

社会服务

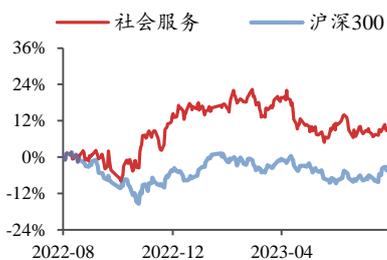
2023年08月06日

投资评级：看好（维持）

奥莱“品牌+折扣”具抗周期属性，瑞幸营收反超星巴克

——行业周报

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《6月韩免销售额同环比下滑，欧莱雅业绩稳步增长—行业周报》-2023.7.30

《奈雪的茶开放合伙加盟，锦波生物登陆北交所—行业周报》-2023.7.23

《多景区业绩超额修复，科思股份新品亮相向合成生物学更广阔领域迈进—行业周报》-2023.7.16

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

李睿娴（联系人）

liruixian@kysec.cn

证书编号：S0790122120005

● **免税/奥莱专题：市内免税有望迎发展良机，“品牌+折扣”具较强抗周期属性**
免税：2021年中国市内免税销售额达6亿元，仍处于起步阶段，选址灵活、品类丰富、体验多元等优势显著，对标韩免成长空间广阔。展望未来，随出境游持续复苏叠加国民消费力提升，国人离境市内免税、购物额度、经营主体等现阶段政策限制有望逐步放款，进一步打开中国免税市场空间，助力消费回流。

奥特莱斯：具备较强抗周期属性。疫情期间各零售业态均受到影响，但奥莱表现优于其他业态，多项目在2020、2021年逆势上涨，2022年整体零售业态有所调整，但奥莱业绩明显优于其他业态。国内奥莱项目连锁化率达到70%，行业集中度提升，龙头企业在拿地立项和物业开发、品牌组织和供应链控制、运营管理和效率提升等方面具备明显竞争优势，扩张速度加快。

● **出行/餐饮：出境游市场复苏态势良好，瑞幸营收反超星巴克**

出行/免税：出境游市场复苏呈现“由近及远”的特征，中国香港和中国澳门是出境游主要目的地，接待出境游游客共占比77.56%。经济发达省市游客成为出境游主力军。**访港数据追踪：**本周(7.30-8.5)内地访客总入境人次达802917人，环比+14%，日均14.7万人，恢复至2019年月度(8月)日均的127.8%。**餐饮：**截至2023Q2瑞幸咖啡总门店数达到10836家，2023Q2总营收折合8.55亿美元，首次在营收上实现对星巴克中国(8.22亿美元)的反超，9.9促销在成本微增的前提下实现了用户规模和销量的大幅增长。

● **餐饮/美丽：爱美客2023H1预计归母净利润+60-70%，小崧产品亮相电子烟展**

餐爱美客：2023H1预计实现归母净利润9.35-9.95亿元yoy+61%~+67%，推出“如生天使”丰富产品矩阵，相比濡白天使，专利技术加持改进产品工艺，更适合浅层注射，有望打开再生系列第二成长曲线。**电子烟：**SONG VAPE亮相2023 IECIE雅加达电子烟展，小崧股份凭借全产业链、自主研发、一带一路丰富渠道优势，近年出海迪拜、哥伦比亚、白俄罗斯电子烟市场，已获得多国客户订单。

● **本周社服板块整体上涨，检测、餐饮类领涨**

本周(7.31-8.4)社会服务指数上涨0.24%，跑输沪深300指数0.46pct，在31个一级行业中排名第18；2023年初至今社会服务行业指数-6.43%，低于沪深300指数的3.85%，在31个一级行业中排名第26。本周(7.31-8.4)检测、餐饮类标的领涨。

受益标的：小崧股份、银都股份、水羊股份、科思股份、大丰实业、佳禾食品、倍加洁、医思健康、复星旅游文化、科锐国际、北京城乡、外服控股、中国中免、海伦司、九毛九、康冠科技、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、首旅酒店、中国黄金、米奥会展。

● **风险提示：**项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

目录

1、免税专题：市内免税新政值得期待，发展空间广阔.....	4
2、奥特莱斯：“名品+折扣”，具备穿越周期之韧性.....	8
3、出境游市场复苏态势良好、内次访港再创新高.....	12
3.1、出境游市场复苏由近及远，经济发达省市游客成主力军.....	12
3.2、航空：国内民航全面复苏，国际航班持续恢复.....	13
3.3、访港数据追踪：内地访港再创新高，全球访港持续恢复.....	13
4、餐饮：瑞幸营收反超星巴克，9.9 促销不降利润反增收入.....	14
5、爱美客：2023H1 预计归母净利润 yoy+61%~+67%，推出新品“如生天使”有望打开再生系列第二成长曲线.....	15
6、电子烟：SONG VAPE 亮相 2023 IECIE 雅加达电子烟展.....	16
7、行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘.....	17
7.1、行业跟踪：本周社服板块整体上行.....	17
7.2、社服标的表现：本周（7.31-8.4）检测、餐饮上涨排名靠前.....	18
8、风险提示.....	20

图表目录

图 1：韩国海外游客机场免税客流转化率较高.....	5
图 2：韩国国内游客市内免税客单价较高（单位：美元）.....	5
图 3：2021 年中国市内免税销售额为 6 亿元.....	5
图 4：国内免税市场中市内免税份额较低.....	5
图 5：疫情前国内入境外国旅客规模持续上升.....	6
图 6：韩国免税市场市内免税占据主导.....	6
图 7：2023H1 内地居民出入境人次恢复至 2019 年的 61%.....	8
图 8：奥特莱斯年销售额超过 10 亿元项目逐年增多.....	9
图 9：长三角、西部和西南地区在运营奥莱项目数量排名前三.....	9
图 10：一二线城市奥莱数量占比较高.....	10
图 11：郊区奥莱数量占比较高.....	10
图 12：2022 年奥特莱斯业态增长 8%.....	11
图 13：疫情三年奥特莱斯业态表现明显优于其它零售业态.....	11
图 14：2012-2019 年 Prada 和 Salvatore Ferragamo 库存周转天数变化都呈现明显增加的趋势.....	11
图 15：2023 上半年港澳成为出境游热门目的地.....	12
图 16：单个目的地平均停留时间 TOP10.....	12
图 17：2023 上半年出境游主要客源城市占比 TOP10.....	12
图 18：东部地区出国目的地数量及停留时间领先.....	12
图 19：国内客运执行航班量恢复至 2019 年同期 109.5%.....	13
图 20：国际客运执行航班量恢复至 2019 年 48.8%.....	13
图 21：近一周内地/全球访港人数环比+14%/+5%.....	13
图 22：近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 127.8%/80.4%.....	14
图 23：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+31.9%/+19.8%.....	14
图 24：2023Q2 门店数突破万家，且开店明显加速.....	15
图 25：9.9 优惠下公司门店经营利润率仍维持高位.....	15
图 26：电子烟产业分工庞大.....	16
图 27：小崧股份已取得电子烟核心产业链牌照全覆盖.....	17

图 28: 本周 (7.31-8.4) 社服板块跑输沪深 300 (%)	17
图 29: 2023 年初至今社服板块走势弱于沪深 300 (%)	17
图 30: 本周 (7.31-8.4) 社会服务在一级行业排名 18 (%)	17
图 31: 2023 年初至今社会服务在一级行业排名第 26 (%)	18
图 32: 本周 (7.31-8.4) 国缆检测、西安饮食领涨 (%)	18
图 33: 本周 (7.31-8.4) 峨眉山 A、天目湖跌幅较大 (%)	18
图 34: 本周 (7.31-8.4) 西安饮食、国缆检测、金陵饭店净流入额较大 (万元)	19
图 35: 本周 (7.31-8.4) 曲江文旅、黄山旅游、苏试试验净流出额较大 (万元)	19
表 1: 市内免税业态分布一览	4
表 2: 中国市内免税政策风向积极	6
表 3: 奥特莱斯进入中国后经历探索、兴起、快速扩展、提质增效四个阶段	9
表 4: 盈利预测与估值	19

1、免税专题：市内免税新政值得期待，发展空间广阔

我国现有进境和离境两类市内免税店，中免独享离境市内免税牌照。现阶段国内免税业态主要分为口岸免税、离岛免税、市内免税三种业态，其中市内免税店主要向符合海关免税验放规定的出入境游客提供免税购物服务。目前国内共有18家市内免税店，根据消费场景和目标客群可以细分为针对本国公民的归国市内免税店（有180天内消费的时间限制和5000元的额度上限）、针对外籍人士和港澳台同胞的离境市内免税店（无消费额度限制）两种类型。从市内免税经营主体看，特许经营资质构成行业壁垒，其中中免独享北京、上海、大连、厦门、青岛五个热门城市的离境市内免税牌照，并于2021年通过收购港中旅获得旗下中侨市内免税店经营权形成板块互补，2022年12月8日恢复营业，完成首笔销售；中出服在市内免税领域布局较早，拥有哈尔滨、大连、北京等国内12个城市归国市内免税店经营资质。

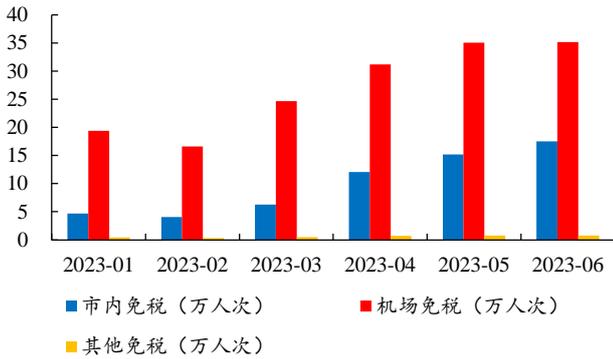
表1：市内免税业态分布一览

类型	适用对象	经营主体	门店分布	购物限额	提货方式	批准设立时间
归国市内免税店	外国离境旅客	中出服 中侨免税	哈尔滨、大连、北京、青岛、郑州、上海、杭州、南京、重庆 哈尔滨（2022年12月8日正式营业）	5000元	即买即提	1980年后国务院陆续批准设立
出境市内免税店	本国入境公民（180天内） 出境国内居民	中国中免	北京、上海、青岛、厦门、大连	不限	指定口岸提货	1988年后国务院批准设立北京市内免税店，1999年批准在另外4个城市设店
				政策尚不明确		

资料来源：中国中免官网、中出服官网、中国中免投资者关系公众号、发改委、开源证券研究所

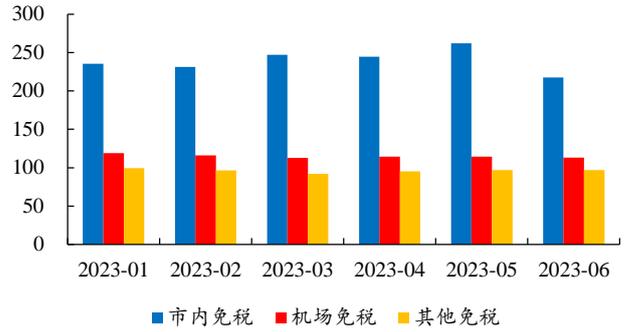
市内免税店具备择址灵活、品类丰富、体验多元等差异性优势。机场免税店拥有交通枢纽的垄断客流优势，旅客购物动线规划合理下游转化率较高，但受机场安检、值机环节影响，旅客预留购物时间相对有限，同时受制于门店空间限制，可选商品品类相对较少，一定程度上降低旅游购买意愿。市内免税店选址上具备更大灵活性，多数门店位于城市繁华商圈，可有效突破境外游客购物空间和时间限制；另外门店租金成本较低，门店规模较大，可提供更加宽敞的展区面积，视觉空间可塑性强，搭配覆盖程度更广的品类、品牌矩阵，游客消费体验提升效果明显，同时可向顾客释放更多优惠政策，从而带来市内免税的较高客单价。以韩国免税市场为例，首尔市内免税店货品齐全，特别是包袋、珠宝、腕表奢侈品SKU丰富，对于消费者购物吸引力更强，根据KDFA，2023上半年韩国机场免税国人购物人次相对较高，但市内免税客单价高于其他渠道。目前国内机场免税店现有品类结构与经营面积，较难实现转化率与客单价的较大提升，市内免税落地可在品类品牌、购物时间和购物场景上与机场免税形成互补，与机场免税共同做大免税市场蛋糕，释放国民消费潜力，有望解决高线城市免税市场发展瓶颈。

图1: 韩国海外游客机场免税客流转化率较高



数据来源: K DFA、开源证券研究所

图2: 韩国国内游客市内免税客单价较高 (单位: 美元)



数据来源: K DFA、开源证券研究所

中国市内免税规模较小, 仍处于起步阶段。 归国免税店和出境免税店具有本质不同的经营逻辑: (1) 归国市内免税主要满足国内居民补购性需求, 早年设立动机为防止消费外流和锁定外汇, 但易冲击本地有税零售市场, 国内渠道商抵制情绪较强, 门店规模、商品经营范围、购物额度始终受限, 供需两侧限制均较大, 自90年代中期后逐步走向沉寂。(2) 当前出境市内免税店截留海外消费, 2019年前我国入境外国旅客规模呈稳步上升态势, 体量可观且无消费上限, 但出境免税店品类以进口的欧美韩香化类品牌为主, 国产品牌品类少、影响力低、价格竞争力弱, 对海外游客的吸引力较低。根据弗洛斯特沙利文, 2021年国内市内免税业态销售规模为6亿元, 免税市场份额仅为1.25%, 市场仍处于培育期。

图3: 2021年中国市内免税销售额为6亿元



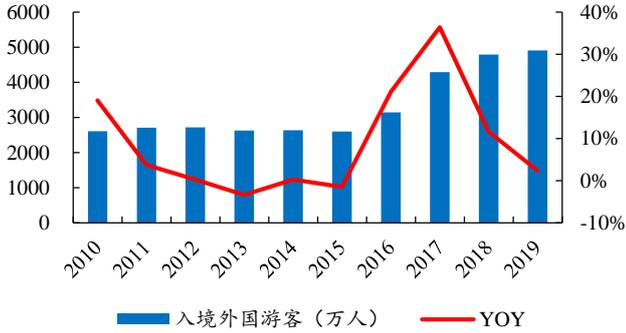
数据来源: 弗洛斯特沙利文、开源证券研究所

图4: 国内免税市场中市内免税份额较低

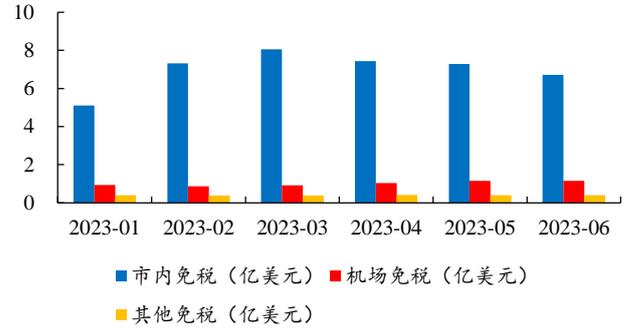


数据来源: 弗洛斯特沙利文、开源证券研究所

对标韩国免税市场, 中国市内免税发展空间广阔。 韩国自1979年首次引入市内免税制度后, 已形成乐天、新罗和新世界三家免税巨头垄断格局, 旗下市内免税店多依托首尔繁华商圈, 交通发达, 空间布局、门店规模、商品品类等方面都优于机场免税店。2023H1韩国市内免税和机场免税销售额占比分别为83%和12%, 其中从韩国本国免税消费市场看, 其在首尔市内免税店和机场店销售额占比为36%和40%, 市内免税亦已成为本国免税消费重要贡献。

图5：疫情前国内入境外国旅客规模持续上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：韩国免税市场市内免税占据主导


数据来源：KDFA、开源证券研究所

市内免税进入政策调整期，有望迎来发展新机遇。长期以来，政府对开放市内免税经营持审慎态度，政策层面仍是制约市内免税发展的第一因素。近年我国免税业发展定位从吸引境外游客来华消费、向吸引消费回流、服务扩大内需转变；行业管理从强调集中管理，向推动市场多元主体竞争转变；免税业态将从以口岸免税为主导，向由口岸免税、离岛免税和市内免税三足鼎立发展转变，三重转变有望催化政策加速落地。

中央层面，2020年发改委等23个部门联合印发《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》，提出完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，明确“服务境外人士和我出境居民并重”，国人离境市内免税政策有望提上日程。

地方层面，多省市出台鼓励免税店发展的相关政策，预计将引进供应链资源、会员储备深厚的本地零售企业作为新免税运营商，形成良性竞争的发展协同优势，尤其是加快广州、深圳、成都等出入境客流量较大、本地消费需求存在溢出效应城市的新一批免税牌照落地节奏，全国范围免税店空间分布有望得到优化。疫情影响下政策出台进度延后，当前市内免税政策限制仍未放宽，未来在准入牌照、适用人群、购物额度、商品品类上有较大的改善空间，但参考海南离岛免税政策自2011年实施以来历经10次调整优化的演变路径，我们预计市内免税市场完善也是长期的过程，政策出台节奏仍需进一步跟踪。

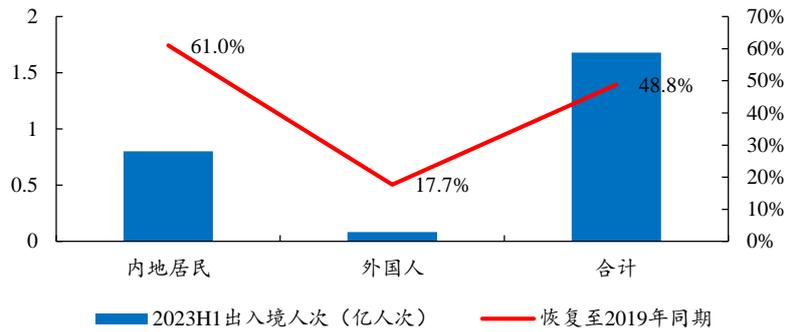
表2：中国市内免税政策风向积极

发布时间	文件名称	发布主体	发布内容
2020.02	《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》	发改委	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。
2021.12	《“十四五”国内贸易发展规划》	商务部	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色免税店。
2022.01	《“十四五”现代流通体系建设规划》	发改委	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色免税店。
2022.04	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	国务院	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色免税店。
2020.4	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	上海市政府	支持免税品经营企业增设市内免税店。
2021.03	《罗湖区产业发展“十四五”规划（征求意见稿）》	深圳罗湖区	拟打造跨境消费中心，加快推进国贸免税城项目，建设粤港澳大湾区免税城。积极争取市内免税政策落地，支持有条件的龙头企业申请免税品经营资质，高标准

发布时间	文件名称	发布主体	发布内容
			建设"两店三税五平台"。
2021.03	《广东省 2021 年提振重点消费的若干措施》	广东省政府	出台消费中心城市建设指导意见，加快建设具有地方特色的市内免税店。
2021.09	《陕西省商务发展"十四五"规划》	陕西省商务厅	加快西安市内免税店开业，对标韩国、日本等国市内免税店发展经验实施高标准经营，设置国际品牌商品、陕西特色商品等多元商品陈设柜台，推动市内购买与机场提货等购物流程衔接。增加离境退税商店密度，优化离境退税流程与服务。
2022.01	《促进全省消费扩容升级三年行动方案（2021—2023 年）》	湖北省商务厅	湖北省将支持武汉申报建设进境和市内免税店，新改建 8 条省级示范步行街(特色商业街)、20 条县市级特色商业街。
2022.02	《深圳市关于加快建设国际消费中心城市的若干措施》	深圳市政府	争取国家政策支持，推动建设具有深圳特色的市内免税店，引导境外消费回流。
2022.07	《深入推进中国（湖南）自由贸易试验区改革创新若干措施》	湖南省发改委	支持自贸试验片区与国(境)外机构合作建设涉外消费区域，大力引进国内外新零售品牌总部和区域总部，争取在自贸试验区设立特色市内免税店。
2022.09	《关于加快培育"四川消费"品牌推进国际消费目的地建设的意见（征求意见稿）》	四川省商务厅	加快发展免税经济，拓展离境退税和免税业务，支持成都创建市内免税店试点城市，布局设立一批市内免税店、口岸免税店、离境提货点。
2023.02	《关于打好经济增长主动仗实现经济运行整体好转的若干政策措施》	湖南省政府	对在省内设立中国(内地)首店、湖南首店并签订 2 年以上入驻协议的，给予落户奖励。争取 2023 年在湖南开设免税店。

资料来源：中央和地方政府各部委官网、开源证券研究所

出境游持续恢复叠加国人奢侈品消费提升，市内免税长期支撑力显现。（1）市内免税市场与出入境客流关联性强，随着 2023 年初出行管理政策优化和国际航线供给逐步恢复，内地居民出入境和旅游消费意愿实现阶段性修复提升，根据国家移民管理局，2023 上半年全国移民管理机构共查验出入境人员 1.68 亿人次，恢复至 2019 年同期的 48.8%，其中内地居民和境外人士出入境人次分别恢复至 2019 年 61%和 17.7%，我们预计后续有望延续向好复苏。（2）国内高收入群体消费力持续上升，中国内地奢侈品市场发展潜力较大，根据 BoF Insights 报告，中国消费者在全球时尚和美容奢侈品支出预计在 2025 年超过疫情前水平，并在 2027 年达到 1310 亿美元，其中大陆市场将占据全球三分之二的奢侈品消费。展望未来，我们预计随出境游持续复苏，内地居民有望成为市内免税主要潜在客群，国人出境市内免税政策落地将进一步补充国内免税市场区位、场景、商品供给，对海外奢侈品消费的替代效应明显增强。

图7：2023H1 内地居民出入境人次恢复至 2019 年的 61%


数据来源：Wind、国家移民管理局、开源证券研究所

2、奥特莱斯：“名品+折扣”，具备穿越周期之韧性

奥特莱斯最早诞生于美国，距今已有 100 年历史，真正有规模的发展是从 1970 年左右开始的。最早是“厂家直销店”，专门处理工厂尾货，后来逐渐汇集，后逐渐汇集形成类似 shopping mall 的大型奥特莱斯购物中心，并逐渐发展成为独立的零售业态。

奥莱 2002 年进入中国以后，到目前主要分为探索、兴起、快速扩展、提质增效 4 个阶段：

2002—2005 年：探索阶段。2002 年北京燕莎奥莱开业，为中国奥莱行业发展序幕。这一阶段，中国每年新开业的奥莱项目只有 1-2 个，街区型的奥莱项目很少，且主要集中在北京等少数城市。对于奥莱了解的消费者很少。

2006 年—2012 年：兴起阶段。百联股份旗下上海青浦奥莱于 2006 年开业，多年位居中国奥莱项目年度销售冠军。砂之船首个奥莱项目于 2008 年开业，并发展成为中国最早布局轻资产业务的奥莱运营商之一。杉杉选择与奥莱运营经验丰富的日本三井不动产合作，于 2011 年在大本营宁波开出了第一个奥莱项目。意大利 RDM 将第一个项目选址于位于北京天津市区之间的武清，该项目已多年位居中国奥莱项目年度销售亚军。2009 年，首创置业和中国基建成立合资公司奥特莱斯（中国），开始进行全国奥莱布局。这一阶段，中国奥莱运营商开始积累奥莱项目选址、招商和运营等方面的经验，行业发展速度开始加快，但每年新开业的奥莱项目仍不到 10 家，且主要集中在一线城市和部分二线城市。和欧美奥莱项目相比，中国奥莱项目体量更大，餐饮和娱乐等体验业态占比更高。

2013 年—2020 年：快速扩张阶段。2013 年，王府井集团通过对北京赛特奥莱项目的收购进入奥莱行业，随后在奥莱行业驶入快车道。2016 年，九龙仓旗下首个奥莱项目——成都时代奥特莱斯开业，其年销售额目前在西南地区处于领先地位。2020 年，唯品会旗下第一个城市奥莱项目在合肥开业，以积极推动线上线下渠道的融合。在这一阶段，中国每年新开业的奥莱项目达到两位数，其中 2018 年更是达到 28 家。

2021 年至今：提质增效阶段。头部奥莱运营商开始大力发展轻资产业务。投资机构也开始加大关注力度，奥莱行业并购交易以及资产证券化案例不断增加。对于消费者而言，奥莱已经成为追求美好生活的重要场所。

表3: 奥特莱斯进入中国后经历摸索、兴起、快速扩展、提质增效四个阶段

时间	发展阶段
1970-1987	分散的、厂家各自主导的工厂直销店
1988-1996	逐步聚集、厂家联合主导的工厂直销店
1997-2001	集中的、开发商主导的大型休闲购物中心
2002 年至今	中国发展之路（摸索、兴起、快速扩张、提质增效）

资料来源：中国百货商业协会《2022-2023 中国奥特莱斯行业白皮书》、开源证券研究所

据奥莱行业数据统计分析：2002-2011 年，平均增幅 8%；2011-2016 年，平均增幅 17%，2016-2020 年，平均增幅达 28%。据中国百货商业协会奥特莱斯产业发展工作委员会统计，全国现有在营业奥特莱斯项目 226 个，销售额约为 2100 亿元。2022 年全年新开业奥莱项目 23 家，店数增长 11%，在所有零售业态中，店铺增长比例最高。

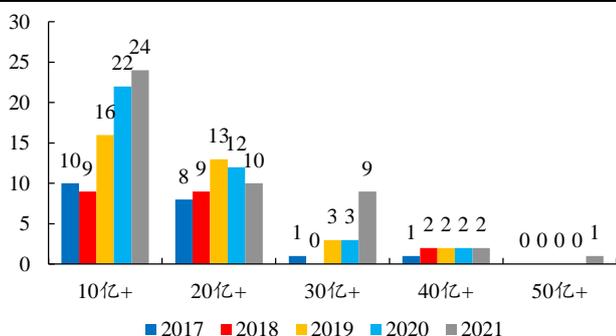
年销售额超过 10 亿奥莱项目逐年增多。近 5 年，奥特莱斯年销售额“10 亿+俱乐部”阵营日益壮大，从 2017 年的 20 家发展到 2022 年的 46 家。获得 30 亿+以上的项目数量从 2 家发展到 12 家。其中，百联奥特莱斯广场（上海·青浦）2021 年的销售业绩达 55 亿元，刷新历史纪录。

分地区来看，长三角、中部和西南地区在运营奥莱项目数量排名前三，合计占比达到 59.5%。在运营奥莱项目数量占比靠后的三个地区分别是西北、珠三角和东北地区，合计数量占比只有 26.7%。

分城市梯队来看，中国在运营奥莱项目主要集中一二线城市（包括 1 线、1.5 线、2 线、2.5 线），合计数量占比达到 85.1%。三四线城市（包括 3 线、3.5 线和 4 线）合计数量占比为 14.9%。

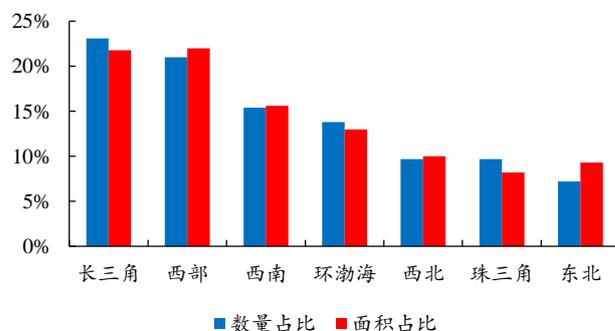
郊区奥莱数量占比较高，城市奥莱将稳步提升。中国全部在运营奥莱项目中，郊区奥莱数量占比达到 60%，高于城市奥莱和文旅奥莱占比。预计随着中国城市新区建设加快以及对于文旅 IP 资源的重视，郊区奥莱、城市奥莱和文旅奥莱界限日益模糊，伴随着中国商业地产进入存量时代，由存量商业物业改造成为城市奥莱的项目将会越来越多，城市奥莱占比将会稳步提升。

图8: 奥特莱斯年销售额超过 10 亿元项目逐年增多



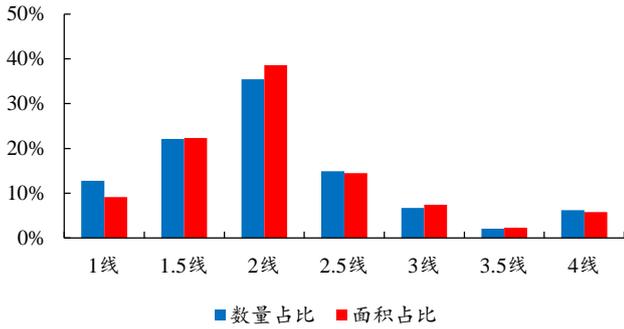
数据来源：赢商云智库公众号、开源证券研究所

图9: 长三角、西部和西南地区在运营奥莱项目数量排名前三



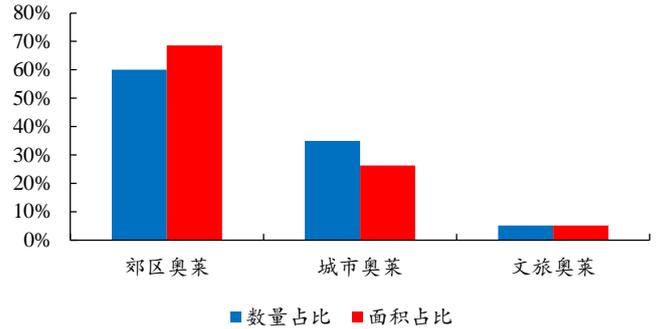
数据来源：中铁城市运营公众号、开源证券研究所

图10：一二线城市奥莱数量占比较高



数据来源：中铁城市运营公众号、开源证券研究所

图11：郊区奥莱数量占比较高



数据来源：中铁城市运营公众号、开源证券研究所

经营模式：分为联营、自营、租赁和托管模式。

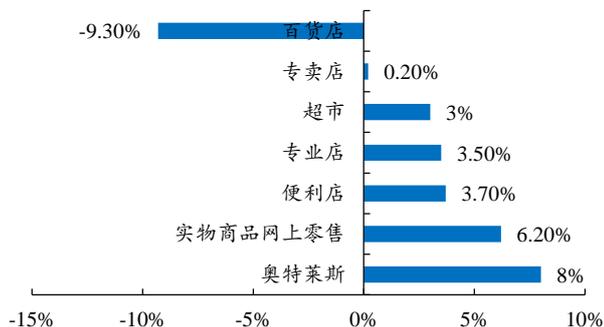
- (1) **联营模式**：奥特莱斯商场和商家签订联营合同，奥特莱斯统一收银，扣除销售提成及相关费用后返还商家。与百货运营模式相似。
- (2) **租赁模式**：奥特莱斯将商铺租给品牌商，以获取租金收入。
- (3) **自营模式**：奥特莱斯从厂商手里购买商品后自行销售获得收入。
- (4) **托管模式**：品牌厂商将人员、货品、定价、促销活动等委托给奥特莱斯管理。

其中联营模式占主导，约占74%市场份额。奥特莱斯进入中国后，国内奥莱是以具有国际品牌资源、外贸服饰代理权和运营经验的大型百货零售集团公司（百联、新世界、王府井等）或是奥莱专业运营公司（杉杉商业、砂之船、首创钜大等），采用统一收银的联营模式去发展。

强目的性购物场所，具备较强的抗周期属性，在经济由快速增长转向成熟或稳定阶段时，出现大量消费需求。疫情期间各零售业态均受到影响，但奥莱表现优于其他业态，多项目在2020、2021年逆势上涨，2022年整体零售业态有所调整，但奥莱业绩明显优于其他业态。

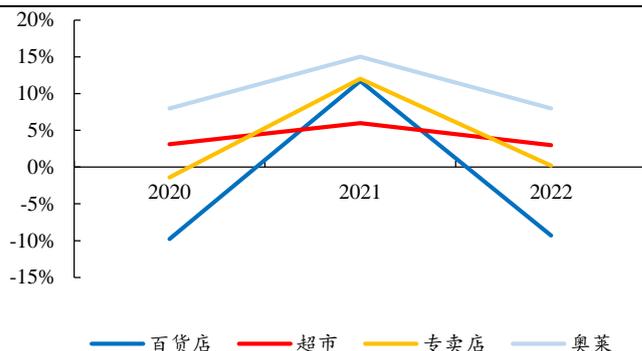
主要原因：(1) 大品牌+小价格，具有较强的聚客能力：奥莱商品性价比较高，具有丰富的品牌组合，在奥莱消费具备较强的目的性，具备较强的聚客能力；**(2) 消费群体支撑**：中产阶级是奥莱发展的基础，他们收入较高，更关注品牌和质量。在经济增长时，低层消费群体上移，在奥莱进行消费。在经济下行时，部分高层消费群体下移，在奥莱进行消费。

图12: 2022年奥特莱斯业态增长8%



数据来源: 中国百货商业协会《2022-2023中国奥特莱斯行业白皮书》、开源证券研究所

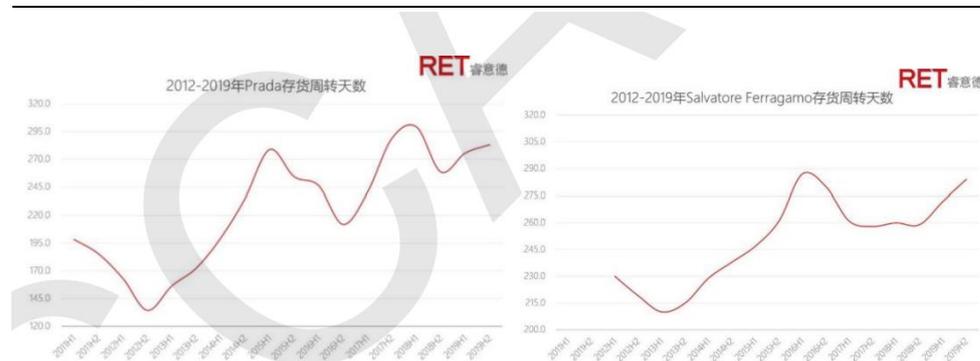
图13: 疫情三年奥特莱斯业态表现明显优于其它零售业态



数据来源: 中国百货商业协会《2022-2023中国奥特莱斯行业白皮书》、开源证券研究所

品牌生产剩余为助推力量。 奥莱业态诞生的根本动力是品牌商面临库存压力，采取消化库存的行为。随着市场扩大，知名品牌数量不断增加，商品产量也大幅提升。尽管企业普遍采用数字化等手段进行生产管理，但由于市场波动带来的不确定性，企业的生产预期和实际销量不能总是完全相符，且大部分情况下生产过剩，由此产生库存周转减缓、现金流回款变慢的问题，去库存成为必然选择。2012-2019年 Prada 和 Salvatore Ferragamo 库存周转天数变化都呈现明显增加的趋势。疫情三年，由于商场闭店、出行受限等原因，奢侈品的周转天数必然进一步增加。

图14: 2012-2019年 Prada 和 Salvatore Ferragamo 库存周转天数变化都呈现明显增加的趋势



资料来源: 中国百货商业协会《2022-2023中国奥特莱斯行业白皮书》

行业集中度提升，头部企业市占率有望继续提升。 目前国内奥莱项目连锁化率达到 70%，头部企业如砂之船（16 家）、王府井（16 家）、首创（15 家）、杉杉（14 家）、百联（9 家）、RDM 佛罗伦萨小镇（7 家）共拥有门店 77 家，占全国整体 226 家的 34%，且扩张速度仍在加快，如杉杉在 2022 年开出 3 家（深圳、南宁、徐州），砂之船 2020-2022 三年间，新开业 6 家，在 2022 年开出 2 家（南京江北、福州）。头部企业的重点门店销售能力强。年销售额在 30 亿以上的奥莱项目均为龙头企业旗下门店。集团企业在拿地立项和物业开发、品牌组织和供应链控制、运营管理和效率提升等方面具备明显竞争优势。预计头部企业通过直接开店、并购重组等方式，将会进一步提高集中度。

3、出境游市场复苏态势良好、内次访港再创新高

3.1、出境游市场复苏由近及远，经济发达省市游客成主力军

出境游市场复苏呈现“由近及远”特征。根据中国旅游研究院发布的《2023年上半年出境旅游大数据报告》，交通和签证便捷、旅游资源丰富的东亚、东南亚地区接待出境游客最多，分别占比 83.92%、8.59%。从热门目的地来看，中国香港和中国澳门是出境游主要目的地，接待出境游游客共占比 77.56%，泰国、日本、韩国等周边国家保持较高热度。从 19 个典型区域来看，游客在南亚、东南亚、中亚目的地的平均停留时间最长，分别为 2.64、2.61、2.46 天。

图15：2023 上半年港澳成为出境游热门目的地

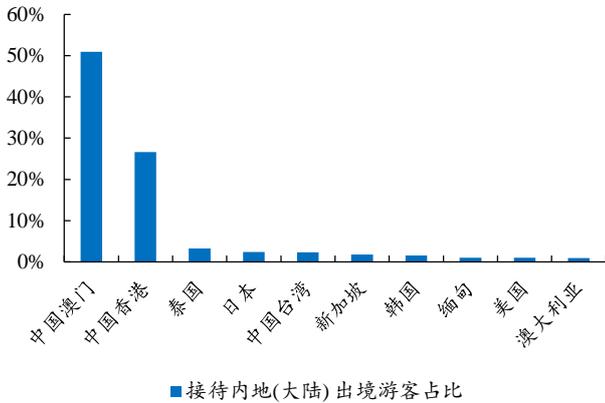
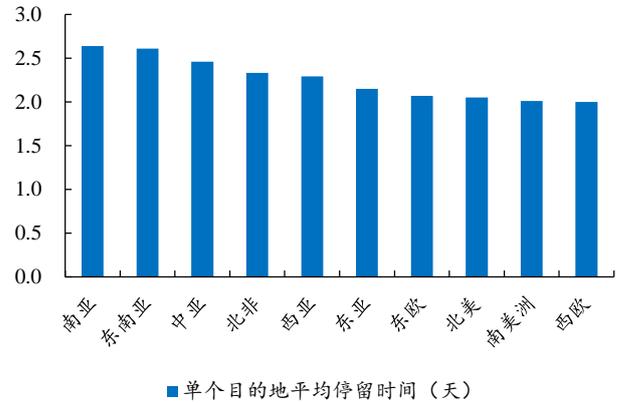


图16：单个目的地平均停留时间 TOP10



数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

经济发达省市游客成为出境游主力军。半年出境游客源地主要集中在经济发达、收入水平较高的省市，广东、上海、北京等省市游客成为出境游主力军，仅广东省的客源占比为 67.56%，超过九成的内地（大陆）出境游游客集中在客源排名前 10 的省市。内地出境游游客越来越倾向于感知和体验当地生活方式，其中东部地区出国游客停留时间超过 2 天的目的地共 145 个，占总出国游目的地数量的 70%左右。

图17：2023 上半年出境游主要客源城市占比 TOP10

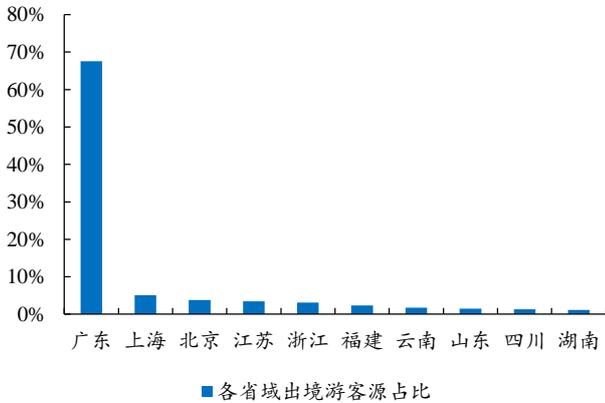
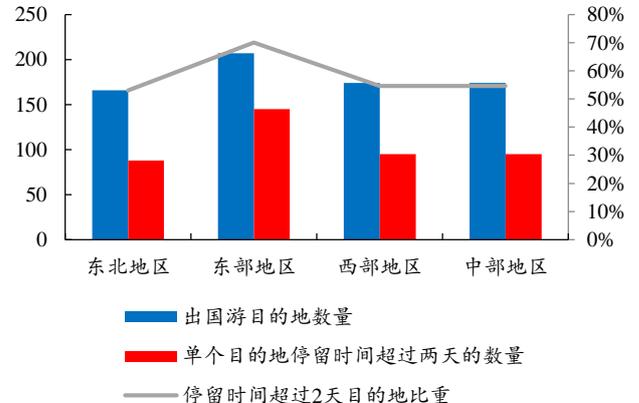


图18：东部地区出国目的地数量及停留时间领先



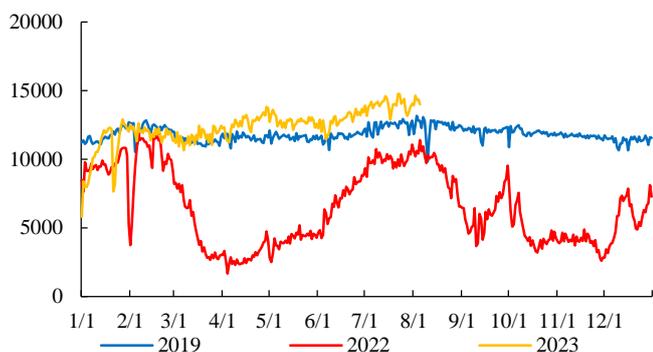
数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

3.2、航空：国内民航全面复苏，国际航班持续恢复

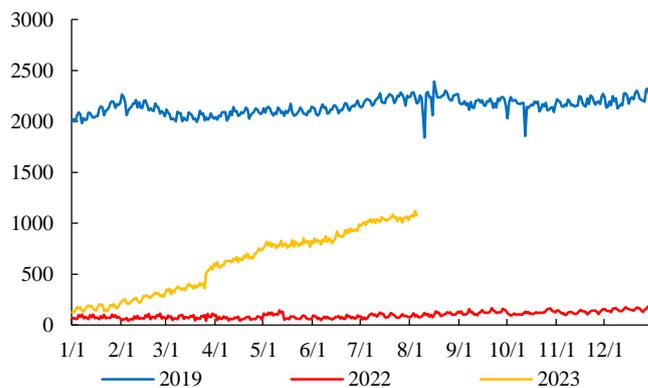
根据航班管家，2023年8月5日全国客运执行航班量15352架次，恢复至2019年同期99.9%，其中，国内客运执行航班量14006架次，恢复至2019年同期109.5%。8月整体恢复程度趋近100%，剔除异常天气影响，暑期旺季长途出行恢复成度有望进一步提升。

图19：国内客运执行航班量恢复至2019年同期109.5%



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图20：国际客运执行航班量恢复至2019年48.8%

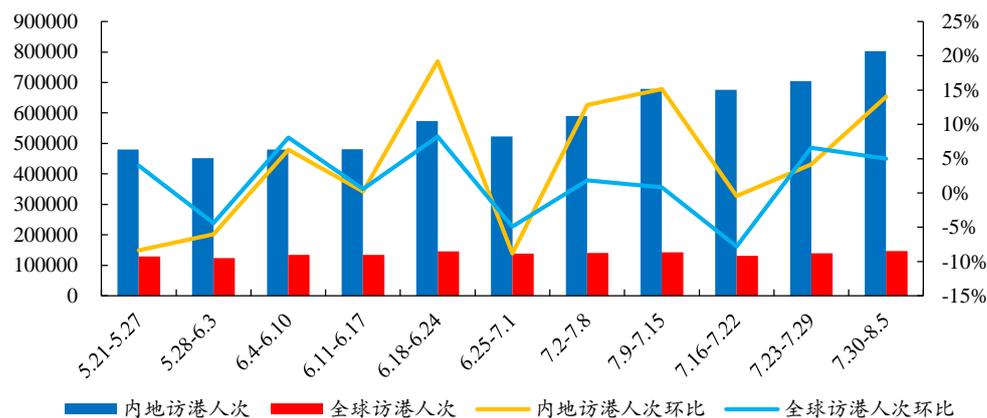


数据来源：航班管家、开源证券研究所

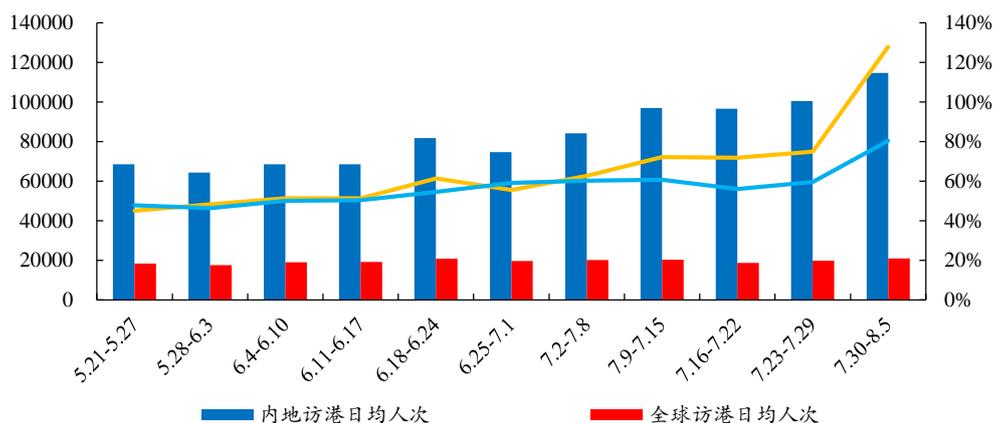
3.3、访港数据追踪：内地访港再创新高，全球访港持续恢复

本周（7.30-8.5）内地访客总入境人次达802917人，环比+14%；全球访客总入境人次（除内地外）达114702人，环比+5%。内地访客日均人数恢复至2019年月度（8月）日均的127.8%，全球访客日均人数（除内地外）恢复至2019年月度（8月）日均的80.4%。内地访港整周单日峰值16.5万人次，全球访客整周单日峰值（除内地外）达2.7万人次。

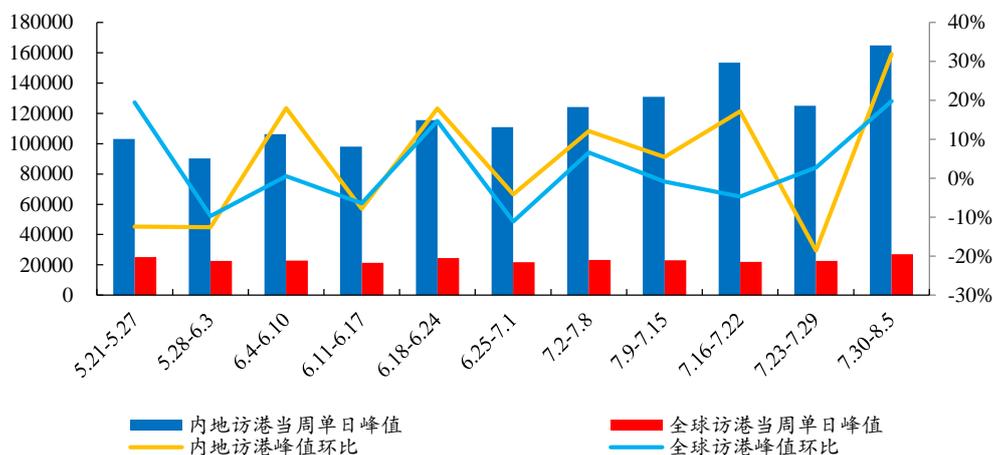
图21：近一周内地/全球访港人数环比+14%/+5%



数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图22：近一周内地/全球访港人数恢复至 2019 年的 127.8%/80.4%


数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图23：近一周内地/全球访港人数单日峰值环比+31.9%/+19.8%


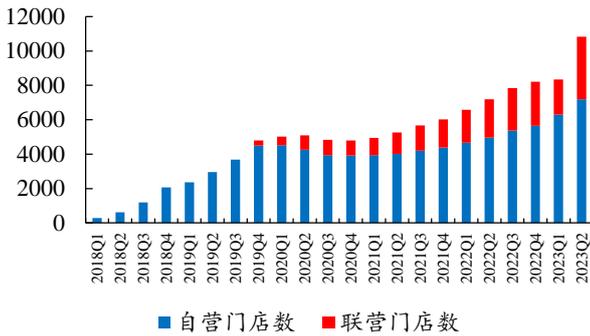
数据来源：中国香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

4、餐饮：瑞幸营收反超星巴克，9.9 促销不降利润反增收入

瑞幸咖啡 2023Q2 多项数据创下历史新高：总营收 62.01 亿元，同比增长 88.0%；GAAP 净利润为 9.99 亿元，2022 年同期为净亏损 1.15 亿元。截至 6 月 30 日，瑞幸咖啡总门店数达到 10836 家，成为首个门店数量破万的国内咖啡品牌。瑞幸咖啡 2023Q2 总营收折合 8.55 亿美元，首次在营收上实现对星巴克中国（截止 2023 年 7 月 2 日第三财季星巴克中国区营收为 8.22 亿美元）的反超。

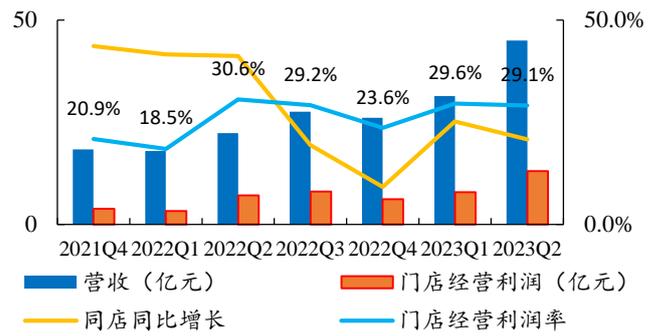
6 月 5 日，瑞幸咖啡在第 10000 家门店开业之际，同步推出了每周“9.9 元”咖啡，瑞幸咖啡此次的优惠活动并非盲目被动参战，而是基于品牌优势、规模优势、供应链优势和效率优势所带来的综合成本优势基础上的价格战略。**从结果来看，公司在成本微增的前提下实现了用户规模和销量的大幅增长。**2023Q2 整体的月均交易用户数达到 4307 万，同比增长 107.9%，而月均 APRU 为 47.99 元，仅有 9.59% 的流失。

图24：2023Q2 门店数突破万家，且开店明显加速



数据来源：瑞幸咖啡公告、开源证券研究所

图25：9.9 优惠下公司门店经营利润率仍维持高位



数据来源：瑞幸咖啡公告、开源证券研究所

5、爱美客：2023H1 预计归母净利润 yoy+61%~+67%，推出新品“如生天使”有望打开再生系列第二成长曲线

公司发布半年度业绩预告：2023H1 预计实现归母净利润 9.35-9.95 亿元 yoy+60%~+70%，扣非归母净利润 9.08-9.68 亿元/yoy+61%~+67%；其中 2023Q2 预计实现归母净利润 5.21-5.81 亿元/yoy+68%~+87%，扣非归母净利润 5.21-5.81 亿元 yoy+71%~+90%，实现亮眼增长。

推出“如生天使”丰富产品矩阵，有望打开再生系列第二成长曲线。7月27日，公司旗下“如生天使”召开线上主题发布会，解锁爱美客再生系列新品。“如生天使”核心成分为左旋乳酸-乙二醇共聚物微球(体积占比 18%)+交联透明质酸钠(81.7%)+添加盐酸利多卡因(0.3%)，以透明质酸钠凝胶作为脂肪空间代替网格支架基质，PLLA-b-PEG 微球刺激胶原再生 ECM 功能重塑，从而实现网格支架模式组织再生。

VS 濡白天使：专利技术加持改进产品工艺，相似成分配比下更适合浅层注射。

(1) **从产品成分看：**均为左旋乳酸-乙二醇共聚物微球、交联透明质酸钠、盐酸利多卡因，且各成分含量及体积占比一致。

(2) **从产品规格看：**濡白天使单只 0.75ml，如生天使单只 1.0ml。

(3) **从材料特性看：**如生天使除 PLLA、HA 分子量和分子结构差异外，还利用独家 SDAM-VAB 专利技术，通过预处理工艺和氢键调控使产品在与濡白天使成分、比例、含量相似的情况下具备三方面优势：①良好的延展性，更适合平铺填充；②软中有支撑，塑性能力强；③组织粘附性强，注射后不易发生位移。

“双生天使”作为国内首个上市的系列化再生产品，我们预计其将以更丰富的再生效果满足更多元的医美诉求，且以系列化打法推新，或可充分利用濡白现有渠道资源与认可度，降低沟通成本与推广难度，把握再生趋势。

6、电子烟：SONG VAPE 亮相 2023 IECIE 雅加达电子烟展

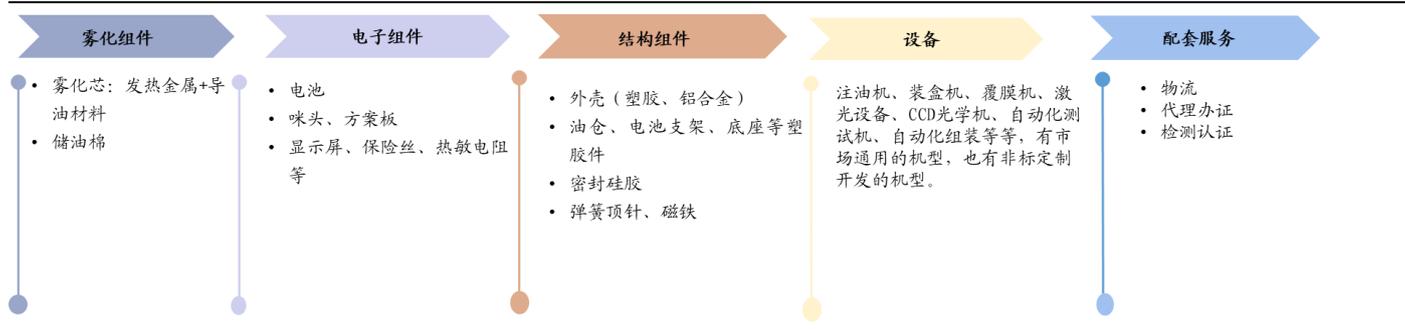
电子烟有一次性、换弹式、开放式、大烟雾等等，主要包含雾化组件、电子组件、结构组件。

雾化组件：主要是雾化芯、储油棉等，起到雾化烟油、存储烟油的作用；

电子组件：包括电池、咪头、方案板等，提供电力、把控功率、温度、自动开关等功能；

结构组件：主要是外壳，也包括顶针连接器、电池支架、密封硅胶、过滤嘴等。

图26：电子烟产业分工庞大



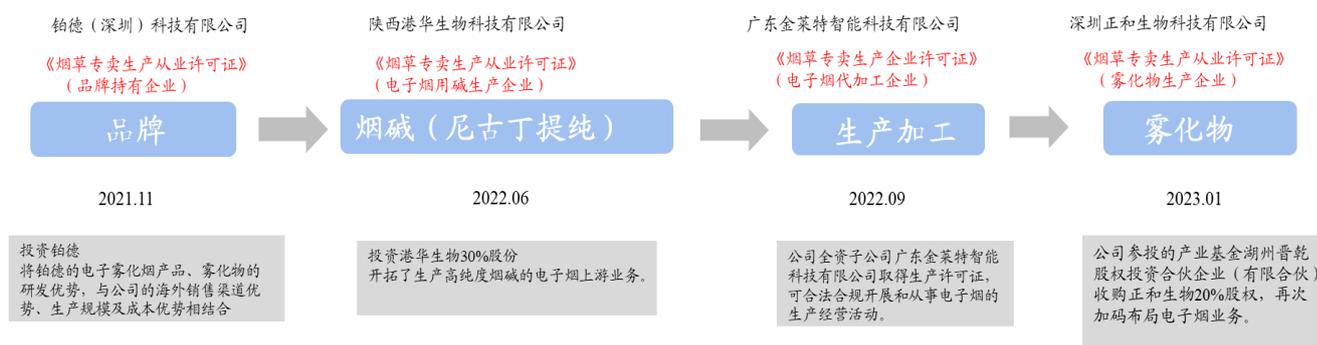
资料来源：艾邦新消费电子资讯公众号、开源证券研究所

8月3日，2023IECIE 雅加达电子烟展于当地国际展览中心(JIExpo)顺利开幕，此次展会持续3天。全球100多家电子烟品牌齐聚一堂。SONG VAPE 作为中国电子烟知名品牌，应邀参加此次国际电子烟盛会。

SONG VAPE 是国内少数已获《烟草专卖生产企业许可证》的电子烟企业，已实现电子烟核心产业环节全覆盖。小崧股份持有4张电子烟产业链许可证，分别为电子烟代加工、电子烟品牌持有、电子烟用烟碱生产及雾化物生产。业务已实现品牌、烟用烟碱、雾化物、电子烟产品等核心产业环节全覆盖。小崧股份拥有自主的科技研发实验室及自动化生产车间，与多家国际知名烟碱烟油企业深度合作，聘请专业调香师配香，味道更多样更适口。SONG VAPE 支持客户定制，产品质量高，安全有保障，会根据不同地区特色调整产品。前期已通过当地经销商零售，获取了一部分可观的印尼电子烟市场份额。

SONG VAPE 凭借全产业链、自主研发、一带一路丰富渠道优势，近年出海迪拜、哥伦比亚、白俄罗斯电子烟市场。此次印尼雅加达之行，不仅为 SONG VAPE 收获了满满订单，也为 SONG VAPE 接下来的持续出海注入了一支强心针。截止2023年5月，SONG VAPE 已与阿塞拜疆、俄罗斯、日本、印度尼西亚、法国、墨西哥、英国、阿联酋、马来西亚等多个国家的客户达成业务订单。目前，SONG VAPE 正积极向海外市场招募合作伙伴，期待与合作伙伴互惠互利，共赢市场。

图27：小崧股份已取得电子烟核心产业链牌照全覆盖



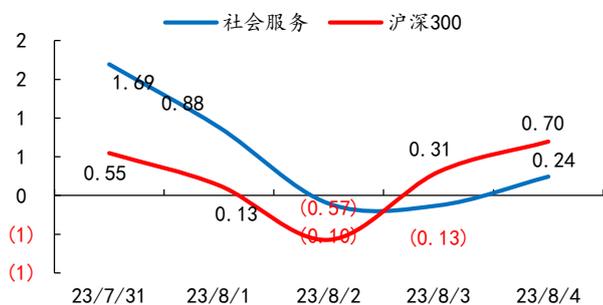
资料来源：公司公告、开源证券研究所

7、行业行情回顾：本周社服板块跑输大盘

7.1、行业跟踪：本周社服板块整体上行

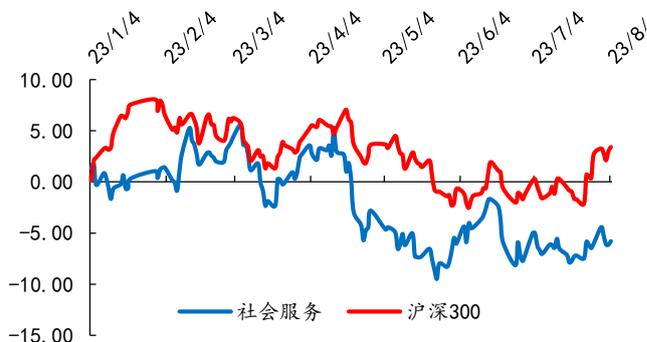
本周(7.31-8.4)社会服务指数上涨 0.24%，跑输沪深 300 指数 0.46pct，在 31 个一级行业中排名第 18；2023 年初至今社会服务行业指数-6.43%，低于沪深 300 指数的 3.85%，在 31 个一级行业中排名第 26。

图28：本周(7.31-8.4)社服板块跑输沪深300(%)



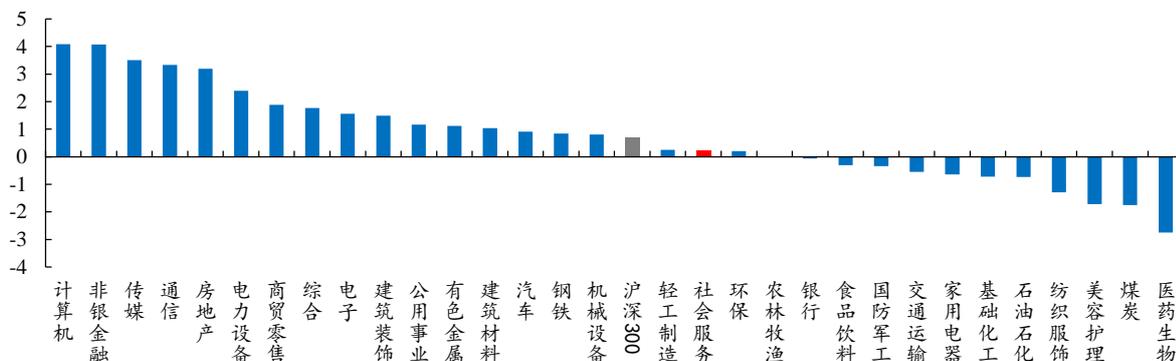
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2023年初至今社服板块走势弱于沪深300(%)



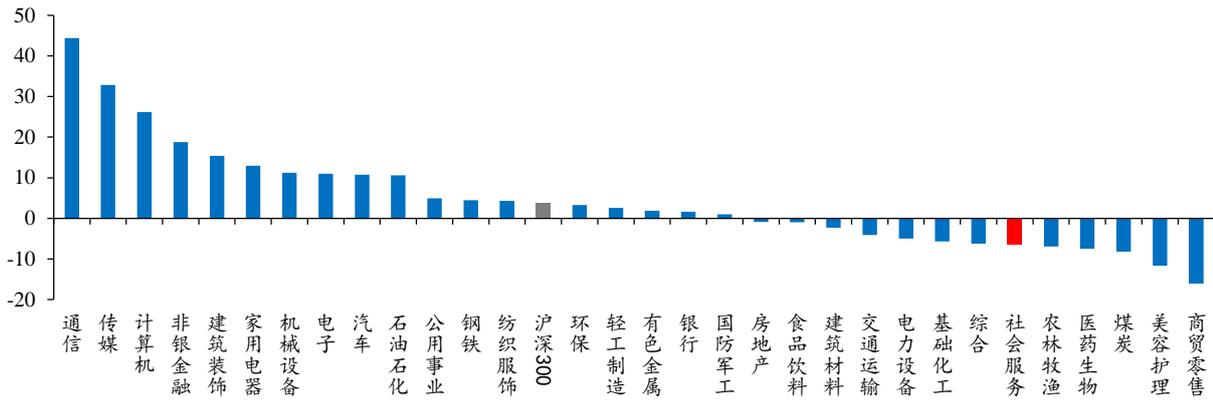
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：本周(7.31-8.4)社会服务在一级行业排名18(%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2023年初至今社会服务在一级行业排名第26（%）

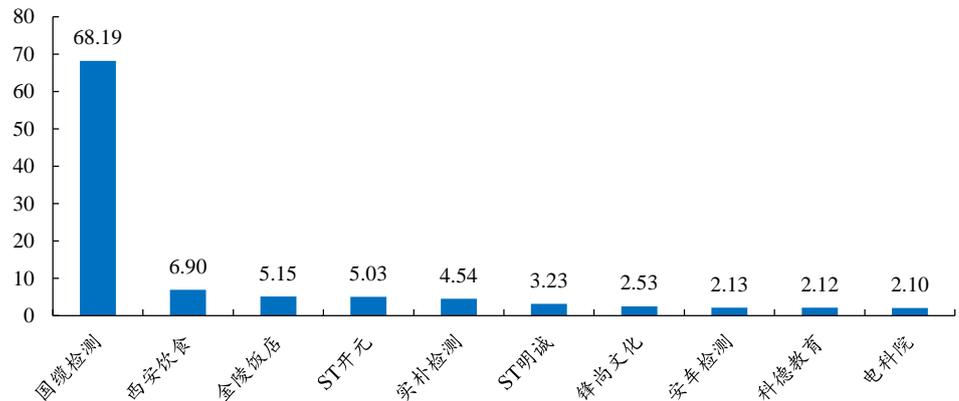


数据来源：Wind、开源证券研究所

7.2、社服标的表现：本周（7.31-8.4）检测、餐饮上涨排名靠前

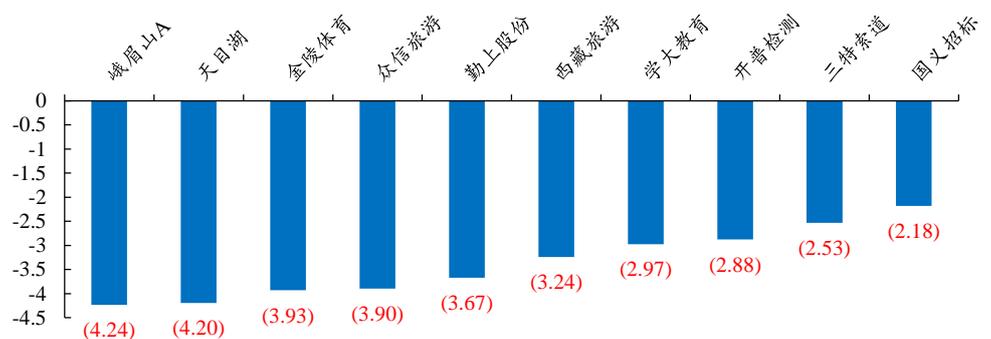
本周（7.31-8.4）涨幅前十名以检测、餐饮类为主，涨幅前三名分别为国缆检测、西安饮食、金陵饭店，跌幅前三名分别为峨眉山 A、天目湖、金陵体育。净流入额前三名分别为西安饮食、国缆检测、金陵饭店，净流入额后三名分别为曲江文旅、黄山旅游、苏试试验。

图32：本周（7.31-8.4）国缆检测、西安饮食领涨（%）

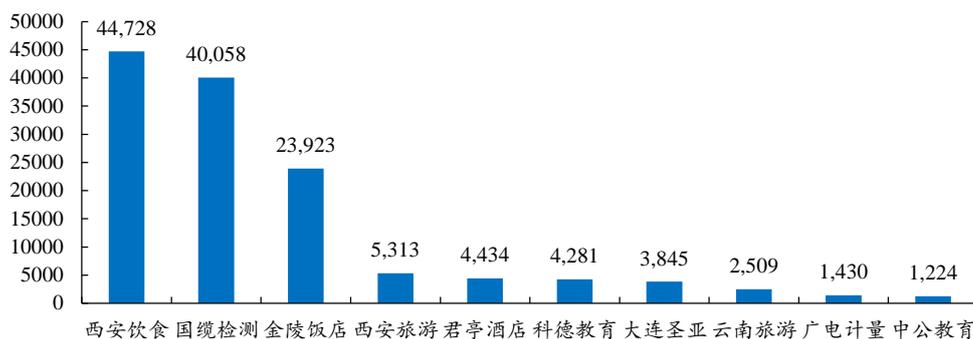


数据来源：Wind、开源证券研究所

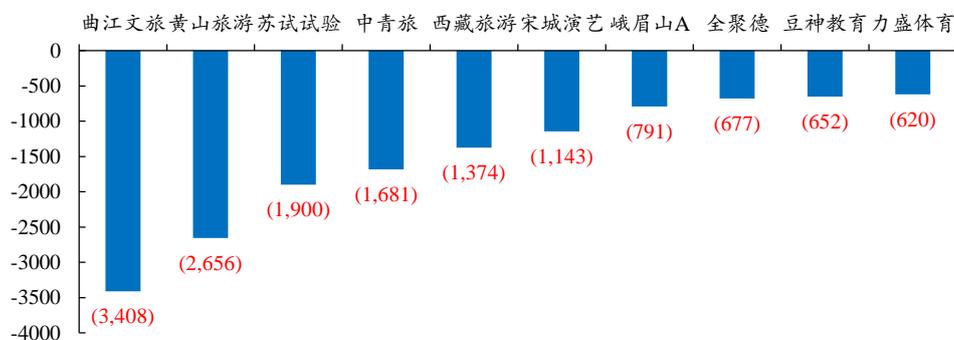
图33：本周（7.31-8.4）峨眉山 A、天目湖跌幅较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：本周（7.31-8.4）西安饮食、国缆检测、金陵饭店净流入额较大（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：本周（7.31-8.4）曲江文旅、黄山旅游、苏试试验净流出额较大（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：盈利预测与估值

代码	公司名称	2023/8/4 收盘价	EPS			PE			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
601888.SH	中国中免	125.86	4.40	6.05	7.63	28.59	20.82	16.49	未评级
2150.HK	奈雪的茶	5.19	0.17	0.36	0.53	31.40	14.52	9.74	未评级
9869.HK	海伦司	8.61	0.18	0.29	0.37	49.20	29.33	23.26	买入
9922.HK	九毛九	14.30	0.36	0.57	0.92	39.21	25.30	15.56	买入
001308.SZ	康冠科技	27.96	3.11	4.02	5.12	8.99	6.96	5.46	买入
688028.SH	沃尔德	20.93	0.72	0.92	1.08	29.12	22.64	19.36	未评级
688363.SH	华熙生物	96.82	2.59	3.32	4.11	37.40	29.17	23.53	买入
300896.SZ	爱美客	473.66	8.21	11.12	14.68	57.69	42.59	32.26	买入
603605.SH	珀莱雅	111.75	3.43	4.29	5.73	32.60	26.05	19.50	买入
300957.SZ	贝泰妮	100.98	3.21	4.13	5.39	31.48	24.45	18.75	买入
600754.SH	锦江酒店	48.69	1.46	2.12	2.58	33.40	22.99	18.87	买入
600258.SH	首旅酒店	20.51	0.72	1.01	1.22	28.59	20.26	16.84	未评级
600916.SH	中国黄金	12.03	0.59	0.71	0.83	20.23	16.86	14.56	买入
300795.SZ	米奥会展	36.93	1.69	2.37	3.18	21.85	15.58	11.61	买入
300662.SZ	科锐国际	37.80	1.81	2.37	3.01	20.87	15.98	12.57	未评级
600861.SH	北京人力	26.61	1.36	1.67	1.96	19.50	15.91	13.56	未评级

代码	公司名称	2023/8/4	EPS			PE			评级
		收盘价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600662.SH	外服控股	6.17	0.28	0.32	0.37	22.25	19.34	16.68	未评级
603059.SH	倍加洁	23.10	1.32	1.64	1.92	17.51	14.13	12.03	未评级
605300.SH	佳禾食品	22.58	0.63	0.89	1.13	35.84	25.37	19.98	买入
603081.SH	大丰实业	16.17	1.13	1.49	1.80	14.31	10.85	8.98	买入
300856.SZ	科思股份	73.74	3.54	4.72	6.34	20.83	15.62	11.63	买入
300740.SZ	水羊股份	21.80	0.80	1.08	1.29	27.25	20.19	16.90	买入
603277.SH	银都股份	25.21	1.30	1.61	1.92	19.35	15.70	13.13	未评级
002723.SZ	小崧股份	12.22	0.15	0.20	0.24	81.36	60.74	51.41	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除海伦司、九毛九、康冠科技、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、锦江酒店、中国黄金、米奥会展、佳禾食品、大丰实业、科思股份、水羊股份为开源证券研究所预测，其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期（2023 年 8 月 4 日港币兑人民币收盘价为 0.91468）

8、风险提示

项目落地不及预期，零售不及预期，行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn