

波动性弱复苏延续，更关注预期变化和事件催化

——社会服务行业 2022 年中期投资策略

核心观点

- **疫情冲击显著，下半年或呈波动性弱复苏趋势，但股价有望更多由市场风格和预期驱动。**虽然上海、北京等地疫情对行业恢复造成较大冲击，但由于板块定价上更多考虑疫后业绩修复空间，股价调整幅度小于 21 年 7 月南京疫情，年内子行业表现景区>酒店>餐饮>免税。展望下半年，随着上海疫情趋稳，6 月以来出行客流逐步恢复，但考虑到疫情复杂性和短期内防疫政策仍将维持严格，以及宏观经济承压后居民消费力也受到冲击，我们认为可选+线下的属性之下，行业仍将维持弱复苏态势。
- **免税：复苏弹性大，新海港有望提供催化。**今年以来随着主动收缩折扣、向管理要效益，以及春节前后海南客流复苏，中免 1-2 月盈利能力改善明显，但 3 月后海南、上海等地疫情对客流、销售以及结构影响显著，Q2 业绩或将承压。6 月以来随着上海疫情趋稳，海南客流已经迎来恢复，叠加海口国际免税城 Q3 开业催化，中免无论业绩弹性还是成长空间均在整个线下服务业中占优；海旅、发控加快免税资产注入上市步伐，竞争对手未来对利润率诉求也有望提升。我们再次强调中国中免因短期疫情导致的底部配置机会，建议积极把握。
- **酒店：继续看好龙头成长性，关注开店节奏。**Revpar 恢复方面，上半年受疫情扰动显著，行业 Q2 经营压力将大于 Q1，5 月以来已呈现持续复苏态势，下半年预计仍将是波动性回升；开店方面，虽然新签约和开业节奏受到一定影响，但龙头酒店集团均保持较快开店速度和较高的全年目标，单体酒店进一步出清，行业供给格局、龙头份额提升的逻辑在持续兑现，未来完全复苏后的房价弹性亦值得期待。我们建议下半年继续密切关注开店节奏，建议关注锦江酒店、首旅酒店、华住集团-S。
- **旅游及景区：预期反转领先于基本面反转。**22 年 3 月以来上海等地疫情对旅游冲击严重，清明/五一/端午假期国内旅游收入分别恢复至 19 年同期的 39%/44%/66%，5 月之后逐渐复苏，短途周边游恢复快于长途出行，下半年大概率仍是波动复苏；文旅部将跨省团队游熔断范围由省级缩小至县市级，释放政策端积极信号。建议关注估值仍在低位、兼具复苏弹性和成长性的宋城演艺、中青旅。
- **餐饮：业绩底部、情绪拐点，关注稳健性与成长性。**因疫情反复，各餐饮公司客流、开店等基本面核心要素均有所承压，预计 22H1 各公司业绩或均面临底部状态。但从 5 月中旬开始，伴随上海新增病例新低、复工逐步推进，市场对出行复苏的预期已领先于业绩改善节奏、在各公司股价回弹上有所体现。考虑出行修复向业绩底的传导，各餐饮公司有望自 2H22 迎来业绩改善，我们认为应从未来经营稳健性与品牌成长性出发优选个股，建议关注九毛九、海伦司。

投资建议与投资标的

- **疫后复苏的投资逻辑仍处于预期修复阶段，淡化业绩波动，更关注事件催化。**展望 22H2，基本面波动弱复苏的态势大概率延续，因此社服板块的“疫后复苏”投资逻辑仍将处于预期修复阶段，但随着下半年时间推移，市场对政策调整的预期或将升温，因此下半年我们建议更关注政策预期、新冠特效药进展等事件催化，投资机会有望继续领先于基本面实质性改善。参考欧美放开进程，即使出行管控政策放宽后，客流恢复仍将是一个过程，届时进入基本面兑现阶段后，则需要更关注业绩修复幅度以及长期成长性。

风险提示

- 疫情反弹超预期风险；消费力恢复不及预期风险；龙头开店不及预期风险；政策风险；假设条件变化影响测算结果等。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

餐饮旅游行业

报告发布日期

2022 年 06 月 26 日



证券分析师

谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

目 录

社会服务行业复盘及展望：疫情冲击显著，下半年有望呈现波动性弱复苏	6
股价复盘：对当期业绩逐渐钝化，更多受市场风格和预期催化影响	6
基本面回顾和 22H2 展望：上海疫情冲击显著，下半年或呈波动性弱复苏	8
免税：疫情影响短期承压，下半年修复和长期成长弹性大	10
基本面和股价复盘：疫情短期拖累不改行业光明前景，当前估值应把握机会布局长远	10
2022 年下半年展望：客流料将回升，销售预期更为积极，新海港开业后免税产业带动效应值得期待	14
酒店：继续看好龙头成长性，关注开店节奏	22
基本面及股价复盘：疫情扰动复苏节奏，股价对疫情钝化	22
22H2 展望：龙头优势继续扩大，关注开店节奏	23
旅游及景区：预期反转领先于基本面反转	27
基本面及股价复盘：疫情影响显著，股价领先基本面反弹	27
22H2 展望：或仍维持弱复苏，关注政策和预期变化	27
餐饮：业绩底部、情绪拐点，关注稳健性与成长性	29
基本面及股价回顾：3 月起复苏趋势中断，5 月出现情绪拐点	29
22H2 展望：有望迎来业绩改善，优选具备经营稳健性与开店成长性的个股	30
投资建议：关注政策预期变化	31
风险提示	31

图表目录

图 1：2022 年以来社服板块涨跌幅.....	6
图 2：社服行业重点公司 2022 年以来涨跌幅	6
图 3：社服子板块 2022 年以来涨跌幅	6
图 4：社服板块 2022 年以来涨跌幅与其他中信一级行业对比	6
图 5：2021 年以来社服板块子行业累计涨跌幅.....	7
图 6：2021 年以来全国当日新增本土新冠阳性病例数	7
图 7：国内旅游总收入（旅游总消费）及同比增速	8
图 8：主要节假日全国旅游人次/收入较 19 年同期恢复程度	8
图 9：全国民航客运总量及较 19 年同期恢复程度.....	8
图 10：全国社零餐饮收入及较 19 年同期增速.....	8
图 11：中国社会消费品零售总额名义和实际增速	9
图 12：中国 PMI 和服务业 PMI（%）	9
图 13：中国中免单季度营收和归母净利润及同比增速.....	10
图 14：三亚国际免税城销售收入（亿元）	10
图 15：海南全岛免税购物金额（亿元）	10
图 16：海南全岛免税实际购物人次（万人）	10
图 17：海南全岛过夜游客人次（万）	11
图 18：海南全岛游客中，一日游游客人次占比	11
图 19：1、2 月中免海南香化品类主要折扣水平明显收窄，4、5 月折扣力度放大.....	11
图 20：6 月初折扣水平环比提升	12
图 21：香化占比对中免整体毛利率影响测算假设.....	12
图 22：线上占比对中免整体毛利率影响测算假设.....	12
图 23：中免分季度销售费用及管理费用率	13
图 24：22Q1 中免毛利率，净利润率双双环比回升	13
图 25：中国中免 2021 年初至今涨跌幅和估值（一致预期）	14
图 26：中国中免 PE-Bands（当年预测 PE）	14
图 27：三亚机场进港旅客客源地分布.....	15
图 28：海口机场进出港人次统计	15
图 29：三亚机场进出港人次统计	15
图 30：2022 海南旅游消费嘉年华推广活动启动仪式.....	16
图 31：新海港项目地块划分	16
图 32：新海港项目各地块定位	16
图 33：海口免税城与三亚免税交通便利度对比	17
图 34：新海港免税城施工进度	17

图 35：海棠湾（截至 21.12）和新海港品牌数（预计）	17
图 36：海南离岛免税商品销售额品类结构变化	17
图 37：海口日月广场免税店部分已入驻精品品牌	18
图 38：三亚海棠湾目前仍缺失的品牌（专柜）	18
图 39：深圳湾万象城 LOUIS VUITTON & 展览	18
图 40：深圳湾万象城 Burberry 全球首家社交零售精品店	18
图 41：新海港销售规模测算	19
图 42：海南全省港口旅客吞吐量（万人）	20
图 43：美兰机场 T1 和 T2 项目运力比较	20
图 44：美兰机场旅客吞吐量和产能利用率情况	20
图 45：韩国首尔市内免税店形成产业集群	21
图 46：携展商旅客流画像	21
图 47：海旅免税营收规模（亿元）	21
图 48：海旅免税净利润规模（亿元）	21
图 49：三大酒店集团单季度营收（单位：亿人民币）	22
图 50：三大酒店集团单季度归母净利润（单位：亿人民币）	22
图 51：三大酒店集团境内 revpar 较 2019 年同期恢复情况	22
图 52：华住境内 revpar 较 2019 年同期恢复情况	22
图 53：三大酒店集团 2020 年至今股价涨跌幅	23
图 54：三大酒店集团一致预期预测 PE（2021 年使用 FY22, 2022 年使用 FY23）	23
图 55：今年以来中国酒店业整体 revpar 较 19 年同期恢复度	24
图 56：今年以来深圳市酒店入住率和平均房价恢复情况	24
图 57：中国酒店客房数量（万间）和连锁化率	24
图 58：连锁酒店中前 50 强和非 50 强品牌的客房数量（万间）	24
图 59：2019 年各国酒店业连锁化率（房间数口径）	25
图 60：中国不同层级城市酒店连锁化率	25
图 61：三大酒店集团境内净新开店数量	25
图 62：三大酒店集团储备店数量	25
图 63：华住储备店和新签约门店情况	26
图 64：全球各地区酒店入住率较 2019 年同期恢复程度	26
图 65：华住 DH 酒店今年以来 revpar 恢复程度	26
图 66：旅游及景区上市公司营收恢复至 19 年同期的水平	27
图 67：旅游及景区上市公司归母净利润情况（亿元）	27
图 68：主要旅游及景区上市公司 2021 年初至今股价涨跌幅	27
图 69：文旅部关于科学精准实施跨省游熔断机制的主要要求	28
图 70：旅游及景区上市公司员工数量	28
图 71：旅游及景区上市公司 TTM 期间费用情况（单位：亿元）	28
图 72：社零餐饮收入（亿元）月度跟踪：3 月开始行业复苏趋势有所中断	29

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

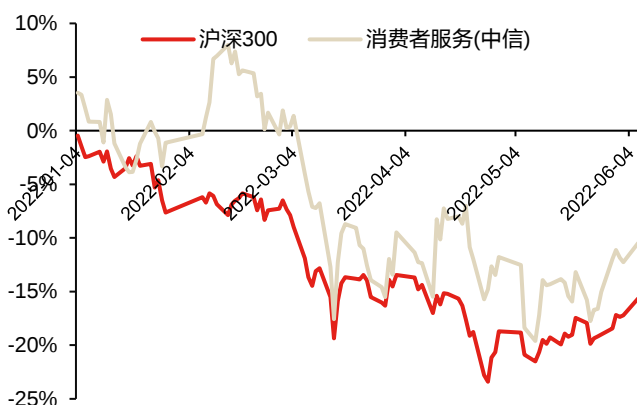
图 73：餐饮重点公司股价（截至 22/05/30）：5 月下旬开始股价有所反弹	29
图 74：全国新增确诊病例（20 年 1 月 20 日到 22 年 6 月 10 日，不含无症状感染者）	30
图 75：疫苗接种率 5 月环增明显，60 岁以上老人接种率提升更快	30
图 76：2018-2021 各餐饮公司期末门店数量：海伦司开店速度较快	30
图 77：九毛九 2017-2021 收入、归母净利润及同比：利润较 19 年提升显著	31
图 78：海伦司 2018-2021 收入、经调利润及同比：考虑开店速度，利润较 19 年提升幅度较低，单店盈利尚需提升	31

社会服务行业复盘及展望：疫情冲击显著，下半年有望呈现波动性弱复苏

股价复盘：对当期业绩逐渐钝化，更多受市场风格和预期催化影响

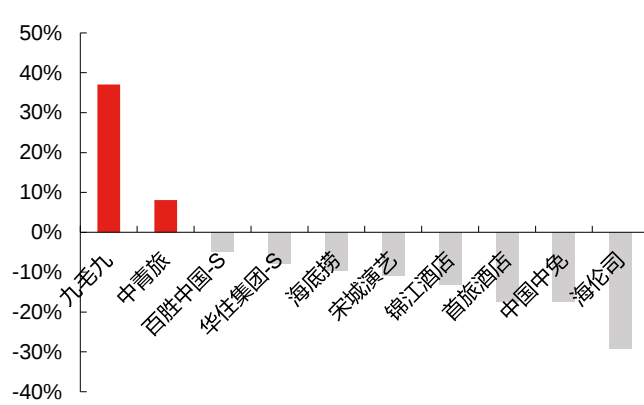
社服板块在上海疫情发生前相对收益显著，疫情后仍具备韧性，景区接棒酒店领跑板块。消费者服务指数（中信）今年以来跑赢指数，截至 6 月 6 日累计下跌 10.5%，而同期沪深 300 累计下跌 15.7%，其中在上海疫情发生之前最大涨幅超 7%，而同期沪深 300 下跌超 8%，随后板块虽然因疫情和大盘影响出现较大调整，但相对指数的表现仍更具韧性。社服各子板块中，截至 6 月 6 日除景区板块小幅上涨 1% 外，其余旅游零售（免税）、酒店、餐饮、人力资源服务等均下跌 10% 以上，市值较大、机构持仓较多的标的中，除九毛九、中青旅年内正收益外，其他个股年内均为负收益。

图 1：2022 年以来社服板块涨跌幅



数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/6/6

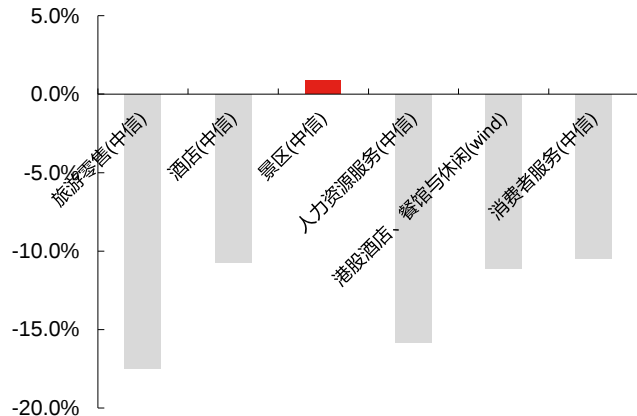
图 2：社服行业重点公司 2022 年以来涨跌幅



数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/6/6

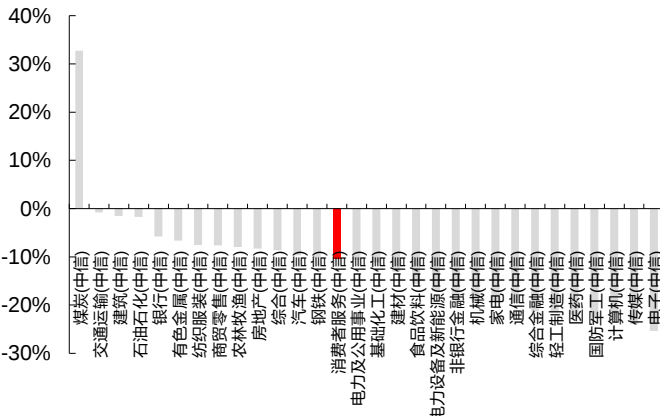
横向比较全行业和大消费板块，社服板块年内相对表现较 2021 年改善明显。社服板块 2022 年初至今表现在 30 个中信一级中排名第 14，跌幅小于食品饮料、家电、轻工、医药，在大消费板块中相对表现靠前。相比之下，2021 全年社服板块跌幅达 24%，在所有中信一级行业中排名垫底。

图 3：社服子板块 2022 年以来涨跌幅



数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/6/6

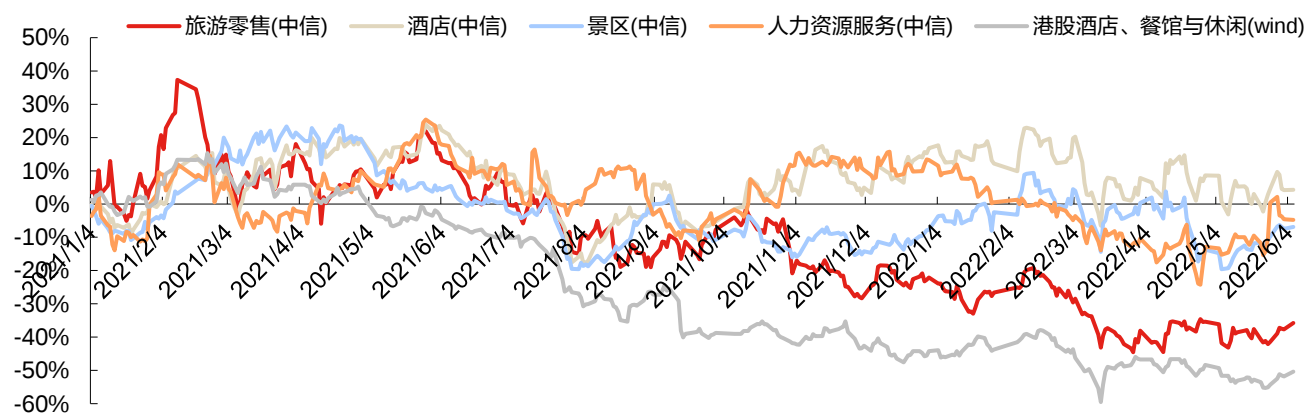
图 4：社服板块 2022 年以来涨跌幅与其他中信一级行业对比



数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/6/6

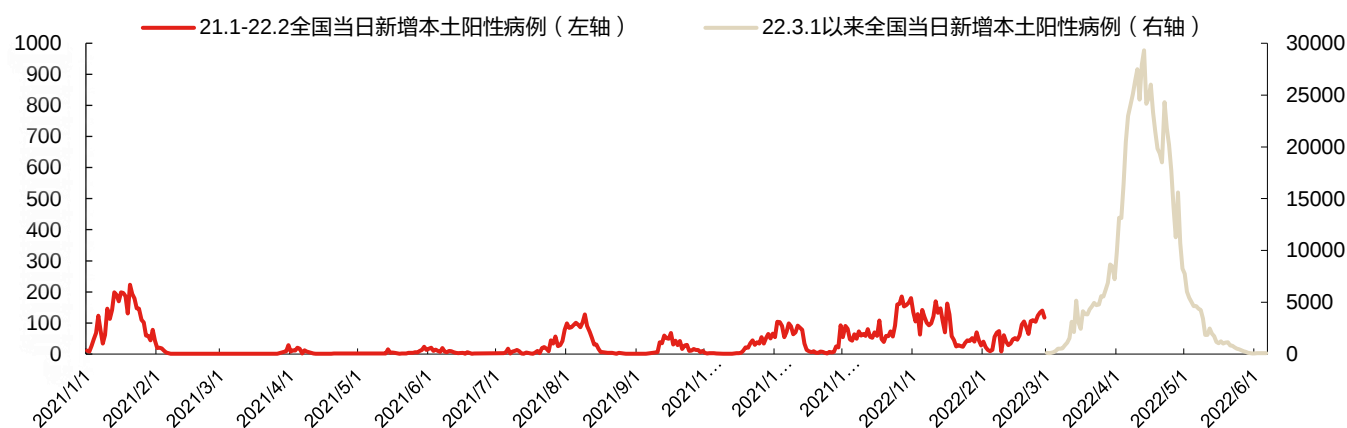
除免税外，A 股其他子板块股价对疫情反应逐渐钝化，港股餐饮仍对疫情和海外市场 β 敏感。我们在 21 年 12 月的年度策略报告中提出，由于风格轮动、学习效应和市场更愿意对远期业绩复苏定价，酒店、景区短期股价对疫情反应有望逐渐钝化，去年底至 2 月上海疫情尚未发生时，随着旅游出行客流恢复，基本面略有恢复之下，市场对防疫政策调整的预期升温，同时随着 21 年 12 月之后新能源军工半导体为代表的成长板块调整，市场对于低估值、困境反转相关标的的关注度提升，因此景区领涨社服板块，酒店、免税虽然绝对涨幅不明显但亦跑赢大盘。3 月上海疫情后，免税板块 Q2 业绩将受到明显冲击，因此股价调整幅度较大；而景区、酒店表现对当期业绩不敏感，投资者更多是根据复苏后的业绩空间进行定价，因此虽然本轮疫情对基本面影响远大于此前几轮疫情，但股价韧性较强。港股餐饮酒店除对疫情更敏感外，也受海外流动性、风险偏好等 β 因素影响较大。

图 5：2021 年以来社服板块子行业累计涨跌幅



数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/6/6

图 6：2021 年以来全国当日新增本土新冠阳性病例数

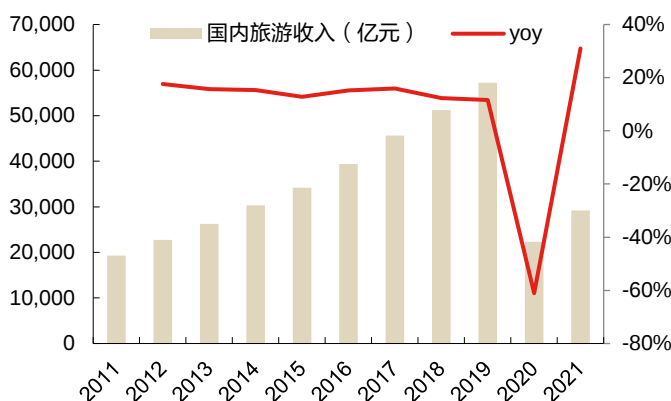


数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/6/6

基本面回顾和 22H2 展望：上海疫情冲击显著，下半年或呈波动性弱复苏

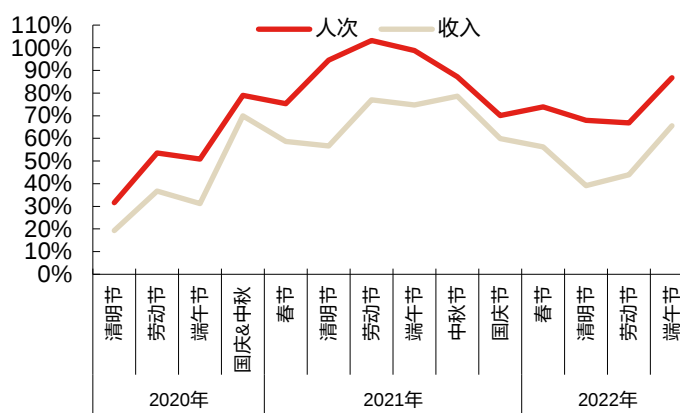
上海疫情对旅游出行冲击较大，下半年或维持弱复苏。据文化和旅游部，2021 年国内旅游收入为 2.91 万亿元，同比增长 31%，但仍只恢复至 19 年的 51%，22 年 3 月以来上海疫情对旅游出行冲击严重，清明/五一/端午假期国内旅游收入分别恢复至 19 年同期的 39%/44%/66%，5 月之后逐渐复苏，但跨省远程出行仍相对受限，旅游人次中周边游、短途游占比上升，据交通运输部今年端午假期全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量 7336.8 万人次，比 2021 年同期下降 40.3%，比 2020 年同期下降 9.6%，我们根据 2019-21 年数据推算，仅恢复至 19 年同期的 48%，而国内旅游人次则恢复至 19 年同期的 87%。

图 7：国内旅游总收入（旅游总消费）及同比增速



数据来源：文化和旅游部，东方证券研究所

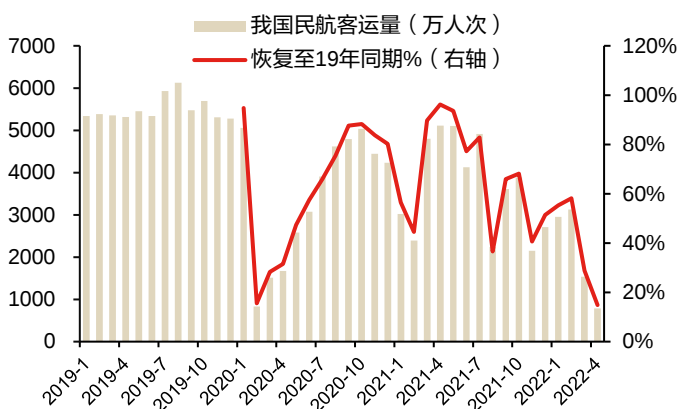
图 8：主要节假日全国旅游人次/收入较 19 年同期恢复程度



数据来源：文化和旅游部，东方证券研究所

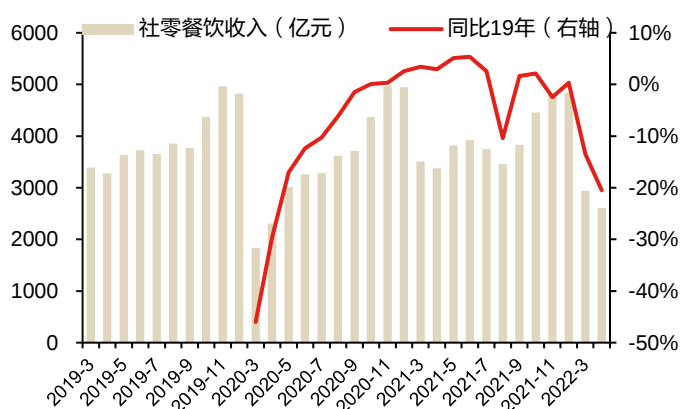
民航客运量下降显著，餐饮受到疫情和消费力下降双重扰动。22 年 3 月和 4 月全国民航客运量仅为 19 年同期的 29% 和 15%，远途出行受疫情影响严重。与 21 年下半年情况类似，餐饮复苏依然受到疫情和消费力的双重扰动，22 年 3 月和 4 月全国餐饮社零较 19 年同期分别下降 14%/21%；

图 9：全国民航客运总量及较 19 年同期恢复程度



数据来源：民航总局，东方证券研究所

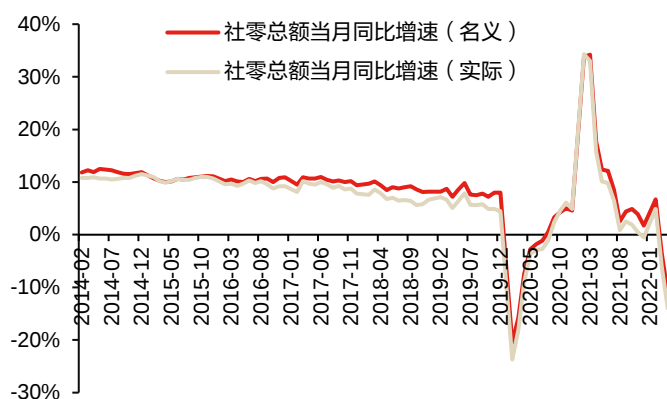
图 10：全国社零餐饮收入及较 19 年同期增速



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

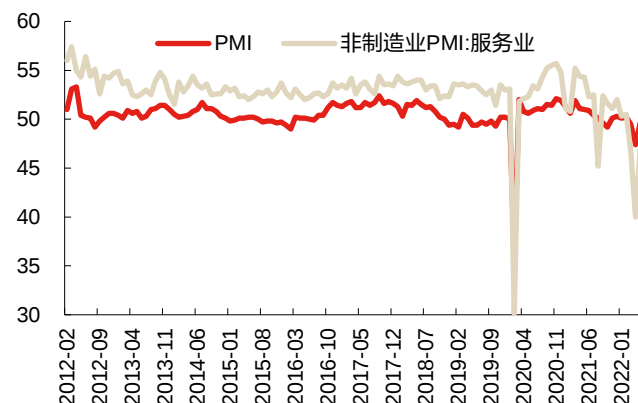
宏观经济受疫情影响显著，居民消费力承压。过去多轮疫情对社服板块的冲击主要在于防疫政策带来的出行和消费场景限制，更多程度上是一次性冲击；但本次上海疫情除此之外，对全国整体宏观经济亦造成压力，或对居民消费力和消费信心造成持续影响，旅游、餐饮等作为可选消费，需求端在经济下行周期的压力或大于必选消费。

图 11：中国社会消费品零售总额名义和实际增速



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 12：中国 PMI 和服务业 PMI (%)



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

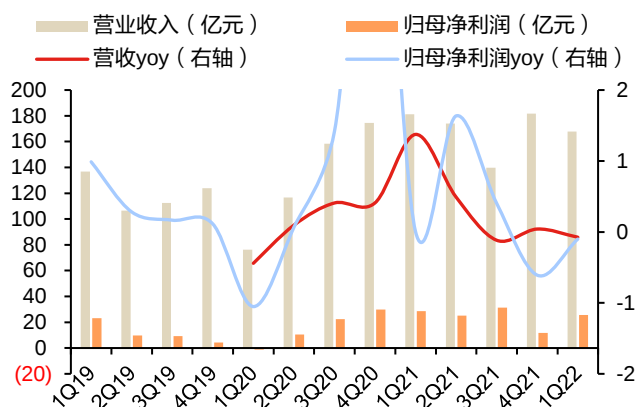
下半年基本面或延续波动性弱复苏，关注边际趋势和政策预期。展望 22H1，随着上海和北京等地疫情趋于稳定，暑期旺季临近，旅游出行需求有望迎来复苏，但考虑到零星疫情、核酸常态化以及消费力受损，我们认为下半年社服板块基本面的主旋律仍是波动性的弱复苏，实际恢复程度或有限；另一方面，股价对当期业绩敏感性下降，投资上更关注边际复苏趋势和四季度的政策预期，市场表现仍有望领先于基本面兑现。

免税：疫情影响短期承压，下半年修复和长期成长弹性大

基本面和股价复盘：疫情短期拖累不改行业光明前景，当前估值应把握机会布局长远

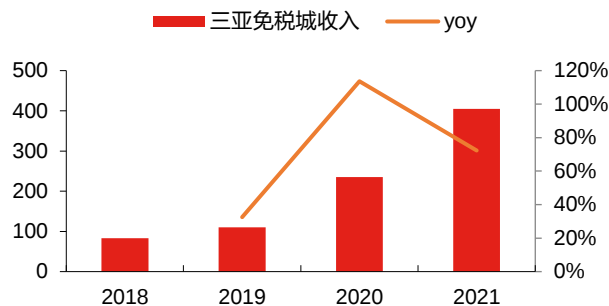
免税龙头地位稳固，疫情冲击销售收入。中国中免 21 年实现营收 676.76 亿元/+28.67%，其中三亚国际免税城销售收入达 405 亿元/+72.3%，三亚免税城占海南离岛免税市场总销售额的 67%，超过 40% 的国际品牌 21 年单店销售额位列该品牌旅游零售市场全球第一。分季度回顾看，21Q3 受江苏、河南等地疫情反复影响，营收同比下降 12%，公司为缓冲疫情影响开始加大折扣力度，冲刺年度销售目标，因此 21Q4 营收环比提升 30%，同比提升 4%；公司 22Q1 实现营收 167.82 亿元/-7.45%，1、2 月虽有广东零星疫情反复但影响较弱，3 月中下旬上海疫情扩散后对客流冲击增强。

图 13：中国中免单季度营收和归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：三亚国际免税城销售收入（亿元）



数据来源：新闻联播，东方证券研究所

海南免税销售开年红，3 月起疫情冲击短期影响较大。今年一二月份海南全岛免税购物金额同比增加 37.6%/52.0%，免税购物人次同比增加 25.7%/45.9%；但 3 月以来全国疫情反复，海南主要客源地各大一线城市采取管控措施，且疫情波及海南，致使海棠湾免税城 3 月停业约 5 天，4 月停业 9 天，日上直邮物流发货也受到阻碍；从客流来看，一二月份过夜游客已恢复至 19 年的 97%/103%，但三四月份客流下滑明显，仅为 19 年同期的 64%/50%；从前四个月客流来看，疫情是最主要短期冲击，离岛免税消费需求依然旺盛，待疫情控制后恢复弹性较大。

图 15：海南全岛免税购物金额（亿元）

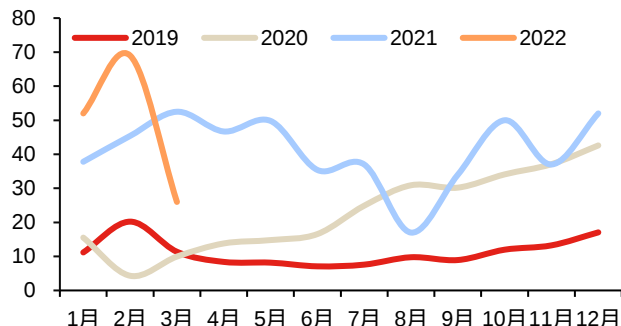
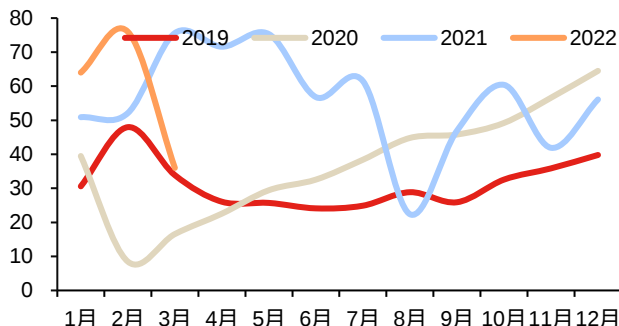


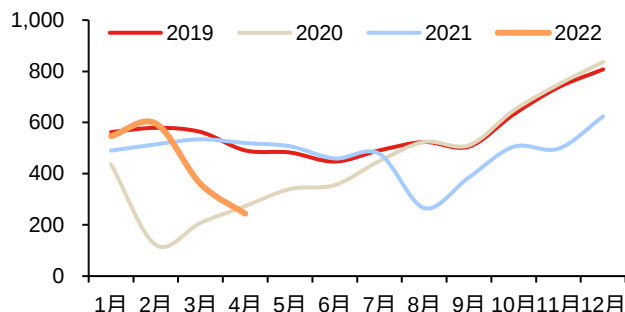
图 16：海南全岛免税实际购物人次（万人）



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：海口海关，东方证券研究所

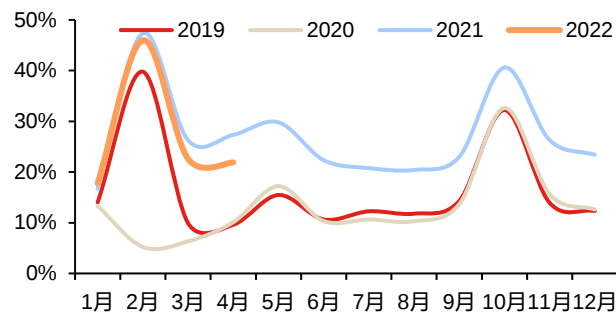
图 17：海南全岛过夜游客人次（万）



数据来源：海南省旅游局，东方证券研究所

数据来源：海口海关，东方证券研究所

图 18：海南全岛游客中，一日游游客人次占比



数据来源：海南省旅游局，东方证券研究所

1Q22 折扣收窄，盈利能力显著恢复，公司意欲维护利润率。中免 22Q1 毛利率为 34%，环比 21Q4 上升 7.6pct，毛利率提升得益于折扣收窄；自 1 月 4 日起，中免海南香化品类主流折扣从三件 7 折收窄至三件 75 折，闪购活动打折力度和范围较 12 月亦有收缩，春节期间除闪购之外以单件 85 折或满 3999 减 1000 为主；3 月底上海、北京等主要客源地疫情反复，4-5 月折扣力度逐渐加大，销售放缓库存压力增大同时，高折扣闪购活动更加频繁，Q2 毛利率预计因此承压。

图 19：1、2 月中免海南香化品类主要折扣水平明显收窄，4、5 月折扣力度放大

品牌	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻
产品	特润修护肌 活精华露 100ml	特润修护精 华眼霜 15ml 两支 装	特润修护肌 活精华露两 支装	多效智妍精 华霜 75ml	持妆粉底液 30ml	精华肌底液 100ml 两件 套	新升级发光 眼霜 15ml	菁纯臻颜焕 亮眼霜 20ml 两件 套	菁纯臻颜三 件套	大粉水轻滢 柔肤水 400ml
1月	6.5	6.5	6.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
2月	7.5	6.5	6.5	7.5	7.5	7	8.5	8.5	7	8.5
3月	7	6.5	7	7.5	7.5	7	7.5	7.5	7.5	7.5
4月	7.5	7	7	7.8	7	7.5	7.8	7.8	7.5	7.8
5月	7	6.5	7	7	6.5	7	7.8	7	7	8

品牌	CPB	CPB	CPB	CPB	海蓝之谜	海蓝之谜	海蓝之谜
产品	长管隔离光 凝润采前 霜 37ml	光透白妆前 乳 30ml	御龄防晒乳 霜 50ml	光彩赋活夜 间修护霜 50ml	修护精萃液 150ml	浓缩密集修 护眼霜 15ml	经典精华面 霜 100ml
1月	7.5	7.5	7.5	7.5	7	7	7.5
2月	7	7	8.5	8.5	7	7	7.5
3月	8.5	8.5	6.5	8.5	7.5	7.5	7.5
4月	7.5	7.8	6.5	7.8	7.5	7.5	7.8
5月	7	6.5	8	8	7	7	7

数据来源：CDF 海南免税小程序、东方证券研究所

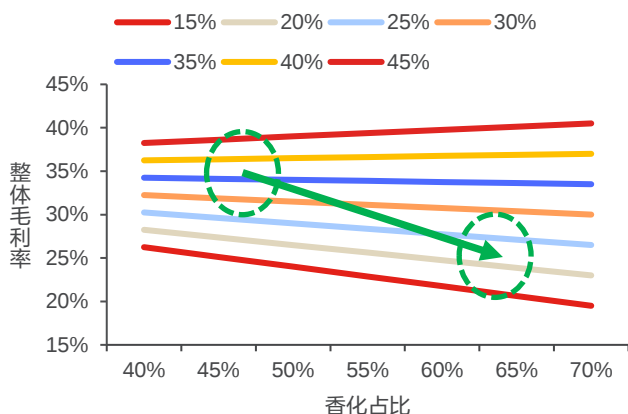
图 20：6 月初折扣水平环比提升



数据来源：各公司官方公众号、东方证券研究所

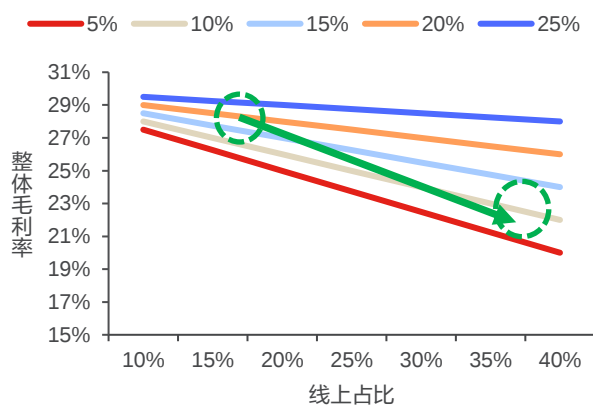
渠道结构、品类结构变化，拉低整体毛利率。自 20 年疫情以来，为降低客流下降对销售的影响，中免发力 CDF 会员购等线上有税渠道，21 年有税业务占商品销售业务营收比重达 35.86%，较 19 年提升 33.41pct；一方面线上业务需补税，因此毛利率较低，同时线上平台销售香化占比较高，且香化较精品折扣力度大于精品，进一步影响毛利率。若 6 月后客流逐步回暖，则线上占比有望逐步回归正常水平，Q3 毛利率可环比改善。

图 21：香化占比对中免整体毛利率影响测算假设



数据来源：东方证券研究所 注：不同颜色线条代表不同香化毛利率下，整体毛利率随香化占比提升发生的变化。

图 22：线上占比对中免整体毛利率影响测算假设



数据来源：东方证券研究所 注：不同颜色线条代表不同线上毛利率下，整体毛利率随线上占比提升发生的变化。

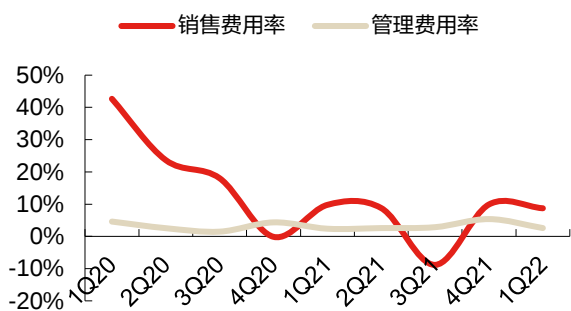
由于中免并未披露分品类和线上销售的占比、毛利率情况，我们采取情景假设进行测算，用控制变量法在数学上说明对整体毛利率的影响。具体假设如下：

- 1) 毛利率均假设为门店口径，不考虑批发截留，左图不同颜色线条代表不同的香化毛利率水平（由折扣力度差异导致），右图不同颜色线条代表不同的线上毛利率水平（由折扣力度差异导致）；
- 2) 假设商品品类中其他类（烟酒、电子、有税等）占比 10% 不变，其余为香化和精品；
- 3) 假设精品毛利率为 37.5%，由于折扣力度普遍较小，假设不变；假设其他类毛利率 15% 且保持不变；假设线下销售毛利率为 30% 不变。

从上面两张图可以看出，结构变化对毛利率的影响同样显著（同一条线左右移动），再叠加折扣力度变化（不同线之间的移动），共同造成了毛利率的波动。需要提醒的是以上数据均为假设，不代表实际经营数据，仅用于计算演示。

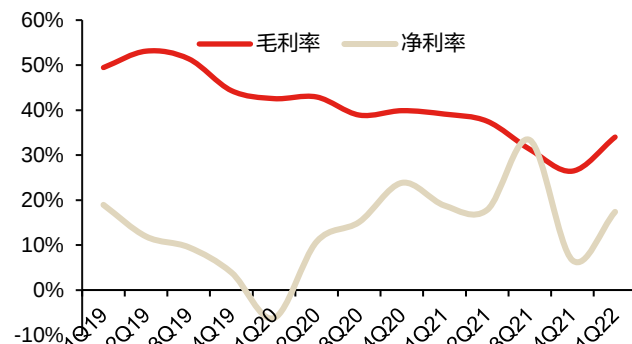
机场租金减免降低销售费用率，Q1 叠加毛利率回升，盈利能力显著恢复。22Q1 销售费用率 8.7%，同比下降 1.1pct，主要由于首都机场租金谈判、杭州机场协议退租后租金开支降低；管理费用率 2.57%，同比上升 0.2pct；Q1 折扣缩减后毛利率环比提升 7.6pct，与费用率降低同时推动盈利能力恢复；中免 Q1 实现净利润率 17.4%，同比下滑 1.4pct，环比提升 10.8pct。

图 23：中免分季度销售费用及管理费用率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：22Q1 中免毛利率，净利润率双双环比回升

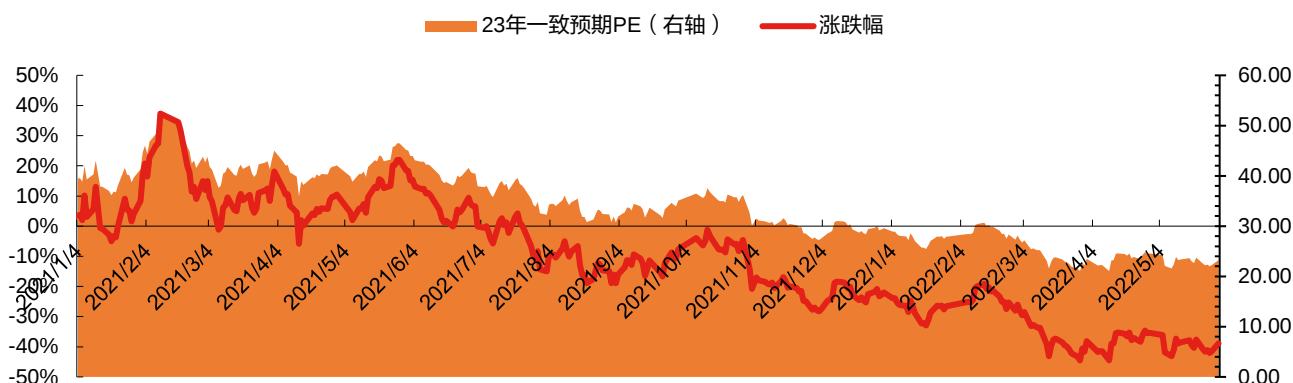


数据来源：海南省旅游局，东方证券研究所

海南销售情况与中免股价相关性高，为市场关注重点。自 21 年三季度局部疫情反复离岛客流下降，伴随折扣力度提升、线上完税回头购销售占比提升侵蚀利润率，中免股价随之回调；22 年初客流恢复，同时公司主动收窄折扣力度，股价企稳回升；但三亚 3 月初疫情时海棠湾闭店，全国疫情扩散，4 月海棠湾再度闭店，股价再度下挫；4 月 10 日总书记考察海南并发表重要讲话，市场情绪升温，中免股价逐步企稳。

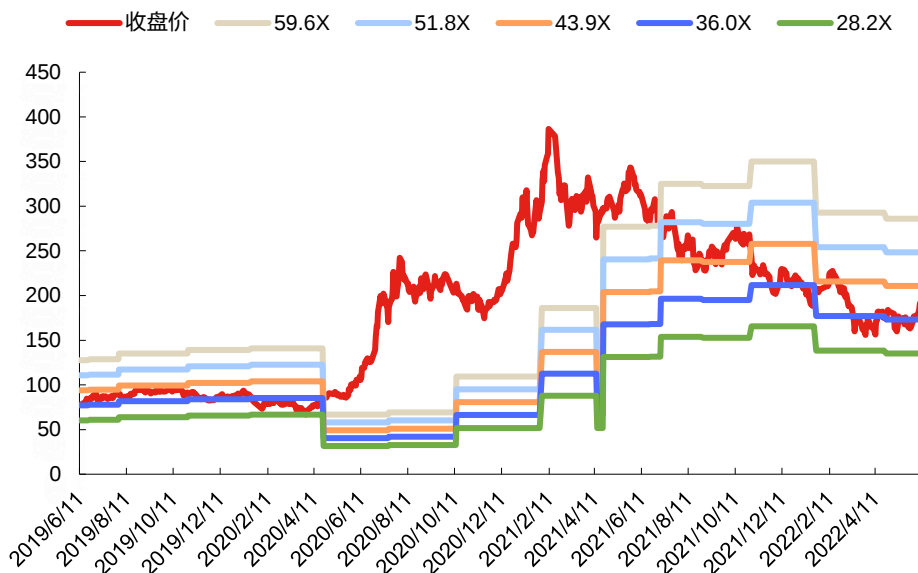
综合历史估值及盈利预测，当前估值性价比较高。五月底中免 23 年 PE 回落至 25 倍左右，位于近三年/五年历史 PE (ttm) 20% 分位点以下，23/24 年 wind 一致预期归母净利润增速分别为 41.4%/25.8%，公司作为免税龙头壁垒优势明显，行业空间及成长性未因疫情发生改变，公司长期盈利确定性较高，综合来看当前估值水平具备性价比。

图 25：中国中免 2021 年初至今涨跌幅和估值（一致预期）



数据来源：wind，东方证券研究所 注：涨跌幅基准日期为 21/1/4，截至 22/5/30

图 26：中国中免 PE-Bands（当年预测 PE）

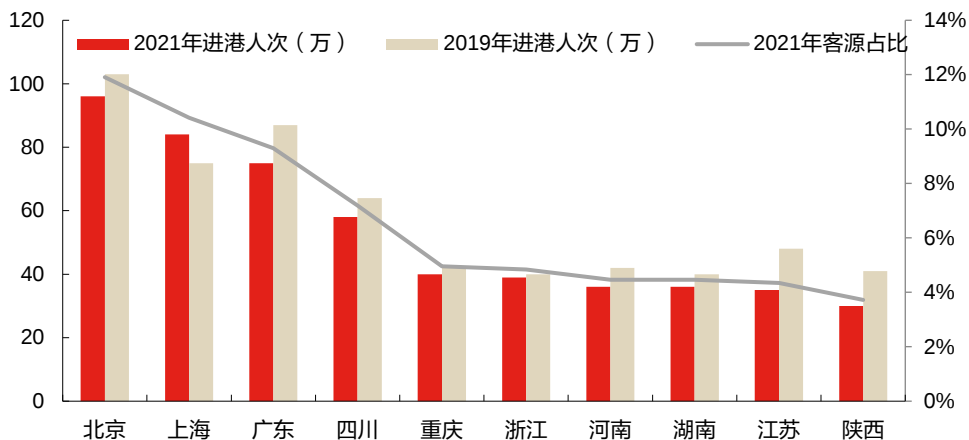


数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/6/10

2022 年下半年展望：客流料将回升，销售预期更为积极，新海港开业后免税产业带动效应值得期待

客流为影响离岛免税销售主因，当前疫情对主要客源地影响较大。从三亚机场 21 年进港客源地分布看，北上广为前三大客源地，其中北京进港 96 万人次/占比 12%、上海 84 万人次/占比 10%、广东 75 万人次/占比 9%，其次为川渝、江浙、河南等人口稠密地区。本轮疫情主要影响地区为北京、上海，仍处在扫尾阶段，相应管控措施尚未彻底解除，而该区域旅客占比高、购买力强，因疫情无法前往海南对免税销售形成较大压力。

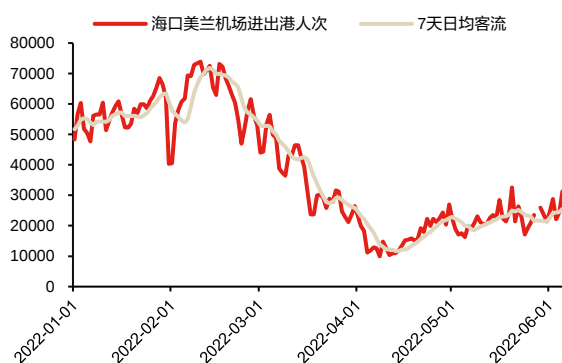
图 27：三亚机场进港旅客客源地分布



数据来源：三亚市旅游局，东方证券研究所

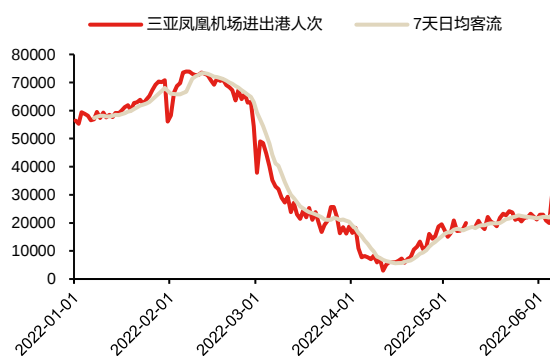
4 月客流或为全年低点，海南管控措施逐步放松，期待下半年客流反弹提振销售。在季节性因素及疫情管控双重影响下，3、4 月份场进出港客流量快速下降，4 月份海口/三亚机场日均客流量为 1.66/1.67 万人次，仅为 21 年 4 月日均吞吐量的 25.6%/28.7%；6 月以来上海、北京等地管控措施有所放松，客流回升明显，6 月 5 日-11 日三亚机场日均旅客吞吐量 2.70 万人次，为 21 年 6 月日均吞吐量的 57.2%，海口机场日均旅客吞吐量 3.5 万人次，为 21 年 6 月日均吞吐量的 75.5%。目前全国疫情进入扫尾阶段，管控政策有望逐步放松，海南 6 月 20 日调整来（返）琼疫情管控措施，非涉疫区无需核酸、涉疫区仅需 48 小时 1 次核酸即可前往海南，过去 14 天无阳性地区的旅客前往海南流程大为简便。若全国疫情逐渐平息，客流反弹可带动销量提升，全年最艰难时刻已经过去。

图 28：海口机场进出港人次统计



数据来源：航班管家 APP，东方证券研究所

图 29：三亚机场进出港人次统计



数据来源：航班管家 APP，东方证券研究所

1000 亿销售目标压力下，利好政策密集释放。22 年海南省离岛免税店销售目标为 1000 亿元，海南省 21 年实现约 600 亿免税店销售额，其中约 505 亿为免税销售，按此比例估计今年免税销售额应在 800 亿元以上。而今年 1-3 月离岛免税累计销售额为 147 亿元，考虑到 Q2 受疫情影响较大，客流减少，免税销售额料出现下滑，若要完成全年目标则下半年销售压力较大。

在此大背景下，海南省于 6 月出台《促进 2022 年离岛免税销售行动方案》，系统性部署从“促进入岛旅游人次提升、强化促销推广、引进新商品、提升行业服务能力”四个方面的举措促进离岛免税销售。目前方案中要求的举措已经开始实施，6 月 10 日，海南旅游消费嘉年华联合推广活

动于首站长沙举办，后续将在广州、武汉、重庆、成都、杭州、南京、北京、上海等 8 个主要客源地城市举办。海南省旅文厅将联合中免集团、海旅免税、GDF 免税城等免税企业，海航、南航两大航空公司及海南省各大旅行社、酒店、景区等共 55 家涉旅企业，通过官方“智游海南”APP 共同发放价值超亿元的 100 万份海南旅游消费“大礼包”。

图 30：2022 海南旅游消费嘉年华推广活动启动仪式



数据来源：中国旅游集团微信公众号，东方证券研究所

公司将在销售目标与保障合理利润率间进行平衡，折扣力度料处于合理区间。于中免而言客流快速回暖无疑将带动销量攀升，但冲刺全省全年 1000 亿目标，需要下半年发力弥补上半年损失的销售额，折扣力度或因此再度加大。另一方面，公司管理层需要维持合理的利润率水平，品牌方也不愿看到大幅折扣损害品牌形象，因此公司最终会在完成政府目标和保障合理利润率之间做出平衡，未来折扣力度料在合理区间内。

海口国际免税城开业在即，商务客免税购物需求挖掘潜力巨大。海口国际免税城（新海港）项目位于海口市西海岸，建设用地 485 亩，总建筑面积约 93 万平米，由六个地块组成，涵盖免税商业、有税商业、高档办公、高端酒店、人才社区等业态，定位为“以免税为核心的世界级休闲购物综合体”。项目紧邻新海港码头、海口火车站，距海口美兰机场约 60 分钟车程，距海口市中心约 40 分钟车程，项目地处水路入岛枢纽，辐射两广，对商旅客流吸引力更强。目前项目商业中心造型屋面已完成施工，机电设备进入调试阶段，外立面幕墙、室外园林景观及室内精装等专业施工正加紧进行，预计将于今年九月底国庆前开业。

图 31：新海港项目地块划分



数据来源：新闻报道，东方证券研究所

图 32：新海港项目各地块定位

地块	占地面积 (万㎡)	定位
地块一	3.1	承载港城产业的甲级写字楼
地块二	1.7	乐活品质格调生活空间
地块三	2.9	国际旅游中心特色型滨海品质居住空间
地块四	2.1	陆港门户尊贵格调五星级酒店
地块五	8.9	世界最大单体免税商业及旅游购物目的地
地块六	13.7	海南世界级度假型商业街区

数据来源：新闻报道，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 33：海口免税城与三亚免税交通便利度对比

	海棠湾免税城	新海港免税城
距离机场	距凤凰机场 45 公里，驾车约 1 小时	距美兰机场 45 公里，驾车约 1 小时
距高铁站	距亚龙湾站 23.3 公里，驾车约 35 分钟	距海口站 6.4 公里，驾车约 13 分钟
距市中心	距吉阳区 40 公里，驾车约 1 小时 15 分钟	距龙华区 25 公里，驾车约 40 分钟

数据来源：百度地图，东方证券研究所

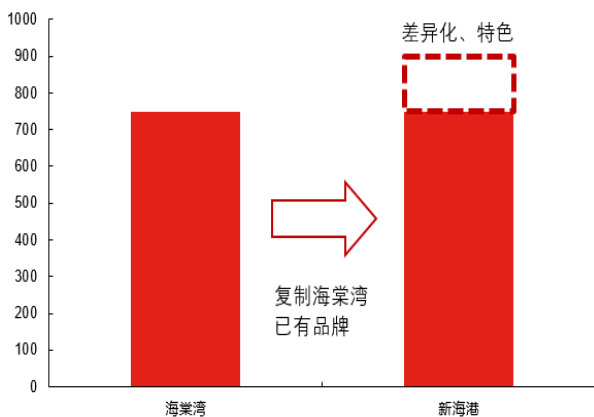
图 34：新海港免税城施工进展



数据来源：人民网，东方证券研究所

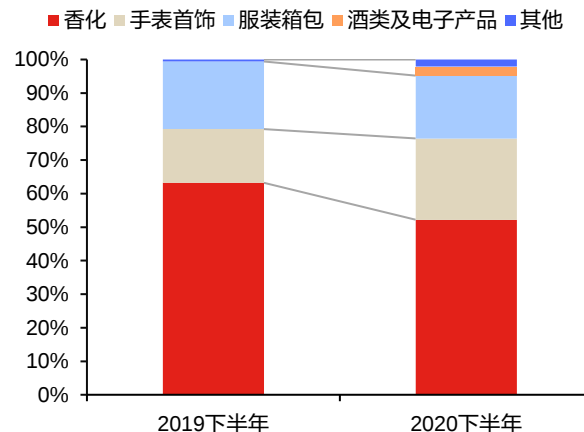
海口免税城面积扩容，品牌容量提升，品牌品类升级。新海港五号地块免税商业中心建设用地面积为 9.0 万平方米，其中地上四层建筑商业面积 16 万平方米，相较海棠湾店 7.2 万平扩大了一倍以上。预计三亚、海口已有的精品品牌基本都会入驻新海港，重点品牌与海棠湾重合度较高；由于新海港项目商业面积远大于海棠湾和日月店，因此除热门大牌外，也有望引入一些小众但口碑较好品牌，且更注重全品类建设，提升精品占比；目前海棠湾拥有国内外知名品牌 750 余个，新海港入驻品牌数量料将更多、丰富度更强，促成品牌、品类升级，有助于购物人次和客单价双升。

图 35：海棠湾（截至 21.12）和新海港品牌数（预计）



数据来源：中免官方公众号，东方证券研究所

图 36：海南离岛免税商品销售额品类结构变化



数据来源：海口海关，东方证券研究所

图 37：海口日月广场免税店部分已入驻精品品牌

类型	品牌名
箱包 服饰	Prada、TUMI、MCM、新秀丽、Mars Jacobs、Coach、Long champ、Bally、万宝龙、Tory Burch, Alexander McQueen、Tod' s、罗意威、阿玛尼、Burberry、范思哲
首饰 手表	施华洛世奇、潘多拉、APM、周大福、Tiffany、TimeVallée（含卡地亚、万国、积家等）、天梭、阿玛尼、浪琴、卡西欧、DW、

数据来源：CDF 海南免税官方商城，东方证券研究所

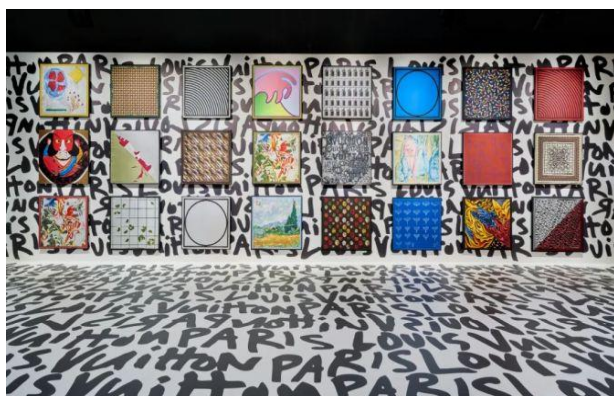
图 38：三亚海棠湾目前仍缺失的品牌（专柜）

类型	品牌名
箱包 服饰	Chanel、LV、爱马仕、Celine、Dior、Givenchy、Roger Vivier、Evisu、Pinko、the BOY、Bulgari、MLB、Off- White、ETRO、Aceme de lavie、cilocala、Bonpoint
首饰 手表	劳力士、LV、Chanel、Dior、Hublot、MK、泰格豪雅、Monica Vinader、Didier Doubt、Blancpain

数据来源：CDF 海南免税官方商城，东方证券研究所

业态丰富度将大幅提升。新海港建筑面积充裕，五号地块将增加有税零售，业态丰富度上将对标国内优质项目如上海 IFC、上海港汇恒隆广场、上海 iapm、广州太古汇等；相比海南现有免税店将增加品牌展示空间：1）空间展示：包括品牌故事空间、设计、体验空间；2）文化展示：包括服装发布会、品牌活动、艺术展览等。通过娱乐业态、演艺演出、亲子娱乐的融合，提供高品质一站式休闲娱乐体验：1）亲子娱乐：业态丰富的亲子体验，让孩子在旅游中体验、学习、探索。2）演艺嘉年华：打造成为海口的地标性表演集结地，成为项目吸引客流的亮点。

图 39：深圳湾万象城 LOUIS VUITTON & 展览



数据来源：商业地产志，东方证券研究所

图 40：深圳湾万象城 Burberry 全球首家社交零售精品店



数据来源：商业地产志，东方证券研究所

新海港以商务客源为主。由于地理位置紧邻水路登岛枢纽，客源结构上，相比三亚以度假游客为主，新海港的则更多面向商务客。商务客有以下特点：1）消费能力强，但同时品牌齐全度和档次的要求也更高；2）一年内可能在海南和内地之间往返多次；3）对时效性和服务体验更敏感，过长时间的排队会影响其购买欲。而原有的日月广场和美兰机场免税店囿于面积、品牌、场景，难以充分满足这部分客群的需求。

预计 22 年客流略有回落，新海港开业后本年贡献销售额或超 30 亿元。根据海口机场官方微博、及海南省交通运输厅数据，5 月份机场及港口吞吐量均环比提升。预计通过琼州海峡入岛的商务旅客出行需求更具刚性，反弹速度更快，假设 22 年琼州海峡旅客吞吐量同比减少 1%，美兰机场

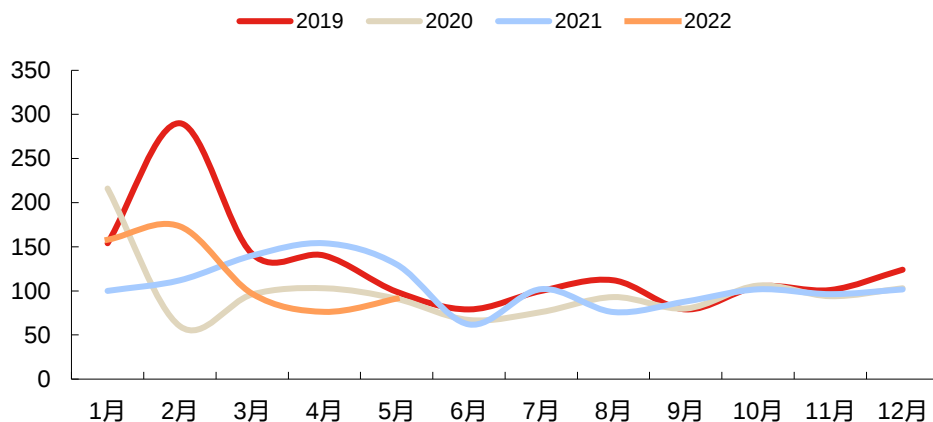
游客吞吐量同比减少 3%，则 22 年海口离岛客流预计为 1474 万人次。假设新海港购物转化率略高于日月广场免税店，客单价以日月广场免税店客单价为基准，但预计新海港精品占比更高，商务旅客消费能力更强，客单价应较日月店更高。预计新海港九月底开业，10-12 月旺季销售占全年 30%。在中性假设下，新海港开业后 22 年内销售额，可达 31 亿元。

图 41：新海港销售规模测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
海口离岛客流（万人次，吞吐量/2）	1963	1969	1416	1507	1474	1673	1856	2012	2112
琼州海峡旅客吞吐量（万人次）	1514	1517	1183	1262	1249	1374	1484	1573	1652
yoy	1.0%	0.2%	-22.0%	6.7%	-1.0%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%
美兰机场游客吞吐量（万人次）	2412	2422	1649	1752	1699	1971	2228	2450	2573
yoy	6.8%	0.4%	-31.9%	6.2%	-3.0%	16.0%	13.0%	10.0%	5.0%
海口离岛客流 yoy		0%	-28%	6%	-2%	13%	11%	8%	5%
乐观假设									
购物转化率（%）					12.5%	15.5%	17.5%	19.5%	20.5%
购物人数（万人次）					184	259	325	392	433
客单价（元）					8500	9350	9818	10210	10517
yoy						10.0%	5.0%	4.0%	3.0%
销售额（亿元）					47	242	319	401	455
yoy							32%	26%	14%
中性假设									
购物转化率（%）					10.0%	13.0%	15.0%	17.0%	18.0%
购物人数（万人次）					147	217	278	342	380
客单价（元）					7000	7700	8085	8408	8661
yoy						10.0%	5.0%	4.0%	3.0%
销售额（亿元）					31	167	225	288	329
yoy							34%	28%	15%
悲观假设									
购物转化率（%）					7.5%	10.5%	12.5%	14.5%	15.5%
购物人数（万人次）					111	176	232	292	327
客单价（元）					5500	6050	6353	6607	6805
yoy						10.0%	5.0%	4.0%	3.0%
销售额（亿元）					18	106	147	193	223
yoy							39%	31%	16%

数据来源：海南省交通运输厅、海南省商务厅、调研、东方证券研究所，注：22E 销售额为预计新海港 9 月底开业后到 22 年底的预测值

图 42：海南全省港口旅客吞吐量（万人）



数据来源：海南省交通运输厅，东方证券研究所

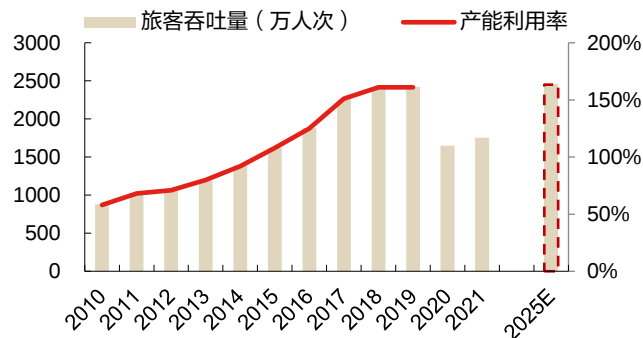
海口市港口、机场运力提升，新海港未来规模可期。短期看，若 23 年后疫情得以控制，管控政策放松，海南离岛游客数量有望逐年回升，预计 23 年海口离岛客流 1673 万人次，同比增加 13%。长期看，海口交通建设项目可释放大量运力。目前新海港客货滚装码头设计年旅客通过能力为 600 万人次，而在建的海口港新海滚装码头客运综合枢纽站工程项目，设计通过能力为 2200 万人次，该枢纽工程预计于 22 年底竣工投产，投产后有望大幅提升新海港客流，同时带动新海港免税城转化率提升。目前美兰机场 T1 设计旅客吞吐量 1500 万人次，T2 项目投入使用后计划增加 3500 万设计旅客吞吐量。预计到 2025 年，琼州海峡旅客吞吐量增至 1573 万人次，美兰机场吞吐量增至 2450 万人次，海口离岛总客流达 2012 万人次。新海港开业后，离岛客流购物转化率、客单价或持续提升，在中性假设下预计 23 年销售规模为 167 亿元，25 年销售规模达 288 亿元。

图 43：美兰机场 T1 和 T2 项目运力比较

	T1	T2
航站楼面积（万平米）	15	29.6
现有已开业免税店面积（万平米）	3.2	0.9-1
设计旅客吞吐量（万人次）	1500	3500
机位（个）	71	61
跑道	1 条	1 条

数据来源：腾讯新闻，东方证券研究所

图 44：美兰机场旅客吞吐量和产能利用率情况



数据来源：海口市统计局、海南省旅游厅，东方证券研究所

短期存在分流效应，长期看聚集效应更强。新海港开业后势必会分流部分现有免税客源，尤其是乘水路运输进出岛的商务旅客。对海口市内免税店而言，新海港品牌更全，可以满足消费者一站式购物需求，短期会对日月广场、海发控产生分流效应；对三亚而言，少部分先抵达海口，再从海口去三亚的游客，确实有可能由原来的只在海棠湾购物，变为先去新海港、再去海棠湾或海旅，因此对三亚市的免税市场略有分流，其中对海旅的分流或大于中免，因海棠湾为旅游度假区，自带引流效应，而海旅则在市内，消费者如果已在海口购物，则同时再去海棠湾和海旅投的可能性降低。对比韩国免税发展历程，消费者对免税渠道的认知与信任、品牌方对免税渠道的大力支持，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

不仅依托于政策和购买力，也是各免税商在物业、品类、品牌、服务等多方面持续努力的结果。短期内即使对中免其他店/其他免税商有分流效应，但由于同时存在集聚效应，我们认为出现明显此消彼长的可能性低，长期必然是共同做大离岛免税蛋糕。

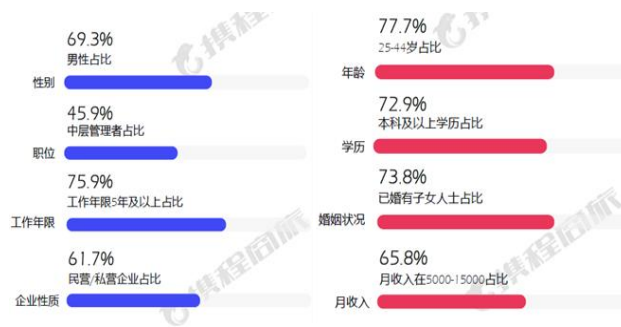
加强集群效应，提升海南免税全球竞争力。新海港带来的销售增量，将进一步扩大离岛免税规模优势，提升离岛渠道整体面向品牌方的议价权；新海港交通区位便利，辐射两广，服务商旅客流，打响旅游购物招牌后有利于带动整体来琼客流；参考韩国免税发展历史，乐天、新罗、新世界等免税商在首尔市内相继布局，伴随着韩国免税业整体的发展壮大。预计新海港开业后集群效应提升可增强海南对国际游客吸引力。

图 45：韩国首尔市内免税店形成产业集群



数据来源：谷歌地图，东方证券研究所

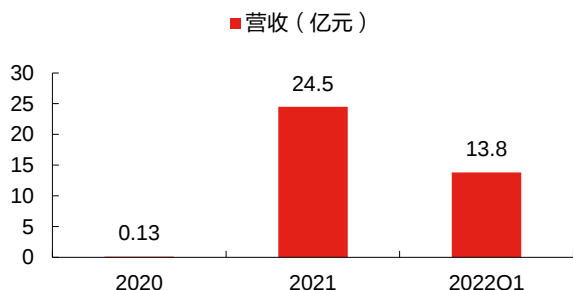
图 46：携程商旅客流画像



数据来源：携程商旅白皮书，东方证券研究所

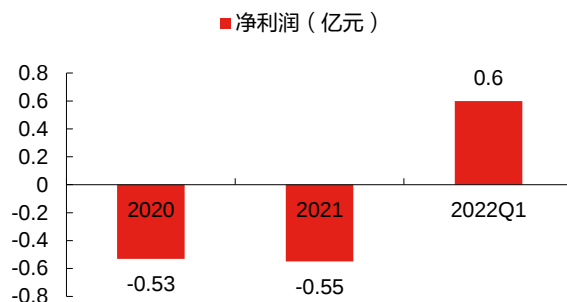
海南其他免税资产将相继注入上市公司，免税投资标的丰富，将涌现更多阶段性投资机会。海汽集团今年 5 月发布公告，拟发行股份及支付现金购买海南旅投免税品有限公司（海旅免税）的全部股权。海旅免税旗下主要免税资产为三亚海旅免税城，据公告海旅免税 22Q1 实现营收 13.8 亿元，净利润 0.6 亿元，实现扭亏为盈。此外海南发展控股股东海南省发展控股有限公司承诺将下属免税品经营主体全球消费精品（海南）贸易有限公司控股权注入上市公司，全球消费精品贸易有限公司主要负责运营海口海控全球精品免税城，海控免税城 22Q1 实现销售金额同比+252%，免税购物人数同比+360%。免税资产注入上市公司后，其他免税经营商资本更为充裕，向上游采购付款更为及时，可提升其对供应商议价能力，提升毛利率；上市后公司管理层需回应资本市场对利润率的诉求，控制折扣力度，有利于降低价格战烈度。对投资者而言，A 股市场聚齐目前主要免税行业参与者，利于跟踪把握免税投资机会。

图 47：海旅免税营收规模（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 48：海旅免税净利润规模（亿元）



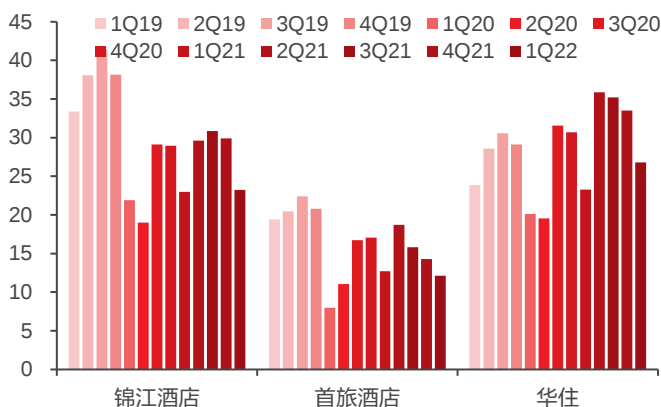
数据来源：公司公告，东方证券研究所

酒店：继续看好龙头成长性，关注开店节奏

基本面及股价复盘：疫情扰动复苏节奏，股价对疫情钝化

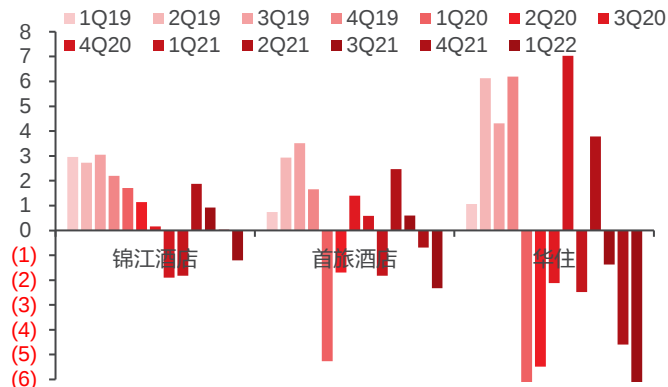
疫情反复影响 revpar 恢复，短期业绩承压。由于 21 年四季度以来局部疫情持续反复、今年 3 月起上海疫情，三大酒店集团 21Q4、22Q1 的 revpar 恢复程度和业绩承压，锦江/华住/首旅 22Q1 整体 blended revpar 分别恢复至 19 年同期的 73%/74%/63%，恢复程度弱于 21Q3（南京疫情），由于成本费用刚性，经营亏损环比 Q4 有所扩大。

图 49：三大酒店集团单季度营收（单位：亿人民币）



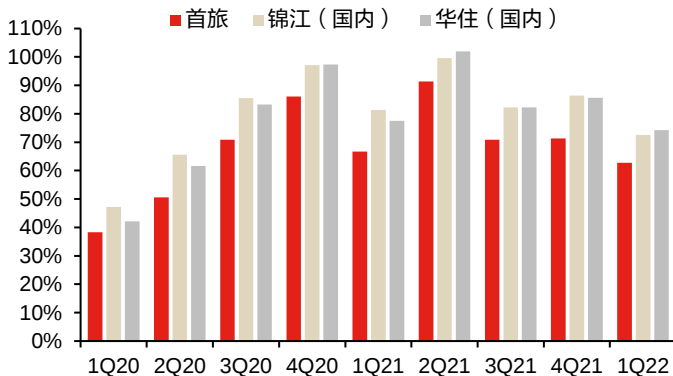
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 50：三大酒店集团单季度归母净利润（单位：亿人民币）



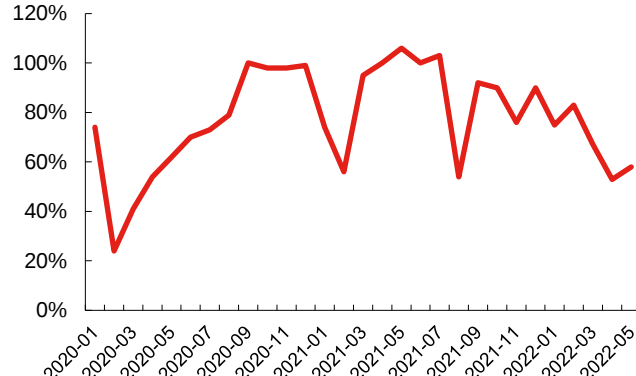
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 51：三大酒店集团境内 revpar 较 2019 年同期恢复情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所 注：2019 年同期为 100%

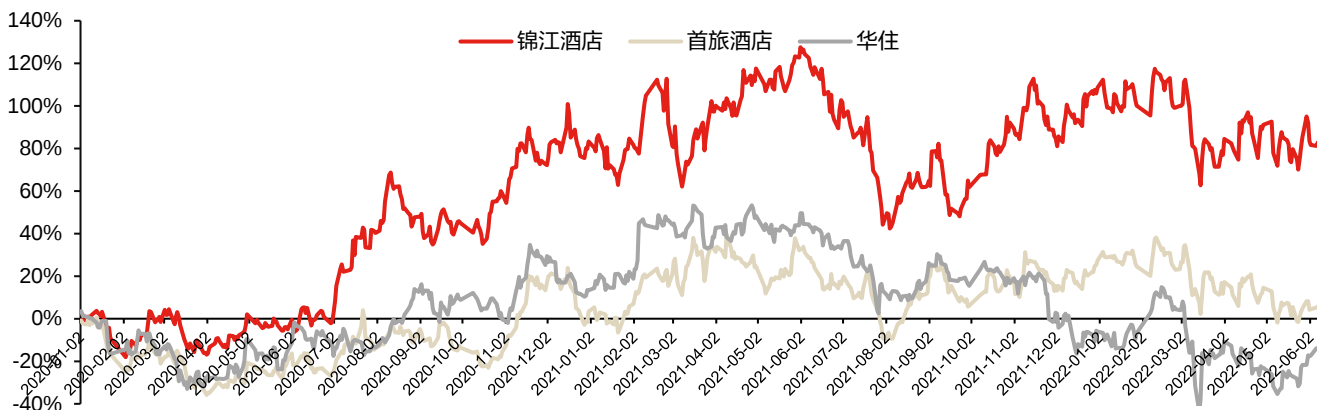
图 52：华住境内 revpar 较 2019 年同期恢复情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所 注：数据不含隔离征用酒店

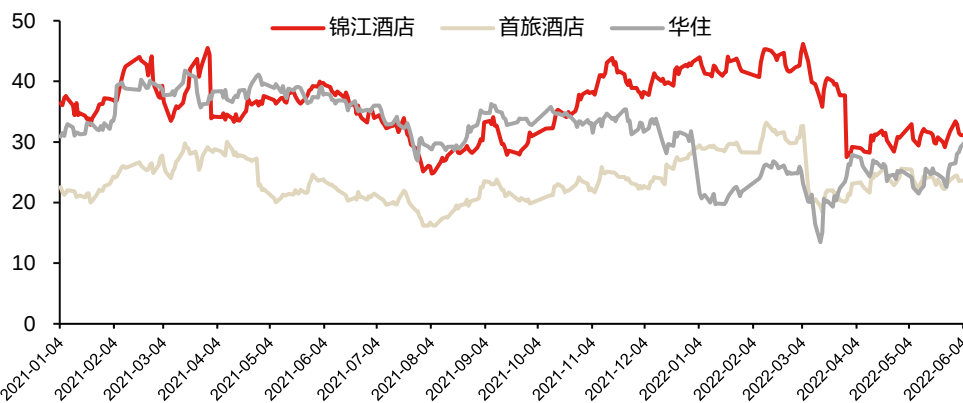
股价对短期疫情钝化，着眼疫后复苏空间。自 21Q4 以来锦江、首旅股价对疫情的敏感性逐渐钝化，虽然 3 月上海疫情后亦出现调整，但跌幅已明显小于 21 年 7 月南京疫情；华住股价则对疫情和当期 revpar 恢复程度更为敏感，同时由于市场海外流动性、中概股风险等 β 因素，去年底以来股价表现相对偏弱。估值方面，酒店股价对疫情钝化的原因在于市场更倾向于对疫后复苏的业绩空间进行定价，锦江由于中高端开店速度领先、中国区整合优化管理效率，边际改善占优，因此估值水平相对更高，华住估值则更多受市场因素影响处于历史低位。

图 53：三大酒店集团 2020 年至今股价涨跌幅



数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/6/6

图 54：三大酒店集团一致预期预测 PE（2021 年使用 FY22,2022 年使用 FY23）

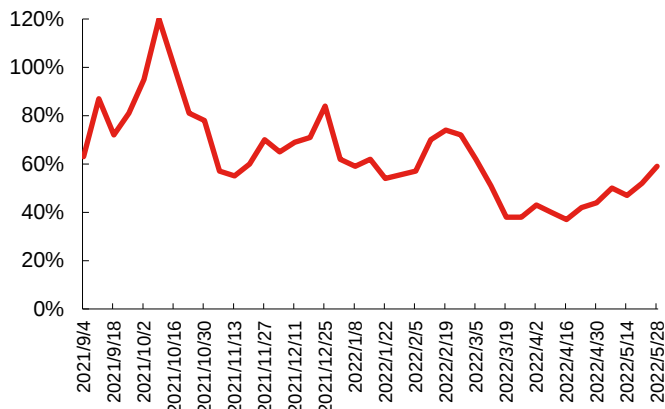


数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/6/6

22H2 展望：龙头优势继续扩大，关注开店节奏

21Q2 行业受疫情冲击程度加大，Q3 起有望波动复苏。由于上海疫情高峰期主要在 4 月，疫情对 Q2 酒店行业复苏影响程度将大于 Q1，据 STR 数据，中国大陆酒店业整体 revpar 较 19 年同期恢复程度在 3 月中旬至 5 月上旬维持在 40-50%左右，进入 5 月中旬后环比改善，6 月初已恢复至 19 年同期的 60%左右，随着上海、北京疫情趋于稳定以及进入暑期旺季，Q3 出行住宿需求有望进一步迎来复苏，但由于疫情不确定性和动态清零方针不动摇，我们预计下半年恢复节奏仍将是波动、渐进式的。

图 55：今年以来中国酒店业整体 revpar 较 19 年同期恢复度



数据来源：STR，东方证券研究所

图 56：今年以来深圳市酒店入住率和平均房价恢复情况

深圳：平均房价已回到去年同期水平，但入住率仍需时间

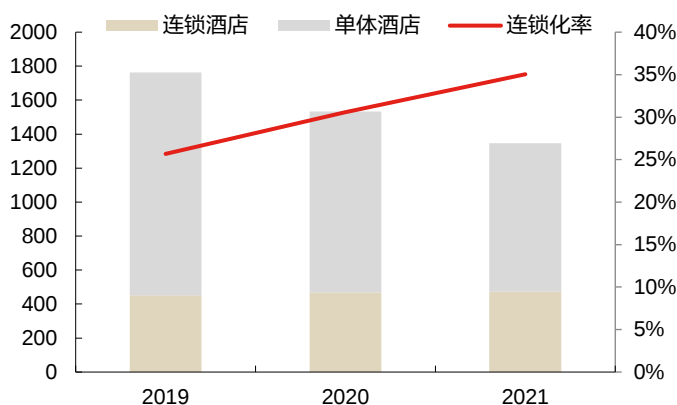
Shenzhen: Rate is back but not yet the demand



数据来源：STR，东方证券研究所

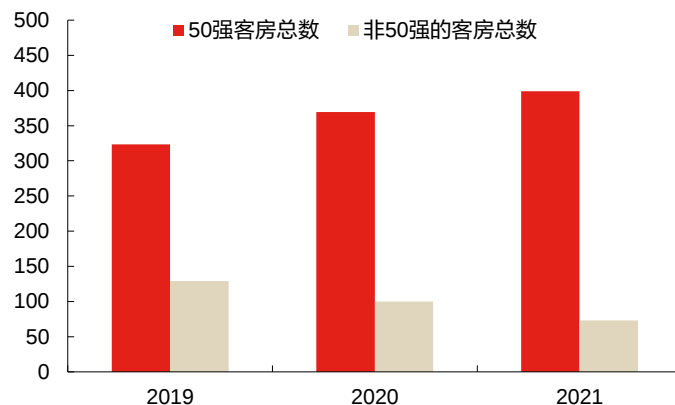
行业供给格局持续优化，品牌连锁化趋势强化。根据中国饭店业协会数据，截至 2021 年底中国酒店开业数量为 25.2 万家，较 21 年初减少 2.7 万家/-10%，较 20 年初减少 8.6 万家/-25%；客房供应量 1347 万间，较 21 年初减少 186 万间/-12%，较 20 年初减少 415 万间/-24%，即使考虑到其中包括小部分由于防疫征用暂时暂停营业的酒店，行业供给亦在持续出清。关店歇业以单体酒店为主，截至 2021 年底中国酒店连锁化率达 35%，较 20 年底上升 4pct，分结构看低线城市连锁化率提升速度更快。无论是我国整体相较欧美，还是三线及以下城市相较一二线城市，连锁化率均有较大提升空间。

图 57：中国酒店客房数量（万间）和连锁化率



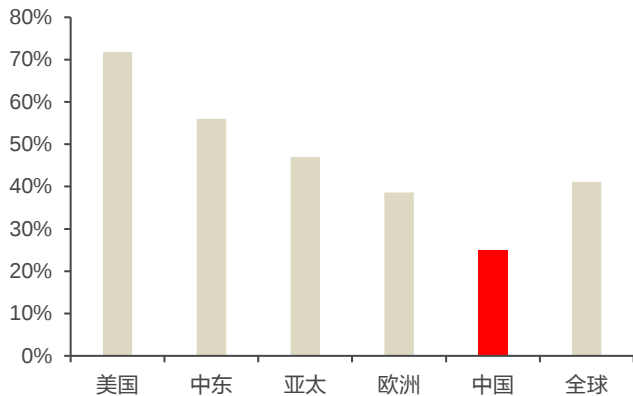
数据来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，东方证券研究所

图 58：连锁酒店中前 50 强和非 50 强品牌的客房数量（万间）



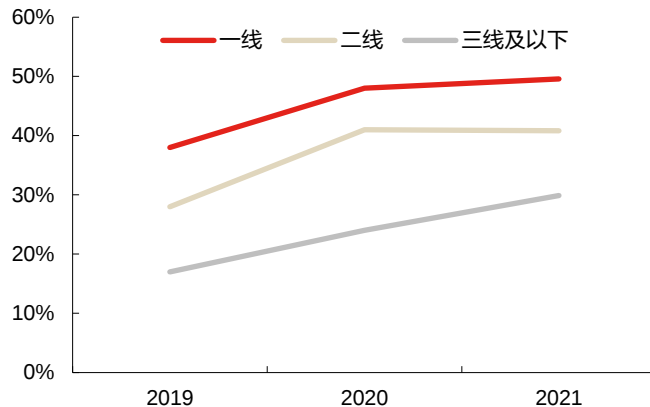
数据来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，东方证券研究所

图 59：2019 年各国酒店业连锁化率（房间数口径）



数据来源：Frost Sullivan, STR, 东方证券研究所 注：不同机构口径可能略有不同

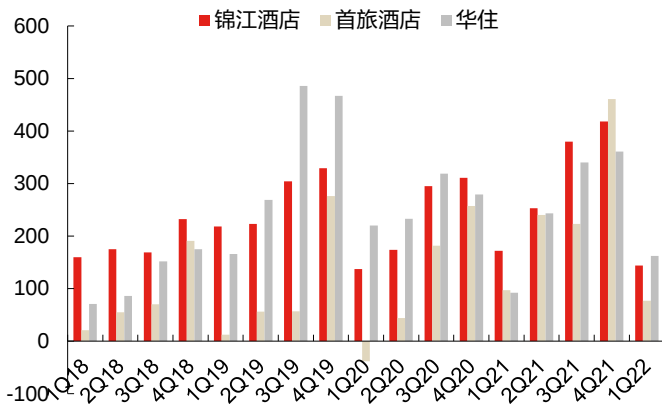
图 60：中国不同层级城市酒店连锁化率



数据来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，东方证券研究所

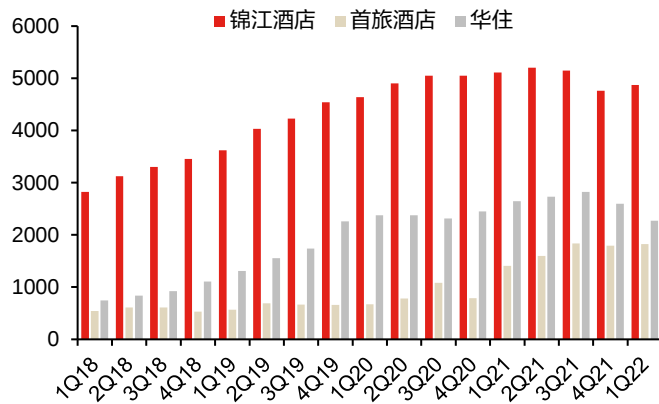
头部酒店集团加速开店，龙头份额将持续扩大。连锁酒店 50 强之外的中小品牌房间量自疫情以来持续缩小，而前 50 强房间量则持续扩张，锦江华住首旅三大酒店集团保持加速开店步伐，锦江/华住/首旅 2021 年新开业酒店分别为 1763/1540/1418 家，境内净新增酒店分别为 1223/1021/1036 家，虽然疫情对 22H1 新开店和新签约将造成一定影响，但龙头酒店集团储备店仍维持高位，后续开店动力仍充足。

图 61：三大酒店集团境内净新开店数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

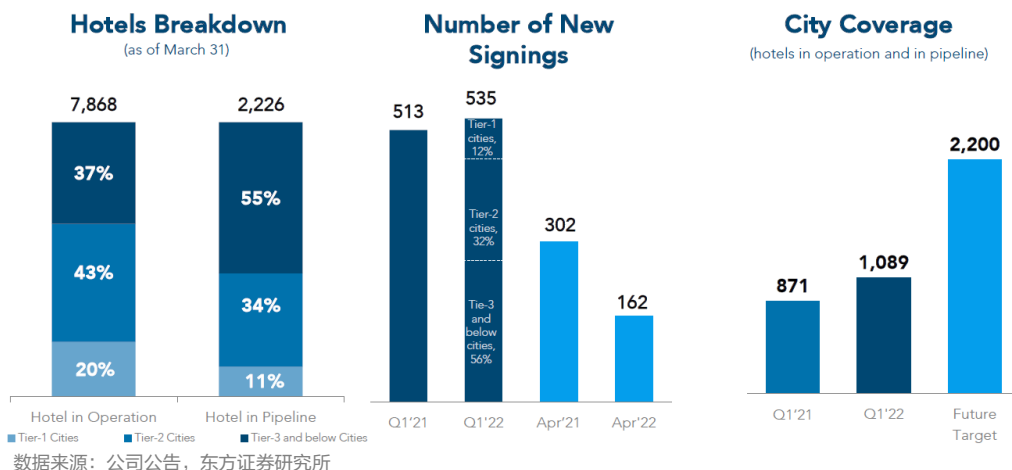
图 62：三大酒店集团储备店数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

中高端化趋势持续推进，下沉市场将继续成为新开店主战场。除了经济型向中高端转型、中高端占比持续提高的产品升级趋势外，下沉市场也已成为各品牌新开店主战场。以华住为例，截至 22Q1 储备店中 55% 分布在三线及以下城市，Q1 新签约门店中 56% 分布在三线及以下城市，华住门店覆盖的城市范围扩大至 1089 个、同比增加 218 个；首旅的轻管理模式主要定位于低线城市的中小单体酒店翻牌，在 2021 年也是新增门店的主力构成；锦江旗下维也纳品牌亦在下沉市场的中高端领域具备较强产品竞争力。

图 63：华住储备店和新签约门店情况

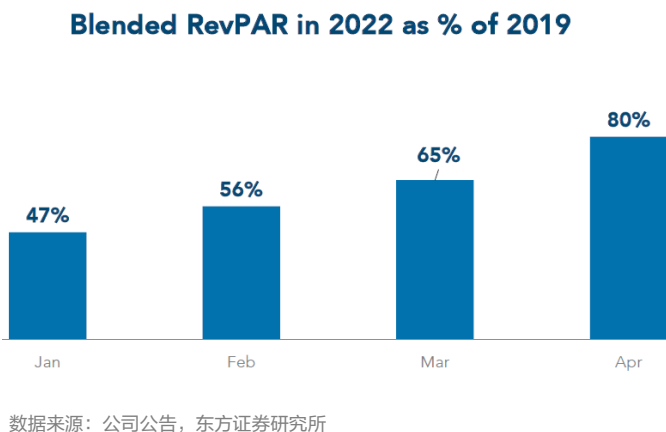


欧美管控放松，境外业务对整体业绩的拖累有望明显改善。今年以来欧美多国疫情管控措施在 21 年下半年的基础上继续放松，欧洲多国交通出行和酒店业迎来复苏，据 STR 数据欧洲酒店业 5 月平均入住率恢复程度已创新冠疫情以来新高，华住旗下 DH 酒店 22 年 1-4 月 revpar 较 19 年同期实现持续复苏，锦江旗下法国卢浮集团 22Q1 revpar 也恢复至 19 年同期的 80%，优于 21 全年 67% 的水平。过去两年头部酒店集团的境外业务恢复程度不及境内、且直营占比更高，因此对业绩造成较大拖累，而今年随着海外旅游出行复苏强劲，境外业务亏损有望明显收窄。

图 64：全球各地区酒店入住率较 2019 年同期恢复程度



图 65：华住 DH 酒店今年以来 revpar 恢复程度

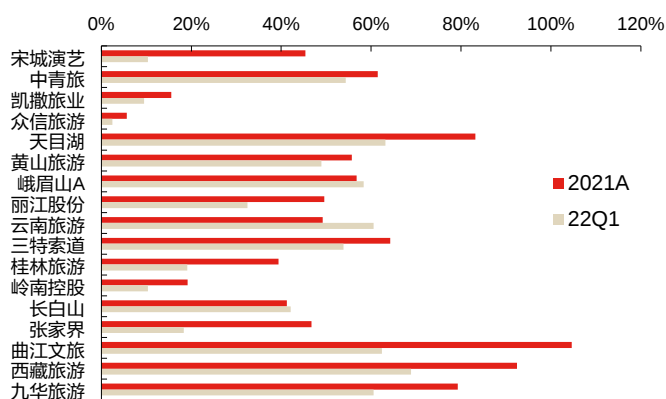


旅游及景区：预期反转领先于基本面反转

基本面及股价复盘：疫情影响显著，股价领先基本面反弹

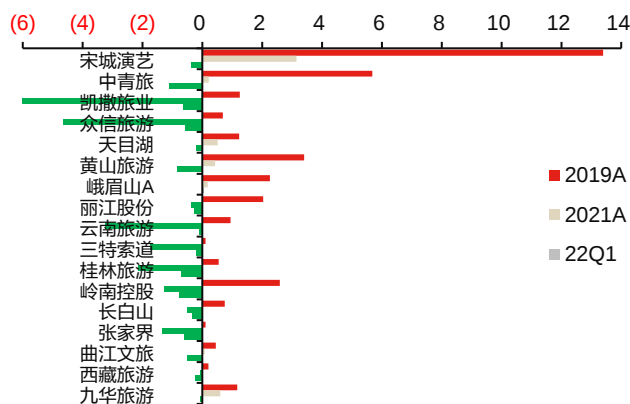
疫情影响显著，短期业绩压力增大。由于 21 年下半年以来多地疫情反复不断，国内旅游市场复苏呈现前高后低态势，进入 22 年以来再度受上海疫情重创，景区和旅游上市公司营收恢复程度较 21 年继续下降，宋城多个项目、中青旅乌镇景区闭园时间较长，22Q1 营收仅为 19 年同期的 10%/54%，由于成本费用刚性，行业 22Q1 整体呈现亏损，短期业绩承压。由于长途跨省游受疫情影响和防疫政策限制更大，短途周边游韧性较强，天目湖 22Q1 收入恢复至 19 年同期的 63%，恢复程度相对更优。

图 66：旅游及景区上市公司营收恢复至 19 年同期的水平



数据来源：公司公告，东方证券研究所

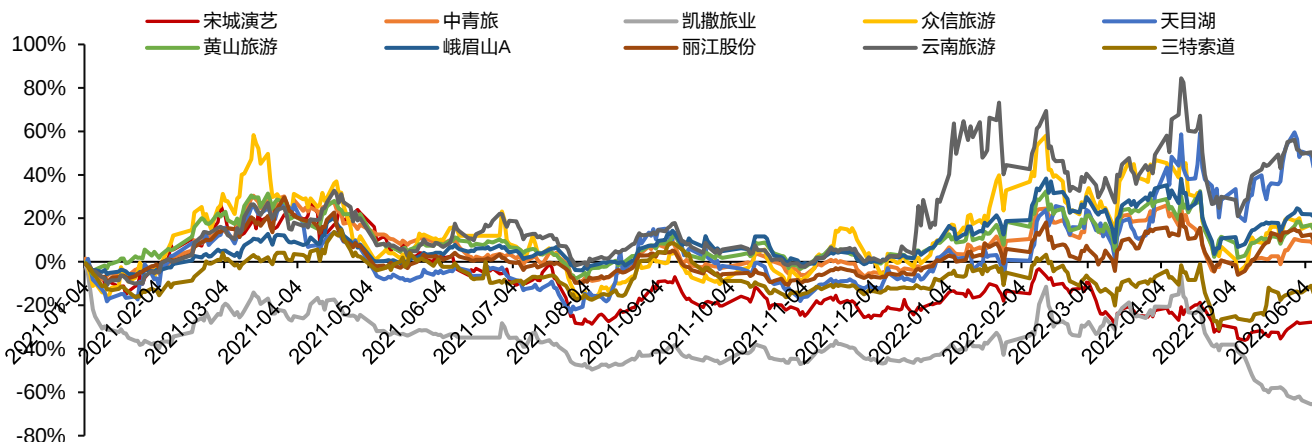
图 67：旅游及景区上市公司归母净利润情况（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

股价领先基本面修复，更多由自上而下的市场风格因素主导。尽管基本面受疫情冲击较大，但去年 12 月以来景区和旅游公司股价表现则相对亮眼，景区指数不仅领跑社服板块，在市场整体出现较大调整之下，天目湖、云南旅游的区间最大涨幅超过 70%，中青旅年初至今（截至 6/7）也为正收益，一方面是由于市场自上而下对低估值、疫后困境反转类主题投资机会的偏好增加，另一方面也与年初投资者对疫情管控措施的预期变化有关。

图 68：主要旅游及景区上市公司 2021 年初至今股价涨跌幅



数据来源：wind，东方证券研究所 注：截止至 22/6/7

22H2 展望：或仍维持弱复苏，关注政策和预期变化

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

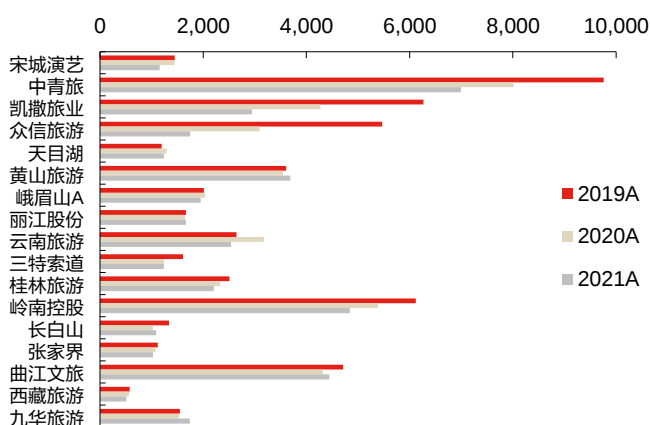
客流或仍维持弱复苏，关注政策和预期变化。3月以来上海疫情对旅游出行影响较大，清明、五一、端午国内旅游人次逐步恢复，但周边短途游占比较高，旅游收入恢复程度弱于人次，随着上海疫情趋于稳定和暑期旺季到来，客流有望持续复苏，5月31日文旅部将跨省团队游熔断范围缩小至县市级也在一定程度上有利于长途游恢复，但考虑到下半年疫情仍存不确定性、短期内“动态清零”方针不动摇，我们认为下半年旅游市场仍将呈现波动性弱复苏态势。但长期看疫情若完全消退，旅游出行需求恢复空间确定，且大概率会有补偿性消费，因此市场更倾向对复苏后的业绩空间进行定价。落实到投资节奏上，需要重点关注防疫政策调整预期、特效药进展等事件催化，相关公司股价反转有望继续领先于基本面复苏。

图 69：文旅部关于科学精准实施跨省游熔断机制的主要要求

序号	主要内容
1	对出现中高风险地区的县（市、区、旗）和直辖市的区（县），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营进出该地的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。
2	待无中高风险地区后，恢复旅行社及在线旅游企业经营进出该地的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。
3	跨省团队旅游及“机票+酒店”业务暂停及恢复具体事宜由省级文化和旅游行政部门通过门户网站及时公布。旅行社及在线旅游企业要密切关注疫情动态，及时调整旅游产品和团队行程。
4	各地要深刻认识做好疫情防控工作的重要性，指导督促旅行社及在线旅游企业严格执行《旅行社新冠肺炎疫情疫情防控工作指南（第四版）》，压实企业主体责任，强化关键环节管理，扎实做好疫情防控工作；要加强对旅行社及在线旅游企业疫情防控措施落实情况的督导检查，严肃查处违法违规经营活动。

