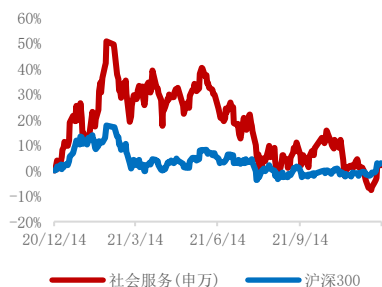


社会服务

报告原因：策略研究

2021年12月15日

社会服务板块近一年市场表现



相关报告：

【山证社服】社会服务行业 2021 年四季度投资策略：旅游市场曲折中复苏，把握阶段行情+投资热点（2021-9-28）

【山证社服】社会服务行业 2021 年中期策略：消费回流、品质提升引领行业持续复苏（2021-6-25）

【山证社服】社会服务行业 2021 年二季度投资策略：小长假带动行业重回复苏通道，年内以业绩修复为主线（2021-3-31）

【山证社服】社会服务行业 2021 年度策略：行业景气度持续回暖，消费偏好变迁带动龙头企业加速扩张（2020-12-18）

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

社会服务行业 2022 年投资策略

聚焦业绩复苏趋势，把握龙头扩张节奏，关注热点主题行情 看好

行业研究/深度报告

投资要点：

➢ **2021 年行业整体走势回顾：社会服务行业全年下跌 13.19%跑输大盘 11.46pct**，在 A 股 28 个行业中涨跌幅位列倒数第 3。子板块除酒店、其他休闲服务外均表现不同程度下跌。行业市盈率 49.95 倍较年初显著回调，低于近五年行业历史均值（60.06 倍）。受区域疫情多次反复扰动影响，行业内公司股价波动较大，龙头个股回调明显。

➢ **免税：持续引导消费回流。**1) 疫情后消费呈 K 型分化，免税销售额走高。预计十四五期间吸引免税回流 3000 亿元。2) 免税电商化发展趋势显露，线上 SKU 品类丰富，电商销售额成为免税收入重要组成部分。日上上海和海南免税店官方商城品牌数量以 536 和 384 个，远超其他免税电商。

➢ **酒店：商旅出行市场随疫情波动明显。**1) 内循环、双循环催化酒店业连锁化进程提速。2) 中高端酒店边际效益提高，供给、需求基本保持同步上升态势。3) 后疫情时代周边游率先引领市场回暖利好酒店市场。

➢ **景区：2022 年整体发展谨慎乐观，关注热点主题旅游。**1) 传统景区受疫情影响相对承压。2) 冰雪旅游成为冬季旅游和冰雪经济核心驱动力。3) 出入境游恢复取决于国际疫情控制以及新冠特效药研发进程。

➢ **餐饮：行业韧性较强，新消费崛起。**1) 餐饮消费渠道多花样趋势明显，连锁空间广阔。2) Z 世代崛起、少年消费影响餐饮消费格局。3) 餐饮消费需求分化，消费人群的变化和口味喜好影响资本市场热度变化。

➢ **投资建议：**我们认为 2022 年社会服务行业将以业绩复苏为主线，以龙头加速扩张带动行业回归疫前增速，关注热点主题行情。行业内各子板块呈现免税>餐饮>酒店>旅游综合>景区的业绩复苏顺序。**1、在防疫常态化、居民出行正常化环境下，行业内公司继续业绩修复。**今年行业整体业绩较疫情爆发初期明显改善，但受多次局部疫情反弹影响，整体业绩复苏仍有较大空间。**2、龙头企业加速扩张，主要表现在免税、餐饮、酒店板块。**免税受益于行业扩容、境外消费回流以及上市公司海外扩张预计行业持续增长。餐饮板块目前处于较低估值阶段、标的具有较高投资价值。酒店板块年内受疫情影响股价几番调整，目前龙头酒店估值较为合理，非公开发行优化产品矩阵结构，中高端酒店边际收益提升。**3、冬奥会或提振冰雪旅游。**北京冬奥会将于 2022 年 2 月 4 日开幕，目前北京、延庆、张家口场馆进入调试阶段。冰雪运动伴随冬季旺季以及冬奥会助力发展潜力可观，与旅游相结合的冰雪观光产品或成为冬季游客出行新趋势。

➢ **重点公司关注：**中国中免、锦江酒店、首旅酒店、广州酒家、宋城演艺、天目湖、中青旅。

➢ **风险提示：**疫情对旅游行业影响超预期风险；宏观经济波动风险。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1.2021 年行情与业绩回顾	6
1.1 整体走势：受疫情影响社会服务行业表现疲软	6
1.2 行业估值较年初回调显著，目前回到历史均值	7
1.3 子板块表现分化显著，免税带动旅游综合涨幅翻倍	8
1.4 龙头个股股价年内大幅回调	10
2.2022 年社服行业复苏趋势展望	10
3.免税：持续引导消费回流	14
3.1 疫情过后消费呈 K 型分化，免税销售额走高	14
3.2 免税电商化发展趋势显露	16
4.酒店：商旅出行市场随疫情波动明显	17
4.1 疫情催化酒店业连锁化进程提速	17
4.2 中高端酒店边际效益提高	19
5.景区：2022 年整体发展谨慎乐观，关注热点旅游主题	21
5.1 传统旅游景区受疫情影响相对承压，家庭出游意愿增强	21
5.2 冰雪旅游成为冬季旅游和冰雪经济核心驱动力	22
5.3 出入境游恢复取决于国际疫情控制以及新冠特效药研发进程	23
6.餐饮：行业韧性较强，新消费趋势崛起	24
6.1 餐饮消费渠道多花样趋势明显，连锁率空间广阔	24
6.2 Z 世代崛起、少年经济影响餐饮消费格局	26
7.行业评级及投资建议	28
7.1 行业评级	28
7.2 投资建议	29
7.3 重点推荐标的简析	29
7.3.1 中国中免 (601888.SH)：税收利好、机场租金减免带动费用大幅改善	29

7.3.2 锦江酒店 (600754.SH): 境外酒店业务复苏回升.....	30
7.3.3 首旅酒店 (600258.SH): 定增落地, 带动中高端酒店改造升级.....	30
7.3.4 广州酒家 (603043.SH): 陶陶居并表优化业绩, 生产基地投产突破产能瓶颈.....	30
7.3.5 宋城演艺 (300144.SZ): 长期看好公司演艺项目升级.....	30
7.3.6 天目湖 (603136.SH): 看好周边游市场复苏反弹.....	31
7.3.7 中青旅 (600138.SH): 南北双镇承接周边游休闲度假需求.....	31
8.风险提示.....	31

图表目录

图 1: 2021 年初至今社会服务下跌 13.91%跌幅居前.....	6
图 2: 2021 年社会服务行业整体表现为阶段下行.....	7
图 3: 社会服务行业估值自今年 5 月回调明显.....	8
图 4: 社会服务板块相对沪深 300 估值回到历史均值.....	8
图 5: 2021 年初至今社会服务各子板块涨跌幅情况.....	8
图 6: 2021 年初至今社会服务各子板块市盈率情况.....	8
图 7: 社会服务子板块估值情况 (历史 TTM, 整体法)	9
图 8: 社会服务行业各子板块相对沪深 300 估值情况.....	9
图 9: 社会服务行业单季度营收及增速.....	9
图 10: 社会服务行业单季度净利润及增速.....	9
图 11: 世界主要经济体人均 GDP 情况(单位:美元).....	11
图 12: Z 世代旅行支出主要集中门类.....	11
图 13: 阶段疫情爆发对社会服务行业影响幅度逐渐减小.....	12
图 14: 国内旅游人次 / 实现旅游收入增速情况.....	12
图 15: 疫情以来节假日国内旅游市场较疫前恢复情况.....	12

图 16: 疫情以来飞天茅台散瓶与 CPI 价格走势对比.....	14
图 17: 北京二手房与房租价格同比增速走势对比.....	14
图 18: 海南省 10 月接待游客人次同比下滑 11.4%.....	15
图 19: 海南省 10 月实现旅游收入同比下滑 18.1%.....	15
图 20: 全球重点免税集团销量对比（单位：欧元）.....	15
图 21: 2014-2020 年中国、韩国免税业销售额.....	15
图 22: 截至三季度末各免税电商渠道品牌总数.....	16
图 23: 截至三季度末各免税电商渠道香化品牌总数.....	16
图 24: 旅客运输量 10 月较去年同期下滑 32%.....	17
图 25: 铁路客运量恢复至疫前 77%（单位：万人）.....	17
图 26: 2016-2020 年连锁酒店客房数量变化.....	18
图 27: 近年酒店连锁化率趋势.....	18
图 28: 国内酒店业连锁化率（按档次分）.....	18
图 29: 2021-2025 酒店连锁化率预测.....	18
图 30: 2016-2020 中端酒店数量及增速.....	19
图 31: 2016-2020 中端酒店客房数量及增速.....	19
图 32: 首旅酒店 REVPAR/ADR/OCC.....	20
图 33: 锦江酒店 REVPAR/ADR/OCC.....	20
图 34: 2016-2020 年国内中端酒店出租率.....	20
图 35: 2016-2020 年国内中端酒店营收情况.....	20
图 36: 2021Q1-3 国内接待旅游人次 26.89 亿人次.....	21
图 37: 2021Q1-3 国内实现旅游总收入 2.37 万亿元.....	21
图 38: 我国第七次人口普查年龄结构分布.....	22

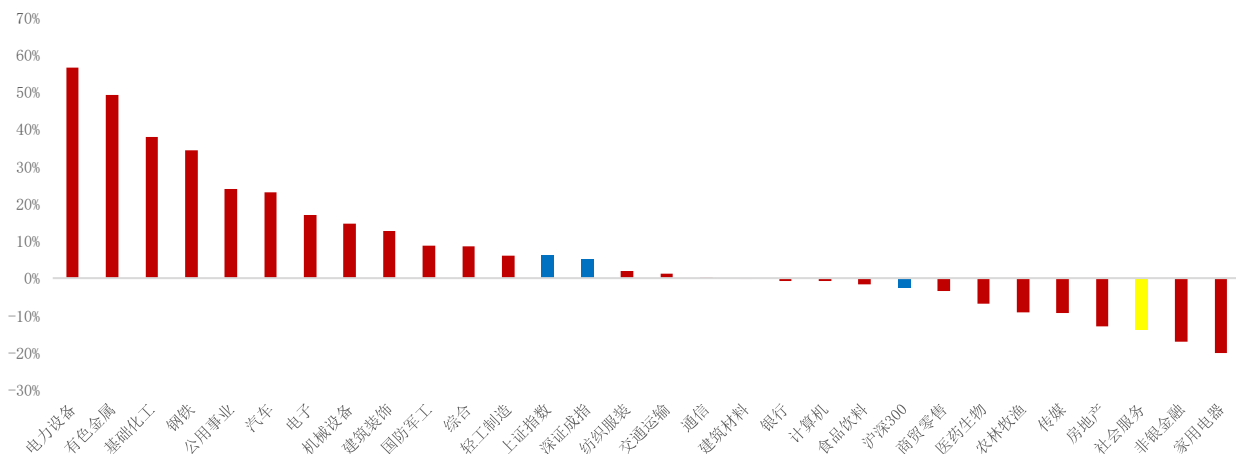
图 39：2022 年亲子游市场规模预测（单位：亿元）	22
图 40：中国冰雪旅游收入变化趋势（单位：亿元）	22
图 41：中国冰雪旅游人次变化趋势（单位：亿人次）	22
图 42：未来冰雪旅游收入 / 人次预测.....	23
图 43：中国冰雪旅游收入变化趋势（单位：元）	23
图 44：中国餐饮行业收入规模情况（单位：万亿元）	24
图 45：餐饮收入占消费品零售总额比重.....	24
图 46：2016-2020 年餐饮行业销售渠道占比	25
图 47：2011-2020 在线外卖市场规模占餐饮行业规模.....	25
图 48：2016-2020 年中美餐饮连锁化率对比	25
图 49：各国餐饮品牌 CR5 集中度.....	25
图 50：2021 年 10 月餐饮收入同比增长 2%.....	26
图 51：2021 年 10 月限额以上餐饮收入同比增长 4%.....	26
图 52：2021 年餐饮行业融资类型分布（按数量）	27
图 53：2021 年餐饮行业融资类型分布（按金额）	27
表 1：2021 年至今社会服务行业涨幅居前公司统计.....	10
表 2：2021 年前十月茶饮融资事件盘点.....	26
表 3：重点推荐公司盈利预测预估值.....	31

1.2021 年行情与业绩回顾

1.1 整体走势：受疫情影响社会服务行业表现疲软

2021年初至今(截至2021年12月14日,下同)沪深300指数下跌2.45%,申万社会服务行业下跌13.91%,跑输大盘11.46个百分点,在A股28个行业中涨跌幅位列倒数第3。整体来看,社会服务行业对疫情变化最为敏感。目前国内常态化疫情防控下,偶有局部疫情反复。区域疫情扩散致使多地实施跨省游熔断机制,影响小长假和海南入岛旅游人次,社服行业权重股中国中免业绩勉强达到预期,股价从最高位跌去半数,行业整体从2月中旬高位最高回调超65%。

图1：2021年初至今社会服务下跌13.91%跌幅居前



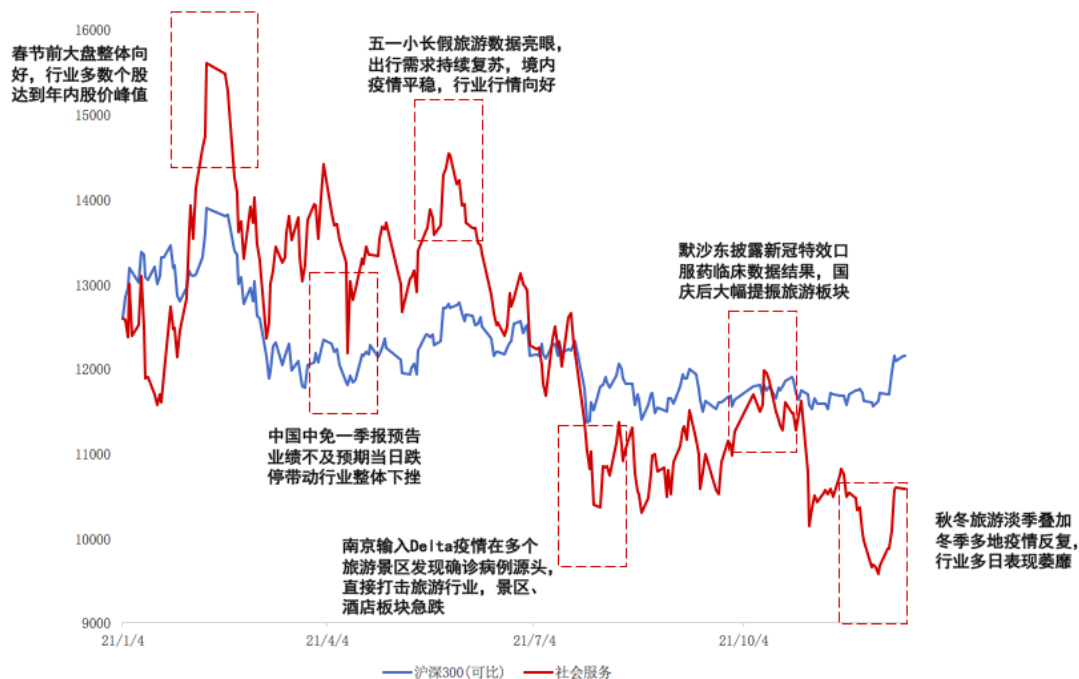
数据来源：wind，山西证券研究所

从社会服务行业整体来看,2021年不间断输入型病例仍然给旅游市场复苏带来巨大挑战。行业内众多公司业绩不及预期,板块整体股价阶段性下跌趋势反应资本市场情绪。行业全年行情走势随疫情变化而波动,局部疫情爆发后社服板块通常表现急跌,之后随疫情控制情况逐渐爬升;权重股业绩表现也对行业整体走势产生较大影响。

具体表现为,元旦前后、春节前大盘整体上扬,虽然受年初就地过年政策影响春节旅游黄金周,但整体市场行情向好带动社服行业达到年内峰值;4月中旬中国中免一季报业绩预告不及预期,个股当日跌停影响行业跌去年内涨幅;五一前小长假预定数据亮眼带动行业阶段性回调;5-6月广深地区疫情爆发,行业整

体式微、行情持续下挫；7-8月南京境外输入 Delta 疫情扰动暑期旺季旅游市场，多个旅游景区发现确诊病例源头，对旅游行业打击超过疫情爆发初期，行业内超过半数个股显著回调，景区、酒店等旅游行业直接相关公司基本跌去年内涨幅，股价回到 2020Q3 水平；此后伴随局部疫情反复行业行情持续波动，偶有新冠特效药研发进度公布刺激市场中小幅回调。2021 年前三季度，国内旅游总人次 26.89 亿人次（+39.1%，恢复至 2019 年同期 58.5%）；国内旅游收入 2.37 万亿元（+63.5%，恢复至 2019 年同期 54.4%）。

图 2：2021 年社会服务行业整体表现为阶段下行



数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 行业估值较年初回调显著，目前回到历史均值

2020 年社服行业受疫情影响严重，行业内 90% 公司业绩亏损。随着疫情逐渐得到有效控制，行业景气度一路走高，多数公司股价端回弹显著，推升行业整体市盈率屡创新高。年内随着多数公司盈利能力提升兑现高估值，以及受局部疫情影响股价回落，行业整体估值基本回到历史均值。目前社会服务行业市盈率 49.95 倍（TTM，整体法），较三季度末 56.31 倍、二季度末 79.98 倍、一季度末 187.72 倍显著回调，低于近五年行业历史均值 60.06 倍。

图 3：社会服务行业估值自今年 5 月回调明显



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：社会服务板块相对沪深 300 估值回到历史均值

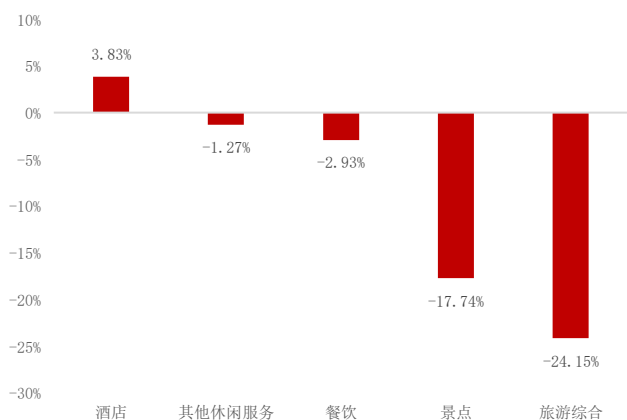


数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 子板块表现分化显著，免税带动旅游综合涨幅翻倍

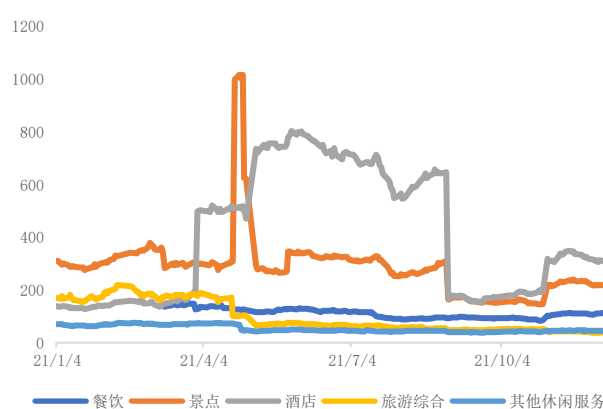
年初至今，社会服务行业各子板块除酒店、其他休闲服务外均表现不同程度下跌。涨跌幅由高到低分别为：酒店（+11.42%）、其他休闲服务（8.15%）、餐饮（-1.53%）、景点（-14.38%）、旅游综合（-18.2%）。主要原因系年内区域疫情不间断爆发使行业难有持续行情，暑期境外输入型疫情最先从景区开始蔓延旅游行业受到重创，多个含有景区、酒店、旅游综合业务的上市公司多个交易日表现不振。

图 5：2021 年初至今社会服务各子板块涨跌幅情况



数据来源：wind，山西证券研究所

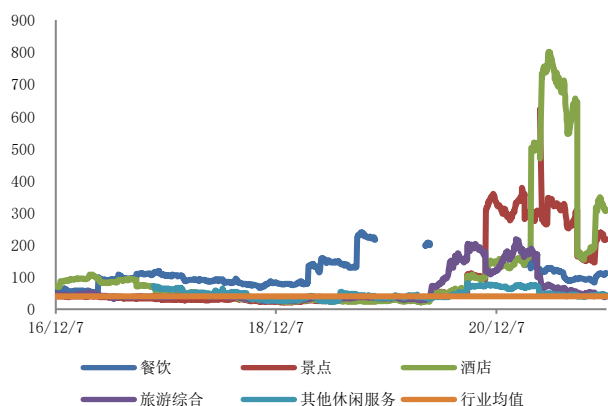
图 6：2021 年初至今社会服务各子板块市盈率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

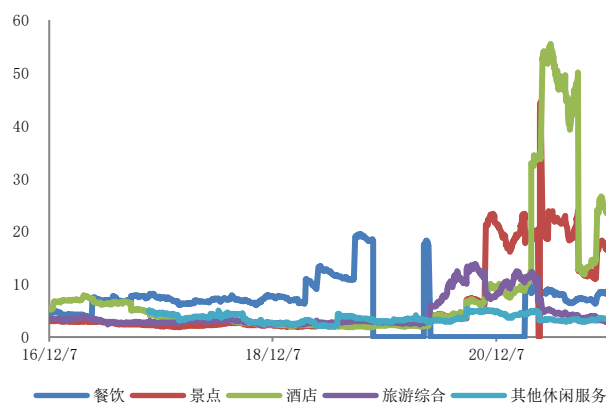
业绩兑现带动各子板块市盈率陆续回调。各板块市盈率由低到高分别为：旅游综合（39.43X）、其他休闲服务（43.27X）、餐饮（111.91X）、景区（211.83X）、酒店（319.49X）。其中旅游综合、其他休闲服务市盈率基本会到正常值范围内；餐饮、酒店、景区受疫情影响股价、业绩波动较大，部分公司业绩承压使市盈率持续偏离正常值。

图 7：社会服务子板块估值情况（历史 TTM，整体法）



数据来源：wind，山西证券研究所

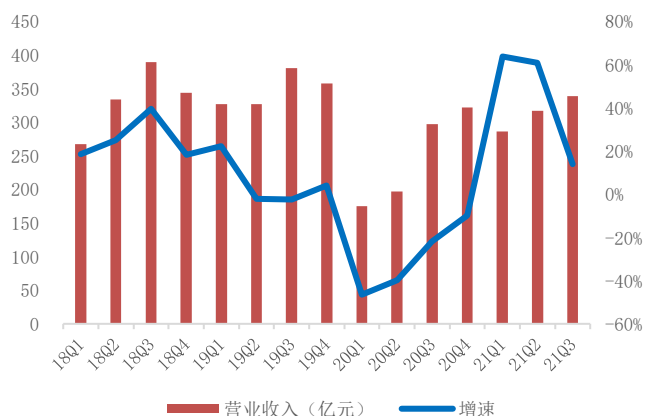
图 8：社会服务行业各子板块相对沪深 300 估值情况



数据来源：wind，山西证券研究所

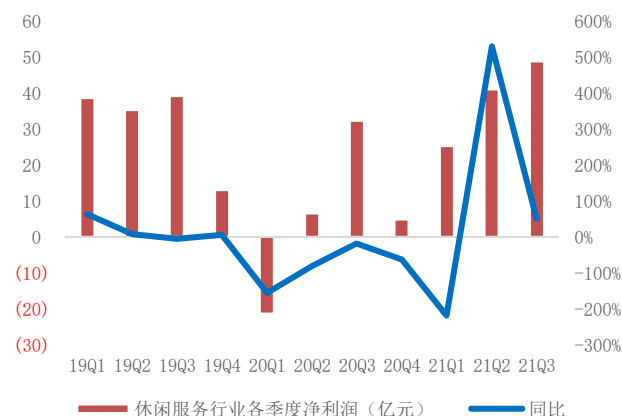
从业绩方面来看，行业盈利水平持续复苏。2021Q1-3 社会服务行业实现营收 940.55 亿元 (+40.68%)，恢复至 2019 年同期 91.04%，实现归母净利润 87.54 亿元 (+348.16%)，恢复至 2019 年同期 87.97%。分季度来看，Q1 实现净利润 25.32 亿元 (218.9%)；Q2 净利润 41.02 亿元 (+530.27%)，环比 Q2 增长 62%；Q3 净利润 48.72 亿元 (+50.97%)，环比 Q2 增长 18.77%，年内行业整体净利润持续提升。子板块中，免税行业虽然受到暑期疫情影响业绩勉强达到预期，相比其他板块仍然表现突出，贡献高营收、高业绩。期内实现营收 494.99 亿元 (+40.87%)，占行业整体营收 52.62%；实现归母净利润 84.91 亿元 (+168.35%)，占行业整体净利润 96.87%。Q3 受暑期疫情影响，行业内头部效应更加显著，中国中免、锦江酒店、首旅酒店、科锐国际、广州酒家等各子板块龙头合计实现营收 224.49 亿元，归母净利润 37.75 亿元，分别占行业整体 23.86%、43.07%。

图 9：社会服务行业单季度营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：社会服务行业单季度净利润及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 龙头个股股价年内大幅回调

年内受区域疫情多次反复扰动影响，社会服务行业股价波动较大。不同于去年疫情最初在国内传播，严格的防疫政策有效阻断传播链，今年疫情常态化防控，境外输入病例不间断出现给整体旅游市场复苏带来较大难度。局部出现确诊病例后，景区、酒店、餐饮等旅游相关板块市场表现式微。2020年免税政策带动下中国中免股价屡创新高，今年投资情绪趋于理性；酒店龙头锦江酒店、首旅酒店年内进行非公开发行，叠加疫情控制情况表现为阶段行情；秋冬季为传统旅游的淡季，冬奥会临近带动冰雪旅游市场明显增长，长白山年内上涨34.64%领涨社服行业；受疫情影响餐饮行业表现平平，广州酒家、同庆楼等较去年同期股价回撤明显。

表 1：2021 年至今社会服务行业涨幅居前公司统计

证券代码	证券简称	所属子行业	年涨幅度	总市值（亿元）	2021Q1-3 营收（亿元）	同比	2021Q1-3 归母净利润（亿元）	同比
603099.SH	长白山	自然景区	34.64%	28.43	1.58	60.72%	-0.27	-32.72%
600358.SH	国旅联合	旅游综合	26.01%	18.90	2.62	42.81%	-0.01	-115.68%
600749.SH	西藏旅游	自然景区	16.61%	23.29	1.39	42.20%	0.09	-927.43%
600258.SH	首旅酒店	酒店	15.17%	240.94	47.26	32.15%	1.25	-122.54%
000978.SZ	桂林旅游	旅游综合	7.73%	17.57	2.03	18.82%	-0.98	-23.81%
000428.SZ	华天酒店	酒店	7.58%	28.94	4.66	41.09%	-2.34	-38.47%
300662.SZ	科锐国际	其他休闲服务	6.67%	113.68	51.80	89.21%	1.88	40.64%
000430.SZ	张家界	自然景区	4.97%	20.56	1.69	62.39%	-0.58	-2.35%
600754.SH	锦江酒店	酒店	4.90%	514.07	83.50	19.24%	0.97	-67.84%
603199.SH	九华旅游	自然景区	3.14%	21.98	3.26	58.44%	0.50	303.83%

资料来源：wind，山西证券研究所

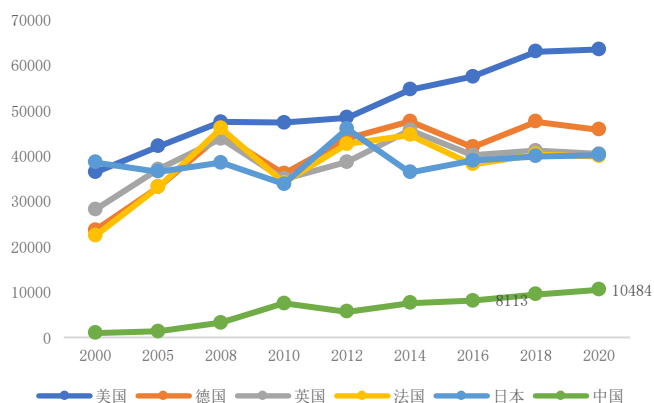
2.2022 年社服行业复苏趋势展望

中长期来看，我国旅游业发展已经从奢侈消费转变为居民常态化生活选项。居民实际收入增长、个人可支配时间增多、旅游需求旺盛、休闲度假成为社会环境的一部分，“有钱有闲”的生活特征带动旅游业向好发展。当人均 GDP 突破 5000 美元左右，将会步入成熟的度假旅游经济，2015 年我国人均 GDP 已经突破 8000 美元，2020 年受疫情影响收入增速放缓，但仍突破 1 万美元大关。

旅游行业正处在高速发展阶段，旅游消费偏好改变、消费品质提升。年轻一代逐渐成为社会消费主力军，Z 世代的消费观念和习惯也影响旅游消费趋势改变。此前 OTA 平台对疫情后 Z 世代旅游消费偏好进行调查，超过半数年轻人表示疫情对旅游消费水平影响较小，仍会保持和疫情前同样级别的消费，更有超过

部分群体表示会适当提高旅游消费水平，增加的旅行预算主要用于改善酒店住宿和途中餐食。由此反映出，目前疫情反复对消费者整体出行计划没有产生较大改变。预算增加主要系疫情之下消费者更加注重旅游安全性、私密性，以及对于“出行不易”增加享受性，带动中高端旅行产品更受青睐，享受感、体验感、满足感成为更加重要的衡量标准。

图 11：世界主要经济体人均 GDP 情况(单位:美元)



数据来源：世界银行，山西证券研究所

图 12：Z 世代旅行支出主要集中门类



数据来源：马蜂窝旅游，山西证券研究所

短期来看社服行业整体投资性价比有所上升。疫情以来社服板块整体走势不确定性较大，局部疫情发生后市场对旅游相关行业担忧情绪较重，通常造成社服板块急跌态势，造成 2021 全年行业整体没有走出持续行情，在阶段调整中反复。我们认为后续疫情常态化防控将伴随行业发展，从年内屡次阶段调整中仍然可以追寻投资机会。

我们整理自 2020 年初新冠疫情全面蔓延，到 2021 年偶有局部疫情发生后社服板块相对沪深 300 行情表现。1) 2020 年春节前最后一个交易日疫情对板块的影响已经有所体现，申万社服下跌 3.61%，相对沪深 300 微涨 0.37pct；春节后第一个交易日行业普跌 9.12%，相对沪深 300 下跌 1.24pct。疫情全面爆发对社服行业影响大于大盘。2) 今年 5-6 月广深疫情造成社服行业下跌 14.75%，相对沪深 300 下跌 10.42pct，一周内反弹 6.01%，相对沪深 300 上涨 2.84pct；7-8 月南京暑期疫情输入造成社服行业下跌 18.07%，相对沪深 300 下跌 14.67pct，一周内反弹 9.6%，相对沪深 300 上涨 7.38pct；9-10 月福建疫情造成社服行业下跌 8.63%，相对沪深 300 下跌 5.44pct，一周内反弹 7.04%，相对沪深 300 上涨 7pct。今年局部疫情依旧影响社会行业阶段行情，但基本在一周内可以回调 70%-90%。同时表现为随着疫情控制情况表现良好回调范围更大。社会服务行业因疫情影响下跌幅度变小、回调时间缩短、行业情绪逐渐趋于稳定。

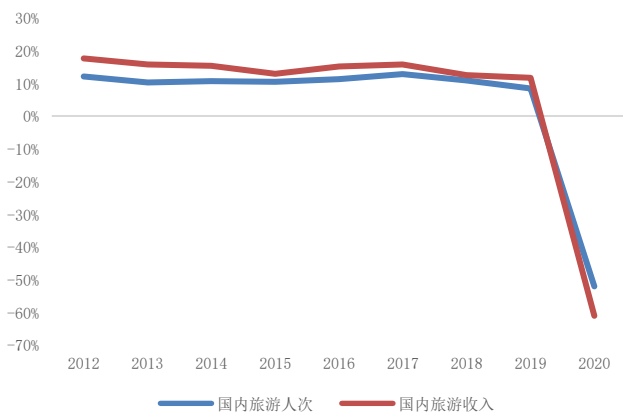
图 13：阶段疫情爆发对社会服务行业影响幅度逐渐减小



数据来源：wind，山西证券研究所

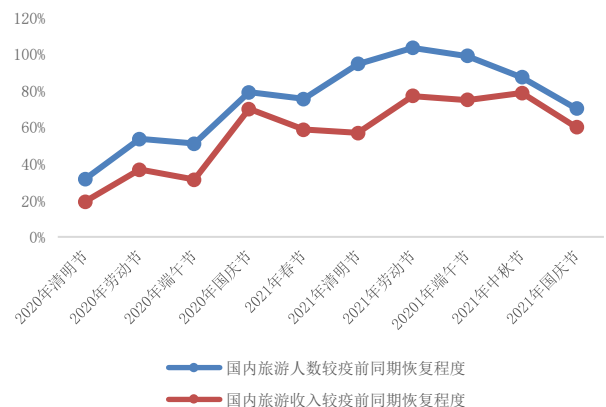
小长假带动旅游市场复苏较快。从 2021 年小长假国内接待旅游人次及实现旅游收入情况来看，小长假是带动消费者出行的重要推力。年内清明-五一-端午-中秋-国庆出游人次分别为 1.02 亿人次、2.3 亿人次、0.83 亿人次、0.88 亿人次、5.15 亿人次，较 2019 年同期恢复 94.5%、103.2%、98.7%、87.2%、70.1%；实现旅游收入 271.68 亿元、1132.3 亿元、294.3 亿元、371.49 亿元、3890.61 亿元，较 2019 年同期恢复 56.7%、77%、74.8%、78.6%、59.9%。

图 14：国内旅游人次 / 实现旅游收入增速情况



数据来源：文旅部，山西证券研究所

图 15：疫情以来节假日国内旅游市场较疫前恢复情况



数据来源：文旅部，山西证券研究所

目前出游人次恢复速度快于旅游收入，国有景区相继实行免门票参观。明年乐观预计疫情变化前提下，跨省游运行平稳，旅游市场收入有望持续提升。五一 5 天假期带来边际旅游收益变化明显，三天小长假偏向周边游。明年小长假安排基本与今年一致，五一增加为 5 天，消费者出行信心不断增强，旅游市场有望量价齐升，加快复苏进程。

主题游继续引领出行热点，冬奥会带动冰雪旅游热度攀升。北京环球影城主题公园国庆前正式开业，门票预订火爆，日均接待游客 1 万多人次，峰值运营接待 11 万人次；二期园区正在规划中，与上海迪士尼南北双园带动主题公园游览热潮。2022 年冬奥会开幕在即，今年冬天环京雪场预定火爆，据中国旅游研究院预测，结合三亿人上冰雪号召，2020-2021 我国冰雪旅游休闲旅游人次将达到 2.3 亿人次，冰雪旅游收入将超过 3900 亿元，冰雪旅游或成冬季消费的新趋势。

消费升级趋势不减，可选消费持续回暖。我们对比非典疫情后、2018 年股市行情回暖以及 2020 年 4 月新冠疫情在国内初步得到有效控制整体行情，社服在历次消费回暖中次序居前。社服包含餐饮、景区、酒店、旅游服务等可选消费为主的子板块。今年以来社零餐饮数据增速持续回升，消费升级长期趋势不变，可选消费持续上行。疫情常态化防控下，消费者出行半径缩短，但出行频次、消费客单价有所提高，中高端旅行消费占比上升，可选消费持续上行。在以国内为主体，国内国际双循环政策下，政府出台多项促进消费政策均聚焦服务、品质、线上等可选消费领域，我们认为明年以酒店、餐饮、景区为代表的可选消费成长空间巨大。

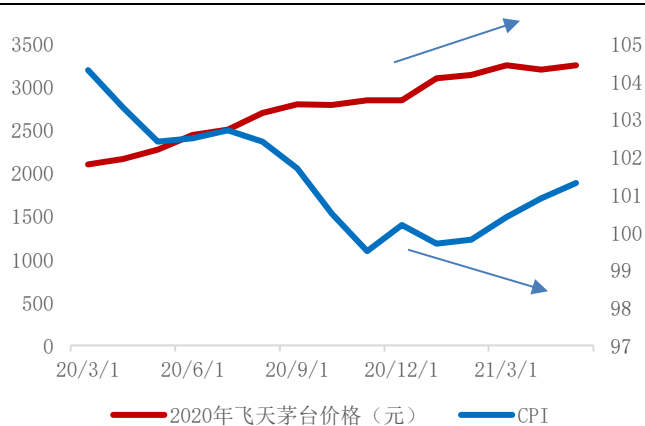
社服行业复苏主要建立在疫情有效控制基础上。目前多国加快推进新冠特效药研发落地进程，12 月 8 日由清华教授张林琦领衔研发的新冠单克隆中和抗体安巴韦单抗/罗米司韦单抗联合疗法获得中国药品监督管理局（NMPA）的应急批准上市。今年 10 月默沙东和 Ridgeback 宣布，双方合作开发的在研抗病毒口服药物 Molnupiravir，在治疗轻度至中度新冠肺炎患者的三期临床中期数据中获得积极的期中分析结果，默沙东已向美国食品药品监督管理局（FDA）递交上市申请。随后，辉瑞公布其新冠口服药物 Paxlovid（PF-07321332+利托那韦）的 2/3 期临床研究 EPIC-HR 的中期临床数据，与安慰剂相比，症状出现后三天内接受 Paxlovid 治疗的患者新冠肺炎相关住院或死亡的风险降低了 89%，辉瑞也向 FDA 申请获批上市。乐观情况下，若新冠特效药临床结果复合预期，席卷全球的疫情或将大幅减缓传染速度，旅游市场回归常态。

