



中信证券研究部

核心观点



姜娅  
消费产业首席  
分析师  
S1010510120056



杨清朴  
新零售行业  
首席分析师  
S1010518070001



刘济玮  
社会服务分析师  
S1010521010002



联系人：常欣仪



联系人：李振寰

上半年休闲服务板块受到显著冲击，其中 22Q2 多数公司经营数据创下疫情以来新低，但进入 7 月以后随着高线城市疫情逐渐可控行业景气重新回升。上半年在行业普遍面临困境的同时，我们也观察到虽然 22Q2 大部分企业录得亏损但是业绩仍相较市场预期更优，这极大受益于头部公司积极进行经营调整、优化成本费用。此外，在动态清零的管控表述下，上半年各类管控措施在具体落地的实施过程中依旧在积极尝试逐步寻求防控和便利的平衡。短期，8 月下旬以来全国散点疫情又起预计冲击 9 月表现，但目前整体仍相对可控；长期，预计出行产业链景气终将恢复。建议紧抓边际改善、兼顾长期成长，低位增配行业。

■ **免税：疫情趋稳，静待修复。** Q2 中免受疫情影响收入同比降 37.5%，但毛利率 34.0%、环比维持稳定，净利率为 12.6% (vs. 22Q1 为 15.3%)，剔除白云机场租金返还收益后测算净利率约 6.6%，虽有下滑但在局部疫情反复背景下盈利韧性仍较强，管理层确保高质量增长的经营思路得到贯彻。尽管 8 月以来海南疫情影响尚存，但已临近收尾阶段，Q4 旺季仍然存在追赶的潜力。参照过往经验，疫情一旦得到控制，公司经营具备明确修复弹性。我们认为目前更值得关注的是公司作为免税龙头企业，自身的竞争优势和壁垒获明显提升。另外，计划于 9 月底开业的海口国际免税城有望制造新看点，中长期维度不乏增长动能。

■ **酒店：降本控费，聚焦门店质量提升。** 3 月以来多地出现大规模疫情，酒店集团收入业绩普遍承压。2022Q2 锦江/首旅/华住综合 RevPAR 恢复至 2019 年同期 69.8%/56.1%/68.6%。局部疫情反复扰动下酒店集团开店放缓、聚焦门店质量提升。22H1 锦江、首旅、华住分别新开 362/26/316 家。同时，锦江中高端核心品牌支撑开店维稳、首旅经济型门店升级和会员体系完善、华住坚持“精益增长”和区域扩张。7 月国内疫情管控良好，三家酒店 RevPAR 修复接近 90%，但 8 月散点疫情反复增多，判断 22Q3 华住、锦江 RevPAR 修复至 2019 年同期 85%，首旅 70%+。同时疫情不确定性延续、加盟商持观望心态背景下，预计 22H2 开店签约虽较上半年有所恢复，但整体仍维持平稳速度。建议关注头部酒店集团局部疫情下成本管控和管理效率提升、区域扩张和组织能力跟进、开店由规模驱动向质量驱动转变。

■ **OTA：同程旅行 22Q2 收入 13.19 亿元/-38.3%，其中短途旅游韧性高，带来住宿业务收入 5.44 亿元/-26.8%略优于预期。** 公司灵活调整营销投入，广告及推广开支 3.15 亿元/-52.1%。疫情不改公司获客能力提升，持续布局吸引年轻用户群体，获客韧性和用户粘性显现，MAU2.78 亿/-28.9%，下降幅度低于收入降幅。公司持续发力数字化赋能机场、汽车运营商、酒店和旅游省份，不断提升供应链能力。短期看局部疫情影响料可控，22H2 修复预期不变，长期受益于低线城市线上渗透率提升增速高于行业平均。

■ **餐饮：行业逆风下头部控费突出，边际修复下关注利润释放。** 1H22 局部疫情对餐饮行业的负面影响较 2020 年以来的几轮散点疫情更大，且高线受到更大冲击。头部餐企高线敞口整体较大，上半年客流下滑显著，但存在结构亮点：如**海底捞**的啄木鸟计划成效初显，新店（2.5 次/天，同比+0.2）和中国大陆以外门店（3.2 次/天，+0.9）翻台率均提升；**奈雪的茶** 6、7 月单量同比完全恢复、8 月单量同比实现 35% 增长；**怂火锅** 1H22 同店销售收入同增 18.7%，翻座率同比提升 0.2 至 2.4；**海伦司** 在下沉市场的新加盟店型海伦司·越首店运营三月余，日销持续出色。且自 2H21 开始对缓开店、控成本的强化成效突出，1H22 头部餐企在毛利率和人工费用率端普遍超预期，彰显经营韧性。6-8 月头部同店销售收入修复趋势较好。展望下半年，疫情实际情况及相对应的管控政策仍然是影响餐饮企业业绩的核心。基于外部环境不确定性，我们认为 2022 年下半年开店数量并非最重要的因素，疫情边际缓和假设下各公司同店销售收入和 UE 改善带来的利润释放

**社会服务行业**

评级

**强于大市 (维持)**

情况则更值得关注，这也将是支撑市场对各品牌更长期开店空间信心的关键。

- **景区：Q2 基本面触底，预计 Q3 逐步回暖。**基于上半年局部疫情及防控环境，宋城/天目湖/中青旅/复星旅游文化分别亏损 0.30/0.54/2.05/1.97 亿元，业绩承压明显。但 6、7 月以来，随着暑期旺季来临、疫情缓和、跨省游熔断政策调整等政策的落地，景区经营普遍回暖，但较疫情前仍有差距（宋城恢复较好的丽江项目暑期客流及营收恢复至疫情前同期的 70%+）。我们认为，短期疫情影响仍存，因局部疫情反复而带来的经营波动在未来或仍将发生，但疫情管控政策放宽的大趋势并未改变。建议重点关注修复弹性较大同时疫情期间仍有项目布局和提升的休闲游标的。
- **人力资源：宏观环境有挑战，关注优质细分赛道。**人力资源服务本质上具有顺周期属性，Q2 科锐国际/外服控股收入分别增长 30.0%/21.7%、归母净利润分别增长 23.0%/6.5%，在局部疫情及宏观经济影响下增速较 Q1 有所放缓，但灵活用工、业务外包仍呈现较高增长。BOSS 直聘 Q2 仍处于网络安全审查期间，因此 Q2 收入同比降 4.8%，6 月底恢复新用户注册，预计 GAAP 收入仍将短期承压，但随着用户注册恢复及疫情逐步得到控制，现金收入有望率先回升。我们建议在人力资源服务板块中重点关注成长潜力较大的灵活用工&业务外包、在线招聘赛道，虽然面对宏观环境压力，但外包、在线招聘均属于为企业降本提效的服务，且渗透率、集中度提升的逻辑仍在逐步演绎，业绩仍有望保持相对稳健增长。
- **风险因素：局部地区疫情反复超预期；自然灾害；旅游管控超预期趋严；出游心理恢复慢于预期。**
- **投资策略。**出行产业链在整体消费配置中依旧是一条明确主线，建议中短期关注本地核酸时限延长、主要高线城市出行放松、国内防疫政策变化、入境通关放开等四方面催化演变，中长期关注细分赛道经营修复和格局受益的双重支撑。基于修复斜率的不可预知性，在推荐上依旧建议倾向短期  $\beta$  和长期  $\alpha$  逻辑兼备的标的配置，以适当弱化频繁择时的掣肘。未来一段时间，全国的散点疫情或仍有波动，但目前各地区应对区域性疫情爆发的管理经验和手段更加成熟，失控概率较低。局部疫情扰动下休闲服务板块波动中修复，建议紧抓行业边际改善趋势。重点标的包括：免税行业（中国中免），头部连锁酒店（华住酒店、锦江酒店、首旅酒店），餐饮、本地生活领域（美团-W、九毛九、海伦司、百胜中国、奈雪的茶、海底捞等），OTA（携程、同程旅行），休闲游（宋城演艺、中青旅），人力资源（科锐国际、BOSS 直聘）以及博彩板块。

**重点公司盈利预测、估值及投资评级**

简称	代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
中国中免	601888.SH	180.31	4.94	4.34	6.85	37	42	26	NR
华住集团-S	1179.HK	27.85	-0.08	-0.03	0.72	-287	-881	32	买入
锦江酒店	600754.SH	54.36	0.09	0.26	1.73	604	209	31	买入
首旅酒店	600258.SH	20.47	0.05	-0.14	0.85	409	-146	24	买入
海伦司	9869.HK	11.82	0.09	0.03	0.54	131	394	22	买入
九毛九	9922.HK	14.74	0.28	0.25	0.61	53	59	24	买入
奈雪的茶	2150.HK	6.05	-0.10	-0.24	0.23	-61	-25	26	买入
海底捞	6862.HK	17.52	0.09	0.53	0.67	159	28	22	增持
同程旅行	0780.HK	16.26	0.69	0.58	0.84	24	28	19	买入
携程集团-S	9961.HK	198.3	2.5	2.05	7.17	79	97	28	买入
宋城演艺	300144.SZ	12.05	0.12	0.07	0.41	100	172	29	买入
中青旅	600138.SH	10.91	0.03	-0.16	0.61	364	-68	18	买入
科锐国际	300662.SZ	37.5	1.28	1.65	2.12	29	23	18	买入
外服控股	600662.SH	5.79	0.23	0.26	0.3	25	22	19	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价；A 股股价、EPS 单位为 CNY；港股股价单位为 HKD，EPS 单位为 CNY

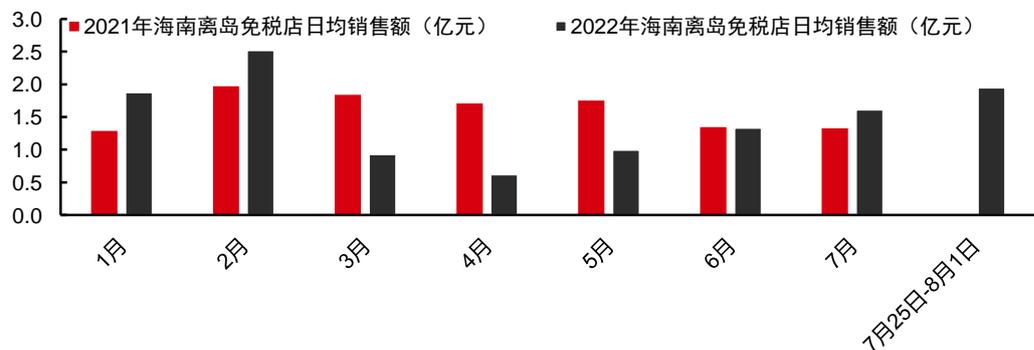
## ■ 免税：疫情趋稳，静待修复

22H1 中免收入 276.5 亿元/-22.2%，对应 Q2 收入 108.7 亿元/-37.5%。其中三亚市内店收入 153.5 亿元/-17.1%、海免收入 34.6 亿元/-55.1%、日上上海 54.5 亿元/-5.3%，3-5 月份疫情对客流及物流影响较大，尤其海南业务收入下滑较大。但随着上海等地疫情进一步缓和、海南放宽入琼人员疫情防控措施、海南消费券发行，海南离岛免税市场也迅速回暖，其中 6 月公司整体收入同比增长 13%，7 月预计中免海南日均销售额超 1.3 亿元/10%+ yoy（海南商务厅口径离岛免税销售同比增长 21%）。

22H1 中免归母净利 39.4 亿元/-26.5%，其中三亚市内免税店净利 24.6 亿元/-3.9%、海免净利 1.8 亿元/-64.3%、日上上海净利 2.5 亿元/-54.2%。对应 Q2 归母净利 13.7 亿元/-45.2%，净利率为 12.6%（vs. 21Q2 为 14.4%、21Q4 为 6.4%、22Q1 为 15.3%）。剔除白云机场合同更新为公司带来的租金返还收益后，Q2 可比主业归母净利约 7.2 亿元，对应净利率约 6.6%。从毛利率端来看，22Q2 综合毛利率为 34.0%（vs. 21Q2 为 37.5%、21Q3 为 31.3%、21Q4 为 26.4%、22Q1 为 34.0%），相较 21H2 有明显回升，较 22Q1 持平，我们分析虽然疫情影响下毛利率较低的线上业务占比被动提升，但在折扣率相对稳定、采购条款优化、品牌终端提价（前期存货价格较低）等因素作用下，毛利率表现仍超市场预期，“向管理要效益”得到进一步验证。而经营净利率相较毛利率环比有所下降，一方面系收入下降后刚性成本影响，同时人民币贬值造成汇兑损失（22H1 汇兑损失 4.7 亿元 vs. 21H1 汇兑收益 1.2 亿元）。但综合考虑应付机场租金降低（首都机场保底租金调整等）以及加大降本控费力度，22H1 销售费用同比下降 42.7%，对利润率形成正向贡献。

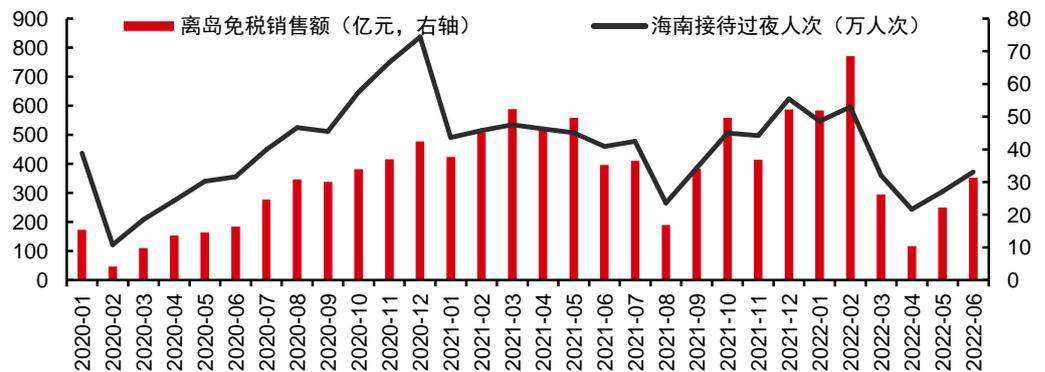
海南 8 月初以来受疫情直接冲击，近期全省疫情下降趋势明显，海口免税店已恢复营业。根据三亚发布，三亚疫情也基本得到了控制，我们判断疫情影响临近收尾阶段。我们认为 8 月中免日销可类比于 4 月，日均约 5000 万元；去年同期低基数下增长压力有限（去年 8 月三亚停航仍实现 7000 万日销），测算单月损失 20-30 亿元销售额。从投资视角来看，短期疫情影响导致的经营波动已经产生，但对长期价值趋势并无影响。展望来看，我们认为疫情管控政策始终将朝着放宽的趋势演进，而一旦疫情管控限制放松，离岛免税市场将迎即时修复。