数据来源：文化和旅游部，东方证券研究所

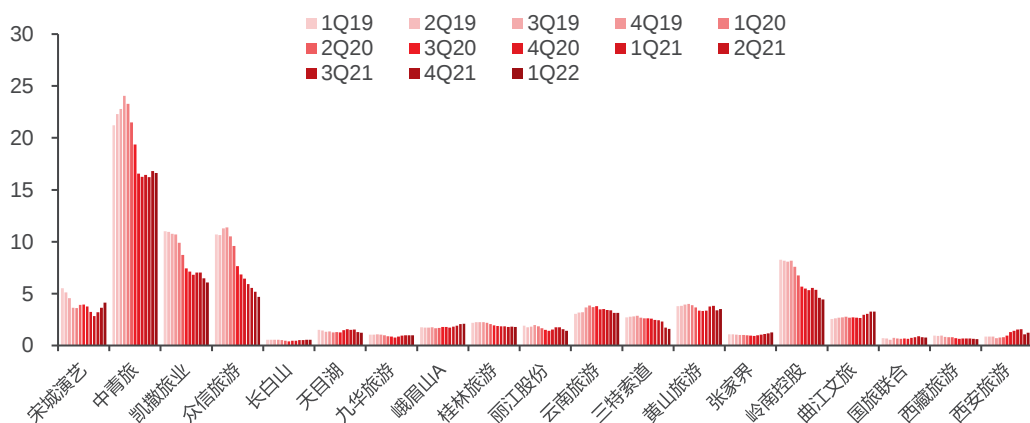
图 70：旅游及景区上市公司员工数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

逆境之下苦练内功降本增效，静待复苏弹性。两年多以来的疫情对旅游行业造成较大经营压力，逆境之下行业各公司均把降本增效作为重要工作推进，2021年末员工数量普遍较2019年减少，以固定开支为主的期间费用也呈下降趋势，经营效率改善在疫后复苏阶段有望贡献业绩弹性。

图 71：旅游及景区上市公司 TTM 期间费用情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

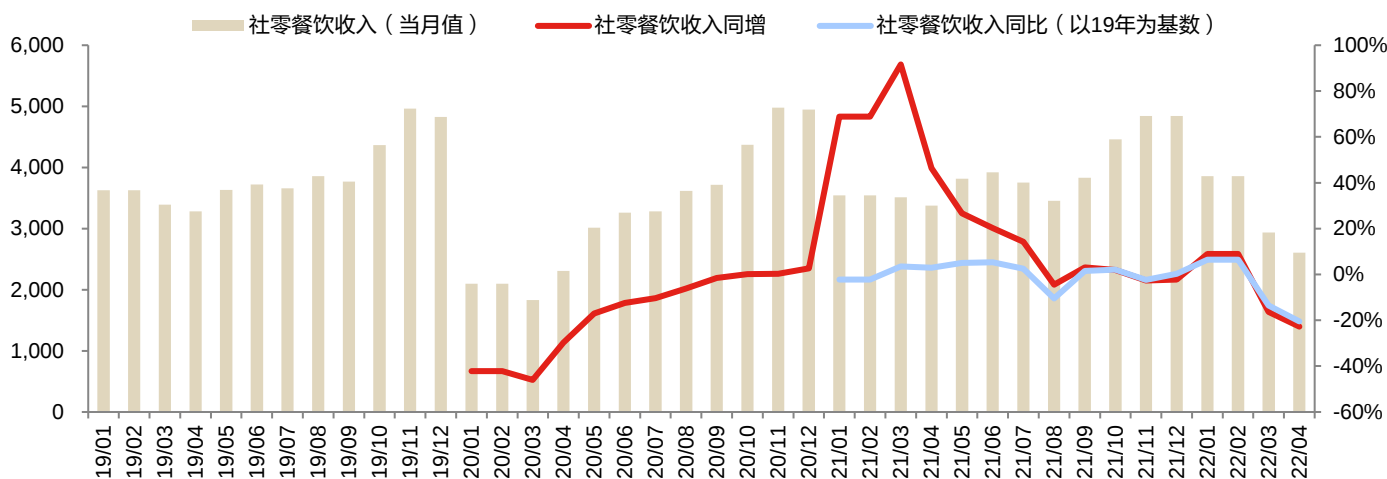
餐饮：业绩底部、情绪拐点，关注稳健性与成长性

基本面及股价回顾：3月起复苏趋势中断，5月出现情绪拐点

20 年下半年开始，社零餐饮收入恢复至疫情前水平，22 年春节旺季+1-2 月持续回暖、态势良好；但 3-4 月开始受第二波大规模疫情影响、复苏趋势中断。因疫情反复，各餐饮公司客流、开店等基本面核心要素均有所承压，其股价在今年 Q1 小幅回升后，又从 3 月末开始重新下探，预计 22H1 各公司业绩或均面临底部状态。

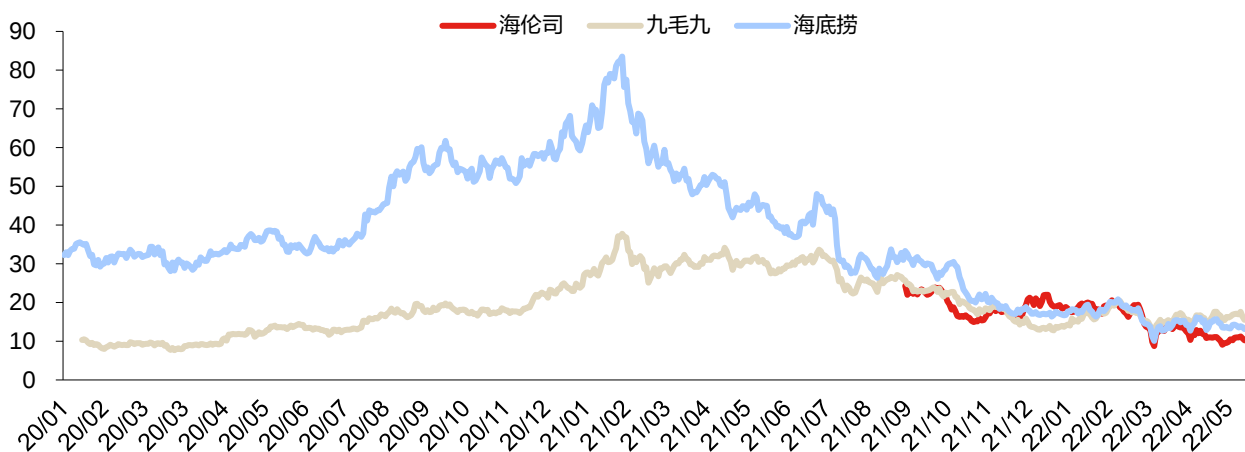
但从 5 月中旬开始，伴随上海新增病例新低、复工逐步推进，市场对出行复苏的预期已领先于业绩改善节奏、在各公司股价回弹上有所体现。

图 72：社零餐饮收入（亿元）月度跟踪：3 月开始行业复苏趋势有所中断



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 73：餐饮重点公司股价（截至 22/05/30）：5 月下旬开始股价有所反弹



数据来源：Wind，东方证券研究所

22H2 展望：有望迎来业绩改善，优选具备经营稳健性与开店成长性的个股

以新增病例为计量，20 年疫情与本轮疫情的稳定控制节点近似发生在 20 年 3 月和 22 年 5 月。而据 BCG 消费者洞察智库调研，20 年消费者信心的复苏拐点出现在 4-5 月（即疫情稳定后第 2 个月）；以此为类比，我们认为本轮消费信心复苏也有望在疫情平稳后 1-2 月明显体现，并借暑期旺季体现较明显的补偿性消费弹性。因此考虑出行修复向业绩底的传导，各餐饮公司有望自 22H2 迎来业绩改善。

图 74：全国新增确诊病例（20 年 1 月 20 日到 22 年 6 月 10 日，不含无症状感染者）



数据来源：卫健委，东方证券研究所

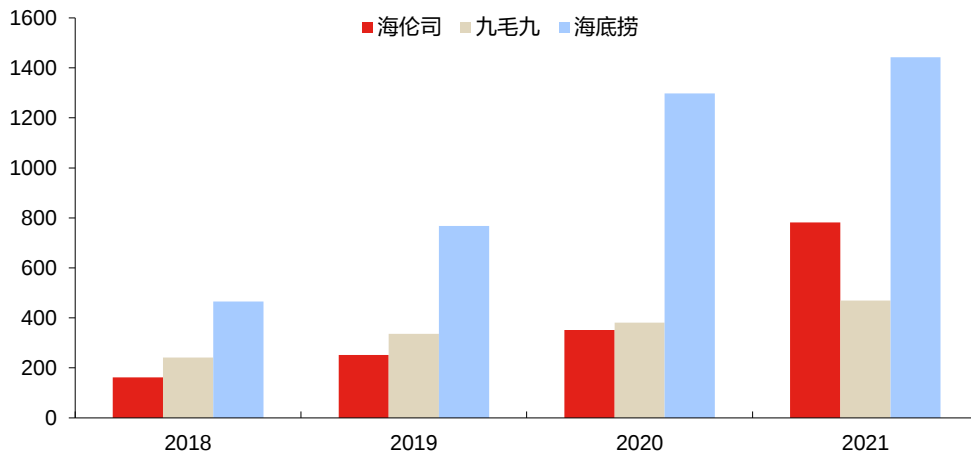
图 75：疫苗接种率 5 月环增明显，60 岁以上老人接种率提升更快

全国疫苗接种率			
统计截止时间	接种覆盖率	全程接种率	加强免疫接种率
2022/5/26	91.47%	89.07%	54.95%
2022/4/28	91.14%	88.64%	53.21%
5 月环增	0.33%	0.43%	1.74%
60 岁以上老人			
统计截止时间	接种覆盖率	全程接种率	加强免疫接种率
2022/5/26	86.94%	82.42%	63.61%
2022/4/28	86.01%	81.94%	60.57%
5 月环增	0.93%	0.48%	3.04%

数据来源：卫健委，环球网，东方证券研究所

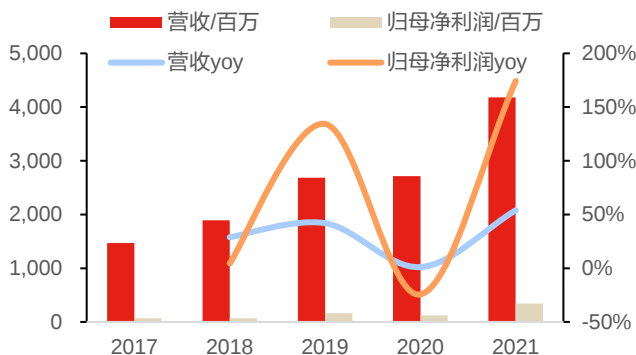
考虑疫情好转、客流恢复的常态化经营情况，我们认为应从未来经营稳健性与品牌成长性出发优选个股。1）经营稳健型角度，建议关注翻台、单店利润稳定，同时第二曲线初现脉络的九毛九。2）开店成长性角度，建议关注处于品牌上升期、中期维度有望保持较快拓店速度的海伦司。若海伦司单店模型打磨成熟、单店盈利恢复至 19 年水平，公司有望凭借门店数量的显著增加呈现较高的业绩弹性。

图 76：2018-2021 各餐饮公司期末门店数量：海伦司开店速度较快



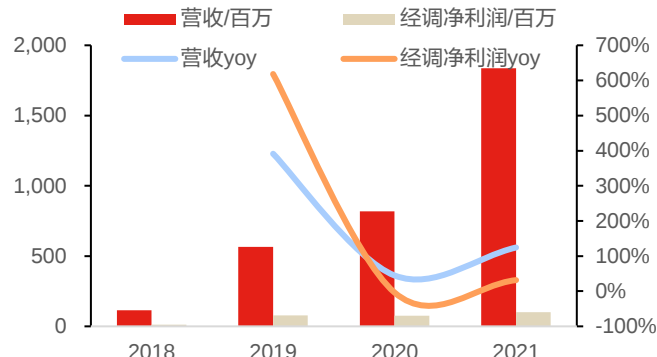
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 77：九毛九 2017-2021 收入、归母净利润及同比：利润较 19 年提升显著



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 78：海伦司 2018-2021 收入、经调利润及同比：考虑开店速度，利润较 19 年提升幅度较低，单店盈利尚需提升



数据来源：Wind，东方证券研究所

投资建议：关注政策预期变化

我们在去年 12 月发布的年度策略报告《复苏景气仍将波动，但已不必过度悲观》中指出，一方面我们对复苏节奏持谨慎态度，波折反复难以避免，但另一方面随着市场对疫情反复的预期更加充分、其他消费板块相对景气度的变化，社服行业的投资机会有望领先于基本面实质性复苏。展望 22H2，基本面波动弱复苏的态势大概率延续，但随着下半年时间推移，市场对政策调整的预期或将升温，因此预期修复阶段我们建议更关注政策预期、新冠特效药进展等事件催化，具体来看建议关注以下投资机会：

- 免税：免税行业成长性、龙头公司的壁垒与竞争力均未发生实质变化，新海港项目开业在即有望提供催化，建议积极把握中国中免(601888，增持)估值回落后的配置机会；
- 酒店：行业供给格局优化，龙头份额提升的逻辑在持续兑现，建议关注锦江酒店(600754，买入)、首旅酒店(600258，买入)、华住集团-S(01179，未评级)；
- 餐饮：业绩底部、情绪拐点，关注稳健性与成长性。因疫情反复，各餐饮公司客流、开店等基本面核心要素均有所承压，预计 22H1 各公司业绩或均面临底部状态。但从 5 月中旬开始，伴随上海新增病例新低、复工逐步推进，市场对出行复苏的预期已领先于业绩改善节奏、在各公司股价回弹上有所体现。考虑出行修复向业绩底的传导，各餐饮公司有望自 2H22 迎来业绩改善，我们认为应从未来经营稳健性与品牌成长性出发优选个股，建议关注九毛九(09922，未评级)、海伦司(09869，未评级)；
- 旅游及景区：随着上海疫情趋稳，暑期旺季有望迎来一定复苏，建议关注估值仍在低位、兼具复苏弹性和成长性的宋城演艺(300144，买入)、中青旅(600138，买入)。

风险提示

- 国内疫情反弹超预期风险：局部疫情持续时间和频率超预期、发生全国性疫情等风险；
- 居民消费需求恢复不及预期风险：宏观经济不及预期，导致消费力疲软的风险；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

- 龙头开店扩张不及预期风险：酒店、餐饮等连锁业态龙头扩店不及目标的风险；
- 政策风险：防疫政策收紧超预期、市内免税政策落地不及预期等风险；
- 假设条件变化影响测算结果的风险：对于香化、线上渠道占比对中免毛利率影响测算、中免新海港项目测算，假设条件变动将影响测算结果。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 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在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn