

精选化与度假化趋势凸显，静待疫后花开

——社会服务行业2022年中期投资策略

研究员 杨妍
投资咨询证书号 S0620521100003
联系方式 025-58519170
邮箱 yanyang@njzq.com.cn

目录:

1. 行业概况
2. 免税：离岛免税由独家垄断走向有限竞争
3. 酒店：高端/豪华酒店兴起
4. 景区：关注度假旅游目的地
5. 投资建议
6. 风险提示

1.行业概况：疫情防控形势持续向好，跨省游管控全面放开

图表1：2020年至今国内旅游数据



- **国内游暑期解封已拉开序幕：**据文旅部6月5日数据显示，2022年端午假期期间，全国共出游7961万人次，按可比口径恢复至2019年同期的86.8%。伴随着跨省游开放政策红利叠加暑期催化，国内游解封已经拉开帷幕；据携程数据显示，近一周平台暑期跨省团队游业务周环比增长291%，暑期跨省酒店预订增长151%，平台6月日均“机票+酒店”订单量已经超过2021年同期。
- **政策反对过度防疫，疫情防控形势持续向好：**6月24日国务院联防联控机制召开新闻发布会，会上表明要坚持“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针不动摇；~~据~~健康委通报河北省保定市、邯郸市、石家庄市、张家口市存在过度防疫、一刀切的情况。截至6月24日12时，三亚、海口、桂林、重庆等14个地区针对上海低风险人群出行无需隔离。截至6月底，由文旅部牵头的全国30+省区跨省游通道基本打通。6月28日，国家卫健委发布第九版新冠肺炎防控方案，将密切接触者、入境人员隔离管控时间缩短。6月29日，工信部取消通信行程卡“星号”标记。

2.免税：离岛免税由独家垄断走向有限竞争

图表2：海南离岛免税格局

	运营商	开业/预计开业时间	已有面积
中免	三亚凤凰机场	2020.12.30	800m ²
	三亚凤凰机场二期	2021.12.31	5000m ²
	三亚海棠湾	2014.09.01	建筑面积约12万m ² ，商业面积达7.2万m ²
	三亚海棠湾一期2号地	2023年元旦前	总建筑面积约17.25万m ² ，免税部分7.65万m ²
	日月广场	2019.01.19	2.2万m ²
	美兰机场	2011.12.21	1.4万m ²
	美兰机场T2	2021年底	1万m ²
	博鳌	2019.01.19	4200m ²
	海口免税城	2022年中	销售面积约15万m ²
	中出服		2020.12.30
		2021.10.1	共计约4万m ²
海旅投		2020.12.30	9.5万m ²
		2021.01.30	3000m ²
海发控		2021.08.30	3万m ²
		—	6250m ²
深免		2021.01.30	2.5万m ²
		2022年底	新增约2万m ²
		—	共计10万m ²

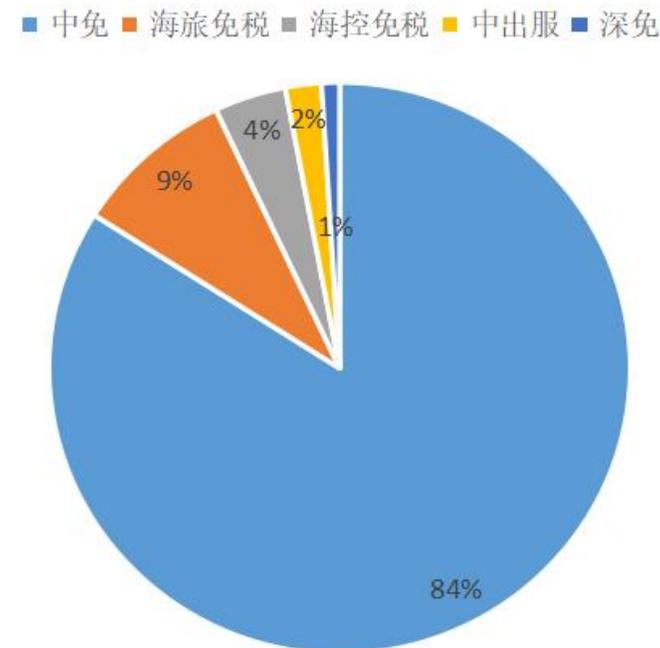
图表3：三亚免税店分布

图表4：海口免税店分布


2.免税：离岛免税由独家垄断走向有限竞争

- **海南离岛免税运营主体扩容：**2021年是离岛免税由独家垄断走向有限竞争的元年，海南本土免税零售商海旅投和海发控于2020年下半年取得免税经营牌照；从22Q1销售情况来看，中免仍然是一家独大（市场份额85%左右，3月份受三亚店临时闭店影响，份额有所下滑），海旅、海控经营规模相对靠前，排名第二、第三位，21年两家公司基本处于亏损状态，22Q1海旅实现一定盈利（利润率4.5%）、海控基本盈亏平衡。
- **海旅免税：**旗下三亚海旅免税城于2020年12月底开业，经营面积达9.5万平米。21年海旅免税收入及归母净利润分别为24.5亿元和-2614万元，21年三亚海旅免税城共接待游客240万余人。22年Q1收入及归母净利润分别为13.8亿元和6159万元。22年1季度利润扭亏为盈主要系一方面经营业务逐步进入平稳状态且保持较高增长，销售规模效应进一步显现。另一方面Q1公司降低促销折扣力度，盈利水平显著改善。整体来看，海旅免税Q1净利润率水平为4.5%左右，虽转正但仍然维持较低水平（同时期中免净利润率水平达17-18%），两者盈利能力相差较大，充分反映出了各自在供应链、品类、物业成本等方面的差距。
- **海控免税：**21年年初开业经营海口日月广场精品免税城（分为两期，21年1月开业一期，21年8月开业二期，总经营面积达3.3万平米），21年海控日月店营收大约在17亿元左右，中免日月店的28%左右，尽管21年8月份海控日月店经营面积有了很大突破，甚至超越了中免日月店，但单店坪效仍然具有较大差距。中免在产品种类（中免日月店拥有400个品牌，而海控店为300个品牌）、畅销品库存充足率方面超过海控日月广场店，在同样地理位置和外部环境下，中免的经营效率显著高于海控免税。

图表5：2022Q1海南离岛免税市场份额



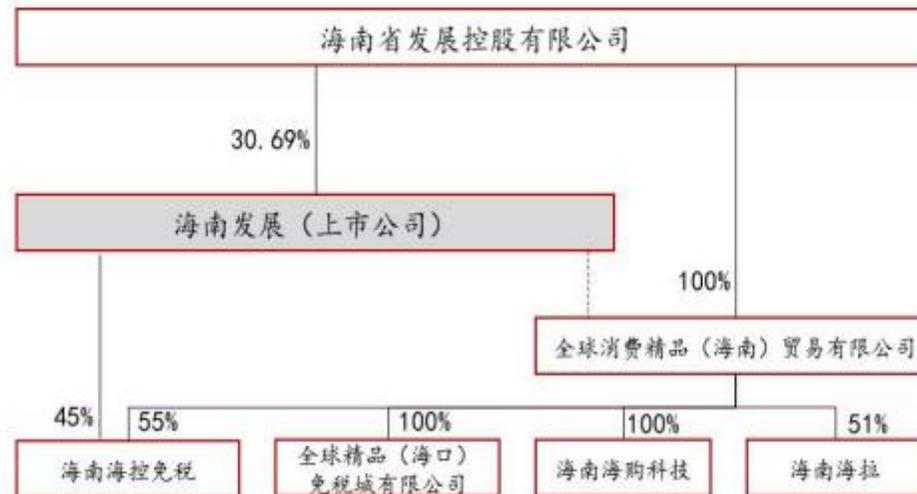
2.免税：离岛免税由独家垄断走向有限竞争

- **当前海南两家免税公司资本化步伐加快：**海汽集团22年5月16日发布《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，公司拟发行股份及支付现金方式购买海南旅投持有的海旅免税的部分或全部股权，并募集配套资金。海南发展于2021年4月发布非公开发行募资公告，大股东（海南控股）计划认购全部增发股份，并承诺在完成非公开发行募资完成后三年内完成旗下免税相关业务的资产注入，支持海南发展全部布局免税品经营相关业务。22年5月，公司非公开发行顺利完成（募集资金6亿元），大股东认购非公开发行全部股份，控股比例达到30.69%。
- **盈利诉求持续增强：**海旅免税目前作为海南免税销售规模排名第二的企业，其低个位数的盈利水平也很大程度上限制了其未来进一步扩大折扣促销的可能，上市资本化后保持稳定盈利水平的诉求也会进一步加强。从理性经营角度，海控经营已经度过早期求生存的阶段，门店经营体量也具备较好规模，未来有望从追求收入量增转向追求合理盈利（保持利润5%-10%利润率水平是理性诉求），尤其是考虑到海南政府积极谋求免税业务的资本化运作，盈利诉求将持续增强。

图表6：海汽集团免税业务股权结构关系



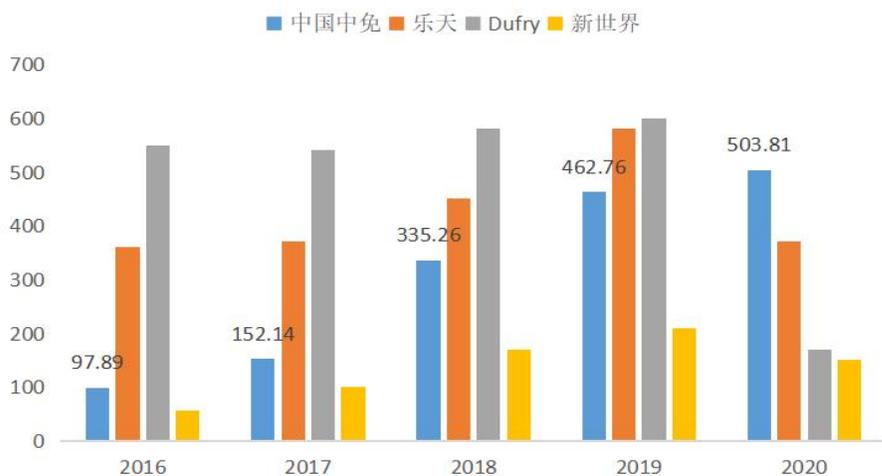
图表7：海南发展免税业务股权结构关系



2.免税：离岛免税由独家垄断走向有限竞争

- **市场份额可对标最成熟的免税市场韩国：**在牌照有限度放开并经过5年的竞争达到动态平衡之后，中免在海南免税行业的市占率或可参考韩国三大免税巨头乐天（乐天）、新罗（三星）、新世界（三星）的情况；若仅考虑乐天+新罗的情况，合计市占率可以达到63.8%；若考虑到同为三星系的新世界，合计市占率可超80%，十分可观。
- **由于我国境内疫情控制明显优于境外，叠加2020年海南自贸港政策落地，中免已经在这两年多的时间内在规模上取得显著突破，在品牌方面的议价能力增强。**未来即便出境游开放，中免仍然具备价格优势、便捷的线上平台、丰富的品牌矩阵、相对更小的疫情风险等优势。

图表8：免税龙头销售额对比（亿元）



数据来源：公司招股书，穆迪，南京证券研究所

图表9：免税龙头销售额排名（百万欧）

排名	公司	销售额
1	China Duty Free	6603
2	Lotte Duty Free	4820
3	Shilla Duty Free	4291
4	Dufry Group	2370
5	Lagardere Travel Retail	2300
6	DFS Group	2200
7	Shinsegae Duty Free	1915
8	Gebr Heinemann	1600

图表10：韩国三大免税龙头市占率变化



2.免税：关于中免利润率的讨论

- **中免利润率下滑引发了市场的担忧：**自2021年下半年开始，中免毛利率出现较大幅度下滑，直接导致利润率的下滑；2021年是离岛免税由独家垄断走向有限竞争的元年，各家都加大了产品的打折促销力度，于是中免作为免税龙头的长期盈利能力受到市场质疑。
- **毛利率下滑有多方面原因，核心是线下客流量不足：**2021H2，除了折扣促销因素外，渠道结构变化、产品结构变化也导致了毛利率的下滑。香化越来越成为引流和做量的品类，这也是当前打折促销最多的品类，而且品牌商（雅诗兰黛、欧莱雅等）对价格管控也相对宽松，相反精品品牌商更注重产品定价，对零售商约束更为严格。这些综合因素导致了在经历疫情后，精品反而成为了毛利率更高的品类（预期香化、珠宝首饰、皮具箱包当前毛利率分别为24%/34%/45%）。在线下客流冲击较大下，免税销售中精品及烟酒销售占比大幅降低（从21H1的50%下降至21H2的30%）。由于21H2线下客流量的下滑，中免增加对线上渠道的依赖，线上有税商品毛利率显著低于线下免税商品，从而拉低了整体毛利率水平。22Q1随着线下客流量的恢复，渠道、产品结构优化、折扣促销的收窄共同作用，带动了毛利率的显著改善。

图表11：中国中免2018-2022Q1单季度毛利率情况



图表12：中国中免2018-2022Q1单季度净利率情况



2.免税：长期仍有增长空间

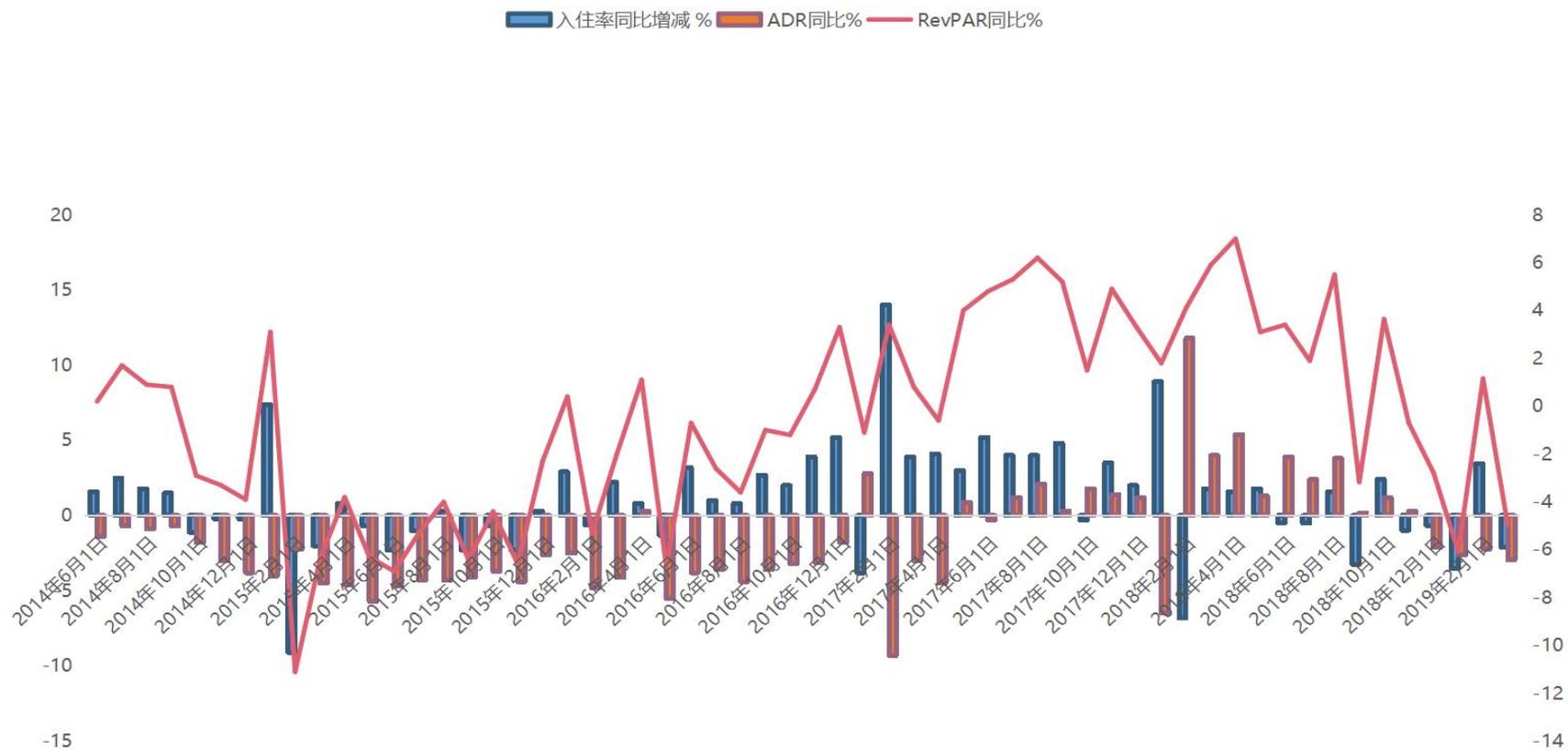
- **折扣促销本身也是为了保收入和利润，而非竞争：**由于21年下半年客流量受疫情的显著冲击，叠加海南年初提出的600亿销售目标，以及新玩家开业首年做规模的综合影响，21年下半年各家在多重压力下加大折扣促销力度，主要集中于化妆品品类；进入2022年，1-2月份海南机场客流同比增长27.5%，海南离岛免税同比增长45%，流量显著恢复背景下，各家不再实施大幅的降价促销策略，而是不约而同地选择收敛打折力度，企业毛利率及净利率显著回升。也就是说，在线下客流保持良好恢复下，免税蛋糕合理扩容的背景下，海南免税各家经营主体更倾向于理性竞争，追求盈利正成为各家发展侧重点。未来保持理性竞争、合理盈利，避免陷入韩国免税市场困境仍然是未来离岛免税长期稳健发展的基础。部分观点认为海南折扣促销加码是竞争加剧、互相抢份额的表现，目前看来这种观点并没有得到支撑。
- **未来离岛免税仍有增量空间：**目前海南三亚店到店游客的**购买转化率**相对较高，**超过70%水平**，但**到店率**（到店游客/来岛游客）转换率仅为**25%-30%水平**，未来存在进一步提升空间。此外，更为重要的是客单价提升潜力，尽管20年海南离岛免税政策大幅上调购买额度（由3万上调至10万），但目前客单价为8000元左右，距离10万额度尚有较大差距，我们认为背后的原因在于：（1）**供给端**的约束还有待进一步打开，包括畅销品货源的充足率、高端商品尤其是高奢精品品牌的进一步扩充，这些都具备较大提升完善的空间。渠道供应方面，2022年9月底的海口新海港免税城开业、2023年三亚一期2号地开业有望进一步扩充品类、优化购物体验。（2）**需求端**而言，如何进一步深挖高净值会员价值有待在服务方面做更多工作，目前中免拥有2000多万会员，凭借疫情发展窗口期，公司实现了会员体量的极大增长，但会员价值挖掘方面还没有跟上，伴随着供给端的扩容优化，在针对客户服务营销方面也将形成共振效果，客单价进一步提升可期。
- **物流中心进一步完善：**中免于21年初建设海南国际物流中心项目，项目共分为两期。中免海南国际物流中心将是中免海南全岛现代化“保税一体”的物流配送中心，未来对于线上线下有货率都将带来极大提高。近期，中免海南国际物流中心一期项目已经投入使用，该项目投资金额3.25亿元，占地4.2万平米，总建筑面积6万平米。而二期项目也在积极建设中，总投资额3.11亿元，占地6.7万平米，总建筑面积9.9万平米。

2.免税：中国中免盈利预测及风险提示

- **2025年盈利预测：**离岛免税是算在海南的社零里面的，按照规划是从2020年的1974.6亿增长到2025年的3340亿。2020年剔除免税后其他社零剩余1647亿（-1.5%），19/18年剔除免税后增速为3.5%/5%。所以假设老社零部分年均2%的增速到2025年应该是1818亿，则剩余离岛免税1522亿，较今年预期的600亿CAGR为26.2%。假设中免市场份额为80%左右，则中免2025年的离岛免税销售额达到1217亿元左右。
- **长期净利率预测：**免税店与零售商的成本结构中最大的区别在于是否有租金支出，经测算在无租金状态下，四家知名零售商Ulta Beauty（美国）、莎莎国际（香港）、Francesca's（美国）、TJX（美国）近年来净利率在15%上下波动，尽管四家零售商所在地区、租金、人力成本方面都具有结构性差异；那么可以大致推测在充分竞争状态且自有物业模式下的中国中免净利率可以达到15%的水平。
- **2025年合理市值：**2025年，离岛免税净利润约为182.55亿元；假设非离岛端净利润达到20亿元左右，那么中免实现总净利润为202.55亿元左右；PE倍数给25-35，那么合理市值为5064-7089亿元。
- **风险提示：**竞争加剧导致利润率下降；宏观经济景气度不高；居民消费能力和消费意愿下降；疫情反复影响线下客流量。

3.酒店：新一轮景气周期

图表13：2014-2019年国内酒店行业经营数据

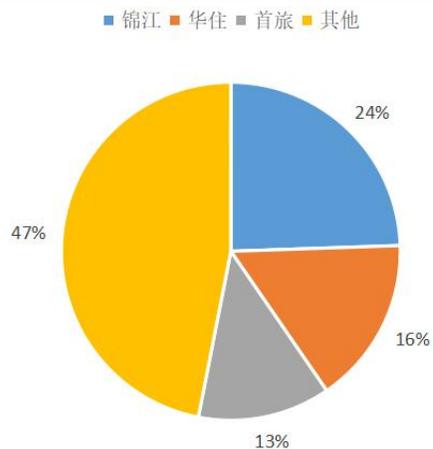


- **最近一轮行业周期：**
- **2015Q3-2018Q2：复苏和繁荣期。** 供给逐步出清，行业进入阶段性供不应求区间，需求已经开始回暖，OCC同比回正，但供给仍未开始恢复。2017Q2后供给和需求双增，行业景气度较高。
- **2018Q3-2019：衰退和萧条期。** 受宏观经济环境和中美贸易摩擦影响，行业需求持续低迷，行业供给快速下跌，并未经历供给保持增长、需求下跌的阶段，直接进入萧条。
- **2020年-至今：探底和复苏期。** 2020年初受新冠疫情影响，酒店经营数据进一步探底，行业大范围出清，单体酒店退场或选择加盟；之后随着防控情况逐渐好转，酒店行业慢慢复苏。

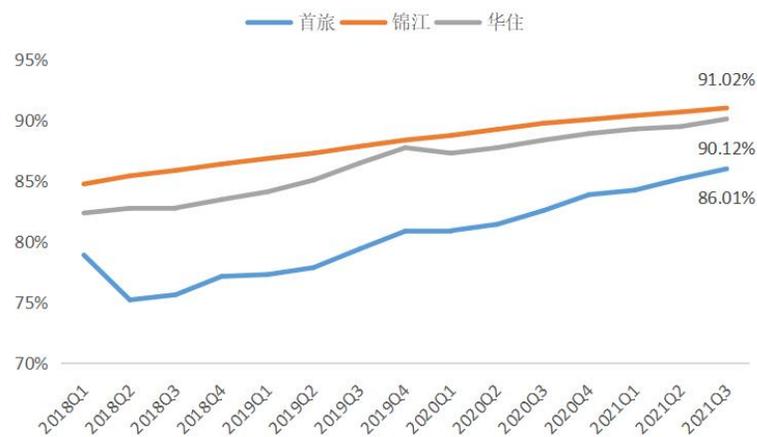
3.酒店：新一轮景气周期

- 从长期来看，我们认为当前酒店行业正处于新一轮景气周期的复苏阶段，主要理由是：（1）需求端，国内经济复苏，PMI持续在荣枯线以上，带动酒店需求复苏；（2）酒店上一轮下行周期+疫情加速行业供给端优化，供给端会一段时间（1-2年）内持续承压，且存量也在加速向品牌化靠拢（尤其是三四线城市市场），那么在这种情况下，头部酒店集团的开店速度和市占率会快速提升。
- 市场三足鼎立，龙头市占率预计持续提升。酒店行业由规模和品牌驱动，先发优势明显，国内酒店市场格局已定，锦江、华住、首旅三足鼎立。龙头通过品牌、流量、采购、运营管理优势不断强化竞争壁垒。目前，三家龙头公司总客房数占比已经达到53%，但与美国头部酒管公司仍存在差距（70%-80%）。疫情之下，相比于连锁酒店来看，单体酒店受损更加严重；单体酒店抗风险能力较弱，经营面临的不确定性较高，在未来流量成本不断提升、消费升级趋势的演化下，单体酒店将面临出局或者加盟连锁品牌两种选择。国内未来连锁化率提升和城镇化率推进将带来行业增长。

图表14：国内三大酒店龙头市占率情况



图表15：国内三大酒店龙头连锁化率情况



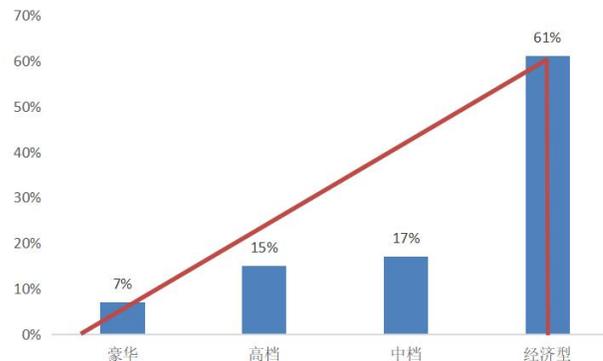
图表16：首旅酒店今年股价变化



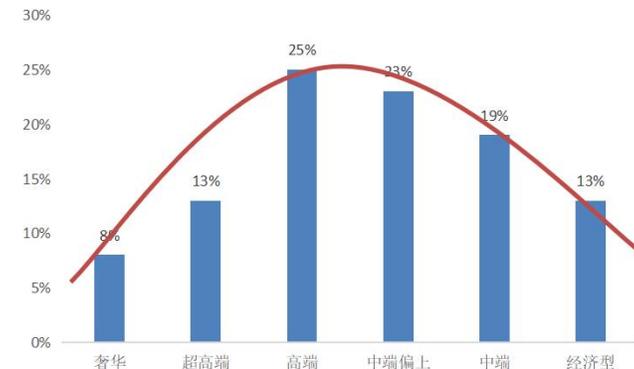
3.酒店：高端/豪华酒店兴起

- 国内酒店业有很大结构升级空间：根据盈蝶咨询，截至2020年末，我国连锁酒店中经济型占比最大，为61%，中高档合计占比32%；根据洲际酒店2020年财报，2020年末美国连锁酒店结构呈橄榄型，中高档占比75%。对比美国酒店市场，随着今后国内消费升级趋势的不断演变，中高档乃至豪华型酒店仍有较大增长空间。
- 中端酒店格局已较为集中，高端/豪华酒店仍为蓝海市场：截至2020年末，我国中端/高端/豪华酒店市场CR10分别为71%/26%/34%，由此可见，中高端、豪华型酒店的竞争格局固化程度低。目前国内的高端品牌主要分为两类：（1）以经济型酒店起家，近年来加速中高端酒店布局 and 升级的连锁酒店集团，包括华住、锦江、首旅；这一类酒店有庞大的会员基础和品牌优势。（2）专注于中高端赛道的连锁品牌，比如亚朵、君亭、开元等；这一类酒店有鲜明的品牌特色，风格定位清晰，借着近年来消费升级的浪潮进入大众视野。国家发改委将人均年收入3.4-10万元作为中等收入群体的标准。当前国内酒店供给结构基本与收入结构一致，但是对照美国的稳态酒店结构，在产品端、价格带方面仍有进一步细分的空间，相邻档次的酒店产品有向上升级的发展空间。

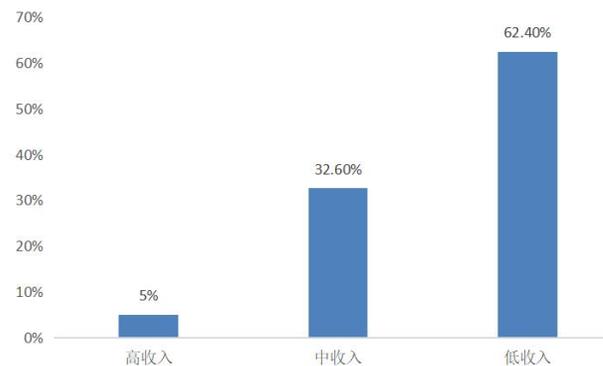
图表17：国内酒店市场结构呈金字塔型



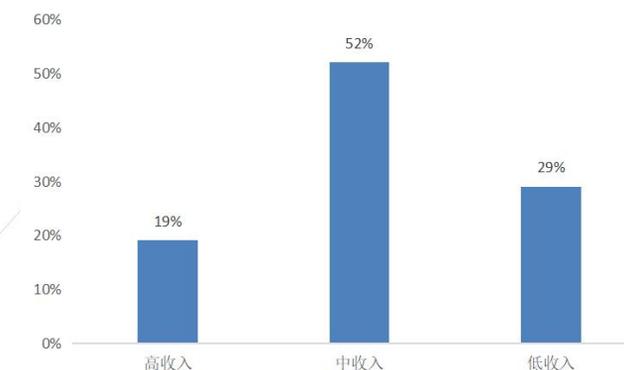
图表18：美国酒店市场结构呈橄榄型



图表19：国内人群收入结构



图表20：美国人群收入结构



3.酒店：高端/豪华酒店兴起

- **亚朵、华天、开元、君亭在前十大高端品牌中各占据一席：**国内前十大高端酒店品牌市场按市占率排序分别为亚朵、和颐、锦江都城、美居、华天、桔子水晶、开元、君亭、美豪丽致、白金汉爵，除亚朵市占率为9.76%之外，其他的酒店品牌市占率都低于5%，前十大的总市占率不到30%左右，可见目前高端酒店市场的集中度不高，格局固化程度低，各家龙头都有较大的发展空间。
- **疫情中消费模式趋向度假化和精选化：**在疫情的影响下，我们偏向认为居民以后的出行频次会降低，但是对出行的质量要求会提高；而高端型酒店正满足了游客的度假化和精选化要求。中高档酒店品牌力求标准化的基础上打造出自身品牌的差异化，从而加强用户对品牌的认知与认可度，进一步提升住客的复购率与加盟商的加盟意愿。比如主打人文的全季、亚朵更受年轻消费者的青睐，贴合华南地区装修偏好的维也纳备受华南地区消费者的喜爱，坚持打造中式风格的君亭则牢牢抓住江浙沪地区商务客群。
- **君亭酒店委托管理模式盈利更加稳定：**君亭酒店的主营业务分为直营店和委托管理店。委托管理是指：公司委派关键管理人员，对托管酒店进行受托管理，并授权委托方使用公司的品牌经营，以确保公司能以自己的装修标准、管理系统、服务规范等各项运营指标来向委托方酒店输出酒店管理服务。公司像委托方收取**技术服务费+基本管理费+奖励管理费**：技术服务费为开业前收取；基本管理费用开业后每年固定收取；奖励管理费按照年度GOP收取。由于大部门店面的基本管理费是每年固定收取，所以这种委托管理模式的盈利比普通加盟模式（营收的5%-8%）更加稳定。

图表21：委托管理酒店的收费模式

费用项目	价格标准
技术服务费	50-200万元不等
基本管理费	50-60万元/年不等 或者 根据酒店营收的5%左右收取
奖励管理费	根据酒店GOP的4%-6%左右收取，具体收费参考受托管理酒店的规模、管理内容和市场费率等各种因素双方协商确定，以及酒店的年度毛利率需要达到一定的要求才会支付奖励管理费

4. 景区：关注度假旅游目的地

- **长三角一站式度假目的地龙头：**天目湖位于苏浙皖三省交界的溧阳市内，其前身是五六十年代开工建设的沙河、大溪两座水库。2001年，公司围绕沙河水库建成推出首个湖泊型精品景区“山水园”；2006年，南山竹海推向市场，与山水园形成南北对望格局；2009年，南山竹海景区附近推出御水温泉及“御水温泉客栈”；次年，御水温泉度假酒店开业，“南山竹海+温泉+酒店”的一站式布局初具规模；2014年，紧邻山水园的水世界主题公园投运；2020年，近御水温泉的高端酒店“竹溪谷酒店”开业，进一步完善了南山竹海的周边配套；2020-2021年，山水园内的精品酒店“遇·十四澜”和“遇·天目湖”相继开业，形成“山水园+水世界+高端酒店”的一站式布局。
- **区位优势明显：**天目湖度假区地处中国经济最发达的长三角中心地带，区位优势明显，覆盖最具消费能力的2亿人口，市场前景广阔。周边主要城市距离天目湖里程在250公里内，一般行程时间在2.5小时内，有利于都市圈休闲度假市场的快速恢复。

图表23：天目湖发展历程



数据来源：同花顺，南京证券研究所

图表22：天目湖未来拟布局区域



- **一站式模式对资源依赖程度较低：**公司基于沙河水库和天然竹林，不同于三山五岳、四大湖等名山名水风景区，天目湖对自然资源的依赖程度较低；鉴于一站式模式可复制性，公司将以并购等方式在五大经济都市圈，通过轻重资产并举的方式实现多目的地的复制，并在年报中表示2022年至少落地一个外延战略区的项目。

4. 景区：关注度假旅游目的地

- **布局高端酒店，提升产品定位：**酒店都是毗邻景区而建，山水园景区里面建有遇·天目湖和遇·十四澜两大精品酒店，南山竹海附近有南山竹海客栈，御水温泉景区建有竹溪谷酒店、御水温泉客栈、御水温泉度假酒店，形成了“山水园+水世界+酒店”&“南山竹海+御水温泉+酒店”两大一站式旅游目的地，极大缩短了游客的路程。
- **酒店产品矩阵丰富，实现高性价比-高星级度假酒店全覆盖：**竹溪谷酒店（50栋独栋式客房错落隐于竹海，环绕山谷而建，每栋均自带独立泳池和独立温泉泡池，共120间客房，配套高端会所和全竹景餐厅），定位高野奢，2021年部分节假日满房；遇·天目湖酒店（轻奢度假型酒店，共81间客房，主打情侣度假和亲子出游）；遇·十四澜酒店（高端全湖景酒店，共14间客房，山水园景区内）。

图表24：天目湖旗下酒店情况梳理

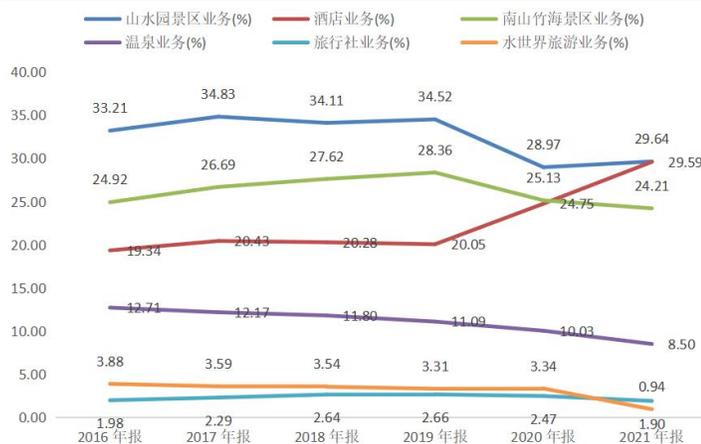
酒店名称	开业时间	价格区间（元）	酒店定位
御水温泉客栈	2009	450-800	度假民宿，传统的古老院落
御水温泉度假酒店	2010	700-2500	五星级奢华度假酒店
南山竹海客栈	2014	600-1300	江南精品酒店，传统徽派建筑与现代建筑风格融合
竹溪谷酒店	2020	2800-20000	高端主题酒店，配套全竹景餐厅、娱乐休闲区
遇·十四澜酒店	2020	1200-2100	高端临湖观景民宿
遇·天目湖酒店	2021	600-2300	原生态亲子度假酒店

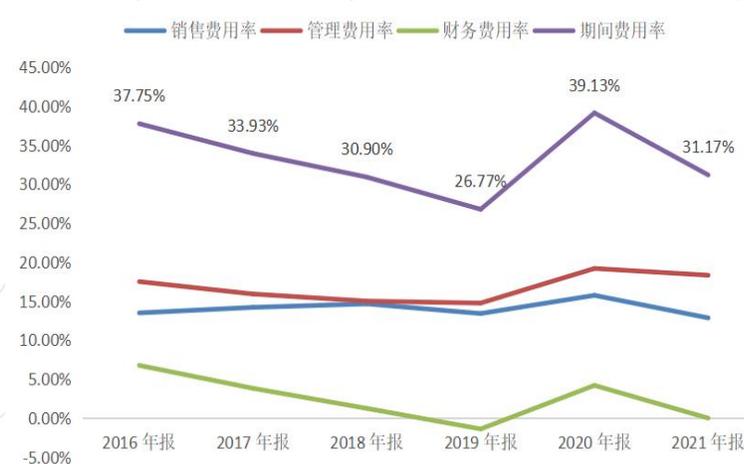
图表25：竹溪谷酒店



4. 景区：关注度假旅游目的地

- 山水园、南山竹海、酒店业务为主要收入来源：**2021年，山水园、酒店、南山竹海、温泉、旅行社、水世界业务营收占比分别为29.64%/29.59%/24.21%/8.50%/1.90%/0.94%。其中，酒店业务的营收占比在2020年和2021年有大幅的提高，从2016年的19.34%提升至2021年的29.59%。
- 主营业务毛利率稳定：**疫情之前，酒店、南山竹海、山水园业务的毛利率整体维持在65%以上，温泉业务的毛利率维持在60%左右，水世界和旅行社的毛利率较低，分别为20%/5%；2020年受疫情影响，各业务毛利率均有不同程度下滑。
- 费用率：**2016-2019年，公司费用管控效果显著，管理费用下降、银行贷款偿还使得财务费用下降，使得整体期间费用率由37.75%降至26.77%；2020年受疫情影响收入下滑严重，导致费用率反弹12pct，但从绝对值来看，2020年的期间费用为1.46亿元，低于2018年，且管理费用维稳在0.71-0.76亿元。
- 净利率：**公司净利率在2019年是28.15%，大约是2015年的两倍；疫情之后的变动趋势基本和毛利率一致。

图表26：天目湖主营业务营收结构

图表27：天目湖利润率情况

图表28：天目湖费用率情况


5. 投资建议

- **政策角度：**我们认为在二十大之前，国内防疫的底线仍然是“动态清零”，但防疫政策将不断进行优化宽松的调整，对于出行、旅游板块将有持续性的催化。叠加暑期旅游旺季逐步来临，建议积极配置**线下消费**板块。
- **选择板块和标的逻辑可以为以下2点：**
 - Q3基本面复苏弹性较大细分板块：
 - (1) 需求存回补空间的、暑期属于经营旺季的，包括长线旅游、离岛免税；
 - (2) 本地及周边游消费，包括餐饮、休闲旅游目的地；
 - (3) 商旅，包括酒店住宿。
 - 复苏节奏相对滞后，但预期逐步改善，超跌个股补涨行情，比如出境游行业。
- **推荐个股：**免税（中国中免）、演艺（宋城演艺）、景区（天目湖）、酒店（锦江、首旅、君亭、华天）、出境游（众信旅游）
- 目前这一轮反弹是中小市值、弹性标的、存在一定短期催化的表现较优秀；但到后期业绩兑现阶段，龙头标的受益于行业供给端出清、扩张潜力、需求端复苏影响，在业绩端兑现度也将更好。**短期：**看暑期需求高弹性的标的，包括景区、免税、酒店、餐饮等；**长期：**看竞争格局优化的标的，主要是酒店龙头。

6.风险提示

- 宏观经济景气度不高；
- 居民消费能力和消费意愿下降；
- 疫情反复影响线下客流量。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指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，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

推荐：预计6个月内该行业超越整体市场表现；

中性：预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平；

回避：预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计6个月内绝对涨幅大于20%；

推 荐：预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间；

中 性：预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；

回 避：预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。