图 1：2021 年、2022 年 1-7 月海南离岛免税店日均销售额对比



资料来源：海南省商务厅，中信证券研究部测算 注：2022 年 6 月为中信证券研究部测算

图 2：海南接待过夜人次及离岛免税销售额



资料来源：海口海关，海南旅游局，中信证券研究部

## 风险因素

宏观经济承压影响消费需求；疫情管控程度或时间长度超预期；竞争加剧；汇率波动；新业务拓展不及预期；公司治理瑕疵等。

## 投资建议：短期经营波动不改长期价值趋势，关注底部配置机会

我们认为，局部疫情反复背景下中免 Q2 盈利韧性仍较强，管理层确保高质量增长的经营思路得到贯彻。尽管海南疫情影响尚存，但已临近收尾阶段，Q4 旺季仍然存在追赶的潜力。参照过往经验，局部疫情一旦得到控制，公司经营具备明确的修复弹性。我们认为目前更值得关注的是公司作为免税龙头企业，自身的竞争优势和壁垒获明显提升。另外，计划于 9 月底开业的海口国际免税城有望制造新的看点，中长期维度不乏增长动能。总结而言，局部疫情下的短期经营波动并不改变长期价值趋势，建议关注中免底部配置机会。

## 酒店：降本控费，聚焦门店质量提升

### 财务：收入端恢复国内慢海外快，降本控费控制损失

3 月以来国内多地发生疫情，上海、深圳、北京等一线城市实行静态管理，对酒店行业修复造成严重扰动，酒店集团收入业绩普遍承压。同时欧洲各国逐渐实现全面放开，旅游业需求快速回升，带动华住和锦江的境外收入快速恢复，华住和锦江收入恢复较首旅更优。22Q2 国内疫情导致签约和新店筹建均有所放缓，同时酒店集团多数给予加盟商加盟费减免，因此委托管理收入修复较直营酒店收入优势有所收窄。

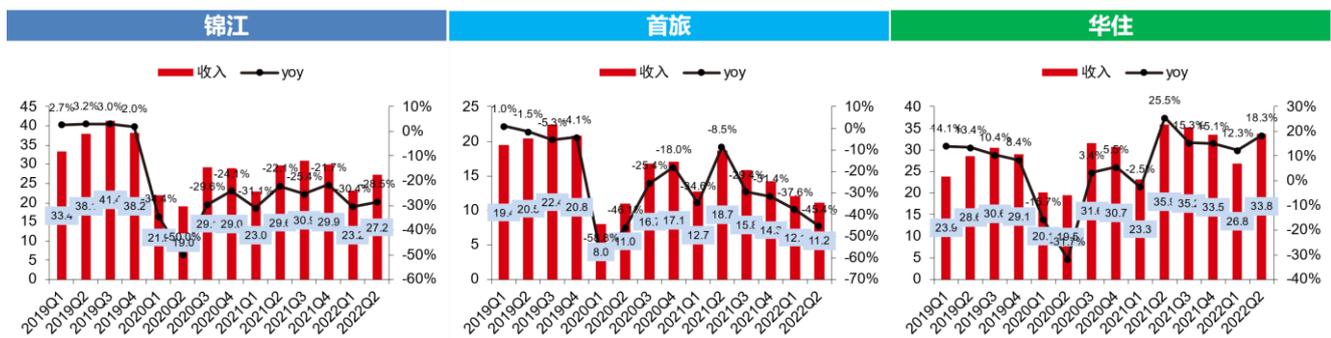
**锦江酒店：**22Q2 公司收入 27.21 亿元/-8.2%，其中酒店收入 26.82 亿元/-7.7%（境内酒店收入 17.73 亿元/-28.0%，境外酒店收入 9.09 亿元/+8.9%，餐饮业务收入 0.38 亿元/-33.2%。22H1 公司收入 50.43 亿元/-4.2%，其中有限服务酒店收入 49.46 亿元/-3.8%，餐饮收入 0.97 亿元/-20.8%。酒店收入中，中国大陆酒店收入 34.65 亿元/-19.5%，境外

酒店收入 2.10 亿欧元/+94.3；酒店收入中自有及租赁酒店收入 27.63 亿元/+5.6%，加盟和管理酒店收入 21.50 亿元/-13.0%。

**首旅酒店：**22Q2 收入 11.18 亿元/-40.3%，分业务看，22Q2 酒店收入 10.96 亿元/-38.5%（直营 8.18 亿元，加盟 2.77 亿元），景区收入 2260 万元/-75.5%。景区收入下降显著主要受景区停业 25 天影响。22H1 收入 23.31 亿元/-25.9%，其中酒店业务收入 22.03 亿元/-24.91%，其中酒店运营收入 16.19 亿元/-26.5%，酒店管理收入 5.84 亿元/-20.2%，景区运营收入 1.27 亿元/-39.38%。

**华住集团：**22Q2 收入 33.82 亿元/同比-5.7%，符合前期指引同比下降 2%~6%，其中直营收入 23.61 亿元/+3.5%（华住境内 14.75 亿元/-28.7%，DH8.86 亿元/+317.9%），加盟收入 9.45 亿元/-25.9%（华住境内 9.29 亿元/-26.7%，DH0.16 亿元/+100.0%）。22H1 公司收入 60.63 亿元/+2.5%，其中华住境内收入 47 亿元/-14.5%，DH 收入 13 亿元/+252.9%；按模式区分，租赁及自有酒店收入 40.03 亿元/+8.8%，管理加盟及特许经营酒店收入 19.34 亿元/-11.0%。

图 1：三家上市酒店公司 2019Q1~2022Q2 收入（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：2021/2022 年数据为相对 2019 年同期变化

收入端受影响下酒店集团控费、组织能力重要性凸显，锦江和华住在经营利润上略优于预期。主要得益于成本端积极申请租金补贴、提高人效，在费用端缩减营销投入，梳理组织架构精简总部人员降低管理费用等。

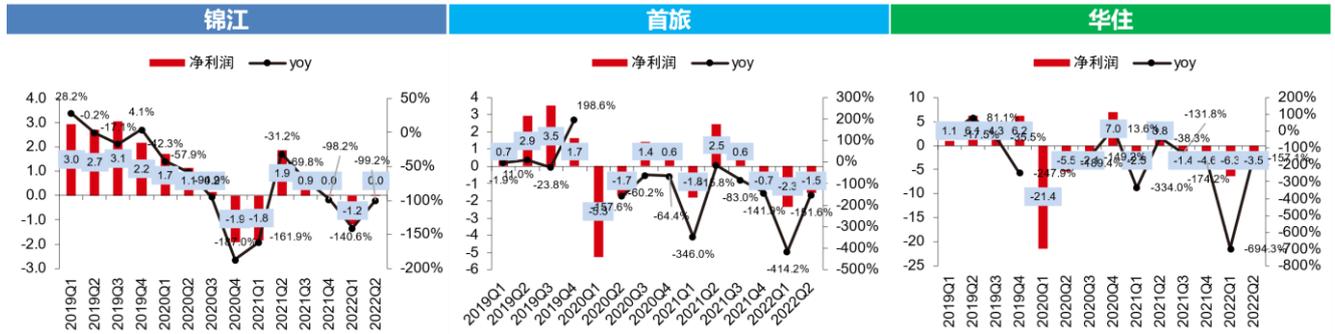
**锦江酒店：**22Q2 归母净利润 205 万元（包括政府补贴 4587 万元），其中卢浮净利润 290 万欧元（折合约 2200 万元，22Q1 亏损 1.69 亿元），扣非归母净利润-0.3 亿元（21Q2 为 0.28 亿元），经营活动产生的现金流 7.15 亿元/-37.6%，业绩处于前期预期上限。22H1 归母净利润-1.18 亿元/-2637.8%，扣非归母净利润-2.48 亿元（较 21H1 减少 1.15 亿元）。

**首旅酒店：**22Q2 归母净利润-1.52 亿元（21Q2 为 2.47 亿元），扣非归母净利润为-1.76 亿元；其中酒店利润为-2.01 亿元，景区利润为-0.19 亿元。22H1 净利润-4.92 亿元（较 21H1 减少 5.90 亿元），其中酒店利润为-5.26 亿元（较 21H1 年减少 5.20 亿元），景区业务利润为 0.35 亿元（较 21H1 减少 0.70 亿元）。

**华住集团：**22Q2 公司归母净利润-3.50 亿元（较 22Q1 亏负收窄 2.8 亿元），其中华住境内净利润为-2.98 亿元，德意志酒店净利润-0.52 亿元（较 22Q1 亏幅收窄 2.71 亿元）。

经调净利润-0.84 亿元(较 22Q1 亏幅收窄 5.78 亿元)。公司营业利润 800 万元优于预期,但由于 2.4 亿元的公允价值变动损失和 4.02 亿元的汇兑损失(主要是由于欧元计价的债务和股权资产减值导致),导致归母净利润略低于预期。22H1 公司归母净利润-9.8 亿元(21H1 为 1.3 亿元),其中境内归母净利润为-6.05 亿元(21H1 为 5.45 亿元)。

图 2: 三家上市酒店公司 2019Q1~2022Q2 归母净利润(单位: 亿元)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部 注: 2021 年数据为相对 2019 年同期变化

**锦江酒店:** 有限服务酒店利润优于预期, 主要系成本管控良好, 22H1 酒店租金和人工占直营酒店收入的成本率分别下降 4.1/1.3pcts。销售费用 3.32 亿元/-4.2%, 管理费用 6.99 亿元/+1.5%, 对应销售费用率和管理费用率与 21H1 基本持平, 分别为 6.7%/+0.0pct 和 14.1%/+0.7pct。在费用优化控制方面, 锦江 22H1 在销售费用率、管理费用率方面超过华住(22H1 华住销售费用率为 6.8%, 管理费用率为 14.3%, 其中 DH 位于德国、管控放开相较法国更晚亦形成结构性影响), 锦江 22H1 销售费用率相较华住低 2.5pcts, 管理费用率低 0.6pct, 公司组织架构调整后的成本优化稳步兑现。

**首旅酒店:** 多因素扰动下控制销售和财务费用, 开发扩张和数字化带动管理和研发费用提升。22H1 公司销售费用/管理费用/财务费用/研发费用分别同比-36.60%/+4.18%/-15.11%/+35.18%。销售费用下降主要系 OTA 佣金大幅下降, 受益于公司持续加强会员拉新速度, 加大和外部平台合作力度、全面升级会员体系, 会员数量持续提升, 22Q2 共 1.35 亿/+4.65%, 22H1 公司自有渠道入住间夜数占比 84.7%(2021 年为 72.5%)。管理费用上升主要受公司开发团队及合资公司人员数量增加影响, 22H1 公司管理费用率同比上升 4.4pcts 至 15.2%。财务费用下降主要系公司融资渠道拓宽带来资金成本降低。22H1 公司持续加大研发投入, 推动智能技术和智慧酒店, 带动研发费用上升。

**华住集团:** 局部疫情反复之下公司降本控费能力强, 22Q2 华住境内运营成本 21.68 亿元/环比下降-3.9%, 料主要系租金和人工成本优化带动, 管理费用 2.67 亿元/环比-22.8%, 管理费用率 10.8% (22Q1 为 15.2%), 主要得益于总部开支减少。公司进行了组织架构调整, 助力新区域市场扩张。22Q2 成立 6 家区域总部, 将经济型和中端以品牌事业部为主导转变为以区域总部为主导, 以提升本地化的管理和运营能力, 同时维持中高端和高端品牌以品牌为主导的组织架构不变, 保证品牌的独立定位。按计划, 公司未来一两年会加速退出经济型软品牌酒店市场, 坚持“精益增长”的战略、提高门店质量。

表 1: 锦江-酒店业务、华住利润表对比(单位: 百万元)

	22H1-华住	收入占比 (%)	21H1-华住	收入占比	yoy (%)	22H1-锦江	收入占比 (%)	21H1-锦江	收入占比 (%)	yoy (%)
<b>收入</b>										
直营门店	4,003	66.0	3,680	62.2	8.8	2,763	56.6	2,616	51.5	5.6
管理和加盟酒店	1,934	31.9	2,172	36.7	-11.0	2,150	44.0	2,472	48.7	-13.0
其他收入	126	2.1	62	1.0	103.2	33	0.7	52	1.0	-37.5
总收入	6,063	100.0	5,914	100.0	2.5	4,946	101.3	5,140	101.2	-3.8
减：营业税金及附加						62	1.3	61	1.2	2.4
<b>净收入</b>	<b>6,063</b>	<b>100.0</b>	<b>5,914</b>	<b>100.0</b>	<b>2.5</b>	<b>4,884</b>	<b>100.0</b>	<b>5,080</b>	<b>100.0</b>	<b>-3.9</b>
<b>营业成本和费用</b>										
<b>酒店运营成本</b>										
房租	2,038	33.6	1,894	32.0	7.6	881	18.0	942	18.5	-6.5
能源	278	4.6	247	4.2	12.6	359	7.3	262	5.2	37.0
人工成本	1,737	28.6	1,387	23.5	25.2	1,760	36.0	1,732	34.1	1.6
折旧摊销	712	11.7	691	11.7	3.0	431	8.8	483	9.5	-10.7
消耗品，食物和饮料	451	7.4	424	7.2	6.4	275	5.6	276	5.4	-0.3
其他	595	9.8	559	9.5	6.4	334	6.8	464	9.1	-28.0
<b>酒店运营成本合计</b>	<b>5,811</b>	<b>95.8</b>	<b>5,202</b>	<b>88.0</b>	<b>11.7</b>	<b>4,040</b>	<b>82.7</b>	<b>4,158</b>	<b>81.9</b>	<b>-2.8</b>
营销和销售费用	264	4.4	268	4.5	-1.5	332	6.8	347	6.8	-4.2
管理费用	830	13.7	720	12.2	15.3	699	14.3	688	13.5	1.5
开业前费用	57	0.9	37	0.6	54.1	-	-	3	0.1	-100.0
<b>酒店运营成本费用合计</b>	<b>6,962</b>	<b>114.8</b>	<b>6,251</b>	<b>105.7</b>	<b>11.4</b>	<b>5,071</b>	<b>103.8</b>	<b>5,196</b>	<b>102.3</b>	<b>-2.4</b>
其他营业损益(净值)	199	3.3	391	6.6	-49.1					
<b>营业利润</b>	<b>-700</b>	<b>-11.5</b>	<b>54</b>	<b>0.9</b>	<b>-1,396.3</b>	<b>-187</b>	<b>-3.8</b>	<b>-116</b>	<b>-2.3</b>	<b>61.0</b>
利息收入	37	0.6	39	0.7	-5.1	38	0.8	39	0.8	-4.1
利息费用	-199	-3.3	-212	-3.6	-6.1	62	1.3	67	1.3	-7.6
其他收入，净额	88	1.5	201	3.4	-56.2	37	0.7	131	2.6	-72.1
股权资产公允价值变动导致的损益	-186	-3.1	180	3.0	-203.3	-17	-0.4	-4	-0.1	293.5
汇率损益	-463	-7.6	-112	-1.9	313.4	7	0.1	1	0.0	509.5
<b>税前利润</b>	<b>-1,423</b>	<b>-23.5</b>	<b>150</b>	<b>2.5</b>	<b>-1,048.7</b>	<b>-62</b>	<b>-1.3</b>	<b>118</b>	<b>2.3</b>	<b>-152.6</b>
所得税费用										

	22H1-华住	收入占比 (%)	21H1-华住	收入占比	yoy (%)	22H1-锦江	收入占比 (%)	21H1-锦江	收入占比 (%)	yoy (%)
	430	7.1	-10	-0.2	-4,400.0	45	0.9	109	2.2	-59.1
股权投资损益	-19	-0.3	-21	-0.4	-9.5					
<b>净利润</b>	<b>-1,012</b>	<b>-16.7</b>	<b>119</b>	<b>2.0</b>	<b>-950.4</b>	<b>-106</b>	<b>-2.2</b>	<b>8</b>	<b>0.2</b>	<b>-1,392.6</b>
减：少数股东损益	32	0.5	11	0.2	190.9	63	1.3	105	2.1	-39.9
<b>归母净利</b>	<b>-980</b>	<b>-16.2</b>	<b>130</b>	<b>2.2</b>	<b>-853.8</b>	<b>-170</b>	<b>-3.5</b>	<b>-97</b>	<b>-1.9</b>	<b>74.7</b>

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 经营：经营逐月改善，需求韧性仍足

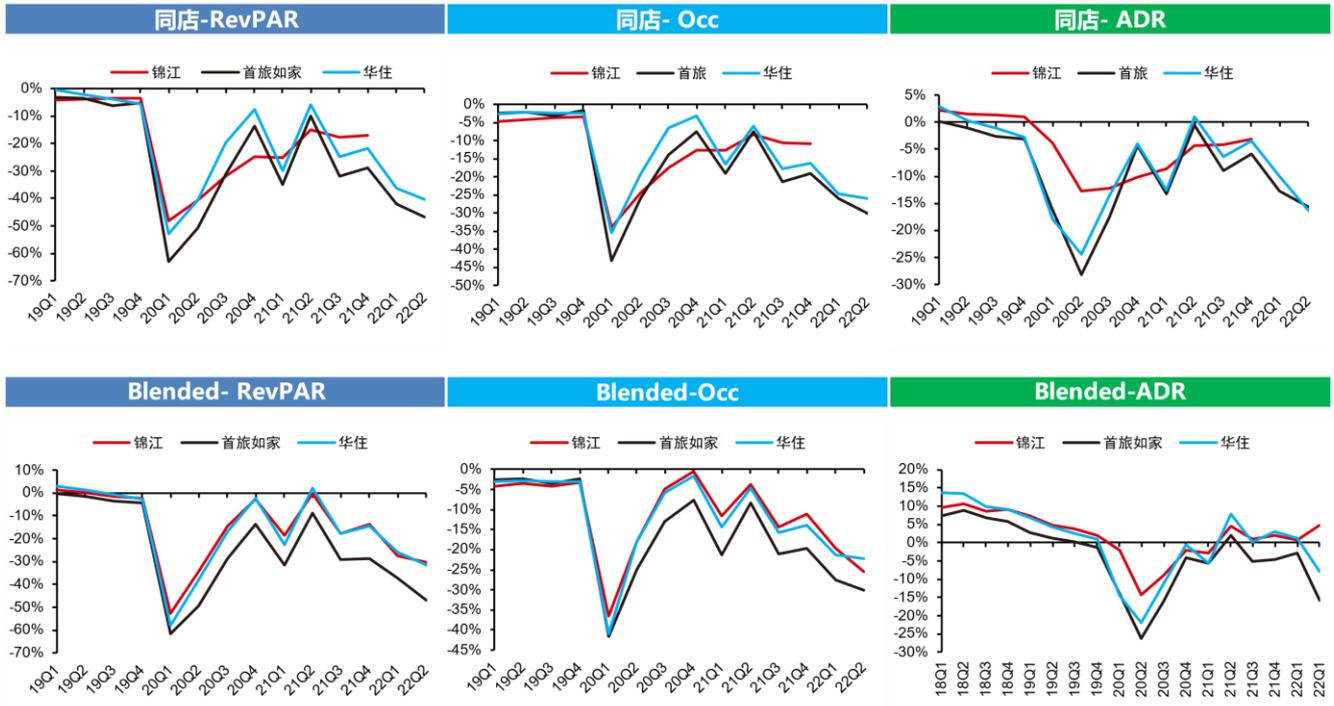
由于全国大范围、尤其是一线城市严格管控影响，4月整体 RevPAR 修复程度基本为 21Q3 以来的低点。6/7 月各地出行管控放松后 RevPAR 回弹力度大，恢复速度超预期，验证了出行需求韧性仍足，一旦出行限制缓解恢复具爆发性。2022 年 4~6 月，华住国内业务 RevPAR 分别恢复至 2019 年的 53%/65%/86%，2022 年 4~8 月首旅分别恢复至 56%/57%/69%/75%/71%。锦江 2022 年 4 月和 6 月境内 RevPAR 分别恢复至 2019 年的 54%/88%。受华北、华东疫情较华南市场更为严重影响，且开店结构上首旅轻管理、下沉市场门店占比较高，而锦江、华住中高端开店速度更快，首旅 Blended RevPAR 修复程度和华住、锦江差距略有扩大。

**锦江酒店：**22Q2 境内酒店 Blended RevPAR11.7 元/-29.9%，恢复至 2019 年同期 69.8%，其中经济型恢复度(69.3%)恢复好于中高端 (61.6%)，Occ 50.7%/-21.68 pcts，ADR 220.4 元/+0.1%，受益于中高端酒店门店占比提升。境外 Blended RevPAR 38.5 欧元/+98.5%，恢复到 2019 年同期 98%，其中 Occ63.2%/+25.44pcts，ADR60.9 欧元/+18.5%。同店数据方面，22H1 境内酒店 RevPAR106.4 元/-24.32%，其中 Occ 50.7%/-15.96pcts，ADR 209.8 元/-0.51%。

**首旅酒店：**22Q2 公司 Blended RevPAR91 元/-38.7%，恢复至 2019 年同期 56.1% (中信证券研究部预测为 60%)。同店 RevPAR92 元/-41.3%，恢复至 2019 年同期 53.2%，其中经济型/中高端/轻管理分别恢复至 2019 年同期 55.3%/49.9%/54.9%；ADR 179 元/-15.8%，Occ 为 51.6%/-22.4pcts。

**华住集团：**Q2 国内整体 RevPAR141 元恢复至 2019 年同期 68.6% (若考虑征用酒店恢复至 75%，略优于我们的预期恢复度 65%)，其中 Occ64.6%/-22.3pcts (同比 2019，下同)、ADR218 元/-7.8%。同店 RevPAR 恢复至 2019 年同期 59.6%，其中入住率-25.9pcts、ADR -16.3%。经济型修复略好于中高端，经济型和中高端同店 RevPAR 分别 -39.4%/-41.5%。海外业务 3 月 RevPAR 恢复至 2019 年同期 65%，4 月之后德国管控逐渐放开，6 月 RevPAR 恢复至 99%。海外整体 RevPAR 恢复至 2019 年同期 93.0% (优于我们的预期恢复度 85%)，其中入住率-10.9pcts、ADR+10.4%。

图 3：三家上市酒店公司 2019Q1~2022Q2 境内同店及 Blended RevPAR/Occ/ADR 同比变化



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：2021/2022 年数据为相对 2019 年同期变化，锦江同店为当年累计值而非当季值

## 展店：开店速度放缓，聚焦门店质量提升

与疫情初期逆势快速扩张相比，当前整体开店步伐放缓、清理和改造升级老旧门店、提升整体物业质量成为各家共同的战略。一方面加盟商的心态较疫情初期更为谨慎；另一方面疫情不确定性长期延续背景下，酒店集团为减少亏损、保证现金流维持健康水平也选择主动提高资产质量和品牌形象。锦江和首旅均在中报下调了全年的开店指引。在开店策略上各家也进行了调整，**锦江酒店继续发力以维也纳、麗枫等为代表的中端核心品牌；华住加快退出经济型软品牌，并通过组织架构调整建立六大区域分公司加速新区城市市场开拓；首旅持续经济型和中端品牌质量，做年轻化、智能化升级，轻管理门店扩张速度较 21H2 有所放缓。**

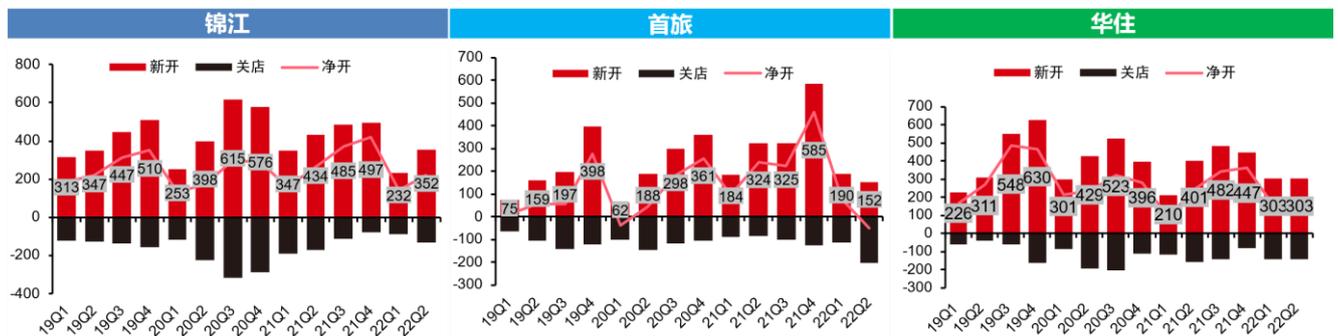
**锦江酒店：**22Q2 锦江新开 352 家，关店 134 家，净增 188 家，其中直营净减 37 家，加盟净增加 255 家，相较华住和首旅开店维持高水平。2022 年 6 月发布最新品牌矩阵，将 39 个品牌分为轨道品牌、赛道品牌和轻发展品牌。维也纳/麗枫作为主力品牌 22Q2 净开店 107/20 家，其中维也纳净开比 21Q2+6 家。经济型的锦江之星和七天净关 29/19 家。22Q2 pipeline 4803 家，环比基本持平。考虑到国内局部地区疫情反复仍存，公司下调全年开店和新签约目标至 1200/2200 家（原为 1500/2500 家）。

**首旅酒店：**4 月以来全国多地疫情规模性爆发，且 7-8 月期间多地仍有零星疫情反复，项目开发及签约、pipeline 项目筹建筹开受到较大影响，公司因此下调全年新开目标至 1300~1400 家（原为 1800~2000 家）。尽管疫情发展不确定性下规模发展速度降低，但公司持续做存量酒店改造提升盈利质量，将现有门店升级至如家 NEO3.0 及如家商旅/如家精选等中高端产品，截至 22Q2 如家 NEO 3.0 酒店数量达 823 家，占如家品牌门店数量的 45%（2021 年底为 42.7%），中高端品牌如家商旅、如家精选进行下沉市场的深度

布局和本地化产品的升级。

**华住集团：**22Q2 境内新开直营 5 家、加盟 264 家，净关直营 7 家、净开加盟 190 家，整体净增 183 家（21Q2/22Q1 分别净增 232/171 家）。截止 6 月底有 645 家门店被政府部门征用（截至 22Q1 征用酒店为 1299 家）。DH 开店加速，新开直营 2 家、加盟 3 家，整体净增 5 家，为疫情以来单季净增最高。整体来看，净开经济型 50 家、中端 112 家、中高端 22 家、高端 3 家、其他 1 家。疫情不确定影响下，轻投入的软品牌开店回升，净增门店中 19.1%来自软品牌，核心软品牌星程、你好分别净增 15、23 家，品质较差的怡莱净关 13 家。截止 2022Q2 末，整体 pipeline 酒店 2236 家，环比净减少 35 家。整体门店结构中，中高端（40.3%）和加盟店（91.1%）占比持续提升。

图 5：三家上市酒店公司 2019Q1~2022Q2 开店



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

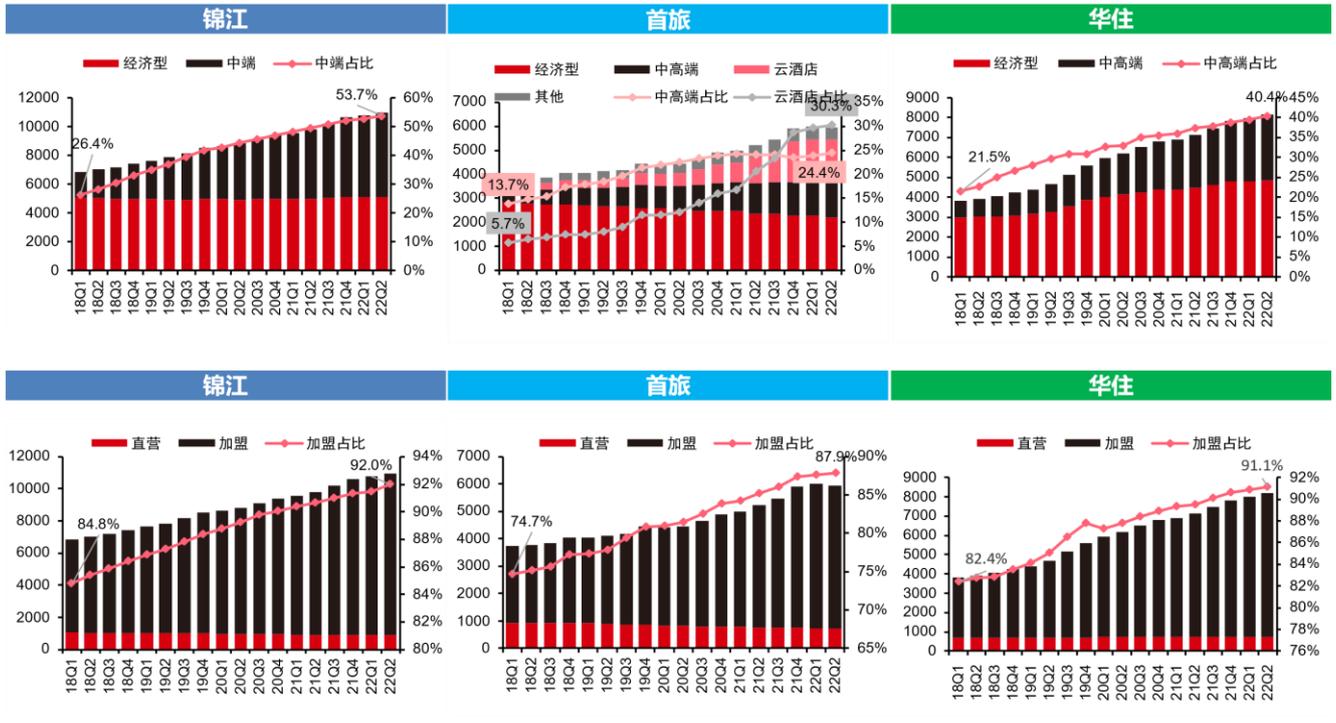
表 2：三家酒店公司上半年开业对比

	2022H1			2021H1			2020H1		
	新开	关店	净开	新开	关店	净开	新开	关店	净开
锦江酒店	584	222	362	781	362	419	651	346	305
首旅酒店	342	316	26	508	171	337	250	244	6
其中：标准品牌	151	227	-76	230	196	34	170	188	-18
华住	606	290	316	611	274	337	730	280	450

资料来源：公司公告，中信证券研究部

存量门店分结构来看，加盟占比提升、中高端门店占比提升的趋势持续。至 2022Q2，锦江/首旅/华住的加盟店占比分别为 92.0%、87.9%、91.1%，中高端门店占比分别为 53.7%/30.3%/40.4%。头部酒店主动清理升级直营店、品牌输出加盟门店占比持续，长期业绩周期波动性降低、成长性提升趋势明确。消费升级下的中端开店加速、高端酒店品牌矩阵逐渐完善预计将持续拓展国内酒店集团的业务边界、助推成长。

图 6：三家上市酒店公司 2018Q1~2022Q2 加盟门店及中高端门店占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## 风险因素

局部疫情反复超预期，经济回升不达预期，复工复产进展低于预期，新开门店低于预期等。

## 投资建议：疫情不确定性仍存，关注组织能力提升和盈利质量改善

7 月以来国内 12 地共报告发现 9 种奥密克戎亚分支，海南、新疆、成都等旅游目的地出现疫情反复，但当前北京、上海等一线城市应对新增病例响应速度较快，传播处可控范围。我们预计下半年各省疫情散发仍为大概率事件，但随各地政府应对经验积累、第九版新冠疫情防控政策落地政策管控更加精准化趋势不变，料长途出行和商业活动仍将稳步修复。我们预计 22M3 以来受抑的长线出行需求的逐渐修复有望带动公司在营门店业绩修复。同时上半年延迟开店和签约的需求有望在下半年得到释放。短期出行产业随疫情常态化业绩修复，消费升级下酒店行业空间广阔、格局向头部连锁集团集中，龙头酒店集团配置价值突出。当前各家主要战略和优势：**华住经营效率高、区域拓展加速，锦江下沉门店占比高、品牌梳理和组织效率优化，首旅会员体系升级、估值相对较低。**

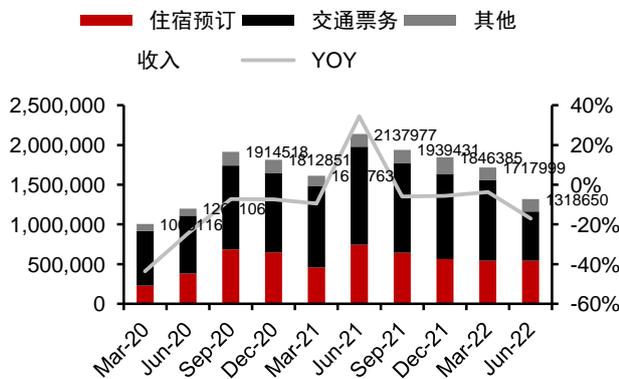
如果结合估值、经营、配置性角度来看，维持推荐顺序不变。**短期（3~6 个月）推荐顺序为华住、锦江、首旅。**当前华住估值相对较低，对应 2023/2024 年 PE 分别为 32/22（锦江为 31/24），当前软品牌退出加速、门店质量持续提升，经营效率持续优化，且海外 DH 经营恢复向好。**长期（6-12 个月）推荐顺序为：华住、锦江酒店、首旅酒店。**华住的经营效率相比锦江酒店和首旅酒店更高，锦江酒店处于经营效率改善的明确向上周期。

## OTA: 短途需求维持, 获客持续发力

**同程旅行:** 22Q2 公司交易额 243 亿元/-44.6%, 收入 13.19 亿元/-38.3%, 货币化率 5.4% (22Q1 为 5.3%)。局部疫情反复影响下短途游、Staycation 需求韧性相对较高, 住宿业务收入 5.44 亿元/-26.8%略优于预期, 占收入的比例提升至 41.2% (同比+6.5pcts)。虽然酒店间夜量同比下降 30%, 但受益于一站式服务策略, 公司 VAS 收入贡献达到 15% (22Q1 为 12%), 综合 take rate 达到历史新高。受限于局部疫情影响下跨省出游政策管控, 交通收入 6.20 亿元/-49.8%, 其中火车票和机票预定量显著下降, 但短途需求相关的汽车票、网约车业务预定量分别同比增长 70%和 120%。其他收入 1.56 亿元, 同比-3.0%基本维持稳定。

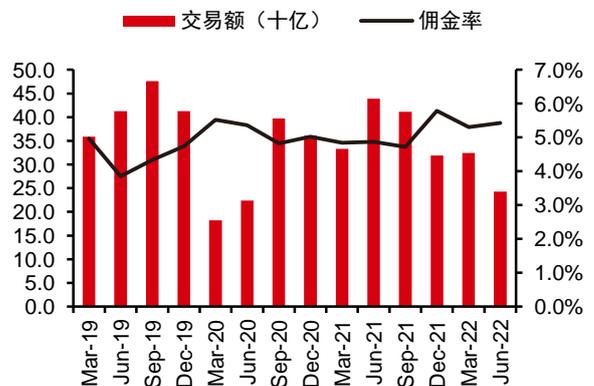
22Q2 毛利率 70.9% (同比下降 5.1pcts, 环比下降 1.6pcts), 经调 EBITDA 为 2.92 亿元/-46.8%, 经调净利润为 1.12 亿元/-73.2%, 经调净利率 8.5% (同比下降 10.1pcts, 环比下降 5.8pcts)。公司人员数量 5284 人/+15%, 主要系产品研发和服务开发人员增加。因此虽然公司通过数字化和精简业务线控制费用, 但员工薪酬相关成本仍较为固定。22Q2 国内局部疫情较为严重情况下公司灵活调整营销投入, 销售费用 5.75 亿元/-35%, 其中广告及推广开支 3.15 亿元/-52.1% (人员成本同比有所增加), 销售费用率 43.6%。研发和管理费用分别为 3.25 亿元/-1.6%和 1.35 亿元/+6.8%, 研发费用率和管理费用率分别为 24.6%和 10.2%。

图 1: 2020Q1~2022Q2 同程旅行收入 (千元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 2020Q1~2022Q2 同程旅行交易额及货币化率

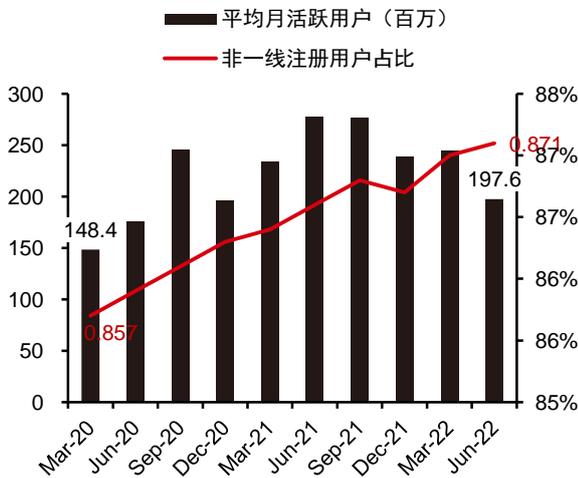


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**多点布局吸引年轻用户群体, 数字化发力赋能供应链企业。** 22Q2 公司 MAU2.78 亿/-28.9%, MPU3340 万/-21.9%, 付费率 13.2% (环比增加 0.3pcts), APU1.97 亿, 同比增长 8%。公司在品牌年轻化方面持续发力, 22Q2 通过举办王者荣耀“同程杯”、与横店影视和酷狗音乐联合打造水上音乐节、提升“学生卡”服务体验、赞助热门影视剧等方式提升公司在 Z 世代用户、尤其是下沉市场年轻用户中的知名度。截至 22Q2 公司 87.1%的注册用户来自非一线城市 (22Q1 为 87.0%), 微信平台 61.7%新付费用户来自三线及以下城市。在数字化方面, 公司为乌鲁木齐机场、众多客运企业提供数字化建设技术支持, 通过旗下

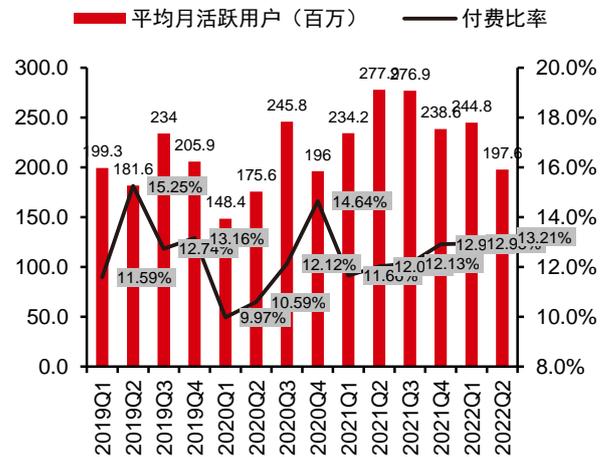
住哲、金天鹅、云掌柜等 PMS 品牌为单体和小型连锁酒店提供信息化服务，与多省合作发放文旅消费券。公司和上游供应链的深入合作有益于长期获客和产品销售。

图 1：2020Q1~2022Q2 月活跃用户和非一线城市用户占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：2020Q1~2022Q2 月活跃用户和付费比率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 风险因素

局部地区疫情反复超预期、各省出行管制力度加强；流量成本上升；行业竞争加剧；公司新渠道/新业务拓展不及预期。

## 投资建议：局部疫情扰动下业绩韧性凸显，获客带动增速持续跑赢大盘

虽然当前海南、新疆等旅游目的地疫情较为严重，但多数出游主要地区受疫情影响较小，但多数出游主要地区受疫情影响较小，我们预计 22H2 散发疫情对长线出游恢复的扰动可控，公司短途、本地需求相关业务将持续修复。长期看好公司组织架构升级、经营管理效率提升、用户规模稳健增长、收入来源逐渐丰富且业务间协同效应增强会带来的积极增长，当前股价对应 2023/24 年经调 PE 为 20/15 倍。

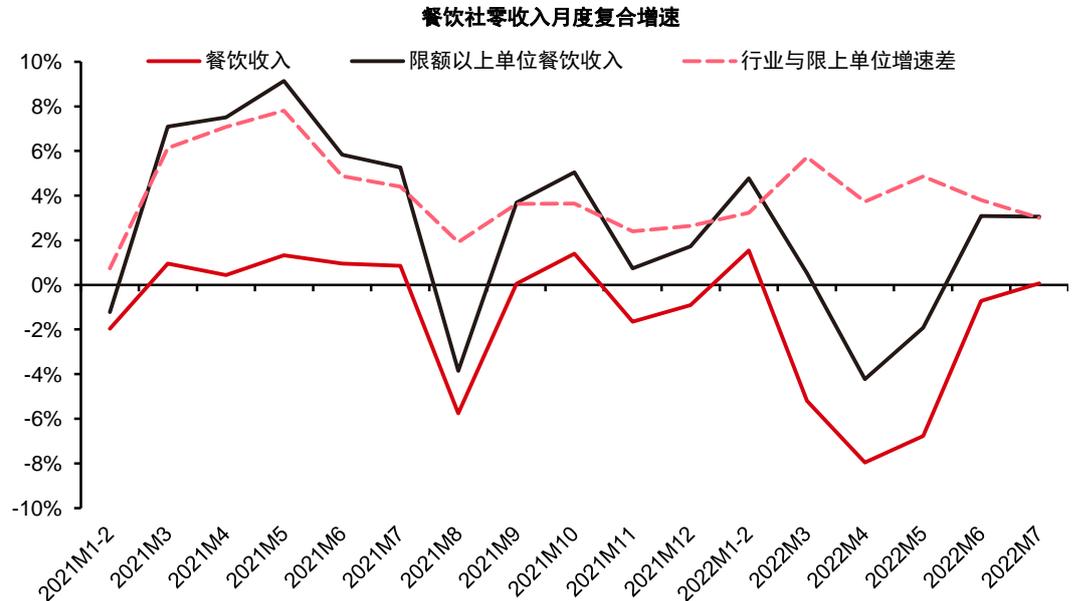
## ■ 餐饮：行业逆风控费突出，边际修复下关注利润释放

### 局部疫情冲击收入，头部降本控费能力突出

行业逆风，高线影响更大。1H22 局部疫情冲击加大，对餐饮行业的负面影响较 2020 年以来的几轮散点疫情更大，时间持续也更久。从社零数据看，3 月至今餐饮月度收入下滑幅度收窄、但同比仍低于去年同期。复合增速维度（2019-2021 对应月份两年平均增速（CAGR）），2021 年 8 月下滑 5.8% 后次月即恢复增长（+0.1%），但 2022 年 4 月下滑 8.0% 后增速直到 7 月才实现转正（+0.1%）。相比而言，1-6 月餐饮收入相比 2019 年同期的三年平均增速为 -2.7%，而限上单位收入增速为 0.2%、仍然显著好于行业水平。但与 2021 年同期比较，2022 年 1-6 月行业收入同比下滑 7.7%，限上收入同比下滑 7.8%、弱于行

业水平。我们认为这是因为该轮疫情对高线城市影响更大，而限上企业在高线敞口较大。头部公司门店大多也集中在高线，收入端冲击相对严重。

图 1：餐饮行业社零收入月度平均增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：2021M1-M12 月度增速为 2019-2021 两年 CAGR，2022M1-M6 月度增速为 2019-2022 三年 CAGR

在此背景下，头部企业缓开店、控成本趋势明显，特别是对于原材料成本和人力成本的控制均表现出色，反映供应链端竞争优势以及运营端的积极努力。

**海底捞：**海底捞 1H22 收入 167.6 亿元/-16.6%，归母净利润为亏损 2.66 亿元/去年盈利 0.95 亿元，符合盈利预警。公司业绩好于我们的预期，主要因为原材料（42.0%/-0.3pct）和人工成本（35.2%/-0.4pct）占比在上半年客流受到较大冲击的背景下仍然实现优化，二者均明显低于预期。其中人工成本同比减少 17.6%，店均员工数减少约两成，预计主要是因为单店人员优化精简以及展店放缓下储备人员减少。上半年租金&折摊成本占收入 12.6%/+0.9pct，水电开支占收入 3.3%/-0.1pct。公司 1H22 经营现金流为正，现金净增 5.6 亿元，1H22 末银行结余及现金共 63.7 亿元，流动负债中长期债券及借款合计 27.8 亿元，非流动负债中长期债券及借款合计 42.6 亿元。公司阶段性放缓扩张节奏，资本开支减少，当前流动性充裕。

**九毛九：**与盈利预警一致，公司 2022H1 收入 18.99 亿元（同比-6.1%），归母净利润 0.58 亿元（同比-69.0%）、净利率 3.0%，收入、业绩均好于我们此前的预期。局部疫情背景下公司控费能力出色，一方面得益于自建供应链下的稳定供给和价格优势，原材料成本占收入比例同比-2.2pcts 至 34.9%，毛利率续创新高，好于预期；另一方面人员配置优化，员工薪酬占收入比例 28.6%（同比+3.6pcts），也低于我们此前预期。

**奈雪的茶：**公司 1H22 收入 20.4 亿元（-3.8%），经调整净亏损 2.49 亿元（1H21 为

盈利 0.48 亿元)，符合盈利预警。收入结构看，公司聚焦的茶饮品类占比稳定（72%，同比-2.7pcts 主因单价降低），RTD 零售新品反馈积极，带动其他产品收入同比增长 176%、贡献提升至 9.4%（+6.1pcts）。公司上半年业绩好于我们此前预期，主要是人力成本实现超预期显著优化，毛利率亦好于预期。收入端影响下奈雪品牌门店 OPM 下滑 8.8pcts 至 10.4%。但公司 1H22 毛利率 68.3%、环比提升 2.0pcts，员工成本 34.8%、环比持平，均好于预期。伴随自动排班系统 3 月以来的推广和自动制茶机的铺开，人工优化持续兑现。公司披露 2022 年 6 月单店 UE，得益于供应链优化，当月毛利率 65.5%（+0.6pct），且预计后续可维持 65%+；店面人工成本占收入 18.9%（-4.8pcts），公司短到中期目标为下降和稳定至 20%以内；店面租金占收入 15.7%（+1.8pcts），公司与部分物业重新谈判以降低租金刚性，目标在短期内将其降低并维持在 15%以内。公司预计三项主要成本费用率均有优化空间。

**海伦司：**公司 1H22 收入 8.7 亿元（+0.6%），经调整净亏损 1.0 亿元（vs 1H21 为盈利 0.81 亿元），符合此前预警。毛利率方面，上半年促销力度同比加大，1H22 海伦司毛利率下滑 2.7pcts 至 66.0%，但促销活动对客流恢复起到显著推动，如 5 月全国买赠活动下，同店收入同比恢复 62%而客流恢复 73%。我们认为随着疫情缓和和拓店节奏相对平稳，预计后续活动影响将缓解，毛利率也将相对稳定。人力成本和租金为刚性支出，受单店日销影响较大，1H22 费用率分别为 31.7%（+6.5pcts，剔除 SBC）和 18.0%（+8.6pcts）。但公司自去年以来持续进行成本优化，单店员工数减少；租金方面，得益于品牌力提升带动的议价能力增强和下沉占比提升，上半年店均租金开支同比下滑 4.6%。6 月整体门店的店均现金保本点下降至 2019 年、2021 年全年整体水平的 75%左右，商业模式韧性得到增强。

**百胜中国：**公司 22Q2 收入 21.3 亿美元/-13.2%，符合预期；经调整净利润 0.84 亿美元/-54.6%，除投资净收益及汇率影响后经调净利同比下滑 60%，好于市场预期及公司此前指引（公司之前预计为亏损）。积极应对下，22Q2 原材料成本占比 30.9%/+0.2ppt，人工费用率 27.1%/+2.9ppts，O&O 费用率至 29.9%/+0.6ppt，增长幅度均小于预期。

图 2：重点餐饮上市公司营收（百胜中国为亿美元，其他为亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 3：重点餐饮上市公司利润（百胜中国为亿美元，其他为亿元）

归母净利润（百胜中国为亿美元，其他为亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## H1 同店销售下滑，关注结构亮点

局部疫情影响门店经营天数和到店客流，上半年重点上市餐企同店均下滑，但存在结构亮点：如**海底捞**的啄木鸟计划成效初显，新店（2.5，同比+0.2）和中国大陆以外门店（3.2，+0.9）翻台率均提升；**奈雪的茶** 6、7月单量同比完全恢复、8月单量同比实现 35%增长；**怂火锅** 1H22 同店收入同增 18.7%，翻座率同比提升 0.2 至 2.4；**海伦司**在下沉市场的新加盟店型**海伦司·越首店**运营三月余，日销持续出色，8月日均收入 3 万元+。

**海底捞**：翻台高于预期，但经营天数影响较大。1H22 年同店/现有/新开餐厅翻台率分别为 3.0、2.9、2.5 次，其中一/二/三线及以下城市同店翻台 3.1/-0.1、3.0/-0.4、3.0/-0.3 次，上半年局部疫情反复影响下翻台同比下滑为预期之内，整体翻台回升情况好于我们的预期。而中国大陆以外整体/同店翻台 3.0/+0.8、3.2/+0.9，提升显著。根据公司公告，公司拟分拆中华区（大陆&港澳台）以外业务特海国际，以实物分派在联交所单独上市，该决议已在 8 月 22 日股东特别大会正式通过。局部疫情对门店经营天数影响较大，3 月至 5 月公司平均每天 200+门店暂停堂食，6 月减少至 90 家以内，7 月进一步减少至 30 家以内。定价方面，性价比继续提升，中国大陆餐厅 ASP 为 103.5 元/-0.8%，中国大陆以外 ASP 为 174.7 元/-7.8%，由于中国大陆以外餐厅占比提升，整体客单价同比提升 1.7%。公司积极推出新品，1 月份上架的绝大部分新品平均点击率超 10%，6 月上架的新品推出首月点击率超 15%，通过持续创新提升消费体验。

**九毛九**：局部疫情冲击堂食客流，怂火锅表现亮眼。分品牌看，1H22 太二/九毛九/怂收入分别 14.9/3.1/0.8 亿元，同比分别-7.3%/-18.2%/+366.2%。上半年公司外卖占比同比+4pcts 至 19%，其中太二外卖占比 17%（+4pcts），九毛九外卖占比 31%（+6pcts）。九毛九上半年关 6 家、判断主要为租约到期原因，太二上半年新开 35、关闭 1 家。客单价维度，太二（1H22 78 元 vs FY21 80 元）、九毛九（1H22 58 元 vs FY21 59 元）环比微降，怂火锅环比微增（1H22 130 元 vs FY21 129 元）。堂食客流受局部疫情冲击，九毛九 1H22 翻座率较 FY21 下滑 0.1、同比持平为 1.8，太二 1H22 翻座率较 FY21 下滑 0.5、同比下滑 0.8 至 2.9，怂火锅 1H22 翻座率较 FY21 下滑 0.1、同比提升 0.2 至 2.4。怂火锅表现亮眼，商业模式逐渐打磨完善，广深门店客流表现依然突出，其他地区的门店也持续爬坡，好于公司此前预期。

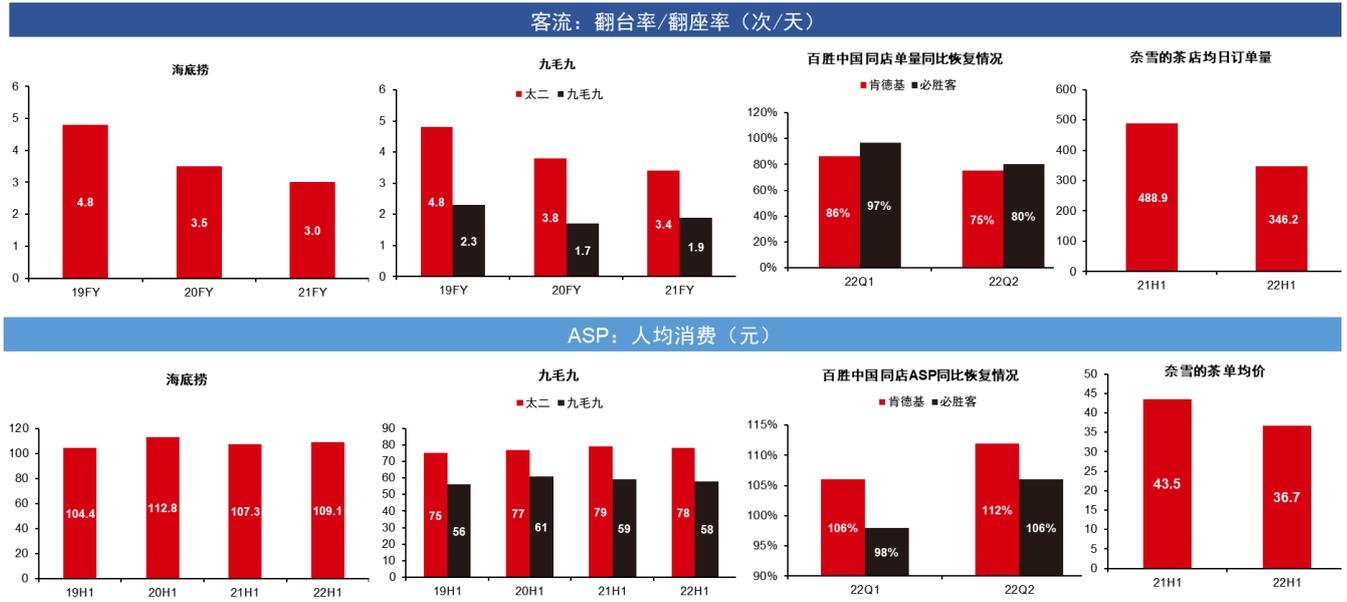
**奈雪的茶**：局部疫情反复冲击客流，但疫情后单量修复较好。分店型看，1H22 一类店单店日销 1.32 万元（vs 1H21 标店/原一类店分别 2.19/2.11 万元），二类店单店日销 0.96

万元 (vs 1H21 为 1.19 万元)。上半年多地散点疫情对经营天数和服务方式造成影响, 奈雪门店高线敞口大, 客流受到冲击, 店均日单量同比下滑 29.2%至 346.2 单。价格方面, 公司引入 9~19 元轻松系列和其他 20 元左右平价新品, 上半年单均价为 36.7 元(-15.6%), 7 月为 29.8 元 (vs 2021 年及以前客单价稳定在 42~43 元)。但高性价比产品的推出驱动单量明显增长, 疫情后 6 月和 7 月同店单量均实现同比完全恢复。会员数及复购亦增长, 上半年末会员 4900 万名 (较 2021 年末增加 570 万名), 2Q22 活跃会员复购率亦提升 3.3pcts 至 33.6%。5~8 月店均单量逐月提升, 结合去年 8 月低基数影响, 8 月同店销售同比恢复 95%, 其中单量实现 35%同比增长、表现出色, 客单价 29.2 元、较上月 29.8 元也相对稳定。会员数及复购亦增长, 上半年末会员 4900 万名 (较 2021 年末增加 570 万名), 2Q22 活跃会员复购率亦提升 3.3pcts 至 33.6%。

**海伦司:** 单店日销受冲击, 疫后同店销售修复明显。上半年疫情散发导致公司暂停营业门店数量较多, 据公司官网及微信公众号, 3 月及 4 月最严重时占比达 50%+, 5 月占比逐步下降, 6 月底降至 10%以内。管控措施下客流受到较大影响, 导致直营单店日销同比下滑近四成至 0.72 万元 (vs 1H21 为 1.19 万元), 其中一线/二线/三线及以下分别 0.73/0.66/0.79 万元 (vs 1H21 为 0.99/1.22/1.23 万元), 二线下滑幅度最大, 主要因为公司门店数量较多的天津、南昌、沈阳、郑州、杭州、武汉、南京 (上半年末门店合计占比我们预计约 25%) 等城市出现散点疫情扰动经营。上半年 133 家同店的单店日销同比下滑 26.8%至 0.97 万元, 好于整体水平, 老店表现相对坚挺。2022 年 1-7 月, 公司同店日收入分别恢复至 2021 年同期 80%/90%/66%/60%/62%/77%/82%, 疫后修复明显。

