

聚焦景气提升的细分小行业龙头， 关注顺周期赛道龙头的估值修复机会

核心观点:

● 2H23 投资策略：聚焦细分景气赛道，关注顺周期布局机会

1H23 行业如期复苏，但整体消费环境偏弱，导致板块估值承压。考虑当前消费环境的形成具备趋势性特征，我们预计 2H23 以景区、博彩、餐饮、会展为代表的场景消费和服务消费有望维持改善趋势，业绩弹性受益经营杠杆较高较为可观。顺周期的传统赛道龙头，需求与宏观经济关联度高，后续随着经济进一步修复，或有望于 4Q23 迎接估值修复。

● 景区链：修复超预期，看好自然景区公司及上游设备、策划公司

国内游受益补偿性需求+口红效应，需求的持续性预计较强，叠加景区公司高经营杠杆、国企改革推进等因素，预计业绩兑现概率和弹性均较为可观。景区公司推荐峨眉山 A、天目湖，此外受益于下游文旅需求回升+景区提质升级，我们认为上游设备及策划公司也将显著受益，推荐大丰实业。

● 博彩：客流回归+结构性改善，板块性低估有望修复

伴随政策及外部环境改善，2023 年澳门博彩业复苏趋势已确立，全年博彩毛收入超预期概率大。此外，新博彩法实施背景下，澳门博彩业长期发展逻辑全面转向消费属性更强的中场&非博彩业务，博彩企业因此同时具备盈利能力趋势性提升+周期属性弱化，当前博彩股的板块性低估状态有望全面修复，建议关注美高梅中国、金沙中国、银河娱乐。

● 会展：把握地缘政治格局变化的历史性机遇

受益政策支持+场景修复，我国会展业呈现恢复趋势。整体来看，当前外展景气需求更强，同时随着全球地缘政治出现深刻变化，国内外贸企业拓展新兴市场需求的的增长，有望为会展企业带来增量需求。推荐米奥会展、兰生股份。

● 免税：继续等待数据改善、政策催化

1H23 离岛免税销售承压受多因素制约，但中长期免税业回流海外消+扩大内需的功能未变，当前龙头估值已回落至历史较低位，2H23 重点关注行业政策及供给因素改善。推荐中国中免、海南机场，建议关注王府井、海汽集团、海南发展、上海机场、白云机场、百联股份。

● 酒店：RevPAR 如期修复，等待周期拐点布局机会

随着补偿性需求释放，三大酒店集团 RevPAR 恢复至疫情前，随着后续经济预期改善，Q4 酒店赛道龙头在开店节奏恢复+控费成效显现的驱动下，或有估值修复机会，推荐锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S、君亭酒店。

● 餐饮：行业门店止跌回升，关注强势品牌连锁化率提升

餐饮行业 Q1 实现高反弹后，5 月复苏力度边际减弱，部分餐饮品牌在当前内需疲软+消费降级形势下开始探索更优商业模式，随着加盟/类加盟模式的放开，行业连锁化率有望持续提升，推荐九毛九、海伦司、奈雪的茶。

● 风险提示：疫情传播风险；经济下行风险；行业竞争格局恶化风险。

分析师

顾熹阔

☎: 021-2025 2670

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

相关研究

【银河社服】行业点评：教育行业整体或迎边际改善，政策边际向好+信息化有望驱动板块行情

【银河社服】行业月报：前五主要景区客流复苏强劲，端午暑期出行热度有望延续

【银河社服】行业周报：暑期旺季行情有望提前演绎，关注景区及澳门博彩板块

目 录

一、投资策略：聚焦景气提升的细分小行业龙头，关注顺周期赛道龙头的估值修复机会	2
二、景区链：修复超预期，看好自然景区公司及上游设备、策划公司	2
三、博彩：客流回归+结构性改善，板块性低估有望修复	5
四、会展：把握地缘政治格局变化的历史性机遇	7
五、免税：短期多因素承压，中长期逻辑未变	9
五、酒店：RevPAR 如期修复，等待周期拐点布局机会	12
六、餐饮：行业门店止跌回升，关注强势能品牌连锁化率提升	16

一、投资策略：聚焦景气提升的细分小行业龙头，关注顺周期赛道龙头的估值修复机会

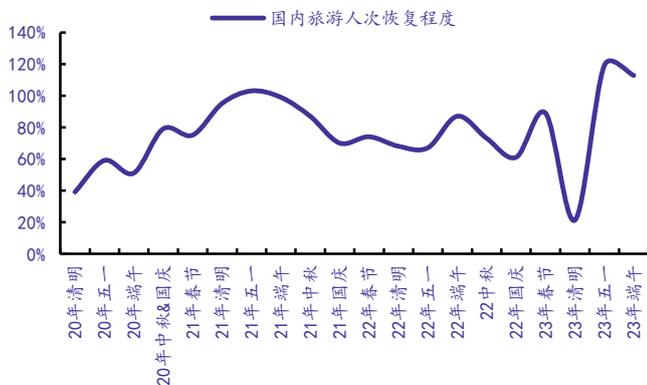
1H23 如期复苏，但预期与现实的差距拖累估值整体回落。受益于防疫政策调整及居民端多数已于1-2月度过感染高峰冲击，1H23 场景修复驱动行业数据快速修复：1) 1-5月社零弱复苏，餐饮消费好于实物商品消费；2) 1H23 国内游快速修复并超疫情前，旅游收入有所改善但更趋理性。整体而言，1H23 居民整体消费仍受制于宏观经济层面的“长新冠”效应，居民对未来收入增长预期的降低对超额储蓄进一步向消费转化的阻碍，是导致商务、商品消费疲弱，以及二级市场板块估值回落的主要因素。

2H23 优选场景修复相关品种，关注政策边际改善与赛道龙头的估值修复。考虑居民消费行为的形成具有一定趋势性，我们预计 2H23 以景区、博彩、餐饮、会展为代表的场景消费和服务消费仍将延续 1H23 的改善趋势，叠加此类公司经营杠杆较高，预计利润增长将继续好于收入增长。但从 2024 年的展望看，随着中央政府未来出台的一揽子经济刺激政策，中国宏观经济预期的改善，对于当下估值处于底部且竞争优势、经营效率更优的赛道龙头，在四季度估值切换后或将迎来估值修复机会。

二、景区链：修复超预期，看好自然景区公司及上游设备、策划公司

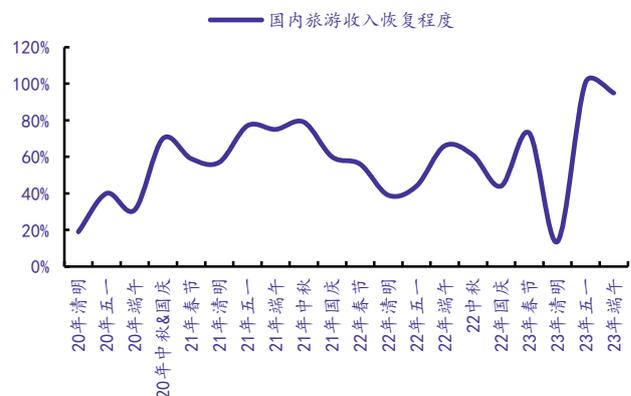
补偿性需求+口红效应驱动，旅游板块景气度有望延续。据文旅部，1Q23 国内旅游总人次 12 亿/同比+47%，国内旅游收入 1.3 万亿元/同比+70%，分别恢复至 2019 年同期的 69%和 75%。其中，自春节以来的黄金周假期数据边际持续改善，截止 2023 年“五一”黄金周，旅游人次/收入已分别恢复至 2019 年同期的 119%/101%。当前文旅市场的快速恢复，主要由补偿性需求和口红效应驱动，考虑到国内游低频、支出适中、获得感强等特征，我们认为下半年国内旅游消费景气度有望延续。

图 1：假期旅游人次恢复率



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

图 2：假期旅游收入恢复率



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

上市景区 Q1 复苏强劲，业绩弹性有望释放。1Q23 旅游市场复苏强劲，上市景区公司利润快速修复，天目湖、黄山旅游、峨眉山 A、九华旅游、丽江股份等多个景区公司业绩及盈利能力已超 2019 年同期。考虑到景区公司成本刚性、经营杠杆高，客流边际改善对业绩贡献显著，预计 Q2-Q3 景区公司在旺季客流驱动下，业绩弹性有望体现。

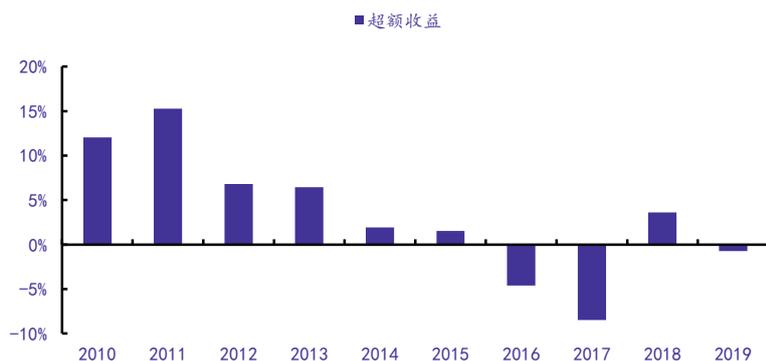
表 1: 重点景区公司 1Q23 业绩概览, 单位 (亿元)

景区	1Q23 归母净利润	同比增速	同比 1Q19 增速	1Q23 净利率	1Q19 净利率
天目湖	0.19	189%	28%	18%	18%
黄山旅游	0.65	178%	174%	21%	10%
峨眉山 A	0.70	1486%	262%	25%	8%
九华旅游	0.62	1215%	60%	32%	29%
宋城演艺	0.60	256%	-84%	25%	47%
中青旅	-0.05	96%	-107%	-1%	4%
三特索道	0.29	231%	174%	20%	-36%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2023 年景区板块暑期跑赢市场概率大。通过复盘 2010-2019 年景区板块在暑期的相对收益, 我们发现中信(景区)指数在其中七年相对沪深 300 指数有超额收益, 仅有 2016 年与 2019 年未能跑赢。原因在于 2016 年暑期的强降水天气对居民出游产生影响, 而 2019 年为自然景区门票降价实施的次年, 市场对景区公司的利润预期不佳。由此可知, 景区板块超额收益的形成, 主要与市场对旅游旺季景区业绩弹性释放的预期有关, 而 2023 年作为国内游大年, 景区作为社服板块少有的高景气板块, 较沪深 300 形成超额收益的概率也更大。

图 3: 2010-2019 年暑假期间景区板块超额收益情况



资料来源: Wind, 公司官网, 中国银河证券研究院

国企改革助力景区中期成长: 地方旅游资源整合打开成长空间, 成本费用管控改善释放利润。景区公司依托自然资源, 基本均为国企, 天目湖、三特索道也陆续公告国资即将入主。深化国企改革一方面可以带来资源整合, 提供政策、资金、产业资源和交通等多方面支持, 发挥与公司的协同效应, 利于景区公司对内进行旅游产品升级、对外寻求优质资源整合, 助力公司打破景区项目容量瓶颈, 为景区公司长远发展赋能; 另一方面有利于成本费用管控改善, 提升公司盈利能力, 国资委对央企的考核指标从 2019 年的“两利一率”调整为 2023 年的“一利

五率”，对公司盈利能力和盈利质量的更高要求，带动黄山旅游、大连圣亚、长白山、峨眉山 A 等公司 1Q23 期间费用率均较 1Q19 显著下降。

表 2：景区公司实控人情况

公司	实控人	实控人属性	持股比例
长白山	长白山管委会国有资产监督管理委员会	地方国资委	53.51%
天目湖	拟变更为溧阳市人民政府，5月29日公告江苏省国资已审批通过相关股权转让协议	地方政府	26.86%
黄山旅游	黄山市国有资产监督管理委员会	地方国资委	40.66%
九华旅游	安徽省国有资产监督管理委员会	地方国资委	26.83%
峨眉山 A	乐山市国有资产监督管理委员会	地方国资委	29.33%
张家界	张家界市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	34.25%
三特索道	拟变更为武汉东湖新技术开发区管理委员会	地方政府	21.05%
丽江股份	张松山	个人	29.99%
桂林旅游	桂林市人民政府	地方政府	37.2%
中青旅	国务院	中央国家机关	14.17%
曲江文旅	西安曲江新区管理委员会	地方政府	34.05%
大连圣亚	大连市国有资产监督管理委员会	地方国资委	24.03%

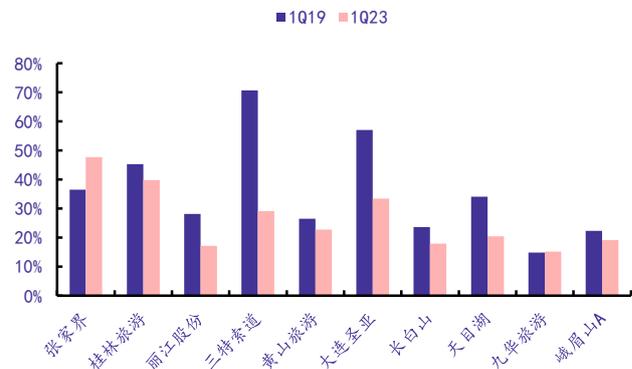
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 4：近年央企考核指标

年份	考核指标
2019-2020	“两利三率”：利润总额、净利润、资产负债率、营业收入利润率、研发投入强度
2021-2022	“两利四率”：利润总额、净利润、资产负债率、营业收入利润率、全员劳动生产率、研发投入强度
2023	“一利五率”：利润总额、净资产收益率、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率

资料来源：国资委，中国银河证券研究院

图 5：各景区上市公司期间费用率对比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

文旅景气回升+业务转型升级驱动文旅产业链上游公司成长空间拓宽。受益于疫后景区资产负债表、利润表修复，以及居民对于更高质量的文旅项目需求，我们认为国内景区行业或进入新一轮资本开支增长阶段，对文旅科技设备、文旅项目策划咨询需求有望增长。同时，部分文旅产业链上游企业，通过自身产业链资源积累向下游转型，驱动收入、利润结构改善。

我们测算国内景区等文旅项目提质升级改造市场空间有望超百亿。截止 2022 年，我国共有 A 级以上景区 13332 家，其中 3A 及以上景区约 8500 家，考虑 3A 以上景区财务状况以及对评级的需要，我们预计未来相关更新改造需求将更多集中于 3A 及以上景区。我们基于以下假

设数据，测算未来我国 3A 及以上景区提质升级市场需求约在 85 亿-850 亿元/年：

(1) 以 10 年为景区升级改造周期进行滚动计算，易知全国平均每年约有 10% 的景区有升级改造需求，对应约 850 家景区；

(2) 景区提质改造包括新增/更新两方面需求，对应项目涉及灯光视觉方案、旅游演艺项目等，单体项目金额在数千万到上亿，我们粗略以 1000 万-1 亿作为区间测算。

图 6：文旅产业链概况梳理



资料来源: Wind, 公司官网, 中国银河证券研究院

三、博彩：客流回归+结构性改善，板块性低估有望修复

1-5 月澳门旅游及博彩业复苏强劲。据 DIGJ 数据，2023 年 5 月澳门博彩毛收入 156 亿港元/同比+366%，恢复至 2019 年同期 60%，创 2023 年疫情放宽以来新高。其中，1-5 月澳门博彩总收入分别恢复至 2019 年同期的 46.4%/40.7%/49.3%/62.4%/60.0%。从入境旅客人次看，2023 年 5 月澳门共录得入境旅客 221 万人次/同比+269%，恢复至 2019 年同期的 65%；5 月人均博彩消费 7031 元/同比+26%，已恢复至 19 年同期的 92%。

图 7：澳门博彩毛收入当月值及增速（截止 2023 年 5 月）

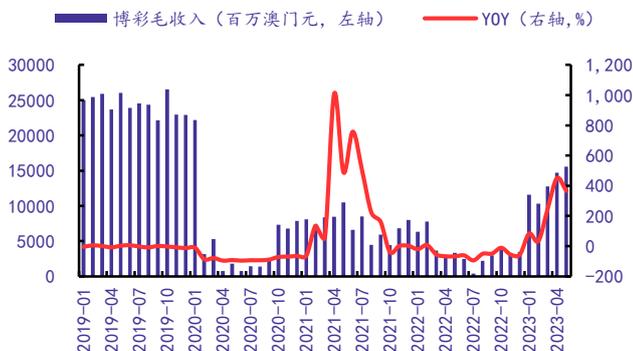
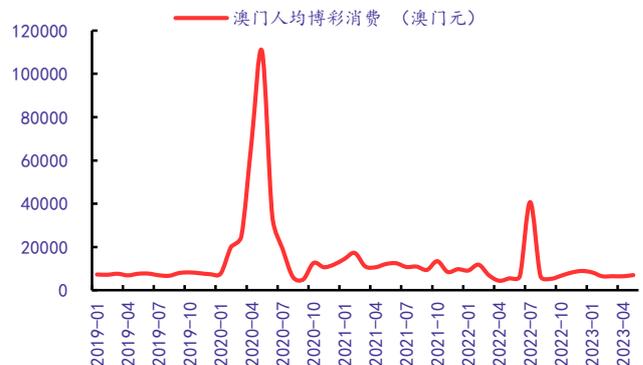
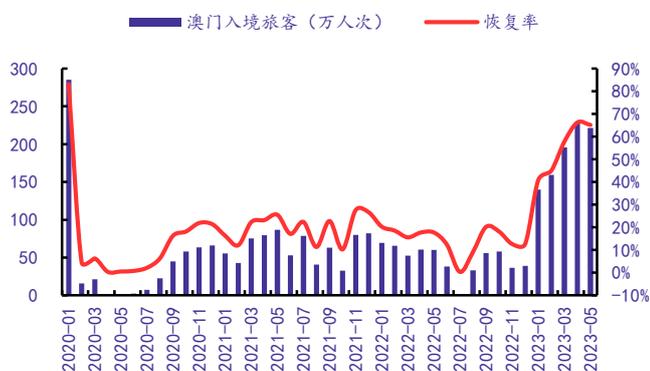


图 8：澳门博彩人均博彩消费（截止 2023 年 5 月）



资料来源：DICJ，中国银河证券研究院

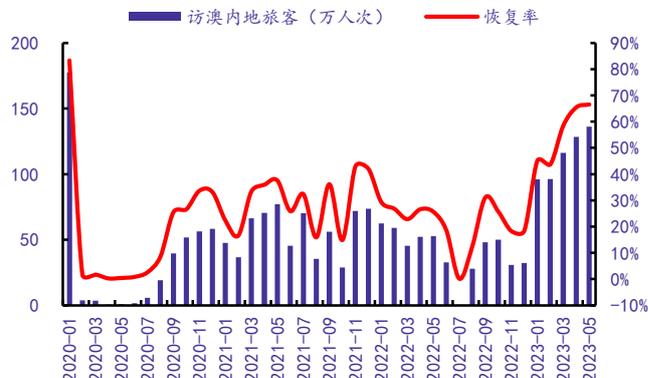
图 9：访澳旅客人次及恢复率（截止 2023 年 5 月）



资料来源：DSEC，中国银河证券研究院

资料来源：DICJ，DSEC，中国银河证券研究院

图 10：访澳内地旅客人次及恢复率（截止 2023 年 5 月）

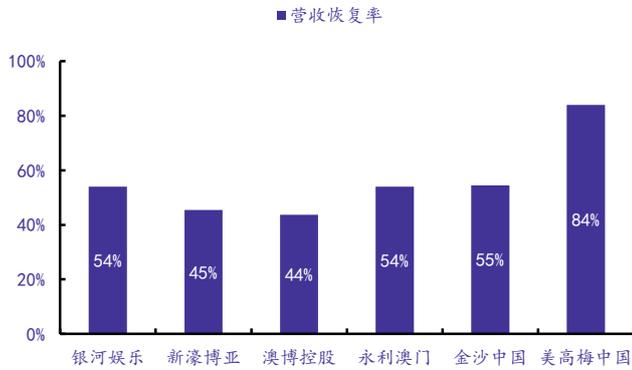


资料来源：DSEC，中国银河证券研究院

结合人均博彩消费，以及非博彩消费情况，澳门市场具备进一步复苏动力。据 DSEC 数据，1Q23 访澳旅客人均消费 3027 元澳门元/同比增长 185%。其中，银河娱乐、永利澳门 1Q23 商场零售收入较 19 年同期增长 43%、36%，金沙中国商场收入恢复至 19 年同期 94%。从 1Q23 澳门消费数据可以看出，中国内地中高端旅客的消费力依旧强劲。考虑当前中国内地出境游仍受供给端因素限制，我们认为澳门作为大中华地区颇具特色的旅游目的地，未来将进一步承接内地中高端旅客出境消费需求的转移，叠加普通中场旅客回归，整体而言我们认为以上信息可以支撑澳门博彩业进一步恢复的结论。

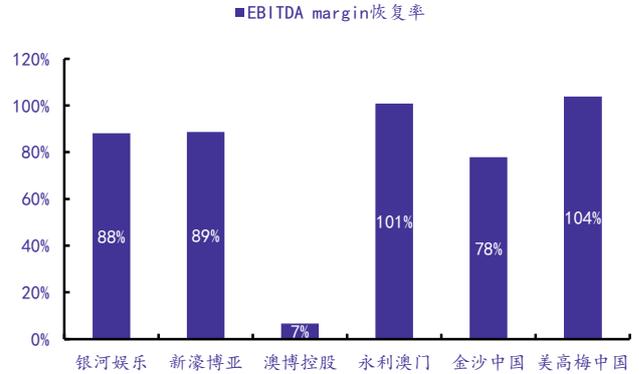
贵宾厅消费向博企直营 VIP 厅和高端中场转移，博彩公司中长期盈利能力将提升。随着中介人主导的贵宾厅模式在澳门走向终结，未来无论是 Direct-VIP 模式，亦或是高端中场模式，都将有助于博企中长期盈利能力改善。截止 1Q23，贵宾百家乐在澳门博彩毛收入（GGR）中占比降至 25%，较疫情前下降 25pct；原高端 VIP 顾客或转向博企直营 VIP 厅，或向高端中场下沉，推动中场收入占比较疫情前提升 24pct 至 68%。从 1Q23 情况看，虽然六大博企营收端仅恢复至 2019 年同期的 40%-80%，但 EBITDA Margin 普遍恢复至 2019 年同期的 90% 以上，业务结构改善带来的盈利能力趋势性提升已开始兑现。

图 11: 1Q23 六大博企营收恢复率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

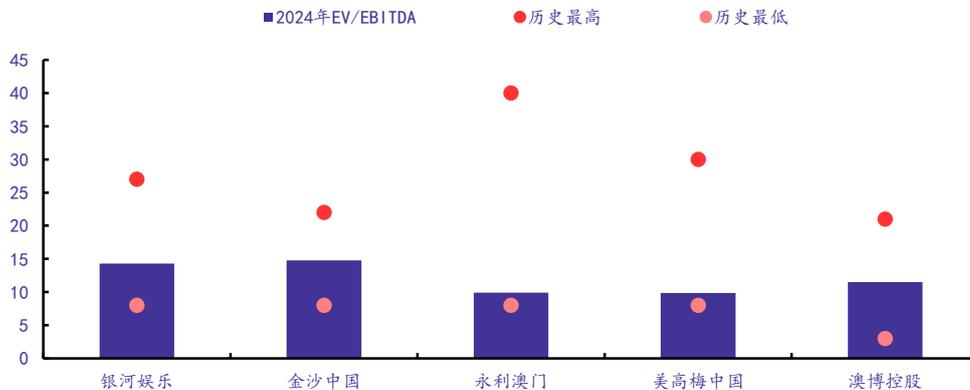
图 12: 1Q23 六大博企 EBITDA Margin 恢复率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

当前港股博彩板块估值仍处相对低位, 未来存进一步修复空间。博彩股估值以 EV/EBITDA 为主, 港股博彩企业历史 EV/EBITDA 波动区间在 5-25 倍之间。从历史规律看, 博彩企业的估值波动主要跟随行业景气度变化, 其中估值高点/低点往往对应单月 GGR 的周期高点/低点。考虑 5 月澳门博彩毛收入仅恢复至疫情前的 60%, 以及博彩企业的盈利能力、盈利稳定性较疫情前显著提升, 未来港股博彩企业的估值提升仍有空间。

图 13: 港股博彩企业 EV/EBITDA 估值及情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、会展: 把握地缘政治格局变化的历史性机遇

中国会展行业整体呈现恢复性增长。1) 内展方面: 据商务部统计, 今年一季度境内专业展馆举办的展览活动共计 540 场, 同比增长 3.3 倍; 展览总面积 1031.1 万平方米, 同比增长 2.3 倍。其中, 展览面积在 1 万平方米以上的展览活动 286 场, 占比 53%, 同比增长 5.7 倍。2) 外展方面: 根据贸促会数据, 中国贸促会已受理全国组展单位组织中国企业赴德国、美国、俄罗斯、日本、越南等 55 个国家和地区的参展办展申请 930 项, 计划参展办展面积超过 56 万

平方米。整体而言，UFI 预计 2023 年 6 月“正常活动”的展览公司比例将达到 80%，与 2020 年之前的水平保持一致，约有 70% 的公司 2023 年利润水平与 2019 年的水平相比有所增加或稳定。

政策持续支持，会展行业景气度有望延续。中央政府自去年 11 月放宽疫情管控以来，持续推动国内会展业恢复，国常会多次提及推动国内线下展会恢复，支持企业出境参展。6 月商务部再次强调，将推动外贸稳规模、优结构，首要措施便是强化贸易促进，加大对外贸企业参加各类境外展会的支持，持续推动企业和商务人员往来畅通。

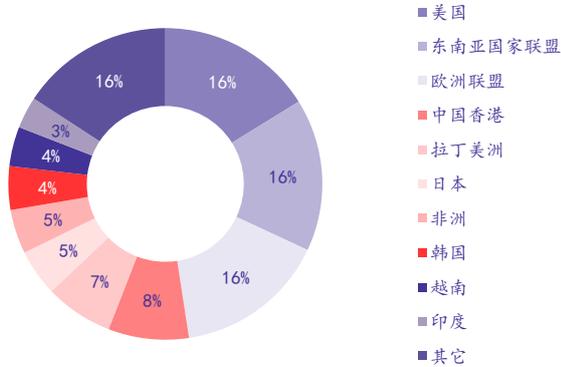
表 3：各地方政府对企业赴海外参展补贴政策

时间	地区	详细补贴政策
2022	北京市	对参加境外展览会的企业提供展位费 50% 的补贴，不包括企业注册费和展位搭建费。展位以 9 平方米为单位，企业可申请多个展位，补贴总额不超过 30 万元。对于大型展品回运费，单个展品达到体积 1 立方米且重量 1 吨以上，可以申请补贴，上限为 50%，10 万元。
2021	上海	最高补贴额度不超过展位费的 50%，每个标摊不超过人民币 15000 元，每个展会不超过 3 个标摊。
2022	天津	对参加境外展览会的企业，补贴展位费（场地、基本展台、桌椅、照明）的 50%，每个标摊补贴上限 15000 元
2022	广东省	对参加粤贸全球广东境外商品展览会的项目，按照每个项目支持比例不超过实际支出额的 80% 且最高支持金额不超过 30,000 元的标准予以支持。对参加其他境外展会的项目，按照每个项目支持比例不超过实际支出额的 80% 且最高支持金额不超过 18,000 元的标准予以支持。
2021	湖南	“远程参展”境外线下实体展会的外贸企业，在限额内给予展位费及物流费全额补贴。单个企业单个展会项目支持不超过 5 万元，单个企业展会项目支持总额不超过 50 万元。
2022	山东	拟对 A、B 类机电行业展会展位费继续给予全额补贴，对 A、B 类非机电行业展会展位费分别给予不超过 90%、80% 的补贴。
2022	浙江	境外展会展位费，按不高于展位成本价的 70% 资助，单个展位（展位面积以展会主办方确定面积为准）最高资助不超过 5 万元，单个展会单个企业的展位费最高资助不超过 15 万元。
2022	重庆	对参加境外展，且符合申报补贴企业标准并纳入企业库的企业提供展位费 50% 的支持。
2021	云南	对外贸企业参展的展位费、国际交通费（国际航班经济舱费用）、人员费用和布展费，参照行政机关人员出差标准，给予不超过 70% 的支持。对受新冠肺炎疫情等原因影响，原定召开的展会推迟没有举办且未退还展位费的，可申请展位费全额补助。
2022	黑龙江	支持多渠道拓展国际市场。支持外贸企业参加线下境外展会和线上涉外展会。给予企业参加线下境外展会所产生的展位费、展品运输费、国际间交通费、住宿费 70% 补贴；给予企业委托第三方参加境外展会所产生的展位费、展品运输费 70% 补贴；给予企业参加线上涉外展会参展费 50% 补贴。企业年度最高补贴 30 万元。企业用于海外资信调查和线上展会宣传所产生费用，所属市（地）政府（行署）可给予不超过 50% 的补贴。企业用于境外品牌创建、境外商标注册和产品认证等方面费用，所属市（地）政府（行署）可给予不超过 70% 的补贴。

资料来源：各地方政府，中国银河证券研究院整理

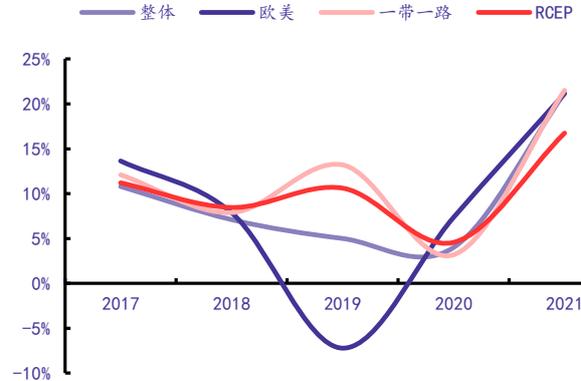
全球地缘政治变化为我国出海自办展企业带来历史性发展机遇。2022 年以来，全球地缘政治格局已产生深刻变化，中美之间从合作→竞合→竞争的变化，或将推动对美出口贸易占比较高的国内企业，将业务重心转向拓展新兴市场（一带一路、RCEP），由此为相关展会公司带来增量参展需求。

图 14：2022 年中国外贸出口结构（按地区）



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图 15：2017-2022 年中国对不同区域出口增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、免税：短期多因素承压，中长期逻辑未变

1H23 离岛免税销售增长弱于海南客流增长。据海口海关，1Q23 海南全岛免税销售额同比增长 15%，但对比海南客流 50%的增速，这意味着 Q1 离岛免税购物的转化率同比下滑 5pct，客单价同比下滑 10%。从 Q2 情况看，海南五一假期免税销售额同比增长 120%，但对比 2021 年下滑 11%，客单价层面同比 2022 年下滑 15%，对比 2021 年则下滑 1%。

离岛免税销售承压受多因素制约，我们认为改善尚时间待观察。我们认为，导致今年以来离岛免税承压的最主要因素仍在于供给层面：

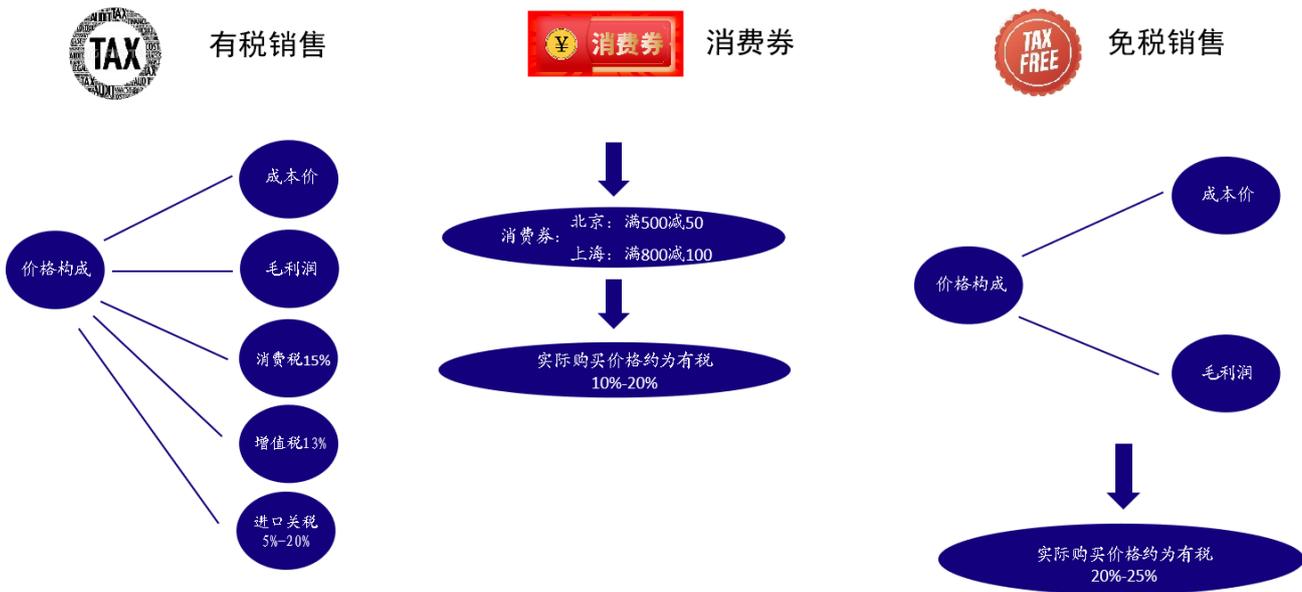
1) 疫情管控放开后的客流回升超出免税运营商预期，导致备货节奏没有踏准。尤其是高客单的精品类别，受制于全球需求旺盛以及品牌商自身产能限制，导致对海南的调货响应速度下降。而由于手表、首饰等精品品类合计已与化妆品的销售体量接近，上述货品的供应恢复决定了离岛免税销售何时能恢复正轨。我们认为，参考过往免税运营商与品牌之间的采购周期，该因素的改善或需要 3-6 月以上时间调整才能完成，这意味着今年 Q3-Q4 或是重要观察窗口。

2) 折扣收紧叠加代购打击力度加大。进入 2023 年，市场已能够清晰观察到龙头运营商开始收紧价格策略。其中一方面是由于龙头运营商自身的竞争优势和利润率考核要求；另一方面，品牌商亦根据自身需要，在疫情结束后调整自身价格体系。叠加海南 2024 年封关在即，对于代购的监管打击力度提升，导致免税购物转化率和客单进一步下滑。但我们认为，即使存在热门精品供应缺失，但真实购物旅客的客单价或不如表现下降幅度大，因整体折扣收紧对客单有提升作用。

3) 中国居民消费力的下降或是最不重要的一个因素。1H23 中国居民服务消费恢复显著好于实物商品消费，部分观点由此认为消费力的下降是免税销售表现不佳的主要原因。但我们从春节以来赴海南旅游人次屡创新高，以及澳门主要娱乐场商业零售额均超疫情前水平的案例看，免税所对应的中高端客群消费能力或并未显著受宏观环境放缓影响，我们认为当前的销售增长瓶颈应主要归咎于供给端因素。

免税商品本质是消费券的另一种表现形式，兼具消费回流+扩大内需功能。免税品主要免除的是进口关税、消费税、增值税等中央税收环节，其本质是中央对税收红利的一种让渡。而从最终受益者角度看，C端的消费者通过低于有税商品20%-25%的价格获得免税商品，与使用消费券购买商品并无二致；而从政府财政角度出发，增加免税商品销售亦不需要额外财政拨款支持。据此，我们认为在当前扩内需较为迫切的大背景下，免税行业能够在推动未来中国消费复苏的过程中扮演重要的产业政策角色。

图 16：免税销售本质上是一种常态化的消费券（对比消费券）



资料来源：中国银河证券研究院

疫情前多个与扩大国内市场相关的政策中，均重点提及免税行业对于拉动国内市场需求的作用。2020年，发改委等多部委在《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》文件中已明确，将建设“中国特色免税体系”，明确提出“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”。此外，在2022年4-12月的《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》、《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》亦均提及建设、完善市内免税店。

表 4：2019 年以来扩大国内市场需求相关政策文件中免税部分表述

部门	时间	政策、文件名称	主要内容
发改委	2020年3月	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	以建设中国特色免税体系为目标，加强顶层设计，破除行业发展障碍，提高行业发展质量和水平。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。

国务院	2022年12月	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	促进免税业健康有序发展。促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设。
国务院	2022年4月	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

资料来源：国务院，发改委，中国银河证券研究院整理

考虑 2023 年国门重新开放，叠加扩内需+吸引海外消费回流，我们认为当前时点中国已具备进一步推出新一轮免税政策基础，未来主要政策方向包括：

(1) 国人市内免税购物有望在疫情后较快开放。我国市内免税渠道发展历史悠久，但对国人的市内免税购物渠道发展仍处早期。此前，我国仅中免集团、中出服、王府井等公司拥有市内免税牌照，其中仅中出服、中侨所属进境市内免税店，能够为回国不超过 180 天的国人旅客提供免税商品销售服务。若 2023 年国人市内免税购物政策落地，则相关免税公司能够为准备出境前的中国居民提供免税商品销售服务，从而扩大国内免税商品的购物渠道。

(2) 额度等限制有望进一步放宽。目前国内居民出入境免税购物额度共计 8000 元人民币，参考海南免税政策发展路径，当免税额度低于 8000 元时，旅客仅能购买香化、烟酒等商品，对于精品等中高端商品的消费回流作用有限，故若未来进一步开放市内免税购物渠道，则对应免税额度将有进一步上调空间。此外，目前在海南离岛免税市场上对免税商品的品类、购物限额仍有较多限制，预计未来在酒类品类、毫升数限制等方面亦有放宽空间。

空间测算：国人市内免税有望为中国免税业带来百亿以上增量空间

借鉴韩国、海南市场经验，市内免税规模约为机场免税 2 倍以上。以韩国经验看，韩国居民在市内店的消费金额是其在机场渠道的 2.1 倍。在我国三亚和海口免税市场，市内店销售规模约为机场的 2-10 倍。二者的共性在于，市内免税店的经营面积显著高于机场免税店。

基于历史客流参数，我们测算未来京沪市内免税店销售规模约在 100-300 亿之间：

(1) 客群基数：实际可进行消费的人次规模需剔除各机场中转国际旅客量，包括国内转国际、国际转国际；

(2) 转化率：参考疫情前京沪机场、当前海南免税渠道转化率，我们预计可能在 10%-30%；

(3) 客单价：假设额度放宽至 3 万元，客单价达到 4500 元，约为机场免税客单价 2-3 倍。

表 5：各地方政府对企业赴海外参展补贴政策京沪市内免税店市场规模预测

	首都国际机场	上海浦东机场	上海虹桥机场
国际旅客吞吐量 (万人)	2736	3094	166
中转旅客量 (万人)	542	463	29
可覆盖客群规模 (万人)	826	1084	54
渗透率 (%)	10-30	10-30	10-30
购物人次 (万)	49.5	65.0	3.2
客单价 (元)	4500	4500	4500

	北京市内免税	上海市内免税
营收规模 (亿元)	38-114	63-190

资料来源：中国民航局，MIDT，民生证券研究院整理

但需要注意的是，以上测算仅为理论情景，复盘离岛免税政策路径，市内免税成长空间受多变量影响。回顾 2011-2020 年海南离岛免税政策得失，我们容易发现在 2020 年政策调整之前，海南免税市场客单价长期徘徊于 2000-4000 元之间，同时销售品类主要以香化为主。2020 年后，受益于离岛免税购物额度大幅提升至 10 万元，并取消行邮税限制，叠加中免大型商业综合体投运，奢侈品品牌开始大举进驻离岛免税渠道并给予充足货品支持，最终推动海南离岛免税实现质变。因而最终市内免税的空间上限，主要由以下三个因素决定：政策（额度、品类、提货方式）>运营商选址≥品牌供货力度。

表 6：海南离岛免税政策调整历程

核心指标对比	免税购物额度	可购买品类	购买限制	客单价/额度	客单价
2011 年离岛免税开始实施	每人每次 5000 元	首饰、工艺品、手表、香水、化妆品等共 18 种	非岛内居民旅客每人每年最多 2 次，岛内居民旅客每人每年最多 1 次	44.6%	2230 元
2012 年	每人每次累计购买金额不得超过 8000 元	增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）	超过 8000 元部分缴纳行邮税	36.8%	2944 元
2015 年	不变	增加婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品等 17 种商品	放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 10 种热销商品的单次购物数量限制	21.9%	1752 元
2016 年	每人每年累计购买金额不得超过 1.6 万元		取消非岛内居民购物次数限制	21.4%	3424 元
2017 年	不变	不变	合并火车、飞机离岛额度	11.7%	1872 元
2018 年	提升至 3 万元	增加部分医疗器械	取消岛内居民购物次数限制	12.0%	3600 元
2020 年	提升至 10 万元	不变	香化购物件数增加、酒类毫升数增加等	7.4%	7400 元

资料来源：财政部、海关总署，中国银河证券研究院

注：考虑 2018、2020 年政策于下半年发布，故客单价选用次年数据

五、酒店：RevPAR 如期修复，等待周期拐点布局机会

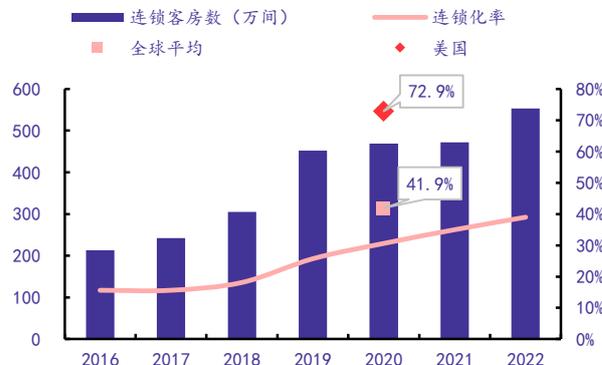
疫情期间中国酒店业供给收缩，连锁化率稳步提升。在疫情冲击下，酒店行业供给有所出清。据中国饭店协会数据显示，2019-2022 年酒店数量 CAGR 为 -6%。连锁客房数增长推动 2022 年酒店供给同比小幅提升 6%，行业整体连锁化率持续提升，由 2019 年的 26% 提升至 2022 年的 39%，对比 2020 年美国连锁化率 73%、全球平均连锁化率 42%，中国酒店连锁化率提升空间仍然较大。

图 17: 2016-2022 年中国酒店客房数及变化



资料来源: 中国饭店协会, 中国银河证券研究院

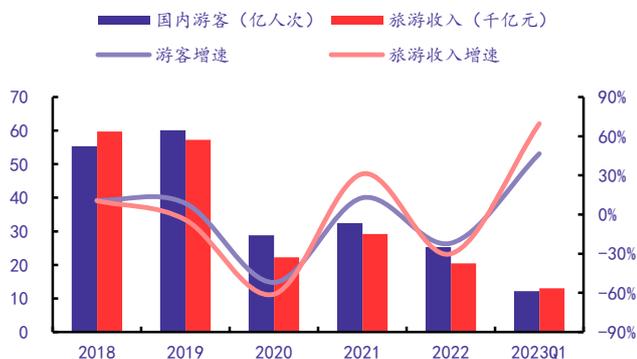
图 18: 2016-2022 年中国酒店连锁客房数和连锁化率



资料来源: 中国饭店协会, 亚朵招股说明书, 中国银河证券研究院

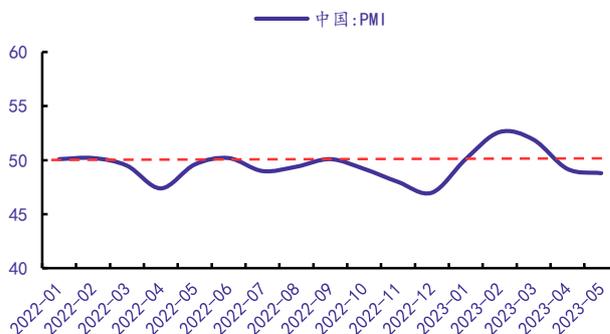
1Q23 国内补偿性需求释放, 三大酒店集团 RevPAR 恢复至疫情前。个人需求方面, 在补偿性需求和口红效应带动下, 1H23 国内居民出游数据快速超越疫情前, 为休闲住宿需求提供支撑。商旅需求方面, 中国经济弱修复情景下, 商旅住宿需求在经过 1Q23 的快速修复后, 自二季度开始进入平稳阶段, 后续进一步修复仍需观察国内宏观经济的复苏进展, 尤其是经济刺激政策出台的时点及力度。整体来看, 随着全行业需求修复, 三大酒店集团首旅/锦江/华住的 1Q23 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 96%/103%/118%。

图 19: 2018-1Q23 国内旅游人次、收入及 yoy



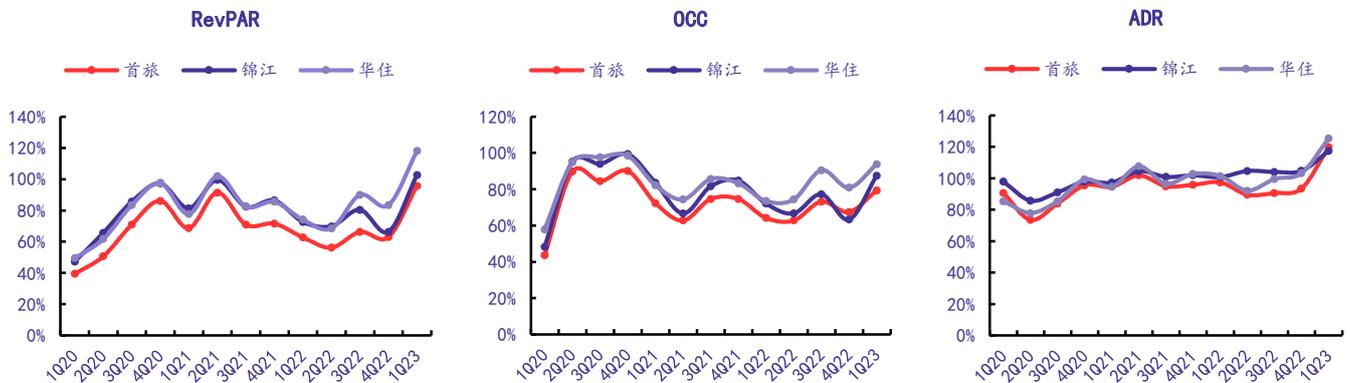
资料来源: 文旅部, 中国银河证券研究院

图 20: 2022-2023 年 5 月 PMI 变动情况



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

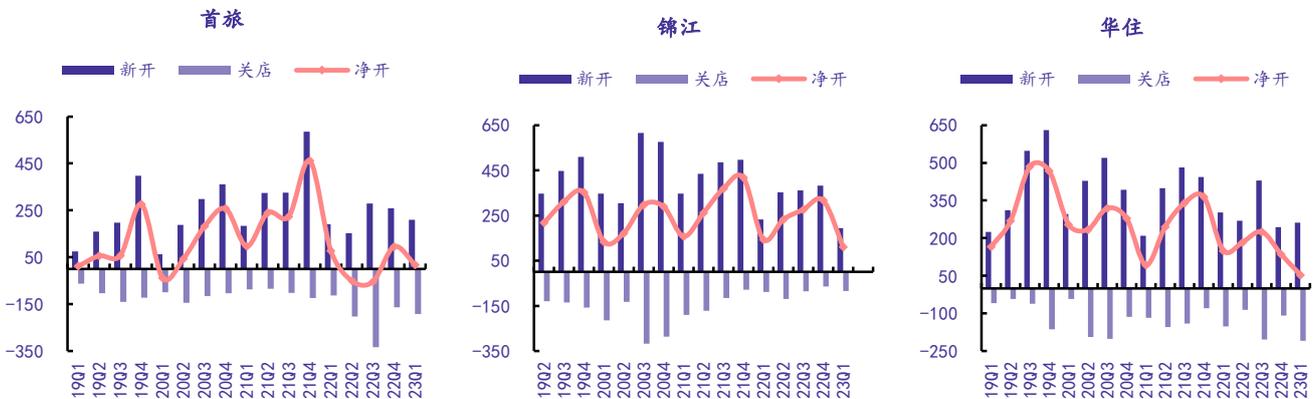
图 21：2020-1Q23 三大酒店集团经营指标恢复情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

龙头开店计划稳健，等待加盟商信心企稳。疫情期间三大酒店集团依托轻资产模式快速扩张，2019-2022 年首旅/锦江/华住门店数 CAGR 分别为 10%/11%/15%。三大酒店集团 2022 年拓店进程放缓，2023 年降低开店目标，首旅/锦江/华住 2023 年开店目标分别为 1500-1600/1200/1400 家，1Q23 首旅/锦江/华住分别新开店 210/195/262 家，净开 18/111/53 家。

图 22：2019-1Q23 首旅、锦江、华住开关店情况



资料来源：海口海关，中国银河证券研究院

表 7：三大酒店集团拓店计划

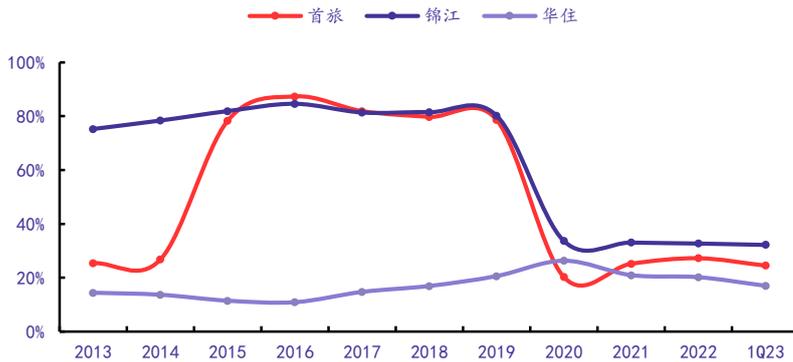
	2022 年计划拓展	2022 年实际拓店	2023 年计划拓展
首旅酒店	新开店 1800-2000 家	新开店 879 家，其中中高端/经济型/轻管理型酒店分别新开店 200/97/582 家，加盟/直营分别新开店 850/29 家	新开店 1500-1600 家
锦江酒店	新开店 1500 家，新签约 2500 家	新开店 1328 家	新开店 1200 家，新签约 2000 家
华住集团	新开店 1500 家，关店 500-550 家	境内新开店 1244 家，其中加盟/直营分别新开店 1227/17 家	新开店 1400 家，关店 600-650 家

数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

疫情期间深化内功，费用管控成效有望在收入回升后体现。疫情期间，首旅、锦江通过优

化人力配置、节约能源成本开支，带动经营提质增效，2019-2022 年首旅/锦江期间费用率分别下降 51/47pct。华住由于 2020 年以来加大中高端布局，成本前置拖累 2020 年费用率上升 5pct，随后逐渐下降至疫前水平。1Q23 首旅/锦江/华住期间费用率分别为 24%/32%/17%，华住控费能力行业领先。预计 2H23 三大酒店集团受益于疫情期间在品牌、平台、人员等多方面的优化整合，费用管控成效有望在收入回升后体现。

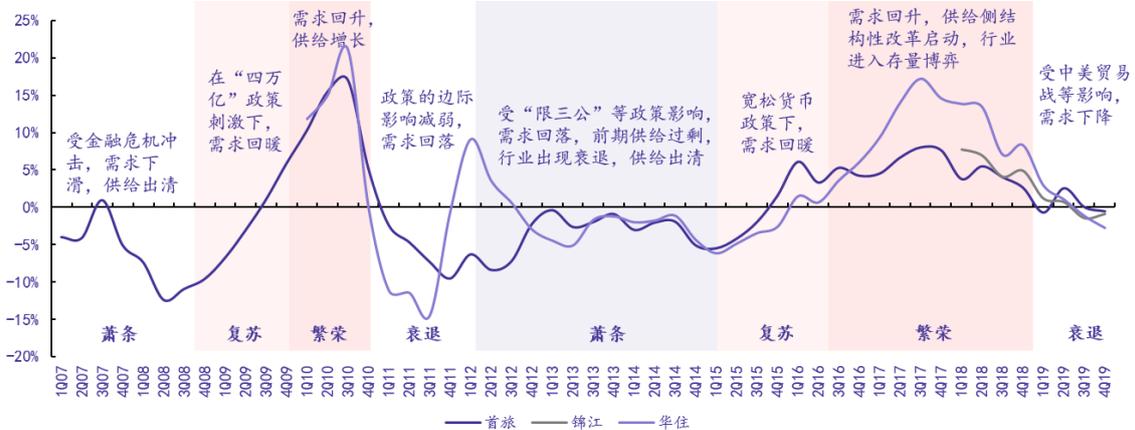
图 23：2010-2022 年三大酒店集团期间费用率变化（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

酒店行业具有周期性，受经济、投资影响显著。回顾历史，疫情前上一轮酒店周期经历了 7 年左右的时间。经济上行促进需求提升，吸引行业投资，而投资过热又会使得供需失衡，需求下滑后供过于求加速行业衰退，同时供给收缩也会带来需求复苏红利。总体来看，行业需求是主动变量，行业供给变动滞后于需求。具体来看：1) **复苏**：需求回升叠加前期供给出清，入住率恢复带动 RevPAR 回升；2) **繁荣**：需求持续上升，供给开始增加但尚未恢复，入住率、平均房价共同推动 RevPAR 升高；3) **衰退**：供给继续提升，供需逐渐平衡，需求下降导致入住率下降，平均房价仍在上升，带动 RevPAR 提升；4) **萧条**：需求下滑，行业出现供给过剩，入住率和平均房价共同下降，直至供给收缩、需求恢复带动另一轮周期复苏。

图 24：2007-2019 年三大酒店集团 RevPAR 同比变动情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

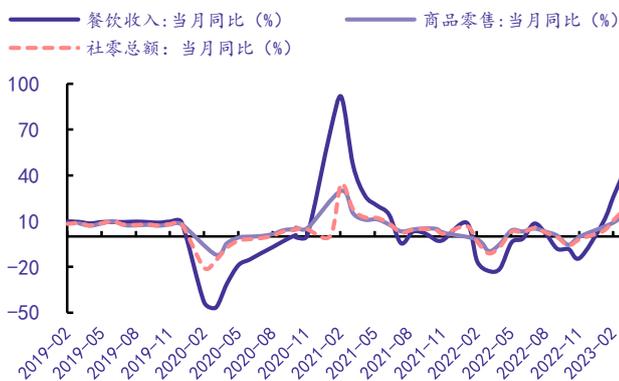
关注后续经济预期改善，Q4 酒店赛道龙头估值或有修复机会。受疫情冲击，行业供给有所收缩，三大酒店集团经营基本面承压，出现了不同程度的亏损。1Q23 在补偿性需求集中释放下，RevPAR 得到了快速修复，基本恢复至疫前水平。考虑到当前各项高频经济数据不及预期，内需依旧疲软，但在央行宽松货币政策的带动下，有望提振经济，改善中国宏观经济预期，从而带动酒店行业景气度修复，四季度估值切换前后时点酒店赛道龙头的估值或有修复机会，打开上行通道。

六、餐饮：行业门店止跌回升，关注强势能品牌连锁化率提升

1-5 月餐饮行业持续复苏，5 月收入增速边际减弱。餐饮行业受益于线下场景修复，2023 年 1-5 月餐饮收入累计同比增长 22.6%，高于社零增速 9.3%，但近两年复合增速 5.9%仍低于疫前 9%水平。其中，1-4 月餐饮行业在补偿性需求释放下复苏力度强劲，餐饮收入分别同比增长 9%/26%/44%，5 月受宏观经济影响复苏力度边际减弱，餐饮收入增速环比下滑 8.7pct。

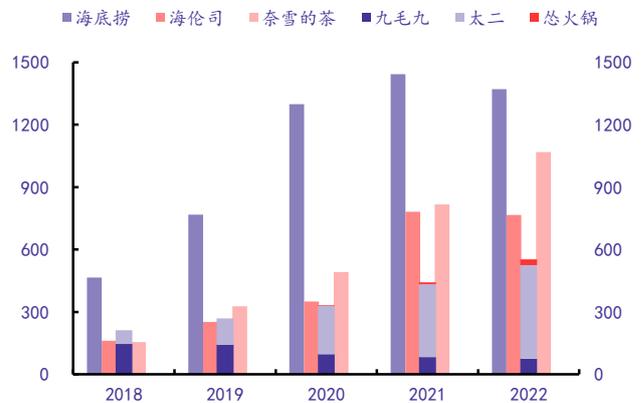
疫情期间餐饮门店数量持续收缩，1Q23 门店数量止跌回升。餐饮行业线下场景依赖度较高，受疫情冲击，2020-2022 年餐饮行业供给持续收缩。据番茄资本数据，2020-2022 年末全国餐饮门店数量分别为 879/863/775 万家，同比-12%/-2%/-10%。1Q23 全国餐饮门店数量止跌回升，门店数量较 2022 年末净增加 13 万家，表明加盟商投资信心逐步回升。

图 25：2019-2023 年 5 月社零总额、餐饮收入及商品零售 yoy



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

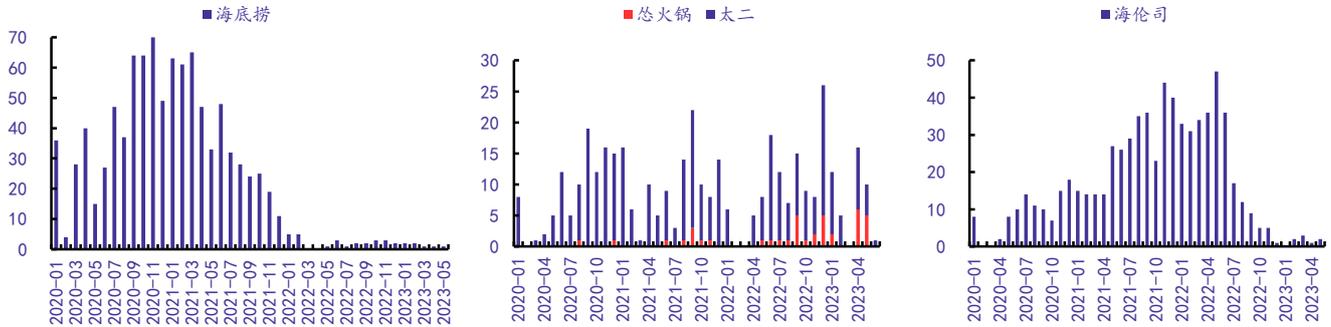
图 26：2018-2022 年部分品牌门店数量 (家)



资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

餐企的复苏主要由开店扩张和同店修复共同驱动。拓店节奏方面，在 2022 年餐企拓店态度转为谨慎保守后，2023 年拓店计划也较为稳健，太二/怂火锅/海伦司 2023 年目标开店分别为 120/25/200 家。我们认为各餐企 2023 年更关注门店质量的提升，就当前经济形势来看，短期大规模扩张概率较低。太二、怂火锅在其它品牌拓店放缓时，2023 年 1-5 月分别新开店 13/31 家，实现快速扩张，体现出较强品牌势能和强成长性。对于国家消费刺激政策的预期，有望带动内需恢复，提振加盟商信心，让开店逻辑回归餐饮品牌。

图 27：2020-2023 年 6 月部分品牌当月开店数量（家）



资料来源：窄门餐眼，中国银河证券研究院

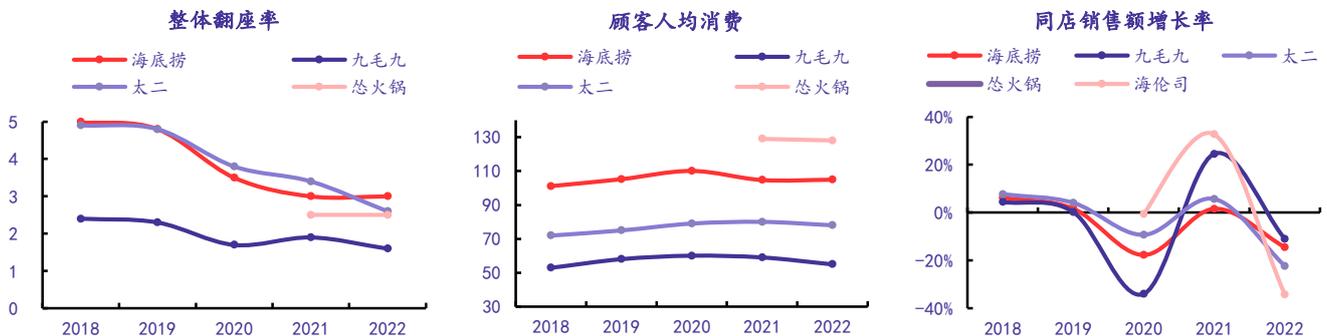
表 8：部分餐饮企业拓店情况

	2022 年拓店	2023 年计划拓店
太二	净开店 110 家，其中新开 120 家	120 家，其中国际开业 15 家
怂火锅	新开 18 家	25 家
海伦司	净开店 15 家，其中新开 180 家	200 家
海底捞	净开店 22 家，其中新开 24 家	1Q23 新开 4 家

数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

同店修复方面，同店销售额增速的反映更为直观。2022 年海底捞/九毛九/太二/怂火锅/海伦司的同店销售额增速分别为-14%/-11%/-22%/+6%/-34%，怂火锅体现出较强经营韧性。同店销售额增速的下滑一方面来自客单价的下滑，餐企通过性价比提升以应对消费力下降趋势，海底捞/九毛九/太二/怂火锅顾客人均消费分别同比+0.2/-4/-2/-1 元；另一方面来自翻台率下降，九毛九/太二翻台率分别同比下滑 16%/24%。随着线下消费场景修复，餐企客流有望迎来较快增长，带动翻台率回升。

图 28：2018-2022 年部分品牌同店修复情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

从直营扩张转向加盟/类加盟模式，各品牌开始探索更优商业模式。伴随着疫情的持续，各品牌直营门店受到冲击，部分品牌放弃风险高、扩张慢、后端沉重的直营连锁模式，开始探

索加盟/类加盟模式，以优化盈利模式、转移拓店风险、提升经营灵活性。海伦司于 2022 年 5 月启动了“事业合伙人计划”，进行初步探索。门店模型经过一年的打磨后，海伦司于 2023 年 6 月推出“嗨啤合伙人计划”，该模式更加完备、面向范围更广，通过三种店型和完善的梯级收益政策快速实现品牌向空白市场的渗透。此外，喜茶也在 2022 年 11 月开放了小范围加盟。品牌餐企在加盟扩张的同时，更注重品牌精益求精发展。海伦司虽然是加盟合伙模式，但为了控制品质、维护品牌形象，采用全托管运营。我们认为伴随多个餐饮品牌开放加盟/类加盟制，未来 2-3 年将是强势能品牌开店提速的最佳阶段，行业连锁化率提升有望延续，强势能品牌餐企有望受益。

图 29：海伦司“嗨啤合伙人计划”



资料来源：公司微信公众号，中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 假期旅游人次恢复率.....	2
图 2: 假期旅游收入恢复率.....	2
图 3: 2010-2019 年暑假期间景区板块超额收益情况	3
图 4: 近年央企考核指标	4
图 5: 各景区上市公司期间费用率对比	4
图 6: 文旅产业链概况梳理.....	5
图 7: 澳门博彩毛收入当月值及增速 (截止 2023 年 5 月)	5
图 8: 澳门博彩人均博彩消费 (截止 2023 年 5 月)	5
图 9: 访澳旅客人次及恢复率 (截止 2023 年 5 月)	6
图 10: 访澳内地旅客人次及恢复率 (截止 2023 年 5 月)	6
图 11: 1Q23 六大博企营收恢复率.....	7
图 12: 1Q23 六大博企 EBITDA Margin 恢复率	7
图 13: 港股博彩企业 EV/EBITDA 估值及情况	7
图 14: 2022 年中国外贸出口结构 (按地区)	9
图 15: 2017-2022 年中国对不同区域出口增速	9
图 16: 免税销售本质上是一种常态化的消费券 (对比消费券)	10
图 17: 2016-2022 年中国酒店客房数及变化.....	13
图 18: 2016-2022 年中国酒店连锁客房数和连锁化率	13
图 19: 2018-1Q23 国内旅游人次、收入及 yoy	13
图 20: 2022-2023 年 5 月 PMI 变动情况.....	13
图 21: 2020-1Q23 三大酒店集团经营指标恢复情况	14
图 22: 2019-1Q23 首旅、锦江、华住开关店情况.....	14
图 23: 2010-2022 年三大酒店集团期间费用率变化 (%)	15
图 24: 2007-2019 年三大酒店集团 RevPAR 同比变动情况	15
图 25: 2019-2023 年 5 月社零总额、餐饮收入及商品零售 yoy	16
图 26: 2018-2022 年部分品牌门店数量 (家)	16
图 27: 2020-2023 年 6 月部分品牌当月开店数量 (家)	17
图 28: 2018-2022 年部分品牌同店修复情况.....	17
图 29: 海伦司“嗨啤合伙人计划”.....	18

表格目录

表 1: 重点景区公司 1Q23 业绩概览, 单位 (亿元)	3
表 2: 景区公司实控人情况	4
表 3: 各地方政府对企业赴海外参展补贴政策	8
表 4: 2019 年以来扩大国内市场需求相关政策文件中免税部分表述	10
表 5: 各地方政府对企业赴海外参展补贴政策京沪市内免税店市场规模预测	11
表 6: 海南离岛免税政策调整历程	12
表 7: 三大酒店集团拓店计划	14
表 8: 部分餐饮企业拓店情况	17

分析师简介及承诺

顾熹闻，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangm