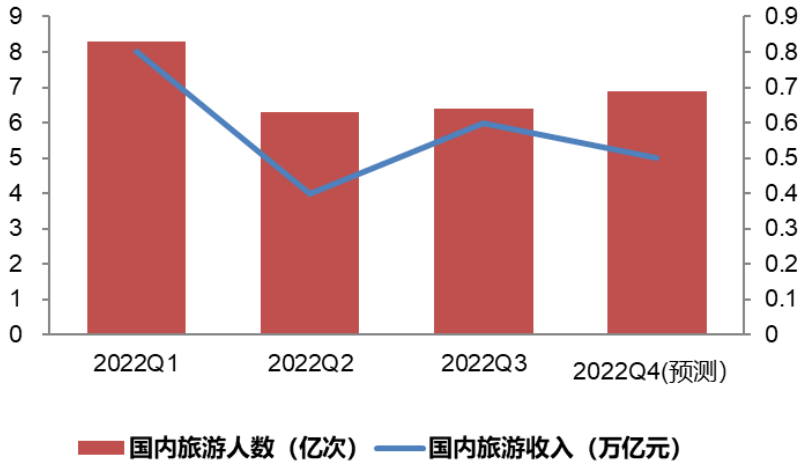


图.国内市场小幅度收缩

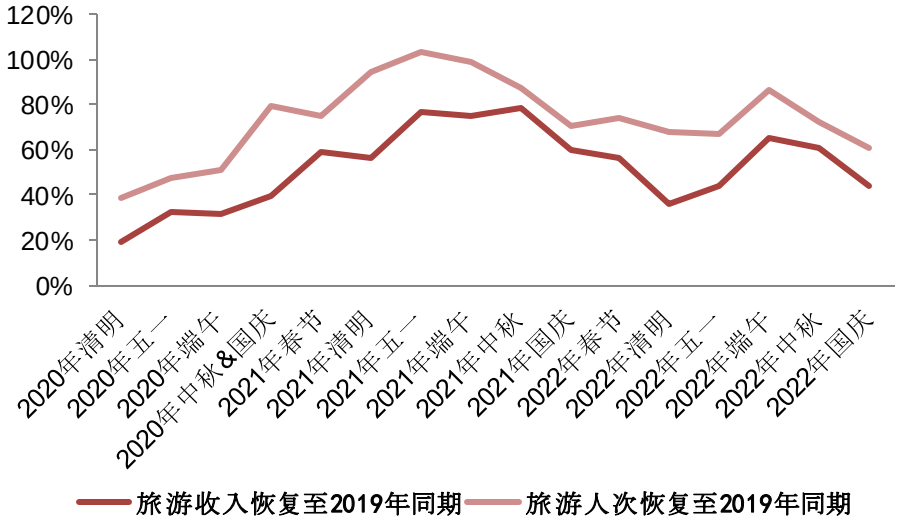


图.节假日旅游出现下滑

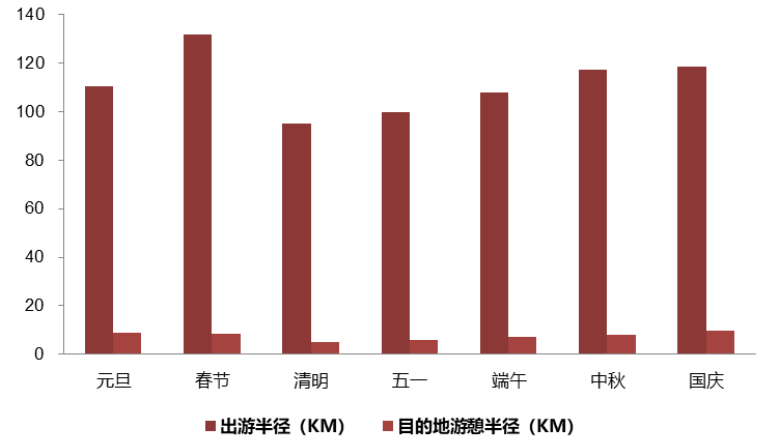


图.2022年节假日出游及目的地游憩半径

数据来源：中国旅游研究院，文旅部，西南证券整理

- **2022年疫情持续反复，景区类上市公司客流量受到较大影响。**多数景区类上市公司客流量下降明显，五家景区公司2022H1客流量分别为33、89、51、60、37万人次，同比分别下降。明年或迎来困境反转，需关注各景区相关公司业绩复苏。

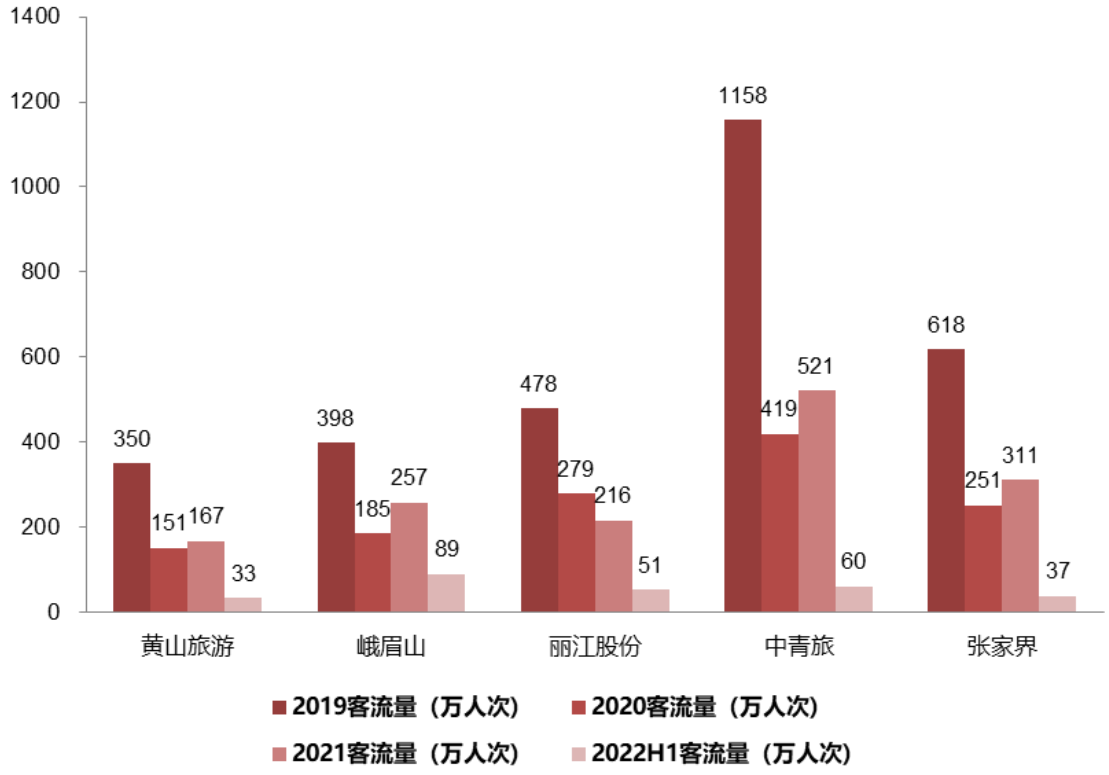


图.上市景区公司客流受疫情影响明显

数据来源：各上市公司公告，西南证券整理

- **非典疫情后的2004年国内出入境旅游迎来补偿性复苏，明年旅游市场有望实现明显复苏。**2004年，国内旅行社组织出境旅游人数达到558.6万人次，同比增长44.3%，增速同比提高40.3个百分点；国内旅游业总收入为0.68万亿元，同比增长40.1%，增速同比提高52.4个百分点。我们认为在疫情防控放宽的背景下，2023年旅游市场将大概率呈现爆发性复苏态势，旅游出行需求复苏确定，需要重点关注防疫政策放开后各地疫情反复情况及各旅游景区公司针对疫后复苏的相关措施。

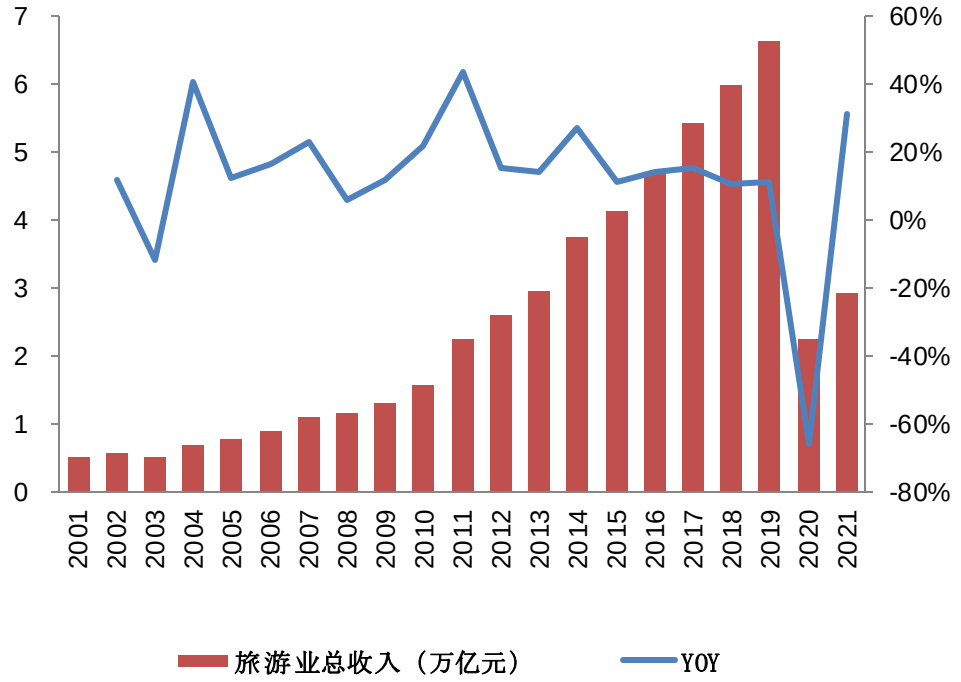


图.非典疫情之后国内旅游业收入大幅反弹

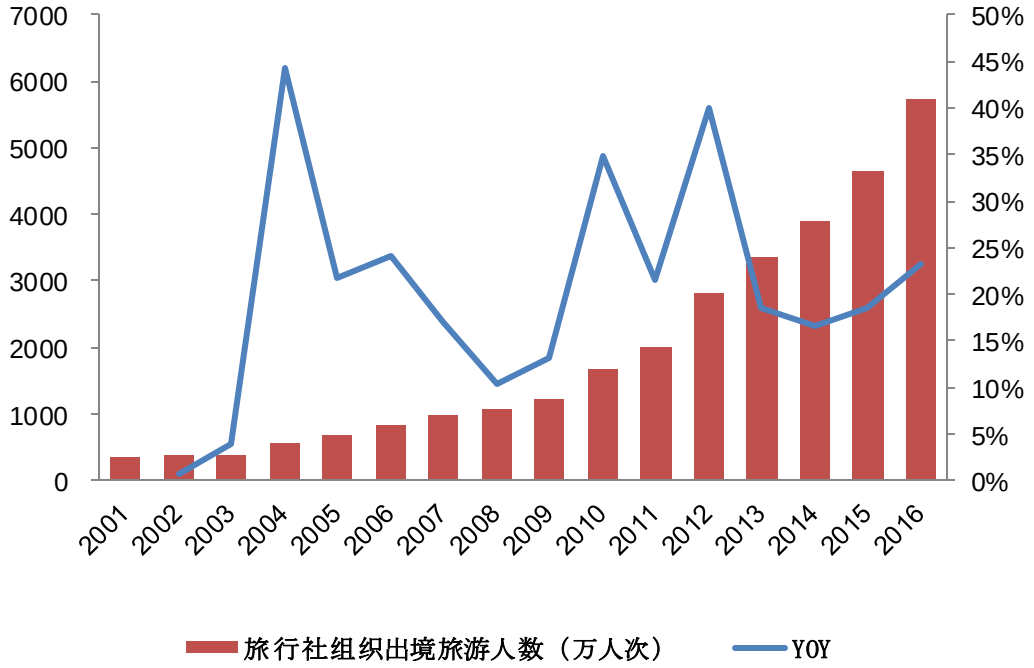


图.非典疫情后出境旅游人数出现爆发式增长

数据来源：中国连锁经营协会，美团，西南证券整理

- **产业结构升级带动人服需求增长，人口红利消减加剧就业市场供需矛盾。**我国产业结构正加速由工业主导向第三产业主导转变，2021年第三产业就业人数占比增长至48%。第三产业以服务业及高科技行业为主，具有劳动力密集、人员流动性强的特点，在劳动力成本持续增长的背景下，企业对外包服务、劳务派遣等人服业务需求有望持续提升。我国15-59岁的劳动力人口占比由69.8%下降至63.6%。劳动力市场求人倍率自2010年开始超过1，2021年上升至1.53，供需不平衡在持续扩大。

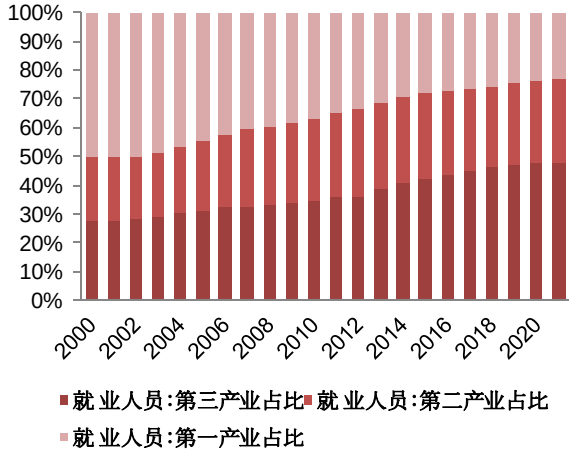


图.我国三大产业就业人员占比

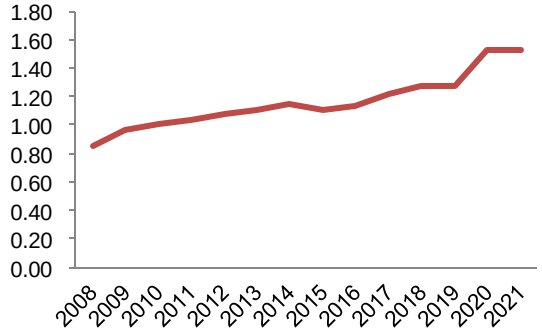


图.我国劳动力市场求人倍率攀升

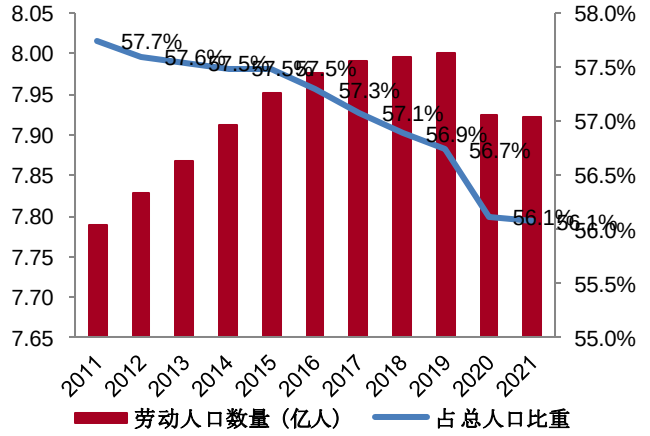


图.我国劳动人口数量及占比呈下降趋势

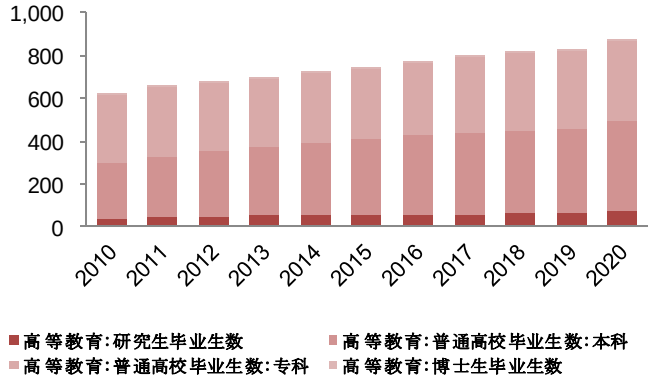


图.我国毕业生数量逐年增多（万人）

数据来源：Wind，西南证券整理

- **灵活用工行业在顺周期的同时具备一定抗周期属性，经济下行时期渗透率依然可保持提升。**1986年日本泡沫经济破灭，在经济下行的同时灵活用工渗透率（日本非全职员工占比）开始逐渐提升，此后日本经济增速处于较低水平，但灵活用工渗透率出现明显提升。美国灵工渗透率和失业率变化趋势相反，在失业率下降的同时灵工渗透率提升，进而体现灵活用工行业顺周期的特点。

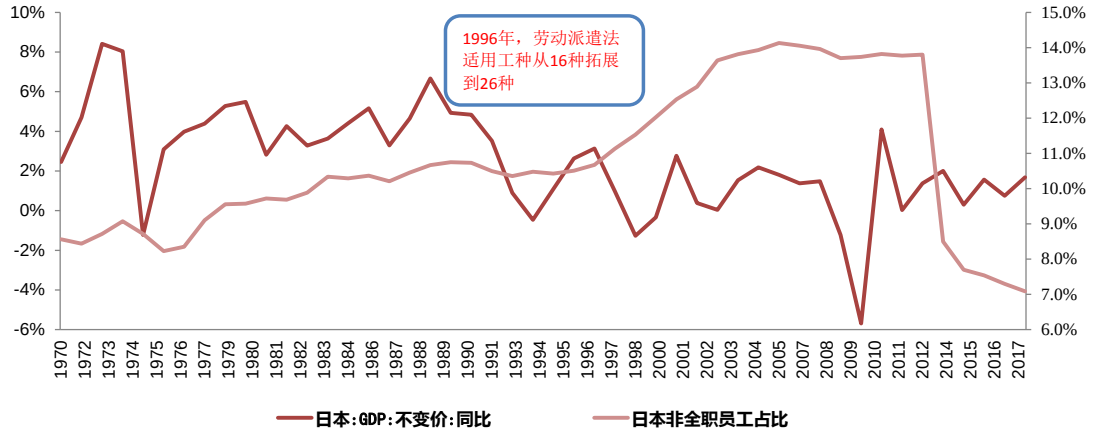


图.日本泡沫经济破灭后非全职员工占比提升

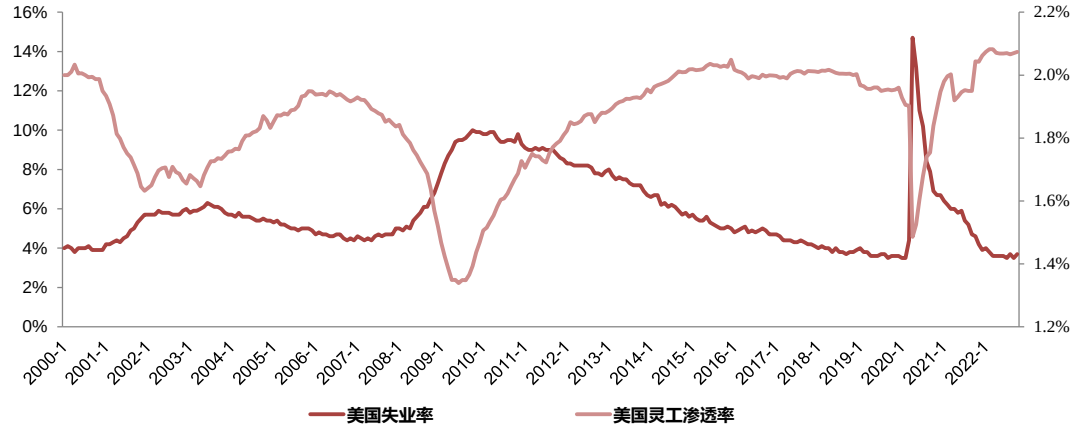


图.美国灵工渗透率和失业率变化趋势相反

数据来源：Wind，西南证券整理

- **反观国内市场，在疫情冲击之下，降低成本成为企业使用灵活用工的主要考量。**从用工企业的角度来看，灵活用工主要有以下三点作用：1）降本提效：帮助企业减少薪酬福利成本（五险一金、绩效奖金及补助金等）；招聘环节、人员管理由人力资源服务公司完成，节约招聘及管理成本，降低雇佣的机会成本；企业向灵活用工服务商支付服务费用作业企业的成本和费用，可以开具增值税发票作为抵消税务支出。2）季节性用工需求：企业可以根据业务季节性，合理灵活地调整员工数量，解决企业偿等)转移至人力资源服务公司承担。临时性、辅助性的岗位需求。3）风险转移：企业不直接与零工签订劳动合同，可以将在用工过程中产生的工伤风险，劳动风险(劳动纠纷、经济补偿等)转移至人力资源服务公司承担。

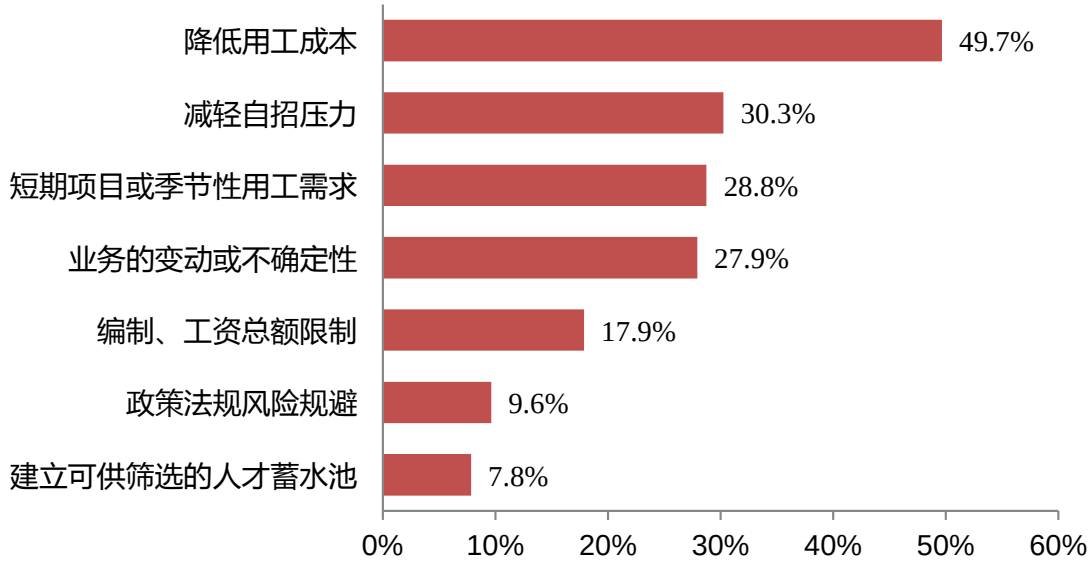


图.更多的企业出于降低用工成本而选择灵活用工

数据来源：《中国灵活用工发展报告（2022）》，西南证券整理

- **从求职者的角度来看，灵活用工为其提供更灵活的求职选择，年轻人占比较高。**国内灵活用工求职者以年轻人为主，30岁以下的求职者占比接近一半；学历方面，灵活员工求职者集中在高中及以上学历，高中或同等学历及以上的求职者占比接近80%，本科及以上的占比为21.7%。一方面，年轻人追求自由，偏爱工作时间自由、自己喜欢的工作；另一方面，目前灵活用工涉及的岗位正在由基础辅助型岗位向专业技术型岗位扩展，对求职者学历要求也更高，故目前灵活用工求职者集中于年轻且有一定学历背景的人群。

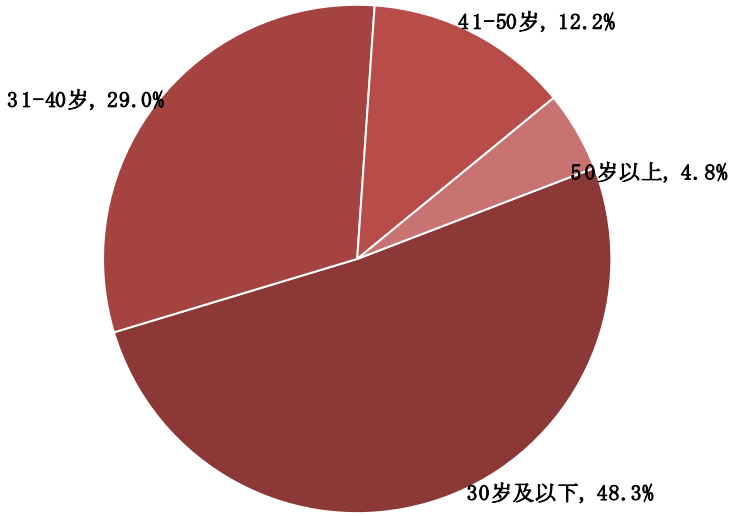


图. 2021年灵活用工求职者年龄分布

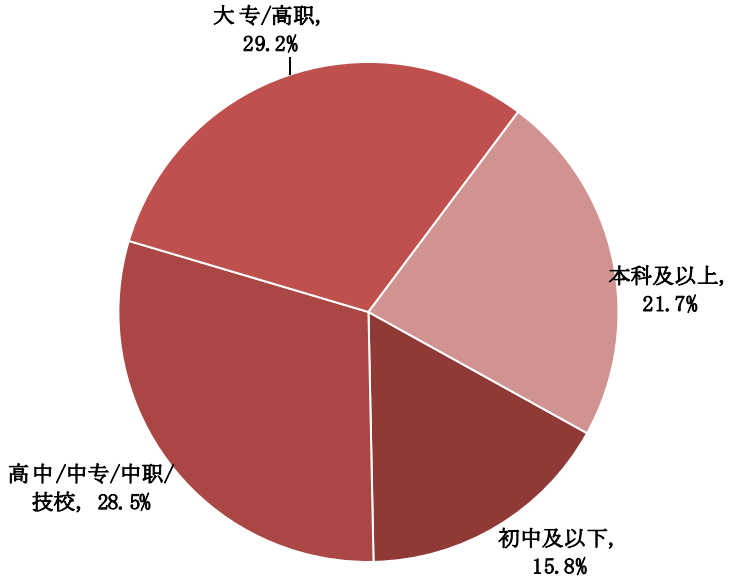


图. 2021年灵活用工求职者学历分布

数据来源：《中国灵活用工发展报告（2022）》，西南证券整理

- **三年疫情促使灵活用工在企业应用的普及度及深度增强，防疫放开后有望受益于用工需求增加。**中国灵活用工发展报告（2022）的调研数据显示，有61.1%的企业使用灵活用工，该比例同比上升5.5个百分点。灵活用工人数占企业用工总人数百分之三十以上的企业占比达42.6%，51.8%的企业未来愿稳定或扩大灵活用工的适用范围。企业对于灵活用工的了解程度及认可程度得到提升，未来灵活用工市场呈现进一步扩大的趋势。

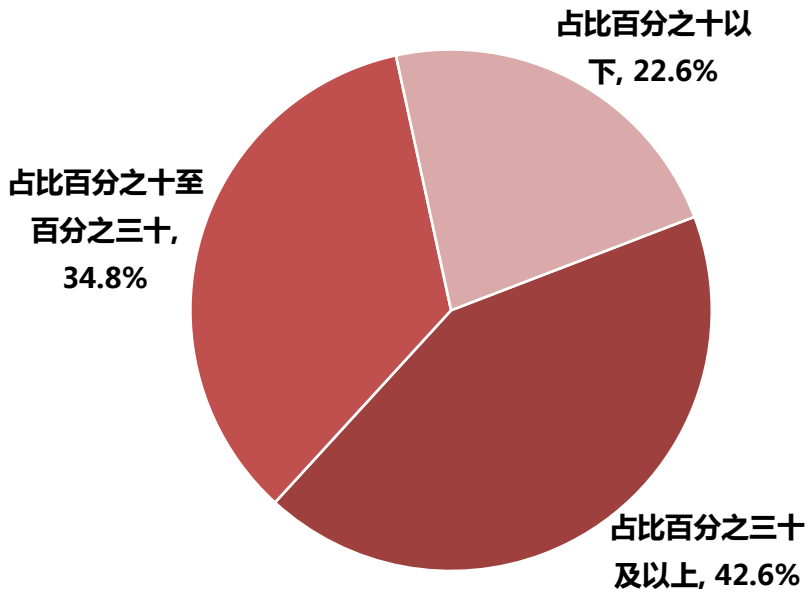


图.日本泡沫经济破灭后非全职员工占比提升

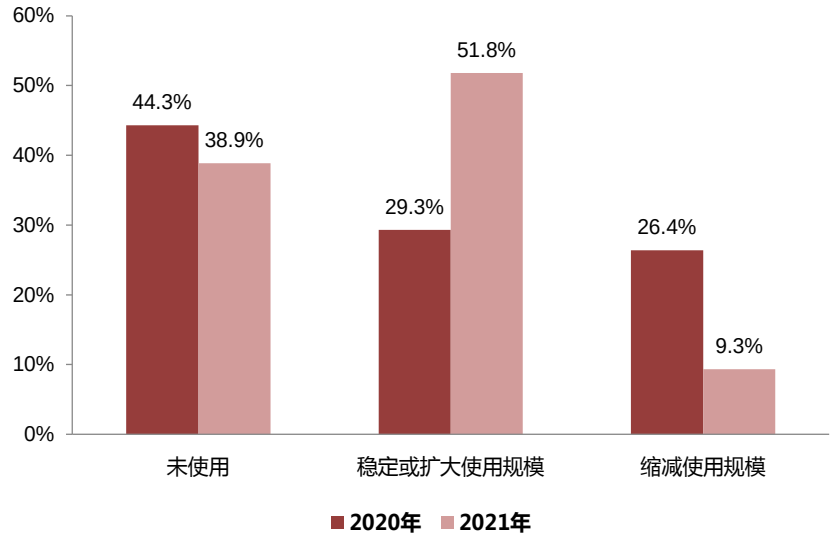


图.美国灵工渗透率和失业率变化趋势相反

数据来源：《中国灵活用工发展报告（2022）》，西南证券整理

- **欧美会展市场较为成熟，亚太地区发展迅速。**由于亚太、中东非地区经济的高速发展以及人民生活水平的日益提升，促使贸易需求增加；东盟十国、中日韩三国、澳新两国于2020年11月共同签署的RCEP市场化自贸协定，且于2022年1月1日起正式生效，加大各成员国贸易往来，进一步带动亚太地区会展业发展。据Technavio测算，2021-2026年亚太地区会展市场将由30.3亿美元增长到45.5亿美元，CAGR为8.4%

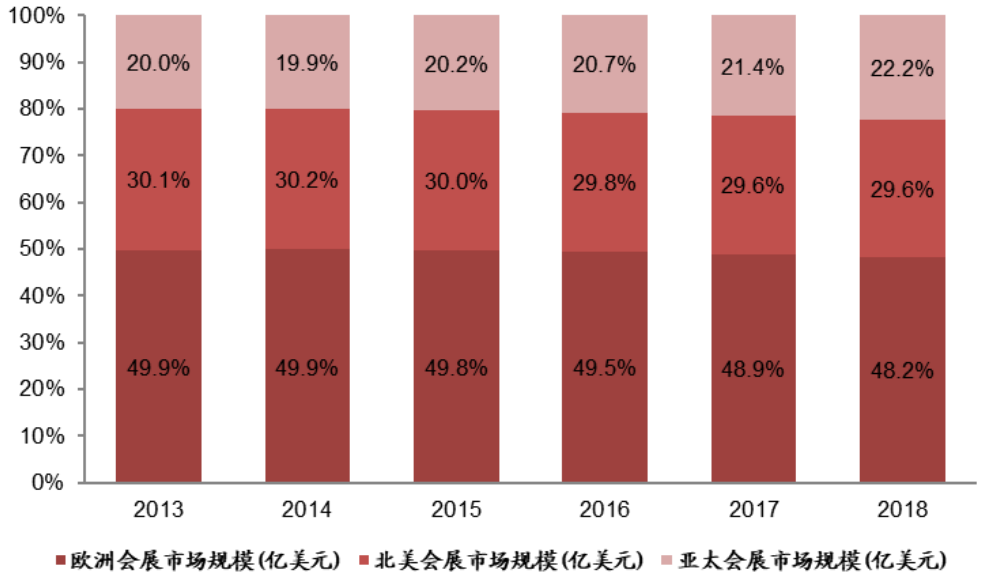


图.亚太地区会展规模占比呈上身趋势

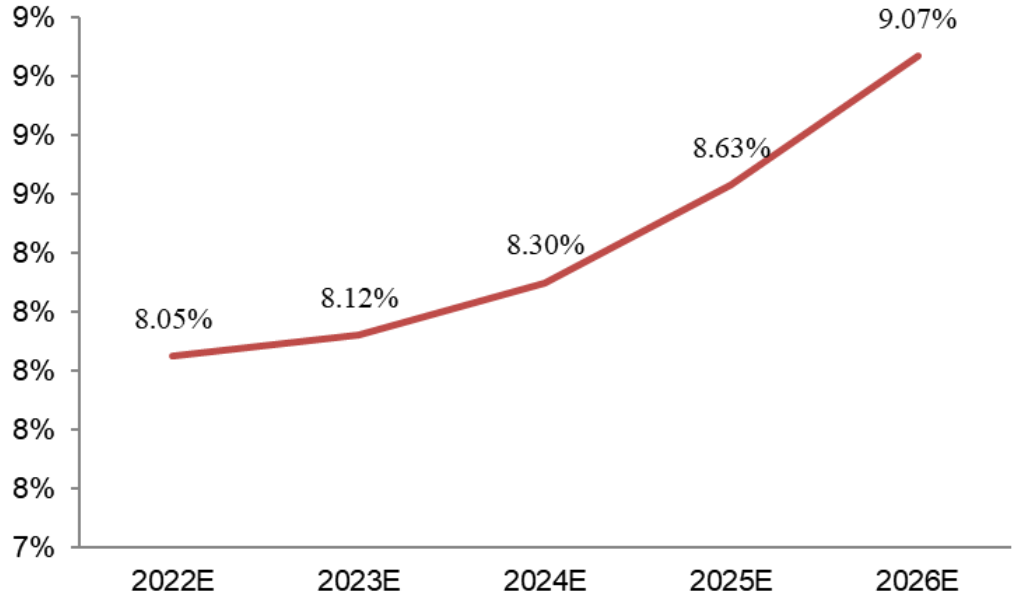


图.预估2022-2026年亚太地区会展行业市场规模增速

数据来源：米奥会展招股书，Technavio，西南证券整理

➢ **2022年下半年全球会展行业复苏脚步加快。**Ufi的调研结果显示，30%的受访者认为2022年1月会展览活动会恢复正常，这一比例在11月变为74%，有70%的受访者认为展览活动会减少甚至取消，这一比例在11月变为21%。其中境内展率先复苏，现全球逐步放开疫情防控措施，全球境外展有望加快复苏节奏。

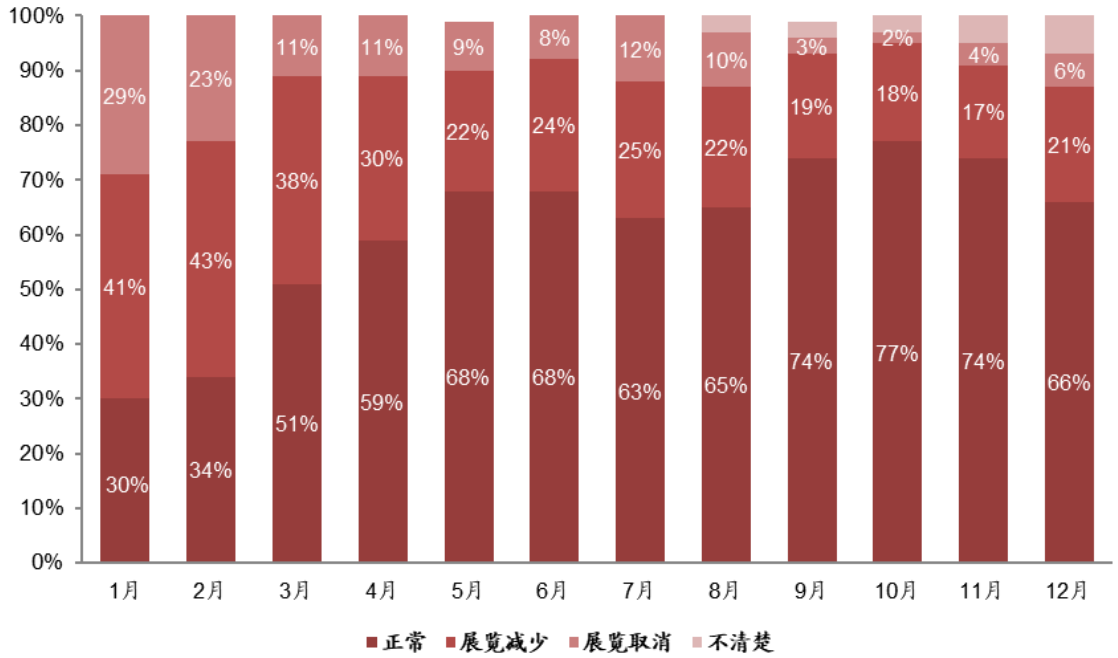


图. 2022年会展企业业务恢复情况

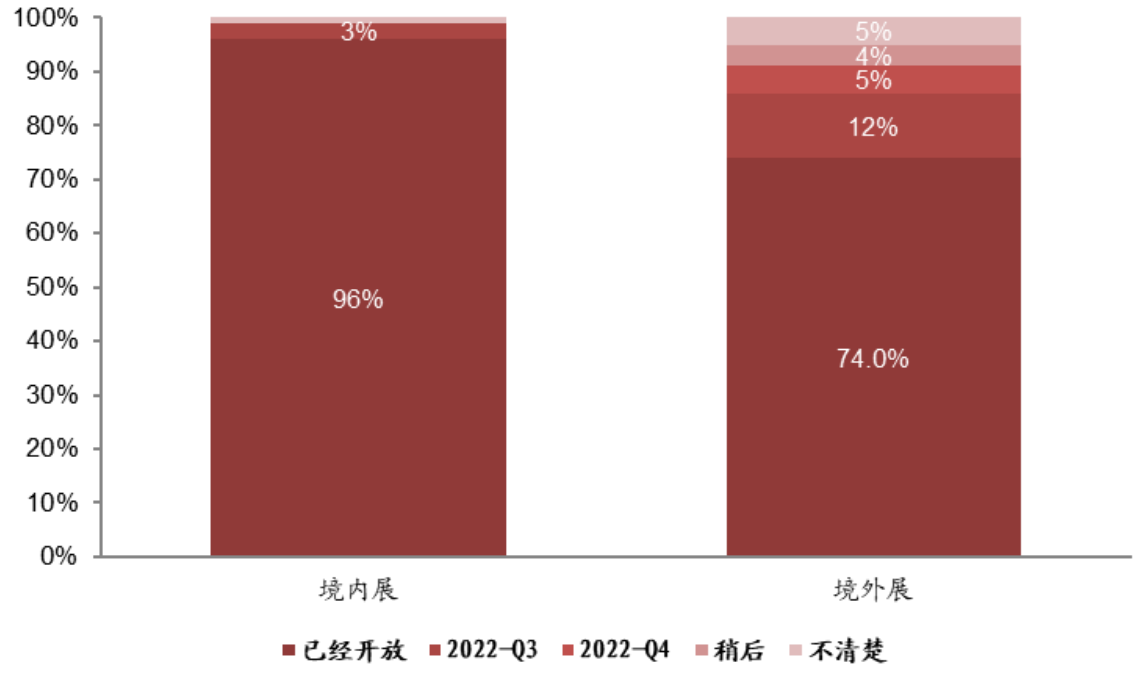


图.会展再次开放的时间预测

数据来源：Ufi，西南证券整理

- **未来我国境外展览会重点聚焦RCEP国家。**《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）由东盟发起，历时8年，协定覆盖人口23.7亿、区域GDP总值25.6万亿美元、进出口总额10.2万亿美元，2022年1月1日RCEP正式生效，这将对我国进出口企业带来重大利好。2021年中国境外自主办展的14场展览中，有7场展览是在RCEP成员国日本举办，占境外自主办展总数的50%，展览面积1.03万平方米，占境外自主办展总面积的42.92%。未来我国境外展览也将重点聚焦RCEP国家，引导企业策扩大RCEP国家进出口。

政策	内容
货物关税减免	90%以上货物贸易最终将实现零关税。具体降税模式包括 4 种：协定生效立即降为零、过渡期降为零、部分降税以及例外产品
简化海关程序	保证海关法律法规一致，促进标准统一；促进海关程序有效管理及货物快速通行；促进海关之间合作；便利贸易环境，包括强化供应链环境
扩大服务贸易	扩大服务贸易准入（主要通过列负面清单），承诺包括市场准入、国民待遇、 最惠国待遇等，采用正面清单的需在协定生效起 6 年（柬埔寨、老挝、缅甸为 15 年）内转为负面清单
维护知识产权	强化运用和保护知识产权权利来深化经济一体化与合作，涵盖：著作权、商标、 地理标志、专利、工业设计、遗传资源、传统知识和民间文学艺术
促进电子商务发展	促进电子商务更广泛地应用，为电子商务的使用创造一个信任和有信心的环境
便利自然人临时移动	涵盖人员种类齐全：商务访问者、公司员工、配偶及家属等；更高效透明地处理申请

图. 我国RCEP政策

数据来源：国务院官网，西南证券整理

- **境内展弹性最大，最先受益于国内防控政策放开。**2021年我国境内共举办经贸类展览2949个，同比增长48.6%；展览总面积9299万平方米，同比增长27.2%；国内展览馆数量达到151个，比2020年增加2个，增幅约1.3%；室内可租用总面积约1034万平方米，比2020年增加约76万平方米，增幅约7.9%。对比2019年同期来看，小展览受疫情影响停办数量较大，预计疫后反弹较为明显，未来，随着天津国家会展中心二期、中国国际展览中心二期、杭州大会展中心项目等大型展馆项目落地，展馆总供给面积预计将继续增加，为疫情放开后增长的会展需求提供有效储备。

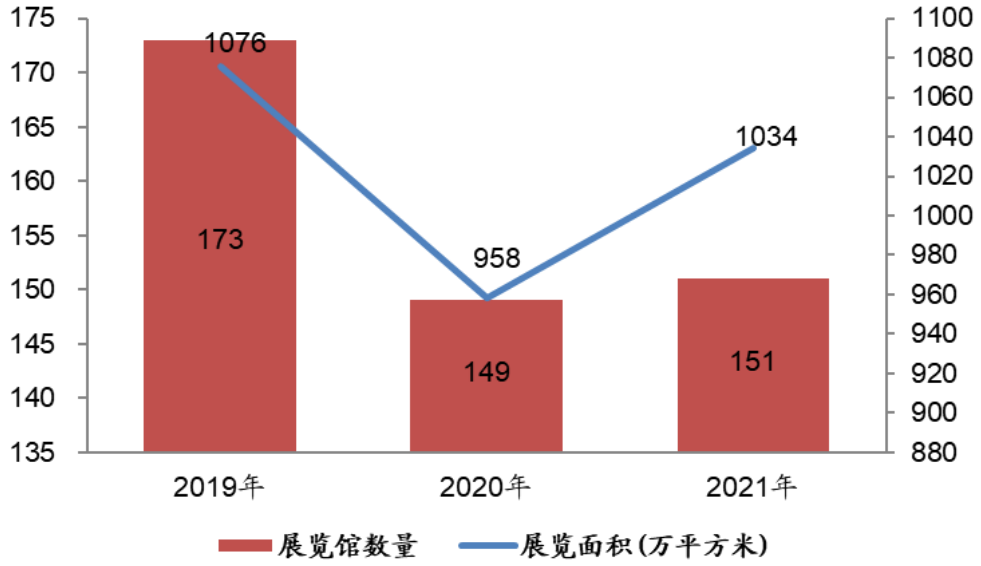


图. 2019-2021年中国内地展览馆数量面积变化

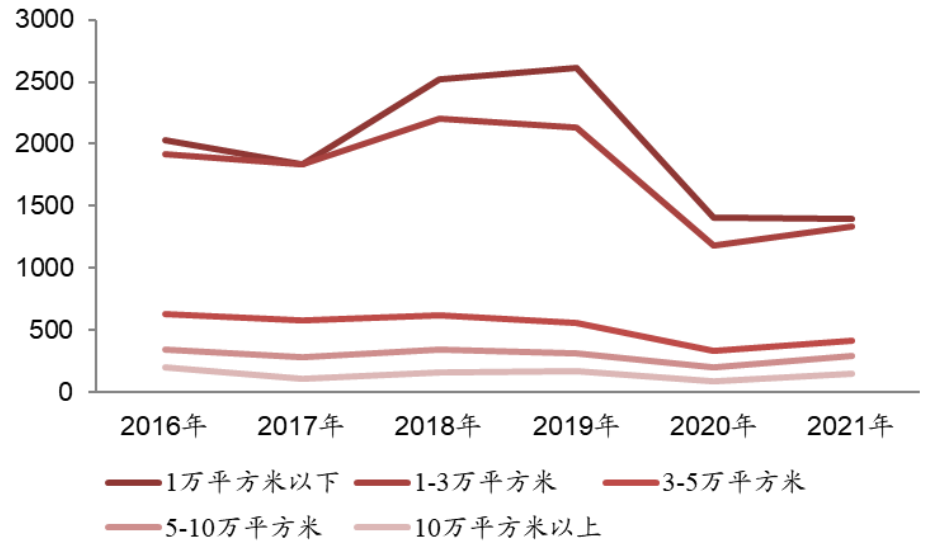


图. 2016-2021展览规模发展趋势

数据来源：《中国2021展览经济发展报告》，西南证券整理

目录
CONTENTS

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

01 2022年社服行业回顾

02 2023年社服行业投资策略

03 重点标的推荐

04 风险提示

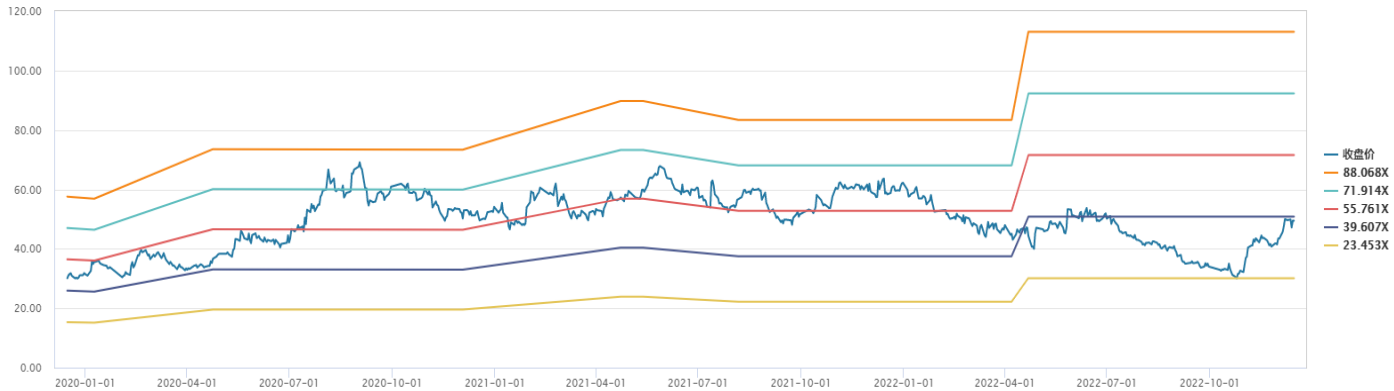
科锐国际（300662）：深耕灵活用工基本盘，技术赋能助推长期成长

- **投资逻辑：国内灵活用工市场尚处于起步阶段，渗透率提升空间较大。**疫情冲击之下，灵活用工在需求端企业应用的普及度及深度均在增强，供给端服务业劳动力占比提升，需求端及供给端的高景气驱动灵活用工行业蓬勃发展。
- **科锐国际为国内领先的人力资源服务商，数字化建设助力客户粘性提升。**公司持续进行研发投入，进一步完善“技术+平台+服务”产品生态，平台与技术的发展促进公司链接长尾客户，为公司带来更多新的客户群体，公司通过各线上技术平台，链接客户2.2万余家，运营招聘岗位11万余个，链接生态合作伙伴9000余家，平台入驻招聘顾问与劳务经纪人8.5万余个。在数字化管理与技术赋能加持下，公司运营效能不断提升，助力公司营收持续增长。
- **公司始终重视全球化服务体系建设，海外业务表现亮眼。**公司进一步深化国际化客户跨国跨团队协同服务，持续推进国内外业务协同发展。公司海外营收占比为25.7%，同比上升5.0个百分点，其中公司重要海外分支英国Investigo公司，20222Q1-Q3营业收入超过16.6亿元，同比增长65.6%。
- **业绩预测与投资建议：**预计2022-2024年归母净利润分别为2.9、4.1和5.5亿元，对应PE分别为34、24和18倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业务增长不及预期、市场竞争加剧风险、政策法规变化风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7010.45	9659.77	13660.60	18854.10
营业收入增长率	78.29%	37.79%	41.42%	38.02%
归母净利润（百万元）	252.54	289.32	409.68	545.76
净利润增长率	35.55%	14.56%	41.60%	33.22%
EPS（元）	1.28	1.47	2.08	2.77
P/E	39	34	24	18

数据来源：Wind，西南证券



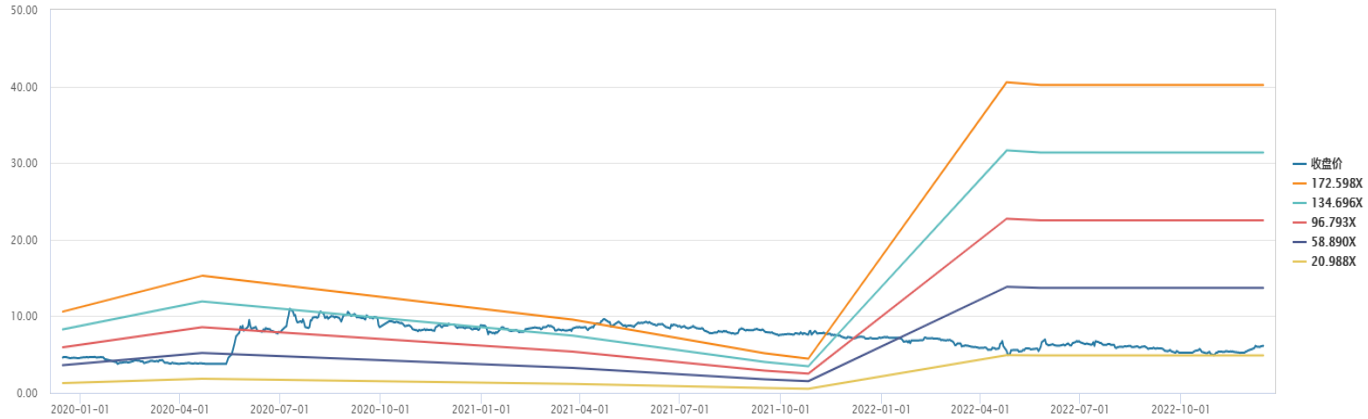
数据来源：Wind，西南证券整理

外服控股（600662）：外延并购加速发展，人服龙头成长可期

- **推荐逻辑：1）国内人服行业尚处高速发展阶段，增长潜力大：**人服行业受疫情影响较小，2021年中国人服行业规模为2.46万亿元，同比增长20.9%，行业政策逐步完善，市场集中度提升可期，预计未来3-5年仍能保持15-20%的行业增速。**2）公司客户资源丰富，交叉销售推动新业务成长：**2021年公司客户数量超过50000家，同比增幅超过20%，民营企业占比逐步提升，客户行业分布多元化，结合公司传统人事业务的优势，通过交叉销售为新业务起到“引流”作用；**3）大力推动数字化转型，外延并购巩固业务优势：**公司募资9.61亿，全部用于数字化升级，公司通过资本运作在国内外实施并购和资源整合，未来将继续巩固龙头地位。
- **劳动力市场供需矛盾加剧，人服行业保持高速增长。**我国劳动力市场求人倍率自2010年开始超过1，2021年上升至1.53，劳动力处于供不应求的状态，供需不平衡在持续扩大，市场规模提升可期。随着行业监管政策逐步完善，参考海外市场发展经验，行业监管严格的国家，市场集中度越高，龙头公司最先受益。
- **公司客户资源丰富，交叉销售推动新业务成长。**2021年公司客户数量超过50000家，同比增幅超过20%。其中国内客户占比接近50%，客户行业分布多元化，新业务与传统业务有一定的重合度，交叉销售可为新业务实现“引流”。
- **大力推动数字化转型，外延并购巩固业务优势。**公司率先在人服行业启动了人力资源服务信息化平台建设，在国内收购远茂股份51%的股权，在海外通过收购新加坡FSG-TG集团35%股份推进亚太地区布点。参照全球人力资源服务龙头企业的发展路径，公司未来有望通过资本运作实施并购和资源整合，巩固龙头地位。
- **业绩预测与投资建议：**预计2022-2024年归母净利润分别为6.6、7.3和8.0亿元，对应PE分别为19、17和15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 宏观经济波动风险、市场竞争加剧风险、政策法规变化风险。

业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11453.92	14677.42	19157.47	24435.90
营业收入增长率	324.05%	28.14%	30.52%	27.55%
归母净利润（百万元）	531.64	656.68	728.06	804.58
净利润增长率	7.91%	23.52%	10.87%	10.51%
EPS（元）	0.23	0.29	0.32	0.35
P/E	23	19	17	15



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

目录
CONTENTS

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

01 2022年社服行业回顾

02 2023年社服行业投资策略

03 重点标的推荐

04 风险提示

风险提示

- 宏观经济增速大幅下滑
- 疫情反复影响出行需求
- 市场竞争加剧等风险

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn