

## 消费者服务

行业研究/动态报告

# 11月 PMI 数据超预期，宏观需求蓄力静待出行复苏

## —酒店业周期动态跟踪

动态研究报告/消费者服务

2021年12月01日

### 报告摘要：

**事件：**国家统计局发布11月PMI数据：其中制造业PMI为50.1%，预期49.7%，前值49.2%，环比+0.9pct，出现显著回升，时隔两个月重回扩张区间；非制造业PMI为52.3%，前值为52.4%，环比-0.1pct。

**PMI 为酒店业需求的前瞻指标，宏观经济的好转有望带动酒店需求复苏。**商旅出行为酒店业需求的重要组成部分：宏观经济景气时企业商旅活动更加频繁，带动酒店业商旅需求提升，PMI 指数和酒店行业 OCC 具备较强的相关性。具体来看，11月非制造业 PMI 环比下滑反映了国内零星疫情的影响，酒店 11 月经营数据亦难言乐观；但制造业 PMI 反映的整体宏观经济面改善带来的商旅需求提升，将在后续疫情缓解后得以释放，对酒店业经营数据形成提振。后续 PMI 的演绎对酒店业的影响值得充分关注。

**针对行业整体的供需格局，我们认为，经历 2020 年至今的供给大幅出清，行业实际供需格局已有较大优化：尽管受疫情反复下出行管控政策的影响，需求在短期内将表现为阶段性承压，但疫情形势一旦趋稳/管控放松，行业有望高弹性复苏。**具体来看，供给端：根据盈蝶咨询数据，我国酒店 2020 年底的总门店数/客房总数同比分别下滑 17.4%/13.0%；21 年后随着疫情反复，行业持续出清，同时行业整体投资情绪趋冷，增量供给亦深度承压。**需求端：**由于我国针对疫情反复实现阶段性的出行管制，国内酒店业需求端面临阶段性压力。近期 Omicron 新毒株扩散带来扰动，尽管免疫突破属性仍有待专家进一步研究，但在重症率/致死率上尚无恶化迹象，后续能够随疫苗研发得到控制的概率较大。伴随疫苗接种/特效药研发，国内防疫政策后续亦存在柔化/放松的空间。**从酒店经营数据来看，21 年后行业 ADR 修复趋势总体领先于 OCC，在疫情形势较为缓和的 Q2 季度，行业 ADR 先于 OCC 转增。**上述现象不同于一般情况下：**周期底部供给缓慢磨底出清后，OCC 先于 RevPAR/ADR 回升的周期演绎模式，或反映了疫情冲击下供给端快速/深度去化下，行业供需格局已有较大幅度的修复。**

### ● 投资建议

疫情致酒店业供给深度去化，后续随需求端复苏，将打开行业周期反转/景气回升的通道。21年疫情反复中断了行业此前的复苏预期，当前随着国内防疫态势稳定/新冠疫苗铺开/特效药研制推进，行业处于复苏预期修复重新积累期。PMI 背后彰显的宏观需求复苏将为后续疫情稳定后的酒店业需求复苏进一步助推。建议关注规模/资源优势突出，整合后管理改善明显的**锦江酒店**；依托轻模式加速扩张，业绩弹性较大的**首旅酒店**。

### ● 风险提示

新冠疫情反复，新冠疫苗接种/特效药进展不及预期，龙头拓店不及预期。

### 盈利预测与财务指标

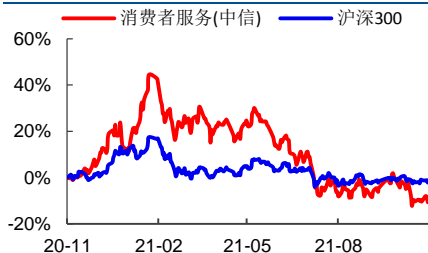
代码	重点公司	现价 11月30日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
600754.SH	锦江酒店	52.18	0.12	0.26	1.43	435	201	37	推荐
600258.SH	首旅酒店	23.20	(0.51)	0.21	1.04	/	110	22	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

### 研究助理：饶临风

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

### 相关研究

1. 行业周(月)报:疫情进入扫尾阶段,关注旅游酒店后续复苏
2. 锦江酒店(600754.SH): 2021Q3 季报点评,疫情致境内承压,境外显著复苏,盈利能力有所改善
3. 首旅酒店(600258.SH): 2021 三季度报点评,受疫情影响业绩承压,开店持续放量

## 目录

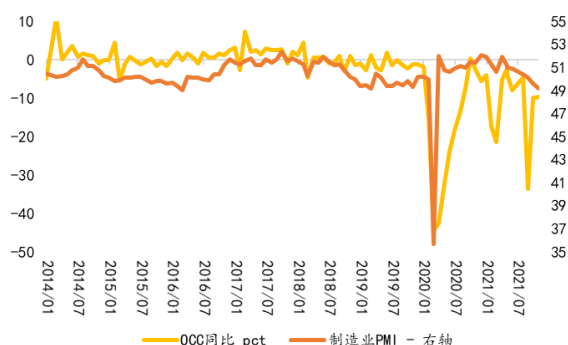
<b>1</b>	<b>PMI 超预期，酒店业需求有望边际改善</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>供需研判：供给端历史性出清，静待需求端复苏</b>	<b>3</b>
2.1.	供给端：新冠疫情爆发致供给存量历史性出清，增量承压	3
2.2.	需求端：疫情反复下震荡复苏，防疫政策的阶段性强化为主因	5
2.3.	经营数据：面对疫情展现复苏韧性，ADR 同比领先或暗含供需格局变迁	7
<b>3</b>	<b>投资建议：以往年估值锚为参照，布局周期复苏预期</b>	<b>9</b>
<b>4</b>	<b>风险提示</b>	<b>12</b>
	插图目录	13
	表格目录	13

## 1 PMI超预期，酒店业需求有望边际改善

**11月制造业PMI超预期。**国家统计局发布11月PMI数据：其中制造业PMI为50.1%，预期49.7%，前值49.2%，环比+0.9pct，出现显著回升，时隔两个月重回扩张区间；非制造业PMI为52.3%，前值为52.4%，环比-0.1pct。

PMI为酒店业需求的前瞻指标，宏观经济的好转有望带动酒店需求复苏。商旅出行为酒店业需求的重要组成部分：宏观经济景气时企业商旅活动更加频繁，带动酒店业商旅需求提升。回溯PMI指数和酒店行业的入住率指标，二者具备较强的相关性。具体来看，由于非制造业PMI当中包含服务业态，因此与OCC同比的相关性更强。11月非制造业PMI环比下滑反映了国内零星疫情的影响，酒店11月经营数据亦难言乐观；但制造业PMI反映的整体宏观经济面改善带来的商旅需求提升，将在后续疫情缓解后得以释放，对酒店业经营数据形成提振。后续PMI的演绎对酒店业的影响值得充分关注。

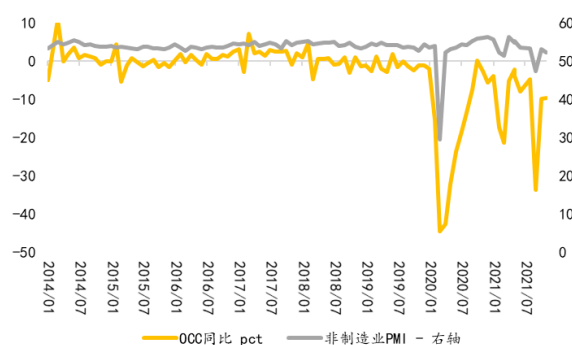
图1: OCC同比 vs. 制造业PMI



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2021年后为相对2019年同比

图2: OCC同比 vs. 非制造业PMI



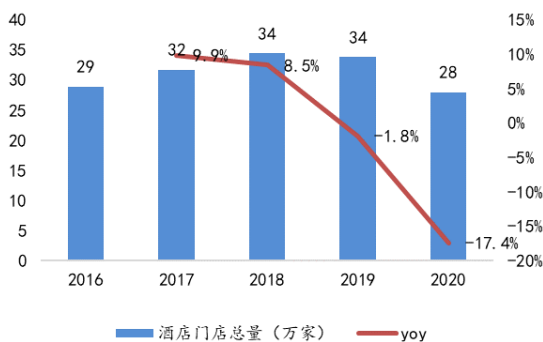
资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2 供需研判：供给端历史性出清，静待需求端复苏

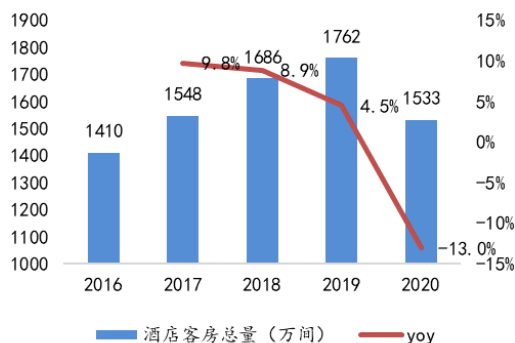
### 2.1. 供给端：新冠疫情爆发致供给存量历史性出清，增量承压

**供给端存量：2020年新冠疫情造成供给历史性去化，恢复尚待时日，21年持续承压。**2020年新冠疫情下酒店业经营显著承压，大批酒店因现金流断裂而倒闭，其中主要以RevPAR水平较低/经营能力较弱/且缺乏集团支持的单体酒店和中小酒管集团旗下的连锁酒店为主；而2021年随着疫情反复震荡，部分此前尚可勉力支撑的酒店企业现金流状况日益恶化，供给去化持续。根据盈蝶咨询数据，2020年国内酒店存量出现历史性下滑，门店数/客房总数同比分别下滑17.4%/13.0%；**星级饭店：**为国家（省级）旅游局根据一定标准评定/分级的酒店，尽管随着星级酒店评价体系陈旧僵化，无法再充分适应行业需求，以及面临着来自品牌连锁酒店的激烈竞争，星级酒店数量2014年后即处于持续下降通道；然而新冠疫情的冲击使得星级酒店下滑速度大幅加快，2020年9月星级酒店数量达到历史新低的6999家，后续尽管随着疫情好转星级

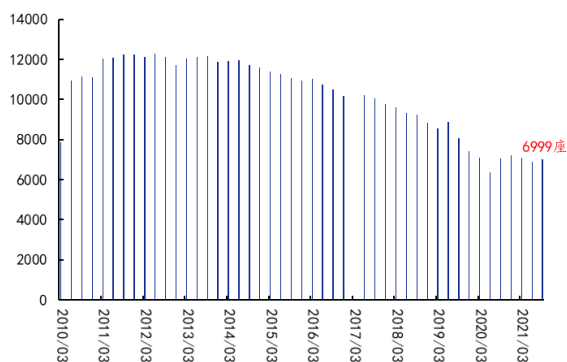
酒店数量有所恢复，但大幅落后于 2019 年同期水平。从企查查上注销酒店数量来看：2020 年 11 月至 2021 年 11 月“酒店”相关企业注销月均注销数量达 1.92 万家，高于 2020 年最高的单月水平，反映了“酒店”相关企业在疫情反复的冲击下，现金流情况愈加恶化，行业供给出清持续。

**图3: 2020 年酒店门店总量同比-17.4%**


资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

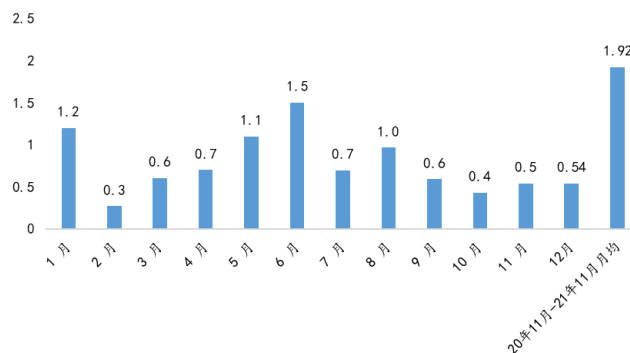
**图4: 2020 年酒店客房总量同比-13.0%**


资料来源：盈蝶咨询，民生证券研究院

**图5: 疫情后星级酒店数量跌幅扩大，当前仍未恢复**


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：2021 年后 YoY 仍为较 2019 年同比

**图6: 20/21 年企查查单月注销“酒店”相关企业数量增长**


资料来源：企查查，民生证券研究院

**供给端增量：疫情影响酒店投资情绪，行业供给增量萎靡。**疫情冲击下餐饮酒店固定资产投资完成额累计值同比在 2020 年 2 月达到历史性的-32%，而后尽管跌幅有所修复，但仍未恢复至 2019 年同期水平：自 2020Q2 以来在-8%到-5%区间窄幅震荡，2021 年初受到疫情反复影响，出行显著承压，餐饮酒店固定资产投资完成额同比继续下探，2021 年 9 月行业供给增量年内累计值水平仍较 19 年同期-1.1%（2019 年餐饮酒店固定资产投资完成额已处于低谷）。此外，企查查数据显示，2020 年 11 月-2021 年 11 月“酒店”相关企业数量/“在业、存续”企业数量月均增加数较 2020 年 4 月-11 月显著下滑，说明在 2021 年疫情反复的压力面前，新增的注册酒店企业数持续下降。尽管 2021 年疫情确诊病例远少于疫情爆发初期，但周而复始/无法预料的疫情反复和随之而来的强出行管控无疑是悬在酒店经营者头上的“达摩克斯之剑”，且

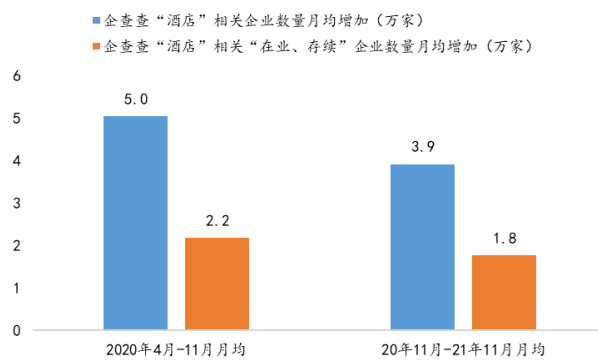
伴随着现金流压力不断累积，2021年酒店投资情绪进一步趋冷：根据2021年3月浩华咨询对酒店投资人的调研，在经历2020年新冠疫情后，市场对新酒店项目建设态度趋于保守、更多关注存量酒店物业的升级改造。

图7: 餐饮住宿固定资产投资完成额承压



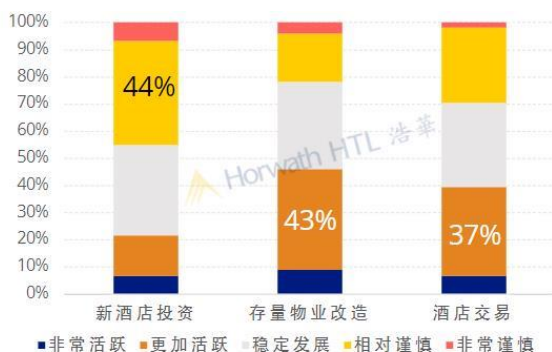
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: 21年企查查月均“酒店”企业增量下滑



资料来源: 企查查, 民生证券研究院

图9: 2021年酒店投资人对于新酒店投资较为谨慎



资料来源: 浩华咨询, 民生证券研究院

图10: 疫情促使酒店投资人加强风险管控



资料来源: 浩华咨询, 民生证券研究院

## 2.2. 需求端: 疫情反复下震荡复苏, 防疫政策的阶段性强化为主因

疫情反复下的“清零政策”出行管控为需求震荡的主因。2021年后针对疫情反复, 我国实行了严格的出行管控政策, 具体表现为: ①针对检测出疫情阳性病例的地区, 以县/区为单位禁止所有非必要人员流动、关闭经营场所; ②各省区中断对该省的旅游出行; ③存在疫情病例的区域被划为中高风险区, 经过中高风险区的人员后续出行/进出公共场所将会受到较大限制。10月24日后文旅部第一次明确了跨省旅游出行熔断政策, 针对出现中高风险地区的省(区、市), 立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省(区、市)跨省团队旅游及“机票+酒店”业务, 并第一时间向社会公布。由于出行管控以省为单位, 一旦疫情传播至多个省份, 则将会引发全国大面积的出行管控; 而只有待疫情所在地清零后, 防疫政策方逐步放

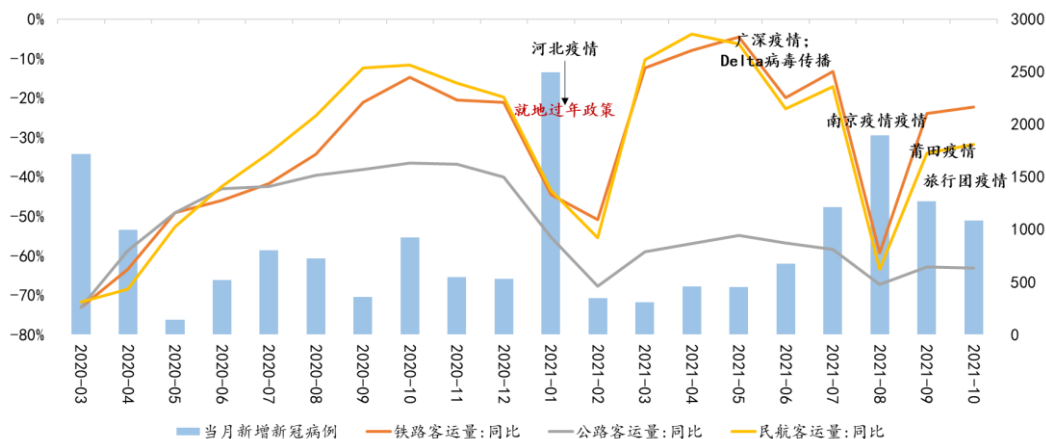
松。由于上述政策的施行,在接连不断的疫情反复之下,国内整体旅游出行受到较大压制,整体呈现震荡复苏的趋势。具体来看,截至2021年10月,国内铁路/公路/航空出行人次分别恢复至2019年同期的78%/37%/68%,出行人次较2020年同期均有所下滑。由于我国出行需求的主要压力来自于防疫政策的强管控,疫情传播的范围是决定其影响强度的关键因素:对比南京疫情和广深疫情,广深疫情主要集中在广东一省,而南京疫情通过禄口机场游客扩散至十余个省份,故而影响范围较广,对全国范围的出行的压制程度更深。后续防疫政策框架的调整大概率为行业周期拐点呈现的决定性因素。

表1: 防疫政策注重对出行的严格管控,一般持续时间在1个月左右(以黑河市近期抗疫政策为例)

地点	发布时间	防疫政策
黑河市	10.27	2021年10月27日0时16分,黑河市中医院在主动筛查人员中,发现1例疑似核酸阳性病例。
	10.28	自10月28日零时起,对黑河市城区社会面实施最严格管控,除保障社会生活运转的水电油气暖 and 通信保障等部门外,一律停工停产停业;除承担疫情防控任务和从事生活运转保障的工作人员外,严禁人员流动。超市、仓买、食杂店、药店在严格落实疫情防控要求的前提下,限时限流营业。
	11.2	黑河市户籍居民的龙江健康码统一变更为“黄码”,并表示待本轮疫情形势稳定后统一重新赋码。而在长期在外地居住,工作已离开本地的黑河市户籍人员,可以拨打便民服务热线,提交申请后黑河市疾控中心将根据市局情况及时给予恢复“绿码”。
	11.3	从11月3日起关闭所有经营场所,对市区居民生活必需品实行“配送”保障供应。
	11.4	黑河市爱辉区内邮政和所有品牌快递企业均暂停营业收寄和投递服务,无法正常收发快递。
	11.23	自2021年11月23日15时起,将黑河市爱辉区兴安街热电社区阳光家园小区、黑河市爱辉区西兴街福龙社区益民二区调整为低风险地区。至此,黑河市全域均为低风险地区。
	11.24	自11月26日零时起,防范区的小区居民可以每户每2天安排1人次,在严格做好个人防护的前提下,“点对点”步行外出购买生活物资,外出时间控制在2小时以内,购物后及时返回住所,严禁串门、聚集。第二轮全员核酸检测结果均为阴性后,自12月1日零时起,结束过渡期,逐步转入常态化防控阶段,同时实行新的管理办法。过渡期内,市区内部分超市、药店恢复营业。

资料来源:黑河市政府官网,民生证券研究院

图11: 疫情反复下出行管控加强对旅游出行造成直接影响

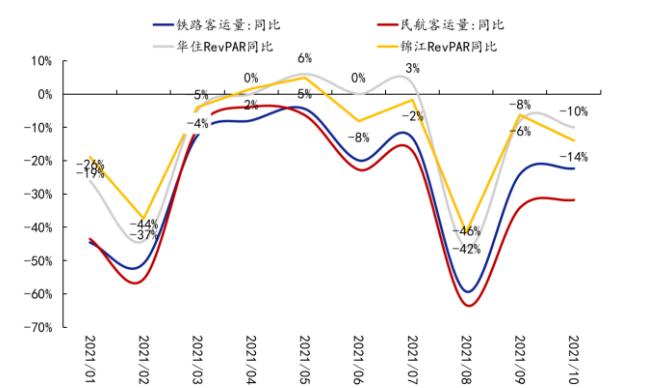


资料来源:Wind,民生证券研究院

## 2.3. 经营数据：面对疫情展现复苏韧性，ADR 同比领先或暗含供需格局变迁

酒店行业经营数据复苏情况与铁路/航空出行人次数据趋势一致，锦江/华住个别月份 RevPAR 已经超过 2019 年同期水平。整体上看酒店业经营数据复苏趋势与航空/铁路一致，酒店龙头经营数据得益于其自身门店结构改善/疫后连锁龙头更受消费者青睐/以及疫情后行业供需格局优化等原因，RevPAR 复苏情况高于铁路/航空客运人次水平。2021 年 5 月锦江 & 华住/7 月华住全口径 RevPAR 均超过 2019 年同期；2021 年 9 月，南京疫情甫一好转，锦江/华住 RevPAR 均实现高弹性复苏，快速恢复至 19 年同期的 94%/92% 水平，酒店龙头经营展现出较强的韧性。

图12： 华住/锦江复苏趋势与铁路/航空一致



资料来源：Wind，民生证券研究院

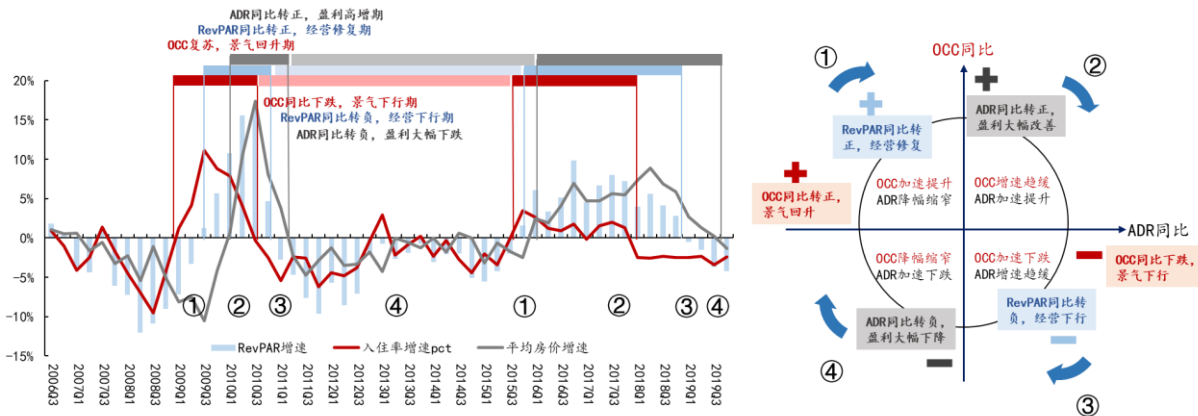
图13： 首旅酒店月度复苏情况（较19年同期）



资料来源：Wind，民生证券研究院

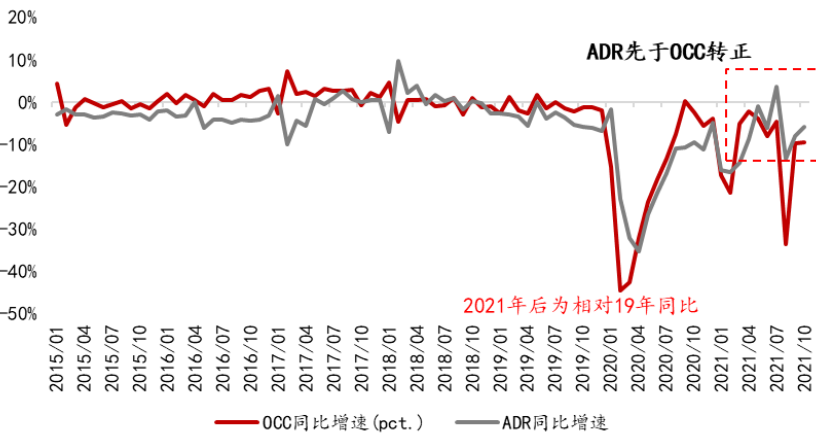
本轮周期反转的特征，需求端并非自然承压，而是疫情反复防疫政策干预下的阶段性承压，经历 2020 年至今的供给大幅出清，2021Q2 后行业实际供需格局（假如没有疫情影响）已有较大优化，ADR 同比领先已暗含供需格局变迁：常态情况下，酒店在周期萧条阶段经历自然的供给磨底缓慢出清，待行业景气修复时，表现为 OCC 率先复苏，随着 OCC 持续提高，行业供需格局亦不断修复最终发生反转，驱动 ADR 跟进，同比转正。与往年情况不同的是，本轮周期在疫情影响下的供给出清的速度/深度远超此前常态下的周期演绎；而疫情后需求端的主要压力来源于防控政策干预下的出行锐减，实际的出行需求并未减弱而是被抑制。因此，经历了 2020 年至今的供给大幅出清，21 年后行业供需格局已有明显修复，一旦疫情形势好转，行业即会形成阶段性的供给相对短缺，表现为在疫情较为缓和的 Q2 季度，ADR 同比修复大幅强于 OCC，华住 21Q2 同店 ADR 甚至先于 OCC 转增。

图14: 常态情况下, OCC 先于 RevPAR/ADR 发生变化



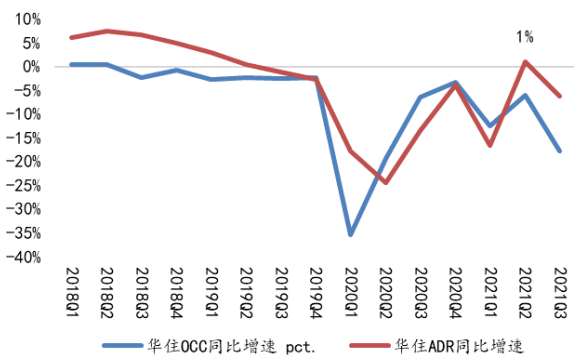
资料来源: 首旅酒店公司公告, 民生证券研究院; 注: 上图中经营数据同颜色色块较深的表示同比增加, 较浅的表示同比下滑; 以首旅如家酒店经营数据作为行业经营情况的代理指标

图15: 2021Q2 季度在疫情防控形势稳定的情况下, ADR 先于 OCC 转正



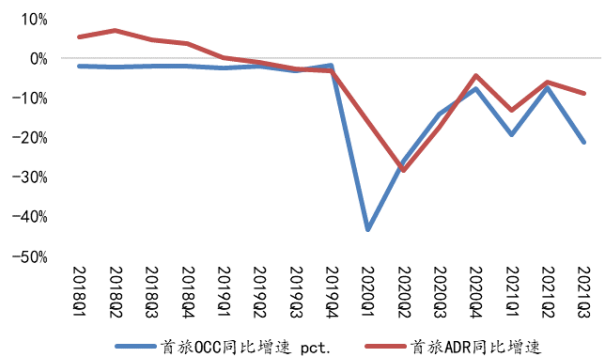
资料来源: STR, 民生证券研究院

图16: 华住 21Q2 同店 ADR 转正



资料来源: 华住公司公告, 民生证券研究院

图17: 首旅 21 年后 ADR 复苏亦领先于 OCC



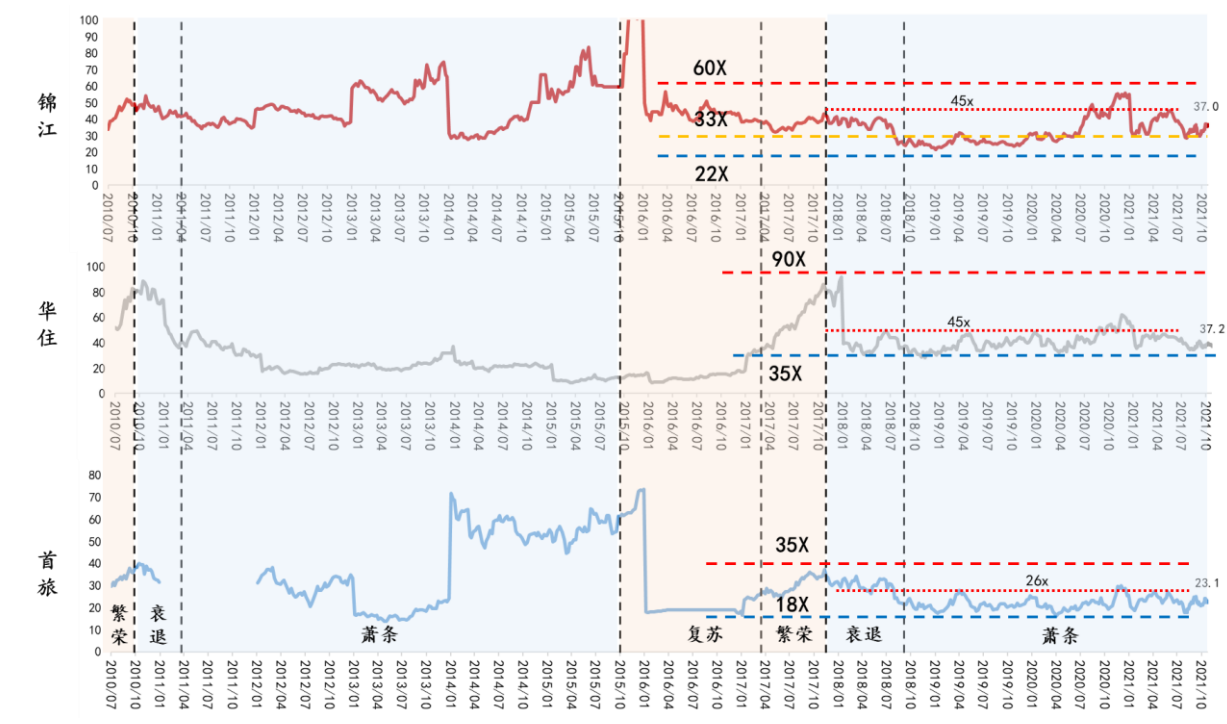
资料来源: 首旅酒店公告, 民生证券研究院



### 3 投资建议：以往年估值锚为参照，布局周期复苏预期

**历史周期估值复盘：**复苏阶段为酒店龙头估值快速抬升期，上轮周期估值底部为当下酒店龙头股价提供了支撑。我们计算了2010年至今国内三大酒店龙头扣非动态PE，由于2020年净利润为负，为了使得数据可比，PE以2019年净利润计算得，2021年后的扣非动态PE则基于对2022年的盈利预测（锦江/华住/首旅分别为15.0/26.4/10.2亿元；）。可以总结，酒店龙头动态PE周期复苏阶段开始不断提高，繁荣阶段高位继续爬升，衰退阶段估值开始下挫。具体来看，**锦江：**上轮周期景气区间动态PE整体在33x-60x范围内，衰退期估值底动态PE为22x；2021年5月股价高点，动态PE达到60x的历史高位。截至11月30日动态PE为37x。**华住：**上轮周期景气区间动态PE整体在35x-90x范围内，估值底动态PE为35x；截至11月30日，动态PE为37x。**首旅：**上轮周期景气区间动态PE整体在18x-35x范围内，估值底动态PE为18x；截至11月30日动态PE为22x。

图18：酒店龙头历史动态估值复盘



资料来源：锦江/首旅/华住公司公告，Wind，民生证券研究；注：上图中红色色块表示OCC同比提升的景气上行期，蓝色表示OCC同比下降的景气下行期

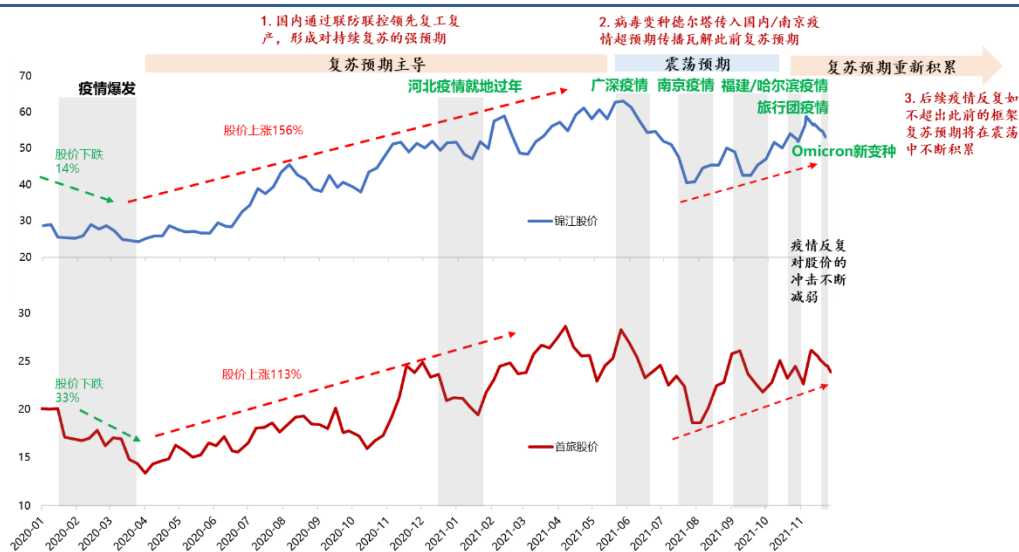
复盘疫情后酒店龙头的股价，在经历了疫情爆发初期的三个月时间，后续股价进入了复苏预期主导的阶段：预期强化则股价上涨，预期瓦解则股价震荡，当前受到南非病毒变种大范围传播影响，短期内复苏预期受到压制，但如若南非病毒变种在致死率/疫苗有效性上不超出预期，后续仍大概率维持此前的疫情反复演绎框架，在震荡中复苏预期不断积累：

1) 2020年4月-2021年6月, 20Q2后国内通过联防联控措施率先复工复产, 人们生活逐渐恢复正常, 市场对于后续复苏的预期不断高涨。尽管2020年底到2021年春节期间辽宁/河北/北京多地的疫情对行业预期形成短期压制, 但后续随着气温回升, 旅游出行人次不断恢复, 进一步助推预期回暖/股价上升, 该阶段锦江/首旅涨幅分别为156%/113%。

2) 2021年6月后, 首先为广深疫情中德尔塔毒株传入国内, 该病毒变种传播力变强, 且疫苗对其有效性尚不明确; 基于对疫情前景的不确定性, 整体复苏预期开始瓦解: 8月南京疫情超预期大范围传播, 全国大范围内出行受到限制, 进一步深化了对疫情的悲观预期, 股价加速下跌;

3) 南京疫情后, 后续福建/哈尔滨疫情亦有反复, 乃至同样大范围传播的旅行团疫情均未打破南京疫情的框架, 疫情定点式的出行遏制/以省为单位的出行管控/快速全面的核酸检测/出行码的实时监控构成了强有力的抗疫系统, 高度有效的“政策组合拳”使得市场形成了对于疫情能够在一个月的时间内得控的预期, 对于疫情的负面影响有所评估, 此前瓦解的复苏预期开始逐步修复: 具体表现为南京疫情后的多轮疫情对于股价的冲击程度不断减弱——10月18日爆发的旅行团疫情, 股价在疫情爆发初期后有所下跌, 但在疫情拐点前即快速回补; 近期南非Omicron疫情在境外大范围传播, 在国外酒旅业出现深跌之时, 国内酒店龙头股价维持相对稳健。

图19: 当前处于复苏预期重新积累修复阶段

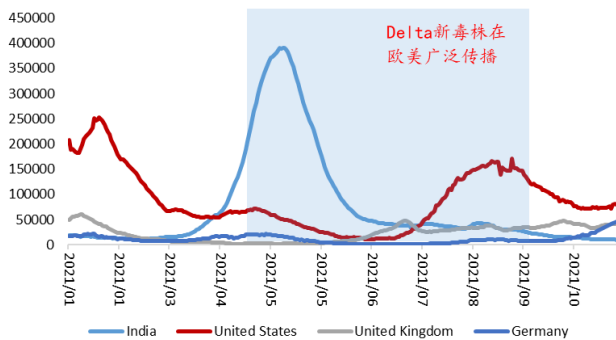


资料来源: Wind, 民生证券研究院

针对后市, 我们认为, 尽管冬季疫情/Omicron 新变种或带来短期扰动, 但大概率将在有效的防控措施下得到控制, 不会超出此前的框架。我们认为, 尽管Omicron 变异株传染性较强/免疫突破属性的程度有待专家进一步研究, 但在重症率/致死率上尚无恶化迹象; 且辉瑞等生物制造有关方面专家普遍表示, 如有需要, 针对Omicron 的疫苗能在较短时间内推出(辉瑞表示能够在百日内完成研发, 此前已有两款针对新冠变种的疫苗在百日内完成); 后续能够随

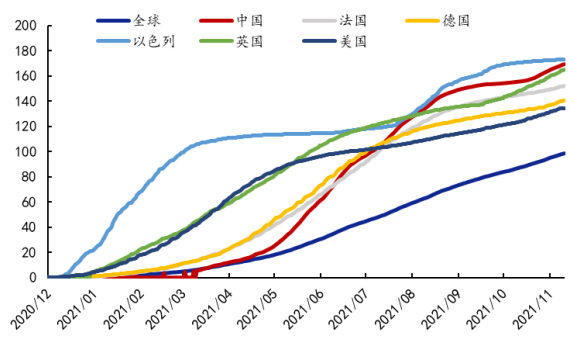
疫苗研发/接种得到控制的概率较大。参照 Delta 变种传播情况：5 月 Delta 新毒株在印度被发现，后续 7-9 月开始在欧美广泛传播，彼时处于夏季，欧美国家并未大幅强化出行管制，而是借机加速推广疫苗接种，后续随着疫苗接种率提高而进一步放宽出行管制，反映了其文化背景/行政能力约束下的抗疫基本逻辑。当前 Omicron 的传播处于冬季，加之其流行病学特征尚未明晰，短期内欧美国家强化了出入境管制政策，但我们预计，在 Omicron 流行病学特征不大超预期的情况下，其后续亦难动摇欧美防疫机制的自身逻辑，后续欧美国家亦将依托以疫苗接种为主的防疫手段，随疫苗接种率进一步提升而逐步推动出行放宽；国内联防联控、动态清零的防疫手段亦能够有效应对 Omicron 的潜在风险，后续随着 Omicron 流行病学特征逐渐清晰、疫苗接种率不断提升、特效药研发推进，复苏预期或将在震荡中不断积累。

图20: Delta 毒株广泛传播(新增新冠病例-平滑)



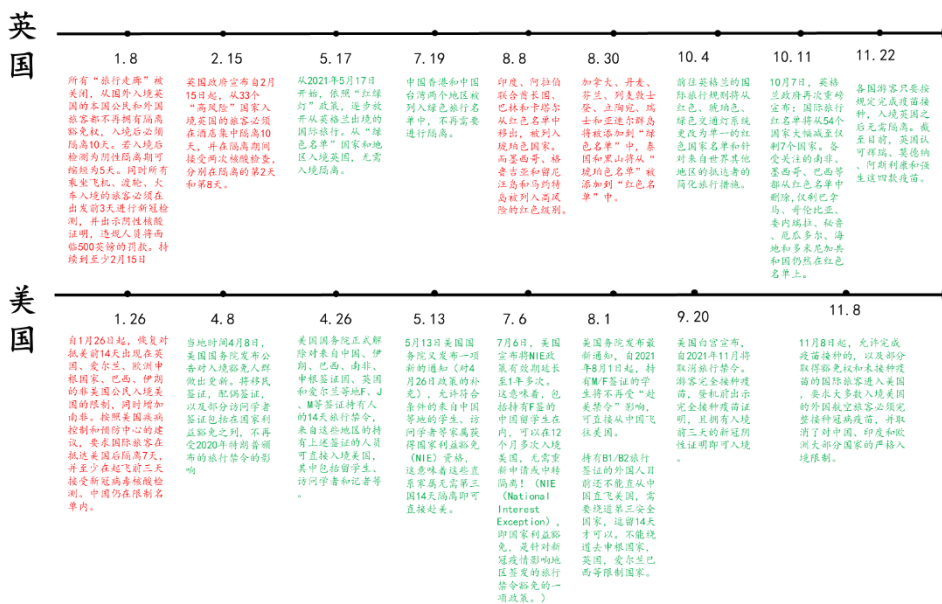
资料来源: OurWorldInData, 民生证券研究院

图21: 各国疫苗接种率不断提高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图22: 英美出入境政策时间轴



资料来源: 英国/美国卫生部门官网, 民生证券研究院; 注: 红色为强化管控, 绿色为放松管控

## 4 风险提示

**新冠疫情反复风险:**局部地区疫情再次出现反复,导致旅行政策收紧、长途旅行熔断、线下生产消费停摆的风险;

**新冠疫苗接种/特效药进展不及预期:**疫苗是抗击疫情长期的解决方案,也是后续政府能够柔化防疫政策/放松出行管制的重要前提条件;疫苗接种/特效药进展如不及预期,将拖慢后续行业复苏节奏。

**龙头拓店不及预期:**当前国内酒店龙头借后疫情时代行业出清的机会窗口,发力扩张,但由于公司本身经营管理/以及疫情短期影响,拓店进程可能不达预期,影响公司未来的盈利预测。

## 插图目录

图 1: OCC 同比 vs. 制造业 PMI .....	3
图 2: OCC 同比 vs. 非制造业 PMI .....	3
图 3: 2020 年酒店门店总量同比-17.4% .....	4
图 4: 2020 年酒店门店总量同比-13.0% .....	4
图 5: 疫情后星级酒店数量跌幅扩大, 当前仍未恢复 .....	4
图 6: 20/21 年企查查单月注销“酒店”相关企业数量增长 .....	4
图 7: 餐饮住宿固定资产完成额承压 .....	5
图 8: 21 年企查查月均“酒店”企业增量下滑 .....	5
图 9: 2021 年酒店投资人对于新酒店投资较为谨慎 .....	5
图 10: 疫情促使酒店投资人加强风险管控 .....	5
图 11: 疫情反复下出行管控加强对旅游出行造成直接影响 .....	6
图 12: 华住/锦江复苏趋势与铁路/航空一致 .....	7
图 13: 首旅酒店月度复苏情况(较 19 年同期) .....	7
图 14: 常态情况下, OCC 先于 RevPAR/ADR 发生变化 .....	8
图 15: 2021Q2 季度在疫情防控形势稳定的情况下, ADR 先于 OCC 转正 .....	8
图 16: 华住 21Q2 同店 ADR 转正 .....	8
图 17: 首旅 21 年后 ADR 复苏亦领先于 OCC .....	8
图 18: 酒店龙头历史动态估值复盘 .....	9
图 19: 当前处于复苏预期重新积累修复阶段 .....	10
图 20: Delta 毒株广泛传播(新增新冠病例-平滑) .....	11
图 21: 各国疫苗接种率不断提高 .....	11
图 22: 英美出入境政策时间轴 .....	11

## 表格目录

表 1: 防疫政策注重对出行的严格管控, 一般持续时间在 1 个月左右(以黑河市近期抗疫政策为例) .....	6
---	---

## 分析师与研究助理简介

**刘文正**，2016年加入国泰君安证券研究所，2016-2017年连续两年新财富第二名团队成员；2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力分析师奖，2020年新财富批零社服行业第六名，2019-2020年新浪金麒麟社会服务及零售行业新锐分析师第一名及金牛奖等；有较为丰富产业资源及较高业内口碑，担任中国整形业协会创投分会常务理事委员，善于产业链前瞻性研究及优质标的深度挖掘。2021年加入民生证券担任研究院院长助理，新消费组组长，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

**饶临风**，伦敦政治经济学院硕士，南京大学学士。曾于英国基础设施基金Broughton Capital Group/东北证券任职，2021年加入民生证券，现任社会服务行业研究助理。

## 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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。