优化预期渐明，复苏趋势有望边际向好

——社会服务行业 2023 年度投资策略

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 12 月 02 日



证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

彭博 pengbo3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522100001

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

联系人

朱雨涵 zhuyuhan@orientsec.com.cn
张玉洁 zhangyujie@orientsec.com.cn

核心观点

- **疫情对基本面冲击显著，股价在政策预期驱动下超额收益显著。**虽然多地疫情反复对基本面恢复造成较大冲击，但由于板块定价上更多考虑复苏后业绩修复空间，股价虽然随疫情形势有阶段性调整，但事件催化下的反弹幅度大、抗跌属性强，年内显著跑赢大盘和大消费板块，子行业表现景区>酒店>餐饮>免税。展望 2023 年，我们认为社服板块基本面的主旋律仍是波动性的复苏，防疫措施不断优化，将有助于出行和线下消费场景加速复苏，但另一方面考虑到我国人口规模、文化心理、医疗基础设施等方面与海外市场有较大差异，虽然复苏方向明确，但短期内节奏和程度仍有不确定性。
- **免税：客流料将平稳恢复，龙头优势持续扩大。**今年以来因全国各地疫情反复，海南客流减少冲击线下销售，中免股价因此回调，展望明年，防疫政策更为科学精准，新海港开业虹吸商旅客流，伴随冬季海南旅游旺季来临，海南客流料将平稳恢复。新海港免税城开业将加强海南免税市场集群效应，更为丰富的品类结构及具有更强消费力的商旅客群将带动中免业绩增长，与太古合作将加强中免在商业地产、顶奢品牌方合作等方面的能力，巩固龙头竞争壁垒。目前中免 2023 年一致预测估值仍处于历史低位，建议积极把握底部配置机会。
- **酒店：继续看好龙头成长性，关注开店节奏和精益增长。**酒店行业境内 Q3 环比恢复但近期再受扰动，华住境内 Blended-RevPAR 在 7-9 月分别恢复至 19 年同期的 90%/89%/90%，锦江/华住/首旅 22Q3 境内 Blended-RevPAR 分别恢复至 19 年同期的 80%/90%/66%；海外则受益放开加速复苏，锦江/华住 22Q3 境外 Blended-RevPAR 分别恢复至 19 年同期的 109%/102%，主因房价上涨填补入住率缺口；开店方面，虽然龙头开店和新签约节奏受疫情影响有不同程度放缓，但连锁化率提升和供给格局优化的核心逻辑持续兑现。我们依然看好龙头份额集中和远期复苏弹性，建议关注首旅酒店、华住集团-S。
- **旅游及景区：预期反转领先于基本面反转。**旅游政策边际转暖，但明年或仍维持波动复苏，参考欧美国家，周边休闲类景区有望恢复较快，定价角度同样更着眼于中长期复苏空间，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，受益于周边游韧性强、管理效率优异的天目湖，以及跨境游龙头众信旅游。
- **餐饮：复苏预期升温，关注稳健性与成长性。**受外部环境影响，餐饮公司股价整体低位，但在 5 月底疫情稳定时迎来预期快速修复，此后受局部疫情反复影响而持续低迷，但 10 月底以来，预计因市场对疫情防控动态优化、消费环境稳步复苏的预期增强，餐饮公司股价再呈反弹趋势。考虑防疫政策优化、客流逐步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，建议关注九毛九、海伦司。

投资建议与投资标的

- **关注进一步政策预期和事件催化。**我们认为社服板块基本面的主旋律仍是波动性的复苏，防疫措施不断优化，将有助于出行和线下消费场景加速复苏，但另一方面短期内复苏节奏和程度仍有不确定性。投资视角下，股价对当期业绩敏感性较低，更关注政策变化预期和边际复苏趋势，随着更多优化措施出台，节奏上体现为市场情绪和事件催化的共振，市场表现将继续领先于基本面兑现，且大概率继续呈现脉冲式行情特征。复苏 β 之下，选股上建议关注行业具备长期成长性和行业格局因疫情优化的龙头公司。

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。

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。

目录

社会服务行业复盘及展望：复苏仍存波动，边际向好方向明确.....6
股价复盘：随疫情和政策预期波动，弱市之下抗跌属性凸显.....6
基本面回顾和展望：疫情冲击显著，着眼管控措施优化后的复苏节奏.....8
免税：疫情反复扰动短期客流，龙头逆势扩张筑长期壁垒.....12
基本面和股价复盘：疫情反复影响盈利能力，股价对高频数据敏感度高.....12
2023 年展望：客流料将稳步恢复，龙头壁垒持续加强.....16
酒店：继续看好龙头成长性，关注开店节奏和精益增长.....23
基本面及股价复盘：疫情扰动复苏节奏，着眼中长期空间.....23
2023 年展望：复苏仍存波动但边际向好，关注龙头开店步伐和经营质量提升.....25
旅游及景区：预期反转领先于基本面反转.....31
基本面及股价复盘：疫情影响显著，股价领先基本面反弹.....31
2023 年展望：或仍维持波动复苏，关注政策和预期变化.....32
餐饮：复苏预期增加，关注稳健性与成长性.....35
基本面及股价回顾：全年承压明显、Q4 弱复苏，但情绪拐点明显.....35
2023 年展望：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.....37
投资建议：关注事件催化和复苏节奏，优选成长龙头.....39
风险提示.....39

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。

图表目录

图 1：2022 年以来社服板块涨跌幅.....6
图 2：社服行业部分公司 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.....9
图 10：全国社零餐饮收入及较 19 年同期增速.....9
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：我国消费者信心指数.....9
图 14：中国人民银行储户问卷调查情况.....9
图 15：海口机场进出港人次统计.....12
图 16：三亚机场进出港人次统计.....12
图 17：海南全岛免税购物金额（亿元）.....12
图 18：海南全岛免税实际购物人次（万人）.....12
图 19：海南全岛过夜游客人次（万）.....13
图 20：海南全岛游客中，一日游游客人次占比.....13
图 21：中国中免单季度营收和归母净利润及同比增速.....13
图 22：海旅免税营收规模（亿元）.....14
图 23：海旅免税净利润规模（亿元）.....14
图 24：中免明星单品折扣力度变化表.....14
图 25：香化占比对中免整体毛利率影响测算假设.....15
图 26：线上占比对中免整体毛利率影响测算假设.....15
图 27：中免分季度销售费用率、管理费用率、财务费用率.....16
图 28：疫情影响，中免毛利率、净利润率双双环比回落.....16
图 29：中国中免 2022 年初至今涨跌幅和估值（一致预期）.....16
图 30：客运国际及地区航班趋势年度对比.....17
图 31：海口免税城与三亚免税交通便利度对比.....17
图 32：新海港项目各地块定位.....17
图 33：海棠湾（截至 21.12）和新海港品牌数（预计）.....18
图 34：海南离岛免税商品销售额品类结构变化.....18

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。

图 35：免税城内 SPA 体验馆 18
图 36：免税城 4 楼展厅内光影艺术展 18
图 37：新海港销售规模测算 19
图 38：海南全省港口旅客吞吐量（万人） 20
图 39：美兰机场 T1 和 T2 项目运力比较 20
图 40：美兰机场旅客吞吐量和产能利用率情况 20
图 41：韩国首尔市内免税店形成产业集群 21
图 42：携程商旅客流画像（2021） 21
图 43：成都远洋太古里的路易威登之家 21
图 44：上海前滩太古里爱马仕围挡 21
图 45：中免香港 duty zero 门店 22
图 46：中免澳门上葡京店 22
图 47：三大酒店集团单季度营收（单位：亿人民币） 23
图 48：三大酒店集团单季度归母净利润（单位：亿人民币） 23
图 49：三大酒店集团境内 revpar 较 2019 年同期恢复情况 23
图 50：华住境内 revpar 较 2019 年同期恢复情况 23
图 51：三大酒店集团 2020 年至今股价涨跌幅 24
图 52：三大酒店集团一致预期动态 PE 24
图 53：中国大陆酒店整体月度 RevPAR 较 2019 年同期恢复程度 25
图 54：中国大陆酒店业入住率变化情况 25
图 55：今年以来截至 10 月全国不同地区酒店恢复情况 25
图 56：美国酒店业整体月度 RevPAR/OCC/ADR 较 2019 年同期恢复程度 26
图 57：海外头部酒店集团的美国国内经营数据恢复至 2019 年同期的%情况（从左到右依次为 RevPAR/OCC/ADR） 26
图 58：海外头部酒店集团的欧洲地区经营数据恢复至 2019 年同期的%情况（从左到右依次为 RevPAR/OCC/ADR） 26
图 59：美国交通统计局统计的周度交通流量较 19 年同期变化 27
图 60：美国 TSA 机场安检人数（7 天移动平均，单位：人次） 27
图 61：中国酒店客房数量（万间）和连锁化率 27
图 62：连锁酒店中前 50 强和非 50 强品牌的客房数量（万间） 27
图 63：2019 年各国酒店业连锁化率（房间数口径） 28
图 64：中国不同层级城市酒店连锁化率 28
图 65：三大酒店集团境内新开店数量 28
图 66：三大酒店集团储备店数量 28
图 67：华住已开业门店结构和中高端占比 29
图 68：锦江酒店已开业门店构成和中高端占比 29
图 69：首旅酒店已开业门店构成和中高端占比 29
图 70：华住 22H1 储备店和新签约门店情况 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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 71：锦江/华住境外 Blended RevPAR 较 19 年同期恢复度.....30
图 72：锦江酒店卢浮集团营收和净利润情况.....30
图 73：华住成立六大区域总部，将组织架构由品牌事业部为主导转变为以区域总部为主导.....30
图 74：旅游及景区上市公司营收恢复至 19 年同期的水平.....31
图 75：旅游及景区上市公司归母净利润情况（亿元）.....31
图 76：旅游及景区上市公司单季度营收恢复至 19 年同期的水平.....31
图 77：主要旅游及景区上市公司 2021 年初至今股价涨跌幅.....32
图 78： 10 月以来文旅部优化疫情防控措施的重点内容.....33
图 79： 旅游及景区上市公司员工数量（单位：人）.....33
图 80：旅游及景区上市公司 TTM 期间费用情况（单位：亿元）.....33
图 81：美国主题公园龙头公司季度营收较 2019 年同期恢复度.....33
图 82：我国出境游人次情况.....34
图 83：我国国际航线民航客运量.....34
图 84：众信旅游和凯撒旅业营收情况（单位：亿元）.....34
图 85：众信旅游和凯撒旅业净利润情况（单位：亿元）.....34
图 86：社零餐饮收入 2019-2022 月度回顾及较 19 年同期变化情况.....35
图 87：餐饮重点公司股价较年初变动（截至 22/11/11）.....35
图 88：重点城市 22 年 1-6 月购物中心客流恢复率（较 19 年同期）-6 月开始恢复度明显提升.....36
图 89：各品类连锁化率提高，快餐饮品等类零售模式提升多.....36
图 90：各品牌期间开店数（家）.....36
图 91：各品牌期间关店数（家）.....36
图 92： 各餐饮公司期末门店数量（家）：九毛九、海伦司压力下仍呈一定成长性.....36
图 93：美国餐饮零售额-已恢复至疫前水平.....37
图 94：美国各类餐饮市占率（%）-有限服务类疫后反弹更快.....37
图 95：北美地区不同类型餐饮类型客流恢复度（较 19 年同期）-快餐修复更早.....37
图 96：星巴克同店恢复度（较 19 年同期）-恢复至疫前水平.....38
图 97：麦当劳同店恢复度（较 19 年同期）-恢复至疫前水平.....38

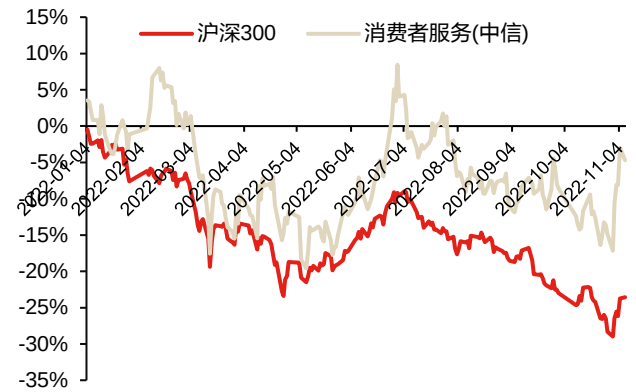
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

社会服务行业复盘及展望：复苏仍存波动，边际向好方向明确

股价复盘：随疫情和政策预期波动，弱市之下抗跌属性凸显

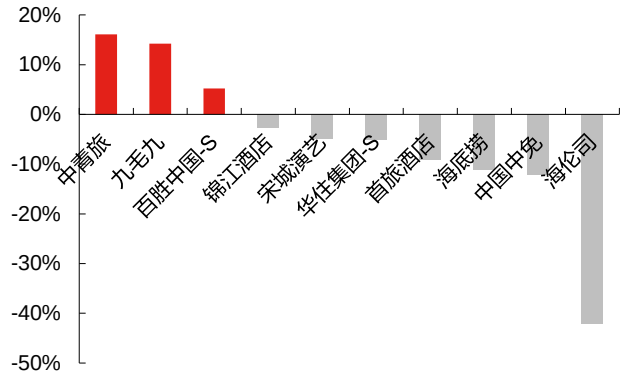
社服板块行情主要受疫情和事件催化下的预期变化影响而波动，年初以来超额收益显著，景区接棒酒店领跑板块。在市场发生较大调整的背景下，消费者服务指数（中信）年初截至 11 月 7 日累计下跌 4.7%，而同期沪深 300 累计下跌 23.6%，超额收益较为显著。虽然 3-4 月、9-10 月社服板块随疫情和大盘调整，但随后随着疫情平稳和政策预期实现迅速反弹，波动之中韧性明显。社服行业各子板块中，年初截至 11 月 7 日景区板块累计上涨 9.8%领跑行业，酒店板块上涨 0.3%延续韧性，旅游零售（免税）下跌 12.2%、餐饮板块下跌 7.7%、人力资源服务板块下跌 29.0%。市值较大、机构持仓较多的标的中，除中青旅、九毛九、百胜中国-S 年内为正收益外，其他个股年内均有不同幅度下跌。

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 22/11/7

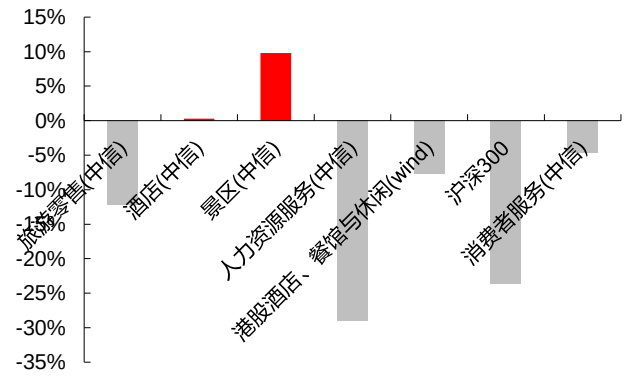
图 2：社服行业部分公司 2022 年以来涨跌幅



数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/11/7

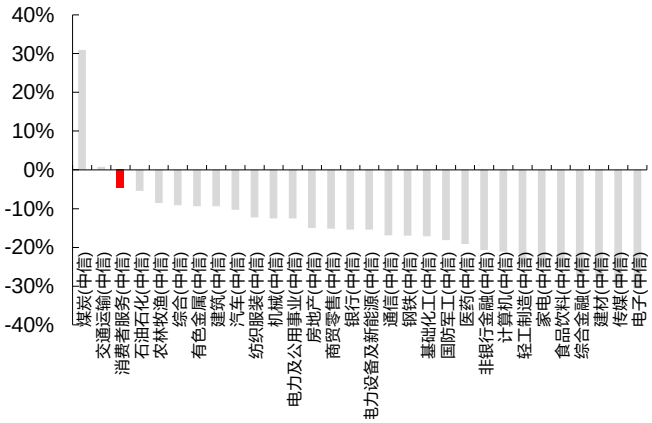
全行业和消费板块的相对表现实现反转，弱市之下抗跌属性较强。社服板块 2022 年初至今表现在 30 个中信一级中排名第 3，跌幅远小于食品饮料、家电、轻工、医药，在大消费板块中表现靠前，而 2021 全年社服板块跌幅达 24%，在所有中信一级行业中排名垫底。相对表现反转背后，我们认为主要与市场风格和疫情对各行业景气度的边际影响有关。

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 22/11/7

图 4：社服板块 2022 年以来涨跌幅与其他中信一级行业对比

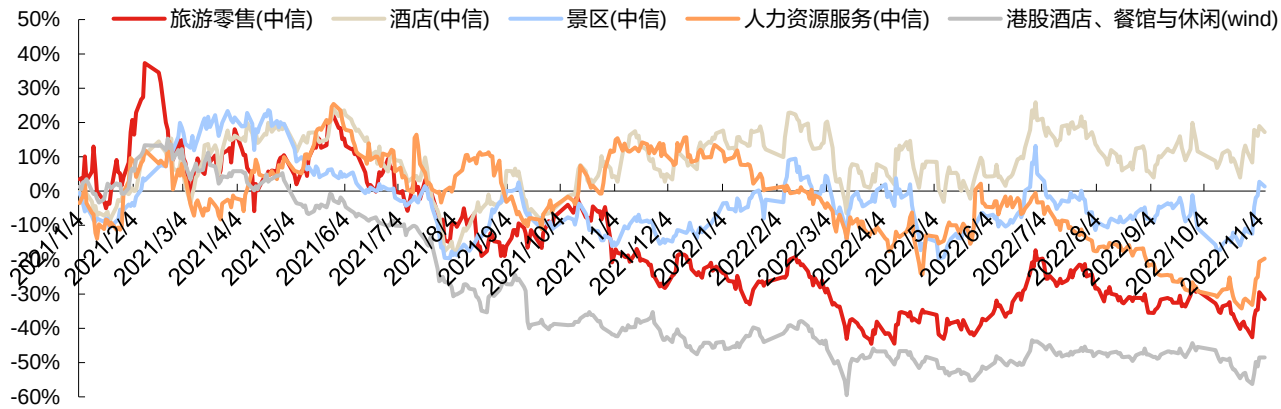


数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/11/7

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。

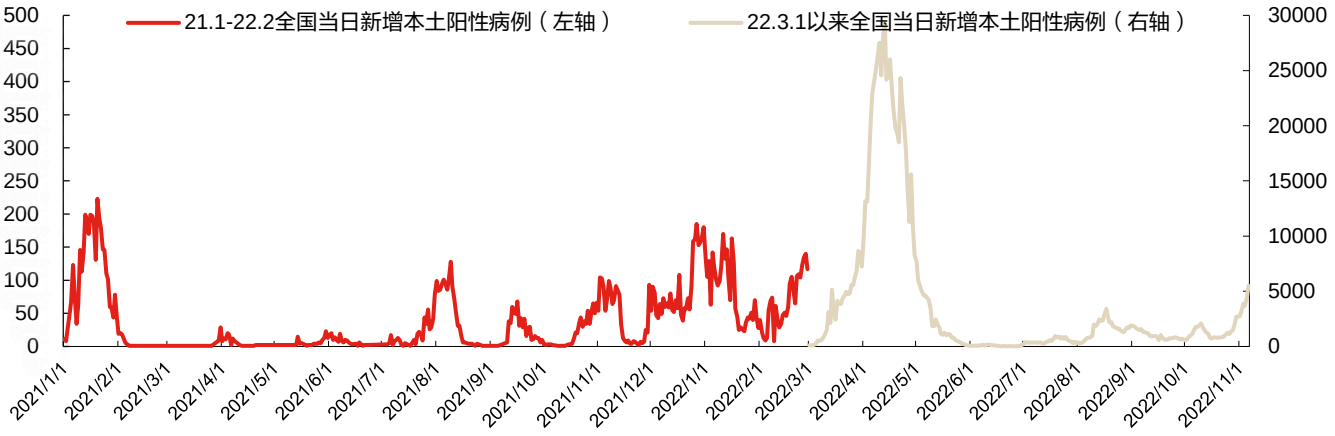
除免税外，A 股其他子板块股价对疫情反应逐渐钝化，港股餐饮仍对疫情和海外市场 β 敏感。我们在 21 年 12 月的年度策略报告中提出，由于风格轮动、学习效应和市场更愿意对远期业绩复苏定价，酒店、景区短期股价对疫情反应有望逐渐钝化，去年底至 2 月上海疫情尚未发生时，随着旅游出行客流恢复，基本面略有恢复之下，市场对防疫措施优化的预期升温，同时随着 21 年 12 月之后新能源为代表的成长板块调整，市场对于低估值、困境反转相关标的的关注度提升，因此景区领涨社服板块，酒店、免税虽然绝对涨幅不明显但亦跑赢大盘。3 月上海疫情后，免税 Q2 业绩受到明显冲击，因此股价调整幅度较大；而景区、酒店表现对当期业绩不敏感，投资者更多是根据复苏后的业绩空间进行定价，因此今年疫情反复对基本面影响远大于此 2021 年几轮疫情，但股价韧性强。6 月底“第九版”防控方案、11 月初优化防疫措施“二十条”出台前后，政策预期升温，各子版块均出现明显反弹。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 22/11/7

图 6：2021 年以来全国当日新增本土新冠阳性病例数



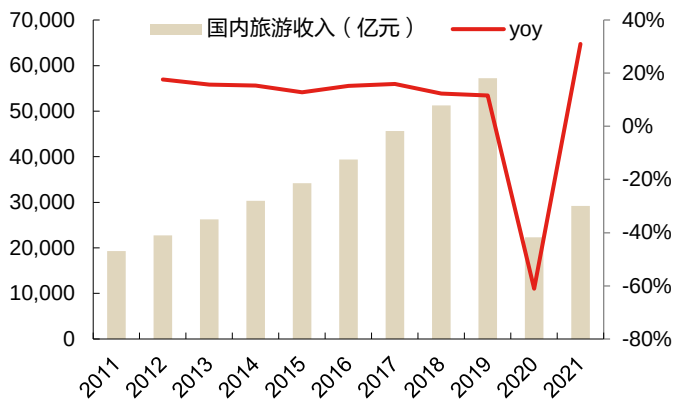
数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/11/4

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。

基本面回顾和展望：疫情冲击显著，着眼管控措施优化后的复苏节奏

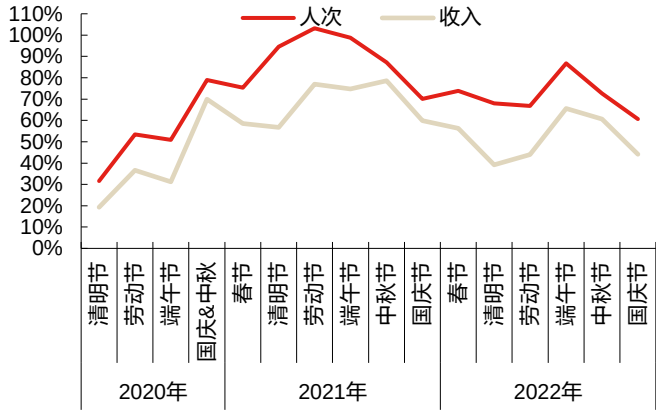
疫情影响下出行链持续承压，本地周边韧性强于远途跨省。2022 年 3-5 月上海疫情对全国旅游出行冲击严重，清明/五一/端午假期国内旅游收入分别恢复至 19 年同期的 39%/44%/66%，6 月之后随着上海解封和多地优化管控措施，暑期旅游迎来快速反弹，但 8 月下旬之后随着多地疫情再次反弹、9 月 10 日至 10 月 31 日乘坐飞机高铁需 48 小时核酸阴性结果等政策，出行链复苏再度回落。据文旅部，2022 年国庆节假期 7 天全国国内旅游出游 4.22 亿人次，同比减少 18.2%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 60.7%，实现国内旅游收入 2872.1 亿元，同比减少 26.2%，恢复至 2019 年同期的 44.2%。据携程《2022 年国庆假期旅游总结报告》，今年国庆各地倡导居民“就地过节”。本地游、周边游、短途游主导国庆假期旅游市场。国庆 7 天，本地、周边旅游订单占比达 65%，本地周边人均旅游花费较去年国庆增长近 30%；美团数据显示，国庆长假期间本地业态的日均消费额相比“五一”假期增长 34%，同比 2019 年黄金周增长 52%。

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

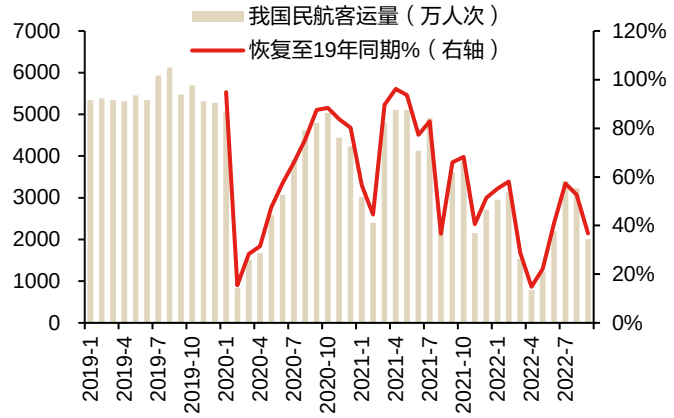


数据来源：文化和旅游部，东方证券研究所

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，即使在恢复较快的 7、8 月也仅恢复至 19 年同期的 57%/53%，远途出行恢复力度弱于本地周边。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 3-5 月全国餐饮社零较 19 年同期分别下降 13%/20%/17%，6-7 月小幅回暖后，8-9 月同比 19 年同期下降 2.8%和 0.1%。

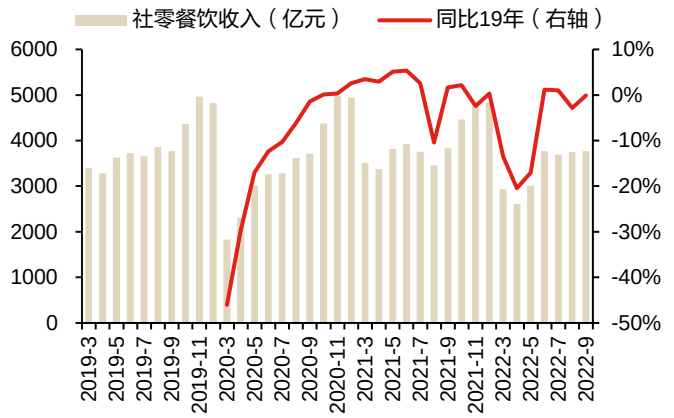
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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

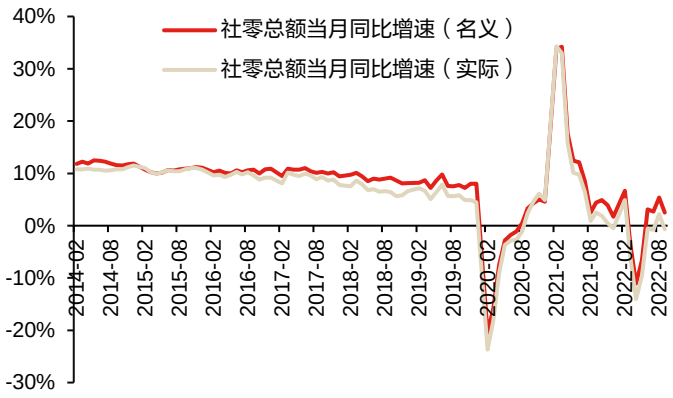
图 10：全国社零餐饮收入及较 19 年同期增速



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

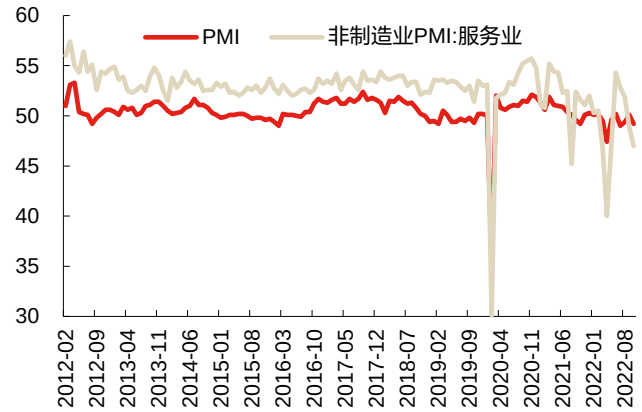
宏观经济受疫情影响显著，居民消费力承压。2021 年疫情对社服板块的冲击主要在于疫情反复带来的出行和消费场景限制，更多程度上是一次性冲击；但今年以来疫情波及的省市与人口范围明显扩大，对全国整体宏观经济亦造成压力，或对居民消费力和消费信心造成持续影响，旅游、餐饮等作为可选消费，需求端在经济下行周期的压力或大于必选消费。

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（%）



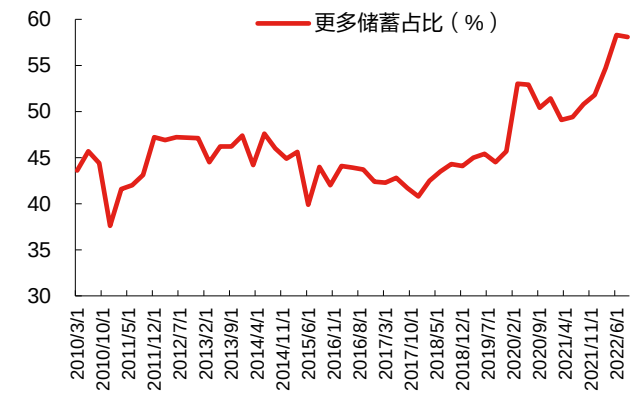
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 13：我国消费者信心指数



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 14：中国人民银行储户问卷调查情况



数据来源：国家统计局，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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

优化防疫工作二十条措施落地，预期日渐明朗，出行链复苏趋势边际向好。中共中央政治局常务委员会 11 月 10 日召开会议，听取新冠肺炎疫情防控工作汇报，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施。中共中央总书记习近平主持会议并发表重要讲话。国务院联防联控机制综合组 11 月 11 日公布《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》。通知指出，党中央对进一步优化防控工作的二十条措施作出重要部署、提出明确要求，各地各部门要不折不扣把各项优化措施落实到位。相比之前，本次优化防疫二十条措施不再判定次密接、缩短密接和入境集中隔离时间、取消中风险地区划定、取消入境航班熔断、入境商务活动采取“免隔离闭环管理”，同时强调要加大对“一刀切”、层层加码问题的整治力度，针对学校、企业、封控人员等也提出了针对性的优化要求，体现了最大限度减少疫情对经济社会发展影响的政策方向，未来各项具体措施有望相继落地，政策预期逐渐明朗。

表 1：国务院联防联控机制《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》

涉及领域	措施
密接	对密切接触者，将“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”，期间赋码管理、不得外出。集中隔离医学观察的第 1、2、3、5 天各开展 1 次核酸检测，居家隔离医学观察第 1、3 天各开展 1 次核酸检测。
	及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接。
风险区及相关人员	将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。在居家隔离第 1、3、5、7 天各开展 1 次核酸检测。
	将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。原则上将感染者居住地以及活动频繁且疫情传播风险较高的工作地和活动地等区域划定为高风险区，高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大；高风险区所在县（市、区、旗）的其他地区划定为低风险区。高风险区连续 5 天未发现新增感染者，降为低风险区。符合解封条件的高风险区要及时解封。
风险人员	对结束闭环作业的高风险岗位从业人员由“7 天集中隔离或 7 天居家隔离”调整为“5 天居家健康监测”，期间赋码管理，第 1、3、5 天各开展 1 次核酸检测，非必要不外出，确需外出的不前往人员密集公共场所、不乘坐公共交通工具。
核酸检测	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，只在感染来源和传播链条不清、社区传播时间较长等疫情底数不清时开展。制定规范核酸检测的具体实施办法，重申和细化有关要求，纠正“一天两检”“一天三检”等不科学做法。
入境	取消入境航班熔断机制，并将登机前 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。
	对于入境重要商务人员、体育团组等，“点对点”转运至免隔离闭环管理区（“闭环泡泡”），开展商务、训练、比赛等活动，期间赋码管理，不可离开管理区。中方人员进入管理区前需完成新冠病毒疫苗加强免疫接种，完成工作后根据风险大小采取相应的隔离管理或健康监测措施。
	明确入境人员阳性判定标准为核酸检测 Ct 值
	对入境人员，将“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”，期间赋码管理、不得外出。入境人员在第一入境点完成隔离后，目的地不得重复隔离。集中隔离医学观察的第 1、2、3、5 天各开展 1 次核酸检测，居家隔离医学观察第 1、3 天各开展 1 次核酸检测。
疫苗、药物、医疗体系	加强医疗资源建设。制定分级分类诊疗方案、不同临床严重程度感染者入院标准、各类医疗机构发生疫情和医务人员感染处置方案，做好医务人员全员培训。做好住院床位和重症床位准备，增加救治资源。
	有序推进新冠病毒疫苗接种。制定加快推进疫苗接种的方案，加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群加强免疫接种覆盖率。加快开展具有广谱保护作用的单价或多价疫苗研发，依法依规推进审批。
	加快新冠肺炎治疗相关药物储备。做好供应储备，满足患者用药需求，尤其是重症高风险和老年患者治疗需求。重视发挥中医药的独特优势，做好有效中医药方药的储备。加强急救药品和医疗设备的储备。
	强化重点机构、重点人群保护。摸清老年人、有基础性疾病患者、孕产妇、血液透析患者等群体底数，制定健康安全保障方案。优化对养老院、精神专科医院、福利院等脆弱人群集中场所的管理。
其他针对性优化措施	落实“四早”要求，减少疫情规模和处置时间。各地要进一步健全疫情多渠道监测预警和多点触发机制，面向跨省流动人员开展“落地检”，发现感染者依法及时报告，第一时间做好流调和风险人员管控，严格做到早发现、早报告、早隔离、早治疗，避免战线扩大、时间延长，决不能等待观望、各行其是。

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。

	加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。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。发挥各级整治层层加码问题工作专班作用，高效做好举报线索收集转办，督促地方及时整改到位。卫生健康委、疾控局、教育部、交通运输部等各行业主管部门加强对行业系统的督促指导，加大典型案例曝光力度，切实起到震慑作用。
	加强封控隔离人员服务保障。各地要建立生活物资保障工作专班，及时制定完善生活必需品市场供应、封闭小区配送、区域联保联供等预案，做好重要民生商品储备。全面摸排社区常住人口基础信息，掌握空巢独居老年人、困境儿童、孕产妇、基础病患者等重点人员情况，建立重点人员清单、疫情期间需求清单。优化封闭区域终端配送，明确生活物资供应专门力量，在小区内划出固定接收点，打通配送“最后一米”。指导社区与医疗机构、药房等建立直通热线，小区配备专车，做好服务衔接，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。做好封控隔离人员心理疏导，加大对老弱病残等特殊群体的关心帮助力度，解决好人民群众实际困难。
	优化校园疫情防控措施。完善校地协同机制，联防联控加强校园疫情应急处置保障，优先安排校园转运隔离、核酸检测、流调溯源、环境消毒、生活物资保障等工作，提升学校疫情应急处置能力，支持学校以快制快处置疫情。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。教育部和各省级、地市级教育部门牵头成立工作专班，逐一排查校园随意封控、封控时间过长、长时间不开展线下教学、生活保障跟不上、师生员工家属管控要求不一致等突出问题并督促整改，整治防控不力和过度防疫问题。各级教育部门设立投诉平台和热线电话，及时受理、转办和回应，建立“接诉即办”机制，健全问题快速反应和解决反馈机制，及时推动解决师生急难愁盼问题。
	落实企业和工业园区防控措施。各地联防联控机制要成立专班，摸清辖区包括民营企业在内的企业和工业园区底数，“一企一策”“一园一策”制定疫情防控处置预案。落实企业和工业园区疫情防控主体责任，建立从企业、园区管理层到车间班组、一线职工的疫情防控全员责任体系，细化全环节、全流程疫情防控台账。严格返岗人员涉疫风险核查，确认健康后方可返岗。加强对关键岗位、关键工序员工的生活、防疫和轮岗备岗保障，完善第三方外包人员管理办法，严格社会面人员出入管理。发生疫情期间，要全力保障物流通畅，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。
	分类有序做好滞留人员疏解。发生疫情的地方要及时精准划定风险区域，对不在高风险区的外地人员，评估风险后允许其离开，避免发生滞留，返程途中做好防护。发生较多人员滞留的地方，要专门制定疏解方案，出发地与目的地加强信息沟通和协作配合，在有效防止疫情外溢的前提下稳妥安排，交通运输、民航、国铁等单位要积极给予交通运力保障。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。

数据来源：国家卫健委，东方证券研究所

2023 年基本面或延续波动性复苏，关注进一步政策预期和事件催化。展望 2023 年，我们认为社服板块基本面的主旋律仍是波动性的复苏，防疫措施不断优化，将有助于出行和线下消费场景加速复苏，但另一方面考虑到我国人口规模、文化心理、医疗基础设施等方面与海外市场有较大差异，虽然复苏方向明确，但短期内节奏和程度仍有不确定性。投资视角下，股价对当期业绩敏感性较低，投资角度更关注政策变化预期和边际复苏趋势，节奏上体现为市场情绪和事件催化的共振，市场表现将继续领先于基本面兑现，大概率继续呈现脉冲式行情特征。

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。

免税：疫情反复扰动短期客流，龙头逆势扩张筑长期壁垒

基本面和股价复盘：疫情反复影响盈利能力，股价对高频数据敏感度高

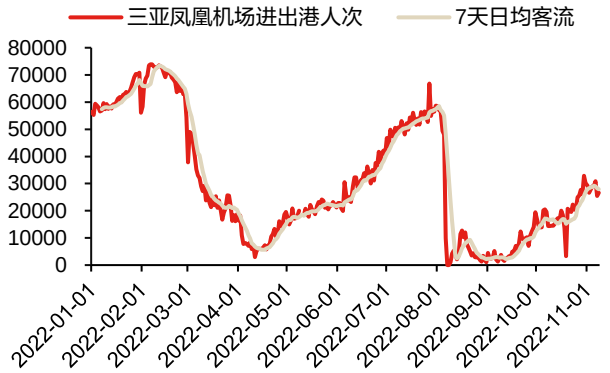
疫情冲击海南客流。Q2 上海、北京等地疫情导致主要海南客源地游客减少，海南机场客流吞吐量减少，Q2 美兰机场旅客吞吐量约 212 万人次，同比减少 59.46%，凤凰机场客流量 180.39 万人次，同比减少 63.40%；Q3 海南疫情，疫情管控使客流锐减，美兰机场吞吐量约 287 万人次，同比减少 23.35%，凤凰机场旅客吞吐量 221 万人次，同比减少 31.07%，因 21 年 Q3 疫情反复较为严重，故 22Q3 同比减少幅度小于 Q2。

图 15：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

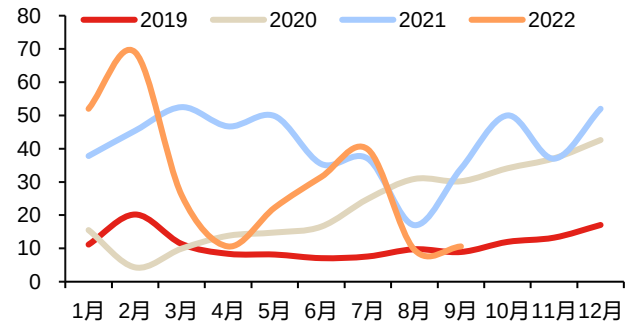
图 16：三亚机场进出港人次统计



数据来源：航班管家 APP，东方证券研究所

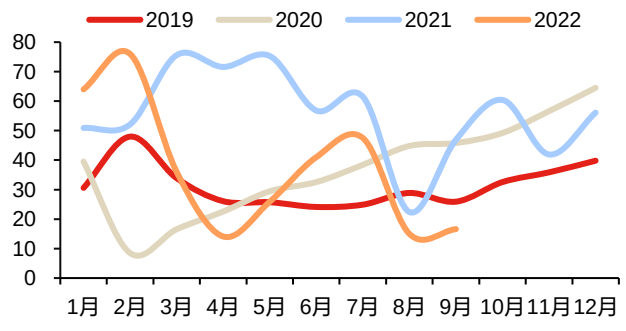
客流低于往年，免税购物金额随客流同步波动。22Q1-Q3 受 4 月华东疫情，8 月海南疫情影响，海南全岛免税实际购物人次下滑，分别为 176/81/79.1 万人次，同比-1.46%/-60.24%/-39.53%；免税销售额随客流减少同步下滑，Q1-Q3 海南全岛免税购物金额为 147/64.4/60 亿元，同比+8.33%/-51.18%/-31.82%，销售额持续环比下降。

图 17：海南全岛免税购物金额（亿元）



数据来源：海口海关，东方证券研究所

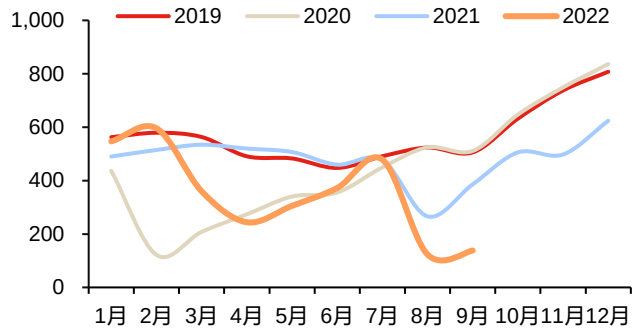
图 18：海南全岛免税实际购物人次（万人）



数据来源：海口海关，东方证券研究所

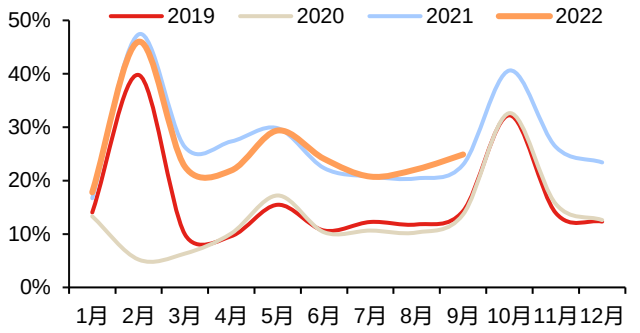
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 19：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

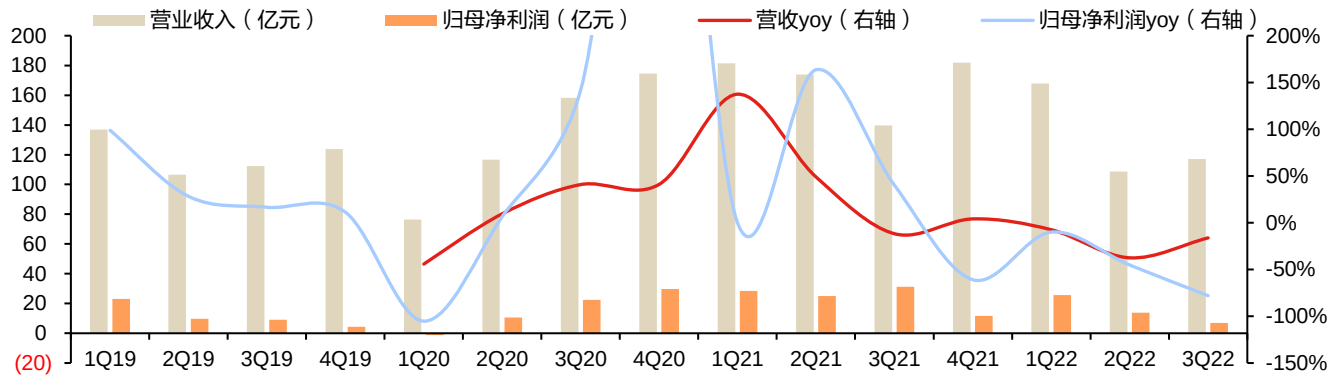
图 20：海南全岛游客中，一日游游客人次占比



数据来源：海南省旅游局，东方证券研究所

免税市场受挫，各免税商力保营收，利润率下滑。以龙头中国中免为例，22 年前三季度营业收入 393.6 亿元，同比-20.5%；实现归母净利润 46.3 亿元，同比-45.5%。单三季度来看，公司实现营业收入 117.1 亿元，同比-16.2%，实现归母净利润 6.9 亿元，同比-78.0%；环比来看，单三季度较上一季度收入变动+7.8%，归母净利润-49.8%。分季度回顾看，22Q1 虽然广东地区疫情反复，但海南旅游旺季下免税市场景气度得以维持，营收同比仅下降 7%，由于线下客流占比较高且公司对折扣力度进行控制，归母净利润环比提升 121%，净利润率环比提升 10.8pct；22Q2 由于华东等主要客源地疫情反复，免税客流锐减，营收、归母净利均大幅下滑，汇兑损失、员工工资等固定开支影响下利润率亦有所下滑；22Q3 疫情影响延续，7 月客流快速恢复，但随后 8 月海南疫情反复致使线下免税店暂停营业，Q3 依靠 7 月线下客流恢复及线上渠道发力，营收环比提升，但线上占比提升及折扣力度加大，导致归母净利润及利润率进一步下滑。海旅免税 22 年 1-7 月实现营收 23.98 亿元，基本追平 21 年全年收入，实现净利润 0.62 亿元，扭亏为盈，但若除去 Q1 旺季看，海旅 4-7 月实现营收 10.18 亿元，净利润 0.02 亿元，净利润率仅为 0.2%，关店及折扣放大使影响利润率。

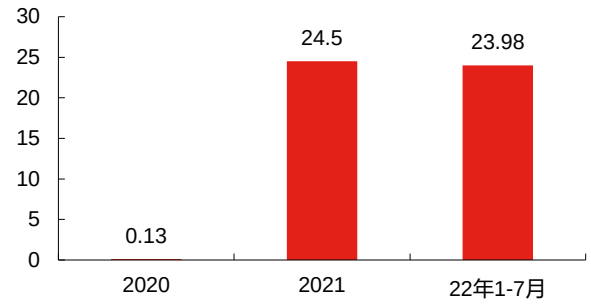
图 21：中国中免单季度营收和归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

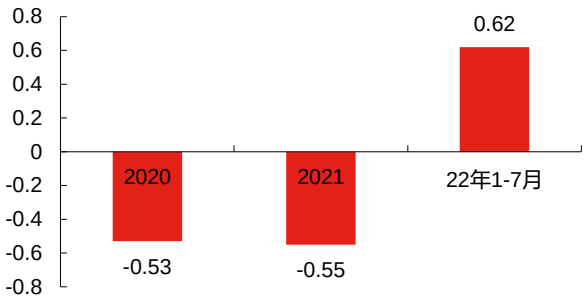
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 22：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 23：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

为提振销售，中免折扣力度加大。22Q1-Q3 中免毛利率为 34%/34%/24.7%，Q3 毛利率环比下降明显，主要因上半年公司对于折扣力度控制较为严格，但自 8 月海南疫情后，线下客流骤减，为提振销售，折扣力度加大，领券满减额度加大，同时线上低毛利有税业务占比提升，共同影响毛利率。从明星品牌折扣力度变化看，雅诗兰黛折扣力度较大，而海蓝之谜等品牌折扣管控相对严格。

图 24：中免明星单品折扣力度变化表

品牌	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	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	持妆粉底液30ml	精华肌底液100ml两件套	菁纯臻颜焕亮眼霜20ml两件套	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
2月	7.5	6.5	6.5	7.5	7	8.5	8.5
3月	7	6.5	7	7.5	7	7.5	7.5
4月	7.5	7	7	7	7.5	7.8	7.8
5月	7	6.5	7	6.5	7	7	8
6月	6.5	4	7	-	7.5	7	7
7月	7	4	7	7	7	7.5	7
8月	6.5	8	6.5	6	7	7	7
9月	7	8	6.5	6.8	7.5	7	7

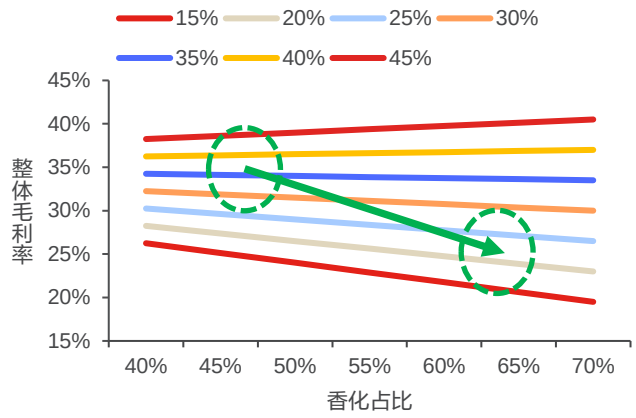
品牌	CPB	CPB	CPB	CPB	海蓝之谜	海蓝之谜	海蓝之谜
产品	长管隔离光凝润采妆前霜37ml	光透白妆前乳30ml	御龄防晒乳霜50ml	光彩赋活夜间修护霜50ml	修护精萃液150ml	浓缩密集修护眼霜15ml	经典精华面霜100ml
1月	7.5	7.5	7.5	7.5	7	7	7.5
2月	7	7	8.5	8.5	7	7	7.5
3月	8.5	8.5	6.5	8.5	7.5	7.5	7.5
4月	7.5	7.8	6.5	7.8	7.5	7.5	7.8
5月	7	6.5	8	8	7	7	7
6月	7.5	7	-	8.5	7	7.5	7
7月	7.5	6	7	8.5	7	7	7.2
8月	7.5	-	-	8.5	6.5	7.2	7.5
9月	7	-	-	8.2	7	8	8.5

数据来源：CDF 海南免税小程序、东方证券研究所

渠道结构、品类结构变化，拉低中免整体毛利率。为降低客流下降对销售的影响，中免加大对 CDF 会员购等线上有税渠道的推广力度，22H1 有税业务占商品销售业务营收比重达 40.8%，较 21H1 提升 10.7pct；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，且香化折扣力度大于精品，进一步影响毛利率。8 月海南疫情导致线下门店闭店，Q3 线上销售占比进一步提升影响毛利率。Q4 进入海南旅游旺季，且防控政策更为科学精准，线下客流有望恢复且推动毛利率修复。

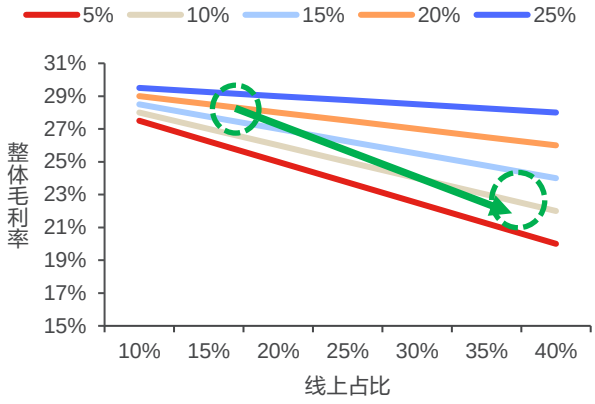
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 25：香化占比对中免整体毛利率影响测算假设



数据来源：东方证券研究所测算 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 26：线上占比对中免整体毛利率影响测算假设



数据来源：东方证券研究所测算 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。

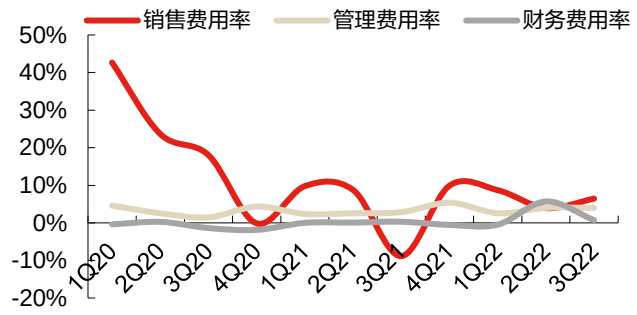
从上面两张图可以看出，结构变化对毛利率的影响同样显著（同一条线左右移动），再叠加折扣力度变化（不同线之间的移动），共同造成了毛利率的波动。需要提醒的是以上数据均为假设，不代表实际经营数据，仅用于计算演示。

白云机场减租落地销售费用率下降，人民币贬值导致财务费用率提升。中免 22Q2 销售费用率为 3.95%，同比减少 4.82pct，环比减少 4.76pct，销售费用率下降主要因白云机场租金减让落地；Q3 销售费用率 6.45%，同比+15.29pct，环比+2.50pct，因 21 年同期海南地区子公司享受企业所得税优惠及首都机场租金减让，销售费用基数较低，导致本期销售费用率同比大幅提升；22Q2 管理费用率为 3.99%，由于营收降低，管理费用率同比提升 1.41pct，Q3 管理费用率基本维持稳定，环比-0.01pct，同比+1.12pct；22Q2 财务费用率为 5.70%/同比提升 5.63pct，因人民币贬值导致进口汇兑损失大幅提升；22H1 净汇兑亏损占营收 1.71%，若去除汇兑损失净利润绝对额将提升 10.46%，Q3 财务费用率 0.73%，环比-4.96pct，同比+0.42pct，预计环比收窄主要因港股 ipo 后公司持有外币规模增加，汇兑损益规模收窄。

净利润率环比下滑，客流恢复后有望快速修复。22Q2/Q3 净利润率分别为 14.7%/8.6%，同比-3.1pct/-24.7pct，环比下滑 2.7pct/6.1pct，净利润率基本随毛利率同步波动，预计 Q4 海南客流恢复及旅游旺季来临，线下销售占比回升，盈利能力有望修复。

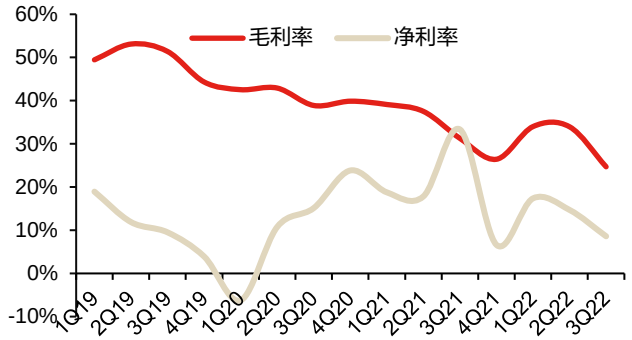
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 27：中免分季度销售费用率、管理费用率、财务费用率



数据来源：Wind，东方证券研究所

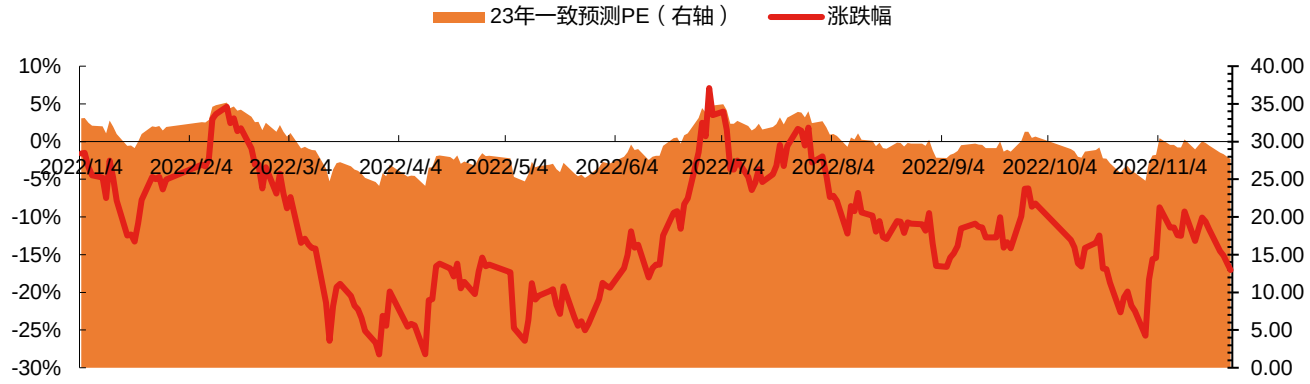
图 28：疫情影响，中免毛利率、净利润率双双环比回落



数据来源：海南省旅游局，东方证券研究所

中免股价对高频数据敏感，综合历史估值及盈利预测，当前估值性价比较高。22 年以来经历年初广东疫情，4 月华东疫情，8 月海南疫情等全国多地疫情反复，客流减少冲击营收，折扣及营收结构影响毛利，导致中免股价持续回落，股价对客流数据等因素敏感，目前国家对疫情防控政策逐步调控，更为精确科学的防疫政策使市场对未来客流恢复预期更为积极乐观，催化短期股价反弹。目前中免 23 年 PE 仅为 30 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 84.44%/31.36%，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 29：中国中免 2022 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 22/1/4，截至 22/11/23

2023 年展望：客流料将稳步恢复，龙头壁垒持续加强

防控措施优化，预计 23 年海南客流稳定恢复至 21 年水平，出境客流部分恢复。疫情防控新规二十条出台，对管控措施提出了更高要求，更为精准的防控将有助于 23 年国内及国际人员流动，假设 23 年仍有部分地区疫情反复，但在严格落实新规的环境下，我们预测 23 年海南客流将恢复至 21 年水平；同时新规取消入境航班熔断机制，预计国际客流数量将得到显著恢复，目前我国国际客运及地区航班数量尚不足 19 年同期 10%；国际客流恢复有可能将提升中国游客海外免税购物金额，但考虑到海南为国内最大免税市场，离岛购物便利性仍远高于海外，预计国际航班恢复对海南免税市场分流作用非常有限。

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。

图 30：客运国际及地区航班趋势年度对比



数据来源：航班管家，东方证券研究所

新海港开业带动免税市场升温，具备显著区位优势。10 月 28 日海口国际免税城（新海港）正式开业，受新海港店开业带动，当日海南 11 家离岛免税店总销售额超 7 亿元，创下海南离岛免税店单日销售额历史新高，接近以往历史最高值的 2 倍，海口国际免税城进店人数超 4.4 万人次，销售额超 6000 万元。同时 10 月 28 日，中免线上商城独立访客达 200 万人，创历史新高，购物人数超 12 万，销售额超 5 亿元。新海港店总建筑面积约 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，目标客群定位为海南商旅客。

高消费能力商旅客源有助于新海港项目稳定增长。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，但同时对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。

图 31：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：腾讯新闻网，东方证券研究所

图 32：新海港项目各地块定位

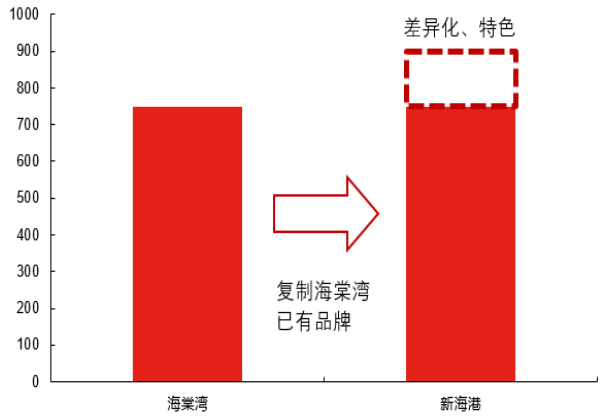
地块	占地面积（万㎡）	定位
地块一	3.1	承载港城产业的甲级写字楼
地块二	1.7	乐活品质格调生活空间
地块三	2.9	国际旅游中心特色型滨海品质居住空间
地块四	2.1	陆港门户尊贵格调五星级酒店
地块五	8.9	世界最大单体免税商业及旅游购物目的地
地块六	13.7	海南世界级度假型商业街区

数据来源：腾讯新闻网，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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

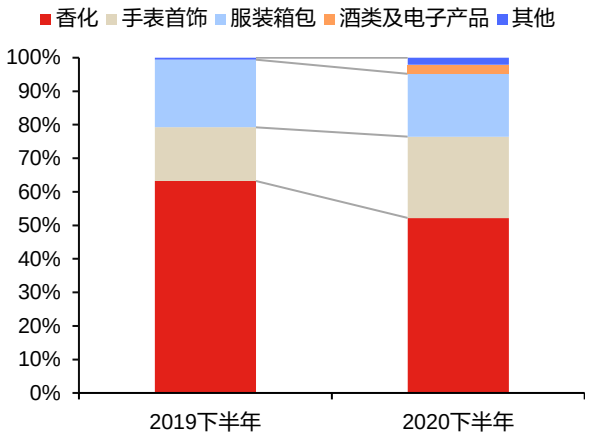
海口免税城面积扩容，品牌容量提升，品牌品类升级。新海港五号地块免税商业中心建设用地面积为约 9 万平米，其中地上四层建筑商业面积 16 万平米，相较海棠湾店 7.2 万平扩大了一倍以上。目前新海港聚集 800 多个国际国内知名品牌，其中包括 25 个海南免税店首进品牌以及 78 个海南离岛免税中免集团独家品牌，包括 YSL、Prada、Burberry、Bottega Veneta、Balenciaga 等众多国际一线品牌。除重点品牌与海棠湾店重合，新海港更加重视全品类建设，预计品牌全部落位完成后，品牌品类丰富的将优于海棠湾 促进购物人次和客单价双升。

图 33：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 34：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

业态丰富度提升，全面提升购物体验。相较海棠湾更大的经营面积，新海港有更大的空间容纳新业态，如娇兰、纪梵希等品牌全球旅游零售首家 SPA 体验、SK-II 的人工智能非接触式皮肤测试、集零售文创、珍藏及稀有产品展示于一体的茅台体验店、中国首家沉浸式威士忌博物馆等，此外为满足消费者一站式购物需求，新海港还引入了球幕飞行影院、米其林/黑珍珠/中华老字号级别餐饮品牌。新海港拥有超一千平方米 VIP 尊享社交平台，特约联合打造 VVIP 专属空间，呈现地中海、新中式、现代简约、海岛风情等多种定制主题，满足 VIP 客户不同品味需求。

图 35：免税城内 SPA 体验馆



数据来源：小红书 APP，东方证券研究所

图 36：免税城 4 楼展厅内光影艺术展



数据来源：小红书 APP，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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

预计新海港 23 年贡献销售约 131 亿元。假设 22 年琼州海峡旅客吞吐量同比减少 10%，美兰机场游客吞吐量同比减少 30%，则 22 年海口离岛客流预计为 1181 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。预计新海港开业后 11、12 月旺季销售占全年 20%。在中性假设下，新海港开业后 22 年内销售额，可达 17 亿元。中性假设下预计全国仍有部分地区疫情反复对客流形成扰动，故假设 23 年海口离岛客流同比增加 31%，爬坡期转化率略有提升，客单价提升 10%，则预计新海港 23 年可贡献 131 亿元营收。

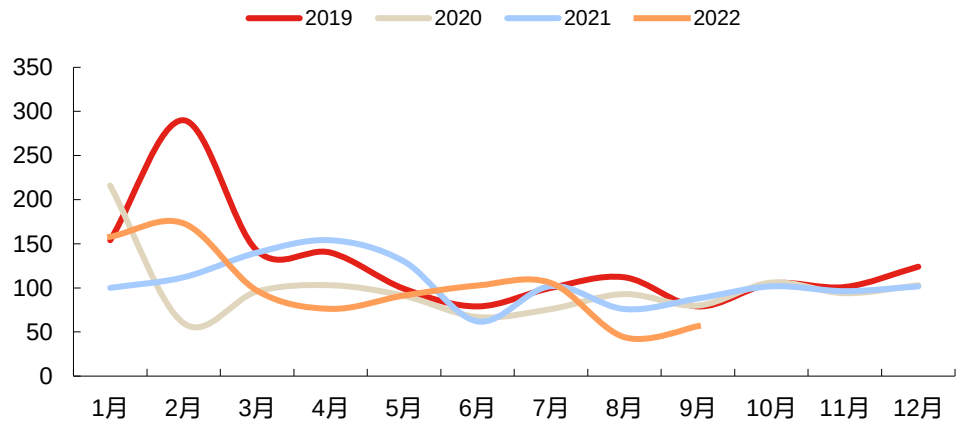
图 37：新海港销售规模测算

	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	1181	1548	1716	1860	1953
琼州海峡旅客吞吐量（万人次）	1514	1517	1183	1262	1136	1312	1417	1502	1577
yoy	1.0%	0.2%	-22.0%	6.7%	-10.0%	15.5%	8.0%	6.0%	5.0%
美兰机场游客吞吐量（万人次）	2412	2422	1649	1752	1226	1784	2016	2218	2328
yoy	6.8%	0.4%	-31.9%	6.2%	-30.0%	45.5%	13.0%	10.0%	5.0%
海口离岛客流 yoy		0%	-28%	6%	-22%	31%	11%	8%	5%
乐观假设									
购物转化率（%）					12.5%	14.5%	17.5%	19.5%	20.5%
购物人数（万人次）					148	224	300	363	400
客单价（元）					8500	9350	9818	10210	10517
yoy						10.0%	5.0%	4.0%	3.0%
销售额（亿元）					25	210	295	370	421
yoy							41%	26%	14%
中性假设									
购物转化率（%）					10.0%	11.0%	15.0%	17.0%	18.0%
购物人数（万人次）					118	170	257	316	351
客单价（元）					7000	7700	8085	8408	8661
yoy						10.0%	5.0%	4.0%	3.0%
销售额（亿元）					17	131	208	266	304
yoy							59%	28%	15%
悲观假设									
购物转化率（%）					7.5%	8.5%	12.5%	14.5%	15.5%
购物人数（万人次）					89	132	215	270	303
客单价（元）					5500	6050	6353	6607	6805
yoy						10.0%	5.0%	4.0%	3.0%
销售额（亿元）					10	80	136	178	206

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 10 月底开业后到 22 年底的预测值

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。

图 38：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

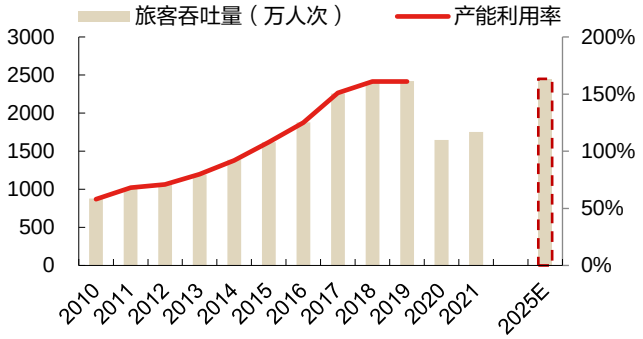
海口市港口、机场运力提升，新海港未来规模可期。长期看，海口交通建设项目可释放大量运力。目前新海港客货滚装码头设计年旅客通过能力为 600 万人次，而在建的海口港新海滚装码头客运综合枢纽站工程项目，设计通过能力为 2200 万人次，该枢纽工程预计于 22 年底竣工投产，投产后有望大幅提升新海港客流，同时带动新海港免税城转化率提升。目前美兰机场 T1 设计旅客吞吐量 1500 万人次，21 年 12 月 T2 项目投入使用后计划增加 3500 万设计旅客吞吐量。预计到 2025 年，琼州海峡旅客吞吐量增至 1502 万人次，美兰机场吞吐量增至 2218 万人次，海口离岛总客流达 1860 万人次。新海港开业后，离岛客流购物转化率、客单价有望持续提升，在中性假设下预计 2025 年销售规模达 266 亿元。

图 39：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 40：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。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

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。

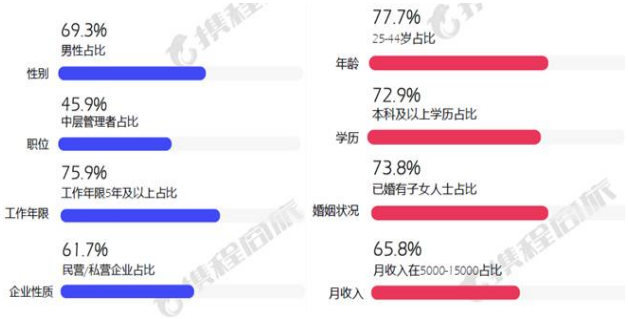
免税业整体的发展壮大。预计新海港开业后集群效应提升可增强海南对国际游客吸引力，出现明显此消彼长的可能性低，长期必然是共同做大离岛免税蛋糕。

图 41：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 42：携程商旅客流画像（2021）



数据来源：携程商旅白皮书，东方证券研究所

机场店陆续扩容，中免市占率有望进一步提升。三亚凤凰机场免税店一期已开业经营面积约 800 平米，未来二期、三期开业后预计新增经营面积约 6000 平米，凤凰机场法式花园免税商业项目预计 23 年开业。中免美兰机场 T2 航站楼项目 23 年有望继续扩容。近年来 LV 等顶奢关闭韩国市内免税店门店，加码机场免税渠道，中免加大机场店建设力度，有望在重奢引入中取得更大优势，相比于海南其他免税商较为保守的扩张速度，中免计划新增免税经营面积最大，未来新开机场店助力下，或将稳定拿下更大免税市场份额。

与太古合作重奢引入可能性增强，龙头优势持续扩大。10 月 24 日中免宣布与太古地产在海南省三亚市合作开发三亚国际免税城三期地块，项目预计于 2024 年起分阶段落成。太古作为顶级商业地产运营商，与重奢品牌合作密切，11 月 3 日，LV 位于成都远洋太古里的路易威登之家正式开业，这是该品牌在国内开设的第三个路易威登之家，太古地产与上海静安置业合作打造的集团在上海第三个商业体张园最快将于今年年底开业，LV 是首批入驻的品牌之一。本次合作中免将借助太古方在商业地产开发、招商以及运营方面的商业项目经验，打造高端旅游零售业态，通过与三亚国际免税城一期、二期有机协同、良性互动，助力公司持续巩固在海南的市场地位。

图 43：成都远洋太古里的路易威登之家



数据来源：腾讯新闻网，东方证券研究所

图 44：上海前滩太古里爱马仕围挡



数据来源：腾讯新闻网，东方证券研究所

港股上市加速中免布局境外。8 月 25 日中免在港交所上市，募集资金总额约 162.36 亿港元，引入韩国 AMOREPACIFIC 集团、中国国有企业混合所有制改革基金、海南自由贸易港建设投资基金、泸州老窖等 9 名基石投资者，募集资金用于巩固国内渠道、拓展海外业务、改善供应链效率等方面加强自身规模优势。境外拓展方面以中国消费者出境游目的地为主线，Q3 公司旗下 DUTY ZERO 品牌位于香港中环、铜锣湾的两家酒水概念店相继开业，是继 21 年开设香港东荟

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。

城市区店之后，再次扩大在香港的业务规模。预计中免未来在境外市场拓展加速或将贡献更大增量。

图 45：中免香港 duty zero 门店



数据来源：新闻报道，东方证券研究所

图 46：中免澳门上葡京店



数据来源：新闻报道，东方证券研究所

上市公司积极参与免税市场，利润考核促进良性竞争。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。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。10 月初，王府井获准在万宁经营离岛免税业务，王府井国际免税港将于 2023 年元月开业，目前看万宁为小众旅游目的地，且王府井免税经营经验不足，预计王府井万宁项目将为海南免税市场的良好补充，难以撼动中免龙头地位。免税资产注入上市公司后，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。免税资产注入上市公司主要为改善公司盈利能力，故会对免税商业利润率做出要求，如海汽重组对海旅业绩做出要求：若 22 年完成交易，则海旅 22、23、24 年扣非净利润不低于 1.16、3.58、5.38 亿元（对应 23、24 年增速+208.1%、+50.2%），若 23 年完成交易，则业绩承诺期顺延至 25 年，扣非净利润不低于 7.28 亿元（同比 24 年+35.2%）。若海旅投未能达成承诺净利润，需向海汽集团进行补偿。此外国企三年亏损需整改的底线也促使上市公司在未来严格要求盈利能力。在此背景下预计未来海南免税市场折扣将控制在合理范围内，再次出现价格战的可能性较低，市场趋向良性竞争。

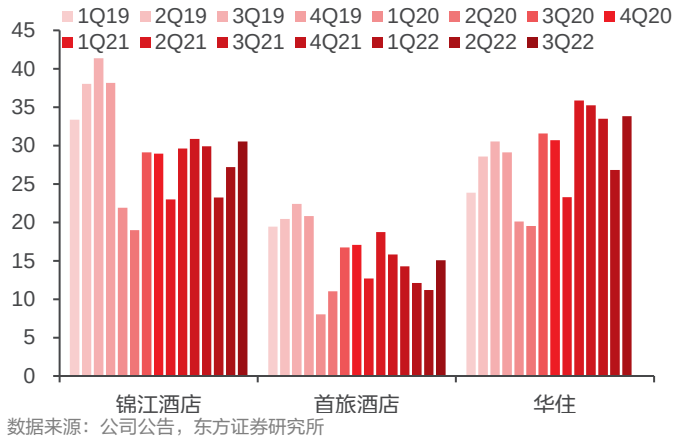
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

酒店：继续看好龙头成长性，关注开店节奏和精益增长

基本面及股价复盘：疫情扰动复苏节奏，着眼中长期空间

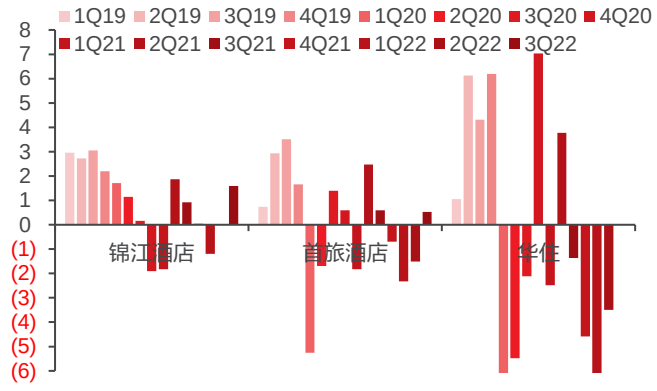
疫情反复影响 revpar 恢复，短期业绩承压。由于 21 年四季度以来局部疫情持续反复、今年 3 月起上海疫情，三大酒店集团 21Q4-22Q3 的 revpar 恢复程度和业绩持续承压，锦江/华住/首旅 22Q2 整体境内 blended revpar 分别仅恢复至 19 年同期的 71%/69%/56%，Q3 环比恢复但近期再受扰动，华住境内 Blended-RevPAR 在 7-9 月分别恢复至 19 年同期的 90%/89%/90%，锦江/华住/首旅 22Q3 境内 Blended-RevPAR 分别恢复至 19 年同期的 80%/90%/66%；海外则受益放开加速复苏，锦江/华住 22Q3 境外 Blended-RevPAR 分别恢复至 19 年同期的 109%/102%，主因房价上涨填补入住率缺口。财务方面，由于成本费用刚性，龙头季度 22Q1-Q3 净利润普遍承压，但境外对整体业绩的拖累大幅改善。

图 47：三大酒店集团单季度营收（单位：亿人民币）



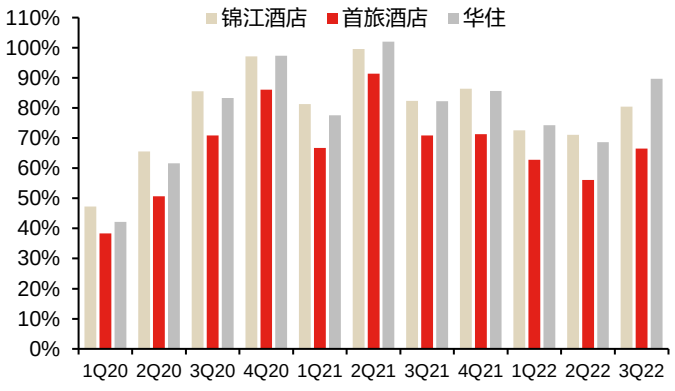
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 48：三大酒店集团单季度归母净利润（单位：亿人民币）



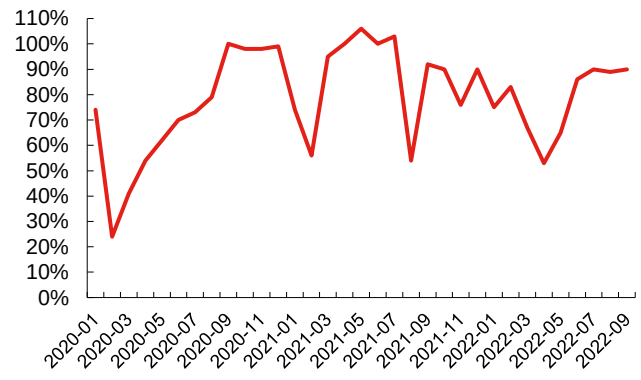
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 49：三大酒店集团境内 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 50：华住境内 revpar 较 2019 年同期恢复情况

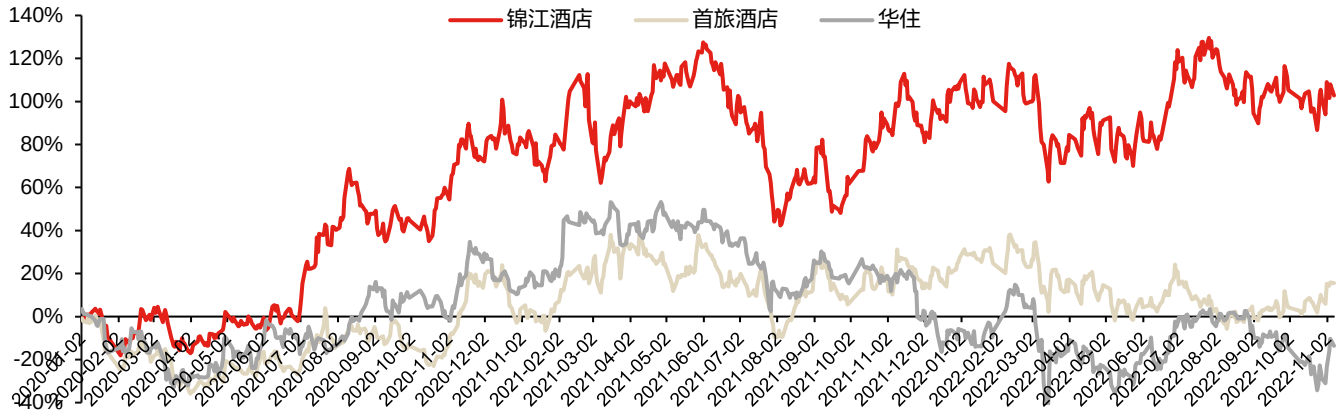


数据来源：公司公告，东方证券研究所 注：数据不含隔离征用酒店

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。

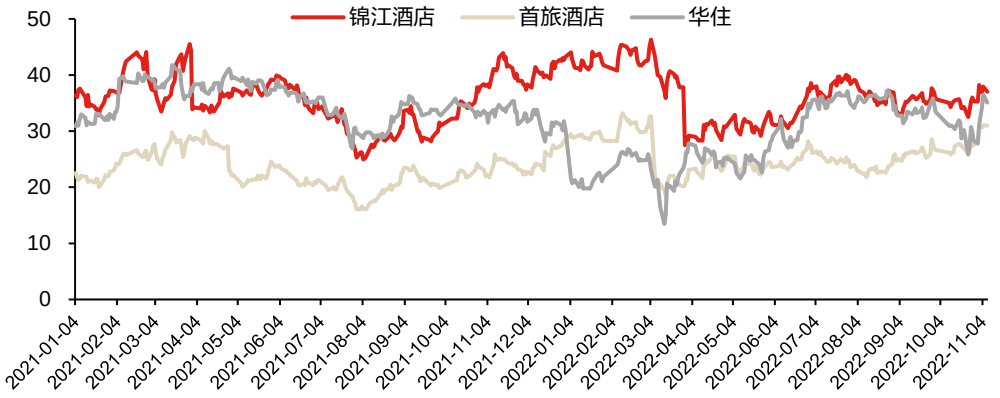
股价对短期疫情钝化，着眼中长期复苏空间。自 21Q4 以来锦江、首旅股价对疫情的敏感性逐渐钝化，虽然 3 月上海疫情后亦出现调整，但跌幅已明显小于 21 年 7 月南京疫情；华住股价则对疫情和当期 revpar 恢复程度更为敏感，同时由于市场海外流动性、中概股风险等 β 因素，去年底以来股价表现相对偏弱。估值方面，酒店股价对疫情钝化的原因在于市场更倾向于对中长期复苏的业绩空间进行定价，锦江由于中高端开店速度领先、中国区整合优化管理效率，边际改善占优，因此估值水平相对更高，华住估值则更多受市场因素影响处于历史中低区间。

图 51：三大酒店集团 2020 年至今股价涨跌幅



数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/11/7

图 52：三大酒店集团一致预期动态 PE



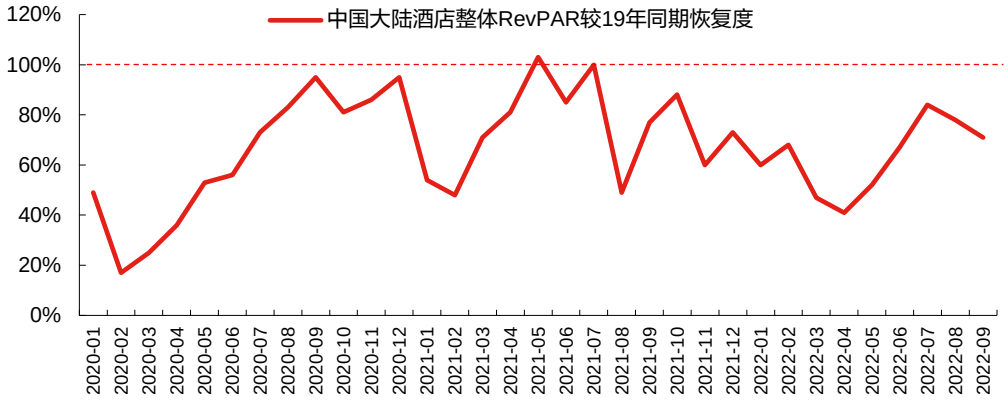
数据来源：wind，东方证券研究所 注：截至 22/11/7，使用 wind 一致预期，2021 年动态 PE 采用彼时的 2022 年盈利预测值、2022 年动态 PE 采用 2023 年盈利预测值计算

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。

2023 年展望：复苏仍存波动但边际向好，关注龙头开店步伐和经营质量提升

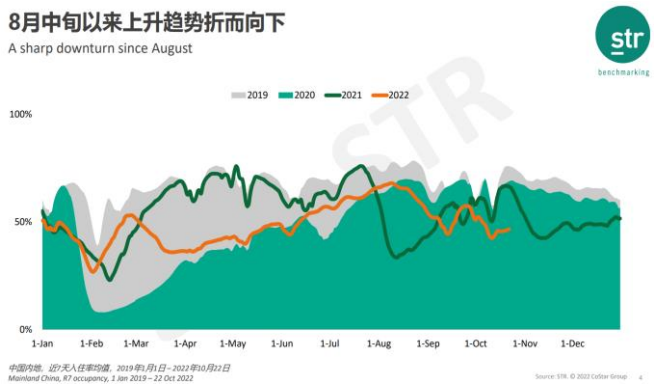
疫情防控措施优化后，出行住宿需求有望边际向好。上半年受上海等地疫情影响，据 STR 数据，中国大陆酒店整体入住率较 19 和 21 年同期均出现较大下滑，6 月随着上海疫情趋于稳定、管控措施优化以及进入暑期旺季，住宿需求在 6 月至 8 月上旬实现迅速反弹，但 8 月中旬之后随多地再次出现疫情反弹，据 STR 中国大陆酒店 6-9 月 RevPAR 恢复至 19 年同期的 67%/84%/78%/71%，随着优化管控措施二十条落地，复苏步伐边际上有望加快，但由于疫情不确定性仍大，我们预计 2023 年恢复节奏仍将是波动渐进的。从结构上看，不同区域疫情和管控措施造成各地恢复程度不一，华北地区较为滞后，华中地区相对领先，区域恢复节奏的差异也反映在三大酒店集团 RevPAR 数据上；疫情反复冲击下，经济型和中端酒店 RevPAR 复苏较高端和豪华酒店更具韧性。

图 53：中国大陆酒店整体月度 RevPAR 较 2019 年同期恢复程度



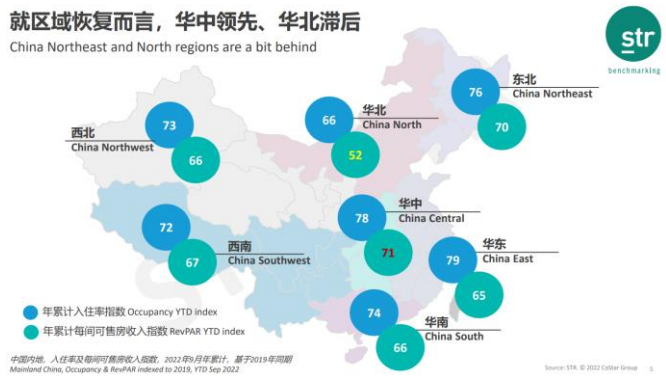
数据来源：STR，东方证券研究所

图 54：中国大陆酒店业入住率变化情况



数据来源：STR，东方证券研究所

图 55：今年以来截至 10 月全国不同地区酒店恢复情况



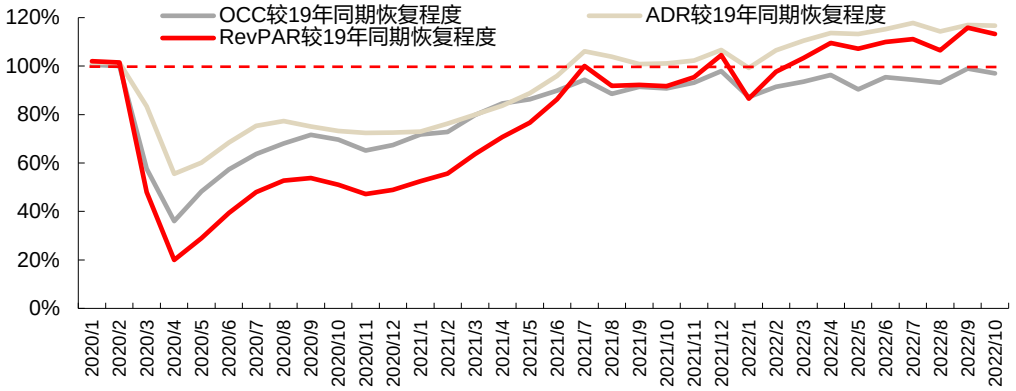
数据来源：STR，东方证券研究所

参考海外头部酒店集团复苏情况，房价先于入住率恢复，房价弹性可期。美国酒店业整体入住率较 2019 年同期恢复度从 20 年 3 月的 58%波动回升到 22 年 10 月的 97%，而房价恢复更为强劲，从仅为 19 年同期 55%的最低点恢复至 2019 年同期水平 117%，受益 ADR 强势复苏，2022 年 10 月美国酒店业整体 RevPAR 恢复达到 2019 年同期的 106%。恢复节奏主要受到欧美国家出行管控政策影响，欧洲整体管控较美国更为严格，因此恢复程度弱于美国，但在今年以来英法德等国

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。

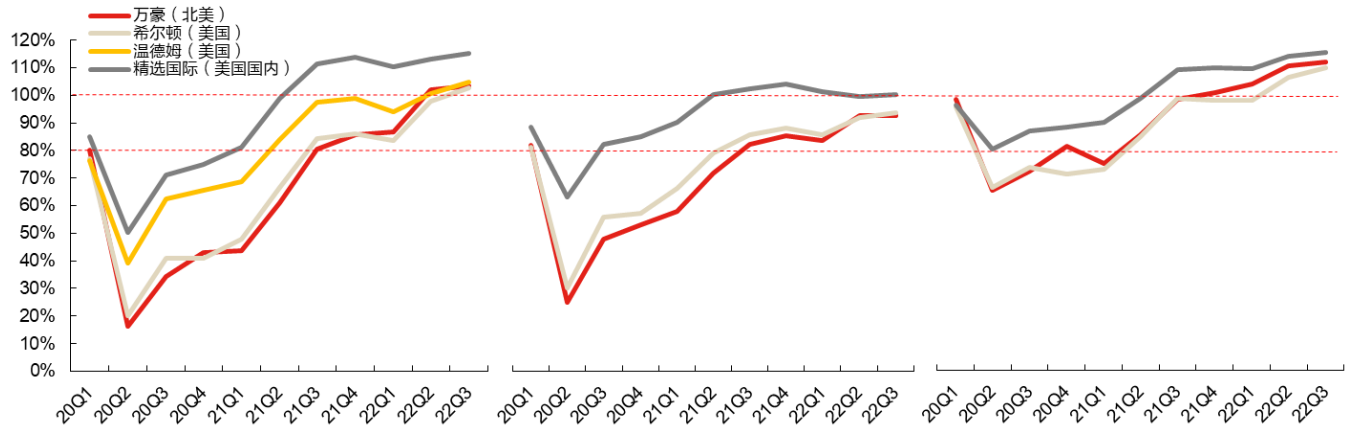
全面放开后，欧洲也实现较快复苏。分结构看美国市场，经济型占比高、休闲游本地客群占比更高的酒店集团如温德姆、精选国际的 RevPAR 和入住率恢复速度更快，定位高端、商务和国际旅客占比更高的万豪、希尔顿虽然入住率恢复稍慢，但房价弹性较高。

图 56：美国酒店业整体月度 RevPAR/OCC/ADR 较 2019 年同期恢复程度



数据来源：STR Global，东方证券研究所

图 57：海外头部酒店集团的美国国内经营数据恢复至 2019 年同期的%情况（从左到右依次为 RevPAR/OCC/ADR）



数据来源：公司公告，东方证券研究所 注：以上经营数据均为 Blended 口径

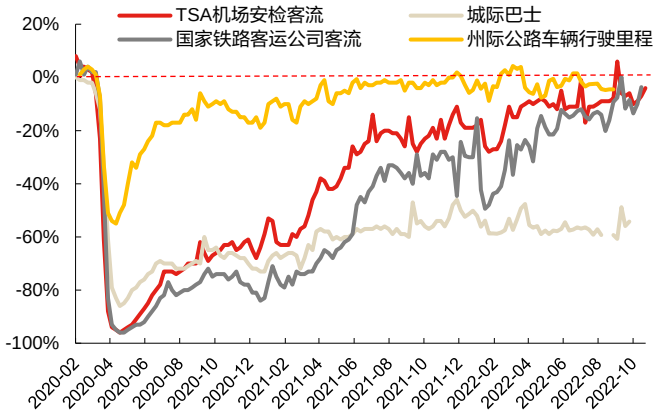
图 58：海外头部酒店集团的欧洲地区经营数据恢复至 2019 年同期的%情况（从左到右依次为 RevPAR/OCC/ADR）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

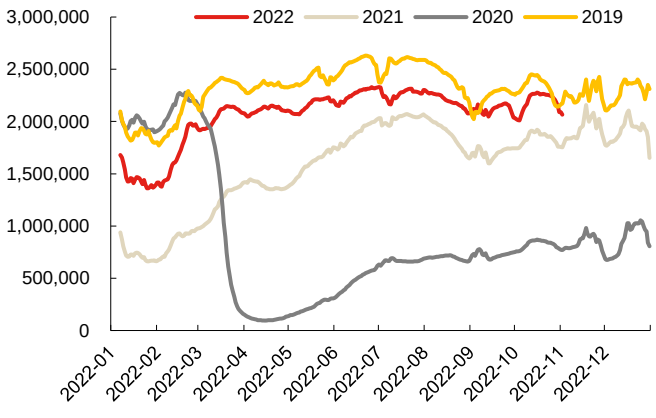
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 59：美国交通统计局统计的周度交通流量较 19 年同期变化



数据来源：BTS，东方证券研究所

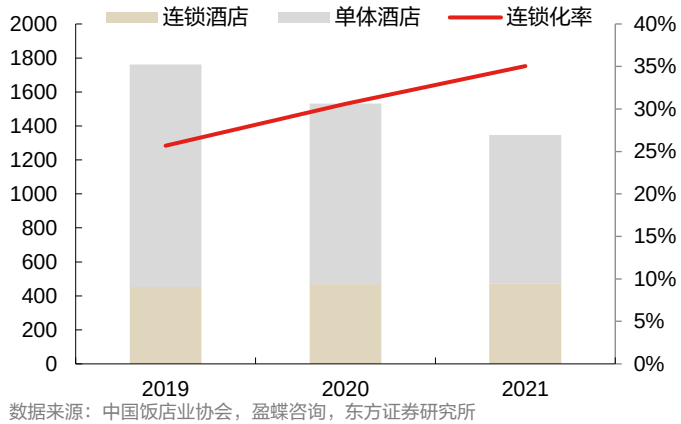
图 60：美国 TSA 机场安检人数（7 天移动平均，单位：人次）



数据来源：TSA，东方证券研究所

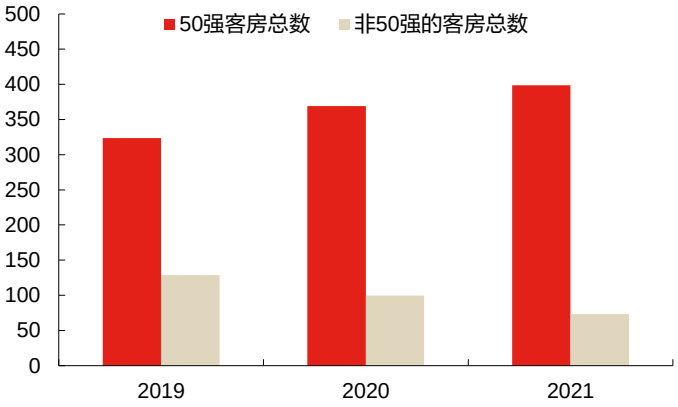
中国酒店行业供给格局持续优化，品牌连锁化趋势强化。根据中国饭店业协会数据，截至 2021 年底中国酒店开业数量为 25.2 万家，较 21 年初减少 2.7 万家/-10%，较 20 年初减少 8.6 万家/-25%；客房供应量 1347 万间，较 21 年初减少 186 万间/-12%，较 20 年初减少 415 万间/-24%，即使考虑到其中包括小部分由于防疫征用暂时暂停营业的酒店，行业供给亦在持续出清。关店歇业以单体酒店为主，截至 2021 年底中国酒店连锁化率达 35%，较 20 年底上升 4pct，分结构看低线城市连锁化率提升速度更快。无论是我国整体相较欧美，还是三线及以下城市相较一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

图 61：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

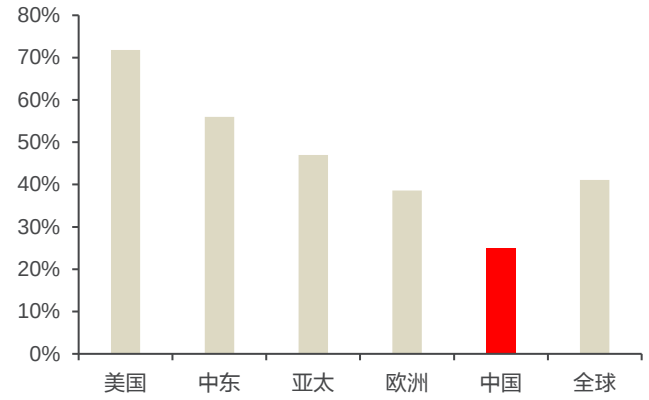
图 62：连锁酒店中前 50 强和非 50 强品牌的客房数量（万间）



数据来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，东方证券研究所

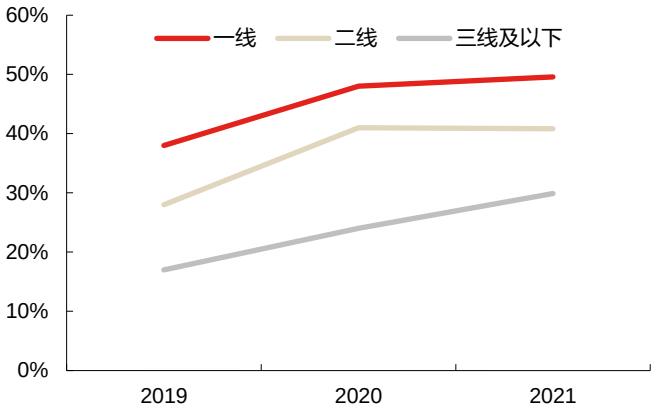
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 63：2019 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

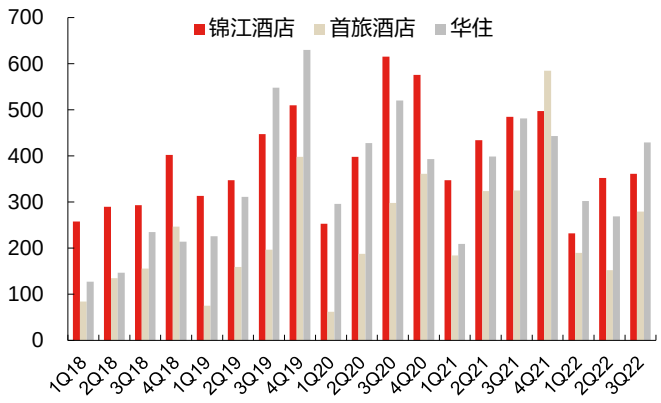
图 64：中国不同层级城市酒店连锁化率



数据来源：中国饭店业协会，盈蝶咨询，东方证券研究所

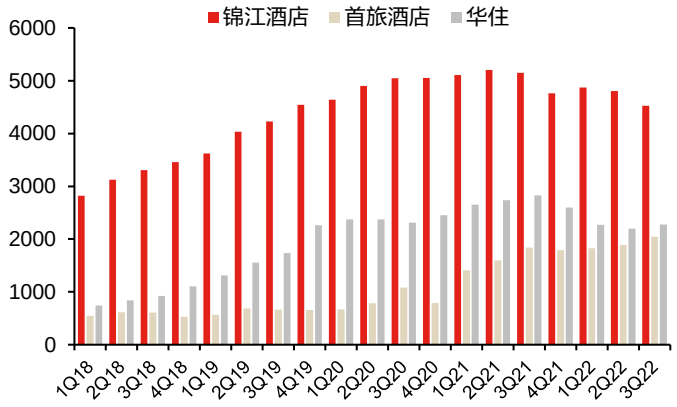
头部酒店集团加速开店，龙头份额将持续扩大。连锁酒店 50 强之外的中小品牌房间量自疫情以来持续缩小，而前 50 强房间量则持续扩张，锦江华住首旅三大酒店集团保持加速开店步伐，锦江/华住/首旅 2021 年新开业酒店分别为 1763/1540/1418 家，境内净新增酒店分别为 1223/1021/1036 家，2022 年以来虽然疫情对短期新开店和新签约将造成一定影响，但龙头酒店集团储备店仍维持高位，后续开店动力仍充足。疫情和加盟商信心波动也对行业新签约造成影响，以华住为例 22Q2 新签约 561 家较 21Q1 减少 43%，短期逆风之下龙头理性调整 22 全年新开店目标，锦江/首旅分别由 1500 家/1800~2000 家调整至 1200 家/1300~1400 家；截至 22Q2 锦江/华住/首旅储备店分别为 4803/2199/1889 家，较 21 年末分别+43/-400（华住上半年对储备店进行梳理且加速退出经济型软品牌市场）/+98 家。

图 65：三大酒店集团境内新开店数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 66：三大酒店集团储备店数量

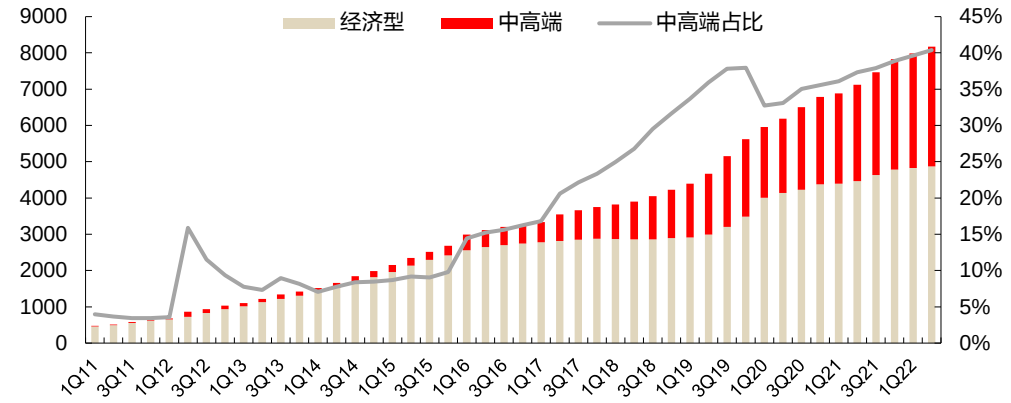


数据来源：公司公告，东方证券研究所

中高端化趋势延续，下沉市场越来越成为新开店主战场，行业步入精益增长阶段。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 22H1 储备店中 56%分布在三线及以下城市，Q2 新签约门店中 58%分布在三线及以下城市、华住门店覆盖的城市范围扩大至 1130 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，自 2021 年以来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。在发展战略上，经过过去三年的加速拓店，锦江和华住从今年起均更加注重精益增长，相较于开店数量，门店质量、运营效率的权重在上升。

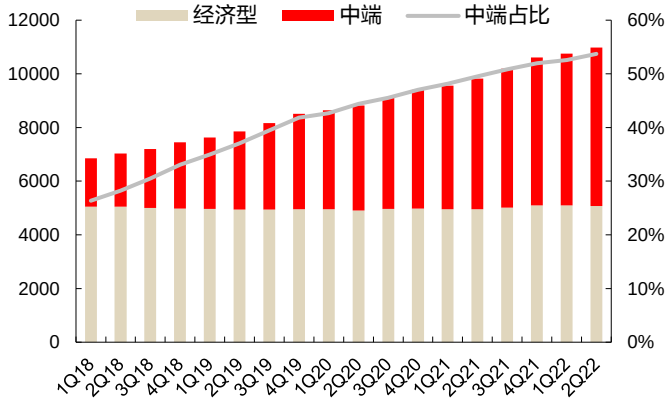
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 67：华住已开业门店结构和中高端占比



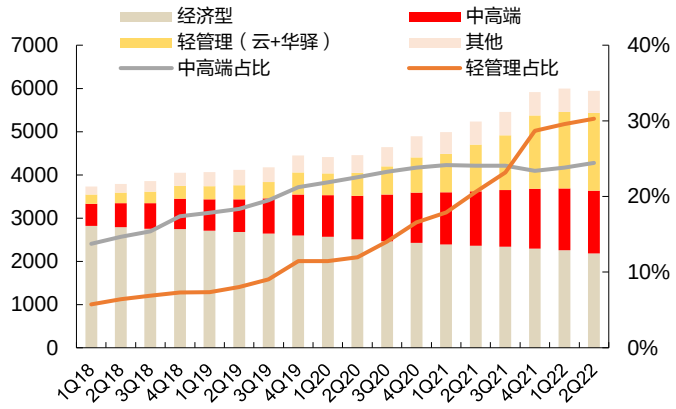
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 68：锦江酒店已开业门店构成和中高端占比



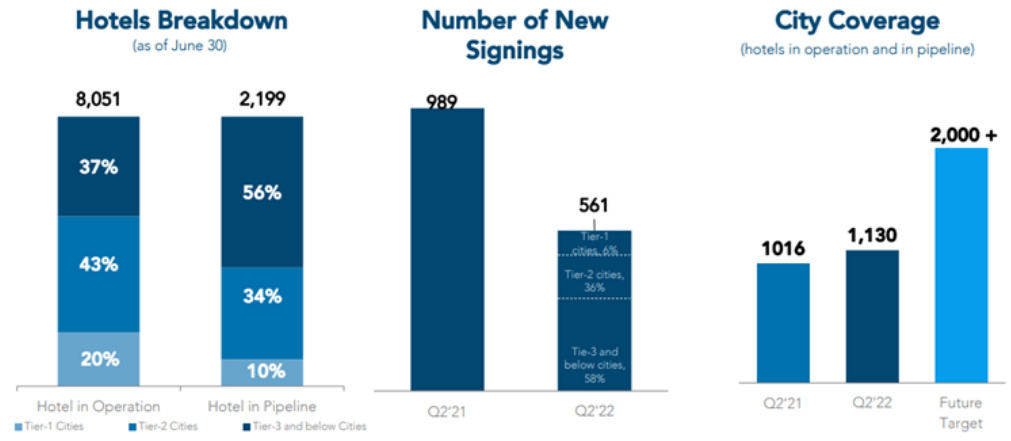
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 69：首旅酒店已开业门店构成和中高端占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 70：华住 22H1 储备店和新签约门店情况



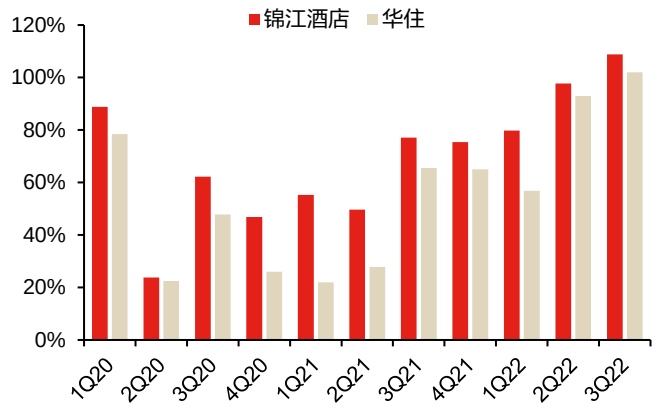
数据来源：公司公告，东方证券研究所

欧美管控放松，境外业绩有望持续改善。今年以来欧美多国相继放开疫情管控措施，欧洲多国交通出行和酒店业迎来持续复苏，锦江和华住境外酒店 Blended RevPAR 在 22Q3 分别恢复至 19 年同期的 109%/102%，锦江卢浮集团 22Q3 营收已超过 19Q3、实现盈亏平衡。2020-21 年头部酒

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。

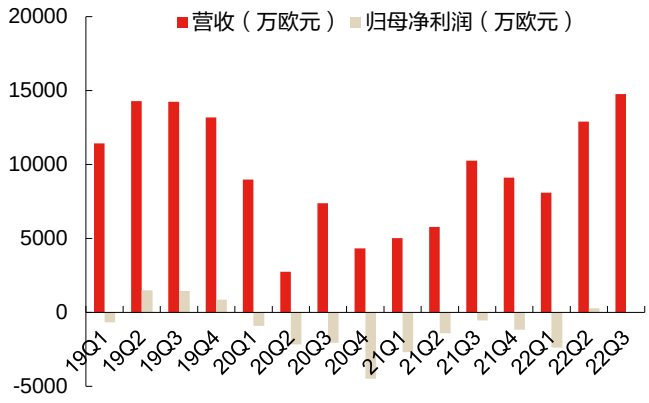
店集团的境外业务恢复程度不及境内，因此对业绩造成较大拖累，而今年随着海外出行复苏强劲，境外业务已经在越来越多地对冲国内疫情影响。

图 71：锦江/华住境外 Blended RevPAR 较 19 年同期恢复度



数据来源：STR，东方证券研究所

图 72：锦江酒店卢浮集团营收和净利润情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

锦江拟发行 GDR 加速全球化战略，华住调整组织架构加快开发下沉市场。锦江酒店拟在瑞士证券交易所发行 GDR，发行数量对应 A 股不超过 2 亿股/总股本 18.7%，募资拟用于拓展及升级主营业务、进一步推进国际化布局、进行战略收购，具体募集资金用途及投向计划以 GDR 招股说明书的披露为准。华住也于 22Q2 成立六大区域总部，将经济型和中端酒店过去以品牌事业部为主导的组织架构调整为以区域总部属地化管理为主，有利于更针对性满足本地消费者和加盟商需求，也有助于加快市场反应速度、提升营销与前端管理效率，从而加速在下沉市场、薄弱区域的开店和更好实施精益增长战略。

图 73：华住成立六大区域总部，将组织架构由品牌事业部为主导转变为以区域总部为主导



- Shifted from brand-based to regional-based organizational structure for economy and midscale brands
- Localized team could have better understanding of local customers, franchisees' preference, and faster reaction to local market changes
- Localized regional offices could achieve more synergy in sales and marketing, higher operational efficiency, and shorter decision-making process
- Such change would accelerate our lower tier cities penetration and development in weak regions to achieve our long term sustainable quality growth target

数据来源：公司公告，东方证券研究所

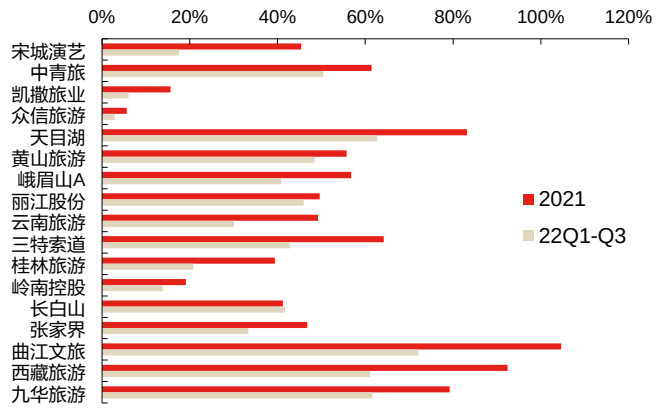
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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

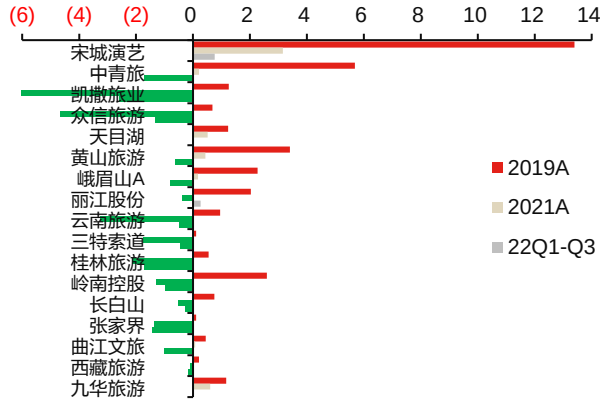
疫情影响显著，短期业绩承压。由于 21 年下半年以来多地疫情反复不断，国内旅游市场复苏呈现前高后低态势，进入 22 年以来再度受上海疫情重创，6 月随上海解封、防疫措施优化，暑期旅游市场实现快速反弹，各公司收入普遍实现快速修复，宋城演艺/中青旅/天目湖/黄山旅游/丽江股份 22Q3 营收分别恢复至 19Q3 的 35%/53%/92%/76%/74%，9 月上旬后随着多地疫情再次反弹，国庆全国旅游人次和收入恢复程度均不佳，预计 Q4 行业仍将承压。年初以来宋城多个项目、中青旅乌镇景区闭园时间较长，22Q1-Q3 营收仅为 19 年同期的 18%/50%，由于成本费用刚性，行业 22Q1-Q3 多数公司呈现亏损，短期业绩承压，但宋城演艺、天目湖的管理效率亦得到彰显。由于长途跨省游受疫情和防疫政策限制更大，短途周边游韧性强，天目湖 22Q1-Q3 收入恢复至 19 年同期的 63%，恢复程度相对更优。

图 74：旅游及景区上市公司营收恢复至 19 年同期的水平



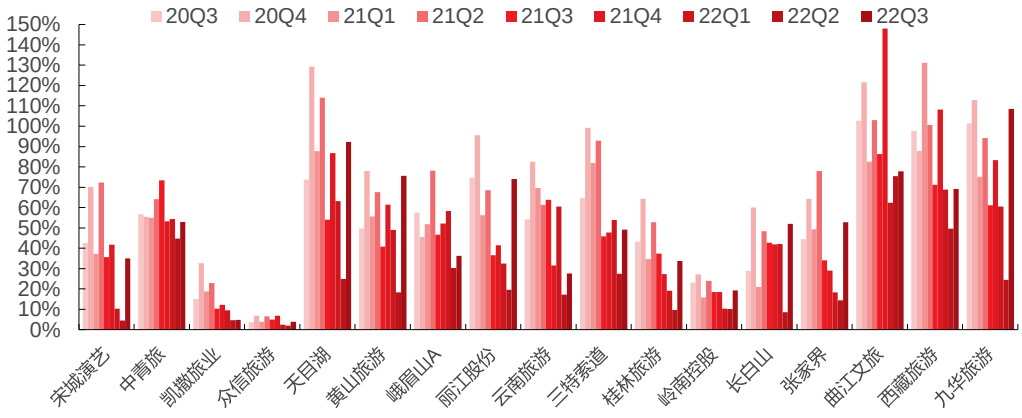
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 75：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

图 76：旅游及景区上市公司单季度营收恢复至 19 年同期的水平



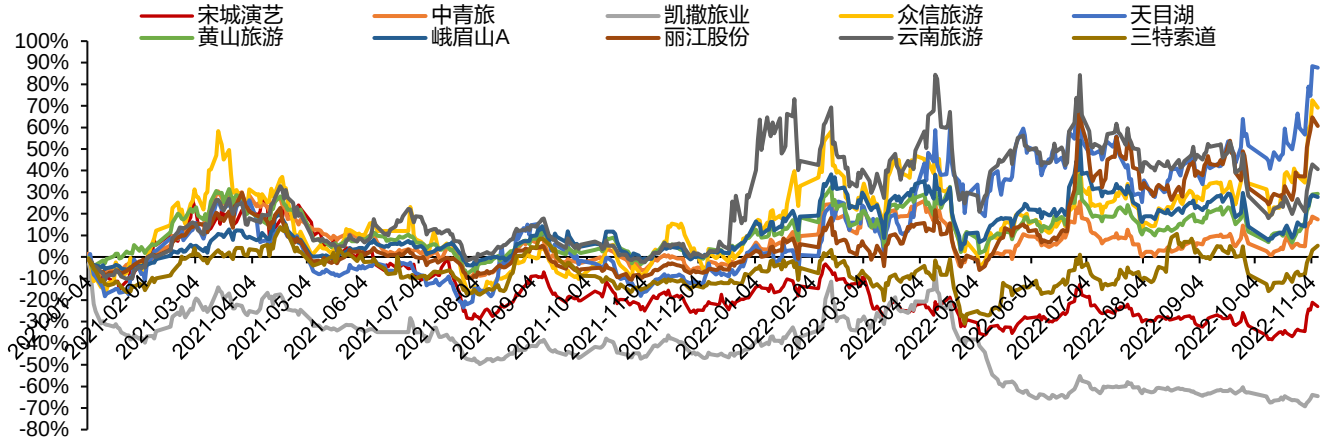
数据来源：公司公告，东方证券研究所

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，但今年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，多数景区上市公司年内涨幅为正，天目湖、众信旅游、云南旅游的区间最大涨幅超过

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。

70%，中青旅年初至今（截至 11/7）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，另一方面也与投资者对疫情管控措施的预期变化有关。

图 77：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 22/11/7

2023 年展望：或仍维持波动复苏，关注政策和预期变化

客流或仍维持弱复苏，关注政策和预期变化。2022 年 11 月 15 日，文旅部发布《文化和旅游部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》，通知跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理，取消跨省游“熔断”机制；11 月 18 日，文旅部发布《旅行社新冠肺炎疫情防控工作指南（第五版）》、《旅游景区疫情防控措施指南》（2022 年 11 月修订版）、《剧院等演出场所新冠肺炎疫情防控工作指南（第六版）》等多项文件，明确要求原则上不对全行业实行“一刀切”，不得“层层加码”；旅游景区游客接待上限根据当地疫情防控形势确定，不搞“一刀切”；没有发生疫情的地区，原则上不对剧院等演出场所接待消费者人数比例做限制，原则上不对演唱会、音乐节、实景旅游演出等大型营业性演出活动观众人数做限制，近期政策充分体现进一步优化调整防控措施、高效统筹疫情防控和经济社会发展的方向，未来持续关注进一步优化的预期变化。我们认为 2023 年旅游市场仍将呈现波动性复苏态势，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，需要重点关注防疫措施进一步优化预期、疫苗进展等事件催化，相关公司股价反转有望继续领先于基本面复苏。

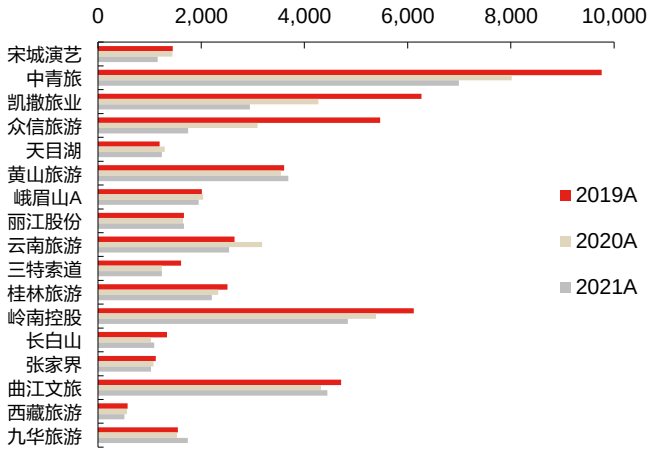
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 78： 10 月以来文旅部优化疫情防控措施的重点内容

序号	主要内容
《文化和旅游部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》	根据最新风险区划定管理办法，跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理。跨省游客需凭 48 小时内核酸检测阴性证明乘坐跨省交通工具。按照面向跨省流动人员开展“落地检”要求，推动防控关口前移。
	加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。做好举报线索收集、转办、核实和整改工作。配合联防联控机制加大典型案例通报、公开曝光力度，切实起到震慑作用。
剧院等演出场所新冠肺炎疫情防控工作指南（第六版）	没有发生疫情的地区，属地文化和旅游行政部门要督促演出举办单位落实常态化防控措施，原则上不对剧院等演出场所接待消费者人数比例做限制，原则上不对演唱会、音乐节、实景旅游演出等大型营业性演出观众人数做限制。
	在低风险区，由属地党委、政府自行决定剧院等演出场所接待消费者人数比例以及大型营业性演出活动观众人数。在高风险区，暂缓举办营业性演出活动。

数据来源：文化和旅游部，东方证券研究所

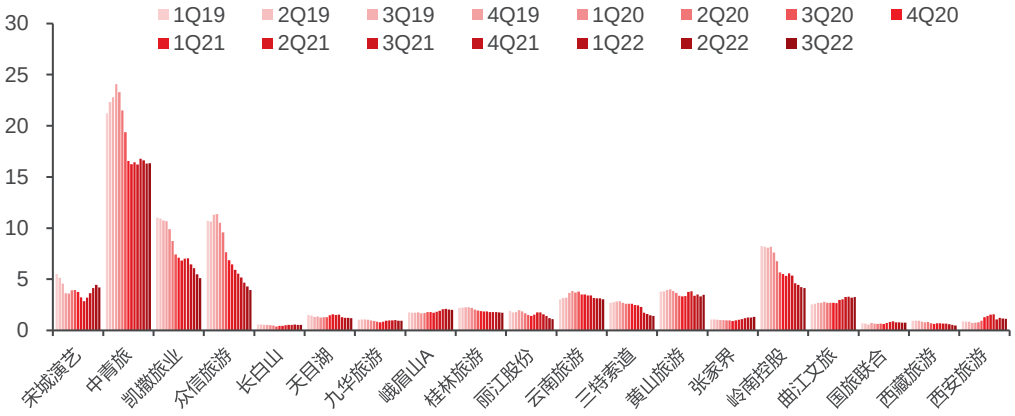
图 79： 旅游及景区上市公司员工数量（单位：人）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

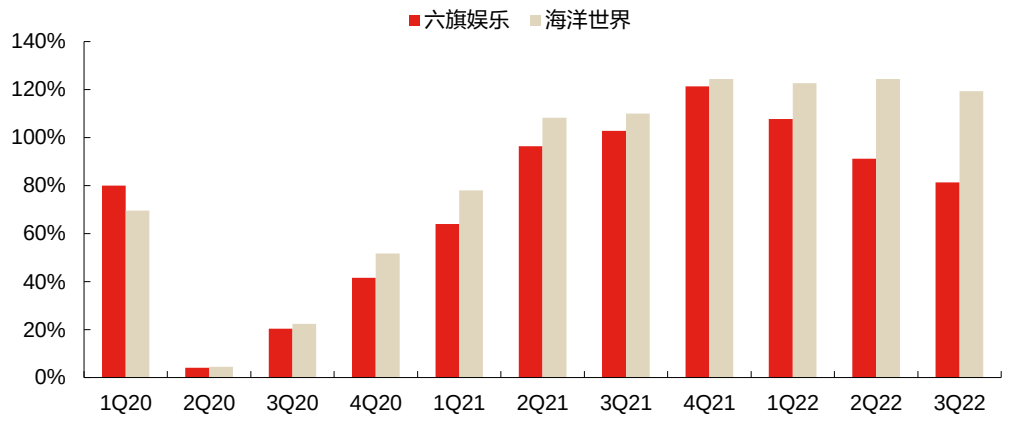
逆境之下苦炼内功降本增效，静待复苏弹性。两年多以来的疫情对旅游行业造成较大经营压力，逆境之下行业各公司均把降本增效作为重要工作推进，2021 年末员工数量普遍较 2019 年减少，以固定开支为主的期间费用也呈下降趋势，经营效率改善在疫后复苏阶段也有望贡献业绩弹性。

图 80：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

图 81：美国主题公园龙头公司季度营收较 2019 年同期恢复度

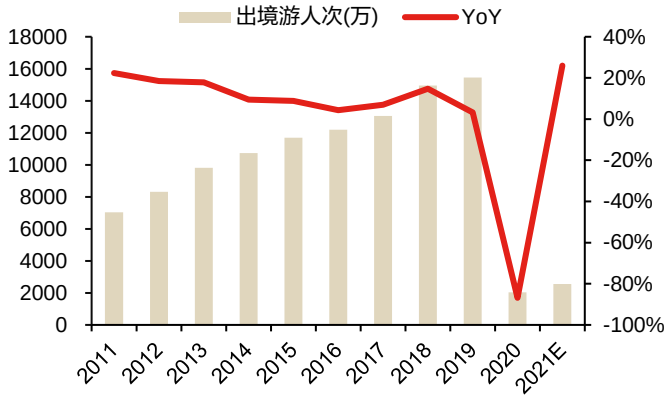


数据来源：公司公告，东方证券研究所

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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

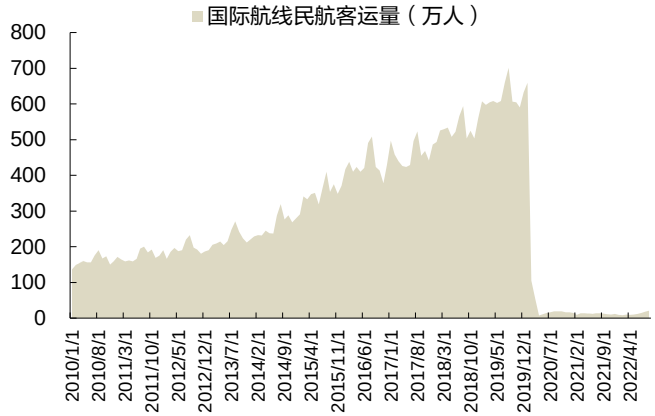
取消入境航班熔断、缩短入境隔离时间，关注跨境游困境反转。10 月 26 日，民航总局宣布 10 月 30 日起至 2023 年 3 月 25 日的冬春航班计划中，在国际航线航班方面，国内外航空公司每周分配 840 班客运航班，即 420 个往返航班，同比增长 105.9%，约恢复至 19 年同期的 10%。11 月 11 日，国家卫健委发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，取消入境航班熔断机制，并将登机前 48 小时内 2 次核酸检测阴性证明调整为登机前 48 小时内 1 次核酸检测阴性证明，入境人员隔离时间也由“7+3”缩短为“5+3”。过去两年跨境游基本处于停滞，据中国旅游研究院估计 2021 年全国出境旅游人次为 2562 万人次仅为 19 年的 16%，相关公司经营也受到严重影响，未来若出入境人员流动加速恢复，跨境游基本面反转修复的空间较大。

图 82：我国出境游人次情况



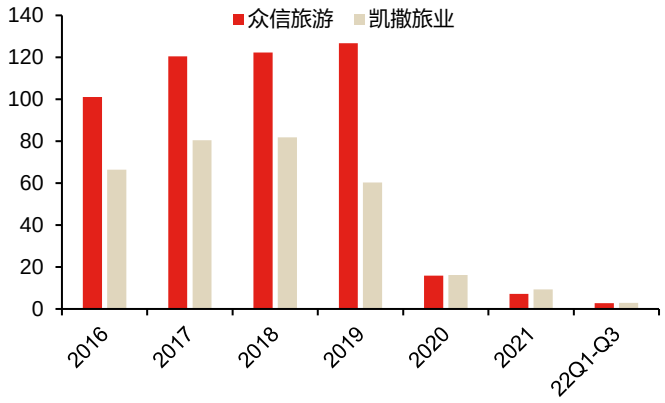
数据来源：中国旅游研究院，东方证券研究所

图 83：我国国际航线民航客运量



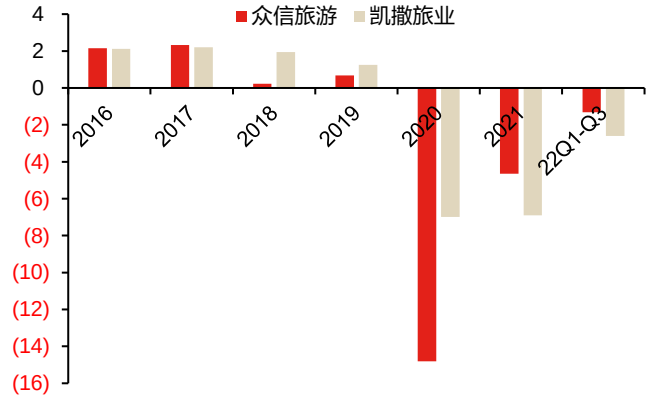
数据来源：民航总局，东方证券研究所

图 84：众信旅游和凯撒旅业营收情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 85：众信旅游和凯撒旅业净利润情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

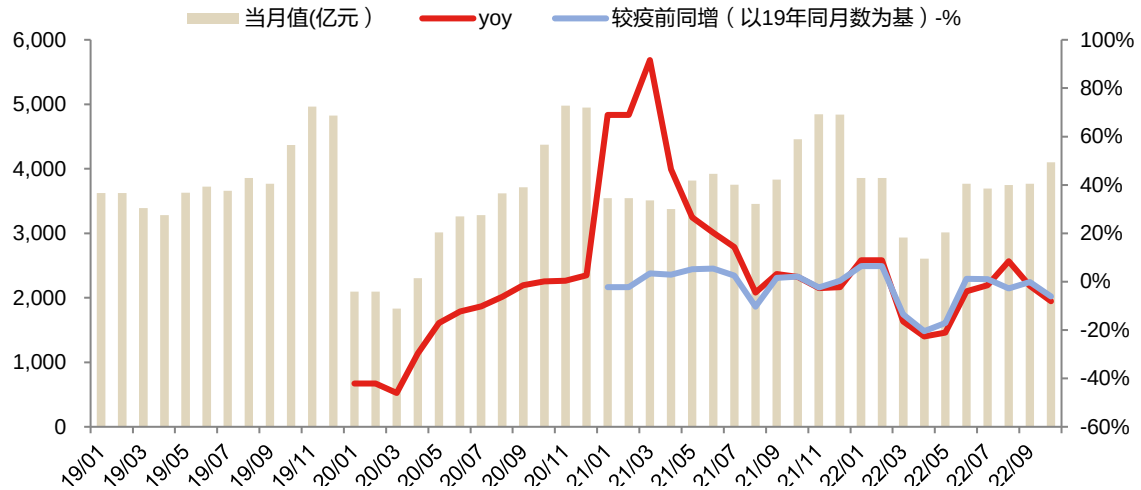
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

餐饮：复苏预期增加，关注稳健性与成长性

基本面及股价回顾：全年承压明显、Q4 弱复苏，但情绪拐点明显

22 全年整体受疫情扰动较大，1-2 月国内餐饮市场平稳开局，但 3-5 月受疫情反复影响，各餐饮公司客流承压明显，5 月底后逐渐复苏，7 月恢复势头良好、8 月实现社零餐饮收入月度同增在年内的首次回正，但 9 月以来由于局部地区疫情及管控趋严影响堂食、经营相对走低，预计 Q4 总体延续环比弱复苏状态、同比去年及疫情前或仍存缺口。

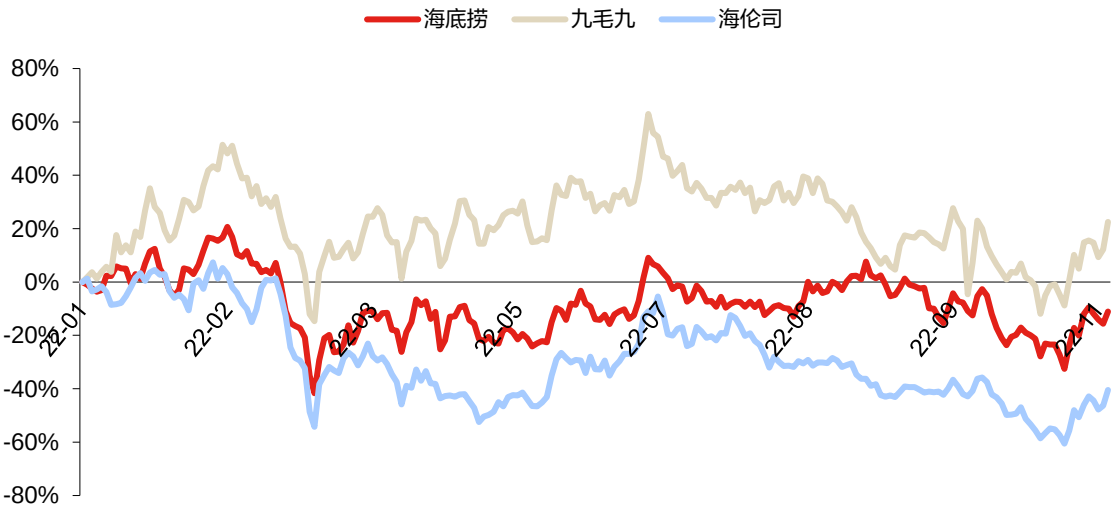
图 86：社零餐饮收入 2019-2022 月度回顾及较 19 年同期变化情况



数据来源：国统局，东方证券研究所

受外部环境影响，餐饮公司股价整体低位，但在 5 月底疫情稳定时迎来预期快速修复，此后受局部疫情反复影响而持续低迷，但 10 月底以来，预计因市场对疫情防控动态优化、消费环境稳步复苏的预期增强，餐饮公司股价再呈反弹趋势。

图 87：餐饮重点公司股价较年初变动（截至 22/11/11）

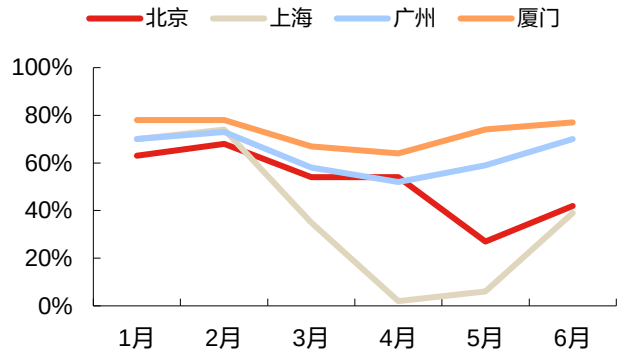


数据来源：Wind，东方证券研究所

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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

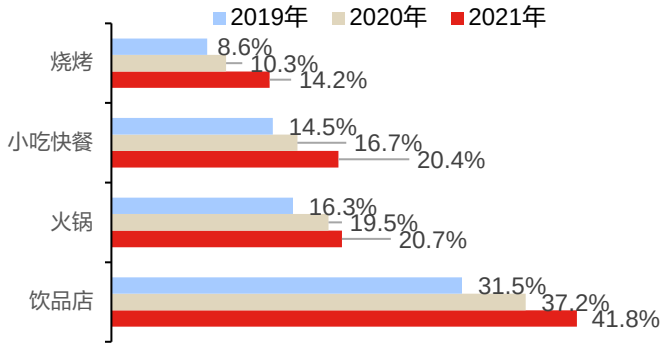
但行业整体承压亦促进行业出清与头部企业集中度提升，据中国连锁经营协会，19-21 年各餐饮品类连锁化率提升明显，其中饮品、快餐等类零售、轻服务品类提高幅度更大。就个股而言，九毛九、海伦司在疫情期间仍呈现一定的开店成长性，预计在尾部出清的背景下竞争格局应有优化。

图 88：重点城市 22 年 1-6 月购物中心客流恢复率（较 19 年同期）-6 月开始恢复度明显提升



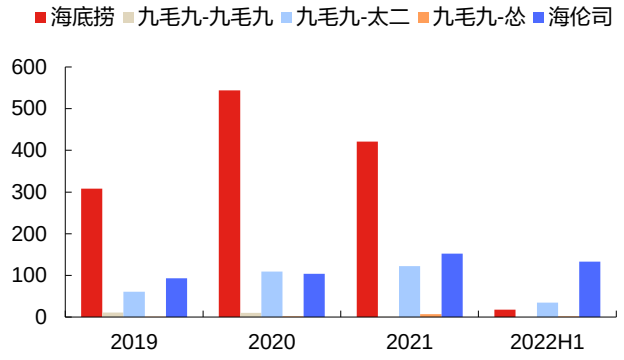
数据来源：汇客云平台，东方证券研究所

图 89：各品类连锁化率提高，快餐饮品等类零售模式提升多



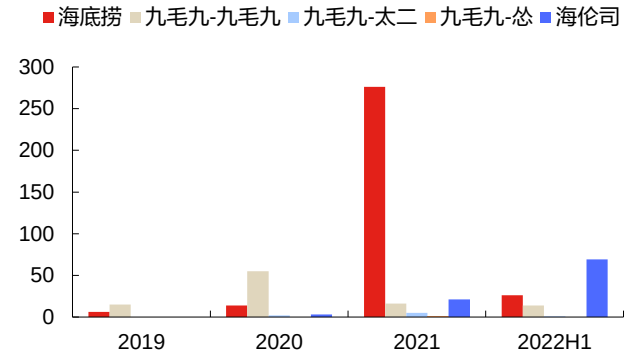
数据来源：中国连锁经营协会，东方证券研究所

图 90：各品牌期间开店数（家）



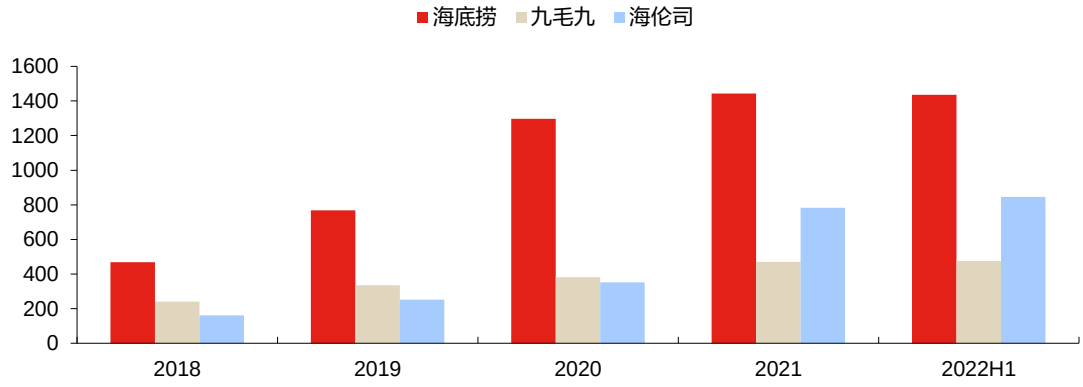
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 91：各品牌期间关店数（家）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 92： 各餐饮公司期末门店数量（家）：九毛九、海伦司压力下仍呈一定成长性



数据来源：公司公告，东方证券研究所

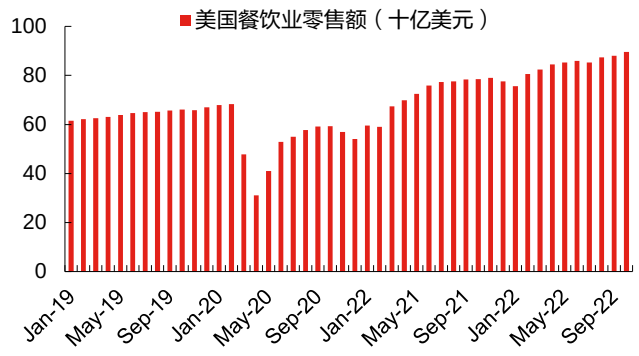
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2023 年展望：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

国内防疫动态优化背景下，我们认为对标海外复苏节奏，1）餐饮行业有望在明年迎来零售额逐步回暖；2）有限服务、快餐式品类将先于行业整体修复；3）行业洗牌后竞争格局优化，将有利于龙头持续扩大份额。

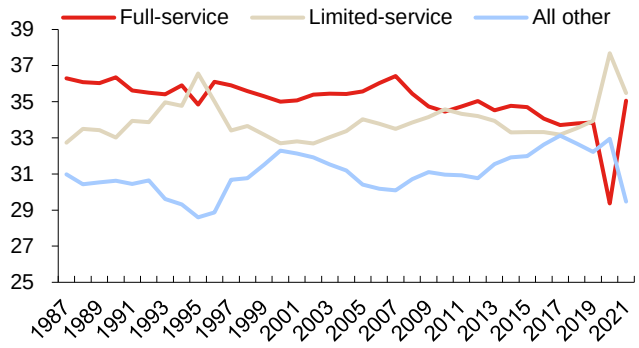
个股投资角度，建议在快时尚品类或轻服务业态中优选龙头，可从未来经营稳健性与品牌成长性角度考虑:1）从经营稳健型角度，建议关注具备稳定盈利能力的行业龙头九毛九。22H1 公司归母净利率约 3%，相比于同行业处于领先水平，开店数量、盈利水平都表现相对稳健，同时第二曲线“怂”展店顺利，有望成为全国领先的平台化快时尚餐企。2）从开店成长性角度，建议关注拓店速度较快，行业处于成长期的小酒馆龙头海伦司。同时，公司推出 “海伦司·越”新业态加盟模式，有望在下沉市场形成更优单店模型，且提升整体品牌空间和扩张效率。随疫情防控动态优化，以公司为代表的平价悦己式餐饮有望迎来更明显复苏，业绩弹性值得期待。

图 93：美国餐饮零售额-已恢复至疫前水平



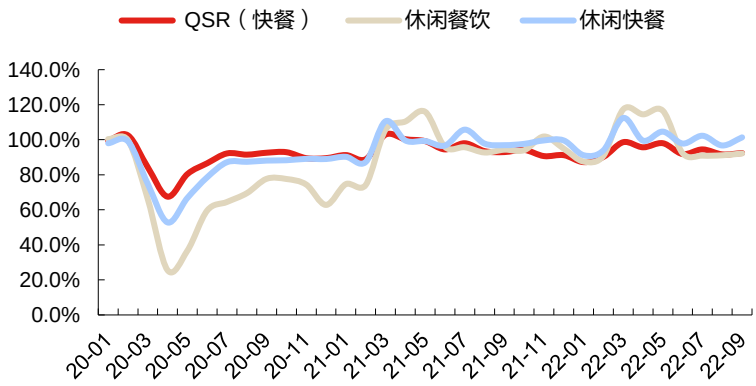
数据来源：US CENSUS BUREAU，东方证券研究所

图 94：美国各类餐饮市占率（%）-有限服务类疫后反弹更快



数据来源：USDA，Economic Research Service，东方证券研究所

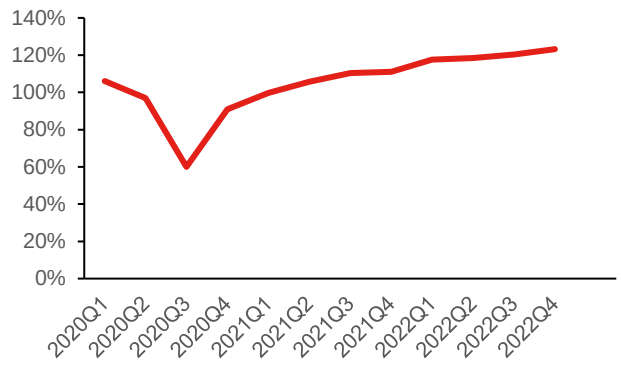
图 95：北美地区不同类型餐饮类型客流恢复度（较 19 年同期）-快餐修复更早



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

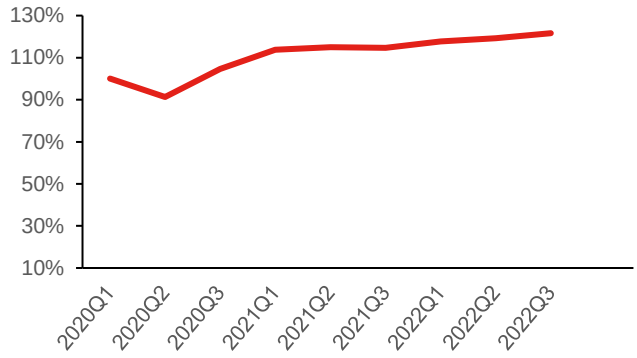
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 96：星巴克同店恢复度（较 19 年同期）-恢复至疫前水平



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 97：麦当劳同店恢复度（较 19 年同期）-恢复至疫前水平



数据来源：公司公告，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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议：关注事件催化和复苏节奏，优选成长龙头

2023 年基本面或延续波动性复苏，关注政策进一步优化预期和事件催化。展望 2023 年，我们认为社服板块基本面的主旋律仍是波动性的复苏，防疫措施不断优化，将有助于出行和线下消费场景加速复苏，但另一方面考虑到我国人口规模、文化心理、医疗基础设施等方面与海外市场有较大差异，虽然复苏方向明确，但短期内节奏和程度仍有不确定性。投资视角下，股价对当期业绩敏感性较低，更关注政策变化预期和边际复苏趋势，随着更多优化措施出台，节奏上体现为市场情绪和事件催化的共振，市场表现将继续领先于基本面兑现，且大概率继续呈现脉冲式行情特征。因此，选股维度上，我们建议关注行业具备长期成长性和行业格局因疫情优化的龙头公司：

- 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，海口国际免税城开业后待客流复苏后存超预期可能，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，建议关注首旅酒店(600258，买入)、华住集团-S(01179，未评级)；
- 旅游及景区：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)，受益于周边游韧性强、管理效率优异的天目湖(603136，增持)，以及跨境游龙头众信旅游(002707，未评级)
- 餐饮：复苏预期增加，关注稳健性与成长性。受外部环境影响，餐饮公司股价整体低位，但在 5 月底疫情稳定时迎来预期快速修复，此后受局部疫情反复影响而持续低迷，但 10 月底以来，预计因市场对疫情防控动态优化、消费环境稳步复苏的预期增强，餐饮公司股价再呈反弹趋势。考虑防疫政策优化、客流逐步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，建议关注九毛九(09922，未评级)、海伦司(09869，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；
- 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。

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。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有中青旅(600138)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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。

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。

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。

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。