

社会服务行业：疫后出行持续修复，优选主线和标的

2023年4月14日

看好/维持

社会服务 | 行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	刘雪晴 电话：010-66554026 邮箱：liuxq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090005
分析师	魏宇萌 电话：010-66555446 邮箱：weiyum@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090004

投资摘要：

防疫放松以来，出行数据持续修复。从春节出游人次恢复近9成，到清明当天旅游收入同比增长近3成，再到五一假期部分OTA国内游预定订单追平2019年，我们认为出行链的修复和投资机会将贯穿2023年全年。本篇报告重点梳理出行产业链的复苏情况和投资机会。

2022年服务消费相对承压，2023年已呈现快速反弹趋势。2022年出行服务承压明显，国内客运量较疫情前恢复率仅三成，旅游人数和收入恢复不足五成，国际航班订座量仅有疫情前的约4%水平。防疫放开后，2023年出行链快速反弹，2023年春节假期国内出游人次较疫情前恢复近9成，旅游收入恢复超7成；清明节当天旅游人数和收入同比增长近3成；五一假期部分OTA平台国内游订单已追平2019年，同比增长超7倍。2月国际航班订座量已恢复到2019年的15%，恢复率环比提升3.4pct。展望2023年，出行产业链作为线下消费，修复空间大，叠加部分行业和公司成长性，收入、业绩有望恢复至2019年水平甚至实现正增长。包括酒店、餐饮、旅游（景区、出境游、OTA）几个重点领域建议重点关注。

酒店：供给出清集中度加速提升，疫后复苏叠加供需差带动经营反弹。疫情加速行业供给端出清，2021年底酒店业客房供给较2019年出清24%，行业连锁化率加速提升，龙头保持逆势拓店，预计2022年酒店业连锁化率较2019年提升10.7pct，看好龙头享受行业集中度提升红利，以及供需差带动RevPAR进一步提升。2022年酒店行业RevPAR仅达到19年约6成，头部酒店恢复率优于行业，23Q1行业RevPAR已基本达到甚至略超19年同期水平，4月以来糖酒会、消博会等大型展会相继举办，叠加今年五一、十一假期时长较长，将带动酒店板块进一步复苏。预计Q1加盟占比较高的锦江、华住增长较稳健，后续直营占比高、逸扉等中高端门店逐渐爬坡的首旅酒店有望展现出更强弹性。

餐饮：疫情期间价格压制、单店受损品牌弹性大，兼具连锁化拓店成长性。疫后餐饮市场快速反弹，且连锁餐饮复苏更强劲。分品类看，餐饮板块单个品牌表现相对分化，主要取决于品类生命周期和品牌成长阶段下的拓店速度与单店表现。建议关注门店盈利模型优秀、业务可复制性强、赛道增长空间广的新餐饮品牌，如单店模型优秀、标准化复制性强、受损的大学生客流快速修复的小酒馆海伦司；以及高线城市客流恢复、客单价重回正常水平、单店盈利有望边际改善的高端茶饮奈雪的茶。

旅游（景区、出境游）：疫后出行复苏，长途游、出境游相关标的弹性更大。国内旅游方面，疫情期间受损严重，疫后出行逐渐复苏，五一预订数据喜人，暑期、十一等假期催化，看好国内旅游市场持续复苏，初期周边游先行回暖，后续长线游弹性更大。标的方面：休闲游一体化景区天目湖，以及人工景区模式复制性强、复苏弹性较好的宋城演艺有望受益。出境游方面，疫情三年出境游受损严重，疫后环比持续复苏，复苏节奏沿出行半径逐渐恢复。标的方面，建议关注率先复苏的澳门博彩业，以及受益旅游线上化率提升的OTA龙头。

风险提示：消费能力持续不振，宏观经济波动风险、政策监管风险。

目 录

1. 基本面回顾：2022 年服务消费相对承压，2023 年已呈现快速反弹趋势	4
2. 重点细分领域：	5
2.1 酒店：供给出清集中度加速提升，疫后复苏叠加供需差带动经营反弹	5
2.2 餐饮：疫情期间价格压制、单店受损品牌弹性大，兼具连锁化拓店成长性	8
2.3 旅游（景区、出境游）：疫后出行复苏，长途游、出境游相关标的弹性更大	9
2.3.1 国内旅游方面	9
2.3.2 出境游方面	11
3. 风险提示	14
相关报告汇总	14

插图目录

图 1： 2010-2022 年社零（分消费形态）	4
图 2： 国内客运情况及恢复率	4
图 3： 国内旅游人数和收入情况	4
图 4： 节假日国内客流恢复度	4
图 5： 2022 年全国酒店 RevPAR 恢复情况	5
图 6： 2022 年头部酒店 RevPAR 恢复率优于全国	5
图 7： 23 年 2 月国内主要城市 RevPAR 表现突出	6
图 8： 2023 年以来头部酒店 RevPAR 恢复率	6
图 9： 华住、锦江、首旅酒店中高端酒店占比持续提升	6
图 10： 疫情期间酒店业供给端出清	6
图 11： 我国酒店客房连锁化率提升	7
图 12： 客房连锁化率对比	7
图 13： 国内餐饮收入恢复情况	8
图 14： 国内限额以上餐饮收入恢复情况	8
图 15： 疫情开放后，奈雪门店表现迅速恢复	9
图 16： 疫后奈雪客单价有所回升，单量也在逐步恢复	9
图 17： 全国旅游人次及收入情况（年度）	10
图 18： 国内游客数较 19 年恢复情况（季度）	10
图 19： 节假日出游半径变化情况	10
图 20： 中国商营航空公司国际航班订座量情况	11
图 21： 乙类管理至 2.8 号出境目的地航班排名及恢复率	12
图 22： 澳门入境游客数情况	12
图 23： 澳门幸运博彩毛收入情况	12
图 24： 2015~2021 年中国旅游线上交易额及线上化率	13
图 25： 2021 年在线旅游市场份额（GMV 口径）	13
图 26： 2019 年 OTA 交通票务预订市场份额（GMV）	13

导语：防疫放松以来，出行数据持续修复。从春节出游人次恢复近9成，到清明当天旅游收入同比增长近3成，再到五一假期部分OTA国内游预定订单追平2019年，我们认为出行链的修复和投资机会将贯穿2023年全年。本篇报告重点梳理出行产业链的复苏情况和投资机会。

1. 基本面回顾：2022年服务消费相对承压，2023年已呈现快速反弹趋势

2022年消费市场仍受疫情影响，其中服务消费承压明显。消费方面：2022年社零总额439,733亿元，同比下降0.25%，较2019年增长7.7%。其中必选消费相对较为坚挺，可选消费整体承压；商品零售相对坚挺，服务消费整体承压，2022年餐饮收入43941亿元，恢复至2019年的94%。**出行方面：**2022年国内客运量较疫情前恢复率仅三成；旅游人数较疫情前恢复不足五成，较上年同期恢复程度下降；旅游收入恢复35.7%；人均旅游消费略有降低。2022年全年平均的国际航班订座量仅有疫情前的约4%水平。

图1：2010-2022年社零（分消费形态）



资料来源：统计局，东兴证券研究所

图2：国内客运情况及恢复率

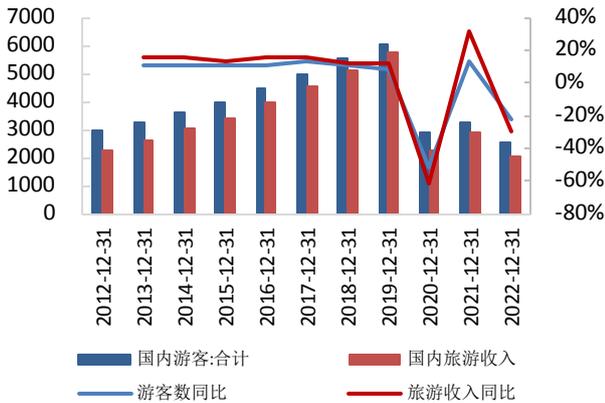


资料来源：统计局，东兴证券研究所

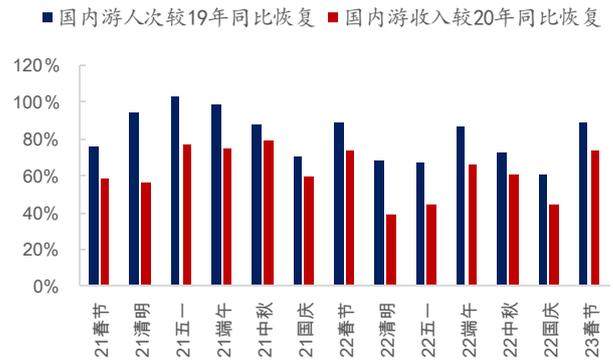
2023年消费市场已呈现快速复苏趋势，出行链反弹空间大。消费方面：社零增速同比转正、环比继续回暖。2023年1-2月社零总额同比增长为3.5%（12月为-0.2%）。服务的复苏节奏领先实物零售。1-2月线下服务消费场景的恢复带来了压抑需求的集中释放，1-2月餐饮收入同比+9.2%，商品零售同比+2.9%。**出行方面：**2023年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%；实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%。清明节假期当天（4月5日），全国国内旅游出游2376.64万人次，较去年清明节当日增长22.7%，实现国内旅游收入65.2亿元人民币，较去年清明节当日增长29.1%。五一出行预计表现亮眼，携程平台数据显示，截至4月6日，五一假期国内游订单已追平2019年，同比增长超7倍。出境游方面，2月中国商营航空公司国际航班订座量已恢复到2019年的约15%水平，恢复率环比提升3.4pct。

图3：国内旅游人数和收入情况

图4：节假日国内客流恢复度



资料来源：文旅部，东兴证券研究所



资料来源：文旅部，东兴证券研究所

2. 重点细分领域：

展望 2023 年，出行产业链作为线下消费，修复空间大，叠加部分行业和公司成长性，收入、业绩有望恢复至 2019 年水平甚至实现正增长。包括酒店、餐饮、旅游（景区、出境游、OTA）几个重点领域建议重点关注。

2.1 酒店：供给出清集中度加速提升，疫后复苏叠加供需差带动经营反弹

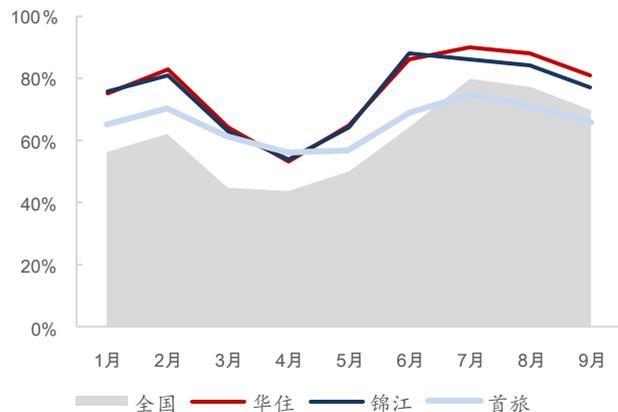
2022 年酒店业经营仍受疫情影响，头部酒店恢复率优于行业。根据 STR 数据，2022 年我国酒店行业 RevPAR 月均恢复率约达到 2019 年的 6 成，其中 OCC 变化幅度大，ADR 相对平稳，主要由于疫情期间，封控是影响 RevPAR 的主要原因，调节 ADR 对 OCC 和 RevPAR 的影响有限。头部公司品牌效应强、防疫措施到位、市场反应灵活，经营表现优于行业平均水平。2022 年首旅/锦江/华住酒店全年 RevPAR 分别恢复至 2019 年的 61.4%/72.4%/79.5%，其中首旅酒店由于经济型、轻管理占比较高，恢复率与行业基本持平，锦江、华住受益于中高端占比高，门店结构升级，恢复率高于行业平均水平约 10-20pct。

图5：2022 年全国酒店 RevPAR 恢复情况



资料来源：str，东兴证券研究所

图6：2022 年头部酒店 RevPAR 恢复率优于全国



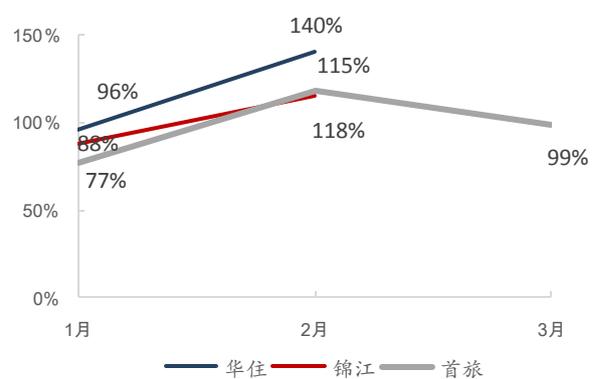
资料来源：str，公司公告，东兴证券研究所

23Q1 酒店行业 RevPAR 基本达到甚至略超 19 年同期水平，看好 Q2 进一步复苏。Q1 来看，1 月疫情放开后酒店行业 RevPAR 开始恢复，国内酒店 RevPAR 基本恢复至 2019 年同期水平；2 月积压的出行需求释放叠加春节效应，市场景气度上行，酒店市场 RevPAR 已较 2019 年同期实现正增长；3 月上旬受积压需求回落叠加两会等影响，恢复率回落至约 19 年同期水平，但 3 月下旬周度已出现环比改善，超 19 年同期水平。公司方面，首旅酒店 1/2/3 月 RevPAR 恢复至 19 年同期的 77%/118%/99%；锦江酒店 1/2 月境内 RevPAR 修复至 19 年同期的 88%/115%；华住集团 1/2 月境内 RevPAR 修复至 19 年同期的 96%/140%。**五一预订数据喜人，进一步提振复苏情绪，带动 Q2 业绩释放。**美团、大众点评数据显示，截至 4 月 10 日，平台上住宿累计预订量已与 2019 年 4 月 25 日持平，大众预定周期提前，出行情绪高涨，带动酒店经营数据恢复。**展望未来，4 月以来糖酒会、消博会等大型展会相继举办，叠加今年五一、十一假期时长较长，将带动出行市场进一步回暖，看好酒店板块进一步复苏。**

图7：23 年 2 月国内主要城市 RevPAR 表现突出



图8：2023 年以来头部酒店 RevPAR 恢复率



中长期看，中高端酒店享受结构性机遇，供给出清带动集中度提升。一方面，我国中高端结构性机会仍存，酒店行业结构有望从 1:3:6 过渡至 1:4:5，中高端酒店未来高速增长长期至少还有 2-7 年，客房量仍有近翻倍空间。头部酒店集团推动门店升级，迎合消费升级趋势，中高端门店占比提升带动 ADR 提升，RevPAR 增速有望高于行业平均增速。另一方面，疫情加速行业供给端出清，2021 年底酒店业客房供给较 2019 年出清 24%，龙头保持逆势拓店，行业连锁化率加速提升，预计 2022 年酒店业连锁化率较 2019 年提升 10.7pct，看好龙头享受行业集中度提升红利，以及供需差带动 RevPAR 进一步提升。

图9：华住、锦江、首旅酒店中高端酒店占比持续提升

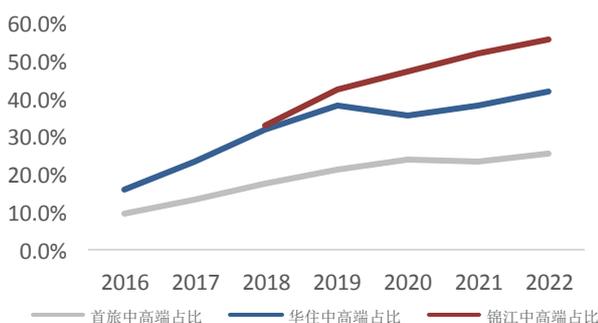
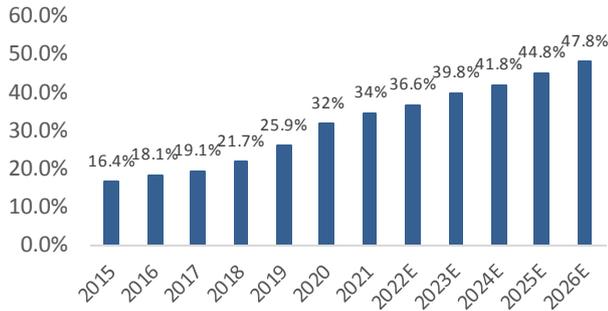
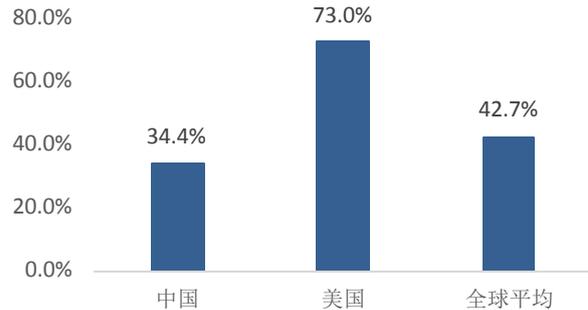


图10：疫情期间酒店业供给端出清



图11：我国酒店客房连锁化率提升


资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

图12：客房连锁化率对比


资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

投资建议：酒店行业关注以下投资机会：（1）短期看，疫后复苏将是主要催化，关注出行恢复和供需差下经营反弹，加盟模式业绩平滑度更高，直营占比高的公司弹性更大。考虑到1月初仍受疫情影响，以及签约门店落地周期，预计Q1加盟门店占比较高的锦江、华住增长较稳健；后续随着疫情影响进一步消退，糖酒会、消博会等大型展会举办，以及今年五一、十一等假期催化，出行市场进一步回暖，高直营占比、逸扉等中高端门店逐渐爬坡的首旅酒店有望展现出更强弹性。（2）中长期看，中高端结构性机会仍存，龙头公司产品结构持续升级，有望带动RevPAR提升，关注头部酒店集团中高端门店占比及高端品牌孵化进展。（3）中长期看，疫情后行业供给端持续出清，龙头保持逆势快速拓店，看好市场集中度加速提升，关注头部酒店集团拓店速度。

锦江酒店：门店规模、拓店速度、中高端门店占比行业领先。截至22年底公司已开业门店11560家，其中中高端酒店占比55.6%，加盟店占比92.8%。**品牌矩阵完善，定位清晰。**公司拥有近40个酒店品牌，档次布局完善，品牌矩阵划分为轨道品牌、赛道品牌和轻发展品牌，重点发展战略型品牌、优势型品牌，提升经营效益。**内部整合降本增效。**2019年推行“一中心三平台”建设，全球创新中心GIC负责品牌升级与孵化，全球采购平台GPP提高供应链能力，财务共享平台FSSC优化财务服务，WeHotel整合会员体系，2017-2021年管理费用率整体呈下降趋势。

华住集团：门店规模行业第二，截至2022年底境内门店8411家，中高端门店占比42.1%，加盟门店占比91.8%，2023年计新开1400家，净开750-800家。**品牌矩阵完善且健康，坚持精益发展，保障品牌力。**公司坚持精益增长战略，持续提升酒店质量，低质量软品牌及汉庭1.0占比持续下降；进一步夯实汉庭、全季、你好、桔子等主力品牌；持续发展中高端品牌，截至22年底中高端在营/储备门店523/287家，迎合消费升级趋势，巩固品牌力，并将带动ADR和RevPAR提升。**数字化水平高，会员体系完善，经营效率、盈利能力行业领先。**公司通过数字化实现降本增效，人房比、人工成本率等指标保持较低水平，会员权益体系完善、黏性较高，盈利水平行业领先。

首旅酒店：境内门店规模行业第三。截止2022年末在营门店5983家，中高端门店占比25%，加盟门店占比88.7%，2023年计划新开门店1500-1600家，保持快速拓店步伐。**结构升级与下沉并举，品牌矩阵逐渐完善。**经济型&中端如家系列品牌力稳固，22年底如家NEO3.0酒店达839家，占比较19年和21年分别+28.5pct/+6.8pct，客户满意度提升；中高端品牌集群逐渐补齐，商旅/精选/逸扉/璞隐/和颐储备店数分别为150/104/42/40/23家。2022年中高端房量达16.5万间，房量占比较19年/22年分别+9.2pct/+3.7pct；收入占比较19年/22年分别+15.4pct/+6.1pct。

2.2 餐饮：疫情期间价格压制、单店受损品牌弹性大，兼具连锁化拓店成长性

疫后餐饮市场快速反弹，连锁餐饮复苏更强劲。横向对比出行产业链，餐饮从消费场景看疫情期间韧性更强，但23年仍有反弹空间。2020/2021/2022年，我国社零餐饮收入分别恢复至2019年的85%/100%/94%，与其他社零细分方向比韧性较强。疫情放开以来，餐饮市场快速复苏，与其他社零细分方向相比反弹最快。2023年1-2月，我国社零餐饮收入较2019年1-2月增长16%，限额以上餐饮收入较2019年1-2月增长32%。3月虽然受甲流、报复性消费后微调影响，餐饮市场有一定回落，但4月以来，随着甲流消退、天气转暖，行业景气度快速回升。清明期间，北京市商务局监测数据显示，全市60个重点商圈客流量达682.9万人次，同比增长22.3%；重点监测的百货、超市、专业专卖店、餐饮和电商等样本企业实现销售额13.4亿元，同比增长6.1%，较2019年增长63.7%。

图13：国内餐饮收入恢复情况



资料来源：统计局，东兴证券研究所

图14：国内限额以上餐饮收入恢复情况



资料来源：统计局，东兴证券研究所

投资策略方面，餐饮板块单个品牌表现相对分化，主要取决于品类生命周期和品牌成长阶段下的拓店速度与单店表现，其中成长性品牌受益于品牌势能整体仍能保持拓店趋势，偏成熟品牌则以关店为主。因此，我们认为餐饮板块关注以下投资机会：（1）短期看，疫后复苏将是主要催化，疫情期间价格压制明显、单店受损严重、拓店进程受阻的品牌，疫后弹性更强。（2）中长期看，疫情影响消退后，行业将回归开店逻辑，关注各餐饮企业现有门店距离赛道天花板之间的剩余空间。其中，以小酒馆、新茶饮、酸菜鱼等为代表的新餐饮，现有门店密度较低，叠加个性化、社交化属性，是目前快速增长的赛道；火锅口味普适性强、制作标准化程度高，赛道空间广阔。（3）此外，产品和服务质量仍是决定餐饮行业长期竞争力的关键要素，关注供应链体系、数字化运营能力提升对企业利润的释放。建议关注门店盈利模型优秀、业务可复制性强、赛道增长空间广的新餐饮品牌，如单店模型优秀、标准化复制性强、客流快速修复的小酒馆海伦司，以及客流单价恢复、单店盈利有望边际改善的高端茶饮奈雪的茶。

海伦司：连锁小酒馆龙头，主打高性价比产品，享受酒馆行业市场扩容和集中度提升红利。品牌定位精准匹配酒馆业发展趋势，“年轻化、夜间经济、下沉市场、社交空间”四大卖点。建立高标准化运营模式，精简SKU、适度服务、数字化运营，保证门店盈利性和强复制性，助力公司快速扩张。疫后公司客流快速修复，看好业绩反弹。疫情期间大学封校，对公司主要客流造成冲击，疫情后大学返校放开，带动客流快速修复。2月公司营业门店的整体日销较2019年实现个位数增长，同店日销较2019年实现双位数增长，叠加公司近

年来保持拓店趋势，看好公司业绩较 19 年实现大幅增长。

奈雪的茶：消费升级趋势下，高端现制茶饮赛道快速扩容，增速在非酒精饮料各细分赛道中处于领先水平，公司作为高端现制茶饮龙头，凭借经典产品+优质服务+品牌文化形成强大品牌力，享受行业扩容红利。公司供应链体系完善，拓店稳步推进，通过优化店型提升门店下沉潜力和盈利能力。**疫情后公司客流及单价快速修复，叠加门店模型优化，有望迎来盈利拐点。**公司门店高线城市占比高，疫情期间封控严格，客流损失严重，且公司疫情期间加大促销力度、推出低价单品，客单价下降。但防疫放开以来，公司客流量大幅修复，新出单品重回中高价格带带动客单价修复，在 1-3 月茶饮淡季低基数的背景下，同店恢复率持续改善，2 月以来已高于 19 年同期水平。此外，公司持续推进降本增效，通过店型优化、人力优化释放利润空间。预计疫后收入端高增，利润端有望迎来盈利拐点。

图 15：疫情开放后，奈雪门店表现迅速恢复



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 16：疫后奈雪客单价有所回升，单量也在逐步恢复



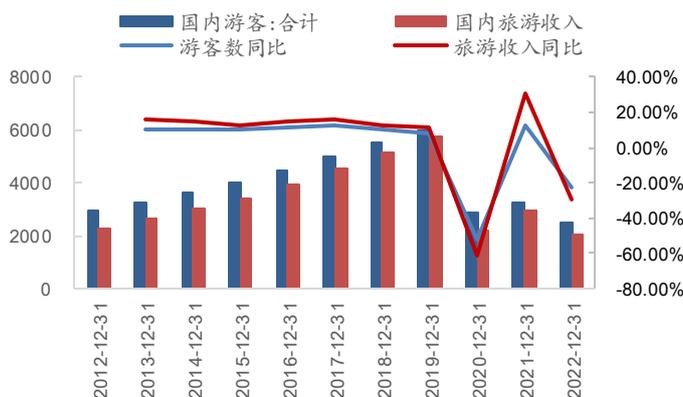
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 旅游（景区、出境游）：疫后出行复苏，长途游、出境游相关标的弹性更大

2.3.1 国内旅游方面

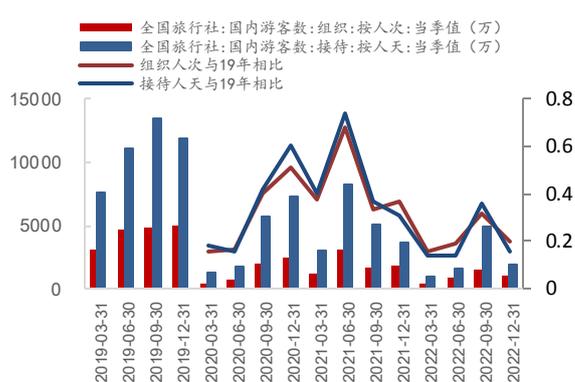
疫情期间受损严重，疫后出行逐渐复苏，初期周边游先行回暖，后续长线游弹性更大。2022 年全年国内游客 25.3 亿人次/-22.1%，国内旅游收入 20444 亿元/-30.0%，2022 年全国旅游人次和旅游收入仅有 2019 年的 4 成左右。疫后出行市场快速复苏，根据文旅部数据，2023 年春节全国旅游人次和旅游收入已恢复至 2019 年的 88.6%/73.1%；清明节假期当天（4 月 5 日），全国国内旅游出游 2376.64 万人次，较去年清明节当日增长 22.7%，实现国内旅游收入 65.2 亿元人民币，较去年清明节当日增长 29.1%。从出游类型来看，由于今年清明假期仅 1 天，且出行复苏仍处于前半场，整体短途游占比较高，踏青、露营、主题乐园等形式相对收益。飞猪数据显示，4 月 5 日当天出行的旅游商品预订量同比去年增长近 6 倍，其中一日游相关商品占比超 5 成；携程数据显示，今年清明假期一日游产品预订量较去年同期增长超过 5 倍。**展望未来，五一预订数据喜人，暑期、十一等假期催化，看好国内旅游市场持续复苏，预计长途游、出境游相关标的弹性更大。**美团、大众点评数据显示，截至 4 月 10 日，五一假期国内旅游订单较 2019 年同期增长约 200%，创五年来最高。携程平台数据显示，截至 4 月 6 日，五一假期国内游订单已追平 2019 年，同比增长超 7 倍。从出行半径来看，受益于低基数和五一“拼假”效应，长途游增幅更大，有望带动人均旅游消费的提升，截至 4 月 6 日，携程平台长途旅游的订单占比超六成，长线旅游订单同比去年增长 811%。全年看，中国旅游研究院预测，2023 年国内旅游人数约 45.5 亿人次，约恢复至 2019 年的 76%，实现国内旅游收入约 4 万亿元，约恢复至 2019 年的 71%。

图17：全国旅游人次及收入情况（年度）



资料来源：国家文旅部，东兴证券研究所

图18：国内游客数较19年恢复情况（季度）



资料来源：国家文旅部，东兴证券研究所

投资建议：长期看，从旅游消费发展阶段来看，旅游消费将经历一个消费升级的过程，先后经历观光游—休闲游—度假游三个阶段。2019年人均GDP突破10000美元，度假游更进入加速发展阶段。具体表现为家庭度假市场快速发育、大型休闲度假景区不断涌现、自驾游正在兴起。国内旅游方式正从观光游向休闲游转变，疫情加速了这一进程，建议关注休闲游景区。短期复苏节奏上，从出游半径看，出行的恢复是渐进性的，短期预计周边游先行复苏，后续长线游逐渐反弹。标的方面：休闲游一体化景区天目湖，以及人工景区模式复制性强、复苏弹性较好的宋城演艺有望受益。

图19：节假日出游半径变化情况



资料来源：国家文旅部，东兴证券研究所

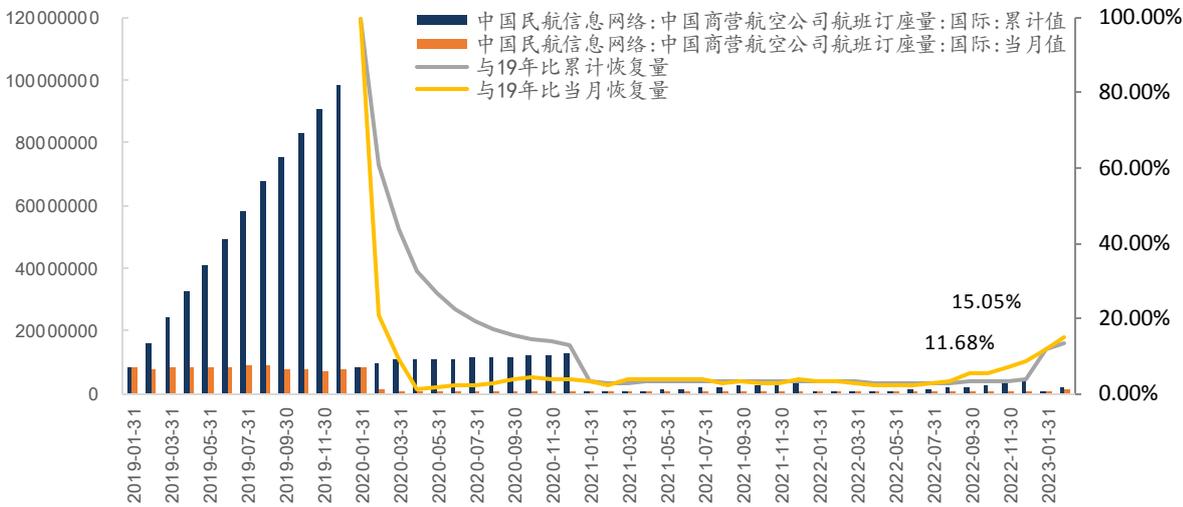
天目湖：一站式休闲旅游目的地，依托自然生态环境，打造业态丰富产业链。1) 区位优势，景区位于长三角地区，长三角地区经济发达，客群出游意愿强烈。2) 精确定位，打造“一站式旅游”模式，业务涵盖景区、温泉、主题乐园、酒店餐饮、商业、旅行社等全方位旅游产业链，各业务协同效应凸显。现有景区目前可开发空间较大，具备长期可成长性。核心景区和产品：①山水园：国家5A级旅游景区天目湖度假区的核心景区之一②南山竹海：核心景区之一，是华东地区最大的竹资源风景区之一。③御水温泉：核心产品之一，地处南山竹海，该地区拥有长三角地区较为稀缺的地热资源。**复苏弹性方面**，新增项目如御水温泉二期项目中竹溪谷酒店、遇系列酒店逐渐爬坡，叠加疫后客流恢复，助力业绩增长。根据业绩预告，预计公司23Q1实现归母净利润1800万元-2100万元，同比扭亏为盈，较疫情前2019年同期实现20%-40%正增长。

宋城演艺：公司坚持“主题公园+文化演艺”的经营模式，不断推进从“一台剧目、一个公园”的千古情模式向“多剧院、多剧目、多活动、多门票”的演艺公园模式转型升级。保持较强的内容创作能力，形成差异化活力和异地复制能力，全产业链把控+标准化模块，在模式上建立了深厚护城河。营销推广上，深耕旅行社渠道，结合强营销能力开发多样主题活动。**复苏弹性方面，**公司成熟项目新增和更新剧目，新项目逐渐开园爬坡，有望贡献更多业绩。2023 春节期间部分景区已恢复营业，在排演场次略有下调的情况下，接待游客达到 2022 年的近 3 倍，可比口径下恢复接近 2019 年的 90%。“千古情”演出累计上演 133 场，同比 2022 年增长 70%，可比口径下恢复至 2019 年的 85%。

2.3.2 出境游方面

疫情三年出境游受损严重，疫后环比持续复苏。疫情期间国际航班量和国际航班订座量骤降，订座量仅有疫情前的 3%-4%水平。根据中国民航信息网络数据，2022 年 12 月以来国际航班订座量已经出现明显回暖，2023 年 2 月份中国商营航空公司国际航班订座量已恢复到 2019 年的约 15%水平，恢复率环比提升 3.4pct。中国旅游研究院发布的《2022 年中国旅游经济运行分析与 2023 年发展预测》，预计 2023 年全年入出境游客人数有望超 9000 万人次，同比翻一番，恢复至疫前的 31.5%。

图20：中国商营航空公司国际航班订座量情况

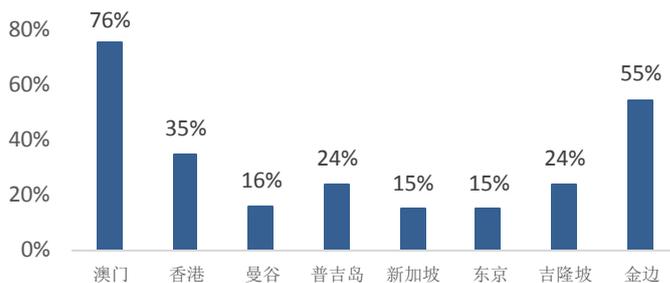


资料来源：商旅部，东兴证券研究所

投资思路，出境游建议关注率先复苏的澳门博彩业，以及受益旅游线上化率提升的 OTA 龙头。

出境游恢复特点一：出行目的地上，仍然显示出出行半径逐渐恢复的态势，澳门成为出境游热门目的地，带动博彩业快速恢复。携程数据显示，“乙类乙管”政策实施首月，跨境航班环比增长 47%，其中澳门航班总量位居榜首，且较 2019 年同期恢复率达到 76%，在各出境游目的地中位居第一。澳门客流恢复带动博彩业快速复苏，考虑到新博彩法案下中介人扩张能力受限，休闲旅游属性更强的非博彩和中场业务发展为大势所趋，中场博彩和非博彩业务双龙头金沙中国相对收益。

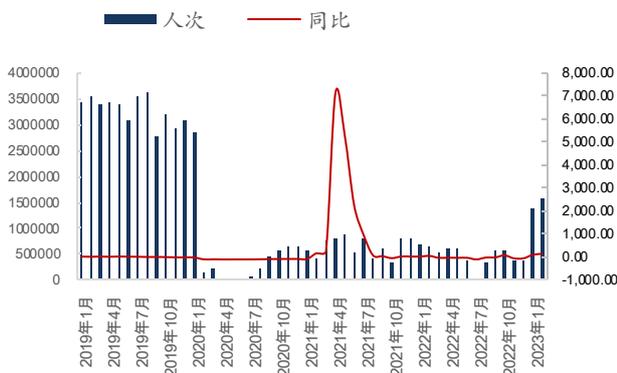
图21：乙类管理至 2.8 号出境目的地航班排名及恢复率



资料来源：携程，东兴证券研究所

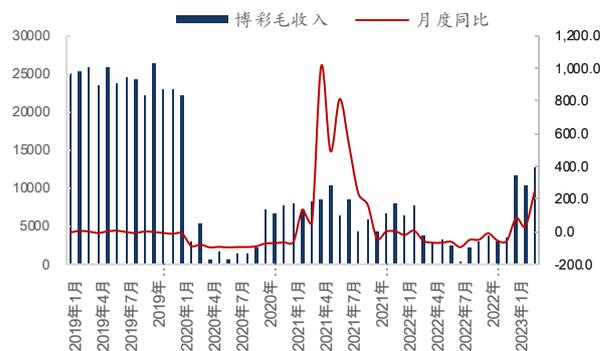
金沙中国：中场&非博彩业务龙头，多元化经营优势卓越。澳门着力淡化博彩对经济民生的影响，2022 年澳门新博彩法案出台，中介人未来仅可与一家博彩公司签订服务合约，中介人扩张能力受限，VIP 业务受影响，休闲旅游属性更强的非博彩和中场业务发展为大势所趋。公司资产优质+业务结构健康。金沙中国为澳门博彩企业的中场博彩和非博彩业务双龙头，且拥有客房最多，充分迎合行业发展趋势，享受行业发展红利。复苏弹性方面，澳门博彩收入增速与大陆赴澳门游客增速的趋势高度吻合，大陆游客数量增长对澳门博彩行业具有直接影响。2020 年以来疫情对澳门博彩业影响较大，入境人次仅有 2019 年的两成。政策放开后，国内赴澳门旅游人数大幅恢复，2 月澳门入境旅客数快速恢复至 2019 年的 45%。据澳门博彩监察协调局披露数据，2023 年 2 月份澳门博彩毛收入 110.2 亿，同比去年同期增长 33.1%；1-2 月份累计收入恢复至 2019 年的 44%的水平，是过去三年最好的两个月份。

图22：澳门入境游客数情况



资料来源：澳门博彩监察协调局，东兴证券研究所

图23：澳门幸运博彩毛收入情况

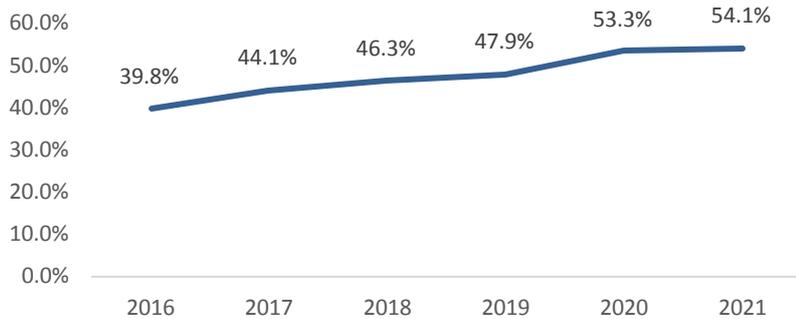


资料来源：澳门博彩监察协调局，东兴证券研究所

出境游恢复特点二：出行未见，搜索先行，疫情加速旅游线上化率提升，OTA 重要性凸显。携程数据显示，2022 年 12 月 17 日，国务院发布《关于中外人员往来暂行措施的通知》发布半小时内，携程平台热门海外目的地搜索量同比大涨 10 倍，海外酒店搜索均达到 3 年来峰值。去哪儿平台数据显示，消息发布后 15 分钟内，国际机票瞬时搜索量增长 7 倍。3 月 14 号，文旅部公布第二批恢复出境团队旅游国家名单后，飞猪数据显示，政策发布 1 小时内，平台上的国际机票搜索量瞬时增长 185%。携程数据显示，部分国家的搜索量环比前一日增长超过 300%。同程旅行数据显示，消息发布后，出境游热度快速上涨，同程旅行出境游相关专题页面点击

量瞬时上涨 77%，赴相关国家的旅游签证咨询量也快速上涨，瞬时涨幅超过 4 倍。今年五一出境游热度也继续走高，携程数据显示，截至 4 月 6 日，内地出境游产品整体预订量同比增长超 18 倍；携程机票数据显示，五一假期出境机票搜索量同比去年增长超 9 倍。出行未见，搜索先行，本质上体现的是疫情加速旅游线上化率提升，2021 年我国旅游线上化率达到 54.1%，较疫情前 2019 年提升 6.2pct，OTA 龙头有望受益。

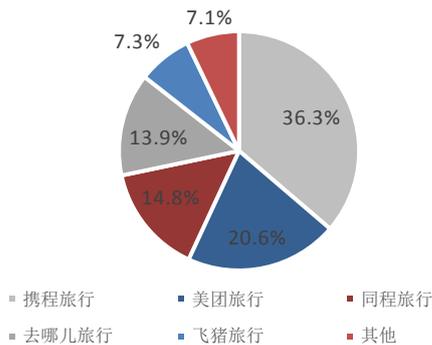
图24：2015~2021 年中国旅游线上交易额及线上化率



资料来源：EuromonitorInternational, 东兴证券研究所

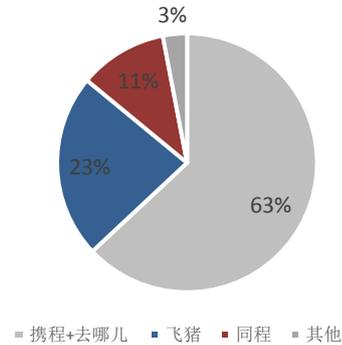
携程集团-S：一站式旅行服务提供商，提供包括住宿预订、交通票务、旅游度假和商旅管理服务。供应链和服务为公司核心基本盘，龙头优势依旧凸显。公司深耕在线旅游市场多年，资源端先发优势明显，2021 年按 GMV 口径统计，2019 年携程和子公司去哪儿合计占在线旅游市场份额超 50%，交通票务板块 GMV 份额合计可达 63%。疫情加速出行线上化率提升，携程作为龙头将充分享受份额提高红利。**复苏弹性方面**，23 年携程平台经营表现持续亮眼，今年清明假期一日游产品预订量较去年同期增长超过 5 倍；截至 4 月 6 日，五一假期国内游订单已追平 2019 年，同比增长超 7 倍；内地出境游预订同比增长超 18 倍，境外跟团游报名量较 4 月初增长 157%。

图25：2021 年在线旅游市场份额（GMV 口径）



资料来源：Fastdata, 东兴证券研究所

图26：2019 年 OTA 交通票务预订市场份额（GMV）



资料来源：Fastdata, 东兴证券研究所

行业重点公司盈利预测

简称	EPS (元)				PE				市值 (人民币/亿元)
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
锦江酒店*	0.10	0.11	1.42	2.07	608	554	42	28	544
首旅酒店*	0.06	-0.52	0.74	1.05	440	-47	33	23	274
华住集团-S*	-0.15	-0.59	0.78	1.09	-256	-65	49	35	1,046
海伦司*	-0.21	-1.46	0.31	0.54	-56	-8	39	22	134
奈雪的茶*	-3.28	-0.27	0.15	0.33	-2	-30	55	24	120
海底捞	-0.78	0.25	0.61	0.82	-26	81	33	25	979
九毛九	0.23	0.03	0.47	0.71	77	590	38	25	227
天目湖	0.28	0.15	1.02	1.23	110	205	30	25	58
宋城演艺	0.12	0.04	0.40	0.58	136	411	41	28	423
丽江股份	-0.07	2.04	0.30	0.38	-166	6	38	30	65
黄山旅游	0.06	5.04	0.32	0.52	234	3	44	27	83
三特索道	-0.98	7.04	0.39	0.59	-16	2	40	27	30
岭南控股	-0.19	12.04	0.21	0.42	-65	1	59	30	84
携程集团-S	-0.87	2.17	6.04	9.57	-330	132	48	30	1,689
同程旅行	0.33	-0.07	0.46	0.69	52	-245	38	25	336
金沙中国	-0.82	-1.35	0.55	1.26	-34	-21	51	22	2,016

资料来源：同花顺一致预期、东兴证券研究所（*为已覆盖公司）

3. 风险提示

消费能力持续不振，宏观经济波动风险、政策监管风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	东兴商社：一季度前瞻，线下复苏较好，可选呈现分化	2023-04-06
行业普通报告	社会服务行业：疫情管控边际宽松，出行市场复苏可期	2022-06-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526