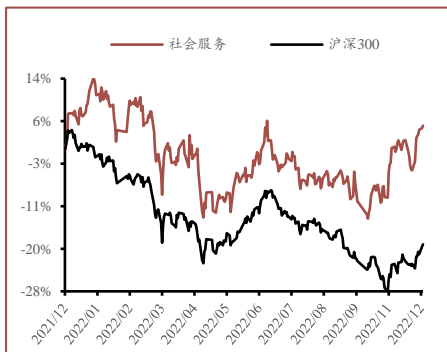


投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003
liy@ctsec.com

分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001
yujian@ctsec.com

分析师 潘宁河

SAC 证书编号: S0160521010001
pannh@ctsec.com

相关报告

1. 《腾讯携手岭南股份打造商业化元宇宙》 2022-12-05

社会服务行业疫后投资指南

核心观点

- ❖ **免税:** 2020 年起, 国际客流受阻背景下, 我国国际客流仅恢复至疫前低个位数水平, 我们认为长期来看国际航班及客流恢复为大概率事件, 机场及市内免税均有望迎来利润释放。国内方面, 离岛免税短期受到国内疫情反复影响, 但自过往疫情来看, 中免对于疫情短期冲击的反应逐渐钝化。中免新离岛物业不断落地, 在疫后修复阶段, 有望迎来双击过程。
- ❖ **口岸信息化:** 2020 年以来多数口岸关停, 出入境业务基本停滞, 口岸信息化建设需求延后, 行业增速显著放缓。伴随疫情管理常态化, 国际航班逐步放开, 口岸建设需求有望加速释放, 人流量提升亦有望带来口岸升级改造需求。
- ❖ **餐饮:** 餐饮行业整体在疫后恢复的确定性相对较强, 且在疫情反复背景下, 尾部出清趋势明显, 利好头部品牌整合市场。各头部品牌在稳健展店同时, 积极推控费工作, 优化成本费用结构, 进一步优化单店模型。随后续疫情缓和, 有望迎来相对理想的利润释放。
- ❖ **酒店:** 硬供给下降和更新 capex 趋缓背景下, 2021 年酒店行业供给较 2019 年出清 25%。疫情下需求承压, 出于维系品牌调性和经营利润目的, 行业反映出 ADR 先行于 OCC 恢复的趋势。疫情下龙头仍维持 10%+ 的同比增速拓店, 疫后仍将享受开店提速和 ADR 提升带来的成长属性和业绩弹性。
- ❖ **景区:** 目前文旅行业供给端与疫情前比较仍处于收缩状态, 需求端当前旅游需求依旧强烈, 文旅标的的营收与客流有望随行业一同复苏。供给端旅游景区数量与旅行社营收增速有望恢复, 节假日运送旅客量层面具有较大修复空间; 需求端旅游年人数与年收入仅为疫情前约 50% 的水平; 文旅标的端较多数景区 2022H1 客流仅恢复至 2019H1 同期 20% 至 30% 水平。
- ❖ **博彩:** 疫情反复下, 澳门内地旅客锐减, 博彩行业毛收入持续承压, 10 月较 19 年同期 -85.3%。11 月 1 日起, 澳门重启电子签注, 团签都需落地有望带动澳门旅游业。扩张方面, 赌桌数受政策限制, 各公司转向中场及非博彩业务, 预计新项目在疫后将逐步落地。建议关注确定性较强的金沙中国、银河娱乐。
- ❖ **珠宝:** “投资金”火爆助推珠宝行业总量上行, 受疫情冲击相对有限。2021 年全国金银珠宝零售总额 3041.10 亿元, 较 2019 年增长 16.71%。疫情期间高速展店公司将在消费复苏阶段抢占更多市场, 高 ROE 代表更优的产品结构与盈利能力, 可选消费复苏特别是高毛利的首饰金、镶嵌产品消费提升将带动公司业绩提升。
- ❖ **美妆医美:** 美妆受疫情等多因素影响短期增速有所放缓, 22 年 1-9 月化妆品零售额累计同比下滑 2.70%, 行业内部分化态势明显, 疫情加速洗牌, 头部国货美妆企业韧性足, 持续高速增长; 在后续头部企业历经疫情洗礼后, 强化线上布局, 我们认为后续复苏后, 行业内部将进一步加速分化; 医美端之前受到

疫情影响，线下客流减少，获客难度增加，机构端进一步出清，但是疫情也进一步加速轻医美发展，2020-2022H1 轻医美占医美线上交易类分布由 44.82% 上升至 60.72%，；我们认为后续上游制剂龙头将优先受益于疫后反弹。

- ❖ **零售：**传统零售方面，百货渠道短期承压，商超经营逐步改善。随着客流量回升和消费复苏，叠加公司自身竞争力提升，传统零售板块修复潜力值得期待。运动服饰方面，此前几轮疫情后流水的快速恢复及疫情影响下较高的经营质量展现出较强的景气度和韧性，若终端客流有所回暖，预计运动服饰流水依然有较大增长潜力。电商方面，线下场景受损期间消费者线上消费习惯逐渐固化，并进一步延展至“兴趣电商”模式。当前直播电商渗透率仍处于爬坡阶段，未来增长动力充足。
- ❖ **广告：**2022 年传媒大盘受疫情与经济不确定因素压制，广告行业需求疲软，广告投放受主要城市疫情影响开展受限；影院歇业导致全国票房、观影人次下降明显，影业仍处修复周期。随着疫情整体缓解，出行恢复带来人流增长，固定成本占比较高的广告媒体行业龙头复苏弹性可期；影业供给端受到疫情压制减轻，居民观影需求较强，影院复苏也具有较大弹性。
- ❖ **风险提示：**国内疫情反复、出行链恢复不及预期、可选消费恢复不及预期。

表 1：重点公司投资评级：

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (12.06)	EPS (元)			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601888	中国中免	4,344.60	204.92	4.94	3.60	7.0	44.38	56.92	29.27	买入
2990	盛视科技	75.04	29.08	0.7	0.5	1.7	49.3	58.16	17.11	增持
9869.HK	海伦司	173.33	15.44	0	0.17	0.47	0	90.82	32.85	买入
600754	锦江酒店	593.87	55.50	0.1	0.15	1.63	606.63	370.00	34.05	买入
300144	宋城演艺	384.10	14.69	0.12	0.14	0.48	118.84	104.93	30.60	增持
000519	中兵红箭	308.17	22.13	0.35	0.73	0.98	76.53	30.32	22.58	买入
688363	华熙生物	590.39	122.72	1.63	2	2.6	95.28	61.36	47.20	买入
603708	家家悦	74.83	12.30	-0.49	0.34	0.38	-33.96	36.18	32.37	增持
1368.HK	特步国际	220.61	9.32	0	0.42	0.52	0	22.19	17.92	增持
002027	分众传媒	927.19	6.42	0.42	0.2	0.4	19.51	32.10	16.05	增持

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	如何看社服零售板块修复的节奏和空间.....	13
1.1	回顾历史，商贸消费途径分化造成修复反弹分化.....	17
1.2	借鉴海外，社服板块修复节奏亦有差异.....	19
1.2.1	欧美：出行链数据修复持续爬升，数据基本恢复至疫情前同期.....	21
1.2.2	亚洲：政策释放相对滞后，餐饮修复受限较少.....	26
2	免税板块.....	29
2.1	国际客流仍处低位，国际活动有所回暖.....	29
2.2	疫情反复致使离岛免税承压，市场反应逐渐钝化.....	32
2.3	中国中免 2023 年归母净利润情景测试.....	35
2.4	海旅、王府井异军突起，丰富岛内免税业态.....	36
3	智慧口岸：疫后需求释放，龙头业绩弹性可期.....	38
4	餐饮板块.....	43
5	酒店板块.....	48
5.1	供给出清结构分化，需求受抑经营承压.....	48
5.2	行业静待政策拐点，龙头疫后业绩高弹性复苏可期.....	49
6	旅游板块.....	57
6.1	旅游层面各数据较疫情前在增幅等方面存在较大修复空间.....	57
6.1.1	旅游景区数量持续增长，受疫情扰动增速下降.....	57
6.1.2	旅行社数量及营收两大指标疫后具有较大修复空间.....	57
6.2	需求端，当前旅游需求依旧强烈，恢复弹性大.....	59
6.2.1	国内旅游年人数与年收入存在较大修复空间.....	59
6.2.2	出行端，节假日交通出行数据承压.....	60
6.2.3	国内各个节日小长假近年旅游人次与收入.....	60
6.3	政策端释放边际改善信号，推动跨省游与演艺市场加速修复.....	61
6.4	旅游标的层面，客流与营收承压状况有望恢复.....	63
6.4.1	各景区近年营收与接待游客数量呈强相关关系，疫后恢复空间较大.....	63
6.5	景区标的客流疫情后恢复至 19 年水平业绩测算.....	65
6.6	部分标的弹性测试.....	66
6.6.1	天目湖弹性测试.....	66
6.6.2	宋城演艺弹性测试.....	69

6.6.3	丽江股份弹性测试.....	70
6.7	旅游景区合理估值测算.....	71
7	博彩：疫情下客流承压，签注重启释放业绩弹性.....	73
7.1	行业：内地入境旅客处于低位，毛收入持续承压.....	73
7.2	公司：毛收入较 19 年减九成，中场业务修复更快.....	74
7.3	防疫政策调整：重启电子签注，11 月初逐步恢复团签.....	75
7.4	竞争及扩张：牌照 22 年底落地，积极发展非博彩业务.....	77
8	金银珠宝：疫情冲击零售有限，“投资金”火爆助推总量上行.....	79
8.1	珠宝消费受疫情影响有限，多因素助推消费总量上行.....	79
8.2	珠宝企业增长复盘：展店&高 ROE.....	80
8.2.1	疫情下龙头跑马圈地，业绩显著提升.....	80
8.2.2	业绩增长归因：门店拓展&黄金收入提升.....	81
8.2.3	线下消费复苏受益标的：高速展店&高 ROE.....	84
9	美妆板块：行业分化格局已定，后续复苏后将进一步加速分化.....	87
9.1	美妆行业复盘：两轮疫情对行业影响有所区别，内部分化持续.....	87
9.2	疫情对美妆行业的影响.....	89
9.3	公司：线上成为核心渠道，加速布局兴趣电商.....	93
10	医美板块：轻医美加速占据市场份额.....	95
10.1	行业：线下受冲击严重，机构客流大幅下降.....	95
10.2	公司：上游药械商韧性较强.....	97
11	零售板块.....	100
11.1	从数据看疫情对零售行业的影响.....	100
11.2	后疫情时期的零售行业.....	101
11.2.1	商超百货：静待线下消费复苏.....	101
11.2.2	运动服饰：“韧性”和“景气”是关键词.....	103
11.2.3	电商：疫后直播电商发展强劲，消费复苏前景可期.....	106
11.3	美国管控放开后复苏情况复盘.....	109
11.3.1	宏观：疫后耐用品快速修复，服务消费紧跟其后.....	109
11.3.2	疫后的美国零售行业恢复情况.....	111
12	户外广告复苏.....	115
12.1	户外广告为展示类广告，与人流密切相关.....	115
12.2	分众传媒.....	116
12.2.1	梯媒固定成本占比较高，经营杠杆较大.....	116

12.2.2	回顾 2020 年 H2：疫后广告需求快速复苏，业绩实现增长.....	117
12.2.3	梯媒品牌广告对品牌主依旧不可或缺，看好复苏后的长期价值.....	117
12.3	兆讯传媒.....	119
12.3.1	出行向好推动业绩好转，政策调整促进稳定修复.....	119
12.3.2	关注疫后恢复、全国新增高铁站点增长带来的弹性.....	119
13	电影行业复苏.....	122
13.1	疫情影响票房与观影，投资制作端同步波动.....	122
13.2	影院端受影响较大，电影行业供给受限.....	123
13.3	政策端暖风频吹，影业复苏犹可期.....	123
14	风险提示.....	126
15	业绩估值概览.....	127

图表目录

图 1.	长期来看，社零增速结构相对稳定.....	13
图 2.	社零行业绝对值普遍恢复到疫情前水平.....	14
图 3.	社零细分行业增速受损情况.....	15
图 4.	餐饮、医药、纺服等行业处于估值相对低位.....	16
图 5.	限额以上各消费类别疫情受损程度和反弹程度.....	17
图 6.	社零行业绝对值普遍恢复到疫情前水平.....	18
图 7.	疫情冲击导致居民服务消费占比快速下降.....	19
图 8.	美国解封后疫情反复并未影响美国入境人数修复.....	20
图 9.	疫情反复对餐饮冲击一般持续一个月（以新加坡为例）.....	20
图 10.	美国新冠疫情修复情况.....	22
图 11.	量减价增，美国出行链条仍有修复空间.....	23
图 12.	德国新冠疫情修复情况.....	25
图 13.	日本新冠疫情修复情况.....	27
图 14.	新加坡新冠疫情修复情况.....	28
图 15.	北京、上海、白云机场国际客流仍处于相对低位.....	29
图 16.	杭州亚组委向亚奥理事会陈述筹办工作.....	31
图 17.	2022 贝壳北京马拉松将于 11 月 6 日起跑.....	31
图 18.	疫情反复致使海南离岛免税销售额承压.....	32

图 19. 海南客流已步入修复区间.....	32
图 20. 三亚市接待过夜客流量恢复理想.....	32
图 21. 海口美兰机场客流量短期承压.....	33
图 22. 三亚凤凰机场客流量短期承压.....	33
图 23. 三亚机场周度客流（人）.....	34
图 24. 上海→海南周度客流（人）.....	34
图 25. 中国中免股价及成交量.....	34
图 26. 海旅国际免税城.....	37
图 27. 王府井万宁悦舞小镇.....	37
图 28. 中国检查出入境人员数量及增速（亿人次）.....	38
图 29. 智慧口岸三大驱动因素.....	39
图 30. 中国对外开放口岸数量及结构（个）.....	39
图 31. 中国新增口岸和扩大开放口岸数量（个）.....	39
图 32. 中国民用运输机场数量（个）.....	40
图 33. 2016-2022Q1-3 公司收入及增速（亿元）.....	40
图 34. 2016-2022Q1-3 归母净利润及增速（亿元）.....	40
图 35. 公司智慧口岸业务收入占比超 95%.....	41
图 36. 智慧口岸业务中航空口岸占比最大（亿元）.....	41
图 37. 餐饮社零及限额以上餐饮社零同比增速.....	43
图 38. 2021 年我国餐饮连锁化率达 18.0%.....	43
图 39. 连锁餐饮企业门店数量增大趋势明显.....	43
图 40. 部分餐饮标的估值处于底部.....	44
图 41. 海伦司月度展店数量.....	45
图 42. 太二月度展店数量.....	45
图 43. 2021 年酒店供给下降至 25.2 万家.....	48
图 44. 疫情期间单体酒店大量出清.....	48
图 45. 疫情平稳阶段，21Q2 龙头酒店集团 RevPAR 恢复至 19 年同期 90%以上（%）.....	49
图 46. 供给滞后调整匹配需求变化，21Q4 头部酒店集团开店明显提速（家）.....	49
图 47. 头部酒店 ADR 先行于 OCC 恢复.....	50
图 48. 头部酒店中高端占比持续提升.....	50
图 49. 加盟商投资意愿减弱导致 Pipeline 增速放缓.....	50
图 50. 头部公司维持 10%以上的同比增速拓店.....	50
图 51. 旅游景区个数持续增长，增速现波动.....	57

图 52. 全国旅行社数量已现修复趋势.....	58
图 53. 旅行社营收疫情下承压.....	58
图 54. 国内年旅游人数（亿人次）.....	59
图 55. 国内年旅游收入（亿元）.....	59
图 56. 节假日出游人数（亿人）.....	61
图 57. 节假日国内旅游收入（亿元）.....	61
图 58. 黄山近年接待游客量（万人）.....	63
图 59. 桂林近年接待游客量（万人）.....	63
图 60. 峨眉山近年接待游客量（万人）.....	64
图 61. 丽江近年接待游客量（万人）.....	64
图 62. 乌镇近年接待游客量（万人）.....	64
图 63. 华山索道近年接待游客量（万人）.....	64
图 64. 澳门博彩毛收入（百万澳门元）.....	73
图 65. 澳门博彩贵宾业务毛收入（百万澳门元）.....	73
图 66. 澳门博彩中场业务毛收入（百万澳门元）.....	73
图 67. 中国内地入境旅客（万人次）.....	74
图 68. 澳门酒店入住率（%）.....	74
图 69. 银河娱乐分业务毛收入（百万港元）.....	74
图 70. 金沙中国分业务毛收入（百万美元）.....	75
图 71. 永利澳门分业务毛收入（百万美元）.....	75
图 72. 行业及公司总毛收入较 19 年变动.....	75
图 73. 行业及公司贵宾业务毛收入较 19 年变动.....	75
图 74. 行业及公司中场业务毛收入较 19 年变动.....	75
图 75. 2019 年澳门客源结构.....	76
图 76. 2019 年内地入境旅客结构.....	76
图 77. 澳门博彩赌枱及博彩机数目.....	77
图 78. 澳门博彩娱乐场数量.....	77
图 79. 全国金银珠宝零售总额（亿元）.....	79
图 80. 金价稳健处于较高水平（元/克）.....	80
图 81. 居民收入&消费增速下滑.....	80
图 82. 居民储蓄存款提升背景下投资金需求旺盛.....	80
图 83. 珠宝公司业绩增长逻辑导图.....	84
图 84. 限额以上化妆品零售总额增速（%）.....	87

图 85. 新规原料监管理念.....	88
图 86. 2020-2021 美妆相关企业吊销执照数量	88
图 87. 美妆主要个股渠道占比.....	90
图 88. 淘系与抖音平台双十一 GMV 占比对比 (单位: %)	91
图 89. 薇诺娜核心四大成分.....	92
图 90. 中国消费者功效护肤理念培养过程.....	92
图 91. 天猫+淘宝美容护肤/美体/精油品类销售额	93
图 92. 天猫+淘宝香水/彩妆/美妆工具品类销售额	93
图 93. 22H1 美妆主要个股分渠道增速.....	94
图 94. 2022 年双十一直播电商大盘.....	94
图 95. 疫情下中国医美市场规模缩水超 300 亿元.....	95
图 96. 2020 年整形医院入院人数骤降.....	96
图 97. 2020 年疫情后诊所转让数大幅上升.....	96
图 98. 医美线上交易类分布.....	97
图 99. 中国医美市场规模.....	97
图 100. 医美产业链布局及毛利率 (注: 以下柱形图均代表处于相应产业链位置公司的毛利率水平)	97
.....	97
图 101. 爱美客 2020 年仍保持 27.2% 增速.....	98
图 102. 爱美客 20Q1/22Q2 两次疫情后恢复迅速	98
图 103. 全国城镇居民人均可支配收入累计同比.....	100
图 104. 未来收入信心指数 (%)	100
图 105. 全国社会消费品零售额同比增速.....	100
图 106. 限额以上企业社会消费品零售额同比增速.....	100
图 107. 网上零售额累计同比.....	101
图 108. 线下各业态零售额累计同比.....	101
图 109. 全国购物中心场均日客流人次 (万人)	101
图 110. 申万百货行业整体营收 (百万)	101
图 111. 超市及百货指数 2020 年以来累计涨跌幅	102
图 112. 李宁股价及 PE.....	103
图 113. 安踏股价及 PE.....	103
图 114. 特步股价及 PE.....	104
图 115. 运动服饰品牌营收及增速 (单位: 亿)	104
图 116. 运动服饰品牌归母净利润及增速 (单位: 亿)	104

图 117. 李宁渠道库存周转月	105
图 118. 特步零售存货周转月	105
图 119. 服装类零售额当月同比 (%)	105
图 120. 疫情期间线上渗透率提升	107
图 121. 单月线上商品零售额占比较为稳定	107
图 122. 2020 年疫后消费习惯恢复情况调研结果	107
图 123. 22H1 消费者网络零售参与度逆势提升	107
图 124. 京东 618 销售额增速放缓	107
图 125. 直播电商已成为线上零售增长新动力	107
图 126. 我国网络购物渗透率基本稳定, 直播电商渗透率持续提升	108
图 127. 星期六互联网广告业务增速稳健	108
图 128. 新东方推出直播电商品牌	108
图 129. 星期六股价及估值情况	108
图 130. 新东方推出电商业务后股价逐渐反转	108
图 131. 美国疫情管理力度逐渐放松	109
图 132. 美国疫情管控力度 21 年初逐步放松	110
图 133. 21 年下半年美国转移支付力度减弱	110
图 134. 耐用品消费修复趋势明显	110
图 135. 疫后商品消费增速快速修复后逐渐放缓	110
图 136. 疫情管控放松后, 户外健康类产品快速修复	111
图 137. 塔吉特 (TARGET) 股价及营收、归母净利润情况	112
图 138. 沃尔玛 (WALMART) 股价及营收、归母净利润情况	113
图 139. 梅西百货 (MACY'S) 股价及营收、归母净利润情况	114
图 140. 广告产业链: 人流量是核心	115
图 141. 户外广告媒体触达率高	115
图 142. 户外广告收入分析框架	115
图 143. 分众传媒自营电梯电视媒体数量	116
图 144. 分众传媒自营电梯海报媒体数量	116
图 145. 分众传媒营业成本结构 (亿元)	116
图 146. 分众传媒经营杠杆较大	116
图 147. 分众传媒 2020 年下半年营收恢复性增长	117
图 148. 分众传媒毛利率和净利率表现	117
图 149. 各年前三季度梯媒广告同比增长情况	117

图 150. 2022 年 9 月广告花费环比增长 3.3%.....	117
图 151. 兆讯传媒 Q3 业绩有所修复.....	119
图 152. 我国旅客发送量情况（万人）.....	119
图 153. 2022 年新增高铁运营线路站点覆盖情况.....	120
图 154. 我国票房收入受疫情影响下滑较大.....	122
图 155. 我国观影人次变化.....	122
图 156. 全国电影剧本（梗概）备案立项数量.....	122
图 157. 新上映国产电影数量.....	122
图 158. 影院收入分成流转图.....	123
图 159. 主要影业上市公司影院收入（亿元）.....	123
图 160. 主要影业上市公司投资制作发行环节收入.....	123
图 161. 2022 年暑期档观影人次同比增长 15%.....	124
图 162. 2022 年暑期档票房收入回升.....	124
图 163. 各公司估值情况（2022）.....	143
图 164. 各公司估值情况（2023）.....	143
表 1. 日本、英国、韩国等多国入境政策放宽.....	30
表 2. 中国入境政策变化梳理.....	30
表 3. 市内免税政策梳理.....	31
表 4. 2022 年三亚、上海疫情重要节点梳理.....	33
表 5. 疫情受损、修复阶段涨跌幅梳理.....	35
表 6. 海棠湾情景测试.....	36
表 7. 新海港情景测试.....	36
表 8. 上海机场情景测试.....	36
表 9. 2023 年业绩弹性测算.....	42
表 10. 部分餐饮品牌利润梳理.....	44
表 11. 餐饮品牌降本控费工作梳理.....	45
表 12. 九毛九情景测试.....	45
表 13. 海伦司情景测试.....	46
表 14. 海底捞情景测试.....	46
表 15. 估算 2020/2021 年酒店行业收入较 2019 年下降-43%/-42%.....	48
表 16. 五大酒店集团业绩对比.....	50
表 17. 锦江酒店业绩弹性测算.....	51

表 18. 华住酒店业绩弹性测算.....	52
表 19. 首旅酒店业绩弹性测算.....	53
表 20. 君亭酒店业绩弹性测算.....	54
表 21. 金陵饭店业绩弹性测算.....	55
表 22. 可比公司 PE 估值.....	56
表 23. 跨省游政策端两次释放改善信号.....	62
表 24. 旅游景区相关标的整体营收恢复程度与疫情扰动程度相关性.....	65
表 25. 景区标的客流疫情后恢复至 19 年水平业绩测算.....	65
表 26. 悲观假设下天目湖营收情况.....	67
表 27. 悲观假设下天目湖估值水平.....	67
表 28. 中性假设下天目湖营收情况.....	68
表 29. 中性假设下天目湖估值水平.....	68
表 30. 乐观假设下天目湖营收情况.....	68
表 31. 乐观假设下天目湖估值水平.....	69
表 32. 悲观假设下宋城演艺估值水平.....	69
表 33. 中性假设下宋城演艺估值水平.....	70
表 34. 乐观假设下宋城演艺估值水平.....	70
表 35. 丽江股份疫情前业绩结构.....	70
表 36. 中性假设下丽江股份业绩水平.....	71
表 37. 乐观假设下丽江股份业绩水平.....	71
表 38. 各旅游目的地 19 年疫情前平均估值水平（倍）.....	71
表 39. 各出境游标的 19 年疫情前平均估值水平（倍）.....	72
表 40. 澳门检疫政策.....	76
表 41. 新博彩法主要改动.....	77
表 42. 各公司新项目.....	78
表 43. 珠宝龙头公司 2021 年业绩较疫情前大幅提升.....	81
表 44. 主要珠宝品牌收入增长贡献拆分（单位：总收入、门店数量、同店收入对应百万元、家、万元）.....	81
表 45. 头部品牌疫情期间保持高速展店.....	85
表 46. 不同珠宝品牌盈利路径选择对比（2021）.....	85
表 47. 头部国货美妆品牌 22H1&22Q3 表现亮眼.....	88
表 48.....	88
表 48. 2022 双十一国内外核心品牌表现.....	89

表 49. 2021 年以来部分美妆品牌线下门店关闭情况.....	90
表 50. 国内外美妆护肤品牌双十一销售均价.....	92
表 51. 22Q2 国内各地医美机构受疫情影响情况.....	96
表 52. 弹性测试结果汇总.....	98
表 53. 头部运动品牌与行业增速对比.....	106
表 54. 美国政府出台多轮财政刺激法案.....	109
表 55. 分众传媒 2023E 业绩弹性测试（亿元）	118
表 56. 2022 年我国新增高铁线路.....	119
表 57. 兆讯传媒 2023E 业绩弹性测试（亿元）	121
表 58. 全国性及部分地方性影院纾困政策.....	124
表 59. 博纳影业 2023E 业绩弹性测试（亿元）	125
表 60. 免税板块公司弹性测试（亿元）	127
表 61. 餐饮板块公司弹性测试（亿元）	127
表 62. 酒店板块公司弹性测试（亿元）	128
表 63. 旅游板块公司弹性测试（亿元）	129
表 64. 博彩板块公司弹性测试.....	136
表 65. 珠宝板块公司弹性测试（亿元）	137
表 66. 美妆&医美板块公司弹性测试（亿元）	138
表 67. 零售板块公司弹性测试（亿元）	140
表 68. 传媒板块公司弹性测试.....	142
表 69. 商社板块估值概览.....	144

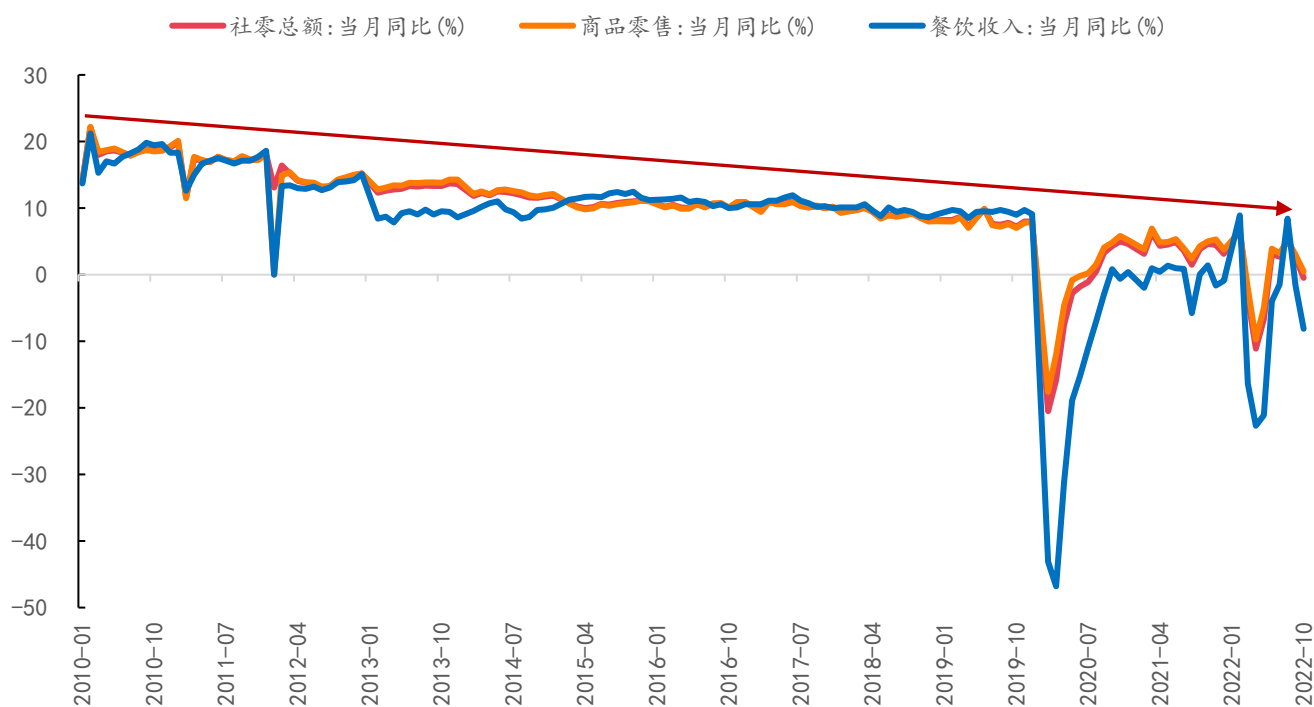
1 如何看社服零售板块修复的节奏和空间

社零按照消费类别可分为商品零售和餐饮收入，特点如下：

长期来看，社零数据结构稳定。商品零售和餐饮收入占比稳定。餐饮收入占比 10% 左右，商品零售占比 90% 左右。两者同比变化走势与社零同比变化几乎一致。

短期来看，餐饮收入受疫情冲击更强，反弹强度也更剧烈。疫情期间餐饮收入在社零中的份额骤降约 3 个百分点，后随着疫情好转，数据逐渐恢复向疫前水平回归，但自 2022 年月份上海爆发疫情以来，餐饮收入占比再度收缩反弹。

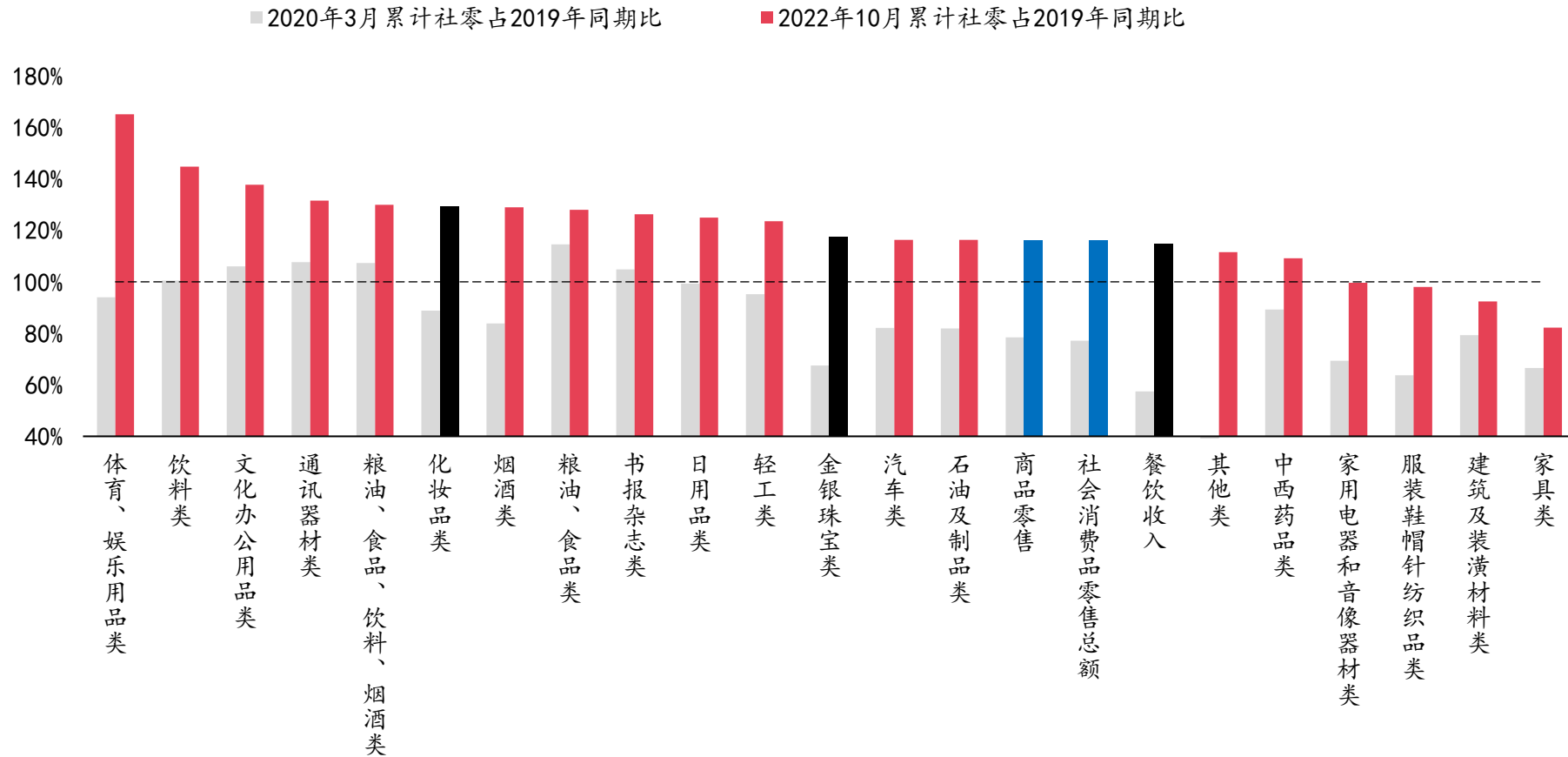
图1.长期来看，社零增速结构相对稳定



数据来源：Wind、国家统计局、财通证券研究所

疫情扰动复苏进程，行业社零数据普遍修复至 2019 年同期水平。2022 年以来随着新冠疫情变异毒株的出现，高传染性带来了更高的防疫成本。居民出行及相关消费链条均收到了重大影响。社零数据中除了地产基建产业链数据仍未修复至 2019 年同期水平，其他品类普遍修复至疫情前同期水平，其中 2022 年 8 月社零总额修复至 2019 年同期的 116.7%。

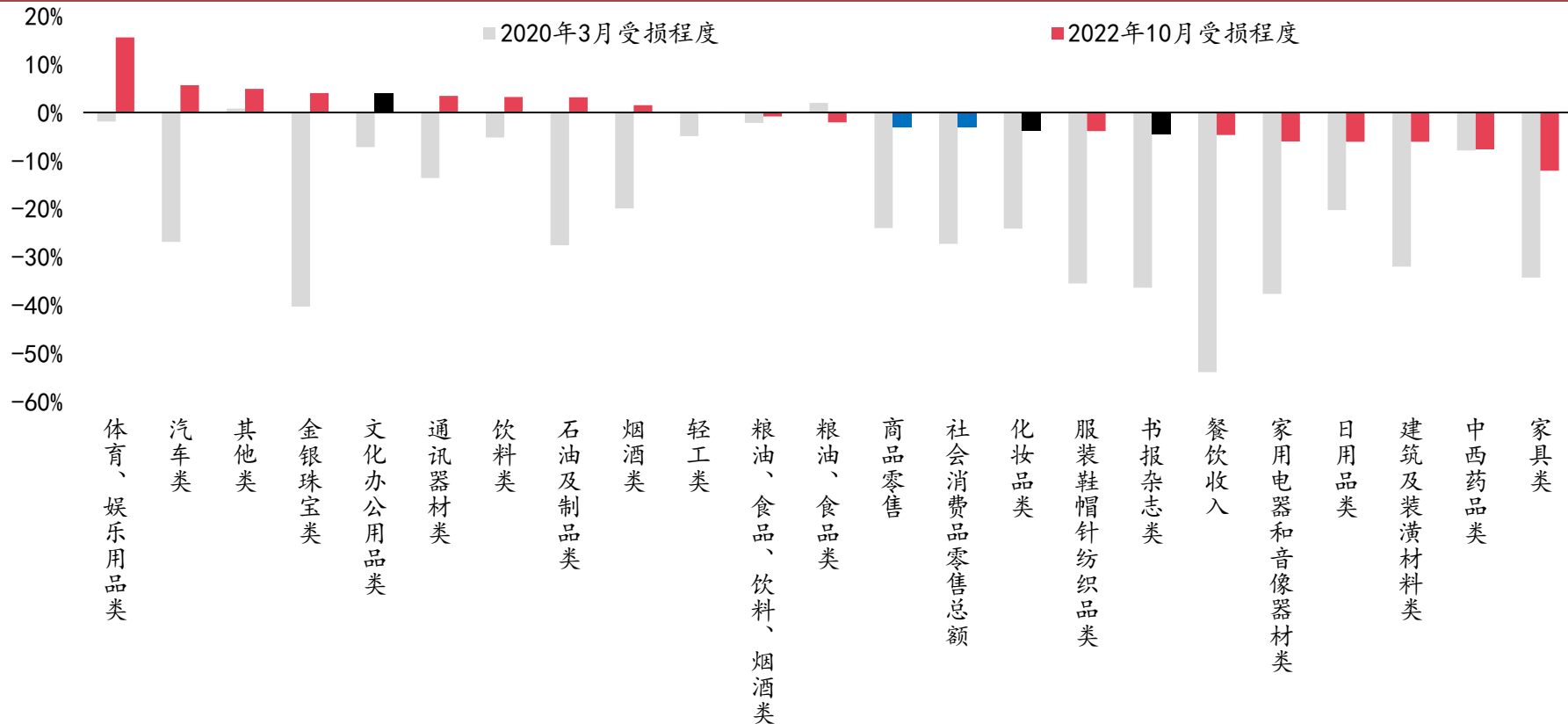
图2.社零行业绝对值普遍恢复到疫情前水平



数据来源: Wind、国家统计局、财通证券研究所

增速角度来看，化妆品、餐饮 10 月累计社零 CAGR（2019~2022）分别为-3.70%及-4.70%，其中餐饮及地产链相关行业 2020 年收疫情冲击较为严重，后续修复空间较大。

图3.社零细分行业增速受损情况



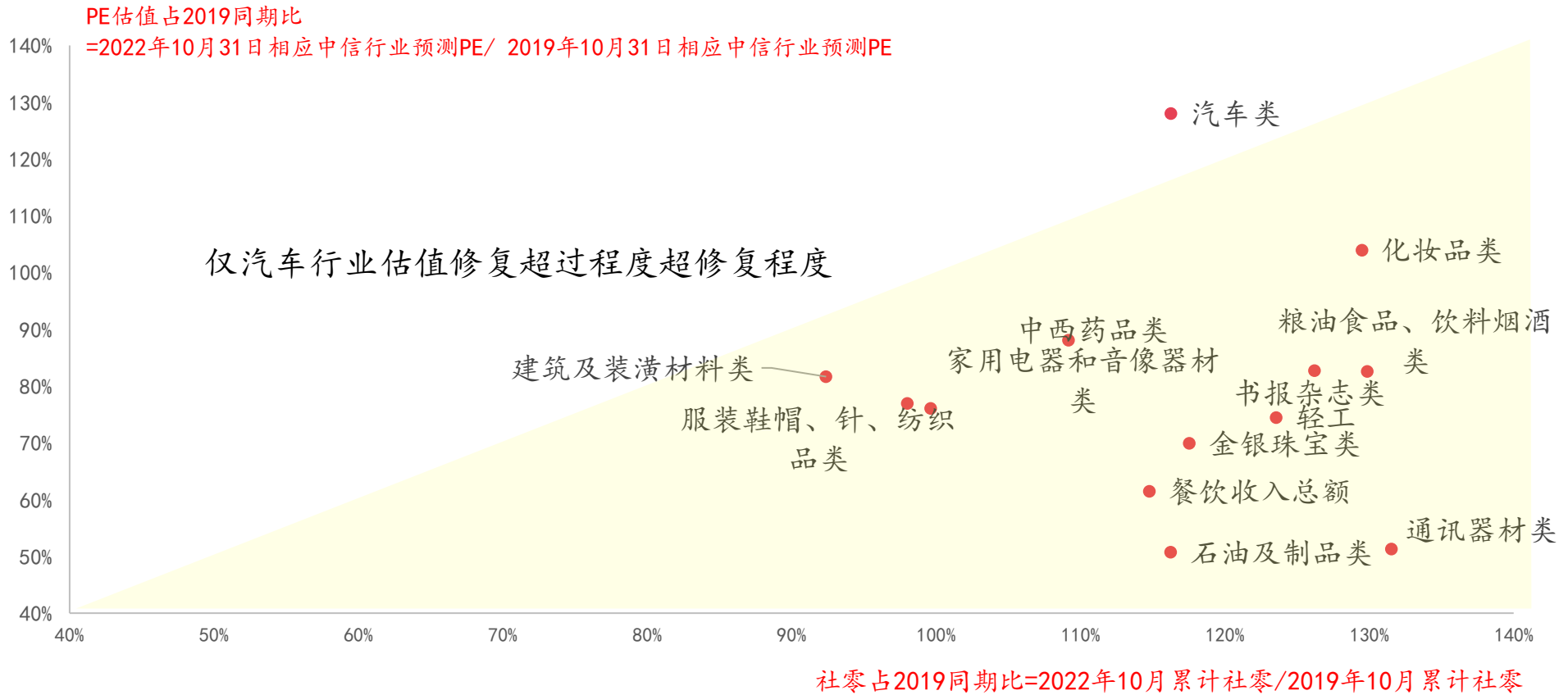
数据来源：Wind、国家统计局、财通证券研究所

注：2020年3月受损程度=2020Q1同比增长-2019Q1同比增长；

2022年10月受损程度=8月累计社零CAGR（2019~2022）-10月累计社零同比增长（2019）

估值角度来看，汽车行业估值快速提升，餐饮、纺服让仍有较大修复空间。餐饮收入及金银珠宝已修复至 2019 年同期 112.9%及 126.1%水平，而估值仅有 2019 年同期 61%及 66%，疫情反复导致餐饮企业数据及线下消费持续受损，我们认为随着疫情常态化进程推进，相关板块估值提升空间较为可观。

图4. 餐饮、医药、纺服等行业处于估值相对低位



数据来源：数据来源：Wind、国家统计局、财通证券研究所

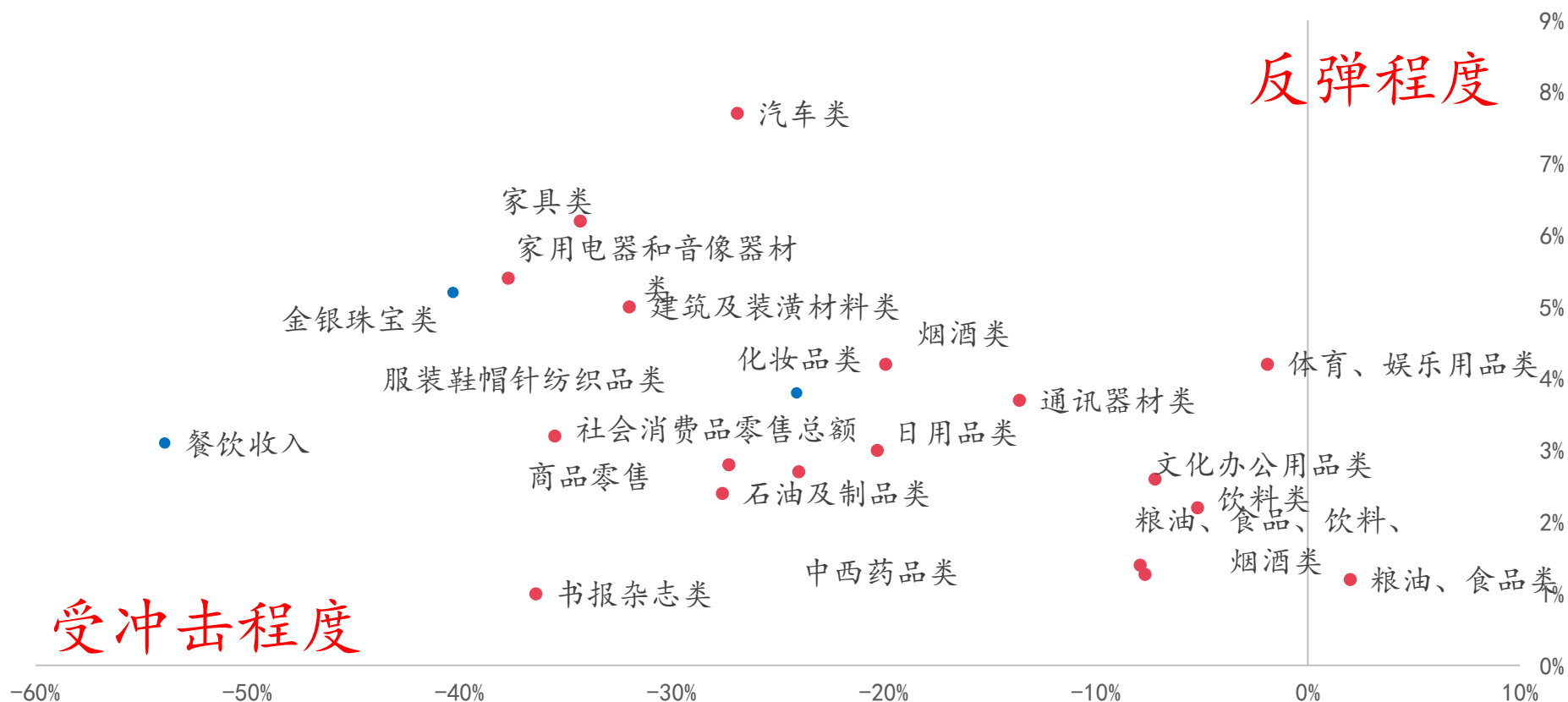
注：社零占2019同期比=2022年10月累计社零/2019年10月累计社零，

PE估值占2019同期比=2022年10月31日相应中信行业预测PE/ 2019年10月31日相应中信行业预测PE

1.1 回顾历史，商贸消费途径分化造成修复反弹分化

估值角度来看，汽车行业估值快速提升，餐饮、纺织服装仍有较大修复空间。餐饮收入及金银珠宝已修复至2019年同期112.9%及126.1%水平，而估值仅有2019年同期61%及66%，疫情反复导致餐饮企业数据及线下消费持续受损，我们认为随着疫情常态化进程推进，相关板块估值提升空间较为可观。

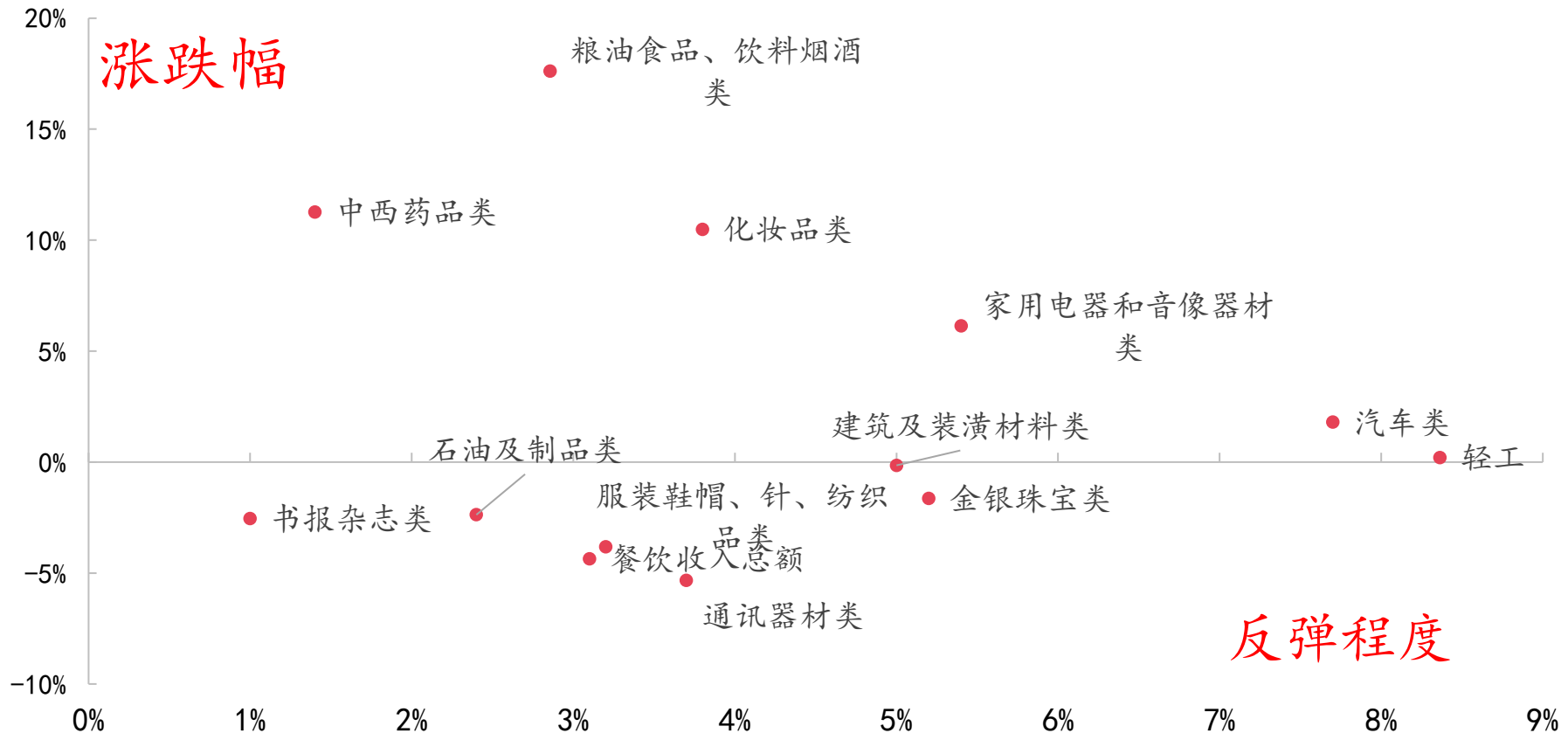
图5.限额以上各消费类别疫情受损程度和反弹程度



数据来源：Wind、国家统计局、财通证券研究所
注：反弹程度=2020M4 累计增速-2020Q1 累计增速；
受损程度=2020Q1 累计增速-2019Q1 累计增速

从涨跌幅角度来看，医药、食品饮料、化妆品等行业股价快速反弹。我们选取了2020年3月23日上证综指触底至2020年4月底相关板块对应中信子行业作为涨跌幅衡量指标。餐饮、纺服、书报杂志等板块由于社零边际改善情况没有明显预期，股价持续受损。

图6.社零行业绝对值普遍恢复到疫情前水平



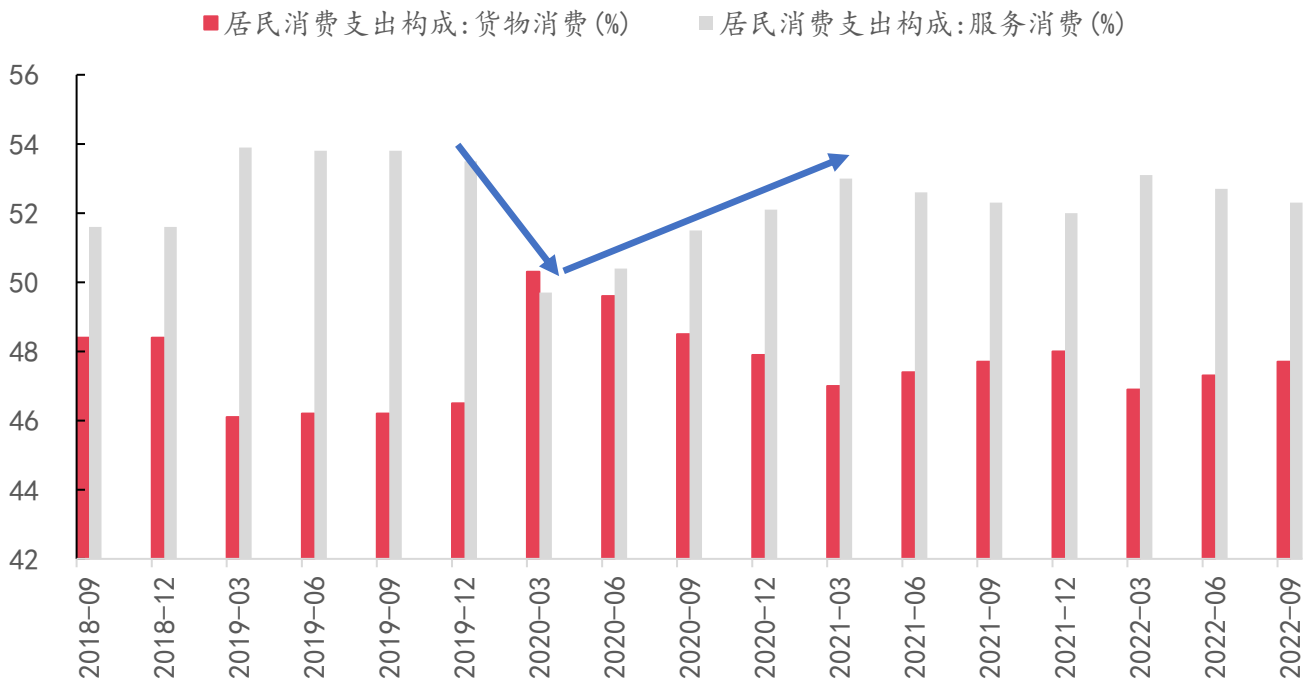
数据来源：Wind、国家统计局、财通证券研究所

注：反弹程度=2020M4累计增速-2020Q1累计增速，涨跌幅=2020年3月23日~2020年4月30日对应中信行业区间涨跌幅

1.2 借鉴海外，社服板块修复节奏亦有差异

服务消费在疫情冲击及修复过程中弹性更足。从居民消费支出来看，2020年一季度服务消费占比由53.5%迅速下滑至49.7%，随后在2020Q2-2021Q3持续修复，截至2022Q3消费服务站占居民消费比仍只有52.7%，仍有提升空间。同时占比变化也体现出消费服务在疫情冲击及修复过程中弹性更足。

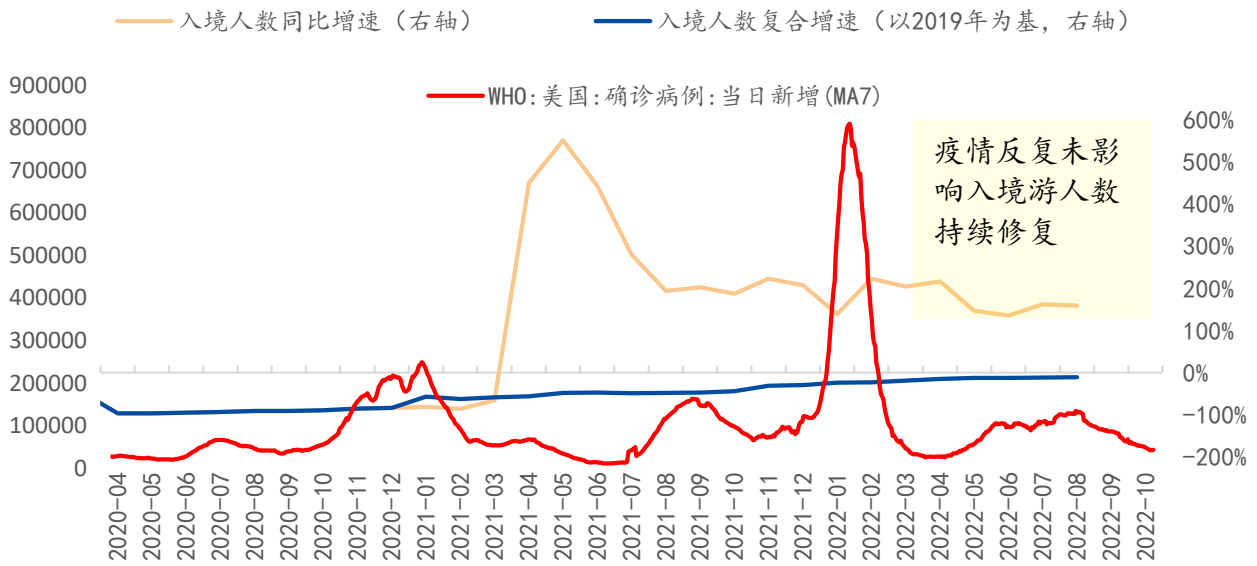
图7.疫情冲击导致居民服务消费占比快速下降



数据来源: Wind、财通证券研究所

整体来看，海外出行链修复具有以下几点特点：出行相关消费的恢复进展与出行限制放开相关性更强。欧美美国德国政策放开时间相对较早游客恢复整体呈现短期反弹，缓慢爬坡状态。入境游人数自2021年政策放宽修复至2019年80%水平后，虽然受到更为严重的第三波疫情冲击，但出行产业链修复并未收到较大冲击。而亚洲的日本韩国由于开放较晚且尚未完全放开，截至8月日本入境游人数修复至2019年同期8%，而新加坡修复至40%。

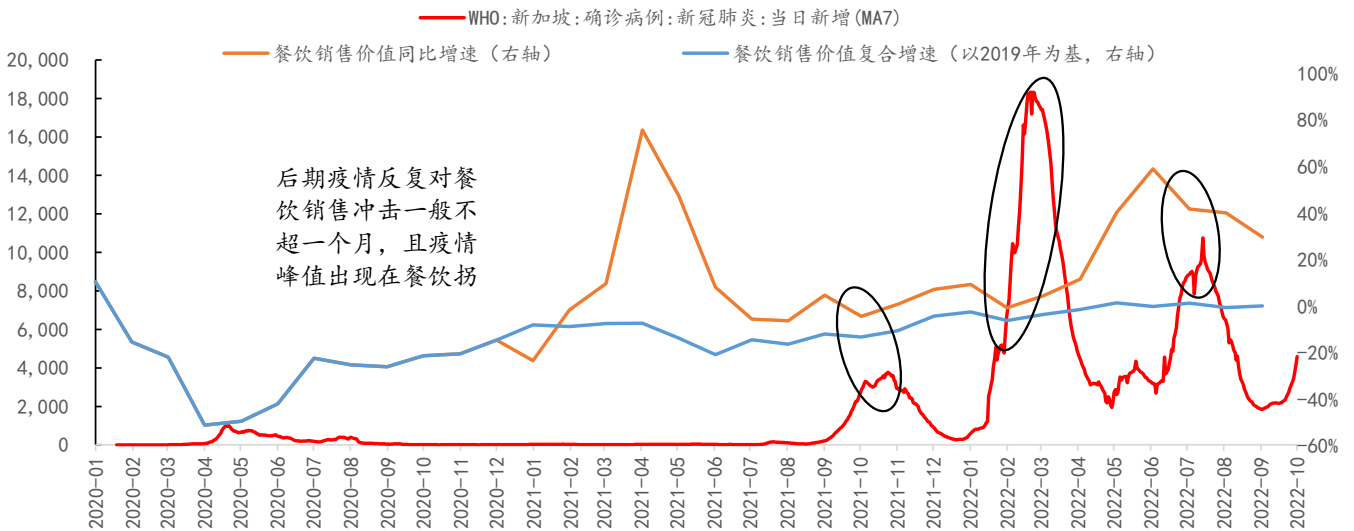
图8.美国解封后疫情反复并未影响美国入境人数修复



数据来源: Wind、美国商务部、财通证券研究所

餐饮产业链复合增速受疫情反复冲击不超一个月。综合观察欧洲及亚洲各国疫情政策放开后, 餐饮及出行链修复情况, 餐饮产业链普遍呈现持续修复态势, 并没有因为政策变更发生较大变化。餐饮产业链修复对疫情的反复爆发会较为敏感, 复合增速一般会受到一个月的趋势改变影响。

图9.疫情反复对餐饮冲击一般持续一个月 (以新加坡为例)



数据来源: Wind、新加坡统计局、财通证券研究所

1.2.1 欧美：出行链数据修复持续爬升，数据基本恢复至疫情前同期

美国疫情反复不断。美国第三轮疫情中的当日新增和当日死亡病例分别在 2022 年 1 月 15 日和 2022 年 2 月 1 日达到峰值，其中当日新增确诊病例的峰值突破了 79 万人；2022 年 4 月 26 日，CNN、FOX 等媒体发文称美国已经走出新冠疫情大流行阶段，至 2022 年 6 月 12 日进一步放松入境限制。受监测制度等因素影响，2022 年第三季度，美国确诊数逐步下降。

入境游人数符合增速持续缓慢爬升。自 2021 年 3 月疫情逐步得到控制后开始明显上升，在 2021 年 5 月达到 550.90%；而年复合增速持续爬升，截至 2022 年 8 月 CAGR(2019-2022) 已修复至-10%，整体客流水品约修复至 2019 年 70% 水平。

疫情二次爆发仅小幅影响餐饮增速修复。从 2021 年 3 月开始疫情得到控制后，美国餐饮收入逐步恢复，同比增速明显提升，在 2021 年 4 月同比增速达到峰值，为 124.71%；2021 年 6 月 Delta 病毒开始传播，餐饮收入复合增速维持在 7%-11% 的波动区间。

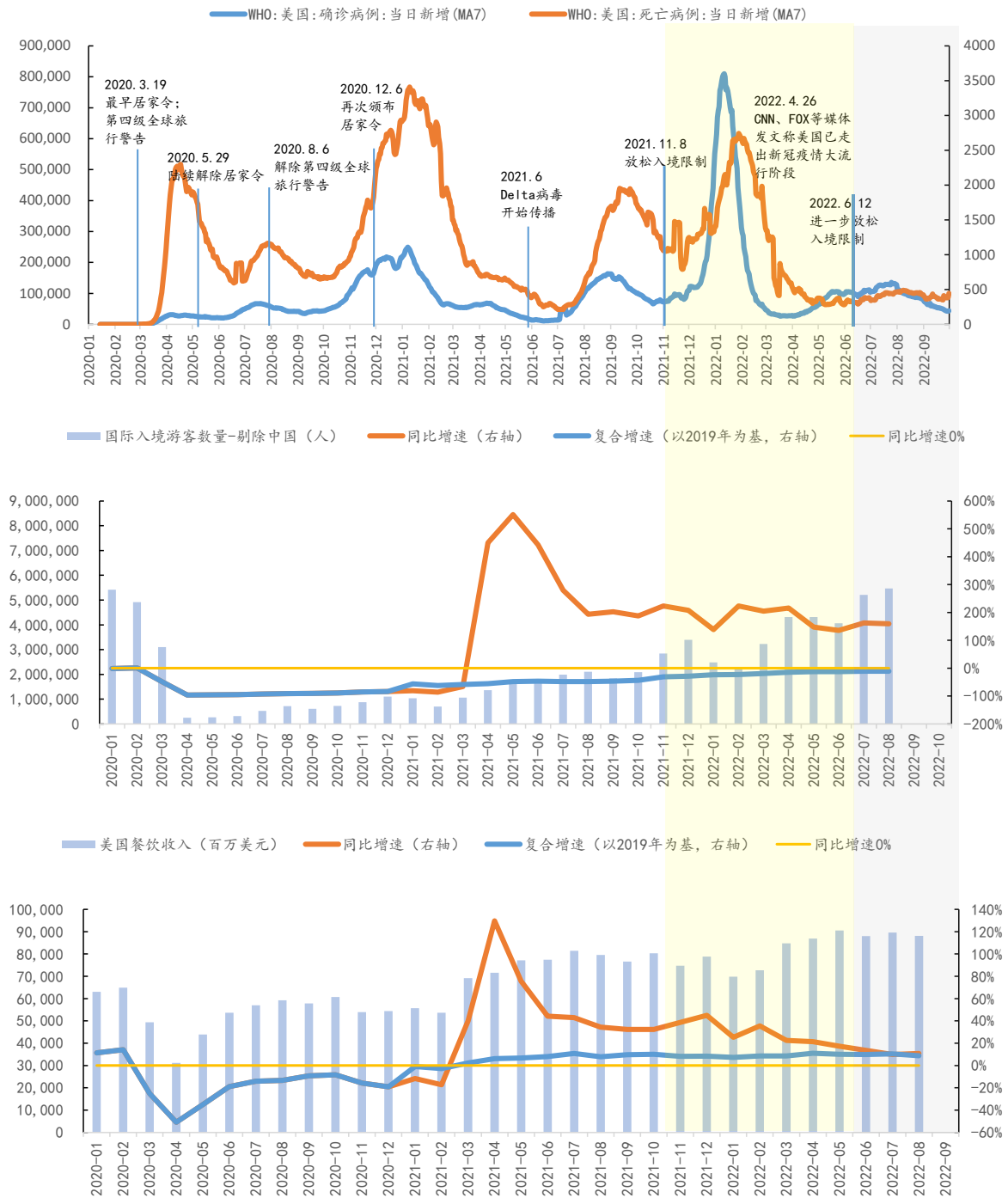
细分出行链来看，量减价增，美国出行链条仍有修复空间。

自 2020 年 2 月疫情爆发以来，美国酒店行业 RevPAR 迅速下降，直至 2020 年 5 月才开始有所回升；2021 年 3 月疫情逐步得到控制后，美国酒店行业 RevPAR 开始有明显的恢复，至 2021 年 7 月基本恢复至 2019 年同期水平，2021 年下半年受奥密克戎影响又开始呈现下降趋势；2022 年年初开始，美国酒店行业 RevPAR 一直保持上升的趋势，基本与 2019 年同期的水平相当。

自 2020 年 2 月疫情爆发以来，美国航空旅客人数迅速下降，直至 2020 年 5 月才开始有所回升；2021 年上半年航空旅客人数有明显的恢复，2021 年 7-9 月受奥密克戎影响又开始呈现下降趋势；2022 年年初开始，美国航空旅客人数一直呈现出稳步恢复的趋势，但与 2019 年同期相比仍有一定差距。

2020 年 2-4 月由于疫情爆发，机票价格迅速下降，直至 2020 年 5 月才开始有所回升；2021 年 3-6 月机票价格快速恢复，2021 年下半年受奥密克戎影响又开始呈现下降趋势；2022 年年初开始，机票价格一直呈现出明显上升的趋势，至 2022 年 4 月已超过 2019 年同期水平。

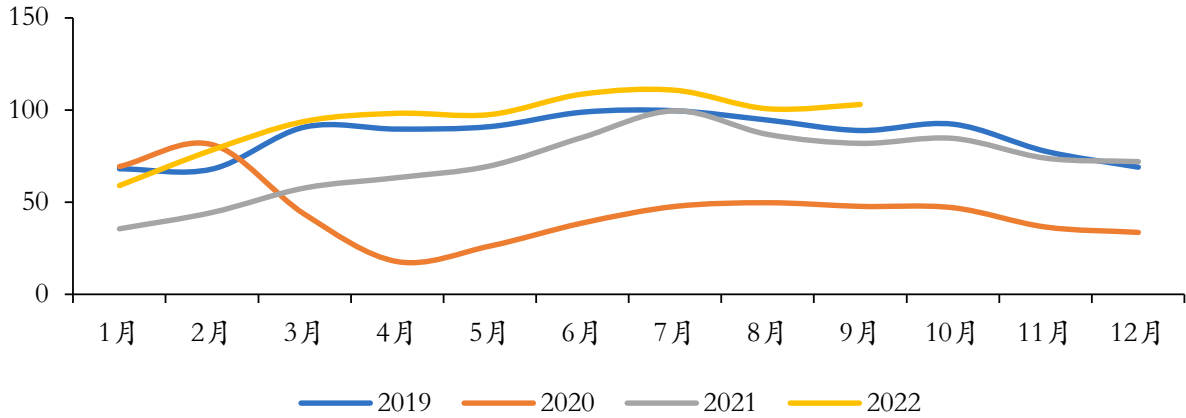
图10.美国新冠疫情修复情况



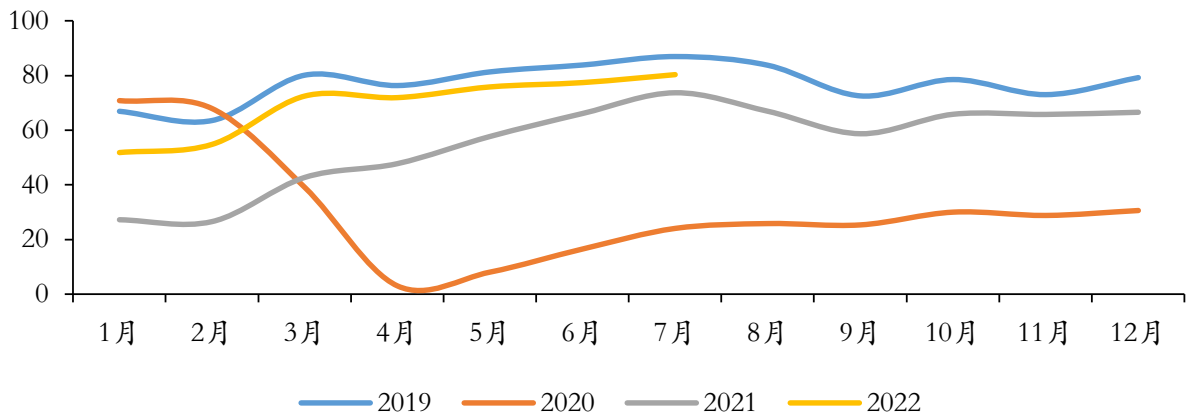
数据来源: Wind、美国商务部、财通证券研究所

图11.量减价增，美国出行链条仍有修复空间

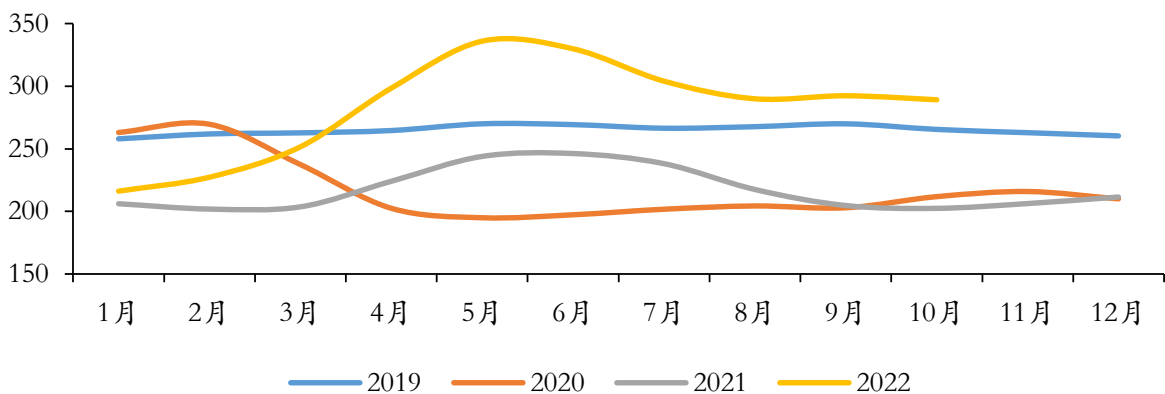
美国酒店行业RevPAR（美元）



美国航空旅客数（百万人）



美国:CPI:机票:季调



数据来源：Wind、美国商务部、财通证券研究所

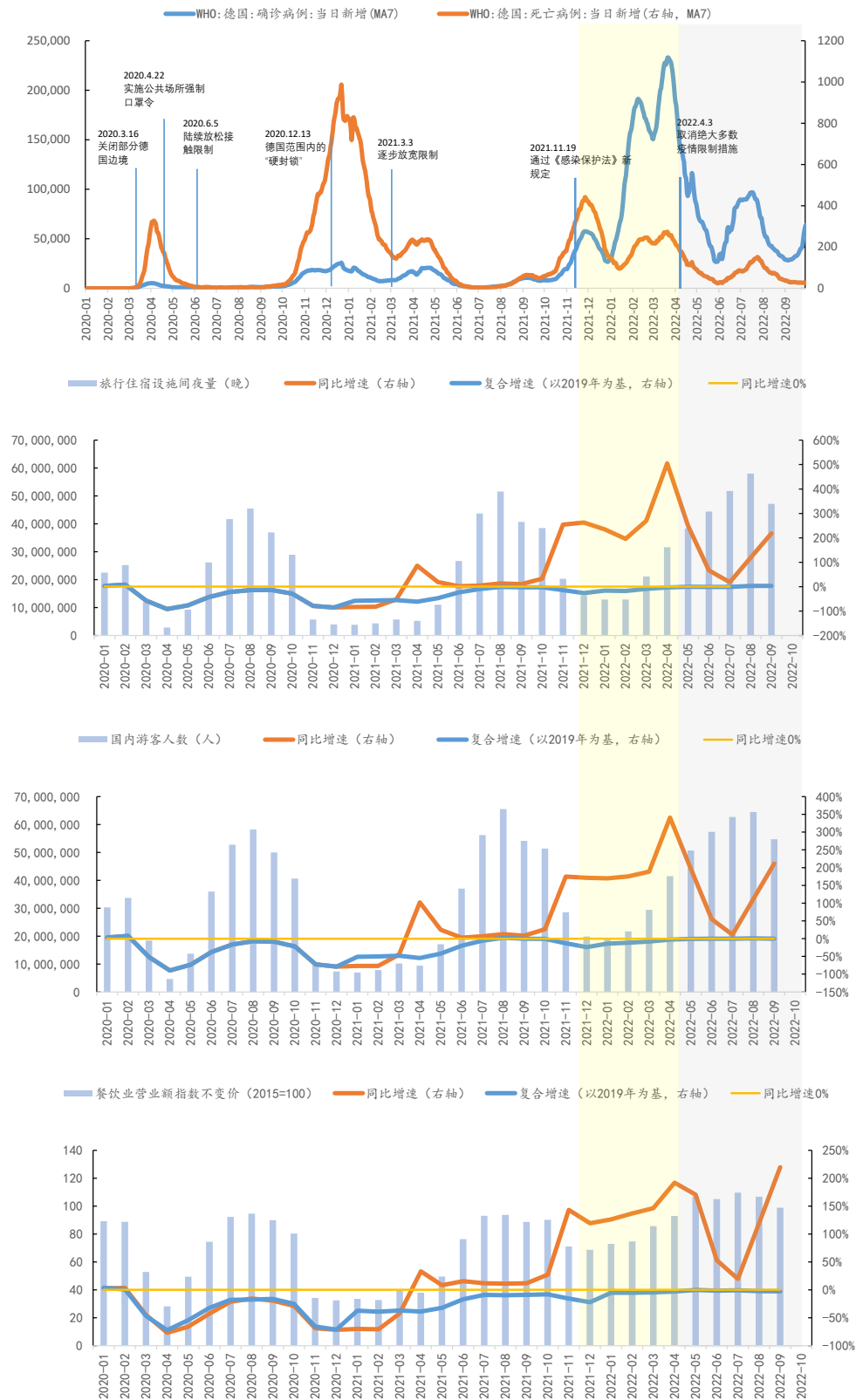
德国确诊持续高波动，死亡病例逐步下降趋稳。德国经历了三轮的封锁和放松管制，2020年3月16日德国宣布关闭部分德国边境，开启第一轮封锁，至2020年6月5日陆续放松接触限制；2020年12月13日开启德国范围内的“硬封锁”，至2021年3月3日逐步放宽限制；第三轮封锁于2022年4月3日取消绝大多数疫情限制措施。

间夜量及国内游客人数逐步修复至疫情前水平。2020年6月陆续放宽接触限制后，德国旅行住宿设施间夜量复合增速快速恢复；2021年3月，德国逐步放宽疫情限制后，旅行住宿设施间夜量同比增速明显提升，2021年4月同比增速达85.57%；2021年11月至2022年4月增速一直处于一个较高的水平，截至2022年9月恢复至2019年的110.56%，已经恢复至疫情前水平。

2021年3月，德国逐步放宽疫情限制后，国内游客人数同比增速明显提升，至2021年4月同比增速达102.24%；下半年受奥密克戎影响，同比增速有所回落；2022年4月德国取消绝大多数疫情限制措施后，同比增速高达340.83%。截至2022年8月累计符合增速已经转正。

德国住宿和餐饮业营业额 2021年3月德国逐步放宽疫情限制后，同比增速明显增加，下半年受奥密克戎影响，同比增速有所回落。2022年4月德国取消绝大多数疫情限制措施后，按照不变价，餐饮业营业额同比增速高达191.82%。截至2022年9月，按照不变价，餐饮业营业额恢复至2019年同期的91.91%，基本已经恢复至疫情发生前的水平。

图12.德国新冠疫情修复情况



数据来源: Wind、德国联邦统计局、财通证券研究所

1.2.2 亚洲：政策释放相对滞后，餐饮修复受限较少

日本大幅口岸政策，确诊人数迅速反弹。日本当前疫情中的当日新增和当日死亡病例分别在 2022 年 8 月 25 日和 2022 年 9 月 4 日达到峰值，其中当日新增确诊病例的峰值突破了 22.7 万人。在 2022 年第三季度，日本峰值过后迎来小幅下降，10 月 11 日日本放开口岸防疫政策，向外国游客放开自由行，确诊人数快速反弹。

疫情以来入境人数急剧降低，2022 年夏季保持高增长。新冠疫情以来，日本入境人数难有疫情前水平的十分之一。2022 年以来，入境人数始终保持正增长趋势，10 月初放开后入境人数快速反弹，2022 年 10 月达到 1,799,010 人；达 2019 年同期 17.53%。

住宿人数受影响相对较小，基本恢复至疫情前水平的九成。日本住宿人数恢复较快，受疫情冲击相对较小。疫情期间经历短暂颓势后，日本入境游客人数同比增速在 2021 年 3 月解除紧急状态后明显增加；在 2021 年 7 月达到最高，为 237.46%，下半年受奥密克戎影响增速开始放缓。住宿人数在 2022 年与同期相比始终正增长，2022 年 10 月达到 44259070 人，恢复至 2019 年 88.42% 左右。

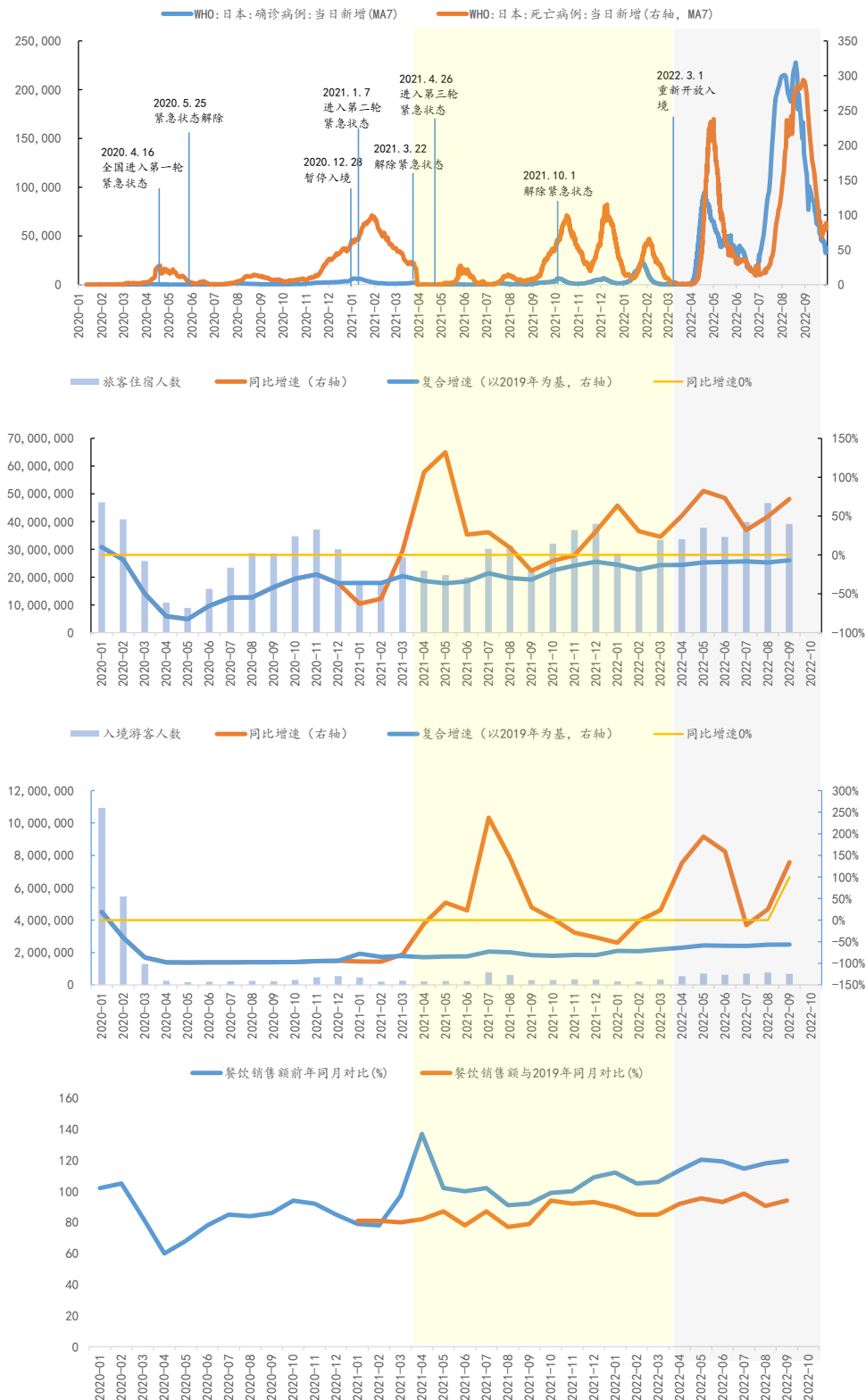
餐饮销售额达到疫情前水平且有所增长。由于 2021 年 3 月日本解除紧急状态，餐饮业销售额与 2019 年同月相比，在 2021 年四月达到峰值 134；2021 年 10 月再次解除紧急状态后，修复程度持续抬升。2022 年 10 月日本餐饮销售额已修复至 2019 年 105.5%。

新加坡疫情前期控制总体较严，解封后反复性爆发。新加坡自 2022 年 4 月 26 日起开始大规模解封，疫情爆发以来，当日新增确诊病例人数在 2022 年 3 月 1 日达到峰值 18309；当日新增死亡病例人数在 2021 年 11 月 11 日达到峰值 14；2022 年 7 月，新增确诊和新增死亡病例反复。10 月以来疫情出现再次反复势头。

入境人数快速增加，同步比增速多次超过 3500%。由于前期严格限制出入境，2022 年 4 月大规模解封后，复合增速在 4 个月内修复至 -25%，2022 年 9 月新加坡入境人数约为 2019 年同期 53.2%。

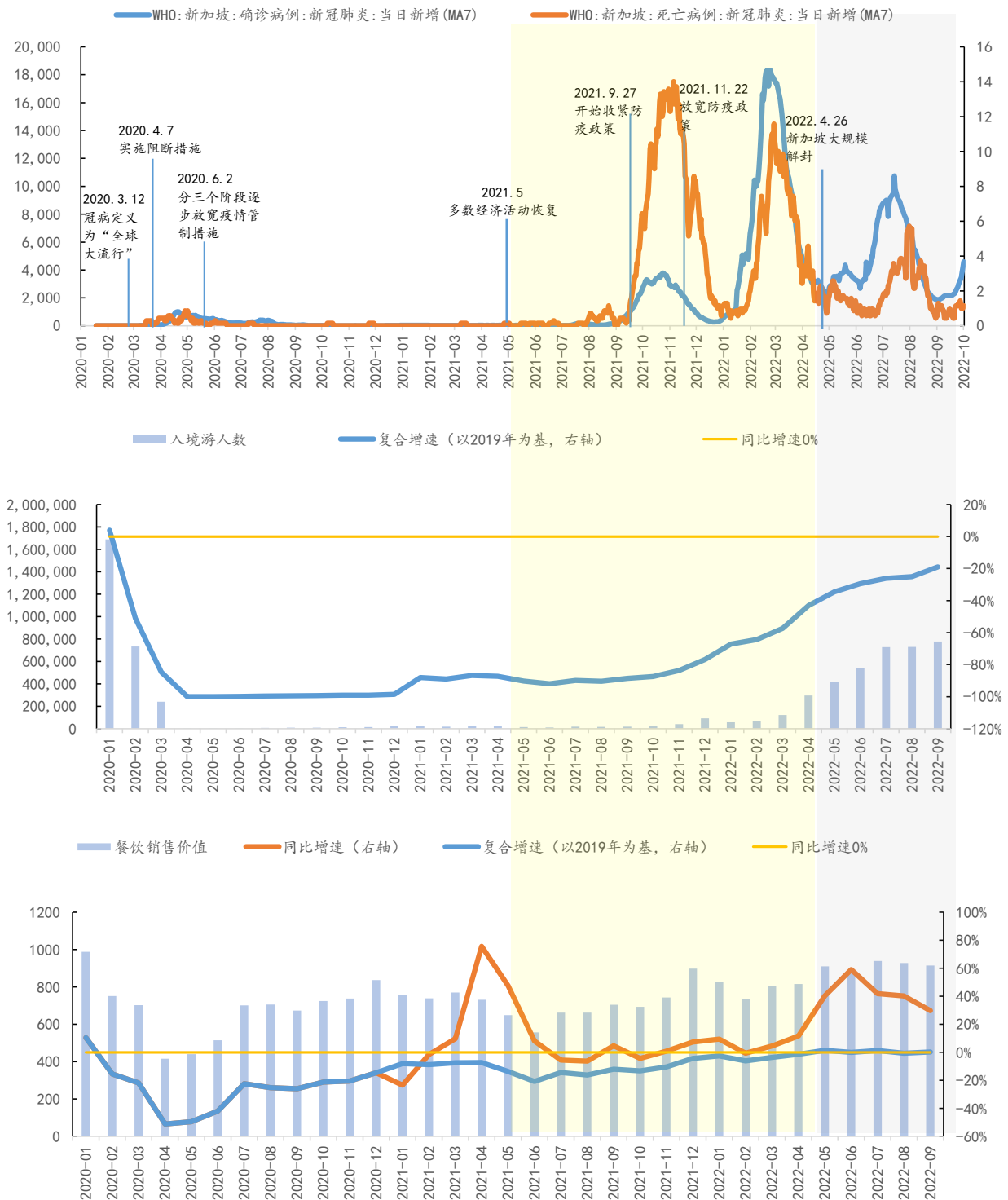
2021 年起，餐饮销售价值持续修复，现已修复至疫情前水准。新加坡疫情在 2021 年 3 月逐步得到控制后，餐饮销售价值同比增速明显提升，2021 年 4 月达到 75.72%；2022 年 4 月起新加坡大规模解封后，同比增速也快速恢复多次达到 40% 以上，至 2022 年 6 月达到 59.07%。整体来看，由于防疫政策较为严格，德尔塔变种反复对新加坡餐饮销售价值冲击明显，而奥密克戎的爆发则影响相对较小，主要由于德尔塔变种期间新加坡进行了政策的收紧。受益于放开政策，新加坡餐饮价值于 2022 年 Q2 开始同比高增推动整体水平已修复至疫情前。

图13.日本新冠疫情修复情况



数据来源: Wind、日本统计局、财通证券研究所

图14.新加坡新冠疫情修复情况



数据来源: Wind、新加坡政府机构网站、财通证券研究所

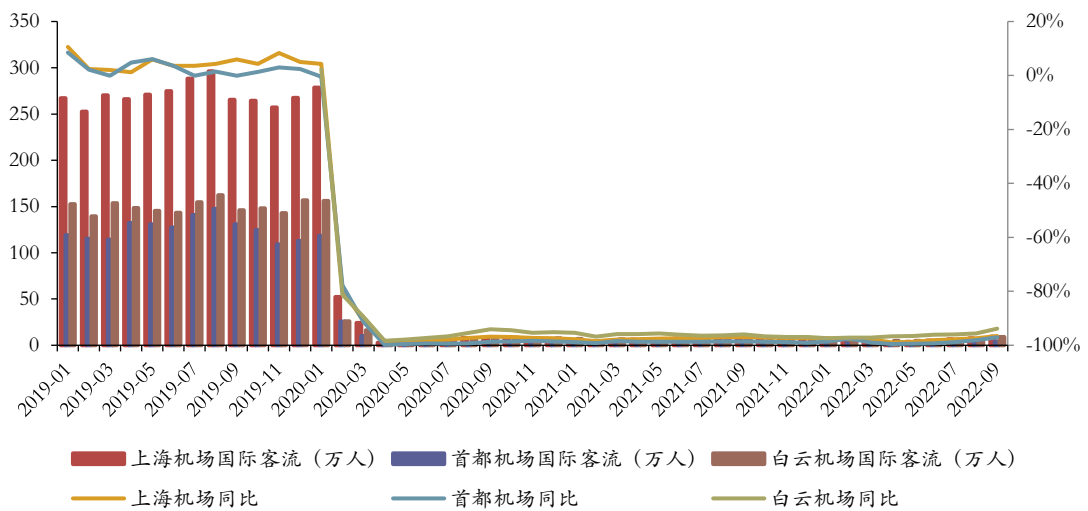
2 免税板块

免税运营商以免税价格相符合特定需求的消费者出售商品，机场免税一般要求消费者具备出入境记录；离岛免税要求消费者具备离岛记录；市内免税要求消费者在一定时间区间内具备出入境记录。基于免税行业上述性质，我们认为免税行业景气程度与出行链高度相关，疫后修复的过程中，客流的恢复有望改善免税产品销售需求端，进一步传导至免税运营商的利润释放，因此我们将从国际客流及海南客流两个角度分析疫后修复大环境下免税行业的潜在机会。

2.1 国际客流仍处低位，国际活动有所回暖

受新冠疫情反复及国内外疫情差影响，国内仍存在一定的入境隔离措施，国际航班数较疫情前仍有较大恢复空间，我国国际客流仍处于绝对低位。2022年9月，上海机场、首都机场及白云机场国际客流分别为9.26/3.88/8.94万人，分别恢复至2019年同期3.49%/2.97%/6.12%。

图15.北京、上海、白云机场国际客流仍处于相对低位



数据来源：公司公告、公司官网，财通证券研究所

随新冠疫情常态化及各国应对能力的提升，各国旅行限制开始逐步放开，除去过往的“白名单”及“旅行泡泡”后，以英国、日本为首的多个热门旅行目的地国家均取消入境防疫措施。我们认为此类举措一方面体现上述国家对新冠疫情常态化接受程度的提高，另一方面在实现促进当地经济恢复的同时也为我国跨境旅游恢复提供供给端保障。

表1.日本、英国、韩国等多国入境政策放宽

国家及地区	日期	政策
中国香港	2022年10月4日	取消本地机组人员闭环管理安排,飞往外地可外出活动,回港后维持蓝码,回港后需连续5天进行核酸检测
加拿大	2022年10月1日	取消所有入境防疫限制
韩国	2022年9月30日	10月1日起,入境人员无需进行首日核酸检测,所有入境防疫措施均被解除
日本	2022年9月22日	10月11日起,取消每天5万人的入境人数限制;恢复免签国家的免签入境待遇;放开外国人入境自由行
新加坡	2022年8月29日	取消绝大部分入境限制政策,已完成疫苗接种人员,入境后无需进行核酸检测,未完成接种人员,入境前天内拿到核酸检测阴性报告,即可免除隔离
美国	2022年6月12日	搭乘飞机入境不再需要行前核酸检测、抗原检测或90天内新冠康复证明等
澳大利亚	2022年7月6日	入境国家旅客取消新冠疫苗接种限制
英国	2022年3月18日	取消所有疫情出入境限制,包括入境前后新冠病毒检测及入境后自我隔离政策

数据来源:财通证券研究所

在国际旅行限制大幅放宽的背景下,我国入境政策同样有所放松。对跨境人员管控措施做出多次放宽,并对出入澳门、香港等特别行政区推出便利化政策。我们认为长期来看跨国旅行限制进一步放开是大概率事件,我们认为国际客流恢复有望提高机场免税及市内免税的行业景气度。

表2.中国入境政策变化梳理

日期	政策
2022年6月28日	国务院联防联控机制综合组宣布,海外入境人员隔离时间由“14+7”调整为“7+3”
2022年8月19日	中国驻新加坡、澳大利亚、尼泊尔等多个大使馆发布通知,自24日起,持有效APEC商务旅行卡赴华从事商务活动的外国人,以及持有效学习类居留许可的外国留学生无需重新办理赴华签证,可持上述证件入境
2022年9月19日	19日6时起,珠海澳门免隔离通关,须持48h核酸阴性证明
2022年9月20日	21日起,由澳门飞往内地,从24h核酸放宽至7天核酸
2022年10月4日	香港运输及物流局已通知各航空公司,于今天(10月4日)起,取消本地机组人员闭环管理安排。仅需回港后需连续五天做核酸检测。
2022年11月11日	取消入境航班熔断机制,登机前核酸要求降低至48小时内1次;入境人员隔离政策自7天集中隔离+3天居家隔离调整至5天集中隔离+3天居家隔离。

数据来源:财通证券研究所

除政策端放松外，2022年11月北京马拉松正式开赛，杭州亚运会暂定于2023年9月正式举办。二者均为国际级体育赛事，预计将有较多国际友人参赛，预计国际航班数量将进入相对明显的修复进程。同时考虑国际赛事参赛者人口构成相对复杂，此类活动举办也有望为后续国际客流监管提供宝贵经验。

图16.杭州亚组委向亚奥理事会陈述筹办工作



数据来源：亚运会官网，财通证券研究所

图17.2022 贝壳北京马拉松将于11月6日起跑



数据来源：北京马拉松官网，财通证券研究所

我们认为在全球旅行限制放宽的大趋势下，我国政策也出现部分调整，国际客流逐步恢复的预期下，除去直接受益的机场免税业态外，我们建议关注多个政策扶持的市内免税业态，区别于机场免税只能在出入机场时购买，市内免税购买时间更加灵活，经营面积同样更大，品牌品类及SKU的丰富有望进一步拉高客单价，在国际客流有望改善及政策红利频发的综合背景下，我们预计市内免税有望成为免税标的业绩又一核心增量。

表3.市内免税政策梳理

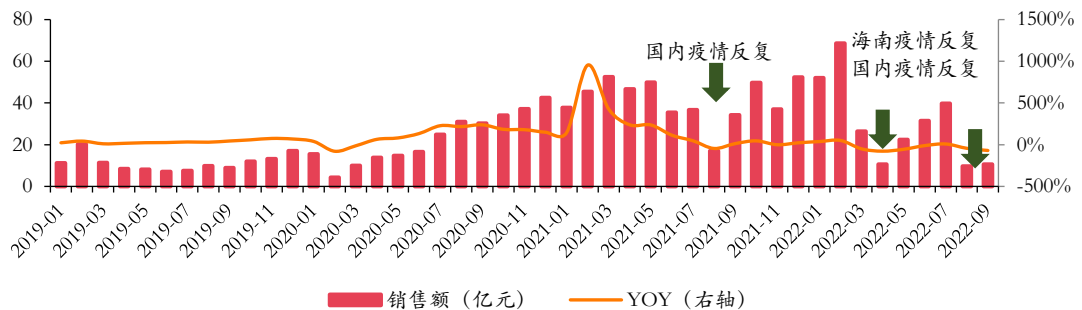
日期	部门	政策	内容
2020年3月13日	财政部	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店
2020年4月22日	商务部	《商务部关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	完善免税店政策，做好增设口岸出境免税店和市内免税店等工作
2020年9月7日	国务院	《国务院关于深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案的批复》	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策
2022年4月25日	国务院	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店

数据来源：国务院，财政部，商务部，财通证券研究所

2.2 疫情反复致使离岛免税承压，市场反应逐渐钝化

2020年7月，离岛免税新政落地叠加跨境游受阻，离岛免税销售额迎来高增。2020及2021年，免税分别实现销售额274.8亿元及494.7亿元，分别同比增长104%及80%。离岛免税基础受众为海南离岛旅客，政策要求消费者具备出岛记录，并于出岛时于指定地点提货，如机场、码头等。因此，行业基础驱动为海南进出岛客流数量，21H2、22Q2，受疫情反复影响，海南客流承压进一步传导至离岛免税销售额。22M8及22M9，受岛内疫情反复影响，我们预计离岛免税销售额仍会受到一定压制。我们认为随后续各地疫情能力提升及离岛免税供给端持续丰富，离岛免税销售额有望维持高增态势，各免税运营商利润想象空间巨大。

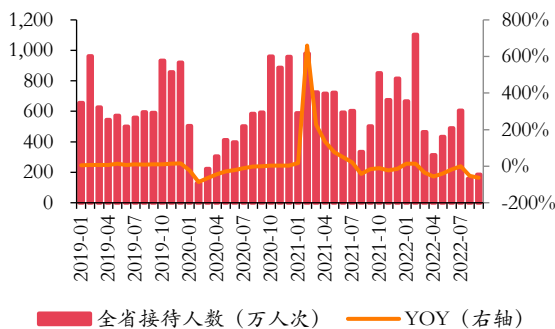
图18.疫情反复致使海南离岛免税销售额承压



数据来源：海口海关，财通证券研究所

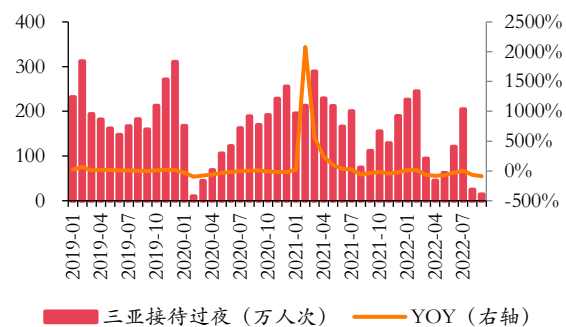
基于离岛免税自身的旅游零售业态，我们认为客流水平为行业最为核心的驱动因素。疫情前全省年接待游客数相对稳定。疫情后客流修复同样相对理想，2022年2月，海南全岛接待游客1103.2万人次，较2019年同期增长14.7%。以城市维度来看，2022年2月，三亚接待过夜游客244.5万人次，恢复至2019年同期78.4%，2022年6月底海南放宽旅行限制，客流高速恢复，2022年7月三亚接待过夜游客204.93万人，同比增长2.4%，较2019年同期增长22.8%。我们认为海南海岛风光为国内稀缺旅游资源，叠加免税业态进一步增强海南引流能力，随后续国内疫情缓和，客流修复有望带动各运营商进入较为理想的利润释放阶段。

图19.海南客流已步入修复区间



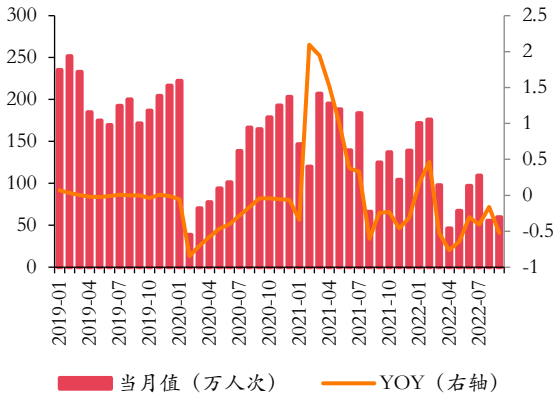
数据来源：海南省文旅厅，财通证券研究所

图20.三亚市接待过夜客流量恢复理想

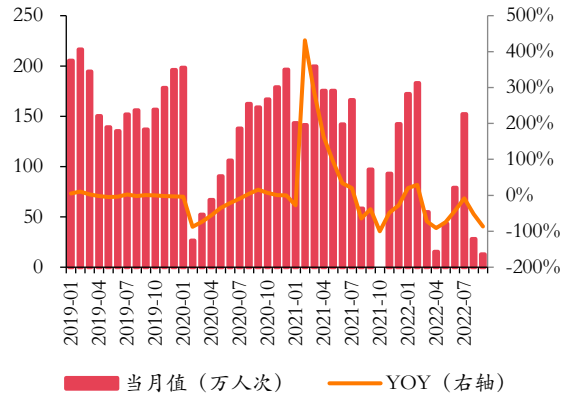


数据来源：海南省文旅厅，财通证券研究所

自机场客流角度来看，过往客流相对稳定且具备一定季节属性。剔除受疫情影响相对严重的月份，三亚凤凰机场及海口美兰机场客流基本恢复至疫情前7至8成水平。考虑三亚凤凰机场及海口美兰机场均仅设置1条跑道，我们认为旅游旺季时可能存在天然的承载能力上限。目前美兰机场二期已投入使用及三亚三期扩建有序开展。疫情缓和大背景下，承运能力提升有望拉高离岛旅客数量，带动离岛免税销售额。

图21.海口美兰机场客流量短期承压


数据来源：美兰机场官网，财通证券研究所

图22.三亚凤凰机场客流量短期承压


数据来源：三亚市文旅局，财通证券研究所

2022年共有三轮疫情对海南客流造成相对较大的影响。2022M3上海疫情、2022M4三亚疫情及2022M8三亚疫情。我们将三次疫情的缓和时间点及客流修复情况进行简要梳理，从修复力度及速度进行拆分，并对估值变化及修复进行简要分析。

表4.2022年三亚、上海疫情重要节点梳理

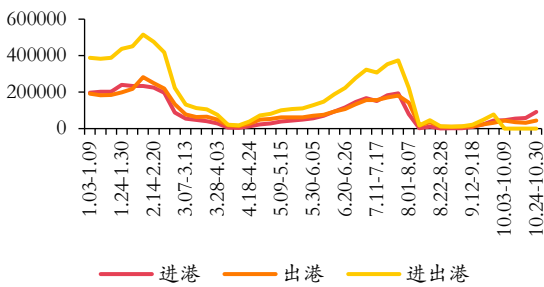
日期	地区	疫情	政策
2022年4月24日	三亚	截至24日，三亚市累计阳性感染者100例，已连续10天本土“零新增”，连续15天无社会面阳性感染者	4月25日起，全面恢复正常的生产生活秩序
2022年6月1日	上海	截至1日，全市单日新增本土阳性感染者人数降至两位数，累计本土确诊人数58005人	6月1日起，全市进入疫情防控第三阶段，全面恢复正常的生产生活秩序
2022年9月27日	三亚	8月1日，三亚市出现1例新冠确诊病例；截至9月26日，已连续6天无新增确诊病例及无症状感染者，全市中高风险区域已经实现清零	9月27日起，三亚全市有序恢复常态化疫情防控管理，全面恢复各类生产生活秩序

数据来源：三亚发布、上海发布、wind、财通证券研究所

从客流恢复的速度及力度角度来看，我们认为呈现出海棠湾>三亚>海南>全国的特征。力度方面，在疫情相对缓和的旅游旺季，21年国庆黄金周，全国接待游客5.15亿人次，恢复至2019年同期65.9%；海南接待游客370.2万人次，恢复至2019年同期的92.4%，其中海棠湾旅游饭店客房入住率为79.04%，较全岛高出12.34pct。2022年春节，全国接待游客2.51亿人次，恢复至2019年同期60.5%；海南全岛接待游客541.1万人次，恢复至2019年同期92.9%，其中海棠湾景区入住率达96%以上，几乎达到承载能力上限。我们认为海棠湾地区在不受疫情影响的旺季已经基本达到承载能力上限，客流恢复已经较为理想（2022年机场供给端受限，暂不予考虑）。

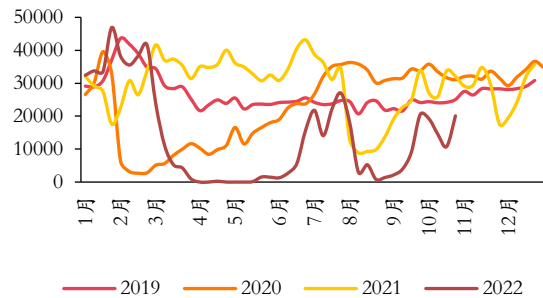
自恢复速度来看，过往三次三亚疫情缓解或推行旅行限制放宽的情境下，进港客流均进入相对迅速的修复过程。以6月22日海南旅行限制放宽为例，2022年第25周，上海—三亚客流仅恢复至2019年同期22.9%，随后5周迅速恢复至2019年61.7%/90.0%/59.8%/92.4%/109.3%，客流回复较为迅速，我们认为系航空公司应对疫情能力增强，航班数迅速回复叠加旅游需求得以释放所致。

图23.三亚机场周度客流(人)



数据来源：海南机场，财通证券研究所

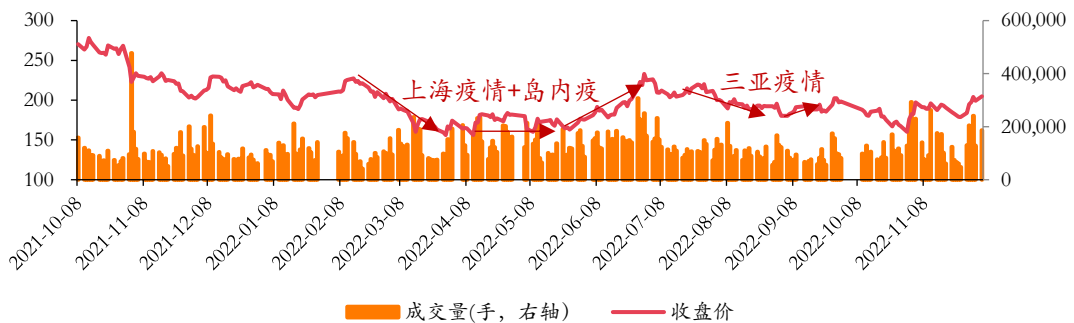
图24.上海→海南周度客流(人)



数据来源：海南机场，财通证券研究所

海南客流为离岛免税行业绝对核心驱动要素，国内疫情反复致使海南客流承压将进一步传导至公司业绩及估值。因此，我们认为在不存在旅行限制的情况下，疫情环境的边际改善即为公司估值修复的驱动因素；在存在旅行限制的情况下，旅行限制的放开为公司估值修复的驱动因素。

图25.中国中免股价及成交量



数据来源：Wind，财通证券研究所

我们认为中免估值受疫情影响逐趋缓，我们选取疫情反复相对频繁的 21H2、22M3 及 22M8 进行对比。21M7 南京疫情起，国内疫情呈散点式反复，叠加离岛商品销售额承压且折扣力度较大，Q3 业绩受损预期下，中免股价下跌 41.21%；

22M3 上海疫情反复，重要客源地受损相对严重，且持续时间较长，叠加 4 月份三亚本土出现疫情，海棠湾免税店存在一定程度闭店，业绩压力同样较大，但区别于 21H2 疫情，上海疫情缓和叠加三亚门店重开使估值进入修复区间。在 6 月 22 日旅行限制放开后，客流高速恢复同时，中免估值进一步修复，并实现一定程度的正向增长。

22M8 海南岛内出现疫情，三亚市及海口市均经历不同程度的静默管理，三亚国际免税城停业 1.5 个月以上，业绩压力可能较前两次更大。但估值仅下跌 11.66%，且在国庆客流尚未确认明显的情况下实现 8.50% 的恢复。我们认为目前中免估值逻辑存在一定长期化的现象，且对疫情影响表现出相对明显的钝感化。

我们认为后续新海港、一期二号地及其他免税运营主体的加入，叠加海南客流的潜在增长可能性，离岛免税行业有望维持高增。在体量与供应链建设反哺的逻辑下，中国中免作为行业龙头有望获得较为理想的利润增长，进一步拉高中免估值水平，且疫情钝感化也有望进一步降低中免估值的短期波动性。

表5.疫情受损、修复阶段涨跌幅梳理

	影响前股价	影响后股价	涨跌幅
国内疫情受损阶段			
21 年 05 月 27 日-21 年 12 月 01 日	340.86	200.38	-41.21%
国内疫情修复阶段			
21 年 01 月 19 日-21 年 02 月 14 日	187.27	225.87	+20.61%
上海疫情受损阶段			
22 年 02 月 24 日-22 年 04 月 11 日	203.99	156.11	-30.67%
上海疫情恢复阶段			
22 年 05 月 30 日-22 年 06 月 30 日	172.00	232.93	+35.42%
海南疫情受损阶段			
22 年 08 月 01 日-22 年 08 月 08 日	211.70	189.59	-11.66%
海南疫情修复阶段			
22 年 09 月 07 日-22 年 9 月 30 日	182.72	198.25	+8.50%

数据来源：Wind，财通证券研究所

2.3 中国中免 2023 年归母净利润情景测试

基于上述客流情况驱动业绩的整体逻辑，基于不用情景，对可能受到较大影响的业务进行弹性测试。基于线上有税业务的销售额相对稳定（会员购、日上直邮），我们仅对线下业务进行测算。据我们测算，极端悲观/悲观/中性/乐观/极端乐观情境下，对应中免归母分别为 110.2/124.6/135.6/150.9/181.5 亿元，其中极端乐观及极端悲观情景可视为 23 年利润上下限。

表6.海棠湾情景测试

	假设	归母影响边际 (亿元)
极端悲观	客单价维持; 疫情致使全年客流受损 20%	-25.4
悲观	客单价+4%; 疫情致使全年客流受损 10%	-11
中性	客单价+4%; 不受大规模疫情影响, 渗透率+1pct, 客流+6%	-
乐观	客单价+6%; 不受大规模疫情影响, 渗透率+1.5pct, 客流+15%	15.3
极端乐观	客单价+8%; 不受大规模疫情影响, 渗透率+2pct, 客流+30%	45.9

数据来源: 财通证券研究所

表7.新海港情景测试

	假设	归母影响边际 (亿元)
极端悲观	客单价维持; 疫情致使全年客流受损 20%	-11.1
悲观	客单价维持; 疫情致使全年客流受损 10%	-5.6
中性	客单价+15%; 不受大规模疫情影响, 渗透率+6pct, 客流+6%	-
乐观	客单价+20%; 不受大规模疫情影响, 渗透率+8pct, 客流+15%	24.1
极端乐观	客单价+25%; 不受大规模疫情影响, 渗透率+10pct, 客流+30%	64.9

数据来源: 财通证券研究所

表8.上海机场情景测试

	假设	归母影响边际 (亿元)
极端悲观	客单价维持; 国际客流恢复至 2019 年同期 20%	-3.8
悲观	客单价维持; 国际客流恢复至 2019 年同期 35%	-2.4
中性	客单价+5%; 国际客流恢复至 2019 年同期 50%	-
乐观	客单价+8%; 国际客流恢复至 2019 年同期 60%	0.2
极端乐观	客单价+10%; 国际客流恢复至 2019 年同期 70%	-0.9

数据来源: 财通证券研究所

2.4 海旅、王府井异军突起, 丰富岛内免税业态

海旅免税卡位核心地段, 后续有望注入海汽集团 (603069.SH)。海旅免税位于三亚市吉阳区迎宾路, 毗邻三亚千古情, 二者协同增强引流能力。2022 年, 海旅免税积极推进品牌招商、供应链建设、线上渠道等多方面工作, 2022 年 1 月至 7 月, 海旅免税累计实现营收 23.98 亿元, 实现归母净利润 0.64 亿元, 营业收入及归母净利润均较 2021 年有大幅改善。2022 年 11 月 1 日海汽集团 (603069.SH) 发布增发收购海旅免税草案, 随后续海旅免税持续发展及资产注入, 有望重塑海汽集团 (603069.SH) 估值逻辑。

深耕零售业态多年, 2023 年发力离岛免税。王府井 (600859.SH) 深耕零售业态多年, 具备良好的供应链建设能力, 同时具备丰富的商场运营经验。2022 年 10 月, 公司发布公告, 受获准在海南省万宁市经营离岛免税业务, 王府井国际免税港物

业为公司自有，建设面积 10.25 万平方米，预计于 2023 年 1 月正式运营离岛免税业务。据海南省文旅厅，2021 年万宁市共接待过夜游客 351.84 万人次，同比增长 32.2%。考虑万宁音乐节活动影响力不断增加及较为适合冲浪的自然资源禀赋，叠加离岛免税落地进一步增强引流能力。我们预计随后续国内疫情缓和及海南客流修复，万宁客流有望高增，为王府井离岛免税店提供基础客流。

图26.海旅国际免税城



数据来源：海旅免税官网，财通证券研究所

图27.王府井万宁悦舞小镇



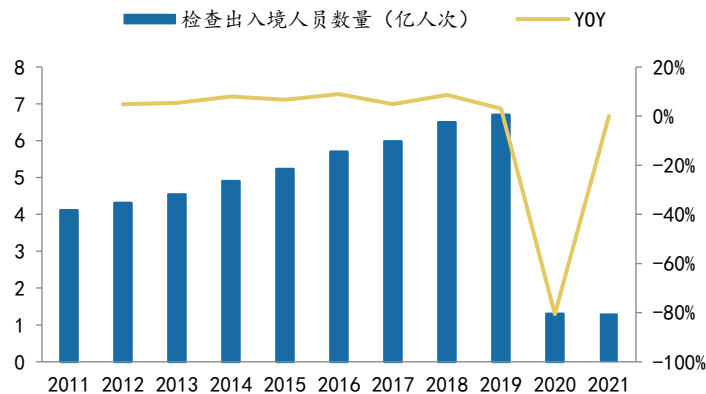
数据来源：海南机场，财通证券研究所

3 智慧口岸：疫后需求释放，龙头业绩弹性可期

智慧口岸行业在国家扩大对外开放和“一带一路”等重大战略背景下取得快速发展，但2020年以来疫情下国内多数口岸被关停，旅客出入境业务处于停滞状态，口岸信息化建设需求延后，行业增速较疫情前显著放缓。伴随疫情管理步入常态化，国际航班逐步放开，口岸建设延后的需求有望加速释放，人流量的提升亦有望带来持续的口岸升级改造需求。

疫后出入境人员数量有望恢复常态增长。口岸作为国家对外交往的门户，其检验检疫机关既为外贸货物和交通工具的出入和国内外人员的交往提供服务 and 便利，又需为国家严格把关，维持口岸的正常工作秩序。伴随我国对外开放的不断深入，出入境人员数量在高基数上保持增长，2011-2019年，我国边防检查出入境人员数量由4.11亿人次提升至6.7亿人次，CAGR为6.3%，庞大的出入境人员数量给口岸的信息化建设提出了更高要求。疫情年份边防检查出入境人员数量大幅下降，疫后有望恢复常态增长。

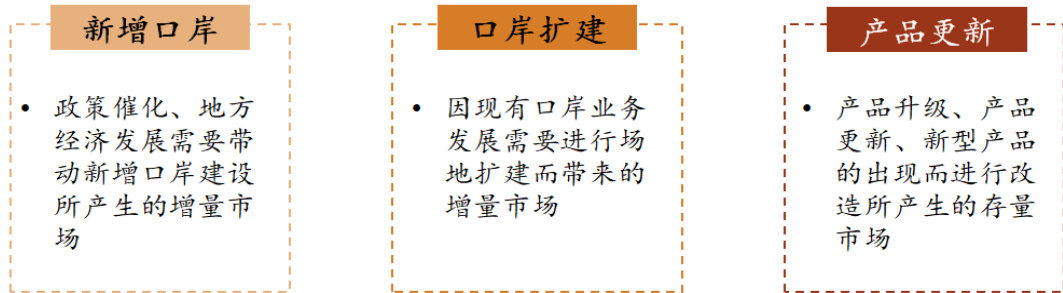
图28.中国检查出入境人员数量及增速（亿人次）



数据来源：国家移民管理局、财通证券研究所

口岸新增、扩建和产品更迭三轮驱动智慧口岸发展。我国口岸涉及部门众多，存在信息化水平建设不一致、标准不一致、开发程度不一致的问题，对“大通关”目标的实现造成影响。与此同时，国际形势的迅速变化、跨境商务等新兴业态的快速发展对口岸安全与便利关系的统筹提出更高要求，先进的信息化技术手段是突破发展瓶颈的手段。未来，智慧口岸市场的发展将受三大因素的驱动：政策催化、地方经济发展需要带动新增口岸建设所产生的增量市场；现有口岸业务发展需要进行场地扩建带来的增量市场；产品升级更新、新型产品出现进行改造所产生的存量市场。

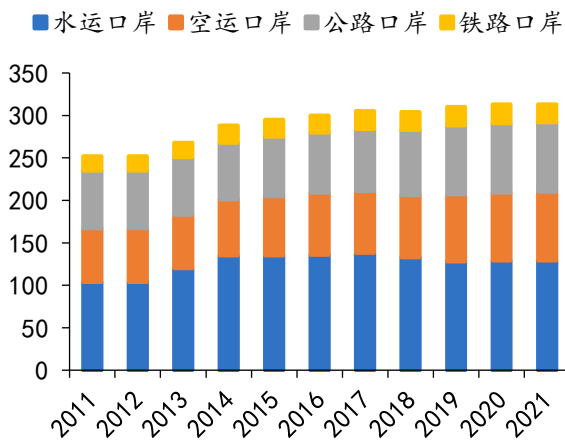
图29.智慧口岸三大驱动因素



数据来源：盛视科技招股书、财通证券研究所

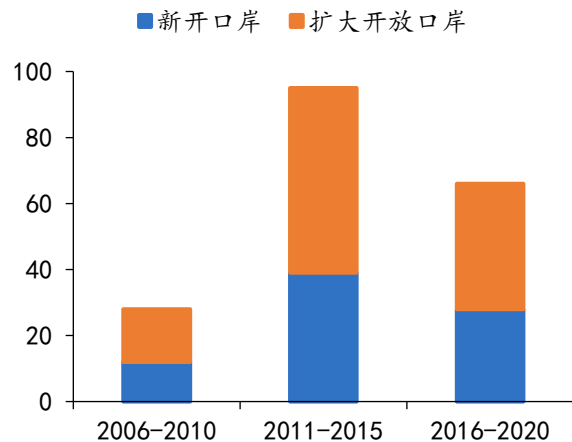
增量市场：新增口岸+口岸扩建。根据海关总署数据，我国对外开放口岸数量由2011年的252个增至313个，平均每年增加6.1个。分结构来看，水运口岸占比最大达40%以上，空运口岸与公路口岸数量相当，铁路口岸数量稳定在20个左右。“十三五”期间，我国新增开放口岸和扩大开放口岸数量分别为28个、38个，口岸的新增和扩建将催生对硬件设施的需求。

图30.中国对外开放口岸数量及结构（个）



数据来源：海关总署、财通证券研究所

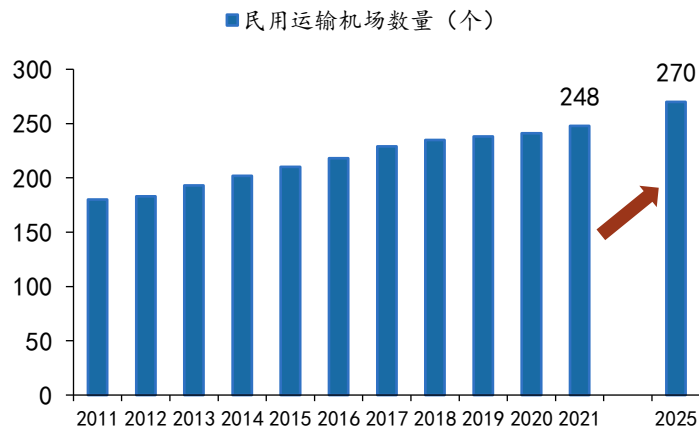
图31.中国新增口岸和扩大开放口岸数量（个）



数据来源：海关总署、财通证券研究所

2025年我国民用运输机场数量将达到270个以上。我国民用运输机场数量保持稳步增长，从2011年的180个增加至2021年的248个，平均每年增加6.8个，根据《“十四五”民用航空发展规划》，2025年我国民用运输机场数量将达到270个以上，较21年增加22个。新增的机场势必带来众多信息化建设项目，我国航空业快速发展的同时，在精细管理、服务上仍有较大不足，在新项目的建设和现有产品的升级改造上存在较大空间。

图32.中国民用运输机场数量（个）

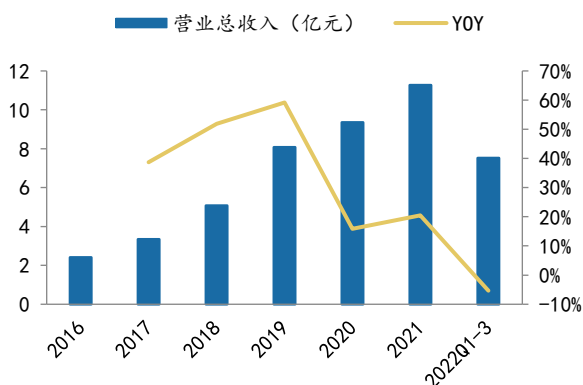


数据来源：国家统计局、财通证券研究所

盛视科技为国内智慧口岸龙头企业，致力于提供智慧口岸查验系统整体解决方案及其智能产品，业务涵盖边检和海关等出入境旅客、货物及交通运输工具的智能通关查验和智能监管等系统。

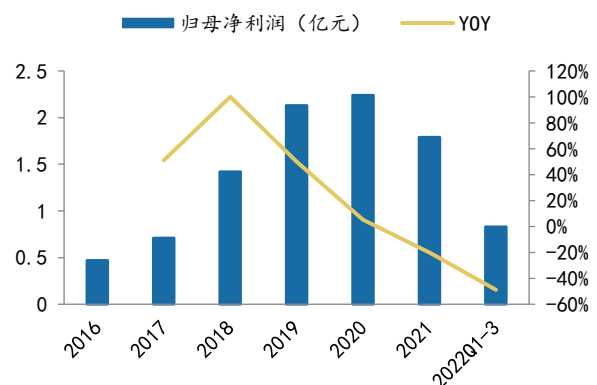
疫前营收业绩快速增长，疫情年份增速放缓。2016-2019年公司收入由2.41亿元提升至8.07亿元，CAGR为49.7%；归母净利润由0.47亿元提升至2.13亿元，CAGR为65.5%。2020年以来疫情下，国内部分口岸关停，旅客出入境业务大多处于停滞状态，公司客户采购需求延缓，部分项目交付和验收受到影响，收入和利润增速放缓。2021年公司营收11.27亿元，同比增长20.5%，归母净利润1.79亿元，同比减少20.1%。

图33.2016-2022Q1-3 公司收入及增速（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

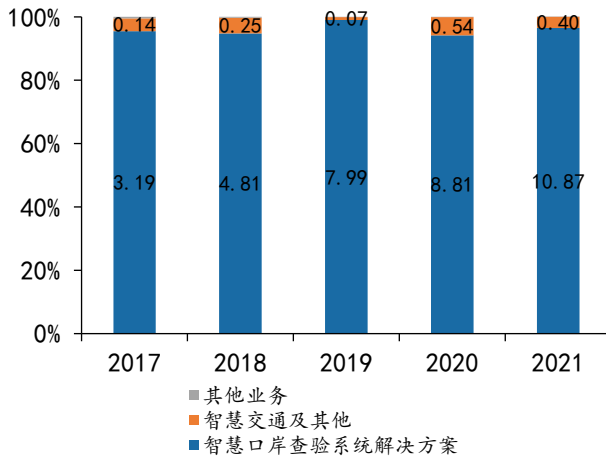
图34.2016-2022Q1-3 归母净利润及增速（亿元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

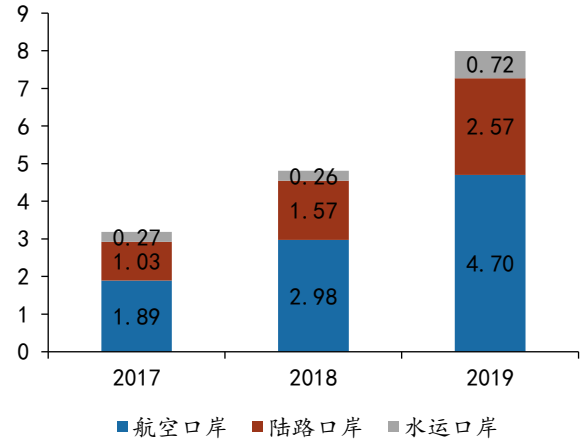
公司在智慧口岸领域深耕多年，智慧口岸业务收入占比维持在 95% 以上，智慧交通及其他业务尚在发展初期，收入占比较小。公司智慧口岸业务中以航空口岸为主，2019 年航空口岸、陆路口岸和水运口岸收入分别占比 58.8%、32.2% 和 9.0%。

图35.公司智慧口岸业务收入占比超 95%



数据来源: Wind、财通证券研究所

图36.智慧口岸业务中航空口岸占比最大 (亿元)



数据来源: Wind、财通证券研究所

展望后市，随着疫情冲击逐步修复，国际航班的放开有望带动航空口岸的信息化建设提速，客户采购需求得以释放，人流量提升也将带来口岸的新增和改扩建，我们对疫后 2023 年公司业绩进行测算，主要假设为：

(1) 乐观假设下，23 年口岸信息化建设速度(含智能交通)恢复至 16-19 年 CAGR 的 1.6 倍，公司收入实现同步增长。

(2) 中性假设下，23 年口岸信息化建设速度(含智能交通)恢复至 16-19 年 CAGR 水平，公司收入实现同步增长。

(3) 悲观假设下，23 年口岸信息化建设速度(含智能交通)恢复至 16-19 年 CAGR 的 60%，公司收入实现同步增长。

盈利能力方面，伴随公司大型项目占比的提升，我们预计 23 年公司毛利率将低于 16-19 年水平。

表9.2023 年业绩弹性测算

								乐观	中性	悲观
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2023E	2023E
营业总收入 (亿元)	2.41	3.34	5.07	8.07	9.35	11.27	13.30	23.87	19.90	17.26
YOY		38.7%	51.8%	59.2%	15.8%	20.5%	18.0%	79.5%	49.7%	29.8%
毛利率	51.9%	46.9%	51.4%	47.6%	46.7%	38.1%	40.6%	42.2%	42.2%	42.2%
净利率	19.5%	21.3%	28.0%	26.4%	24.0%	15.9%	9.6%	18.5%	18.5%	18.5%
归母净利润 (亿元)	0.47	0.71	1.42	2.13	2.24	1.79	1.28	4.42	3.68	3.19
YOY		51.1%	100.0%	50.0%	5.2%	-20.1%	-28.5%	244.9%	187.7%	149.5%

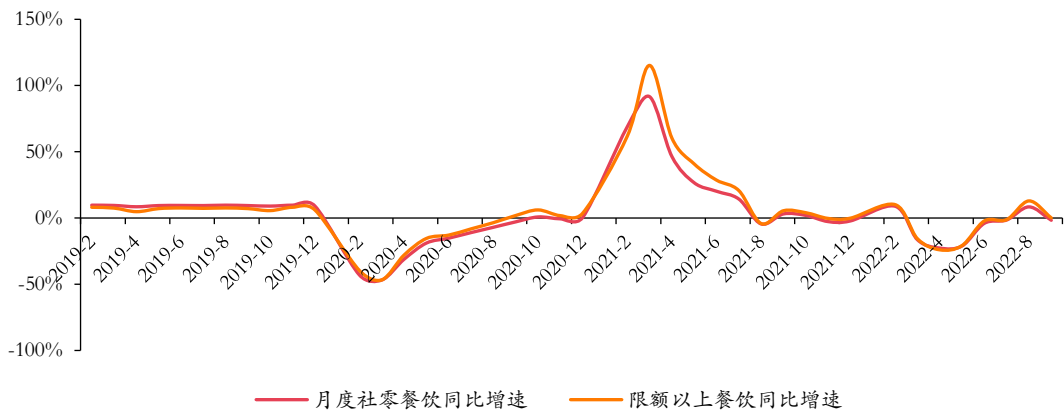
数据来源: Wind, 财通证券研究所

根据测算, 在乐观/中性/悲观假设下, 2023 年公司分别实现归母净利润 4.42/3.68/3.19 亿元, 以 2022 年 12 月 6 日收盘市值计, 分别对应 PE 为 17.0/20.4/23.5X。

4 餐饮板块

餐饮行业隶属可选消费，但随社会节奏加快及消费者开始追求就餐体验，餐饮需求开始显示出一定的需求刚性。在疫情反复相对严重的月份，消费者出行更为谨慎且部分餐饮门店存在暂停营业现象，行业承压相对明显，但同时我们同样观察到疫情缓和后，餐饮行业的良好恢复态势。2022M8，餐饮社零同比增长 8.40%，规模以上餐饮社零同比增长 12.90%。从过往数据来看，规模以上餐饮恢复情况优于行业整体，我们认为主要由两个原因导致，一是疫情冲击下，尾部企业出清造成的结构性变动，另一方面我们认为连锁餐饮品牌具备相对较强的信用背书及资金储备，疫情背景下消费者信任更强，且有能力通过加大折扣力度实现引流。（9月受国内疫情反复影响，餐饮社零同比下降 1.7%，限额以上同比增长 0.1%）

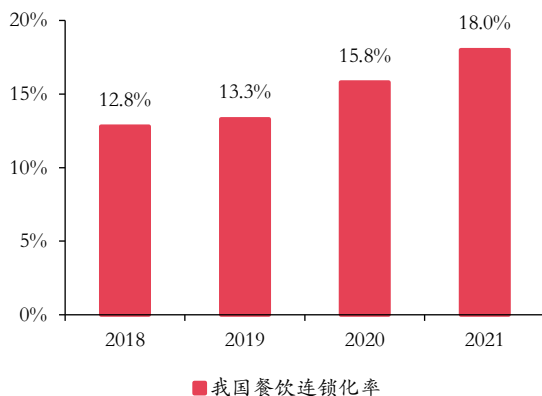
图37.餐饮社零及限额以上餐饮社零同比增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

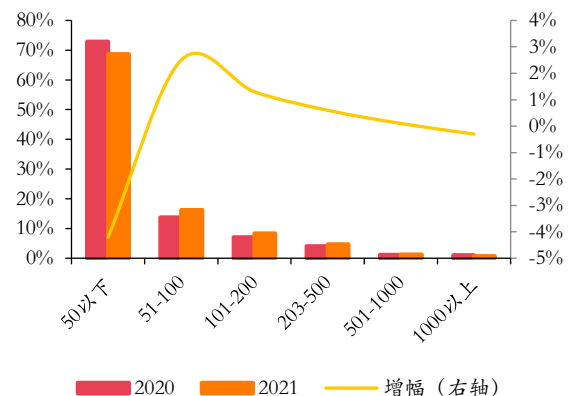
受新冠疫情反复影响，尾部餐饮员工流动性高、抗风险能力差的劣势凸显，尾部企业出清态势明显。2020年起，我国餐饮连锁化率加速提升，据 NCBBD，2021年我国餐饮连锁化率已达 18.0%，连锁餐饮品牌门店规模同样呈现放大趋势。

图38.2021年我国餐饮连锁化率达 18.0%



数据来源：红餐网，财通证券研究所

图39.连锁餐饮企业门店数量增大趋势明显



数据来源：NCBBD，财通证券研究所

尽管连锁化一定程度上可以加强规模效应，实现总部费用摊低，对物业也可实现一定程度议价，但基于人工及租金的刚性特征，翻台率及营收端仍为利润水平的核心决定要素。在疫情反复相对频繁的 22H1，各餐饮品牌业绩均有所承压。

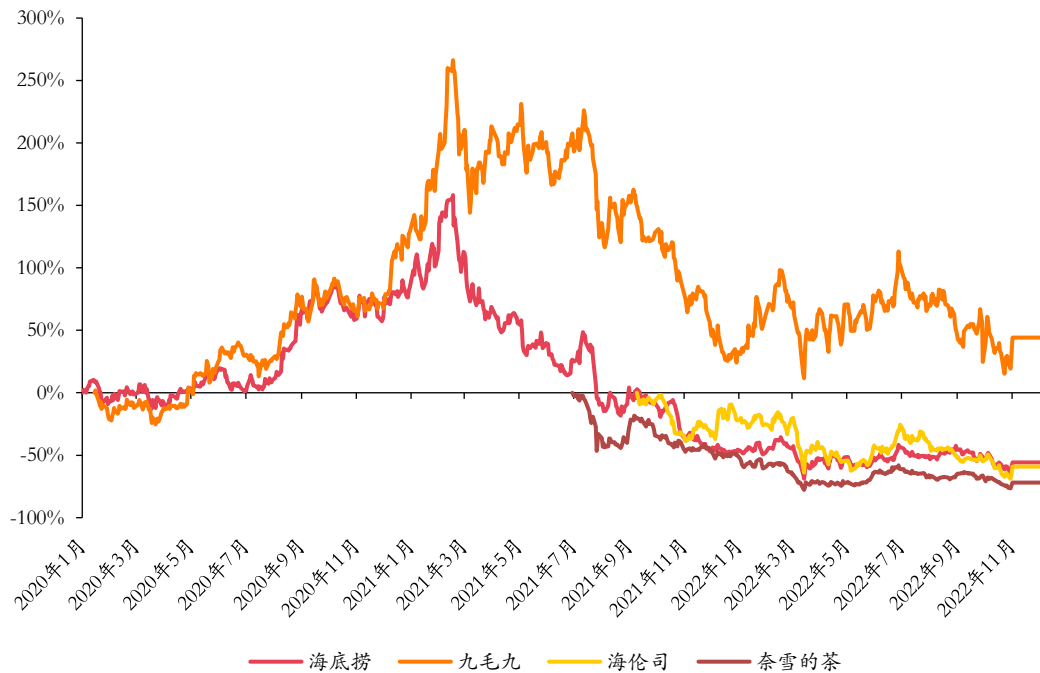
表10.部分餐饮品牌利润梳理

公司	项目	2019	2020	2021	2022H1	22H1 同比
九毛九	归母净利润 (百万元)	164.41	124.06	339.94	57.70	-68.98%
	归母净利率	6.12%	4.57%	8.13%	3.04%	
海伦司	归母净利润 (百万元)	79.14	70.07	-230.00	-304.14	-1124.61%
	归母净利率	14.01%	8.57%	-12.53%	-34.81%	
海底捞	归母净利润 (百万元)	2344.71	309.27	-4163.18	-266.26	-381.67%
	归母净利率	8.81%	1.08%	-10.08%	-1.58%	
奈雪的茶	归母净利润 (百万元)	-38.55	-201.87	-4524.51	-254.22	94.12%
	归母净利率	-1.54%	-6.60%	-105.30%	-12.43%	

数据来源：Wind，财通证券研究所

业绩受损及疫情仍有反复的背景下，餐饮板块标的整体呈现震荡下行趋势，板块估值受疫情压制较为明显。同样我们也观察到，在疫情缓和的阶段，餐饮板块标的普遍迎来一定程度的估值修复，并且多个餐饮品牌均积极拓展门店，为疫情改善后的业绩提供充足弹性。

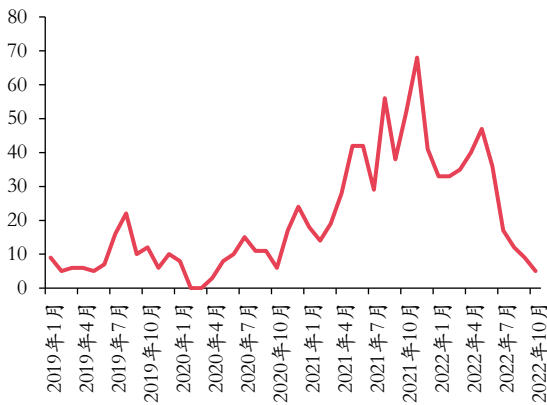
图40.部分餐饮标的估值处于底部



数据来源：Wind，财通证券研究所

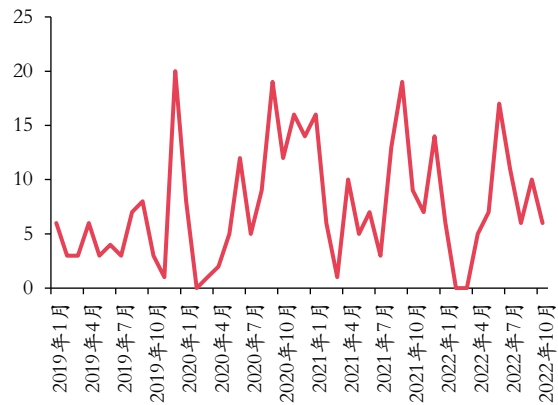
在疫情反复相对频繁的背景下，各餐饮品牌寻求稳健经营战略，优化门店质量。据窄门餐眼统计，2022年7/8/9/10月，海伦斯分别展店17/12/9/5家；太二酸菜鱼分别展店11/6/10/6家。我们认为谨慎开店可以有效提高新开门店质量，保障盈利水平，避免后续关店的一次性损失。同时也可以降低当期现金需求，保障现金流稳健性，以应对潜在的不利冲击。

图41.海伦司月度展店数量



数据来源：窄门餐眼，财通证券研究所

图42.太二月度展店数量



数据来源：窄门餐眼，财通证券研究所

各家积极推进降本控费工作，包括但不限于优化员工结构、改善租金水平、整合行业供应链等。我们认为此类工作中布局完成后可有效改善门店盈利水平，但降本控费工作效果具备可递延性，在门店客流回复的前提下，同样可以改善单店盈利水平，叠加门店稳健扩张，餐饮标的有望迎来较为理想的利润释放过程。

表11.餐饮品牌降本控费工作梳理

标的	措施
九毛九	整合上游原材料供应；中央厨房持续建设；门店标准化工作持续优化
海底捞	放缓展店速度；员工结构优化
奈雪的茶	推进自动排班机，自动制茶机，优化员工结构；门店小型化、租赁合同柔性化，优化成本费用结构
海伦司	开展类加盟的轻资产模式，优化资产结构；精简门店人员

数据来源：财通证券研究所

对怂火锅及太二分别进行不同情境的展店及翻台率假设，据我们测算，2023年，极端乐观/乐观/中性/悲观/极端悲观情境下，预计九毛九集团归母净利润分别为8.63/6.91/5.45/4.11/2.12亿元，以2022年11月19日收盘市值计算，分别对应PE 25.7/32.1/40.7/54.0/104.6 X（以1港元=0.91人民币计算）。

表12.九毛九情景测试

情景	太二	怂火锅	23年归母净利润（亿元）
极端乐观	展店 180 家 翻台率 4.0	展店 60 家 翻台率 3.5	8.63
乐观	展店 160 家	展店 45 家	6.91

	翻台率 3.7	翻台率 3.3	
中性	展店 150 家	展店 30 家	5.45
	翻台率 3.5	翻台率 3.0	
悲观	展店 130 家	展店 25 家	4.11
	翻台率 3.3	翻台率 2.7	
极端悲观	展店 120 家	展店 15 家	2.12
	翻台率 3.0	翻台率 2.5	

数据来源：财通证券研究所

对海伦司不同情境的展店及单店运营进行假设，据我们测算，2023 年，极端乐观/乐观/中性/悲观/极端悲观情境下，预计海伦司集团归母净利润分别 6.58/5.39/5.00/3.11/1.34 亿元，分别对应 PE 21.4/26.2/28.2/45.4/105.3 X（以 1 港元=0.91 人民币计算）。

表13.海伦司情景测试

情景	展店情况	门店日均销售额	23 年归母净利润（亿元）
极端乐观	展店 500 家	一线：1.33 万元	6.58
		二线：1.35 万元	
		三线：1.32 万元	
乐观	展店 450 家	一线：1.26 万元	5.39
		二线：1.27 万元	
		三线：1.25 万元	
中性	展店 400 家	一线：1.22 万元	5.00
		二线：1.25 万元	
		三线：1.23 万元	
悲观	展店 350 家	一线：1.11 万元	3.11
		二线：1.12 万元	
		三线：1.10 万元	
极端悲观	展店 250 家	一线：0.99 万元	1.34
		二线：1.00 万元	
		三线：0.97 万元	

数据来源：财通证券研究所

对海底捞进行不同情境的客单价及翻台率假设，据我们测算，2023 年，极端乐观/乐观/中性/悲观/极端悲观情境下，预计海底捞集团归母净利润分别为 42.07/36.39/24.97/17.05/6.72 亿元，分别对应 PE 19.9/23.1/33.6/49.2/124.8 X（以 1 港元=0.91 人民币计算）。

表14.海底捞情景测试

情景	翻台率	客单价	23 年归母净利润（亿元）
极端乐观	一线：4.2	一线：124.4	42.07
	二线：4.2	二线：111.0	
	三线：4.2	三线：104.5	
乐观	一线：4.0	一线：123.3	36.39
	二线：4.0	二线：108.9	

	三线: 4.0	三线: 102.0	
	一线: 3.6	一线: 123.3	
中性	二线: 3.8	二线: 108.9	24.97
	三线: 4.0	三线: 102.0	
	一线: 3.3	一线: 119.7	
悲观	二线: 3.6	二线: 105.8	17.05
	三线: 3.5	三线: 99.1	
	一线: 3.0	一线: 117.4	
极端悲观	二线: 3.2	二线: 104.8	6.72
	三线: 3.2	三线: 98.6	

数据来源: 财通证券研究所

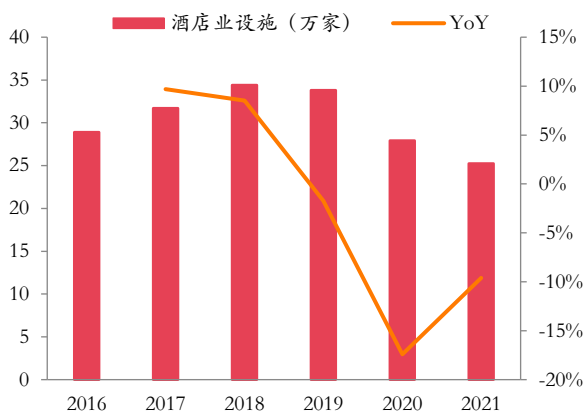
5 酒店板块

5.1 供给出清结构分化，需求受抑经营承压

疫情下尾部供给出清显著，2021年行业整体供给较2019年下滑25%。根据中国饭店协会数据，2016-2019年我国酒店业设施CAGR为5.4%，增速企稳，行业供给已经进入存量阶段。2020-2021年在新冠疫情影响下公司经营承压，行业供给迎来结构性调整，2021年行业整体供给下降至25.2万家，已低于2016年28.9万家的水平。抗风险能力、运营管理能力、现金流管理能力、客源渠道等相对薄弱的单体酒店、小房量、经济型酒店是本轮供给调整中的主要出清对象，2021年非连锁酒店数量较2019年减少31.8%。

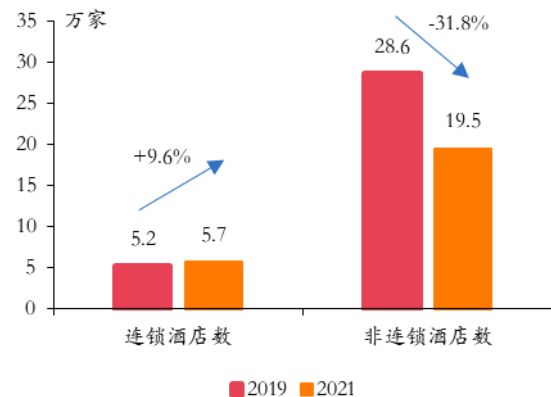
我们认为本轮供给出清的主要原因是硬供给下降和更新capex趋缓。一方面，在宏观经济环境下行及地产业受到严调控的周期窗口期下，净增物业在5%以下；另一方面，酒店业为存量滚动逻辑，当前业主方capex意愿下降，在租约到期、加盟到期、自然装修周期三个主要的时间节点出现断档，导致存量出清。

图43.2021年酒店供给下降至25.2万家



数据来源：盈碟咨询，中国饭店协会，财通证券研究所

图44.疫情期间单体酒店大量出清



数据来源：盈碟咨询，中国饭店协会，财通证券研究所

需求受压制下行业经营承压，我们估算2020/2021年中国酒店行业收入分别较2019年下降-44.72%/-42.22%。2020/2021年中国大陆整体RevPAR分别恢复到2019年同期的63.6%/75.6%。2020/2021年需求间夜分别较2019年下降-29.50%/-31.80%，持续下滑主要是因为入住率恢复速度不及供给出清速度。

表15.估算2020/2021年酒店行业收入较2019年下降-43%/-42%

	2019A	2020A	2021A
全国酒店业设施客房数(间房)	17,619,694	15,326,010	13,468,588
较19年变动		-13.02%	-23.56%
中国大陆平均OCC(%)	65.64%	48.43%	53.60%
较19年变动		-17.21pct	-12.04pct
中国大陆平均RevPAR(元)	297.46	189.05	224.84

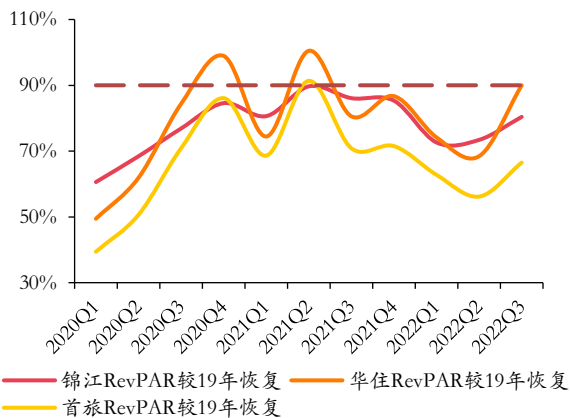
较 19 年变动		-36.44%	-24.41%
行业收入 (亿元)	19129.91	10575.53	11053.43
较 19 年变动		-44.72%	-42.22%
行业需求间夜 (百万间夜)	4,130	2,912	2,817
较 19 年变动		-29.50%	-31.80%

数据来源：中国饭店协会，STR，财通证券研究所

5.2 行业静待政策拐点，龙头疫后业绩高弹性复苏可期

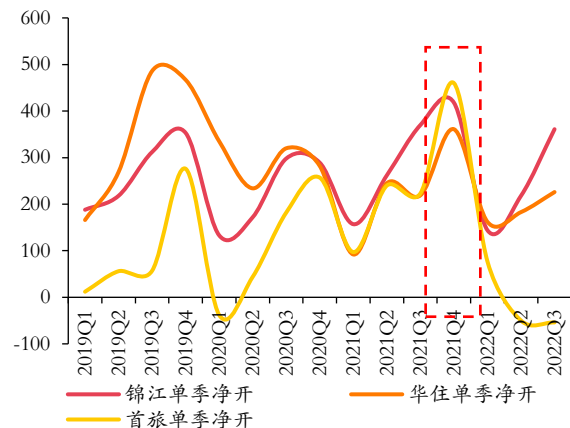
疫情周期下 ADR 先行于 OCC 恢复，政策的实质性调整为周期底部反转的关键。复盘 2021 年头部酒店集团经营情况，21Q2 头部集团 RevPAR 恢复至 19 年同期的 90% 以上，行业景气度修复预期下，21Q4 开店明显提速，超越 20Q1 以来的水平。在疫情反复影响下，龙头出于保持品牌调性以及维系正常经营水平，ADR 自 21Q2 开始进入上升恢复通道，以产品结构升级支撑 ADR 成长，截止 22H1，锦江/华住/首旅中高端酒店占比较疫情前+12%/+9%/+3%。但是我们认为这是在入住率受政策压制且无法调控情况下的阶段性趋势，疫后酒店行业复苏的传导逻辑仍将回归 OCC 回暖带动 ADR 提升，即先是政策拐点下商旅和度假出行的恢复，入住率恢复拉动 RevPAR 修复至 19 年水平，其次是行业景气度改善，供给端迎来 6-18 个月的红利期，上市公司在行业红利下拓店改善，同时在供需错配和房价提升背景下驱动 RevPAR 超 19 年同期水平。

图45.疫情平稳阶段，21Q2 龙头酒店集团 RevPAR 恢复至 19 年同期 90% 以上 (%)



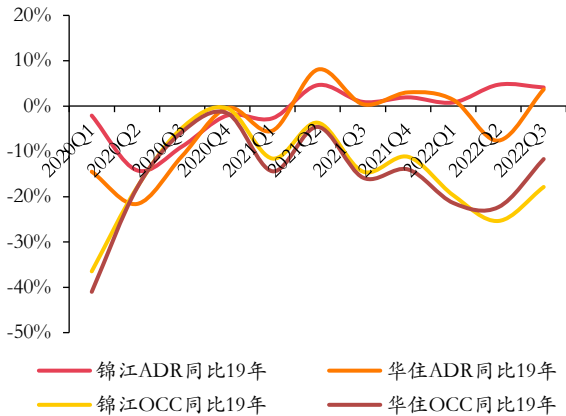
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图46.供给滞后调整匹配需求变化，21Q4 头部酒店集团开店明显提速 (家)



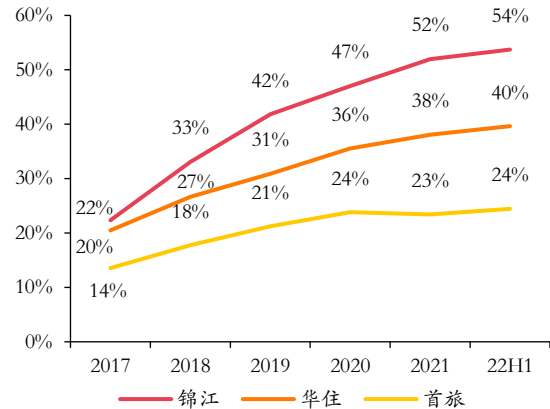
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图47.头部酒店 ADR 先行于 OCC 恢复



数据来源：公司公告，财通证券研究所

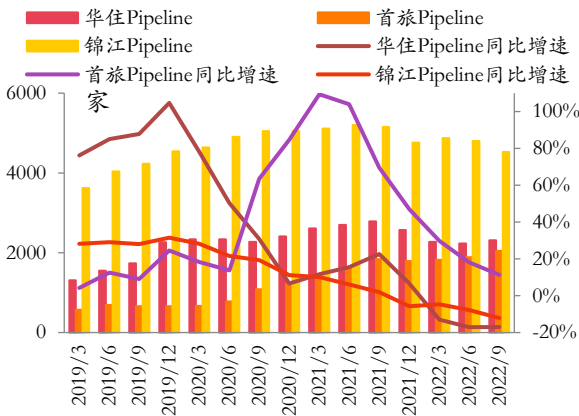
图48.头部酒店中高端占比持续提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

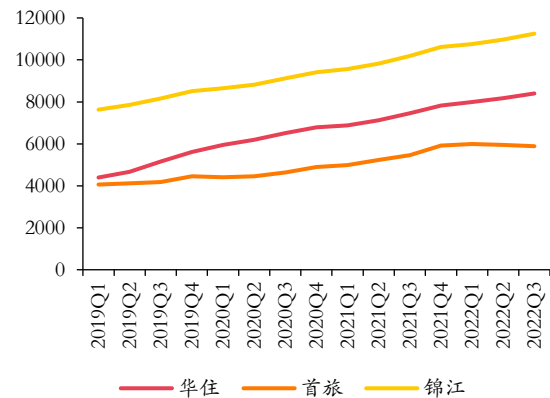
头部酒店集团将充分享受存量门店业绩弹性释放和疫后供给回流带来的成长属性。头部公司近三年来仍维持 10%+ 的同比增速拓店，对业绩形成一定支撑。疫情反复影响投资者加盟意愿，龙头公司 Pipeline 增速自 21Q2 开始放缓。但疫情周期下，酒店投资者充分意识到单体酒店初始投入成本高，抗风险能力弱，更倾向于寻找连锁加盟机会。在物业租金触底、市场教育基本完成背景下，头部酒店集团在行业复苏周期的拓店速度将迎来明显的边际改善。

图49.加盟商投资意愿减弱导致 Pipeline 增速放缓



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图50.头部公司维持 10% 以上的同比增速拓店



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表16.五大酒店集团业绩对比

	锦江	华住	首旅	君亭	亚朵
2020 年业绩					
需求间夜 (百万间夜)	172.4	137.6	88.8	0.5	13.1
较 19 年变动	-7.3%	-4.6%	-24.3%	-27.47%	-0.23%

营业收入（百万元）	9898	10196	5282	256	1567
较 19 年变动	-34.5%	-9.1%	-36.5%	-32.91%	-0.03%
归母净利润（百万元）	110	-2192	-496	35	42
较 19 年变动	-89.9%	-223.9%	-156.1%	-51.47%	-30.87%
2021 年业绩					
需求间夜（百万间夜）	204.0	169.1	102.4	0.93	18.6
较 19 年变动	9.7%	17.3%	-12.7%	36.67%	41.11%
营业收入（百万元）	11339	12785	6153	277.51	2148
较 19 年变动	-24.9%	14.0%	-26.0%	-27.28%	37.04%
归母净利润（百万元）	101	-465	56	36.92	145
较 19 年变动	-90.8%	-126.3%	-93.7%	-48.91%	123.30%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

锦江酒店：开店“质”“量”均领跑同业，在国内酒店行业的连锁化率提升进程中，将充分享有门店数量高速扩张带来的成长属性。其次，锦江中国区的整合优化与“一平台三中心”的建立，淘汰冗余人员，赋能酒店管理。公司营收费用两端改善，叠加新一轮 RevPAR 修复周期，业绩向下波动风险小，向上弹性大。原假设下，预计公司 2023/2024 年归母净利为 17.46 /23.79 亿元。根据我们的测算，在极度乐观（整体 RevPAR 较 19 年+6%，净开门店 1700 家）和极度悲观（整体 RevPAR 较 19 年-10%，净开门店 1100 家）情形下，2023 年营业收入较原假设 +5.0%/-4.9%，归母净利较原假设+17.0%/-16.6%。2024 年相对乐观情况下（入住率恢复至疫情前的 100%，ADR 保持每年 3%增长，已开业门店数达 1.5 万家），归母净利为 30.58 亿元，较原假设变动+28.54%，对应当前动态 PE 为 17X。

表17. 锦江酒店业绩弹性测算

2023 年	悲观			原假设	乐观		
	142	146	150		154	158	162
整体 RevPar（元）	142	146	150	154	158	162	166
RevPar 较 19 年变动	-10%	-7%	-5%	-2%	1%	3%	6%
净开门店数（家）	1100	1200	1300	1400	1500	1600	1700
已开业门店数（家）	12540	12640	12740	12840	12940	13040	13140
预测营业收入（百万元）	15,110	15,366	15,625	15,885	16,146	16,408	16,672
营收较原假设变动	-4.9%	-3.3%	-1.6%		1.6%	3.3%	5.0%
预测归母净利润（百万元）	1,457	1,553	1,648	1,746	1,845	1,944	2,043
归母净利较原假设变动	-16.6%	-11.1%	-5.6%		5.6%	11.3%	17.0%
动态 PE	34	32	30	28	27	25	24
2024 年	悲观			原假设	乐观（完全恢复）		

					入住率 100%恢 复, ADR 每年3% 增长	入住率 100%恢 复, ADR 每年3% 增长, 已 开业门店 1.5万家	入住率 105%恢 复, ADR 每年3% 增长, 已 开业门店 1.5万家
整体 RevPar (元)	155	159	163	167	182	182	194
RevPar 较 19 年变动	-2%	1%	3%	6%	16%	16%	23%
净开门店数 (家)	1300	1400	1500	1600	1600	3400	3400
已开业门店数 (家)	14137	14237	14337	14437	14437	15037	15037
预测营业收入 (百万元)	17,281	17,594	17,906	18,305	19,909	20,241	21,131
营收较原假设变动	-5.59%	-3.88%	-2.18%		8.76%	10.58%	15.44%
预测归母净利润 (百万元)	1,903	2,062	2,220	2,379	2,921	2,967	3,430
归母净利润较原假设变动	-20.01%	-13.32%	-6.68%		22.78%	24.72%	44.18%
动态 PE	26	24	22	21	17	17	14

数据来源: 财通证券研究所; 19 年锦江整体 RevPar 为 157 元; 以上 RevPar 假设仅针对国内酒店

华住集团: 受益于境外旅游市场放开, 此前对业绩拖累较大的 DH 酒店经营情况已超疫情前水平。成立六大区域公司, 以属地化组织架构深耕区域市场, 加快三四线下沉战略落地, 缩减人员开支, 提升经营决策效率。公司精益增长战略下, Pipeline 结构和拓店结构不断优化, 2023 年业绩恢复具备较大向上弹性。原假设下, 预计公司 2023/2024 年归母净利为 17.97/28.47 亿元。根据我们的测算, 在极度乐观(整体 RevPAR 较 19 年+8%, 净开门店 1600 家)和极度悲观(整体 RevPAR 较 19 年-4%, 净开门店 1000 家)情形下, 2023 年营业收入较原假设+5.4%/-5.3%, 归母净利较原假设+28.6%/-27.9%。2024 年相对乐观情况下(入住率恢复至疫情前的 100%, ADR 保持每年 3%增长, 已开业门店数达 1.2 万家), 归母净利为 34.58 亿元, 较原假设变动+21.46%, 对应当前动态 PE 为 25X。

表 18. 华住酒店业绩弹性测算

2023 年	悲观			原假设	乐观		
整体 RevPar (元)	191	195	199	203	207	211	215
RevPar 较 19 年变动	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%
净开门店数 (家)	1000	1100	1200	1300	1400	1500	1600
预测营业收入 (百万元)	17,365	17,689	18,009	18,339	18,664	18,999	19,330
营收较原假设变动	-5.31%	-3.54%	-1.80%		1.78%	3.60%	5.41%
预测归母净利润 (百万元)	1,298	1,462	1,629	1,797	1,967	2,138	2,311
归母净利较原假设变动	-27.77%	-18.61%	-9.34%		9.45%	18.98%	28.61%
动态 PE	67	59	53	48	44	41	38
2024 年	悲观			原假设	乐观		

					入住率 100%恢 复, ADR 每年3% 增长	入住率 100%恢 复, ADR 每年3% 增长, 已 开业门店 1.2万家	入住率 105%恢 复, ADR 每年3% 增长, 已 开业门店 1.2万家
整体 RevPar (元)	208	212	216	220	229	229	244
RevPar 较 19 年变动	5%	7%	9%	11%	16%	16%	23%
净开门店数 (家)	1200	1300	1400	1500	1500	2300	2300
预测营业收入 (百万元)	19,754	20,133	20,509	20,895	21,643	22,295	23,467
营收较原假设变动	-5.46%	-3.65%	-1.85%		3.58%	6.70%	12.31%
预测归母净利润 (百万元)	2,238	2,439	2,643	2,847	3,312	3,458	4,185
归母净利较原假设变动	-21.39%	-14.33%	-7.19%		16.33%	21.46%	47.00%
动态 PE	39	36	33	30	26	25	21

数据来源: 财通证券研究所; 注: 19 年华住整体 RevPar 为 198 元; 以上 RevPar 假设仅针对国内酒店

首旅酒店: 三年万店目标下开店速度边际改善明显, 轻管理模式打开下沉市场增量空间。产品结构优化, 中高端品牌持续拓店, 高端资产注入稳步推进。高直营占比下疫后业绩弹性复苏可期, 建议关注后续中高端酒店拓店情况。原假设下, 预计公司 2023/2024 年归母净利为 7.85/11.82 亿元。根据我们的测算, 在极度乐观 (整体 RevPAR 较 19 年+1%, 净开门店 1600 家) 和极度悲观 (整体 RevPAR 较 19 年-15%, 净开门店 1000 家) 情形下, 2023 年营业收入较原假设+10.1%/-9.8%, 归母净利较原假设+45.7%/-43.8%。2024 年相对乐观情况下 (入住率恢复至疫情前的 100%, ADR 保持每年 3% 增长, 已开业门店数达万家), 归母净利为 23.25 亿元, 较原假设变动+96.70%, 对应当前动态 PE 为 11X。

表19.首旅酒店业绩弹性测算

2023 年	悲观			原假设	乐观		
整体 RevPar (元)	135	139	143	147	151	155	159
RevPar 较 19 年变动	-15%	-12%	-10%	-7%	-4%	-2%	1%
净开门店数 (家)	1000	1100	1200	1300	1400	1500	1600
预测营业收入 (百万元)	6,636	6,872	7,113	7,354	7,600	7,846	8,098
营收较原假设变动	-9.8%	-6.6%	-3.3%		3.3%	6.7%	10.1%
预测归母净利润 (百万元)	441	554	668	785	902	1,022	1,143
归母净利较原假设变动	-43.8%	-29.4%	-14.8%		15.0%	30.3%	45.7%
动态 PE	57	46	38	32	28	25	22
2024 年	悲观			原假设	乐观 (完全恢复)		

					入住率 100%恢 复, ADR 每年3% 增长	入住率 100%恢 复, ADR 每年3% 增长, 已 开业万家	入住率 105%恢 复, ADR 每年3% 增长, 已 开业万家
整体 RevPar (元)	154	158	162	166	183	183	195
RevPar 较 19 年变动	-3%	0%	3%	5%	16%	16%	23%
净开门店数 (家)	1200	1300	1400	1500	1500	2700	2700
预测营业收入 (百万元)	8,154	8,349	8,547	8,746	10,386	11,298	11,554
营收较原假设变动	-6.80%	-4.50%	-2.30%		18.75%	29.18%	32.11%
预测归母净利润 (百万元)	926	1,010	1,096	1,182	2,222	2,325	2,487
归母净利较原假设变动	-21.66%	-14.55%	-7.28%		87.99%	96.70%	110.41%
动态 PE	27	25	23	21	11	11	10

数据来源：财通证券研究所；注：19 年首旅整体 RevPar 为 158 元

君亭酒店：公司直营店单店模型优异，并购君澜切入高端度假酒店赛道，实现规模跃迁。定增落地后，预计华东地区外扩张逻辑得以验证。我们认为君亭酒店具有生命周期红利、品牌势能加持、赛道定位溢价，疫后休闲度假需求修复下带动业绩弹性复苏。原假设下，预计公司 2023/2024 年归母净利为 1.33/1.85 亿元。根据我们的测算，在极度乐观（整体 RevPAR 较 19 年+7%，已开业直营/加盟店 26/213 家）和极度悲观（整体 RevPAR 较 19 年-2%，已开业直营/加盟店 20/153 家）情形下，2023 年营业收入较原假设+5.1%/-5.1%，归母净利较原假设+15.4%/-15.8%。

表20.君亭酒店业绩弹性测算

2023 年	悲观			原假设	乐观		
直营店 RevPar (元)	282	286	290	294	298	302	306
RevPar 较 19 年变动	-2%	0%	1%	2%	4%	5%	7%
已开业直营/加盟店 (家)	20/153	21/163	22/173	23/183	24/193	25/203	26/213
预测营业收入 (百万元)	592	602	613	624	634	645	655
营收较原假设变动	-5.1%	-3.4%	-1.6%		1.6%	3.4%	5.1%
预测归母净利润 (百万元)	112	119	125	133	139	146	153
归母净利较原假设变动	-15.8%	-10.4%	-5.4%		5.0%	10.4%	15.4%
动态 PE	76	71	68	64	61	58	55
2024 年	悲观			原假设	乐观 (完全恢复)		

					入住率 100%恢 复, ADR 每年3% 增长	入住率 100%恢 复, ADR 每年3% 增长, 已 开业门店 367家	入住率 105%恢 复, ADR 每年3% 增长, 已 开业门店 367家
直营店 RevPar (元)	315	319	323	327	333	333	354
RevPar 较 19 年变动	10%	11%	13%	14%	16%	16%	23%
已开业直营/加盟店 (家)	24/211	25/221	26/231	27/241	27/241	36/331	36/331
预测营业收入 (百万元)	802	814	826	838	847	901	934
营收较原假设变动	-4.4%	-2.9%	-1.5%		1.07%	7.52%	11.46%
预测归母净利润 (百万元)	147	162	174	185	191	222	246
归母净利较原假设变动	-20.6%	-12.7%	-6.3%		3.24%	20.00%	32.97%
动态 PE	58	52	49	46	44	38	34

数据来源: 财通证券研究所; 注: 19 年君亭直营店 RevPar 为 287 元

金陵饭店: 公司存在扩张提速+预制菜放量+改革提效三大业绩催化因素, 直营店疫后修复业绩有望高弹性复苏, 同时加速布局中高端酒店市场, 整合地方文旅产业平台资源, 公司预计三年实现门店规模翻倍达 500 家, 预制菜业务有望成为新增长点。国企改革提质增效, 持续推进市场化招聘和股权激励制度, 进一步激发经营活力。原假设下, 预计公司 2023/2024 年归母净利为 1.50/1.85 亿元。根据我们的测算, 在极度乐观 (整体 RevPAR 较 19 年-3%, 已开业 318 家) 和极度悲观 (整体 RevPAR 较 19 年-8%, 已开业 258 家) 情形下, 2023 年营业收入较原假设 +1.9%/-1.9%, 归母净利较原假设+8.8%/-8.9%。2024 年相对乐观情况下 (入住率恢复至疫情前的 100%, ADR 保持每年 3%增长, 已开业门店数达 400 家), 归母净利为 2.46 亿元, 较原假设变动+17.7%, 对应当前动态 PE 为 14X。

表21.金陵饭店业绩弹性测算

2023 年	悲观			原假设	乐观		
全服务酒店 RevPar (元)	467	471	475	479	483	487	491
RevPar 较 19 年变动	-8%	-7%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%
已开业门店 (家)	258	268	278	288	298	308	318
预测营业收入 (百万元)	1,800	1,811	1,823	1,834	1,846	1,857	1,868
营收较原假设变动	-1.9%	-1.3%	-0.6%		0.6%	1.2%	1.9%
预测归母净利润 (百万元)	136	141	145	150	154	158	163
归母净利较原假设变动	-8.9%	-5.9%	-3.0%		2.9%	5.9%	8.8%
动态 PE	26	25	24	24	23	22	22
2024 年	悲观			原假设	乐观 (完全恢复)		

					入住率 100%恢复, ADR 每年3% 增长	入住率 100%恢复, ADR 每年3% 增长, 已 开业门店 400家	入住率 105%恢复, ADR 每年3% 增长, 已 开业门店 400家
全服务酒店 RevPar (元)	522	526	530	534	590	590	627
RevPar 较 19 年变动	3%	3%	4%	5%	16%	16%	23%
已开业 (家)	341	351	361	371	371	401	401
预测营业收入 (百万元)	2,061	2,071	2,081	2,100	2155	2182	2213
营收较原假设变动	-1.8%	-1.4%	-0.9%		2.6%	3.9%	5.4%
预测归母净利润 (百万元)	184	192	201	209	235	246	261
归母净利较原假设变动	-11.9%	-7.9%	-4.0%		12.4%	17.7%	24.9%
动态 PE	19	18	18	17	15	14	14

数据来源：财通证券研究所；注：19 年金陵直营店 RevPar 为 509 元

表22.可比公司 PE 估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (11.21)	归母净利润 (百万元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600754.SH	锦江酒店	494.11	51.76	158	1746	2379	312.7	28.3	20.8
1179.HK	华住集团	868.32	26.98	-656	1797	2847	-132.4	48.3	30.5
600258.SH	首旅酒店	253.53	22.66	-238	785	1182	-106.3	32.3	21.4
301073.SZ	君亭酒店	84.60	70.03	38	132	185	223.9	64.2	45.7
601007.SH	金陵饭店	35.30	9.05	60	150	211	58.8	23.5	16.7

数据来源：Wind，财通证券研究所

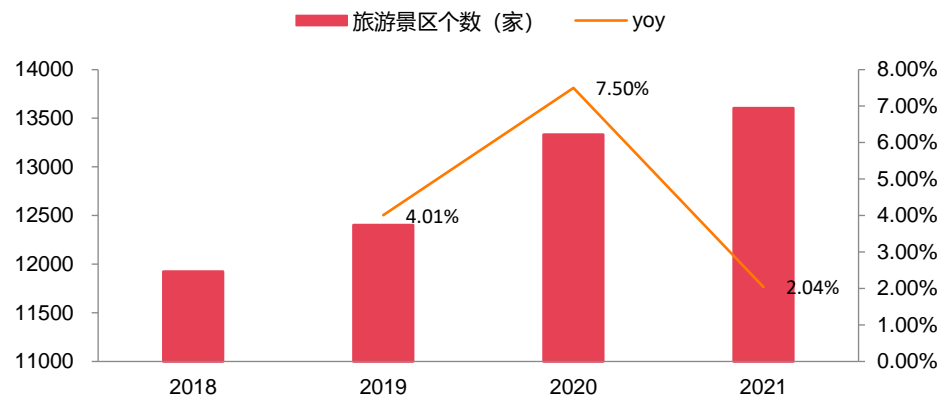
6 旅游板块

6.1 旅游层面各数据较疫情前在增幅等方面存在较大修复空间

6.1.1 旅游景区数量持续增长，受疫情扰动增速下降

疫情影响不改景区个数增长趋势，旅游景区个数年增速有望在疫后修复。2018年国内共有旅游景区11924家，2019年该指标同比增加4.01%，2020年暑期展现出疫后旅游市场巨大需求，供给端捕捉疫后出行复苏机遇，旅游景区个数同比增速进一步提升至7.50%。2021年景区受疫情长期反复影响而运营承压，全国景区个数同比增速出现放缓，下跌至2.04%。2022年疫情防控措施进一步规范，景区业绩上半年整体依然承压，但是6月底暑期旅游市场展现出的强复苏迹象显示出需求端的强大且稳定的潜力，即供给端的小幅恢复即可带动需求端较大幅的修复。我们认为随着疫情得到有效管控，旅游景区投资建设的最后一层顾虑将得到缓解，旅游景区个数年增速有望恢复至疫情前水平。

图51.旅游景区个数持续增长，增速现波动

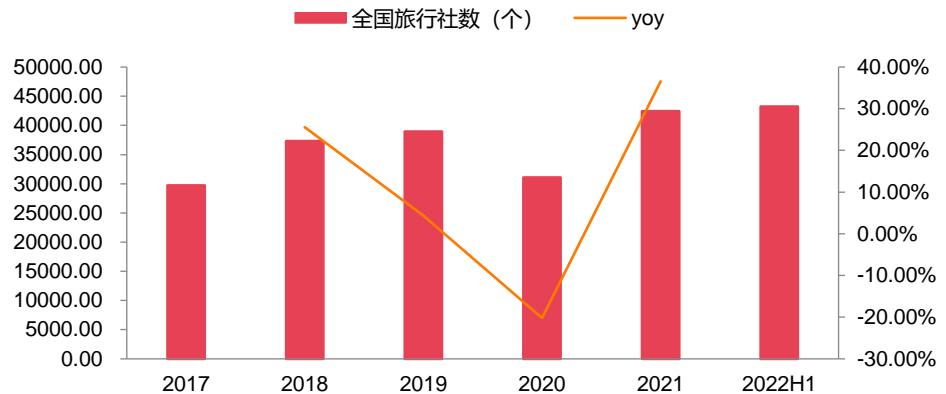


数据来源：wind、财通证券研究所

6.1.2 旅行社数量及营收两大指标疫后具有较大修复空间

旅行社数量疫情期间已现修复趋势，受疫情反复与疫情背景下游客出游形式转变双重扰动，旅行社营收出现大幅下滑，预计随着疫情缓和与跨省游熔断措施放松，营收层面有较大修复空间。旅行社数量层面，仅2020年同比2019年下降20.21%，2021年该指标同比增长36.55%，且超越2019水平；截至2022年6月，全国旅行社数量达到43225个，较2021年年底增加793个。

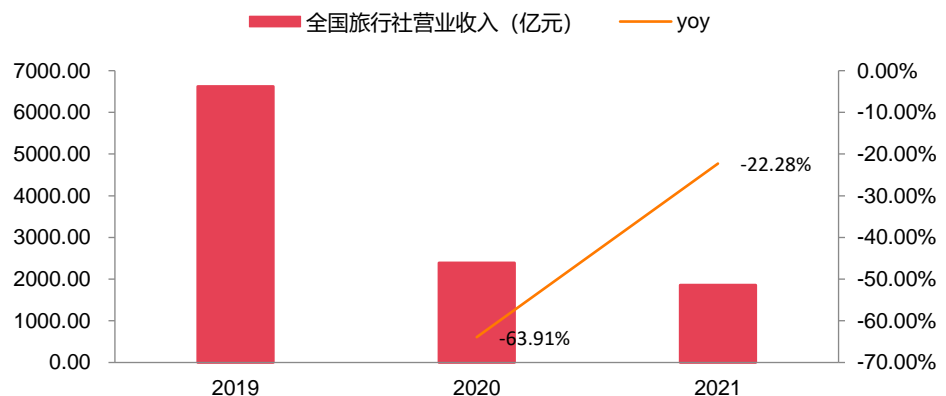
图52.全国旅行社数量已现修复趋势



数据来源：wind、财通证券研究所

营收层面，2020年全国旅行社营收2389.69亿元，同比2019年下降63.91%；2021年全国旅行社营收1857.16亿元，同比2020年下降22.28%，仅为2019年同期营收的28.04%。从数据层面分析，旅行社营收层面依然承压严重，原因主要系受疫情反复影响，跨省游与出境游无法正常开展。2022年5月31日，文化和旅游部发布《文化和旅游部办公厅关于加强疫情防控科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知》，跨省旅游“熔断”机制范围从省级调整到县级；同时部分旅游目的地地区与海外国家疫情防控措施进一步放开，例如中国香港9月26日起实行海外及台湾抵港“0+3”、“来港易”扩至内地所有地区等四项来港便利措施，此类政策与措施的实施已展现出助力旅行社业务逐步修复的潜力。

图53.旅行社营收疫情下承压



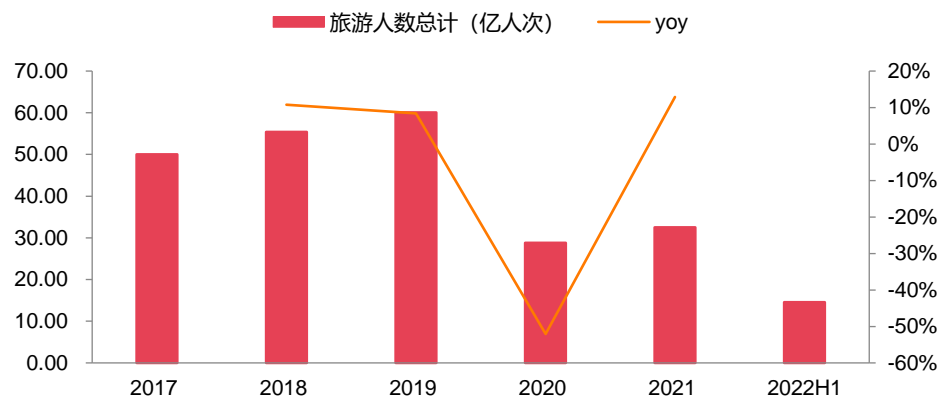
数据来源：wind、财通证券研究所

6.2 需求端，当前旅游需求依旧强烈，恢复弹性大

6.2.1 国内旅游年人数与年收入存在较大修复空间

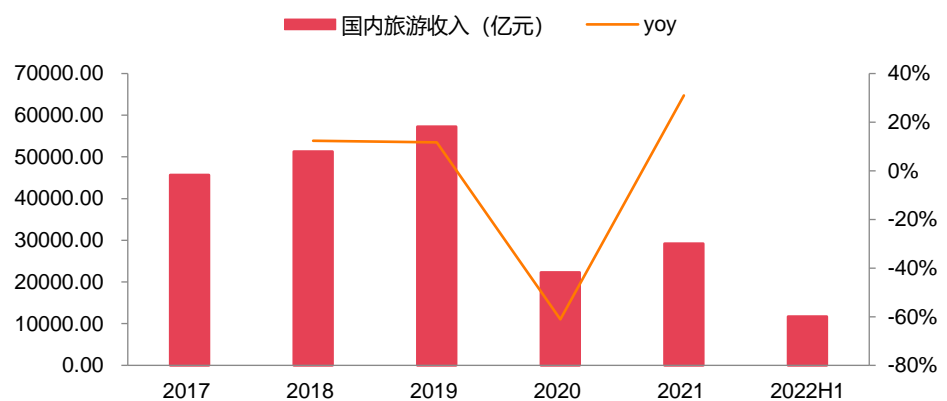
疫情后国内年旅游人数与年旅游收入均出现大幅下降，两个指标 2021 年分别恢复至 2019 年同期 54.11%与 50.99%，均存在较大修复空间。年旅游人数层面，2020 年较 2019 年同比下跌 52.06%，2021 年展现一定复苏迹象，同比 2020 年增长 12.89%；年旅游收入层面，2020 年较 2019 年同比下降 61.07%，2021 年同比增长 30.98%。2021 受 H2 疫情扰动，全年整体旅游人次与旅游收入仅恢复至 2019 年同期约 50%的水平，但已展现出随着疫情防控措施的完善，国内旅游人次与旅游收入恢复弹性较好，2021 年两项指标均从 2020 年同比负增长转正，整体复苏弹性与空间均较为可观。

图54.国内年旅游人数（亿人次）



数据来源：wind、财通证券研究所

图55.国内年旅游收入（亿元）



数据来源：wind、财通证券研究所

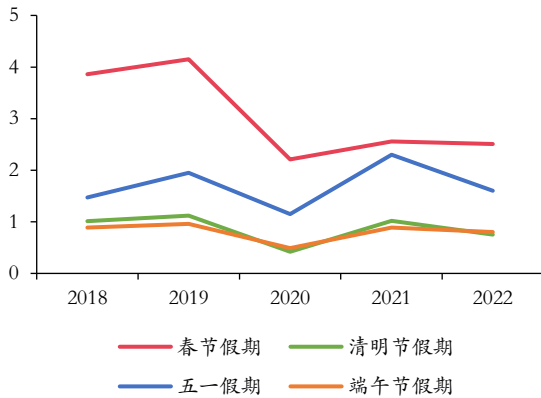
6.2.2 出行端，节假日交通出行数据承压

交通出行端，以铁路为例，现阶段非重大疫情背景下，铁路节假日发送旅客量仅恢复至疫情前 50%至 75%的水平，仍具有较大恢复空间。22 年春运铁路发送旅客量恢复至 19 年同期 69%；22 年清明节假期铁路发送旅客量恢复至 19 年同期 11.54%（主要系疫情反复较为严重）；22 年五一节假日铁路发送旅客量恢复至 19 年同期 21.95%；22 年国庆节假期首日假期铁路发送旅客量恢复至 19 年同期 55.43%。考虑到 22 年清明节与五一假期疫情相对严重导致恢复程度较低，现阶段节假日铁路发送旅客量较疫情前仍具有 25%至 50%的恢复空间，即旅游景区供给端仍具有可观的恢复空间。

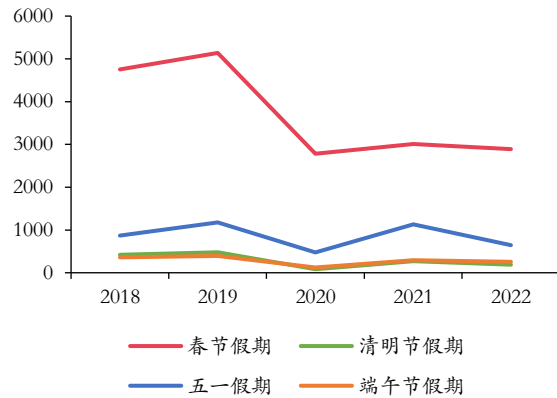
6.2.3 国内各个节日小长假近年旅游人次与收入

今年各个小长假期间，国内总旅游人次恢复总体优于国内旅游收入，国内旅游收入有望随着跨省游客恢复与景区惠民措施力度减弱得到复苏。

- 2022 年春节假期 7 天，全国国内旅游出游 2.51 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年春节假日同期的 73.9%；实现国内旅游收入 2891.98 亿元人民币，恢复至 2019 年春节假日同期的 56.3%。
- 2022 年清明节假期 3 天，全国国内旅游出游 7541.9 万人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 68.0%；实现国内旅游收入 187.8 亿元，恢复至 2019 年同期的 39.2%。
- 2022 年五一假期，全国国内旅游出游 1.6 亿人次，按可比口径恢复至疫情前同期的 66.8%；实现国内旅游收入 646.8 亿元，恢复至疫情前同期的 44.0%。
- 2022 年端午节假期，全国国内旅游出游 7961 万人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 86.8%；实现国内旅游收入 258.2 亿元，恢复至 2019 年同期的 65.6%。
- 2022 年中秋节假期，全国国内旅游出游 7340.9 万人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 72.6%；实现国内旅游收入 286.8 亿元，恢复至 2019 年同期的 60.6%。
- 2022 年国庆节假期，全国国内旅游出游 4.22 亿人次，恢复至 2019 年国庆同期 60.7%；实现旅游收入 2872.1 亿元，恢复至 2019 年同期 44.2%。

图56.节假日出游人数(亿人)


数据来源: 文旅部、财通证券研究所

图57.节假日国内旅游收入(亿元)


数据来源: 文旅部、财通证券研究所

从数据可以看出,在未受到重大疫情影响的背景下,当前节假日全国出游人次大约恢复至疫情前 65%-75%的水平(端午数据主要系 Q2 出行需求累积,促使恢复状况良好),旅游收入恢复至疫情前 55%-60%的水平。旅游收入恢复情况低于出游人次的主要原因系目前景区接待的主要为短途游客或省内游客,园区内二次消费意愿较省外游客意愿更弱,同时景区自 6 月起普遍推出惠民措施,对本地游客进行门票优惠或免票措施,旅游目的地收入来源受到影响。随着跨省游逐步复苏,国内旅游收入有望得到较快的恢复。

6.3 政策端释放边际改善信号,推动跨省游与演艺市场加速修复

跨省游等政策边际改善有望推动景区业绩加速恢复。11月最新《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》中指出,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。此项政策终止了历时约 1 年的跨省游熔断措施,各个旅游目的地团客客流与跨省游客流将得到修复。

表23.跨省游政策端两次释放改善信号

	21年10月政策	22年5月政策	22年11月政策
政策名称	《文化和旅游部办公厅关于 从严从紧 抓好文化和旅游行业疫情防控工作的紧急通知》	《文化和旅游部办公厅关于加强疫情防控 科学精准 实施跨省旅游“熔断”机制的通知》	《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》
关于熔断	严格执行跨省旅游经营活动管理“熔断”机制。 对出现中高风险地区的省(区、市) ，立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省(区、市)跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，并第一时间向社会公布。	对出现中高风险地区的县(市、区、旗)和直辖市的区(县) ，立即暂停旅行社及在线旅游企业经营进出该地的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。	优化跨省旅游管理政策。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，积极引导游客主动进行核酸检测，推动防控关口前移。
景区层面	熔断执行，省级熔断带来景区客流断崖式下跌	熔断范围减小，跨省游部分恢复，景区客流呈现恢复态势；散客较团客恢复更快，团散比散客为主	跨省游进一步恢复，景区团队客流有望进一步修复，团散比将逐步恢复至疫情前比例

数据来源：文旅部，财通证券研究所

演艺层面，最新政策表明无疫情地区原则上不对演唱会等大型营业性演出活动观众人数做限制，演艺项目上座率、排演场次与剧目储备有望较快修复。文旅部印发剧院等演出场所新冠肺炎疫情防控工作指南(第六版)，其中指出：

- 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活动观众人数做限制。
- 在低风险区，由属地党委、政府根据当地疫情防控形势，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。
- 暂缓新批涉外、涉港澳台营业性演出活动(演职人员已在境内的除外)。

演艺市场在此次政策下迎来重大边际改善，整体排演场次与上座率有望快速回升。无疫情地区与低风险区的演唱会、实景演出、音乐节等项目有望快速实现

从底部反弹，需求压制后的释放有望带来业绩超预期的可能。旅游演艺细分赛道继跨省游熔断措施取消后再迎政策利好，双重刺激下团客、省外客源的恢复与剧院、剧目的重启将直接带动旅游演艺相关标的业绩快速回升。

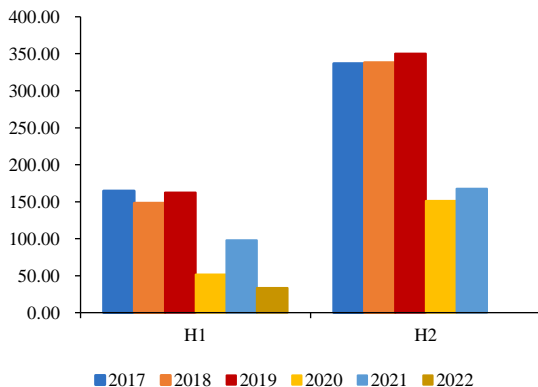
6.4 旅游标的层面，客流与营收承压状况有望恢复

6.4.1 各景区近年营收与接待游客数量呈强相关关系，疫后恢复空间较大

受疫情扰动，较多数景区 22H1 客流仅恢复至 19H1 同期客流量的 20%至 30% 水平，疫后具有可观的恢复空间。22H1，黄山景区客流量恢复至 19 年同期 20.54% 的水平，桂林景区客流量恢复至 19 年同期 17.00% 的水平，丽江景区客流量恢复至 19 年同期 24.48% 的水平，乌镇景区客流量恢复至 19 年同期的 5.36% 的水平，华山索道客流量恢复至 19 年同期的 30.73%；峨眉山景区恢复程度较好，22H1 峨眉山客流量恢复至 19 年同期的 55.32%。从数据可以看出 22H1 受长三角疫情扰动，旅游目的地游客数量受到较大影响，随着旅游出行供给端逐步恢复，景区客流具有较大的恢复空间。

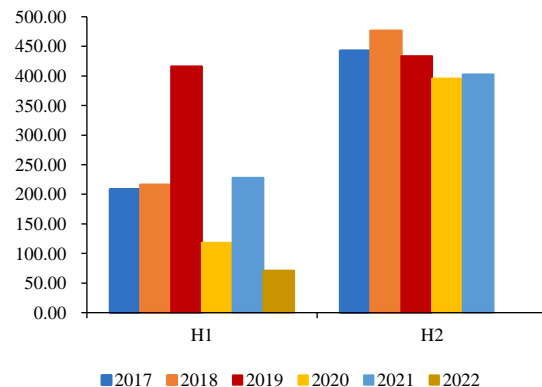
部分景区例如黄山与乌镇，在 22Q3 随着疫情缓和，整体数据已表现出较强韧性，其中 2022 年 7-9 月，黄山景区共接待进山游客 76.60 万人，较 2021 年同期增加 130.93%，较 2019 年同期恢复 70.21%；乌镇方面第三季度共接待游客 60.31 万人次，同比下降 22.35%，实现景区经营收入 2.07 亿元，同比增长 4.79%，实现净利润 0.27 亿元，同比实现扭亏为盈；古北水镇方面第三季度接待游客人次 52.88 万人次，同比增长 4.71%，实现营业收入 3.08 亿元，同比增长 13.47%，实现净利润 1.24 亿元，同比增长 40.60%。

图58.黄山近年接待游客量（万人）



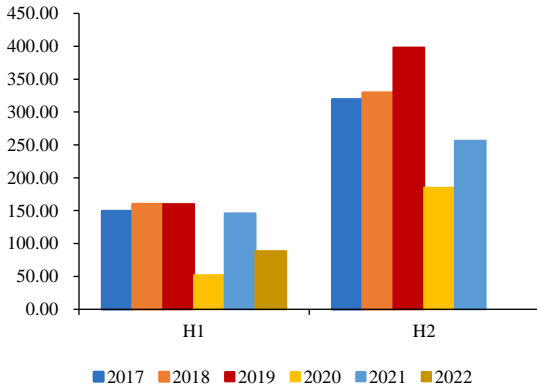
数据来源：wind、财通证券研究所

图59.桂林近年接待游客量（万人）



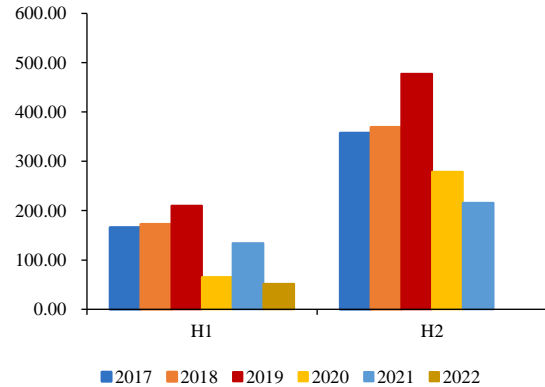
数据来源：wind、财通证券研究所

图60.峨眉山近年接待游客量（万人）



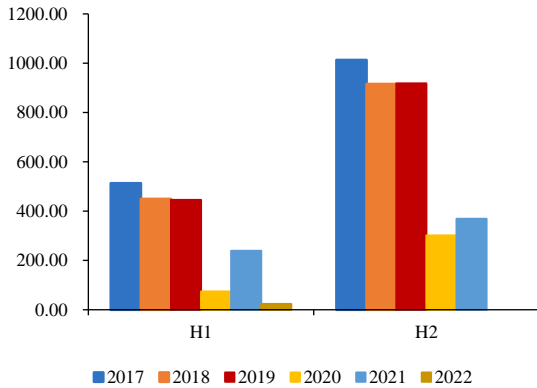
数据来源：wind、财通证券研究所

图61.丽江近年接待游客量（万人）



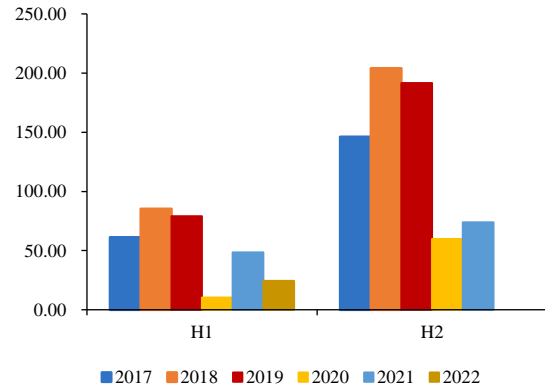
数据来源：wind、财通证券研究所

图62.乌镇近年接待游客量（万人）



数据来源：wind、财通证券研究所

图63.华山索道近年接待游客量（万人）



数据来源：wind、财通证券研究所

旅游标的整体营收主要取决于各地疫情实时情况，与各景区年接待客流量强相关，恢复弹性较大，疫后有望快速复苏。选取 19 个旅游景区相关标的计算半年度平均营收，20H2 与 21H1 平均营收分别恢复至 19 年同期平均营收的 39.68% 与 38.75%，20H1、21H2 与 22H1 平均营收分别恢复至 19 年同期平均营收的 30.85%、34.89% 与 22.51%。营收数据的恢复程度与疫情反复程度呈现出明显的相关性，疫情较为严重的 20H1、21H2 与 22H1，景区标的平均营收较 19 年下滑更为明显；而疫情相对较为平稳的 20H2 与 21H1，景区标的平均营收相对韧性更强，其中例如西域旅游（21H1）、曲江文旅（20H2）、西藏旅游（21H1）、天目湖（21H1）与九华旅游（20H2）营收较 19 年同期营收出现同比增长，因此在疫情缓和、整体消费复苏的背景下，景区标的营收仅与疫情前水平相比即拥有可观的恢复空间，且弹性更大。

表24.旅游景区相关标的整体营收恢复程度与疫情扰动程度相关性

	20H1 较 19H1 恢复程 度	20H2 较 19H2 恢复程 度	21H1 较 19H1 恢复程 度	21H2 较 19H2 恢复程 度	22H1 较 19H1 恢复程 度	22Q3 较 19Q3 恢复程 度
张家界	21.18%	52.16%	68.82%	32.16%	15.88%	52.89%
岭南控股	22.10%	24.80%	19.98%	18.43%	10.18%	19.30%
ST 凯撒	32.38%	22.06%	20.92%	11.10%	6.91%	4.81%
峨眉山 A	30.62%	52.68%	65.41%	48.88%	43.86%	36.34%
桂林旅游	32.00%	51.96%	46.00%	33.01%	13.33%	33.70%
丽江股份	29.87%	82.96%	63.52%	38.52%	24.84%	73.75%
云南旅游	42.30%	73.81%	64.05%	41.46%	31.42%	27.66%
三特索道	34.28%	78.17%	88.69%	46.70%	37.46%	49.37%
众信旅游	21.60%	5.06%	5.43%	5.81%	2.19%	3.89%
宋城演艺	19.97%	51.88%	51.87%	37.66%	7.90%	34.98%
西域旅游	30.65%	17.88%	117.74%	42.46%	41.94%	47.37%
黄山旅游	27.47%	61.55%	63.32%	49.37%	29.40%	75.69%
中青旅	43.65%	56.04%	60.14%	62.37%	48.90%	52.87%
大连圣亚	19.08%	47.34%	84.73%	50.00%	36.64%	65.06%
曲江文旅	53.08%	111.76%	93.08%	116.03%	69.08%	77.58%
西藏旅游	30.00%	94.44%	106.25%	82.41%	53.75%	69.14%
长白山	19.38%	36.39%	37.98%	42.60%	21.71%	51.75%
天目湖	45.91%	96.47%	103.18%	67.84%	40.45%	92.22%
九华旅游	26.55%	106.88%	85.52%	72.06%	41.03%	108.66%

数据来源: wind, 财通证券研究所

6.5 景区标的客流疫情后恢复至 19 年水平业绩测算

表25.景区标的客流疫情后恢复至 19 年水平业绩测算

(亿元)	核心假设	2019 营 收	23 年营 收	营收变化	2019 净 利润	23 年净 利润	净利润变 化
曲江文旅	客流量恢复至 19 年 100%，雁荡山项目 23 年开业（索道项目），参照 2019 年全年景区 1000 万客流，渗透率 80%，票价往返 100 元；数字化转型持续推动，nft2000 万营收	13.05	21.25	62.81%	0.45	3.4	655.11%
三特索道	客流量恢复至 19 年 100%，珠海项目爬坡，较 19 年营收增加 1500 万元，净利润增加 800 万元；财务费用优化，净利润端增加 6700 万元	6.77	6.016422	-11.08%	0.11	0.86	654.00%

中青旅	客流量恢复至 19 年 100%，整体业务随着客流恢复均恢复至 19 年 100%水平，濮院项目明年开业首年 300 万客流	140.54	147.66	5.07%	5.68	8.32	46.38%
丽江股份	客流量恢复至 19 年 100%；演艺场次恢复至 19 年水平	7.23	7.81	8.02%	2.03	2.70	33.00%
天目湖	客流量恢复至 19 年 100%。酒店业务发挥增量，碧波园项目明年假设 60%入住率，均价 1000 元；其余项目客流恢复至疫情前水平	5.03	6.8	35.19%	1.24	1.52	22.58%
长白山	受到高铁带动，假设明年短期客流量恢复至 19 年 120%。	4.67	5.61	20.00%	0.75	0.90	20.00%
黄山旅游	客流量恢复至 19 年 100%。360 万游客量，主要业绩增长点为花山谜窟与酒店；假设花山谜窟疫情后首年渗透率 50%	16.07	17.64	9.77%	3.4	3.85	13.22%
宋城演艺	已有成熟景区客流恢复至疫情前水平；张家界与九寨景区较 19 年增加 7000 万营收，西安增加 1 个亿收入，上海增加 2 个亿收入，西塘首年 7000 万收入，轻资产增加 7000 万收入	26.12	28.08	7.51%	13.40	14.04	4.79%
岭南控股	客流量恢复至 19 年 100%	79.72	79.72	0.00%	2.59	2.59	0.00%
桂林旅游	客流量恢复至 19 年 100%	6.06	6.06	0.00%	0.55	0.55	0.00%
张家界	客流量恢复至 19 年 100%	4.25	4.25	0.00%	0.11	0.11	0.00%
九华旅游	客流量恢复至 19 年 100%	5.37	5.37	0.00%	1.17	1.17	0.00%
峨眉山 A	客流量恢复至 19 年 100%	11.08	11.08	0.00%	2.26	2.26	0.00%
云南旅游	客流量恢复至 19 年 100%	28.79	28.79	0.00%	0.95	0.95	0.00%
西域旅游	客流量恢复至 19 年 100%	2.41	2.41	0.00%	0.74	0.74	0.00%
大连圣亚	客流量恢复至 19 年 100%	3.19	3.19	0.00%	0.42	0.42	0.00%
西藏旅游	客流量恢复至 19 年 100%	1.88	1.88	0.00%	0.21	0.21	0.00%

数据来源：wind，财通证券研究所

6.6 部分标的弹性测试

6.6.1 天目湖弹性测试

➤ 悲观假设：

(1) 景区方面，2023 年南山竹海与山水园客流恢复至 19 年 90%，2024 年恢复至 19 年 105%。

(2) 酒店方面，假设酒店 2023 年平均入住率为 60%，2024 年平均入住率为 65%。

表26.悲观假设下天目湖营收情况

收入 (百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
景区收入	300.21	202.50	225.45	135.91	297.90	330.18
山水园	164.81	108.43	124.09	77.29	172.09	190.73
南山竹海	135.40	94.06	101.36	58.62	125.81	139.44
旅行社	12.71	9.24	7.93	4.11	12.90	14.46
酒店	95.74	92.62	123.87	198.23	209.71	242.70
温泉	52.94	37.53	35.59	20.00	56.23	61.26
水世界	15.81	12.49	3.92	2.00	20.00	21.57
收入总计	503.17	374.24	418.64	360.25	596.74	670.17

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

表27.悲观假设下天目湖估值水平

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	374	419	360	597	670
收入增长率 (%)	-25.6	11.9	-13.9	65.6	12.3
归母净利润 (百万元)	55	52	55	127	156
净利润增长率 (%)	-55.6	-6.2	5.8	132.2	23.1
EPS (元/股)	0.33	0.28	0.29	0.68	0.84
PE	76.8	62.9	105.5	45.5	36.9
ROE (%)	5.8	4.4	4.5	9.4	10.3
PB	3.1	2.8	4.7	4.3	3.8

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

➤ **中性假设：**

(1) 景区方面，2023 年南山竹海与山水园客流恢复至 19 年 103%，2024 年恢复至 19 年 118%。

(2) 酒店方面，假设酒店 2023 年平均入住率为 65%，2024 年平均入住率为 68%。

表28.中性假设下天目湖营收情况

收入 (百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
景区收入	300.21	202.50	225.45	135.91	341.26	369.35
山水园	164.81	108.43	124.09	77.29	194.06	210.04
南山竹海	135.40	94.06	101.36	58.62	147.19	159.31
旅行社	12.71	9.24	7.93	4.11	12.90	14.46
酒店	95.74	92.62	123.87	198.23	230.85	254.38
温泉	52.94	37.53	35.59	20.00	56.23	61.26
水世界	15.81	12.49	3.92	2.00	18.47	21.57
收入总计	503.17	374.24	418.64	360.25	659.71	721.02

数据来源: wind, 公司年报, 财通证券研究所

表29.中性假设下天目湖估值水平

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	374	419	360	660	721
收入增长率 (%)	-25.6	11.9	-13.9	83.1	9.3
归母净利润 (百万元)	55	52	55	148	174
净利润增长率 (%)	-55.6	-6.2	5.8	171.3	17.6
EPS (元/股)	0.33	0.28	0.29	0.79	0.93
PE	76.8	62.9	105.5	38.9	33.1
ROE (%)	5.8	4.4	4.5	10.8	11.2
PB	3.1	2.8	4.7	4.2	3.7

数据来源: wind, 公司年报, 财通证券研究所

➤ 乐观假设:

(1) 景区方面, 2023年南山竹海与山水园客流恢复至19年115%, 2024年恢复至19年125%。

(2) 酒店方面, 假设酒店2023年平均入住率为68%, 2024年平均入住率为71%。

表30.乐观假设下天目湖营收情况

收入 (百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
景区收入	300.21	202.50	225.45	135.91	380.66	393.07
山水园	164.81	108.43	124.09	77.29	219.89	227.06
南山竹海	135.40	94.06	101.36	58.62	160.76	166.00
旅行社	12.71	9.24	7.93	4.11	12.90	14.46
酒店	95.74	92.62	123.87	198.23	237.67	265.10
温泉	52.94	37.53	35.59	20.00	56.23	61.26
水世界	15.81	12.49	3.92	2.00	20.00	21.57
收入总计	503.17	374.24	418.64	360.25	707.45	755.47

数据来源: wind, 公司年报, 财通证券研究所

表31.乐观假设下天目湖估值水平

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	374	419	360	707	755
收入增长率（%）	-25.6	11.9	-13.9	96.4	6.8
归母净利润（百万元）	55	52	55	165	186
净利润增长率（%）	-55.6	-6.2	5.8	202.0	13.1
EPS（元/股）	0.33	0.28	0.29	0.88	1.00
PE	76.8	62.9	105.5	34.9	30.9
ROE（%）	5.8	4.4	4.5	11.9	11.8
PB	3.1	2.8	4.7	4.1	3.7

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

6.6.2 宋城演艺弹性测试

➤ 悲观假设：

(1) 宋城已有乐园 2023 年仍存在因疫情反复而间歇性闭园的可能；上海宋城 2023 年年中择机恢复营业；佛山、西塘项目 2024 年择机开园。

(2) 宋城已有乐园 2023 年恢复至 2019 年疫情前 90%的水平，2024 年恢复至 2019 年疫情前 105%的水平。

表32.悲观假设下宋城演艺估值水平

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	903	1,185	543	2,117	2,656
收入增长率（%）	-65.4	31.3	-54.2	289.8	25.5
归母净利润（百万元）	-1,752	315	118	1,003	1,292
净利润增长率（%）	-230.8	118.0	-62.6	751.6	28.8
EPS（元/股）	-0.67	0.12	0.05	0.38	0.49
PE	—	118.8	296.4	34.8	27.0
ROE（%）	-23.6	4.1	1.5	11.6	13.0
PB	6.3	4.9	4.6	4.0	3.5

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

➤ 中性假设：

(1) 宋城已有乐园 2023 年无长时间因疫情闭园；上海宋城 2023 年 1 月恢复营业；佛山、西塘项目 2023 年择机开园。

(2) 宋城已有乐园 2023 年恢复至 2019 年疫情前 105%的水平，2024 年恢复至 2019 年疫情前 120%的水平。

表33.中性假设下宋城演艺估值水平

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	903	1,185	543	2,278	2,835
收入增长率（%）	-65.4	31.3	-54.2	319.5	24.4
归母净利润（百万元）	-1,752	315	118	1,036	1,359
净利润增长率（%）	-230.8	118.0	-62.6	779.3	31.3
EPS（元/股）	-0.67	0.12	0.05	0.40	0.52
PE	—	118.8	296.4	33.7	25.7
ROE（%）	-23.6	4.1	1.5	11.9	13.6
PB	6.3	4.9	4.6	4.0	3.5

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

➤ 乐观假设：

(1) 宋城已有乐园 2023 年无因疫情闭园的情况；上海宋城 2023 年 1 月恢复营业；佛山、西塘项目 2023 年 H1 择机开园；珠海项目 2024 年择机开园。

(2) 宋城已有乐园 2023 年恢复至 2019 年疫情前 115%的水平，2024 年恢复至 2019 年疫情前 130%的水平。

表34.乐观假设下宋城演艺估值水平

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	903	1,185	543	2,805	3,560
收入增长率（%）	-65.4	31.3	-54.2	416.5	26.9
归母净利润（百万元）	-1,752	315	118	1,266	1,678
净利润增长率（%）	-230.8	118.0	-62.6	974.7	32.6
EPS（元/股）	-0.67	0.12	0.05	0.48	0.64
PE	—	118.8	296.4	27.6	20.8
ROE（%）	-23.6	4.1	1.5	14.2	15.9
PB	6.3	4.9	4.6	3.9	3.3

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

6.6.3 丽江股份弹性测试

表35.丽江股份疫情前业绩结构

项目名称	2018 年占比	2019 年占比	占比变动原因
索道	57.53%	45.85%	索道承载量上限较为固定，演出场次变化较为灵活，随需求上涨场次上调带来的营收增幅大（18 年 520 场，19 年 828 场）
演出	14.25%	24.55%	
酒店	16.25%	16.50%	
餐饮	1.82%	3.75%	
其他	10.15%	9.35%	

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

➤ 中性假设：

(1) 整体客流恢复至 19 年 100% 水平，印象丽江演艺场次同时恢复至 19 年水平，处于单年 800 场左右。

(2) 不计算英迪格在建酒店项目增量。

表36.中性假设下丽江股份业绩水平

项目	营收	净利率	净利润
索道	3.9 亿元	45%-50%	1.71-1.89 亿元
酒店	1.2 亿元	-	几乎无净利润贡献
演艺	1.77 亿元	50%	0.89 亿元
餐饮和其他	0.94 亿元	-	-
合计	7.81 亿元	-	2.6-2.8 亿元

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

➤ 乐观假设：

(1) 整体客流恢复至 19 年 100% 水平，印象丽江演艺场次同时恢复至 19 年水平，处于单年 800 场左右。

(2) 计算英迪格在建酒店项目增量。

表37.乐观假设下丽江股份业绩水平

项目	营收	净利率	净利润
索道	3.9 亿元	45%-50%	1.71-1.89 亿元
酒店	1.7 亿元	-	几乎无净利润贡献
演艺	1.77 亿元	50%	0.89 亿元
餐饮和其他	0.94 亿元	-	-
合计	8.31 亿元	-	2.6-2.8 亿元

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

6.7 旅游景区合理估值测算

通过选取比较 16 个旅游目的地标的与 2 个出境游标的 19 年疫情前的估值，我们认为旅游目的地的合理 PE 约为 24.39X，出境游标的的合理估值约为 45.61X。

表38.各旅游目的地 19 年疫情前平均估值水平（倍）

标的名称	19 年平均 PE 水平	标的名称	19 年平均 PE 水平
张家界	100.21	岭南控股	20.92
峨眉山 A	15.50	桂林旅游	30.70
丽江股份	18.27	云南旅游	24.19

三特索道	-44.62	宋城演艺	26.15
黄山旅游	13.80	中青旅	16.32
大连圣亚	92.97	曲江文旅	25.81
西藏旅游	44.43	长白山	34.19
天目湖	24.59	九华旅游	23.92
旅游目的地标的合理估值测算		24.39	

数据来源：wind，财通证券研究所

表39.各出境游标的19年疫情前平均估值水平（倍）

标的名称	19年平均PE水平	标的名称	19年平均PE水平
凯撒旅业	36.67	众信旅游	54.55
出境游标的合理估值测算		45.61	

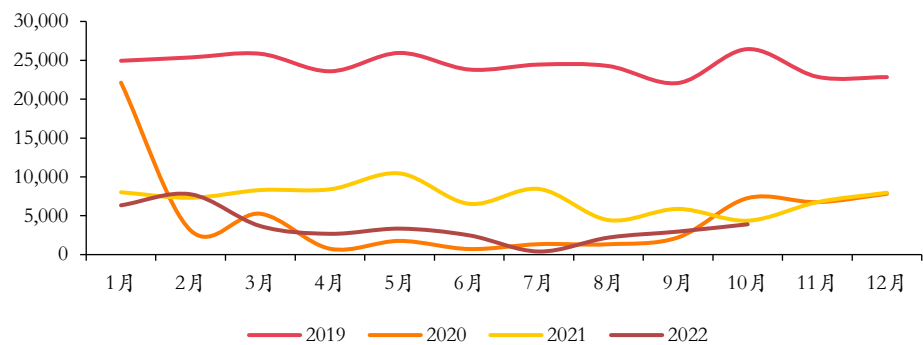
数据来源：wind，财通证券研究所

7 博彩：疫情下客流承压，签注重启释放业绩弹性

7.1 行业：内地入境旅客处于低位，毛收入持续承压

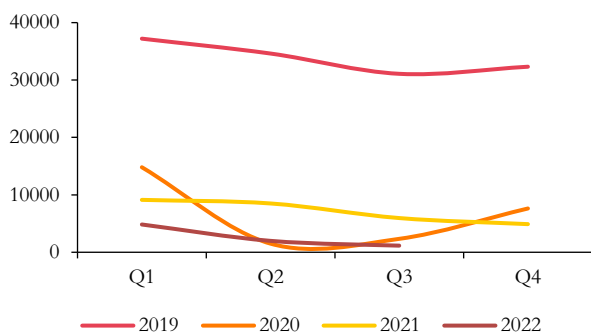
受疫情影响，毛收入持续承压。由于澳门博彩业务依赖于内地及香港的客流，行业毛收入主要随内地疫情形势而变动。2022年，行业毛收入持续处于低位，10月行业总毛收入为39.0亿澳门元，较19年同期-85.3%。分业务来看，22年Q3，澳门博彩贵宾/中场毛收入分别较19年-96.28%/-89.18%。

图64.澳门博彩毛收入（百万澳门元）



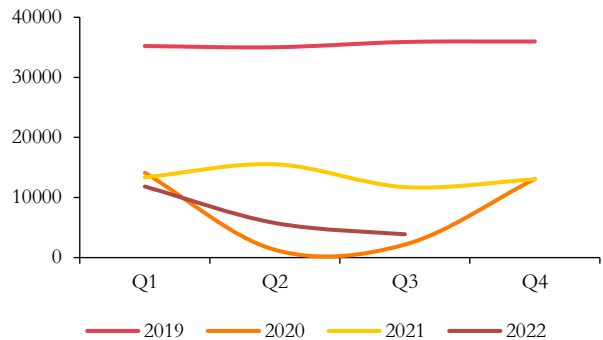
数据来源：DICJ，财通证券研究所

图65.澳门博彩贵宾业务毛收入（百万澳门元）



数据来源：DICJ，财通证券研究所

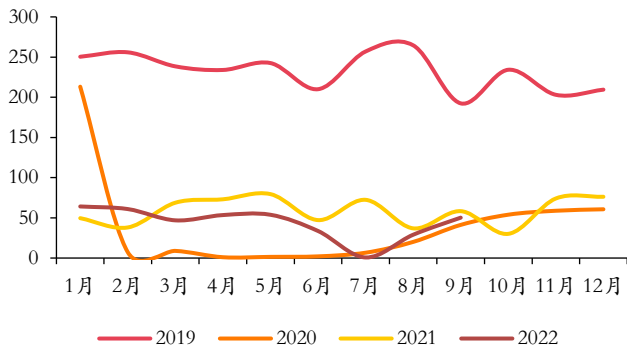
图66.澳门博彩中场业务毛收入（百万澳门元）



数据来源：DICJ，财通证券研究所

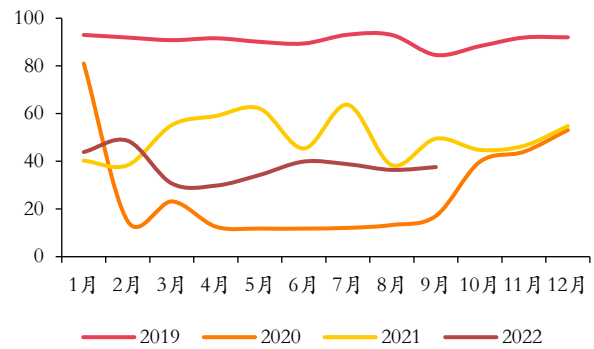
内地入境旅客处于低位，酒店入住率约为疫情前4成。2022年9月，中国内地入境旅客约50万人次，较19年-73.9%；澳门酒店入住率为37.6%，较19年-47pcts。澳门旅游业疫情期间受损较为严重，入境及过夜游客的减少是博彩业毛收入下降的直接原因。

图67.中国内地入境旅客（万人次）



数据来源：DSEC，财通证券研究所

图68.澳门酒店入住率（%）

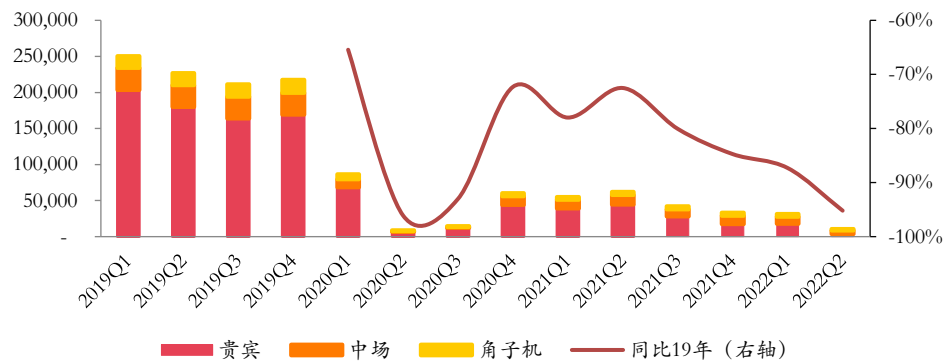


数据来源：DSEC，财通证券研究所

7.2 公司：毛收入较19年减九成，中场业务修复更快

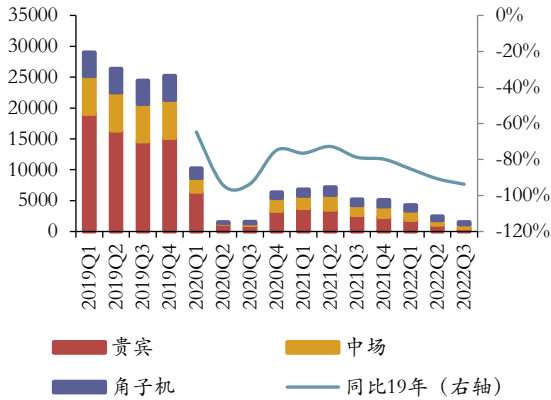
各家博彩公司的毛收入变动趋势基本和行业一致。2022年Q2银河娱乐/金沙中国/永利澳门的毛收入分别较19年-95%/-91%/-95%，22Q3金沙中国的毛收入较19年-94%。其中，中场业务较贵宾业务恢复更快，主要系贵宾业务监管趋严，以及中场业务盈利能力更强，各家博彩公司将发展主力转向中场业务。

图69.银河娱乐分业务毛收入（百万港元）



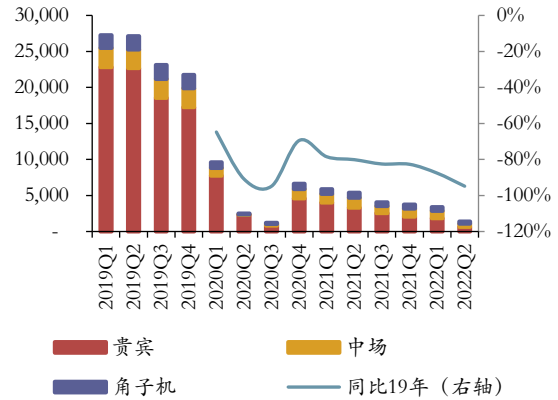
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图70.金沙中国分业务毛收入（百万美元）



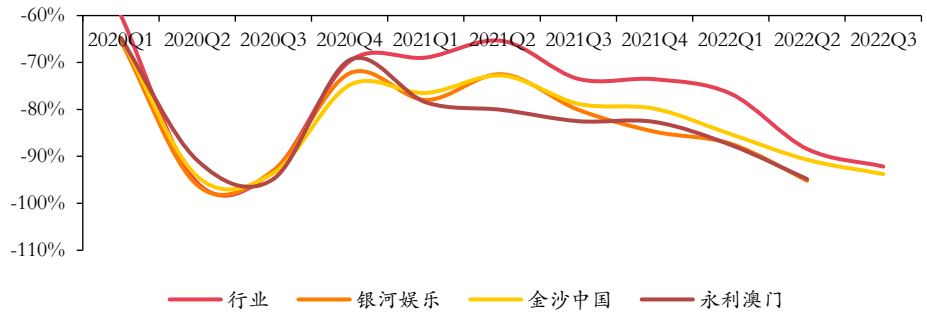
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图71.永利澳门分业务毛收入（百万美元）



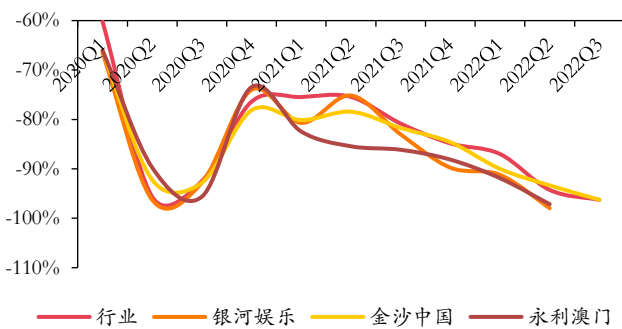
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图72.行业及公司总毛收入较19年变动



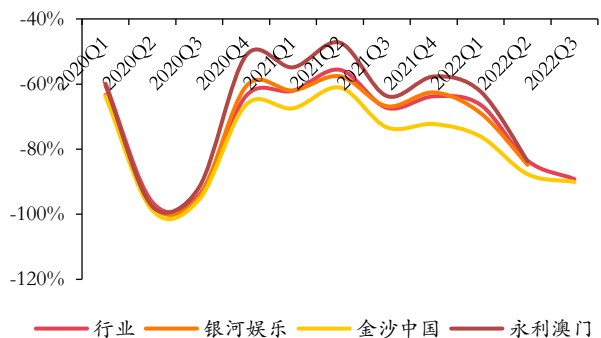
数据来源：DICJ，公司公告，财通证券研究所

图73.行业及公司贵宾业务毛收入较19年变动



数据来源：DICJ，公司公告，财通证券研究所

图74.行业及公司中场业务毛收入较19年变动



数据来源：DICJ，公司公告，财通证券研究所

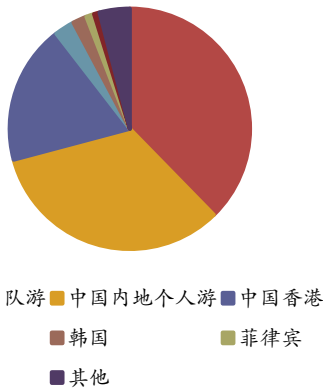
7.3 防疫政策调整：重启电子签注，11月初逐步恢复团签

重启电子签注，澳门旅游热度高涨。11月1日起，全国重启澳门旅游电子签，现场制发；此前为人工签注，需5-7天办理，此举将快速提振澳门旅游业。目前内地游客进澳门，从珠澳口岸进澳需24小时核酸+2次核酸，飞机抵澳需48小时核

酸+落地检+2次核酸+5天抗原；回内地需24小时核酸+3天3检。随着电子签注重启，截至11月10日，去哪儿平台上澳门往来航线搜索量环比增加263%。此外，11月12日，澳门对香港、台湾地区和外国的隔离措施从7+3改为5+3，香港赴澳门客流亦将有所修复。

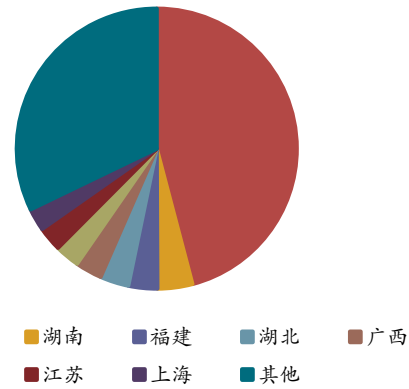
计划11月初重启团签，“四省一市”率先恢复。9月24日，澳门特首宣布逐步恢复内地旅行团签注，预计11月初恢复广东、浙江、江苏、福建及上海的赴澳旅行团，没开通港澳自由行的旅客亦可前往澳门。2019年，内地游客占访澳游客的71%，其中“四省一市”游客占比为40%，预计恢复团签后，澳门客流将进一步修复。

图75.2019年澳门客源结构



数据来源：DSEC，财通证券研究所

图76.2019年内地上入境旅客结构



数据来源：DSEC，财通证券研究所

表40.澳门检疫政策

时间	政策
2021/9/30	经珠澳口岸入境后实施14天集中隔离医学观察
2021/10/18	19日12时起，经珠澳口岸入境人员需持48小时内核酸检测阴性结果证明
2021/11/22	23日起，经珠澳口岸入境人员需持7日内核酸检测阴性结果证明
2022/1/13	14日起，从珠海经珠澳口岸到澳门人员须持48小时内有效核酸检测阴性结果证明通关；从澳门经珠澳口岸到珠海人员措施不变，只须持7天内有效核酸检测阴性结果证明即可通关
2022/2/21	有香港或台湾地区旅居史的入境或已入境人士，须接受集中隔离医学观察直至离开当地14天，并须在其后进行严格自我健康管理直至离开当地21天
2022/8/3	澳门入境珠海恢复免隔离通关，过关须持24小时阴性证明
2022/9/18	19日起，经珠澳口岸入境珠海，调整为48小时阴性证明
2022/9/21	从澳门直飞内地，由24小时核酸放宽至7天核酸，目的地另有要求除外
2022/9/24	澳门特首称，10月底/11月初有望恢复内地旅行团赴澳签注，首先开放广东，随后延伸至浙江、江苏、福建、上海
2022/11/1	全国重启澳门旅游电子签，现场制发

2022/11/12 澳门对香港、台湾地区和外国的隔离措施从 7+3 改为 5+3

数据来源：环球旅讯，财通证券研究所

7.4 竞争及扩张：牌照 22 年底落定，积极发展非博彩业务

牌照竞投“七进六”，预计 22 年底前落定。6 月 23 日新博彩法生效，规定最多批出 6 份博彩经营合同，澳门现有的 6 家公司牌照均延后到今年年底。9 月 14 日博彩牌照的公开竞投截止，除现有的 6 家博彩公司外，GMM 亦参加竞投。GMM 系代表马来西亚云顶集团投标，云顶集团在马来西亚、新加坡、英国多地均拥有赌场业务。公开竞投委员会主席表示，相关工作暂未有时间表，而此次娱乐场幸运博彩经营批给的所有工作将于今年年底全部完成。

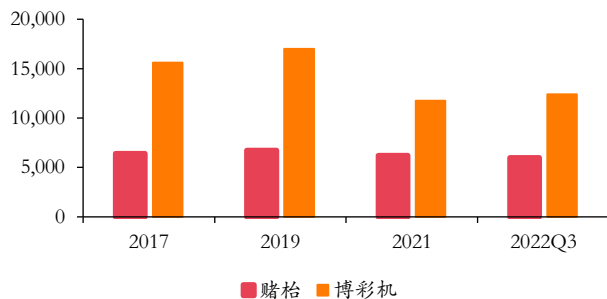
表41.新博彩法主要改动

博彩经营批给的期限缩短至十年
 批出最多六份博彩经营批给合同
 禁止博彩中介与承批人之间进行任何瓜分收益安排
 将承批人的最低资本额增加至 50 亿澳门元
 将承批人公司资本中必须由当地常务董事持有之百分比上调至 15%
 规定娱乐场须设于由承批人拥有的房地产内

数据来源：DICJ，财通证券研究所

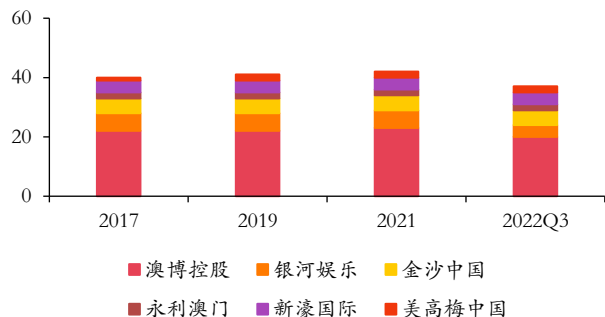
限定行业赌桌总上限 6000 张，博彩机数量上限 1.2 万部。截至 2022Q3，澳门赌桌/博彩机数分别为 5,974 / 12,387 台，娱乐场 37 家。澳门政府限定了赌桌总数上限及单桌年收入下限，并将在新牌照落定后对赌桌进行重新分配。

图77.澳门博彩赌枱及博彩机数目（个）



数据来源：DICJ，财通证券研究所

图78.澳门博彩娱乐场数量（家）



数据来源：DICJ，财通证券研究所

非博彩业务成长空间大，公司积极布局新项目。澳门博彩业务在持续带动非博彩业务快速发展，且“琴澳一体化”将推动澳门当地产业走向多元化发展。各公司积极布局酒店、度假村及其他娱乐场所，随着疫情和内地客流的持续改善，预计新项目将逐步开业，带来业绩增长空间。

表42.各公司新项目

公司	在建项目	概况
银河娱乐	银河娱乐第三期&四期	提供约 3,000 间适合高端和家庭旅客的客房及别墅、40 万平方呎的会议展览空间、50 万平方呎并设有 1.6 万个座位的多用途场馆、餐饮、零售以及娱乐场等。第三期已基本竣工。
	横琴项目	计划在 2.7 平方公里的土地上发展世界级度假胜地。
金沙中国	澳门伦敦人	自二零二零年起分阶段交付，将金沙城中心改装为澳门伦敦人的工程现已竣工，伦敦人综艺馆及扩阔伦敦人购物中心于二零二二年上半年竣工。澳门伦敦人酒店、综合度假村均已开业，分别提供 594 间伦敦主题套房及 368 间豪华套房。
永利澳门	永利皇宫	继续进行永利皇宫第二期的设计。永利皇宫将配置一系列非博彩设施，例如活动空间、互动娱乐装置、餐饮供应及额外的酒店客房等。
	永利澳门	“湖畔娱乐场”扩建项目于 2019 年 12 月大致完成，其包括两间新餐厅及占地约 7,000 平方呎的额外零售空间，第二期零售空间部分已开业。
新濠国际	新濠影汇	二期的建设工程进展顺利，目前预期于二零二三年第二季度起分阶段开业。
	澳门新濠锋	重新定位为专注于中场及高端中场市场的项目，预计约 22 年 Q3 转型完成。

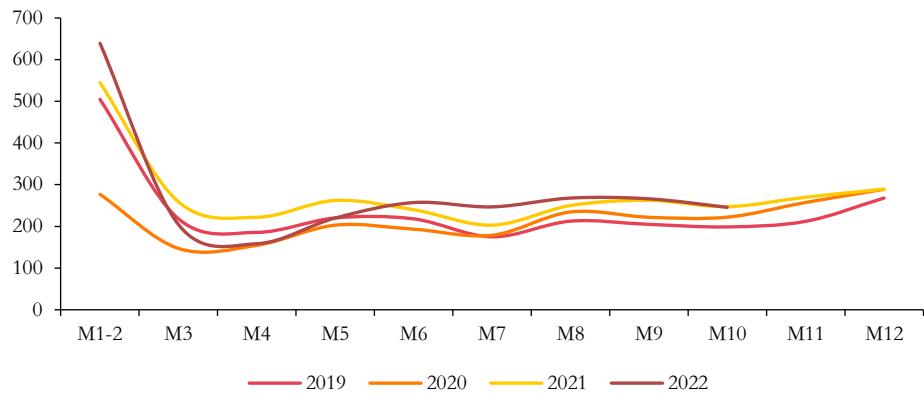
数据来源：公司公告，财通证券研究所

8 金银珠宝：疫情冲击零售有限，“投资金”火爆助推总量上行

8.1 珠宝消费受疫情影响有限，多因素助推消费总量上行

珠宝消费重线下，部分月份受线下管控影响，销售额大幅下滑，疫情结束后相关需求集中释放，社零数据可选消费中金银珠宝保持高增速。2021年，全国金银珠宝零售总额3041.10亿元，同比增长27.99%，较2019年增长16.71%。2022年1-10月，全国金银珠宝零售总额2504.80亿元，同比增长0.52%，较2019年增长17.21%。

图79.全国金银珠宝零售总额（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

居民收入增长降速影响中长期消费，黄金“投资品”特性下销量快速提升。2022Q3，全国居民人均可支配收入同比+6.54%，全国居民人均消费支出同比+5.48%，收入端增速下滑导致消费支出回落，可选品消费受到影响。黄金产品兼具“消费品”与“投资品”属性，同时满足消费者的消费需求&投资需求，受通货膨胀及地缘政治等多重因素影响，金价稳健处于较高水平，刺激相关需求

图80.金价稳健处于较高水平（元/克）

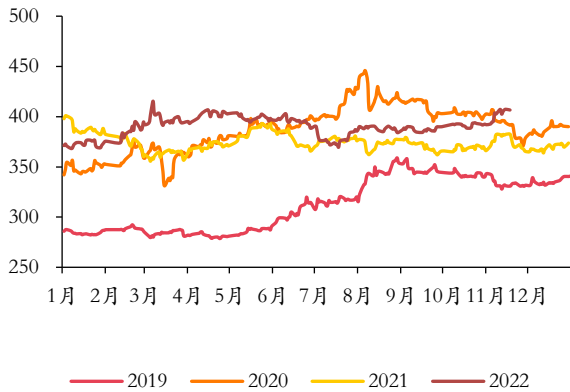
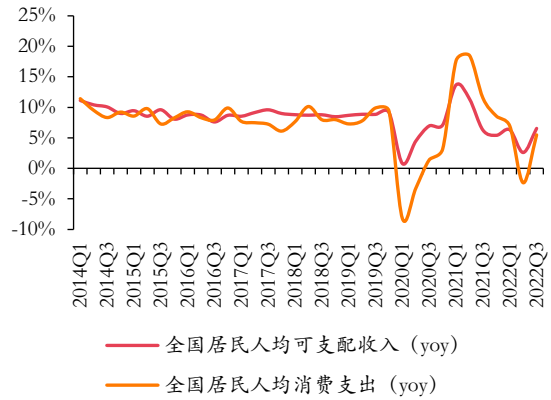


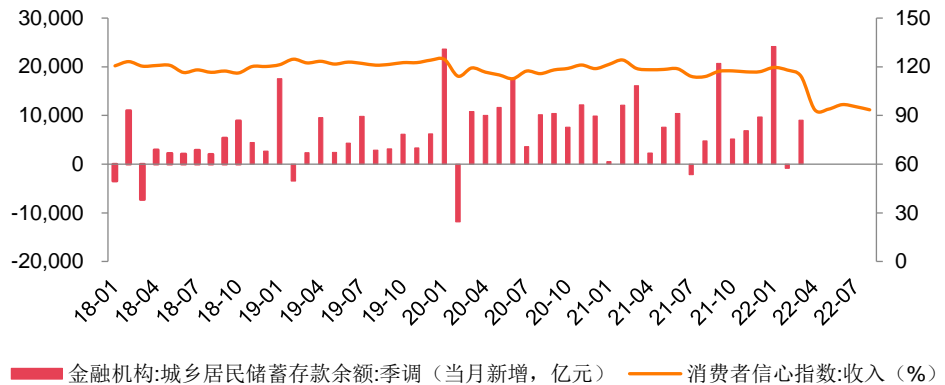
图81.居民收入&消费增速下滑



数据来源：Wind，财通证券研究所

数据来源：Wind，财通证券研究所

图82.居民储蓄存款提升背景下投资金需求旺盛



数据来源：Wind，财通证券研究所

8.2 珠宝企业增长复盘：展店&高 ROE

8.2.1 疫情下龙头跑马圈地，业绩显著提升

2021年，收入端，周大福、老凤祥、中国黄金、周大生、迪阿股份分别实现收入804.74、586.91、507.58、91.55、46.23亿元，较2019年增长55%、18%、33%、68%、178%；利润端，周大福、老凤祥、中国黄金、周大生、迪阿股份分别实现归母净利润54.44、18.76、7.94、12.25、13.02亿元，较2019年增长105%、33%、76%、24%、393%。

表43.珠宝龙头公司 2021 年业绩较疫情前大幅提升

年份	收入 (亿元, %)					归母净利润 (亿元, %)				
	2019	2020	2021	yoy-2020	yoy-2019	2019	2020	2021	yoy-2020	yoy-2019
项目	绝对值	绝对值	绝对值			绝对值	绝对值	绝对值		
黄金主业品牌										
周大福	520.20	594.78	804.74	41%	55%	26.51	50.93	54.44	11%	105%
老凤祥	496.29	517.22	586.91	13%	18%	14.08	15.86	18.76	18%	33%
中国黄金	382.74	337.88	507.58	50%	33%	4.51	5.00	7.94	59%	76%
周生生	159.94	127.89	180.01	47%	13%	5.76	4.58	5.26	18%	-9%
莱百股份	83.99	70.68	104.06	47%	24%	4.02	3.62	3.64	1%	-9%
周大生	54.39	50.84	91.55	80%	68%	9.91	10.13	12.25	21%	24%
潮宏基	35.43	32.15	46.36	44%	31%	0.81	1.40	3.51	151%	332%
萃华珠宝	22.74	21.09	36.80	74%	62%	0.37	0.29	0.34	18%	-9%
明牌珠宝	34.29	25.10	35.82	43%	4%	0.58	-2.57	1.37	153%	137%
曼卡龙	8.97	8.09	12.53	55%	40%	0.65	0.64	0.70	10%	8%
镶嵌主业品牌										
迪阿股份	16.65	24.64	46.23	88%	178%	2.64	5.63	13.02	131%	393%
莱绅通灵	13.19	12.27	13.24	8%	0%	1.46	1.04	0.38	-6314%	-74%

数据来源: Wind, 财通证券研究所

8.2.2 业绩增长归因: 门店拓展&黄金收入提升

黄金珠宝企业业绩增长的核心因素包括展店及同店收入增长。

疫情加速行业中小企业出清, 龙头加速下沉展店。龙头基于资金优势, 借助“省代”模式加速向三四线城市渗透, 门店数量快速提升。以周大生为例, 2020/2021/2022H1 公司加盟平均门店数量分别为 3771/4040/4254 家, 同比增长 12%/7%/7%, 在疫情影响下保持高速展店。

提升黄金产品占比, 同店收入高增。受投资需求拉动, 主要品牌黄金产品销售高增, 镶嵌产品受消费增速下滑影响同比微增或持平。2021 年, 周大生、周生生、曼卡龙自营门店中, 黄金产品同店收入分别为 522.70/-/494.42 万元, 同比增长 87%/44%/28%; 镶嵌产品同店收入分别为 75.72/-/179.61 万元, 同比+19%/-3%/-6%。

表44.主要珠宝品牌收入增长贡献拆分 (单位: 总收入、门店数量、同店收入对应百万元、家、万元)

周大生	2019	2020	2021
-----	------	------	------

	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入
线下自营	1095.16	291	376.34	719.95		279.05	1259.71		522.70
				-34%		-26%	+75%		+87%
黄金产品	832.67		286.14	507.28	258	196.62	1023.84	241	424.83
				-39%	-11%	-31%	+102%	-7%	+116%
镶嵌产品	262.48		90.20	163.55		63.39	182.49		75.72
				-38%		-30%	+12%		+19%
线下加盟	3621.13	3367	107.55	3202.40		84.92	6522.07		161.44
				-12%		-21%	+104%		+90%
黄金产品	338.05		10.04	527.19		13.98	3644.89		90.22
				+56%	3771	+39%	+591%	4040	+545%
镶嵌产品	2671.04		79.33	1909.26	+12%	50.63	1953.74	+7%	48.36
				-29%		-36%	+2%		-4%
品牌使用&加盟管理费	612.12		18.18	761.36		20.19	921.93		22.82
				+24%		+11%	+21%		+13%

	2021H1			2022H1					
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入
线下自营	646.55		266.07	567.07		241.31			
				-12%		-9%			
黄金产品	517.66	243	213.03	487.04	235	207.25			
				-6%	-3%	-3%			
镶嵌产品	99.14		40.80	62.46		26.58			
				-37%		-35%			
线下加盟	1581.82		39.85	3802.71		89.39			
				+140%		+124%			
黄金产品	376.66		9.49	2990.14		70.29			
				+694%	4254	+641%			
镶嵌产品	765.62	3969	19.29	398.60	+7%	9.37			
				-48%		-51%			
品牌使用&加盟管理费	438.97		11.06	413.49		9.72			
				-6%		-12%			

周生生

	2019			2020			2021		
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入
线下直营				-9%		-16%	+71%		+44%
黄金产品				-17%	653	-23%	+97%	775	+66%
镶嵌产品		606		-4%	+8%	-11%	+15%	+19%	-3%
钟表				+106%		+91%	+107%		+74%
	2021H1			2022H1					
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入
线下直营				+7%	685	-9%			
黄金产品		803		+13%	+17%	-4%			

镶嵌产品			-3%				-17%		
钟表			-11%				-24%		

曼卡龙

	2019			2020			2021		
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入
线下自营	631.69		709.76	486.01		528.27	633.59		674.03
				-23%		-26%	+30%		+28%
黄金产品	395.92	89	444.85	310.10	92	337.06	464.75	94	494.42
				-22%	+3%	-24%	+50%	+2%	+47%
镶嵌产品	235.77		264.91	175.91		191.21	168.83		179.61
				-25%		-28%	-4%		-6%
线下加盟	233.09		337.82	213.91		310.02	348.45		405.18
				-8%		-8%	+63%		+31%
黄金产品	156.80	69	227.25	150.30	69	217.82	266.45	86	309.82
				-4%	0%	-4%	+77%	+25%	+42%
镶嵌产品	76.29		110.57	63.62		92.20	82.01		95.36
				-17%		-17%	+29%		+3%

	2021H1			2022H1			总收入	门店数量	同店收入
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入			
线下自营	344.11	93	370.01	317.73	101	316.15			
				-8%	+8%	-15%			
线下加盟	164.72	83	199.66	178.41	113	157.89			
				+8%	+37%	-21%			

潮宏基

	2019			2020			2021		
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入
线下直营	2206.41	549	402.26	1760.93	491	359.01	2242.71	410	547.67
				-20%	-11%	-11%	+27%	-17%	+53%
线下联营	742.40	391	190.12	726.91	493	147.60	1343.59	626	214.63
				-2%	+26%	-22%	+85%	+27%	+45%
	2021H1			2022H1			总收入	门店数量	同店收入
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入			
线下直营	1227.26	441	278.29	1052.03	356	295.52			
				-14%	-19%	+6%			
线下联营	580.00	558	103.94	569.14	731	77.86			
				-2%	+31%	-25%			

迪阿股份

	2019			2020			2021		
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入
线下直营		257		2037.74	284	717.51	3673.66	361	1017.63
					+11%		+80%	+27%	+42%
线下联营		20		187.28	27	693.63	321.69	33	974.82

			+38%			+72%			+22%			+41%			
2021H1			2022H1												
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入
线下直营	1898.67	334	568.46	1680.42	453	370.95									
				-11%	+36%	-35%									
线下联营	159.52	28	569.72	161.28	44	366.55									
				+1%	+57%	-36%									
莱绅通灵															
2019			2020			2021									
	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入	总收入	门店数量	同店收入
线下直营	1073.23	284	377.90	1030.66	288	357.87	987.38	300	329.13						
				-4%	+1%	-5%	-4%	+4%	-8%						
线下联营	222.53	400	55.70	175.58	321	54.78	184.20	267	69.12						
				-21%	-20%	-2%	+5%	-17%	+26%						

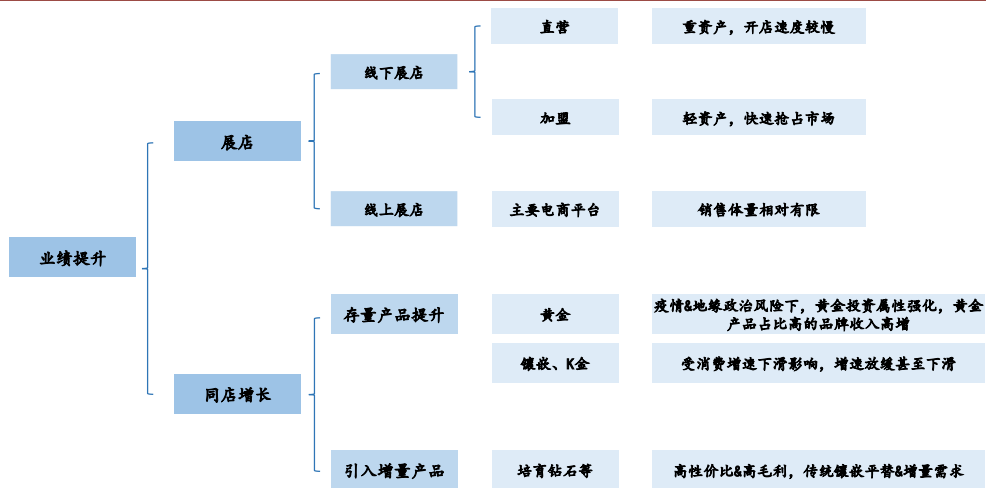
数据来源: Wind, 财通证券研究所

注: 灰色斜体数据为同比增长率; 此处门店数量为报告期“平均门店”

8.2.3 线下消费复苏受益标的: 高速展店&高 ROE

疫情期间高速展店公司将在消费复苏阶段抢占更多市场, 高 ROE 代表更优的产品结构与盈利能力, 可选消费复苏特别是高毛利的首饰金、镶嵌产品消费提升将带动公司业绩提升。

图83.珠宝公司业绩增长逻辑导图



数据来源: 财通证券研究所整理

表45.头部品牌疫情期间保持高速展店

品牌	门店数量 (2021)			2021 年展店	2022H1 展店
	自营	加盟	合计		
周大福 (2022Q1)	-	-	5459	+1760	未披露
老凤祥	171	4759	4929	+479	+110
中国黄金	91	3630	3721	+561	未披露
周生生	775	-	775	+184	+18
莱百股份	58	0	58	+20	+6
周大生 (2022Q1)	231	4273	4504	-315	+23
潮宏基	365	711	1076	+81	+22
萃华珠宝	24	492	516	+5	-3
明牌珠宝	-	107	超千家	+58	+71
曼卡龙	29	104	133	+36	+3
迪阿股份	420	41	461	+108	+91
莱绅通灵	302	244	546	-82	-27

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

表46.不同珠宝品牌盈利路径选择对比 (2021)

企业名称	产品结构	销售模式	毛利率	销售费用率	净利率	存货周转率 (次)	ROE
周大福	-	加盟为主	22.58%	10.60%	6.93%	1.53	20.85%
老凤祥	-	加盟为主	9.02%	1.36%	4.17%	4.43	21.87%
中国黄金	黄金 98.65%	加盟为主	2.94%	0.91%	1.57%	12.60	13.52%
周生生	黄金饰品及产品 71%、镶嵌珠宝 16%、铂金/K金饰品 6%、钟表 7%	全部自营	25.3%	74.7%	2.9%	1.63	5.19%
莱百股份	黄金饰品 39.09%、贵金属投资产品 49.21%、贵金属文化产品 9.97%、钻石珠宝饰品 1.65%	自营为主	11.34%	3%	3.50%	4.15	16.93%
周大生	镶嵌饰品 24.34%、素金饰品 60.79%	加盟为主	26.60%	7.61%	13.35%	2.59	21.92%
潮宏基	时尚珠宝首饰 55.94%、传统黄金首饰 37.56%	自营为主	32.25%	18.41%	7.67%	1.25	10.08%
萃华珠宝	黄金产品 92.7%、铂金产品 0.08%、镶嵌产品 1.22%	加盟为主	7.05%	10.62%	0.91%	1.63	2.67%
明牌珠宝	黄金饰品 93.11%、铂金饰品 1.31%、	加盟为主	11.58%	7.27%	3.85%	1.70	11.58%

	镶嵌饰品 4.72%、 其他 0.86%						
曼卡龙	黄金 44.06%、钻石 7.09%	自营/加盟 各半	56.32%	8.6%	5.6%	2.27	10.80%
迪阿股份	珠宝首饰 97.87%	全部自营	70.63%	31.98%	27.74%	3.75	32.61%
莱绅通灵	钻石镶嵌 93.15%、 翡翠 3.51%、素金 饰品 1.74%	自营为主	54.95%	37.96%	2.88%	0.39	1.68%

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

9 美妆板块：行业分化格局已定，后续复苏后将进一步加速分化

我们复盘了 2020 年及 22 年以来疫情对美妆行业的影响及行业数据表现，我们看到疫情对行业的影响主要体现在如下几个方面：1) 线下受到的冲击较为严重，从生产、仓储、物流、线下门店等多方面受到打击；2) 线下功能加速向线上转移，头部企业快速进行线上多渠道布局；3) 消费者购买考虑因素产生变化，性价比更高的国货成长迅速；4) 疫情加速了行业的洗牌，头部韧性强，行业分化进一步加剧。

展望后续，我们认为当下时点，疫情防控趋于常态化，在严密布局防控能力下，疫情反弹概率较小，从线下客流数据端，已嗅到逐步复苏迹象，后续疫情给美妆行业带来的负面影响逐步消除，在头部企业已经经过疫情洗礼，强化线上布局背景下，我们认为后续复苏后，行业内部将进一步加速分化。

9.1 美妆行业复盘：两轮疫情对行业影响有所区别，内部分化持续

1) 2020 年疫情：推动美妆线上发展。20 年疫情加速了美妆线上发展，化妆品社零在几个关键大促月份均有良好增长表现，20 年 6 月同比+20.5%，11 月份同比增长 32.3%；

2) 2022 年疫情：疫情扰动下带来消费信心有所下滑，化妆品零售额增速下滑。22 年 1-10 月化妆品零售额累计同比下滑 2.80%，具体来看，4 月/5 月同比下降 22%/11%，6 月同比上升 8.1%，7 月/8 月同比+0.7%/-6.4%，9 月同比-3.1%，10 月同比-3.7%。

图84.限额以上化妆品零售总额增速（%）

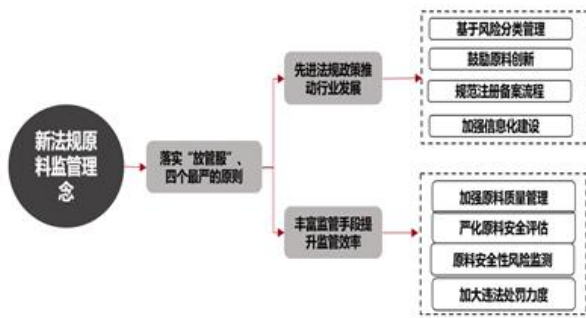


数据来源：Wind、财通证券研究所

与此同时，我们也看到了从 20 年至今，行业内部正持续走向分化。具体来看：

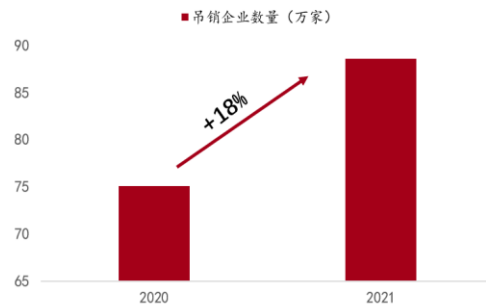
1) 中小企业在新规&疫情等多因素下加速出清。据企查查，2021 年美妆相关企业（企业名称、经营范围、品牌名含化妆品的企业）共吊销注销 88.6 万余家，同比增长 18%；22 年上半年，化妆品零售相关企业吊销注销数量为 26.3 万家，美妆集合店相关企业吊销注销数量 882 家，其中 3 月吊销注销量增速达到期内峰值；期间行业也经历了 21 年 1 月新版《化妆品管理条例》的实施，行业超头的缺失，疫情进一步加速了缺乏合规生产条件的中小企业出清速度。

图85.新规原料监管理念



数据来源：国家药监局、财通证券研究所

图86.2020-2021 美妆相关企业吊销执照数量



数据来源：企查查、财通证券研究所

2) 头部国货美妆企业韧性足，持续高速增长。国货美妆品牌发力功效型护肤，以薇诺娜为代表的国货品牌加速布局功效型护肤赛道，大力加码研发投入用于成分、功效、产品研发，疫情下向内修炼产品力，赢得消费者青睐。22H1 珀莱雅旗下主品牌/彩棠分别实现营收 21.28/2.32 亿元，同比+43.1%/110.6%，22Q3 公司利润仍实现约 44%高速增长；华熙生物旗下润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活实现营收 6.45/6.04/2.61/4.85 亿元，同比+31.2%/65.4%/67.5%/445.8%，其中 BM 肌活依托酵母系列大单品放量，实现快速增长，进入 Q3，功能性护肤品业务延续高增长态势，抖音渠道销售额涨势较好；鲁商发展今年前三季度旗下颐莲/瑷尔博士实现营收 3.88/5.25 亿元，同比+26%/53%；

表47.头部国货美妆品牌 22H1&22Q3 表现亮眼

	2021 年		2022H1		2022Q3	
	收入 (亿元)	同比	收入 (亿元)	同比	收入 (亿元)	同比
贝泰妮	40.22	52.6%	20.50	45.2%	8.46	20.7%
珀莱雅	46.33	23.5%	26.26	36.9%	13.36	22%

华熙生物-功能性护肤品板块	33.19	146.6%	21.27	77.2%	-	-
鲁商发展-化妆品板块	14.95	117.0%	10.12	62.3%	4.2	19%

数据来源：各公司公告、财通证券研究所

从今年双十一表现来看，头部国货品牌表现靓丽，国际大牌整体承压较大。头部国货品牌薇诺娜、珀莱雅、夸迪销售额同比增速表现亮眼。欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等国际大牌增速平淡，部分国货品牌增速放缓。

表 48. 2022 双十一国内外核心品牌表现

公司	品牌	22 年截至 11 月 11 日	21 年双十一	同比
		销售额 (亿元)	销售额 (亿元)	
贝泰妮	薇诺娜	18.00	14.07	27.93%
珀莱雅	珀莱雅	15.00	8.59	74.62%
	彩棠	1.31	0.92	42.39%
上海家化	玉泽	0.84	4.87	-82.75%
	夸迪	7.82	3.80	105.79%
华熙生物	BM-肌活	0.50	0.56	-10.71%
	米蓓尔	1.49	1.04	43.27%
	润百颜	1.25	1.68	-25.60%
鲁商发展	瑗尔博士	1.41	/	
	欧莱雅	26.00	25.80	0.78%
	雅诗兰黛	17.32	21.38	-18.99%
国际大牌	兰蔻	18.35	20.13	-8.83%
	OLAY	15.06	6.12	146.08%
	修丽可	7.70	5.88	30.95%
	雅漾	1.66	1.78	-6.74%
	自然堂	5.78	6.43	-10.06%
其他国产品牌	百雀羚	1.78	3.11	-42.77%
	韩束	1.49	1.69	-11.83%
	花西子	2.97	3.12	-4.81%
	逐本	2.68	1.91	40.31%

数据来源：魔镜数据，财通证券研究所

9.2 疫情对美妆行业的影响

具体来看疫情对美妆行业的影响，主要体现在如下几个方面：

➤ 影响 1：线下功能向线上转移

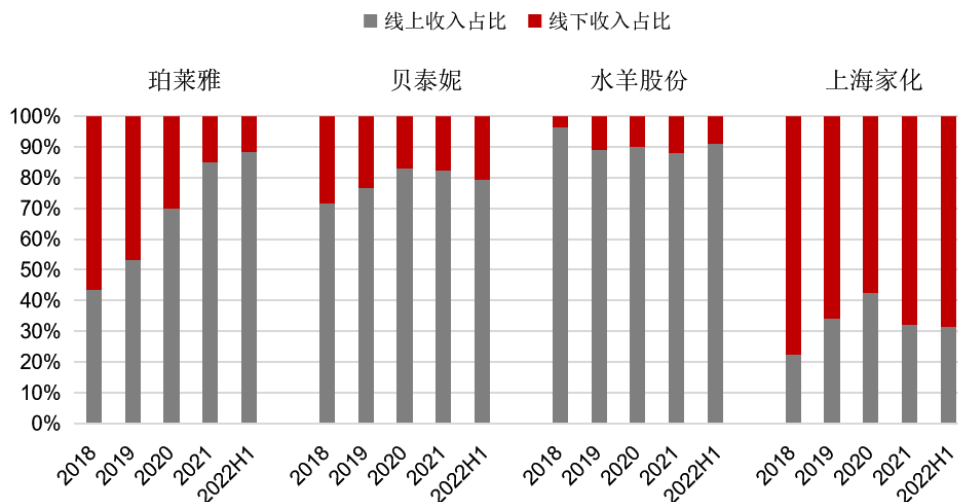
线上成为美妆企业核心渠道。受疫情影响，美妆实体门店流量减少甚至存在管控停业风险，促使化妆品企业积极转向线上渠道挖掘流量，渠道和品牌逐步线上化。直播带货崛起，成为重要渠道工具，2020年疫情下，化妆品作为短视频、直播链接电商销售的最核心品类之一，将受益疫情驱动的新数字化营销流量集中。消费者于疫情期间在家观看更多直播带货，品牌方营销投放重点亦逐步从线下转向线上。22年以来，随着传统电商平台红利消退，抖音、快手等兴趣电商占据重要直播带货渠道地位。

表49. 2021年以来部分美妆品牌线下门店关闭情况

品牌	市场情况	所属集团
美宝莲	将陆续关闭中国所有线下门店	欧莱雅
悦诗风吟	大幅缩减中国地区门店数量	爱茉莉太平洋
伊蒂之屋	关停中国线下门店	爱茉莉太平洋
sensillis	停运	DERMOFARM
K-BRIGHT 科倍丽	停止在中国市场运营	联合利华
KATE 凯朵	线下专柜清仓折扣	花王集团
CocokaraFine 可开嘉来	将全面退出中国市场	/

数据来源：CNBData、财通证券研究所

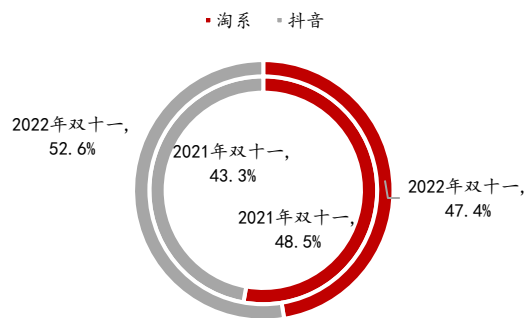
图87.美妆主要个股渠道占比



数据来源：公司公告、财通证券研究所

聚焦美妆个护品类，抖音电商近期增长表现优于淘系平台，以抖音为代表的直播和短视频带货已经是美妆行业的主场营销及销售场景。从 618 数据来看，21 年 6 月全月抖音电商 GMV 占淘系+抖音总体的 12.28%，22 年截至 6.15 日，抖音电商 GMV 总体占比已上升至 20%。美妆品牌运营的中心从“全网营销天猫成交”，正在转化变为以抖音为代表的各社媒平台的闭环电商；从今年双十一数据来看，直播电商实现销售额 1814 亿，同比增长 146%，去年为 737.6 亿，抖音成为市占率第一的直播平台。

图 88. 淘系与抖音平台双十一 GMV 占比对比（单位：%）



数据来源：公司公告、晚点 latepost、星图数据、财通证券研究所

➤ 影响 2：消费者更注重健康安全，功效性国货品牌迎来机会

疫情导致消费者更关心产品功效及健康安全性。外部环境、生活压力及情绪问题等多种因素均易引起皮肤问题，同时长期佩戴口罩导致泛红、敏感、痤疮等皮肤问题多发，“成分党”等关注成分、功效的理性消费者群体比例上升。根据 CBNDData，2020 年疫情前消费者美妆个护品类购买动机讨论比例中，健康安全的比例仅占 7.2%，疫情后该比例上升至 27.0%，同比+19.8pct，健康性、安全性已成为美妆消费者主要心理动机。

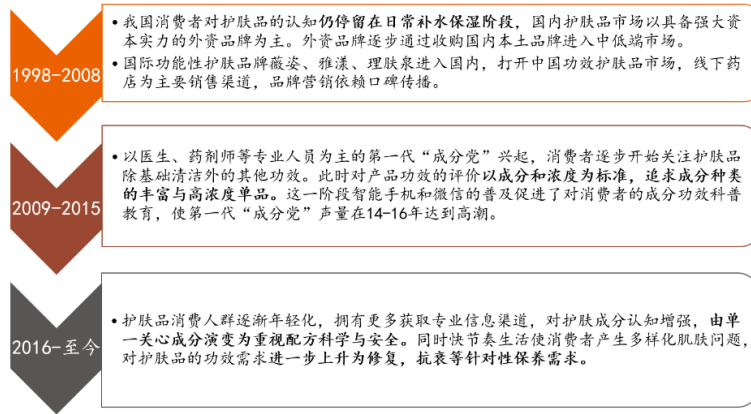
头部国货美妆企业韧性足，持续高速增长。国货美妆品牌发力功效型护肤，以薇诺娜为代表的国货品牌加速布局功效型护肤赛道，大力加码研发投入用于成分、功效、产品研发，疫情下向内修炼产品力，赢得消费者青睐。

图89.薇诺娜核心四大成分

成分名	生长环境	功效	成分图片
青刺果	生长在3200米海拔的香格里拉雪山上	含人体所需的不饱和脂肪酸，能促进皮肤角质形成细胞合成神经酰胺及透明质酸，主动修护受损皮肤屏障	
马齿苋	一年生草本植物、耐旱耐涝	薇诺娜利用专利萃取提取马齿苋精华，利用其消炎、抗敏的作用，有效缓解肌肤受到的刺激，增强肌肤耐受性、降低敏感度	
云南山茶	生长在2800米滇中草原和云南西部山地	花瓣萃取物可润白亮泽肌肤、富含含维生素、不饱和脂肪酸，可以深层滋养水润肌肤	
云南重楼	生长在3100米海拔的潮湿荫蔽深山中	从云南重楼提取到的甾体皂苷，直击痘痘根源，阻隔致痘源污染，对抗各种诱发因素	

数据来源：Wind、财通证券研究所

图90.中国消费者功效护肤理念培养过程



数据来源：艾瑞咨询、中国质量报、微热点研究院、TalkingData、财通证券研究所

国货更具性价比，功能优势提升。受疫情防控常态化和全球经济格局变化等因素叠加影响，今年双十一消费者线上购物变得更加理性，比起品牌光环，消费者更注重产品的功效与性价比。国货品牌性价比更高，获得消费者更多的青睐；从今年双十一数据来看，薇诺娜、珀莱雅、夸迪价格带在 250-500 元之间，定位于大众护肤品价格带，整体较国际大牌修丽可、雅诗兰黛等较低。

表50.国内外美妆护肤品牌双十一销售均价

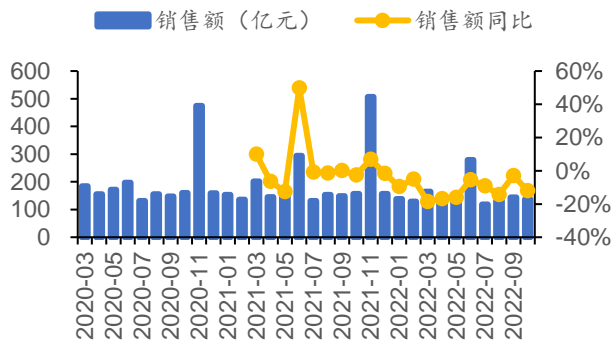
	护肤品牌排名	均价 (元)
国货品牌	薇诺娜	294
	珀莱雅	344
	夸迪	462
国际大牌	欧莱雅	341
	雅诗兰黛	789
	兰蔻	920
	OLAY	330
	修丽可	1011
	SK-II	1267

数据来源：魔镜数据，财通证券研究所

➤ 影响3：彩妆品类负面冲击高于护肤

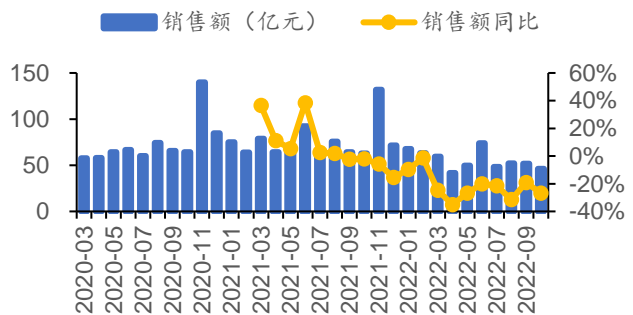
疫情导致外出减少，彩妆整体使用下降，同时彩妆品类相比护肤品类更具可选属性，受疫情影响弹性较大。疫情反复佩戴口罩、居家场景增多，以彩妆为主的化妆品使用频率大幅降低。居家时间较长导致护肤品使用频率整体变少，但由于护肤“刚需”性质相对较强，下降程度小于彩妆。

图91.天猫+淘宝美容护肤/美体/精油品类销售额



数据来源：魔镜、财通证券研究所

图92.天猫+淘宝香水/彩妆/美妆工具品类销售额



数据来源：魔镜、财通证券研究所

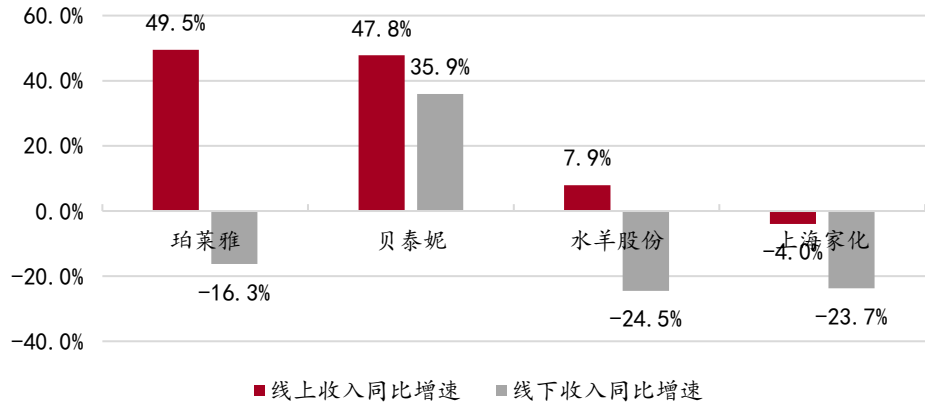
9.3 公司：线上成为核心渠道，加速布局兴趣电商

主要美妆企业线下渠道受疫情冲击较大，线上保持高增速。22H1 珀莱雅、贝泰妮、水羊股份、上海家化线上收入分别占总收入 88.3%/79.4%/91.1%/33.5%，线上收入同比+49.5%/47.8%/7.9%/-23.7%。线下增速中，除贝泰妮实现 35.9%的正向高增长，其余均呈现负增速，主要系疫情管控对店铺人流量带来负面影响，贝泰妮的突围主要系线下 OTC 渠道的专业性带来差异化竞争机会。我们认为疫情持续导致美妆企业线下销售功能向线上做部分转移。

另外，为剖析疫情对美妆企业的影响，我们以大本营位于上海的上海家化为例，其 22 年 3 月以来受疫情影响，在生产、物流、渠道等方面分别遭遇工厂停工、仓库封闭物流受限、线下零售终端闭店等多重不利情况，线下、线上业务受到不同程度冲击。1) 生产：工厂停工及相关原材料配套无法跟上，导致产能利用率下降；2) 物流：公司主要仓库位于长三角地区，仓库封闭引起的物流受限导致线下、线上部分销售订单无法履约，线上订单退货比例增加，通过外地仓库临时调配造成供应链成本上升；3) 渠道：线下零售终端闭店影响终端动销；线上业务因物流停滞及后期运力不足，影响了品牌招新蓄水举措的实施。受上述因素综合影响，2022 年上半年公司营业收入同比下降 11.76%。其他公司如贝泰妮、华熙生物、珀莱雅等，均不同程度受到疫情带来的负面影响，在物流、生产、推新方面有所延迟。

在此背景下，各品牌线上成为核心销售渠道，线下不同程度受到疫情影响，从今年上半年美妆公司渠道增速来看，珀莱雅、贝泰妮、水羊线上均取得正向增长，除贝泰妮凭借 OTC 渠道的持续发力带动线下增速提升之外，其他公司线下增速均为负。

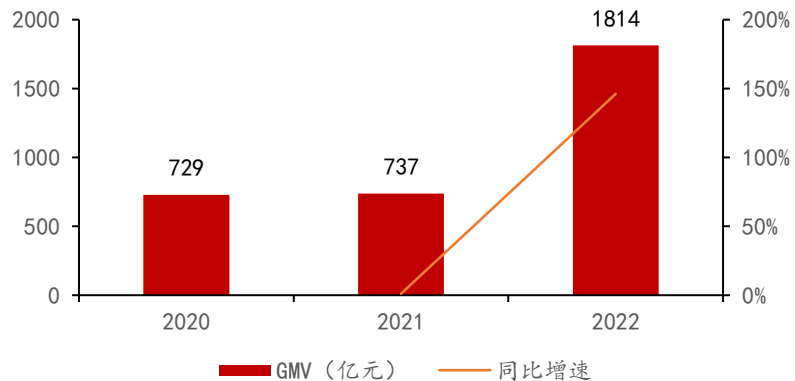
图93.22H1 美妆主要个股分渠道增速



数据来源：公司公告、财通证券研究所

传统电商红利衰退、增速趋缓的背景下，抖音凭借内容电商快速发展。从今年双十一直播数据来看，今年直播电商格局洗牌，抖音快速成长：前三甲分别为抖音、点淘、快手；去年排名顺序为点淘、快手、抖音；抖音增长快速，淘系直播受到超头震荡影响竞争能力有所下降，抖音则呈现百花齐放、做大做强的局面。各大美妆品牌加速布局抖音渠道。以抖音为代表的兴趣电商平台兼具“传播+销售”特性，成为众多美妆品牌关注的新兴赛道。同时美妆赛道竞争日益激烈，线上渠道运营要求提升，精细化、差异化手段提升效率成为美妆品牌在渠道运营中的重要关切点。从体量来看，国内品牌中珀莱雅、薇诺娜、花西子基于品牌知名度及布局时间等优势，分别于22年1-9月实现GMV约7.8/5.7/9.9亿元，领跑美妆抖音赛道；

图94.2022年双十一直播电商大盘



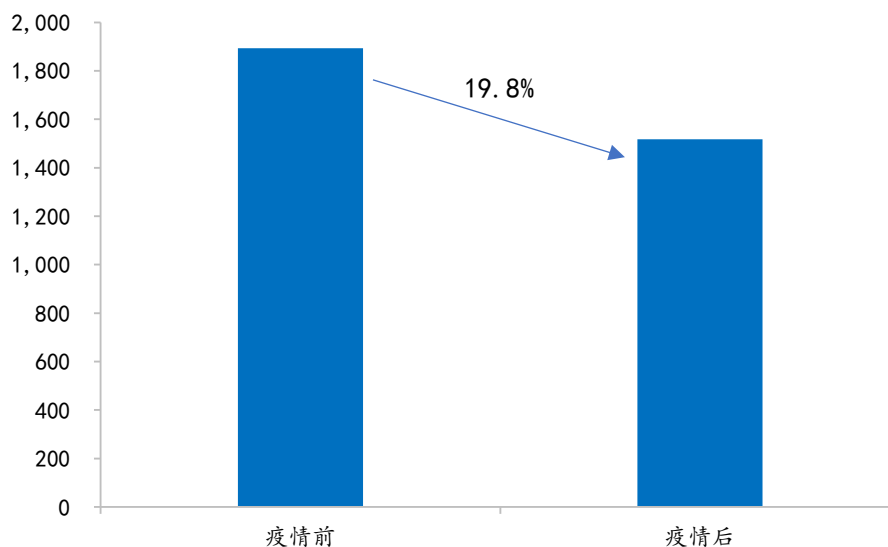
数据来源：公司公告、财通证券研究所

10 医美板块：轻医美加速占据市场份额

10.1 行业：线下受冲击严重，机构客流大幅下降

疫情对医美行业带来冲击。线下医美消费场景受各地疫情反复制约，机构获客难度大幅上升、经营困难。根据弗若斯特沙利文，2020年疫情前中国医美市场规模未1893亿元，疫情后缩水至1518亿元，下降19.8%。

图95.疫情下中国医美市场规模缩水超300亿元

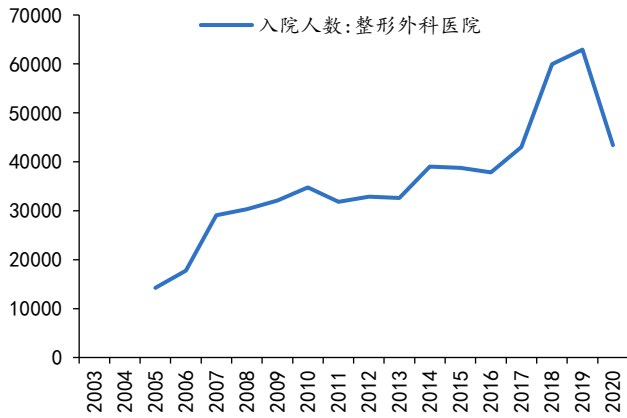


数据来源：弗若斯特沙利文、财通证券研究所

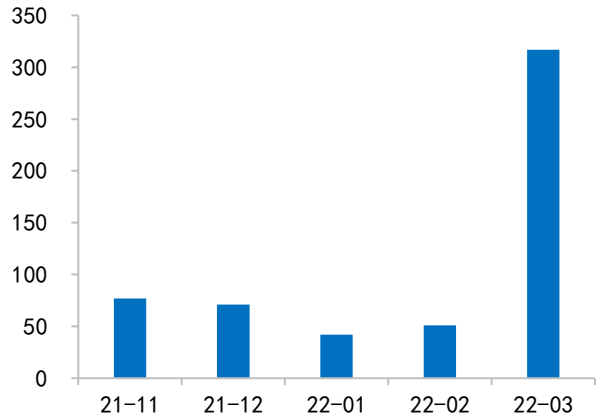
➤ 影响1：线下医美机构流量锐减

防疫政策限制人员流动，机构端受冲击程度较大。疫情反复下，封锁影响对客流造成较大冲击，1)需求端来看，由于限制人员流动，部分医美项目无法进行，尤其手术类医美项目风险大，周期长，极度依赖线下面诊和医生技术，造成机构营收受挫；2)供给端来看，医美机构举办活动、促销引流、客户上门咨询等营销手段受到阻碍，主要依靠私域进行老客运转，获新客难度大幅提升。

医美行业受疫情冲击明显，部分终端机构停业。受疫情影响，三大区域医美终端机构陆续进入停业期，医美产业链整体受到一定冲击。本轮疫情对一线/新一线城市影响较大，疫情封锁下，华南、华东、东北区域医美终端机构陆续进入停业期，其中北京、上海、成都分别为全国医美市场规模前三的城市。参考2020年疫情影响，不少医美机构因经营不善开始出售转让。天眼查数据显示，2020年医美企业年度注销企业数达到1709家（截至12月中旬）。

图96.2020年整形医院入院人数骤降（人）


数据来源：中国卫生健康统计年鉴、智研咨询、财通证券研究所

图97.2020年疫情后诊所转让数大幅上升（家）


数据来源：诊锁界、财通证券研究所

表51.22Q2 国内各地医美机构受疫情影响情况

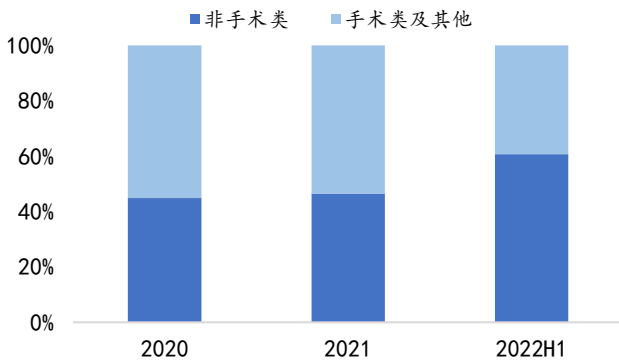
区域	Q2 疫情影响
上海	4-5月终端机构停业，影响较大
北京	朝阳、海淀等区域部分机构停业约1个月，且因区域防疫政策较严，对医美客流量也有一定影响
成都、深圳、西安、杭州、南京、武汉、青岛、重庆	疫情控制情况良好，终端医美机构基本未停业
苏州	4月停业约1个月
香港	4月21日放宽社交限制，电影院、美容院等重新营业，并恢复本地游；宣布在5月进一步放宽社交管控

数据来源：AMWC 世界抗衰老大会、财通证券研究所

➤ 影响 2：非手术类轻医美项目逆势而上，2022 年上半年占比超六成

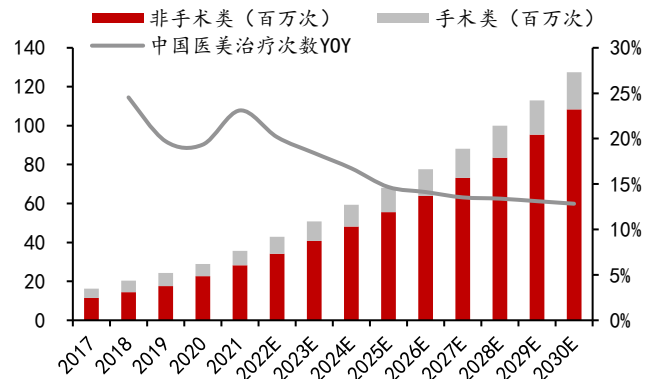
疫情加速轻医美占比提升。轻医美即非手术类项目，包括注射类、光电类及其他项目，因其风险小、费用低、易操作等“轻特性”深受广大消费者青睐。疫情冲击导致消费者收入及消费意愿下滑，而手术类项目客单价较高，均价基本保持在9000元之上，相比之下轻医美项目均价在2000-7000元不等，同时呈现社区化倾向，消费门槛相对较低。从医美线上交易类分布来看，2020-2022H1 轻医美逐渐超越手术类项目，轻医美占比由 44.82% 上升至 60.72%。根据弗若斯特沙利文，2021 年中国非手术类（即轻医美）治疗次数约 2820 万次，较 20 年增长 24.2%，预计 2021-2026E 仍保持 17.8% 的高复合增速，高于手术类的 12.9%。

图98.医美线上交易类分布



数据来源：弗若斯特沙利文、财通证券研究所

图99.中国医美市场规模

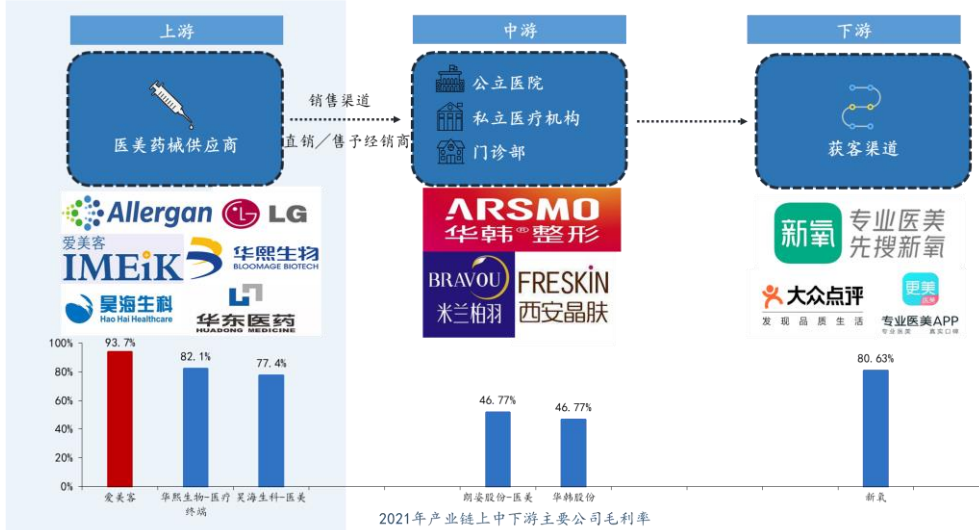


数据来源：弗若斯特沙利文、财通证券研究所

10.2公司：上游药械商韧性较强

相对于医美机构，上游厂商受疫情影响相对较小。医美产业链中，上游药械商占据优势地位，基于技术&资质壁垒，掌握先发优势及较高盈利水平，支持上游厂商在疫情前积攒充足现金流，从而抵抗疫情突发性状况带来的短暂波动，我们认为疫情复苏促进医美消费流量释放，有望拉动上游出货量。

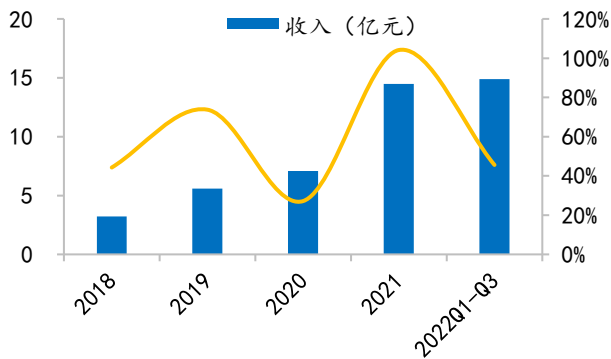
图100.医美产业链布局及毛利率（注：以下柱形图均代表处于相应产业链位置公司的毛利率水平）



数据来源：iFind、公司官网、财通证券研究所

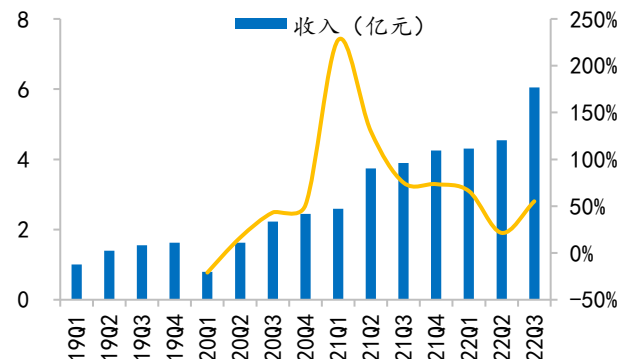
爱美客疫情扰动下增速放缓，保持韧性增长。2020年受疫情影响，爱美客Q1收入同比下降20.98%，但公司迅速调整经营策略，通过线上平台“全轩课堂”进行销售及培训等活动，Q2收入增速转正，同比增长16.26%。爱美客20全年增速27.18%，疫情扰动下实现韧性增长。2021年随疫情常态化，公司收入恢复至14.5亿元，同比增长104%，2022年上半年受北上广等多个一线城市陆续封控影响，Q2增速降至21.4%，承压情况好于20年疫情，22Q3随管控放松增速迅速回升至55.2%。看好疫情复苏形势下，公司基于产品&资质&渠道等多维优势进一步实现稳健增长。

图101.爱美客2020年仍保持27.2%增速



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图102.爱美客20Q1/22Q2两次疫情后恢复迅速



数据来源：公司公告、财通证券研究所

表52.弹性测试结果汇总

	盈利预测	归母净利润 (亿元)	假设估值	备注
珀莱雅	22年	7.5	65.0	主要基于对主品牌产品系列推出进展、第二增长曲线彩棠、OR、悦芙媞进展情况预计，中性假设下主品牌产品推新、营销以及第二增长曲线品牌放量进度均在预期水平，悲观假设主要系行业增长欠佳、消费疲软因素导致，乐观假设下主品牌和新品均展现更快的发展水平，主要基于公司自身品牌力的进一步彰显。
	23年-悲观	8.9	60.0	
	23年-中性	9.3	65.0	
	23年-乐观	9.7	70.0	
	24年-悲观	10.8	60.0	
	24年-中性	11.3	65.0	
贝泰妮	22年	12.2	55.0	中性假设下，薇诺娜品牌维持现有渠道扩张及新品推进计划，AOXMED多品牌战略稳步推进。
	23年-悲观	15.9	45.0	
	23年-中性	16.4	55.0	
	23年-乐观	17.2	60.0	
	24年-悲观	20.5	45.0	
	24年-中性	21.4	55.0	
上海家化	22年	4.7	35.0	中性假设下，公司预计能超额完成修改后股权激励的B目标
	23年-悲观	7.5	30.0	
	23年-中性	8.2	35.0	

	23年-乐观	8.4	40.0	
	24年-悲观	11.1	30.0	
	24年-中性	11.5	35.0	
	24年-乐观	11.9	40.0	
	22年	10.8	60.0	
	23年-悲观	14.1	55.0	
	23年-中性	15.2	60.0	
华熙生物	23年-乐观	15.7	70.0	中性假设下，公司原料业务市占率稳步提升，护肤品业务继续呈现文件增长态势
	24年-悲观	19.7	55.0	
	24年-中性	20.5	60.0	
	24年-乐观	21.2	70.0	
	22年	14.0	86.0	
	23年-悲观	19.9	75.0	
	23年-中性	20.7	85.0	
爱美客	23年-乐观	21.3	90.0	中性假设下，预计濡白天使稳步推进机构拓展；24年预计肉毒进展顺利。
	24年-悲观	27.9	75.0	
	24年-中性	28.6	85.0	
	24年-乐观	29.1	90.0	

数据来源：财通证券研究所

11 零售板块

11.1 从数据看疫情对零售行业的影响

Q3 居民可支配收入增速及消费者信心拐点出现。22 年前三季度，我国城镇居民人均可支配收入为 37482 元，同比增长 4.3%，增速较 22H1 略有回升，但较疫情前 19 年前三季度 7.9% 的增速相比依然较低。根据中国人民银行统计的消费者信心指标，受上海疫情影响 22H1 信心指数再次跌落谷底，22Q3 起出现环比改善。

图103.全国城镇居民人均可支配收入累计同比

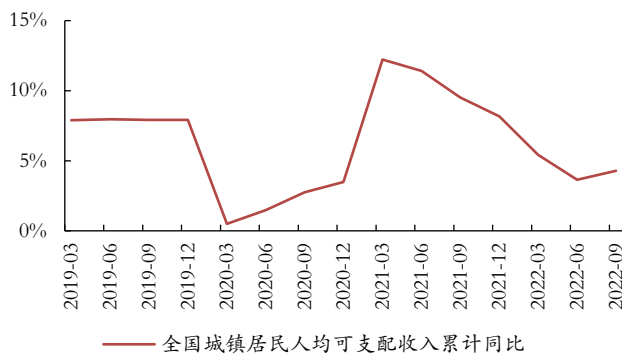
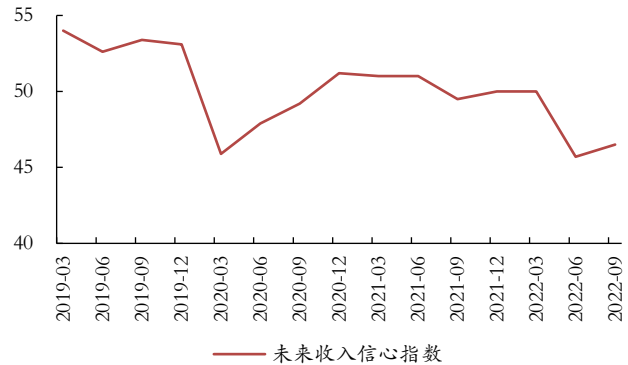


图104.未来收入信心指数 (%)



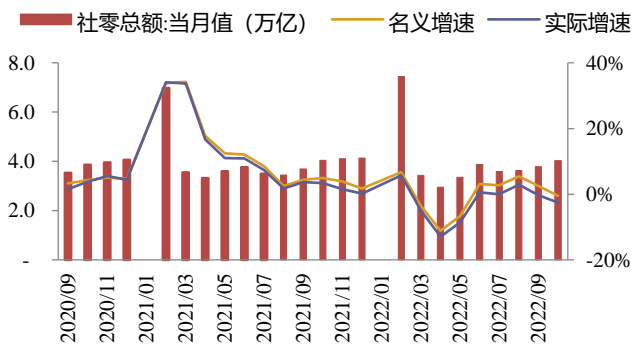
数据来源: Wind, 财通证券研究所

数据来源: Wind, 财通证券研究所

10 月社零环比有所放缓。10 月全国社会消费品零售额 4.03 万亿元 (-0.5%)，增速环比-3.0pct，预计主要系 21 年 10 月高基数及全国疫情多地散发所致，其中限额以上企业 10 月份消费品零售总额 1.43 万亿元 (-0.5%)，增速环比-6.6pct。1-10 月累计来看，全国社会消费品零售额 36.06 万亿元 (+0.6%)。

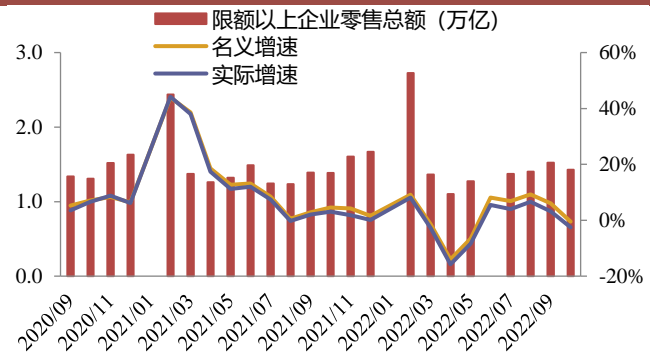
CPI 环比提升,实际社零总额同比出现下滑。10 月全国 CPI 当月同比增速为 2.1%，环比下降 0.7 pct；扣除价格因素后，10 月份全国社零总额同比-2.5%，限额以上企业消费品零售总额同比-2.5%。

图105.全国社会消费品零售额同比增速



数据来源: Wind, 财通证券研究所

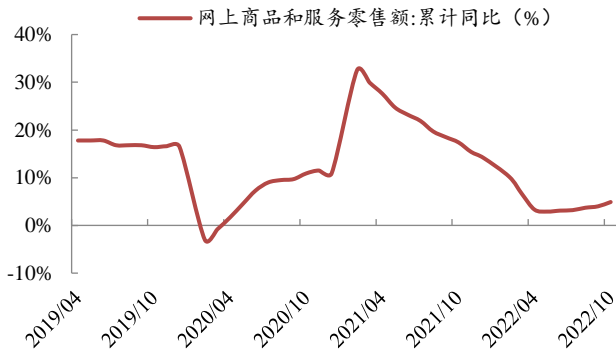
图106.限额以上企业社会消费品零售额同比增速



数据来源: Wind, 财通证券研究所

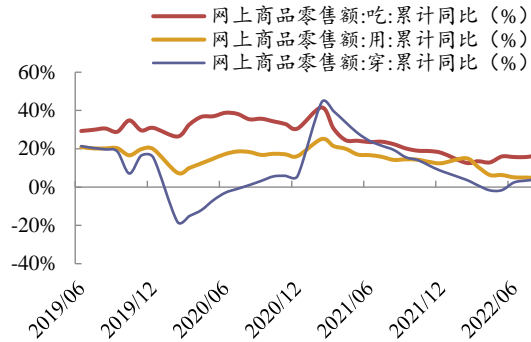
分渠道来看，线上表现稳健，线下场景有待修复。1-10月累计来看全国网上零售额10.95万亿元(+4.9%)，网上社零占比30.4%。线下分业态来看，除专卖店外增速均有放缓。超市/便利店/百货/专业店/专卖店1-10月累计同比+3.7%/+4.6%/-6.8%/+4.6%/+0.7%，除专卖店业态增速环比持平外，其他业态较1-9月增速有所放缓，预计主要受疫情影响，超市增速主要系CPI增速放缓影响。

图107.网上零售额累计同比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图108.线下各业态零售额累计同比



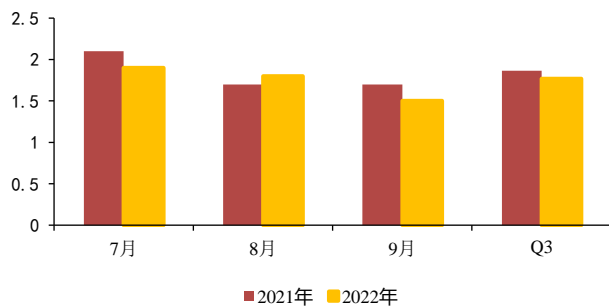
数据来源: Wind, 财通证券研究所

防疫管控优化，消费场景亟待恢复。工信部于6月底将行程卡星号标记移除；7月份国务院发布疫情防控方案第八版将境外人员入境隔离时间由14+7调整为7+3；9月份中国香港地区入境隔离政策由3+4改为0+3。11月份国务院精准防控“二十条”措施发布后，各地亦相应优化、细化防控政策，例如上海市对密接者的管理措施由“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”，并且不再判定密接的密接。上述一系列政策均体现疫情防控措施的有序放宽，伴随消费场景的恢复，消费市场有望出现反弹。

11.2 后疫情时期的零售行业

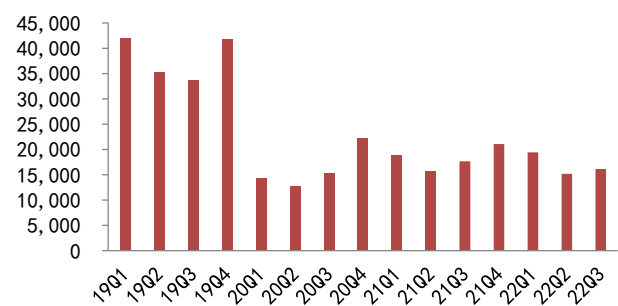
11.2.1 商超百货：静待线下消费复苏

图109.全国购物中心场均日客流人次（万人）



数据来源: 汇客云, 财通证券研究所

图110.申万百货行业整体营收（百万）



数据来源: Wind, 财通证券研究所

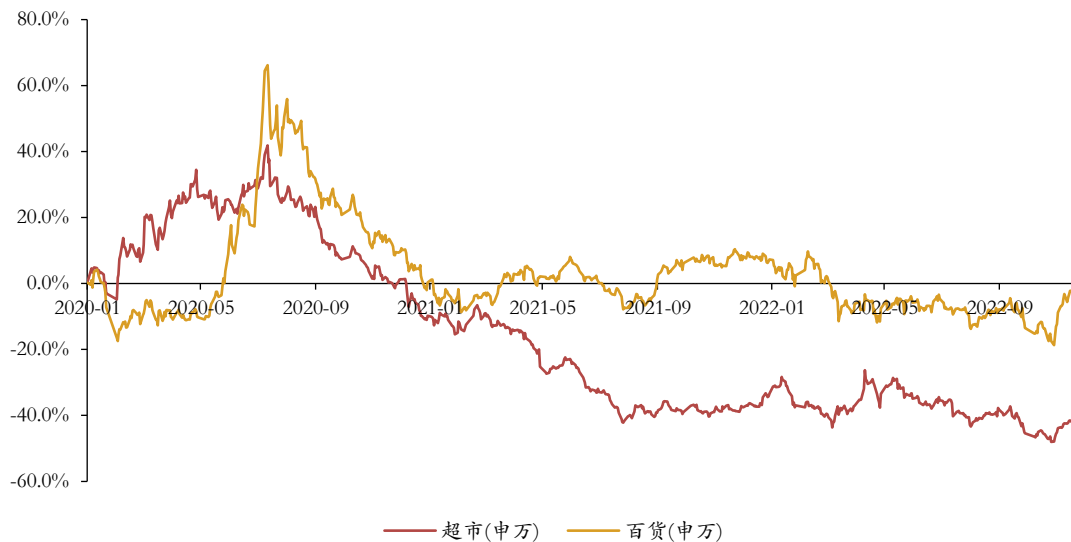
线下客流尚未恢复至疫情前水平,百货购物渠道承压。根据汇客云平台数据显示,2022Q3 全国购物中心场均日客流 1.77 万人次,同比 2021Q3 下降 5%,降幅已经较小,但对比 2019 年 Q3 依然有 31%下滑。受客流下滑影响,百货业态盈利能力下探。

商超经营出现改善。商超必选属性强,疫情期间受损情况小于可选的百货购物渠道,且伴随监管趋严下社区团购的退潮,竞争环境得到改善,叠加通胀因素有望推动同店增长。

传统零售业态精修内功,静待消费复苏。1) 零售业态积极寻求数字化转型,如百货渠道通过直播销售等方式多场景多触角触达用户,商超推动线上线下融合,增强线上线下的相互导流。2) 进一步进行门店优化调整,如 22H1 永辉、家家悦、重庆百货分别开/闭店 20/17、15/26、6/16 家。3) 供应链能力持续提升,如永辉打造立体式生鲜供应链体系,提高源头直采渗透率,家家悦济南商河智慧产业园一期项目推进顺利,进一步加强供应链优势和服务能力。

回顾传统零售板块 2020 年以来走势,20Q1 超市板块疫情期间受益必选属性景气提升,20Q2 伴随疫后消费的复苏百货板块走出修复行情。后续由于社区团购的冲击、疫情的反复带来客流的下降,超市、百货板块开始走低。随着疫情缓和、客流量回升,公司自身竞争力提升叠加消费的复苏,传统零售板块修复潜力值得期待。

图111.超市及百货指数 2020 年以来累计涨跌幅

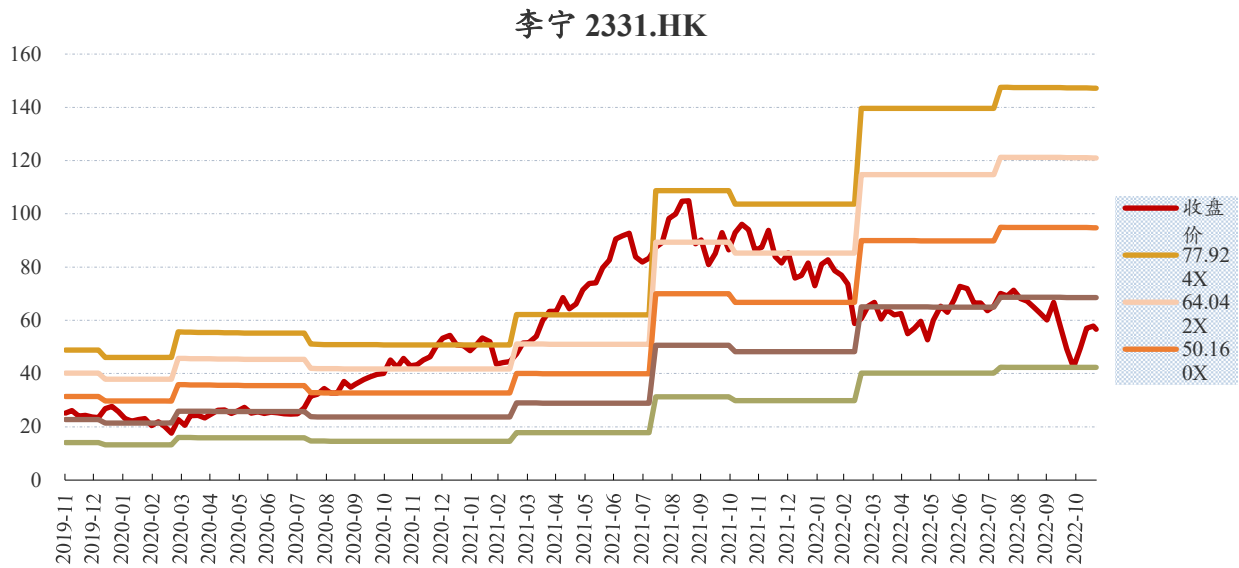


数据来源: Wind, 财通证券研究所

11.2.2 运动服饰：“韧性”和“景气”是关键词

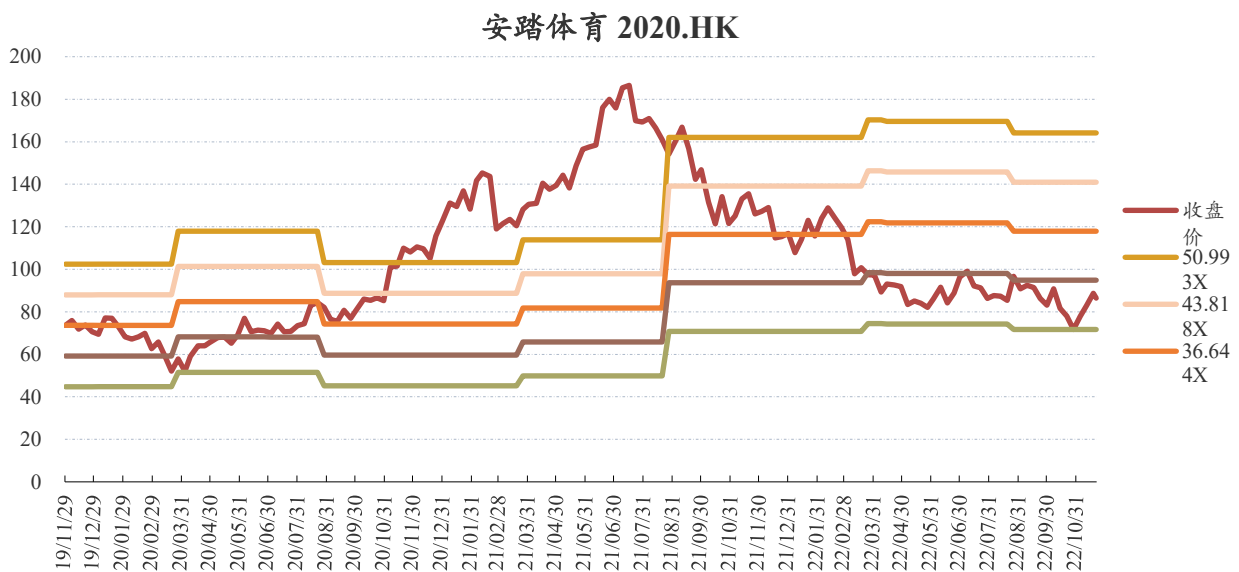
回顾 20 年走势，李宁/安踏/特步股价均在 3 月 20 日达到低点，后续估值开始强劲修复，至 20 年内最高点涨幅分别 203%/136%/67%。估值提升的背后是疫后运动服饰需求提升带来的流水快速恢复、是黑天鹅事件下较高经营质量展现出的抗风险能力及韧性。

图112. 李宁股价及 PE (港元)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图113. 安踏股价及 PE (港元)



数据来源：Wind，财通证券研究所

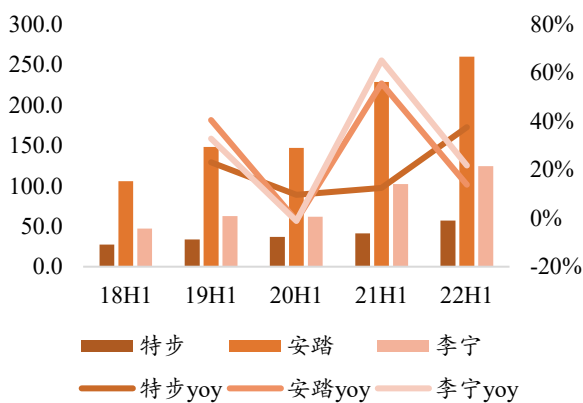
图114.特步股价及PE (港元)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

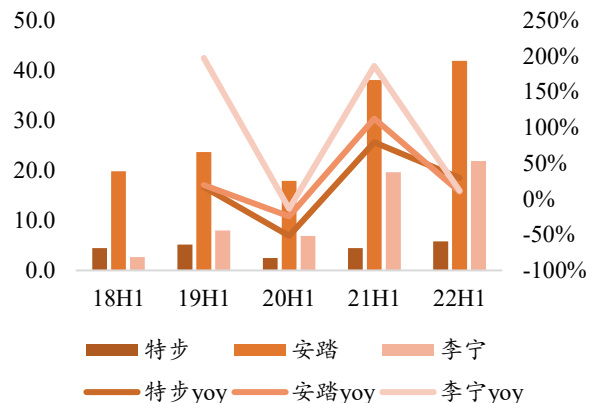
业绩表现来看, 两轮疫情印证运动服饰经营韧性。20H1 疫情影响下, 李宁/安踏/特步收入增速分别-1.2%/-1.0%/9.6%, 受费用刚性影响, 归母净利润增速分别-13.8%/-24.4%/-51.7%。22H1 华北、东北、广深等地区均经历较长时间封控, 且江浙沪物流受阻下对电商销售也造成负面影响, 同时考虑到 21H1 新疆棉事件的高基数, 在此背景下 22H1 李宁/安踏/特步收入+21.7%/+13.8%/+37.5%, 归母净利润+11.6%/-6.6%/+38.4%, 展现出突发事件下运动服饰品牌较强的抗风险能力。

图115.运动服饰品牌营收及增速 (单位: 亿)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

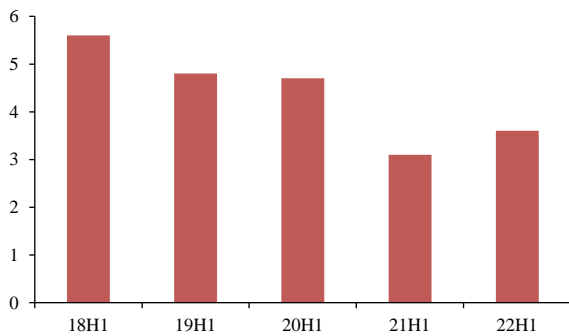
图116.运动服饰品牌归母净利润及增速 (单位: 亿)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

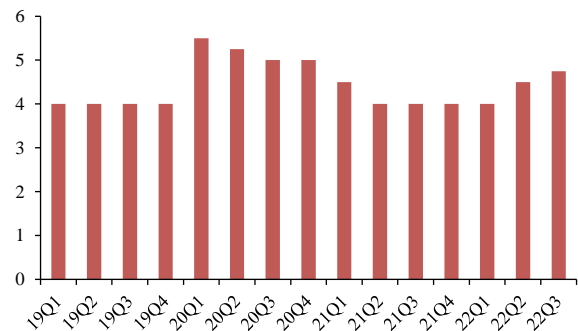
运动服饰头部品牌经营管理能力逐步提升，库存风险可控。2012年前后，在奥运热潮褪去之后，需求的放缓以及前期的粗放式扩张引发了行业的库存危机，而近年来各品牌不断加强对于终端进销存的把控，提升商品效率，在疫情的影响下库存较19年疫情前相比仍然处于可控状态，且低于20年疫情期间水平。根据李宁披露的全渠道库存周转月数，截止22H1其渠道库存约为3.6个月，低于19H1时4.8个月的水平。特步22Q3库存周转月数为4.5-5个月，库存水平较19Q3有所提升，但依然处于可控范围。

图117.李宁渠道库存周转月



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图118.特步零售存货周转月



数据来源：公司公告，财通证券研究所

运动服饰需求较为刚性，流水表现优于服装行业整体。在20Q1、22Q2两轮疫情相对比较严重的时候，服装类零售额增速分别为-34.2%、-10.2%，行业增速均有较大幅度下滑。而运动服饰龙头李宁、安踏、特步在20Q1、22Q2的流水增速均优于行业整体。

运动服饰疫后需求恢复速度快，弹性更佳。复盘20年疫情，3月初全国陆续复工复产，武汉4月8日正式解封，服装类零售额增速于8月转正，运动服饰品牌流水预计5月已恢复正增长。回顾22年上半年，疫情影响下3/4/5月服装类零售额下滑12.7%/22.8%/16.2%，上海5月中旬实现社会面清零，6月全面复工，服装类零售额增速6月转正并实现1.2%微增，运动服饰品牌6月流水已恢复至双位数增长。运动服饰疫后需求反弹速度、幅度优于行业一方面系疫情催化下健身需求提升，另一方面系运动服饰市场集中度较高，消费恢复后头部企业更为受益。

图119.服装类零售额当月同比(%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

表53.头部运动品牌与行业增速对比

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
服装类零售额同比	-34.2%	-8.6%	0.2%	7.0%	51.0%	16.4%	-0.8%	-2.7%	-3.4%	-10.2%	3.0%
安踏	20-25% 下滑	低单位数 下滑	低单位数 增长	低单位数 增长	40-45%增 长	35-40%增 长	10-20%低 段增长	10-20%中 段增长	10-20%高 段增长	中单位数 下滑	中单位数 增长
FILA	中单位 下滑	10-20%低 段增长	20-25%增 长	25-30%增 长	75-80%增 长	30-35%增 长	中单位数 增长	高单位数 增长	中单位数 增长	高单位数 下滑	低双位数 增长
李宁	10-20% 高段下 滑	中单位数 下滑	中单位数 增长	10-20%中 段增长	80-90%高 段增长	90-100% 低段增长	40-50%低 段增长	30-40%低 段增长	20%-30% 高段增长	高单位数 下滑	10-20%中 段增长
特步	20-25% 下滑	低单位数 下滑	中单位数 增长	高单位数 增长	55%增长	30-35%增 长	中双位数 增长	20-25%增 长	30-35%增 长	中双位数 增长	20-25%增 长

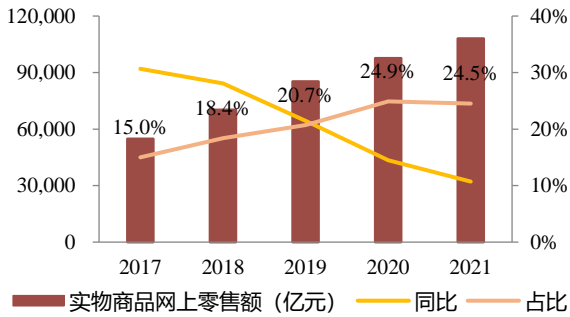
数据来源: Wind, 公司公告, 财通证券研究所

11.2.3 电商: 疫后直播电商发展强劲, 消费复苏前景可期

疫情后居民消费习惯改变, 叠加收入恢复, 22H2 线上消费高景气有望延续。在整体社零总额下滑的背景下, 实物商品线上销售额在 2020 年依旧保持同比正增长, 全年实现 9.8 万亿元, 同比+14.8%, 渗透率提升至 25%, 仍有较大上升空间。2021-2022 年全国各地疫情多发, 线上消费仍然保持强大韧性, 消费者线上消费比例始终维持较高水平且稳步提升。

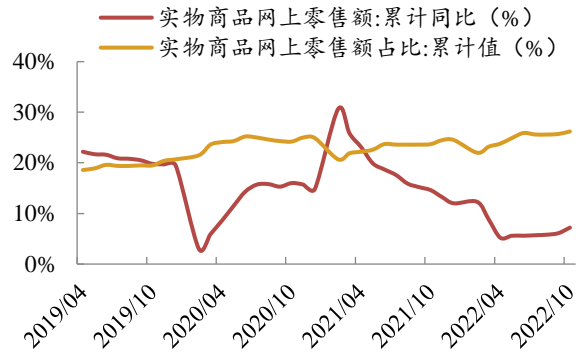
由 2020 年数据可以看出, 消费习惯支撑增速韧性, 线上消费恢复速度远大于线下; 伴随未来疫情对经济的影响逐渐减弱、居民消费能力回升, 基本面支撑下线上零售或将迎来快速放量。

图120.疫情期间线上渗透率提升



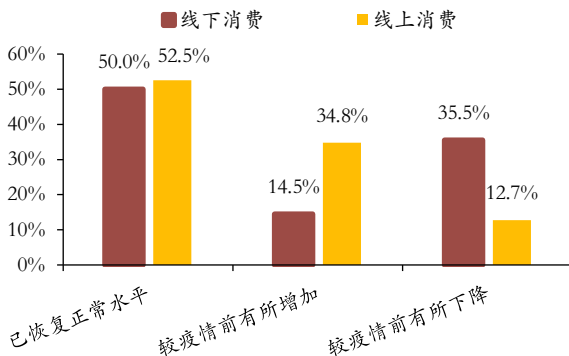
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图121.单月线上商品零售额占比较为稳定



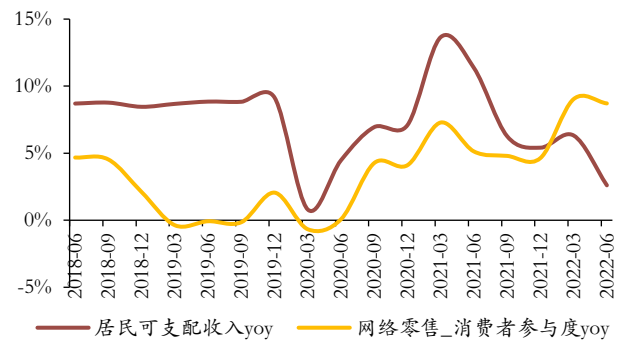
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图122.2020年疫后消费习惯恢复情况调研结果



数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

图123.22H1 消费者网络零售参与度逆势提升



数据来源：国家统计局，中国国际电子商务网，财通证券研究所

传统货架电商增速放缓，直播电商成为线上零售发展新驱动，“多元化+规范化”驱动未来渗透率持续提升。传统货架电商阿里巴巴、京东等占据电商市场绝大多数份额，但增速已逐渐放缓。以京东为例，2022年618期间京东平台交易额为3793亿元，增速仅10.3%。2019年，直播电商伴随抖音、快手等平台兴起，并于2020年实现迅速崛起，2021年占整体线上零售比例达19%，成为线上零售增长新动力；根据艾瑞咨询，2022年直播电商市场规模预计将达到3万亿元，近三年CAGR达到95%。

图124.京东618销售额增速放缓

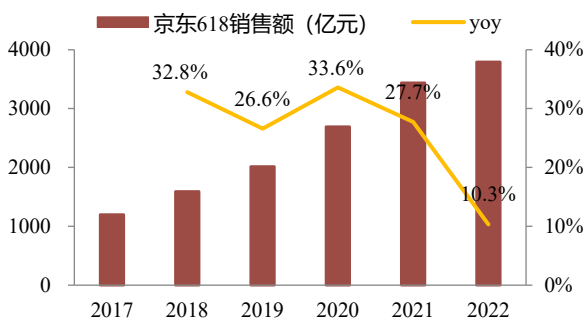
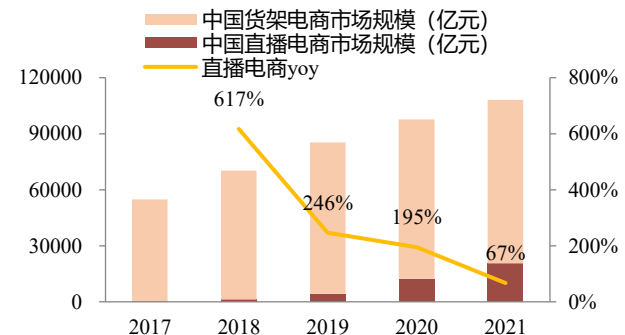


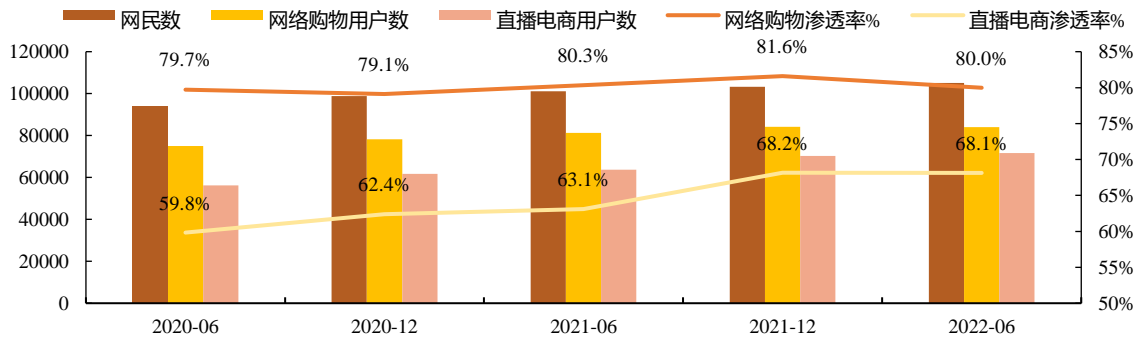
图125.直播电商已成为线上零售增长新动力



数据来源：京东战报，财通证券研究所

数据来源：艾瑞咨询，财通证券研究所

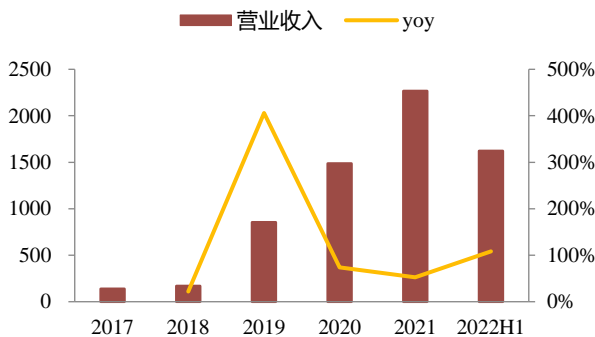
图126.我国网络购物渗透率基本稳定，直播电商渗透率持续提升（万人）



数据来源：CNNIC，财通证券研究所

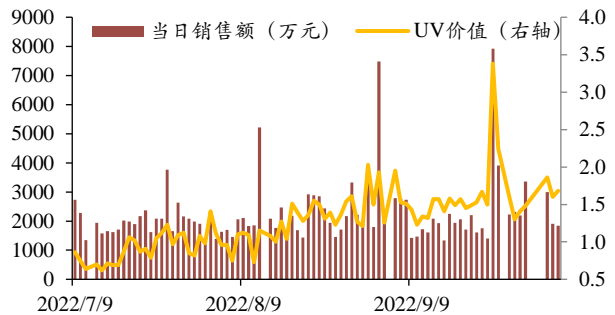
高速成长期内容为王，看好“推星”流程化的遥望网络、以及具备优质主播资产的东方甄选。星期六旗下电商业务遥望网络2020与2021年分别同比+74.0%/52.5%，22H1增速达到108.6%。新东方在线2021年12月开售东方甄选，2022财年取得收入24.6百万元；7-9月东方甄选GMV持续突破，UV价值提升验证高用户粘性。

图127.星期六互联网广告业务增速稳健



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图128.新东方推出直播电商品牌

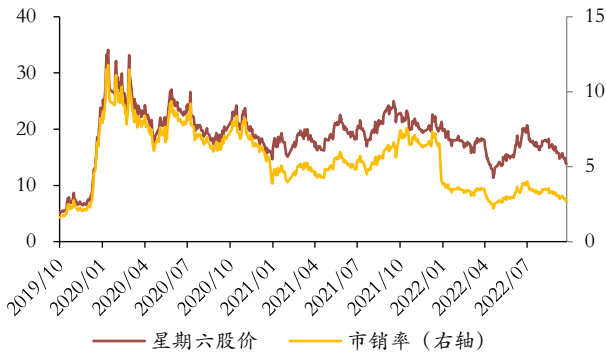


数据来源：蝉妈妈，财通证券研究所

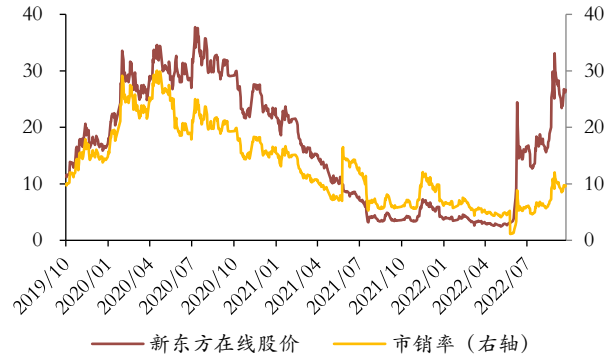
回顾股价走势，星期六与新东方在线均深度受益于直播电商业务，星期六股价于2020年初迎来大幅上涨，新东方在线于2022年5月30日公布2022年财报，股价走势于2022年6月实现反转。估值提升的背后是疫后“兴趣电商”消费习惯的快速渗透、叠加公司业务逻辑的持续验证。

图129.星期六股价及估值情况

图130.新东方推出电商业务后股价逐渐反转



数据来源: Wind, 财通证券研究所



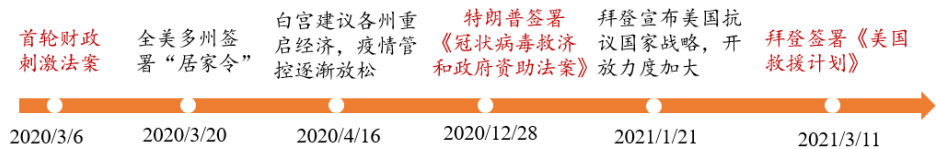
数据来源: Wind, 财通证券研究所

11.3 美国管控放开后复苏情况复盘

11.3.1 宏观: 疫后耐用品快速修复, 服务消费紧跟其后

2020M4 美国初步放开后政策再次收紧, 2021M1 政策再次放松直至全面开放。自 2020 年 3 月 20 日纽约州签署“居家令”以来, 全美多个州陆续进入居家状态; 至 4 月 16 日, 白宫发布指导意见, 建议各州分阶段放松“居家令”并重启经济。但进入 20H2, 由于疫情反复, 全美各地区管控措施又有所收紧, 直到 2021 年 1 月 21 日, 拜登宣布美国抗疫国家战略, 全美各地区再次陆续开放。

图131.美国疫情管理力度逐渐放松



数据来源: 第一财经, 财通证券研究所

财政刺激政策自 2020M3 持续至 2021M3, 共计 6 轮 5.7 万亿美元。为应对疫情带来的经济疲软, 美国政府在 2020 年期间, 自 3 月 6 日后陆续出台财政刺激政策共计 5 轮约 3.9 万亿美元; 在 2021 年期间, 3 月 11 日拜登政府签署《美国救援计划》共计费用约 1.8 万亿美元。

表54.美国政府出台多轮财政刺激法案

法案名称	时间	金额	主要内容
《冠状病毒防备和响应补充拨款法案》	2020/3/6	83 亿美元	补充各州医疗资金、支持疫苗和诊断剂研发等
《家庭优先冠状病毒应对法案》	2020/3/18	1920 亿美元	支持企业带薪病假、提供免费病毒检测、扩大失业保险、增加食品补助等
《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》	2020/3/28	2.3 万亿美元	税收减免、个人救济、企业援助等
《薪资保护计划与优化医疗保健法案》	2020/4/24	4830 亿美元	为中小型企业提供贷款、帮助医院运行以应对新冠肺炎等
《冠状病毒救济和政府资助法案》	2020/12/28	8680 亿美元	失业救济金、PPP 贷款、疫苗资源、测试和追踪以及教育资金等

《美国救援计划》

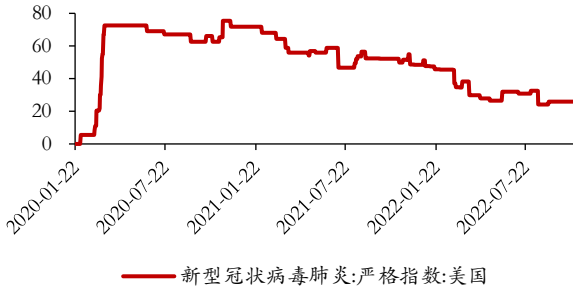
2021/3/11

1.8 万亿美元

投资于公共卫生应对措施，并向家庭、社区和企业提供有时限的援助等

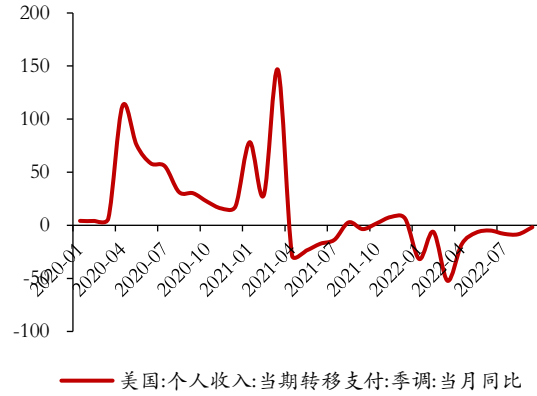
数据来源：第一财经，财通证券研究所

图132.美国疫情管控力度 21 年初逐步放松



数据来源：ifind，财通证券研究所

图133.21 年下半年美国转移支付力度减弱

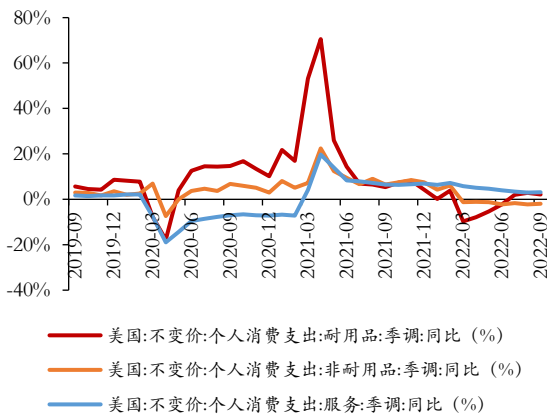


数据来源：ifind，财通证券研究所

1) 2020M3-M4, 疫情严格管控。耐用品及服务出现同比大幅下降, 非耐用品下降幅度相对较小。2) 2020M5-2021M3, 管控措施逐渐放松, 同时出台 6 轮共计约 5.7 万亿美元的财政政策。期间耐用品与非耐用品开启迅速修复, 其中耐用品反弹更加明显, 主要系疫情放开叠加转移支付带来的可支配收入增加, 居民消费迎来一波短暂浪潮; 而服务仍同比下降, 主要由于线下尚未完全开放, 加上消费者对线下消费仍存有顾虑。3) 2021M4-2022M11, 疫情管控措施加快放松, 但财政刺激逐渐退潮。耐用品及非耐用品消费同比增速回落明显, 服务消费逐渐回升, 主要系低基数作用以及线下场景逐渐修复。

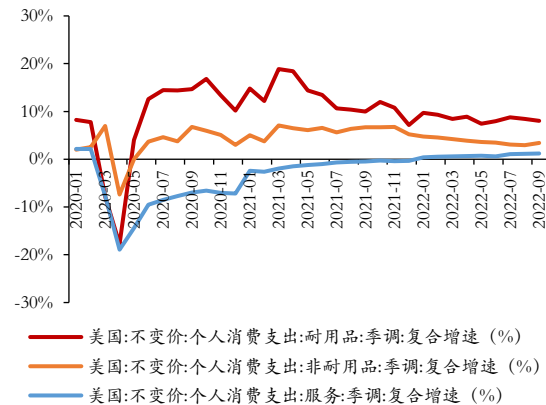
考虑到基数的影响, 以 2019 年为基期计算复合增速, 商品消费在管控放松后快速修复但受制于居民消费能力, 增速逐渐放缓; 服务消费修复速度较慢但随线下场景开放呈现出稳步回升态势。

图134.耐用品消费修复趋势明显



数据来源：美国经济分析局，财通证券研究所

图135.疫后商品消费增速快速修复后逐渐放缓



数据来源：美国经济分析局，财通证券研究所（以 2019 年为基期）

分品类来看，疫情管控放松后，户外健康类商品率先反弹，线下消费商品紧跟其后。1) 2020年3-4月管控期间，仅食品饮料等商品零售额出现同比上涨，其余商品均出现不同程度下降，其中以家电、服装等耐用品最为明显。2) 在2020年5月后，疫情管控有所放开叠加财政刺激，园林设备及运动等户外健康需求商品率先反弹，家电、加油站及服装等则继续下滑，主要系管控依旧存在，线下客流量尚未完全恢复。3) 2021年4月至今，财政刺激减退，但全美多数地区已完全放开，户外需求增速放缓但仍延续增长趋势，同时加油站、服装、日用品及杂货店等线下消费商品开始大幅反弹。

图136.疫情管控放松后，户外健康类产品快速修复

2022-10	5.54%	0.41%	-10.06%	9.04%	7.29%	7.63%	4.99%	18.74%	3.55%	2.29%	2.14%	10.90%
2022-09	6.00%	1.42%	-6.80%	9.85%	6.29%	6.65%	3.79%	21.80%	3.37%	3.16%	3.50%	8.39%
2022-08	7.39%	-0.89%	-5.02%	10.46%	7.05%	7.47%	1.51%	30.01%	3.51%	3.69%	3.63%	15.14%
2022-07	3.37%	2.30%	-9.48%	10.17%	8.23%	8.97%	2.89%	39.38%	2.59%	2.72%	1.23%	17.51%
2022-06	-0.05%	4.60%	-9.12%	6.41%	7.14%	8.31%	-0.57%	49.10%	-0.25%	2.67%	1.46%	15.06%
2022-05	-3.25%	1.87%	-5.02%	5.62%	7.60%	8.57%	3.69%	45.89%	4.34%	0.12%	2.56%	24.15%
2022-04	-1.98%	1.96%	-4.37%	1.22%	7.34%	8.37%	2.00%	39.04%	8.71%	-3.18%	-0.69%	19.36%
2022-03	-1.97%	0.37%	-4.31%	1.96%	8.36%	9.45%	1.17%	40.11%	8.90%	-5.30%	-1.55%	17.62%
2022-02	17.58%	7.63%	6.34%	14.35%	7.84%	8.33%	9.10%	36.62%	28.02%	13.87%	7.62%	29.17%
2022-01	12.72%	1.17%	-1.61%	9.02%	8.01%	8.78%	9.47%	33.61%	19.28%	3.89%	5.28%	22.75%
2021-12	8.75%	7.40%	11.52%	12.81%	8.87%	9.16%	9.51%	42.29%	25.21%	16.30%	11.08%	21.04%
2021-11	13.54%	14.83%	7.79%	11.83%	7.55%	7.73%	10.42%	52.54%	35.58%	19.96%	11.33%	28.07%
2021-10	11.05%	13.20%	17.16%	9.85%	8.39%	9.00%	7.54%	46.18%	25.53%	16.18%	11.47%	29.00%
2021-09	8.39%	10.31%	17.75%	6.11%	6.75%	7.32%	8.05%	40.64%	21.84%	13.95%	8.78%	27.92%
2021-08	11.15%	11.73%	16.22%	6.36%	5.93%	6.29%	10.28%	36.83%	35.98%	19.87%	12.11%	25.83%
2021-07	14.21%	17.02%	22.39%	7.45%	2.12%	1.96%	8.30%	36.50%	40.89%	13.75%	8.72%	26.34%
2021-06	19.65%	20.05%	41.95%	8.15%	2.68%	2.24%	14.93%	39.15%	50.70%	8.43%	9.75%	29.91%
2021-05	33.87%	68.92%	91.24%	10.24%	0.07%	-0.62%	19.38%	56.46%	199.10%	40.90%	9.89%	45.99%
2021-04	101.47%	204.29%	33.81%	30.66%	1.19%	-0.63%	23.80%	76.08%	739.85%	153.64%	20.97%	85.14%
2021-03	72.15%	51.01%	32.26%	29.62%	-12.83%	-14.90%	5.37%	33.61%	109.28%	73.53%	8.16%	34.61%
2021-02	8.00%	9.61%	-4.47%	14.43%	9.40%	8.62%	1.54%	1.74%	-12.45%	18.01%	3.57%	2.45%
2021-01	11.76%	13.92%	-1.76%	20.15%	9.50%	8.48%	3.43%	-5.18%	-8.33%	27.50%	9.39%	3.25%
2020-12	7.07%	4.11%	-14.36%	15.27%	6.92%	6.31%	5.95%	-11.62%	-13.87%	14.75%	-0.23%	6.36%
2020-11	3.03%	2.64%	-10.66%	16.98%	8.47%	7.81%	3.93%	-16.31%	-14.28%	17.33%	2.35%	-0.23%
2020-10	6.89%	5.14%	-6.09%	16.94%	7.32%	6.46%	4.72%	-14.63%	-9.43%	15.16%	3.02%	0.50%
2020-09	7.29%	4.82%	-11.14%	18.25%	8.05%	7.10%	5.85%	-13.79%	-6.92%	17.27%	4.90%	1.83%
2020-08	1.42%	5.00%	-9.37%	15.99%	7.28%	6.36%	4.28%	-15.31%	-18.64%	10.79%	-0.14%	1.17%
2020-07	2.41%	-0.13%	-10.48%	15.64%	8.99%	8.43%	5.26%	-17.27%	-20.63%	18.10%	1.23%	1.40%
2020-06	3.97%	-2.56%	-21.30%	18.82%	10.05%	9.44%	-0.78%	-20.27%	-22.68%	21.25%	2.77%	-4.31%
2020-05	-4.78%	-29.49%	-44.69%	18.39%	12.67%	12.35%	-8.49%	-32.30%	-62.69%	-3.90%	1.60%	-21.77%
2020-04	-35.21%	-60.44%	-53.88%	3.08%	10.74%	11.53%	-9.11%	-40.39%	-87.27%	-44.74%	-5.46%	-33.75%
2020-03	-26.47%	-19.67%	-20.15%	4.14%	27.76%	29.32%	6.61%	-19.68%	-49.14%	-16.41%	8.36%	-7.70%
2020-02	2.52%	4.01%	-2.23%	5.57%	3.09%	3.08%	1.44%	0.03%	2.44%	1.51%	2.56%	8.73%
2020-01	3.30%	5.63%	-2.28%	0.13%	0.93%	0.85%	1.24%	8.08%	3.76%	3.47%	1.14%	10.56%

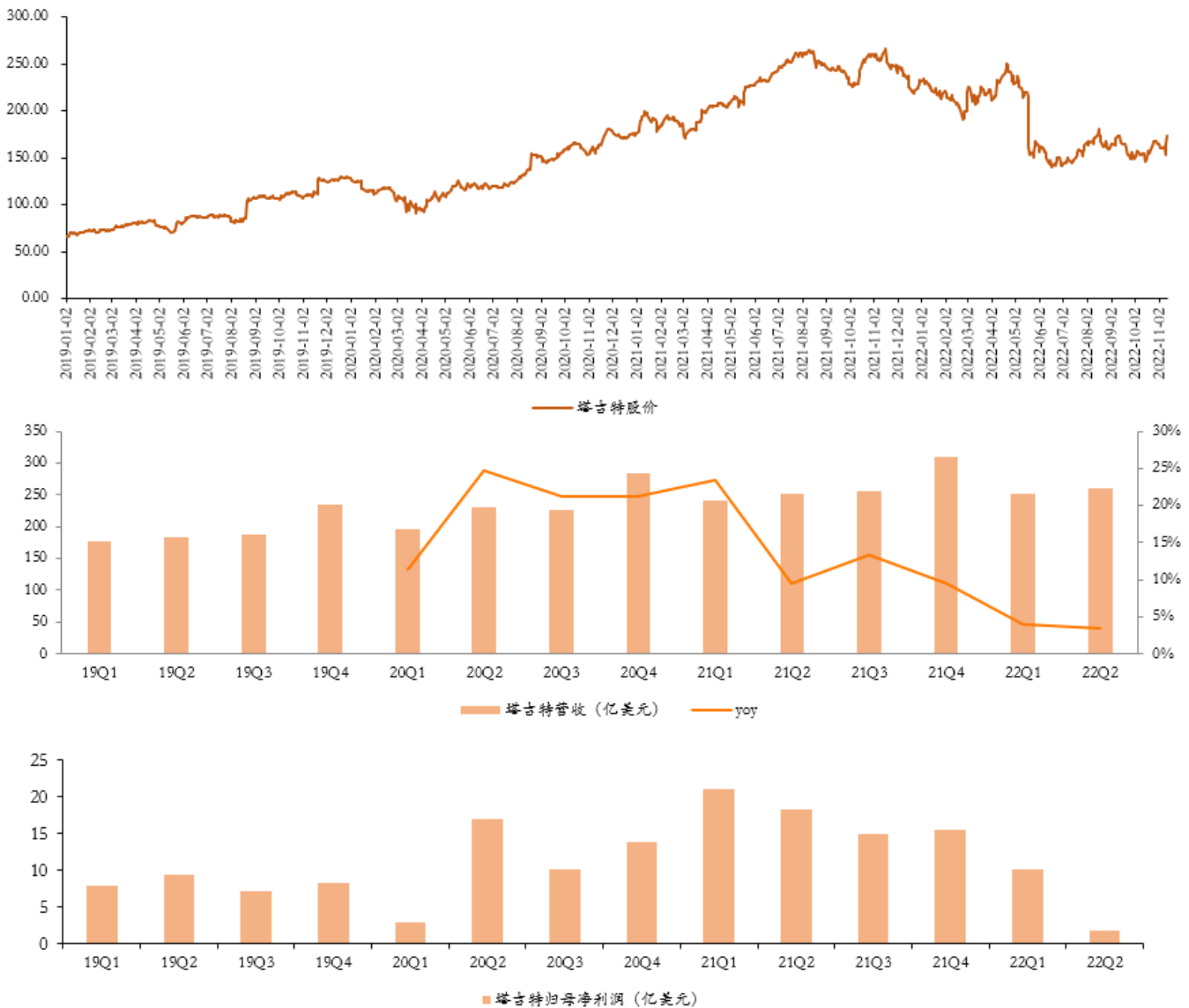
数据来源：美国商务部，财通证券研究所

11.3.2 疫后的美国零售行业恢复情况

疫情短期给商超带来利好，后疫情时代面临库存及需求压力。疫情首次爆发期间囤货需求高增，叠加美国财政政策的刺激，零售公司20年业绩表现强劲，Q1-Q4 Walmart、Target 营收增速分别 8.6%/5.6%/5.2%/7.3%、11.3%/24.7%/21.3%/21.1%。进入22年，疫情的负面影响开始显现，20、21年需求的高增下公司对于人员、仓

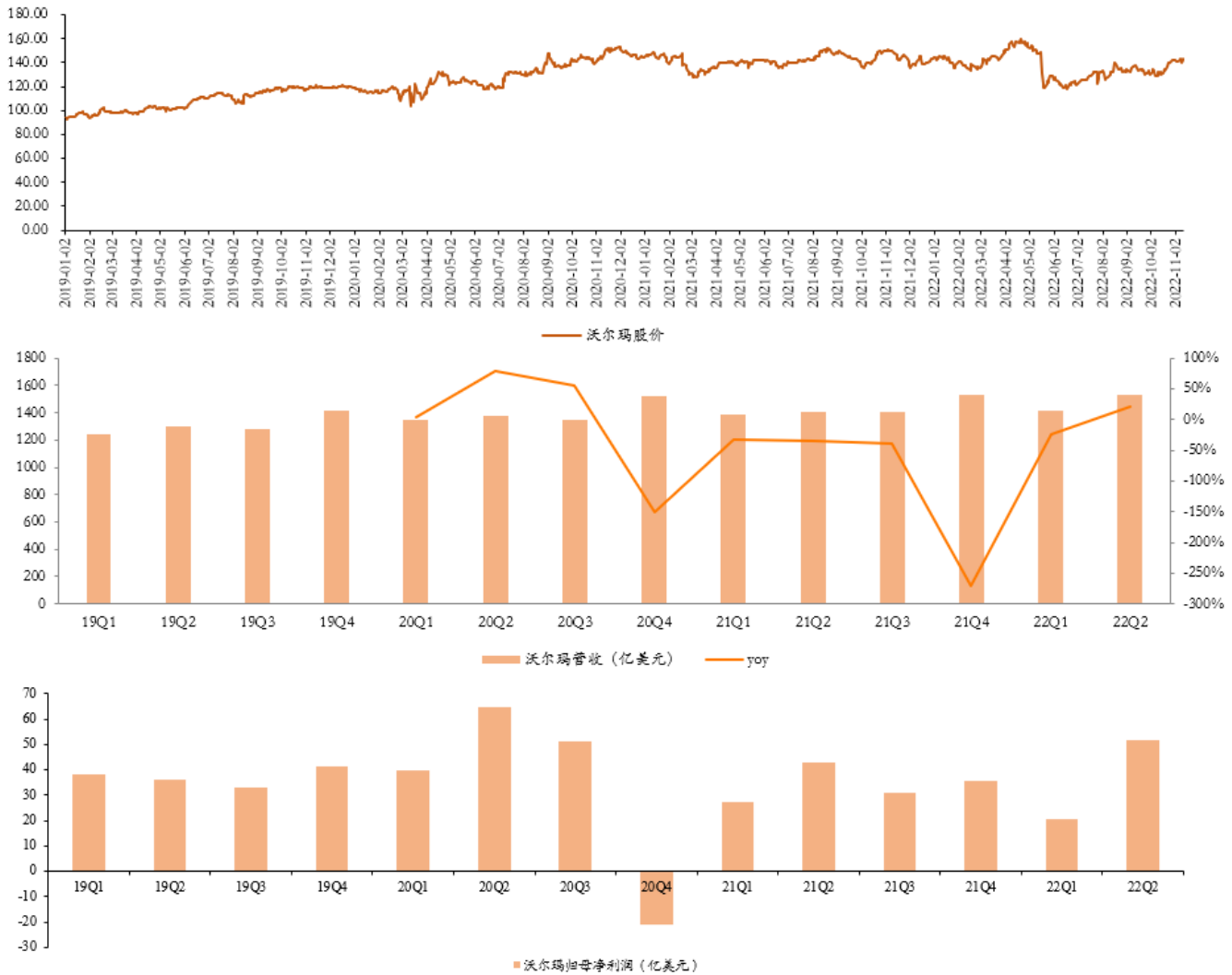
储物流、备货等方面的投入加大，但伴随疫情管控的放开，消费者囤货、室内可选需求减少，零售企业面临去库存以及经营杠杆的压力，叠加通货膨胀以及运费高企的影响，Target 利润水平承压，股价也在 21 年下半年开始回调。7 月份沃尔玛下调了对于 23 财年的指引，称通胀导致消费者在食品等必需品上的支出增加，可选消费支出减少，迫使公司大幅降价解决库存问题。

图137.塔吉特 (TARGET)股价及营收、归母净利润情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

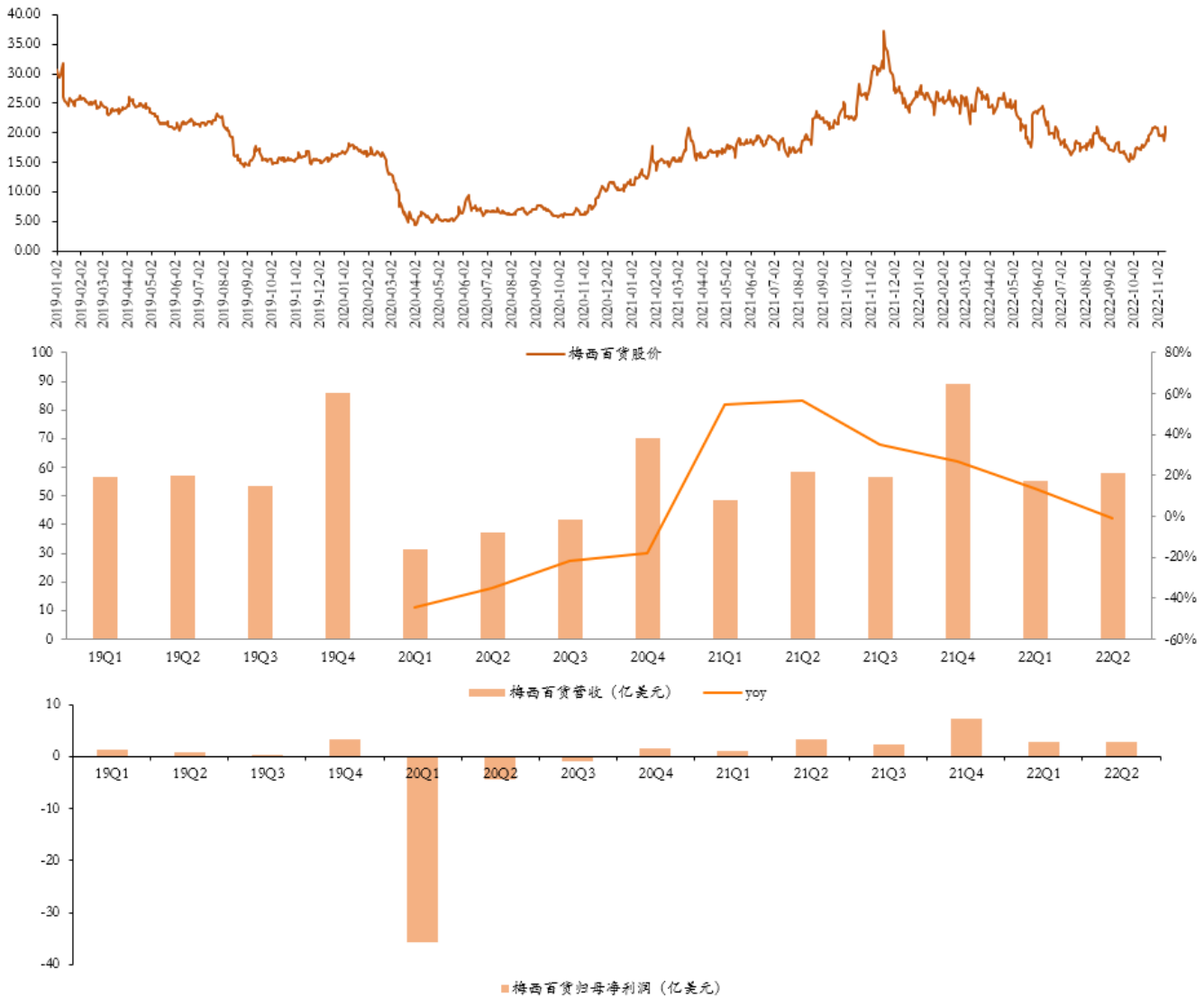
图138.沃尔玛 (WALMART) 股价及营收、归母净利润情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

百货业态受疫情冲击明显，降本增效结合发力线上助力业绩快速恢复。20年2-5月疫情首次爆发期间管控措施严格，以梅西为代表的百货公司受冲击明显，20Q1\Q2 梅西百货收入增速分别-44.5%\-34.9%。Q3 美国逐步放松公共场所、公开活动等限制，20Q3\Q4 收入增速-21.9%\-17.9%，降幅环比收窄。从21Q2开始，营收已经恢复至19年水平。另外从2020年2月起，梅西百货为了扭转困境启动了“北极星”计划，其主要内容为削减成本、关闭低效店、加快数字化进程。受益于公司运营效率的提升，公司净利润改善明显，股价也走出强势修复行情。

图139.梅西百货 (MACY'S) 股价及营收、归母净利润情况



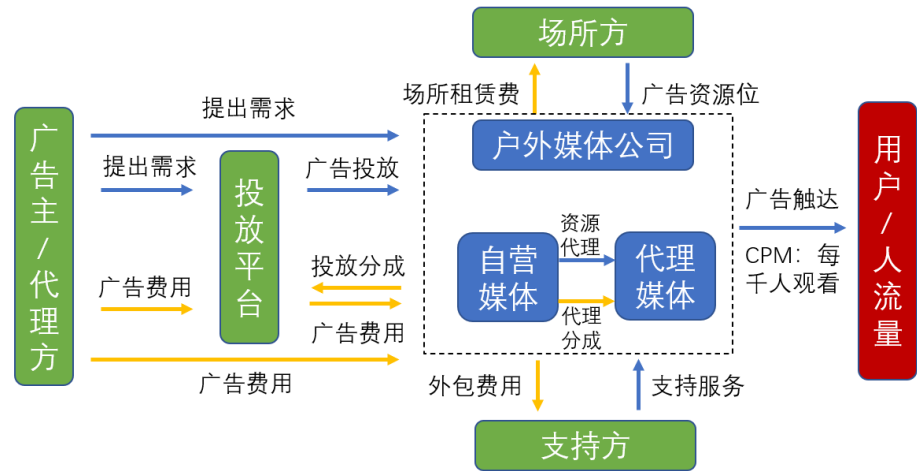
数据来源: Wind, 财通证券研究所

12 户外广告复苏

12.1 户外广告为展示类广告，与人流密切相关

户外广告的核心是触达目标人群，与用户和客流量密切相关。广告主和广告代理提出广告需求，通过户外媒体公司的自营媒体/代理媒体在广告投放平台投放广告，并支付广告费用，户外媒体公司通过自营媒体/代理媒体向触达用户，实现广告主品牌宣传等需求。户外广告是展示类广告，核心是触达目标人群，因此与客流量密切相关。

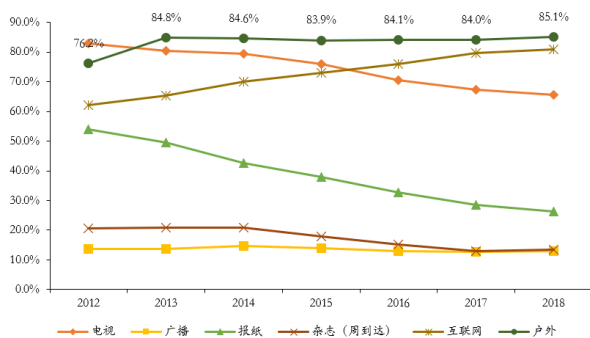
图140.广告产业链：人流量是核心



数据来源：兆讯传媒招股书、财通证券研究所

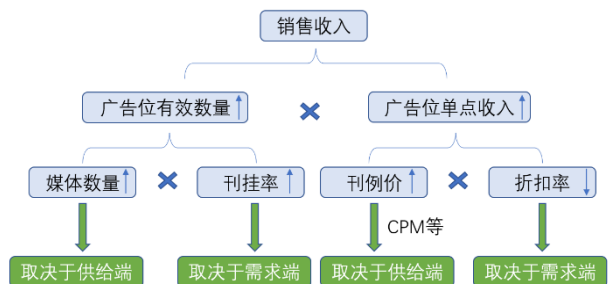
户外广告具有较高的触达率优势，广告收入取决于有效点位数与单点价格。根据CTR数据，户外广告媒体触达率在主要媒体触达率中最高，2018年户外广告触达率达到85.1%。户外广告收入主要取决于“量”和“价”，有效点位数量及单点实际刊例价格。刊例价主要取决于供给端，即人流量大小、目标人群的广告接受度、触达率、目标人群的广告价值等；刊挂率主要取决于需求端，即广告主的广告需求，当人流量较大、广告主营销预算较高时，刊挂率相应更高。

图141.户外广告媒体触达率高



数据来源：兆讯传媒招股书、CTR、财通证券研究所

图142.户外广告收入分析框架



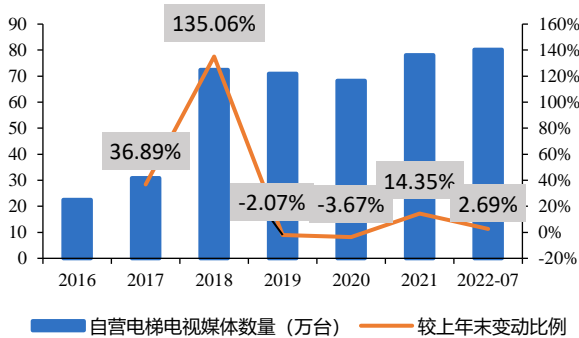
数据来源：财通证券研究所

12.2分众传媒

12.2.1 梯媒固定成本占比较高，经营杠杆较大

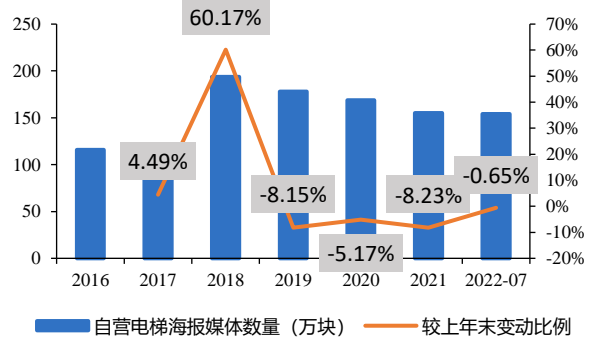
分众传媒自营媒体设备数量保持稳定。截止2022年7月31日，公司自营电梯电视媒体数量较上年年末增长2.69%，自营电梯海报媒体数量保持稳定，较上年年末同比减少0.65%。公司自营媒体设备点位租金较多且保持稳定，租金支出相对稳定。

图143.分众传媒自营电梯电视媒体数量



数据来源：分众传媒财报、财通证券研究所

图144.分众传媒自营电梯海报媒体数量

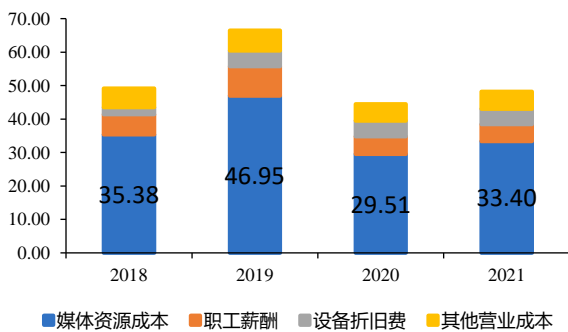


数据来源：分众传媒财报、财通证券研究所

媒体资源成本占比较高，经营杠杆较大。公司媒体资源成本占比较高，主要为楼宇和影院的租金及相关费用，固定成本较为稳定且占比较高，公司2021年媒体资源成本33.4亿元，同比2020年增长13.2%，主要系2021年影院媒体资源采购成本增长较大所致。

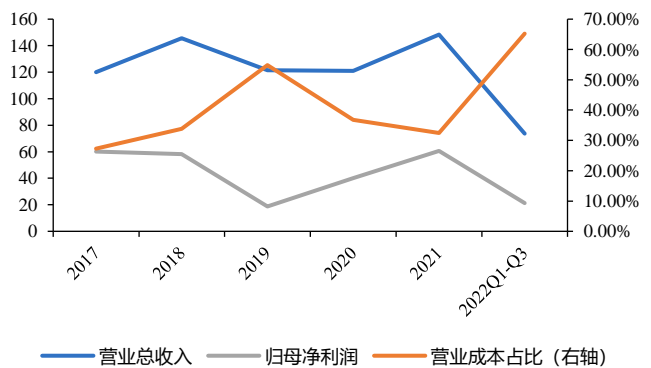
疫情影响刊例价和投放量，经营业绩下滑。公司租金等固定成本较高，经营杠杆较大，2020年及2022年上半年由于疫情影响业务开展，疫情期间刊例价和投放量下滑，导致净利润下滑较大：2022年前三个季度公司归母净利润21.31亿元，叠加2021年高基数影响，同比下滑51.82%。

图145.分众传媒营业成本结构（亿元）



数据来源：分众传媒财报、财通证券研究所

图146.分众传媒经营杠杆较大

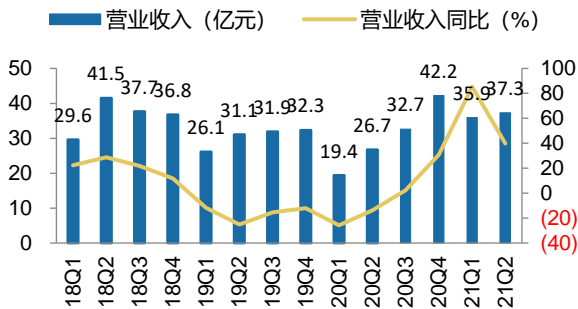


数据来源：wind、财通证券研究所

12.2.2 回顾 2020 年 H2：疫后广告需求快速复苏，业绩实现增长

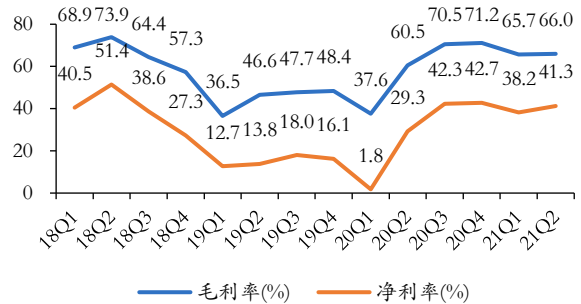
回顾 2020 年下半年公司疫后表现：营收快速复苏，毛利率与净利率回升。2020 年三季度与四季度公司分别实现营收 32.7、42.2 亿元，同比增长 2.37%、30.7%。公司毛利率和净利率快速回升，2020 年三季度和四季度毛利率分别为 70.5%、71.2%，净利率分别为 42.3%、42.7%，均回升至较高水平。

图147.分众传媒 2020 年下半年营收恢复性增长



数据来源：wind、财通证券研究所

图148.分众传媒毛利率和净利率表现



数据来源：wind、财通证券研究所

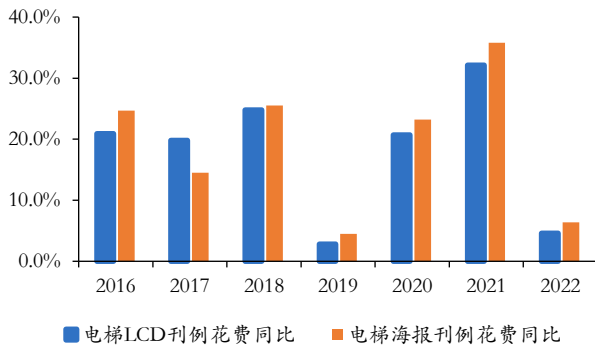
12.2.3 梯媒品牌广告对品牌主依旧不可或缺，看好复苏后的长期价值

梯媒广告刊例花费逆势增长，品牌广告主对梯媒认可度较高。2022 年上半年在主要媒体类型刊例花费均同比下降的情况下，梯媒广告刊例花费同比继续保持增长，电梯 LCD 刊例花费同比增长 3.9%，电梯海报刊例花费同比增长 7.7%，显示广告主对梯媒的认可度较高。

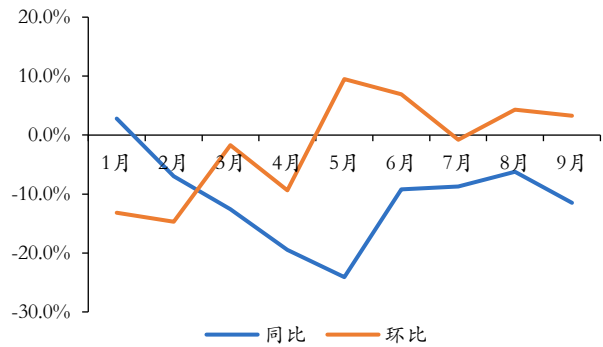
2022 年 9 月广告花费环比增长 3.3%，看好复苏后公司作为梯媒龙头的长期价值。根据 CTR 数据显示，2022 年 7 月/8 月/9 月广告花费环比增长-0.8%/4.3%/3.3%，同比下滑 8.7%/6.2%/11.3%，环比持续修复。2022 年前三季度广告花费同比下滑 10.7%，相比 2022 年上半年（同比下滑 11.8%）略有好转。

图149.各年前三季度梯媒广告同比增长情况

图150.2022 年 9 月广告花费环比增长 3.3%



数据来源：CTR、财通证券研究所



数据来源：CTR、财通证券研究所

对比 2020 年下半年分众传媒业绩表现，在疫情受控的预期下，公司业绩快速恢复，我们看好公司作为梯媒龙头的长期价值，我们对疫后公司 2023 年业绩进行测算，基础假设如下：

- (1) 悲观预期下，2023 年公司业务开展仍有疫情等扰动因素，宏观经济不确定性导致广告主投放需求不高，收入增长达到 2021 年恢复速度。
- (2) 中性预期下，2023 年公司业务开展顺利，互联网广告主恢复投放，汽车广告主、消费品广告主投放保持稳定提升，收入增长略高于 2021 年恢复速度。
- (3) 乐观预期下，2023 年宏观环境较好，广告主投放均有较大增长，科技型消费品等广告主拓展顺利，收入增长高于 2021 年恢复速度。

表55.分众传媒 2023E 业绩弹性测试 (亿元)

	悲观	中性	乐观
总营收	129.9	138.9	142.3
毛利率	64.2%	65.2%	66.2%
毛利润	83.4	90.5	94.2
归母净利润	47.9	51.2	52.5

数据来源：财通证券研究所

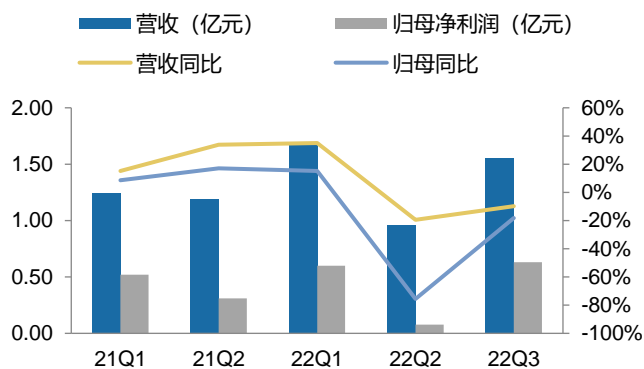
12.3 兆讯传媒

12.3.1 出行向好推动业绩好转，政策调整促进稳定修复

高铁传媒作为户外媒体的重要形式，依赖于铁路出行人流。高铁广告作为户外展示媒体形式，广告投放需求依赖于出行人流。上半年铁路旅客发送量为 7.87 亿人次，同比下降 42.3%，二季度由于疫情影响，主要城市居民出行受限，兆讯传媒全国套餐广告投放受限，实现营收 0.96 亿元（同比-19%），归母净利润 0.08 亿元（同比-76%）；随着三季度铁路出行逐步修复，前三季度旅客发送量同比降幅收窄，公司三季度实现营收 1.55 亿元（同比-10%），归母净利润 0.63 亿元（同比-18%），业绩逐步修复。

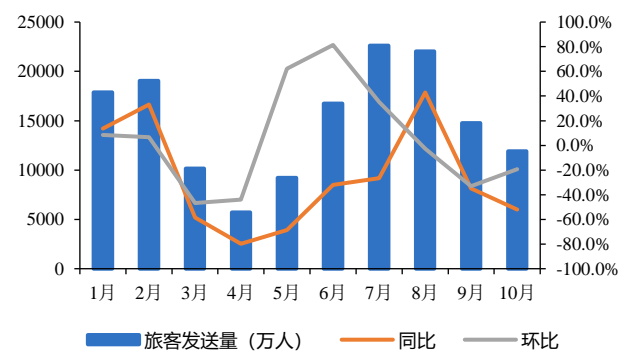
铁路客运呈波折修复趋势，随着疫情政策调整有望稳定修复。截止 10 月，铁路客运同比上年下降 34.9%，较上半年（同比下滑 42.3%）有所好转；而 7 月-10 月铁路客运呈波折修复趋势，8 月同比增长 42.9%，9 月、10 月铁路客运同比下滑 33%、52%。随着疫情政策调整，出行有望进入稳定修复阶段。

图151.兆讯传媒 Q3 业绩有所修复



数据来源：wind、财通证券研究所

图152.我国旅客发送量情况 (万人)



数据来源：国家铁路局、财通证券研究所

12.3.2 关注疫后恢复、全国新增高铁站点增长带来的弹性

我国高铁里程持续增长，2022 年新增高铁线路里程预计超过 2200 公里。截止 2022 年 10 月初，湖杭铁路、郑济高铁郑州至濮阳段已开通，郑万高铁已全线开通，其余线路多已完成架设任务，进入验收阶段，预计在 2022 年末完成通车。

表56.2022 年我国新增高铁线路

线路名称	里程（公里）	开通时间	是否开通
湖杭铁路	137.8	2022.9.22	已开通
郑济高铁郑州至濮阳段	380	2022.6.20	已开通
郑万高铁	818	2022.6.20	已开通
昌景黄高铁安徽段	89.6	2022年	未开通
南崇城际铁路	119	2022年	未开通
中兰高铁	219.7	2022年	未开通
津兴铁路	47.4	2022年	未开通
京唐城际铁路	149	2022年	未开通
京滨城际铁路	98	2022年	未开通
常益长高铁	156	2022年	未开通
合计	2214.5		

数据来源：携程、财通证券研究所

2022年我国预计新开通高铁线路超过2200公里，联通高铁站点数量达到80个，兆讯传媒已覆盖站点15个，根据兆讯传媒招股书，公司未来三年将新建121个站点，优化112个站点，我们认为站点扩张和优化具有持续性。

图153.2022年新增高铁运营线路站点覆盖情况

郑济高铁郑濮段	南崇城际铁路	郑万高铁	湖杭铁路	京滨城际铁路
郑州东站	南宁站	郑州东站	湖州站	宝坻站
新乡南站	扶绥南	长葛北站	德清站	宝坻周良站
新乡东站	吴圩机场	禹州站	杭州西站	北辰站
卫辉南站	渠旧南	郑县站	富阳西站	滨海机场站
滑浚站	崇左站	平顶山西站	桐庐东站	滨海西站
内黄站	津兴铁路	方城站	桐庐站	京唐城际铁路
濮阳东站	天津西站	南阳东站	昌景黄高铁安徽段	北京城市副中心站
南乐站	胜芳站	邓州东站	南昌东站	燕郊站
莘县南站	安次南	襄阳东站	军山湖站	大厂站
聊城西站	永清南站	南漳站	余干站	香河站
茌平南站	固安东站	保康县站	鄱阳南站	宝坻南站
长清站	大兴机场站	神农架站	乐平北站	鸦鸿桥站
济南西站	中兰高铁	兴山站	景德镇北站	唐山西站
常益长高铁	北滩站	巴东站	瑶里站	唐山站
长沙西站	平川西站	巫山站	祁门南站	
宁乡站	靖远北站	奉节站	黟县东站	
益阳南站	白银南站	云阳站	黄山北站	
汉寿南站	秦王川站	万州北站		
常德站				

注：红色字体站点为兆讯已覆盖站点

数据来源：携程、兆讯传媒官网、财通证券研究所

我们认为，随着疫情缓解，居民出行恢复，配合高铁线路与站点增长，公司覆盖人流量有望进一步提升，业绩有望恢复较快增长。我们对疫后公司2023年业绩进行测算，考虑到公司户外裸眼3D大屏业务有望带来收入，假设悲观/中性/乐观预期下，数码刷屏机收入占比为85%/85%/80%，其他基础假设如下：

(1) 悲观假设下，假设公司 2023 年刷屏机单屏收入 14.35 万元，数码刷屏机数量 4700 台；

(2) 中性假设下，假设公司 2023 年刷屏机单屏收入 15.64 万元，刷屏机数量 4900 台；

(3) 乐观假设下，假设公司 2023 年刷屏机单屏收入 16.51 万元，刷屏机数量 5000 台。

表57.兆讯传媒 2023E 业绩弹性测试（亿元）

	悲观	中性	乐观
总营收	7.93	9.02	10.32
毛利率	55.18%	56.18%	57.18%
毛利润	4.38	5.07	5.90
归母净利润	2.78	3.29	3.82

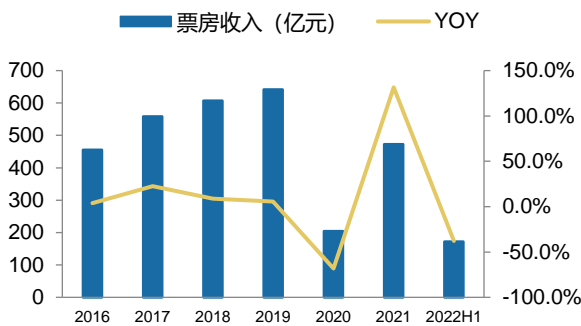
数据来源：财通证券研究所

13 电影行业复苏

13.1 疫情影响票房与观影，投资制作端同步波动

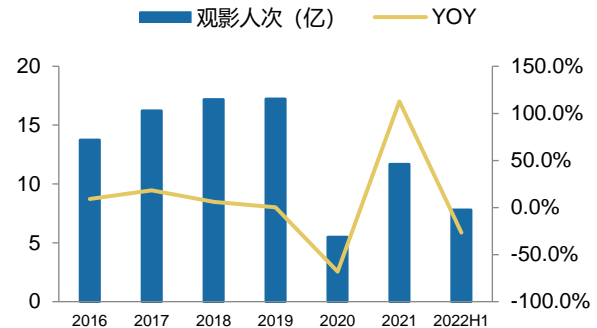
影院开业受疫情冲击明显，我国票房收入、观影人次下滑较大。疫情防控政策下影院歇业，电影供给受限，2022年上半年国内172亿元，同比下滑37.7%；观影人次亦有下滑，2022年上半年我国观影人次7.8亿人次，同比下滑26.7%。回顾2021年，疫情相对恢复的环境下，票房、观影人次有明显回升。2021年票房收入、观影人次分别同比增长131.5%、112.7%，分别回升至2019年的73.68%、67.79%水平。

图154.我国票房收入受疫情影响下滑较大



数据来源：艺恩数据、财通证券研究所

图155.我国观影人次变化



数据来源：艺恩数据、财通证券研究所

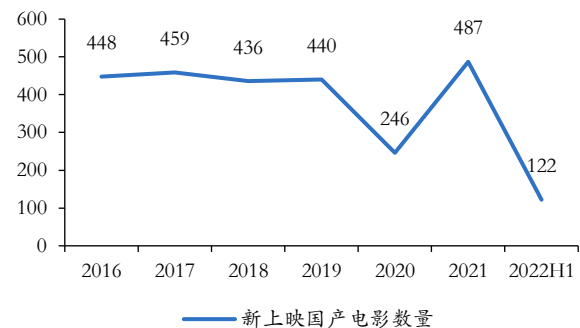
疫情反复背景下，电影投资与制作也受到影响。2021年全国电影剧本（梗概）备案立项数量2800部，整体呈现止跌趋势；2022年上半年备案立项数量1104部，受疫情影响下滑明显。全国新上映电影数量受疫情影响缩减较大，2020年新上映电影246部，2022年上半年新上映电影122部，对比疫情整体相对缓解的2021年，新上映电影数量487部。

图156.全国电影剧本（梗概）备案立项数量



数据来源：艺恩数据、财通证券研究所

图157.新上映国产电影数量

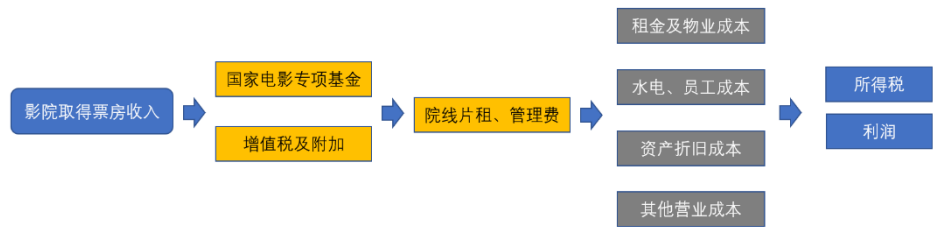


数据来源：艺恩数据、财通证券研究所

13.2 影院端受影响较大，电影行业供给受限

影院取得票房收入后，在按照 5% 的比例扣除国家电影专项基金、6.34% 增值税及附加后，得到“电影净票房”。以“电影净票房”为基数以 50% 左右比例向院线方缴纳片租和管理费用，再扣除固定成本如租金、物业成本，员工、水电等费用，资产折旧成本及其他营业成本后，缴纳所得税转结利润。

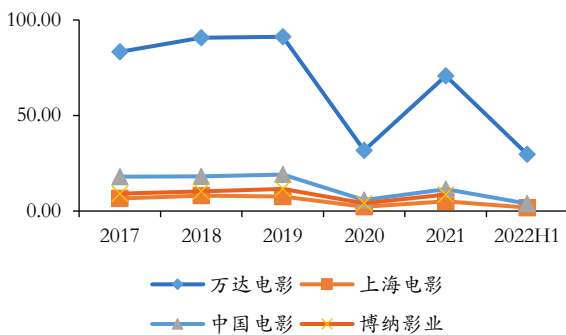
图 158. 影院收入分成流转图



数据来源：财通证券研究所

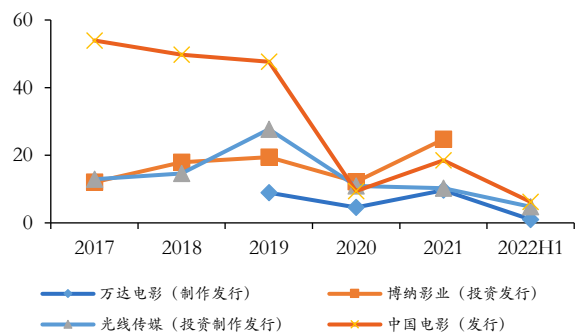
影院和发行龙头受疫情较大，次头部影业公司业绩波动相对较小。院线端看，由于固定成本较高，万达电影 2020 年、2022 年 H1 受疫情影响影院收入分别为 31.7、29.8 亿元，波动较大；制作、发行端看，中国电影 2020 年、2022 年 H1 受疫情影响，发行收入分别为 9.4、6.2 亿元，大幅低于 2021 年同期水平。光线传媒、博纳影业等次头部电影公司，由于影院、院线业务占比相对较小，营收基数相对较小，业绩波动相对较小。

图 159. 主要影业上市公司影院收入（亿元）



数据来源：艺恩数据、财通证券研究所

图 160. 主要影业上市公司投资制作发行环节收入



数据来源：艺恩数据、财通证券研究所

13.3 政策端暖风频吹，影业复苏犹可期

政策端暖风频吹，多地出台影院纾困政策。疫情下全国性、地方性影院纾困政策文件频出，主要通过税收减免、租金减免、财政补贴等形式帮助电影行业纾解困难，推动电影行业恢复发展。我们认为政策端对电影行业强监管趋势有所放缓，疫情及行业整顿导致电影行业触底，纾困政策显示国家鼓励、支持电影产业健康发展。

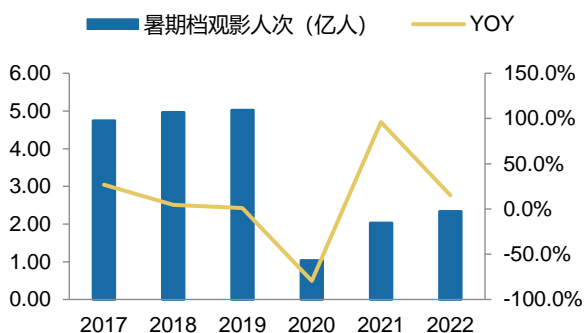
表58.全国性及部分地方性影院纾困政策

时间	地区范围	相关文件	具体措施
2022/2/18	全国	《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》	延续服务业增值税加计抵减政策，2022 年被列为疫情中高风险地区租金减免。
2022/6/7	全国	《财政部 税务总局关于扩大全额退还增值税留抵税额政策行业范围的公告》	将全额退还增值税留抵税额政策行业范围扩大到包括“文化、体育和娱乐业”。
2022/8/11	全国	《国家电影局关于开展 2022 年电影惠民消费季的通知》	丰富影片供给，发放观影消费券，挖掘农村消费潜力，推动纾困政策落地。
2022/5/19	江苏省	《关于我省电影行业相关助企纾困政策的服务指南》	加快推动复工复产、加大财税扶持力度、优化电影金融服务、着力减轻企业负担、切实提高服务质量。
2022/6/1	上海市	《关于申报上海市电影院疫情停业补贴的通知》	对因疫情管控暂停营业、承诺愿意按照全市统一部署及时恢复营业的专营商业影院，给予适当补贴和支持。
2022/7/7	江西省	《江西省人民政府办公厅印发关于进一步帮扶文旅企业纾困发展若干措施的通知》	推进电影院复工复产，按照每个座位 15 元的标准，发放一次性疫情专项补贴。

数据来源：各相关政府网站、财通证券研究所

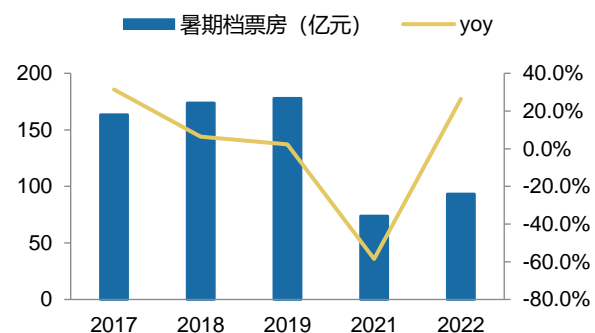
暑期档观影人次、票房收入均同比增长，显示观影需求较为旺盛。2022 年暑期档观影人次同比增长 15%，票房收入达到 93.3 亿元，同比回升 26.4%，显示居民观影需求较为旺盛，票房与观影人次受疫情与电影供给端压制。

图 161.2022 年暑期档观影人次同比增长 15%



数据来源：拓普数据、财通证券研究所

图 162.2022 年暑期档票房收入回升



数据来源：艺思数据、猫眼电影专业版、财通证券研究所

我们认为，随着疫情恢复，影院端受到疫情压制解除，优质影片供给端持续恢复，电影行业有望加快回升至疫情前水平。我们对疫后公司 2023 年业绩进行测算，我们假设公司 2023 年投资、发行业务收入与票房收入比例保持稳定，银幕数达到 897 张，其他基础假设如下：

(1) 悲观假设下，假设公司 2023 年主投电影票房收入 55 亿元，主投、参投电影票房总收入 77.5 亿元，单银幕收入 110 万元；

(2) 中性假设下，假设公司 2023 年主投电影票房收入 60 亿元，主投、参投电影票房总收入 87.3 亿元，单银幕收入 120 万元；

(3) 乐观假设下，假设公司 2023 年主投电影票房收入 65 亿元，主投、参投电影票房总收入 98.6 亿元，单银幕收入 130 万元。

表59.博纳影业 2023E 业绩弹性测试（亿元）

	悲观	中性	乐观
总营收	29.6	33.2	36.6
毛利率	41.05%	42.82%	43.25%
毛利润	12.1	14.2	15.8
归母净利润	3.61	4.01	4.26

数据来源：财通证券研究所

14 风险提示

国内疫情反复风险：我们认为社会服务行业对线下客流依赖程度较高，如国内疫情反复致使线下客流承压，标的业绩存有受损风险。

可选消费恢复不及预期风险：受国内疫情反复影响，可选消费部分细分板块受到不同程度影响，如疫后需求端修复速度、程度不及预期，可能对标的业绩产生不利影响。

出行链恢复不及预期风险：部分细分板块隶属出行链，如旅行限制放宽不及预期，游客出行受阻，可能对标的业绩产生不利影响。

15 业绩估值概览

表60.免税板块公司弹性测试 (亿元)

公司	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
历史	19年	46.3	38	1737	-
	20年	61.4	90	5515	-
	21年	96.5	44	4284	-
中国中免	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22年	70.0	60	4217	-
	23年-悲观	119.0	35	4165	-1%
	23年-中性	139.6	35	4886	16%
	23年-乐观	179.2	35	6272	49%
	24年-悲观	146.1	35	5114	21%
	24年-中性	182.4	35	6384	51%
	24年-乐观	226.3	35	7921	88%

数据来源: 财通证券研究所

注: 以12月5日收盘价计算

表61.餐饮板块公司弹性测试 (亿元)

公司	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
历史	19年	0.8	-	-	-
	20年	0.7	-	-	-
	21年	-2.3	-	239	-
海伦司	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22年	0.3	-	196	-
	23年-悲观	3.1	45	140	-21%
	23年-中性	5.0	45	225	27%
	23年-乐观	5.4	45	243	37%
	24年-悲观	4.5	35	157	-11%
	24年-中性	7.6	35	265	50%
	24年-乐观	8.9	35	310	75%
历史	19年	1.6	-	-	-
	20年	1.2	277	343	-
	21年	3.4	59	199	-
九毛九	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22年	1.4	214	299	-
	23年-悲观	4.1	50	206	-24%
	23年-中性	5.5	50	273	1%
	23年-乐观	6.9	50	346	28%

	24年-悲观	7.0	45	314	16%	
	24年-中性	8.3	45	375	38%	
	24年-乐观	11.3	45	510	88%	
历史	19年	23.5	71	1659	-	
	20年	3.1	1024	3164	-	
	21年	-41.6	-	981	-	
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
海底捞	22年	1.8	679	1215	-	
	预计	23年-悲观	17.1	38	648	-29%
		23年-中性	25.0	38	949	4%
		23年-乐观	36.4	38	1383	51%
		24年-悲观	21.4	30	642	-30%
		24年-中性	33.3	30	998	9%
		24年-乐观	58.2	30	1745	91%

数据来源：财通证券研究所

注：以12月5日收盘价计算

表62.酒店板块公司弹性测试（亿元）

公司	年份	归母净利润（亿元）	PE	年末市值	市值空间	
历史	19年	10.9	23	251		
	20年	1.1	393	433		
	21年	1.0	552	555		
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
锦江酒店	22年	1.6	329	520		
	预计	23年-悲观	15.5	40	621	19%
		23年-中性	17.5	40	698	34%
		23年-乐观	19.4	40	778	50%
		24年-悲观	20.6	35	722	39%
		24年-中性	23.8	35	833	60%
		24年-乐观	29.7	35	1038	100%
	年份	归母净利润（亿元）	PE	年末市值	市值空间	
历史	19年	8.8	23	204		
	20年	-5.0	-	210		
	21年	0.6	526	293		
首旅酒店		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	预计	22年	-2.4	-	264	
		23年-悲观	5.5	35	194	-27%
		23年-中性	7.9	35	275	4%

23年-乐观	10.2	35	358	35%
24年-悲观	10.1	30	303	15%
24年-中性	11.8	30	355	34%
24年-乐观	23.3	30	698	164%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间	
历史	19年	8.8	-	-		
	20年	0.4	-	-		
	21年	0.4	75	28		
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
君亭酒店	22年	0.4	223	85		
	预计	23年-悲观	1.2	75	89	5%
		23年-中性	1.3	75	100	18%
		23年-乐观	1.5	75	110	29%
	24年-悲观	1.6	65	105	24%	
	24年-中性	1.9	65	120	42%	
	24年-乐观	2.2	65	144	70%	

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间	
历史	19年	0.8	37	28		
	20年	0.4	55	24		
	21年	0.3	80	22		
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
金陵饭店	22年	0.6	64	38		
	预计	23年-悲观	1.4	30	42	11%
		23年-中性	1.5	30	45	18%
		23年-乐观	1.6	30	48	25%
	24年-悲观	1.9	25	48	26%	
	24年-中性	2.1	25	52	37%	
	24年-乐观	2.5	25	62	61%	

数据来源：财通证券研究所
 注：以12月5日收盘价计算

表63.旅游板块公司弹性测试 (亿元)

公司	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
张家界	历史	19年	0.1	191	21
	20年	-0.9	-	20	
	21年	-1.4	-	23	

	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
预计	22 年	-2.1	122	30	
	23 年-悲观	0.3	130	39	30%
	23 年-中性	0.4	140	56	87%
	23 年-乐观	0.4	150	60	100%
	24 年-悲观	0.4	110	44	47%
	24 年-中性	0.5	120	60	100%
	24 年-乐观	0.6	130	78	160%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
历史	19 年	2.6	19	50	
	20 年	-2.4	-	53	
	21 年	-1.3	-	50	
岭南控股	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	-1.3	30	71	
	23 年-悲观	2.0	30	60	-15%
	23 年-中性	2.3	30	69	-3%
	23 年-乐观	2.6	35	91	28%
	24 年-悲观	2.6	30	78	10%
	24 年-中性	3.0	30	90	27%
	24 年-乐观	3.4	35	119	68%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
历史	19 年	1.3	58	73	
	20 年	-7.0	-	107	
	21 年	-6.9	-	61	
ST 凯撒	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	-6.9	47	51	
	23 年-悲观	0.6	50	4	-52%
	23 年-中性	0.9	60	46	-3%
	23 年-乐观	1.3	70	63	75%
	24 年-悲观	1.6	30	63	75%
	24 年-中性	1.9	40	116	223%
	24 年-乐观	2.2	50	155	330%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
峨眉山 A	19 年	2.3	15	35	
	20 年	-0.4	-	32	

		21 年	0.2	192	35	
		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
		22 年	0.1	22	46	
	预计	23 年-悲观	1.7	18	31	-33%
		23 年-中性	2.0	18	36	-22%
		23 年-乐观	2.3	20	46	0%
		24 年-悲观	2.5	18	45	-2%
		24 年-中性	2.6	18	47	2%
		24 年-乐观	2.7	20	54	17%
		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	历史	19 年	0.6	35	19	
		20 年	-2.7	-	16	
		21 年	-2.1	-	20	
桂林旅游		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
		22 年	-2.4	-	46	
	预计	23 年-悲观	0.5	65	33	-28%
		23 年-中性	0.6	70	42	-9%
		23 年-乐观	0.7	75	53	15%
		24 年-悲观	0.7	65	46	0%
		24 年-中性	0.8	70	56	22%
		24 年-乐观	0.9	75	68	48%
		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	历史	19 年	2.0	17	34	
		20 年	0.7	50	35	
		21 年	-0.4	-	34	
丽江股份		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
		22 年	0.2	22	60	
	预计	23 年-悲观	1.7	25	43	-28%
		23 年-中性	1.8	30	54	-10%
		23 年-乐观	1.9	35	67	12%
		24 年-悲观	2.7	25	68	13%
		24 年-中性	2.8	30	84	40%
		24 年-乐观	2.9	35	102	70%
		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
云南旅游	历史	19 年	0.9	53	51	

	20 年	1.6	30	48	
	21 年	-3.3	-	61	
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	-3.3	-	73	
预计	23 年-悲观	0.7	68	48	-34%
	23 年-中性	0.9	73	66	-10%
	23 年-乐观	1.0	78	78	7%
	24 年-悲观	1.4	55	77	5%
	24 年-中性	1.5	60	90	23%
	24 年-乐观	1.6	65	104	42%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间	
历史	19 年	0.1	150	17		
	20 年	0.3	74	21		
	21 年	-1.7	-	19		
三特索道	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
	22 年	-0.5	-	23		
	预计	23 年-悲观	0.5	40	20	-13%
		23 年-中性	0.6	45	27	17%
	23 年-乐观	0.8	45	36	57%	
	24 年-悲观	1.2	25	30	30%	
	24 年-中性	1.3	25	33	43%	
	24 年-乐观	1.5	25	38	65%	

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间	
历史	19 年	0.7	80	55		
	20 年	-14.8	-	47		
	21 年	-4.6	-	51		
众信旅游	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
	22 年	-2.0	-	82		
	预计	23 年-悲观	0.3	80		
		23 年-中性	0.4	80		
	23 年-乐观	0.7	85	43.25 至	约-47%至	
	24 年-悲观	0.7	55	136.11	66%	
	24 年-中性	0.8	60			
	24 年-乐观	1.2	65			

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
宋城演艺	19 年	13.4	34	449	

	20 年	-17.5	-	463	
	21 年	3.2	119	374	
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	1.0	86	372	
预计	23 年-悲观	10.0	35	350	-6%
	23 年-中性	11.3	35	396	6%
	23 年-乐观	12.7	35	445	19%
	24 年-悲观	12.9	30	387	4%
	24 年-中性	14.8	30	445	19%
	24 年-乐观	16.8	30	504	35%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
历史	19 年	0.7	-	0	
	20 年	-0.4	-	31	
	21 年	0.3	130	35	
西域旅游	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	0.2	30	50	
	23 年-悲观	0.6	75	45	-10%
	23 年-中性	0.7	75	53	6%
	23 年-乐观	0.8	75	60	20%
	24 年-悲观	0.8	75	60	20%
	24 年-中性	0.8	75	60	20%
	24 年-乐观	0.9	75	68	36%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
历史	19 年	3.4	18	61	
	20 年	-0.5	-	57	
	21 年	0.4	138	60	
黄山旅游	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	-0.4	-	90	
	23 年-悲观	3.0	25	75	-17%
	23 年-中性	4.0	30	120	33%
	23 年-乐观	5.0	35	175	94%
	24 年-悲观	5.0	20	100	11%
	24 年-中性	5.9	25	148	64%
	24 年-乐观	6.9	30	207	130%

中青旅	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	19 年	5.7	16	91	

		20 年	-2.3	-	74	
		21 年	0.2	354	75	
		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
		22 年	-1.3	-	101	
	预计	23 年-悲观	3.7	24	89	-12%
		23 年-中性	4.9	26	127	26%
		23 年-乐观	5.2	28	146	45%
		24 年-悲观	6.2	20	124	23%
		24 年-中性	6.4	22	141	40%
		24 年-乐观	6.8	24	163	61%
		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
大连圣亚	历史	19 年	0.4	134	56	
		20 年	-0.7	-	24	
		21 年	-2.0	-	16	
		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
		22 年	-1.4	-	19	
	预计	23 年-悲观	0.2	70	14	-26%
23 年-中性		0.3	75	23	21%	
23 年-乐观		0.4	80	32	68%	
24 年-悲观		0.5	55	28	47%	
24 年-乐观		0.7	65	46	142%	
		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
曲江文旅	历史	19 年	0.5	42	19	
		20 年	-0.7	-	15	
		21 年	0.1	249	18	
		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
		22 年	-0.1	-	26	
	预计	23 年-悲观	0.7	30	21	-19%
23 年-中性		0.8	35	28	8%	
23 年-乐观		0.9	35	32	23%	
24 年-悲观		0.9	30	27	4%	
24 年-乐观		1.5	35	53	104%	
		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
西藏旅游	历史	19 年	0.2	103	22	

		20 年	0.0	421	20	
		21 年	-0.1	-	23	
		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
		22 年	-0.1	-	28	
	预计	23 年-悲观	0.1	140	14	-50%
		23 年-中性	0.2	140	28	0%
		23 年-乐观	0.3	140	42	50%
		24 年-悲观	0.2	140	28	0%
		24 年-中性	0.3	140	42	50%
		24 年-乐观	0.4	140	56	100%
		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	历史	19 年	0.8	35	27	
		20 年	-0.6	-	21	
		21 年	-0.5	-	29	
长白山		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
		22 年	-0.5	-	26	
		23 年-悲观	0.5	40	20	-23%
		23 年-中性	0.6	45	27	4%
		23 年-乐观	0.8	50	40	54%
		24 年-悲观	0.9	30	27	4%
		24 年-中性	1.0	35	35	35%
		24 年-乐观	1.1	40	44	69%
		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	历史	19 年	1.2	25	31	
		20 年	0.5	54	30	
		21 年	0.5	64	33	
天目湖		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
		22 年	0.6	30	54	
		23 年-悲观	1.8	30	54	0%
		23 年-中性	1.9	35	67	24%
		23 年-乐观	2.0	40	80	48%
		24 年-悲观	1.9	30	57	6%
		24 年-乐观	2.5	40	100	85%
九华旅游	历史	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
		19 年	1.2	22	26	

	20 年	0.5	39	21	
	21 年	0.6	40	24	
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	0.1	33	30	
预计	23 年-悲观	1.0	30	30	0%
	23 年-中性	1.1	30	33	10%
	23 年-乐观	1.2	30	36	20%
	24 年-悲观	1.2	30	36	20%
	24 年-中性	1.5	30	45	50%
	24 年-乐观	1.7	30	51	70%

数据来源：财通证券研究所
 注：以 12 月 5 日收盘价计算

表 64. 博彩板块公司弹性测试

公司	盈利预测	经调整 EBITDA	假设 EV/EBITDA	对应市值	市值空间	
银河娱乐 (亿港元)	历史	19 年	164.8			
		20 年	-10.2			
		21 年	35.4			
		22 年	15.3			
	预计	23 年-悲观	102	20	2289	2%
		23 年-中性	108.7	20	2442	9%
		23 年-乐观	117.4	20	2639	18%
		24 年-悲观	146.5	15	2393	7%
		24 年-中性	159.6	15	2609	16%
		24 年-乐观	171.8	15	2810	25%
金沙中国有限公司 (亿美元)	历史	19 年	31.9			
		20 年	-4.3			
		21 年	3.4			
		22 年	-2.7			
	预计	23 年-悲观	16	18	253	0%
		23 年-中性	17.4	18	285	13%
		23 年-乐观	18.9	18	317	25%
		24 年-悲观	25.2	13	271	7%
		24 年-中性	27.8	13	309	22%
		24 年-乐观	30.1	13	343	35%
澳博控股 (亿港元)	历史	19 年	42.1			
	20 年	-20.9				

	21 年	-15.8			
	22 年	-26.4			
	23 年-悲观	17.5	24	271	-10%
	23 年-中性	18.9	24	310	3%
预计	23 年-乐观	19.8	24	335	12%
	24 年-悲观	34.4	13	279	-7%
	24 年-中性	37.4	13	323	8%
	24 年-乐观	39	13	345	15%

数据来源：财通证券研究所

注：以 12 月 5 日收盘价计算

表 65. 珠宝板块公司弹性测试 (亿元)

公司	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
历史	19 年	0.63	-	-	-
	20 年	0.73	-	-	-
	21 年	2.40	-	-	-
力量钻石	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	5.2	50	262	40%
	23 年-悲观	7.8	40	310	66%
	23 年-中性	8.8	40	351	88%
	23 年-乐观	9.8	40	392	110%
	24 年-悲观	9.2	30	276	48%
	24 年-乐观	15.7	30	472	153%
历史	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	19 年	2.55	-	-	-
	20 年	2.75	-	-	-
	21 年	4.85	-	-	-
中兵红箭	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	10.1	35	354	13%
	23 年-悲观	11.7	30	350	12%
	23 年-中性	13.6	30	408	31%
	23 年-乐观	15.5	30	466	49%
	24 年-悲观	13.3	25	333	7%
	24 年-乐观	20.1	25	502	61%
	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间

历史	19年	0.28	-	-	-
	20年	0.62	-	-	-
	21年	1.27	-	-	-
国机精工	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22年	2.3	35	82	18%
	23年-悲观	3.0	30	89	28%
	23年-中性	3.3	30	99	42%
	23年-乐观	3.5	30	104	49%
	24年-悲观	3.9	25	97	39%
	24年-中性	4.4	25	109	57%
	24年-乐观	4.8	25	119	71%
周大生	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	19年	9.91	-	-	-
	20年	10.13	-	-	-
	21年	12.25	-	-	-
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22年	12.3	15	185	21%
	23年-悲观	13.3	15	200	31%
	23年-中性	13.8	15	207	35%
中国黄金	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	19年	4.51	-	-	-
	20年	5.00	-	-	-
	21年	7.94	-	-	-
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22年	9.1	25	227	1%
	23年-悲观	11.1	25	278	25%
	23年-中性	11.5	25	287	29%
23年-乐观	11.9	25	298	33%	
24年-悲观	12.5	22	274	23%	
24年-中性	13.3	22	292	31%	
24年-乐观	14.3	22	314	41%	

数据来源：财通证券研究所
 注：以12月5日收盘价计算

表66.美妆&医美板块公司弹性测试 (亿元)

公司	历史	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
		19年	3.9	45	177	-

		20 年	4.8	75	358	-
		21 年	5.8	73	419	-
		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
珀莱雅	预计	22 年	7.5	70	525	12%
		23 年-悲观	8.9	60	534	13%
		23 年-中性	9.4	60	564	20%
		23 年-乐观	9.7	60	582	24%
		24 年-悲观	10.9	50	545	16%
		24 年-中性	11.5	50	575	22%
		24 年-乐观	12.0	50	600	27%

公司		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	历史	19 年	4.1	-	-	-
		20 年	5.4	-	-	-
		21 年	8.6	94	814	-
		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
贝泰妮	预计	22 年	12.2	70	854	53%
		23 年-悲观	15.1	55	831	49%
		23 年-中性	15.9	55	875	57%
		23 年-乐观	16.3	55	897	61%
		24 年-悲观	21.1	42	886	59%
		24 年-中性	21.8	42	916	64%
24 年-乐观	22.2	42	932	67%		

公司		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	历史	19 年	5.6	37	208	-
		20 年	4.3	55	235	-
		21 年	6.5	42	275	-
		年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
上海家化	预计	22 年	4.7	50	234	16%
		23 年-悲观	7.8	30	234	16%
		23 年-中性	8.0	30	241	20%
		23 年-乐观	8.3	30	249	24%
		24 年-悲观	8.8	27	238	18%
		24 年-中性	9.1	27	245	22%
		24 年-乐观	9.4	27	254	26%

公司		年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
	历史	19 年	5.9	68	400	-
		20 年	6.5	109	703	-
		21 年	7.8	95	745	-
		年份	归母净利润 E	对应 PE	对应市值	市值空间
华熙生物						

(亿元)

	22 年	9.9	68	673	21%
	23 年-悲观	12.0	56	672	21%
预计	23 年-中性	12.4	56	694	25%
	23 年-乐观	12.9	56	722	30%
	24 年-悲观	14.8	47	696	25%
	24 年-中性	15.3	47	719	29%
	24 年-乐观	16.1	47	757	36%

公司	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间	
历史	19 年	3.1	-	-	-	
	20 年	4.4	179	787	-	
	21 年	9.6	121	1,160	-	
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
爱美客	22 年	14.0	88	1232	12%	
	23 年-悲观	19.9	64	1274	15%	
	预计	23 年-中性	20.5	64	1312	19%
		23 年-乐观	21.3	64	1363	23%
	24 年-悲观	27.9	48	1339	21%	
	24 年-乐观	29.1	48	1397	26%	

数据来源：财通证券研究所
 注：以 12 月 5 日收盘价计算

表 67. 零售板块公司弹性测试 (亿元)

公司	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间	
历史	19 年	4.6	32	148	19 年	
	20 年	4.3	30	130		
	21 年	-2.9	-	101		
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
家家悦	22 年	2.3	31	70	-	
	预计	23 年-悲观	2.0	31	62	-11%
		23 年-中性	2.5	31	78	11%
	23 年-乐观	4.0	31	124	78%	
	24 年-悲观	2.4	31	74	7%	
	24 年-乐观	5.0	31	155	123%	

李宁	历史	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
----	----	----	------------	----	------	------

	19年	15.0	32	484	
	20年	17.0	66	1117	
	21年	40.1	46	1826	
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22年	47.0	32	1506	-
预计	23年-悲观	55.0	27	1485	-11%
	23年-中性	59.0	33	1947	17%
	23年-乐观	62.0	40	2480	49%
	24年-悲观	67.0	27	1809	9%
	24年-中性	72.0	33	2376	43%
	24年-乐观	75.0	40	3000	80%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
历史	19年	53.4	32	1688	-
	20年	51.6	54	2796	-
	21年	77.2	33	2584	-

	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
安踏体育	22年	81.9	30	2417	-
	23年-悲观	90.0	23	2071	-22%
	23年-中性	101.1	27	2730	2%
	23年-乐观	119.6	30	3587	34%
	24年-悲观	108.1	23	2486	-7%
	24年-中性	121.1	27	3269	22%
	24年-乐观	131.7	30	3950	48%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
历史	19年	7.3	13	93	
	20年	5.1	16	83	
	21年	9.1	31	280	

	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
特步国际	22年	10.3	22	229	
	23年-悲观	11.0	20	220	-13%
	23年-中性	12.0	25	300	19%
	23年-乐观	13.0	27	351	39%
	24年-悲观	14.0	20	280	11%
	24年-中性	15.0	25	375	48%
	24年-乐观	16.0	27	432	71%

	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间
新东方在线	19年	-7.4	-	156	

	20 年	-16.6	-	235	
	21 年	-5.3	-	43	
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间
	22 年	7.0	55	384	
预计	23 年-悲观	5.0	45	225	-47%
	23 年-中性	9.0	50	450	6%
	23 年-乐观	14.0	55	770	81%
	24 年-悲观	6.0	45	270	-36%
	24 年-中性	13.0	50	650	53%
	24 年-乐观	20.0	55	1100	159%

数据来源：财通证券研究所

注：以 12 月 5 日收盘价计算

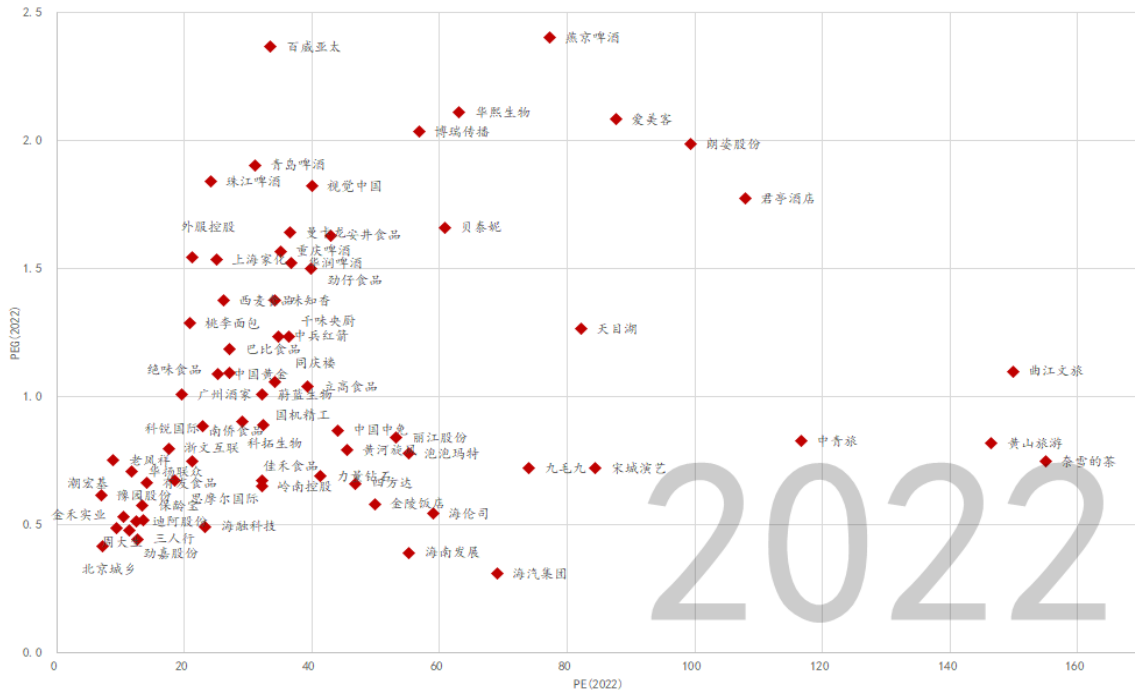
表 68. 传媒板块公司弹性测试

公司	年份	归母净利润 (亿元)	PE	年末市值	市值空间	
历史	19 年	18.75	49	919		
	20 年	40.04	36	1449		
	21 年	60.63	20	1183		
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
分众传媒	22 年	30.77	30	924.30		
	预计	23 年-悲观	47.92	20	958	4%
		23 年-中性	51.22	20	1024	11%
		23 年-乐观	52.48	22	1155	25%
		24 年-悲观	58.03	16	928	0%
		24 年-中性	60.03	18	1081	17%
		24 年-乐观	65.03	20	1301	41%
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
兆讯传媒	22 年	2.11	33	70		
	预计	23 年-悲观	2.78	28	78	17%
		23 年-中性	3.29	28	92	38%
		23 年-乐观	3.82	28	107	61%
		24 年-悲观	4.05	26	105	58%
		24 年-中性	4.36	26	113	70%
		24 年-乐观	4.68	26	122	83%
	年份	归母净利润 E (亿元)	对应 PE	对应市值	市值空间	
博纳影业	22 年	3.41	44	150		
	预计	23 年-悲观	3.85	37	142	-5%
		23 年-中性	4.22	37	156	4%
		23 年-乐观	4.38	37	162	8%
		24 年-悲观	4.21	36	152	1%

24年-中性	4.73	36	170	14%
24年-乐观	4.97	36	179	19%

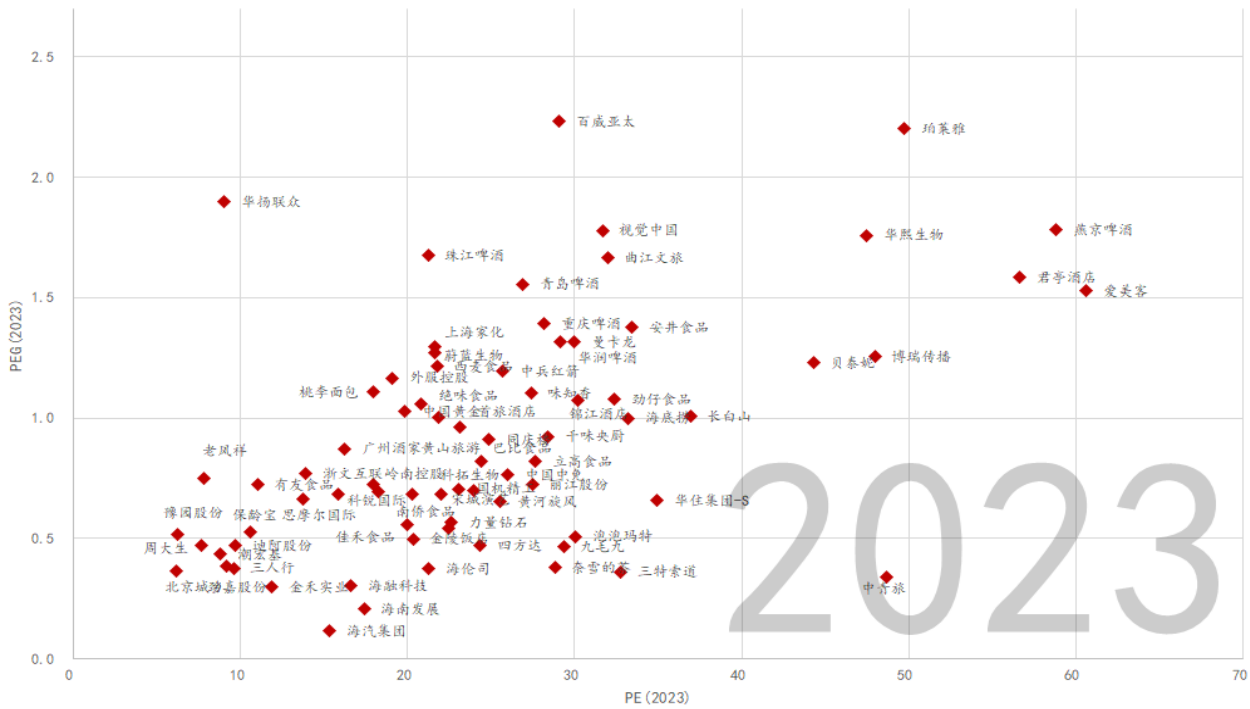
数据来源：财通证券研究所
注：以12月5日收盘价计算

图163.各公司估值情况（2022）



数据来源：Wind，财通证券研究所
注：除已覆盖公司外，估值预期基于 Wind 一致预期，下同

图164.各公司估值情况（2023）



数据来源: Wind, 财通证券研究所
注: 除已覆盖公司外, 估值预期基于 Wind 一致预期, 下同

表69. 商社板块估值概览

公司	PE (2017-2019)			PE (2020-2021)			预测 PE	
	最大值	中值	最小值	最大值	中值	最小值	2022E	2023E
力量钻石				89.0	72.7	51.1	38.0	21.0
国机精工	358.5	173.5	120.1	117.3	57.3	29.5	29.6	21.1
中兵红箭	205.7	41.8	24.3	89.8	45.0	24.8	25.5	18.9
爱美客				185.2	132.5	83.6	73.8	49.5
贝泰妮				139.7	105.4	79.9	61.5	44.9
珀莱雅	48.6	29.7	15.9	80.0	63.8	37.8	66.3	51.8
华熙生物	82.0	68.5	64.6	188.4	102.8	56.7	59.0	45.2
上海家化	64.8	43.3	29.6	80.4	52.5	36.6	42.3	24.9
星期六	668.3	96.5	10.8	1036.4	665.3	472.3	23.6	15.6
新东方在线							29.8	19.9
分众传媒	56.9	25.6	13.2	38.4	21.9	14.3	19.6	13.0
兆讯传媒							19.5	13.8
博纳影业							36.6	29.5
李宁	38.0	21.5	10.6	65.7	37.4	21.2	3.2	2.6
特步国际	18.0	13.7	9.1	38.4	13.7	7.9	18.1	14.5
安踏体育	35.5	22.1	15.1	55.3	37.4	21.8	1.7	1.3
中国黄金				45.6	31.6	15.2	19.8	15.9
周大生	36.0	17.6	12.8	24.9	17.2	12.3	9.8	8.3
中国中免	46.8	33.1	16.6	89.8	56.8	21.4	50.5	27.6
九毛九				232.7	107.3	44.8	136.7	37.3
海伦司							-120.6	41.0
海底捞	78.5	57.2	33.2	898.2	559.4	439.6	47.7	8.2
君亭酒店				76.1	64.8	56.5	131.9	58.1
锦江酒店	33.8	25.7	16.6	601.1	395.9	186.6	361.7	33.3

首旅酒店	41.1	26.1	15.6	526.3	431.0	329.4	-215.2	27.3
华住集团-S							-143.2	9.0
家家悦	37.3	25.7	20.5	70.1	45.7	30.2		
永辉超市	74.8	50.1	26.0	59.7	47.9	37.3		
九华旅游	54.6	29.2	16.7	51.1	40.6	32.8	-395.5	19.8
曲江文旅	65.2	44.5	22.3	252.5	201.0	169.6	-26.2	26.2
天目湖	52.4	23.3	17.7	74.1	57.1	43.5	75.2	31.5
西域旅游				226.4	114.7	81.3		
宋城演艺	33.9	26.0	19.9	186.9	133.3	104.5	272.6	24.0
黄山旅游	29.2	18.7	10.6	164.2	134.7	119.9	308.5	22.6
丽江股份	32.4	21.4	15.2	57.4	48.7	39.3	545.4	37.6
峨眉山A	37.4	21.3	12.7	210.4	181.8	164.6	-87.2	18.0
中青旅	29.3	23.5	14.1	456.1	353.5	317.4	225.5	20.5
岭南控股	55.8	25.5	17.0				-40.7	15.2
西藏旅游	200.6	110.1	88.9	633.1	435.5	360.8		
三特索道	806.6	185.5	13.6	74.4	56.7	45.6	-31.2	29.2
长白山	75.9	43.0	29.6				-36.1	30.6
云南旅游	128.1	53.6	7.2	42.1	31.2	25.0		
桂林旅游	80.6	36.6	22.9				-12.5	187.9
大连圣亚	138.9	62.1	38.5					
ST凯撒	67.8	48.4	23.8					
众信旅游	483.0	75.0	37.8				-32.8	303.4
张家界	259.6	102.1	46.5				-14.4	385.9

数据来源: Wind, 财通证券研究所;

注: 除已覆盖标的为 Wind 一致预期

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。