

社会服务

2022年12月01日

国货扬帆，复苏领航

——行业投资策略

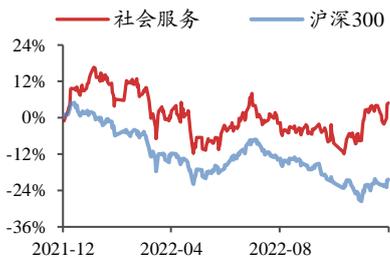
投资评级：看好（维持）

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《疫情反复+出行政策调整，出行链配置价值重现—行业周报》-2022.11.27

《优化疫情防控 20 条措施公布，米兰特墨西哥境外自办展圆满落幕—行业周报》-2022.11.13

《科思股份 Q3 归母净利润 yoy+324.77%，六部门发文便利国际商务往来—行业周报》-2022.10.30

● 美丽赛道：低渗透、高成长逻辑延续，景气度韧性较强

医美、化妆品的渗透率仍在低位，国货崛起未来成长空间广阔。医美：医美监管趋严有利于行业长期发展，上市公司合规性强，龙头集中度有望提升。同时受益于医美消费旺季以及疫情边际好转，长期来看，预计行业在渗透率提升逻辑下景气度持续。美妆：头部美妆品牌前三季度继续兑现高速增长，基本面优异、业绩兑现能力强的国货美妆龙头企业珀莱雅、贝泰妮等双十一业绩亮眼。我们认为企业研发创新精细化运营能力是决胜关键，具备规模、研发优势的头部品牌更为受益。上游制造业：建议关注外销为主、核心竞争力突出的美丽板块制造企业，短期关注海外需求变化及利润抗成本周期性波动能力，长期关注企业产能释放和产品结构优化升级。

● 出行政策边际利好，“复苏”有望成为 2023 年主线

出行：联防联控会议出现新信号，建议关注重大会议时间节点。复盘海外，2022 年全球旅游市场加速复苏，美国率先复苏，休闲旅游恢复快于商旅，欧洲已恢复接近疫情前水平。亚太复苏晚于欧美，但复苏态势良好。国内出入境政策逐渐放松，中国国际航线旅客量加速增长，我们认为国际出行放宽或由商务出行率先开启，有望促进与其他国家的经贸往来。酒店：酒店龙头拓店稳步推进，市场集中度有望进一步提升。行业现处于周期低位，叠加疫情影响行业估值偏低。疫情加速行业底部出清，市场集中度有望进一步提升，龙头成长可期。

● 免税：短期看疫后恢复、中期看店客扩容

免税行业承载海外消费回流和助力海南旅游岛建设等任务，且现阶段仍处于行业规模快速扩张阶段，渗透率、客单价等有望快速提升，市场空间广阔。2022Q2 和 Q3 受疫情影响波动较大，市场有望在跨省旅游和出境游限制逐步放开过程中迅速恢复。建议关注短期内旅行政策和顶奢品牌入住情况，中期持续关注免税运营规模扩张和未来有望开放的国人离境市内免税店政策，中长期关注 2025 年封关后相关政策持续推出和落地。

● 新领域新机会细分赛道&投资建议

培育钻石：渗透率提升的趋势不改，国内珠宝品牌纷纷入场将改写消费者认知；会展行业：会展行业作为经济助推器，属国家政策支持方向。随着海外疫情管控放松，以境外办展业务为主的企业业绩迎来拐点，同时随着国内疫情防控科学化趋势，会展行业将全面迎来景气度回暖。

投资建议：推荐底部反转与疫情复苏投资机会。

受益标的：科思股份、康冠科技、创维数字、中国中免、中兵红箭、黄河旋风、米奥会展。

● 风险提示：宏观经济下行，疫情反复影响，行业竞争加剧等。

目录

1、 市场表现：社服行业整体跑赢综指.....	5
1.1、 社服、美容板块跑赢综指，提前布局消费复苏.....	5
1.2、 各子板块近日股价回暖.....	5
1.3、 2022Q3 美容护理行业基金持股持续增多.....	6
1.4、 2022Q3 社会服务行业基金配比仍在低位.....	7
2、 美丽赛道：低渗透强监管，国货重塑美妆格局.....	9
2.1、 医美：政策趋严加深马太效应，国货精准洞察核心需求.....	9
2.2、 化妆品：紧抓“人、货、场”，本土品牌加速崛起.....	10
2.3、 收入端：低渗透、高成长逻辑延续.....	10
2.4、 盈利端：研发提升，费率稳定.....	11
2.5、 制造板块：受益于海外疫后复苏及汇率贬值，外销为主的制造板块高景气度.....	12
2.5.1、 康冠科技：2022Q1-Q3 归母净利润+98.29%，2023 年有望持续受益于产品结构优化与创新业务放量.....	12
2.5.2、 科思股份：量价齐升逻辑得到验证，可转债发行持续推进.....	13
3、 出行：政策边际利好，复盘海外旅游复苏.....	15
3.1、 联防联控通知调整防控政策，出行相关修复在望.....	15
3.2、 出入境政策逐步放松，保证经贸往来.....	15
3.3、 2022 年，全球旅游市场呈现加速复苏.....	16
3.4、 美国率先恢复，休闲快于商旅.....	17
3.5、 欧洲全面回暖，已接近疫情前水平.....	17
3.6、 亚太复苏晚于欧美，态势向好.....	18
4、 免税：短期看疫后恢复、中期看扩容.....	20
5、 酒店餐饮：行业波动下恢复，放开后有望率先受益.....	24
5.1、 酒店：入住率受疫情影响反复承压，三大酒店境内入住率在疫情波动中回暖.....	24
5.2、 餐饮：餐饮收入显著提升，随疫情管控措施优化盈利有望持续修复.....	26
6、 新领域新机会，关注细分赛道变革进行时.....	28
6.1、 培育钻石：渗透提升，品牌入场改写消费认知.....	28
6.2、 会展行业：业绩拐点已现，未来弹性可期.....	28
7、 投资建议.....	29
8、 风险提示.....	30

图表目录

图 1： 社会服务年初至今涨跌幅处于前列.....	5
图 2： 近 30 日社服表现排名第四.....	5
图 3： 年初至今社服行业子板块中餐饮和免税表现较好.....	6
图 4： 近 30 日社服行业中会展服务表现强劲.....	6
图 5： 美护行业基金持仓市值及超配比例处于 2022 年较高位.....	6
图 6： 2020Q4 以来社服行业基金持仓市值及超配比例有所波动.....	7
图 7： 2017-2030E 中国医美市场增速预计持续高于全球平均增速（单位：十亿美元）.....	9
图 8： 2021 年全球医疗美容服务细分市场中手术类占主体.....	9
图 9： 2021 年中国医疗美容服务细分市场中手术与非手术各占约一半.....	9
图 10： 2013-2021 年化妆品零售总额及在社零中占比稳步上升(亿元).....	10

图 11:	2016-2023E 预计中国本土美妆市场规模及占比稳步提升 (亿元)	10
图 12:	头部化妆品公司营业收入呈现较为明显的季节性规律 (万元)	11
图 13:	医美化妆品板块头部公司在疫情下营收增速仍然坚挺	11
图 14:	各公司毛利率稳中有升	11
图 15:	各公司研发费用率在 2022 年趋稳	11
图 16:	各公司销售费用率趋同	11
图 17:	爱美容较低销售费率 (见图 16) 是高净利率原因之一	11
图 18:	2022 年各季度康冠科技归母净利润均实现高增	12
图 19:	康冠科技盈利能力有所上升	12
图 20:	2022 年淘系平台智能健身镜销量高增	12
图 21:	科思股份净利润连续三个季度高增	13
图 22:	2022Q1-Q3 科思股份盈利能力显著提升	13
图 23:	中国国际航线每月旅客运输量在 2022 年 4 月以来有所恢复	16
图 24:	2022 年全球国际游客人数相比 2019 年同期恢复度向好	16
图 25:	全球国内航班恢复显著好于国际航班 (相较 2019 年同期)	16
图 26:	美洲航班客座量恢复至接近 2019 年同期水平	17
图 27:	美国休闲旅行的恢复预计快于商务旅行	17
图 28:	欧洲国内航班恢复好于国际航班 (相较 2019 年同期)	18
图 29:	2022 年欧盟旅游住宿设施住宿人数持续恢复	18
图 30:	英国入境旅游恢复慢于法等欧盟国家	18
图 31:	亚太地区航班客座量恢复持续波动 (相较 2019 年同期)	19
图 32:	2022 年 9 月亚太地区入境游人次恢复到疫情前同期的 30.1%	19
图 33:	海口、三亚机场吞吐量仍未恢复至 2019 年水平	20
图 34:	三亚较海口接待更多过夜游客	20
图 35:	2020 年以来中国四大机场国际客流经历疫情波动后持续恢复 (万人, %)	21
图 36:	2022Q3 疫情期间线上业务支撑中国中免营收	22
图 37:	2022Q3 中国中免归母净利润受疫情影响较大	22
图 38:	中国中免与太古地产合作项目计划打造度假零售	22
图 39:	中国中免持续完善免税度假中心	22
图 40:	王府井国际免税港预计将于 2023 年 1 月开业	23
图 41:	中国中免旗下 DUTYZERO 品牌在铜锣湾开业	23
图 42:	中国酒店入住率自 2019 年以来频繁受疫情波动影响	24
图 43:	2022 年 1-10 月一线城市入住率持续受疫情波动影响	24
图 44:	全国主要城市酒店的入住率和平均房价对比 2019 年同期情况恢复受限	25
图 45:	疫情影响使三大酒店 RevPAR 持续波动	25
图 46:	三大酒店 ADR 恢复至 2019 年水平	25
图 47:	2022 年 Q3 中国三大大酒店入住率回暖	26
图 48:	2022 年美国酒店入住率预计恢复至接近 2019 年同期水平 (%)	26
图 49:	2022 年 Q3 锦江酒店和首旅酒店营收恢复至 2019 年约 7 成 (%)	26
图 50:	2022 年 Q3 各家酒店归母净利边际改善 (亿元)	26
图 51:	2022 年 9 月社零餐饮收入恢复至 2019 年同期水平	27
图 52:	2022 年 9 月限额上企业餐饮收入达 2019 年 121%	27
图 53:	2022Q3 同庆楼营收达 2019 年的 155% (%)	27
图 54:	2022 年 Q3 同庆楼和全聚德毛利率有所修复 (%)	27
图 55:	三家销售费用率在 2022 年趋稳 (%)	27

图 56: 2022 年 Q3 三家财务费用有所下降 (%)	27
图 57: 2022 年 10 月印度培育钻石出口总额占比达到 8.6%.....	28
图 58: 米奥会展处于减亏状态	29
图 59: 2022Q3 米奥会展合同负债上升至 1.5 亿元	29
表 1: 2022Q3 美容护理行业基金重仓股前十位有多家医美品牌.....	7
表 2: 2022Q3 社会服务行业基金重仓股前十位有免税、酒店和会展等类型.....	8
表 3: 科思股份前次募投项目已有部分项目开始试产	13
表 4: 科思股份拟发行可转债募投项目	14
表 5: 防疫新二十条进一步优化防控工作	15
表 6: 亚太其他国家/地区入境政策逐步正常化.....	19
表 7: 多家航司加码冬春季国际及中国港澳台航班	21
表 8: 受益标的盈利预测与估值.....	30

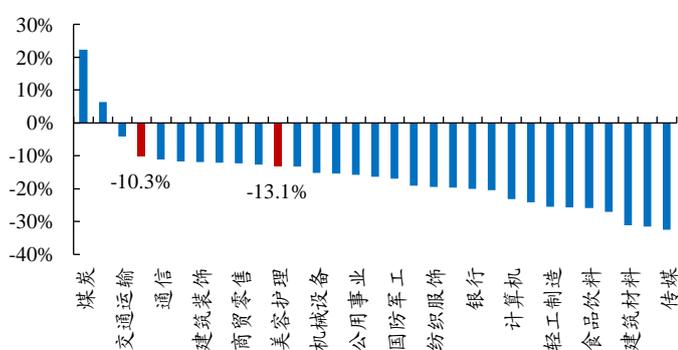
1、市场表现：社服行业整体跑赢综指

1.1、社服、美容板块跑赢综指，提前布局消费复苏

年初至今：社会服务板块年初至今下跌 10.3%，美容护理板块下跌 13.1%，大幅跑赢沪深 300 指数（年初至今，-23.75%）。整体线上消费呈现较快增长，国货崛起重塑竞争格局，线下消费受疫情反复影响复苏曲折，但放松预期逐渐达成一致。

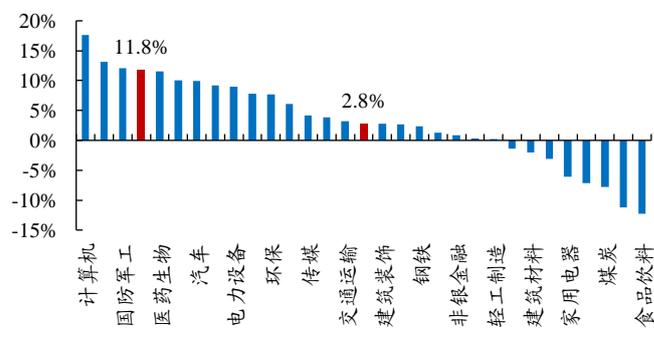
近 30 日：社会服务板块近 30 日强势反弹 11.8%，美容护理板块上涨 2.8%，同期沪深 300 下跌 1.83%。近一月零星的放松信号不断释放，前期过于悲观的预期得到修正，社服作为受疫情影响较大的板块率先反弹，同时，李佳琦回归助力双 11 也为国货美妆的业绩带来弹性增量。

图1：社会服务年初至今涨跌幅处于前列



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022 年 11 月 8 日，仅涵盖 A 股公司）

图2：近 30 日社服表现排名第四



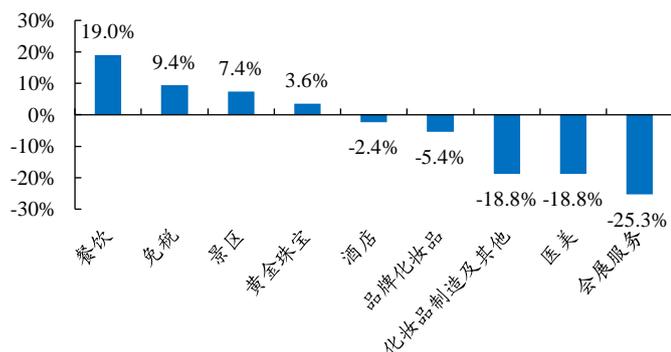
数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022 年 11 月 8 日，仅涵盖 A 股公司）

1.2、各子板块近日股价回暖

年初至今：社服各子板块涨幅从高到低分别为餐饮（19.0%）、免税（9.4%）、景区（7.4%）、黄金珠宝（3.6%）、酒店（-2.4%）、品牌化妆品（-5.4%）、化妆品制造及其他（-18.8%）、医美（-18.8%）、会展服务（-25.3%）。

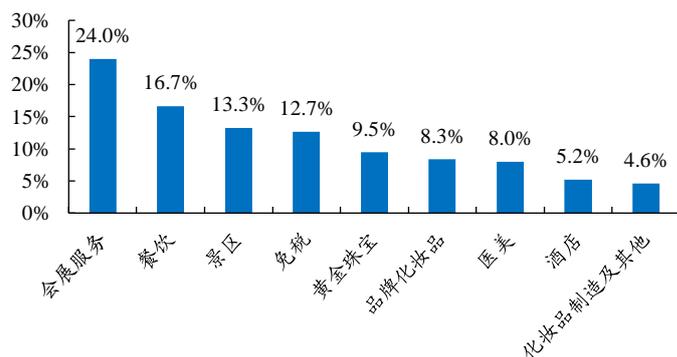
近 30 日：社服各子板块均录得正收益，涨幅从高到低分别为会展服务（24.0%）、餐饮（16.7%）、景区（13.3%）、免税（12.7%）、黄金珠宝（9.5%）、品牌化妆品（8.3%）、医美（8.0%）、酒店（5.2%）、化妆品制造及其他（4.6%）。

图3: 年初至今社服行业子板块中餐饮和免税表现较好



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2022 年 11 月 8 日, 仅涵盖 A 股公司)

图4: 近 30 日社服行业中会展服务表现强劲



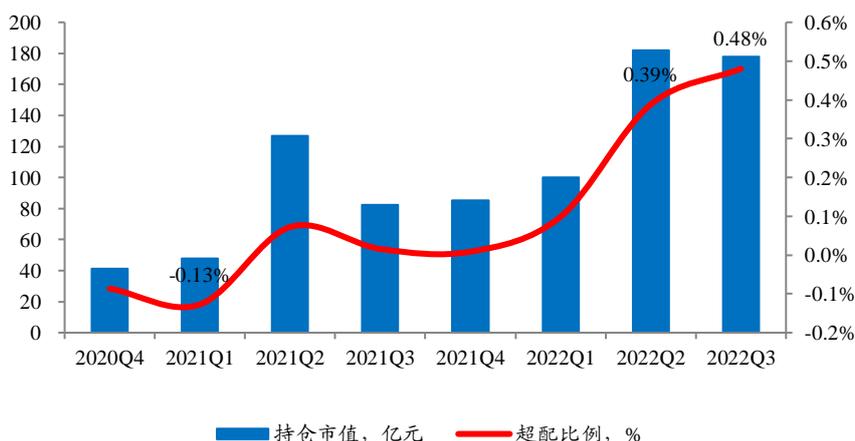
数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2022 年 11 月 8 日, 仅涵盖 A 股公司)

1.3、2022Q3 美容护理行业基金持股持续增多

行业仓位: 2022Q3 基金持仓市值中, 美容护理行业持仓达到 178 亿元, 占比 0.7%, 超配比例从 2021Q1 的 -0.13% 持续提升至 2022Q3 的 0.48%, 美护板块低渗透、高成长的逻辑持续验证中。

重点持股: 爱美客受医美行业政策趋严以及医药估值下降的影响, 基金减配较多; 化妆品公司贝泰妮、珀莱雅、科思股份、华熙生物等获基金增持, 市场对于化妆品板块受疫情影响小、高景气强稀缺的属性认可度加强。

图5: 美护行业基金持仓市值及超配比例处于 2022 年较高位



数据来源: Wind、开源证券研究所 (超配比例等于持仓市值占基金投资总额比例减去股票市场标准行业配置比例)

表1: 2022Q3 美容护理行业基金重仓股前十位有多家医美品牌

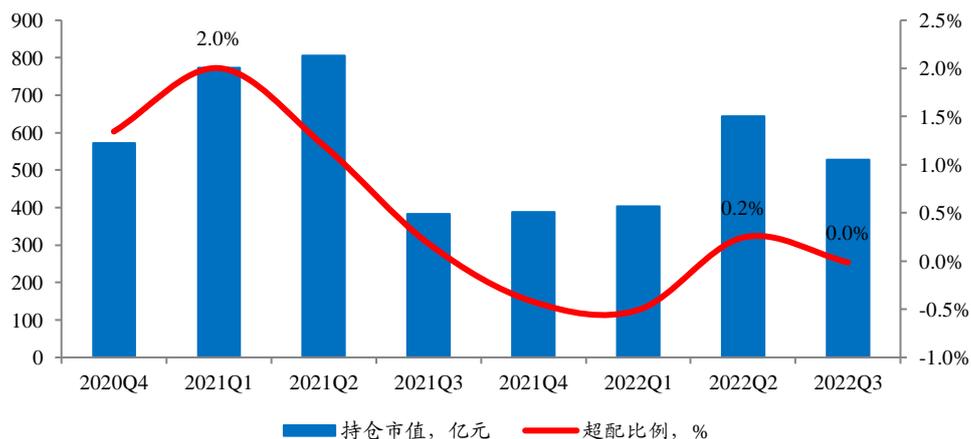
股票代码	股票名称	持仓市值 (亿元)	占流通股比	持有基金数	基金增减 数量
300896.SZ	爱美客	98.79	22.75%	168	-30
300957.SZ	贝泰妮	42.19	11.29%	68	17
603605.SH	珀莱雅	24.09	5.25%	50	33
300856.SZ	科思股份	8.05	21.84%	36	26
688363.SH	华熙生物	3.39	2.69%	24	14
600315.SH	上海家化	0.73	0.38%	6	-8
001206.SZ	依依股份	0.22	1.23%	5	5
002919.SZ	名臣健康	0.17	0.36%	1	1
002612.SZ	朗姿股份	0.13	0.24%	2	1
300888.SZ	稳健医疗	0.11	0.11%	3	1

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、2022Q3 社会服务行业基金配比仍在低位

行业仓位: 2022Q3 持仓市值中, 社会服务行业持仓达到 528 亿元(调整加回中国中免), 占比 3.2%, 超配比例从 2021Q1 的 2.0% 回落至 2022Q3 的 0.0%, 基金环比下降 0.2pct, 处于相对较低的配置仓位, 有一定的上升空间。

重点持股: 上海疫情于 6 月平息后, 8 月海南疫情再起, 基金减配中国中免、宋城演艺等股票; 酒店行业供给出清, 叠加海外强势恢复, 锦江酒店、首旅酒店获基金增配。

图6: 2020Q4 以来社服行业基金持仓市值及超配比例有所波动


数据来源: Wind、开源证券研究所(将中国中免调整加回)

表2: 2022Q3 社会服务行业基金重仓股前十位有免税、酒店和会展等类型

股票代码	股票名称	持仓市值 (亿元)	占流通股比	持有 基金数	基金增 减 数量
601888.SH	中国中免	226.21	5.84%	350	-10
600754.SH	锦江酒店	70.86	13.45%	106	6
600258.SH	首旅酒店	28.49	12.44%	60	2
300144.SZ	宋城演艺	10.64	3.88%	16	-9
600859.SH	王府井	10.44	4.38%	11	6
300662.SZ	科锐国际	2.92	4.39%	13	1
301073.SZ	君亭酒店	1.99	7.31%	10	-8
002159.SZ	三特索道	0.90	5.95%	5	0
600138.SH	中青旅	0.62	0.79%	13	-7
300795.SZ	米奥会展	0.42	4.67%	3	1

数据来源: Wind、开源证券研究所

2、美丽赛道：低渗透强监管，国货重塑美妆格局

2.1、医美：政策趋严加深马太效应，国货精准洞察核心需求

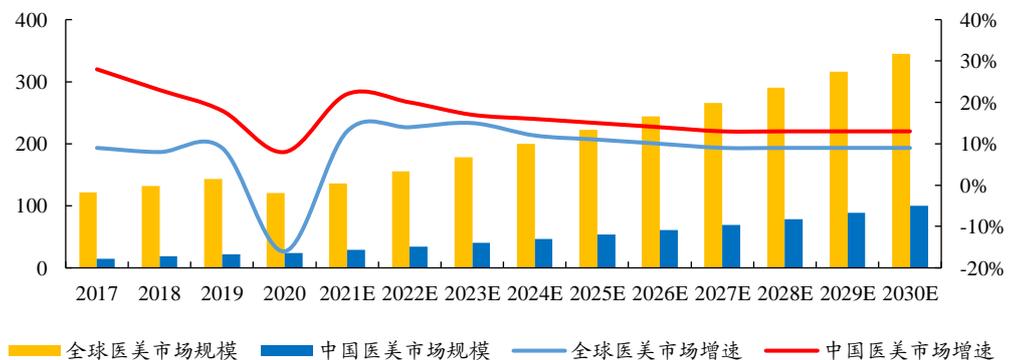
市场规模：中国医美市场进入快速增长期，2015-2020年市场规模由637亿人民币增长至1,549亿人民币，德勤预计到2025年，市场规模将超过3,500亿人民币，增速领先全球市场，同时轻医美类项目增速大于手术类项目。

医美乱象：2021年非法从事医疗美容服务的机构数量为正规机构的6倍以上，市面流通的注射类针剂，正品率仅约33.3%。

合规替代：2018年开始，监管对医美机构主体资格审查变严；2021年6月国家卫健委等八部门颁布《关于印发有关打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》；2022年3月，国家药监局调整《医疗器械分类目录》，将“水光针”正式纳入III类医疗器械；NMPA认证的62款玻尿酸注射器械中，37款为国产产品，监管趋严加速了优质合规产品对于水货的替代。

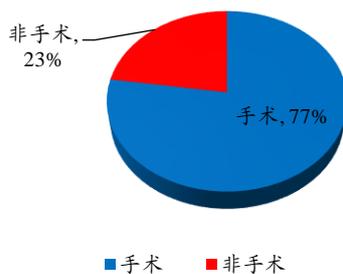
国产新材料：2021年我国共获批华东医药少女针、长春圣博玛童颜针、爱美客童颜针三款胶原蛋白刺激物，锦波生物薇旻美等胶原蛋白类产品也陆续登陆市场，具有技术革新的国货产品正持续挖掘消费者的差异化需求。

图7：2017-2030E 中国医美市场增速预计持续高于全球平均增速（单位：十亿美元）



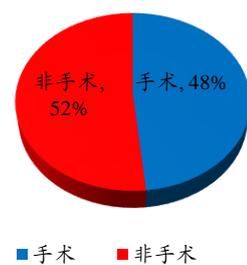
数据来源：《中国医美行业 2022 洞察报告》、开源证券研究所

图8：2021 年全球医疗美容服务细分市场中手术类占主体



数据来源：Frost&Sullivan、爱美客招股书、开源证券研究所

图9：2021 年中国医疗美容服务细分市场中手术与非手术各占约一半



数据来源：Frost&Sullivan、爱美客招股书、开源证券研究所

2.2、化妆品：紧抓“人、货、场”，本土品牌加速崛起

化妆品社零：2013-2021 年化妆品类零售额 CAGR 为 4.7%，快于同期社零的 2.3%，随着国内人均收入的不断提升，以及女性经济地位的提高，化妆品类零售额在社零总额中的占比由 0.69% 提升至 0.9%。

国货市场规模：资本的助力叠加社交媒体的兴起，使得大量国货品牌获得消费者的青睐，国货增速快于大盘，根据艾瑞咨询，2021 年我国本土美妆市场规模达到 1859 亿元，占整体美妆市场的 43%，预计 2023 年该占比将达到 45%。

电商变革：国货品牌较欧美大牌拥有更敏锐的渠道嗅觉，2018 年开始布局淘宝超头直播，2021 年开始大量投入抖音达播、自播，享受渠道变革红利，2022H1 珀莱雅/贝泰妮的化妆品线上销售份额分别为 81/80%。

双 11 销售：虽然整体双 11 美妆表现较为平淡，但国货品牌仍然销售亮眼，截至 11 月 11 日，薇诺娜/珀莱雅/夸迪天猫双 11 排名分别位于榜单的第 2/6/8 位，占美容护肤整体的 5.2%/4.4%/2.3%。

图10：2013-2021 年化妆品零售总额及在社零中占比稳步上升(亿元)



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图11：2016-2023E 预计中国本土美妆市场规模及占比稳步提升 (亿元)



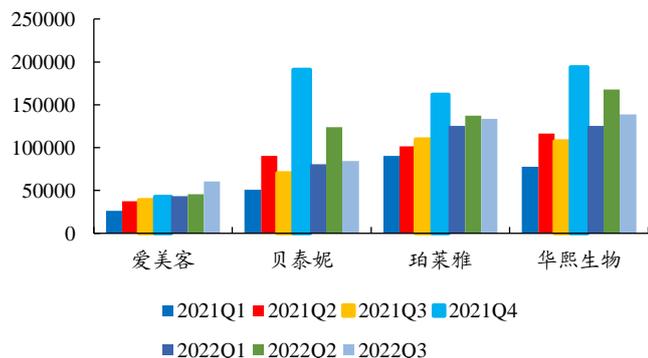
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.3、收入端：低渗透、高成长逻辑延续

增长空间：(1) 2021 年贝泰妮、珀莱雅、华熙生物三家上市公司收入合计 136 亿元，占比整个国内化妆品市场约 3.1%，未来随着品牌认知的不断培育，以及多品牌矩阵的壮大，国货大牌的集中度有望攀升；(2) 根据 Frost&Sullivan, 2020 年韩国、美国、巴西每千人医疗美容治疗次数分别为 82.4/47.9/42.8，而中国仅为 20.8，每千人治疗次数仍有较大提升空间，同时，国货替代、合规替代为龙头公司带来 α 增量。

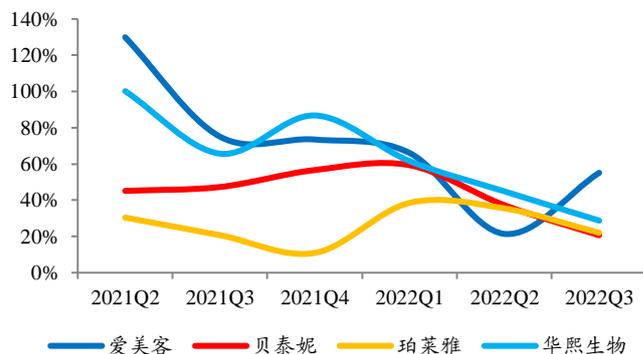
季节性：(1) 化妆品存在重复购买、囤货等消费习惯，其销售旺季与 618、双 11 等大促节点紧密相连；(2) 医美消费人群逐渐年轻化，暑假成为医美销售旺季，同时考虑到修复时间，春节、十一等长假也会迎来小高峰。

图12: 头部化妆品公司营业收入呈现较为明显的季节性规律 (万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 医美化妆品板块头部公司在疫情下营收增速仍然坚挺

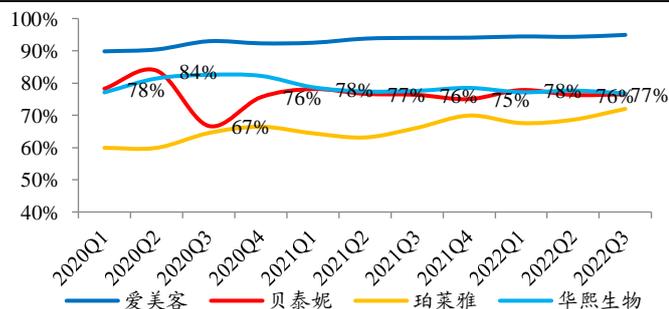


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.4、盈利端: 研发提升, 费率稳定

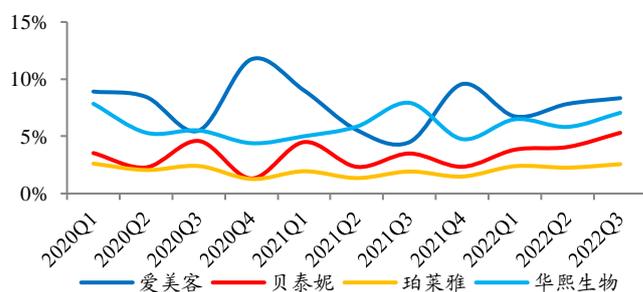
发力高端产品提高单价, 各公司毛利率稳中有升; 产品时代研发费用率提升, 爱美客 2022Q3 研发费率达 8%; 化妆品公司销售费用率中枢维持在 45%左右, 随着品牌认知加深有望降低, 从而提升净利。

图14: 各公司毛利率稳中有升



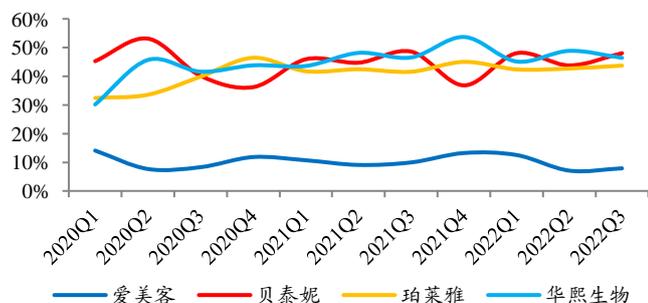
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图15: 各公司研发费用率在 2022 年趋稳



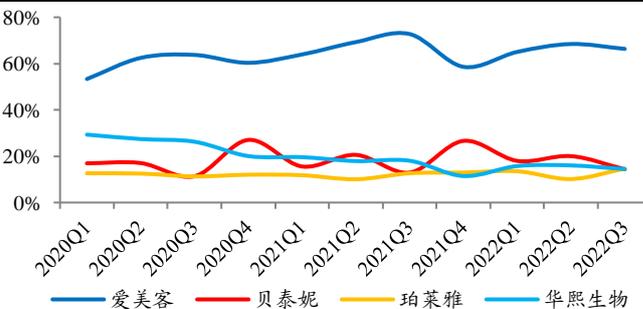
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图16: 各公司销售费用率趋同



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图17: 爱美客较低销售费率 (见图 16) 是高净利率原因之一



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

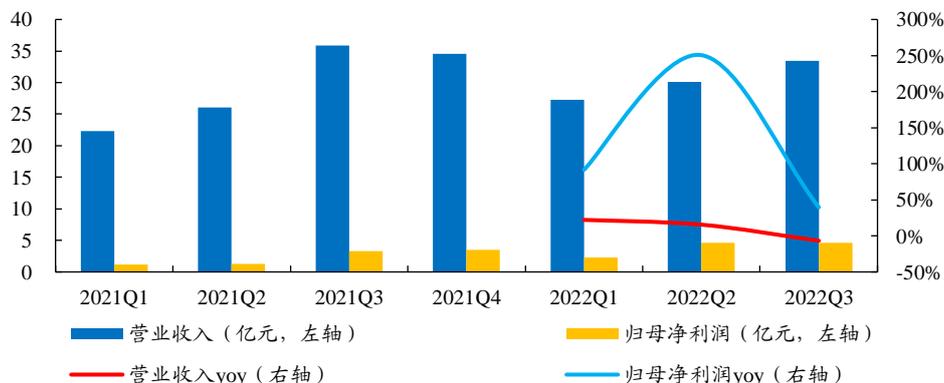
2.5、制造板块：受益于海外疫后复苏及汇率贬值，外销为主的制造板块高景气度

2.5.1、康冠科技：2022Q1-Q3 归母净利润+98.29%，2023 年有望持续受益于产品结构优化与创新业务放量

持续发力境外市场，全年归母净利润有望保持高增速。康冠科技 2022 年前三季度实现营收 90.82 亿元/yoy+7.75%，归母净利润 11.47 亿元/yoy+98.29%，2022 中报显示境外营收占比进一步提升，达到 84%。主要系海外市场出货量增加，芯片供货得到缓解以及主要原材料液晶面板价格处于下行周期，同时受益于汇率贬值，收入和净利均取得了较大幅度增长。

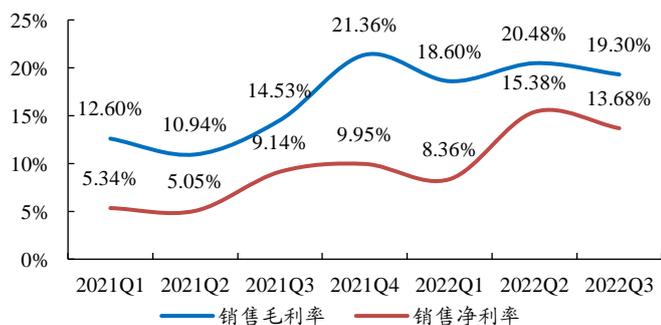
产品结构持续优化带动盈利能力提升，创新业务持续放量有望成为康冠科技第二道成长曲线。2022Q3 单季毛利率 19.3%/yoy+4.77pct，系公司主业智能交互和智能电视同增长，高毛利率智能交互占比持续提高，从 2018 年占比为 23.46%提升至 2022H1 的 44%成为公司第一大主业。预计 2023 年产品结构将继续优化。同时公司以健身镜、美妆镜为主的创新显示类业务布局逐渐深入，尤其是智能健身镜（行业 TOP3 企业产品均为康冠科技代工生产）市场培育效果显著，2021 年 11 月至 2022 年 10 月同比上一个周期销量增长 122.5%，且 2022H1 双十一增速亮眼，预计随着市场教育的加深 2023 年将进入集中放量期。

图18：2022 年各季度康冠科技归母净利润均实现高增



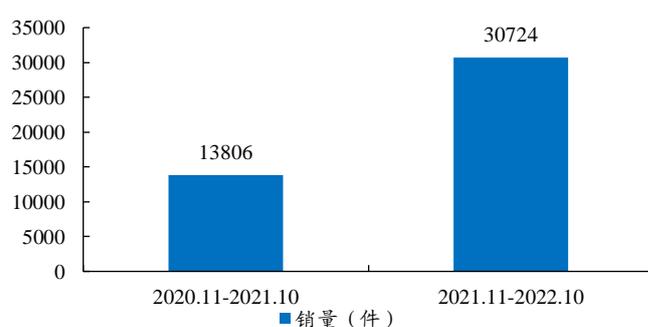
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：康冠科技盈利能力有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2022 年淘系平台智能健身镜销量高增



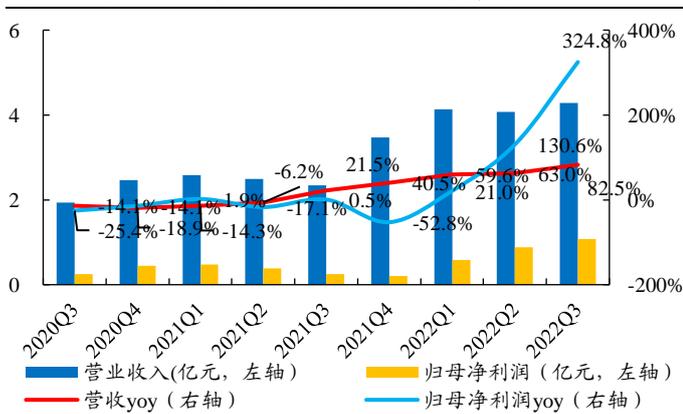
数据来源：魔镜市场情报公众号、开源证券研究所

2.5.2、科思股份：量价齐升逻辑得到验证，可转债发行持续推进

2022年连续三个季度利润高增长，量价齐升逻辑得到验证。科思股份2022年前三季度营收12.49亿/yoy+68%，归母净利2.54亿元/yoy+127.42%，Q3单季营收4.29亿元/yoy+82.53%，归母净利1.73亿元/yoy+324.77%，2022Q3毛利率为39.2%/yoy+15.4pct。收入利润大幅增长主要系防晒需求持续恢复，同时基于原材料和海运价格上涨采取的调价措施逐步落地、募投项目产品持续放量，高价值新品（DHHB防晒+OCT防晒）贡献首次纳入表中。

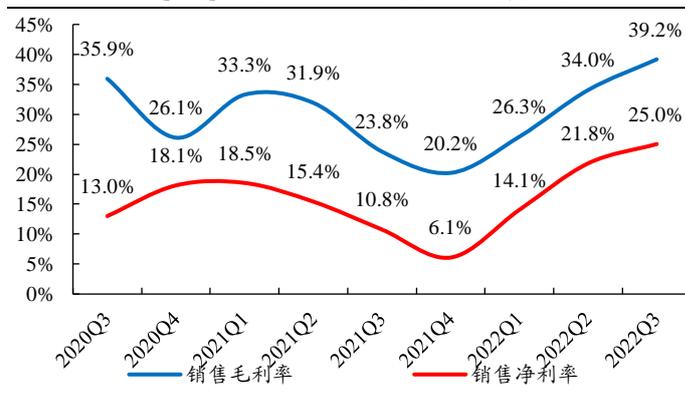
募投项目及可转债持续推进，横向拓展高单价个护领域进阶新阶段。科思股份募投项目持续放量加码高端防晒剂产能，将进一步巩固在防晒剂领域的龙头地位，同时横向拓展业务单元向高端个护领域进军，布局氨基酸表活和高分子增稠剂等高速增长赛道，建成后氨基酸表活产能规模将位居国内前列。

图21：科思股份净利润连续三个季度高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2022Q1-Q3科思股份盈利能力显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：科思股份前次募投项目已有部分项目开始试产

项目名称	产品	新增产能(吨/年)	项目建设进度
马鞍山科思化学有限公司 25,000t/a 高端日用香原料及 防晒剂配套项目(一期工程)	阿伏苯宗(AVB)	2000	已投料试生产
	水杨酸甲酯(冬青油)	8000	
	香豆素	2000	
	水杨酸苄酯	1500	
马鞍山科思化学有限公司 25000t/a 高端日用香原料及 防晒剂配套项目(二期工程)	水杨酸正己酯	1500	已投料试生产
	水杨酸异戊酯	1500	
	水杨酸正戊酯	1500	
马鞍山科思化学有限公司 14200t/a 防晒用系列产品项 目	辛基三嗪酮	1000	建设中, 预计2021 年12月完成安装 调试
	中试装置		
马鞍山科思化学有限公司年 产2500吨日用化学品原料项	二乙氨基羟苯甲酰基苯 甲酸己酯(DHHB)	500	2022年上半年投产

目			
安徽圣诺贝化学科技有限公司年产 500 吨防晒系列产品扩建项目	双-乙基己氧苯酚 甲氧苯基三嗪 (P-S)	500	2022 年 5 月开工建设, 2022 年 12 月竣工完成
科思个人护理品研发项目			2022 年 3 月开工建设, 预计至 2022 年 12 月竣工使用。

资料来源: 科思股份公司公告、开源证券研究所

表4: 科思股份拟发行可转债募投项目

产能类型	产品名称	产能规模 (吨)
氨基酸表面活性剂	椰油酰甘氨酸钠	5500
	椰油酰甘氨酸钾	3000
	甲基椰油酰基牛磺酸钠	4300
高分子增稠剂	卡波姆	2000

资料来源: 科思股份公司公告、开源证券研究所

3、出行：政策边际利好，复盘海外旅游复苏

3.1、联防联控通知调整防控政策，出行相关修复在望

国务院新冠联防联控综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》具体调整共 20 条，其中入境管理、密接管理判定、风险区管控和判定等方面调整有望对出行相关产生积极影响。入境管控上取消入境航班熔断机制，将入境隔离从“7 天集中+3 天居家隔离”调整为“5 天集中+3 天居家隔离”；密接管理判定上取消“次密接”的判定，保障有效筛查下节省集中隔离资源；风险区管控和判定方面取消检出率较低的中风险区的判定，高风险区连续 5 天未发现新增感染者即降为低风险区，同时强调符合解封条件的高风险区需及时解封，避免“一刀切”和“层层加码”等情况发生。

表5：防疫新二十条进一步优化防控工作

	具体内容
5 个“调整”	(1) 密切接触者：“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离” (2) 高风险区外溢人员：“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离” (3) 入境人员：“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离” (4) 风险区：由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员 (5) 结束闭环作业的高风险岗位从业人员：“7 天集中隔离或 7 天居家隔离”调整为“5 天居家健康监测”
7 个“不得”	(1) 高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大 (2) 没有发生疫情的地区严格按照第九版防控方案确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围。一般不按行政区域开展全员核酸检测 (3) 入境人员在第一入境点完成隔离后，目的地不得重复隔离 (4) 严格落实首诊负责制和急危重症抢救制度，不得以任何理由推诿拒诊，保障居民治疗、用药等需求 (5) 各地各校要严格执行国家和教育部门防控措施，坚决落实科学精准防控要求，不得加码管控 (6) 发生疫情期间，要全力保障物流畅通，不得擅自要求事关产业链全局和涉及民生保供的重点企业停工停产，落实好“白名单”制度 (7) 目的地要增强大局意识，不得拒绝接受滞留人员返回，并按照要求落实好返回人员防控措施，既要避免疫情外溢，也不得加码管控。
1 个“不再”	及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接
1 个“取消”	取消入境航班熔断机制，登机前 48 小时内 2 次核酸检测阴性证明调整为登机前 48 小时内 1 次核酸检测阴性证明
1 个“严禁”	地方党委和政府要落实属地责任，严格执行国家统一的防控政策，严禁随意封校停课、停工停产、未经批准阻断交通、随意采取“静默”管理、随意封控、长时间不解封、随意停诊等各类层层加码行为，加大通报、公开曝光力度，对造成严重后果的依法依规严肃追责

资料来源：国家卫健委网站、开源证券研究所

3.2、出入境政策逐步放松，保证经贸往来

2022 年 5 月起，中国国际航线旅客量加速增长，9 月运送国际旅客 21.2 万人，同比增长 72%，达到疫情以来的峰值，出行相关重点政策有：

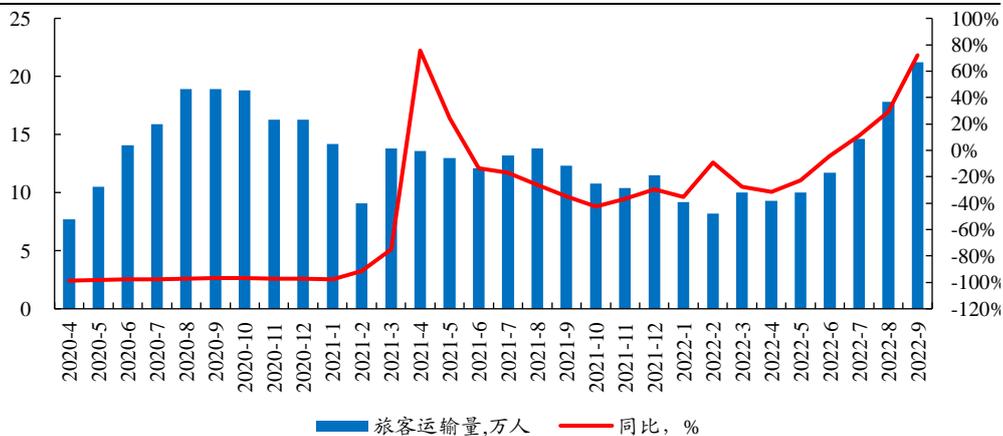
(1) 6 月 29 日，第九版防控方案出台，风险人员管控时间调整为“7+3”，同时取消通信行程卡“星号”标记。

(2) 10 月 25 日，发改委等六部门提出在做好新冠疫情防控前提下，便利国际商务人员往来。

(3) 10月30日起,中国民航执行2022/2023冬春航季,国际客运航班每周840班,同比将增长105.9%。

(4) 11月1日起,中国澳门旅游电子签注恢复办理。

图23: 中国国际航线每月旅客运输量在2022年4月以来有所恢复



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3、2022年,全球旅游市场呈现加速复苏

旅客人次: 2021H1开始,各国防疫政策逐渐放宽,旅游市场景气度持续恢复,国际旅游收入有较大比例恢复;根据UNWTO,2022年1-9月国际游客入境人数达69亿人次,已恢复至2019年同期的61.5%。2022年6月和7月国际游客人数有2.07亿人次,超过2021年同期的2倍,占2022年前7个月总人次的44%。

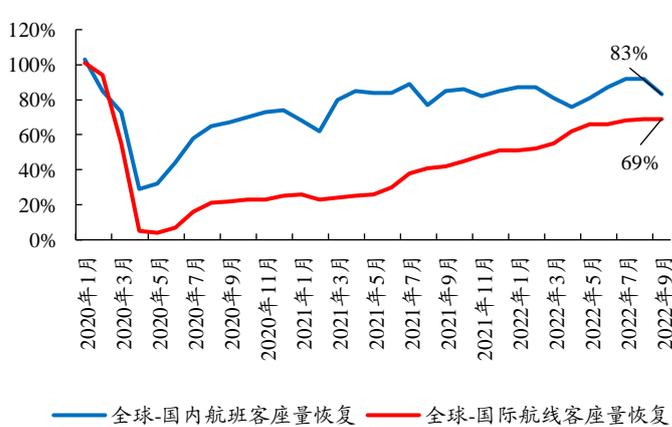
航运: 2022年全球航线运力也随之逐渐从疫情影响中恢复;根据UNWTO数据,2022年7月,全球国内和国际客座量分别恢复至2019年同期的92%和68%,国际航线运力恢复到2019年同期的83%。

图24: 2022年全球国际游客人数相比2019年同期恢复度向好



数据来源: UNWTO、开源证券研究所

图25: 全球国内航班恢复显著好于国际航班(相较于2019年同期)



数据来源: UNWTO、开源证券研究所

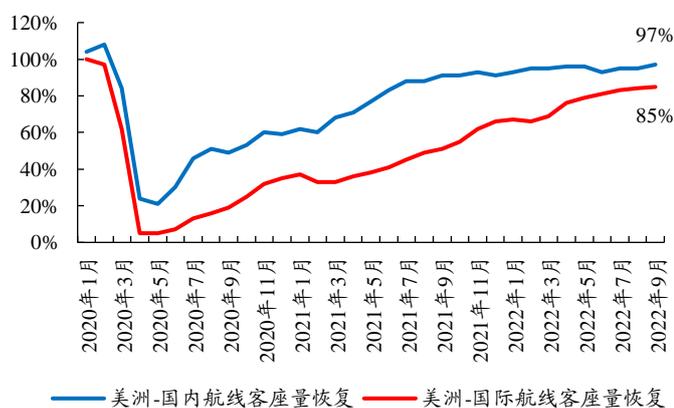
3.4、美国率先恢复，休闲快于商旅

航运：美洲地区国内航线运力基本恢复至 2019 年同期水平，国际航线运力恢复到 2019 年同期的 83%，均快于全球平均。

旅游支出：根据美国旅游协会数据，美国总旅行支出连续四个月超过疫情前同期水平后，预计 2022 年全年旅游支出恢复至 2019 年的 90%，整体市场复苏已至平稳期。

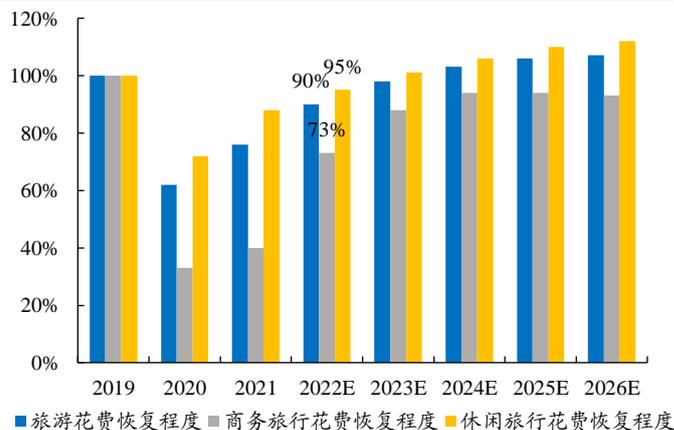
商旅受限：历经两年居家办公，美国旅游协会调查显示超过 40% 的公司会采取措施限制商务旅，包括要求更少的商务出行和新的成本支出控制标准，同时积压的休闲旅行需求也迎来释放，预计 2022 年商旅支出将恢复至 2019 年的 73%，休闲将恢复至 2019 年的 95%。

图26：美洲航班客座量恢复至接近 2019 年同期水平



数据来源：UNWTO、开源证券研究所

图27：美国休闲旅行的恢复预计快于商务旅行



数据来源：美国旅游协会、开源证券研究所

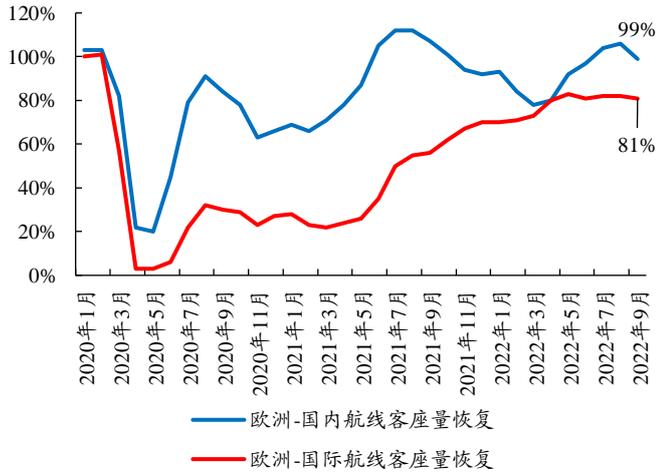
3.5、欧洲全面回暖，已接近疫情前水平

航运：7 月欧洲国内航线运力已超过 2019 年同期，恢复至 104%，国际航线运力恢复到 2019 年同期的 82%，全面回暖。9 月份恢复情况略有回落，国内航线运力为 2019 年同期的 99%，国际航线运力恢复至 2019 年同期的 81%。

旅游住宿：2022 年 1-8 月，欧盟旅游设施住宿人数恢复程度已从 60% 左右上升至 2019 年 90% 以上。

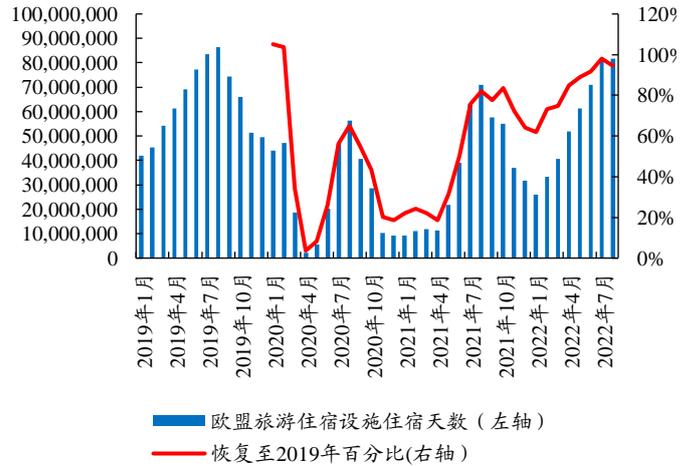
英国稍滞后：入境游方面，法、德恢复进程与欧盟整体一致，英国恢复略有滞后，但也后来居上，入境人数恢复程度由 1 月 29% 上升至 4 月 67.2%，预计将维持持续上升态势。

图28: 欧洲国内航班恢复好于国际航班(相较于2019年同期)



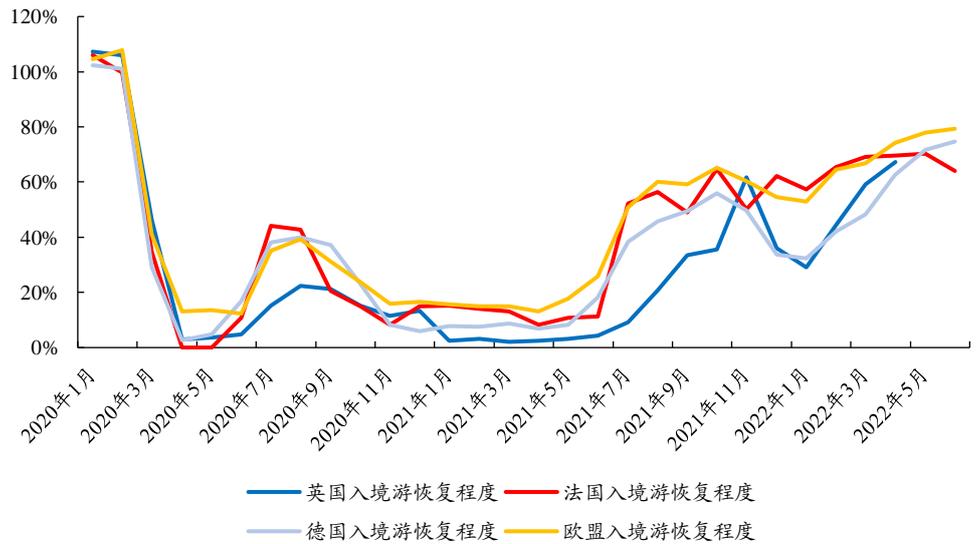
数据来源: UNWTO、开源证券研究所

图29: 2022年欧盟旅游住宿设施住宿人数持续恢复



数据来源: 欧盟统计局、开源证券研究所

图30: 英国入境游恢复慢于法德等欧盟国家



数据来源: UNWTO、开源证券研究所

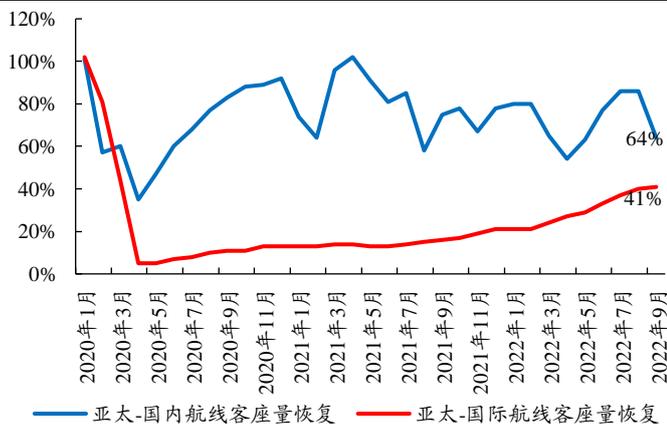
3.6、亚太复苏晚于欧美，态势向好

航运: 7月亚太地区国内航线运力已恢复至2019年同期的86%，9月略有下滑，为2019年同期的64%。由于中国游客在亚太地区旅游市场中占比较高，中国游客的缺失致国际航线复苏速度仍较缓，2022年9月国际航线运力恢复到2019年同期的41%。

旅游人次: 2021年以前入境游人数维持在疫情前同期6%左右，2022年4月之后各国普遍放宽入境防控限制，方有回暖迹象，2022年8月、9月旅游旺季入境游人数恢复至疫情前的27.4%和30.1%，复苏态势向好。

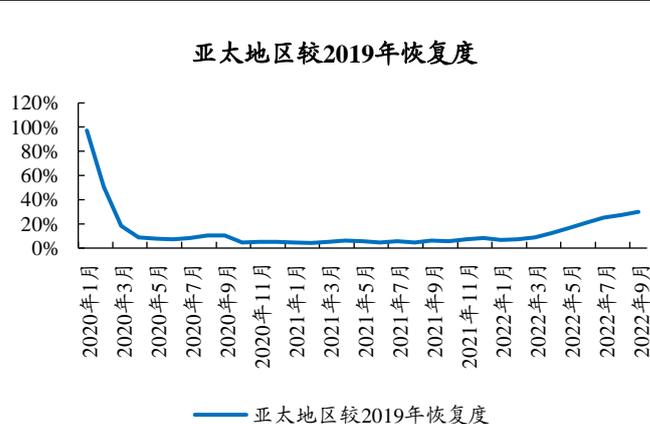
入境放宽: 2022年10月,中国香港、日本、中国台湾也相继放开入境隔离限制,中国香港防疫政策调整宣布当天机票搜索量增长4倍,预计亚太地区整体的游客人次及航班数量都将迎来复苏。

图31: 亚太地区航班客座量恢复持续波动(相较2019年同期)



数据来源: UNWTO、开源证券研究所

图32: 2022年9月亚太地区入境游人次恢复到疫情前同期的30.1%



数据来源: UNWTO、开源证券研究所

表6: 亚太其他国家/地区入境政策逐步正常化

国家/地区	入境放松政策	累计死亡率
新加坡	2022年4月26日起,入境无需核酸检测	0.1%
越南	2022年5月15日起,暂停入境核酸检测	0.4%
韩国	2022年6月8日起,全面解除入境隔离限制	0.1%
泰国	2022年7月1日起,凭疫苗证明或72小时核酸阴性可免隔离入境	0.7%
中国香港	2022年9月26日起,入境改为“0+3”	2.4%
日本	2022年10月11日起,放宽边境管制恢复免签	0.2%
中国台湾	2022年10月13日起,入境改为“0+7”	0.2%

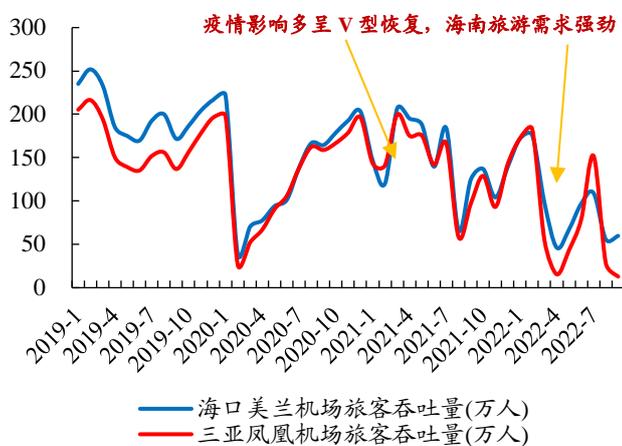
资料来源: Wind、各国家或地区卫生部网站、开源证券研究所

4、免税：短期看疫后恢复、中期看扩容

海南游客疫情前稳步增长，疫情减缓海南游客稳步增长趋势。2020年-2021年客流仍未恢复至2019年同期水平；2022年以来海南客流受疫情反复及离岛本土疫情影响，1月-9月过夜客流仅为3164万，仅恢复至2019年同期68.1%。

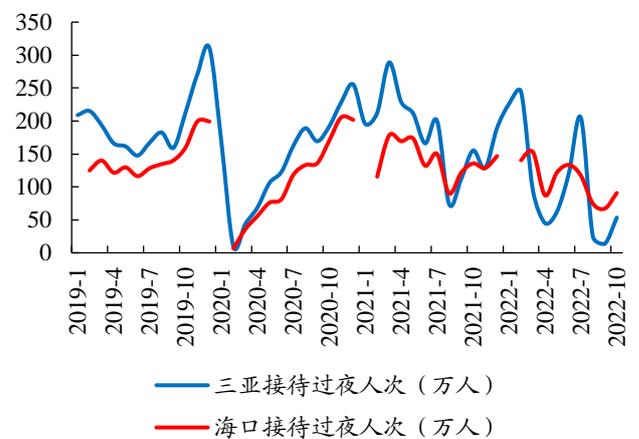
离岛免税短期看疫后恢复，中期看海南客流和免税度假矩阵持续扩容。海南客流有望随疫情逐步恢复、旅行限制解除而复苏，2023年客流有望恢复至或超过2019年同期水平。且根据毕马威调查，海南已成为与中国香港和新加坡并列的旅游度假目的地，尤其对1995-2009年出生人群调查其已超过传统海外目的地伦敦、纽约等地，仅次于东京和巴黎位列第三。

图33: 海口、三亚机场吞吐量仍未恢复至2019年水平



数据来源：海南省统计局、海南旅游局、开源证券研究所

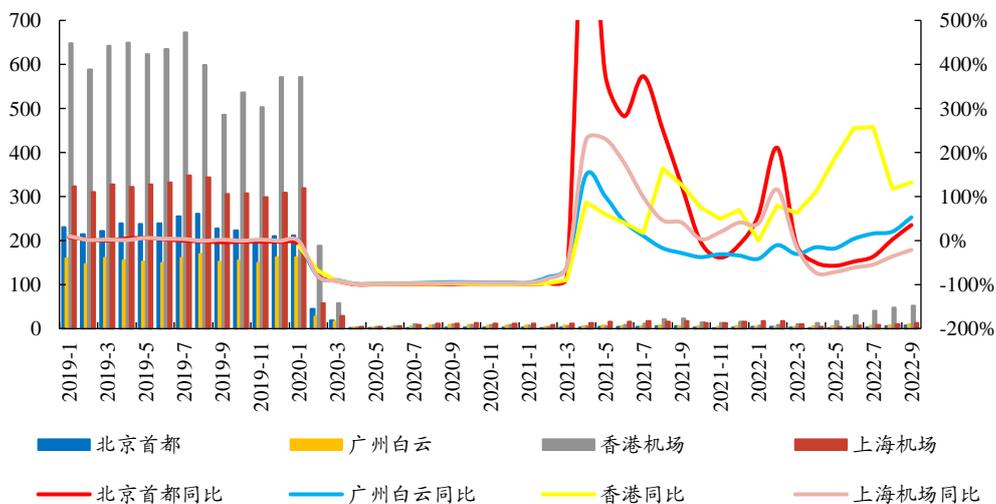
图34: 三亚较海口接待更多过夜游客



数据来源：海南省统计局、海南旅游局、开源证券研究所

上海疫情后四大机场国际及中国港澳台客流持续恢复。2022年3月底至2022年9月底，中国四大机场均呈恢复态势，其中中国香港恢复速度最快，机场客流从3月的9.4万人恢复至9月52.5万人次，伴随隔离政策持续松绑，中国香港的国际客流有望率先恢复。

中国大陆冬春季客运航班大幅增加，有望修复国际客流，机场口岸店有望随国际出行复苏。11月起执行2022/2023年冬春航季航班计划。国内外航空公司国际航线每周安排客运航班840班，同比增长105.9%；每周安排货运航班（含客改货）6148班，同比增长6.7%，国际客流有望得到进一步释放，国际客流恢复后机场口岸店有望直接受益。

图35: 2020年以来中国四大机场国际客流经历疫情波动后持续恢复(万人, %)


数据来源: 首都机场、白云机场、香港机场、上海机场公司公告、开源证券研究所

表7: 多家航司加码冬春季国际及中国港澳台航班

航空公司	新航季国际航班执行计划
中国航空	计划执行 52 条国际航线, 132 班次/周
南方航空	计划执行 42 条国际航线, 合计每周 112 班次; 中国港澳台地区, 计划执行台湾航线 1 条、每周 14 班次; 香港航线 4 条、每周 14 班次。
东方航空	计划执行 42 条国际航线, 合计每周 108 班次
四川航空	计划执行 10 条国际/地区航线
深圳航空	计划执行六条国际航线
厦门航空	计划执行 25 条国际/地区航线

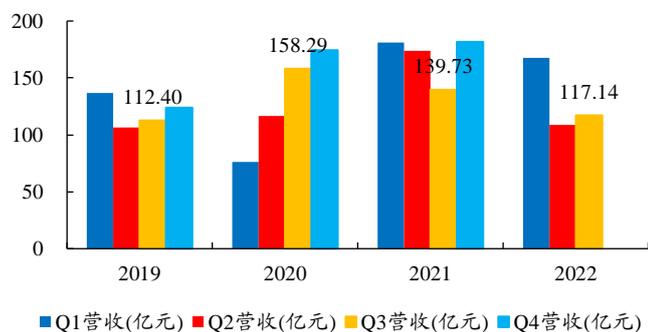
资料来源: 中国民航局、开源证券研究所

中国中免: 疫情反复使 Q3 业绩承压, 公司积极调整实现持续盈利

自 2020 年以来, 国际旅行受限, 高毛利机场口岸业务受影响较大, 同时 Q3 受海南本地疫情反复客流下降影响, 重点门店三亚国际免税城因疫情关店达 40 多日, Q3 海南过夜客流同比下降达 34%。

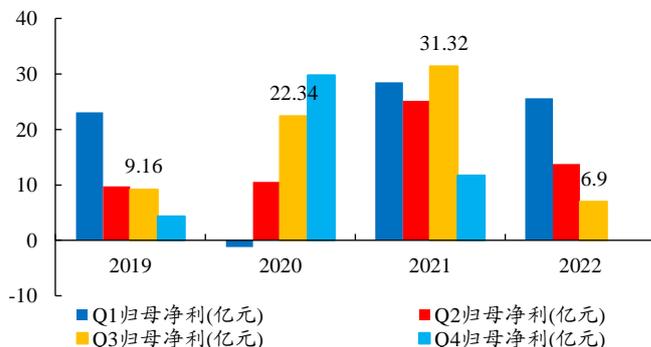
中国中免离岛业务受到较大影响, 利润率与归母净利承压, 但公司及时响应发力线上业务, 抵消部分线下店影响, 仍实现单季度盈利。公司在 2022Q3 疫情反复冲击下实现收入 117 亿元, 同比-16.17%, 归母净利 6.9 亿元, 同比-78%。

图36: 2022Q3 疫情期间线上业务支撑中国中免营收



数据来源: 中国中免公司公告、开源证券研究所

图37: 2022Q3 中国中免归母净利润受疫情影响较大



数据来源: 中国中免公司公告、开源证券研究所

中国中免持续完善离岛消费矩阵, 优质项目有序落地。 旗舰项目海口国际免税城开业首日创造免税购物高峰, 开业当日带动全岛免税店销售额达 7 亿元人民币, 突破历史单日记录; 新项目三亚国际免税城一期 2 号地建设稳步推进, 免税零售部分计划将于 2023 年开业, 届时三亚国际免税城品类将大幅提升, 新项目也将依托一期原有客流加速销售爬坡。

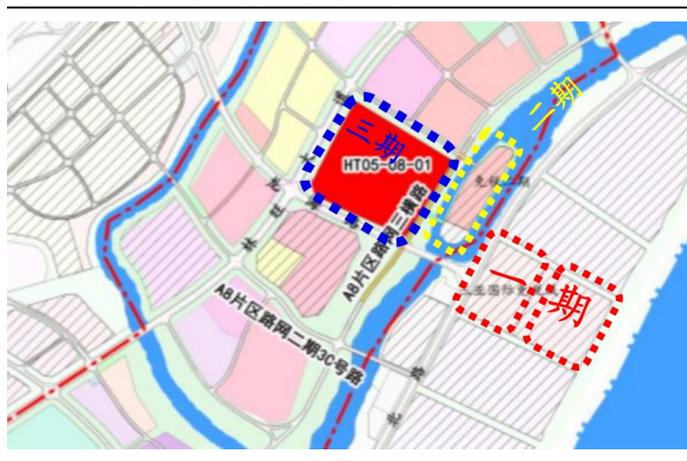
中国中免与太古地产合作建设度假综合体, 持续打造海棠湾度假矩阵。 中国中免与太古地产成立合资公司, 该项目为太古地产首个度假型零售项目, 项目预计将于 2024 年起分阶段建设, 建成后将于三亚国际免税城一期、二期打通, 建成海南免税度假综合体, 太古商业中心将成为新的引流载体巩固中国中免免税地位。

图38: 中国中免与太古地产合作项目计划打造度假零售



资料来源: 太古地产公众号

图39: 中国中免持续完善免税度假中心



资料来源: 三亚市自然资源和规划局

中国中免持续自我优化。 中免会员数超过 2400 万人, 较 2022H1 的 2200 万人实现显著增长; 公司旗下 DUTYZERO 品牌在中国香港黄金地段铜锣湾和中环开设概念店, 持续开拓中国香港市场; 中免海南国际物流中心一期投入使用, 新增仓储面积达 5 万平米, 有效提升 SKU 丰富度、有货率及配送效率, 持续提升供应链优势。

王府井国际免税港将在万宁开业。 王府井免税项目位于万宁冲浪胜地日月湾旁,

紧邻海南环岛高速和神州高铁站，项目总经营面积 10.25 万平方米，计划于 2023 年 1 月开业运营，离岛免税规模进一步扩容，有望进一步提升离岛免税渗透率，做大离岛免税市场。

图40: 王府井国际免税港预计将于 2023 年 1 月开业



资料来源: 万宁旅文公众号

图41: 中国中免旗下 DUTYZERO 品牌在铜锣湾开业



资料来源: 中国中免公众号

5、酒店餐饮：行业波动下恢复，放开后有望率先受益

5.1、酒店：入住率受疫情影响反复承压，三大酒店境内入住率在疫情波动中回暖

2022年1-10月北京冬奥会期间入住率高于2021年同期水平但仍不及2019年同期入住率，随后上海疫情导致全国入住率持续低迷，直至Q3暑期期间出现明显恢复趋势，8月以来入住率波动加剧，疫情多点频发，防疫趋严为限制入住率恢复主要原因。

图42：中国酒店入住率自2019年以来频繁受疫情波动影响



资料来源：Smith Travel Research、开源证券研究所

一线城市入住率整体于Q3逐步恢复，北京上海低于中国大陆整体同期水平。一线城市中，2022年Q2上海受疫情影响较大，期间因隔离需求入住率处于高位，静态管理解除后前期游客仍未恢复，入住率降至低点，随后在Q3伴随暑期全国整体逐步恢复，暑期住宿旺季期间全国疫情影响相对较小，整体入住率持续改善，8月下旬疫情再次反复叠加防疫政策收紧导致入住率再次承压，随后9月至11月初持续波动。

图43：2022年1-10月一线城市入住率持续受疫情影响

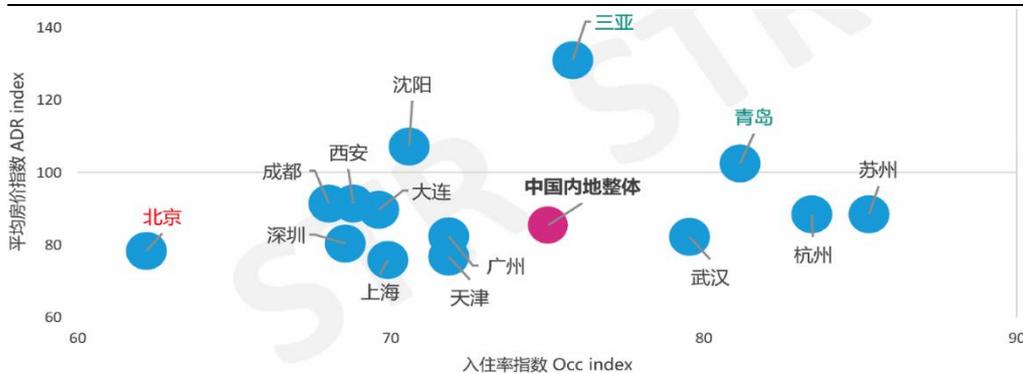


资料来源：Smith Travel Research、开源证券研究所

全国多数主要城市恢复受限。具体主要城市看，对比2019年，2022年仅三亚、青岛、沈阳三个城市平均房价指数高于2019年平均水平，其中仅青岛超过2021年

平均水平，三亚受疫情影响入住率较低，且因疫情及出行受限，三亚入住率恢复受限；具体入住率方面，苏州、杭州表现较好，但平均房价 ADR 仍低于 2019 年水平。

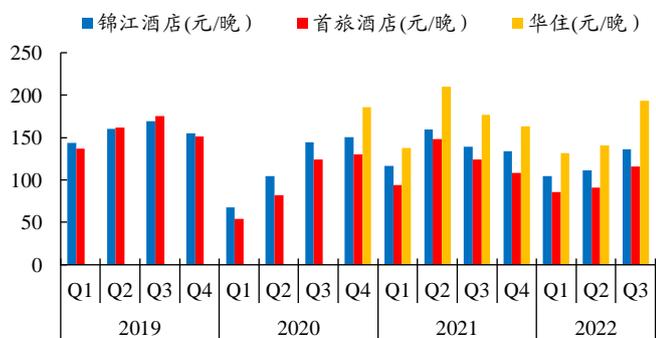
图44: 全国主要城市酒店的入住率和平均房价对比 2019 年同期情况恢复受限



资料来源: Smith Travel Research

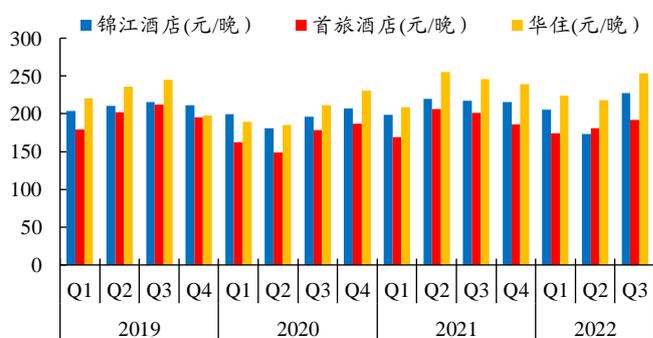
锦江酒店、首旅酒店、华住集团境内 RevPAR 和 ADR 有所恢复。2022 Q3 期间华住集团、锦江酒店和首旅酒店在中国大陆境内酒店 RevPAR 分别为 193 元/135.95 元/116 元，同比分别+9.1%/-2.3%/-5.9%；ADR 分别为 254 元/227.23 元/192 元，同比+3.1%/+3.2%/-4%；2022 年 8 月锦江酒店优势地区华南区域受疫情影响较大，同时华东为华住优势区域疫情较华南更稳定，华住 RevPAR 恢复占优。

图45: 疫情影响使三大酒店 RevPAR 持续波动



数据来源: 锦江酒店、首旅酒店、华住集团公司公告、开源证券研究所

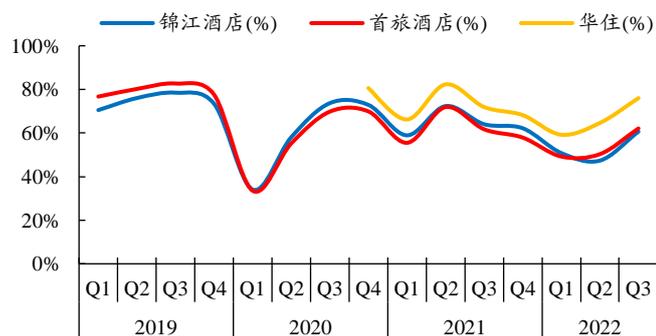
图46: 三大酒店 ADR 恢复至 2019 年水平



数据来源: 锦江酒店、首旅酒店、华住集团公司公告、开源证券研究所

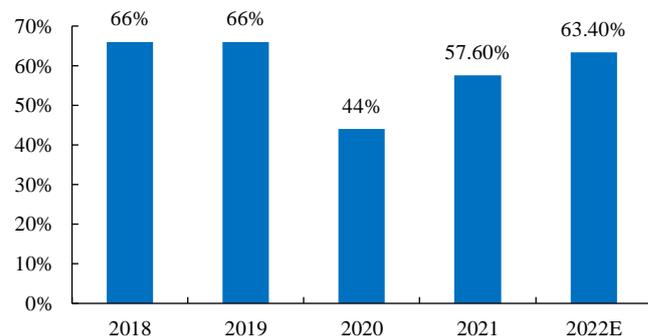
三大酒店境内入住率在疫情反复波动中回暖。2022 Q3 期间华住、锦江和首旅在中国大陆境内酒店 OCC 分别为 76%、61%、62%，较 2022 年 Q2 明显改善，主要系疫情反复下本地游、周边游走热，酒店需求有所回升；对比美国自 2021 年逐步开后酒店业大幅回暖，据 Oxford Economics 和 Smith Travel Research 的数据预计 2022 年美国酒店入住率将恢复至接近 2019 年疫情之前水平，未来跨省出行进一步放开后境内业务有望迅速恢复。

图47: 2022年Q3中国三大大酒店入住率回暖



数据来源: 锦江酒店、首旅酒店、华住集团公司公告、开源证券研究所

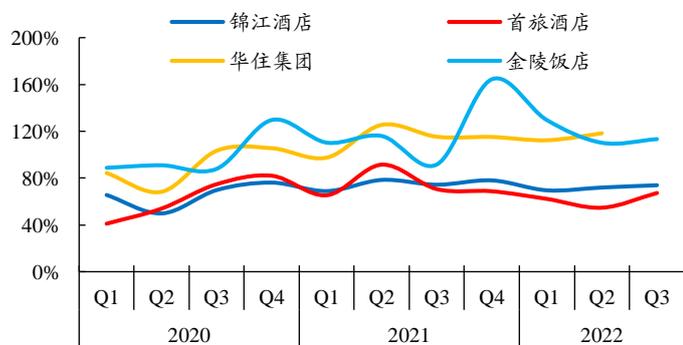
图48: 2022年美国酒店入住率预计恢复至接近2019年同期水平 (%)



数据来源: Oxford Economics、Smith Travel Research、开源证券研究所

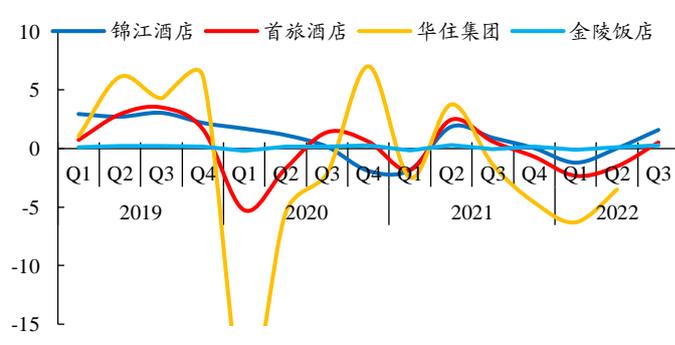
2022Q3 受益于暑期需求强劲, 多家酒店盈利能力边际改善。疫情冲击后暑期需求带来酒店营收边际改善, 各家酒店在2022年Q3呈现修复趋势, 锦江酒店、首旅酒店恢复至2019年约7成, 略低于2021年同期表现, 金陵饭店恢复至2019年同期水平; Q3 锦江酒店海外业务增速可观, 归母净利为1.6亿元/yoy+73.54%, 首旅酒店受区域管控影响较大, 归母净利为5290万元/-11.64%。

图49: 2022年Q3锦江酒店和首旅酒店营收恢复至2019年约7成 (%)



数据来源: 锦江酒店、首旅酒店、华住集团、金陵饭店公司公告、开源证券研究所

图50: 2022年Q3各家酒店归母净利边际改善 (亿元)



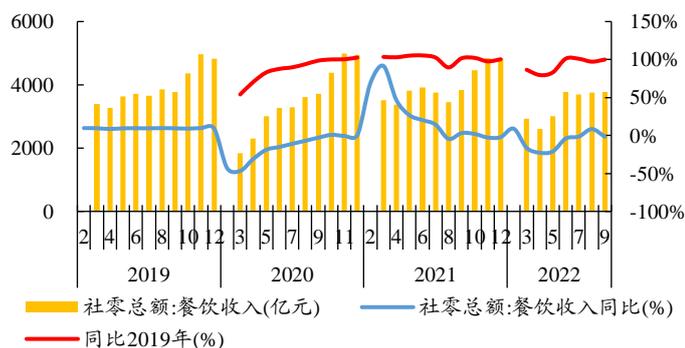
数据来源: 锦江酒店、首旅酒店、华住集团、金陵饭店公司公告、开源证券研究所

5.2、餐饮: 餐饮收入显著提升, 随疫情管控措施优化盈利有望持续修复

Q3 社零总额餐饮收入接近2019年同期水平, 限额上企业餐饮收入显著提升。2022年3月底上海疫情对全国餐饮业整体有明显冲击, 4月社零餐饮收入同比-21%, 较2019年-23%, 直至6月快速恢复至2019年同期水平。

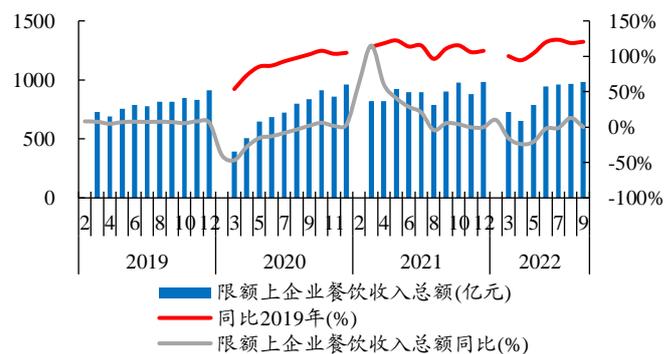
疫情对中小餐饮企业影响较大, 限额上企业餐饮收入受本次疫情影响较小, 4月较2019年-6%, 同比2021年高基数-24%, 2022年7月/8月/9月限额上企业餐饮收入较2019年提升至123%/119%/121%, 或为大型连锁企业表现较好。

图51: 2022年9月社零餐饮收入恢复至2019年同期水平



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

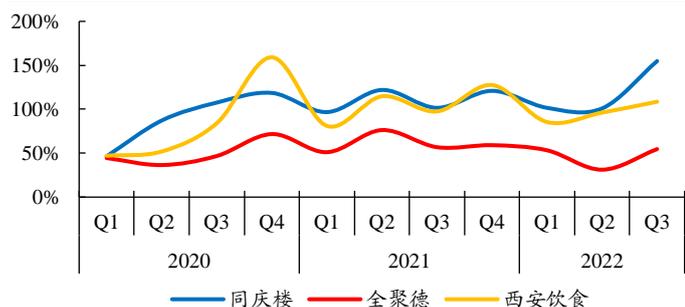
图52: 2022年9月限额上企业餐饮收入达2019年121%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

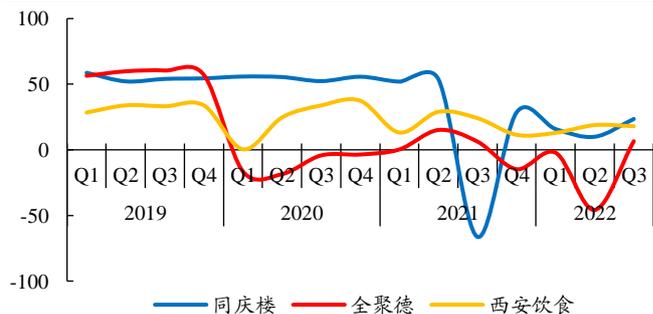
2022Q3 上市企业较 Q2 有所修复和提升, 同庆楼对比 2019 年营收高增, 毛利有所提升; 全聚德毛利转正; 西安饮食销售费率有所下降, 三家财务费用均有所下降。

图53: 2022Q3 同庆楼营收达 2019 年的 155% (%)



数据来源: 同庆楼、全聚德、西安饮食公司公告、开源证券研究所

图54: 2022年Q3 同庆楼和全聚德毛利率有所修复 (%)



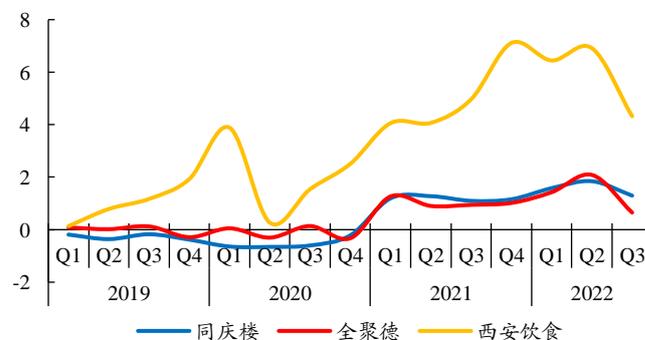
数据来源: 同庆楼、全聚德、西安饮食公司公告、开源证券研究所

图55: 三家销售费用率在 2022 年趋稳 (%)



数据来源: 同庆楼、全聚德、西安饮食公司公告、开源证券研究所

图56: 2022年Q3 三家财务费用有所下降 (%)



数据来源: 同庆楼、全聚德、西安饮食公司公告、开源证券研究所

6、新领域新机会，关注细分赛道变革进行时

6.1、培育钻石：渗透提升，品牌入场改写消费认知

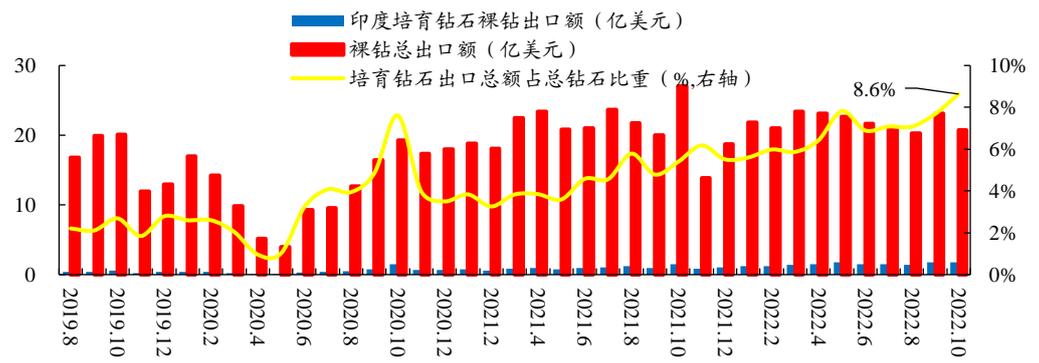
根据中游印度出口端数据，培育钻石裸钻出口额渗透率已从 2018 年的 0.7% 提升至 2022 年 10 月的 8.6%，预计 2023 年培育钻石市场占比或将接近 10%。

美国奢牌入局：美国培育钻石零售额占全球约 80%，2017 年施华洛世奇推出 Diama，2018 年戴比尔斯推出 Lightbox，2019 年 Signet 开始线上销售培育钻石，2022 年 LVMH、Gucci、潘多拉也纷纷入局，迅速拉升美国消费者对于培育钻石的认知。

国内逐渐起步：中国市场仍需消费者教育，市场空间广阔，多为新进小品牌，品牌小白光已有线下门店 12 家。

下游参与者：(1) 豫园股份，LUSANT；(2) 曼卡龙，慕璨；(3) 潮宏基，以及旗下 Venti 与力量钻石成立合资公司打造新品牌；(4) 周大福，参股产业公司；(5) 国机精工，DEINO。

图57：2022年10月印度培育钻石出口总额占比达到8.6%



数据来源：GJEPC、开源证券研究所

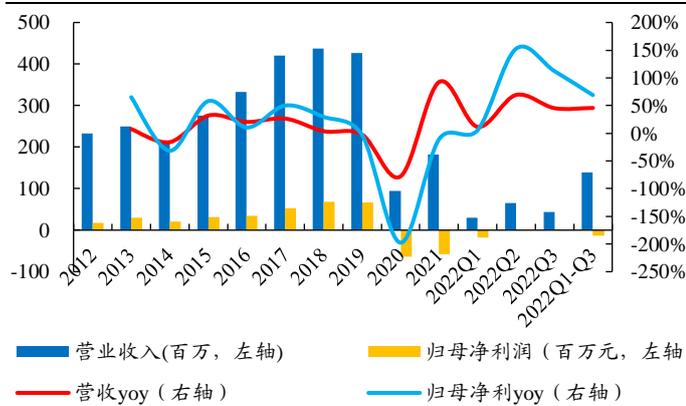
6.2、会展行业：业绩拐点已现，未来弹性可期

米奥会展：聚焦中国制造出口，复苏+成长进行时

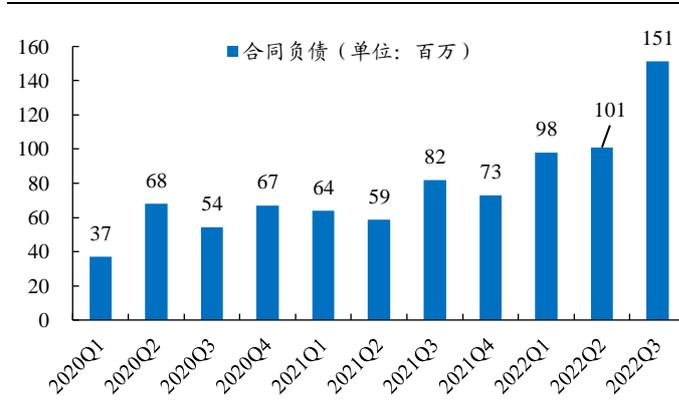
自主品牌优势显著打造坚实护城河，外延并购填充空白领域扩大蓝图。米奥会展成功打造两大品牌 Homelife（面向品牌家居行业企业）和 Machinex（针对工业机械类行业企业），先行布局“一带一路”、“金砖国家”新兴市场，具备先发优势。2020 年引入业界知名人物，2021 年 8 月和 2022 年 3 月收购了深圳华富 51% 股权和中国中纺集团中纺广告 60% 股权，填补了对境内教育装备领域和日本纺织成衣领域的空白，储备项目充足，疫情缓解后有望执行更多 IP 的融合。

疫情期间数字化建设，拐点已现未来弹性可期。2020 年新冠疫情导致线下业务停滞，米奥会展借助原有外贸 O2O 撮合平台率先推出在线数字会展平台“网展贸 Max”和双线双展产品“网展贸 Meta”，重塑业务模式，2022Q1-Q3 共举办了 9 场双线双展，根据米奥会展公众号显示，2022Q4，公司预计还开展 7 次双线展，且 2023 年有 24+ 场双线展正在筹备。2022Q1-Q3，营收 1.39 亿元/yoy+45.7%；归母净利润-0.13 亿元，同比减亏 68.8%。Q3 单季营收 0.44 亿元/yoy+45.3%；归母净利润为 0.02 亿元

/yoy+112.2%。2022Q3 经营性现金流增长至 0.37 亿元，同比+1364.5%，公司连续两个季度经营性现金流为正，经营状况向好，合同负债 1.5 亿元。

图58: 米奥会展处于减亏状态


数据来源: 米奥会展公司公告、开源证券研究所

图59: 2022Q3 米奥会展合同负债上升至 1.5 亿元


数据来源: 米奥会展公司公告、开源证券研究所

7、投资建议

(1) 美丽板块: 医美、化妆品赛道国货崛起, 本土品牌有望受益于渗透率和集中度的双重提升

参考日本、韩国消费品的发展路径, 随着国家经济、文化的蓬勃发展, 年轻一代消费者展现出更强的文化自信以及对于本土品牌更高的关注度, 国内医美渗透率及本土化妆品品牌的集中度远低于日韩等国家, 中长期成长空间仍然广阔。建议关注产品力不断提升, 多品牌矩阵布局已见成效的国货化妆品龙头, **珀莱雅、贝泰妮、华熙生物**。医美龙头公司**爱美客**有望受益于产品管线不断完善和合规产品市占提升。同时建议关注外销为主、核心竞争力突出的美丽板块制造企业, 短期关注海外需求变化及利润抗成本周期性波动能力, 长期关注企业产能释放和产品结构优化升级。受益标的: **康冠科技、科思股份**。

(2) 出行板块: 关注疫后恢复, 行业龙头有望持续受益

免税行业承载海外消费回流和助力海南旅游岛建设等任务, 且现阶段仍处于行业规模快速扩张阶段, 渗透率、客单价等有望快速提升, 市场空间广阔。2022年Q2和Q3受疫情影响波动较大, 市场有望在跨省旅游和出境游限制逐步放开过程中迅速恢复。建议关注短期内旅行政策和顶奢品牌入住情况, 中期持续关注免税运营规模扩张和未来有望开放的国人离境市内免税店政策, 中长期关注2025年封关后相关政策持续推出和落地, 受益标的: **中国中免**。

(3) 酒店龙头拓店稳步推进, 市场集中度有望进一步提升

行业现处于周期低位, 叠加疫情影响行业估值偏低。疫情加速行业底部出清, 市场集中度有望进一步提升, 龙头成长可期。受益标的: **锦江酒店、首旅酒店**。同时餐饮企业有望伴随疫情恢复得到进一步修复, 受益标的: **海伦司、九毛九**。

(4) 新领域新机会, 关注细分赛道变革

会展短期关注疫情变化和海外疫后复苏情况, 会展行业疫情期间行业受损严重

但疫后复苏态势可喜，增长空间较大。长期看，行业大量出清，同时龙头依托产品、品牌、渠道优势加速扩张，会展行业出境办展及兼并购步伐加速有望助力行业龙头集中度提升。受益标的：**米奥会展**。

培育钻石短期价格波动不改培育钻石渗透率持续提升的长期投资逻辑。国内各大珠宝品牌纷纷布局培育钻石，有望推动国内市场消费需求快速提升，受益标的：上游**中兵红箭、黄河旋风、沃尔德、国机精工**，以及下游布局一体化的**中国黄金**。

表8: 受益标的盈利预测与估值

代码	公司名称	12月1日	EPS			PE			评级
		收盘价	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
601888.SH	中国中免	204	3.70	6.52	8.55	55.1	31.3	23.9	未评级
9869.HK	海伦司	15.1	0.01	0.39	0.39	806.2	26.4	15.8	买入
9922.HK	九毛九	19.6	0.14	0.26	0.40	106.1	55.6	35.9	买入
001308.SZ	康冠科技	35.48	3.06	4.11	5.26	12.8	9.5	7.4	买入
300856.SZ	科思股份	52.73	1.93	2.37	2.88	27.3	22.2	18.3	未评级
000519.SZ	中兵红箭	22.08	0.82	1.16	1.54	26.9	19.0	14.3	未评级
600172.SH	黄河旋风	5.56	0.21	0.39	0.53	26.2	14.2	10.4	未评级
688028.SH	沃尔德	34.08	0.69	1.42	2.18	49.1	23.9	15.6	未评级
002046.SZ	国机精工	12.72	0.47	0.65	0.84	27.2	19.7	15.2	未评级
688363.SH	华熙生物	112.35	2.14	2.79	3.59	68.1	52.1	140.8	买入
300896.SZ	爱美客	497.25	6.47	9.52	13.31	86.7	59.0	543.3	买入
603605.SH	珀莱雅	173.1	2.62	3.33	4.15	62.1	48.9	158.5	买入
300957.SZ	贝泰妮	132.4	2.76	3.68	4.81	68.3	51.2	174.8	买入
600754.SH	锦江酒店	53.98	0.16	1.53	2.13	333.8	35.3	25.4	未评级
600258.SH	首旅酒店	23.22	-0.19	0.75	1.08	-125.2	30.9	21.5	未评级
600916.SH	中国黄金	13.05	0.54	0.68	0.83	24.1	19.2	15.7	未评级
300795.SZ	米奥会展	41.3	0.21	1.09	1.99	176.1	33.8	18.6	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（除海伦司、九毛九、康冠科技、华熙生物、爱美客、珀莱雅、贝泰妮、米奥会展外其余公司盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期）

8、风险提示

疫情反复及严重程度为经济的复苏带来不确定性，同时影响放开预期；

项目落地不及预期，影响后续新产品的推出从而影响公司竞争力；

零售不及预期，或导致存货周转、减值等相关问题；

新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn