

景气上行，看好Q2进一步反弹

—免税&酒店年报及一季报总结

行业评级：看好

2023年05月06日

分析师 李丹
邮箱 lidan02@stocke.com.cn
证书编号 S1230520040003

分析师 徐晴
邮箱 xuqing@stocke.com.cn
证书编号 S1230521010001

1、免税

- **23Q1离岛免税销售额创单季新高，但增幅不及海南客流表现。**根据海口海关监测，23Q1海南离岛免税销售额169亿元，同比+15%，为单季最高销售额。23Q1购物人次同比+27%，客单价同比-10%，增幅不及海南机场客流，可见转化率和消费力均存在提升空间。一方面，折扣收窄影响购买意愿；另一方面部分高客单价的爆品供货不足，供应链有待进一步优化。
- **中免规模优势依然突出。**从竞争格局看，2022年中免市占率约82%，与2021年相比有所下降，但规模优势依然显著。
- **个股方面：1) 中国中免：**2022和2023Q1中免毛利率依然承压，主要受到折扣、汇率等因素的共同作用，下半年有望逐季改善。23Q1中免收入和归母净利润分别同比+24%、-10%；2) 海南机场：23Q1归母净利润同比+210%，大幅反弹，主要由于海南客流复苏机场业务盈利能力提升，免税租金同比增长；3) 王府井：23Q1扣非归母净利润亦大幅增长，同比+145%，主要受到奥莱业态拉动，王府井万宁国际免税城于2023年1月试营业，一季度贡献免税收入5599万元。

2、酒店

- **2022年行业总供给同比+11%，但仍低于2019年水平。**2020、2021年酒店住宿业家数分别下滑17%、10%，2022年行业供给有所回升，同比+11%，达到27.9万家，但仍低于2019年供给水平33.8万家。
- **我国酒店业连锁化率继续提升。**2022年底，我国酒店业连锁化率39%，同比提升4pct。2019-2022年，我国酒店业连锁化率共提升13pct。
- **2022年受到疫情影响，酒店龙头拓店有所放缓。**2022年锦江、华住、首旅分别新开店1328、1244、879家，均低于2021年水平。受到老旧和非标门店清退等影响，三大龙头2022年关店水平较高，2022年锦江、华住、首旅分别净开店947、713、191家。
- **2022年酒店龙头收入业绩承压，保持严格费控。**2022年华住、锦江、首旅收入分别同比+8%、-3%、-17%，华住、锦江、首旅销售费用+管理费用率分别-0.6pct、+0.04pct、+1.9pct，锦江、首旅费用率略有提升，但费用绝对额同比缩减。利润端，2022年首旅由盈转亏、华住亏损增加，锦江归母利润与去年同期持平（有投资收益贡献）。
- **23Q1价格弹性已兑现，龙头开店目标较为乐观。**23Q1锦江、华住、首旅Revpar分别为2019年的103%、118%、100%，房价分别为2019年的125%、117%、118%，OCC分别为2019年的94%、87%、87%。华住、首旅2023开店目标分别为1400、1500-1600家，高于2022开店水平。

3、投资建议：出行链复苏仍在初期，免税、酒店23Q1仍处于利润端的爬坡阶段。二季度起，逐步进入旅游旺季，相关公司利润端的高弹性有望逐季兑现，带动估值提升。免税：消费力复苏+折扣收窄+政策催化有望推动业绩逐季改善，建议关注：中国中免、王府井、海南机场；酒店：旺季来临，看好全年行业高景气延续，相关标的：锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店、华住-S。

4、风险提示：疫情影响升级，行业竞争加剧，消费恢复不及预期

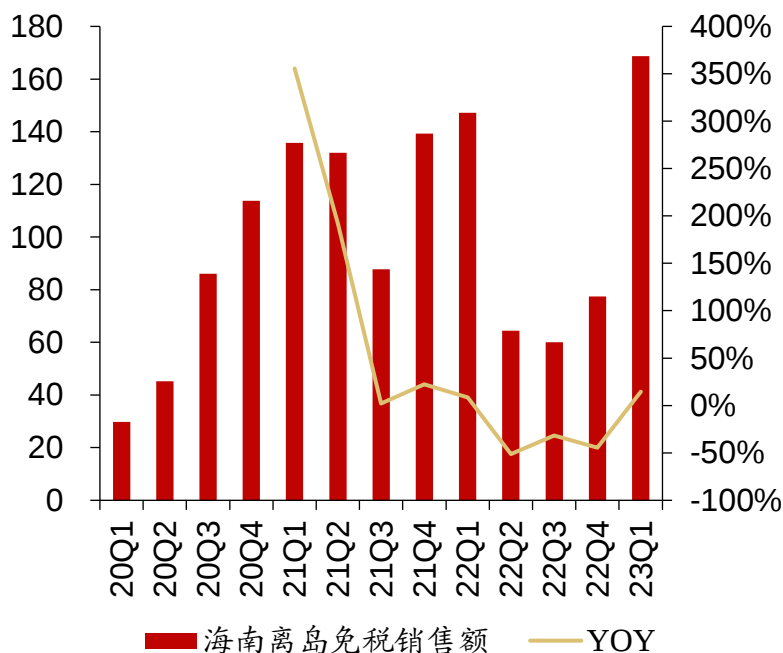
01

免税

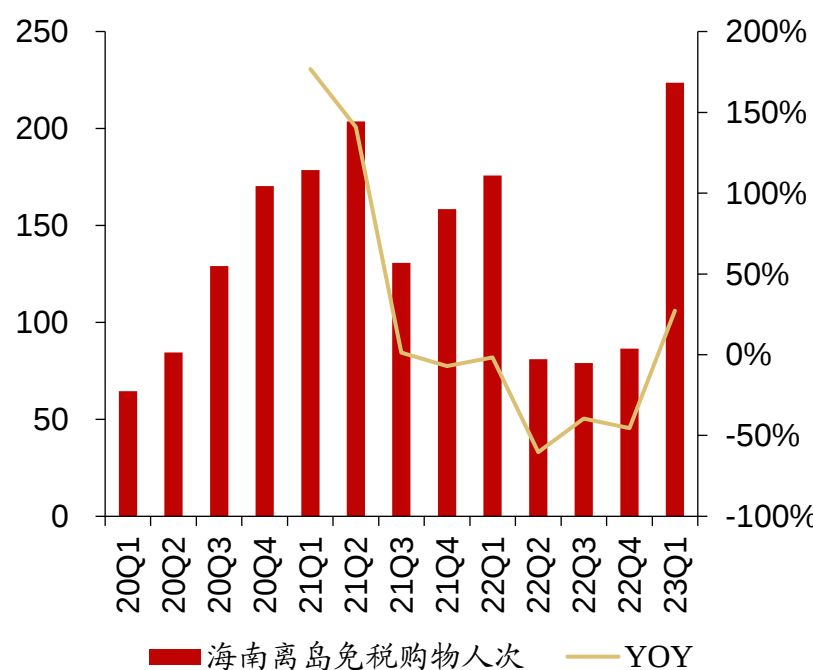
1.1 免税：23Q1销售额回暖，但客单价尚未恢复

- 23Q1销售额创历史新高。根据海口海关监测，23Q1海南离岛免税销售额169亿元，同比+15%，为单季最高销售额。
- 购物人次和客单价反弹程度表现弱于海南客流。23Q1，海南岛内三大机场(海口美兰国际机场、三亚凤凰国际机场、琼海博鳌机场)旅客吞吐量同比+48%，增幅高于海南离岛免税销售额增幅。
- 购买力恢复需要消费者端消化库存和供应链改善共同作用。23Q1购物人次同比+27%，客单价同比-10%，表现均不及海南客流亮眼，可见转化率和消费力均存在提升空间。一方面，折扣收窄影响购买意愿；另一方面部分高客单价的爆品供货不足，供应链有待进一步优化。

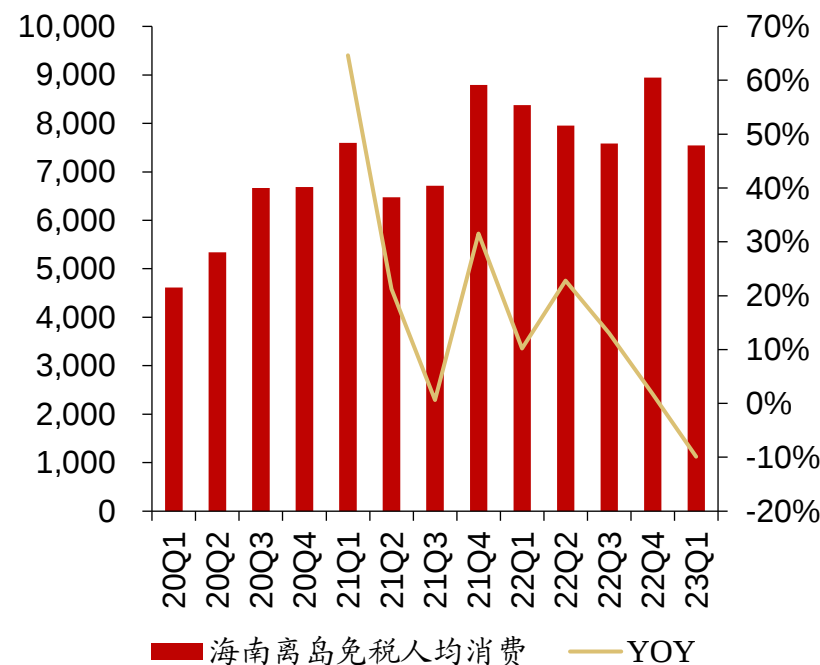
图：海南离岛免税销售额（亿元）



图：海南离岛免税购物人次（万人次）



图：海南离岛免税购物客单价（元）

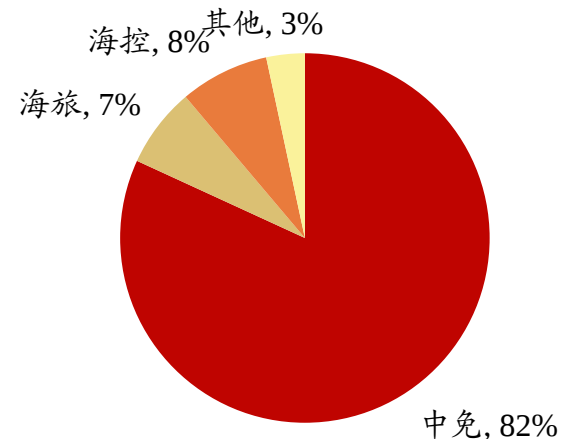


- 当前全岛12家离岛免税店，中免规模优势依然显著。2022年至今新增两家免税店：2022年10月中免海口国际免税城开业、2023年1月王府井万宁国际免税港试营业；凤凰机场三期免税（1000平）于2022年12月开业；中免河心岛、海棠湾三期、凤凰机场法式花园等项目正在紧密筹备中，海南离岛免税供给端有望持续丰富。从竞争格局看，2022年中免市占率约82%，与2021年相比有所下降，但规模优势依然显著。

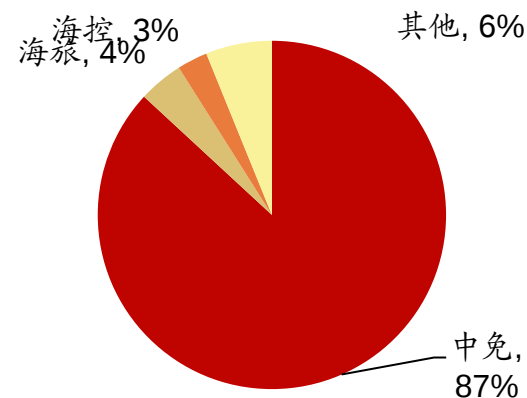
表：海南离岛免税经营主体

经营主体	免税店公司名称	采购方式	离岛免税店	地点	经营面积
中国中免	中免集团三亚市内免税店有限公司	自采为主	三亚国际免税城	三亚	7.2 万平方米
	中免凤凰机场免税品有限公司	自采为主	三亚凤凰机场免税店	三亚	1,000 平方米
	海免（海口）免税店有限公司	自采为主	海口日月广场免税店	海口	2.2 万平方米
	琼海海中免免税品有限公司	自采为主	博鳌免税城	博鳌	4,200 平方米
	中免海口国际免税城有限公司	自采为主	海口国际免税城	海口	28万平
海南免税	海免海口美兰机场免税店有限公司	自采为主	海口美兰机场T1 免税店	海口	1.4 万平方米
	海免海口美兰机场免税店有限公司	自采为主	海口美兰机场T2 免税店	海口	9,313 平方米
深圳免税	深免集团（海南）运营总部有限公司	Dufry+自采	深免海口观澜湖免税购物城	海口	近 10 万平米
海旅免税	海旅免税城（三亚）迎宾有限公司	拉格代尔+自采	海旅免税城	三亚	近 5 万平方米
海控全球精品免税	全球精品（海口）免税城有限公司	拉格代尔+自采	海控全球精品（海口）免税城	海口	约 3.9 万平方米
中服免税	中服（三亚）免税品有限公司	拉格代尔+自采	中服三亚国际免税购物公园	三亚	约 3.3 万平方米
王府井免税	王府井股份集团有限公司	自采为主	万宁王府井国际免税港	万宁	10.25万平方米

图：2022年海南离岛免税竞争格局



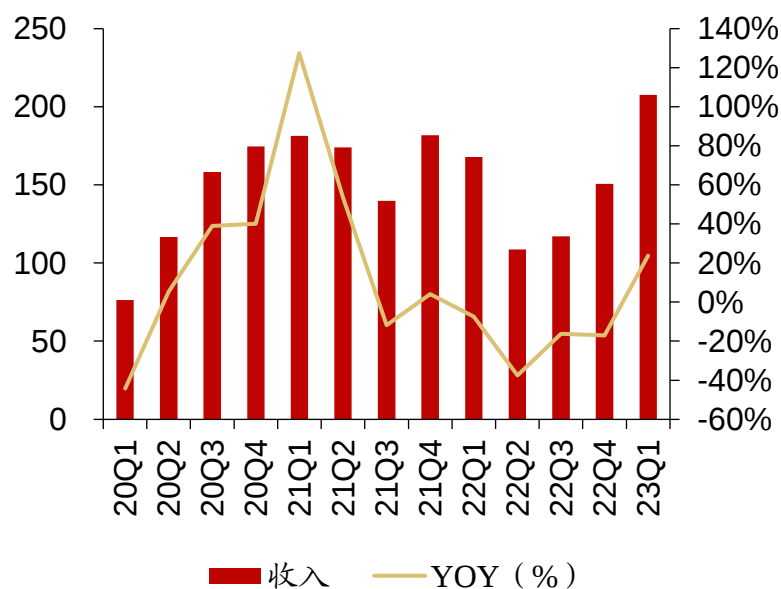
图：海南离岛免税2021年竞争格局



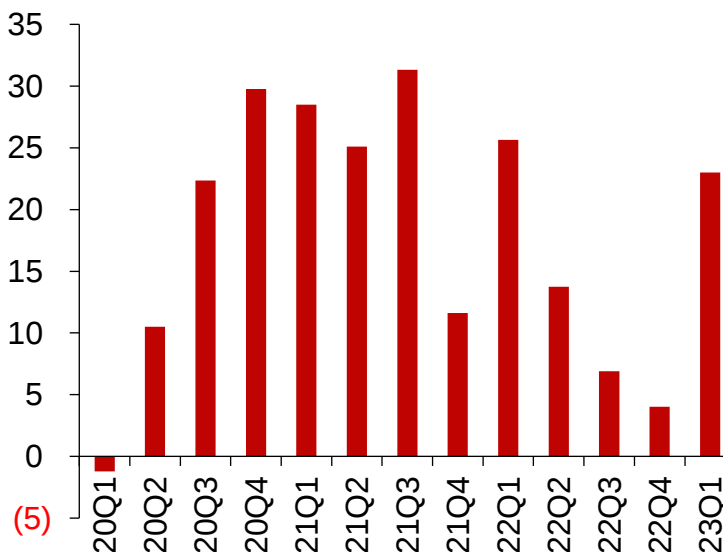
1.2 中国中免：2022业绩承压，2023利润率环比改善

- 受疫情影响，2022年收入业绩承压。2022年3月起，海南不断受到疫情影响，中免22Q2-Q4单季收入均负增长，2022年全年中免收入同比-19.57%。闭店+促销+线上占比高共同作用下，利润率承压，2022年三亚市内店、日上上海利润率均低于2021年（海免营业利润率提升主要由于2021年包含部分线上销售）。2022年中免归母净利润50亿元，同比-48%。
- 23Q1收入创新高，归母净利润同比-10%。2023Q1，公司实现营业收入 207.69 亿元，同比增长 23.76%、环比增长 37.83%，单季收入创历史新高。23Q1归母净利润23亿元，同比-10%，净利润率11.87%，同比-5.5pct，环比+7.44pct。利润率低于去年同期主要由折扣促销、高客单价产品供应不足以及新渠道（新海港、主要机场渠道）仍在利润率爬坡期等短期因素导致。
- 未来随着供应链恢复、即购计提实行、新渠道奢品引入等，利润率和收入有望继续改善。

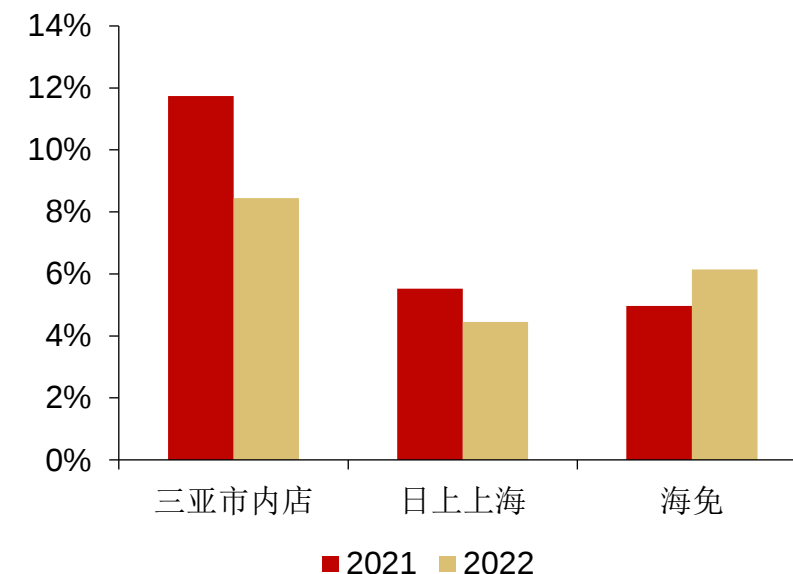
图：中国中免单季收入（亿元）及同比增速



图：中国中免单季归母净利润（亿元）



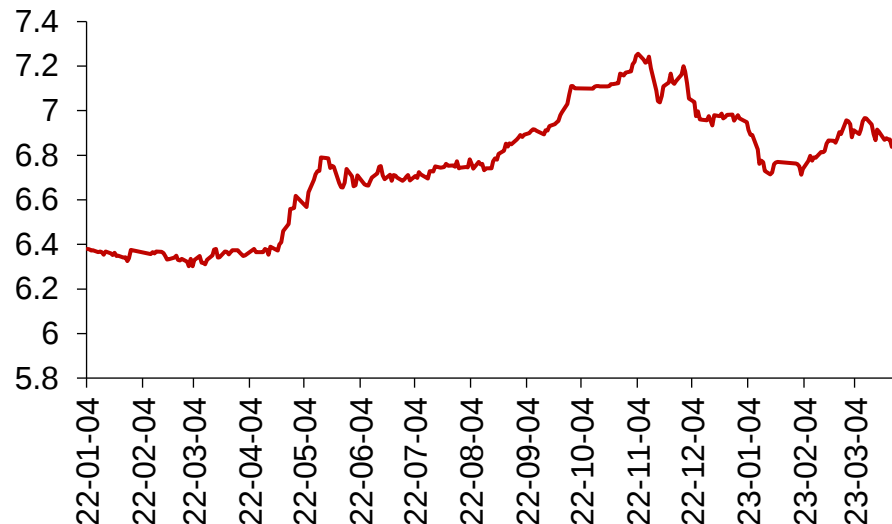
图：2022年中免重要子公司营业利润率



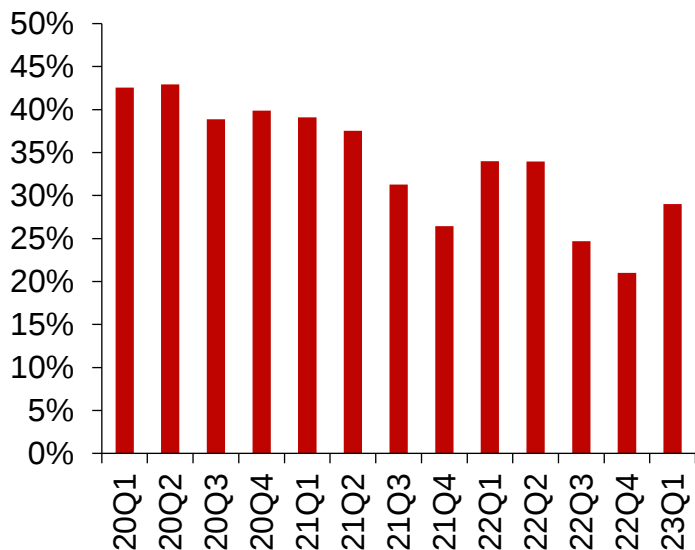
1.2 中国中免：线上占比、汇率共同影响毛利率，费用端控制良好

- 2022年免税毛利率提升，有税占比提升导致综合毛利率下降。2022年毛利率28.4%，同比-5.29pct。其中免税毛利率39.4%，同比+1.59pct，有税业务毛利率17.4%，同比-7.17pct。有税收入占比提升16pct至51%。
- 2023Q1毛利率同比下滑，环比改善：23Q1折扣收窄，毛利率环比+8pct，同比-5pct主要由于：1) 折扣力度与去年同期相比较较大；2) 汇率因素导致Q1销售货品进货成本较高。
- 疫情期间费控较严格，23Q1机场渠道租金增加销售费用提升。剔除疫情期间机场租金冲回影响后，2022年销售+管理费用控制良好，同比-23%。23Q1销售费用同比+40%，主要由于国际客流恢复机场渠道租金计提增加。

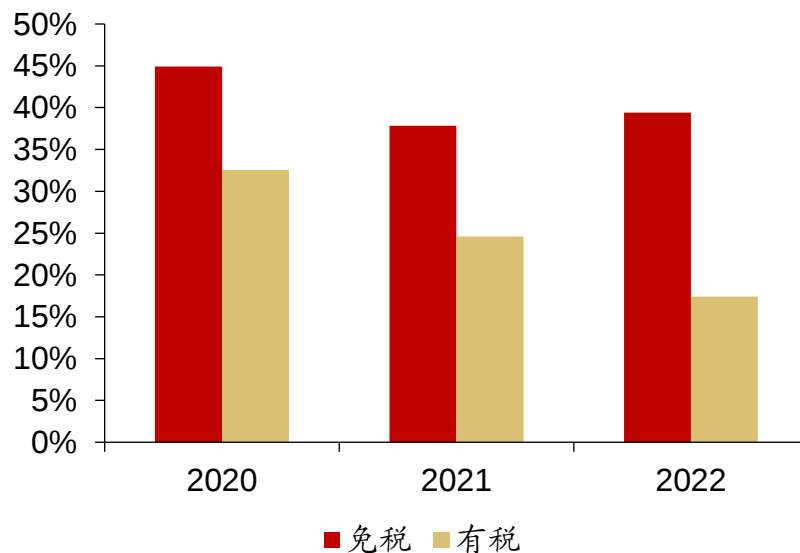
图：美元兑人民币中间价



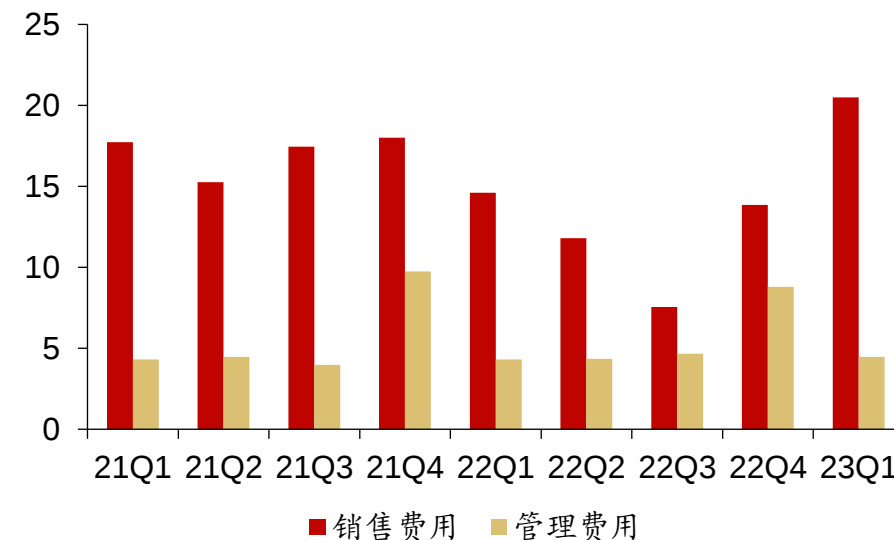
图：中国中免单季毛利率



图：2021、2022年中国中免有税、免税毛利率



图：中国中免单季归管理费用及销售费用（亿元）



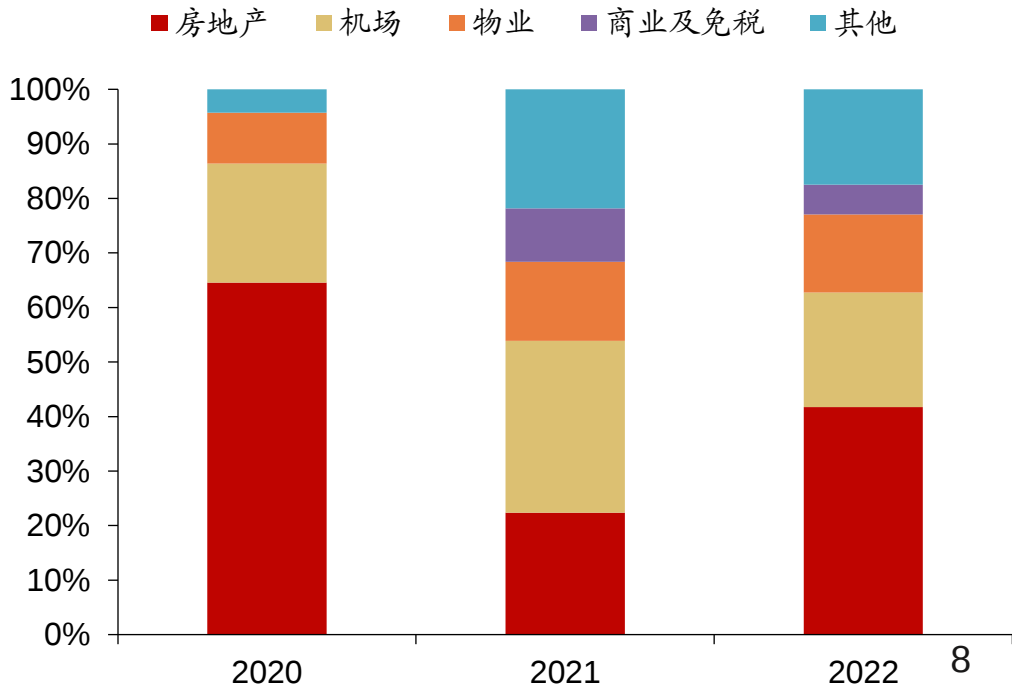
1.3 海南机场：22年投资收益下滑，中免日月店新租金协议落地

- ❑ 公司参股或出租场地的方式参与经营5家离岛免税店。根据公司年报，2022年公司通过参股投资、提供场地租赁的方式参与的5家免税店线下销售额约75亿元，占海南岛内12家免税店免税销售额比例约21.5%。
- ❑ 海控和中免日月广场免税店2022年起实行新的租金协议：1) 2022年1月起，海控全球精品免税店租金扣点率由8%下调为3%（非电子产品）；2) 2022年4月起，中免日月广场免税店租金由固定租金（60元/月/平）调整为营业额的3%。
- ❑ 受疫情影响，参股免税店投资收益有所下降。2022年美兰机场免税店、凤凰机场免税店投资收益分别为4478万元、652万元，同比大幅下滑，去年同期分别为2.89亿元、1779万元。凤凰机场免税租金0.76亿元，同比-38%。

表：海南机场参股或租赁场地的免税店

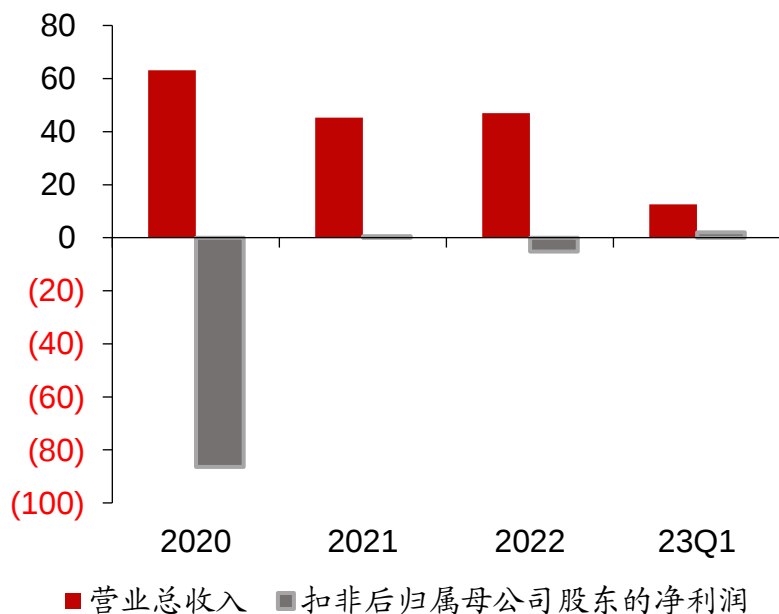
类型	免税店名称	开业面积	2022年销售额	2022年收入/业绩贡献
参股经营	美兰机场免税店T1航站楼免税店	8631	22亿	投资收益4478万元
	美兰机场免税店T2航站楼免税店	9313		
	中免凤凰机场免税店	800	约5亿	投资收益652万元
	海南海航中免	-	-	疫情原因线下暂停营业，投资收益27.5万元
自持物业	中免日月广场免税店	19505	30亿+	2022年4月起，租金扣点率为3%
	海控全球精品免税店	27350	38亿	2022年1月起，租金扣点率为3%
	中免凤凰机场免税店	800	约5亿	0.76亿租金收入
	凤凰机场免税提货点	-	-	0.63亿租金收入

图：海南机场2020-2022年收入结构

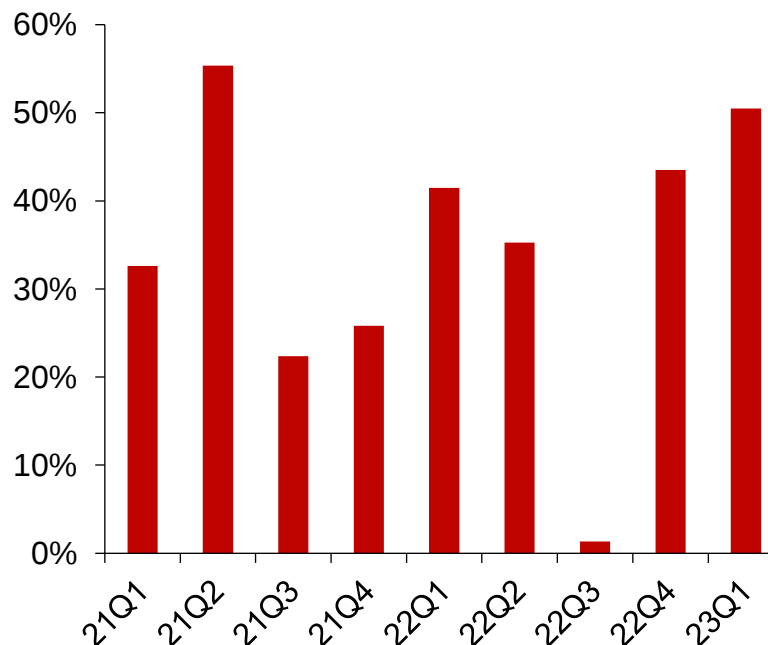


- 2022受疫情影响，扣除非经常损益后录得亏损。2022年公司收入同比+4%，主要收到地产业务拉动：地产/机场/免税及商业/物业收入分别同比+85%/-34%/-45%/-2%。2022年归母净利润18.56亿元，同比+301%，扣非后归母净亏损-5.16亿（去年同期+0.61亿元）。
- 2023Q1业绩大幅反弹。2023Q1公司实现营业收入12.6亿元，同比+5.9%；实现归母净利润2.3亿元，同比+210%，实现扣非归母净利润1.97亿元，同比+175%。23Q1凤凰机场旅客吞吐量同比+51%，机场及免税收入占比提升，推动毛利率同比+9pct。
- 资产负债率持续优化。2023Q1资产负债率57%，与2020年相比已下降29pct。

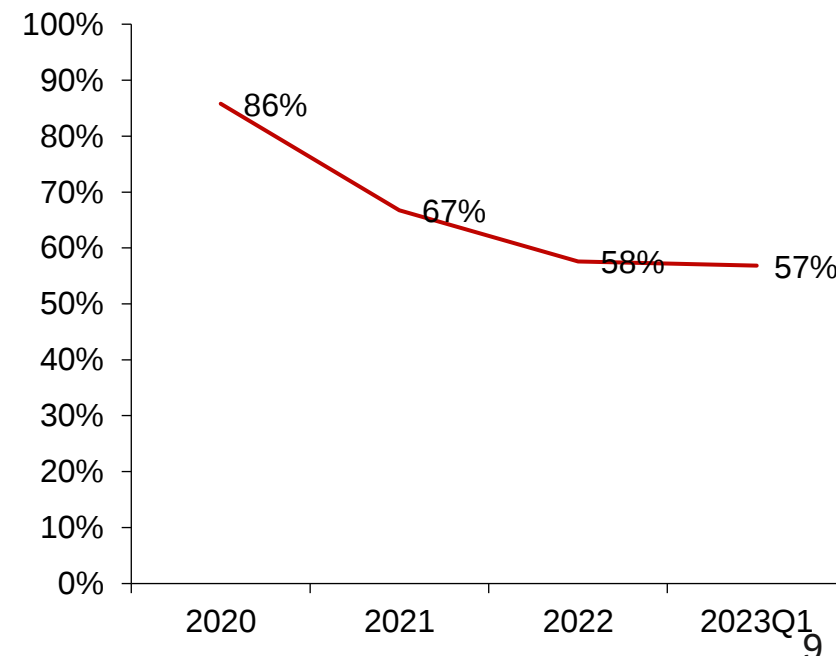
图：海南机场收入及扣非利润（亿元）



图：海南机场毛利率



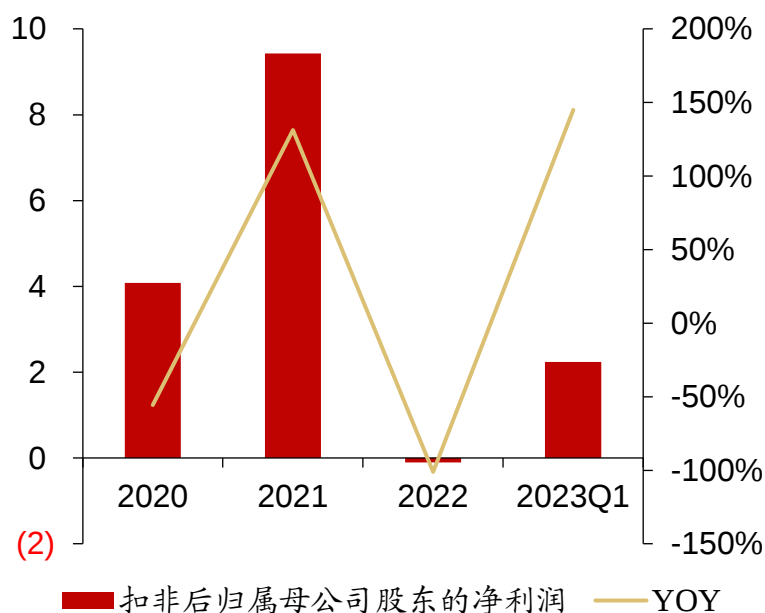
图：海南机场资产负债率



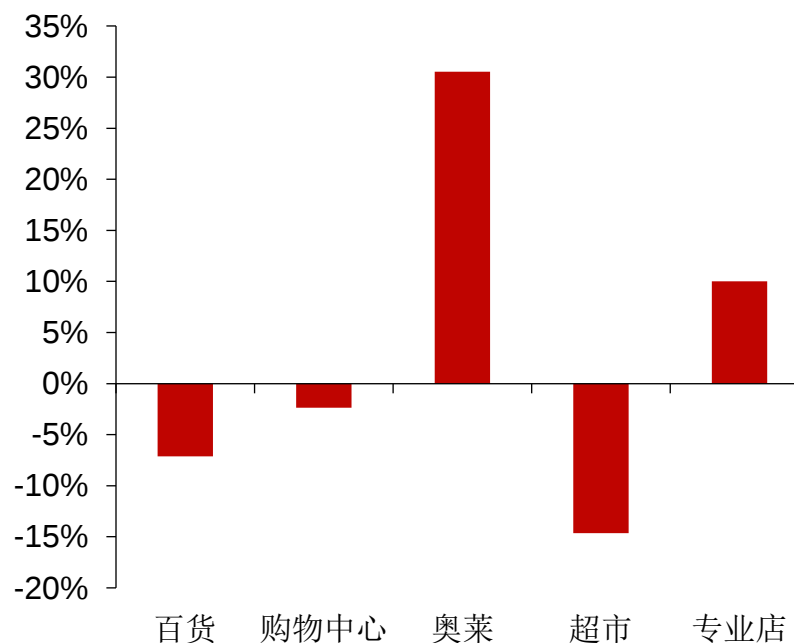
1.4 王府井：奥莱恢复强劲，万宁免税城正式营业

- 2022年受到疫情、租金减免等影响，利润大幅下滑，2023Q1大幅反弹。2022年公司大型门店中，全年仅有4家基本正常经营，9家不同程度缩短营业时间，63家门店出现过停业状况，店均停业31天，其中8家门店闭店时间超过两个月。2022年公司收入同比-15%，扣非归母净利润-101%。2023年，线下客流复苏，公司扣非利润同比+145%。
- 奥莱业态表现强势。居民存款余额2022年起保持上升趋势，储蓄意愿强、消费意愿尚未恢复之时，奥莱业态以其性价比优势收入反弹最为强势。2023Q1公司奥莱收入同比+30%，显著高于其他业态。
- 万宁国际免税港于1月18日试营业，23Q1免税收入5599万，占公司收入2%。2023年4月，王府井万宁免税港正式营业，已引入香化、黄金配饰、保健品、食品咖啡及体育用品等九大品类，将近500个品牌，其中海南首进品牌20多个。

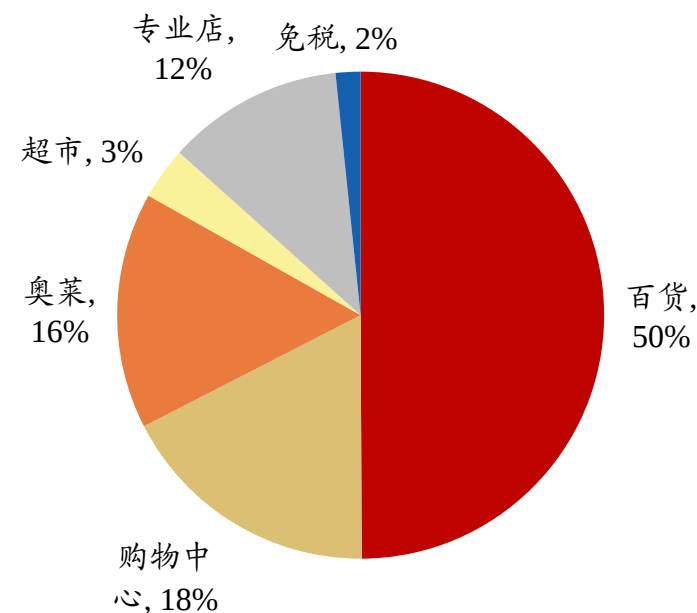
图：王府井23Q1扣非利润大幅反弹



图：2023Q1王府井各业态收入增长情况



图：王府井2023Q1收入构成



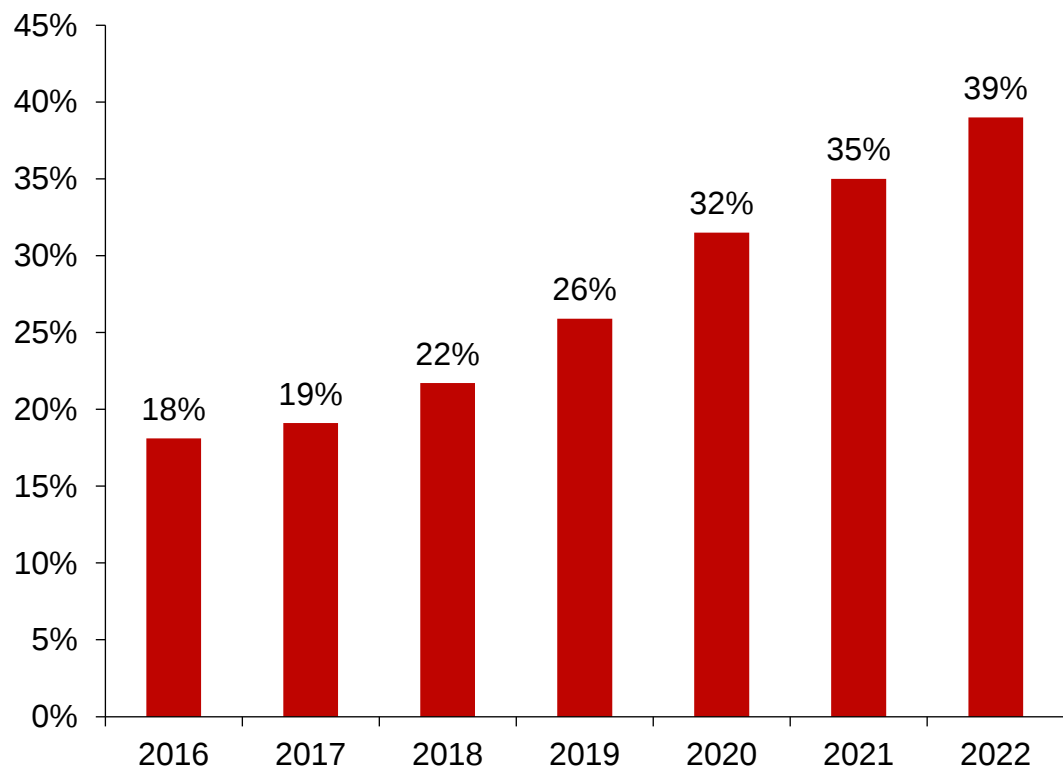
02

酒店

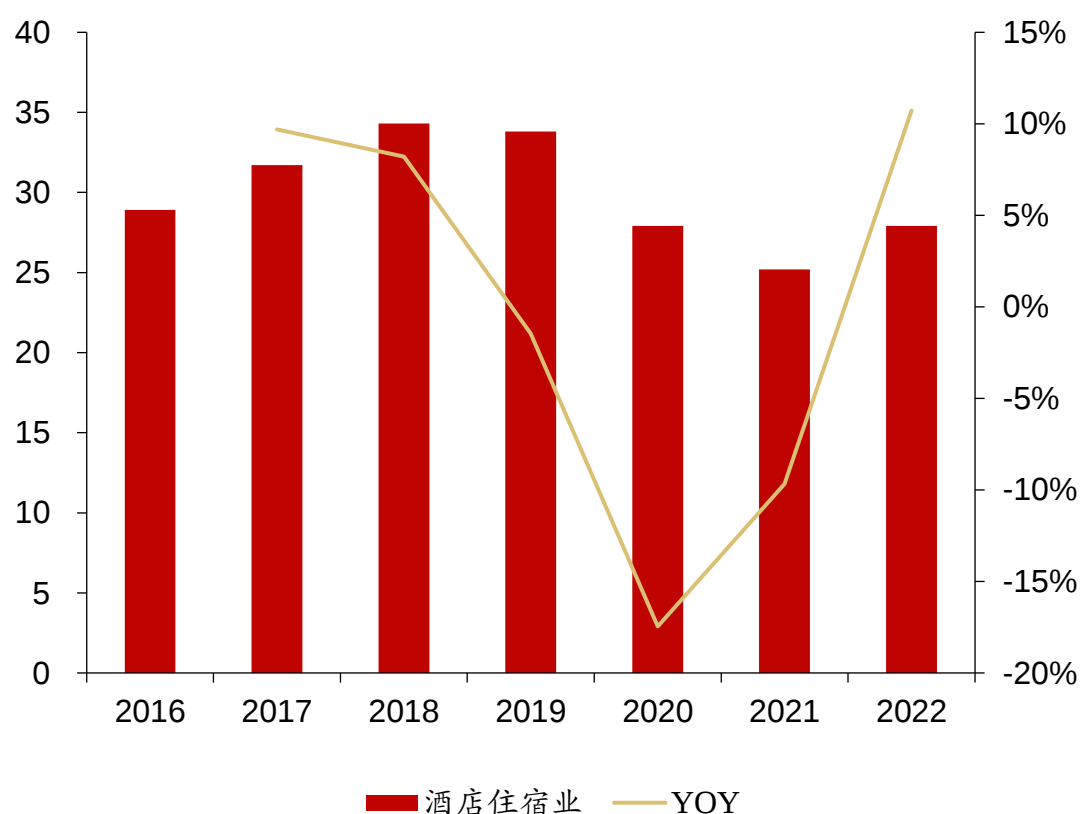
2.1 酒店：2022年连锁化率持续提升，行业供给仍低于疫情前

- **2022年行业总供给同比+11%，但仍低于2019年水平。**2020、2021年酒店住宿业家数分别下滑17%、10%，2022年行业供给有所回升，同比+11%，达到27.9万家，但仍低于2019年供给水平33.8万家。
- **我国酒店业连锁化率持续提升。**2022年底，我国酒店业连锁化率39%，同比提升4pct。2019-2022年，我国酒店业连锁化率共提升13pct。

图：酒店行业连锁化率持续提升

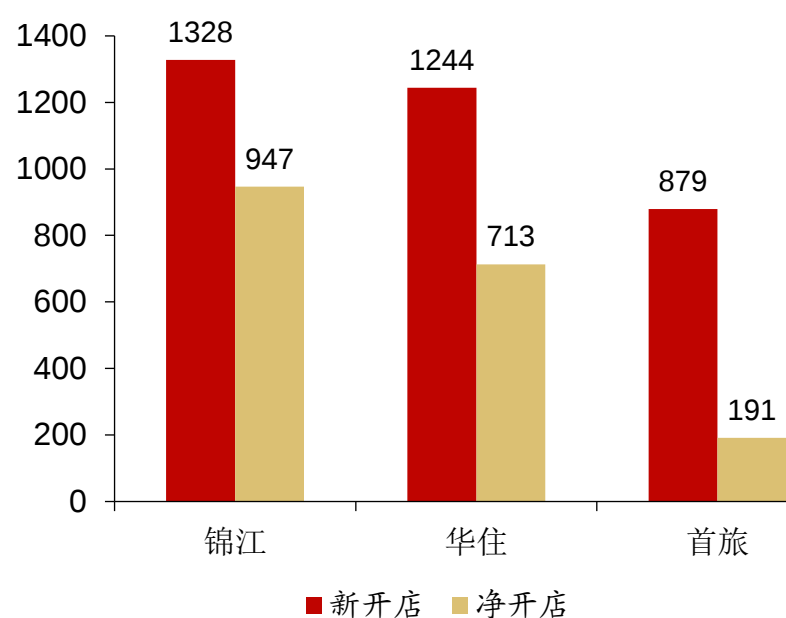


图：我国酒店住宿业家数（万家）

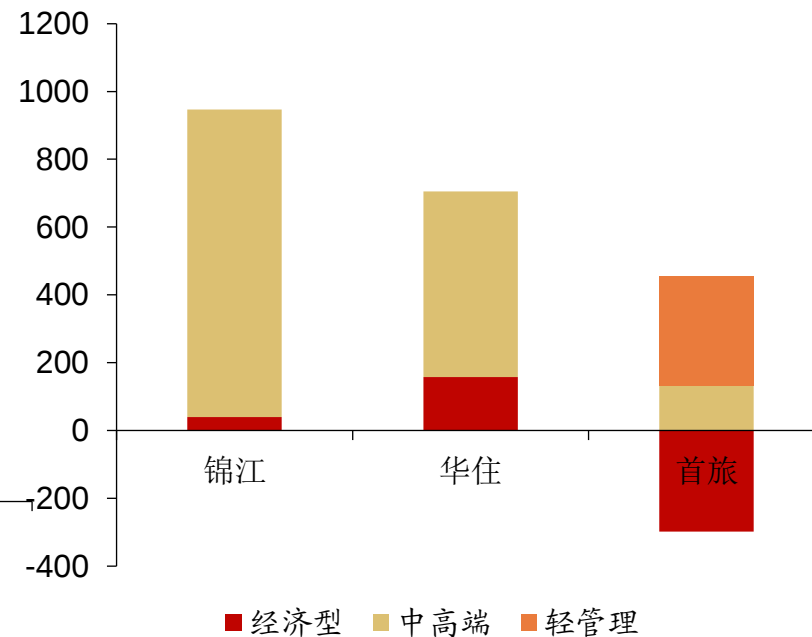


- 2022年酒店龙头开店速度放缓。2022年锦江、华住、首旅分别新开店1328、1244、879家，均低于2021年水平。受到老旧和非标门店清退等影响，三大龙头2022年关店水平较高，2022年锦江、华住、首旅分别净开店947、713、191家。
- 锦江、华住净开店以中高端酒店为主。精益化开店战略清晰，锦江、华住净开店中中高端酒店占比分别为96%、78%，首旅开店以轻管理酒店为主。
- Q1为开店淡季，2023龙头开店指引更加积极。2023Q1，锦江、华住、首旅新开店分别为195、262、210家，首旅和华住开店水平高于去年同期。华住、首旅2023年开店目标分别为1400家、1500-1600家，均高于2022年开店水平，锦江2023年开店目标为1200家，低于2022年开店水平。

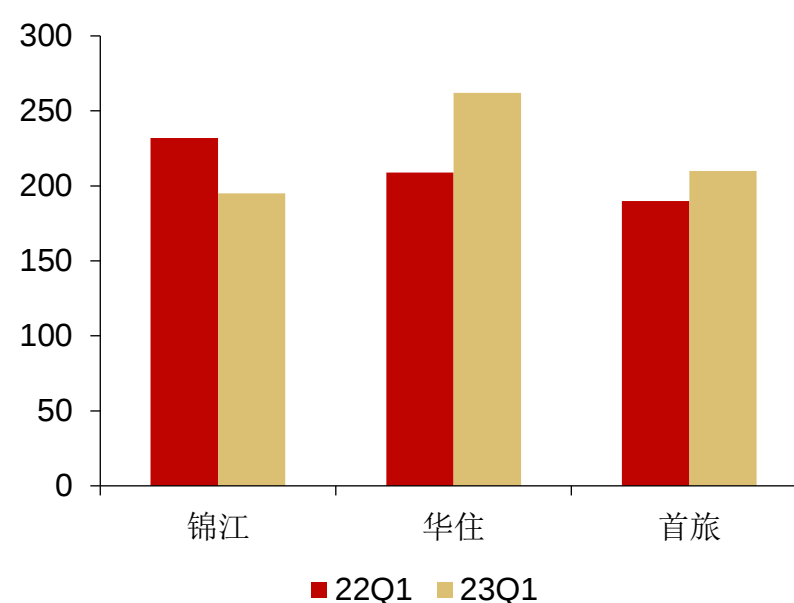
图：酒店龙头2022年开店与净开店数量



图：酒店龙头2022年净开店结构

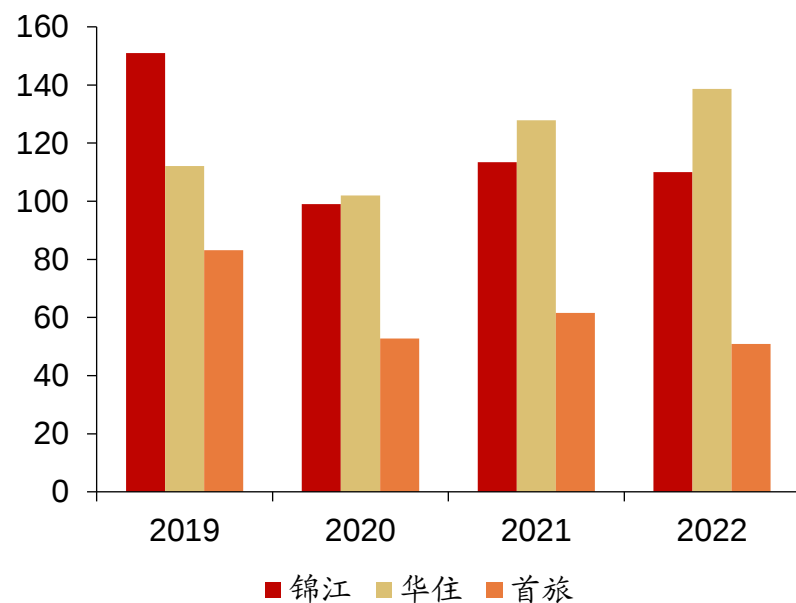


图：酒店龙头2023Q1开店与净开店数量

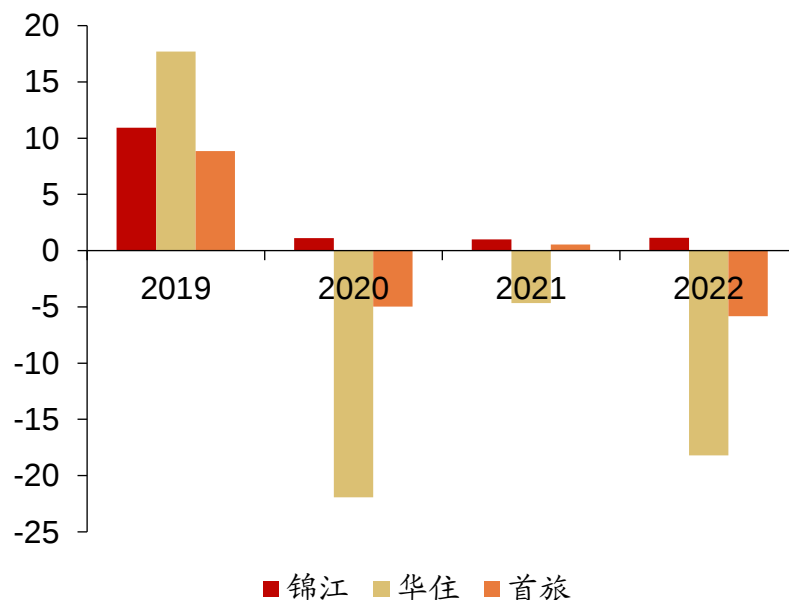


- 2022年锦江、首旅收入同比下滑，华住收入同比增加。2022年华住、锦江、首旅收入分别同比+8%、-3%、-17%，华住收入表现好于同业主要由于：1) Revpar恢复率高，华住、锦江、首旅Revpar恢复率分别为82%、72%、62%；2) 锦江、首旅直营店关店数量更多，影响收入表现。
- 酒店龙头继续保持严格费控。2022年，华住、锦江、首旅销售费用+管理费用率分别-0.6pct、+0.04pct、+1.9pct，锦江、首旅费用率略有提升，但费用绝对额同比缩减。
- 2022年酒店龙头盈利能力下降。2022年首旅由盈转亏、华住亏损增加，锦江归母净利润与去年同期持平（有投资收益贡献）。

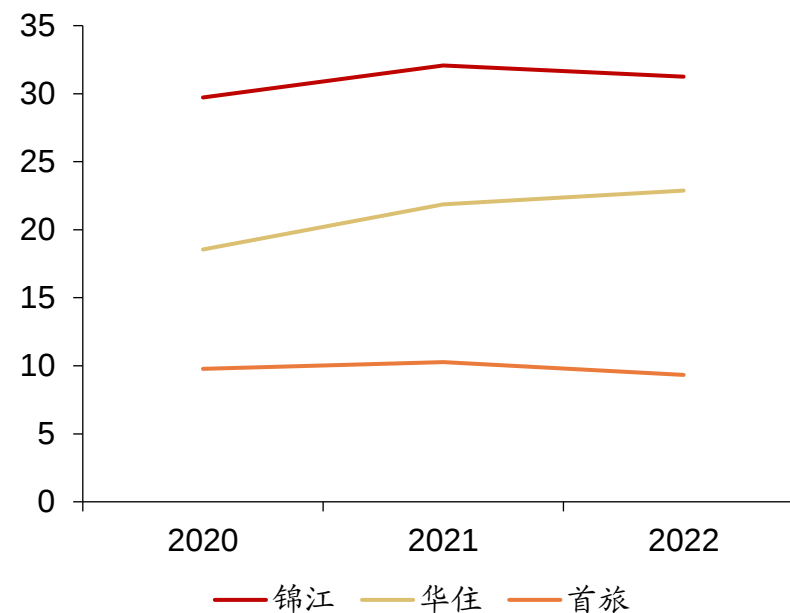
图：三大酒店龙头营业收入（亿元）



图：三大酒店龙头归母净利润（亿元）



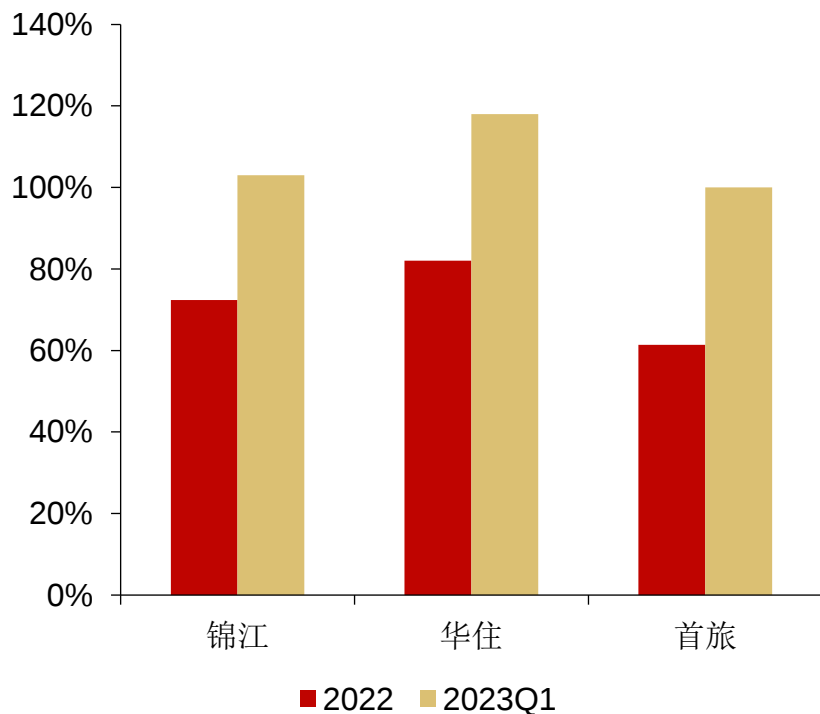
图：三大酒店龙头管理费用+销售费用（亿元）



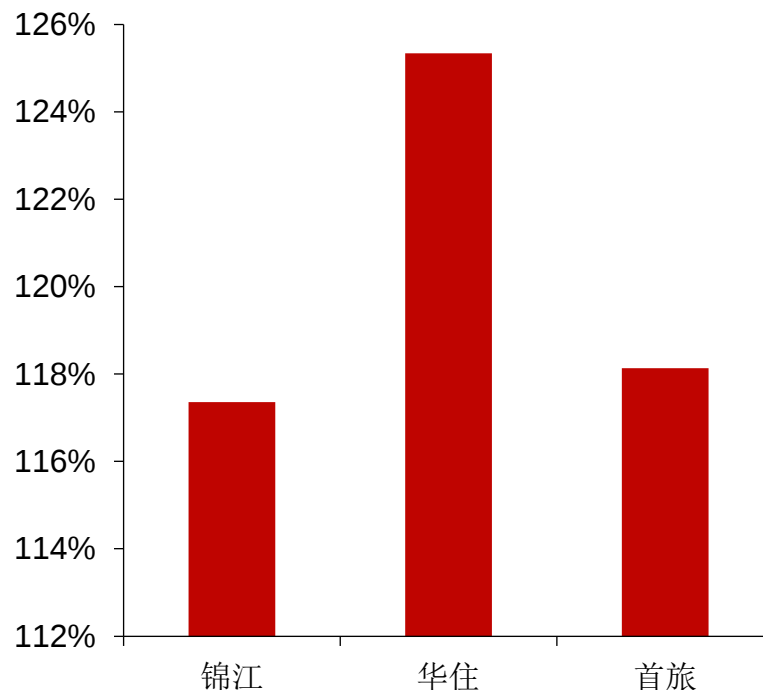
2.4 酒店：23Q1价格弹性已经兑现，入住率仍有缺口

- 2022年受疫情影响较大，龙头酒店Revpar恢复率华住>锦江>首旅。2022年，华住、锦江、首旅Revpar恢复率分别为82%、72%、62%。
- 2023Q1已经兑现Revpar弹性，主要由房价贡献，入住率仍有缺口。2023出行需求爆发，23Q1锦江、华住、首旅Revpar分别为2019年的103%、118%、100%，房价分别为2019年的125%、117%、118%，OCC分别为2019年的94%、87%、87%。
(注：首旅数据不包含轻管理酒店)。

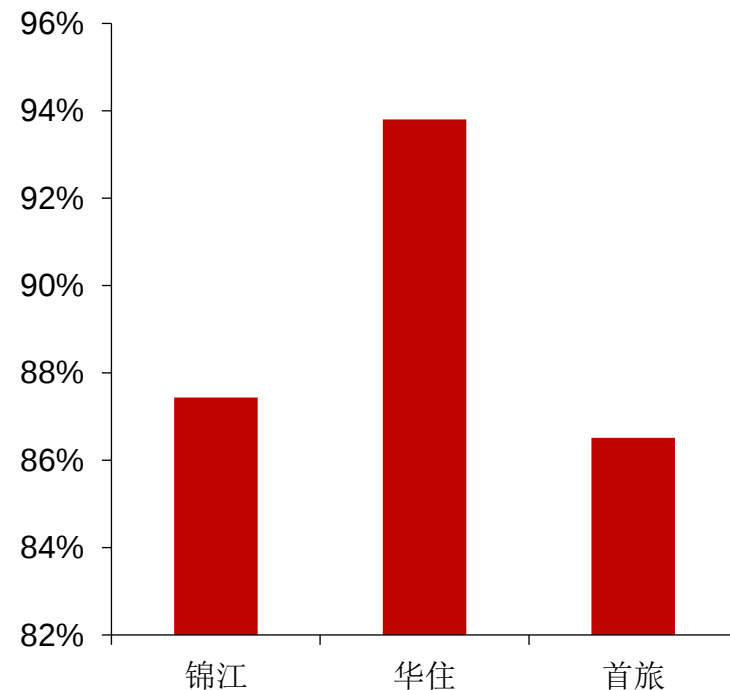
图：三大酒店龙头2022年、2023Q1Revpar恢复率



图：三大酒店龙头2023Q1ADR恢复率

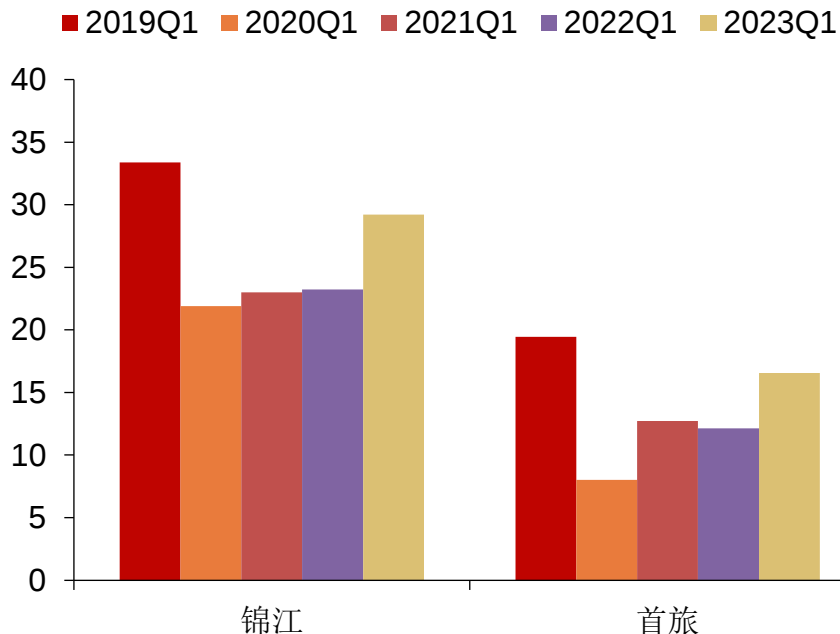


图：酒店龙头2023Q1OCC恢复率

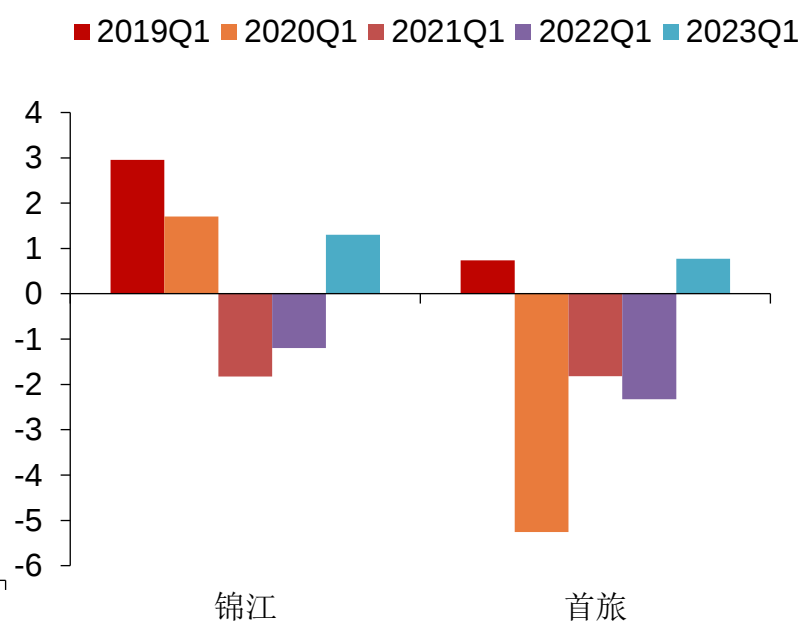


- 2023Q1锦江、首旅收入和业绩大幅反弹。**2023Q1锦江、首旅收入分别同比+26%、+37%，归母净利润分别为1.3亿、0.8亿，均扭亏为盈。由于收入反弹，23Q1锦江、首旅销售+管理费用率继续下行。
- 23Q1酒店收入和利润尚未恢复到2019年水平。**23Q1锦江、首旅Revpar分别为2019年的103%、100%，收入未恢复至2019年同期水平主要由于直营店缩减。锦江23Q1归母净利润尚未恢复至2019年同期水平主要由于2019Q1公允价值变动收益3.0亿元。23Q1首旅酒店业务利润总额363万元，仅为2019Q1的6%，主要由于逸扉等新品牌直营店仍在亏损阶段。

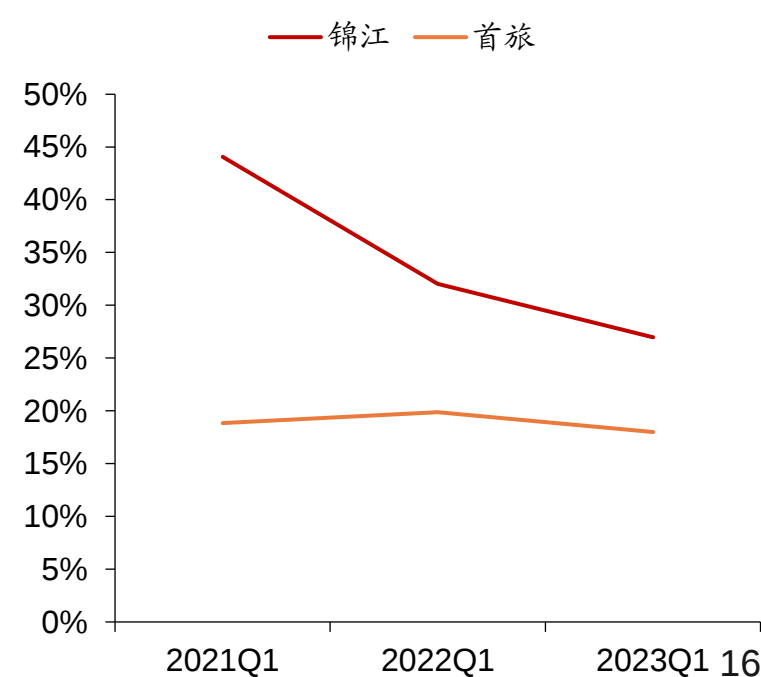
图：酒店龙头2022Q1、2023Q1收入（亿元）



图：酒店龙头23Q1归母净利润（亿元）



图：锦江、首旅、君亭管理+销售费用率



03

投资建议

- **出行链复苏仍在初期，免税、酒店23Q1仍处于利润端的爬坡阶段。**二季度起，逐步进入旅游旺季，相关公司利润端的高弹性有望逐季兑现，带动估值提升。2023年五一假期，全国旅游收入为2019年的100.7%，国内旅游人次为2019年同期128.9%，表现亮眼。近期受到一季度业绩、二次疫情和消费力担忧等因素影响，个股回调幅度较大，带来布局良机。
- **免税：消费力复苏+折扣收窄+政策催化有望推动业绩逐季改善**
 - 1) 4月起即购计提新政实行，提升购物便捷性，有望促进销售额及客单价表现。据海口海关统计，政策落地首月，海关共监管“即购即提”免税购物金额3.48亿元，购物件数36.28万件，购物人数16.36万人次。
 - 2) 品牌方对折扣控制力度加大，免税运营商利润率有望持续提升。2023年，LVMH集团首次对代购提出正式抵制；雅诗兰黛集团正在就免税价格管控，以及免税和有税市场协同问题进行密集的内部调整，开始重视海南免税与内地有税渠道的协同问题。品牌方意愿将引导免税运营商控制折扣力度，利润率水平有望持续提升。
 - 3) 市内免税店政策渐行渐近，亦是全年的重要催化。
 - 相关标的：中国中免、王府井、海南机场。
- **酒店：旺季来临，看好全年行业高景气延续**
 - 1) 加盟商投资意愿回暖，酒店龙头开店指引更加积极；
 - 2) Q1房价弹性已经兑现，Q2起逐步进入旅游旺季，Revpar高弹性有望延续。
 - 相关标的：锦江酒店、首旅酒店、华住-S、君亭酒店

- 1、**二次疫情冲击：**若二次疫情大规模传播，将抑制出行意愿和能力
- 2、**消费力恢复不及预期：**疫后消费力恢复较慢将导致部分可选消费品受到冲击。
- 3、**行业竞争加剧：**各零售渠道之间若进行价格战，将影响免税渠道的盈利能力。

行业的投资评级

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

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