3.免税：持续引导消费回流

3.1 疫情过后消费呈 K 型分化，免税销售额走高

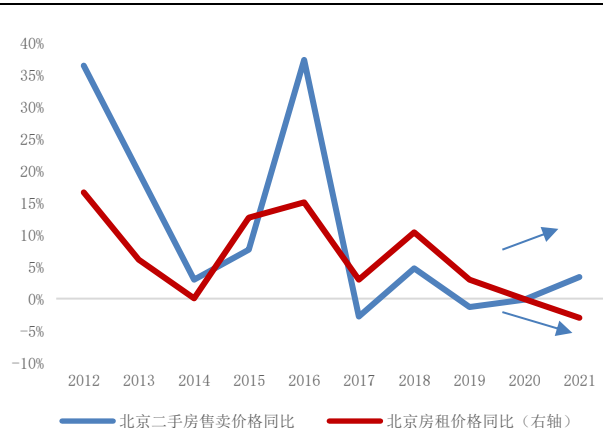
后疫情时代，消费呈现 K 型分化态势。同时出现高端消费通胀，一般消费价格低迷。限额以上社零增速超过疫情前，显著好于限额以下社零增速。商品消费好于服务消费，本地消费好于异地消费。Financial Times 指出，消费 K 型复苏与疫情后收入和财富分化加剧有关，收入差距在进一步拉大，疫情对低收入群体造成更大冲击，而对家庭财富影响较小，加之宽松货币政策推升金融资产价格，实际上推高了高收入群体的财富水平。我们统计了飞天茅台和全国居民消费价格指数 CPI 指数，房屋出租和销售价格，K 型分化已经表现在国内商品消费中。

图 16：疫情以来飞天茅台散瓶与 CPI 价格走势对比



数据来源：wind，山西证券研究所

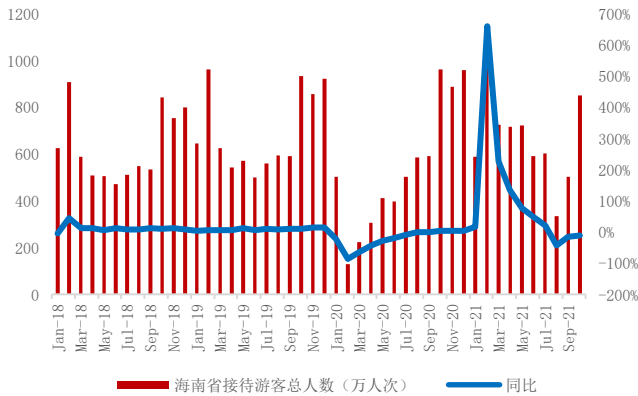
图 17：北京二手房与房租价格同比增速走势对比



数据来源：安居客，山西证券研究所

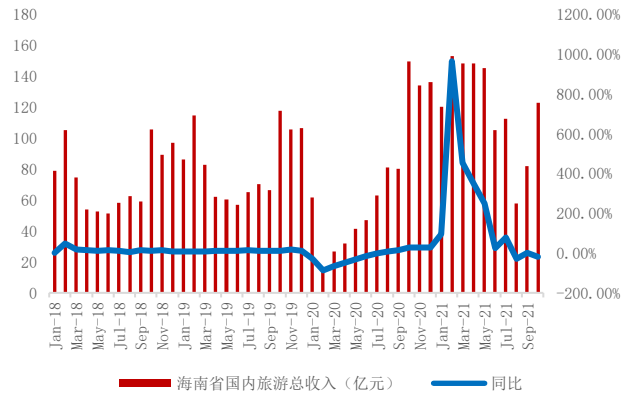
国内免税消费以中高端奢侈品为主，免税新政和离岛免税店不断布局推动客单价一路走高。海南省十四五规划特别明确，加大双循环、吸引免税购物回流 3000 亿元，2021 年离岛免税购物政策和本岛居民免税购买进境商品并进，三季度末已经完成年初免税销售额突破目标 600 亿元，预计在 2022 年达到 1000 亿元，在十四五时期完善全岛免税网络布局。

图 18：海南省 10 月接待游客人次同比下滑 11.4%



数据来源：阳光海南网，山西证券研究所

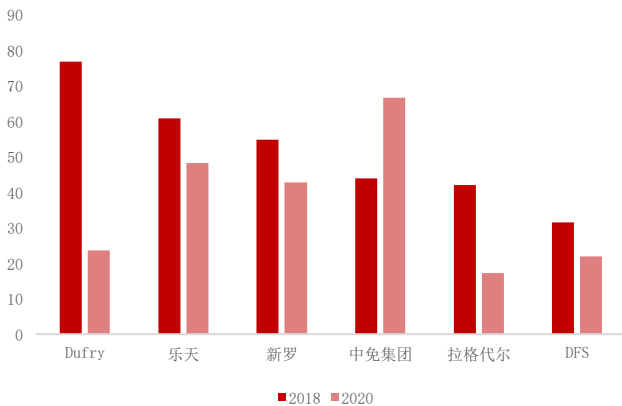
图 19：海南省 10 月实现旅游收入同比下滑 18.1%



数据来源：阳光海南网，山西证券研究所

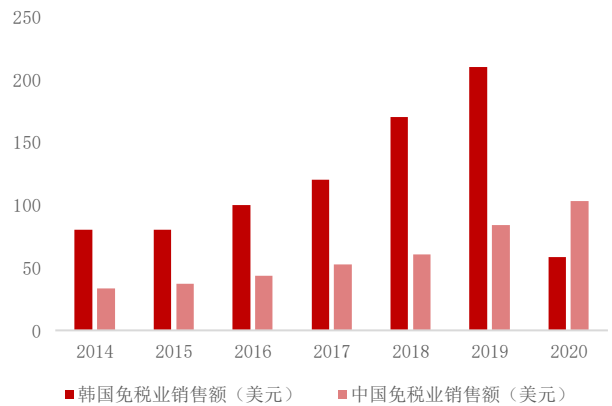
就销售体量而言，免税赛道空间可观。在海外消费回流和国家政策开放环境下，中国的免税渠道已经从单一的机场发展到线上和离岛免税为主的渠道结构，市内免税店在同步推进，免税消费场景化趋势越来越明显。

图 20：全球重点免税集团销量对比（单位：欧元）



数据来源：Moodie Report，山西证券研究所

图 21：2014-2020 年中国、韩国免税业销售额



数据来源：Generation Research，山西证券研究所

中国中免在免税行业中除了牌照带来的先发优势，国内消费者对于奢侈品选择的集中度也增强中免在采购过程的话语权。短期免税门店新增，对市场的拉动作用大于分流作用。由于免税销售本身属于受监管的特殊零售渠道，政策和品牌方对于免税运营商都有一定制约力，长期来看价格战可能性不大。从当前多家销售主体布局离岛免税来看，整合多品类、多渠道的前端服务和后端供应链是将免税打造为 O2O 零售业态的重要节点。

3.2 免税电商化发展趋势显露

在疫情爆发之初，海南离岛免税上线三亚 / 海口免税线上预约+机场提货服务。经过近两年、多家免税主体发展，目前线上 SKU 品类丰富，免税电商销售额成为免税收入重要组成部分。截至三季度末，日上上海和海南免税店官方商城品牌数量分别为 536 和 384 个，遥遥领先于其他免税电商。与今年一季度末相比，日上和深免品牌数量增加最多，分别新增 57 和 30 个。

图 22：截至三季度末各免税电商渠道品牌总数



图 23：截至三季度末各免税电商渠道香化品牌总数



数据来源：Generation Research，山西证券研究所

数据来源：Generation Research，山西证券研究所

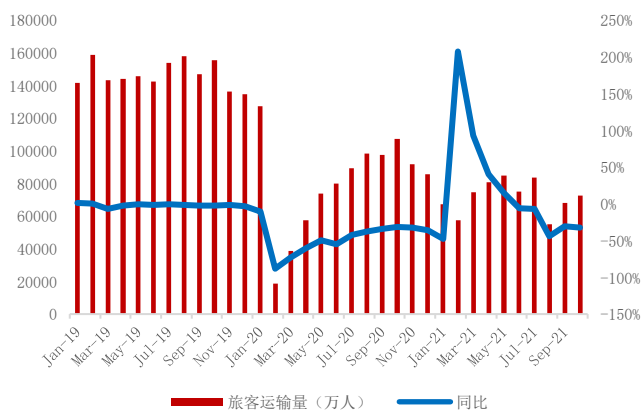
香水和化妆品是免税店销售额最高的品类。截至三季度末，海南免税商城在化妆品和香水品牌数量在所有免税电商中位居首位，拥有 107 个香化品牌；日上上海以 102 个品牌位列第二；cdf 会员购北京品牌数量为 96 个。从香化 SKU 数量来看，中免旗下各个电商平台 SKU 数均超过 1000。整体来看，中免电商业务品牌布局完善，品牌数量和 SKI 都处在国内绝对领先地位。疫情期间积极拓展线上业务，快速上线 cdf 会员购海南等平台，叠加离岛免税新政，使其销售额全年基本稳定，淡季不淡，同时弥补机场免税业务下滑。

看好消费者逐渐形成免税购物消费偏好。总体来看，在出境游受阻、消费回流叠加双循环背景下，免税行业预计仍将行驶在高速发展赛道。从当前情况判断，病毒经过多次变异感染力依旧迅速，在新冠特效药落地之前出境游恢复希望甚微。而免税市场对海外购物起到了代替作用，逐渐得到越来越多消费者认可。相比于海淘代购等电商直邮，国内离岛免税购物省去漫长清关时间、被海关征税可能，货物品质具有保证。一旦这种消费意识和认知被逐渐培养，即使出境游完全恢复也无法逆转消费者已经形成的免税购物偏好。

4.酒店：商旅出行市场随疫情波动明显

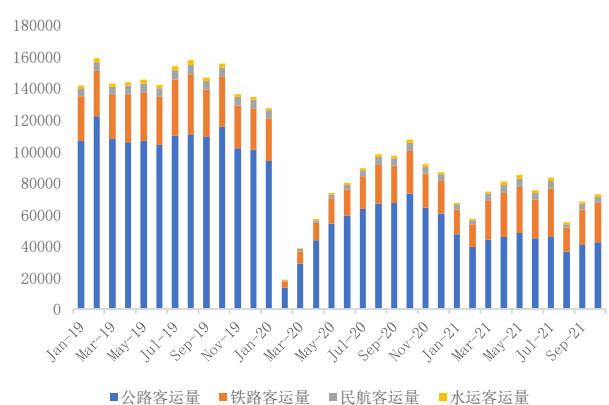
酒店行业整体运营情况受疫情影响波动较大。年内商旅出差、休闲出行需求基本复苏。从旅游市场来看，周边游、省内游、跨省游同步发展，国内旅行社复工复产率已达到疫前正常水平。但局部疫情爆发后，跨省游基本被第一时间停止，旅客运输量变化直接反应酒店入住率情况。7-8月受南京输入疫情影响暑期酒店市场萎靡，国庆节前后福建、内蒙古爆发疫情，直接打击酒店行业。

图 24：旅客运输量 10 月较去年同期下滑 32%



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 25：铁路客运量恢复至疫前 77%（单位：万人）



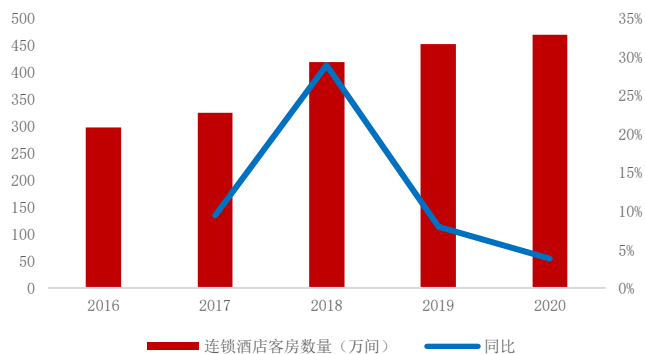
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

4.1 疫情催化酒店业连锁化进程提速

自 2020 年起，我国开始构建以国内大循环为主体、国内国外双循环的新发展格局。这样的战略定位，为本土酒店产品、民族酒店品牌发展壮大创造有利环境。同时伴随着国内消费升级、连锁品牌第一代经济型酒店面临升级改造、传统单体酒店升级换代，中高端酒店赛道迎来发展红利期。同时，疫情危机为行业整合和中高端酒店发展提供契机，酒店物业老旧、管理落后、防疫卫生较差、抗风险能力弱的企业相继出清，酒店品牌化率和连锁率持续提升。

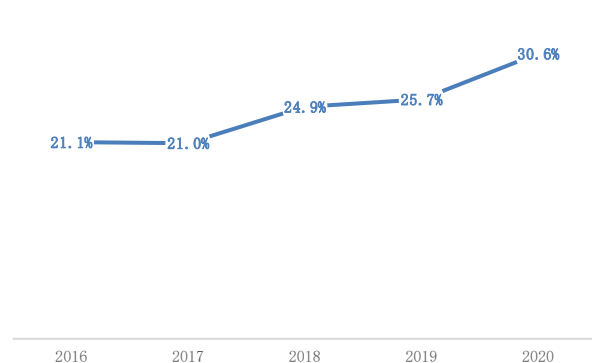
从连锁化率看，截至 2021 年初中国酒店连锁化率为 31% (+4.9pct)，同比略有提升，但与欧美等成熟酒店市场 60%-70% 连锁化率相比仍有较大差距。酒店业内部环境（疫情加速龙头酒店品牌扩张整合）和外部环境（疫情后消费者酒店选择偏好发生改变）和为连锁酒店发展提供动力。

图 26：2016-2020 年连锁酒店客房数量变化



数据来源：中国饭店协会，山西证券研究所

图 27：近年酒店连锁化率趋势

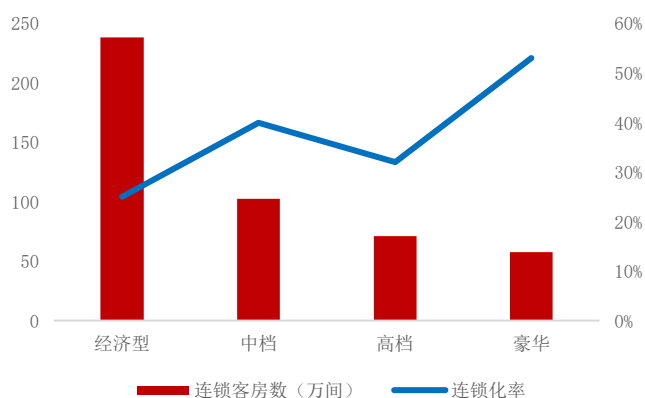


数据来源：中国饭店协会，山西证券研究所

细分酒店业连锁化率驱动因素，首先来自行业内部。中国酒店业经历过去近 20 年高速发展逐渐进入成熟期，业内竞争加剧、产品同质化严重、马太效应显著、头部酒店集团优势愈发明显。在此基础上，行业整合是必然趋势，体现在品牌化、连锁化率，连锁酒店占据酒店业比例越来越大。

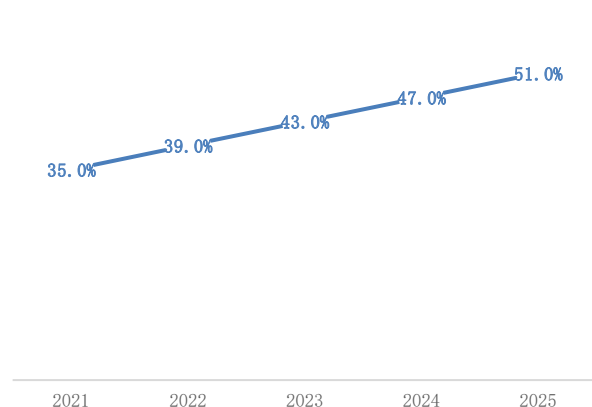
其次来自行业外部。虽然近年来疫情对旅游业带来沉重打击，行业经营状况曲折中复苏。但危机中为酒店连锁化率提升带来合适契机。消费者酒店选择偏好发生改变，具有较高卫生标准、边际效应提高的中高端酒店更受青睐，消费者愿意负担略高的房价换取更优质的服务。疫情持续蔓延使居民出游意愿基本落实在国内，部分境外游需求转向国内游，侧面推动中高端目的地游升级，带动酒店等配套设施跟上需求变化步伐作出改变。连锁化酒店在危机中抗风险能力以及转化应变能力更强，有能力及时调整营销服务策略。

图 28：国内酒店业连锁化率（按档次分）



数据来源：中国饭店协会，山西证券研究所

图 29：2021-2025 酒店连锁化率预测



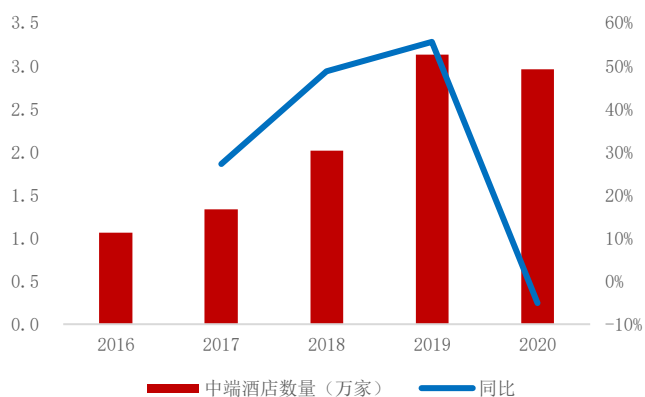
数据来源：中国饭店协会，山西证券研究所

中高端酒店连锁化进程较低星酒店推进较快。从全国酒店业整体连锁化率情况来看，经济型（二星级以下）连锁化率 25%；中档（三星级）连锁化率 40%；高档（四星级）连锁化率 32%；豪华型（五星级）连锁化率 53%。

4.2 中高端酒店边际效益提高

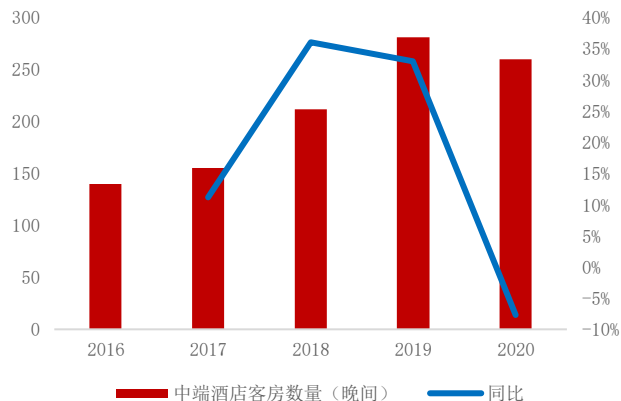
中高端酒店近年来供给不断上升。从酒店数量来看，2019 年全国中端酒店数量达 3.13 万家，2016-2019 年复合增速达 43.2%。2020 年在疫情冲击下，中端酒店扩张速度有所放缓，同比下滑 5.1%，但中端酒店占酒店业整体数量占比提升 1 个百分点，侧面反应中端酒店供给端持续充沛。从客房数来看，疫情前国内中端酒店客房数量呈高速增长。2016 年 139.6 万间上升至 2019 年 281 万间，复合增长率 26.3%。2020 年在疫情影响下，中端酒店客房数量有一定下滑，同比下降 7.7%，但在整体酒店数量中仍然上升 2 个百分点。

图 30：2016-2020 中端酒店数量及增速



数据来源：文旅部，山西证券研究所

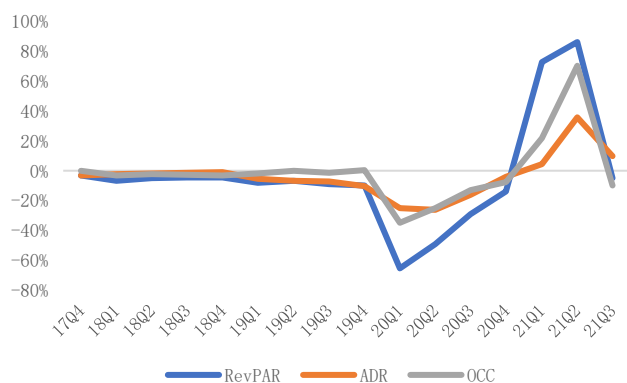
图 31：2016-2020 中端酒店客房数量及增速



数据来源：文旅部，山西证券研究所

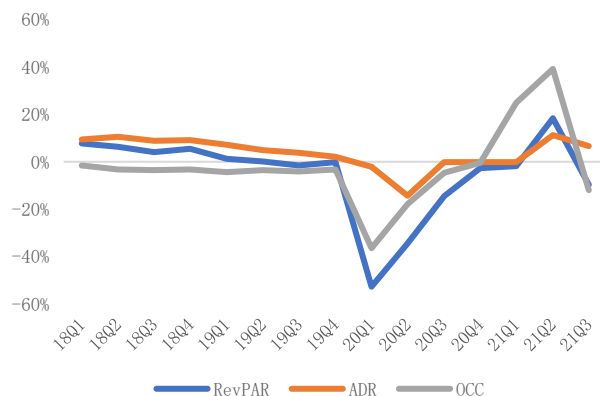
从疫前供需两端数据来看，国内中端酒店供给、需求基本保持同步上升态势。在供给大量增长的情况下，客房出租率保持在稳定水平，新增供给和新增需求基本保持平衡。近年来头部酒店集团对中端酒店市场布局动作从未停止，锦江酒店、首旅酒店新开店酒店中中端酒店占比持续提升。疫情短期内抑制消费需求升级，但长期内消费偏好改善将为中端酒店发展带来更多机会。

图 32：首旅酒店 RevPAR/ADR/OCC



数据来源：wind，山西证券研究所

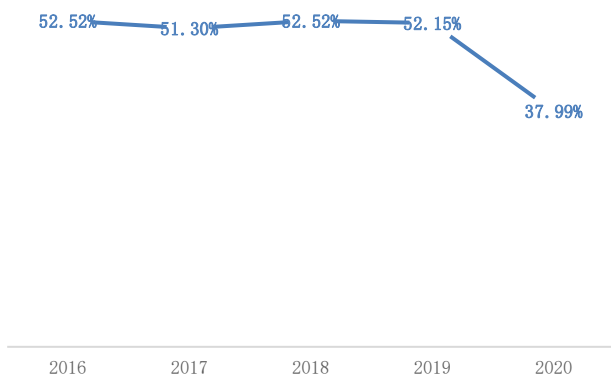
图 33：锦江酒店 RevPAR/ADR/OCC



数据来源：wind，山西证券研究所

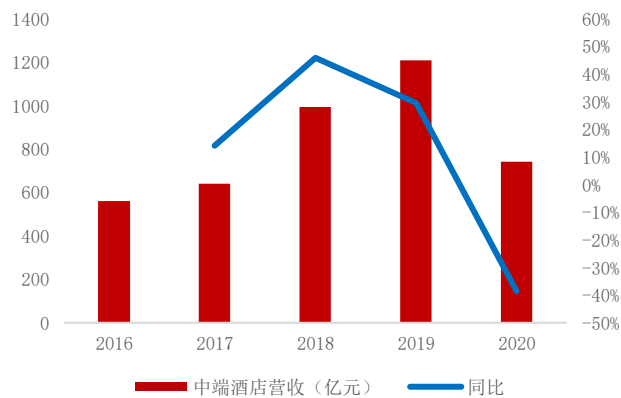
客房出租率是衡量酒店经营状况重要指标。文旅部统计数据显示，疫情前国内中端酒店客房平均出租率较为稳定，基本维持在 51%-53%。2020 年疫情影响下商旅活动受限，中端酒店客房平均出租率有较大幅度下滑。随着疫苗接种率提升、商旅出行恢复正常，预计中端酒店客房出租率将回到疫情前水平。

图 34：2016-2020 年国内中端酒店出租率



数据来源：文旅部，山西证券研究所

图 35：2016-2020 年国内中端酒店营收情况



数据来源：文旅部，山西证券研究所

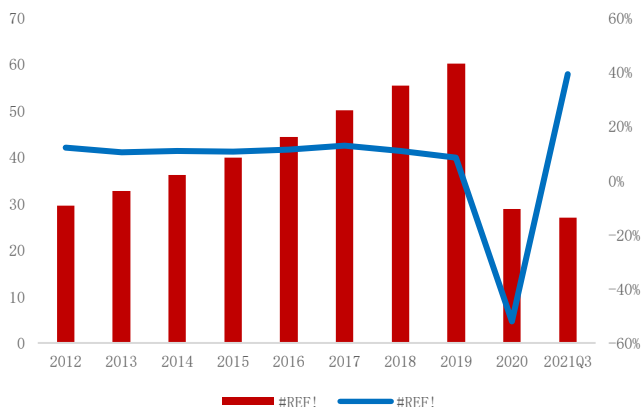
后疫情时期，周边游引领市场回暖，消费者出行需求将被进一步激发。小长假促进中短途、省内游酒店预订量上升，我们预计 2022 年酒店入住率将持续提升。小型酒店物业出清将加速酒店集团品牌扩张、连锁化及渠道下沉步伐。同时疫情或将改变消费者出游选

5.景区：2022 年整体发展谨慎乐观，关注热点旅游主题

5.1 传统旅游景区受疫情影响相对承压，家庭出游意愿增强

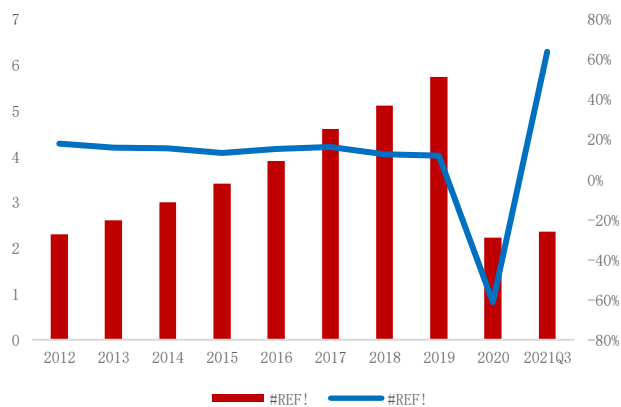
2021 年国内旅游市场相较于疫情爆发初期的 2020 年复苏明显，旅游经济预期相对乐观。但整体来看，境外疫情输入压力仍然较大，局部地区零星散发疫情偶有发生，旅游市场全面复苏仍存在诸多不确定因素。据中国旅游研究院预测，2021 年国内旅游人数将达到 39.15 亿人次，较上年同期增长 36%；国内旅游收入将达到 3.31 万亿元，较上年同期增长 48%，分别恢复至 2019 年同期水平 65%和 58%。预计 2022 年传统旅游景区经济呈阶梯形复苏、波动式回暖态势。

图 36：2021Q1-3 国内接待旅游人次 26.89 亿人次



数据来源：文旅部，山西证券研究所

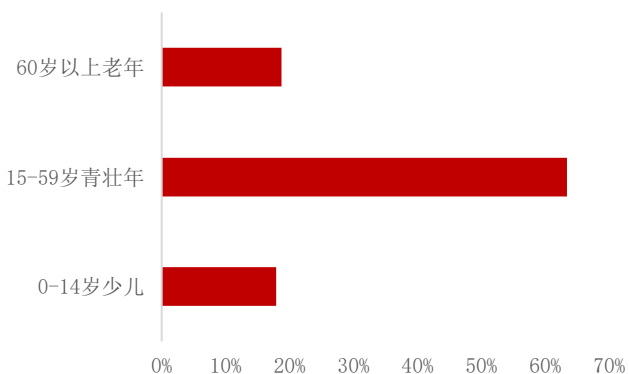
图 37：2021Q1-3 国内实现旅游总收入 2.37 万亿元



数据来源：文旅部，山西证券研究所

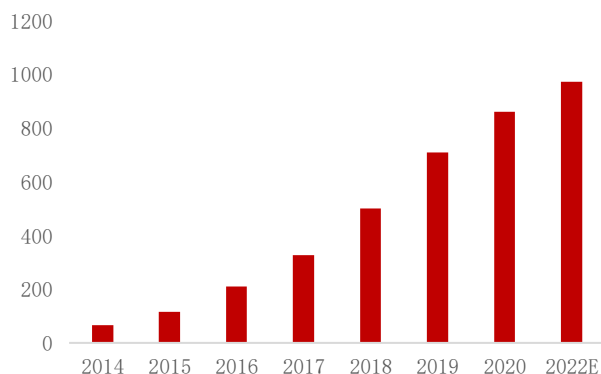
第七次全国人口普查数据显示，我国少儿人口和老年人口比重双双上升。0-14 岁少儿占比 17.95%（与十年前相比上升 1.35pct），15-59 岁青壮年占比 63.35%（-6.79pct），60 岁以上老年人口占比 18.6%（+5.44pct）。在生育政策逐渐释放的同时，老龄化已成为我国未来一段时间的基本人口特征。在结伴方式上，以家庭为单位出游意愿更加强烈，家庭型度假需求逐步上升，亲子游作为家庭结伴出游的重要组成部分具有较大发展潜力。众多 2-1（两个家长一个孩子）、2-2（两个家长两个孩子）家庭结构中的家长更注重培养年轻一代综合素质全面发展。虽然整体人口红利在短期逐渐减少，但居民出行更加注重品质提升带动客单价增加。研学旅行、亲子旅游、老年旅游、康养旅居等形式的旅游产品具有较为广阔市场前景。

图 38：我国第七次人口普查年龄结构分布



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 39：2022 年亲子游市场规模预测（单位：亿元）

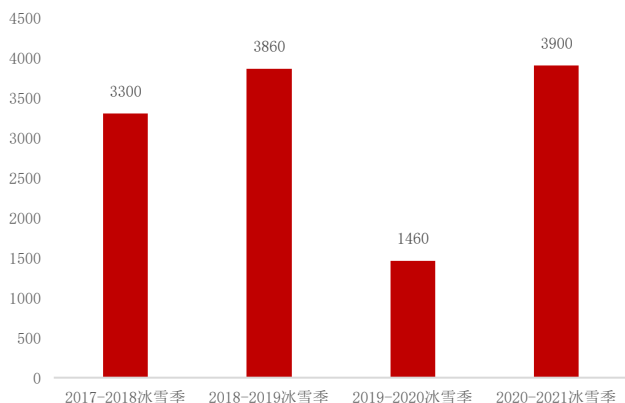


数据来源：iResearch，山西证券研究所

5.2 冰雪旅游成为冬季旅游和冰雪经济核心驱动力

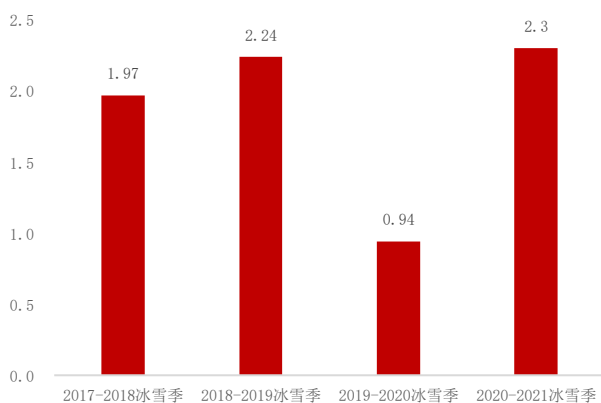
2015 年成功申办 2022 年冬奥会以来，我国冰雪旅游行业快速发展。受冬奥会宣传带动影响，2014-2015 冰雪季至 2018-2019 冰雪季，我国冰雪旅游行业市场规模从 1700.1 亿元增长至 3859.5 亿元，年均复合增长率达 22.8%；2018-2019 冰雪季我国冰雪旅游人数为 2.24 亿人次，较 5 年前增长 13.7%。2019-2020 冰雪季我国冰雪旅游人数同比减少约 1.3 亿人次，在疫情常态化防控下，冰雪旅游需求结构更倾向于周边游、家庭游、自驾游和定制游。整体来看，我国冰雪产业景气度持续攀升。根据国家发布《中国冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》，力争到 2025 年，我国形成产业体系较为完备的冰雪运动发展格局。国家政策推动、消费者意愿增强、互联网平台宣传推广以及冰雪周边行业相继完善，预计冰雪旅游行业市场规模将持续上升，更多消费者在选择雪季出行。

图 40：中国冰雪旅游收入变化趋势（单位：亿元）



数据来源：中国旅游研究院，山西证券研究所

图 41：中国冰雪旅游人次变化趋势（单位：亿人次）

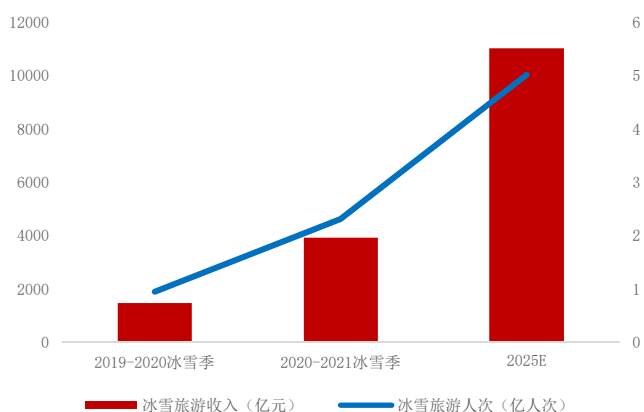


数据来源：中国旅游研究院，山西证券研究所

预计冰雪旅游将朝着向大众化、品质化、标准化等方向发展。随着冰雪旅游热度不断上升、2022 年冬奥会等利好因素推动下，预计我国冰雪旅游相关产业将持续增长。体育总局发布《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》显示，2020 年我国冰雪产业总规模达到约 6000 亿元，到 2025 年我国冰雪产业总规模有望突破 10000 亿元。此外，直接参加冰雪运动人数也将超过 5000 万，带动 3 亿人参与冰雪及相关产业。中国旅游研究院预测在十四五规划末期的 2025 年，我国冰雪旅游人数有望超过 5 亿人次，冰雪旅游收入超 1.1 万亿元，冰雪旅游将成为冬季旅游和冰雪经济的核心驱动力。

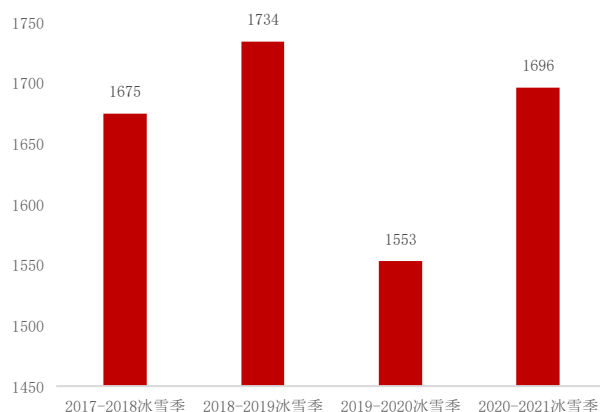
冰雪旅游人均消费显著高于常态旅游。2018-2019 冰雪季我国冰雪旅游人均消费为 1734 元，2018 年我国国内人均旅游消费 926 元，冰雪旅游是国内常态旅游人均消费的 1.87 倍，冰雪旅游拉动内需能力突出。受疫情影响 2019-2020 冰雪季人均消费 1553 元，2020-2021 冰雪季人均消费水平有所提高。北方城市凭借先天冰雪优势，在冰雪旅游中具有较强竞争力，人气较高传统冰雪旅游目的地多在北方。

图 42：未来冰雪旅游收入 / 人次预测



数据来源：中国旅游研究院，山西证券研究所

图 43：中国冰雪旅游收入变化趋势（单位：元）



数据来源：中国旅游研究院，山西证券研究所

5.3 出入境游恢复取决于国际疫情控制以及新冠特效药研发进程

受疫情影响，2020 年至 2021 年中国出境旅游总体处于停滞状态，依然在底部盘整。2020 全年出境旅游人数为 2033.4 万人次（-86.9%）。相比疫情前过亿人次的出游规模，出境游市场预计持续处于停摆状态。由于疫情防控得力政策协调顺畅，前往澳门的内地游客市场出现明显复苏迹象，成为出境旅游新亮点。

展望 2022 年，出境旅游市场恢复步伐取决于全球范围内疫情防控形势。从目前防疫情况看，德尔塔病毒属于优势毒株、传染性强；奥密克戎作为新变异株目前已在多个国家传播，出现致死病例，多国开始新

一轮封锁国界。三大航司业绩交流会上表示，明年春节期间在北京张家口举办冬奥会，届时政府将会采取严格的新冠防控措施，对国际航班的限制至少延长到 2022 上半年。中长期来看国内旅游行业将继续内循环，出境游客流持续转化为国内游。

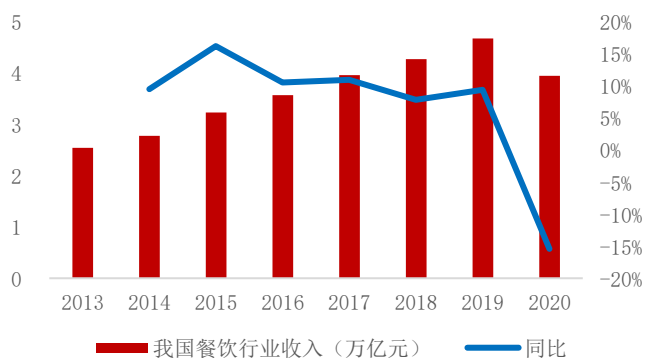
出入境游旅企业业务暂停期间寻找求生模式。众信旅游、凯撒旅业、岭南控股等以出入境游批发、零售业务为主的旅行社企业年内业绩持续亏损严重。6 月以来两大以出入境游批发、零售产品为主的旅行社企业凯撒旅业、众信旅游宣布将牵手进行合并吸收换股。此项重大资产重组业务在 12 月初因涉及环节较多宣告终止。之后阿里网络通过股权转让方式持股众信旅游 11.06%成为其第二大股东。阿里拥有强大线上处理能力，作为上市公司战略股东，或将帮助众信旅游渡过短期困难迎来长线发展。

6. 餐饮：行业韧性较强，新消费趋势崛起

6.1 餐饮消费渠道多花样趋势明显，连锁率空间广阔

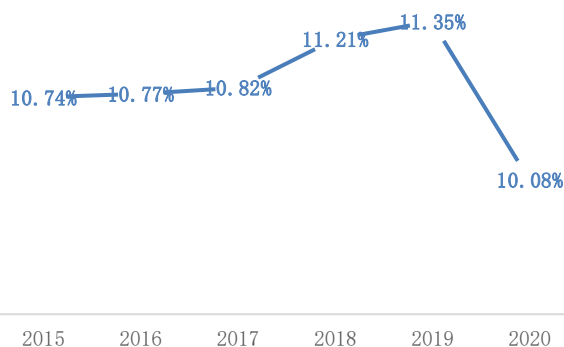
我国餐饮行业伴随经济发展，不仅成为消费能力提升的见证，因其属于必选消费末端环节，最贴近消费者日常生活，逐步成为扩内需、促销费的支柱产业。餐饮服务市场增长主要得益于城镇化进程的加快和居民消费偏好改变，日益加快的生活节奏增加大众对外出用餐多样化的需求。2013-2019 年我国餐饮市场总收入逐年上升，近几年增速有所下滑，2019 年增速 9.4%。疫情爆发以来餐饮行业发展受到一定限制，2020 年我国餐饮行业收入首次出现负增长，同比下滑 15.4%。餐饮消费在消费零售行业占据重要地位。餐饮收入在全国消费品零售总额比重从 2015 年 10.74%增加至 2019 年 11.35%。2020 年受疫情影响，餐饮收入占比降至 10.08%。

图 44：中国餐饮行业收入规模情况（单位：万亿元）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

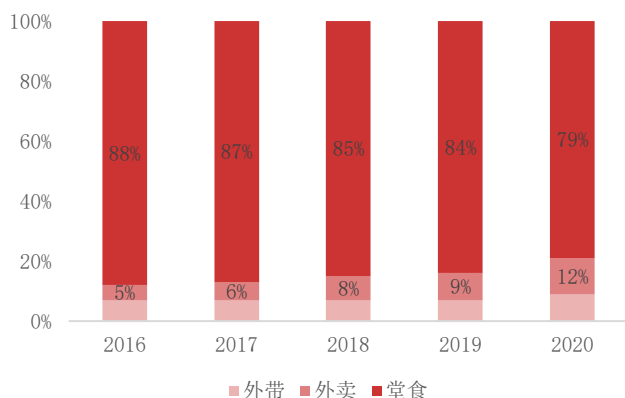
图 45：餐饮收入占消费品零售总额比重



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

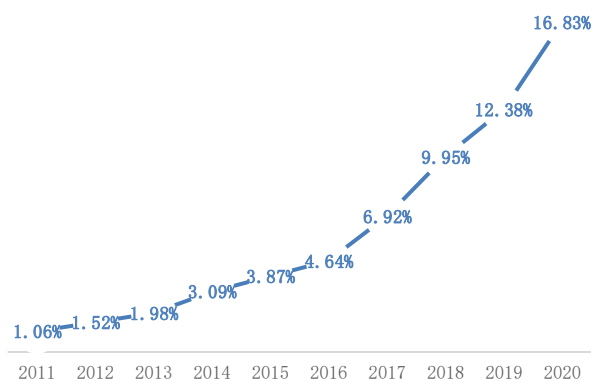
餐饮消费渠道多花样趋势愈发明显。随着零售电商平台不断趋于成熟，餐饮服务平台随之壮大。叠加都市上班族工作时间较长挤占日常休闲时间，懒人经济应运而生。2016-2020 年我国外卖占全国餐饮收入比重稳步增长，同时受疫情影响，消费者逐渐养成居家做饭或叫外卖的用餐习惯，推动外卖渠道、熟食半成品零售的快速发展。2020 年外卖占比增至 12%，较五年前占比提升一倍。虽然外带、外卖渠道抢占堂食份额，但因其具有社交等不可替代属性，整体占比始终保持领先地位，2020 年占比 79%。

图 46：2016-2020 年餐饮行业销售渠道占比



数据来源：iResearch，山西证券研究所

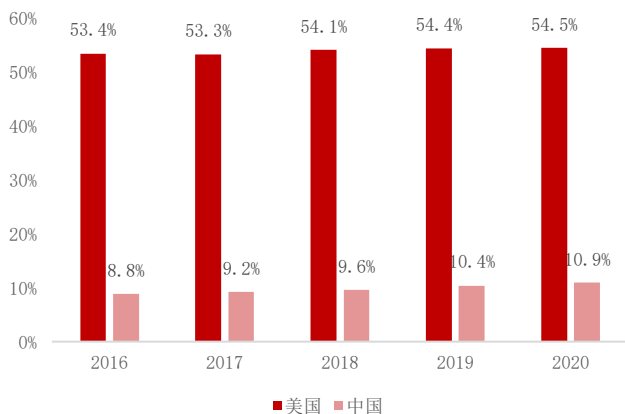
图 47：2011-2020 在线外卖市场规模占餐饮行业规模



数据来源：iResearch，山西证券研究所

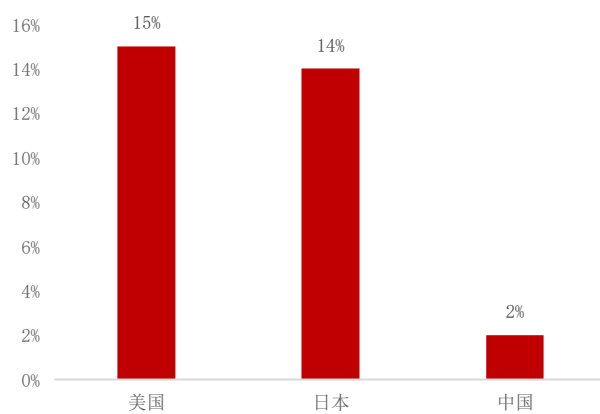
2016-2020 年国内餐饮连锁化程度逐步提升，连锁餐饮市场份额从 2016 年 8.8% 稳步增长至 2019 年 10.4%。近两年受疫情影响，许多小型个人餐饮店出现现金流短缺、库存积压、受局部疫情管控影响等困难而不得不关闭。反观连锁餐企，规模化和品牌效应增强其应对风险能力，虽然不间断疫情持续出现，但国内餐饮连锁化率重压之下进一步增长至 10.9%。

图 48：2016-2020 年中美餐饮连锁化率对比



数据来源：iResearch，山西证券研究所

图 49：各国餐饮品牌 CR5 集中度



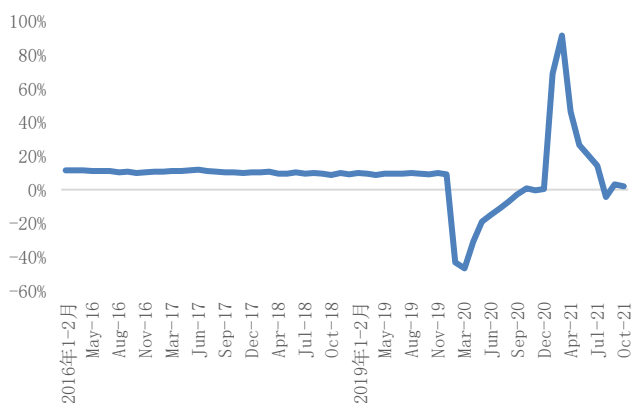
数据来源：iResearch，山西证券研究所

目前国内餐饮行业竞争格局总体较为分散。分城市线级来看，一线、新一线、二线城市的餐饮连锁化率高于低线城市。疫情以来，一线城市连锁化率突破 20%，规模的连锁餐饮企业占比在一定程度上有所提升。但与美国、日本餐饮连锁化率超过 50%相比，我国餐饮连锁化率和市场集中度还有很大提升空间。从餐饮品牌的集中度看，中国餐饮品牌 CR5 仅约 2%，而美国和日本 CR5 分别达到 15%和 14%，中国较成熟市场有较大差距，且中国餐饮市场 CR5 除海底捞外均为西式餐饮。

6.2 Z 世代崛起、少年经济影响餐饮消费格局

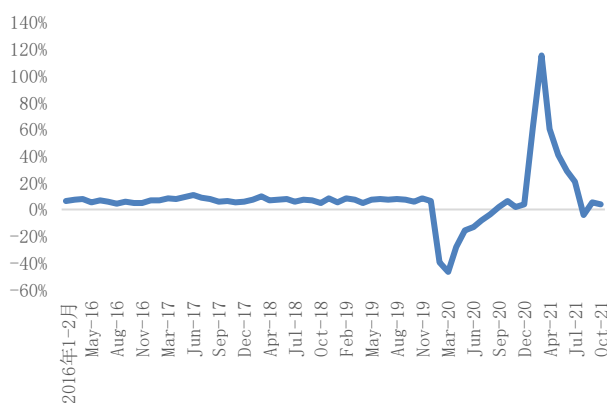
餐饮消费需求出现分化。社零餐饮数据年内 3-4 月、7-8 月受局部地区疫情反复整体收入下滑。消费者画像在疫情爆发后出现细微变动，20 岁及以下消费者消费增幅达 34%，少年经济正在崛起；由学生步入工作岗位身份转变、可支配收入增多、消费追求新鲜事物，Z 世代逐渐成为消费主体。据第七次全国人口普查数据显示，90 后 00 后人口约占总人口 24%，他们将影响未来 5-10 年中国消费格局。

图 50：2021 年 10 月餐饮收入同比增长 2%



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 51：2021 年 10 月限额以上餐饮收入同比增长 4%



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

消费人群的变化和口味喜好也影响资本市场热度变化。随着消费者对产品品质和服务态度的重视程度日益提升，消费模式逐渐从生存型转变为享受型，消费者对个性化的需求也从过去纯粹追求口感逐步向多元化方向发展。得益于 Z 世代新人群敢赚敢花的消费理念，喜茶、奈雪的茶等高端茶饮品牌应运而生。根据奈雪的茶财报披露，2020 年中国现制茶饮市场规模约为 1136 亿元，预计到 2025 年将达到 3400 亿元，CAGR 达到 24.5%，现制茶饮市场消费群体庞大并在快速增长。

表 2：2021 年前十月茶饮融资事件盘点

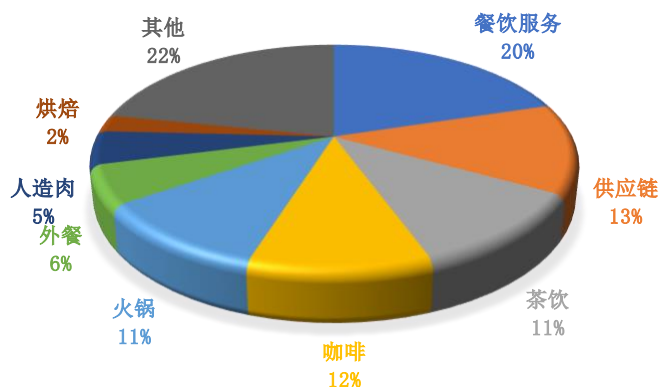
品牌	城市	简介	今年融资时间	融资轮次	金额	投资方
蜜雪冰城	郑州	以新鲜冰淇淋、茶饮为主	1 月 13 日	战略融资	20 亿人民币	CPE 源峰、高瓴资本、美团龙珠

沪上阿姨	上海	连锁奶茶品牌，主打现煮奶茶	6月25日	A+轮	近亿元人民币	嘉御基金
喜茶	深圳	以白领阶层、年轻势力为主流的消费群体	7月23日	D轮	5亿美元	日初资本、高瓴资本、腾讯投资、淡马锡、黑蚁资本、红杉资本等
奈雪的茶	深圳	烘焙茶饮品牌店，主打果茶与软欧包产品	6月18日	战略投资	58.58亿港元	瑞银资产管理、广发基金、乾元复兴精选基金、汇添富、南方基金
椿风	上海	草本健康品牌	3月1日	Pre A+轮	数千万元人民币	南京星纳赫资本
荷田水铺	青岛	国风传统养生药茶饮品牌	6月21日	天使轮	未披露	梅花创投
霸王茶姬	北京	健康新中式茶饮品牌	10月18日	B轮	超3亿元人民币	XVC、琮碧秋实
未来茶浪	北京	以健康精品茶饮为核心，轻养生现制茶饮	1月12日	天使轮	数千万元人民币	品品香茶业、小罐茶
和氣桃桃	上海	桃味茶饮品牌	10月17日	战略投资	未披露	喜茶企业管理有限责任公司
水獭吨吨	深圳	高颜值的超即溶水果茶饮产品	6月24日	天使轮	1000万人民币	不惑创投
小满茶田	北京	以车厘子为代表的杯装鲜果茶饮	6月29日	A轮	数千万元人民币	元禾原点、众源资本、尚承投资
茶小空	北京	不限水温、即泡即饮，超萃袋泡茶产品	6月30日	A轮	过亿元人民币	动域资本、DST Global、五源资本、光速中国
胶囊茶语	北京	以“妆食同源”为理念，针对18-35岁年轻女性	7月28日	天使轮	数千万元人民币	不二资本、三角资本

资料来源：企查查，山西证券研究所

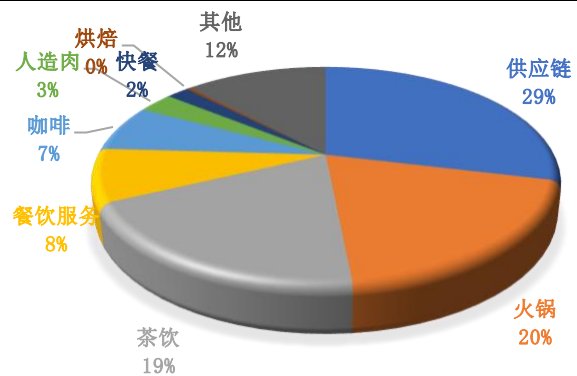
资金热度重回热门餐饮赛道。2018年前餐饮行业投融资呈现整体增长的趋势，自2018年开始热度有所下滑，在疫情爆发后行业出清的近两年时间里，投资热度逐渐重回热门餐饮赛道。截至今年三季度末，餐饮行业投融资额为439.1亿元，达到2020年两倍。从细分赛道来看，茶饮、咖啡、火锅受到资金追捧，分别占行业整体融资40.5%、15.7%、13.1%。

图 52：2021 年餐饮行业融资类型分布（按数量）



数据来源：iResearch，山西证券研究所

图 53：2021 年餐饮行业融资类型分布（按金额）



数据来源：iResearch，山西证券研究所

预计 2022 年餐饮行业连锁化进程持续提速，餐饮+N 模式将不断裂变。例如餐饮+互联网（O2O 外卖配送业务）、餐饮+供应链（原海底捞调味料供应商颐海国际单独港股上市、逐渐削弱与海底捞关联关系专注发展调味料供应业务）、餐饮+新零售（生鲜配送，打造货找人消费场景）、餐饮+灵活用工（疫情期间盒马鲜生招揽部分堂食营业受限餐企员工进行货物分拣、配送工作）等催生更多餐饮复合型产业。随着时代转变，餐饮消费结构逐渐年轻化，80、90、00 后成为餐饮消费市场的中坚力量。预计越来越多为迎合这一庞大消费群体的个性化、私人化餐饮服务应运而生。同时，餐饮连锁化不断加速将是行业发展最为明显趋势。后疫情时期消费者更愿意选择背靠大集团优质、卫生、服务体验俱佳的餐饮品牌，优质龙头公司具有更强发展韧性。

7.行业评级及投资建议

7.1 行业评级

当前社服行业整体市盈率 50.46 倍，低于三季度末 58.15 倍、二季度末 80.11 倍、远低于一季度末 182.2 倍，相对沪深 300 估值 3.8 基本回到历史平均水平。下半年多次局部疫情反弹影响行业股价、业绩逐步兑现，使行业内多数公司估值回到正常区间范围。

我们认为，2022 年社服行业投资机会主要取决于疫情控制情况，细分为疫情变异可能和新冠特效药研发进程。就目前来看，实现全球免疫难度较大，美国、欧盟等发达国家，以及中国等具有独立能力研发生产疫苗的国家有足够的疫苗供应。若想避免全球疫情态势反复陷入确诊峰值，推动数十亿人完全接种疫苗最有效，但具有较高操作难度。不间断疫情反复影响旅游业复苏，屡次出现的新变异毒株对消费者需求产生较大负面影响，造成游客心态转变。我们从可能出现的新变异株带来的不同程度重症率和致死率对旅游板块可能产生的影响进行分情况讨论。1) 如果新变异株传染能力下降、重症率和致死率降低、产生的影响低于预判，我们认为旅游板块将在超跌后立即反弹；2) 如果新变异株传染能力与 Delta 相似，现有疫苗可以降低重症率和致死率，对疫苗接种率较高和防疫措施严格的国家产生影响较小，我国将继续严格控制入境航班物流；3) 新变异株传染能力高于以往任何毒株，现有疫苗基本无效，在新疫苗和特效药上市之前，全球将会再次陷入病例高发期、部分疫情严重地区封锁；4) 新冠特效药成功研发上市，临床效果符合预期，疫情将逐渐过渡到普通肺炎，旅游业全面复苏。

短期来看，我国将继续严控疫情，消费者逐渐适应疫情常态化出行，旅游业爬坡复苏。目前海外疫情控制仍未出现明显拐点，新变异奥密克戎造成多国再次封锁国境，境外游的出行客观条件限制、消费者主

观意愿转变，部分境外游需求将继续回流国内游。

长期来看，新冠特效药落地或带动社服行业回归疫前增速。目前全球知名药企相继推动新冠特效药获批上市，若临床效果符合预期，乐观情况下疫情传播能力、致死率、重症率将显著下降，旅游市场将恢复正常运行状态。在疫情中部分消费者需求向中高端酒店、精品定制游、主题游等新消费方向转变。免税市场持续扩容，引进更多优质国际高端品牌，龙头企业仍处于相对优势竞争地位。更多游客青睐于选择价格边际变化在可接受范围内，但可以提供更加安全、私密、卫生的中高端酒店。目的地旅游从传统的一站式跟团游向更加注重体验感、满足感的休闲度假模式转变。

综上，我们对社会服务行业维持“看好”评级。

7.2 投资建议

我们认为 2022 年社会服务行业将以业绩复苏为主线，以龙头加速扩张带动行业回归疫前增速，关注热点主题行情。行业内各子板块呈现免税>餐饮>酒店>旅游综合>景区的业绩复苏顺序。**1、在防疫常态化、居民出行正常化环境下，行业内公司继续业绩修复。**今年行业整体业绩较疫情爆发初期明显改善，但受多次局部疫情反弹影响，整体业绩复苏仍有较大空间。景区板块受区域疫情影响较为萎靡，预计明年游客出行需求持续落实在境内，利好国内游、周边游等旅游产品。**2、龙头企业加速扩张，主要表现在免税、餐饮、酒店板块。**免税受益于行业扩容、境外消费回流以及上市公司海外扩张预计行业持续增长。餐饮板块目前处于较低估值阶段、标的具有较高投资价值。酒店板块年内受疫情影响股价几番调整，目前龙头酒店估值较为合理，非公开发行优化产品矩阵结构，中高端酒店边际收益提升。**3、冬奥会或提振冰雪旅游。**北京冬奥会将于 2022 年 2 月 4 日开幕，目前北京、延庆、张家口场馆进入调试阶段。冰雪运动伴随冬季旺季以及冬奥会助力发展潜力可观，与旅游相结合的冰雪观光产品或成为冬季游客出行新趋势。

7.3 重点推荐标的简析

7.3.1 中国中免（601888.SH）：税收利好、机场租金减免带动费用大幅改善

Q4 及春节所在一季度通常为离岛免税销售旺季，受拉尼娜影响今年内陆城市多有降温等极端天气出现，利好海南候鸟居住人群和热带海岛度假旅游。长期来看，疫情下消费回流效应显著，离岛免税所在赛道持续高速增长。后续展望机场补充协议持续落地给公司费用端带来利好。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.1\8.28\9.68，2021-2023 年 PE 分别为 37.5\27.6\23.6，维持“增持”评级。

7.3.2 锦江酒店（600754.SH）：境外酒店业务复苏回升

酒店经营与复苏情况与当地及周边疫情形势直接相关。后疫情时代，龙头酒店集团市场集中度将持续提升。年内公司维持高速开店，定增获批持续优化业务结构，预计未来两年存量酒店数量达到 15000 家，未来存量房+新增房布局不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.3\1.24\1.71，2021-2023 年 PE 分别为 182.2\44\31.9，维持“增持”评级。

7.3.3 首旅酒店（600258.SH）：定增落地，带动中高端酒店改造升级

公司年内经营状况持续改善，深耕北京市场，9月环球影城开业带动环京旅游热度提升。目前环球影城景区内两家酒店：环球影城大酒店和诺金度假酒店，定位豪华型酒店，均位于园区入口、承接园区客流，区位优势明显，首旅集团为解决同业竞争，两家酒店未来有望注入首旅酒店上市公司体内。同时首旅集团投资园区多个餐饮、休闲娱乐板块，资源协同优势显著。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.89\1.11\1.24，2021-2023 年 PE 分别为 19.2\14.7\13.2，维持“增持”评级。

7.3.4 广州酒家（603043.SH）：陶陶居并表优化业绩，生产基地投产突破产能瓶颈

局部疫情给餐饮业带来的影响基本在 Q2 被消化。速冻业务随着梅州一期年内投产、湘潭二期加紧建设，预计产能 3.85 万吨（新增 0.6 万吨产能）。生产基地不断投产、产能瓶颈逐渐解决，食品业务将持续增厚公司业绩、稳定品牌发展、平滑餐饮行业系统性风险。从渠道规模来看，公司逐渐走出广东、深耕华南、辐射全国，线上营收占比不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.23\1.6\1.8，2021-2023 年 PE 分别为 19.2\14.7\13.1，维持“增持”评级。

7.3.5 宋城演艺（300144.SZ）：长期看好公司演艺项目升级

短期来看疫情反复影响公司主营演艺项目复苏进程、新项目宣传推广；中长期来看，公司新项目储备丰富，继续推进增量项目佛山、西塘、珠海项目建设，项目扩张有望持续带来新增长点。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.27\0.44\0.62，2021-2023 年 PE 分别为 51\31.3\22.2，维持“增持”评级。

7.3.6 天目湖（603136.SH）：看好周边游市场复苏反弹

短期内疫情区域性反复给业绩复苏带来不确定性，跨省游停摆下，公司布局短途游、周边游或实现业绩增长；中长期受益于中心城市周边休闲景区资产，作为国内民营经营休闲景区龙头、费用管理能力较强，公司可转债全部用于南山小寨二期建设以及温泉一期改造工程，项目稳步推进，看好公司疫情后业绩修复能力。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.37\0.65\0.83，2021-2023 年 PE 分别为 42.8\24.4\19.1，维持“增持”评级。

7.3.7 中青旅（600138.SH）：南北双镇承接周边游休闲度假需求

国内景区受疫情反复业绩波动较大。公司拥有稀缺性城市周边休闲度假旅游目的地承接短途客流，持续多元化布局经营，疫情后加大线上线下整合营销、旅行社国内游市场投入。短期京郊怀密高铁正常运行，南北两镇经营持续回暖；中长期持续看好国内旅游市场复苏增长。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.47\0.67\0.83，2021-2023 年 PE 分别为 21.1\14.8\12.2，维持“增持”评级。

表 3：重点推荐公司盈利预测预估值

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
601888.SH	中国中免	229.20	3.14	6.1	8.28	9.68	72.99	37.57	27.68	23.68	增持
600754.SH	锦江酒店	54.66	0.1	0.3	1.24	1.71	546.60	182.20	44.08	31.96	增持
600258.SH	首旅酒店	24.93	(0.5)	0.89	1.11	1.24	(49.86)	28.01	22.46	20.10	增持
603043.SH	广州酒家	23.62	0.82	1.23	1.6	1.8	28.80	19.20	14.76	13.12	增持
300144.SZ	宋城演艺	13.79	(0.67)	0.27	0.44	0.62	(20.58)	51.07	31.34	22.24	增持
603136.SH	天目湖	15.86	0.29	0.37	0.65	0.83	54.69	42.86	24.40	19.11	增持
600138.SH	中青旅	9.96	(0.32)	0.47	0.67	0.83	(31.13)	21.19	14.87	12.00	增持

数据来源：wind，山西证券研究所（注：对应公司 2021 年 12 月 14 日收盘价）

8.风险提示

宏观经济波动风险；

免税政策变化风险；

酒店行业供需变化风险；

景区门票下调风险；

疫情对旅游行业影响超预期风险；



疫情扩散时间延长及传播范围扩大风险；
行业系统性风险；
突发事件或不可控灾害风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

