

社会服务行业：把握后疫情时代的复苏机会

2022 年 3 月 10 日

看好/维持

社会服务

行业报告

分析师	王 紫 电话：010-66554104 邮箱：wangzi@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480520050002
研究助理	刘雪晴 电话：010-66554026 邮箱：liuxq@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480120080007
研究助理	魏宇萌 电话：010-66555446 邮箱：weiyu@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480120070031

投资摘要：

后疫情时代，虽然旅游市场整体仍受疫情影响，随着疫情持续时间的延长，以及防控措施的常态化，**疫情对出游的边际影响逐渐减弱**，国人出游心态逐渐放开。此外，近期辉瑞新药于国内获批，“十四五”旅游业发展规划、服务业领域纾困政策相继发布。在此背景下，**出行管控有望有序放开，旅游业整体有望迎来复苏**。从开放节奏看，我们认为将按照先境内、后境外的进程有序开放。**境内方面**，精准防控下跨省游熔断机制有望逐渐调整，居民出行信心有望逐渐修复。我们认为，在冬奥会与两会结束后，节假日密集的**二季度国内疫情防控有望迎来适度边际放松**。**境外方面**，海外部分国家的出入境放开政策推进，但我国对人员的跨境流动政策整体偏谨慎，参考香港通常会涉及一系列前期信息互通准备和通关条件的确认。因此我们预计，在海外疫情得到有效控制，确保防疫安全的情况下，**我国出入境开放政策有望在今年内进行渐进式、试点化的探索**。我们认为，虽然国内疫情仍有散点反复，但在居民消费信心重塑、政策利好、管控宽松趋势下，**旅游业有望迎来进一步复苏**。

1) OTA：作为综合线上预订平台，将受益于出行市场的整体复苏。

2) 景区&免税：若跨省游熔断机制放开，各地景区目的地均有望受益，同时周边游、短途游有望向长线游过渡，并带动旅游时长和人均旅游消费提升，看好自然/文化资源丰富、配套设施完善、具有业务外延能力的优质景区。同时，海南作为国内重要出行目的地，短期看，海南旅游市场回暖将带动离岛免税高景气；中长期看，出入境开放后，机场口岸业务将恢复，且市内免税店政策落地可期。

3) 酒店：PMI 连续四个月高于荣枯线，国内经济主体保持较高活跃度，为酒店商务需求复苏提供动力；同时，旅游市场回暖将进一步带动休闲需求复苏，酒店行业强劲的内生度假需求有望得到释放，度假型酒店弹性更大。我们建议关注酒店龙头：**把握行业供给端出清机会，龙头快速拓店实现市占率提升**，2023 年锦江/华住/首旅门店分别有望达到 15000/10000/10000 家；**头部机构中高端占比提升**，截至 2021Q3，锦江/华住/首旅中高端门店占比分别提升至 50.9%/37.1%、35.9%，均高于行业平均水平，关注公司品牌升级、引进、孵化能力。

4) 餐饮：2021 年 4 月以来国内社零餐饮收入累计值较 2019 年同期持续实现小幅正增长，我们认为，**未来疫情防控放松将提振大众对接触性消费的信心，带动旅游相关餐饮和日常餐饮需求提升**。短期看，常态化防控下可选消费预计延续 K 型复苏趋势，关注低客单价、高性价比类餐饮；中期看，随疫情影响消退，行业将回归开店逻辑，关注各餐饮企业现有门店距离赛道天花板之间的剩余空间；长期看，关注供应链体系、数字化运营能力提升对企业利润的释放，关注具备持续的新品开发能力和新品牌孵化能力的餐饮集团。

风险提示：疫情发展超预期，超预期政策，宏观经济发展不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			评级
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
中国中免	4.91	6.71	8.80	38.2	28.0	21.4	强烈推荐
锦江酒店	0.27	1.29	1.87	192.5	39.9	27.1	推荐
首旅酒店	0.06	0.81	1.14	407.1	28.2	20.0	推荐
海伦司	0.02	0.43	0.81	1223.2	32.5	17.2	强烈推荐
宋城演艺	0.19	0.41	0.58	76.2	33.9	23.7	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 出行信心重塑，疫情对旅游市场影响边际减弱	4
2. 政策催化下，出行将沿先境内再境外有序开放	4
2.1 政策端：服务业纾困政策落地，两会释放利好信号	4
2.2 防控端：辉瑞新药获批，常态化防控更进一步	7
2.3 复苏展望：先境内、再境外，有序开放可期	7
3. 细分板块.....	8
3.1 免税：多渠道复苏之风渐起，免税行业持续高景气	8
3.2 景区：十四五规划指明方向，看好具有经营效率和外延能力的优质景区	9
3.3 酒店：商旅和休闲需求双重拉动，看好龙头集中度提升和品牌升级	10
3.4 餐饮：常态化防控提振接触性消费信心，带动旅游相关餐饮和日常餐饮需求提升	14
4. 风险提示.....	17
相关报告汇总.....	18

插图目录

图 1： 节假日本土病例数与游客数恢复率	4
图 2： 节假日本土病例数与旅游收入恢复率	4
图 3： 海南接待游客人数变化.....	9
图 4： 政策拉动离岛免税销售额高增	9
图 5： 我国口岸免税销售占比变化.....	9
图 6： 中国内地航班运营实时动态指标 CARDI.....	9
图 7： 星级酒店 RevPAR 与 PMI 显著相关.....	11
图 8： 春节后酒店商务需求快速反弹	11
图 9： 各地酒店商旅需求节后表现环比好于节前	11
图 10： 2021 年暑期酒店度假需求被疫情打断	11
图 11： 2022 年春节国内酒店入住率高于 2021 年春节.....	11
图 12： 2022 年春节国内酒店平均房价高于 2019 年春节	12
图 13： 2022 年春节高星酒店平均房价表现更亮眼	12
图 14： 酒店业总客房数同比转负	12
图 15： 住宿业固定资产投资大幅下滑	12
图 16： 新增开业客房数量有望在 2022 年呈现回升趋势	13
图 17： 头部酒店集团逆势加速扩张	13
图 18： 头部酒店集团扩张计划	13
图 19： 中高端酒店占比提高，看好行业结构性机会	14
图 20： 头部酒店集团产品结构持续优化	14
图 21： 社零餐饮收入年内累计同比 4 月转正	14
图 22： 限额以上餐饮企业表现好于行业平均水平	14
图 23： 疫情后我国餐饮行业供给端出清，连锁化率提升	15

图 24： 头部餐饮品牌保持快速拓店趋势	15
----------------------------	----

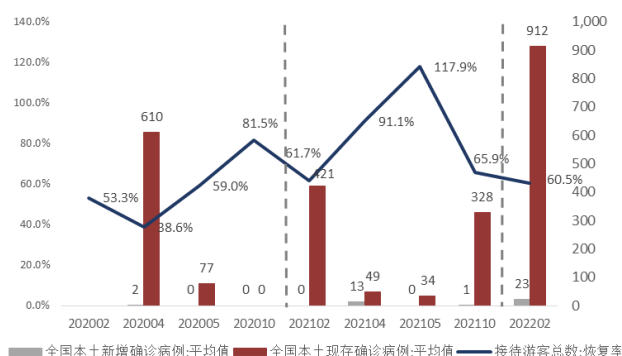
表格目录

表 1： 《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》文件重点内容边际变化梳理	5
表 2： 精准实施疫情防控措施	6
表 3： 香港与内地人员往来安排及进展	8
表 4： 《“十四五”旅游业发展规划》相关支持措施	10
表 5： 今年上半年上市餐饮企业经营表现	16

1. 出行信心重塑，疫情对旅游市场影响边际减弱

旅游市场整体仍受疫情影响，但影响程度边际减弱，国人出游心态逐渐放开。整体看，在新增/现存病例较少时期，旅游市场较 2019 年疫情前同期恢复率更高，可见旅游市场整体仍受疫情影响。但纵向对比 2020、2021 和 2022 年，在疫情严重程度趋同的情况下，旅游市场恢复率逐年提升。如 2020 年五一与 2021 年五一本土新增病例均为 0，现存病例均为数十人，但 2021 年五一接待游客数已高于 2019 年同期 17.9%，旅游总收入恢复率 96.2% 也远高于 2020 年的 40.4%；2022 年春节本土日均新增病例 23 人，日均现存病例 912 人，远高于 2021 年春节水平，但旅游市场接待游客数/总收入恢复率较 2021 年同期仅下降 1%-2%。可见，随着疫情持续时间的延长，以及防控措施的常态化，疫情对出游的边际影响逐渐减弱，国人出游心态逐渐放开。

图1：节假日本土病例数与游客数恢复率

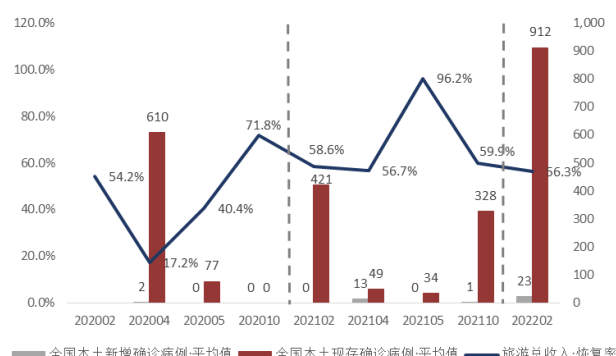


资料来源：文旅部，卫健委，wind，东兴证券研究所

注：接待游客、旅游总收入恢复率指当年数据恢复至 2019 年同期数据的比例；

2 月春节假期；4 月清明假期；5 月五一劳动节假期；10 月十一国庆节假期。

图2：节假日本土病例数与旅游收入恢复率



资料来源：文旅部，卫健委，wind，东兴证券研究所

2. 政策催化下，出行将沿先境内再境外有序开放

国内外疫情全面进入常态化防控阶段，辉瑞新药于国内获批，“十四五”旅游业发展规划、服务业领域纾困政策相继发布。未来随着冬奥会、两会相继召开，疫情相关的人流管控措施有望边际放开，出游相关行业有望进入政策窗口期，旅游市场复苏进程可期。

2.1 政策端：服务业纾困政策落地，两会释放利好信号

2 月 18 日，国家发改委等十四部门联合发布《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，提出多项服务业普惠政策及餐饮、旅游、零售、交通运输等行业的针对性纾困政策，有望大大推动年内服务业复苏进程。我们认为，此次政策重点关注以下几个方面：

- **服务业普惠性政策方面**，提出延续服务业增值税加计抵减政策，2022 年对生产/生活性服务业分别加计抵减 10%/15%进项税额。2020 年相关政策为公共交通运输服务、生活服务业免征增值税，2021 年为生活性服务业加计抵减 15%且原定于 2021 年底结束。因此，此次政策为服务业的优惠政策延长，有望减轻相关企业的税收压力。

- **服务业普惠性政策对中小微企业帮扶力度更大**，包括扩大“六税两费”减征主体到小微和个体户、加大中小微企业设备器具税前扣除力度、将中小微企业失业保险稳岗返还比例从 60%最高提至 90%、允许疫情中高风险地区县级小微企业和个体户承租国有房屋租金减免 6 个月（其他地区减免 3 个月）、引导银行降准 2.2 万亿资金优先支持服务业小微和民营企业等，涉及税收、费用、资金等多方面支持。我们认为，上市公司旗下符合中小微企业标准的子公司及加盟商有望受益，实现经营状况和现金流的改善。
- **餐饮业方面**，1) 为餐饮企业提供核酸、消杀支出补贴，有望缓解餐饮行业食品卫生健康风险；2) 允许餐饮企业一年期缓缴失业保险、工伤保险费政策，相比 2020 年，将优惠范围从中小微企业及受疫情影响严重企业调整为餐饮行业，充分体现政策对餐饮行业明确的支持态度，有望缓解餐饮企业现金流压力。3) 引导外卖等互联网平台进一步下调餐饮业商户服务费标准，尤其对疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的餐饮企业，给予阶段性商户服务费优惠，有望降低餐饮企业经营成本。此外，政策还涉及对餐饮企业的融资、保险、产业等支持。
- **旅游业方面**，1) 延续实施旅行社暂退 80%服务质量保证金政策，并鼓励有条件的地方进一步提高暂退比例。此前 2020 年允许暂退的 80%服务保证金原定于 2022 年 2 月 5 日前交还，因此此次政策为优惠延长。2) 允许旅游企业一年期缓缴失业保险、工伤保险费政策，有望缓解餐饮企业现金流压力。此外，政策还涉及对旅游企业的融资、保险、政府购买等支持。

表1：《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》文件重点内容边际变化梳理

《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》文件重点内容边际变化梳理	
发布时间	2022 年 2 月 18 日
发布单位	十四部委
服务业 普惠性政策	1、延续服务业增值税加计抵减政策，2022 年对生产/生活性服务业分别加计抵减 10%/15%进项税额； (2020 年公共交通运输服务、生活服务业免征增值税，生活服务业加计抵减政策原定于 2021 年底结束，此次政策为优惠延长)
	2、扩大“六税两费”减征主体到小微和个体户；
	3、各地酌情减免房产税和城镇土地使用税；
	4、加大中小微企业设备器具税前扣除力度；
	5、延续实施阶段性降低失业和工伤保险费率政策，中小微企业失业保险稳岗返还比例从 60%最高提至 90%。
	6、疫情中高风险地区县级小微企业和个体户，承租国有房屋租金减免 6 个月，其他地区减免 3 个月；（此前一律减免 3 个月，此次允许中高风险地区小微企业减免 6 个月）
	7、引导银行降准 2.2 万亿资金优先支持服务业小微和民营企业；
	8、引导金融机构加大对服务业领域的倾斜力度；
	9、继续推动金融系统减费让利；
	10、防止“三乱”行为，鼓励服务业开展促销活动。
餐饮	1、鼓励各地餐饮企业员工免费核酸，对企业防疫、消杀支出给予补贴，2022 原则上餐饮企业员工定期核酸补贴不低于 50%；（此前无全国层面明文规定）
	2、引导外卖等互联网平台进一步下调餐饮业商户服务费标准，降低企业经营成本；对疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的餐饮企业，给予阶段性商户服务费优惠。
	3、允许餐饮企业缓缴失业保险、工伤保险费政策，缓缴期限不超过一年； (此前为：中小微企业可缓缴基本养老保险、失业保险、工伤保险至 2020 年 12 月底；受疫情影响生产经营出现严重困难的企业，可缓缴社会保险费至 2020 年 12 月底)
	4、拓宽餐饮企业多元化融资渠道，提供融资增信支持；
	5、鼓励保险机构提高餐饮企业保障程度，鼓励有条件地方给予保费补贴。
	6、鼓励餐饮企业为老年人提供助餐服务。不得强制餐饮企业给予配套优惠措施。

《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》文件重点内容边际变化梳理

- 旅游**
- 1、延续实施旅行社暂退 80%服务质量保证金政策，鼓励有条件的地方进一步提高暂退比例。
(原定于 2022 年 2 月 5 日前交还，此次为优惠延长)
 - 2、对优质旅游市场主体加大信贷投入，适当提高贷款额度；
 - 3、允许旅游企业缓缴失业保险、工伤保险费政策，缓缴期限不超过一年；
(此前为：中小微企业可缓缴基本养老保险、失业保险、工伤保险至 2020 年 12 月底；受疫情影响生产经营出现严重困难的企业，可缓缴社会保险费至 2020 年 12 月底)
 - 4、政府采购住宿、会议、餐饮等服务项目，不限制星级、所有制等门槛；鼓励旅行社承接机关企事业单位活动；
 - 5、增加旅游业有效信贷供给，合理降低新发放贷款利率，拓宽融资渠道，加大普惠金融支持力度。

资料来源：国家发改委《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，东兴证券研究所

注：红色为行业层面重要边际变化。

疫情防控方面，此次纾困政策明确提出精准实施疫情防控措施，包括“四个精准”、“五个不得”以及针对服务业提出的“三个不得”，政策严禁过度防控态度明确，力求营造鼓励消费、放心出游的社会环境，有望提振旅游市场信心，带动人流量提升，并减轻服务业疫情下的经营压力。此外，文件还明确指出“各省级人民政府要统筹本地区疫情防控措施总体要求，针对服务业行业特点，建立疫情防控措施层层加码问题反映、核实、纠正专项工作机制”。中国旅游研究院院长戴斌在政策解读文章中指出，以上政策有助于推动旅游行政主管部门调整团队旅游和“机票+酒店”业务的熔断机制适用范围，由跨省游熔断调整为跨市游熔断，也不排除直接取消这一市场管制工具。更为乐观的推测是，这些措施也在为下一步放开出入境旅游做压力测试和积累经验。

表2：精准实施疫情防控措施

精准实施疫情防控措施具体要求	
四个精准	建立精准监测机制、提升精准识别能力、强化精准管控隔离、推广精准防护理念；
五个不得	不得禁止低风险地区人员返乡；
	不得随意扩大中高风险地区范围；
三个不得 (针对服务业)	不得随意将限制出行范围由中、高风险地区及所在区（县）扩大到所在地市；
	不得擅自对低风险地区人员采取集中隔离管控、劝返等措施；
	不得随意延长集中隔离观察期限。
三个不得 (针对服务业)	一是不得突破疫情防控相应规定进行封城、封区，不得非必要、不报批中断公共交通。
	二是不得非经流调、无政策依据对餐厅、商超、景区景点、电影院及相关服务业场所等实施关停措施、延长关停时间。
	三是不得在国务院联防联控机制政策要求基础上擅自增加对服务业的疫情防控措施。

资料来源：国家发改委《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，东兴证券研究所

3月5日第十三届全国人民代表大会第五次会议在京召开，释放出服务业利好信号。国务院总理李克强在《政府工作报告》提出“餐饮、住宿、零售、旅游、客运等行业就业容量大、受疫情影响重，各项帮扶政策都要予以倾斜，支持这些行业企业挺得住、过难关、有奔头。”、“推动消费持续恢复。多渠道促进居民增收，完善收入分配制度，提升消费能力。推动线上线下消费深度融合，促进生活服务消费恢复，发展消费新业态新模式。”整体看，《报告》再一次强调了推出帮扶措施、支持服务业复苏的政策基调。

此外，两会期间多名代表针对服务业提出支持性建议，关注相关部门后续答复进展。

旅游方面，全国人大代表，广东省惠州市委常委、宣传部部长黄细花建议取消旅游质保金制度，将旅游质保金与旅行社责任险合二为一，同时提高旅行社责任险保险保额及赔偿范围、全国全面推行质保金保险制度。出入境游方面，建议选择部分有资质有品质且疫情防控工作基础好的旅行社，试点开展有组织的团队出境旅游。入境旅游方面可选取舟山岛、崇明岛、海南岛等海岛优先作为国际旅游复兴试点，赋予试点出入境旅游政策先行先试自主权；出境旅游方面可选取部分岛屿国家或地区试行出境旅游试点，逐步将部分海岛建成疫中中国出入境旅游复兴的重要窗口。全国人大代表、拈花湾文旅董事长吴国平建议，就旅游业各细分领域的复苏情况，分类施策、精准施策，按照《若干政策》精神，更有针对性地延续 2020 年的税收、人力等扶持政策。

酒店方面，全国政协委员、重庆啤酒股份有限公司独立董事龚永德建议对国内的酒店及旅游景点在疫情期间进行设施翻新的支出，允许其一次性计入企业当期成本费用，容许在计算应纳税所得额时扣除，不再分年度计算折旧。当年不足扣除形成的亏损，可以在以后 5 个纳税年度结转扣除，并参考《研发费用税前加计扣除新政指引》，对上述设施翻新所产生的支出进行税前加计 50%至 100%的扣除。

餐饮方面，全国政协委员、重庆市工商联餐饮商会会长、陶然居集团董事长严琦提出要支持传统餐饮企业迭代升级，加快数字化转型，建议支持餐饮龙头企业数字化转型，鼓励餐饮龙头企业向智能制造和智能服务领域延展，积极发展预订平台、中央厨房、餐饮配送、食品安全、餐饮智慧终端、餐饮机器人等支持传统产业升级的配套设施和服务体系。全国政协委员，合兴集团控股有限公司执行董事兼行政总裁洪明基提出连锁餐饮应寻求数字化、科技化发展，重新调整商业模式，构建新的盈利模型，以应对消费习惯的改变以及外界不确定性因素可能造成的原材料成本上涨。同时呼吁减免房租、降低用电成本，建议财政部将疫情相关租金减让会计处理规定延长至 2023 年 12 月 31 日。

2.2 防控端：辉瑞新药获批，常态化防控更进一步

2月12日，国家药监局(NMPA)批准辉瑞公司新冠病毒治疗药物奈玛特韦片/利托那韦片组合包装(即 Paxlovid)进口注册，该药物此前已获得美国、英国、德国、加拿大日本等多个国家批准。Paxlovid 适应症为“用于治疗成人伴有进展为重症高风险因素的轻至中度新型冠状病毒肺炎(COVID-19)患者”。临床数据显示，在症状发作后 3 天和 5 天内接受 Paxlovid 治疗的患者中，新冠患者的住院或死亡率分别降低了 89%、88%，与安慰剂组相比病毒载量降低了 10 倍，同时体外数据显示 Paxlovid 对 Omicron 变异毒株有效。

我们认为，Paxlovid 获批为国内新冠患者治疗提供了更多选项，对国内疫情防控将产生积极效果。同时，这也是我国疫情多手段、常态化防控的重要一步，有利于进一步重塑居民消费信心，并未来境内人员管控，乃至出入境管控放开提供重要条件。

2.3 复苏展望：先境内、再境外，有序开放可期

在国内外疫情缓解、国内新药获批以及政策利好背景下，出行管控有望有序放开，旅游业整体有望迎来复苏。从开放节奏看，我们认为将按照先境内、后境外的进程有序开放。

境内方面，精准防控下跨省游熔断机制有望逐渐调整，居民出行信心有望逐渐修复。我们沿出行决策线和行动线，推荐以下细分板块：**1) OTA**：作为综合线上预订平台，将受益于出行市场的整体复苏；**2) 景区&免税**：景区目的地板块将受益，看好自然/文化资源丰富、配套设施完善、具有业务外延能力的优质景区。同时，海南作为国内重要出行目的地，短期看，海南旅游市场回暖将带动离岛免税高景气；中长期看，出入境开放后，机场口岸业务将恢复，且市内免税店政策落地可期；**3) 酒店**：商务需求持续复苏，旅游市场回暖将进

一步带动休闲需求复苏，度假型酒店弹性更大；4) **餐饮**：疫情防控放松将提振大众对接触性消费的信心，带动旅游相关餐饮和日常餐饮需求提升。

境外方面，海外部分国家的出入境放开政策推进，如2月英国、澳大利亚等国对于接种2针受认可疫苗的旅客，入境无需再隔离。复盘和参考我国内地与香港之间的人员往来安排和通关计划，我们发现，我国对人员的跨境流动政策整体还是偏谨慎的，涉及一系列前期信息互通准备和通关条件的确认。因此我们预计，在海外疫情得到有效控制，确保防疫安全的情况下，我国出入境开放政策有望在今年内进行渐进式、试点化的探索。而在国际人员往来恢复正常的前提下，出入境旅游业务将有望分步有序重启。

表3：香港与内地人员往来安排及进展

时间	举措	具体进展
2020.02	加强人员往来管控	2020年初疫情爆发后，香港与内地之间迅速加强人员往来管控，往返人员均需接受14天检疫或医学观察；
2020.11.23	「回港易」计划	随着内地与香港疫情得到初步控制，香港政府于2020年11月23日推出「回港易」计划，并在去年4月26日把计划扩展至适用于内地全境，容许香港居民在符合所有相关条件下，入境香港时豁免强制检疫。截至2022年2月初，「回港易」计划运作畅顺，已有约42万人次的香港居民通过计划返港。
2021.09.15	「来港易」计划	2021年9月15日推出「来港易」计划，容许非香港居民在符合计划的指定条件下，可从广东省或澳门入境香港而获豁免强制检疫。截至2022年2月初，「来港易」计划运作畅顺，已有约34000人次的非香港居民通过计划来港。
2021年下半年至今	通关计划	2021年下半年开始，随着香港疫情控制整体趋于稳定，内地与香港防疫部门开始持续研判两地疫情，协商推进两地免检疫人员往来（通关）安排。2021年12月香港推出“港康码”，并表示香港已基本具备“通关”条件。 2022年1月，香港出现Omicron个案，影响到与内地商讨免检疫通关，但香港特区行政长官林郑月娥表示通关筹备工作目前已做得“九九十”，通关并非遥遥无期，只要香港市民齐心协力，14天没有出现本地确诊病例，就有望与内地实现通关。 2022年2月以来，香港第五波新冠肺炎疫情大规模爆发，阻断两地通关进程。

资料来源：香港政府网站，东兴证券研究所

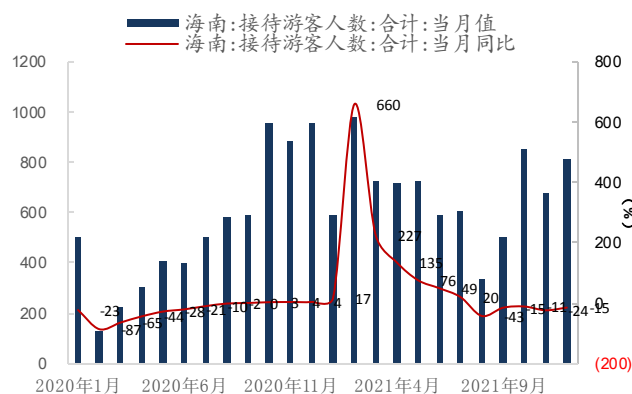
3. 细分板块

3.1 免税：多渠道复苏之风渐起，免税行业持续高景气

政策引导消费回流的大背景以及共同富裕的目标下，免税行业具有长期发展动力。共同富裕目标下中等收入群体比重扩大，将带来可选消费需求的增加，免税作为中高端消费具有长期增长支撑，且在消费回流大背景和政策拉动下，有望获得长效发展。

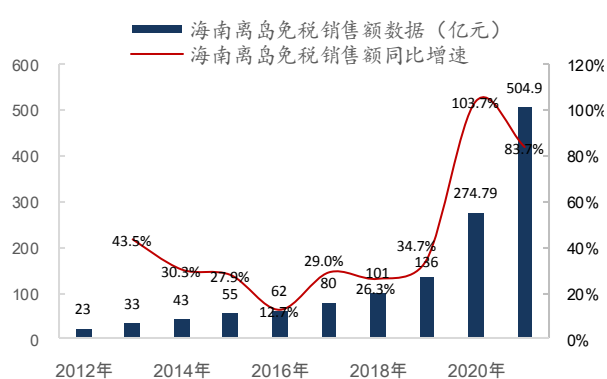
短期关注国内旅游复苏带动的离岛免税增长。2021年海南实现离岛免税店总销售额601.7亿元，同比+84%，完成了此前设定的600亿目标。然而整体来看，疫情对海南旅游业的影响仍较大，21年下半年受疫情反弹影响，海南接待游客人数同比下降了15.74%，过夜游客仅为2020年的74%，仍有很大恢复空间。我们认为，国内出行的放开会早于国际出行，短期看国内旅游的复苏将带来海南客流的恢复，将进一步带动离岛免税销售额的高增。同时，海南省政府工作报告提出2022年海南免税店销售力争达到1000亿，若目标能预期实现，则离岛免税至少有66.7%的增长空间。

图3：海南接待游客人数变化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

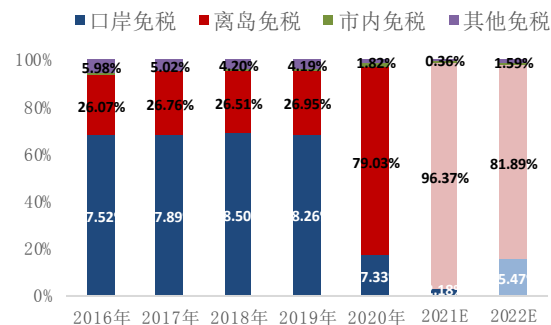
图4：政策拉动离岛免税销售额高增



资料来源：海口海关总署，东兴证券研究所

中期关注边境开放带来的机场口岸渠道的逐步恢复。全球疫情严重影出入境需求，2021 年上半年我国出入境人次仅为 0.67 亿人，为 2019 年同期的 19.5%，其中内地居民出入境人次仅为 122.4 万人，仅为 2019 年同期的 0.9%，在此背景下，2021 国内口岸免税销售额同比大幅下滑 83.2%至 57 亿元，口岸免税渠道整体受疫情影响严重。若全球疫情得到有效控制，边境开放将带来跨国商旅和旅游需求的逐步释放，出入境旅客数量有望持续恢复，口岸免税渠道具有巨大复苏空间。

图5：我国口岸免税销售占比变化



资料来源：弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

图6：中国内地航班运营实时动态指标 CARDI



资料来源：中国民航网，飞常准，东兴证券研究所

长期关注出入境完全恢复后市内免税政策的落地。近期市内免税政策正逐步调整和放开，但我们认为，距离市内免税向国人开放政策正式出台仍有一定时间，大概率会在全球疫情完全好转，出入境完全恢复之后落地。市内免税渠道相较于口岸免税渠道具有独特竞争优势，若政策放开将会带来巨大增长空间。

建议关注全渠道布局的免税龙头中国中免。中国中免是整个海南岛免税运营时间最久、拥有免税店数量最多、总经营面积最大的免税运营商；在全国范围内广泛布局口岸免税渠道，掌握机场核心据点；且已在国内多地布局市内免税店或达成合作协议，未来将充分享受各免税渠道复苏带来的增长红利，持续看好中国中免作为行业龙头的长期发展前景。

3.2 景区：十四五规划指明方向，看好具有经营效率和外延能力的优质景区

1 月 20 日，国务院印发关于《“十四五”旅游业发展规划》（简称《规划》）通知，文中提出多项旅游业支持措施，并对旅游业复苏及中长期发展方向提供指引。

政策支持方面：《规划》要求各相关部门根据职责分工支持旅游业发展，形成发展合力。及时全面落实减税降费政策，充分利用好各项扶持政策，切实为旅游市场主体纾困解难，积极探索支持市场主体发展的新思路、新举措。引导旅游企业主动适应疫情防控常态化条件下的市场需求变化，及时调整生产经营策略，积极探索新发展模式，创新有效匹配市场需求的产品和服务。相关支持措施有望缓解疫情下旅游市场主体的经营压力和现金流困难，适应后疫情时代旅游业发展新要求。

表4：《“十四五”旅游业发展规划》相关支持措施

相关部门	支持政策
国家发展改革委	会同文化和旅游部等部门做好重大旅游项目的立项和实施，推进国家文化公园、旅游景区和度假区、旅游休闲城市和街区、红色旅游、乡村旅游、智慧旅游等建设，做好旅游景区等价格管理工作
财政部	通过现有资金渠道，支持加强旅游公共服务设施建设、旅游公益宣传推广等工作，将符合条件的旅游基础设施建设项目纳入地方政府债券支持范围，推进旅游领域政府和社会资本合作。
自然资源部	充分考虑常住居民和旅游人口需求，特别是世界级旅游景区和度假区建设，对旅游用地作出专门安排，重点要依法保障旅游公共服务设施土地供给，努力保障旅游建设项目用地供应，引导乡村旅游规范发展，支持自驾车旅居车营地等有序建设，会同文化和旅游部做好风景名胜区和山水林田湖草沙等旅游开发管理。交通运输部、住房城乡建设部、文化和旅游部等部门要推进交通与旅游融合发展，加强交通干线与重要旅游景区、度假区衔接，推进主题线路、风景道、骑行道、步道、旅游航道等建设，构建“快进慢游”的旅游交通体系。
外交部	支持文化和旅游部开展与相关国家的旅游交流合作。
工业和信息化部	会同文化和旅游部等部门，加强邮轮游艇、低空飞行器、旅居车、客运索道、游乐设施、冰雪装备等旅游装备研发应用和产业化发展。
国家民委	配合文化和旅游部等部门做好“旅游促进各民族交往交流交融计划”的制定和实施。
国家卫生健康委	配合文化和旅游部根据全国和区域性疫情防控要求，研判调整相关旅游政策，做好旅游出行警示、提示。国家统计局要会同文化和旅游部加强旅游及相关产业统计监测。
国家金融管理部门	积极支持符合条件的旅游企业上市融资、再融资和并购重组，拓展企业融资渠道，支持符合条件的旅游企业通过发行公司信用类债券等方式进行融资，创新贷款担保方式，开发适合旅游业特点的金融产品。

资料来源：国务院《“十四五”旅游业发展规划》，东兴证券研究所

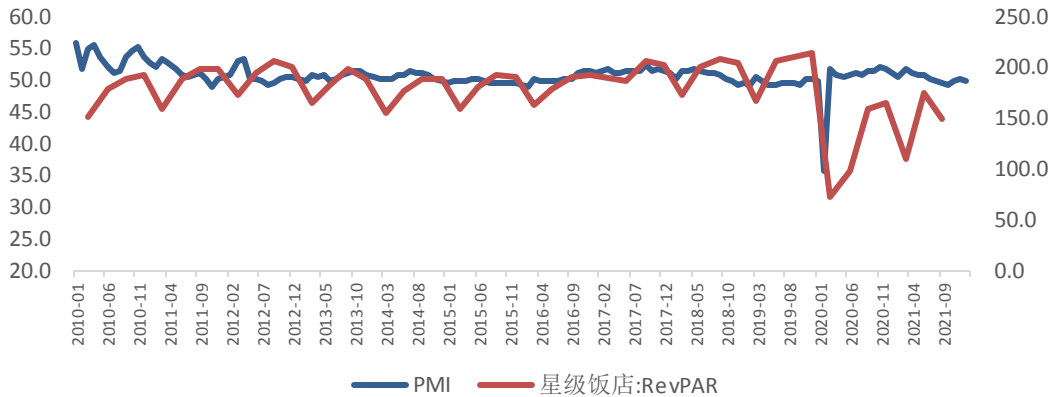
一方面，出入境旅游有序推进：《规划》明确，在确保防疫安全、国际人员往来恢复正常的前提下，分步有序促进入境旅游，稳步发展出境旅游。**另一方面，国内旅游蓬勃发展：**《规划》明确文化和旅游深度融合，建设一批富有文化底蕴的世界级旅游景区和度假区，打造一批文化特色鲜明的国家级旅游休闲城市和街区，红色旅游、乡村旅游等加快发展。并提出多项重点任务，包括**1）坚持创新驱动发展，深化“互联网+旅游”，推进智慧旅游发展**，具有现代化管理体系、较高运营效率的旅游企业更具优势；**2）完善旅游产品供给体系，激发旅游市场主体活力，推动“旅游+”和“+旅游”，形成多产业融合发展新局面。**看好有能力外延经营项目和业态、打造一站式综合旅游目的地景区标的。

我们认为，整体而言，此次《规划》在国内游方面进一步强化了对高质量的要求，自然/文化资源丰富、配套设施完善、经营效率较高、具有业务外延能力的优质景区有望迎来发展机遇。建议关注具有复制能力的优质景区公司，如：宋城演艺依托“主题公园+演艺”模式实现异地复制，并利用疫情休园时间进行存量项目改造，疫情后有望实现业绩的快速反弹；天目湖围绕核心天目湖自然资源，并依托自身经营效率，通过业务外延打造一站式旅游目的地，不断突破增长曲线，实现业绩增长。

3.3 酒店：商旅和休闲需求双重拉动，看好龙头集中度提升和品牌升级

需求端看，商务需求持续坚挺。PMI 连续四个月高于荣枯线，国内经济主体保持较高活跃度，为酒店商务需求复苏提供动力。从经营数据看，春节后酒店市场商务需求快速复苏，且整体表现环比节前进一步改善。

图7：星级酒店 RevPAR 与 PMI 显著相关



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图8：春节后酒店商务需求快速反弹



资料来源：STR，东兴证券研究所

图9：各地酒店商旅需求节后表现环比好于节前

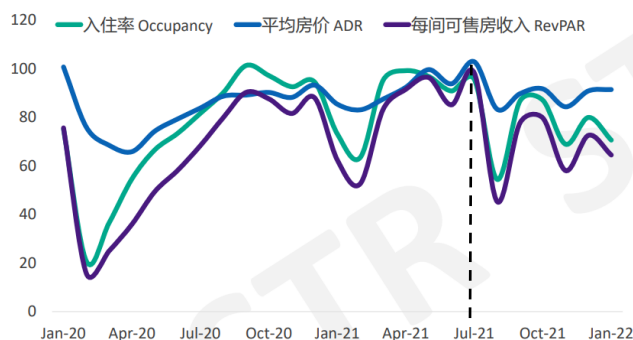


资料来源：STR，东兴证券研究所

受益于旅游市场复苏，酒店度假需求有望反弹。疫情后，酒店行业的内生度假需求较为强劲，只是疫情反复影响实际经营表现。以2021年暑期为例，随着假期来临，7月第二第三周国内酒店入住率已经恢复至2019年同期水平，平均房价超出2019年同期约10%，RevPAR最高较2019年同期提升17%，随后南京疫情爆发阻断了复苏进程。而随着疫情对出游的边际影响逐渐减弱，国人出游决策逐渐脱敏，酒店行业强劲的内生度假需求有望得到释放。2022年春节期间，在本土确诊人数远高于2021年春节，旅游总收入小幅低于2021年春节的情况下，酒店市场表现出更强的经营韧性，入住率整体较2021年春节提升1-3个百分点，恢复到2019年的约五成；高端酒店表现亮眼，奢华、超高端及高端酒店展现较强的议价能力，平均房价赶超2019年春节，并带动市场整体平均房价较疫情前实现同比提升。

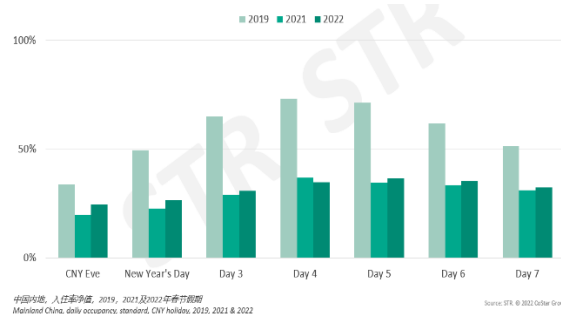
图10：2021年暑期酒店度假需求被疫情打断

图11：2022年春节国内酒店入住率高于2021年春节



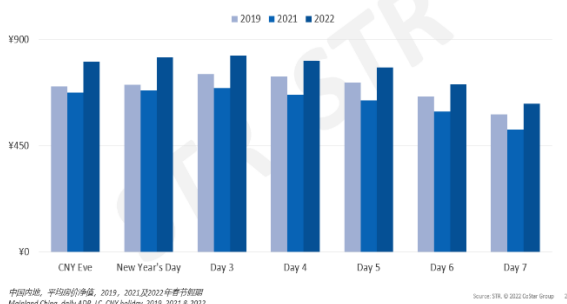
资料来源：STR，东兴证券研究所（基于2019年同期）

图12：2022年春节国内酒店平均房价高于2019年春节

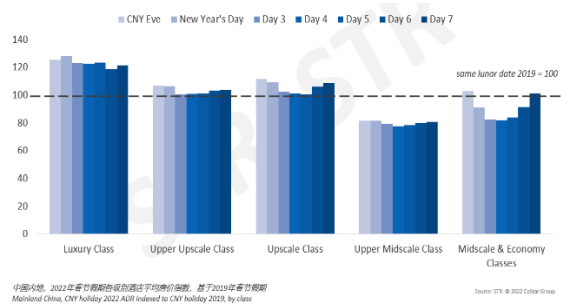


资料来源：STR，东兴证券研究所

图13：2022年春节高星级酒店平均房价表现更亮眼



资料来源：STR，东兴证券研究所

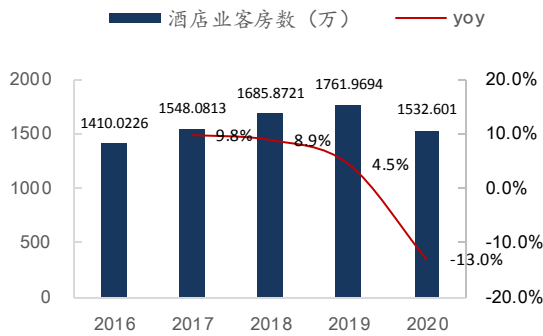


资料来源：STR，东兴证券研究所

供给端有望迎来拐点，头部酒店提前布局有望赢得复苏先机。疫情开始后，我国酒店行业整体呈出清趋势。2020年酒店业客房量同比大幅下降13%至1533万间，住宿业固定资产投资大幅下降。但2021年下半年供给端开始出现边际改善，固定资产投资较疫情前的累计同比开始转正，STR数据也显示，酒店业新增开业客房数量有望在2022年呈现回升趋势。同时，头部酒店集团保持加速扩张趋势，2021Q1-Q3锦江/华住/首旅分别新增门店1266/1093/833家，其中锦江/首旅创下开店历史新高。考虑到疫情反复背景下，单体酒店仍然存在现金流紧张、投资态度谨慎等问题，我们推测，头部酒店的大规模拓店可能是造成行业供给拐点的重要推动力。未来酒店行业商务和休闲需求有望持续释放，行业或将进入上行周期，考虑到酒店较长的投资建设期，头部酒店集团依托前瞻的战略眼光和强大的资金实力，提前布局锁定优质酒店项目，有望在行业复苏中赢得先机，迎来业绩的更大反弹。

图14：酒店业总客房数同比转负

图15：住宿业固定资产投资大幅下滑



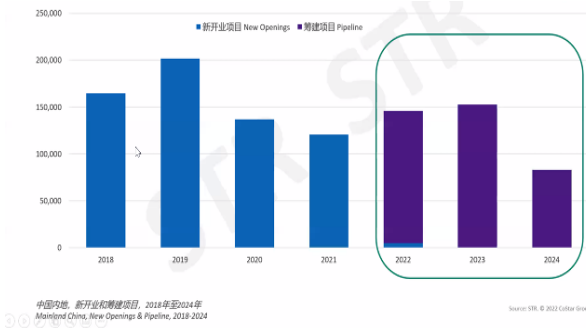
资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所

图16：新增开业客房数量有望在 2022 年呈现回升趋势

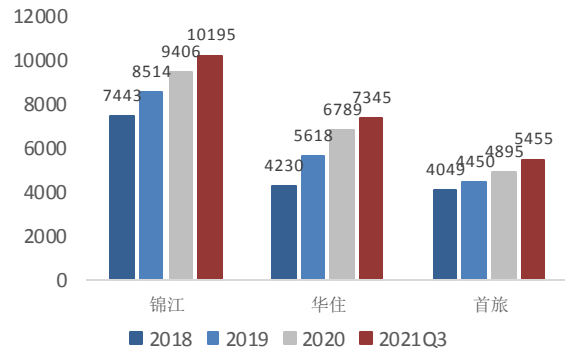


资料来源：统计局，东兴证券研究所（2021 年为相比 2019 年增速）

图17：头部酒店集团逆势加速扩张



资料来源：STR，东兴证券研究所

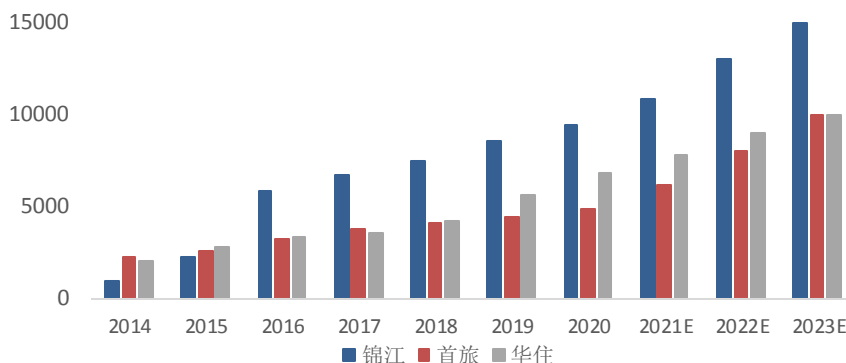


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

未来，我们建议关注酒店龙头：

- 1) **把握行业供给端出清机会，快速拓店布局。**未来头部酒店集团将继续推进开店计划，锦江推进翻倍计划，预计 2023 年门店数达到 1.5 万家，长三角加强布局，珠三角巩固优势，发力中高端；华住推进千城万店，预计 2023 年达到万店，通过软品牌升级加强管理，以主力品牌汉庭、全季、桔子开拓下沉市场；首旅推进万店计划，预计 2023 年达到万店，坚持轻管理模式翻牌中小单体酒店，今年至明年新开门店中云酒店占比将达到 65%。

图18：头部酒店集团扩张计划

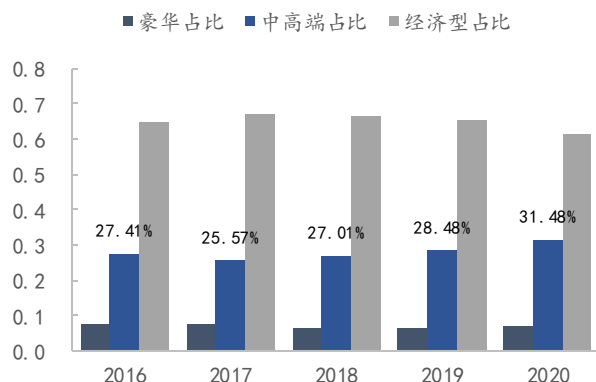


资料来源：wind，公司财报，东兴证券研究所

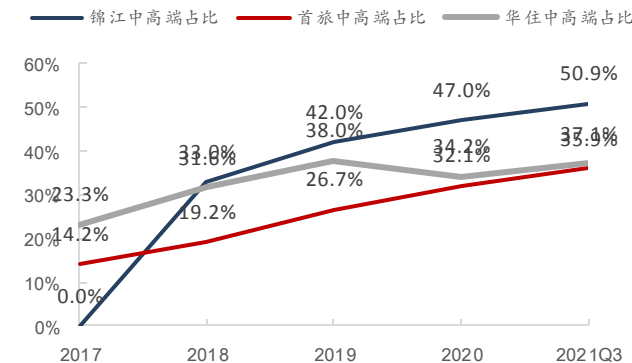
- 2) 头部机构中高端占比提升，关注公司的品牌升级、引进、孵化能力。旅游市场复苏背景下，度假型、高星级酒店 ADR 具有更强的向上空间，有望迎来更大的反弹。头部酒店集团正在积极推进品牌升级计划，一方面，持续孵化和新建度假型、高星酒店，如华住旗下高端度假品牌花间堂 2021 年底已开业 34 家待开业 39 家、锦江通过海外引进和内部孵化推进“丽”系列、欢朋等中高端品牌。另一方面，头部集团持续优化产品结构，中高端门店占比持续提升，截至 2021Q3，锦江、华住、首旅中高端门店占比分别提升至 50.9%、37.1%、35.9%，均高于行业平均水平。

图19：中高端酒店占比提高，看好行业结构性机会

图20：头部酒店集团产品结构持续优化



资料来源：盈蝶咨询，东兴证券研究所



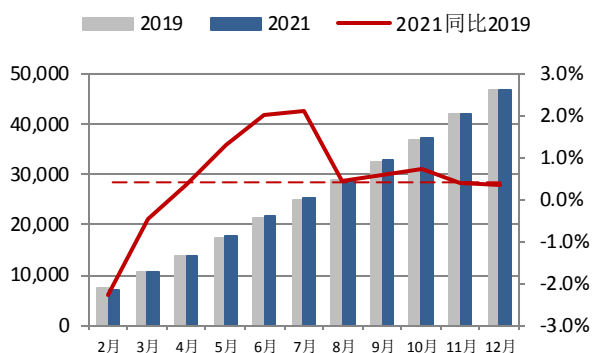
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

3.4 餐饮：常态化防控提振接触性消费信心，带动旅游相关餐饮和日常餐饮需求提升

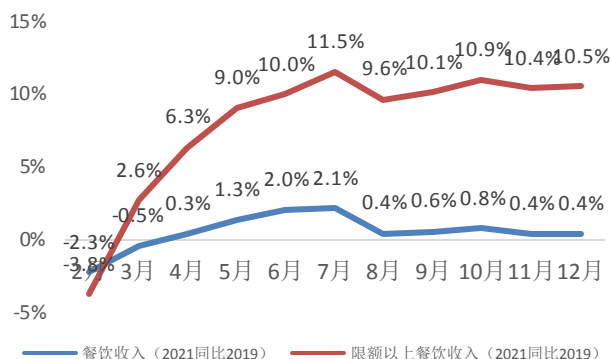
餐饮收入同比疫情前保持正增长，规模以上企业表现更优。餐饮行业对人员流动要求较小，并且具有一定的必选属性，叠加疫情期间外卖业务快速发展，2021 年 4 月以来国内社零餐饮收入累计值较 2019 年同期持续实现小幅正增长。从规模结构来看，规模以上餐饮企业收入累计增速持续高于行业平均水平，截止 2021 年 12 月底，规模以上餐饮企业累计收入较 2019 年同期增加 10.5%，高于行业 10.1pct.，大型企业抗风险能力和常态化经营经验更加突出，表现出更强的经营韧性，这也符合我们此前行业马太效应强化的判断。

图21：社零餐饮收入年内累计同比4月转正

图22：限额以上餐饮企业表现好于行业平均水平



资料来源：统计局，东兴证券研究所

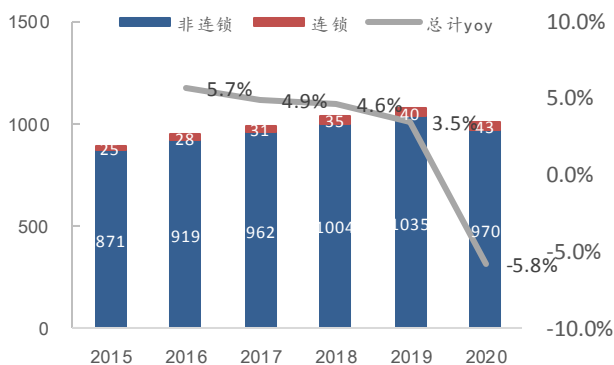


资料来源：统计局，东兴证券研究所

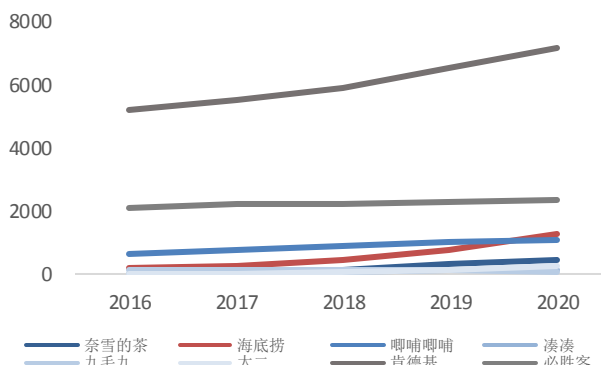
供给端看，疫情后餐饮行业整体呈出清趋势，但连锁品牌门店逆势提升，头部上市公司持续拓店。疫情期间单体餐饮门店获客困难，现金流紧张，而连锁品牌凭借更严格的食物卫生安全控制、更强大的会员规模、网络布局、品牌影响等优势，展现出更强的风险抵御能力。根据 Euromonitor 数据，2020 年我国非连锁餐饮门店数由 1035 万家下降到 970 万家，而连锁餐饮门店数由 40 万家逆势提升至 43 万家，行业连锁化率由 3.7% 加速提升至 4.2%。

图23：疫情后我国餐饮行业供给端出清，连锁化率提升

图24：头部餐饮品牌保持快速拓店趋势



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所



资料来源：统计局，东兴证券研究所

上市公司经营表现呈现分化，疫情反复扰动下，低客单价、高性价比的快餐赛道表现更优。后疫情时代，居民可支配收入增速下降，消费信心不足，尤其其中低收入人群冲击更大，在餐饮选择上，由高客单价（人均 100+）转向低客单价、高性价比类别（人均 100 以下）。今年上半年，肯德基&必胜客（西式快餐）、味千（日式拉面）以及主打高性价比的海伦司（小酒馆）、太二&九毛九（西北菜）在上市餐饮企业中表现相对优秀，单店收入较 2019 年上半年分别+0.3%/-6.8%/-9.5%/41.1%/1.9%/-9.8%，在疫情反复扰动影响下，单店收入降幅均控制在 10%以内，其中海伦司和太二集合了低客单价和新式餐饮的双重优势，表现更为亮眼，在门店高速加密的情况下，仍然实现了单店收入的逆势正增长。

餐饮需求完全恢复仍需时间，门店高速加密或将拖累单店表现，理性看待开店、单店与现金流之间的平衡。今年上半年，上市餐饮企业中，海底捞/奈雪的茶/呷哺呷哺单店表现相对较弱，单店收入较 2019 年同期分别-36.4%/-27%/-24.7%，其中海底捞、奈雪的茶在所属的火锅、茶饮赛道中，均属中高客单价消费，同时二者近两年均处于高速拓店期，门店数较 2019 年同期分别增长 169.3%/139.8%，高客单价叠加门店快速加密分

流，拖累单店表现。呷哺呷哺虽然客单价较低且门店增速不高，但考虑到其存量门店数较高，且近年来谋求提价转型，客单价逐渐提升，因此单店收入表现不佳。此外，中高客单价的火锅品牌凑凑，虽然门店增速高达144.3%，但考虑到其门店基数不高，且作为新品牌仍处于成长期，因此单店收入降幅仅5.9%。我们认为，在疫情常态化防控背景下，餐饮企业现金流边际趋紧，且餐饮需求完全恢复尚需一定时间，过早采取“高基数+快开店”的激进战略，或将加大现金流压力，同时会因分流效应拖累单店表现，需理性看待开店、单店与现金流之间的平衡。

表5：今年上半年上市餐饮企业经营表现

餐饮品牌		客 单 价	2019 上半年			2021 上半年			2021 同比 2019		
			收入（万 元）	门店数	单店收入 （万元/店）	收入（万 元）	门店数	单店收入 （万元/店）	收入	门店 数	单店收入
快 餐	肯德基	35	305,000	6,700	46	347,000	7,600	46	13.8%	13.4%	0.3%
	必胜客	85	105,300	2,200	48	107,100	2,400	45	1.7%	9.1%	-6.8%
	味千(中国)	47	114,461	770	149	95,101	707	135	-16.9%	-8.2%	-9.5%
新 餐 饮	海伦司	70	27,015	207	131	86,758	471	184	221.2%	127.5%	41.1%
	太二	79	53,810	98	549	160,050	286	560	197.4%	191.8%	1.9%
	九毛九	59	68,044	147	463	38,011	91	418	-44.1%	-38.1%	-9.8%
	奈雪的茶	43	114,573	241	475	200,651	578	347	75.1%	139.8%	-27.0%
老 字 号	同庆楼	150	67,824	53	1,280	71,331	58	1,230	5.2%	9.4%	-3.9%
	广州酒家	130	33,737	19	1,776	30,208	21	1,438	-10.5%	10.5%	-19.0%
	西安饮食	-	18,712	30	624	19,176	38	505	2.5%	26.7%	-19.1%
	全聚德	170	54,537	46	1,186	36,432	45	813	-33.2%	-2.6%	-31.4%
火 锅	凑凑	136	49,010	61	803	112,650	149	756	129.9%	144.3%	-5.9%
	呷哺呷哺	62	219,872	955	230	186,740	1,077	173	-15.1%	12.8%	-24.7%
	海底捞	107	1,133,141	593	1,911	1,941,863	1,597	1,216	71.4%	169.3%	-36.4%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所（肯德基、必胜客、海伦司、同庆楼、广州酒家、全聚德客单价为大众点评北京地区人均价格）

未来餐饮行业关注以下投资机会：

- （1）短期看，疫情常态化防控下，可选消费预计延续K型复苏趋势，关注低客单价、高性价比类餐饮。
- （2）中期看，疫情影响消退后，行业将回归开店逻辑，关注各餐饮企业现有门店距离赛道天花板之间的剩余空间。其中，火锅口味普适性强、制作标准化程度高，赛道空间广阔；以小酒馆、新茶饮、酸菜鱼为代表的新餐饮，现有门店密度较低，叠加个性化、社交化属性，是目前快速增长的赛道。
- （3）长期看，产品和服务质量仍是决定餐饮行业长期竞争力的关键要素，关注供应链体系、数字化运营能力提升对企业利润的释放。
- （4）考虑到我国餐饮种类多样性和消费者口味的多变性，单一品牌门店或存在天花板，长期看具备持续的新品开发能力和新品牌孵化能力的餐饮集团有望不断突破增长曲线，实现持续增长。

4. 风险提示

疫情发展超预期，超预期政策，宏观经济发展不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	社会服务行业报告：政府工作报告继续关注服务业帮扶与稳就业政策	2022-03-07
行业普通报告	春节旅游数据：旅游市场整体平稳，关注酒店和免税板块	2022-02-07
行业普通报告	商社行业：直播电商监管加强，关注品牌方自播建设	2021-12-27
行业深度报告	商贸零售&社会服务行业 2022 年度投资策略：聚焦高品质龙头	2021-12-07
行业普通报告	商社行业：政策与市场基础兼备，关注人力资源服务赛道	2021-08-01
行业普通报告	商社行业：餐饮复苏与线上消费趋势延续，珠宝、化妆品消费持续高景气	2021-07-18
行业普通报告	商社行业：新茶饮赛道加速扩容，头部玩家融资迭起	2021-06-27
行业普通报告	商社行业：消费复苏确定性延续，618 大促下关注消费线上化转型	2021-06-20
行业普通报告	商社行业：618 大促预售火爆，关注头部电商及国产美妆品牌	2021-06-06
公司深度报告	中国中免（601888）：复苏之风渐起，免税龙头鹏程万里	2022-03-04
公司普通报告	中国中免（601888）：短期受疫情扰动较大，长期看好赛道持续增长	2022-01-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究金榜“最佳选股分析师”，2021年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第二名”。

研究助理简介

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526