

国金证券研究所

 分析师：苏晨（执业 S1130522010001） 联系人：叶思嘉
suchen@gjzq.com.cn yesijia@gjzq.com.cn

Q1 复苏开门红，景气度望逐季度攀升

核心观点

总览：22 年受疫情冲击普遍承压，1Q23 修复强势启动。2022 年餐饮/酒店/旅游营业收入端同比 21 年分别 +0.8%/+9.8%/-18.3%、同比 19 年分别+24.6%/-14.2%/-59.4%，其中餐饮收入仍有正增长主要由门店数扩张驱动，旅游行业则因景区收入主要依赖门票收入、旅行社收入在团队游受限情况下大幅下滑，仅 OTA 平台受益线上化、国际化业绩逆势回升。业绩端，餐饮 22 年归母净利/扣非（经调整）净利同比 21 年分别扭亏/+34.9%，主要源于部分头部餐企规模关店接近尾声及系列降本增效措施推进；酒店业绩仍有压力，主因疫情波动加剧，叠加直营店亏损扩大；景区业绩在疫情扰动情况下亏损扩大更为明显。1Q23 防疫政策优化后出行快速回暖，A 股餐饮/酒店/旅游营业收入同比 1Q22 分别+30.4%/+29.6%/+60.8%，扣非净利均实现扭亏，其中前期受损更大的旅游板块修复更明显。

餐饮：品牌同店修复、开店加速启动，新兴品类、新品牌迎成长机遇。20 年餐饮上市公司整体收入同比微增，业绩则有扭亏，主因海底捞、呷哺呷哺等部分龙头关店近尾声+降本增效积极；百胜中国、九毛九及 A 股餐饮+食品双驱公司在环境波动下业绩韧性凸显；餐饮出海（特海）、快速成长品类/品牌（咖啡，如瑞幸）逆势高增。1Q23 复苏良好，A 股同庆楼受益婚庆宴请，收入/扣非归母净利同比+27%/+231%，广州酒家餐饮修复迅速叠加馅料产品销售良好，收入/扣非归母净利同比+23%/+32%；港股海伦司净利 7400~7600 万元、净利率 20.8%~22.7%，百胜中国盈利能力超预期，餐厅利润率达 20.3%、较 1Q19 提升 1.8pct，显示疫情期间成本重塑努力成果。展望 23 年，预计 UE 高效或改善显著品牌经营杠杆将发挥更强正向效应，开店计划多数积极、年内开店有望加速，其中如奈雪已上调新开计划至 600 家。

酒店：量价弹性充足，中高端为门店扩张结构性机会。需求回暖+供给出清升级，23 年年初以来酒店行业经营数据恢复较好，STR 行业经济+中档+中高端酒店 RevPAR 恢复度在 Q1 基本维持在 2019 年的 105%左右，最新周 4.23~4.29 恢复至 19 年 115%（前值 105%），趋势呈现环比回升。上市公司对 23 年 RevPAR 恢复预期均较积极，锦江 Q2 上调指引，预测境内、境外整体平均 RevPAR 均为 19 年同期 110~115%（22 年报约 95%），华住预计年度境内综合 RevPAR 恢复度约 110%~115%、预期积极，首旅预计现有趋势下 RevPAR 有望较 19 年取得正增长，中高端龙头亚朵预计 23 全年 RevPAR 较 19 年或取得高个位数增长。门店拓张方面，锦江/首旅/华住计划 2023 年新开 1200/1500-1600/1400 家，新开目标相较 22 年初有不同程度下降，但考虑 2022 年 Pipeline 签约受较大影响，以及头部公司在战略上更注重门店经营质量把控，仍较为积极。中高端扩张加速，细分龙头亚朵 23 年全年目标 280 家、高于此前年度，Q1 签约超预期，中长期计划至 2025 年门店总数达 2500 家。

旅游：Q1 自然景区复苏亮眼，OTA 持续受益线上化。2022 年旅游各细分板块收入、扣非（经调整）净利均出现同比下滑，其中亏损幅度从小到大排序为 OTA>自然景区>人工景区>旅行社，其中 OTA 和传统旅行社分别居于两端反应疫情加速了旅游预订线上化及自由行、个性化旅行、休闲度假旅行占比提升。1Q23 迎来收入、利润快速回暖，其中自然景区大幅扭亏，整体业绩超越疫情前，如黄山、峨眉山、长白山、天目湖等主要源于；人工景区减亏明显，期待园区复开、新项目开业后业绩表现，如中青旅豫院 Q2 正式营业，宋城 Q1 部分园区复开，五一场次快速回暖等；传统旅行社 1Q23 亦取得业绩回暖，但较 19 距离仍相对大。

投资建议

年报反映餐饮酒旅公司积极进行降本增效、业务转型升级等措施，餐饮出海、咖啡等新品类，酒店中高端档次，旅游线上化、休闲化等均为结构性成长机会。1Q23 出行消费恢复开门红，五一假期线下消费超预期，行业景气度望逐季度攀升，推荐华住、亚朵、天目湖、海伦司、九毛九。

风险提示

疫情二次反复风险，人力、原材料成本上升，消费能力恢复速度不及预期等

内容目录

1、总览：22 年受疫情冲击普遍承压，1Q23 修复强势启动	4
2、餐饮：品牌同店修复、开店加速启动，新兴品类、新品牌迎成长机遇	4
2.1、财务表现：22 年至暗下降本增效积极，海外、咖啡等为成长亮点	4
2.2、2023 展望：经营杠杆正向效应发挥，开店加速启动	7
3、酒店：1Q23 复苏强势启动，中高端为门店扩张结构性机会	7
3.1、经营表现：1Q23 强劲复苏、价先于量，中高端为开店结构性亮点	7
3.2、财务表现：1Q23 业绩修复启动，关注疫情期间改革成果释放	9
3.3、2023 展望：景气度持续攀升，看好旺季量价弹性，中高端开店加快	10
4、旅游：Q1 迎接开门红，OTA 持续受益线上化	10
风险提示	13

图表目录

图表 1：餐饮酒旅行业 2022 年报业绩情况	4
图表 2：餐饮酒旅行业 1Q23 业绩情况（仅 A 股）	4
图表 3：餐饮行业 2022 年报业绩情况	5
图表 4：餐饮公司原材料占收入比	5
图表 5：餐饮公司人力成本占收入比	5
图表 6：餐饮公司租赁及折旧摊销占收入比	5
图表 7：餐饮品牌餐厅层面经营利润率	5
图表 8：主要餐饮上市公司期末门店数变化	6
图表 9：餐饮行业 1Q23 业绩情况（仅 A 股）	6
图表 10：奈雪的茶 UE 模型变化	7
图表 11：餐饮主要公司 2023 年开店计划	7
图表 12：酒店公司境内 RevPAR 恢复度（%2019）	8
图表 13：酒店公司境内 OCC 恢复度（%2019）	8
图表 14：酒店公司境内 ADR 恢复度（%2019）	8
图表 15：酒店公司中档及以上客房占比提升	8
图表 16：酒店三强 2022 年新开店计划完成情况	9
图表 17：酒店三强季度新开店数量（家）	9
图表 18：酒店公司净开店数量（家）	9
图表 19：酒店公司 Pipeline 数量（家）	9
图表 20：酒店行业 2022 年报业绩情况	9
图表 21：酒店行业 1Q23 业绩情况（仅 A 股）	10

图表 22: 2023 年酒店经营数据恢复向好 (经济型至中高档)	10
图表 23: 旅游行业 2022 年报业绩情况	11
图表 24: 携程主营业务收入及增速	11
图表 25: 携程分业务收入恢复度 (%2019)	11
图表 26: 携程毛利率及三费变化	12
图表 27: 携程盈利能力变化	12
图表 28: 旅游行业 1Q23 业绩情况 (仅 A 股)	13

1、总览：22 年受疫情冲击普遍承压，1Q23 修复强势启动

2022 年疫情反复导致社服整体受负面冲击，其中餐饮上市公司依靠门店扩张及降本增效抗压能力相对好。餐饮/酒店/旅游营业收入同比 2021 年分别+0.8%/+9.8%/-18.3%、同比 2019 年分别+24.6%/-14.2%/-59.4%，其中餐饮收入仍有正增长主要由门店数扩张驱动，旅游行业则因景区收入主要依赖门票收入、旅行社收入在团队游受限情况下大幅下滑。业绩端，餐饮 2022 年归母净利/扣非（经调整）净利同比 21 年分别扭亏/+34.9%，主要源于部分头部餐企规模关店接近尾声及系列降本增效措施推进；酒店 2022 年业绩仍有压力，主因 2022 年疫情波动加剧，异地出行受影响更显著，叠加直营店亏损扩大；景区业绩在疫情扰动情况下亏损扩大更为明显。

图表1：餐饮酒旅行业 2022 年报业绩情况

	营业收入（亿元）				归母净利（亿元）				扣非（经调整）归母净利（亿元）			
	2019	2022	22VS21	22VS19	2019	2022	22VS21	22VS19	2019	2022	22VS21	22VS19
餐饮	1,141.5	1,422.1	0.8%	24.6%	48.9	23.9	扭亏	-51.1%	30.5	46.4	34.9%	52.3%
酒店	562.1	482.3	9.8%	-14.2%	46.2	-29.8	增亏2.49亿	-164.4%	38.5	-27.9	减亏5.06亿	-172.6%
旅游	1,008.2	409.6	-18.3%	-59.4%	115.2	-34.8	增亏26.14亿	-130.2%	99.2	-39.0	-1544.7%	-139.3%
人工景区	239.8	92.8	-39.3%	-61.3%	21.1	-23.3	-450.2%	-210.2%	15.9	-24.8	-570.2%	-256.3%
自然景区	70.8	31.8	-22.6%	-55.0%	12.6	-9.8	增亏5.64亿	-178.1%	11.8	-12.0	增亏5.59亿	-202.3%
旅行社	266.8	18.6	-41.5%	-93.0%	4.5	-14.2	增亏1.39亿	-413.4%	3.0	-15.5	增亏3.34亿	-613.7%
OTA	430.7	266.3	-3.4%	-38.2%	77.0	12.6	624.9%	-83.7%	68.6	13.3	-16.8%	-80.6%

来源：wind，国金证券研究所；注：港股、美股采用公司公布的经调整或 Non-GAAP 净利润。

1Q23 防疫政策优化后出行快速回暖，A 股餐饮/酒店/旅游营业收入同比 1Q22 分别+30.4%/+29.6%/+60.8%，扣非净利均实现扭亏，其中前期受损更大的景区板块修复更明显；与 1Q19 情况相比，餐饮收入端已超越 2019 年同期、扣非净利端尚有个位数距离。酒店收入端较 2019 年同期仍低 10.2%，但扣非净利端已超过 2019 年同期（+29.0%），主要源于主要公司轻资产化程度较 2019 年均有明显提升，叠加降本增效（锦江酒店、首旅酒店等）及行业整合并表（锦江酒店、君亭酒店）。旅游行业同比恢复明显但仍有较大恢复空间，收入端距离 2019 年水平仍有 57.8% 的修复空间（主要在旅行社、人工景区），业绩端因重资产项目经营杠杆原因修复空间大于收入端。

2023 年五一节全国国内旅游出游出游人次、旅游收入按可比口径分别恢复至 2019 年同期的 119.09%、100.66%，恢复情况超预期，高于此前中国旅游研究院预测水平（出游人次、收入恢复至 2019 年的 104%、83% 以上），亦显著高于春节水平（国内旅游人次、收入分别恢复至 19 年同期 89%、73%）。我们持续看好行业景气度望逐季度攀升，推荐华住、亚朵、天目湖、海伦司、九毛九，关注携程、首旅酒店、呷哺呷哺、奈雪的茶、锦江酒店。

图表2：餐饮酒旅行业 1Q23 业绩情况（仅 A 股）

	营业收入（亿元）			归母净利（亿元）			扣非净利（亿元）		
	1Q23	23VS22	23VS19	1Q23	23VS22	23VS19	1Q23	23VS22	23VS19
餐饮	19.6	30.4%	31.6%	1.2	扭亏	3.3%	1.0	扭亏	-5.6%
酒店	52.9	29.6%	-10.2%	1.8	扭亏	-43.5%	0.9	扭亏	29.0%
旅游	45.7	60.8%	-57.8%	2.1	扭亏	-69.7%	1.9	扭亏	-63.5%
人工景区	23.9	26.7%	-41.0%	0.5	扭亏	-89.5%	0.3	扭亏	-91.6%
自然景区	14.8	154.0%	21.3%	2.3	扭亏	520.7%	2.3	扭亏	1106.5%
旅行社	6.9	87.7%	-87.6%	-0.7	减亏 1.25 亿	-134.5%	-0.8	减亏 1.28 亿	-178.0%

来源：wind，国金证券研究所；注：不含港股、美股

2、餐饮：品牌同店修复、开店加速启动，新兴品类、新品牌迎成长机遇

2.1、财务表现：22 年至暗下降本增效积极，海外、咖啡等为成长亮点

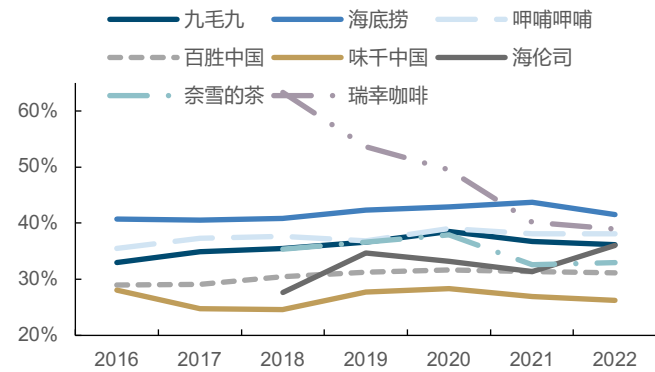
2022 餐饮经历反复波动，闭店潮接近尾声、降本增效积极，海外、咖啡为亮点。2022 疫情影响下餐饮上市公司整体收入同比微增，业绩整体较 21 年扭亏，主因海底捞、呷哺呷哺等部分龙头关店近尾声+降本增效积极，如海底捞原材料占收入比 41.6%/-2.5pct，主要得益蜀海供应链降本、内部管理优化（单桌小料台、等位小吃消耗下降，员工人效提升、用工结构变化带来员工餐消耗减少），员工成本占收入比 33%/-2.7pct，主要源于灵活的用工安排，同时提升非正式用工占比，保本点翻台率已降至 3 次以下。百胜中国、九毛九及 A 股餐饮+食品双驱公司在环境波动下业绩韧性凸显，其中百胜中国旗下肯德基直营店餐厅层面经营利润率 15.7%/+0.8pct。餐饮出海（特海）、快速成长品类/品牌（咖啡，如瑞幸）逆势高增。

图表3: 餐饮行业 2022 年业绩情况

	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				扣非 (经调整) 归母净利润 (亿元)			
	2019	2022	22VS21	22VS19	2019	2022	22VS21	22VS19	2019	2022	22VS21	22VS19
餐饮	1,141.5	1,422.1	0.8%	24.6%	48.9	23.9	扭亏	-51.1%	30.5	46.4	34.9%	52.3%
同庆楼	14.6	16.7	3.9%	14.2%	2.0	0.9	-35.0%	-52.6%	1.8	0.7	-40.5%	-58.3%
广州酒家	30.3	41.1	5.7%	35.8%	3.8	5.2	-6.7%	35.5%	3.7	4.8	-9.4%	27.9%
西安饮食	5.0	4.8	-6.6%	-3.1%	-0.5	-2.2	增亏0.53亿	增亏1.74亿	-0.5	-2.3	增亏0.53亿	增亏1.8亿
全聚德	15.7	7.2	-24.2%	-54.1%	0.4	-2.8	增亏1.21亿	-721.9%	0.2	-2.9	增亏0.99亿	-1509.3%
巴比食品	10.6	15.3	10.9%	43.3%	1.5	2.2	-29.2%	43.7%	1.4	1.8	21.3%	34.6%
味知香	5.4	8.0	4.4%	47.2%	0.9	1.4	7.9%	66.0%	0.9	1.3	5.0%	49.5%
百胜中国	612.2	666.4	6.1%	8.9%	49.7	30.8	-51.2%	-38.1%	50.3	35.3	22.6%	-29.8%
海底捞	249.3	310.4	-20.7%	24.5%	25.8	13.7	扭亏	-46.6%	-	-	-	-
九毛九	26.9	40.1	-4.2%	49.1%	1.6	0.5	-85.5%	-70.0%	1.9	0.7	-79.5%	-62.9%
呷哺呷哺	60.3	47.2	-23.1%	-21.6%	2.9	-3.5	增亏0.6亿	-222.5%	-	-	-	-
奈雪的茶	25.0	42.9	-0.1%	71.6%	-0.4	-4.7	减亏40.55亿	增亏4.31亿	-0.4	0.0	-100.0%	-100.0%
海伦司	5.6	15.6	-15.1%	176.1%	0.8	-16.0	增亏13.71亿	-2123.3%	0.8	-2.4	增亏2.09亿	-415.3%
味干中国	25.7	14.3	-28.4%	-44.3%	1.6	-1.4	-787.2%	-192.0%	-	-	-	-
特海国际	16.3	38.9	95.2%	139.1%	-2.3	-2.9	减亏6.74亿	增亏0.57亿	-	-	-	-
达势股份	8.4	20.2	25.4%	141.5%	-1.8	-2.2	减亏2.48亿	增亏0.41亿	-1.7	-1.1	减亏0.29亿	减亏0.54亿
瑞幸咖啡	30.2	132.9	66.9%	339.4%	-37.1	4.9	-28.9%	扭亏	-27.9	10.5	扭亏	扭亏

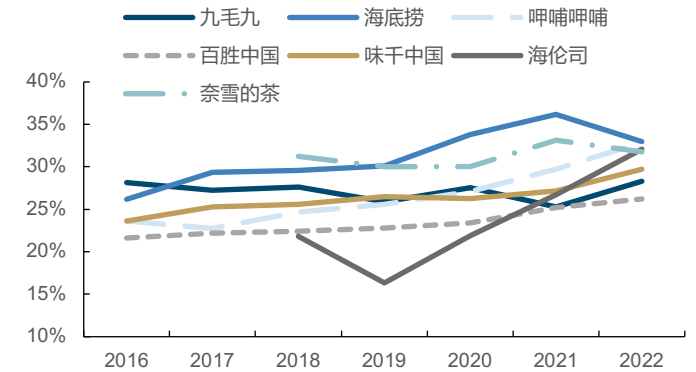
来源: wind, 国金证券研究所; 注: 港股、美股采用公司公布的经调整或 Non-GAAP 净利润。

图表4: 餐饮公司原材料占收入比



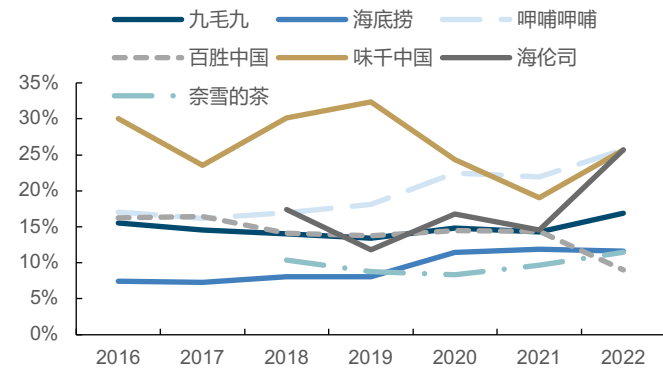
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 海底捞 21 年以前含特海, 后同

图表5: 餐饮公司人力成本占收入比



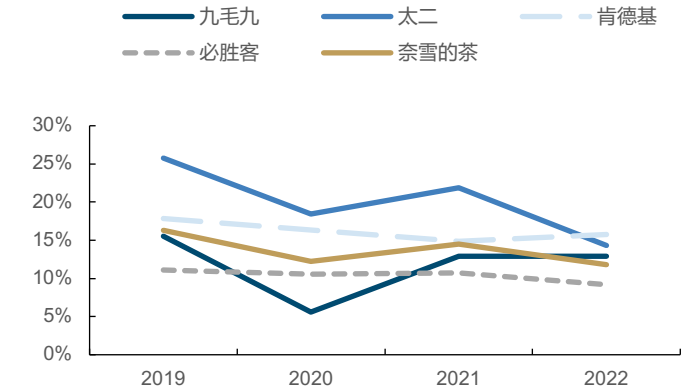
来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 海伦司股权激励费用影响过大, 图中进行剔除

图表6: 餐饮公司租赁及折旧摊销占收入比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 餐饮品牌餐厅层面经营利润率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 主要餐饮上市公司期末门店数变化

公司	品牌	2019	2020	2021	2022	22 新开	22 关闭	22VS21	22VS19
百胜中国	肯德基	6534	7166	8168	9094	1229	303	11%	39%
	必胜客	2281	2355	2590	2903	417	104	12%	27%
	其他品牌	385	985	1030	950	178	258	-8%	147%
	小计	9200	10506	11788	12947	1824	665	10%	41%
海底捞(不含特海)	海底捞	730	1224	1349	1371	72	50	2%	88%
	特海国际	38	74	94	111	17	0	18%	192%
九毛九	太二	126	233	350	450	102	2	29%	257%
	九毛九	143	98	83	76	0	7	-8%	-47%
	怂火锅	-	2	9	27	18	0	200%	-
	其他品牌	67	48	28	3	-	-	-89%	-96%
	小计	336	381	470	556	120	9	18%	65%
呷哺呷哺	呷哺呷哺	1022	1061	841	801	41	81	-5%	-22%
	湊湊	102	140	183	224	44	3	22%	120%
	趁烧	-	-	-	1	1	0	-	-
	小计	1124	1201	1024	1026	86	84	0%	-9%
奈雪的茶	奈雪的茶	327	491	817	1068	-	-	31%	227%
海伦司	海伦司	252	351	782	767	179	194	-2%	204%
达势股份	达美乐	-	363	468	588	130	10	26%	-
瑞幸咖啡	直营店	-	3929	4397	5652	-	-	29%	-
	加盟店	-	874	1627	2562	-	-	57%	-
	小计	-	4803	6024	8214	-	-	36%	-
同庆楼	大店	56	58	59	49	2	0	-	-
	小店(新品牌)	-	-	-	35	35	0	-	-
	小计	56	58	59	84	37	0	42%	50%
味千中国	味千拉面	799	772	737	597	21	161	-19%	-25%

来源: wind, 国金证券研究所; 注: 不含港股、美股

1Q23 A 股餐饮迎来复苏, 同庆楼受益婚庆宴请及新门店爬坡, 收入/扣非归母净利同比+27%/+231%, 广州酒家 Q1 餐饮修复迅速叠加馅料产品销售良好, 收入/扣非归母净利同比+23%/+32%。港股, 海伦司 1Q23 营业收入 3.55-3.56 亿, 还原为门店口径预计 1Q23 海伦司门店总销售额为 4.2 亿, 所有店日销约 9000 元, 净利 7400-7600 万元、净利率 20.8%~22.7%, 初步兑现 UE 效率及盈利能力。百胜中国 1Q23 超预期, 收入 29.2 亿美元/+9.3%(剔除汇率影响同比+18%), 经调整净利润 2.9 亿美元/+186.3%, 餐厅利润率达 20.3%、较 1Q19 提升 1.8pct, 显示疫情期间成本重塑努力成果兑现。

图表9: 餐饮行业 1Q23 业绩情况 (仅 A 股)

	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				扣非归母净利润 (亿元)			
	1Q19	1Q23	23VS22	23VS19	1Q19	1Q23	23VS22	23VS19	1Q19	1Q23	23VS22	23VS19
餐饮	14.9	19.6	30%	32%	1.2	1.2	扭亏	3%	1.1	1.0	扭亏	-6%
同庆楼	4.2	5.4	27%	29%	0.7	0.7	217%	3%	0.7	0.6	231%	-13%
广州酒家	5.3	9.2	23%	73%	0.5	0.7	32%	52%	0.4	0.7	30%	57%
西安饮食	1.3	1.8	54%	31%	-0.1	-0.3	减亏 0.19 亿	增亏 0.2 亿	-0.1	-0.3	减亏 0.2 亿	增亏 0.21 亿
全聚德	4.0	3.2	49%	-20%	0.1	0.1	扭亏	-14%	0.1	0.1	扭亏	-1%
巴比食品	-	3.2	3%	-	-	0.4	2724.4%	-	-	0.2	-48.1%	-
味知香	-	2.0	9%	-	-	0.4	-0.2%	-	-	0.3	13.4%	-

来源: wind, 国金证券研究所

2.2、2023 展望：经营杠杆正向效应发挥，开店加速启动

降本增效、成本重塑举措积极，预计同店修复后经营杠杆向上弹性强。以茶饮品牌奈雪为例，原材料占比指引从 1H22 不高于 35%变为 2022 年报 31~32%，下降 3~4%，主因供应链优化；人力成本方面，自动制茶机使用降低单店用工人数、提升单店兼职率，最新 22 年报目标为 19%（21 年约 23.7%），下降 3~4%；租售比，转型 pro 店+租金谈判，中短期控制在 13%~14%，和之前的 15%~16%下降 2%，预计 2023 年单店回暖情况下公司有望实现餐厅层面经营利润率 20%+目标。

图表10：奈雪的茶 UE 模型变化

	21年6月	22年6月	中短期目标 (22中报版)	22年	中短期目标 (22年报版)	23年1-2月
原材料	35.10%	34.50%	不高于35%	31.10%	31-32%	与展望基本一致
人力	23.70%	18.90%	20%	23.50%	19%	基本一致
租金	13.90%	15.70%	15%	15.50%	13-14%	基本一致
外卖费率	6.20%	9.20%		9.40%	7-8%	略好于展望
水电	2%	2.90%	2.50%	2.70%	2-3%	基本一致
其他折摊	4.10%	5.60%		5.90%	6%	基本一致
客单价	43.5	36.7		34.3		
日均订单量	488.9	346.2		357.4		
OPM	15.00%	13.20%	20%	11.90%	20%	

来源：公司公告，国金证券研究所

对比主要餐企开店情况，23 年开店目标多数较为积极，其中奈雪已上调指引。从 22 年开店结果看，疫情影响下呷哺、海伦司未完成年初开店计划，且仍有净关店；九毛九、奈雪的茶基本完成年初开店计划，且关店率维持低位；海底捞境内执行啄木鸟计划，仅小幅开店、仍有关店。23 年目标方面，奈雪已上调至 600 家新开（原 400-450 家），太二 120、总 24 家较为积极，海伦司 200 家，考虑静默门店复开和商业模式转型，偏合理积极，呷哺凑凑新开数为历史高水平，呷哺亦计划恢复净开。

图表11：餐饮主要公司 2023 年开店计划

	海底捞	九毛九		呷哺呷哺		海伦司	奈雪的茶
		太二	总	呷哺呷哺	凑凑		
2021 年末	1349	350	9	841	183	782	817
2022 新开 (含复开)	72	102	18	41	44	179	299
2022 关闭	50	2	0	81	3	194	48
2022 年末	1371	450	27	801	224	767	1068
2022 净增	22	100	18	-40	41	-15	251
门店数 YOY	1.6%	28.6%	200.0%	-4.8%	22.4%	-1.9%	30.7%
2023 新开目标	维持保守开店，暂无大规模开店规划	120 (不含 22 年末 13 家装修好门店)	25	120	97	200	600
2023 净开目标		-	-	93	85	150	-

来源：公司公告，国金证券研究所；注：呷哺呷哺目标未包含海外计划。

3、酒店：1Q23 复苏强势启动，中高端为门店扩张结构性机会

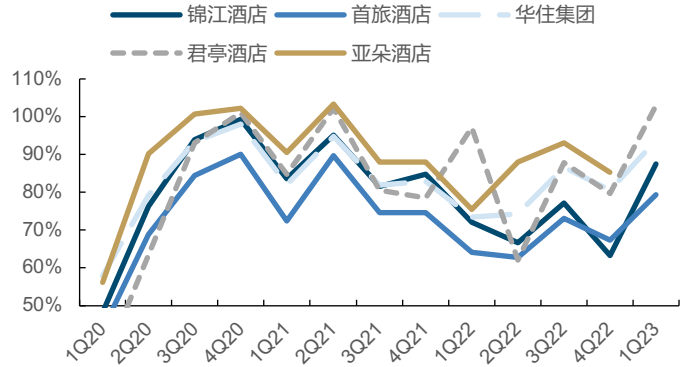
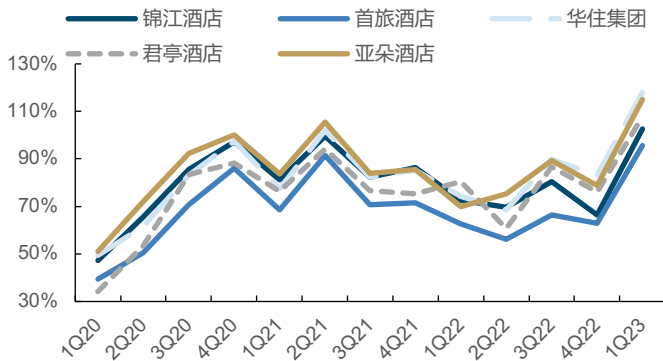
3.1、经营表现：1Q23 强劲复苏、价先于量，中高端为开店结构性亮点

1Q23 经营数据大幅回暖，多家超过 19 年同期水平，其中华住、亚朵更领先。2022 疫情影响下酒店经营数据恢复仍经历波折，1Q23 迎来强劲修复，锦江/首旅/华住/君亭/亚朵境内酒店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 103%/96%（不含轻管理 99%）/118%/108%/115%，量价拆分看均主要由 ADR 上升驱动，当中包含竞争格局改善下的提价、产品升级及档次结构升级三大因素，其中头部有限服务酒店公司三强档次结构升级因素的贡献尤为明显（锦江、华住、首旅 1Q23 整体中档及以上客房占比分别较 1Q20 提升 13.5/13.3/9.1pct），君亭、亚朵则本身定位聚焦中高端，此外收益管理机制效率更高（如华住）、品牌溢价能力更强（如亚朵）的公司在年初提价潮中受益亦更明显；OCC 方面，君亭 1Q23 OCC

为 63.3%、恢复至 2019 同期的 103%，主因休闲度假需求强劲回暖及在营直营酒店较 2019 年进一步爬坡，其他公司 OCC 仍有 10% 左右恢复空间，其中华住 OCC 恢复度更高一些为 93.8%。

图表12: 酒店公司境内 RevPAR 恢复度 (%2019)

图表13: 酒店公司境内 OCC 恢复度 (%2019)

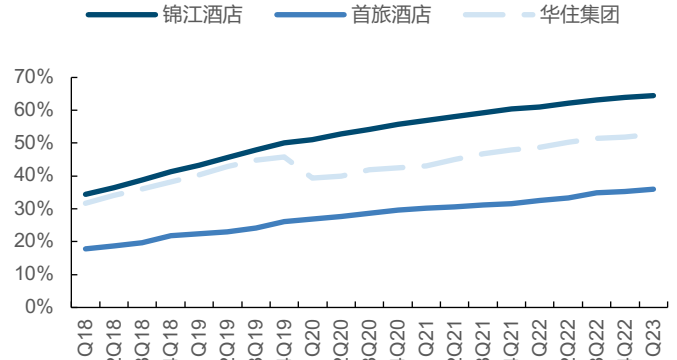
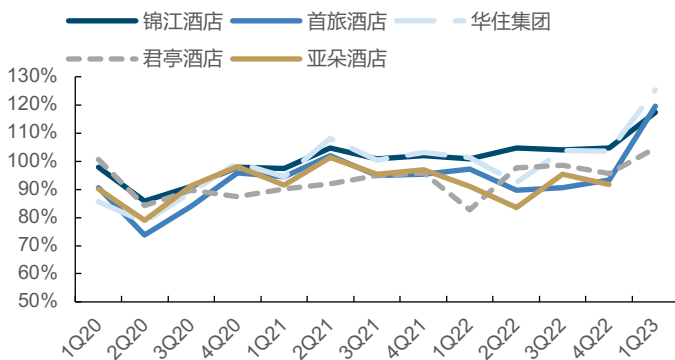


来源: 公司公告, 国金证券研究所;注: 君亭数据仅直营店, 后同。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表14: 酒店公司境内 ADR 恢复度 (%2019)

图表15: 酒店公司中档及以上客房占比提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所;注: 华住中高档占比 19 年与 20 年间出现下降主因品牌定位口径调整。

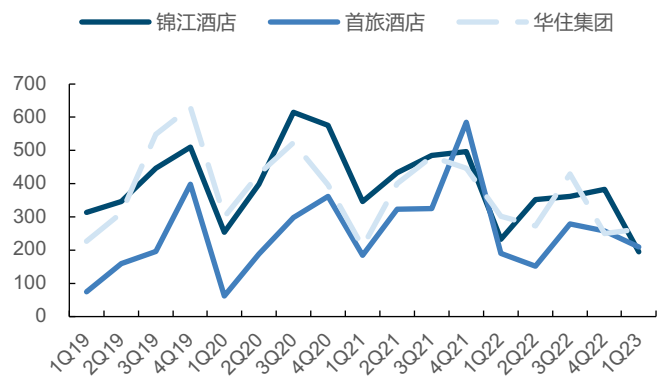
开店方面, 2022 年波动影响加盟开店意愿, 头部三强均未达成年初计划, 中高端为结构性亮点, 其中亚朵仍逆势加速, 君亭完成收购整合。2022 年锦江/首旅/华住/亚朵新开酒店 1328/879/1257 家, 净开 947/67/713/187 家、较 2021 年 -260/-954/-328/+12 家, 其中锦江新开、净开绝对数领先, 华住精益增长战略下主动宣布清退经济型软品牌、积极提升经营质量。酒店行业疫情之后的 2020、2021 年呈现头部集中、逆势扩张趋势, 而 2022 年净开店多数较 2021 年回落主因 2022 年疫情反复之下加盟商预期转弱及资金压力放大, 当中中高端契合需求端品质升级、休闲度假和供给端差异竞争、提升房价诉求, 成为开店的结构性亮点, 中高端市占率第一的亚朵 2022 年仍逆势拓店, 新开 187 家/+12 家、Pipeline 363 家, 君亭酒店上市后完成对君澜、景澜的并购整合, 2022 年末君亭/君澜/景澜开业酒店数 54/99/30 家、Pipeline 分别 22/114/19 家。

图表16: 酒店三强 2022 年新开店计划完成情况

	22 年初新 开计划	Q1 完成度	H1 完成度	Q1-3 完成度	全年 完成度
锦江 酒店	1500	15.5%	38.9%	63.0%	88.5%
首旅 酒店	1800~20 00	10.6%	19.0%	34.5%	48.8%
华住 集团	1500	20.2%	38.5%	67.1%	83.8%

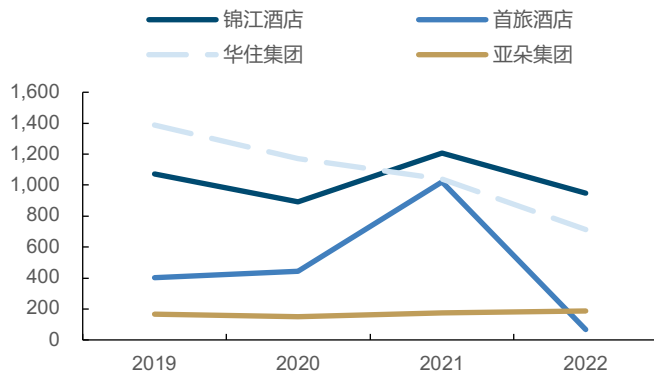
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表17: 酒店三强季度新开店数量 (家)



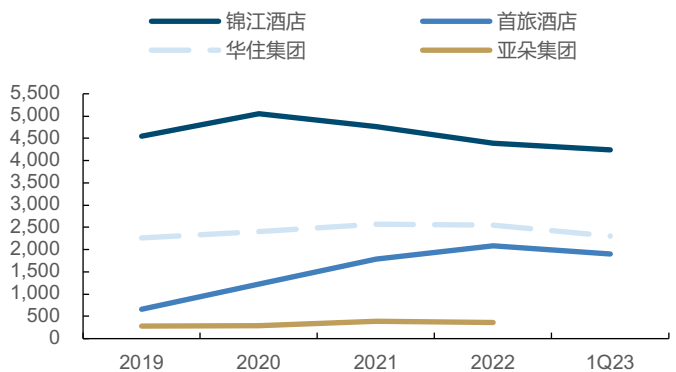
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表18: 酒店公司净开店数量 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 酒店公司 Pipeline 数量 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2、财务表现: 1Q23 业绩修复启动, 关注疫情期间改革成果释放

2022 业绩表现上, 疫情扰动下多数承压, 部分如亚朵逆势增长。2022 业绩看锦江、华住、首旅、君亭均较 2021、2019 年有不同程度下滑, 主因疫情扰动下国内直营店亏损扩大 (其中直营占比更高的首旅、君亭表现更明显), 此外华住持有的雅高股票公允价值变动亦影响归母净利; 复星旅文国内承压但海外 Club Med 迎来强劲修复, 支撑利润端取得大幅减亏; 亚朵轻资产程度高 (加盟客房占比 95%), 同时疫情期间逆势扩张、规模效应提升, Non-GAAP 净利润 (调整股权激励费用) 同增 85.6%、较 2019 年增长 325%。

图表20: 酒店行业 2022 年报业绩情况

	营业收入 (亿元)				归母净利 (亿元)				扣非 (经调整) 归母净利 (亿元)			
	2019	2022	22VS21	22VS19	2019	2022	22VS21	22VS19	2019	2022	22VS21	22VS19
酒店	562.1	482.3	9.8%	-14.2%	46.2	-29.8	增亏2.49亿	-164.4%	38.5	-27.9	减亏5.06亿	-172.6%
锦江酒店	151.0	110.1	-2.9%	-27.1%	10.9	1.1	12.8%	-89.6%	8.9	-2.0	增亏0.82亿	-122.8%
首旅酒店	83.1	50.9	-17.3%	-38.8%	8.8	-5.8	-1145.6%	-165.8%	8.2	-6.7	-6255.6%	-182.5%
君亭酒店	3.8	3.4	23.2%	-10.4%	0.7	0.3	-19.4%	-58.8%	0.6	0.3	-18.3%	-60.5%
金陵饭店	11.9	14.1	3.0%	19.0%	0.8	0.4	48.5%	-44.7%	0.6	0.2	26.5%	-73.3%
华天酒店	11.1	4.7	-20.3%	-57.4%	0.5	-3.1	-468.9%	-718.5%	-2.6	-3.6	增亏0.04亿	增亏1.02亿
华住集团	112.1	138.6	8.4%	23.6%	17.7	-18.2	增亏13.56亿	-202.9%	15.6	-13.6	增亏11亿	-187.0%
复星旅游文化	173.4	137.8	48.8%	-20.5%	6.1	-5.4	减亏21.67亿	-189.5%	6.4	-5.0	减亏22.59亿	-177.2%
亚朵	15.7	22.6	5.4%	44.4%	0.6	1.0	-32.4%	51.0%	0.6	2.6	85.6%	325.0%

来源: wind, 国金证券研究所; 注: 港股、美股采用公司公布的经调整或 Non-GAAP 净利润。

1Q23 业绩看, 行业复苏强势启动。1Q23 A 股酒店公司业绩同比取得增长/扭亏/减亏, 由于恢复仍在过程中, 业绩较 2019 年多数仍有一定差距, 预计 Q2、Q3 景气度进一步攀升后将得到更好修复。锦江通过积极的降本增效、加盟率提升及进一步整合 (如收购维也纳 10% 少数股东权益等), 扣非归母净利润较 2019 年增长 30%, 子公司维也纳收入 7.9 亿元/+19.0%、归母净利 1.4 亿元/+91.0%, 铂涛收入 7.8 亿元/+36.5%、归母净利 1.3 亿元/+1333.5%、扭亏为盈, 两大子公司合计业绩已有 2.7 亿元、反映境内业绩恢复较好, 合并报表归母净利略不及预期主因境外亏损, 卢浮收入

1.1 亿欧元/+40.3%，归母净利-2188 万欧元、同比减亏 202 万欧元，亏损主要源于通胀下成本压力及欧元利率上升导致的利息费用上升。

图表21：酒店行业 1Q23 业绩情况（仅 A 股）

	营业收入 (亿元)				归母净利 (亿元)				扣非归母净利 (亿元)			
	1Q19	1Q23	23VS22	23VS19	1Q19	1Q23	23VS22	23VS19	1Q19	1Q23	23VS22	23VS19
酒店	58.9	52.9	30%	-10%	3.1	1.8	扭亏	-44%	0.7	0.9	扭亏	29%
锦江酒店	33.4	29.2	26%	-12%	3.0	1.3	扭亏	-56%	0.7	0.9	扭亏	30%
首旅酒店	19.4	16.6	37%	-15%	0.7	0.8	扭亏	4%	0.6	0.5	扭亏	-14%
君亭酒店	0.8	1.0	56%	16%	0.1	0.0	7%	-51%	0.1	0.0	7%	-51%
金陵饭店	3.0	4.8	27%	61%	0.1	0.1	扭亏	-24%	0.1	0.0	扭亏	-51%
华天酒店	2.2	1.3	26%	-41%	-0.8	-0.4	增亏 0.11 亿	减亏 0.32 亿	-0.8	-0.6	减亏 0.14 亿	减亏 0.14 亿

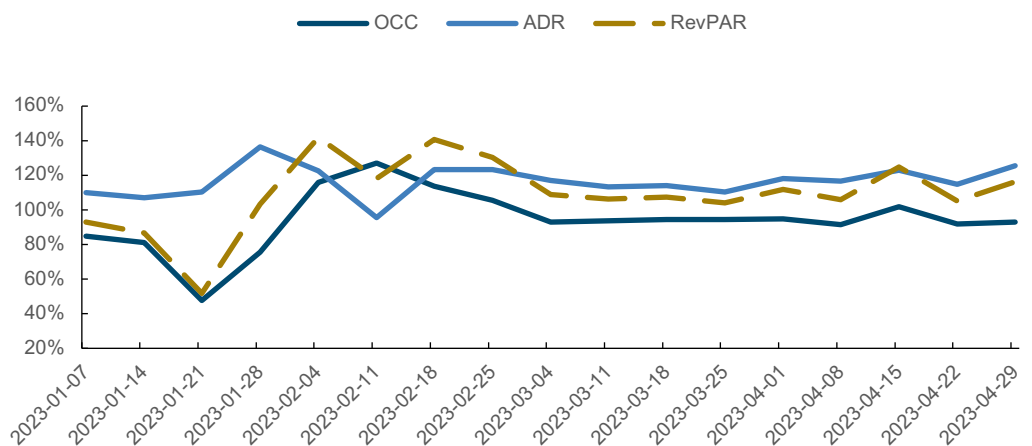
来源：wind，国金证券研究所

3.3、2023 展望：景气度持续攀升，看好旺季量价弹性，中高端开店加快

经营恢复方面，年初以来酒店行业经营数据恢复较好，上市公司全年预期积极。2023 年年初以来酒店行业经营数据恢复较好，根据 STR，行业经济+中档+中高酒店 RevPAR 恢复度在 Q1 基本维持在 2019 年的 105%左右，最新周 4.23-4.29 恢复至 19 年 115%（前值 105%），趋势呈现环比回升。上市公司指引较为积极：1）锦江：公司预测 2Q23 境内、境外整体平均 RevPAR 均为 2019 年同期的 110~115%，较年报隐含的 95% RevPAR 恢复度指引明显上调。我们预计恢复度指引较积极主要源于 Q2 商旅会展进一步恢复，以及五一等假期到来，休闲旅游需求恢复强劲。2）华住：预计 1Q23 营收增长 61%~65%、或 53%~57%（不含 DH），2023 全年预期收入增长 42%~46%、或 46%~50%（不含 DH），测算隐含综合 RevPAR 恢复度约 110%~115%、预期积极。3）亚朵：预计 2023 全年 RevPAR 较 2019 年同期有望取得高个位数增长，考虑亚朵恢复数据几乎不包含档次升级因素，预期积极。

门店拓张方面，龙头注重经营质量前提下的扩张，中高端加速成长。锦江/首旅/华住计划 2023 年新开 1200/1500-1600/1400 家，新开目标相较 2022 年初均有不同程度下降，但考虑 2022 年 Pipeline 签约受较大影响，以及头部公司在战略上更注重门店经营质量把控，我们仍认为新开目标较为积极。中高端加速成长，细分龙头亚朵 2023 年全年目标 280 家、高于此前年度，Q1 签约超预期，成熟加盟商复购超 40%（21 年约 31%），反应加盟意愿较高、存量门店回报较好；中长期计划至 2025 年门店总数达 2500 家，其中亚朵旗舰+X 预计 1500~1600 家，轻居 250~300 家，亚朵 S 150~200 家，分城市线，一线城市 450 家，新一线 650 家，三线 400 家左右。

图表22：2023 年酒店经营数据恢复向好（经济型至中高档）



来源：STR，国金证券研究所

4、旅游：Q1 迎接开门红，OTA 持续受益线上化

2022 年受挫严重，OTA 龙头携程获益海外复苏及市占率提升业绩表现相对好。2022 年旅游各细分板块收入、扣非（经调整）净利均出现同比下滑，其中亏损幅度从小到大排序为 OTA>自然景区>人工景区>旅行社，其中 OTA 和传统旅行社分别居于两端反应疫情加速了旅游预订线上化及自由行、个性化旅行、休闲度假旅行占比提升。

图表23: 旅游行业 2022 年业绩情况

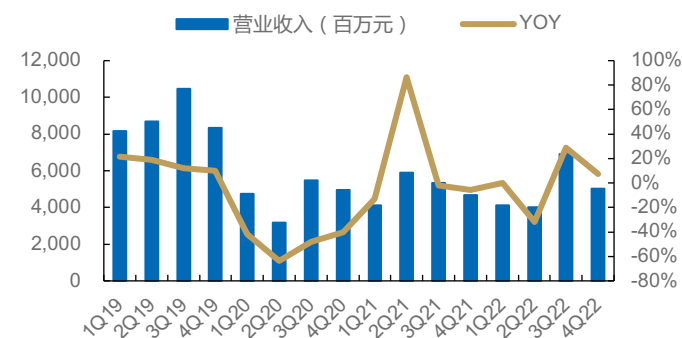
	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				扣非 (经调整) 归母净利润 (亿元)			
	2019	2022	22VS21	22VS19	2019	2022	22VS21	22VS19	2019	2022	22VS21	22VS19
旅游	1,008.2	409.6	-18.3%	-59.4%	115.2	-34.8	增亏26.14亿	-130.2%	99.2	-39.0	-1544.7%	-139.3%
人工景区	239.8	92.8	-39.3%	-61.3%	21.1	-23.3	-450.2%	-210.2%	15.9	-24.8	-570.2%	-256.3%
云南旅游	28.8	5.4	-62.0%	-81.3%	0.9	-2.8	减亏0.42亿	-399.1%	-1.7	-2.7	减亏0.37亿	增亏1.04亿
宋城演艺	26.1	4.6	-61.4%	-82.5%	13.4	0.1	-96.9%	-99.3%	12.2	-0.4	-113.7%	-103.0%
中青旅	140.5	64.2	-25.7%	-54.3%	5.7	-3.3	-1670.9%	-158.7%	4.3	-4.2	增亏3.03亿	-196.7%
大连圣亚	3.2	1.6	-23.2%	-50.7%	0.4	-0.8	减亏1.2亿	-286.9%	0.4	-1.0	减亏0.39亿	-327.3%
曲江文旅	13.1	8.9	-34.7%	-31.7%	0.5	-2.5	-3458.7%	-652.4%	0.3	-2.6	增亏2.33亿	-982.3%
海昌海洋乐园	28.2	8.2	-66.8%	-70.8%	0.3	-14.0	-265.2%	-5665.8%	0.3	-14.0	-265.2%	-5665.8%
自然景区	70.8	31.8	-22.6%	-55.0%	12.6	-9.8	增亏5.64亿	-178.1%	11.8	-12.0	增亏5.59亿	-202.3%
张家界	4.3	1.3	-33.3%	-68.9%	0.1	-2.6	增亏1.25亿	-2452.1%	0.1	-2.7	增亏1.27亿	-5252.1%
峨眉山A	11.1	4.3	-31.4%	-61.1%	2.3	-1.5	-906.4%	-164.5%	2.2	-1.5	-2880.7%	-168.4%
桂林旅游	6.1	1.3	-45.8%	-78.6%	0.6	-2.8	增亏0.69亿	-612.4%	0.5	-2.9	增亏0.73亿	-703.8%
丽江股份	7.2	3.2	-11.7%	-56.2%	2.0	0.0	扭亏	-98.2%	2.0	-0.2	减亏0.12亿	-110.1%
三特索道	6.8	2.6	-41.0%	-62.1%	0.1	-0.8	减亏0.97亿	-775.2%	0.0	-1.7	减亏0.77亿	-7896.3%
西域旅游	2.4	1.0	-31.6%	-57.6%	0.7	-0.1	-134.5%	-112.6%	0.7	-0.1	-142.5%	-115.4%
黄山旅游	16.1	8.0	-10.6%	-50.2%	3.4	-1.3	-403.6%	-138.8%	3.1	-1.8	增亏1.31亿	-158.2%
西藏旅游	1.9	1.2	-30.5%	-35.8%	0.2	-0.3	增亏0.21亿	-241.0%	0.1	-0.4	增亏0.21亿	-707.8%
长白山	4.7	1.9	1.1%	-58.3%	0.8	-0.6	增亏0.06亿	-176.3%	0.7	-0.6	减亏0.02亿	-181.5%
天目湖	5.0	3.7	-12.0%	-26.7%	1.2	0.2	-60.6%	-83.6%	1.2	0.1	-71.0%	-89.8%
九华旅游	5.4	3.3	-22.0%	-38.2%	1.2	-0.1	-122.6%	-111.7%	1.1	-0.2	-149.8%	-122.1%
旅行社	266.8	18.6	-41.5%	-93.0%	4.5	-14.2	增亏1.39亿	-413.4%	3.0	-15.5	增亏3.34亿	-613.7%
岭南控股	79.7	10.3	-32.2%	-87.0%	2.6	-1.8	增亏0.5亿	-168.7%	1.7	-2.4	增亏0.58亿	-243.9%
ST凯撒	60.4	3.2	-66.0%	-94.7%	1.3	-10.2	增亏3.32亿	-913.0%	0.7	-10.5	增亏4.78亿	-1524.9%
众信旅游	126.8	5.1	-29.1%	-96.0%	0.7	-2.2	减亏2.43亿	-422.6%	0.6	-2.6	减亏2.02亿	-533.6%
OTA	430.7	266.3	-3.4%	-38.2%	77.0	12.6	624.9%	-83.7%	68.6	13.3	-16.8%	-80.6%
携程集团	356.7	200.4	0.1%	-43.8%	70.1	14.0	扭亏	-80.0%	65.3	12.9	-4.6%	-80.2%
同程旅行	74.0	65.9	-12.5%	-10.9%	6.9	-1.5	-120.2%	-121.2%	3.3	0.4	-84.7%	-88.7%

来源: wind, 国金证券研究所; 注: 港股、美股采用公司公布的经调整或 Non-GAAP 净利润。

OTA 龙头 2022 年业绩存亮点。携程全年净收入 200 亿元/+0.1%，恢复至 2019 年 56%；归母净利润 14 亿元，同比扭亏；Non-GAAP 归母净利润 13 亿元/-4.6%，恢复至 2019 年约 20%，主因海外复苏和国内疫情扰动影响。4Q22 净收入 50.3 亿元/+7.4%、恢复至 2019 年同期约 60% (3Q22 约 66%)，交通票务/住宿预订/旅游度假/商旅管理分别 22.0/16.9/1.6/2.8 亿元，同比+45.4%/-12.0%/-7.3%/-24.5%，恢复至 2019 年同期 63.5%/56.9%/20.5%/74.3%，其中商旅管理、交通朴璞相对领先。成本费用端，毛利率 76.1%/持平，研发费用率 41.9%/-5.9pcts，销售费用率 22.8%/-4.9pct，管理费用率 16.2%/+0.6pct，得益于成本费用保持严格管控，经调整 EBITDA 利润率/Non-GAAP 净利率分别为 5.7%/9.9%、+4.5/3.3pct。

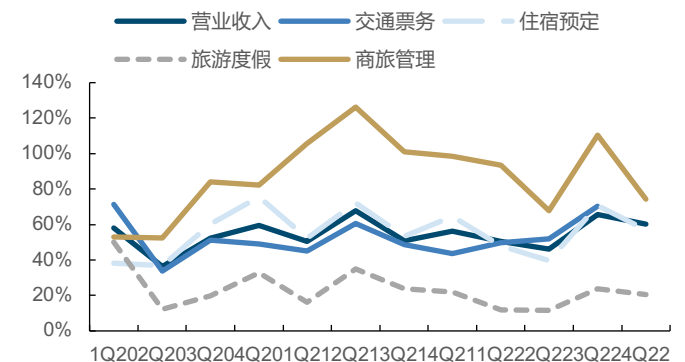
Q4 OTA 国际业务继续强劲复苏，出入境游关注度回升迅速。根据携程公司公告，Q4 出境机票和酒店预订量同比上升超过 200%、140%，国际平台上的机票预订量同比上升 80%。年初以来，公司国内机酒预订量已超过 2019 年同期，出境游预订量恢复至疫情前水平 40%+；公司国际平台机酒预订量保持三位数的同比增长。目前国际航班运力有限，短期恢复至疫情前水平仍有瓶颈，公司预计 2023 年 6 月底我国出境航班量恢复至疫情前 50%，到 2023 年年底恢复到 80%~90%。

图表24: 携程主营业务收入及增速



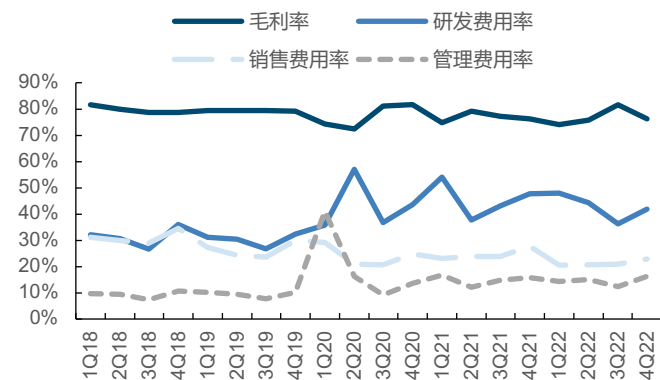
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表25: 携程分业务收入恢复度 (%2019)

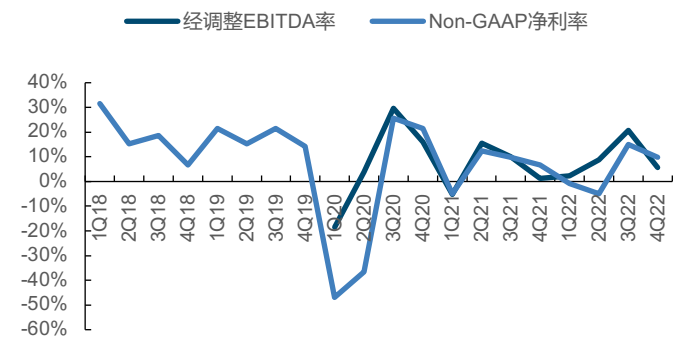


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表26: 携程毛利率及三费变化



图表27: 携程盈利能力变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1Q23 迎来收入、利润快速回暖, 其中自然景区大幅扭亏, 整体业绩超越疫情前, 如黄山、峨眉山、长白山、天目湖等主要源于; 人工景区减亏明显, 期待园区复开、新项目开业后业绩表现, 如中青旅濮院 Q2 正式营业, 宋城 Q1 部分园区复开, 五一场次快速回暖等; 传统旅行社 1Q23 亦取得业绩回暖, 但较 2019 距离相对大。

头部自然景区吸引力持续强, Q1 迎客流强劲恢复, 疫情期间降本增效、积极转型成果释放共同推动业绩超越疫情前。

1、黄山旅游: 1Q23 黄山风景区共接待游客 84.5 万人、较 1Q19 +42.8%。

2、峨眉山: 1Q23 峨眉山景区接待游客 114.2 万人次/+75.9%、较 1Q19+ 22.7%, Q1 毛利率为 45%/+19pct, 期间费率同降 11pct, 按可比口径(2020 年会计准则调整, 部分成本、费用明细科目归属调整)估算较 1Q19 分别+6pct、-8pct, 优化明显, 其中管理/销售费用分别较 1Q19 下降 1/26pct, 对应可比费率较 1Q19 分别下降 3/2pct。

3、九华旅游: 1Q23 景区接待游客 249.3 万人次/+148.3%, 日均接待量超过 2 万人次, 周末双休日接待量近 5 万人次, 复苏趋势明显。公司疫情期间围绕酒店转型、主题特色产品创新、健康素食主题特色餐饮品牌建设、数字化升级等方面展开升级转型。

4、长白山: 1Q23 长白山主景区共接待游客 19.4 万人次/+415.8%、较 1Q19+14.4%, 冰雪消费热度攀升、Q1 为雪季旺季叠加疫情放开后客流回暖, 带动公司营收和归母净利均实现历史 Q1 最优。

人工景区减亏明显, 期待园区复开、新项目开业后业绩表现。

1、天目湖: 根据中国溧阳公众号数据, 截至 3 月 20 日, 天目湖山水园、南山竹海两大景区累计接待游客约 50 万人次, 恢复至 2022 年、2019 年的 226%、194%, 接待游客数量远超疫情前。

2、中青旅: 景区业务, 1Q23 乌镇接待游客 127.4 万人次/+626.5%, 乌镇公司营收 3.31 亿元/+137.59%, 实现净利润 3912.2 万元/同比扭亏; 古北水镇接待游客 24.9 万人次/+19.6%, 实现营收 1.7 亿元/+10.4%; 实现净利润-1287.6 万元/同比大幅减亏。整合营销业务, 中青博联 1Q23 实现营业收入 2.4 亿元/+43.6%, 受项目周期影响净利润同比持平。旅行社业务, 营收同比 2022 年增长、净利润同比持平, 成功开展泰国、埃及、阿联酋、新西兰、塞尔维亚等多个出境游产品, 同时由公司筹建运营的埃塞俄比亚签证中心开业, 预计 2023 年全球国际游客抵达人数有望恢复到疫情前水平的 80%~95%。酒店业务方面, 山水酒店营业收入同比增长, 净利润同比减亏, 经营情况持续回升。展望 Q2 看, 各业务线持续上修势头良好, 景区方面新项目濮院已试营业, 地位处长三角, 区位、产品优势同时契合周边游、长线游需求。

3、宋城演艺: 根据公司官方微信公众号数据统计, 1Q23 公司旗下园区演出场次总数约 1060 场(1Q21 约 1250 场), 其中重资产项目场次约 780 场(1Q21 约 990 场), 较 1Q21 尚存差距与部分项目复园较晚有关(杭州、西安、张家界项目均于 3 月复园)。公司客源中异地、团体游客占比较高, 疫情期间受损程度更大, 2023 年园区客流回升+二次扩张项目爬坡+老项目扩容, 叠加公司在疫情期间打磨项目、精简架构、减少人员成本成果延续, 预计业绩弹性大。新项目西安升级后推出市场反馈良好, 后续上海项目将在打磨完成后开业, 佛山项目亦有望年内开业。

图表28: 旅游行业 1Q23 业绩情况 (仅 A 股)

	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				扣非归母净利润 (亿元)			
	1Q19	1Q23	23VS22	23VS19	1Q19	1Q23	23VS22	23VS19	1Q19	1Q23	23VS22	23VS19
旅游	108.4	45.7	61%	-58%	6.8	2.1	扭亏	-70%	5.3	1.9	扭亏	-64%
人工景区	40.6	23.9	27%	-41%	4.4	0.5	扭亏	-90%	4.1	0.3	扭亏	-92%
云南旅游	3.3	1.0	-47%	-68%	-0.2	-0.2	增亏0.11亿	减亏0亿	-0.2	-0.2	增亏0.1亿	增亏0.01亿
宋城演艺	8.2	2.3	175%	-72%	3.7	0.6	扭亏	-84%	3.6	0.6	扭亏	-85%
中青旅	25.4	16.6	20%	-35%	0.6	0.0	减亏1.07亿	-107%	0.6	-0.1	减亏1.12亿	-113%
大连圣亚	0.4	0.7	163%	57%	-0.1	0.0	扭亏	扭亏	-0.1	0.0	扭亏	扭亏
曲江文旅	3.2	3.3	65%	3%	0.3	0.1	扭亏	-70%	0.3	0.1	扭亏	-75%
自然景区	12.2	14.8	154%	21%	0.4	2.3	扭亏	521%	0.2	2.3	扭亏	1106%
张家界	0.5	0.6	544%	18%	-0.1	-0.3	减亏0.32亿	增亏0.22亿	-0.1	-0.3	减亏0.36亿	增亏0.19亿
峨眉山A	2.6	2.4	60%	-7%	0.2	0.7	1486%	262%	0.2	0.7	6671%	282%
桂林旅游	1.2	0.9	286%	-26%	0.0	-0.1	减亏0.59亿	增亏0.11亿	0.0	-0.1	减亏0.6亿	增亏0.1亿
丽江股份	1.3	1.8	332%	40%	0.4	0.6	扭亏	56%	0.3	0.6	扭亏	65%
三特索道	1.1	1.6	173%	47%	-0.4	0.3	扭亏	扭亏	-0.4	0.4	扭亏	扭亏
西域旅游	0.1	0.1	122%	34%	-0.1	-0.1	减亏0.05亿	增亏0.002亿	-0.1	-0.1	减亏0.04亿	增亏0.004亿
黄山旅游	2.6	3.4	161%	28%	0.2	0.6	扭亏	174%	0.2	0.6	扭亏	156%
西藏旅游	0.2	0.3	140%	65%	-0.1	-0.1	减亏0.14亿	增亏0.01亿	-0.1	-0.1	减亏0.14亿	减亏0.03亿
长白山	0.5	0.7	235%	41%	-0.3	0.0	减亏0.3亿	减亏0.21亿	-0.3	0.0	减亏0.3亿	减亏0.21亿
天目湖	0.9	1.2	114%	35%	0.2	0.2	扭亏	28%	0.1	0.2	扭亏	14%
九华旅游	1.3	1.9	137%	43%	0.4	0.6	扭亏	60%	0.4	0.6	扭亏	61%
旅行社	55.6	6.9	88%	-88%	2.1	-0.7	减亏1.25亿	-134%	1.0	-0.8	减亏1.28亿	-178%
岭南控股	18.2	4.8	154%	-74%	1.1	0.1	扭亏	-92%	0.4	0.1	扭亏	-83%
ST凯撒	12.8	0.8	-37%	-94%	0.3	-0.4	减亏0.21亿	-241%	-0.1	-0.4	减亏0.24亿	增亏0.32亿
众信旅游	24.6	1.4	132%	-94%	0.6	-0.4	减亏0.19亿	-158%	0.6	-0.4	减亏0.2亿	-160%

来源: wind, 国金证券研究所

风险提示

疫情修复持续时间或存在不确定性。线下客流恢复受阻、门店/渠道拓展不及预期, 则消费恢复仍将面临曲折。

劳动力短缺风险。短缺确诊病例集中增多, 服务业为劳动密集型行业, 或面临用工荒问题。

原材料价格大幅上涨的风险。若能源、食品、化工原料等原材料成本持续上涨, 且涨价不能较好传导, 可选消费预计受到较大挤占。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402