

推荐 (维持)

冬去春来，紧抓反弹

风险评级：中高风险

消费者服务行业 2023 年上半年投资策略报告

2022 年 11 月 21 日

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340121050021

电话：0769-22119410

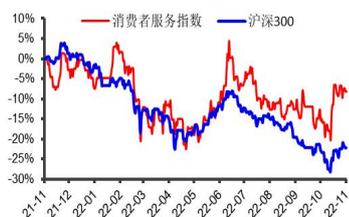
邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

景区	谨慎推荐
酒店	推荐
旅游零售	推荐
餐饮	谨慎推荐

### 消费者服务（中信）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 相关报告

### 投资要点：

- **行业2022Q1-Q3营收承压，净利润两位数下滑。**2022年前三季度，消费者服务行业（中信消费者服务行业剔除B股，共52家样本公司，下同）实现营业总收入1136.65亿元，同比下滑12.49%；实现归属于母公司股东的净利润48.78亿元，同比下降49.7%。2022Q3行业整体实现营业总收入420.34亿元，同比下降5.46%；归母净利润为30.29亿元。国内散点疫情加剧，防控措施限制下旅游业绩承压。
- **投资要点。**防控要求优化，防疫政策出行实质性放松，有望提振居民出行信心。尽管短期内我国仍不具备全面防疫放开的条件，但参照美国与香港经验，防疫要求的逐步放松会带动旅游出行的快速反弹。从全球旅游复苏趋势来看，反弹势能有望持续半年之久。对比全球，我国出入境限制仍较严格，但国际航班熔断措施取消、航班航线增加等利好均预示出入境限制正出现松动。建议重点关注出行链利好落地、业绩反弹，优先布局处于周期底部、供给加速出清、受益于国内旅游出行意愿快速反弹有望迎来业绩与估值双击的酒店板块，推荐市占率快速提升的连锁酒店龙头锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258），建议关注顺应酒店中高端化趋势的君亭酒店（301073）等；推荐底部向上，享受消费升级、竞争格局优化与自贸港政策扶持多重利好，出入境复苏后机场免税有望快速反弹的免税龙头中国中免（601888）；出行信心修复、跨省游“熔断”措施与风险区脱钩有望带动跨省客流复苏，建议关注业绩高弹性、有较高复制性的人工景区龙头宋城演艺（300144）、天目湖（603136）；建议关注业绩稳定具有防守属性、快速扩张兼顾成长的餐饮类个股同庆楼（603136）。
- **风险提示：**（1）宏观经济波动导致居民收入水平下降，从而降低旅游消费意愿及能力；（2）行业政策放松及帮扶不及预期，可能对板块估值造成较大影响；（3）行业受疫情影响较大，若疫情反复则可能导致业绩承压；（4）新冠药物研发与治疗效果不及预期，老年人口疫苗接种率难以提高，可能延缓防疫放松的进程等风险。

## 目 录

1. 千磨万击还坚劲 .....	5
1.1 2022 年疫情反复扰动，消费数据短期承压 .....	5
1.2 2022Q3 消费者服务业绩承压，细分板块走势分化 .....	8
2. 关注复苏，紧抓反弹 .....	10
2.1 政策边际放松，防疫措施逐渐优化，二十条措施推动防控优化进度。 .....	10
2.2 对比欧美，疫情受控后旅游经济快速复苏仍可期 .....	10
2.3 外紧内松，布局出入境限制松动 .....	13
2.4 关注后疫情时代旅游消费方式转变 .....	15
3. 旅游零售竞争改善，布局高端 .....	17
3.1 疫情反复压制短期免税表现 .....	17
3.2 离岛免税新店落地，竞争格局改善 .....	18
3.3 引领高端旅游零售 .....	21
4. 大浪淘沙始见金，酒店龙头市占率提高 .....	23
4.1 酒店经营指标快速反弹 .....	23
4.2 酒店供给加速出清，龙头市占有望提高 .....	23
4.3 中高端结构调优，轻中端改造下沉 .....	26
5. 投资策略 .....	28
6. 风险提示 .....	29

## 插图目录

图 1: 我国本土新增确诊数（人，截至 2022 年 11 月 15 日） .....	5
图 2: 国内铁路客运量（万人次，%） .....	6
图 3: 国内铁路旅客周转量及同比增速（万人公里，%） .....	6
图 4: 国内民航旅客运输量及同比增速（万人次，%） .....	6
图 5: 国内民航旅客周转量及同比增速（万人公里，%） .....	6
图 6: 板块年初至今涨跌幅（截至 2022 年 11 月 15 日） .....	6
图 7: 疫情前后旅游人次对比（亿人次，%） .....	7
图 8: 疫情后旅游人次对比 2019 年同期（%） .....	7
图 9: 铁路旅客平均运距及同比变化（公里，%） .....	8
图 10: 民航旅客平均运距及同比变化（公里，%） .....	8
图 11: 消费者服务行业营收及同比增速（亿元，%） .....	8
图 12: 消费者服务行业归母净利润及同比增速（亿元，%） .....	8
图 13: 2022Q1-Q3 细分板块营收同比增速（%） .....	9
图 14: 2022Q1-Q3 细分板块归母净利润同比增速（%） .....	9
图 15: 2022Q3 细分板块营收及同比增速（亿元，%） .....	9
图 16: 2022Q3 细分板块归母净利润及同比增速（亿元，%） .....	9
图 17: 疫情后美国整体住宿市场出租率（%） .....	11
图 18: 美国整体住宿市场历年出租率（%） .....	11
图 19: 各区域国际游客到达数对比 2019 年（%） .....	11
图 20: 香港新增确诊与死亡数（人） .....	12

图 21: 香港非内地访港旅客数对比 2019 年 (人, %)	12
图 22: 全国每百人新冠疫苗完全接种数	12
图 23: 全国每日新冠疫苗接种量 (7 日平均, 剂次)	12
图 24: 全球每百人新冠疫苗接种量 (剂)	13
图 25: 全球新冠疫苗 7 日平均接种量	13
图 26: 前十大旅游目的地国家酒店入住率 (%)	13
图 27: 前十大旅游目的地国家国际游客数对比 2019 年 (%)	13
图 28: 中国民航国际客机航班数	14
图 29: 社零总额同比变化 (%)	15
图 30: 近年来社零总额及其同比变化 (亿元, %)	15
图 31: 城镇居民人均消费支出占比 (%)	16
图 32: 节假日出游人数及恢复情况 (亿人次, %)	16
图 33: 节假日旅游收入及恢复情况 (亿元, %)	16
图 34: 城镇家庭人均可支配收入 (元) 及同比 (%)	17
图 35: 城镇家庭人均消费支出 (元) 及其同比 (%)	17
图 36: 农村居民人均可支配收入 (元) 及同比 (%)	17
图 37: 农村居民人均消费支出 (元) 及其同比 (%)	17
图 38: 海南本土新增无症状感染者数 (例)	18
图 39: 海南本土新增确诊患者数 (例)	18
图 40: 海南游客数及其同比增速 (万人次, %)	18
图 41: 海南旅游收入及同比增速 (亿元, %)	18
图 42: 新政后离岛免税购物额 (亿元) 及人次 (万人)	18
图 43: 离岛免税客单价变化 (元)	18
图 44: 前十大旅游目的地国家酒店入住率 (%)	19
图 45: 2021 年中国前五大免税商销售规模 (十亿元)	19
图 46: 韩国免税购买者分布 (万人次)	20
图 47: 韩国免税金额分布 (百万美元)	20
图 48: 2021 年以来韩国免税购买者分布 (万人次)	20
图 49: 2021 年以来韩国免税金额分布 (百万美元)	20
图 50: 海口国际免税城	21
图 51: 海口国际免税城主题中庭	21
图 52: 三亚太古里与万象城项目所处区位为高端旅游休闲地带	22
图 53: 锦江、首旅、华住平均出租率 (%)	23
图 54: 锦江、首旅、华住 RevPAR (元/间)	23
图 55: 全国住宿业规模	23
图 56: 全国酒店业规模	23
图 57: 全国酒店业及其他住宿设施规模	24
图 58: 全国酒店业及其他住宿设施客房规模	24
图 59: 锦江酒店新开业与净增开业酒店数 (家)	25
图 60: 锦江签约储备酒店数与客房规模 (家, 间)	25
图 61: 首旅酒店新开业与净增开业酒店数 (家)	25
图 62: 首旅酒店新增签约酒店数 (家)	25
图 63: 中国酒店连锁化率变化 (按客房数计算)	26
图 64: 2021 年分城市连锁化率 (按客房数计算)	26
图 65: 全球酒店连锁化率 (%)	26

图 66: 中国前十酒店集团市占率 (%)	26
图 67: 锦江、首旅、华住平均房价 (元)	27
图 68: 全国星级饭店分布	27
图 69: 2010 年中国城市家庭人口年收入分布 (百万)	27
图 70: 2018 年中国城市家庭人口年收入分布 (百万)	27
图 71: 中国酒店结构变化 (按酒店数计算)	27
图 72: 中国酒店结构变化 (按客房数计算)	27

## 表格目录

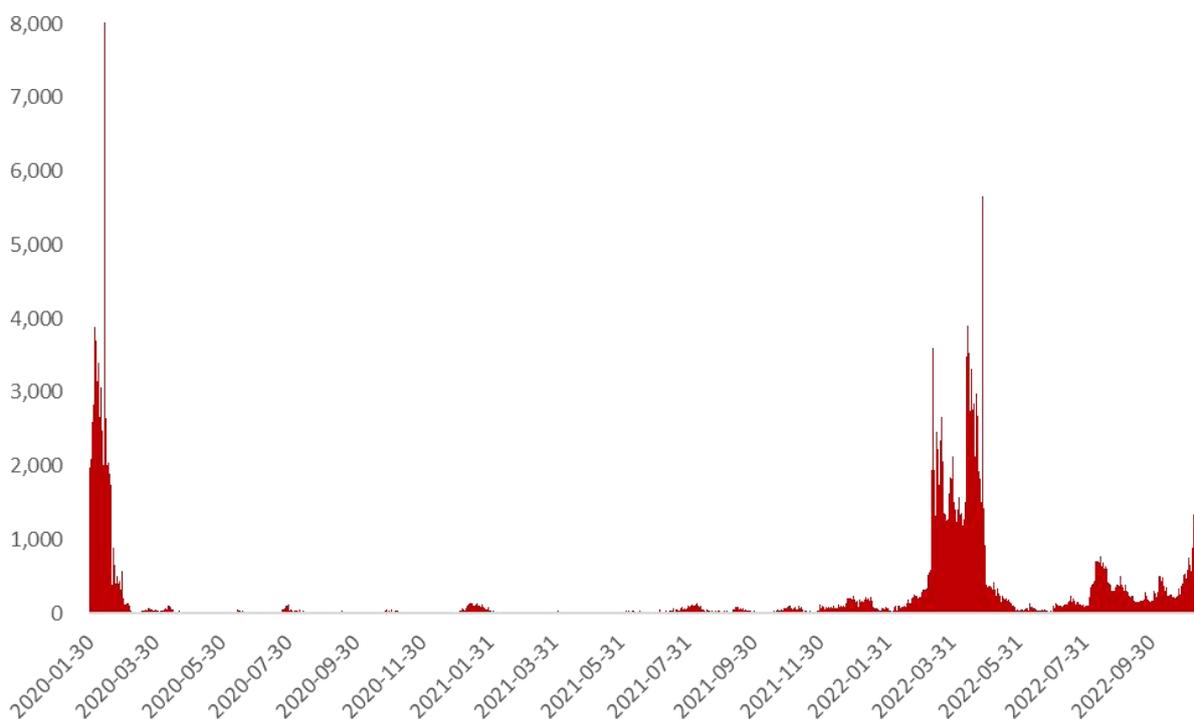
表 1: 2022Q1-Q3 消费者服务行业细分板块业绩情况	9
表 2: 2022Q3 消费者服务行业细分板块业绩情况	9
表 3: 部分国家出入境限制 (截至 2022 年 11 月 15 日)	14
表 4: 海南开业离岛免税店 (截至 2022 年 11 月 15 日)	19
表 5: 重点公司盈利预测及评级 (截至 2022 年 11 月 15 日)	28

## 1. 千磨万击还坚劲

### 1.1 2022 年疫情反复扰动，消费数据短期承压

**2022H1 疫情反复扰动。**与 2021 年的阶段性反弹不同，2022 年以来，国内散点疫情持续反复并蔓延至多个省市。截至 2022 年 11 月 15 日，全国累计确诊病例达 279,431 例，其中 2022 年以来确诊病例数共计 174,642 例，而 2021 年全年确诊病例数共计 15,246 例，新冠肺炎变种病毒感染力提升与防疫政策松动引致散点疫情反弹。

图 1: 我国本土新增确诊数（人，截至 2022 年 11 月 15 日）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

**旅游出行受到疫情的严重冲击，旅游经济承压。**疫情相对严重的 2022 年 3 月至 5 月，国内民航客运量分别同比下滑 67.9%、83.8%、74.8%，铁路客运量分别同比下滑 58.38%、79.76%、68.64%，旅客周转量同比例下滑。受国内散点疫情扰动，暑期传统旅游旺季公共交通客运量同比大幅下滑。疫情影响最严重的 2021 年 8 月、11 月、2022 年 3 月、8 月均为假期集中出行的次月，旅游经济与整体防疫难以平衡，我们认为后疫情时代旅游出行意愿与防疫政策将持续试探新的均衡点，导致旅游经济暂时低位运行，随疫情受控防疫放宽而逐渐修复。

图 2：国内铁路客运量（万人次，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 3：国内铁路旅客周转量及同比增速（万人公里，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 4：国内民航旅客运输量及同比增速（万人次，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

注：数据均截止至 2022 年 3 月

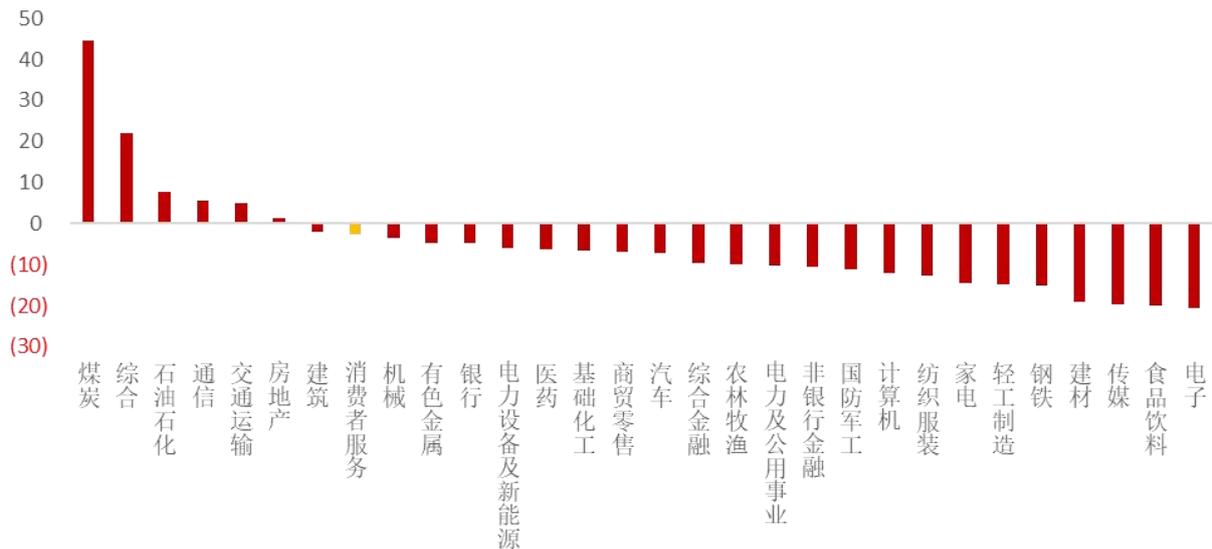
图 5：国内民航旅客周转量及同比增速（万人公里，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

消费者服务行业走势波动下行。截至 2022 年 11 月 15 日，消费者服务行业整体下跌 2.52%，跑赢沪深 300 指数。作为疫情受损行业，4 月上海疫情及 8 月海南等地疫情明显拖累行业整体表现，但 6 月国内疫情逐步受控后行业估值快速反弹，行业估值受疫情影响较大。

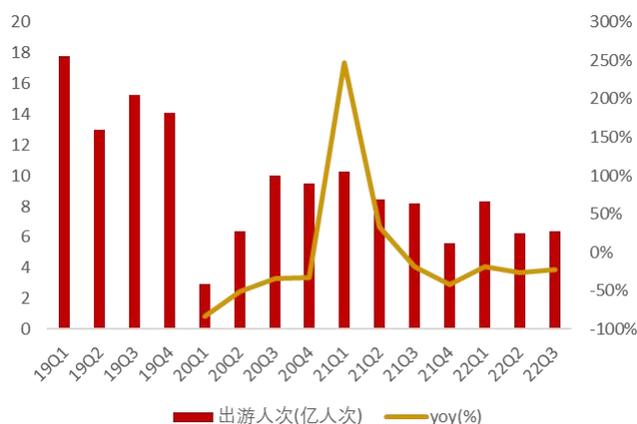
图 6：板块年初至今涨跌幅（截至 2022 年 11 月 15 日）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

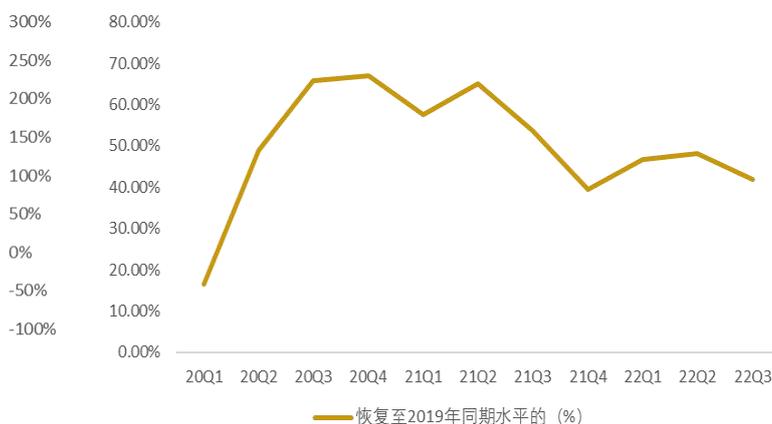
**疫情压制旅游意愿，节假日出游承压。**2022年国内旅游出行波动复苏，二季度上海疫情爆发影响长三角主要旅游客源地及目的地，出行意愿承压。6月各项防疫措施优化刺激带动旅游出行快速修复，跨省游熔断范围收窄至县市淡化疫情对出行的冲击。2021Q4-2022Q3国内旅游人数分别为5.57亿人次、8.3亿人次、6.25亿人次、6.39亿人次，按可比口径分别恢复至2019年同期的39.51%、46.71%、48.08%、41.94%。旅游出行意愿受疫情及防疫政策限制承压。

图7：疫情前后旅游人次对比（亿人次，%）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

图8：疫情后旅游人次对比2019年同期（%）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

**居民旅游需求转向短途游释放，疫情受控后旅游消费有望快速反弹。**根据携程报告显示，2021年小长假中清明假期周边游订单较2019年同期提高40%以上，端午周边游人数过半，中秋周边游预定人数占总人数比重的56%；国庆七天长假中携程省内游订单占比与跨省游各半。2021年，国内旅客铁路平均运距为366.58公里，同比下降2.28%，较2019年同期下降35.24公里。防疫限制政策导致跨省出游严重受限，但被疫情压制的旅游需求转向省内释放，导致旅游消费降幅大于旅游人数，我们认为疫情受控后旅游消费将表现出高弹性，实现快速反弹。

图 9：铁路旅客平均运距及同比变化（公里，%）



图 10：民航旅客平均运距及同比变化（公里，%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

## 1.2 2022Q3 消费者服务业绩承压，细分板块走势分化

行业 2022Q1-Q3 营收承压，净利润两位数下滑。2022 年前三季度，消费者服务行业（中信消费者服务行业剔除 B 股，共 52 家样本公司，下同）实现营业总收入 1136.65 亿元，同比下滑 12.49%；实现归属于母公司股东的净利润 48.78 亿元，同比下降 49.7%。2022Q3 行业整体实现营业总收入 420.34 亿元，同比下降 5.46%；归母净利润为 30.29 亿元。国内散点疫情加剧，防控措施限制下旅游业绩承压。

图 11：消费者服务行业营收及同比增速（亿元，%）

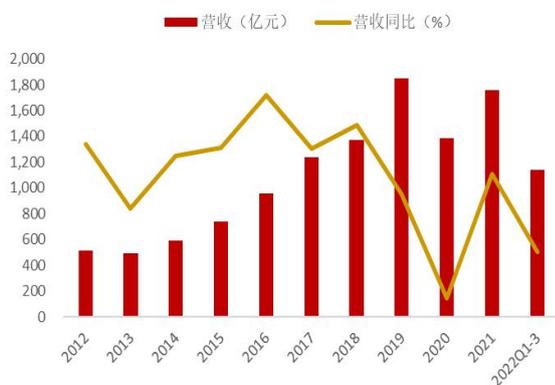


图 12：消费者服务行业归母净利润及同比增速（亿元，%）

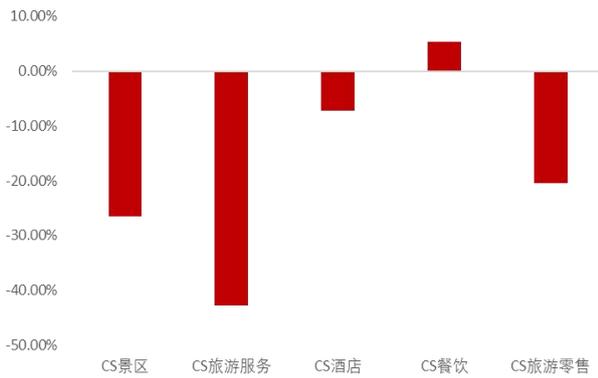


资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

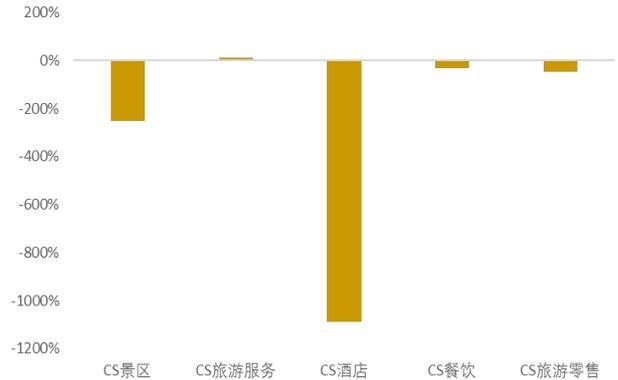
细分板块中，2022 年前三季度仅餐饮板块营收实现正增长。2022Q1-Q3 国内疫情反复扰动下，细分板块中仅餐饮板块营收实现正增长，餐饮业防守属性凸显。旅游服务板块在营收同比下降 42.84%的情况下实现小幅减亏，成本管控能力持续提升。

图 13: 2022Q1-Q3 细分板块营收同比增速 (%)



资料来源: ifind, 东莞证券研究所

图 14: 2022Q1-Q3 细分板块归母净利润同比增速 (%)



资料来源: ifind, 东莞证券研究所

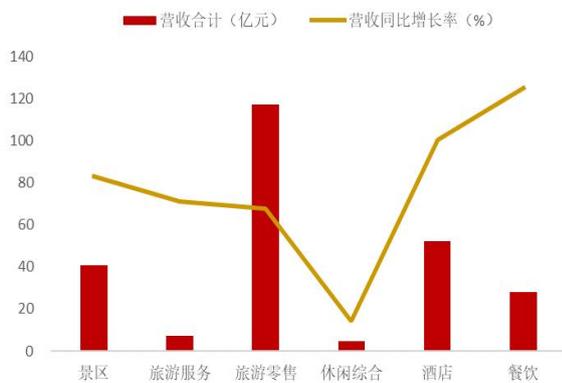
表 1: 2022Q1-Q3 消费者服务行业细分板块业绩情况

	2022Q1-Q3 营收 (亿元)	2022Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	2022Q1-Q3 营收同 比 (%)	2022Q1-Q3 归母净利润同 比 (%)
CS 景区	85.54	(7.49)	(26.61)	(252.35)
CS 旅游服务	14.14	(4.87)	(42.84)	13.44
CS 酒店	136.31	(4.12)	(7.27)	(1089.90)
CS 餐饮	55.31	2.42	5.40	(31.74)
CS 旅游零售	393.64	46.28	(20.47)	(45.48)

资料来源: ifind, 东莞证券研究所

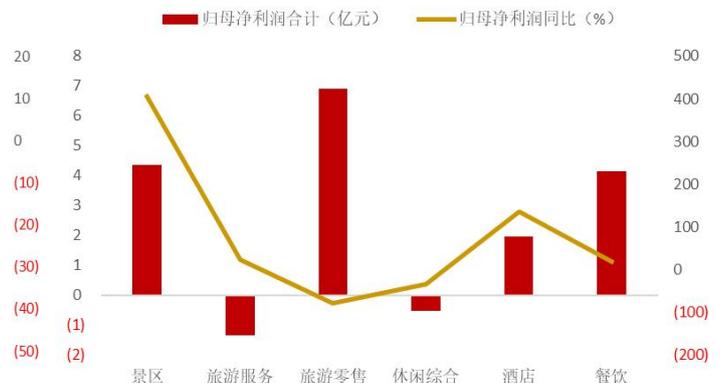
**2022Q3 细分板块业绩分化。**2022 年第三季度, 国内防疫措施优化叠加 5 月疫情受控及暑期旅游旺季到来, 国内旅游需求快速反弹。根据文旅部抽样调查统计, 2022 年三季度, 国内旅游总人次达 6.39 亿, 同比下降 21.9%。但 8 月海南疫情导致离岛免税店暂时闭店, 细分板块走势分化。景区、旅游服务、旅游零售、休闲综合、酒店、餐饮板块 2022Q3 营收分别为 40.81 亿元、7.23 亿元、117.14 亿元、4.6 亿元、52.35 亿元、27.98 亿元, 归母净利润分别为 4.34 亿元、-1.36 亿元、6.9 亿元、-0.54 亿元、1.95 亿元、4.16 亿元。酒店、餐饮板块营收及净利润均实现正增长, 旅游零售及休闲综合板块业绩均下滑, 景区及旅游服务板块受益于暑期旅游需求反弹而实现盈利能力快速修复。

图 15: 2022Q3 细分板块营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: ifind, 东莞证券研究所

图 16: 2022Q3 细分板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: ifind, 东莞证券研究所

表 2: 2022Q3 消费者服务行业细分板块业绩情况

	2022Q3 营收 (亿元)	2022Q3 归母净利润 (亿元)	2022Q3 营收同比增长 (%)	2022Q3 归母净利润同比 (%)
景区	40.81	4.34	(8.54)	405.83
旅游服务	7.23	(1.36)	(14.45)	22.53
旅游零售	117.14	6.90	(16.17)	(77.96)
休闲综合	4.60	(0.54)	(42.81)	(34.90)
酒店	52.35	1.95	0.22	134.60
餐饮	27.98	4.16	12.43	18.44

资料来源：ifind，东莞证券研究所

## 2. 关注复苏，紧抓反弹

### 2.1 政策边际放松，防疫措施逐渐优化，二十条措施推动防控优化进度。

目前全球多个国家放宽新冠病毒防疫限制，市场博弈二十大后防疫政策松动，我们认为**四季度防疫政策全面放开的可能性较小**。一是整体免疫水平有待提高、老年人口和基础病人口基数过大可能造成医疗挤兑。中国老年人口近6亿人，部分高龄人口新冠疫苗接种率仍有待提升，此外还有大量的基础病人群。尽管新冠肺炎变种病毒的致死率随着传染力的提升而有所下降，但病毒的死亡率仍超千分之一，大范围放宽防疫限制必然带来疫情的快速反弹，在庞大的人口基数下仍可能造成严重的医疗资源挤兑。二是冬季到来流感与新冠并发，二者症状重叠容易帮助病毒隐性传播，大幅放松可能造成新冠疫情的快速大规模反弹。三是核酸常态化等精准防控模式尚在摸索阶段，现有医疗资源难以立刻在全国范围内推广。短期来看，我国尚不具备防疫政策全面放开的关键要素，建议关注整体免疫水平的提高与防疫措施的优化对居民正常生活影响的淡化，布局出行链修复机会。

**防疫措施逐渐优化，实质性放松逐步推进。**2022年以来防疫措施逐步优化。6月国家卫健委印发《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，将密接、入境人员隔离时间从“14+7”调整为“7+3”。11月国务院联防联控机制研究部署二十条防控工作优化措施，进一步下调密接、入境人员隔离时间，取消次密接与中风险区划定，加强宣传引导和整治“一刀切、层层加码”问题。文旅部随即提出跨省游“熔断”措施不再与风险区挂钩，一二线城市尤其京沪等主要客源地和目的地的旅游消费潜力有望逐步释放。二十条措施提出摸底老年人口等高风险人群，推进药物和疫苗。我们认为该类措施是实现整体免疫、踏入防控放松的基础要求，即疫苗接种覆盖老年人口等高风险人群、新冠口服药物取得良好效果且自主可控、医疗资源充足避免发生挤兑等。国内防疫放松趋势二次确定，居民出行信心有望逐步修复。

### 2.2 对比欧美，疫情受控后旅游经济快速复苏仍可期

**对比美国，防疫放松后旅游出行需求有望快速修复。**美国自2021年一季度部分州率先放松防疫措施以来，出行需求快速恢复。根据PwC数据，2021年一季度美国整体住宿市场出租率约46.2%，而二季度部分州放松防疫要求后快速回升至60.8%，三季度攀升至

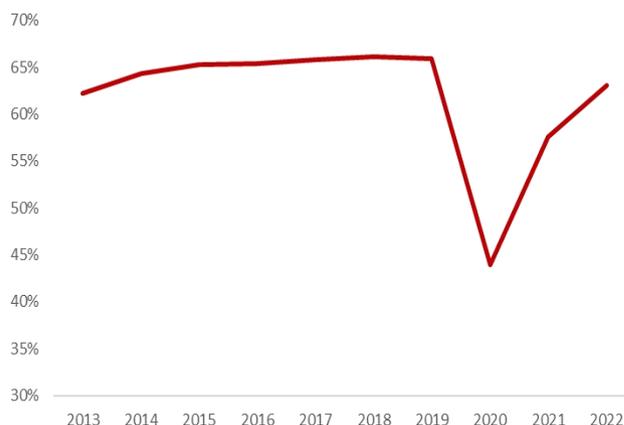
64.7%，接近疫情前 65%的平均水平。尽管美国酒旅住宿市场的快速反弹是防疫放松与消费券发放刺激的共同结果，但在防疫准备不足，冬春季新增确诊病例剧增的情况下，2021Q4 及 2022Q1 美国整体住宿市场出租率仍维持在 57.9%/56.2%，远高于解封前水平。从 2022 年整体住宿市场表现来看，美国实现基本取消防疫要求后的酒旅需求表现仍未超越疫情前水平，主要受全球宏观经济波动及美国高通胀拖累。

图 17：疫情后美国整体住宿市场出租率（%）



资料来源：PwC, STR, 东莞证券研究所

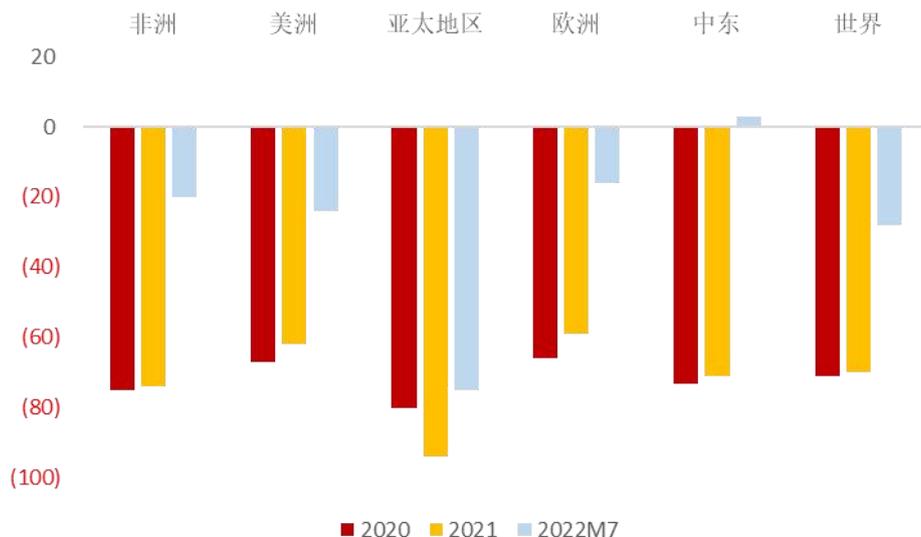
图 18：美国整体住宿市场历年出租率（%）



资料来源：PwC, STR, 东莞证券研究所

防疫要求放松后全球各地区国际游客数均在半年内快速反弹。2021 年底，全球各大洲国际游客数仍较为接近 2020 年水平，全球多个国家于 2021 年底致死率较低的奥密克戎变种成为主要流行毒株时逐步放松防疫要求。至 2022 年 7 月，除亚太地区外各地区国际游客数均较 2021 年底大幅提升，非洲、美洲、亚太、欧洲、中东分别恢复至 2019 年同期的-20%、-24%、-75%、-16%、3%，中东地区国际游客数已超越 2019 年同期，除亚太地区多数国家于 2022 年下半年方取消出入境限制外，各地区均在半年内实现国际游客爆发式反弹。尽管亚太地区防疫要求放松较晚拖累整体水平，2022 年 7 月世界整体国际游客数仍恢复至 2019 年的 72%。

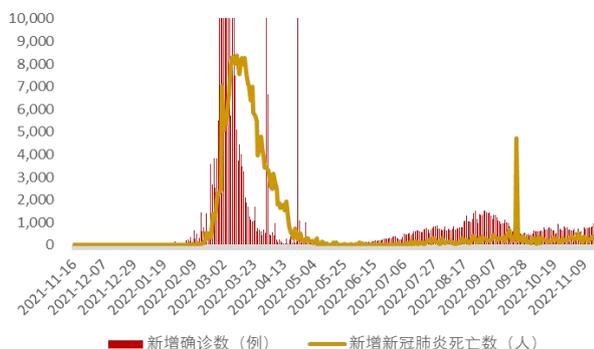
图 19：各区域国际游客到达数对比 2019 年（%）



资料来源：UNWTO，东莞证券研究所

**参照香港，入境游客数随防疫要求复苏。**自 2022 年 4 月 21 日起，香港宣布进入分阶段防疫放宽，入境游客数开始逐步增长，新增确诊数反弹趋势仍可控。9 月 23 日香港入境限制放宽至“0+3”后，截至 11 月 15 日香港新增确诊数为 810 人，新冠疫情并未出现严重反弹。以香港防疫放松作为参照，防疫放松后无需过分担忧国内疫情失控。

图 20：香港新增确诊与死亡数（人）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 21：香港非内地访港旅客数对比 2019 年（人，%）

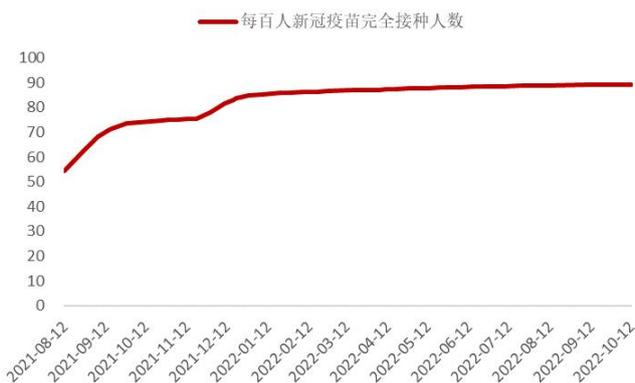


资料来源：iFind，东莞证券研究所

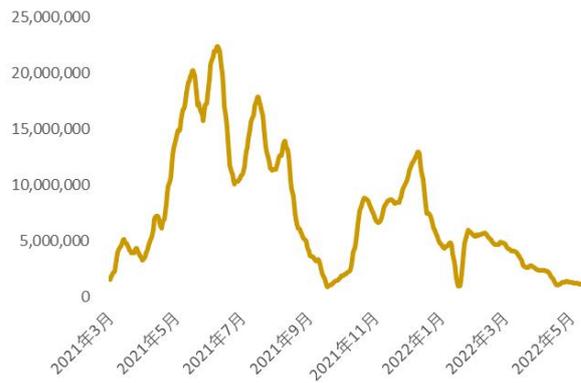
**国产疫苗接种率增速放缓，多款新疫苗、药物获批进入临床阶段。**截至 2022 年 11 月 15 日，国内每百人完全接种新冠疫苗人数达 89.22%，疫苗完全接种率已达到较高水平，7 日平均疫苗接种量下降至 11.57 万剂，主要人口已基本完成疫苗接种导致接种速度放缓。从香港出入境限制放松至“0+3”后的疫情表现来看，疫情并未大规模反弹整体可控。考虑到我国庞大的老年人口与基础病患者基数，而奥密克戎变种传播力较强，短期内较难放开防疫限制。但近期沃森生物 mRNA 新冠疫苗、众生药业新冠药获临床试验批准，上海启用吸入式新冠疫苗接种有望推进加强针接种，国产新冠疫苗及药物推进有望成为防疫政策放开的关键考量。

图 22：全国每百人新冠疫苗完全接种数

图 23：全国每日新冠疫苗接种量（7 日平均，剂次）



资料来源: ifind, 东莞证券研究所



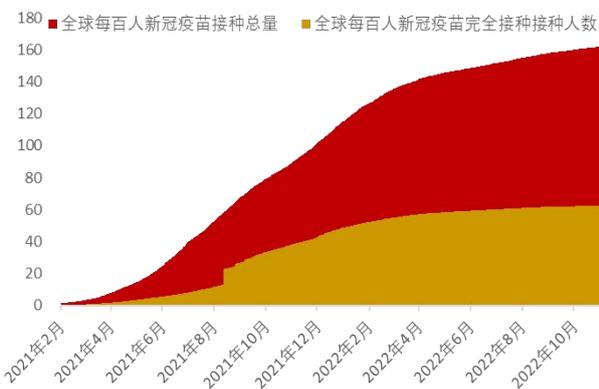
资料来源: ifind, 东莞证券研究所

从 2022 年暑期旅游反弹表现来看, 被积压的旅游需求有望在管控放松后快速反弹。但群众出行信心受各地不同步的防疫措施放松与感染病例快速增长的相互影响, 可能导致暂时性的出行修复滞后于防疫要求优化。

### 2.3 外紧内松, 布局出入境限制松动

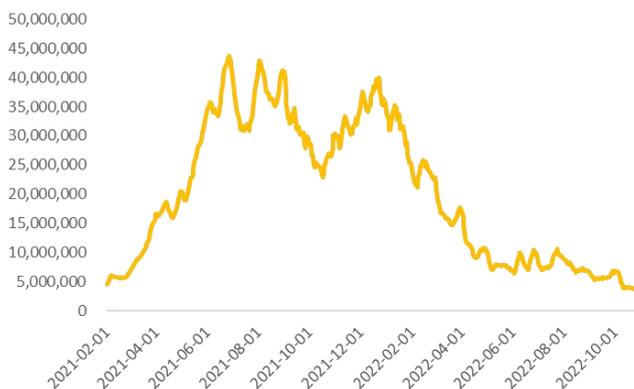
**整体免疫水平提高及病死率下降推动跨国出行修复。**全球新冠疫苗自 2020 年 12 月陆续开始接种, 截至 2022 年 11 月 15 日, 全球新冠疫苗每百人接种量为 162.24 剂次, 全球新冠疫苗完全接种率达 62.74%。目前全球新冠疫苗接种增速放缓, 但发达国家疫苗完全接种率达到较高水平, 叠加新冠特效药的上市及奥密克戎变种病死率下降, 多数国家已逐步放宽出入境旅游限制, 全球旅游业快速复苏。

图 24: 全球每百人新冠疫苗接种量 (剂)



资料来源: ifind, 东莞证券研究所

图 25: 全球新冠疫苗 7 日平均接种量



资料来源: ifind, 东莞证券研究所

**全球旅游需求快速恢复。**从全球旅游数据来看, 复苏趋势明显。根据 UNWTO 数据, 2021 年 7 月全球酒店入住率已恢复至疫情前水平, 国际游客数相比 2019 年同期呈波动复苏趋势。截至 2022 年 7 月, 全球国际游客数已恢复至 2019 年同期的 72%, 较年初提升 36 个百分点, 全球跨境旅游快速复苏。

图 26: 前十大旅游目的地国家酒店入住率 (%)

图 27: 前十大旅游目的地国家国际游客数对比 2019 年 (%)



资料来源：UNWTO, STR, 东莞证券研究所

资料来源：UNWTO, IATA, 东莞证券研究所

对比欧美，当前我国出入境限制相对严格，有望逐渐松动。参考欧美主要国家及我国状况，出入境放松对疫情影响已边际减弱，当前病毒潜伏期较短，预计在 3+3 的假设出入境防疫要求下，在实现国内常态化核酸和精准防控后，即便放开出入境、大量增加国际客流，预计仍能实现有效控制疫情。动态清零不是彻底封锁，而是发现一起扑灭一起。参考全球旅游复苏进程及病毒变异方向，与新冠病毒共存是大概率事件，因此动态清零下仍会逐渐放开全球出入境限制，逐步适应病毒并提升动态清零的能力，出入境限制有望逐渐松动。

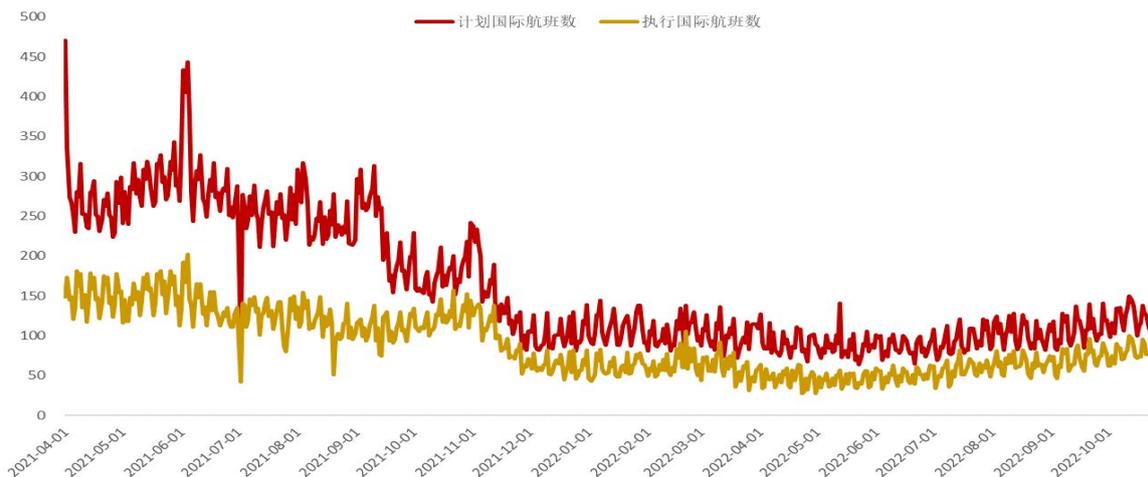
表 3：部分国家出入境限制（截至 2022 年 11 月 15 日）

	美国	阿联酋	加拿大	澳大利亚	英国	法国	南非	泰国	日本	韩国	巴西	中国
入境限制等级	部分限制	部分限制	无限制	无限制	无限制	无限制	部分限制	无限制	部分限制	部分限制	部分限制	部分限制
核酸检测	无	有	无	无	无	无	无	无	有	无	有	有
入境限制	无	无	无	无	无	无	无	无	无	无	无	有
航班暂停	无	无	无	无	无	无	无	无	无	无	无	无
入境隔离	有	有	无	无	无	无	无	无	无	无	有	有

资料来源：UNWTO, IATA, 政府网站, 东莞证券研究所

国内航班复苏暂时停滞，但国际航班仍处于复苏早期阶段，出入境限制及国际航班量有望逐渐松动。根据民航局发布，中国民航将在 2022 年 10 月 30 日至 2023 年 3 月 25 日执行 2022/23 年冬春航季航班计划。其中，国内航线航班（不含港澳台地区）每周安排 95173 班客货运航班计划，同比提升 2.31%；港澳台地区航线航班每周安排 2412 班客货运航班，同比下降 2.31%；国际航线航班每周安排客运航班 840 班，同比增长 105.9%。整体来看，目前中国民航仍处于外松内紧的局面，我国国际航班仍处于极低位运行，日均国际航班量不足 2019 年同期的 10%。但国际航班数量增长较快，新加坡等多条亚太地区航线率先恢复，出入境限制出现松动迹象，预计后续国际航线航班将逐步恢复。

图 28：中国民航国际客机航班数

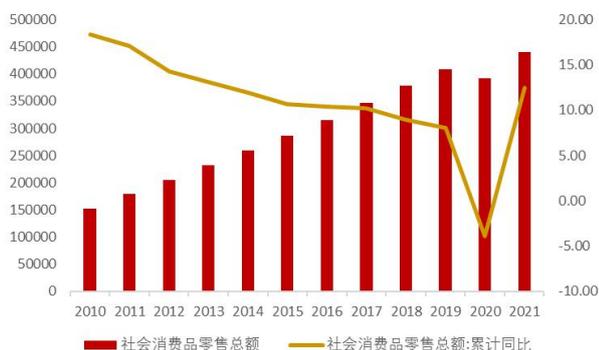


资料来源：iFind，飞常准，东莞证券研究所

## 2.4 关注后疫情时代旅游消费方式转变

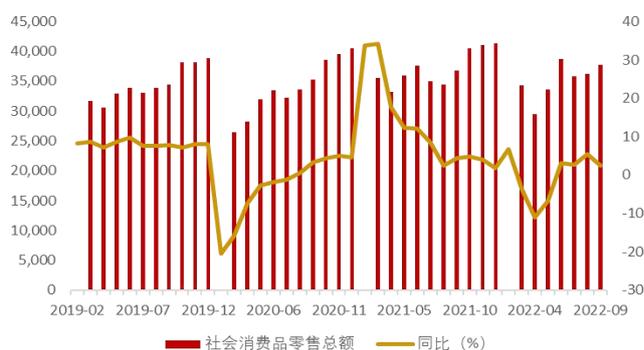
中期角度看，后疫情时代防控措施与物价水平提高可能拖累旅游消费表现。从社零消费总额同比变化来看，近年来社零消费增速缓慢下降，从2010年的18.4%下降至2019年的8%，2020年受疫情冲击较为严重，10月社零总额同比下降3.9%。受到新冠疫苗接种率的快速提高和居民对新冠疫情恐慌情绪淡化影响，2021年消费需求快速恢复。在下半年疫情持续反复的情况下，2021年社零消费总额同比增长12.5%，较2019年同期增长8.04%。2022年3月以来，上海作为全国的经济中心和全国集装箱吞吐量最大的港口爆发大规模疫情，对国内供应链造成较大冲击，导致供需两弱，整体消费疲软。尽管近期20条防控优化措施推出，参照欧美经验，为控制疫情传播、降低医疗挤兑的隐患，防控优化后无症状、确诊病例或仍需要居家隔离，群众出行信心难以完全恢复至疫情前水平。中期角度看，疫情反复扰动将导致旅游消费波动复苏。且三年疫情叠加通胀导致的生活成本提高，对中低收入家庭影响较大，或将一定程度上出现消费降级。

图 29：社零总额同比变化（%）



资料来源：东莞证券研究所，ifind

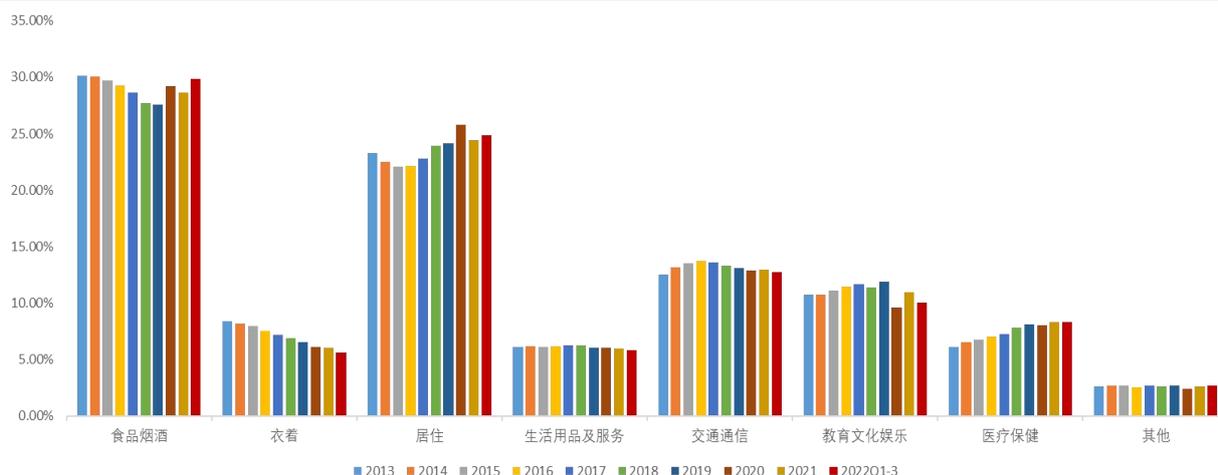
图 30：近年来社零总额及其同比变化（亿元，%）



资料来源：东莞证券研究所，ifind

疫情爆发以来，可选消费支出占比明显下降。2013年以来，城镇居民消费支出中食品烟酒及衣着等基本消费支出占比逐年下降，收入水平的提高让居民更愿意为基础物质生活以上的需求买单。新冠疫情爆发带来的不确定性强化居民的储蓄情绪，2020年后居民食品烟酒等基础消费占比明显提升，教育文化娱乐等可选消费占比大幅下降。

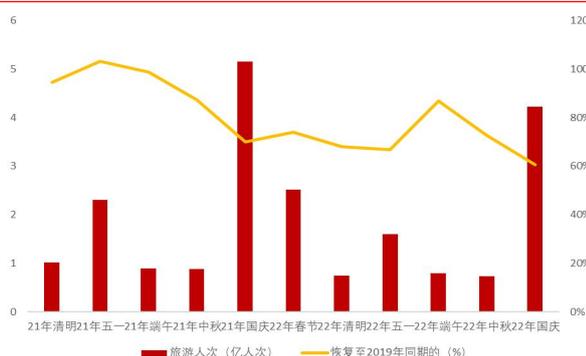
图 31:城镇居民人均消费支出占比 (%)



资料来源: ifind, 东莞证券研究所

**后疫情时代旅游消费方式转变或创造全新行业投资机会。**在 2022 年疫情反复随防疫边际宽松而小幅反弹的情况下, 2022 年节假日整体旅游人数及旅游小幅对比 2019 年同期并未明显下降, 旅游消费韧性显现。从露营、研学、休闲旅行等后疫情时代逐渐火热的旅游方式来看, 旅游经济承压更多的是把单次高消费的长途出行转向高频次、低消费的周边短途出游释放, 本地、周边游或成为后疫情时代旅游出行的主流方式。Z 世代消费者注重个性, 传统大众热门旅游目的地对 Z 世代消费者吸引力下降, 全新的旅游方式兴起, 有望创造行业投资机会。疫情受控后, 预计 Z 世代出游目的中的休闲文化体验旅游占比仍维持较高水平, 长期来看或将带动旅游消费结构优化, 缓解节假日集中出行造成的旅游消费体验下降。预计后疫情时代旅游方式转变将逐渐培养大众新的旅游消费习惯, 逐渐抚平旅游的波峰波谷, 政策上或也将进一步落实带薪休假制度, 加强灵活休假促进整体旅游消费。

图 32: 节假日出游人数及恢复情况 (亿人次, %)



资料来源: 文旅部, 东莞证券研究所

图 33: 节假日旅游收入及恢复情况 (亿元, %)

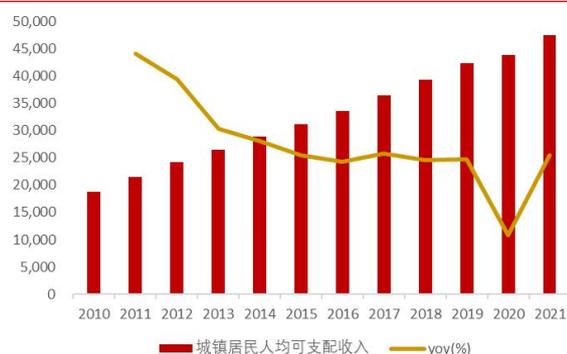


资料来源: 文旅部, 东莞证券研究所

**我国居民人均可支配收入稳步增长, 长期来看消费升级趋势不改。**居民人均收入增长相对稳定, 2020 年疫情冲击下仍实现正增长, 2021 年人均收入增速恢复至正常水平。消费支出方面, 2020 年居民消费支出受疫情影响较为严重, 其中城镇家庭人均消费支出为 27007 元, 同比下降 3.76%, 农村居民人均消费支出为 13713 元, 同比上升 2.89%, 相对稳定。2021 年居民人均消费支出增速出现两位数增长, 消费需求快速反弹。长期来看,

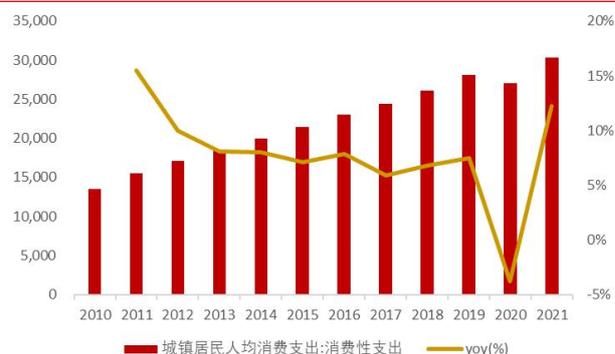
疫情结束后旅游消费仍有望恢复增长。

图 34：城镇家庭人均可支配收入（元）及同比（%）



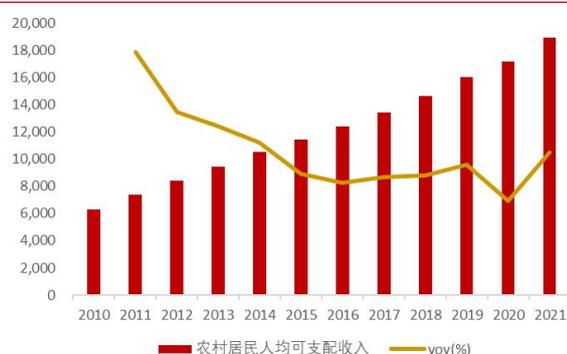
资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 35：城镇家庭人均消费支出（元）及其同比（%）



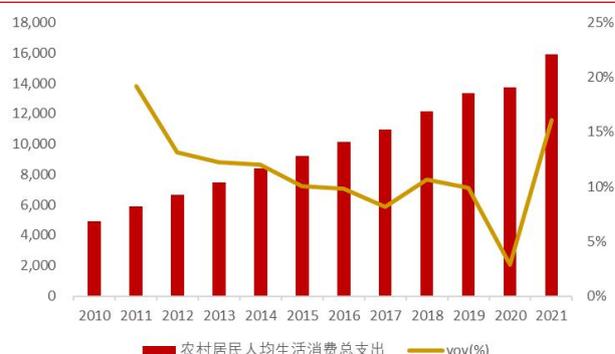
资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 36：农村居民人均可支配收入（元）及同比（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 37：农村居民人均消费支出（元）及其同比（%）



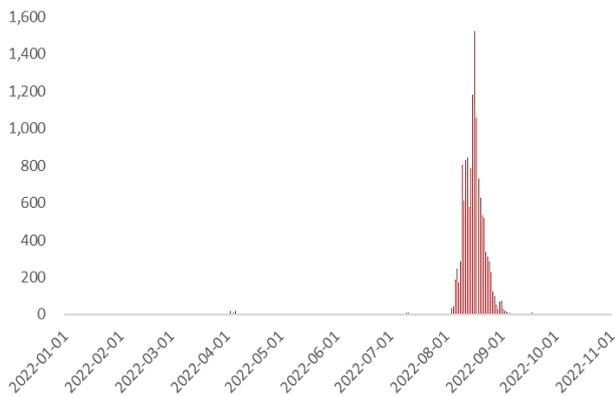
资料来源：ifind，东莞证券研究所

### 3. 旅游零售竞争改善，布局高端

#### 3.1 疫情反复压制短期免税表现

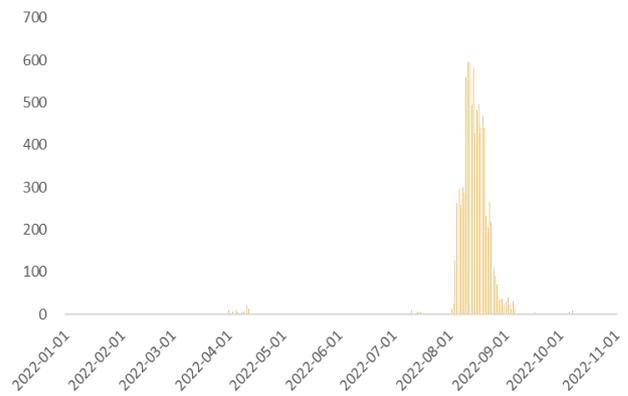
2022Q3 国内散点疫情反复扰动，海南旅游业承压。与 2021 年内陆地区散点疫情影响客源地不同，2022 年前三季度，海南三次受到本土疫情扰动，8 月海南疫情单日新增本土确诊和无症状病例数最高分别达到 595 例和 1522 例。自 2022 年 8 月 1 日海南疫情爆发至 9 月 16 日离岛免税店逐渐恢复营业，离岛免税业务较长时间停滞。三季度海南接待游客数仅 946.15 万人次，同比下降 34.21%，环比下降 23.41%；旅游收入约 176.14 亿元，同比下降 30.02%。其中，7、8、9 月接待游客数分别为 604.16 万人次、158.2 万人次、183.79 万人次，旅游总收入分别为 117.19 亿元、28.94 亿元、30.01 亿元，疫情对海南旅游经济产生较大冲击。

图 38：海南本土新增无症状患者数（例）



资料来源：东莞证券研究所，ifind

图 39：海南本土新增确诊患者数（例）



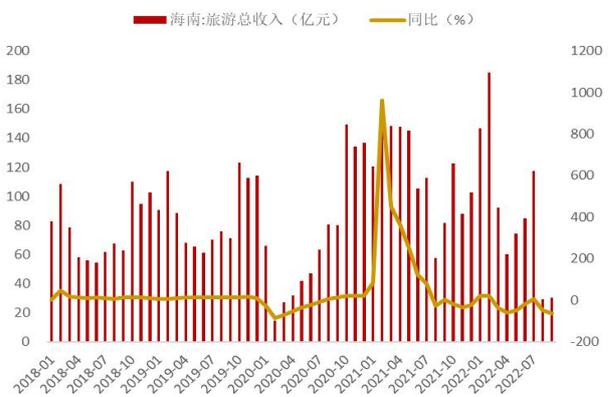
资料来源：东莞证券研究所，ifind

图 40：海南游客数及其同比增速（万人次，%）



资料来源：东莞证券研究所，ifind

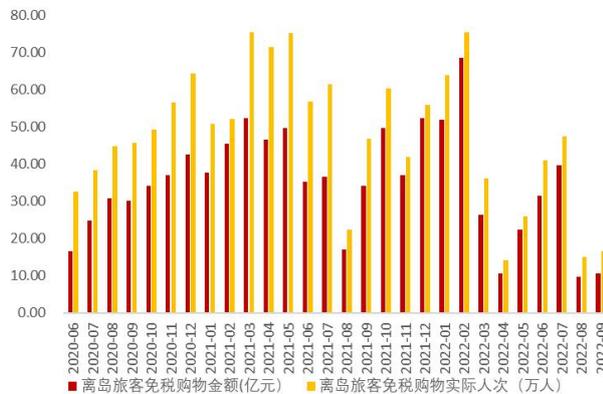
图 41：海南旅游收入及同比增速（亿元，%）



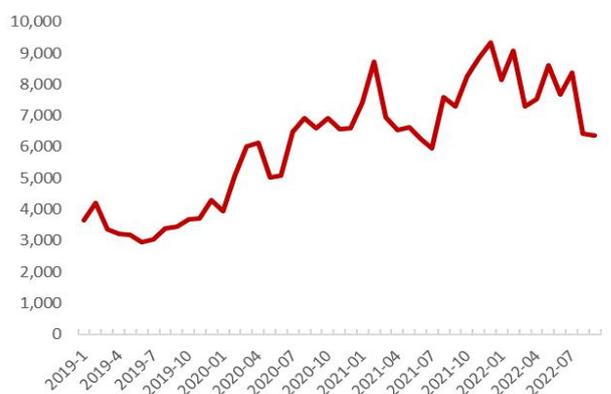
资料来源：东莞证券研究所，ifind

2022 年前三季度离岛免税复苏进程多次受疫情扰动中断。自 2022 年 3、4 月短暂闭店后，8 月疫情导致离岛免税店闭店至 9 月 16 日，离岛免税购物额及人次均出现断崖式下降。2022 年 8、9 月离岛免税购物额分别为 9.65 亿元、10.56 亿元，离岛免税购物客单价从 7 月的 8374.9 元回落至 6372.66 元，受新冠疫情影响较大。

图 42：新政后离岛免税购物额（亿元）及人次（万人）图 43：离岛免税客单价变化（元）



资料来源：海口海关，东莞证券研究所



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

### 3.2 离岛免税新店落地，竞争格局改善

离岛免税新店落地。2022 年 9 月 29 日，海南两家离岛免税店获得批准，分别为中免集

团的海口国际免税城和王府井旗下的王府井国际免税港（原悦舞小镇），至此海南离岛免税格局初步形成。王府井免税首店落地万宁市避开直接竞争，至此取得离岛免税牌照的运营商已全部落地，离岛免税竞争格局基本形成。王府井集团在 2020 年取得资质后三年方落地，考虑到海南自由贸易港封关不确定性较高，后续离岛免税牌照放开的可能性较小。现有离岛免税运营商已完成海南关键点位布局，参照韩国市内免税市场经验，无法取得核心点位的免税店竞争力通常较弱。海旅、海控与深免、国药中服等免税运营商均寻求差异化定位弱化竞争，无需担心海南竞争恶化，后续再次打起价格战的可能性较小。

表 4：海南开业离岛免税店（截至 2022 年 11 月 15 日）

所在地	海南免税店	所属集团
海口	全球精品免税城（日月广场）	海发控
	海口观澜湖免税城	深免集团
	海口美兰机场免税店	中免集团
	海口日月广场	中免集团
	海口美兰机场二期离岛免税店	中免集团
琼海市	博鳌免税店	中免集团
万宁市	王府井国际免税港（原万宁悦舞小镇）	王府井集团
三亚	三亚凤凰国际机场免税店	中免集团
	三亚海棠湾国际免税城	中免集团
	三亚海旅免税城	海旅投
	中服三亚国际免税购物公园	国药中服

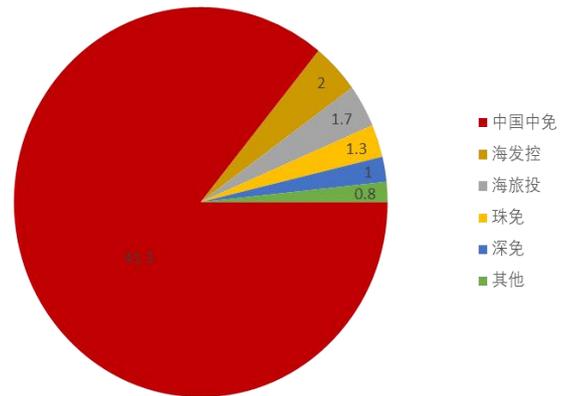
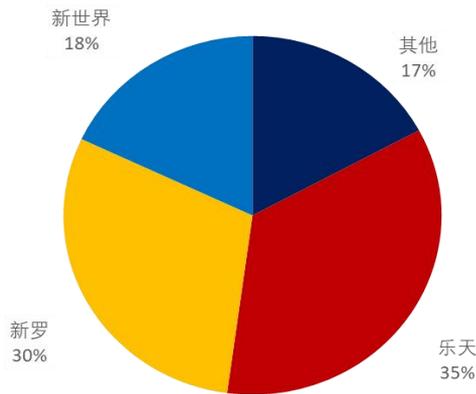
资料来源：海南发布，新南海，东莞证券研究所

**国资背景引导离岛免税店竞争合理化。**同样的，2021 年离岛免税竞争激烈导致折扣率加大，同样造成免税品活动价大幅低于官网价。免税价叠加满减等活动后，最高折扣率可超过 50%，免税运营商毛利率大幅下降。考虑到免税行业的特殊性及其免税运营商的国资背景，离岛免税商间的恶性竞争会损害整体利益。免税牌照的增发本意在于通过有限度、合理的竞争做大免税市场，我们认为离岛免税竞争有望逐步合理化。

**预计后续离岛免税竞争格局仍为一超多强。**从韩国经验来看，免税行业马太效应显著。我国免税市场目前已经形成了一超多强的竞争格局，当前拥有免税资质的免税运营商共 10 家，分别为中国中免、海免、日上免税行、珠海免税、深圳免税、海发控、海旅投、国药免税、中侨免税、王府井，其中中国中免已并购整合海免及日上免税行，并于 2021 年 12 月公告现金收购中侨免税的母公司港中旅资产公司，整合后的中国中免 2021 年市占率达 86%。中国中免凭借并购整合日上、海免、中侨完成了全免税渠道资质的布局，目前拥有免税店超 240 家，2021 年按销售额计算的旅游零售规模排名世界第一，打造了成熟的供应链及销售体系，规模优势持续扩大，强者恒强，预计在政策扶持下离岛免税将维持一超多强的竞争格局。

图 44：前十大旅游目的地国家酒店入住率（%）

图 45：2021 年中国前五大免税商销售规模（十亿元）

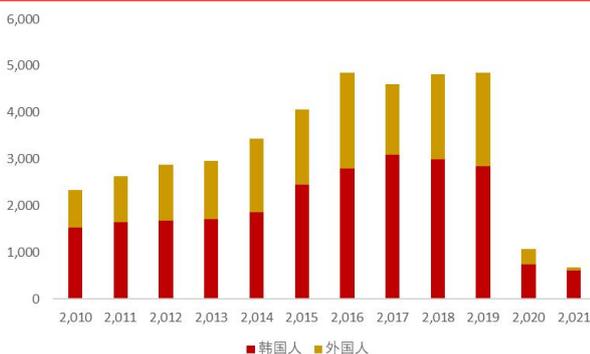


资料来源：穆迪达维特报告，东莞证券研究所

资料来源：中免港股招股书，弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

**国际竞争：中国国内防疫措施优化放松，出入境限制延续，预料免税游客将回归海南。**日韩等国际免税商是中国本土免税商主要的竞争对手。根据贝恩咨询发布的《2021年中国奢侈品市场报告》，2019年中国消费者奢侈品消费总额达940亿元，其中约68%的奢侈品消费发生在海外。以韩国为例，2019年韩国免税购物人数达4844万人次，其中约58.68%为韩国消费者，当年韩国免税购物额达21318百万美元，其中韩国消费者购物额仅占16.31%，而中国消费者约占8成。中国代购是韩国免税的主要消费者，而韩国免税商往往会给予代购公司较高的折扣率和返点率以扩大市场。2022年11月二十条优化防疫措施发布后，文旅部发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好文化和旅游行业防控工作的通知》，防控措施大幅优化，跨省游熔断不再与风险区挂钩，提振群众旅游信心，海南客流有望快速修复。同时，出入境旅行团继续暂停，出入境限制仍较严格形成外紧内松，返点折扣力度收紧下预料免税消费将回流海南。

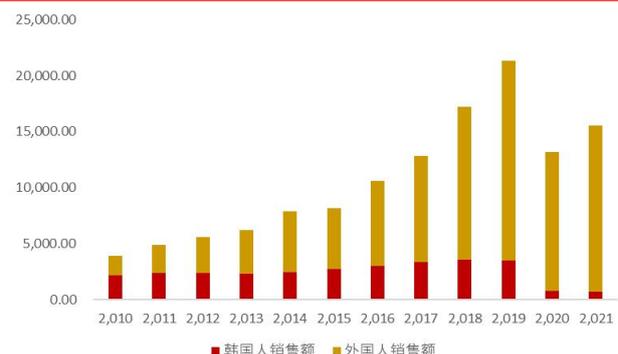
图 46：韩国免税购买者分布（万人次）



资料来源：KDFA，东莞证券研究所

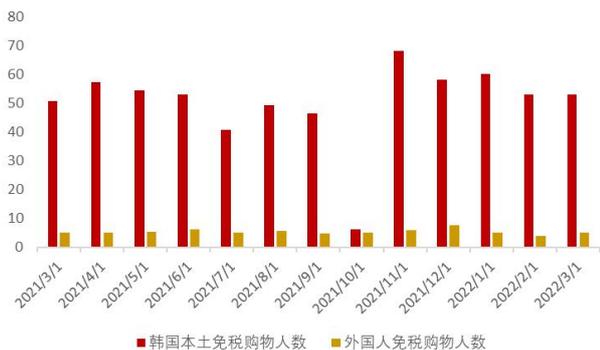
图 48：2021 年以来韩国免税购买者分布（万人次）

图 47：韩国免税金额分布（百万美元）



资料来源：KDFA，东莞证券研究所

图 49：2021 年以来韩国免税金额分布（百万美元）



资料来源: K DFA, 东莞证券研究所



资料来源: K DFA, 东莞证券研究所

### 3.3 引领高端旅游零售

**海口国际免税城开业打造旅游零售综合体。**海口国际免税城开业成为全球最大单体免税店，项目总建筑面积 93 万平方米，其中免税城项目建筑面积 28 万平方米，包含免税、有税、办公、高端酒店等多种业态。全球最大旅游零售综合体吸引大量高端奢侈品牌入驻设立大型门店，已有超 800 个国内国际大牌入驻，规划 4000 平米重奢区域提升游客吸引力，有望吸引更多箱包服饰精品消费，调优产品结构，免税城开业当天带动离岛免税销售额创新高。

图 50: 海口国际免税城



资料来源: 中免集团, 东莞证券研究所

图 51: 海口国际免税城主题中庭



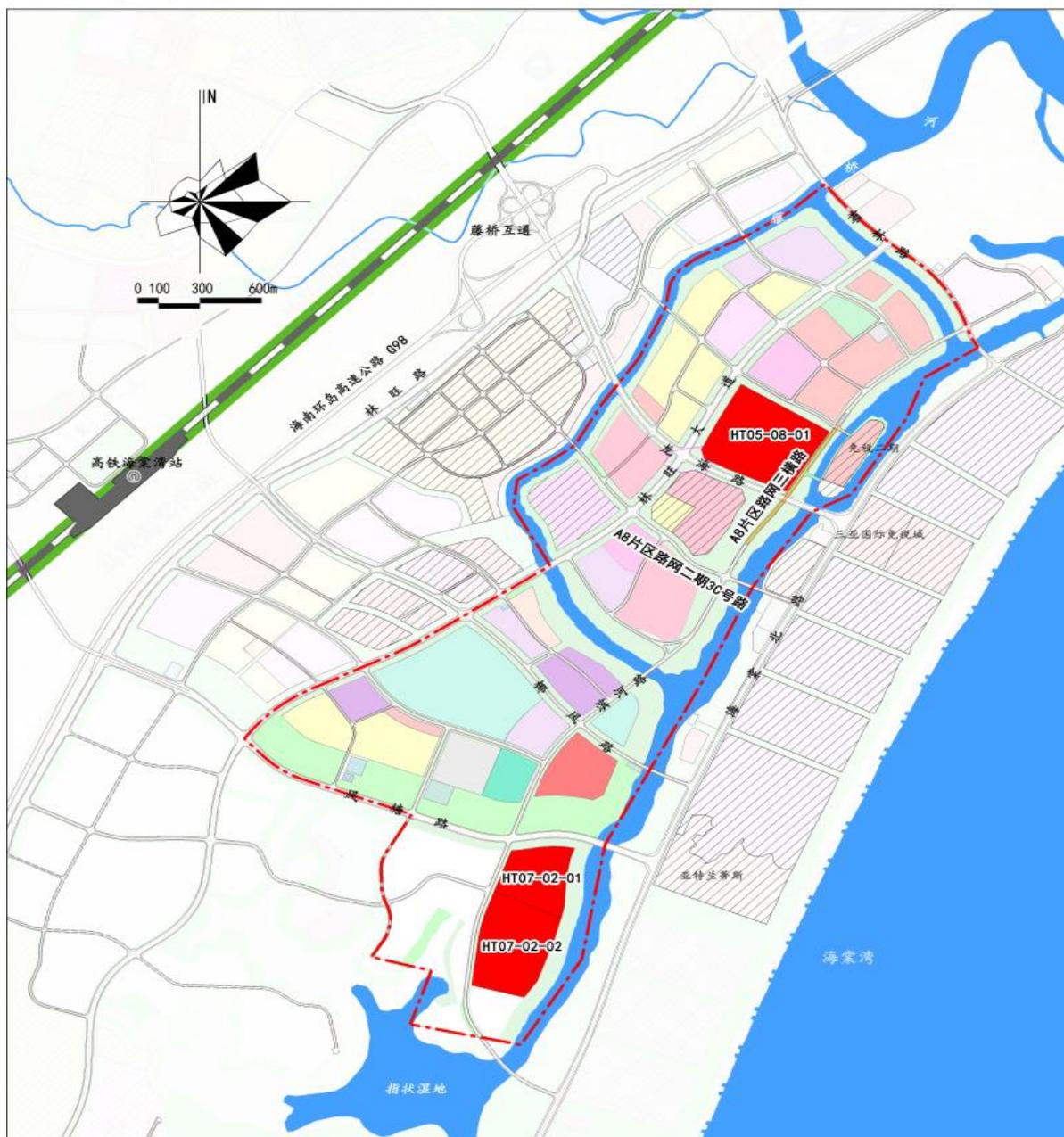
资料来源: 中免集团, 东莞证券研究所

中免与太古合作开发海棠湾三期项目，华润竞得地块建设超级万象城，打造高端旅游零售地带。2022 年 9 月，中免集团全资子公司与太古地产全资子公司宏瀚有限公司共同投资设立三亚中免棠瀚投资，合资公司于 10 月 24 日竞得规划编号 HT05-08-01 的 207,488.44 平方米的国有建设用地使用权。该地块位于海南省三亚市海棠区龙海路以北，藤桥路以东，紧邻中免三亚国际免税城一期、二期河心岛项目，有望发挥太古里 IP 及丰富的商业地产开发运营项目经验，打造高端旅游零售中心。据三亚日报报导，2022 年 11 月 14 日三亚市挂牌出让宗地位于三亚海棠湾国家海岸休闲园区控规 HT07-02-01 地块，面积 102891.54 平方米，规划用地性质为零售商业混合餐饮混合娱乐混合商务金融用地。该地块由由华润旗下海南润棠投资有限公司以总价 9.521 亿元成功竞得，计划总投资 45 亿元，用于建设超级万象城项目。太古里与万象城项目均位于海棠湾区域，集中免税城、海昌海洋公园、蜈支洲岛、亚特兰蒂斯酒店等知名离岛免税综合体与各大商业 IP，海棠

湾有望成为全球知名的高端旅游消费商业地带，吸引顶奢入驻。

图 52：三亚太古里与万象城项目所处区位为高端旅游休闲地带

## 区位图



资料来源：三亚市自然资源和规划局，东莞证券研究所

## 4. 大浪淘沙始见金，酒店龙头市占率提高

### 4.1 酒店经营指标快速反弹

酒店需求受疫情影响较大，疫情受控后快速复苏。酒店需求主要来源于异地游客，受疫情管控影响较大，2020 年初疫情爆发导致酒店出租率出现巨幅下降，2021 年跨省游熔断措施推出及散点疫情反复扰动下，酒店出租率呈逐步下滑趋势。但酒旅需求反弹速度较快，以国内酒店规模最大的锦江酒店为例，2020Q1-Q3 锦江酒店平均出租率分别为 34.04%、58.05%、73.69%，自 5 月国内疫情逐步受控后，酒店需求快速反弹，约二个季度即基本恢复至 2019 年水平。

图 53：锦江、首旅、华住平均出租率（%）

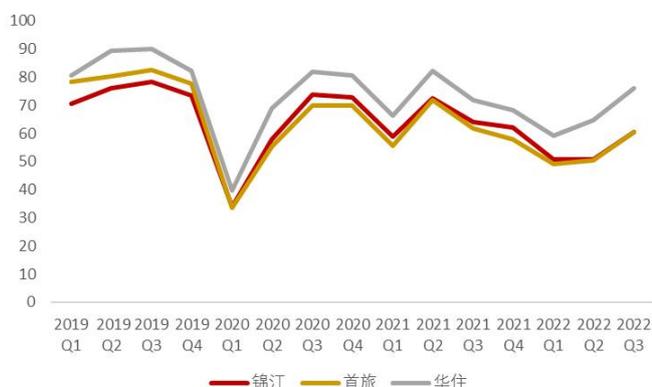
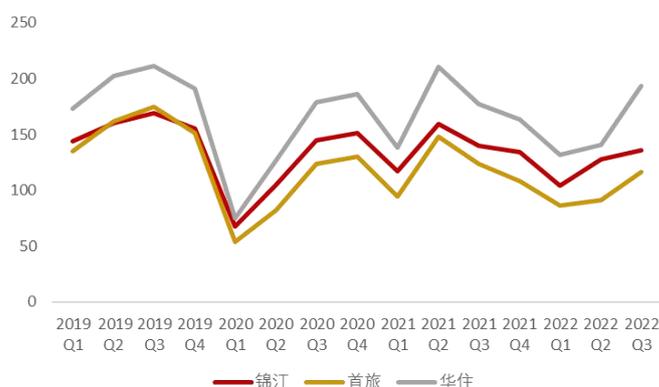


图 54：锦江、首旅、华住 RevPAR（元/间）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

### 4.2 酒店供给加速出清，龙头市占有望提高

疫情推动住宿业供给出清。根据中国饭店协会报告，2019 年至 2021 年全国住宿业设施数分别为 60.8 万家、44.7 万家、36.1 万家；住宿业客房规模分别为 1891.7 万间、1620.4 万间、1423.7 万间，其中酒店业设施数分别为 33.8 万家、27.9 万家、25.2 万家，受新冠疫情影响 2020 年住宿业设施数与酒店业设施数均出现大幅下降，供给快速收缩，但其他住宿业设施供给收缩较快。2020 年下半年至 2021 年上半年国内疫情控制良好，部分酒店投资者把新冠疫情类比非典疫情，导致 2021 年住宿业及酒店业供给降幅收窄。

图 55：全国住宿业规模

图 56：全国酒店业规模

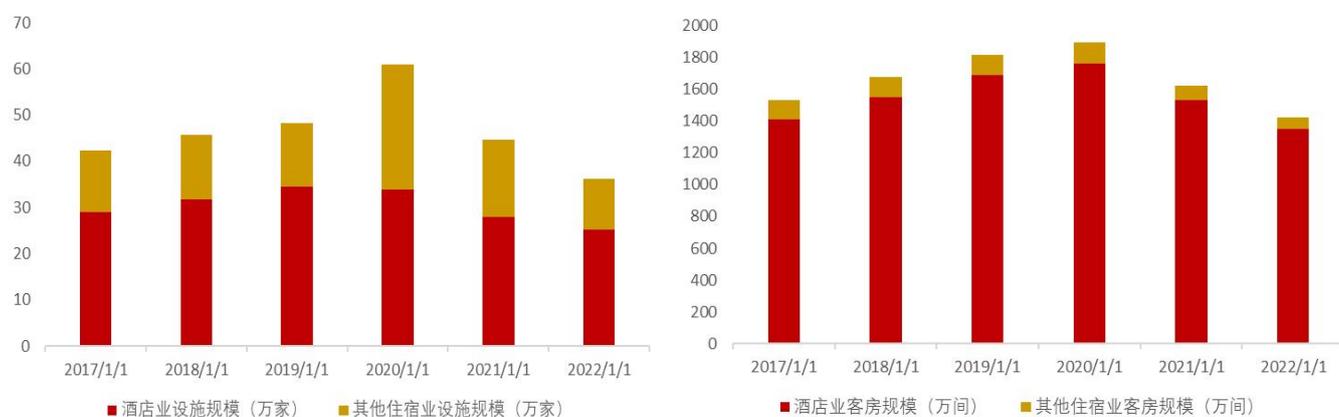


资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东莞证券研究所

资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东莞证券研究所

图 57: 全国酒店业及其他住宿设施规模

图 58: 全国酒店业及其他住宿设施客房规模

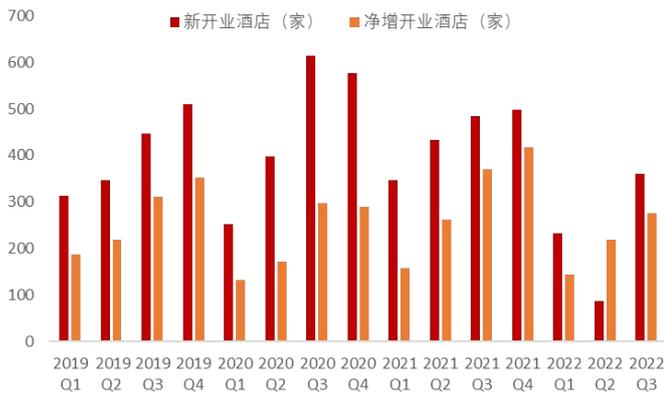


资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东莞证券研究所

资料来源: 盈蝶咨询, 中国饭店协会, 东莞证券研究所

**疫情持续时间超预期, 酒店供给加速出清。**从上市酒店集团数据来看, 2020Q2 国内疫情逐步受控后, 锦江、首旅等连锁酒店龙头签约酒店及开业酒店提速, 主要系大型连锁酒店的品牌力与会员体系带来的客源保障吸引众多酒店业主翻牌改造加盟。自 2021 年下半年至今, 国内散点疫情反复扰动导致酒店经营承压。不确定性持续提升下, 连锁酒店龙头新开业酒店数及新增 pipeline (筹备开业) 大幅缩水。其中, 2022 年三季度锦江酒店签约酒店规模首次下降, 首旅酒店 2022Q2-3 连续两个季度出现净增开业酒店负增长。疫情持续反复扰动酒店业主信心, 短期内全面放开与疫情反弹的相互影响或导致酒店业第二轮更深入的供给出清开启。大浪淘沙之下, 预计现金流更为强劲、拥有庞大会员体系带来稳定客源的连锁酒店龙头将更容易存活并趁机扩张, 酒店市场集中度有望快速提升, 将显著加速酒店供给周期到来。

图 59：锦江酒店新开业与净增开业酒店数（家）



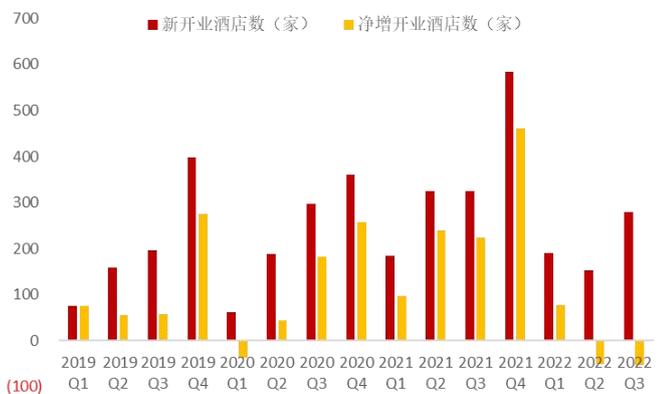
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 60：锦江签约储备酒店数与客房规模（家，间）



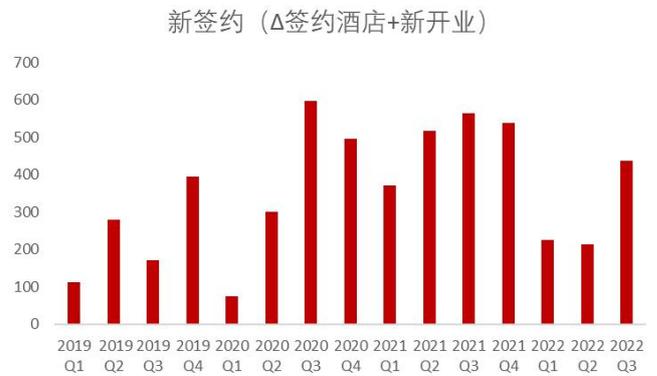
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 61：首旅酒店新开业与净增开业酒店数（家）



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

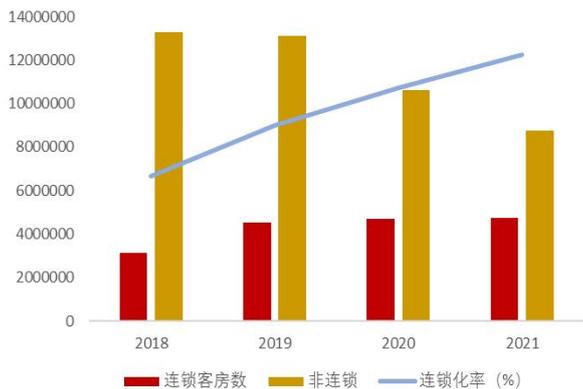
图 62：首旅酒店新增签约酒店数（家）



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

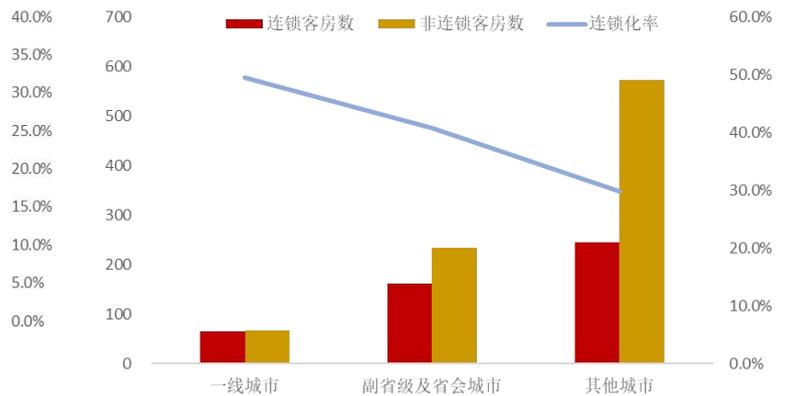
**疫情冲击带动连锁化率提升，有望提升连锁酒店龙头话语权。**新冠疫情冲击下酒店供给出清，连锁酒店集团凭借品牌力和庞大的会员体系维持较好业绩，带动连锁酒店占比快速提升。2018年至2021年中国酒店连锁客房数分别为313万间、452万间、469万间、472万间，而以客房数计算的酒店连锁化率分别为19.1%、25.7%、30.6%、35%，单体酒店供给出清是酒店业连锁化率快速提升的主要原因。由于疫情期间酒店需求仍具有较大的不确定性，后续新增酒店设施或以加盟连锁酒店的形式为主，通过连锁酒店集团庞大的会员体系和品牌力快速渡过爬坡期。相应的，我们预计连锁酒店市占率将持续提升，并进一步提升连锁酒店龙头对在线旅游平台的话语权、降低抽成，龙头盈利能力有望提升。

图 63：中国酒店连锁化率变化（按客房数计算）



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

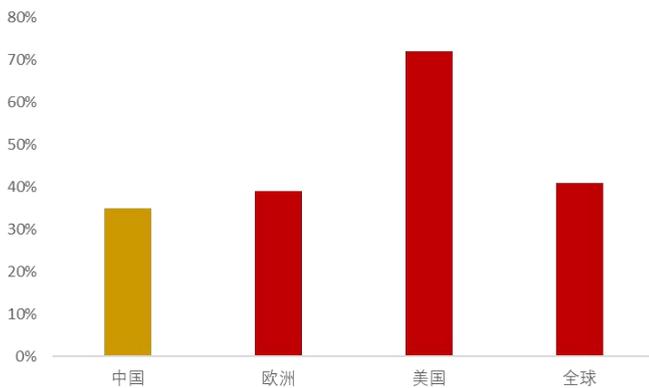
图 64：2021 年分城市连锁化率（按客房数计算）



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

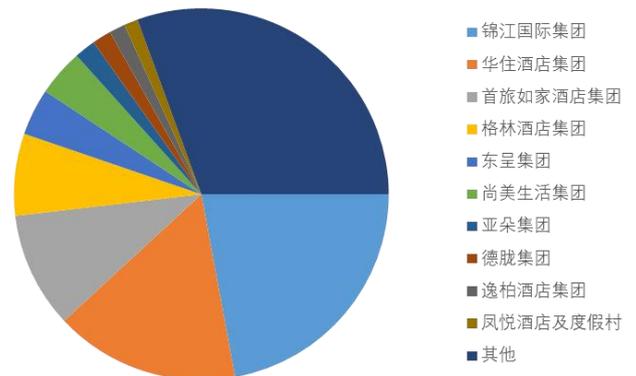
我国连锁化率仍有较大提升空间，后疫情时代或是连锁酒店龙头扩张黄金时期。目前我国酒店连锁化率已接近全球水平，但相较美国约 70% 的连锁化率仍有较大提升空间。2022 年以来疫情持续反复将加速酒店供给出清，而近期防疫措施优化与连锁酒店龙头带来的业绩确定性吸引投资者通过翻牌改造等方式加盟。后疫情时代或是中国连锁酒店龙头快速扩张的黄金时期。

图 65：全球酒店连锁化率 (%)



资料来源：弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

图 66：中国前十酒店集团市占率 (%)

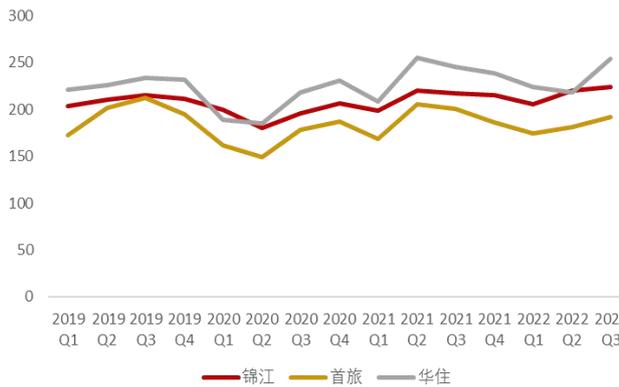


资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

### 4.3 中高端结构调优，轻中端改造下沉

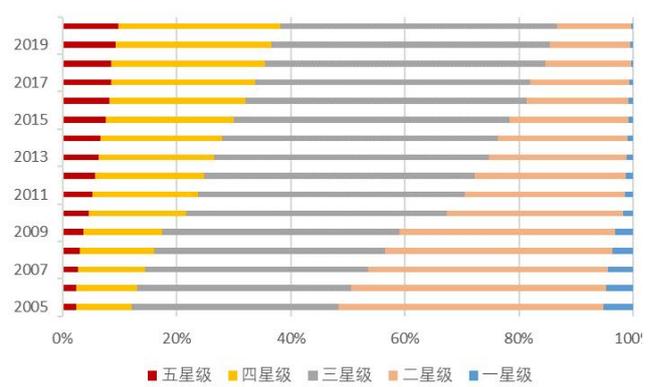
近年来中高端酒店占比提升支撑房价。自 2010 年经济型酒店黄金十年结束后，中高收入家庭占比开始扩大。2018 年一二线城市年均可支配收入 14 万至 30 万的较富裕家庭占比约 59%，较 2010 年的 15% 提高了 44 个百分点；2018 年三四线城市较富裕家庭占比约 34%，较 2010 年的 3% 提高了 31 个百分点。中高收入水平家庭数量的增长带动酒店需求从经济型向中端酒店过渡。2010 年以来，一批中端酒店品牌开始出现，各大连锁酒店集团纷纷布局中端酒店，催生了维也纳、全季等知名中端酒店品牌。新冠疫情冲击下，三大酒店集团平均房价并未随需求下降而出现剧烈波动，主要系价格稳定的中高端酒店对酒店集团平均房价起到良好的支撑作用。从平均房价来看，中高端酒店占比最高的锦江酒店集团疫情期间平均房价波动幅度最低，首旅如家酒店集团与华住集团平均房价波动相对较大，首旅平均房价仍未恢复至疫情前水平。

图 67：锦江、首旅、华住平均房价（元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 68：全国星级饭店分布



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 69：2010 年中国城市家庭人口年收入分布（百万）

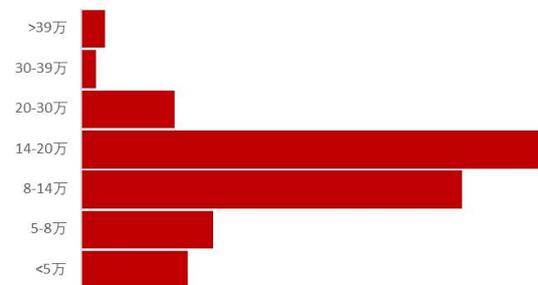
2010年家庭年收入分布（百万）



资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所

图 70：2018 年中国城市家庭人口年收入分布（百万）

2018年家庭年收入分布（百万）

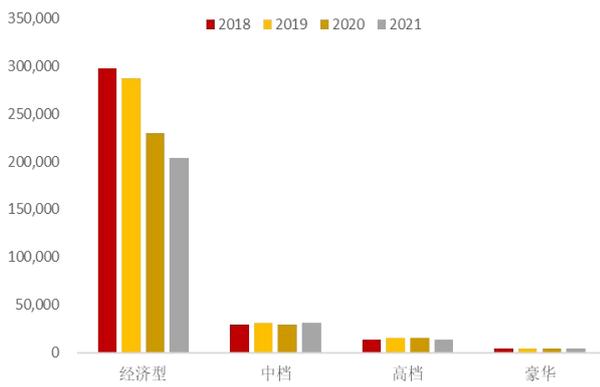


资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所

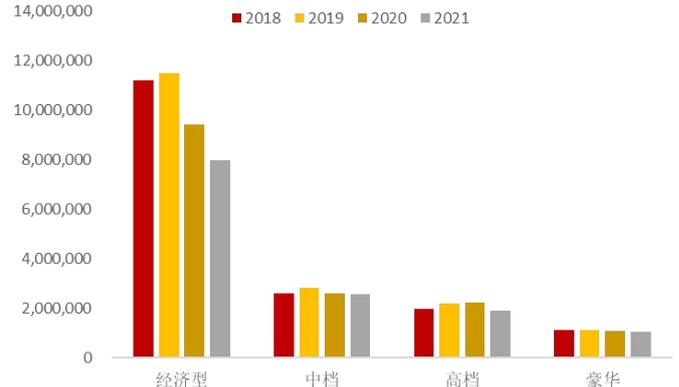
高端需求承压与消费升级淘汰经济型需求，中高端成为本轮酒店周期结构调优方向。以十年为周期来看，2000 年以来中国酒店业经历了经济高速发展时期的经济型酒店黄金十年和中产家庭占比提高带来的中端酒店高速发展，目前已进入中高端和高端酒店主导的新时代。从客房数来看，2018 年至 2021 年经济型、中档、高档、豪华型酒店客房复合增长率分别为-11.9%、2.2%、0.8%、-2.5%，其中经济型酒店供给下降最为明显，豪华型酒店规模小幅收缩，高档酒店基本持平，中档酒店小幅上升。我们认为，酒店结构的变化主要系中等收入家庭占比提升带动消费升级，传统经济型酒店难以提价导致投资收益相对较差，而疫情管控限制酒店客流，豪华型酒店难以覆盖经营成本。中高端酒店顺应消费升级大方向，并能更好满足个性化需求，预计中高端酒店在本轮酒店周期中将成为高线城市老旧酒店翻牌改造的主要方向。

图 71：中国酒店结构变化（按酒店数计算）

图 72：中国酒店结构变化（按客房数计算）



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，东莞证券研究所

## 5. 投资策略

**维持对行业的“推荐”评级。**防控要求优化，防疫政策出行实质性放松，有望提振居民出行信心。尽管短期内我国仍不具备全面防疫放开的条件，但参照美国与香港经验，防疫要求的逐步放松会带动旅游出行的快速反弹。从全球旅游复苏趋势来看，反弹势能有希望持续半年之久。对比全球，我国出入境限制仍较严格，但国际航班熔断措施取消、航班航线增加等利好均预示出入境限制正出现松动。建议重点关注出行链利好落地、业绩反弹，优先布局处于周期底部、供给加速出清、受益于国内旅游出行意愿快速反弹有望迎来业绩与估值双击的酒店板块，推荐市占率快速提升的连锁酒店龙头锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258），建议关注顺应酒店中高端化趋势的君亭酒店（301073）等；推荐底部向上，享受消费升级、竞争格局优化与自贸港政策扶持多重利好，出入境复苏后机场免税有望快速反弹的免税龙头中国中免（601888）；出行信心修复、跨省游“熔断”措施与风险区脱钩有望带动跨省客流复苏，建议关注业绩高弹性、有较高复制性的人工景区龙头宋城演艺（300144）、天目湖（603136）；建议关注业绩稳定具有防守属性、快速扩张兼顾成长的餐饮类个股同庆楼（603136）。

表 5：重点公司盈利预测及评级（截至 2022 年 11 月 15 日）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601888.SH	中国中免	187.50	4.70	3.72	6.53	39.89	50.40	28.71	推荐
300144.SZ	宋城演艺	13.22	0.12	0.06	0.35	110.17	220.33	37.77	推荐
605108.SH	同庆楼	30.08	0.55	0.55	0.98	54.69	54.69	30.69	推荐
603136.SH	天目湖	27.58	0.28	0.19	0.76	98.50	145.16	36.29	推荐
600754.SH	锦江酒店	53.00	0.09	0.16	1.53	588.89	331.25	34.64	推荐
600258.SH	首旅酒店	22.49	0.05	(0.18)	0.15	452.97	(124.94)	149.93	推荐
301073.SZ	君亭酒店	70.06	0.46	0.42	1.16	152.30	166.81	60.40	推荐
002707.SZ	众信旅游	8.34	(0.51)	(0.32)	0.02	(16.35)	(26.06)	417.00	推荐

资料来源：ifind，东莞证券研究所

## 6. 风险提示

(1) **新冠疫情反复**。我国采取动态清零的政策和有条件的跨省游“熔断”制度，2021年下半年以来国内新冠散点疫情反复并持续扩散，旅游出行受限。由于新冠疫情属于重大不可控事件，疫情反复可能导致旅游需求承压。

(2) **行业竞争加剧**。旅游服务、酒店、餐饮与旅游零售行业市场竞争压力较大，疫情受控后可能面临竞争加剧的局面。

(3) **行业政策风险**。旅游需求受新冠防疫政策影响较大，由于新冠病毒仍处于不断传播变异中，后续防疫政策放松时间无法确定，且纾困帮扶政策落地可能不及预期。

(4) **项目推进不及预期**。酒店、餐饮、旅游零售、人工景区等板块对扩张依赖度较高，新冠疫情反复可能导致新建项目建设推进不及预期。

(5) **宏观经济波动风险**。消费者服务行业可选消费属性较为明显，受居民收入水平和消费能力影响较大，若宏观经济波动造成居民收入水平下降，消费需求将承压。

(6) **国产新冠药物研发不及预期**。国产口服新冠药物具有给药方便，患者依从性高的优点，能有效减少疫情对医疗资源的挤兑，或是防疫政策放松的重要考虑因素之一。药物研发具有不确定性，研发进度可能不及预期。

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn