

服务类消费恢复弹性大，聚焦细分行业小龙头

——社服零售行业2023年中期投资策略

华西商社团队 证券分析师：许光辉 SAC NO:S1120523020002
王璐 SAC NO:S1120523040001

2023年5月16日

目录

- 01 回顾：一季度板块逐步回暖
- 02 投资策略：服务类消费恢复弹性大，聚焦细分行业小龙头
- 03 风险提示



01 回顾：一季度板块逐步回暖

疫情防控较快转段， 各地打出促消费“组合拳”

去年年底以来，我国疫情防控迎来重大转变，并于今年1月8日起正式对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”。与此同时，旅游出行限制相继解除，今年3月31日起恢复外国人入境团队游，5月15日起全面恢复口岸快捷通关。

商务部已将2023年定位为“消费提振年”，各地区纷纷打出促消费“组合拳”，促进消费潜力释放。多个城市近期陆续发放新一轮消费券，以提振消费市场，其中包括北京、深圳、广州、杭州、宁波等。国家发改委新闻发言人孟玮在4月份新闻发布会上表示，正在抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件，预计后续促消费政策有望加码。

图：22年年底以来我国疫情防控实现较快转段



图：部分地区的促消费政策及消费券发放

	地区	主要内容
促消费政策	上海	3月23日的新闻通气会上，市商务委介绍了《关于我市进一步促进和扩大消费的若干措施》和全年促消费活动情况，重点围绕“全年消费节庆”“四大经济”“四大消费”“提升商业空间品质”和“优化消费市场环境”等五个方面，大力提振市场预期和信心，稳增长，促消费，提出15项措施。
	北京	3月7日发布关于鼓励企业创新开展“2023北京消费季”促消费活动的通知，对企业围绕北京消费季重点活动主题，在元宵、七夕、中秋、重阳、冬至等中国传统节日以及五一、六一、十一等重要时间节点，创新开展促消费活动，加强北京消费季品牌活动宣传，给予资金支持。
	广州	4月21日，16届35次市政府常务会议审议通过了《广州市促进消费提档升级若干措施》提出12个领域38条措施，涵盖商圈打造、品牌引进、汽车以旧换新、住宿餐饮、电商赋能等各个消费领域，其中不少政策直接拿出真金白银支持企业开展促消费，直接补贴或以消费券形式让利广大消费者，大力提振消费信心。
	重庆	4月8日出台《促进消费恢复发展若干政策措施》，共19条，涉及消费惠民便民利民、重点和大宗商品消费、文化旅游消费、消费环境等四个方面。
	浙江	4月18日，浙江省政府办公厅正式印发《关于进一步扩大消费促进高质量发展若干举措》，明确2023年促消费工作总目标，提出了拓展新型主题消费、巩固提升传统消费、提质扩容服务消费、助力企业开拓国内市场、打造高品质消费场景、提高商贸流通效率共六个方面25条具体举措。
消费券发放	北京	近期发放的消费券有绿色消费券、餐饮消费券、汽车消费券、文旅消费券等种类。
	深圳	近期发放的消费券有深港联游消费券、龙岗区消费券、宝安区企业上云上平台补贴消费券和工会消费券等种类。
	广州	近期发放的消费券有贪吃商城“食尚天河”消费券、天河汽车消费券、番禺汽车消费券、南沙区文旅体消费券、银联X瑞幸咖啡福利等种类。
	杭州	近期发放的消费券有乐活富阳消费券、滨江·饿了么消费券、临安-苕溪商业街政府消费券等种类。
	宁波	近期发放的消费券有通用消费券、文体消费券、服务消费券、餐饮消费券、汽车消费券、住宿消费券等种类。

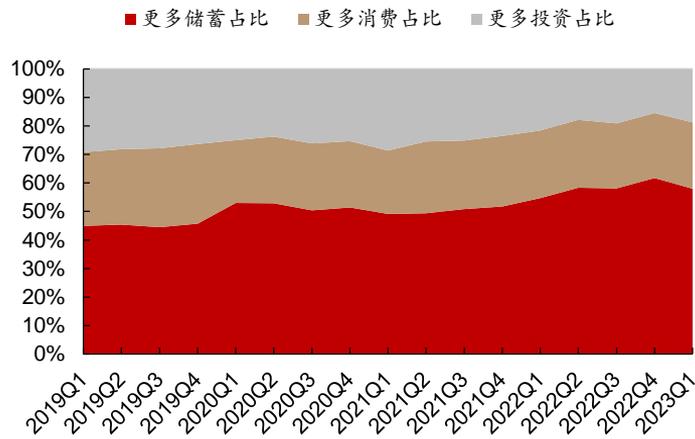
居民消费倾向回升，Q1消费市场恢复向好

据国家统计局数据，消费者信心指数自去年11月触底持续回升，今年3月回升至94.9；同时在央行调查报告中显示，23Q1倾向于“更多储蓄”的居民占比环比22Q4减少3.8pct，而倾向于“更多消费”的居民占比环比提升0.4pct。

图：消费者信心指数去年11月触底持续回升



图：23Q1居民消费倾向有所回升



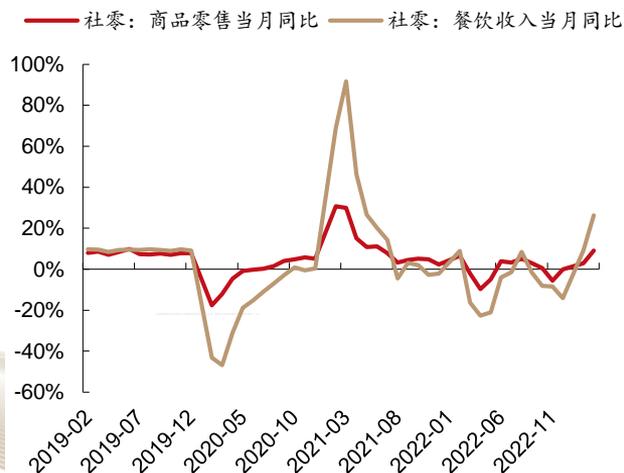
居民消费倾向回升，Q1消费市场恢复向好

据国家统计局数据，23Q1社零总额同比+5.8%；其中，服务消费及可选消费显著恢复，Q1全国餐饮收入同比+13.9%，限额以上服装鞋帽针织品类、化妆品类、金银珠宝品类零售额同比分别+9.0%/+5.9%/+13.6%。

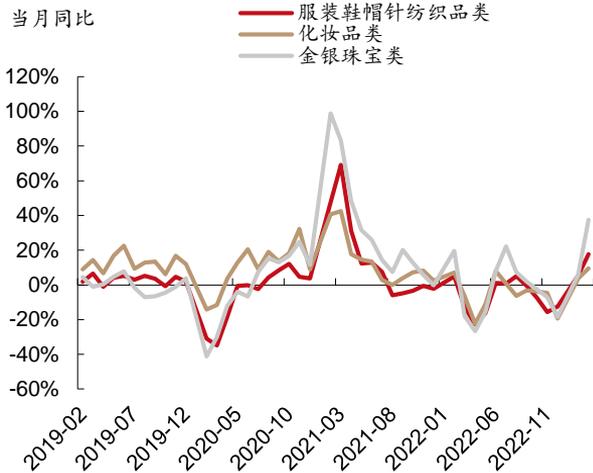
图：23Q1社零总额累计同比+5.8%



图：23Q1商品零售和餐饮收入分别累计同比+4.9%/+13.9%



图：23Q1以金银珠宝类为代表的可选消费恢复显著

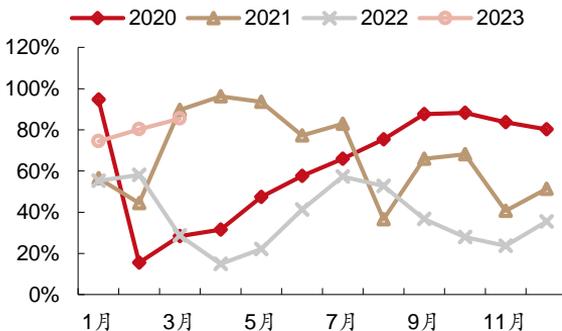


出行市场快速回暖，五一假期国内出游人次&收入超疫前

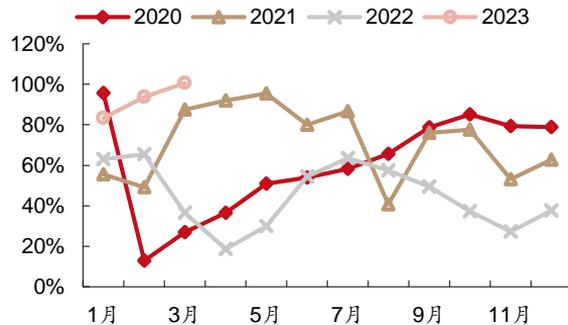
疫情防控放开后，出行市场快速回暖，但国际出行仍有较大恢复空间。据民航局、国家统计局数据，我国民航和铁路客运量自去年11月以来显著回升，23Q1分别恢复至19年同期的80%/93%，单3月份分别恢复至19年同期的85%/101%；但国际航线客运量23Q1和3月份分别仅恢复至19年同期的12%/18%，仍有较大恢复空间。

旅游出行方面，复苏势头强劲，且以跨省中长线游为主。据文旅部数据，根据国内旅游抽样调查统计结果，23Q1国内旅游总人次和旅游收入分别同比+46.5%/+69.5%。今年“五一”假期，国内旅游总人次和旅游收入按可比口径分别恢复至19年同期的119%/101%；同时，出行距离和消费活跃度创历史新高，游客出游半径和目的地游憩半径双提升，300公里以上的跨市、跨省游热度明显走高。

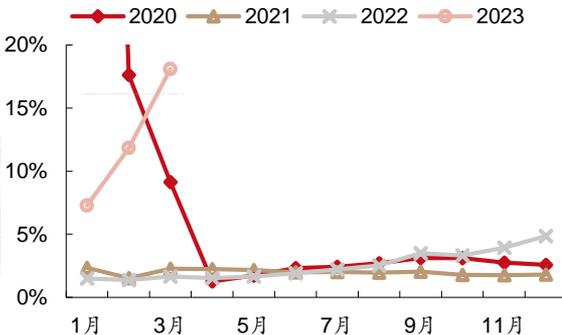
图：23Q1民航客运量恢复至19年同期的80%



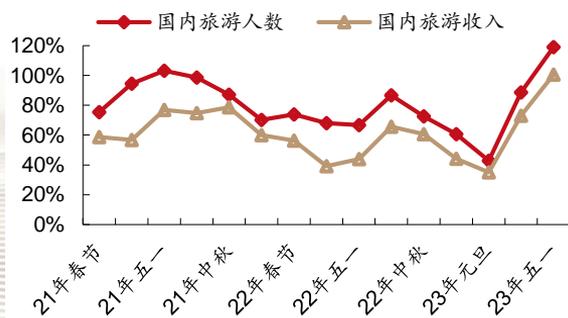
图：23Q1铁路客运量恢复至19年同期的93%



图：23Q1国际航线客运量仅恢复至19年同期的12%



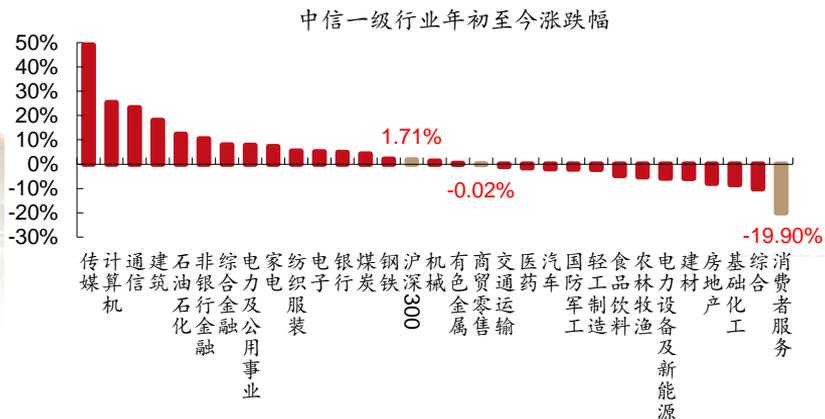
图：今年五一假期国内出游人次&收入超疫前



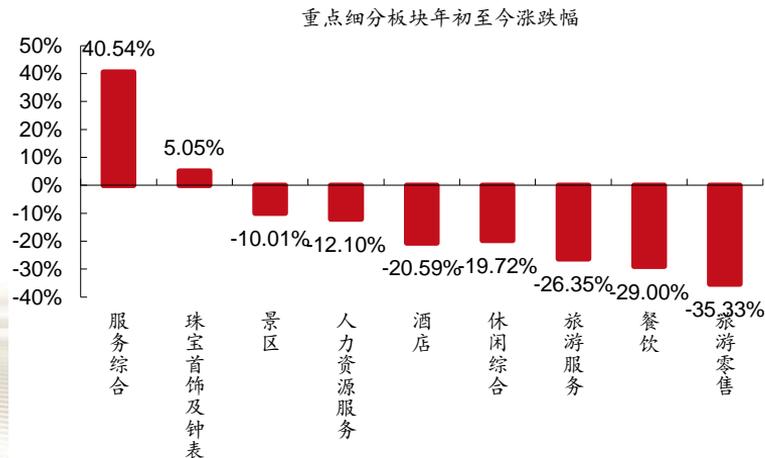
行情回顾：社服&零售板块年初至今跑输大盘

年初至今（截至5月12日），中信消费者服务指数和商贸零售指数累计涨幅分别为-19.90%/-0.02%，均跑输沪深300指数（累计涨幅+1.71%）。重点子板块中，涨幅由高到低分别为服务综合（+40.54%）、珠宝首饰及钟表（+5.05%）、景区（-10.01%）、人力资源服务（-12.10%）、酒店（-20.59%）、休闲综合（-19.72%）、旅游服务（-26.35%）、餐饮（-29.00%）、旅游零售（-35.33%）。

图：中信一级行业年初至今涨跌幅（截至5月12日）



图：重点细分板块年初至今涨跌幅（截至5月12日）



业绩回顾：Q1拉开复苏序幕

23Q1，A股（下同）酒店/餐饮/景区板块营收同比分别+29.6%/+37.6%/+65.8%，归母净利润均实现扭亏为盈；相较于19Q1，餐饮板块恢复程度领先，营收端已超过19Q1，归母净利润恢复至19Q1的七成左右；酒店和景区板块营收端分别恢复至19Q1的89%/76%，归母净利润端分别恢复至19Q1的57%/60%，仍有进一步修复的空间。

免税板块，23Q1行业龙头中国中免营收和归母净利润同比分别+23.8%/-10.2%，随着疫情防控的放开，行业需求迎来快速修复，但汇率、机场租金等因素影响盈利。

人服板块，23Q1营收和归母净利润同比分别+23.0%/-4.3%，受新冠肺炎感染高峰及员工休假影响，短期招聘市场恢复较为缓慢；同时部分收入确认节奏被打乱，而成本仍在当期体现，导致归母净利润被拉低。

会展板块，23Q1营收和归母净利润同比分别+74.9%/+92.0%，业绩实现快速反弹，但相较于疫前仍有较大修复空间，营收和归母净利润较19Q1分别-84.8%/-107.5%。

黄金珠宝板块，23Q1营收和归母净利润同比分别+25.2%/+11.4%，板块表现亮眼。

图：重点子板块中重点个股业绩表现

子板块	简称	代码	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
			2023Q1	2022Q4	2022	2023Q1	2022Q4	2022
免税	中国中免	601888.SH	207.69	150.68	544.33	23.01	4.02	50.30
	同比增长		23.76%	-17.10%	-19.57%	-10.25%	-65.46%	-47.89%
酒店	锦江酒店	600754.SH	29.22	29.13	110.08	1.30	0.72	1.13
	同比增长		25.22%	-4.49%	-3.44%	207.01%	6386.26%	18.67%
	首旅酒店	600258.SH	16.56	12.52	50.89	0.77	-2.51	-5.82
	同比增长		36.57%	-12.30%	-17.29%	133.22%	-261.82%	-1145.62%
餐饮	君亭酒店	301073.SZ	0.96	0.94	3.42	0.04	0.04	0.30
	同比增长		55.63%	43.98%	23.22%	4.21%	19.24%	-19.43%
	同庆楼	605108.SH	5.40	4.23	16.70	0.72	0.06	0.94
	同比增长		27.27%	-13.11%	3.86%	217.05%	-91.04%	-35.03%
景区	全聚德	002186.SZ	3.20	1.54	7.19	0.09	-1.02	-2.78
	同比增长		49.39%	-30.22%	-24.16%	119.40%	-13.65%	-76.86%
	西安饮食	000721.SZ	1.76	1.06	4.85	-0.31	-0.81	-2.21
	同比增长		53.51%	-22.15%	-6.65%	38.47%	-19.91%	-31.28%
会展	宋城演艺	300144.SZ	2.34	0.70	4.58	0.60	-0.66	0.10
	同比增长		174.82%	-58.84%	-61.36%	256.29%	43.69%	-96.94%
	中青旅	600138.SH	16.58	16.02	64.17	-0.05	-1.63	-3.34
	同比增长		20.00%	-33.36%	-25.69%	95.72%	-914.08%	-1670.90%
人力资源服务	天目湖	603136.SH	1.20	1.26	3.69	0.19	0.18	0.20
	同比增长		114.26%	24.56%	-11.96%	189.08%	134.81%	-60.57%
	科锐国际	300662.SZ	23.93	22.74	90.92	0.33	0.73	2.91
	同比增长		9.17%	24.21%	29.69%	-37.03%	13.83%	15.11%
黄金珠宝	外服控股	600662.SH	46.39	42.52	146.64	1.83	1.07	5.46
	同比增长		31.61%	34.08%	28.02%	5.56%	-19.29%	2.76%
	米奥会展	300795.SZ	0.68	2.09	3.48	0.01	0.63	0.50
	同比增长		129.76%	143.11%	91.76%	106.14%	479.94%	187.41%
黄金珠宝	兰生股份	600826.SH	0.54	5.62	7.73	-0.09	1.20	1.15
	同比增长		34.43%	71.54%	-16.42%	88.92%	185.67%	-4.58%
	周大生	002867.SZ	41.22	21.82	111.18	3.65	1.60	10.91
	同比增长		49.65%	-18.66%	21.44%	26.06%	-26.88%	-10.94%
	潮宏基	002345.SZ	15.24	10.37	44.17	1.24	-0.36	1.99
	同比增长		21.59%	-12.69%	-4.73%	30.11%	-154.38%	-43.22%
	老凤祥	600612.SH	245.58	94.72	630.10	7.16	3.44	17.00
	同比增长		33.17%	6.38%	7.36%	76.10%	-8.95%	-9.38%
黄金珠宝	中国黄金	600916.SH	161.39	114.35	471.24	3.00	1.51	7.65
	同比增长		12.33%	-17.37%	-7.16%	19.13%	-35.87%	-3.66%
	迪阿股份	301177.SZ	7.05	6.39	36.82	1.01	-0.43	7.29
	同比增长		-42.27%	-47.29%	-20.36%	-73.15%	-113.90%	-43.98%
黄金珠宝	力量钻石	301071.SZ	1.64	2.32	9.06	0.75	1.10	4.60
	同比增长		-14.22%	50.36%	81.85%	-26.22%	40.55%	92.12%



02 投资策略：服务类消费恢复弹性大，聚焦细分行业小龙头

五一国内出游人次和收入已超疫前，促消费政策亦有望加码，看好全年消费出行市场的复苏。我们建议关注两条投资主线：

➤ 随着居民消费能力、消费信心的持续提升，服务类消费恢复弹性大。

- 1) **酒店**：当前酒店业仍处于上行周期，供给端在疫情影响下深度出清，且由于营建周期较长，供给回补有所滞后，头部酒店集团有望凭借强大的品牌力和组织管理能力加速扩张，进一步提升市场份额。相关受益标的包括**华住集团、锦江酒店、首旅酒店**等。
- 2) **景区**：当前消费预期相对疲软，平民消费崛起，五一延续客流恢复趋势，传统景区通过内容创新正驱动景区新成长机遇。相关受益标的包括**曲江文旅、黄山旅游、宋城演艺、天目湖、中青旅**等。
- 3) **免税**：随着线下客流的持续恢复，离岛免税景气度仍将延续，口岸免税修复弹性较大，同时市内免税潜力有望释放，进一步拓宽免税销售场景。相关受益标的包括**中国中免、王府井**等。
- 4) **餐饮**：疫后餐饮市场恢复势头强劲，其中龙头餐企在疫情期間一方面采取了一系列的措施进行降本增效，盈利能力有所提升，另一方面凭借较强的品牌力和组织管理能力实现逆势扩张，业绩弹性大。相关受益标的包括**同庆楼、九毛九、海伦司、海底捞、奈雪的茶、呷哺呷哺**等。
- 5) **黄金珠宝**：金价上涨+婚庆需求恢复+工艺创新驱动悦己需求崛起，三重力量共同驱动黄金珠宝消费。相关受益标的包括**潮宏基、周大生、老凤祥、周大福**等。

➤ RCEP+一带一路带来发展红利，聚焦细分行业小龙头。

- 1) **会展**：今年是会展平台价值重估之年，需求恢复+政策鼓励驱动行业持续高增长；中长期来看，无论是外展还是内展均具备较大整合空间和潜力，国内会展龙头有望持续崛起，相关受益标的包括**米奥会展、兰生股份**。
- 2) **跨境电商**：享“一带一路”发展红利，相关受益标的包括**吉宏股份、小商品城、华凯易佰**等。

图：相关受益标的盈利预测及估值

子板块	代码	简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)						EPS (元)			PE		
				2023E	YoY	2024E	YoY	2025E	YoY	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
酒店	1179.HK	华住集团-S	29.44	28.99	259.22%	38.84	33.96%	80.81	108.06%	0.89	1.19	2.47	33.1	24.7	11.9
	600754.SH	锦江酒店	49.31	14.71	1195.79%	21.73	47.77%	26.83	23.49%	1.37	2.03	2.51	36.0	24.3	19.6
	600258.SH	首旅酒店	19.87	8.27	242.04%	11.68	41.28%	13.98	19.64%	0.74	1.04	1.25	26.9	19.1	15.9
景区	600706.SH	曲江文旅	18.30	0.48	119.43%	0.93	92.01%	1.09	16.58%	0.19	0.36	0.42	96.3	50.8	43.6
	600054.SH	黄山旅游	13.30	3.03	329.96%	3.92	29.09%	4.41	12.52%	0.42	0.54	0.60	31.7	24.6	22.2
	300144.SZ	宋城演艺	13.11	9.70	9947.11%	14.20	46.32%	17.16	20.86%	0.37	0.54	0.66	35.4	24.3	19.9
	600138.SH	中青旅	13.26	4.13	223.89%	6.20	50.04%	8.04	29.62%	0.57	0.86	1.11	23.3	15.4	11.9
	603136.SH	天目湖	27.55	1.88	827.90%	2.34	24.02%	2.76	18.25%	1.01	1.25	1.48	27.3	22.0	18.6
免税	601888.SH	中国中免	142.00	103.30	105.36%	142.41	37.86%	176.47	23.92%	4.99	6.88	8.53	28.5	20.6	16.6
	600859.SH	王府井	22.19	10.00	413.01%	12.66	26.58%	15.88	25.44%	0.88	1.12	1.40	25.2	19.8	15.9
餐饮	605108.SH	同庆楼	33.80	2.73	192.13%	3.78	38.40%	4.84	27.80%	1.05	1.46	1.86	32.2	23.2	18.2
	9922.HK	九毛九	13.50	6.63	1245.69%	10.25	54.51%	13.51	31.88%	0.46	0.70	0.93	29.3	19.3	14.5
	9869.HK	海伦司	9.27	4.17	126.05%	7.00	67.84%	9.29	37.72%	0.33	0.55	0.73	28.1	16.9	12.7
	6862.HK	海底捞	16.68	33.75	145.57%	44.76	32.61%	53.72	20.02%	0.61	0.8	0.96	27.3	20.8	17.4
	2150.HK	奈雪的茶	6.29	2.91	162.08%	6.12	110.20%	9.10	48.51%	0.17	0.36	0.53	37.0	17.5	11.9
0520.HK	呷哺呷哺	4.56	3.35	194.91%	5.53	65.16%	7.57	36.82%	0.31	0.51	0.70	14.7	8.9	6.5	
黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	7.41	4.06	104.03%	5.02	23.63%	6.07	20.79%	0.46	0.57	0.68	16.1	13.0	10.9
	002867.SZ	周大生	16.69	13.66	25.23%	16.09	17.84%	18.55	15.23%	1.25	1.47	1.69	13.4	11.4	9.9
	600612.SH	老凤祥	66.05	21.35	25.59%	24.86	16.42%	28.70	15.44%	4.08	4.75	5.49	16.2	13.9	12.0
会展	300795.SZ	米奥会展	59.35	1.73	243.71%	2.51	44.81%	3.55	41.40%	1.71	2.48	3.51	34.7	23.9	16.9
	600826.SH	兰生股份	11.03	1.59	39.29%	2.19	37.16%	2.70	23.28%	0.30	0.41	0.51	36.8	26.9	21.6
跨境电商	002803.SZ	吉宏股份	21.33	4.34	135.65%	5.44	25.55%	6.61	21.39%	1.15	1.44	1.75	18.5	14.8	12.2
	600415.SH	小商品城	8.95	20.90	89.21%	23.61	12.94%	26.69	13.07%	0.38	0.43	0.49	23.6	20.8	18.3
	300592.SZ	华凯易佰	24.40	3.31	53.30%	4.23	27.61%	5.61	32.55%	1.15	1.46	1.94	21.2	16.7	12.6

注：盈利预测均取自wind一致预期，股价为5月15

日收盘价，汇率亦取自5月15日

(1HKD=0.88801CNY)

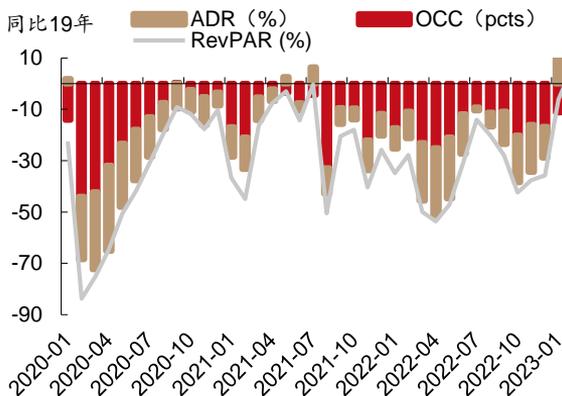
酒店：景气度持续上升，品牌连锁化进程有望提速

今年以来，随着经济的稳步复苏和商旅出行的持续回暖，酒店业亦不断恢复。据STR数据，1-3月份，国内样本酒店RevPAR分别恢复至19年同期的94%/106%/101%，其中，OCC相较19年分别-11.3pct/+7.8pct/+0.1pct，ADR相较19年分别+15.9%/-6.9%/+0.7%。五一假期，中国内地酒店OCC较19年同期低2.2pct，ADR较19年同期+33%；其中，中高端酒店OCC表现超19年同期水平，经济型酒店5天平均OCC达78.7%。

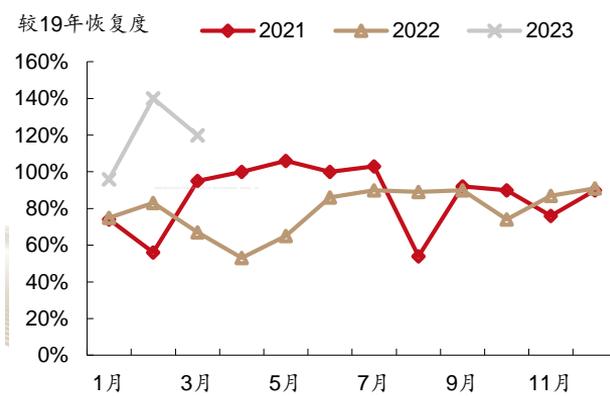
从三大酒店集团经营数据来看，当前平均房价为主驱动力，入住率仍有进一步恢复空间。23Q1华住/锦江/首旅境内酒店RevPAR分别恢复至19年同期的118%/103%/92%，OCC分别恢复至19年同期的94%/87%/81%，ADR分别恢复至19年同期的125%/117%/114%。据锦江酒店投资加盟微信公众号数据，五一假期，锦江（中国区）整体入住率为去年同期的1.8倍，RevPAR恢复至19年同期约134%。

随着各地会展业加速重启以及旅游市场进入全面恢复阶段，商旅出行有望加速恢复，推动酒店RevPAR持续回升。龙头酒店二季度指引也较为积极（据公司公告，锦江预计Q2境内平均RevPAR恢复至19年同期的110%-115%）。

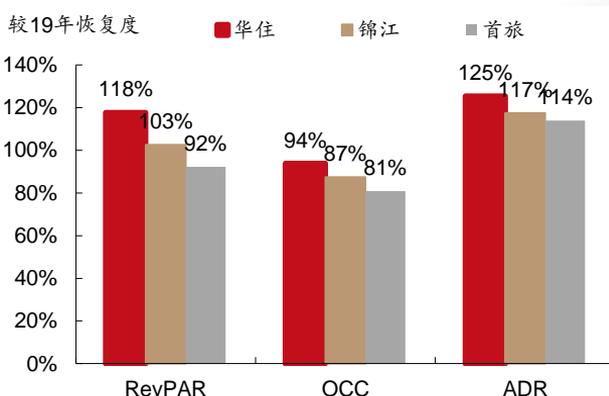
图：2-3月份国内样本酒店RevPAR已超疫前



图：华住境内酒店RevPAR较19年恢复度



图：23Q1龙头酒店境内入住率仍未恢复至疫前水平



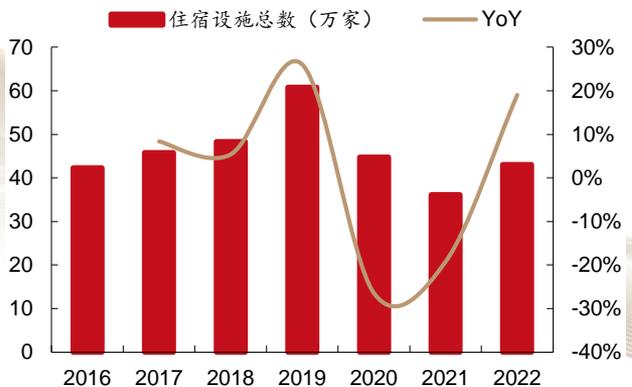
酒店：景气度持续上升，品牌连锁化进程有望提速

疫情加速酒店业整合和出清，尤其是非标酒店。据盈蝶咨询数据显示，20-21年，大陆住宿业设施总数同比分别-26%/-19%，客房总规模同比分别-14%/-12%；其中，其他住宿业（15间客房以下）设施数量同比分别-38%/-35%。虽然22年酒店供给同比回升，但较19年仍有所减少；截至22年底，大陆住宿业设施总数为43万家/+19%，较19年-29%，客房总规模1529万间/+7%，较19年-19%。

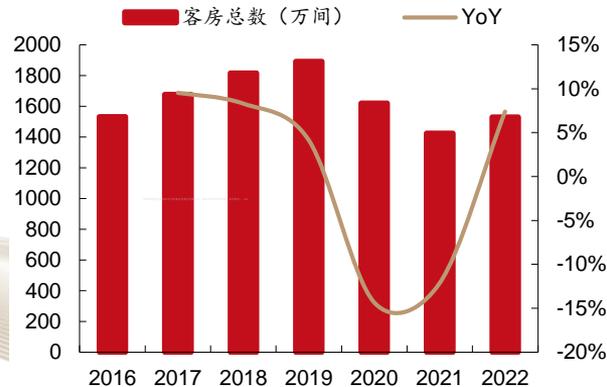
酒店业连锁化率持续提升，但较发达国家仍有较大提升空间。连锁品牌酒店具有相对较强的抗风险能力，近年来，我国酒店业连锁化率持续提升，从18年的19%提升至22年的39%，而发达国家酒店品牌连锁化率可达60%以上，我国酒店品牌化的空间仍较大。

当前酒店业仍处于上行周期，供给端在疫情影响下深度出清，且由于营建周期较长，供给回补有所滞后，头部酒店集团有望凭借强大的品牌力和组织管理能力加速扩张，进一步提升市场份额。相关受益标的包括**华住集团**、**锦江酒店**、**首旅酒店**等。

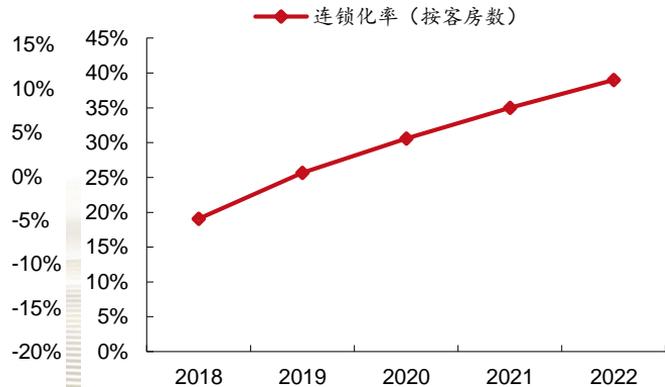
图：22年大陆住宿设施总数较19年-29%



图：22年大陆住宿业客房总规模较19年-19%



图：22年我国酒店业连锁化率进一步提升至39%



景区：复苏+内容创新，行业迎发展新机遇

观光游乏力初现，文旅融合成破局之道。传统景区以“观光游”模式为主，近年来发展遇到相对瓶颈，门票下调、疫情冲击，倒逼传统景区寻求新发展之道。疫情以来，传统景区通过短视频直播、创新IP破圈、文创周边开发等方式催化疫后强势复苏，文旅融合带来景区发展新机遇。

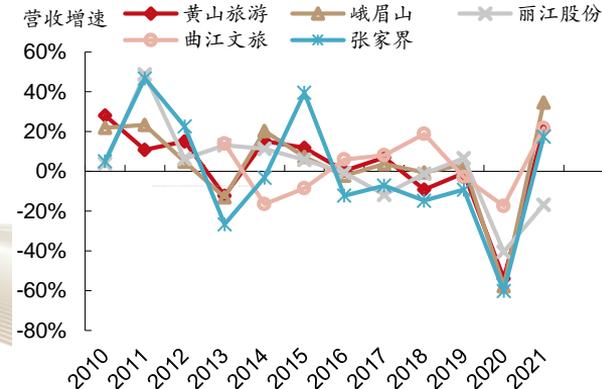
案例一：“盛唐密盒”火爆出圈，沉浸式互动体验带来新玩法。曲江文旅演艺中心出品的沉浸式演出“盛唐密盒”，与游客互动答题，因为知识渊博、诙谐幽默、“金句”频出，吸引了众多游客的目光，叠加抖音等平台的快速传播，火爆“出圈”；“盛唐密盒”于今年4月1日在抖音开启直播，账号上线不到1个月时间，便获得超过170万粉丝关注。沉浸式演艺模式创新深挖传统景区文化内涵，通过创新模式方式与游客实现更多互动体验。

案例二：寺庙游火爆，年轻人解压新方式。疫情防控放开以来，越来越多的年轻人喜欢寺庙祈福等传统文化，以此缓解积累已久的压力；据携程数显示，截至今年2月23日，寺庙相关景区门票订单同比+310%，2月预定人群中90后、00后占比接近一半。传统寺庙景区通过传统+现代融合方式，产生了咖啡、周边、盲盒等爆款新式体验产品，老树新花，传统寺庙景区正焕发新的活力。

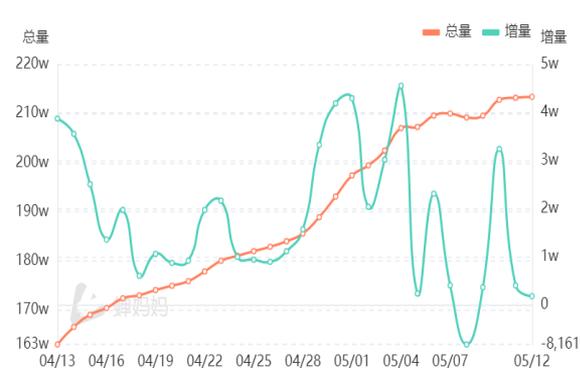
图：疫情以来国内游人次大幅下滑



图：上市景区近年来增长持续放缓



图：“盛唐密盒”抖音粉丝增长趋势



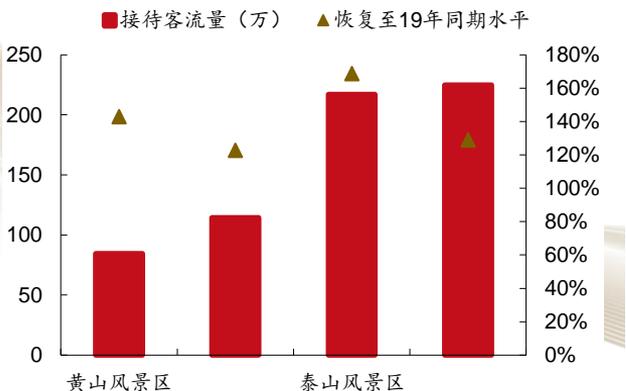
景区：复苏+内容创新，行业迎发展新机遇

23Q1 景区板块迎业绩拐点，以黄山、峨眉山为代表的核心景区客流量显著超过19年同期，高经营杠杆下带动业绩显著增长。

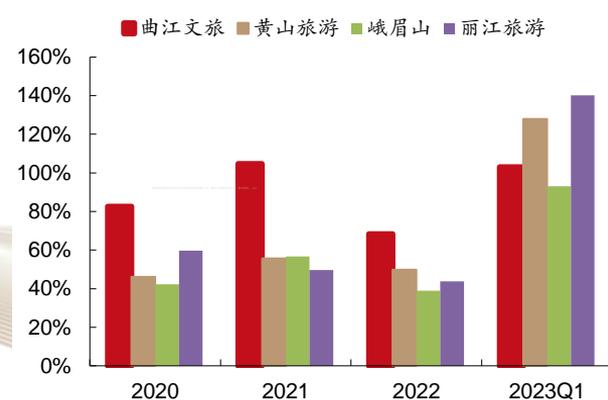
传统景区在经历三年疫情冲击后，持续寻求数字化升级、线上+线下融合的营销新模式。疫情期间，各大景区通过短视频、直播等方式加速景区内容的传播，景区传统IP、创新IP频频出圈，传统+现代的新内容融合正使景区焕发新活力，逐渐赢得更多年轻消费者的青睐。此外，传统景区客流结构相对多元，因其强大的知名度和稀缺性，长线客流占比相对较高，疫情期间长线旅游市场受压制相对更为严重，随着出行限制完全取消，今年以来国内长线游市场恢复更具弹性。

当前消费预期相对疲软，平民消费崛起，五一延续客流恢复趋势，传统景区通过内容创新正驱动景区新成长机遇。相关受益标的包括**曲江文旅、黄山旅游、宋城演艺、天目湖、中青旅**等。

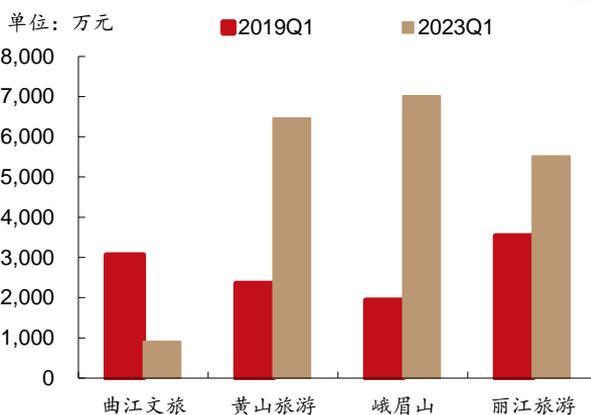
图：重点景区23Q1客流量超19年同期



图：重点景区收入较19年同期恢复情况



图：重点景区23Q1归母净利润表现良好

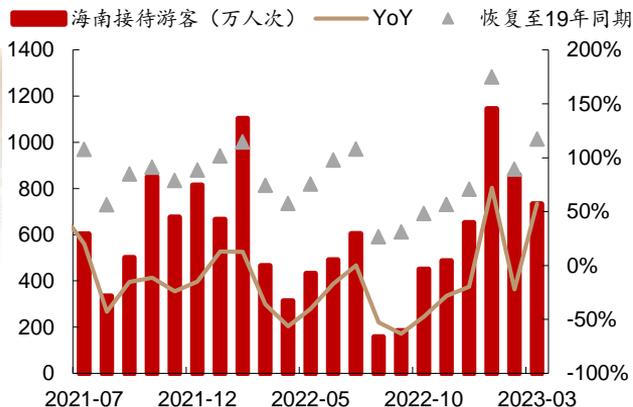


免税：离岛免税景气延续，口岸免税修复弹性大，市内免税潜力有望释放

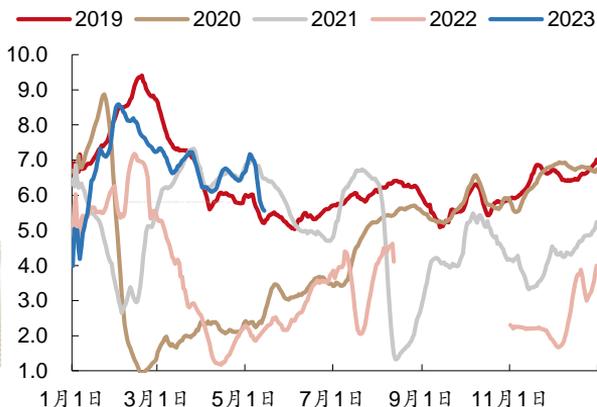
海南线下客流快速修复，离岛免税市场持续回暖。据海南省旅游和文化广电体育厅统计，23Q1全省共接待游客2737万人次/+22.5%，恢复至19年同期122%；据海口美兰国际机场官方微博披露数据，4-5月份（5月数据截至14号）美兰机场客流量分别恢复至19年同期110%/114%，线下客流延续快速修复态势。客流的恢复带动离岛免税市场持续回暖，据海口海关数据，23Q1共监管离岛免税购物金额169亿元/+14.6%，五一假期共监管海南离岛免税购物金额 8.83亿元/+120%。

多维度推动离岛免税市场短期和长期蓬勃发展：1) 新增实体，进一步优化离岛免税布局，去年10月全球最大的单体免税店“cdf海口国际免税城”开业，今年4月位于万宁的“王府井国际免税港”正式营业，截至目前全岛已有12家离岛免税店在营；2) 政策惠及面扩大，国内航线游轮旅客参与离岛免税购物的试点正式落地；3) 新增提货方式，购物体验进一步提升，自今年4月1日起，海南离岛旅客免税购物在21年新增“邮寄送达”和“返岛提取”提货模式的基础上，又有了“担保即提”和“即购即提”两种提货方式可以选择。

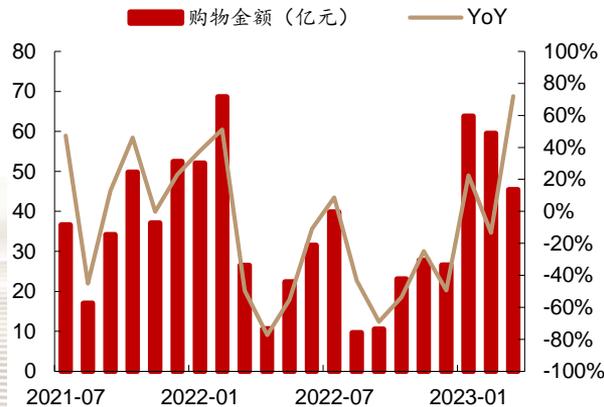
图：23Q1海南接待游客人次恢复至19年同期122%



图：4-5月份美兰机场客流量超19年同期



图：23Q1海南离岛免税购物金额同比+14.6%

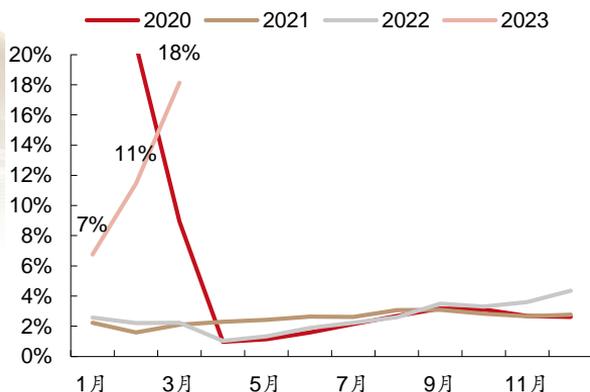


免税：离岛免税景气延续，口岸免税修复弹性大，市内免税潜力有望释放

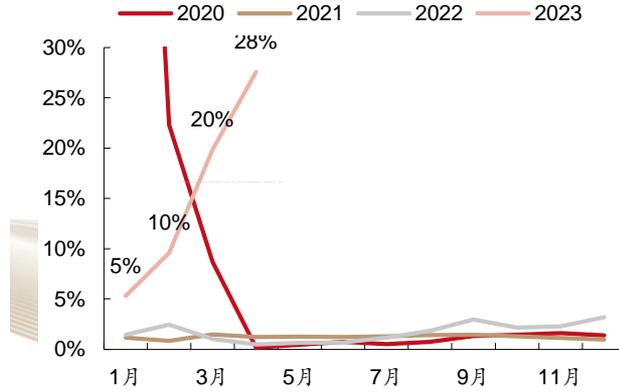
国际客流加速恢复，有望带动口岸免税销售、市内免税店政策落地。随着今年以来出入境政策的不断放开，国际客流加速恢复，据三大机场披露数据显示，23Q1上海浦东机场、北京首都机场、广州白云机场国际航线客运量分别恢复至19年同期的12%/11%/18%，恢复度较21-22年显著提升；进入二季度，夏秋新航季开启，国际航班加速恢复，4月北京首都机场、广州白云机场国际航线客运量分别恢复至19年同期的28%/36%，恢复度环比3月分别提升8pct/10pct。国际客流的恢复，一方面有望直接带动口岸免税销售；另一方面，去年4月国务院办公厅印发的《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》提出，“完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店”，随着出入境客流的持续恢复，市内免税销售潜力亦有望释放。

随着线下客流的持续恢复，离岛免税景气度仍将延续，口岸免税修复弹性较大，同时市内免税潜力有望释放，进一步拓宽免税销售场景。相关受益标的包括**中国中免**、**王府井**等。

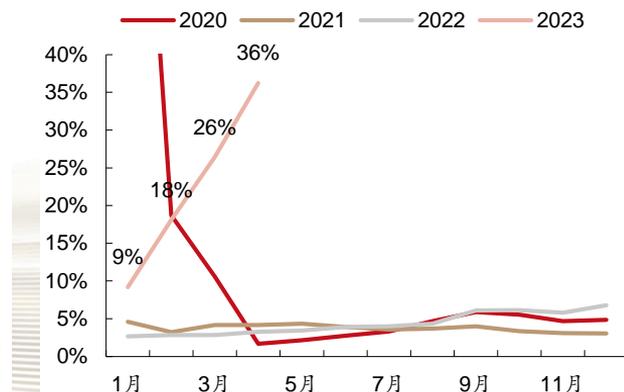
图：3月浦东机场国际航线客运量恢复至19年同期18%



图：4月首都机场国际航线客运量恢复至19年同期28%



图：4月白云机场国际航线客运量恢复至19年同期36%



餐饮：静待业绩弹性兑现，积极培育新的增长点

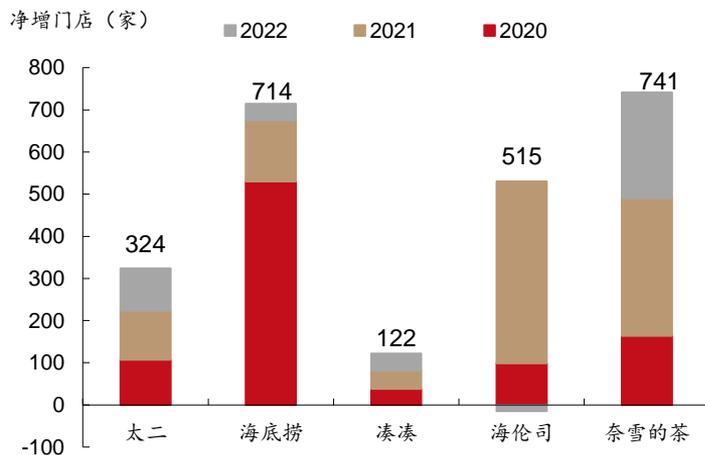
疫后餐饮市场恢复势头强劲，预计中长期仍将保持稳健增长。短期来看，随着去年12月防疫政策松绑、疫情感染高峰已过，餐饮消费正逐步恢复；据国家统计局数据，23Q1全国餐饮收入累计同比+13.9%，显著高于社零整体增速（+5.8%）。中长期来看，我国餐饮行业仍将保持稳健增长，一方面，家庭小型化、懒人经济驱动下，外出就餐更符合年轻人的消费习惯，另一方面，餐饮承载着重要的社交功能，是当下最为重要的社交场景之一。

龙头餐企盈利能力提升+逆势扩张，业绩弹性大。疫情期间，面对严峻的经营压力，龙头餐企纷纷采取了一系列的措施进行降本增效，盈利能力有所提升；以奈雪的茶为例，一是优化供应链，将毛利率维持在较为稳定水平，二是通过数字化、自动化升级，降低人力成本，三是通过业主谈判等方式降低租金占比。同时，龙头餐企凭借较强的品牌力和组织管理能力实现逆势扩张，20-22年，太二/海底捞/凑凑/海伦司/奈雪的茶分别累计净增门店324/714/122/515/741家。相关受益标的包括**同庆楼、九毛九、海伦司、海底捞、奈雪的茶、呷哺呷哺**等。

图：疫后奈雪的茶盈利能力有望进一步提升

(%)	2022年 管理账目	短到中期展望	说明
原材料	31.1	31-32	疫情结束后，损耗趋于稳定，供应链持续优化，公司将维持相对稳定的原材料成本率
人力	23.5	19	数字化、自动化持续推进，公司有信心达成2022年中期报告所做指引
实际租金	15.5	13-14	收入回升降低现有门店租金成本率压力，新店租金下降，公司有信心达成2022年中期报告所做指引
外卖费用	9.4	7-8	线下消费恢复，随着门店密度增加，消费者更愿意进店消费，外卖占比降低
水电费用	2.7	2-3	基本为浮动成本，收入无重大意外的前提下，成本率相对稳定
其它折旧摊销	5.9	6	基本为固定成本；收入回升将直接降低该项成本率
门店经营利润率	11.9	20	我们希望奈雪的茶门店在短到中期内维持20%左右的门店经营利润率，并随着成本持续优化，盈利能力继续稳步提升

图：疫情期间，龙头餐企逆势扩张

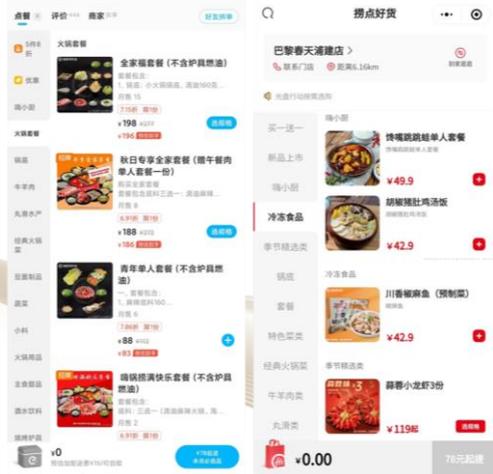


餐饮：静待业绩弹性兑现，积极培育新的增长点

趋势一：探索新市场，进行海外扩张。九毛九在22年年报中提到，太二将向全球市场扩张，并优先考虑华人众多的国家级城市，如北美、东南亚、大洋洲等；据北京商报消息，为促进海外市场的加速布局，呷哺集团成立了海外事业部，将在中国香港、中国台湾、新加坡及马来西亚市场进行品牌布局，加速国际化转型。

趋势二：餐饮数字化、零售化，寻求新的增长极。面对消费场景、群体的变化，传统的只依赖堂食消费的经营模式太过被动，不少餐饮企业开始重视外卖消费场景，或者推出零售预制菜，解除到店的限制，打破场景对餐厅位置的依赖。在时空维度上，餐饮不再是平面的“门店生意”，经营模式从4-12个小时、线下堂食逐步向24小时全时段、堂食+外卖+零售的模式进化，突破餐饮门店的时空半径，打造新的增长曲线。如海底捞新成立社区营运事业部，专注于堂食服务之外的多元化餐饮服务创新，持续推出有别于堂食体验的新产品、新套餐，包括海底捞火锅“青年套餐”以及小龙虾、酸菜鱼、椒麻鱼等预制菜。

图：海底捞新设社区营运事业部



图：呷哺呷哺持续丰富外卖和食品零售业务

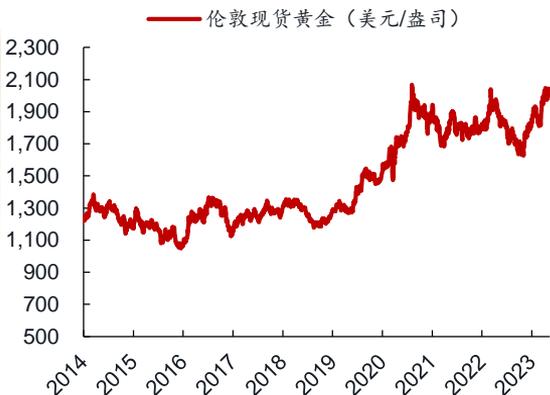


黄金珠宝：三重力量驱动，领跑可选消费

今年以来黄金珠宝消费表现强劲，据国家统计局数据，1-4月份限额以上金银珠宝品类销售额同比+18.5%，领跑可选消费。相关受益标的包括**潮宏基、周大生、老凤祥、周大福**等。

- 1) 金价上涨驱动量价齐升：**本轮金价上涨周期自22年11月开启，23年4-5月黄金均价突破2000美元/盎司，较22年11月初涨幅超20%。
- 2) 婚庆需求恢复性增长：**全国防疫管控放开后，过去三年没办、补办婚礼的新人开始重启备婚计划，据婚礼纪平台数据，今年1月平台用户活跃度较去年四季度提升3倍，春节、五一、国庆、元旦等热门档期预约咨询量均呈现大幅增长。
- 3) 黄金工艺创新驱动悦己需求崛起：**5G黄金、古法金、珐琅烤彩、3D硬金等工艺创新有效提升了黄金产品的多样性和时尚性。

图：去年11月以来金价持续上涨



图：今年各热门婚礼档期预约咨询量均呈现大幅增长



图：黄金饰品工艺创新



会展：需求恢复+政策鼓励，驱动行业加速复苏

二季度以来，会展业加速重启。以广交会为例，于4月15日至5月5日分3期开展，据广交会新闻发言人、中国对外贸易中心副主任徐兵介绍，本届广交会是历史上规模最大的一届，展览面积和参展企业数量均创历史新高；展览总面积从118万平方米增至150万平方米，展位数量从6万个增至近7万个，线下展企业从25000家增至34933家，新参展企业超过9000家，线上展企业达到39281家。

今年以来，各地相继出台扶持政策推动会展业发展。1月28日召开的国务院常务会议中强调，“推动国内线下展会恢复，支持企业出境参展”。2月份以来，四川、海南、湖南等多个省市密集出台政策，推动会展产业加快复苏振兴；以湖南省为例，对以实地参展、代参展的形式（不含线上参展）参加目录内展会的省内企业，给予展位费、展品运输费、人员费补贴等支持。

随着中国企业境外办展露出机会增加，内展整合空间充分，龙头有望崛起。看境外，一带一路、RCEP的政策引导将在未来缓解中美贸易摩擦对中国的负面影响，一带一路沿线国家和RCEP成员国经贸发展的成效将逐步释放，境外办展企业将迎来新的机遇；看境内，目前仍呈现政府主导的“大市场+小公司”格局，往后看，市场化趋势既定，政府主导格局将进一步被打破，优质企业将继续受益于“大市场”和政策红利，率先获得整合优质资产机会，扩大自身规模。

我们认为今年是会展平台价值重估之年，需求恢复+政策鼓励驱动行业持续高增长；中长期来看，无论是外展还是内展均具备较大整合空间和潜力，国内会展龙头有望持续崛起，相关受益标的包括**米奥会展**、**兰生股份**。

图：部分省份出台的促进会展产业复苏的相关政策

发布时间	地区	相关文件	主要内容
3月1日	湖南省	《2023年湖南省重点境外展会目录》	对以实地参展、代参展的形式（不含线上参展）参加目录内展会的省内企业，给予展位费、展品运输费、人员费补贴等支持。其中，展位费补贴标准为，按照不超过展位费70%的标准给予补贴支持，单个企业单次展会单个展位补贴金额不超过5万元，在此基础上每增加1个展位增加1.5万元，最多支持3个展位，合计不超过8万元。为助推乡村振兴重点帮扶县外贸发展，对15个乡村振兴重点帮扶县的参展企业，展位费予以全额补贴，不设展位数量和支持金额限制。
2月22日	海南省	《关于促进海南文化展演体育赛事和会展活动恢复振兴的若干措施》	拟从重启品牌赛事活动、增加产品供给、丰富业态、设立专项资金等十个方面促进文化展演体育赛事和会展活动恢复振兴，拉动海南经济快速发展。
2月7日	四川省	《聚焦高质量发展推动经济运行整体好转的若干政策措施》	提到开展“川行天下”国际市场拓展活动，支持超100场重点国际性展会和经贸活动，对参加境内外国际性展会的企业给予支持。
2月5日	武汉市	《关于激发市场主体活力推动经济高质量发展的政策措施》	提到支持会展业振兴发展。对新落户武汉的会展企业，按照自注册之日起两年内首个超过500万元年度营业收入的3%给予一次性奖励，最高奖励资金不超过50万元等。

数据来源：各地方政府官网，中经网会展，华西证券研究所

跨境电商：“一带一路”政策催化

政策层面，今年是共建“一带一路”倡议发布的十周年，中东、东盟地区逐渐成为我国政治、外交、贸易的重要战略伙伴，尤其是在中美摩擦加剧的背景下，战略意义进一步凸显。22年RCEP正式生效、23年初中国促进沙伊复交、23年Q1我国对一带一路地区出口保持双位数增长，成为我国进出口数据亮点。我们预期一带一路后续政策仍然值得重点期待，成为我国稳定外贸的第三重要增长极。

业绩层面，在全球经济衰退预期背景下，中国制造业出口中高性价比商品成为海外市场新需求，相关企业业绩增长的确定性相对较强，尤其是在政策的积极引导下，或有望带来业绩的持续超预期可能。

新技术应用方面，外向型企业有望率先接入GPT API端口，实现效率端的优化，包括智能客服、智能选品、智能匹配、智能图文编辑等，在贸易、会展等领域驱动成本费用端的优化，未来规模效应有望进一步凸显。

相关受益标的包括**吉宏股份、小商品城、华凯易佰**等。



03 风险提示

宏观经济下行：旅游出行、黄金珠宝等均属于可选消费行业，受宏观经济影响显著，若宏观经济下行，居民收入水平下滑，将影响可选消费需求，从而影响相关企业的经营业绩。

居民消费能力和消费信心恢复不及预期：若居民收入下滑或消费信心减弱，将导致消费需求减少，从而影响消费企业经营。

行业竞争加剧：若在市场需求恢复后，行业（如酒店、餐饮等）供给端迅速回补，甚至超过疫前，竞争格局恶化，将导致相关企业经营产生不利影响。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。