**百胜中国:** 二季度局部疫情严重, 占据公司门店和收入 30%-40%的华东地区在这一轮疫情中受影响最大。公司 4-5 月 2500+门店暂关或仅提供外卖/堂食 (其中 45%暂关), 同店收入下滑 20%+, 其中上海仅三成门店营业。至 6 月底, 暂关及仅外卖/堂食门店数下降至 800 家, 同店收入下滑幅度收窄至高个位数, 但仍高于 1-2 月时 4%的下滑水平。这导致 Q2 整体同店收入同比-16% (环比-8ppts), 其中肯德基同店收入同比-16% (TC -25%、TA +12%), 必胜客同店收入同比-15% (TC -20%、TA +6%)。

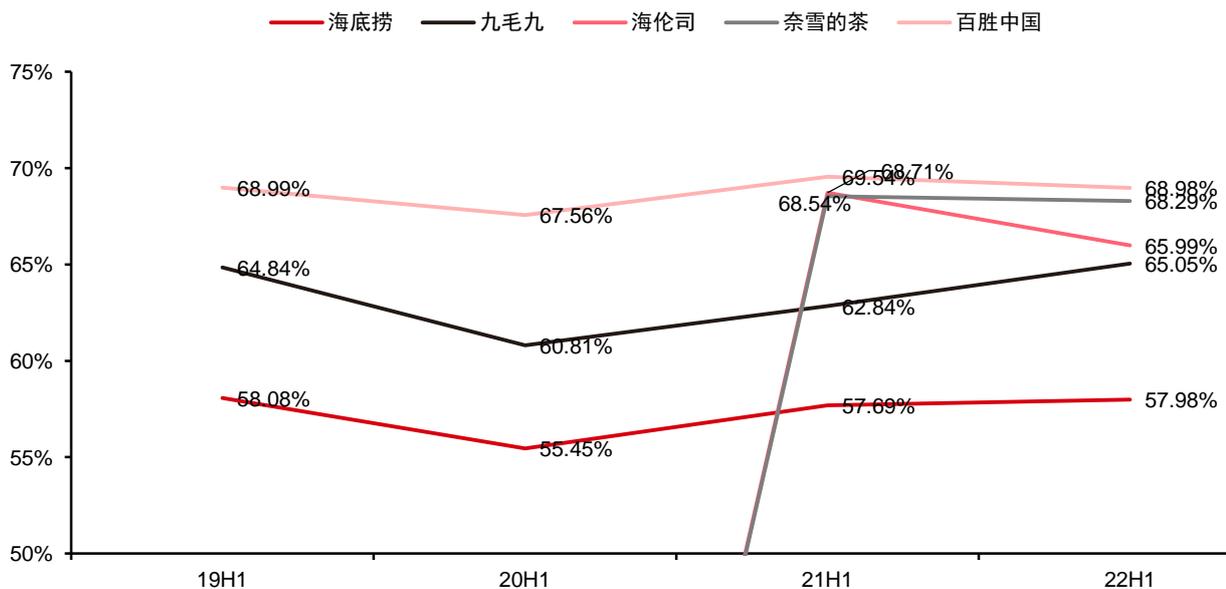
图 4: 重点餐饮上市公司客流和客单价情况



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：客流指标中，海底捞为翻台率，太二、九毛九为翻座率

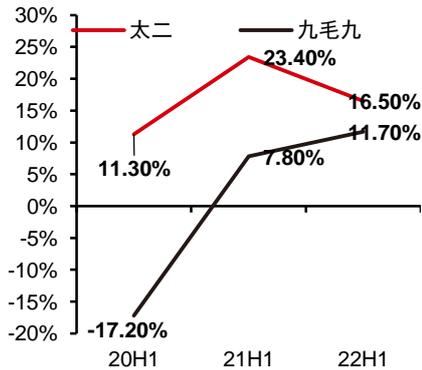
由于经营杠杆的存在，收入端下滑对门店层面经营利润率影响较大，但 2H21 以来头部餐企均着力优化门店成本结构，上半年控费出色、好于预期，验证显著强于行业的经营韧性。这主要表现在毛利率和人工两方面。毛利率方面，头部餐企毛利率基本均提升或稳定，反映强大的供应链能力。人工方面，头部餐企基本均通过与前端客流相匹配的更为合理的排班方式及/或自动化实现人效提升。

图 5：重点餐饮上市公司上半年毛利率



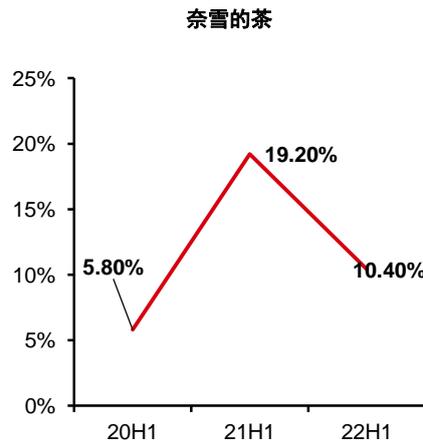
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 5：九毛九分品牌门店 OPM



资料来源：九毛九公告，中信证券研究部

图 6：奈雪的茶茶饮店的店面 OPM



资料来源：奈雪的茶公告，中信证券研究部

图 7：百胜中国分品牌门店 OPM



资料来源：百胜中国公告，中信证券研究部

## 开店“稳”字当头，蓄力把握疫后复苏机会

外部环境不确定背景下，头部餐饮企业上半年基本都放缓拓展节奏，开店更强调质量而非速度，对选址、租赁条约等要求更严苛以降低租金刚性，调整及尝试新店型，蓄力把握疫后消费复苏机会。

**海底捞：**门店调整成效初显，循序渐进重启“硬骨头”店。1H22 公司新开 18 家餐厅，“啄木鸟计划”关闭 26 家餐厅，截至上半年末共 1435 家店，其中中国大陆 1310 家、净关 19 家，中国大陆以外 125 家、净开 11 家。国内餐厅方面，上半年一线/二线/三线及以下分别净关 10/1/8 家店至 238/521/551 家，占比分别为 18.2%/39.8%/42.1%。目前疫情逐渐得到控制，“啄木鸟计划”也取得一定成效，6 月公司整体翻台率同比+20%，7 月整体翻台率环比进一步提升、同比+15%，其中 7 月中国大陆整体翻台率同比+10%。基于此，公司计划择机启动“硬骨头”计划，目前在考虑重新启动开业可能性的门店为“啄木鸟计划”下关停的部分门店，公司将在未来持续对这些门店进行综合评估，在满足市场条件、保证顾客满意度、不影响现有门店经营表现和人员充足的情况下，循序渐进地选择符合重新开业条件的“硬骨头”门店。

**九毛九：**开店方面，上半年新开 37、净开 5 家至共 475 家店，新开店包括太二 35 家、怂火锅 2 家，关店包括 7 家租赁协议到期和 1 家经营不佳门店，其他门店减少是因为公司在 6 月出售了 2 颗鸡蛋煎饼品牌。1H22 末太二/九毛九/怂火锅/其他分别 384/77/11/3 家，我们预计 2022 全年太二/怂分别新开 120/15 家门店。

**奈雪的茶：**上半年净开店 87 家至共 904 家，覆盖 85 个城市，开店数量符合预期。因标准店和一类 PRO 店差异小，公司将标准店并入一类 PRO 店统计口径，上半年末一类/二类 PRO 店占比分别 85%/15%，一线/新一线/二线/其他门店数占比分别 34%/33%/23%/10%。我们预计 2022 年公司新开店 350 家、仍以高线和 PRO 店为主。

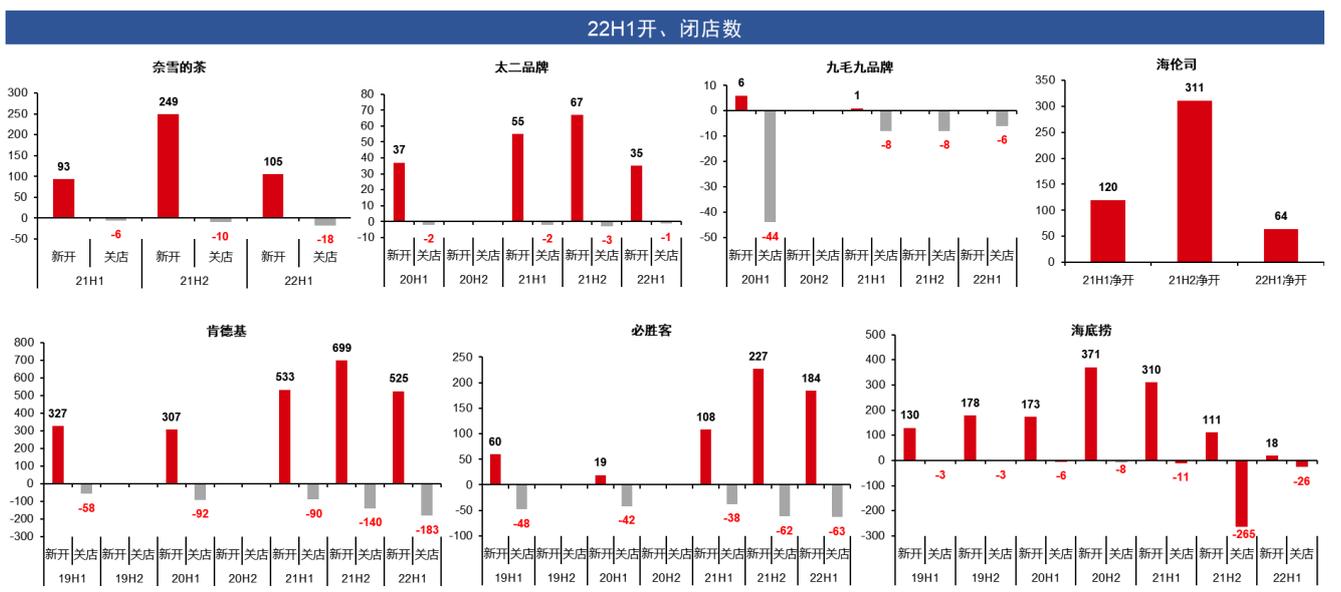
**海伦司：**上半年公司新开 133、净开 64 家至共 846 家，至 8 月 21 日门店为 821 家，

一线/二线/三线及以下占比分别 11%/49%/40% (vs 21 年末 10%/55%/34%)，一线和三线及以下店数均增加，判断关店集中于二线。据公司官方微信公众号，当前 pipeline 62 家。公司关闭部分门店的原因主要包括：(1) 物业出租方原因不适合续租；(2) 老旧门店优化迭代；(3) 局部疫情持续扰动下，门店业绩回升需要较长周期，为了优化资源配置，集中力量发展受影响更小、潜力更大的下沉市场，蓄力公司长期健康发展而进行战略调整。我们预计全年关店略多于百家，但整体仍将为净开，下沉市场占比将进一步提升。

利川的海伦司·越门店开业三月余，日销情况持续出色，8 月 19 日海伦司·越二店落地湖北荆州的县级市监利，开业以来表现亦较好。尽管当前该模式仍处于试点阶段，但已初步验证下沉及县域市场对改造大排档和夜间消费场所的广阔需求。海伦司作为小酒馆赛道绝对龙头，具备优秀的品牌力、供应链和运营能力，我们看好公司对这一市场的整合能力和发展前景。随着海伦司·越在更多下沉城市及县域开店，若该模式持续验证，公司的开店空间有望进一步打开。且对公司而言，预计这一轻资产模式的投资回报率更优。

**百胜中国：**小店型 UE 更佳、持续优化，全年开店指引维持。Q2 净开店 53 家至共 12,170 家/+10.4%，其中肯德基 8,570 家、必胜客 2,711 家。公司门店回报健康，肯德基回报期为 2 年、必胜客为 3 年，2022Q1 大部分新开店 3 个月内实现盈亏平衡，pipeline 稳健，公司维持 2022 全年净开 1,000-1,200 家门店指引，并预计 50% 以上新店为较小的模型。公司继续致力于门店 UE 的持续优化。人工方面，在骑手混排后，公司创造性地推出灵活的店员排班模式，可根据实际情况在门店甚至城市间调配员工。租金方面，公司积极减少其中固定部分、增加可变部分，以提高模型灵活性，并在疫情环境下和物业谈判取得了部分租金减免。

图 9：重点餐饮企业分品牌开、闭店数



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

**投资观点：疫情仍是核心因素，同店销售恢复下关注利润释放**

当前散点疫情仍有反复，展望下半年，疫情实际情况及相对应的管控政策仍然是影响餐饮企业业绩的核心。基于外部环境不确定性，我们认为 2022 年下半年开店数量并非最重要的因素，疫情边际缓和假设下各公司同店和 UE 改善带来的利润释放情况则更值得关注，这也将是支撑市场对各品牌更长期开店空间信心的关键。

与行业趋势一致，头部餐饮公司虽因为地域分布、品牌周期等因素差异表现相对分化，但 6 月以来整体环比修复趋势明确。从数据跟踪来看，受疫情影响 3 月下旬以来多地餐饮停止堂食或暂停经营，4 月头部公司单店收入同比表现进一步下探、5 月恢复程度环比略有回升。**海伦司** 6 月同店同比恢复 77% (环比+15pcts, 下同)、相比 2019 年同期恢复 82% (+12pcts)，7 月同店同比恢复 82% (+5pcts)、相比 2019 年同期恢复 90% (+8pcts)，8 月同店同比恢复 91% (+9pcts)、相比 2019 年同期恢复 77% (-13pcts)。**太二** 6 月同店同比恢复 86% (+25pcts)、7 月恢复 85% (-1pcts)，**九毛九** 6 月同店同比恢复 140% (+59pcts)、7 月恢复 100% (-40pcts)，7 月恢复程度下滑与去年广深 Q2 疫情致低基数有关。**奈雪的茶** 6 月同店同比恢复 75% (+15pcts)，7 月同比恢复 70% (-5pcts)，8 月同店同比恢复 95% (+25pcts, 存在基数影响)，性价比提升下单均价有所下滑、8 月环比稳定至 29.2 元，但 5~8 月店均单量数持续提升，6、7 月单量同比均为 100% 恢复，8 月单量同比+35%。**海底捞** 整体门店翻台率 6 月同比恢复 120% (+30pcts)，7 月同比恢复 115% (-5pcts) 但绝对值高于 6 月。7 月以来局部疫情仍有反复，但餐饮公司暂停经营门店数占比相较 5 月回升，据我们跟踪，7 月海伦司暂停经营门店占比约 25%，虽较 6 月的个位数水平抬升，但相比 4、5 月高点 50%+ 显著降低。至 7 月太二和奈雪门店则基本全部恢复营业，但近期深圳等地散点疫情反复，部分门店又暂停营业，但数量相对可控。

**海底捞**：我们认为海底捞的组织 and 供应链能力在大中餐赛道中仍然突出，啄木鸟计划执行以来整体翻台率逐月上升，公司计划择机启动“硬骨头”门店计划，我们预计门店数量将逐步增加。结合公司此前预计在翻台率回升至 4 以前，原则上不会大规模开新店，从投资角度而言，我们建议将继续跟踪海底捞翻台率恢复情况和实际开店进度，以翻台率回升曲线是否开始陡峭和开店是否重新提速作为支撑性配置点。维持 2022/2023/2024 年经调整净利润预测为 5.2/29.4/37.5 亿元。在不考虑新业态出现爆发式发展的情况下，给予公司 2023 年重回稳态期的利润 30XPE，对应目标价 19 港元，维持“增持”评级。

**九毛九**：太二品牌势能突出而 UE 稳健，利润释放预期稳定，且逐步推出机场店一人食等新模型拓宽消费场景。怂火锅 5 月新进入珠海，6 月、7 月在广州开出第 3、4 家门店，新店表现出色，公司也上调了 2022 年开店指引至 15 家（此前为 10 家）。公司继续聚焦核心能力圈，上半年公司出售 2 颗鸡蛋煎饼品牌，九毛九门店 OPM 明显改善亦证明调整有效。同时公司持续布局供应链、IT 系统、会员体系，进一步强化中长期竞争力。我们维持公司 2022/23/24 年净利润预测为 3.1/7.4/10.0 亿元。考虑到公司处在快速成长周期，给予 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 21 港元，维持“买入”评级。

**奈雪的茶**：6 月集团管理报表层面实现盈利，7 月盈利水平环比提升。根据饮力实验室，自动制茶机完成物料添加环节，人工主要进行流程配合，最快 10 秒内可制作一杯茶饮，测试中对比发现每人每小时产能可提升 40%，我们预计 Q3 末自动制茶机全面上线后将进一步提升人效。局部疫情扰动下奈雪门店 UE 改善仍持续验证，伴随 Q3 茶饮旺季，

收入、业绩有望继续修复，打开配置窗口。我们维持公司 2022/23/24 年经调整 EPS 预测为-0.20/0.19/0.33 元。考虑到公司处在快速成长周期，给予 2023 年 35 倍 PE，当前汇率下对应目标价 8 港元，维持“买入”评级。

**海伦司：**2H21 公司开店数量较多（净开 311 家店），且存量门店经过百家多关店后，我们认为基于疫情缓和情况下的同店修复和利润率释放比关注全年开店速度更重要，如果得到验证，预计将强化市场对明年甚至后年经营业绩目标达成的信心。7 月以来暂停营业门店占比又有抬升，判断当前仍有约 25%的门店暂停营业（vs 6 月底为 10%以内），但同店日销恢复程度环比 6 月提升，显示刚需特性。公司积极探索，在门店尝试包括飘屏、盲盒多元社交玩法，强化消费粘性，保持品牌活力。我们认为阶段性调整不改长期成长趋势，公司处于品牌势能上升期，单店模型优异，高自有酒水占比构建的竞争优势仍然突出，1-4 线 3000 家店空间具备支撑，新加盟模式试点反馈好，有望进一步打开开店空间。我们看好疫情缓和趋势下的日销回升及利润释放，关注新模式门店从试点到放量发展。我们维持 2022/2023/2024 年经调整净利润预测 0.3/5.7/8.5 亿元。考虑到公司处在快速成长周期，给予 2023 年 40 倍 PE，当前汇率下对应目标价 21 港元，维持“买入”评级。

**百胜中国：**7 月局部疫情又有反复，病例数高于 6 月至 7 月第三周，公司 2%门店（~250 家）暂关或仅外卖/打包。我们维持 2022~24 年经调整 EPS 预测 1.21/1.98/2.28 美元。面对短期经营环境的不确定性，公司已积极准备多项应对计划，我们认为基于公司在供应链和运营团队建设上构筑的深厚护城河，公司具备长期稳健经营和持续增长的能力。参考公司历史平均估值水平（25-30x），给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 60 美元/466 港元，维持“增持”评级。

## 风险因素

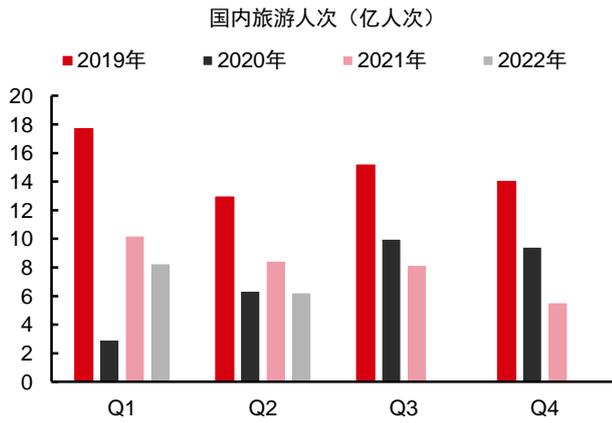
局部疫情反复超预期；自然灾害影响；政策管控收紧；消费回流低于预期等；新店拓展速度不及预期；新店经营效率不及预期。

## ■ 景区：Q2 基本面触底，预计 Q3 逐步回暖

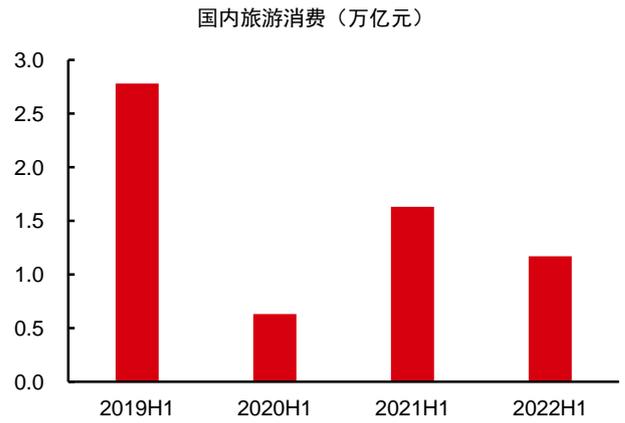
根据文旅部数据，2022H1 国内旅游总人次 14.55 亿，同比下降 22.2%，恢复至 2019H1 的 47.3%。分季度来看，Q1、Q2 国内旅游人次分别 8.3 亿、6.25 亿人，分别恢复至 2019 年同期的 46.7%、48.1%，主要受上半年疫情及出行管控政策较严格的影响，客流水平较弱。同样根据文旅部，2021H1 全国国内旅游收入（旅游总消费）1.17 万亿元，同比下降 28.2%（恢复至 2019H1 的 42.1%），受客流下滑拖累，旅游消费也相对承压。

图 3：2019 年以来分季度国内旅游人次情况

图 4：2019H1、2020H1、2021H1、2022H1 国内旅游消费情况



资料来源：文旅部，中信证券研究部



资料来源：文旅部，中信证券研究部

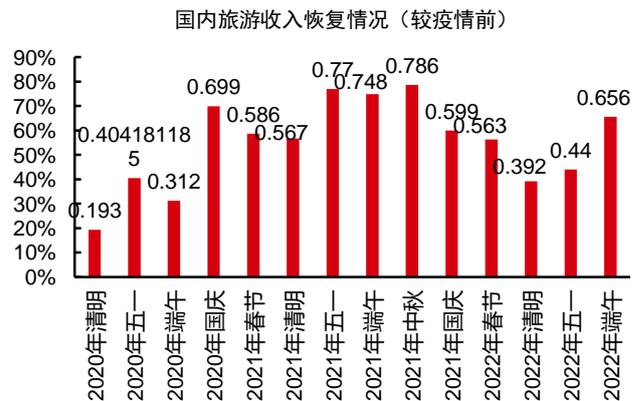
而根据对节假日的跟踪，清明、五一客流分别恢复至疫情前同期的 68.0%、66.8%，旅游收入分别恢复至 39.2%、44.0%，恢复程度降至阶段性低点。在临近端午假期的 5 月 31 日，文旅部印发通知，对跨省旅游“熔断”机制进行调整，将跨省团队旅游“熔断”区域进一步精准到县（区）域，熔断政策的调整对于跨省游的恢复而言是重要的基础，推动端午假期客流、旅游收入分别恢复至疫情前同期的 86.8%、65.6%。

图 5：疫情后主要节假日的国内旅游人次恢复情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：疫情后主要节假日的国内旅游收入恢复情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

基于上半年疫情及防控环境，景区公司遭遇严峻挑战，多数景区公司收入下滑、业绩转亏。但 6、7 月以来，随着暑期旺季来临、疫情缓和、跨省游熔断政策调整等政策的落地，景区经营普遍回暖，但较疫情前仍有差距。我们认为，短期疫情影响仍存，因疫情而带来的经营波动在未来或仍将发生，但疫情管控政策放宽的大趋势并未改变。我们建议重点关注修复弹性较大同时疫情期间仍有项目布局和提升的休闲游标的，建议关注宋城演艺、中青旅、天目湖、复星旅游文化。

**宋城演艺：**22H1 公司收入 1.12 亿元/-84.8%、归母净利-2911 万元（vs. 21H1 盈利 3783 万元）、扣非净利-9868 万元（vs. 21H1 盈利 3180 万元）。Q2 单季收入 2641 万元/-93.8%、归母净利 947 万元（vs. 21H 为 2.46 亿元）、扣非净利-5855 万元（vs. 1.88 亿元）。Q2 盈利与当期非流动资产处置损益约 7000 万元有关，若剔除资产处置损益以及花

房等投资收益影响，我们推算 Q2 公司演艺主业亏损额在 1 亿左右，主要因为 Q2 公司面临供需双重压力，供给侧多地项目闭园，Q2 三亚、桂林、九寨、张家界、西安、上海这些项目基本处于停滞状态，杭州宋城判断只开了 5 天左右，丽江单季度场次也仅在 40-50 场之间，轻资产的郑州、宜春、宁乡项目相对开业时间较长，但轻资产模式下对公司收入提振作用较小；需求侧，Q2 多地出现散点疫情，对游客出行造成较大限制。根据我们的跟踪，Q3 以来经营情况环比已有显著好转，暑期旺季以及跨省游熔断政策调整，各地项目场次数迎来回升，暑期杭州、桂林项目日均场次在 2-3 场，丽江于 8 月上旬更是达到了日均 5 场，暑期丽江项目客流及营收恢复到疫情前同期 70% 以上，说明一旦疫情因素相对稳定，恢复速度较为可观。但三亚项目则因海南疫情影响，自 8 月初以来闭园。张家界、西安、上海项目仍尚未复园，由于疫情形势仍有些复杂、且逐步将由 Q3 传统旺季步入 Q4 的淡季，因此我们预计这三个项目或将在明年重新开业。我们认为，公司底部复苏的趋势已经确立，虽然短期内项目场次较常态化下有差距、且散点疫情仍时有发生，但我们认为 Q2 已是基本面的最底部。疫情发生这几年来，公司现金流仍较稳健、整体座位数较疫前增加、内容品质保持提升，待疫情因素缓和后业绩有望迎来较高弹性。

**天目湖：**22H1 公司收入 8867 万元/-61.0%、归母净利-5368 万元 (vs. 21H1 盈利 4277 万元)、扣非净利-5662 万元 (vs. 21H1 盈利 4120 万元)。Q2 单季收入 3257 万元/-78.2%、归母净利-3219 万元 (vs. 21Q2 盈利 4733 亿元)、扣非净利-3413 万元 (vs. 21Q2 盈利 4716 万元)。长三角区域是公司核心客源地，局部疫情影响下长三角区域实行较严格的疫情防控政策对公司收入利润形成较大影响，景区、温泉、酒店、旅行社业务收入均有显著下降且毛利率均转负。但 6 月以来，随着传统暑期来临以及出行管控政策的放宽，判断客流有显著边际改善，在此期间公司推出夜游项目助力暑期客流恢复。凭借优质的一站式产品、承接长三角丰富客源，我们认为公司复苏节奏望领先行业。疫情期间开业的竹溪谷、遇·天目湖、遇·十四澜、夜公园等项目将助力公司在恢复基础上有进一步成长。同时公司与地方政府绑定加深、为进一步深耕溧阳区域奠定基础。

**中青旅：**22H1 公司收入 28.62 亿元/-18.7%、归母净利-2.05 亿元 (vs. 21H1 盈利 3362 万元)、扣非净利-2.15 亿元 (vs. 21H1 盈利 81 万元)。Q2 单季收入 14.81 亿元/-30.2%、归母净利-9283 万元 (vs. 21Q2 盈利 9881 万元)、扣非净利-9520 万元 (vs. 21Q2 盈利 9629 万元)。由于上半年北京、上海等城市均有疫情，且防疫政策较为严格，西栅景区及乌村在 4.2-5.31 闭园、东栅景区在 4.2-7.7 闭园、古北水镇在 5.13-5.31 闭园。因而上半年公司核心景区收入大幅缺失（乌镇、古北水镇客流分别下降 90.0%、50.2%，运营收入分别下降 74.6%、28.0%），会展、酒店、旅行社业务亦受疫情拖累，叠加刚性成本费用影响，形成较大幅度的亏损。虽然短期疫情反复对公司造成较大冲击，但公司仍是国内休闲旅游稀缺性标的，旗下景区资源优质，在疫情因素影响逐步减弱后有望迎来显著的边际修复。另外，6 月底公司董事会完成换届，原光大集团文旅健康事业部总经理倪阳平先生担任董事长，倪先生陪伴青旅体系成长且公司新一代领导班子年富力强，期待后续表现。

**复星旅游文化：**22H1 收入 64.17 亿元 (+130.7%)，归母净利-1.97 亿元 (vs. 2021H1 -20.05 亿元)、经调整 EBITDA 为 11.95 亿元 (vs. 2021H1 -5.65 亿元)、经调整净利-1.94 亿元 (vs. 2021H1 -20.54 亿元)。在主要客源市场旅行限制放宽之下公司亏损大幅收窄，其中欧非中东、美洲恢复迅速，亚太仍相对承压，地产销售进度受疫情影响有所延后。上

半年 Club Med 营业额已恢复至 2019H1 的 90.2%，其中 ADR 提升 19.3%，主要受结构升级带动；亚特兰蒂斯经营受疫情波动而波动，1-2 月收入高增、3-6 月收入锐减、7 月反弹强劲、8 月承压明显。我们分析，从预订数据来看恢复趋势仍将有较好延续（8 月 6 日录得 22H2/23H1 的累计预订营业额较疫情前同期增长 14%/24%），根据过往经验三亚亚特兰蒂斯疫后复苏速度领先于行业，7 月份地产销售也有明显改善。展望下半年及明年，随着亚太地区管控政策的逐步放宽，度假村后续经营改善空间仍大，且复游城地产交付亦有望为公司业绩提供有力支撑。

## 风险因素

散点疫情反复超预期；疫情管控政策趋严；自然灾害影响；景区客流恢复不及预期；新项目发展不及预期等。

## 投资建议：管控放松大趋势未变，优选疫后成长性较强的休闲景区公司

我们认为局部疫情虽时常反复，但管控政策放松的大趋势并未改变（例如跨省游熔断政策调整等），因此在疫情因素影响逐步减弱后，拥有优质景区资源、经营效率较高的公司有望迎来显著的边际修复，从而带动业绩逐步走出底部。尤其建议关注修复弹性较大同时疫情期间仍有项目布局和提升的休闲游标的，新项目有望成为中长期业绩增长的重要动能，重点关注宋城演艺、天目湖、中青旅、复星旅游文化。

## ■ 人力资源：宏观环境有挑战，关注优质细分赛道

我们认为，人力资源服务本质上具有顺周期属性，尤其企业招聘需求会随宏观经济波动而波动，从而影响人力资源服务公司的经营情况。根据我们对重点公司的跟踪，Q2 收入、利润增速普遍较 Q1 环比下滑，但相较于其他服务板块仍具有较强的韧性。我们建议在人力资源服务板块中重点关注成长潜力较大的灵活用工&业务外包、在线招聘赛道，虽然面对宏观环境压力，但外包、在线招聘均属于为企业降本提效的服务，且渗透率、集中度提升的逻辑仍在逐步演绎，因此业绩仍相对稳健，且未来成长空间仍较大。

**科锐国际：**22H1 公司收入 44.07 亿元/+39.6%、归母净利 1.31 亿元/+27.7%、扣非净利 1.13 亿元/+30.1%。Q2 单季收入 22.2 亿元/+30.0%、归母净利 0.79 亿元/+23.0%、扣非净利 0.65 亿元/+23.2%，在较为不利的经营环境下，业绩已十分具有韧性。22H1 经营现金流-1.13 亿元（vs. 21H1 -2.66 亿元），与收付款时间周期有关，但同比已呈明显改善，建议继续观察后续几个季度的现金流状况。具体业务来看，猎头、RPO 因局部疫情及宏观经济影响 Q2 收入增速环比 Q1 有明显下降；灵活用工仍维持高成长性且业内领先（22H1 增速 52.4% vs. Q1 增速 60.0%）；境外业务恢复迅速，公司增持 Investigo10%股权至 62.5%。尽管宏观经济存在一定压力且局部疫情反复，但灵活用工高增、海外业务亮眼驱动 22H1 维持稳健表现，Q2 业绩继续检验了其业务生态的韧性，且线上线下协同之下对长尾客户覆盖已有良好效果。我们认为，下半年虽局部疫情反复影响仍存、企业招聘需求或较平淡，但灵活用工业务由于相对抗周期性且存在渗透率提升的趋势，仍有望驱动公司实现稳健增长。

**外服控股：**22H1 公司收入 67.86 亿元/+25.0%、归母净利 3.22 亿元/+19.3%、扣非净利 2.54 亿元/+11.5%，非经常损益主要为政府补助。Q2 单季实现收入 32.61 亿元/+21.7%、归母净利 1.49 亿元/+6.5%、扣非净利 1.42 亿元/+33.8%，在上海疫情的不利环境下，Q2 扣非净利仍实现 30%+ 的高增长，其中 H1 利息收入、汇兑损益均同比提升了 1000 万+，我们测算若剔除这两个因素影响则 Q2 扣非净利增速或在 10%+。我们判断 22H1 招聘灵活用工、业务外包收入同比增速在 20% 以上，薪酬福利业务收入同比增速在 10% 以上，人事管理业务则收入维持个位数的稳健增长，新兴业务收入占比提升 2.1pcts，公司利用数字化手段维持业务正常开展，优质客户需求相对稳定、外包类业务仍处于快速成长期，因此受疫情影响可控。Q2 公司亦迈出上市后并购的重要一步，公告拟收购远茂股份有利于加快公司在外包领域的布局。由于局部疫情及宏观经济带来的压力仍然存在，因此后续经营情况尚需进一步跟踪，但 7 月环比已有复苏。

**BOSS 直聘：**22Q2 公司营收 11.1 亿元/-4.8%，Non-GAAP 净利率达 23.1%/+2pcts，盈利能力持续改善。用户注册恢复以来（6.29-8.15），在未进行大幅市场投放的前提下，公司累计新增注册用户超 1000 万，用户新增强劲带动下，企业端招聘需求及意愿亦逐渐回升，7 月制造业蓝领中介和猎头顾问日活环比超两位数增长，8 月前两周服务业新增职位数环比增长超 20%。由于公司业务属性，现金收入对 GAAP 收入存在滞后影响，预计 GAAP 收入仍将短期承压，但随着用户注册恢复及疫情逐步控制，公司现金收入有望率先回升，公司预计 22Q3 现金收入将恢复至去年同期水平。展望未来，公司聚焦核心能力建设，持续加大研发投入，以白领为基本盘，持续拓展和优化蓝领招聘市场生态，聚焦用户价值创造探索多元商业化途径。

## 风险因素

宏观经济弱于预期；企业招聘需求趋弱；国内局部地区疫情反复超预期；公司客户流失；新兴业务拓展不及预期；竞争加剧等。

## 投资建议：重点关注灵活用工与在线招聘赛道，长期空间仍广

由于行业总体具有顺周期特征，短期在局部疫情及宏观经济影响下增速放缓，市场预期亦有所下修，但龙头公司业绩仍有稳健增长。从线下服务和线上平台两维度来看：**1) 线下服务：**当前阶段灵活用工、业务外包行业景气度仍较高，仍处于渗透率提升阶段，其作为低成本、高效率的用工方式，面对较弱的宏观环境体现出一定的抗周期特征。同时行业仍较分散，后续整合空间较大。重点关注核心业务增速高、技术服务蓄力第二增长曲线的科锐国际，以及客户资源及资金实力雄厚、望通过并购加快新兴业务发展的外服控股，建议关注尚在重组进程中的北京城乡。**2) 线上平台：**建议重点关注在线招聘平台，在线招聘行业渗透率尚处低位，传统招聘平台已步入瓶颈期，新兴模式正重塑行业格局，新一代玩家推出的更高效的招聘模式有望推动行业呈现快速增长。我们持续看好 BOSS 直聘的产品及效率优势驱动的中长期增长潜力，虽 GAAP 收入仍将短期承压，但随着用户注册恢复，现金收入有望率先回升。

## 投资建议

上半年休闲服务板块受到显著冲击,其中 22Q2 多数公司经营数据创下疫情以来新低,但进入 7 月以后随着高线城市疫情逐渐可控行业景气重新回升。上半年在行业普遍面临困境的同时,我们也观察到虽然 22Q2 大部分企业录得亏损但业绩仍相较市场预期更优,这极大受益于头部公司积极进行经营调整优化成本费用。此外,在动态清零管控表述下,上半年各类管控措施在具体落地的实施过程中依旧在积极尝试逐步寻求防控和便利的平衡。

出行产业链在整体消费配置中依旧是一条明确主线,中短期关注本地核酸时限延长、北京等高线城市出行放松、国内防疫政策变化、入境通关放开等四方面催化演变,中长期关注细分赛道经营修复和格局受益的双重支撑。基于修复斜率的不可预知性,在推荐上依旧建议倾向短期  $\beta$  和长期  $\alpha$  逻辑兼备的标的配置,以适当弱化频繁择时的掣肘。未来一段时间,全国的散点疫情或仍有波动,但目前各地区应对区域性疫情的管理经验和手段更加成熟,失控概率较低。

短期,8 月下旬以来全国散点疫情又起预期冲击 9 月表现,但目前整体仍相对可控;长期,出行产业链景气恢复确定性仍高。建议紧抓边际改善、兼顾长期成长,增配行业。局部疫情扰动下休闲服务板块波动中修复,建议紧抓行业边际改善趋势。重点标的包括:免税行业(中国中免),头部连锁酒店(华住酒店、锦江酒店、首旅酒店),餐饮、本地生活领域(美团-W、九毛九、海伦司、百胜中国、奈雪的茶、海底捞等),OTA(携程、同程旅行),休闲游(宋城演艺、中青旅),人力资源(科锐国际、BOSS 直聘)以及博彩板块。

风险因素:局部地区疫情反复超预期;自然灾害;旅游管控超预期趋严;出游心理恢复慢于预期。

表 1: 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价(元)	EPS(元)			PE			评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
中国中免	601888.SH	180.31	4.94	4.34	6.85	37	42	26	NR
华住集团-S	1179.HK	27.85	-0.08	-0.03	0.72	-287	-881	32	买入
锦江酒店	600754.SH	54.36	0.09	0.26	1.73	604	209	31	买入
首旅酒店	600258.SH	20.47	0.05	-0.14	0.85	409	-146	24	买入
海伦司	9869.HK	11.82	0.09	0.03	0.54	131	394	22	买入
九毛九	9922.HK	14.74	0.28	0.25	0.61	53	59	24	买入
奈雪的茶	2150.HK	6.05	-0.10	-0.24	0.23	-61	-25	26	买入
海底捞	6862.HK	17.52	0.09	0.53	0.67	159	28	22	增持
同程旅行	0780.HK	16.26	0.69	0.58	0.84	24	28	19	买入
携程集团-S	9961.HK	198.3	2.5	2.05	7.17	79	97	28	买入
宋城演艺	300144.SZ	12.05	0.12	0.07	0.41	100	172	29	买入
中青旅	600138.SH	10.91	0.03	-0.16	0.61	364	-68	18	买入
科锐国际	300662.SZ	37.5	1.28	1.65	2.12	29	23	18	买入
外服控股	600662.SH	5.79	0.23	0.26	0.3	25	22	19	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测, 股价为 2022/9/2 收盘价; A 股股价、EPS 单位为 CNY; 港股股价单位为 HKD, EPS 单位为 CNY

## ■ 相关研究

- 社会服务行业重大事项点评—政策扶持稳定供给, 迎接需求回暖 (2022-07-28)
- 消费产业 2022Q2 基金持仓分析报告—内资及北向资金消费持仓占比均获提升 (2022-07-24)
- 社会服务行业 2022 年中报前瞻—冲击逐渐落地, 把握景气边际回升 (2022-07-15)
- 消费产业 2022 年下半年投资策略—疫后修复与长期成长 (2022-07-05)
- 消费产业 2022 年 5 月社零数据点评—5 月社零好于预期, 可选品类恢复明显(2022-06-16)
- 教育板块重大事项点评—从东方甄选的爆发看教培转型 (2022-06-13)
- 社会服务行业教育板块跟踪点评—守得云开见月明, 积极关注板块低估值机会 (2022-06-10)
- 社会服务行业 2022 年端午旅游数据点评—跨省游“熔断”机制调整, 年内拐点或已现 (2022-06-06)
- 老乡鸡招股书概览—深耕养殖鸡汤领鲜, 中式快餐老乡领衔 (2022-05-30)
- 海外奢侈品及化妆品公司 2022 年一季度业绩跟踪点评—动荡中稳步前行, 欧美线下强劲复苏 (2022-05-30)
- 人力资源行业重大事项点评—政策存催化, 估值有支撑 (2022-05-29)
- 社会服务行业重大事项点评—上海线下商业望迎全面复市, 推动需求回升 (2022-05-25)
- 消费产业 2022 年 4 月社零数据点评—疫情冲击加剧, 4 月社零显著下滑 (2022-05-17)
- 社会服务行业 2021 年年报、2022Q1 季报总结及五一假期行业跟踪—人间四月芳菲尽, 山寺桃花始盛开 (2022-05-06)
- 消费产业重大事项点评—各地陆续发放消费券, 促消费政策意图明显 (2022-04-28)
- 消费产业重大事项点评—再提促消费, 市内免税店表述引关注 (2022-04-26)
- 消费产业 2022 年 3 月社零数据点评—3 月压力显现, 但未至最差时刻 (2022-04-18)
- 休闲服务行业跟踪点评—管控优化预期再起, 修复主线配置逻辑清晰 (2022-04-13)
- 社会服务行业 2022 年清明旅游数据点评—疫情影响不可避免, 阶段性影响终将过去 (2022-04-07)
- 在线招聘行业专题报告—新壶温旧酒, 后浪越前川 (2022-03-28)
- 消费行业 2022 年 1-2 月社零数据点评—1-2 月社零超预期, 预计 3 月压力不可避免 (2022-03-15)
- 休闲服务行业跟踪点评—疫情加重短期波动, 重新打开配置窗口 (2022-03-13)
- 杨国福招股书概览—廿载成长, 麻辣领航 (2022-03-04)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。