

社会服务行业 2023 年度策略

三条主线：政策演进、业绩确定、消费变迁

超配

核心观点

回顾与复盘：行业低景气度运行，小盘股领涨。出行今年仍全面承压，旅游人次同比去年仍降 2-3 成，但区域、阶段仍有局部亮点。1-11 月 A 股板块大幅跑赢大盘 20pct，出行预期变化主导，小市值领涨。教育子赛道经营分化，高教延续稳健、K12 仍转型，股价阶段有表现；宏观人服承压经营下行。**Q3 末板块基金重仓持股比较 Q2 末下行，权重股多遭减持，持仓标的更多元。**

海外借鉴：震荡向上，赛道分化，股价先行。1) 基本面：美欧出行板块在放松后趋势向上，基本在 22Q2 及以前恢复至疫情前经营水平；2、子行业复苏排序：餐饮>主题公园>OTA>酒店>免税，本地需求复苏快于国际出行；3) 股价复盘：股价新高一般较经营复苏领先 2 个季度以上，赛道龙头股价 20Q2-21Q1 依次超过疫情前，各子板块股价演进与基本面复苏次序几乎一致，今年初全面放开后再创新高；4) 因外围综合因素影响后续板块回调，但本地消费特征的赛道龙头股价继续稳健。

国内出行复苏展望：春天降至，复苏递进。1) 本地及周边休闲消费恢复相对更快，如餐饮、周边休闲等可先复苏；2) 国内跨省出行复苏下，免税（海南客流复苏+新项目支持），酒店（行业出清+商旅等刚需支撑+规模扩张），OTA（国内复苏+下沉扩张+线上渗透提升）、景区等恢复仍可期；此后全国客源、有一定团队占比的景区演艺龙头有望逐步复苏；3) 出境游恢复。**全面复苏进程中，因各板块估值预期差及复苏阶段验证差异，表现可能轮动。**

教育人服展望：1) 人服行业顺周期，伴随防控政策优化，企业端用工需求逐步回归正常，薪酬福利&猎头预计触底反弹、外包重回高增长。2) 教育：民办高教经营与疫情关联度低，核心要静待营利性选择落地；伴随疫情局势企稳，学生线下参培意愿预计逐步回暖；K12 教培则需关注转型效果。

2023 年投资策略：三条主线一政策演进、业绩确定、消费变迁。1、政策演进带来基本面边际改善（出行&促消费政策、免税和高教政策机遇等）；2、业绩的相对确定性（复工复产下的人服、职教板块，受疫情影响较小的高教板块、兼顾出行各子板块复苏验证节奏）；3、中长线“顺应消费变迁+格局&模式优良”的细分龙头。综合来看，立足 3-6 个月，兼顾复苏次序、业绩确定性、估值水平和主题偏好，优选中国中免、呷哺呷哺、中教控股、北京城乡、科锐国际、同庆楼、九毛九、海伦司、携程集团-S、同程旅行、传智教育、王府井、华住集团-S、锦江酒店、君亭酒店、首旅酒店、天目湖、中青旅、奈雪的茶等。立足未来 1-3 年维度，聚焦景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、九毛九、海伦司、呷哺呷哺、君亭酒店、同庆楼、华住集团-S、宋城演艺、中教控股、携程集团-S、同程旅行、科锐国际、BOSS 直聘、海南机场、广州酒家、百胜中国、海底捞、奈雪的茶、首旅酒店等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
601888	中国中免	买入	210.00	4,309.06	3.39	6.3	61.95	33.33
600754	锦江酒店	买入	55.50	528.78	0.03	1.51	1850.00	36.75
600258	首旅酒店	买入	23.93	267.74	-0.34	0.73	-70.38	32.78
9922.HK	九毛九	买入	20.6	299.50	0.35	0.59	58.86	34.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

超配 · 维持评级

证券分析师：曾光
0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：张鲁
010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

联系人：白晓琦
0755-81981232

baixiaoqi@guosen.com.cn

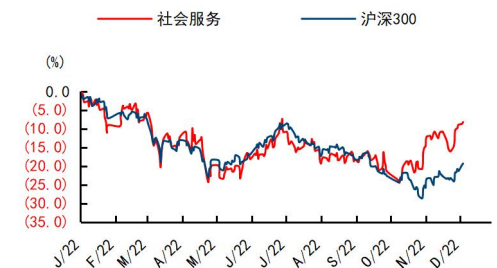
证券分析师：钟潇
0755-82132098

zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

联系人：杨玉莹
0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《社会服务行业双周报（第 45 期）-全国防控政策持续优化 出行产业链行情升温》——2022-12-04
- 《社会服务行业双周报（第 44 期）-防控优化“二十条”出台，亚朵酒店登陆纳斯达克》——2022-11-21
- 《主题公园行业专题-IP 升级——本土主题公园的破局之路》——2022-11-13
- 《社会服务行业三季度总结暨 11 月策略-三季度经营景气度回落 结构性个股机会持续演绎》——2022-11-08
- 《海南免税产业链专题-海阔凭鱼跃 奋起正当时》——2022-11-08

内容目录

回顾与复盘：行业低景气运行，小盘股领涨	6
行业回顾：前三季度出游人次仅恢复 4-5 成，低景气运行	6
出行板块：总体承压，阶段企稳，局部亮点	6
教育人服板块：教育子赛道经营分化，宏观人服承压经营下行	9
行情复盘：出行预期变化影响板块表现，小而美个股领涨	10
持仓分析：板块 Q3 基金重仓持股比例环比下行，标的更加多元	13
海外借鉴：震荡向上，赛道分化，股价先行	16
全球复苏改善：先国内后国际复苏，复苏加速期股价表现最突出	16
餐饮：本地放开后快速恢复，赛道特点及需求演变主导复苏节奏	17
主题公园：本地客户恢复快于长途客群，今年以来稳中略升	19
酒店：出行放开复苏较快，欧美今年 Q2 恢复已超疫情前	20
OTA：去年下半年加速复苏，今年超疫情前，新模式领衔	24
免税：伴随国际旅行恢复逐步复苏，龙头积极外延及加码中国	25
国内展望：春天降至，复苏递进，龙头新生	29
整体展望：出行板块春天将至，逐步优化导向明确	29
免税：全渠道扩容，供应链强化，期待离境市内店政策	30
酒店：行业出清复苏可期，关注规模扩张与效率优化	33
餐饮：短看同店反弹、开店节奏重归正常，新曲线孵化或有提速	35
景区：客源半径影响复苏节奏，中线看内生外延扩张潜力	37
旅行社与 OTA：关注国内外复苏下成长机遇，兼顾下沉扩张	38
博彩：澳门赌牌落地，关注未来恢复节奏	39
教育：政策余波渐平，高教选营在即，职教培训参培意愿回暖	40
人服：宏观企稳带动企业用工复苏，外包业务有望重回高增	42
2023 年投资策略：三条主线：政策演进、业绩确定、消费变迁	45
海外复苏借鉴与国内复苏展望：趋势向上，赛道分化	45
风险提示	47
免责声明	49

图表目录

图 1: 2020 年以来国内游人次季度变化趋势	6
图 2: 2020 年以来国内旅游收入变化情况	6
图 3: 2020 年以来旅游板块季度收入表现	6
图 4: 2020 年以来旅游板块归母净利润季度表现	6
图 5: 中教控股&新高教&中汇&希望&科培收入及同比增速	9
图 6: 中教控股&新高教&中汇&希望&科培归母业绩及同比增速	9
图 7: 18-22 前三季度传智教育、行动教育营收及同比增速	9
图 8: 18-22 前三季度传智教育、行动教育利润及同比增速	9
图 9: 科锐国际、外服控股、BOSS 直聘收入及同比增速	10
图 10: 科锐国际、外服控股、BOSS 直聘利润及同比增速	10
图 11: 2022.01.01-11.30, A 股社服板块累计下跌 1.69%, 但跑赢大盘 20.32pct	11
图 12: 今年以来板块部分重点公司股价排序	11
图 13: 2020 年以来餐饮板块行情复盘	12
图 14: 教育板块走势复盘	13
图 15: 人力资源服务板块行情复盘	13
图 16: 社服板块基金重仓持股比及市值比	13
图 17: 社服子行业基金重仓持股市值比	13
图 18: 中国中免基金持仓情况	14
图 19: 锦江酒店基金持仓情况	14
图 20: 首旅酒店基金持仓情况	14
图 21: 宋城演艺基金持仓情况	14
图 22: 王府井基金持仓情况	15
图 23: 九毛九基金持仓情况	15
图 24: 社服 A 股核心标的沪深港通持股比例	15
图 25: 社服港股核心标的陆港通持股比例	15
图 26: 2020 年以来国际旅行恢复情况	16
图 27: 截止 2022. 11 全球入境管控程度	16
图 28: 美国餐饮行业/有限服务餐饮行业较 19 年恢复情况	17
图 29: 美国餐饮行业/有限服务餐饮行业疫情后月度收入增速	17
图 30: 美国餐饮行业不同子赛道同店恢复水平 (对比 19 年)	18
图 31: 美国餐饮行业不同子赛道门店数同比增速	18
图 32: 墨式烧烤同店恢复情况 (以 2019 年为基准)	18
图 33: 墨式烧烤开店数据	18
图 34: 美国餐饮龙头股价表现	19
图 35: 迪士尼和环球影城主题公园收入恢复情况	20
图 36: 迪士尼和环球影城主题公园经营业绩恢复情况	20
图 37: Seaworld 股价复盘	20

图 38: 欧美出行放开酒店恢复节奏图	21
图 39: 万豪分档次 RevPAR 恢复情况	22
图 40: 洲际分档次代表品牌 RevPAR 恢复情况	22
图 41: 美国酒店盈利和成本指标	22
图 42: 各酒店龙头收入及经调 ebitda 率变动	22
图 43: 欧美酒店龙头股价表现	23
图 44: 新加坡防疫政策严格指数	23
图 45: 新加坡酒店 RevPAR 较 2019 年恢复情况	23
图 46: 新加坡酒店入住率较 2019 年恢复情况	24
图 47: 新加坡月度平均房价较 2019 年恢复情况	24
图 48: 三大 OTA 平台季度营业收入 (亿美元) 及恢复	24
图 49: Booking 与 Expedia 季度归母净利 (亿美元) 及恢复	24
图 50: 海外 OTA 龙头股价复盘	25
图 51: 杜福瑞 2020Q1-2022Q2 按渠道划分销售额	25
图 52: 美国国际航班旅客数变化与杜福睿美洲收入恢复程度	25
图 53: 杜福瑞 2020Q1-2022Q3 收入及同比增速	26
图 54: 拉格代尔 2020Q1-2022Q3 收入及同比增速	26
图 55: 杜福瑞 2021Q1-2022Q3 分地区收入及同比增速	26
图 56: 拉格代尔旅游零售分地区收入及恢复	26
图 57: 杜福瑞疫后股价复盘	27
图 58: 拉格代尔疫后股价复盘	27
图 59: 韩国免税销售额月度恢复趋势	27
图 60: 韩国免税客单价同比情况	27
图 61: 海南离岛免税运营主体及门店变迁	30
图 62: 中国中免未来展望思考整理	32
图 63: 公司积极打造“行前+行中+行后”全链条	32
图 64: 中免未来五大业务展望	32
图 65: 酒店行业供给变化图	34
图 66: 酒店龙头 RevPAR 月度恢复情况	34
图 67: 锦江、华住酒店费用优化阶段验证	34
图 68: 酒店龙头规模扩张 (2022Q3 末 VS2019 年底增长)	34
图 69: 国内酒店行业 2022 年筹开受阻	35
图 70: 三大酒店净开门店数 (家)	35
图 71: 九毛九、海底捞、海伦司、百胜中国同店销售恢复情况	36
图 72: 携程高学历人群占比更高, 用户收入高于行业平均	38
图 73: 携程数字化营销赋能迭代	38
图 74: 同程旅行 2020Q1-2022Q3 月活用户	39
图 75: 同程旅行 2020Q1-2022Q3 月付费用户及付费率	39
图 76: 澳门博彩毛收入月度表现	40
图 77: 2021-2022 年澳门博彩收入月度较疫情前恢复情况	40
图 78: 我国教育行业体系示意图	41

图 79: 中教控股 2017 至今集团退学率数据	41
图 80: 2022 年港股高教公司 PE 估值普遍低于 10x	41
图 81: 东方甄选直播间粉丝数及同比增速	42
图 82: 东方甄选直播间单日销售额及同比增速	42
图 83: 我国第三产业就业人数占比高增	43
图 84: 2018 年至 2022 年 6 月失业率水平攀升	43
图 85: 海外出行板块基本面恢复及股价复盘情况一览	45
图 86: 2023 年社服板块投资策略	46
表 1: 出行板块 2022 年各子板块回顾	8
表 2: 2022Q3 末国信社服板块基金前十大重仓股变动情况	14
表 3: 海外基本面与股价趋势复盘一览 (按各子行业大致恢复节奏排序, 部分板块龙头有差异)	28
表 4: 二十条措施后政策变动情况	29
表 5: 国人离境市内免税店政策	31
表 6: 王府井未来北京机场或市内免税布局可能情况	33
表 7: 各品牌各年度在营门店/新开门店/关闭门店统计表	36
表 8: 同庆楼 2020 至今已开店情况 (不含富茂和新餐饮)	37
表 9: 同庆楼已开富茂基本情况	37
表 10: 部分景区演艺公司近三年产能扩张、费用优化及成长看点	37
表 11: 科锐/外企/外服收入规模 (按项目划分, 单位: 亿元)	42
表 12: 国内各板块未来展望一览	44

回顾与复盘：行业低景气运行，小盘股领涨

行业回顾：前三季度出游人次仅恢复 4-5 成，低景气运行

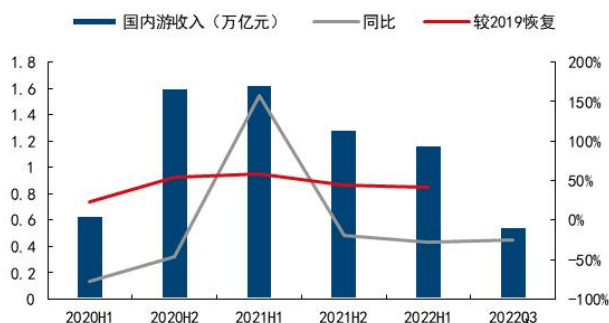
行业方面：今年前三季度国内游人次和收入同比 2021 年仍下降 2-3 成，估算仅恢复至 2019 年的 4-5 成，整体仍然承压。据文旅部数据，2022 年前三季度，国内旅游总人次 20.94 亿/-22.13%，恢复至 2019 年同期的 45.51%；前三季度国内旅游收入 1.72 万亿元/-27.43%。此外，今年上半年国内旅游收入估算恢复至疫情前的 4-5 成，估算前三季度恢复情况类似。从季度趋势来看，今年 Q1-Q3 国内旅游人次分别恢复约 47%、48%、42%，同比去年客流分别下滑 19%、26%、22%，疫情反复出行限制下，旅游行业整体仍处于低景气运行。

图1：2020 年以来国内游人次季度变化趋势



资料来源：国家旅游局，中旅院、国信证券经济研究所整理

图2：2020 年以来国内旅游收入变化情况



资料来源：国家旅游局，中旅院、国信证券经济研究所整理

出行板块：总体承压，阶段企稳，局部亮点

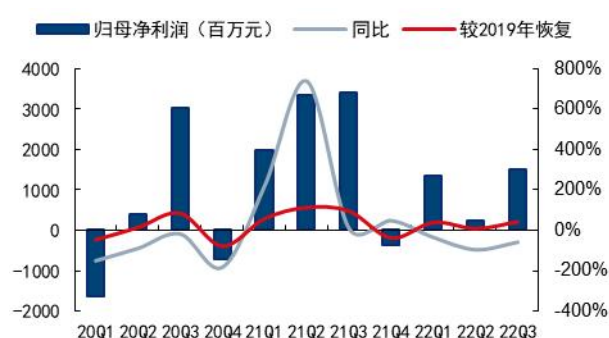
今年前三季度出行板块收入恢复 7 成，归母业绩恢复 3 成，仍承压。2022Q1-3，旅游板块整体收入 697.03 亿元/-18.45%，恢复至 2019 同期的 69.56%；板块归母业绩 30.93 亿元/-64.58%，按可比口径恢复至 2019 同期的 31.34%；扣非归母业绩同比下降 69.57%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 29.58%。如果剔除中国中免的贡献，今年前三季度板块整体归母业绩和扣非业绩均录得亏损，整体承压。

图3：2020 年以来旅游板块季度收入表现



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：2020 年以来旅游板块归母净利润季度表现



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从变化趋势来看，2022Q1 收入和业绩同比均下滑，2022Q2 承压更明显；2022Q3，旅游板块整体收入同比下降 10%，仅为 2019 年同期的 60%；归母业绩同比下降 55%，扣非归母业绩同比下降 59%，分别恢复至 2019Q3 的 43%、37%，虽然较 2022Q2 有所改善，但整体仍系低景气运行。

在疫情反复出行受制背景下，出行各子板块今年以来仍整体承压，其中 1-2 月低位企稳，3-5 月承压，6-7 月逐步复苏，8 月分化，9-11 月又承压下行，其中不同子行业，不同区域表现分化，而疫情的持续反复对部分行业发展也带来了新的挑战。在各种不确定中，如公司阶段亮点，则有望成为股价阶段表现的主要支撑。出行子板块今年以来新变化如下：

1) **免税复苏时快速企稳反弹，龙头在价格促销策略上更加多元。**总体来看，海南免税在客流恢复时呈现良好的复苏弹性，即使促销力度平稳，同比增长仍可观（今年 1-2 月中免收入和利润同增 20%）。**总体来看，今年以来，**相比 2021 年下半年海南免税价格竞争相对激烈的情况，今年以来海南免税龙头价格策略更加灵活，尽量平衡销售额与毛利率（内部利润考核+品牌商长期合作）。在疫情企稳阶段，龙头中国中免收入、业绩同增 20%，毛利率和净利率环比明显修复，但疫情影响较大的阶段，龙头高度依赖线上有税业务，盈利能力仍阶段受制。

2) **酒店方面，全国扩张的龙头开店签约边际呈现放缓压力。**根据 STR 数据，2022 年国内拟筹开的客房中 41% 的项目延期、6% 终止。**酒店龙头净增来看，前三季度**锦江+638>华住+572>首旅-28，同比去年扩张均放缓（2021Q1-3 锦江+789>华住+677>首旅+523）。此外，受加盟商意愿影响，龙头新签约速度明显放缓，以华住为例，2022Q3 公司新签约门店 503 家（VS21Q3623 家），前三季度累计新签约 1599 家（VS21Q1-32125 家）。

3) **餐饮方面，港股餐饮 2022 年以来走势先扬后抑，拓店节奏呈现差异化表现。**据我们跟踪，**今年 3 月**，上海地区疫情致使餐饮品牌同店销售普遍承压，其中海伦司/太二/呷哺/湊湊同店均回落至上年同期的 60-70%；**6 月以来**，国内疫情企稳，同店数据筑底回升，海底捞/九毛九西北菜同店最多回升至 21 年同期的 120+%；**进入 9 月后**，品牌同店恢复程度普遍再次回落至 21 年同期 80-90% 的水平。**扩店节奏方面**，以 2022 年上半年数据来看，太二、怱、湊湊、海伦司、肯德基/必胜客逆势扩张，分别净开 34/2/15/64/342/121 家，呷哺呷哺、海底捞调整接近尾声，分别净关 31/8 家，九毛九西北菜开店策略依旧谨慎，期内净关 6 家。

从 A 股餐饮板块来看，同庆楼表现靓丽。公司 2022Q3 归母业绩较 2019Q3 同比增长高达约 180%，在疫情背景下表现独树一帜：一是宴会业务虽迟但到贡献，剔除后预计同比仍增长约 110%，主要系安徽、江苏区域相对良好，同时，“宴会+酒店”新富茂模型初步跑通带来靓丽表现，换言之优质产能扩充进一步加速其疫情企稳阶段的优异表现。广州酒家依托月饼收入整体保持稳定。

4) **景区区域分化较大：**今年 Q3 天目湖、丽江、黄山等景区业绩恢复至疫情前的 9 成、8 成、7 成，主要其对应核心区域疫情平稳，同时，天目湖依托优质产能扩张和周边游属性，业绩恢复相对较快。

表1: 出行板块 2022 年各子板块回顾

子行业	趋势图	要点总结
免税		<p>◇ 总规模承压，企稳期有显韧性 海南进出岛客流同比普遍承压，线下店正常经营受阻；阶段企稳期如 1-2 月、7 月、11 月初反弹迅速，其中 7 月机场+轮渡客流同比+0.26%，离岛免税购物人次同比增长约 8%。而在客流同比仍未恢复情况下，11.1-11 海南离岛免税店总销售额同比+3%。</p> <p>◇ 价格战趋缓、线上占比提升 价格战相对去年下半年明显缓和（利润考核+品牌商长期合作），1-2 月龙头公司业绩释放显著，归母净利率 18%，后续线上占比提升影响毛利水平。</p>
酒店		<p>◇ 企稳期商旅刚需带动行业快速复苏 境内龙头恢复节奏，华住>锦江>首旅。预计与酒店档次与区域结构分化影响，此外也体现不同酒店产品提价能力差异。</p> <p>◇ 持续疫情下整体开店和签约节奏有所放缓 根据 STR 数据，截止 2022Q3，2022 年筹开的客房中，26%已开业，有 27%将在年底开业（预计开业数可能缩水），41%的项目延期以及 6%的项目终止。龙头签约和开店也有所放缓，签约放缓相对更明显。</p>
餐饮		<p>◇ 港股餐饮复苏走势先扬后抑 Q1 上海疫情致经营承压，Q2 同店数据企稳回升，Q3 以来再次回落，目前同店普遍恢复至 21 年 80-90%水平。</p> <p>◇ 开店节奏呈现差异化表现 太二、怱、湊湊、海伦司、肯德基/必胜客逆势扩张，呷哺呷哺、海底捞调整接近尾声，九毛九西北菜开店策略依旧谨慎。</p> <p>◇ 同庆楼业绩韧性彰显，新富茂模式初步验证良好 Q3 归母业绩较疫前倍增，一是宴会业务虽迟但到贡献，剔除后预计同比仍增长约 110%，“宴会+酒店”新富茂模型初步跑通带来靓丽表现。</p>
景区		<p>◇ 核心区域疫情分化，业绩恢复差异明显 Q3 天目湖、丽江、黄山等景区业绩恢复至疫情前的 9 成、8 成、7 成，主要核心区域疫情平稳，同时天目湖周边客群主导，近两年优质产能扩容，故 Q3 恢复相对较快。</p>
OTA		<p>◇ 短期本地周边主导，流量挖潜和产品扩容助力疫后成长 周边短途出行为主，本地住宿产品表现亮眼，机票+火车票等长途业务受限。同程积极投放营销，全渠道流量挖潜，月活及月付费用户创新高。</p> <p>携程疫情前海外业务约占 35-40%，Q3 考虑公司纯海外业务目前已转正，且经营效率持续提升，未来全面复苏不排除 24 年业绩仍有一定上修空间。</p>

资料来源：公司公告，STR，海口海关，国家统计局，国信证券经济研究所整理

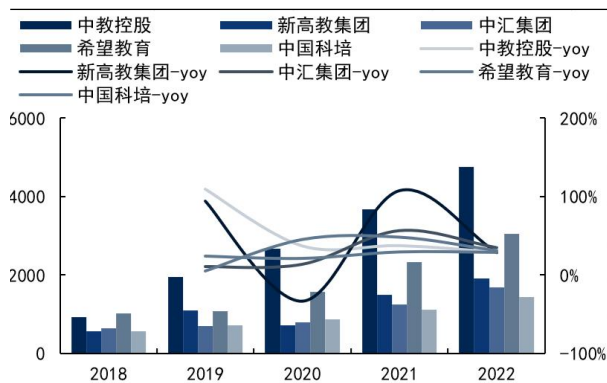
教育人服板块：教育子赛道经营分化，宏观人服承压经营下行

教育板块：民办高教经营稳健，非学历职教疫情扰动，K12 教培持续转型尝试

1) 民办高教板块经营表现稳健，FY2022 收入普遍同增 20%+。FY2022，各高教集团收入增速均超 20%，利润略低于收入增速，系民办高教内生投入增加（校区扩建、师生比提升）所致。由于目前板块一二级市场估值倒挂仍然存在，在一定程度上限制高教公司对外收并购，因此当前市场更多关注民办高教内生增长逻辑（学生人数&生均学费）是否顺畅；具体来看，FY2022，中教控股在校生成人数/生均学费同比+26.9%/+1.8%；新高教集团新生人数/生均学费同比-2.2%/+31.3%，本科学生占比提升；中汇集团在校生成人数/生均学费同比+25.6%/+7.3%；希望教育在校生成人数/生均学费同比+20.9%/+8.3%；中国科培本科在校生成人数/生均学费同比+14.6%/+12.2%，内生增长呈现稳健表现。

17.

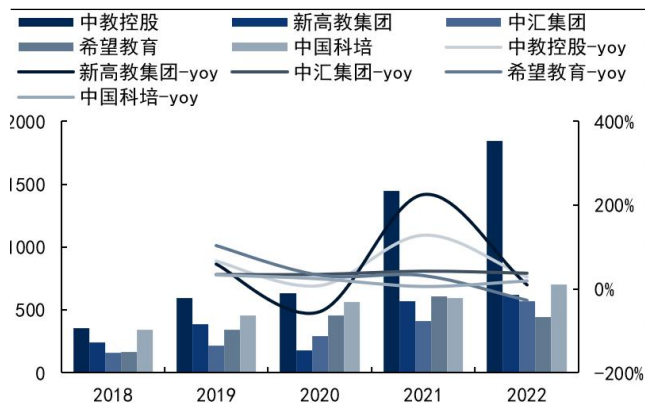
图5：中教控股&新高教&中汇&希望&科培收入及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：中教/新高教存在会计期间变更，2018/2020年为8个月数据

图6：中教控股&新高教&中汇&希望&科培归母业绩及同比增速

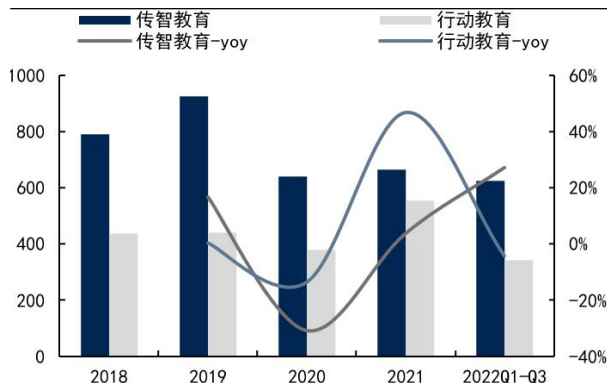


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：中教/新高教存在会计期间变更，2018/2020年为8个月数据

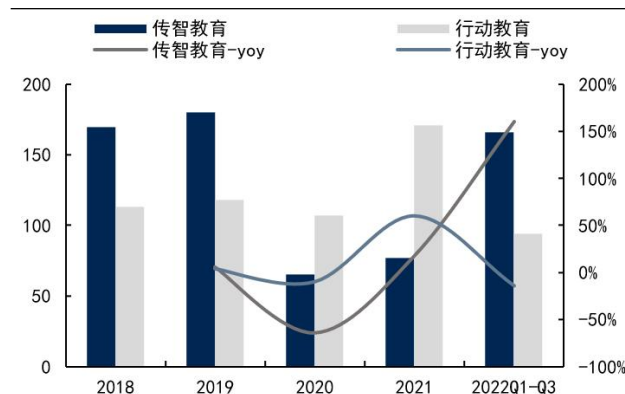
2) 非学历职教培训板块招生进度受疫情扰动，具有“强就业”属性的课程韧性强劲。传智教育 2022 年前三季度归母净利润 1.66 亿元/+160.6%（19 年全年归母业绩 1.8 亿）；扣非归母净利润 1.36 亿元/+206.3%（19 年全年扣非业绩 1.48 亿），业绩已接近疫情前 2019 全年水平，我们预计系其所提供的 IT 类培训课程具有“强就业”属性，结合公司持续研发投入进行课程迭代，在就业环境相对严峻的环境下，学生参培相对较强；行动教育、中国东方教育业绩增速略有承压。

图7：18-22 前三季度传智教育、行动教育营收及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：18-22 前三季度传智教育、行动教育利润及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3) K12 教培持续进行转型尝试, 效果最为显著的当属新东方在线。自“双减”政策发布以来, 学科类培训均机构面临退出市场或业务转型压力, 各机构在素质教育、职业教育、学习设备业务、直播业务等多领域进行尝试。新东方在线凭借东方甄选破圈而出, 通过外景直播+内容带货模式, 优质内容和精致选品持续为直播间流量转化提供支持, 近三月 GMV 突破 20 亿元, 截至 2022 年 12 月 1 日, 抖音账号粉丝量达 2851.7 万人次。好未来 FY2023Q1 (20220531-0831) 单季度业绩同比大幅减亏 (归母净亏损 4380 万美元, 上年同期亏损 10210 万美元), 转型效果尚待观察; 豆神教育、学大教育分别在素质教育/职业教育方面探索转型。

人服板块: 顺周期属性下经营承压, 短期疫情扰动无碍公司中长线竞争力

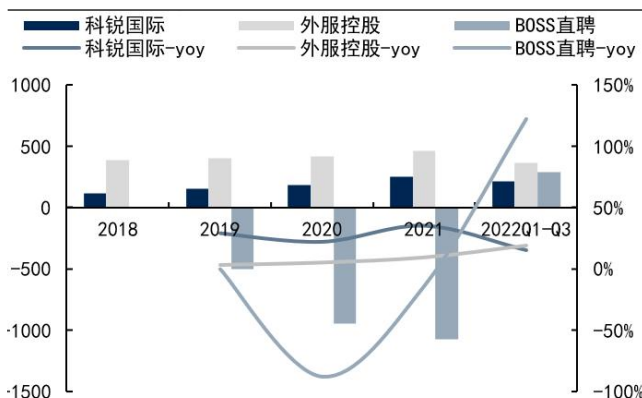
人力资源服务整体仍具顺周期属性, 但具有灵活用工业务的公司展现出一定的经营韧性。科锐国际 2022 年前三季度, 营收 68.18 亿元/+31.6%; 归母净利润 2.17 亿元/+15.5%; 扣非归母净利润 1.92 亿元/+14.6%。其中 Q3 灵活用工累计派出 91802 人次, 同比+27.0%, 环比+5.6%, 业务显韧性。外服控股 2022 年前三季度, 营收 104.12 亿元/+25.7%; 归母净利润 4.40 亿元/+10.1%; 扣非归母净利润 3.65 亿元/+8.6%。BOSS 直聘 2022 年前三季度, 营收 34.29 亿元/+8.2%; 归母净利润 2.92 亿元, 去年同期亏损 13.04 亿元。未来随着疫情趋缓, 经济复苏, 人服公司有望快速复苏。

图9: 科锐国际、外服控股、BOSS 直聘收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 科锐国际、外服控股、BOSS 直聘利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行情复盘: 出行预期变化影响板块表现, 小而美个股领涨

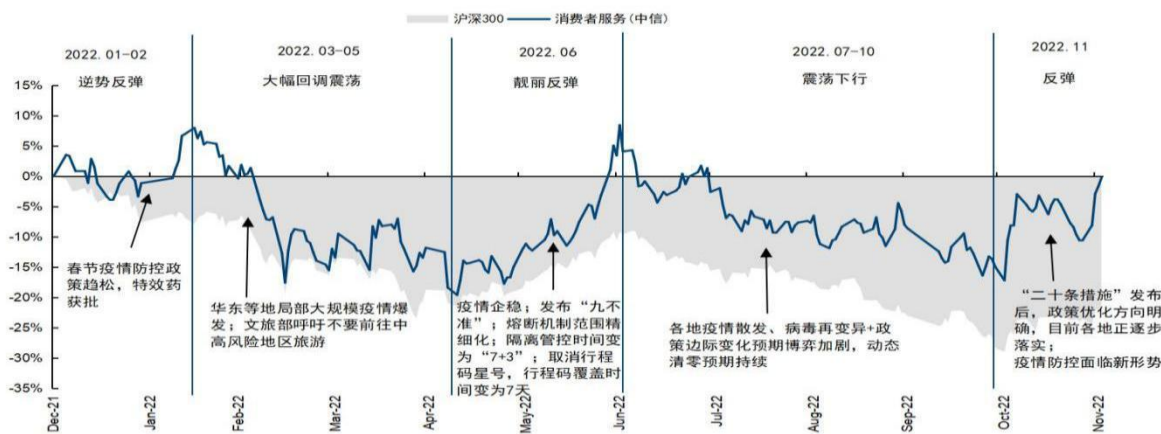
今年 1-11 月, 社服板块走势主要呈现以下特点:

1、A 股板块大幅跑赢大盘 20pct, 出行预期变化带来板块波动起伏。经过近三年疫情影响, 板块的核心逻辑从 2020 年龙头终局思维交易, 2021 年疫情反复中的验证, 再到今年政策边际变化预期博弈与疫情反复交织。2022. 1. 1-11. 30 中信消费者服务指数累计下跌 1.69%, 大幅跑赢沪深 300 指数 20.32pct。其中, 市场预期政策放开“朦胧美”阶段, 公司股价往往快速反弹, 而疫情扩散出行受制时则震荡下调较显著。

2、A 股小盘股领涨为主。由于疫情持续反复下不确定性增加, 市场边际资金关注相对多元, 阶段业绩相对有韧性+中线扩张逻辑良好的小市值龙头较受追捧。如君亭酒店、天目湖、同庆楼等, 区域疫情稳定与周边游定位带来业绩表现, 外延扩张支撑中线成长。具体来看, 今年 1-11 月板块累计涨幅 TOP5 分别为君亭酒店 (+243.46%)、西安饮食 (+101.24%)、同庆楼 (+89.65%)、丽江股份 (+78.90%)、天目湖 (+75.03%)。今年 6 月复苏以来则西安饮食表现最突出, 6-11 月累计上涨

85.58%，同庆楼（+81.63%）、丽江股份（+57.37%，Q3 业绩恢复 8 成）表现优良。

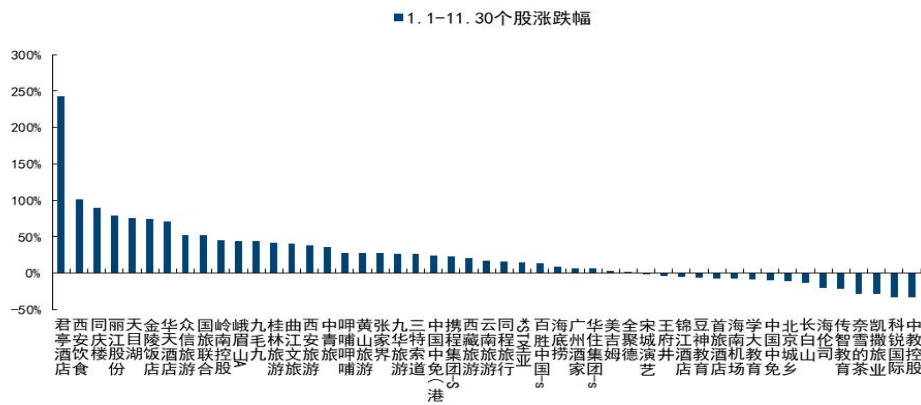
图 11: 2022.01.01-11.30, A 股社服板块累计下跌 1.69%，但跑赢大盘 20.32pct



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

涨幅居前的重点公司分析 1) **君亭酒店**: 定位中高端商旅&高端城市休闲度假, 存量君亭门店基本盘优良, 并表君澜后续轻资产扩张有望加速, 受益酒店行业出清, 且海外酒店复苏休闲度假复苏较快, 小而美特点小股价表现最突出。2) **同庆楼**: 新店扩容&老店升级带来产能扩充+本地社交聚餐刚性+宴会延期+“酒店+宴会”富茂模型验证三方助力下, 公司在合肥当地疫情相对可控的情况下恢复出色, Q3 业绩较疫情前仍翻倍以上增长, 核心系优质产能扩充及宴会业务韧性助力, 中线新模式与宴会门店扩张有望加速。3) **天目湖**: 定位周边度假需求, 疫情下韧性相对良好, 近两年高端酒店产能扩充在企稳期贡献增量带动业绩提升, 且中线具备外延扩张逻辑, 助力其股价良好表现。

图 12: 今年以来板块部分重点公司股价排序



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

3、市场风格变化等影响下, A 股权重股相对承压。1. 1-11. 30, A 股社服板块主要权重中国中免、首旅酒店、锦江酒店、宋城演艺分别下跌 9.35%、6.89%、5.21%、0.51%。其中锦江、首旅主要系前两年股价上涨后预期相对不低且持续疫情反复带来经营承压和开店签约有所放缓; 中国中免则因海南市场承压及担忧后续封关政策影响, 宋城疫后室内演出恢复节奏相对受制, 但中免和宋城 11 月出行政策逐步优化后均补涨超 20%, 阶段反弹较明显。

港股餐饮板块复盘：年初至今板块横盘震荡，国内疫情仍为影响餐饮板块表现的核心变量。2022年1-3月初，市场预期冬奥会及两会后国内防疫政策有望边际放松，板块整体呈现复苏态势，其中九毛九反弹超50%；3月国内防疫政策未出现明显松绑，叠加地缘冲突影响，港股餐饮板块出现系统性普跌；2022年4-9月，上海、北京、深圳、成都等核心城市疫情间断散发，持续扰动餐厅经营，国内疫情形势仍相对承压，板块整体横盘震荡。2022年10月以来，市场边际放松预期不断增强，板块表现有所回暖。

图13：2020年以来餐饮板块行情复盘

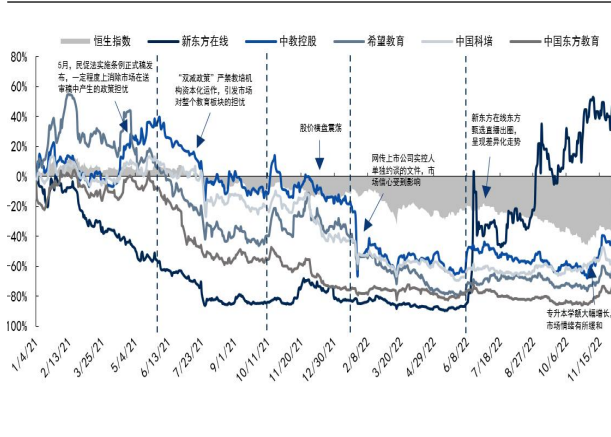


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

教育板块复盘：2022年初，市场传言民办高教板块政策担忧再起，继续引发市场对VIE架构合法性、学费上涨空间及收并购可能性的担忧，市场信心受到影响，高教板块股价普遍大幅回调，PE估值回撤至5x左右；2022年6月，高教上市公司相继宣布2022/23学年专升本学额，中教控股/希望教育旗下本科院校专升本学额分别同比增长70.1%/158%，市场情绪提振，叠加政策持续利好（职业教育法颁布），板块迎来普涨。原处K12赛道的新东方在线，继民促法正式落地以来，股价持续承压，但6月以来，通过转型东方甄选直播成功出圈，且后续日均GMV维持较高水平，受转型成功情绪催化，股价大幅上涨，亦走出差异化行情。2022年9月以来，哈尔滨石油学院8月27日获得教育部颁发的营利性民办学校过渡期的办学许可证，营利性牌照选择为期三年的空窗期被打破，投资者情绪提振，叠加板块轮动逻辑，高教个股估值回升至8-10x。

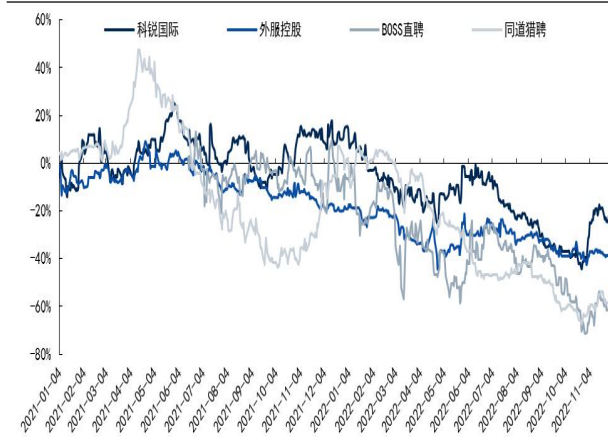
人服板块复盘：2022年年初起，经济波动企业用工需求产生一定的扰动，市场担心人服行业客户数量及付费意愿下降，叠加3月以来深圳、上海地区疫情反复，企业招聘需求延缓，人服板块普跌；2022年5月中旬，上海宣布解封时间表，分阶段推进复工复产、复商复市，市场预期经济将迎来复苏，前期暂缓的招聘需求有望快速恢复，板块回暖，其中科锐国际反弹超25%；7月以来，国内疫情再度反复，且政策端没有明显放松，板块再次承压走低。

图 14: 教育板块走势复盘



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 人力资源服务板块行情复盘



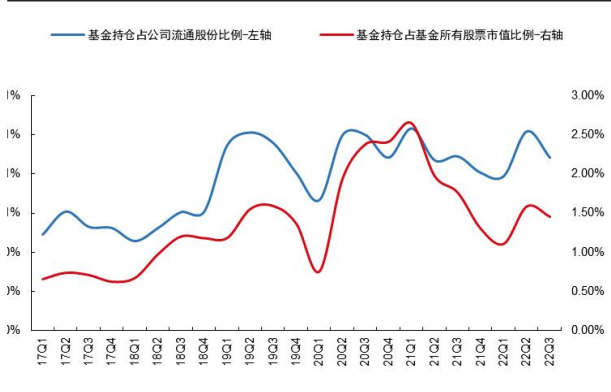
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

持仓分析: 板块 Q3 基金重仓持股比例环比下行, 标的更加多元

由于 Q3 基金主要披露重仓股数据, 而非像半年报和年报一样披露全部持仓数据, 因此以下测算主要通过重仓股情况进行分析, 除特殊说明外, 但凡涉及环比/同比分析的数据均为可比口径。

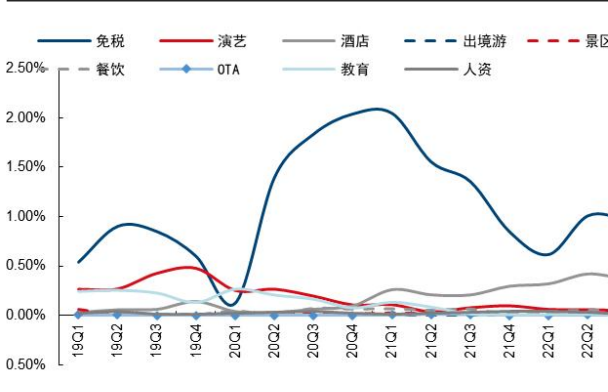
截至 2022Q3 末, 国信社会服务板块基金重仓持股比例为 1.45% (国信社服板块重仓股票市值/所有重仓股票市值, 此处均选取开放式股票基金), 环比 Q2 末下降 0.13pct, 较 2021 年末提升 0.15pct。子板块方面, VS22Q2 末, 除餐饮板块基本持平外, 其余板块均下降, 其中酒店、免税、人服、演艺、景区板块环比分别 -0.05pct、-0.04pct、-0.02pct、-0.01pct、-0.01pct; VS21Q4 末, 演艺、人服遭减持, 免税、酒店、餐饮重仓持股比例分别增加 0.13pct、0.07pct、0.04pct。

图 16: 社服板块基金重仓持股比及市值比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 社服子行业基金重仓持股市值比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

截止 2022Q3 末, 国信社会服务板块在基金的前十大重仓股中, 以重仓持股比例变动排序, VS22Q2 末, Q3 末王府井、海底捞、同程旅行获增持, 中国中免、锦江酒店、首旅酒店、宋城演艺、九毛九、科锐国际、君亭酒店遭减持。VS21Q4 末, Q3 末中国中免、首旅酒店、王府井、海底捞、九毛九、锦江酒店、君亭酒店、同程旅行获增持, 科锐国际、宋城演艺遭减持。

同时, 需要说明的是, 相比前两年持仓集中在中国中免、锦江酒店、首旅酒店、

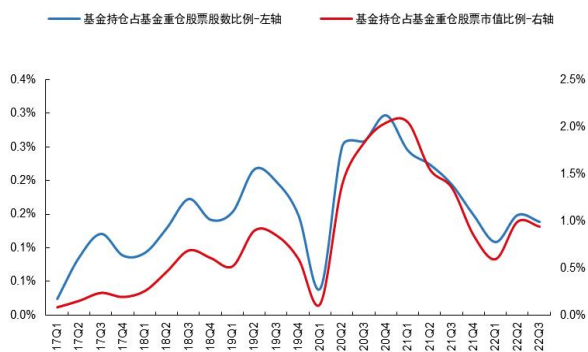
宋城演艺、九毛九等标的基础上，今年持仓标的也更多元。

表2：2022Q3 末国信社服板块基金前十大重仓股变动情况

公司	22Q3 末重仓持股比例 (%)	VS22Q2 末 (pct)	VS21Q4 末 (pct)	Q3 末持股占流通股比 (%)	VS22Q2 末 (pct)	VS21Q4 末 (pct)
中国中免	0.940	-0.053	0.096	7.520	0.194	0.238
锦江酒店	0.251	-0.037	0.017	14.720	2.978	-1.415
首旅酒店	0.103	-0.003	0.044	13.960	0.217	5.388
宋城演艺	0.043	-0.012	-0.048	4.830	0.674	-5.450
王府井	0.034	0.016	0.030	4.380	-2.225	3.895
九毛九	0.027	-0.012	0.019	5.000	0.423	3.014
海底捞	0.021	0.011	0.021	0.840	-0.434	0.840
科锐国际	0.010	-0.013	-0.029	4.430	3.495	-8.334
君亭酒店	0.006	-0.012	0.006	7.320	23.669	6.829
同程旅行	0.003	0.001	0.003	0.290	-0.097	0.290

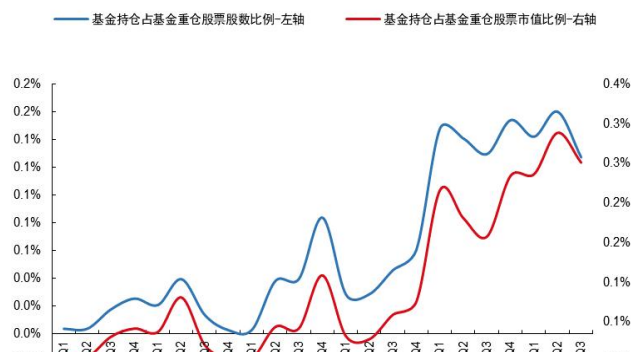
资料来源：wind，，国信证券经济研究所整理

图18：中国中免基金持仓情况



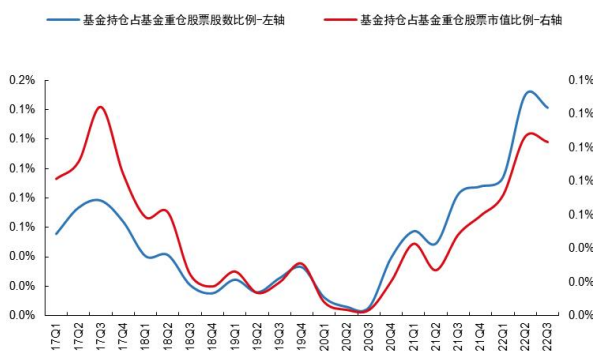
资料来源：中国中免年报，国信证券经济研究所整理

图19：锦江酒店基金持仓情况



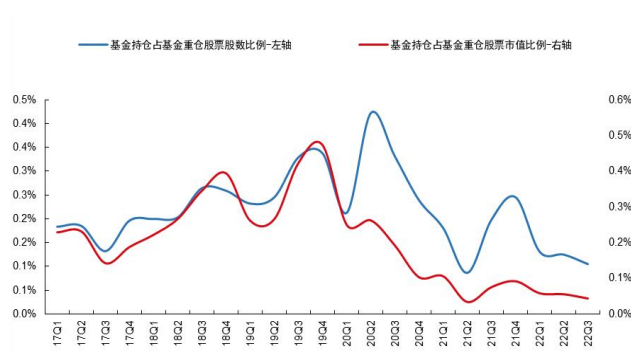
资料来源：锦江酒店年报，国信证券经济研究所整理

图20：首旅酒店基金持仓情况



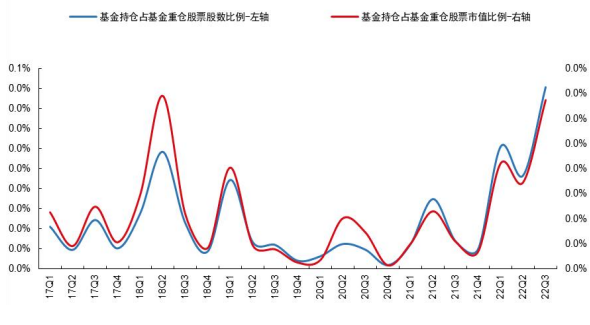
资料来源：首旅酒店年报，国信证券经济研究所整理

图21：宋城演艺基金持仓情况



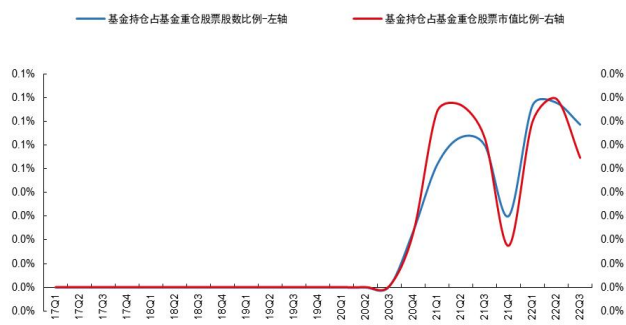
资料来源：宋城演艺年报，国信证券经济研究所整理

图22: 王府井基金持仓情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 九毛九基金持仓情况

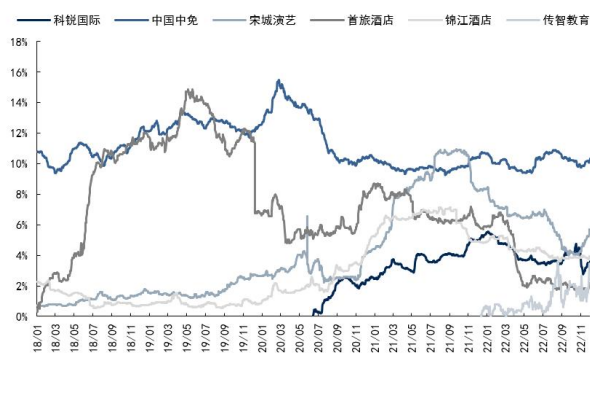


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2022年初至今(2022/12/02), 陆股通明显增持传智教育, 持股比例较21年底+2.77pct; 科锐国际、宋城演艺和首旅酒店持股比例有所下降, 分别较21年底-1.90pct/-2.74pct/-3.72pct; 中国中免和锦江酒店持股比例微降, 分别较21年底-0.35pct/-0.95pct。

2022年初至今(2022/12/02), 港股通大幅增持海伦司/奈雪的茶/呷哺呷哺/九毛九, 持股比例分别较21年底+22.96pct/+22.25pct/+19.11pct/+13.24pct; 中教控股有所增持, 持股比例较21年底+7.39pct; 海底捞港股通持股比例有所下降, 较21年底-1.13pct。

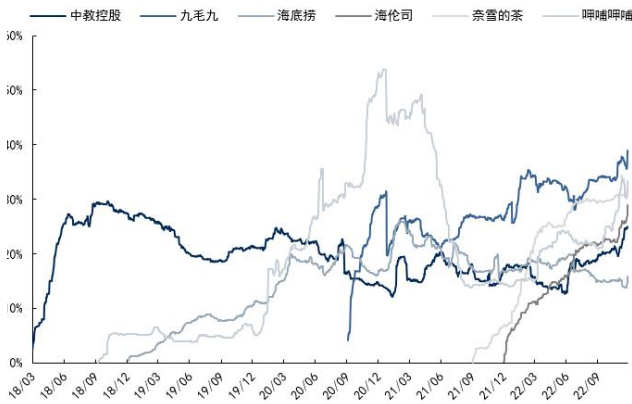
图24: 社服A股核心标的沪深港通持股比例



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

注: 持股比例为占流通A股比例

图25: 社服港股核心标的陆港通持股比例



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

注: 持股比例为占自由流通股本比例

海外借鉴：震荡向上，赛道分化，股价先行

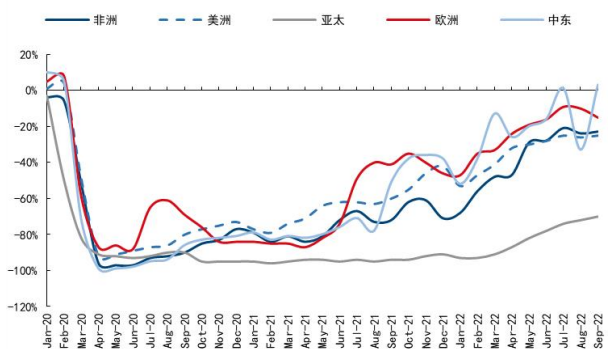
去年下半年和今年以来，海外已经逐步放开，其放开后出行板块恢复节奏及股价表现可以为我们参考借鉴。鉴于此，在结合我们此前海外复苏系列深度报告《欧美酒店龙头疫后复苏的路径与投资启示》、《欧美在线旅游龙头：线上渗透提速复苏期股价高弹性》、《美国餐饮行业复苏启示录》基础上，结合海外最新恢复情况变化，我们总体梳理海外放开后表现如下，并就各个子板块详细分析。

全球复苏改善：先国内后国际复苏，复苏加速期股价表现最突出

从海外出行放开节奏来看，欧美中东先行放开，其次为亚太。美国在 2020-2021H1 防疫相对严格，但 2021H2 开始逐步放松，2022 年 3 月起接近全面放开。欧洲分别于 2020 年爆发初期、2020 年底-2021H1、2021 年底-2022 年初阶段收紧人员流动；2022.3 起趋于逐步放开，欧盟 27 国逐步可自由通行，英国也逐步取消限制。中东在 2021 年 7 月逐步放开。亚洲 2022 年以前整体防控限制较严格，其中新加坡、越南动作相对较早，于 2021 年下半年提出共存概念，今年 3 月起逐步简化防疫措施，韩国、日本则于今年 10 月起基本全面取消入境限制。总体而言，欧美于去年下半年率先放松管制，亚太主要于今年 3 月逐步放开，部分国家当前仍有限制；且一般是国内放开伴随线下消费开始逐步复苏，而后跨境旅行放开。

整体来看，今年 1-9 月，根据联合国世界旅游组织 UNWTO 的数据，全球旅行恢复 6-7 成，其中欧洲恢复最快，达到 8 成，其次为中东，恢复 77%，美洲恢复 66% 左右，亚太相对最低。放开最快出行复苏也最快。UNWTO 预计 2022 年国际旅游业出口收入可能达到 1.2-1.3 万亿美元，同增 60-70%，恢复至 2019 年 70-80%。同时，今年 1-8 月，全球国内航空运力恢复至 2019 年的 86%，中东最快恢复 99%，而国际航线运力恢复至 2019 年水平的 62%，欧洲（78%）和美洲（76%）的表现最为强劲。

图 26：2020 年以来国际旅行恢复情况



资料来源：UNWTO，国信证券经济研究所整理

图 27：截止 2022.11 全球入境管控程度



资料来源：UNWTO，国信证券经济研究所整理

总体来看，海外出行放松及恢复、股价复盘说明如下

- 1) 一般系国内先放开，而后国际出入境放开，欧美中东等先行，亚太次之。
- 2) 基本面恢复时间：各子赛道基本在 2022Q2 或之前已大致恢复到疫情前水平。具体来看，2020 年下半年，重启放开后出行恢复趋势向上，但中间不排除阶段反复，就季节性而言一般 Q2-Q3 趋于加速复苏，Q4-Q1 阶段会略有盘整。
- 3) 子行业恢复节奏：基本按照出行半径来依次恢复。本地需求先行复苏，国际需求复苏更慢，故恢复节奏一般：餐饮>主题公园>OTA>酒店>免税，其中海外免税高度依赖国际出行，恢复较慢，与国内免税情况有差异；

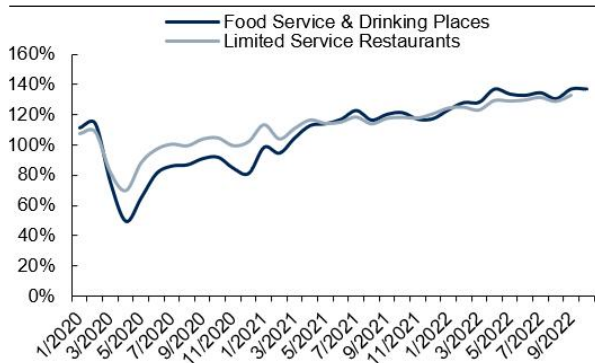
4) **股价复盘：股价修复一般较收入修复领先 2 个季度或以上。**货币政策宽松+欧美等国支持居民消费的扶持下，各板块分别于 2020Q2-2021Q1 期间股价超过疫情前；股价表现顺序基本延续基本面复苏顺序：餐饮>主题公园>OTA>酒店>免税。其中美国餐饮龙头尤其领先，在 2020 年即恢复至疫情前水平此后多数持续创新高；主题公园与 OTA 龙头股价恢复也相对较快，基本在 2020 年底或 2021 年初达到疫情前；再次为**酒店龙头**，多数股价 2021Q1 恢复到疫情前后，Q2-Q3 加速抬升。今年初国际出行全面放开后，出行板块进一步走向阶段高点。

5) **股价见顶后又出现反复，但本地消费为主的子赛道依然更为稳健。**由于通胀、加息、俄乌冲突影响，出行板块见顶后回调，此后随业绩复苏验证开启反弹。其中餐饮板块及本地游客主导的景区股价回撤较小，酒店和 OTA 等龙头有所分化。

餐饮：本地放开后快速恢复，赛道特点及需求演变主导复苏节奏

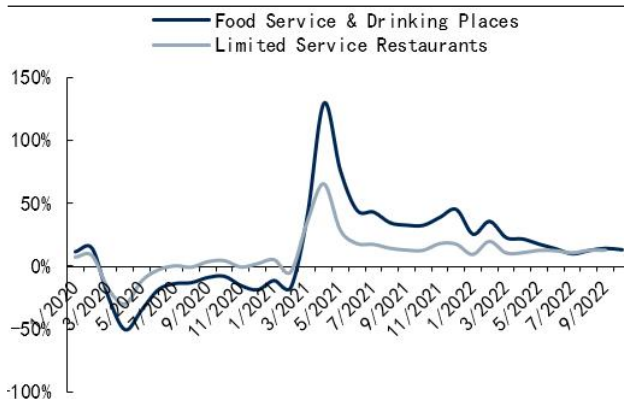
2020 年 4 月美国餐饮行业经营触底，随后进入复苏通道。U. S. Census Bureau 数据显示，2020 年 4 月美国餐饮行业实现收入 312 亿美元，单月同比下滑 51% 经营触底；进入 5 月后行业经营进入复苏通道，6-10 月经营持续向好，分别恢复至 2019 年的 81%/86%/87%/91%/92%，11-12 月阶段疫情又有反弹，恢复程度下滑至 19 年的 84%/81%。2021 年后，行业经营恢复节奏持续向好，3 月起已经恢复并且超过疫情前水平，其后经营数据逐月走高，截至 2022 年 10 月，行业基本恢复至 2019 年的 140% 左右。

图 28：美国餐饮行业/有限服务餐饮行业较 19 年恢复情况



资料来源：U. S. Census Bureau, 国信证券经济研究所整理

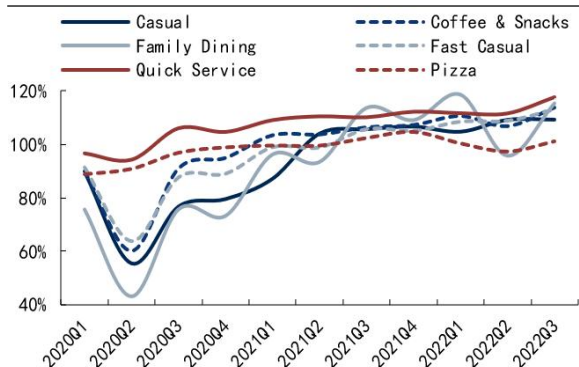
图 29：美国餐饮行业/有限服务餐饮行业疫情后月度收入增速



资料来源：U. S. Census Bureau, 国信证券经济研究所整理

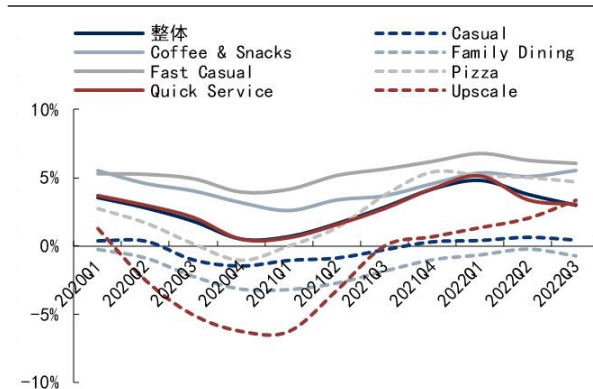
标准化程度与需求属性系赛道差异复苏的核心内生因素。分赛道来看，快餐、咖啡赛道疫情下经营韧性更强、休闲、家庭餐饮则承压（受影响程度、疫后恢复速度维度）。**同店数据维度**（以恢复超过 2019 年速度作为参考基准），子赛道恢复节奏大致排序为快餐（2020Q3）>咖啡小吃（2021Q1）>休闲餐饮（2021Q2）>快休闲/家庭餐饮赛道（2021Q3），赛道需求属性（刚需 or 社交聚餐、是否外卖适配）与消费需求演变（快休闲餐饮风潮）主导赛道差异化复苏。**开店数据方面（疫情间的开关店速率）**，开店增速方面，快休闲餐饮>披萨>快餐>咖啡小吃>休闲餐饮>高端餐饮>家庭聚餐；关店方面，高端餐饮>家庭聚餐>快餐>休闲餐饮>披萨>休闲快餐>咖啡小吃，其中高端餐饮、家庭聚餐和休闲餐饮赛道关店率高于开店增速。从结果看，2019Q4 期末至 2022Q3 市占率变化，咖啡小吃（+0.91pct）、披萨（+0.14pct）、快休闲餐饮（+0.14pct）、快餐（+0.05pct）均借助疫情实现市占率提升；高端餐饮（-0.01pct）则小幅下滑；休闲餐饮（-0.36pct）、家庭聚餐赛道（-0.25pct）降幅明显，标准化程度差异带来开店节奏差异。

图30: 美国餐饮行业不同子赛道同店恢复水平(对比19年)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图31: 美国餐饮行业不同子赛道门店数同比增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

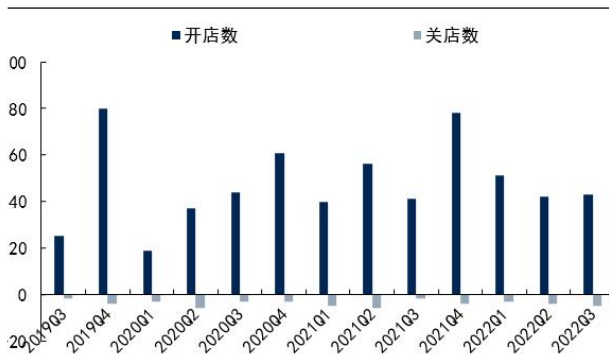
消费者需求演变具有创造餐饮新品类、餐饮牛股的能力。以墨式烧烤为例，公司处于休闲餐饮细分赛道（赛道性感程度不及快餐、咖啡），但确是美国餐饮行业现象级大牛股，自2006年上市以来，营收/经调利润CAGR15%/18%，股价累计上涨约45倍。**品牌运营的核心差异点在于兼具传统快餐和正餐餐厅的优点，比正式餐厅更快捷，又通过倡导健康餐饮理念与竞争对手区分开来。**CMG一是主打新鲜食材，食材门店当地采购、拒绝非转基因食材，顺应年轻人消费习惯迁移；其次，非常注重用餐体验，用餐环境良好、且门店数字化程度高，避免客流高峰期等餐时间，为消费者提供了“略微高于快餐的支出，但能享受舒适的用餐环境/优质的食材”的用餐选择，实际是由消费需求演变创造出的快休闲餐饮品类。

图32: 墨式烧烤同店恢复情况(以2019年为基准)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图33: 墨式烧烤开店数据

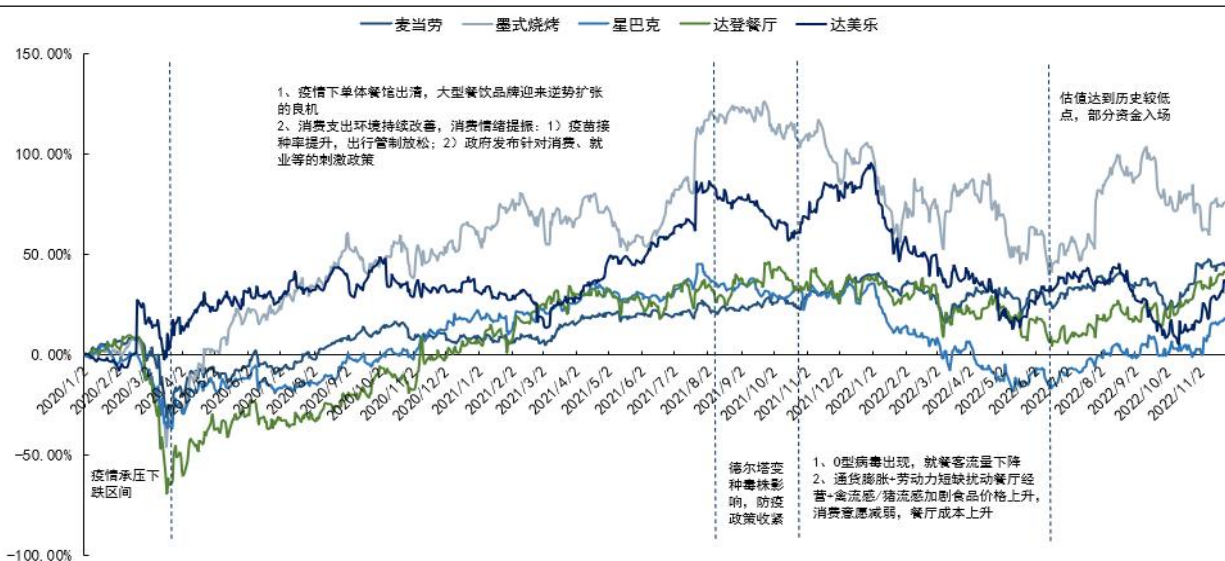


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

美股餐饮龙头股价复盘：疫情形势依旧是影响餐饮行业恢复的核心变量。2020年1月至2020年3月，疫情对于餐饮行业的实际经营端的影响初步显现，板块内部公司同店收入普遍呈大个位数下滑，如20Q1休闲餐饮、咖啡、快休闲赛道同店同比-10%，快餐赛道-3%，家庭餐饮-24%，股价大幅回撤；2020年4月至2021年9月，疫情下单体餐馆出清为龙头餐饮品牌提供逆势扩张的契机，不同子赛道季度开店增速均有提速，叠加政府针对消费和就业多次发布刺激政策，消费情绪持续提振，股价持续抬升；2021年9月至2022年6月，德尔塔&奥密克戎毒株影响，叠加通胀高企&禽流感/猪流感加剧食材价格上升，餐厅经营成本持续上行，期内餐饮板块个股均承压下滑；2022年7月以来，餐饮板块估值跌至偏低分位点，部分餐饮龙头品牌疫情下经营展现出一定韧性（收入保持增长+成本转嫁能力），部分龙头重获资金青睐，板块跌幅收窄；但后随大盘走势承压下跌，板块整体保持

横盘震荡。

图 34: 美国餐饮龙头股价表现



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

总体来看, 美国餐饮赛道的标准化程度、需求属性类型以及需求动态演变主导复苏节奏。快餐 (2020Q3) 因具有标准化程度高&需求相对刚性的特点, 疫情下经营韧性强劲, 疫后率先实现复苏, 其次为咖啡赛道 (2021Q1); 休闲 (2021Q2)、家庭餐饮 (2021Q3) 相对承压; 而处于休闲餐饮赛道的墨式烧烤, 则凭借“主打健康餐饮”迎合年轻人需求, 在需求动态演变下走出差异化行情。

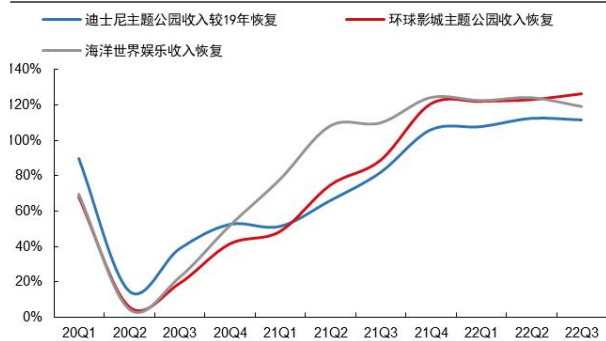
主题公园: 本地客户恢复快于长途客群, 今年以来稳中略升

总体来看, 2020 年疫情下龙头阶段承压显著, 2021 年开始逐步复苏。根据 AECOM 发布的《2021 年主题公园和博物馆报告》, 北美地区 Top20 主题公园 2021 客流量恢复至 2019 年的 66%, 主要系部分长途客源尚未恢复。从迪士尼、环球影城主题公园业务及海洋世界 (SeaWorld) 的恢复表现来看, 主要呈现一下特点。

1) **恢复趋势:** 本地客群为主的海洋世界恢复节奏快于迪士尼和环球主题公园。三大主题公园收入 2020Q2 触底后逐步复苏, 2020Q4 和 2021Q1 略平台整理后, 2021Q2-Q3 加速复苏, 其中海洋世界收入和业绩在 2021Q2 即恢复到疫情前水平, 而环球影城和迪士尼一般需要到 2021Q4 左右达到或超过疫情前的水平, 在 2022Q1 进一步恢复加速后, 此后收入仍持续改善, 但改善的节奏开始相对趋缓, 逐步进入平台整理期。从经营业绩的恢复来看趋势基本一致。

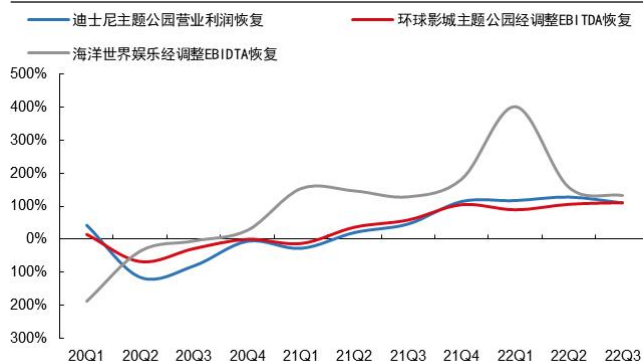
2) **龙头差异:** 迪士尼客流恢复同时, 客单价提升较显著, 主要通过优化体验基础上, 在其主要乐园均采取了门票提价措施, 并引入 Genie+ 等付费排队服务及其他配套进一步助力了二次消费提升, 进而有助于加速其经营利润的恢复, 但 Q3 也面临通胀等压力有所放缓。环球影城的更多依靠客流的恢复带动, 其客流的恢复程度预计相对好于迪士尼, 同时也有北京环球影城的部分带动。海洋世界依托本地客群支撑, 恢复最快, 且经营优化下, 今年上半年经调整 EBITDA 恢复更显著。

图 35: 迪士尼和环球影城主题公园收入恢复情况



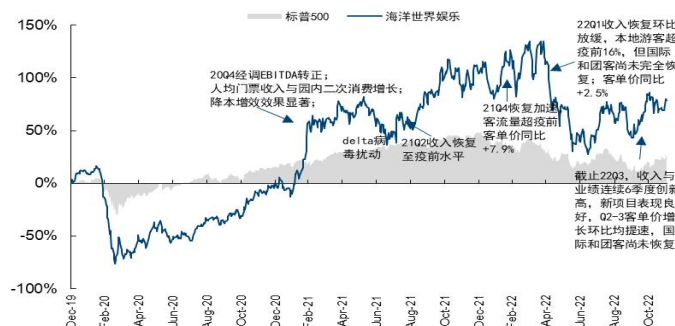
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理注：迪士尼财年为每年 10 月初至次年 9 月底，为了与环球影城统一，上述按实际经营时间对应季度测算。

图 36: 迪士尼和环球影城主题公园经营业绩恢复情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理注：迪士尼财年为每年 10 月初至次年 9 月底，为了与环球影城统一，上述按实际经营时间对应季度测算。

图 37: Seaworld 股价复盘



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

3) 股价复盘：SeaWorld 股价表现超疫前，复苏节奏主导股价表现。鉴于迪士尼与康卡斯特股价受集团其他业务影响较大，此处主要参考 SeaWorld 表现。具体看，公司 2020Q4 经调 ebitda 转正后，公司股价即恢复到疫情前水平，此后本地游客恢复及人均客单价增速影响股价表现，2021Q4 业绩公布后创新高；2022Q1 收入较疫前增速环比放缓+外围因素影响，股价阶段承压；2022Q2-3 基本面持续强劲支撑股价抬升，整体表现较突出。

酒店：出行放开复苏较快，欧美今年 Q2 恢复已超疫情前

欧美酒店复苏：春季放开后加速复苏，最新 RevPAR 已超疫情前

从欧美放开后酒店的经营表现来看，一般先量价齐升，此后价格驱动为主。一般国内放开后 6 个月，出租率由疫前 6-7 成恢复到 8-9 成，价格持续上行，对应 RevPAR 由 4-5 成快速恢复至 9 成+；此后 OCC 在 90%左右震荡，房价提升助力，在今年 Q2 左右美国全行业 RevPAR 恢复超疫情前（但部分龙头恢复更快）。具体分地区看，北美、欧洲分别自 2020 年底、2021Q2 开启需求端（OCC）的快速修复。截止 9 月，随需求端回暖，欧美酒店行业 OCC 已基本恢复至疫前；而通胀影响下，ADR 较疫前增长 16%+；二者综合带动酒店行业 RevPAR 较疫前提升 15%左右，其中美国经通胀调整后的 RevPAR 今年 9 月首次超疫前。

图 38：欧美出行放开酒店恢复节奏图

图 17-1：美国防疫严格指数图 17-2：英法德防疫严格指数

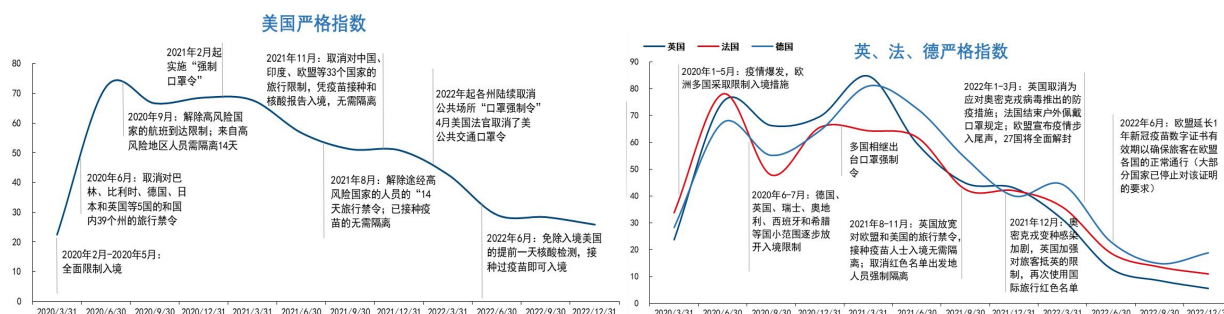


图 17-3：美国酒店名义 RevPAR 与实际 RevPAR 恢复情况

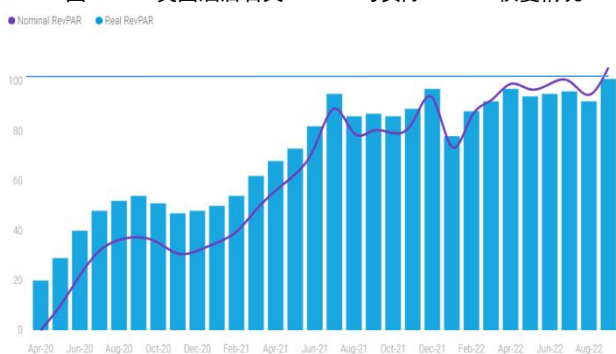


图 17-4：英国酒店 RevPAR、OCC、ADR 恢复情况

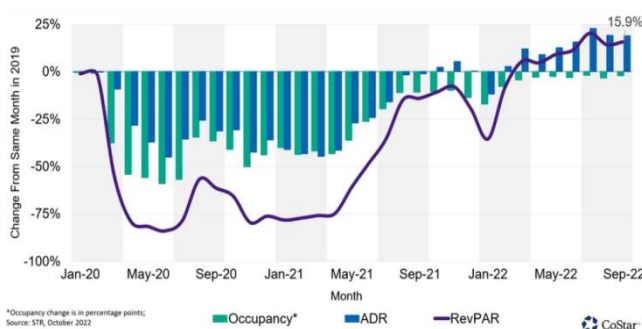


图 17-5：海外酒店龙头北美 RevPAR 恢复节奏

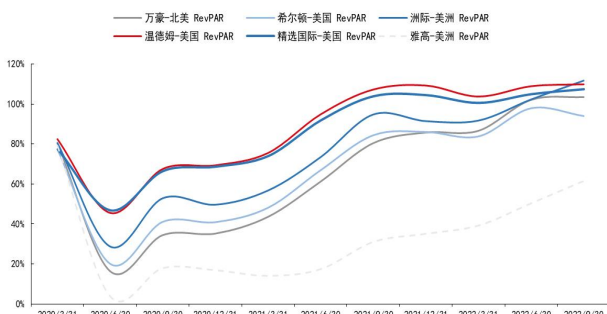
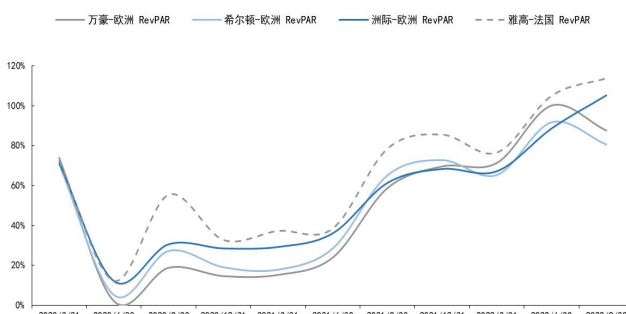


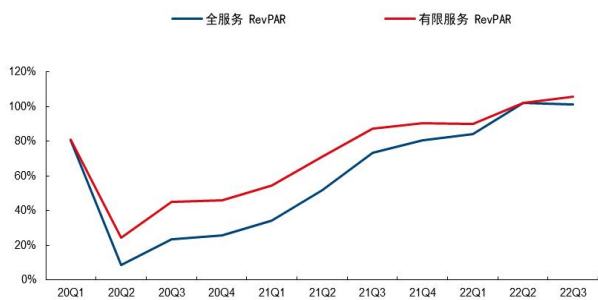
图 17-6：海外酒店龙头欧洲 RevPAR 恢复节奏



资料来源：Wind，各公司官网、STR、Bloomberg，国信证券经济研究所整理注：严格性指数是一个综合衡量指标，基于九个响应指标（学校关闭、工作场所关闭和旅行禁令等），调整为 0 到 100 的值，100 为最严格。

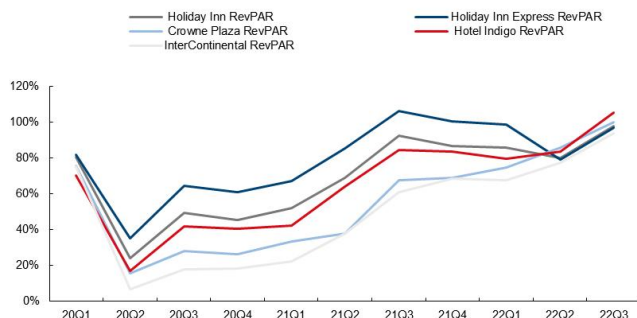
结合我们此前报告，休闲度假恢复快于商旅，中端和低端恢复高于高端奢华。由于个人旅行、中小商旅住宿需求有韧性、恢复较快，而核心城市国际会展或国内大型会议需求对应酒店需求恢复较慢，故相关高端奢华定位酒店恢复相对更慢。以精选国际、温德姆、洲际中端品牌为例，三者在美国市场复苏中保持领先，RevPAR 在 2021 年上半年就恢复至疫前 9 成水平，2021Q3 超过 100%。而在出入境全面放开后，高端定位酒店展现出强提价能力，支撑 RevPAR 实现较快反弹，提价能力较强带来 RevPAR 更高弹性。

图39: 万豪分档次 RevPAR 恢复情况



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图40: 洲际分档次代表品牌 RevPAR 恢复情况

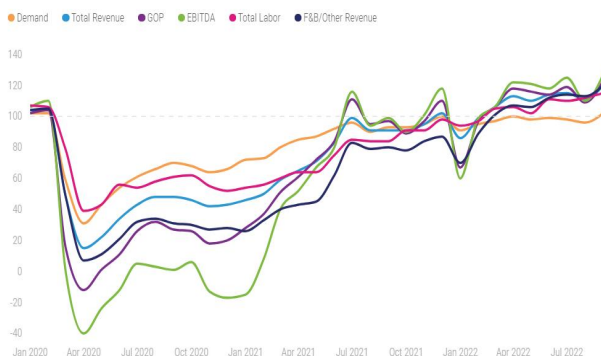


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

季节性: Q2-Q3 相对加速明显, 而冬季往往恢复进入盘整期, 或与冬季病例阶段增加较多等影响相关。

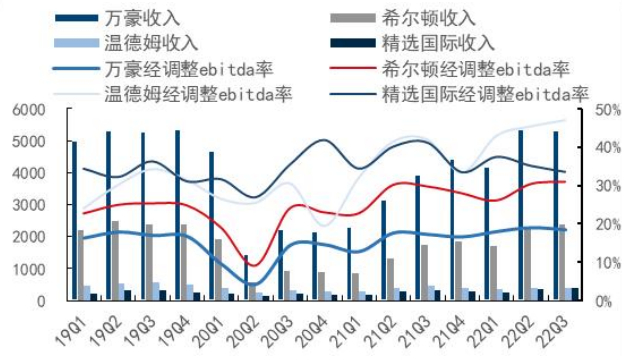
盈利水平: 积极应对通胀, 部分龙头收入、盈利均改善。受通胀因素影响, 海外酒店运营的能源、人工等成本相对高企, 但美国酒店龙头通过提价、轻资产扩张、成本费用优化, 出租率尚未完全恢复时, 其收入及 EBITDA 已超疫前。以国际酒店龙头为例, 22Q3 万豪、希尔顿收入基本与疫前持平, 经调整 ebitda 率较疫前提升, 且经调净利率也进一步改善 (万豪 9%→10%, 希尔顿 13%→15%); 温德姆则因剥离委托管理业务, 进一步聚焦轻资产, 收入下降但盈利能力提升 (19%→27%)。不过, 不同龙头盈利恢复仍有差异, 卢浮盈利恢复相对放缓, 与直营占比高 (直营门店占比 23%), 通胀、利息等成本压力相关。

图41: 美国酒店盈利和成本指标



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

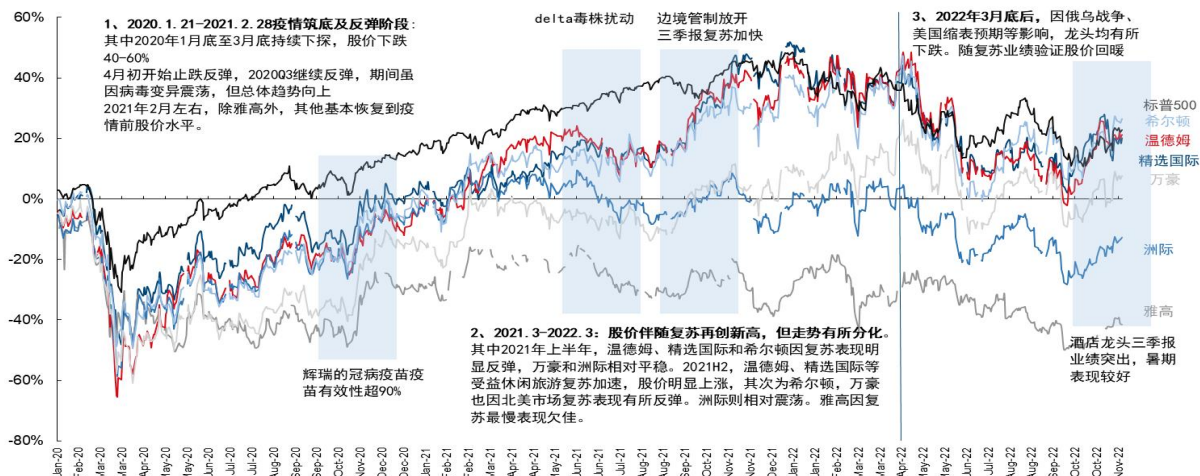
图42: 各酒店龙头收入及经调 ebitda 率变动



资料来源: 各公司财报, 国信证券经济研究所整理

欧美酒店龙头股价复盘: 货币政策宽松背景下, 出行逐步放开阶段股价表现最靓丽; 全面放开后, 因经济环境变化, 龙头趋于调整, 业绩验证带来股价表现分化。2020年3月到2022年1月, 海外酒店龙头经历了从触底到回顶的周期, 其中股价最高点在政策出入境大幅放开但整体复苏节奏放缓的阶段, 期间虽有扰动, 但趋势向上, 快速复苏期估值提升, 股价亮眼。全方面放开+外围不确定性加剧 (持续加息预期、俄乌冲突), 龙头股价相对震荡, 业绩兑现支撑股价上行。如 Q3 希尔顿经调整 EBITDA 较疫前增长 21%, 尤其领衔; 温德姆 Q3 经调 EBITDA 基本与疫前持平, 同时上调全年经营与开店指引, 二者这一阶段股价表现均相对突出。

图 43: 欧美酒店龙头股价表现



资料来源：Wind，各公司官网、STR、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

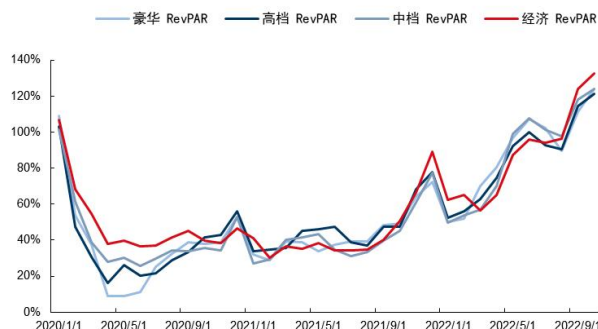
亚太地区：我们以新加坡为代表，2021年8月逐步放开，后续应对奥密克戎时部分收紧，今年3-4月接近全面放开，但阶段仍使用防疫措施灵活管控。其酒店行业复苏包括2个阶段。**第一轮逐步放开后（2021年8月起）**，新加坡酒店入住率大概5-6个月时间从疫前6-7成恢复至8-9成，ADR从5-6成恢复至8-9成，对应RevPAR从3-4成恢复至；阶段收紧后的**第二轮全面放开后（2022年3月起）**则用6-7个月从OCG从8成恢复至疫前水平，ADR提价带动RevPAR从6-7成恢复至超疫前25%+。**结构差异：经济型酒店入住率韧性更突出，中高端酒店提价能力更趋。**从两次复苏来看，经济型酒店需求端韧性更强，入住率恢复高于其他档次酒店。节奏上，经济型酒店在第一波国内逐步放开及8月起取消口罩规定后恢复均领先。中高端房价相对更有韧性，且在第二波出入境放松后恢复相对领先，预计与国际商旅复苏及外国入境度假休闲带动有关。

图 44: 新加坡防疫政策严格指数



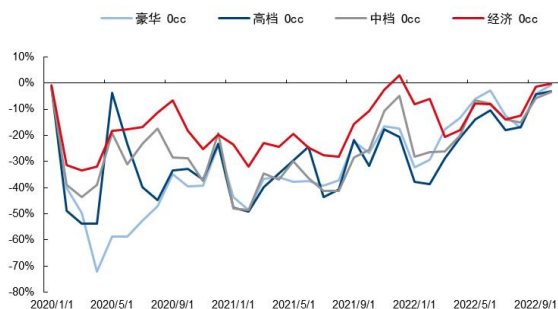
资料来源：wind，腾讯网，国信证券经济研究所整理

图 45: 新加坡酒店 RevPAR 较 2019 年恢复情况



资料来源：wind，腾讯网，国信证券经济研究所整理

图46: 新加坡酒店入住率较 2019 年恢复情况



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

图47: 新加坡月度平均房价较 2019 年恢复情况



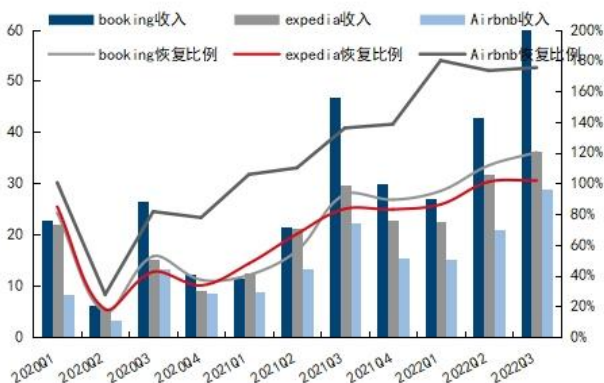
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

OTA: 去年下半年加速复苏, 今年超疫情前, 新模式领衔

结合前文欧美出行放开节奏, Booking、Expedia、Airbnb 三大龙头预订量和酒店间夜数基本均为 2020Q2 探底, 20Q3 开启复苏, 20Q4 略有扰动(冬季疫情反复), 2021Q2-Q3 恢复提速。2022 年进一步复苏, 总体趋势类似, 并呈现以下特点:

- 季节性规律:** Q2-Q3 复苏明显提速, 但 Q4 冬季往往恢复节奏趋缓(或与冬季疫情反复明显相关)。Q1 则需要结合政策放松及本身疫情反复情况综合判断。
- 政策边际放松最显著的阶段, 龙头复苏提速最明显:** OTA 龙头 2021Q2-Q3 加速复苏最显著(对应前文严格指数下滑最快的阶段), 此后仍趋于震荡向上, 但恢复加速节奏相对有放缓。
- 龙头发展阶段不同带来分化, 共享住宿新模式增速恢复领衔。** Airbnb 依托模式加速渗透, 整体恢复速度明显高于传统 OTA 龙头。其中龙头传统 OTA 龙头 Booking、Expedia 基本在 2022Q2 收入才完全恢复到疫情前, 但 Airbnb 在 2021Q1 收入恢复已到疫情前, 2022Q3 收入已经达到疫情前的 175%。
- 2022Q3 恢复节奏略有所放缓, 预计与宏观经济环境等相关。** 2022 年以来, 三家 OTA 龙头收入恢复虽然也超过了疫情前, 但恢复节奏有所放缓, 预计与宏观经济环境压力等相关。

图48: 三大 OTA 平台季度营业收入(亿美元)及恢复



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: Booking 与 Expedia 季度归母净利润(亿美元)及恢复



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图50: 海外 OTA 龙头股价复盘



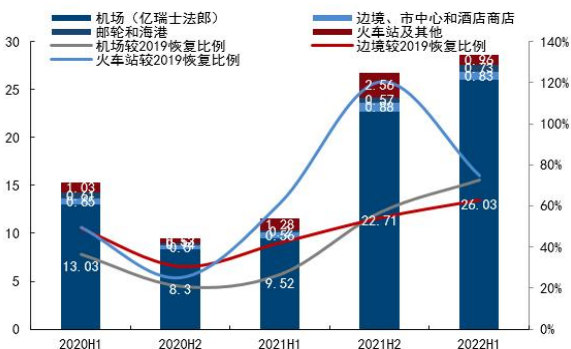
资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

免税: 伴随国际旅行恢复逐步复苏, 龙头积极外延及加码中国

从全国免税行业的复苏来看, 欧美免税主要以出入境免税为主, 其恢复相对依赖国际旅行的恢复, 故恢复节奏相对慢于餐饮、酒店等(本地或本国需求占主导的业务); 亚太来看, 韩国由于较为依赖中国人消费, 疫情下情况也发生新变化。

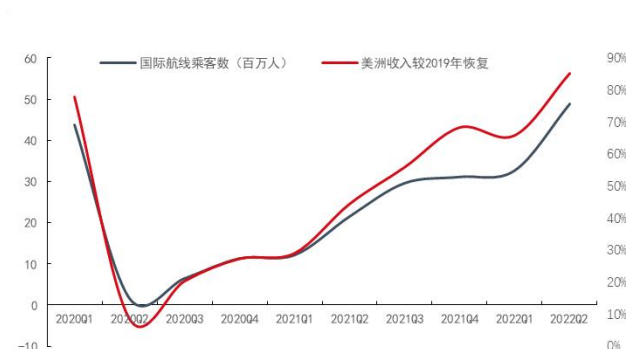
欧洲免税发展形态以机场免税店为主, 其恢复节奏基本与国际航班变化趋势一致。根据美国交通部数据, 美国国际航班旅客数在2020Q2疫情爆发时出现急剧下滑, 后随着出行政策开放旅客数逐渐回升, 国际航班旅客数的变化幅度与杜福瑞在美洲收入的恢复程度基本一致。

图51: 杜福瑞 2020Q1-2022Q2 按渠道划分销售额



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图52: 美国国际航班旅客数变化与杜福瑞美洲收入恢复程度



资料来源: 美国交通部, 国信证券经济研究所整理

其中, Dufry 2020Q2触底以来持续复苏, 2022Q3收入已恢复至疫前约8成, 按固定汇率计则恢复约9成; 拉格代尔旅游零售2022Q3收入基本恢复至疫前水平, 与主要市场欧美全面管制放开后跨境活动恢复有关, 预计亚太地区仍相对承压。

图53：杜福瑞 2020Q1-2022Q3 收入及同比增速



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

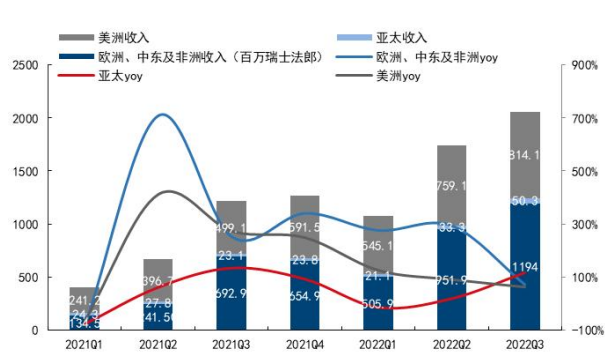
图54：拉格代尔 2020Q1-2022Q3 收入及同比增速



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

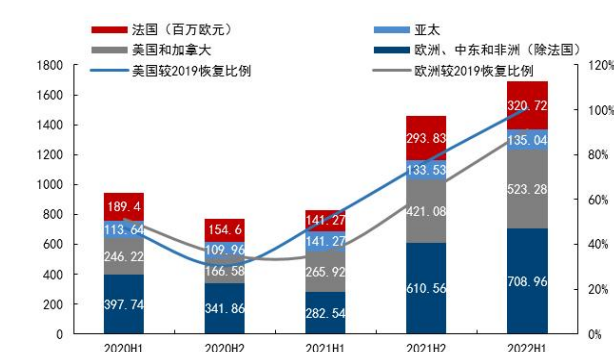
从欧洲免税龙头后疫情下战略上看，一是积极加码中国市场。在国人出境相对受阻背景下，欧洲免税龙头 Dufry、拉格代尔积极寻求发展中国市场的免税零售业务，与海发控、海旅免税合作进军海南，DFS 继续优化中国港澳布局，挖掘国内旅客的消费潜力。二是积极多业务协同发展，优化整合。Dufry 于 2022 年 7 月收购 Autogrill，结合旅游零售和餐饮，积极利用数字化改善运营效率；同时制定“Destination2027”计划，目标于 2025-2027 年预计年营业额增长 5%至 7%，合并后核心 EBITDA 利润率将提高 30-40 个基点。拉格代尔将继续提高运营效率，并打造旅游零售、免税时尚、餐饮三业务领域的动态发展网络。

图55：杜福瑞 2021Q1-2022Q3 分地区收入及同比增速



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

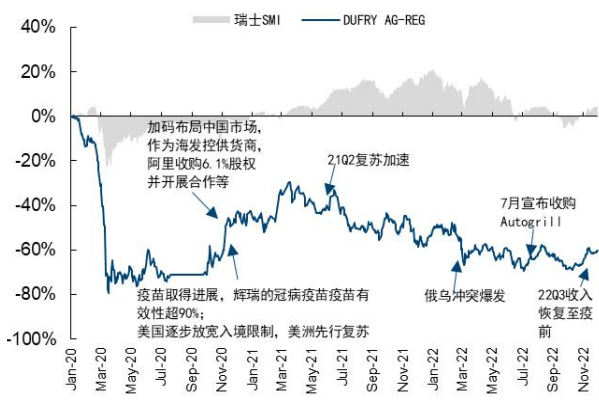
图56：拉格代尔旅游零售分地区收入及恢复



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

股价复盘：Dufry 股价仍大幅低于疫前，主要系疫情下公司业务恢复主要依赖国际旅行恢复节奏，恢复相对较慢，其全球竞争地位受到挑战。拉加代尔股价表现 2020Q4 即首次恢复至疫前，主要系 LVMH 入股及国际出行放开预期强化，但此后因病毒变异疫情反复持续震荡，但伴随复苏及公司中国业务成长，2021 年下半年表现仍可观，仍超疫情前。今年上半年因俄乌冲突等外部环境影响及法国维旺迪拟要约收购，公司股价调整，此后伴随后续 Q3 收入恢复至疫情前，股价再次反弹。

图57: 杜福瑞疫后股价复盘



资料来源: 公司公告, 彭博、国信证券经济研究所整理

图58: 拉格代尔疫后股价复盘



资料来源: 公司公告, 彭博、国信证券经济研究所整理

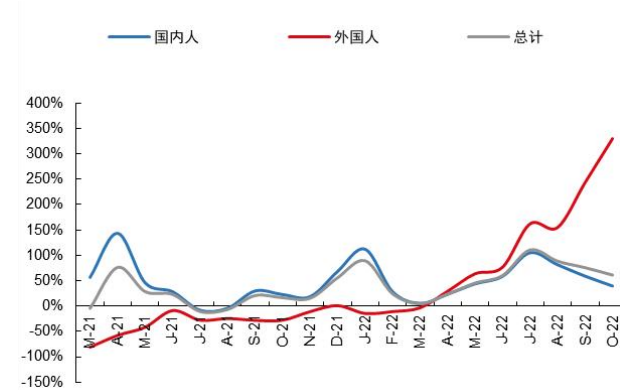
韩国免税方面, 近期销售额边际有改善, 疫后品牌商和运营商开店态度有调整。2022年1-10月韩国免税约777.98亿元/-9.59%, 恢复至2019年的67%, 其中外国人贡献约93%, 恢复约75%, 边际上有所好转。主要系韩国自10月起已解除所有入境防疫措施, 外国客流复苏显著(10月同比增长330%)。随散客增加, 线上企业批发代购占比相应有所收窄, 国际近期降幅超70%)。然而疫情三年, 线下刚性成本压力下韩国免税闭店增加, 且对机场新招标相对平淡; 此外品牌尤其其顶奢、高奢品牌旅客客单价同比相对回落明显(与韩国免税的合作态度开始发生变化。根据穆迪戴维特和DFE报道, 香奈儿、LV等陆续退出韩免部分市内店。整体上韩国免税整体实力仍然雄厚, 但品牌商态度、门店层面也开始有边际调整。

图59: 韩国免税销售额月度恢复趋势



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图60: 韩国免税客单价同比情况



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表3: 海外基本面与股价趋势复盘一览 (按各子行业大致恢复节奏排序, 部分板块龙头有差异)

	基本面趋势	总结	股价趋势	总结
餐饮		<p>恢复节奏: 快餐>咖啡小吃>休闲餐饮>快休闲/家庭餐饮赛道;</p> <p>复苏差异化原因: 赛道需求属性(刚需 or 社交聚餐、是否外卖适配)与消费需求演变(快休闲餐饮风潮)。</p>		<p>疫情下同店恢复与门店扩张节奏是核心变量, 兼具“收入保持增长+成本转嫁能力”的龙头公司受资金青睐。</p> <p>股价 2020Q2 起较疫前创新高, 领先于其他板块, 且后续回撤相对较小, 目前股价均高于疫前。</p>
主题公园		<p>恢复节奏: 以本地客为主的主题公园(海洋世界)>国际主题公园(迪士尼、环球影城);</p> <p>复苏差异化原因: 本地客户恢复快于长途客群。</p>		<p>本地游客量价表现主导股价。股价 2021Q1 较疫前创新高, 整体回撤较小, 目前股价均高于疫前。</p> <p>(鉴于迪士尼与康卡斯特股价受集团其他业务影响较大, 此处主要参考 SeaWorld 表现。)</p>
OTA		<p>恢复节奏: Airbnb>Booking>Expedia</p> <p>复苏差异化原因: 区域放开节奏差异、龙头发展阶段不同带来分化, 其中 Airbnb 所依托的共享住宿新模式恢复明显领先。</p>		<p>前期美国先行复苏, Expedia>booking, 后续需求逐步释放后的业绩增长验证带来表现分化, Expedia 大幅回撤, Booking 相对跑赢。</p> <p>随线上化逐步渗透, 股价 2020Q4 超过疫前并持续震荡上行, 除 Airbnb 外 22Q1 创新高后调整, 目前股价接近疫前水平。</p>
酒店		<p>恢复节奏: 按 RevPAR 恢复比较, 欧美中档酒店>欧美高端酒店>亚太地区酒店。</p> <p>复苏差异化原因: 个人旅行、中小商旅住宿需求有韧性、恢复较快, 而核心城市国际会展或国内大型会议需求对应的高端酒店需求恢复较慢; 防疫管控放开节奏影响欧美&亚太恢复进度的核心原因。</p>		<p>货币政策宽松背景下, 出行逐步放开阶段股价表现最靓丽; 全面放开后, 因经济环境变化和美元缩表等影响, 酒店龙头趋于调整, 业绩验证带来股价表现分化。</p> <p>龙头股价多在 2021Q1 首次超过疫情前, Q2-Q3 加速上行, 在 2022Q1 国际放开后逐步见顶, 后因加息俄乌冲突等开始回调, 此后随业绩复苏反弹。</p>
免税		<p>恢复节奏: 欧洲免税>韩国免税</p> <p>复苏差异化原因: 欧美免税以出入境免税为主, 恢复相对依赖国际旅行的恢复; 亚太地区, 韩国相对依赖中国人消费。</p>		<p>因国际免税龙头较依赖国际出行恢复, 故股价恢复节奏相对受制, 整体较为波动。</p> <p>Dufry 截止 2022 年 11 月底未恢复至疫前; 拉加代尔目前接近疫前水平。</p>

资料来源: wind, 彭博, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国内展望：春天降至，复苏递进，龙头新生

立足当下，结合 20 条等优化措施背景，我们预计未来出行持续优化仍系大概率事件，但具体变化节奏则仍需跟踪。同时，市场关注点也逐步侧重出行政策放开后消费需求变化可能对实际复苏节奏的影响，同时不同板块复苏预期差异，从而也可能带来投资机会差异。结合海外复苏下的借鉴，我们尝试探讨国内未来出行放开下各子行业复苏可能的演进路径。

整体展望：出行板块春天将至，逐步优化导向明确

出行政策逐步优化导向日益明确。2022 年 11 月 11 日，二十条优化措施出台，从顶层引导全国更为精准、科学、务实的疫情防控。11 月 15 日文旅部新政进一步明确，跨省游经营不再与风险区联动管理。此后部分区域病例有所增加带来阶段反复，但 11 月 30 日，孙春兰副总理在国家卫生健康委召开座谈会表示：随着奥密克戎病毒致病性的减弱、疫苗接种的普及、防控经验的积累，我国疫情防控面临新形势新任务。并且强调**防控政策持续优化，走小步不停步，不断完善诊断、检测、收治、隔离等措施**，加强全人群特别是老年人免疫接种，加快治疗药物和医疗资源准备，落实好“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求。北京、广州、深圳、上海等区域防控措施也开始逐步优化。总体来看，出行优化方向已经明确，春天将至。

表 4：二十条措施后政策变动情况

时间	通知/事件名称	相关内容	口径、力度变化
2022 年 11 月 11 日	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》	1. 对密切接触者，将“7 天集中隔离+3 天居家隔离”管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”； 2. 及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接； 3. 将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离”； 4. 将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大； 5. 取消入境航班熔断机制； 6. 入境人员，“7 天集中隔离+3 天居家隔离”调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”；	密接和境外入境人员管理措施“7+3”变为“5+3”；不再判定次密接；取消入境航班熔断
2022 年 11 月 15 日	《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》	1. 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； 2. 跨省游客须凭 48 小时内核酸检测阴性证明乘坐跨省交通工具； 3. 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； 4. 继续暂停旅行社和在线旅游企业经营出入境团队旅游及“机票+酒店”业务； 5. 暂不恢复陆地边境口岸城市团队旅游业务； 6. 公共文化单位、文化和旅游经营单位对入场人员数量进行动态调控，落实扫码、测温、查验核酸检测阴性证明等疫情防控措施； 7. A 级旅游景区和星级旅游饭店要落实主体责任，对进入景区和入住饭店人员查验健康码和 72 小时内核酸检测阴性证明	跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理
2022 年 11 月 17 日	《国务院联防联控机制 2022 年 11 月 17 日新闻发布会》	反对两种倾向，既要持续整治层层加码，防止“一封了之”，又要反对不负责任的态度，防止“一放了之”，保障好二十条措施不折不扣落地落实	
2022 年 11 月 22 日	《国务院联防联控机制 2022 年 11 月 22 日新闻发布会》	1. 加大层层加码整治力度。 2. 针对当前的疫情形势，国家卫生健康委、国家疾控局已经派出工作组，督促指导地方将二十条优化措施落实到位，现场指导支持地方疫情处置和防控工作。 随着奥密克戎病毒致病性的减弱、疫苗接种的普及、防控经验的积累，我国疫情防控面临新形势新任务。要深入贯彻习近平总书记重要指示精神，落实党中央、国务院决策部署，以人民为中心，防控工作稳中求进，防控政策持续优化，走小步不停步，不断完善诊断、检测、收治、隔离等措施，加强全人群特别是老年人免疫接种，加快治疗药物和医疗资源准备，落实好“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求。	
2022 年 11 月 30 日	孙春兰副总理在国家卫生健康委召开座谈会		未提及动态清零

资料来源：国务院联防联控机制，文旅部、央视新闻等，国信证券经济研究所整理

出行板块春天将至，但复苏过程或并非一蹴而就。短期节奏来看，由于冬季气候等特点，如果局部疫情明显反复，也可能影响居民的主观出行意愿，且疫情区域的相关出行活动边际也会受制。同时，结合前文海外的跟踪来看，出行逐步放松后，整体恢复趋势向上，但出行阶段也会因疫情确诊高峰而有所扰动（海外来看疫情逐步放开初期相对明显），整体过程并非一蹴而就，期间也有一定波折；从

季节性规律来看，一般 Q2-Q3 出行恢复加速较显著，而 Q4 虽然因有感恩节-圣诞节等假期带来的出行旺季，但恢复程度而言往往进入阶段平台整理期。综合来看，春天将至，虽然过程或有波折，但伴随中线趋势仍有望逐步向好。参考海外经验，我们预计明年 3 月后出行基本面加速有望更加显著。

伴随出行政策的逐步放开，我们预计未来市场将从复苏政策的博弈逐步转下企业经营的经验验证，更关注其核心竞争力与预期的匹配。综合来看，我们认为行业未来更倾向于在一个新的供需环境下实现再均衡和新成长。鉴于此，我们将逐一梳理各子行业龙头在疫情下的产能扩充、产品迭代、运营能力提升变化，并结合消费变化进行分析，探索其未来可能的成长支撑。

免税：全渠道扩容，供应链强化，期待离境市内店政策

免税行业成长：一看复苏弹性，二看供给优化扩容，三看政策预期

1、海南免税复苏弹性可期。与海外免税主要依赖国际出行不同，国内免税首先关注海南复苏。结合前文回顾，虽然今年以来海南免税阶段承压，但企稳期如今年 1-2 月，今年 6-7 月等均反弹迅速，1-2 月中免收入和净利润同比增长 20%，6 月中免收入增长 13%，7 月海南离岛免税店销售额超 50 亿元/+21%，其中离岛免税销售额同增 9%（海南客流同比持平）。同时，今年海南免税价格促销也更趋理性。因此，虽然短期海南客流承压仍然制约海南免税经营表现，但未来出行若复苏，只要海南客流企稳改善，海南免税复苏成长可期。若海南进岛客流可恢复至 2019 年 9 成左右，伴随免税商主观动能强化，我们预计海南免税店销售额或有望达到千亿元。中线来看，结合我们此前报告，未来，随海南交通接待能力的持续优化及自贸港建设，我们综合预计 2025 年海南免税店销售额有望达到 1930-2400 亿元。

2、海南免税供给持续优化升级，今年底新海港和明后年陆续新项目推出助力新成长。具体来看，近几年，海南离岛免税持牌主体由 2019 年底的 2 家（中免+海免）增至现在的 7 家，经营面积由 10 万+m²增至目前的 22 万 m²，明年伴随王府井万宁项目和海棠湾一期 2 号地等开业有望进一步扩容至 50 万 m²，整体供给端持续丰富。其中新海港对标海棠湾，未来两年尤其值得关注。

图 61：海南离岛免税运营主体及门店变迁

2019年底		2022年初		2023年中期	
运营主体	门店	运营主体	门店	运营主体	门店
中免	三亚海棠湾免税店	中免	三亚海棠湾免税店 三亚凤凰机场店	中免	三亚海棠湾免税店 三亚凤凰机场店（含扩建） 海口国际免税城 三亚海棠湾一期2号地
海免（中免51%）	美兰机场T1免税店 日月广场免税店 博鳌市内店	海免（中免51%）	美兰机场T1免税店 美兰机场T2免税店 日月广场免税店 博鳌市内店	海免（中免51%）	美兰机场T1免税店 美兰机场T2免税店 日月广场免税店 博鳌市内店
		海旅免税	三亚市区免税店	海旅免税	三亚市区免税店
		中出服	中服三亚购物公园店	中出服	中服三亚购物公园店
		海控免税	海口日月广场店	海控免税	海口日月广场店
		深免	海口观澜湖市区店	深免	海口观澜湖市区店
				王府井	万宁市内免税店

资料来源：新海南，各公司官网、免税零售专家等，国信证券经济研究所整理注：2023 年中期系预计情况

三看未来出境游若逐步放开，国人离境市内免税店预期逐步强化。此前，2020年3月发改委从顶层设计出发，明确提出“服务境外人士和我出境居民并重”+“完善市内免税店政策”后，国务院、商务部等也相继办法文件提及中国特色市内店等内容，将其提升至战略规划地位。2021年部分地区政府规划中再次提及，2022年4月国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》进一步明确晚上市内免税店政策等。考虑截留消费的必要性，预计后续随出入境游恢复，我们认为国人离境市内店政策预期有望逐步强化，从而带来免税板块整体中长线巨大潜力空间。

表5: 国人离境市内免税店政策

时间	政策或报道	说明
2020年3月	发改委等部门发布的《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》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2020年4月	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》	配合财政等相关部门，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
2021年12月	中共中央、国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	支持符合条件的地区建设市内免税店、口岸免税店、离境提货点。优化离境退税服务，促进国际消费便利化。
2021年12月	商务部等22部门制定发布的《“十四五”国内贸易发展规划》	要完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色免税店
2022年4月	国务院办公厅印发《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

资料来源：国务院，中国政府网，商务部，国信证券经济研究所整理

免税标的：运营商维度，考虑免税牌照综合溢价及自身竞争力等，我们中线坚定看好中国中免（新海港开业助力，与太古里强强合作，持续推进大数据与合作创新）成长；从博弈未来市内免税店政策角度，建议关注王府井（海南免税及未来离境市内免税政策皆有期待），与此同时，考虑海旅免税在目前海南免税新晋玩家中的良好表现，我们也建议积极关注海汽集团，此外免税还涉及格力地产（珠免拟注入）、海南发展（海控免税未来可能注入）。从物业方角度，建议关注海南机场，“机场+市内”双卡位，直接受益海南自贸港成长红利，也可关注美兰空港等。

中国中免：线上线渠道扩容，流量打通+供应链强化，全面捍卫全球第一

作为国内免税行业绝对霸主，中国中免近三年发展也有起有伏。立足当下，市场短期主要跟踪公司海南免税恢复及新海港表现（预计随出行放开海南客流改善）中线主要担忧免税后续竞争，主要系海南封关及出境游放开潜在分流影响。

从海南封关角度，目前政策仍待跟踪，但从这两年岛民免税政策的一波三折及今年海南省常务副省长表示海南封关运作并非中国香港、新加坡模式等看出，未来相关政策预计仍分节奏推进。同时，若未来出境游放开，则国人离境市内免税店政策可期，中线不仅有望对冲潜在分流，还可能带来国内免税新成长。同时，从公司角度，核心在于全面提升自身核心竞争力，通过流量互通，供应链强化，通过离岛免税和出入境免税的双向挖潜，全面应对未来各种竞争环境变化。

一是海南离岛免税持续扩容。公司近两年先后新增三亚机场免税店及美兰机场 T2 免税店，今年 10 月新海港项目开业后，公司免税经营面积从 10 万平方米左右增加至 30 万平方米左右。其中新海港项目有望开启新成长，开业当日线下销售额达到 6000 多万元，带动中免海南 10 月 28 日线上+线下销售额合计 7 亿元，接近历史高峰的 2 倍，表现良好。中线来看，新海港项目有望对标海棠湾，成长潜力可观。同时，公司积极打造海棠湾一期 2 号地免税项目，与太古里强强联合打造海棠湾三期有税布局，高端顶奢布局可期。综合来看，公司海南南北核心项目卡位，“市内+机场+线上”联动，海南旅游零售霸主地位持续夯实。

同时，相比海南离岛免税，此前国内出入境免税虽然对应亿级的客流，但对其免

税消费潜力的挖掘是较为有限的，这一是购物场所、购物时间显著受限，其中边境口岸品牌品类也相对受制；二是直面国际或港澳竞争压力。若未来若离境内免税店政策支持，免税商有较好施展自身能力的场所（如市内免税店或机场店的进一步升级），充分的品牌和产品，优良的价格，良好的购物体验，这个流量变现的潜力空间可期。如果再可进一步辅以出入境亿级客流与海南 2000-3000 万客流的打通转换，线下线上自有流量转换与补充，其成长空间就更为可观。其中，线上渠道方面，中免会员数已超过 2,400 万，优质且庞大的会员基础构建了中免的流量聚合平台。

图 62：中国中免未来展望思考整理

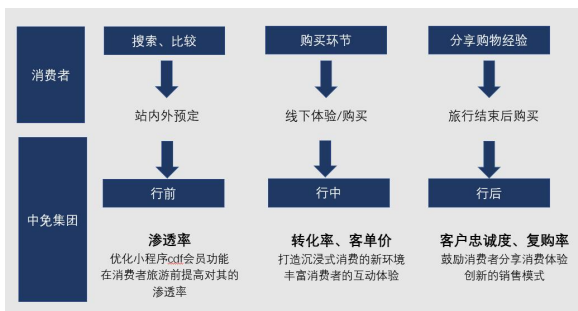
中国中免思考与展望小结																																															
<p>出入境免税</p> <table border="1"> <tr> <th>渠道</th> <th>2019年客流</th> <th>对应免税销售额</th> </tr> <tr> <td>出入境人次</td> <td>3.50亿人次</td> <td></td> </tr> <tr> <td>出境游人次</td> <td>1.69亿人次</td> <td>410亿左右</td> </tr> <tr> <td>北京口岸出入境（中免等）</td> <td>2667万人次</td> <td>86亿</td> </tr> <tr> <td>上海口岸出入境（中免等）</td> <td>4570万人次</td> <td>151亿</td> </tr> <tr> <td>深圳口岸出入境（深免）</td> <td>2.40亿人次</td> <td>20-30亿</td> </tr> <tr> <td>珠海口岸出入境（珠免）</td> <td>1.73亿人次</td> <td>27亿</td> </tr> <tr> <td>昆明/成都/杭州等部分边境口岸、邮轮</td> <td></td> <td></td> </tr> </table>			渠道	2019年客流	对应免税销售额	出入境人次	3.50亿人次		出境游人次	1.69亿人次	410亿左右	北京口岸出入境（中免等）	2667万人次	86亿	上海口岸出入境（中免等）	4570万人次	151亿	深圳口岸出入境（深免）	2.40亿人次	20-30亿	珠海口岸出入境（珠免）	1.73亿人次	27亿	昆明/成都/杭州等部分边境口岸、邮轮			<p>离岛免税</p> <table border="1"> <tr> <th>分类</th> <th>客流</th> <th>免税销售额</th> <th>海南免税店销售额含有税</th> <th>转化率</th> <th>免税客单价</th> </tr> <tr> <td>2019年进出岛客流</td> <td>5941万人次</td> <td>135亿</td> <td></td> <td>9%</td> <td>3584元</td> </tr> <tr> <td>2021年进出岛客流</td> <td>4673万人次</td> <td>495亿</td> <td>601亿</td> <td>29%</td> <td>7367元</td> </tr> </table>			分类	客流	免税销售额	海南免税店销售额含有税	转化率	免税客单价	2019年进出岛客流	5941万人次	135亿		9%	3584元	2021年进出岛客流	4673万人次	495亿	601亿	29%	7367元
渠道	2019年客流	对应免税销售额																																													
出入境人次	3.50亿人次																																														
出境游人次	1.69亿人次	410亿左右																																													
北京口岸出入境（中免等）	2667万人次	86亿																																													
上海口岸出入境（中免等）	4570万人次	151亿																																													
深圳口岸出入境（深免）	2.40亿人次	20-30亿																																													
珠海口岸出入境（珠免）	1.73亿人次	27亿																																													
昆明/成都/杭州等部分边境口岸、邮轮																																															
分类	客流	免税销售额	海南免税店销售额含有税	转化率	免税客单价																																										
2019年进出岛客流	5941万人次	135亿		9%	3584元																																										
2021年进出岛客流	4673万人次	495亿	601亿	29%	7367元																																										
<p>未来展望</p> <table border="1"> <tr> <td>能力提升</td> <td>政策潜力</td> <td>业务创新</td> <td>全球免税第一后，中免供应链和运营效率逐步提升（需要时间，出境恢复有助于供应链提升）</td> <td>关注国人离境内免税店机遇以及未来海南持续优化</td> <td>旅游零售线上线下客流打通，出境游与海南客流打通——中免未来会员流量真正强大</td> </tr> </table>			能力提升	政策潜力	业务创新	全球免税第一后，中免供应链和运营效率逐步提升（需要时间，出境恢复有助于供应链提升）	关注国人离境内免税店机遇以及未来海南持续优化	旅游零售线上线下客流打通，出境游与海南客流打通——中免未来会员流量真正强大	<p>海南免税 21VS19显著扩容原因</p> <table border="1"> <tr> <td>政策支持</td> <td>业务创新</td> <td>免税扩容</td> <td>能力提升</td> <td>免税额度品类件数等大幅增加</td> <td>线上创新，线上线下流量开始打通</td> <td>经营主体增加，经营面积增加</td> <td>品牌丰富，营销渗透转换</td> </tr> </table>			政策支持	业务创新	免税扩容	能力提升	免税额度品类件数等大幅增加	线上创新，线上线下流量开始打通	经营主体增加，经营面积增加	品牌丰富，营销渗透转换																												
能力提升	政策潜力	业务创新	全球免税第一后，中免供应链和运营效率逐步提升（需要时间，出境恢复有助于供应链提升）	关注国人离境内免税店机遇以及未来海南持续优化	旅游零售线上线下客流打通，出境游与海南客流打通——中免未来会员流量真正强大																																										
政策支持	业务创新	免税扩容	能力提升	免税额度品类件数等大幅增加	线上创新，线上线下流量开始打通	经营主体增加，经营面积增加	品牌丰富，营销渗透转换																																								

未来中免：深耕国内旅游客群，打造国人旅游零售全流程服务提供商，价格最优，产品最全，体验最优

资料来源：中免赴港上市聆讯后资料集，国信证券经济研究所整理与思考注：出入境和进出岛客流需要除以 2 计算，因进+出合并 2 次。

此外，作为在 A+H 股的上市公司，公司未来有望与合作伙伴开展更为广泛的资本合作，共同深耕国内外市场，全面夯实和巩固其全球免税第一地位。

图 63：公司积极打造“行前+行中+行后”全链条



资料来源：中免投资者关系平台，国信证券经济研究所整理

图 64：中免未来五大业务展望



资料来源：中免投资者关系平台，国信证券经济研究所整理

综合看中免，本质三大能力，一是供应链，二是渠道和流量转换，三是效率提升。供应链的持续深化本质需要在后疫情时代重塑亚太免税商在欧美成熟品牌旅游零售分销体系中的地位，这背后核心是国人庞大消费实力的支持，也需要中免通过不断强化自身渠道和流量转换能力，用后疫情下的新格局新常态去争取，提升自身溢价能力来实现。渠道和流量的转换是目前中免积极努力的方向，无论是海南

的南北卡位强化（新海港、海棠湾一期 2 号地项目，美兰、凤凰机场），亦或未来市内店的潜在机会等，以及其线上流量布局，会员体系的打通等。**三是效率层面**，这是公司今年明确提出向管理要效益的重点，也是其未来可以更好应对各类竞争的基础，但需要一定的正常运营周期来验证。综合来看，无论出境游放开下国际竞争还是未来海南的竞争，只有上述三板斧全面深化，中免则拥有应对竞争的充足武器，未来中长线持续良好成长均可期。

王府井：海南免税即将启航，未来离境免税弹性可期。公司作为国内零售巨头，对标韩国新世界，未来有望“免税+有税”双轮驱动成长。一方面，公司海南万宁离岛免税项目明年 1 月有望开业，免税业务开始取得实质突破；另一方面，未来若出境游放开，国人离境市内免税政策落地，公司在北京市内及首都机场免税业务方面均具有想象空间。借鉴海口免税成长（美兰机场免税 2012 年开始发展，2019 年海口市市内店落地），但 2021 年海口市市内免税规模已经达到机场免税的 2 倍左右（仅日月广场 2 家市内免税店），市内含线上预计销售额达到 80-90 亿元，由此带来北京市内免税店未来巨大想象空间。

表 6: 王府井未来北京机场或市内免税布局可能情况

时间	政策或报道	说明
2020 年 9 月	澎湃新闻报道	杜宝祥表示，目前公司正在首都国际机场和北京大兴国际机场推动机场免税店落地，具体开店位置在磋商当中，其北京市内免税店也在布局中。
2020 年 9 月	国务院已原则同意《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》	《方案》提出，支持王府井步行街在营造国际化消费环境和优质营商环境、打造国际化消费区域等方面先行先试。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。
2021 年 5 月	《北京晚报》报道	2021 年王府井集团董事长杜宝祥曾表示首都机场免税口岸店有望开出
2021 年 9 月	北京青年报报道	杜宝祥表示，王府井集团在环球影城项目布局中包括大型的免税店，奥特莱斯小镇，时尚轻奢百货店，品牌云集的中外餐饮等等，环球影城商业中心，未来将是活跃北京东部消费的一个大块头。
2022 年 9 月	新浪财经	杜宝祥表示，王府井在北京正加快推进口岸免税店建设，积极做好与机场集团的沟通，做好项目选址及落地工作；同时积极争取市内免税店政策及项目推进。

资料来源：国务院官网、北京商报、北京青年报、北京晚报，国信证券经济研究所整理

此外，从免税物业方角度，其核心优势在于物业卡位布局。无论后续政策变化，只要政策利好海南自贸港做大做强，相关物业方即可凭借独有卡位和流量入口优势，持续扩容成长。其中海南机场系海口、三亚机场免税店重要参股方，占据三亚机场及海口市市区核心卡位，获取相应免税店租金收益，免税成长可期；未来封关后若政策进一步扩容，其核心商业项目及在建海南中心项目未来还有进一步免税想象空间。美兰空港则主要分享美兰机场免税店扩容和租金收益提升红利。

酒店：行业出清复苏可期，关注规模扩张与效率优化

展望酒店龙头未来成长，核心一看行业复苏龙头集中，二看复苏，三看效率提升，四看规模扩张和产品强化，高质量/精益增长成为下一阶段核心。

1、2021 年酒店行业继续出清，2022 年疫情持续反复预计边际仍有影响。2021 年底，国内住宿规模按房量较 2020 年减少 12%，较 2019 年则减少 25%。考虑 2022 年疫情持续进一步反复，行业供给规模不排除边际仍有压力。酒店行业持续出清，有助于行业龙头加速集中。

2、出行韧性较强，酒店过往疫情企稳期复苏表现已反复验证，行业出清下未来复苏时 RevPAR 弹性可期待。国外酒店龙头出行放开后的经营恢复也可以验证。尤其考虑酒店供给恢复有时滞（半年到 1 年+），从而为龙头复苏期阶段 RevPAR 弹性提供了有利支持。

3、效率提升：疫情倒逼龙头进一步提质降费，效率优化。其中锦江近三年立足一

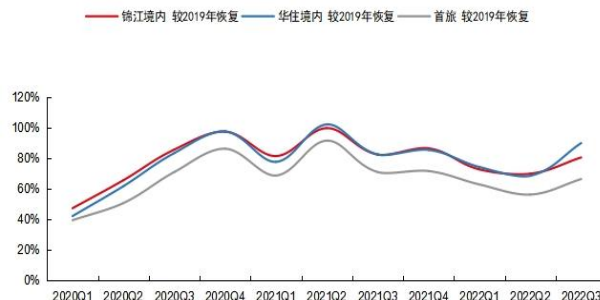
中心三平台持续整合，中后台整合已初见成效，今年 Q3 国内酒店收入 19.68 亿元 /-12.24%，估算扣非业绩大致持平，费用优化持续显现，未来中台运营整合及前端整合有望进一步提质增效。同时，华住、首旅也积极强化效率提升。华住 Q3 国内酒店租金成本减少 1.32 亿元，管理费率、销售费率各降 1.11pct、0.94pct，国内经营利润率 14.2%/+6.1pct。

图 65: 酒店行业供给变化图



资料来源: 盈蝶网, 国信证券经济研究所整理

图 66: 酒店龙头 RevPAR 月度恢复情况



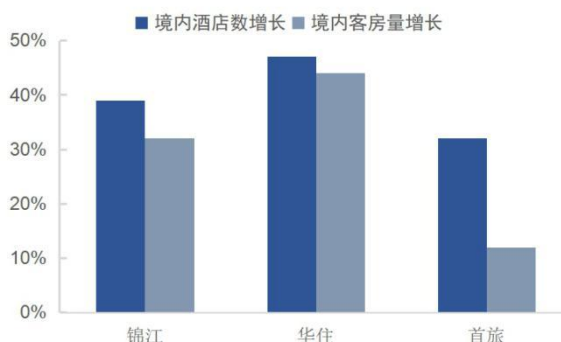
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 67: 锦江、华住酒店费用优化阶段验证

公司	2022Q3 财务表现	yoy
锦江	境内酒店收入	-12.24%
	境内酒店扣非业绩	大致持平
华住	境内酒店租金成本	减少 1.32 亿元
	管理费率	-1.11pct
	销售费率	-0.94pct
	国内经营利润率	+6.10pct

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 68: 酒店龙头规模扩张 (2022Q3 末 VS2019 年底增长)

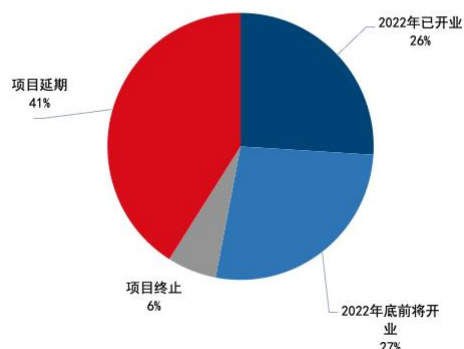


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

4、规模扩张助中线成长。截止 2022Q3 末，与 2019 年底相比，酒店龙头整体规模实现良好增长，助力其中线成长。锦江国内酒店、华住国内酒店、首旅门店数分别净增 2796 家 (+39%)、2658 家 (+47%)、1438 家 (+32%)，客房量分别净增 237,897 (+32%)，235,351 间 (+44%)、50,877 间 (+12%)，规模均有提升。君亭酒店并表君澜与景澜，酒店规模从 47 家增加至 300 家+ (君澜系均为管理输出门店)。并且，龙头还进一步从快速规模扩张向高质量增长迈进，锦江、华住等中高端酒店占比持续提升。

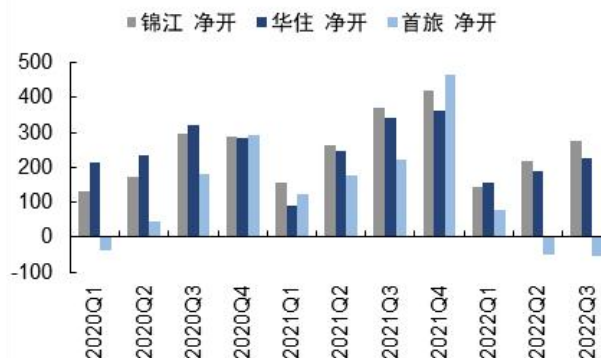
需要说明的是，由于持续疫情反复影响，加盟商展店意愿阶段受阻。今年前三季度酒店龙头签约开店有所放缓，但签约储备仍然提供一定支持。同时，参考 STR 统计，2022 年酒店筹开受阻，不排除对 2023 年有一定影响。但未来伴随出行政策放松及居民出行逐步渐进恢复，加盟商意愿预计有望改善，中线规模扩张仍可期。并且，近三年部分因疫情暂时退出酒店运营的物业，未来若完全复苏，仍可能重新转为新的酒店供给，从而为复苏期酒店龙头规模扩张提供了更多物业选择。

图 69: 国内酒店行业 2022 年筹开受阻



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

图 70: 三大酒店净开门店数 (家)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

此外酒店龙头还积极产品优化提升。锦江在明确赛道品牌和轨道品牌，核心品牌加速扶持发展，未来海外业务整合及高端布局均有望强化，华住酒店在全季、汉庭快速发力的同时，今年桔子扩张明显提速；首旅积极打造逸扉品牌，轻管理也进一步优化，君亭积极强化中高端（君亭、pagoda 等）及高端布局，

综合来看，酒店行业出清背景下，其赛道逻辑（侧重选址卡位、会员体系、运营效率等核心竞争力）在疫情下加持，助力龙头中线成长，近 3 年行业承压下龙头股价表现也体现了市场对其后续成长的信心。虽然短期可能需要跟踪复苏后的业绩验证，但中线来看，我们仍看好上述酒店龙头的中线成长。

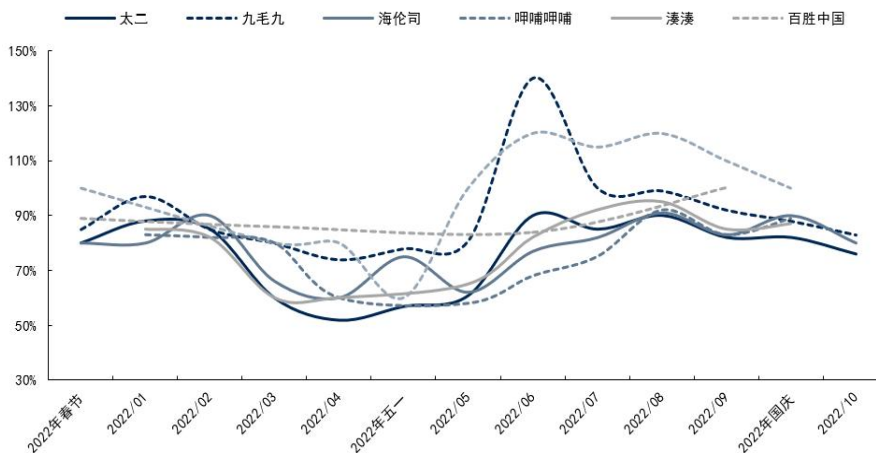
餐饮：短看同店反弹、开店节奏重归正常，新曲线孵化或有提速

港股餐饮板块复苏一看同店数据回暖，二看开店节奏重归正常，另外新品牌孵化进度或有超预期可能。

1、同店经营数据有望触底反弹。2022 年 1-2 月，海底捞、九毛九快速恢复至 21 年的 90-100%，太二、海伦司、呷哺、湊湊、奈雪的茶同店恢复至 2021 年的 80-90%，主要系扩张策略（海底捞/九毛九西北菜开店策略极为谨慎，不存在新店分流影响）与基数原因（太二/海伦司基数较高）带来的差异。3-5 月，上海地区疫情反复，致使餐饮品牌同店销售普遍承压，海底捞/九毛九同店翻台率回落至 2021 年同期的 80%左右，海伦司/太二/呷哺/湊湊同店均回落至上年同期的 60-70%。6 月以来，国内疫情企稳，同店数据筑底回升，其中海底捞/九毛九西北菜同店最多回升至 21 年同期的 120+%，进入 9 月后，品牌同店恢复程度普遍再次回落至 2021 年同期 90-100%的水平。

目前港股同店经营数据普遍恢复至 21 年的 80-90%（品牌间也有差异），疫情对于门店客流的扰动仍是影响同店恢复的核心因子。我们认为伴随国内防控局势的放松，客流的复苏预计将带动同店经营的回暖，其中品牌势能较强、商业模式更具韧性（价格定位、与外卖适配度等）的品牌有望实现更快复苏。

图 71: 九毛九、海底捞、海伦司、百胜中国同店销售恢复情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 百胜中国为季度数据; 除海底捞外, 同店比较基准均为 2019 年

2、疫情下开店节奏表现分化, 未来有望重归正常: 2022H1, 海底捞新增 18 家门店, 关闭 26 家门店 (啄木鸟计划关闭门店), 期末总门店数为 1435 家, 同时宣布“硬骨头”计划, 拟重启部分啄木鸟计划关闭的门店, 但短期开店策略依旧谨慎; 九毛九新开 0 家九毛九西北菜/35 家太二/2 家怂火锅, 太二拓店节奏相对稳健, 怂火锅逐渐放量; 海伦司新开 133 家门店, 关闭 69 家门店。呷哺呷哺新开 6 家呷哺/15 家湊湊, 关闭 37 家呷哺餐厅; 百胜中国新开 525 家肯德基/184 家必胜客, 维持全年净开 1200 家店目标。疫情对于品牌现金储备丰富度、门店回本周提出更高要求, 故各品牌短期开店节奏均有小幅下调, 但伴随未来管控措施的持续优化, 我们认为各品牌开店节奏同样有望回归正常。

表 7: 各品牌各年度在营门店/新开门店/关闭门店统计表

	2020	2021	2022H1	2022 年指引
海底捞	1298/544/14	1443/421/276	1435/18/26	下半年新开门店数与上半年类似, 硬骨头复开门店仍在筛选
九毛九西北菜	98/10/55	83/1/16	77/0/6	收缩战略, 不排除继续小幅关店
太二	233/109/2	350/122/5	384/35/1	新开 120 家
怂	2/2/0	9/7/0	11/2/0	新开 15 家
呷哺呷哺	1061/91/52	841/52/229	810/6/37	新开 46 家, 闭店 64 家
湊湊	140/38/0	183/43/0	198/15/0	新开 54 店
海伦司	351/105/6	782/452/21	846/133/69	新开 300 家, 闭店 120-130 家
肯德基	7166/840/208	8168/1232/230	8510/525/183	所有品牌净新增 1000 至 1200 家门店
必胜客	2355/152/78	2590/335/100	2711/184/63	所有品牌净新增 1000 至 1200 家门店

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

此外, 疫情下各家餐饮公司在新品牌上也有诸多尝试。如九毛九旗下怂火锅持续放量, 呷哺呷哺第二成长曲线湊湊也平稳扩张, 百胜中国在咖啡赛道布局持续加码, 未来伴随局势的进一步清晰化, 各家在新成长曲线探索的局势会进一步明朗。

A 股餐饮, 建议重点关注同庆楼: 宴会业务韧性, 门店扩张+新模型验证助力中线成长。 1、宴会业务虽迟但到, 相对有韧性, 且公司多年摸索, 宴会单店经营效率可观, 2021 年部分宴会店净利率 20%+; 2、疫情下产能扩张, 2020 年以来新开 8 家大店, 未来每年有望新开 5-10 家, 持续助力成长; 3、富茂模型已获得初步验

证，成熟期门店净利润率有望达 20%+。未来除部分旗舰项目落地外，轻资产管理输出有望推进；4、预制菜业务持续孵化，有望带来中线新看点。

表8：同庆楼 2020 至今已开店情况（不含富茂和新餐饮）

门店名称	面积	设计	开业时间	所在城市
同庆楼盛晟阳光城店	5000 平米	19 包厢+3 宴会厅	2020 年 1 月	安徽安庆
同庆楼宴会中心银湖店	3000 平米	3 宴会厅	2021 年 7 月	安徽芜湖
帕丽斯靖江店	6000 平米	4 宴会厅	2021 年 7 月	江苏靖江
同庆楼合肥咏川中皖金大地店			2021 年	安徽合肥
同庆楼阜阳店	5000 平米	20 包厢+2 宴会厅	2022 年 3 月	安徽阜阳
同庆楼高新区院通店	8000 平米	42 包厢+4 宴会厅	2022 年 10 月	安徽合肥

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理截止 2022 年 11 月

表9：同庆楼已开富茂基本情况

	开业时间	配备	总投资	面积	物业	净利润 2021	2021H1	2022H1	2022Q1-3
合肥滨湖富茂	2020 年 10 月开宴会厅，2022 年 6 月开客房，7 月逐步开完	2022 500 间客房+60 间包厢+10 大宴会厅	5 亿	9 万 9 万平米	自持	1,911 万	558 万	636 万	预计 2000 万
合肥瑶海富茂	2021 年底初步开放宴会厅，2022 年 8-9 月逐步开客房	22260 间客房+11 个宴会厅	2-3 亿	4 万 4 万平米	自持	-	-	-	整体略亏损，但 Q3 单季已转正

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

景区：客源半径影响复苏节奏，中线看内生外延扩张潜力

复苏节奏：整体复苏仍可期，本地客源恢复优于长途客源。结合海外主题公园复苏情况和近三年国内景区表现，景区恢复节奏主要受客源结构、不同阶段区域疫情影响：1、周边游恢复明显好于长线游（天目湖、中青旅古北表现反复验证）；2、室内项目恢复略低于室外项目；3、长线目的地因资源禀赋及疫情、出行政策差异表现分化，丽江股份、黄山旅游今年 Q3 业绩恢复 7-9 成。鉴于此，从未来复苏验证的角度，周边游目的地预计恢复较快，但同时也会结合估值预期及复苏进程适时配置后复苏品种。

表10：部分景区演艺公司近三年产能扩张、费用优化及成长看点

公司	产能扩容情况	效率提升	公司成长看点
天目湖	VS2019 年末，新增竹溪谷（120 间客房）、遇天目湖酒店（81 间客房）和遇·十四澜（14 间客房），客房量由 2019 年底 400+增至 700 间	在疫情反复中，营销运营更加精细，2022Q3 期间费用率同比 -16.47pct，较 2019 年同期 -1.08pct，其中管理、销售费用率同比分别 -9.29/-7.91pct，较 2019Q3 分别 -1.02/-1.19pct。	民企背景休闲景区龙头，引入国资战投稳定中长线发展，存量项目持续优化，产能扩张和管理优化下，未来复苏成长可期，且公司未来在长三角区域不排除进一步外延扩张
宋城演艺	1、2019 年主要依赖杭州、三亚、丽江项目贡献，2018 年新桂林项目 2019 年贡献不高，2019 年新增张家界项目仍处爬坡期，2020 新增西安项目、2021 年新增上海项目；同时九寨项目已恢复。2、存量项目近三年扩建下，承载量有望翻番。3、产品升级、丰富剧目内容，亲子游哇系列未来可期待。4、轻资产延安、三峡项目公告，未来轻资产外延扩张有望进一步加速。	努力推动数字化及各类管理优化，最大化降低损失，今年 Q3 丽江项目收入提升同时，成本亦控制良好	民企背景演艺龙头，旅游演艺+主题公园模式优良，疫情下原有模式受制，但公司在后疫情时代苦练内功，提高运营效率，未来行业复苏+景区扩容+费用优化+轻重结合扩张仍值得期待
中青旅	乌镇客房预计从 2019 年底的 2600 间有望增加至 2023 年上半年的 3500-3600 间，参股濮院项目明年有望开业，古北水镇内容逐步丰富	乌镇、古北管理更加精细化，用工安排相对更加精简	光大控股古镇景区龙头，乌镇、古北两大景区构成支柱。公司逻辑：1）复苏直接受益（两大古镇景区、出境旅行社、会展等）；2）今年人事变动，倪总新任公司董事长，后续不排除发展提速；3）再融资新政下，公司有望融资发展，考虑控股股东光大集团持股比例较低，未来不排除借此加速对上市公司的控制；4）景区管理输出今年开始逐步取得实质进展，江西吉安等项目落地，此前公告与法国狂人国等合作打造演艺产品等。

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

伴随行业逐步复苏，我们也会兼顾中线逻辑的变化，核心关注景区 IP 差异化升级、内生外延扩张潜力及边际变化。结合我们此前深度报告《IP 升级——本土主题公园的破局之路》，对本土主题公园或旅游目的地而言，自建强大的形象 IP 相对较难，且需要较长的时间，因此选择与既有成熟形象 IP 资源合作发展，也是一条相对可行之路。海昌海洋公园作为本土主题公园中探索“主题公园+国际 IP”的先锋，立足亲子客群流量，借力国际经典形象 IP，打造 IP 为核心的新消费体系，建议关注。同时，参考海外旅游龙头模式 IP 各种实践，结合本土实际，打造各类一站式综合服务模式 IP，也可以此形成自身核心竞争力。其中，宋城演艺虽短期疫情承压，但产能扩张助力复苏成长，演艺模式 IP 也在不断摸索优化，中线对标法国狂人国，意在打造以演艺 IP 为核的旅游目的地，为后续成长蓄势。中青旅积极打造古镇模式 IP，未来景区复苏和扩容成长有望新期待，涉房企业融资限制放开有望带来新看点。天目湖侧重山水资源一站式休闲度假目的地打造，近两年积极扩容优质产能，未来复苏成长和外延扩张均有期待。复星旅游文化 Club Med 和三亚亚特兰蒂斯等项目各有特色，侧重高端人群，前者全球业务正逐步复苏，后者积极迎合休闲度假升级需求，疫后有望持续受益。

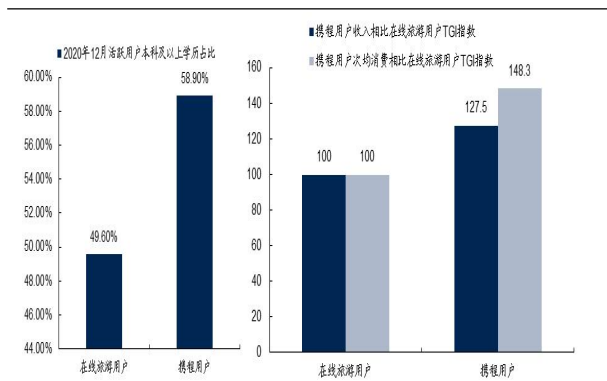
综合来看，天目湖、宋城演艺、中青旅等具有一定的外延扩张潜力预期，近三年也积极供给优化和效率提升，不断强化模式 IP，出行完全恢复下仍有新的成长看点，建议重点关注。同时兼顾黄山旅游、峨眉山 A、三特索道等自然景区公司未来成长，由于核心风景区深度开发环评限制较多，故更关注其山下项目扩张，如黄山旅游推出花山谜窟项目，峨眉山 A 推出演艺项目，丽江股份加速酒店扩张等。

旅行社与 OTA：关注国内外复苏下成长机遇，兼顾下沉扩张

疫情下，旅游中介业务均承压，但由于线上渗透化率的提升，助力 OTA 龙头中线成长。从海外 OTA 龙头复苏来看，出行复苏后其成长有望较快恢复，并通过线上化率渗透提升进一步有所增长，在出境游放开下也有进一步成长弹性。鉴于此，出境游复苏下我们首先关注携程未来成长，同时兼顾同程旅行持续下沉扩张成长。

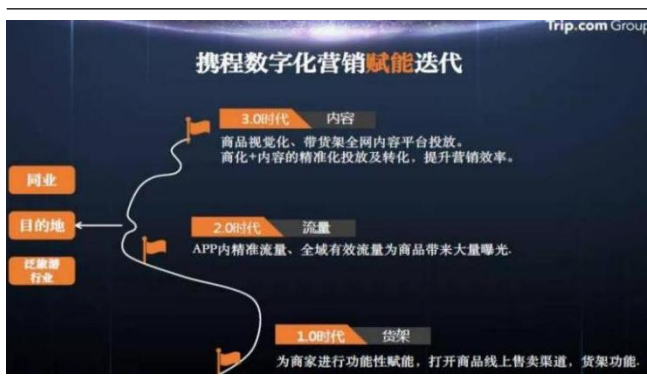
携程旅行：出境游复苏最核心受益标的。公司国内领先的一站式 OTA 平台，先发优势突出，早年积累了大量的一二线核心城市商旅客群构筑核心流量基本盘，在国内中高端酒店、机票等领域先发优势突出，此后疫情前还积极海外布局，围绕中高端商务人群进行各种国内外出行相关产业链延伸。但疫情下，海内外均承压。

图 72：携程高学历人群占比更高，用户收入高于行业平均



资料来源：Fastdata 极数，国信证券经济研究所整理

图 73：携程数字化营销赋能迭代



资料来源：携程新闻发布会等，国信证券经济研究所整理

海外业务已逐步开启复苏，未来国内外复苏下公司业绩弹性值得期待。疫情下，公司不断探索旅游直播营销等内容营销新模式，一是本地旅游休闲布局有效强化，并积极优化成本费用，二是加强海外天巡及 Trip 导流和渗透。疫情前海外业务约

占 35-40%，其中国人出境约占 25%+，纯海外出行约占 13-14%，疫后国内游和出境游复苏均有弹性。考虑公司纯海外业务目前已转正，且经营效率持续提升，未来全面复苏不排除 24 年业绩仍有一定上修空间（19 年公司经调整业绩 65 亿，其中纯海外尚亏损拖累），且出境游产业链完备，系出境游复苏纯正受益品种。

同程旅行：出行景气波动影响短期经营，但公司积极全场景流量挖掘，深耕本地游与下沉市场，助力中线成长。短期出行景气波动预计仍影响公司阶段经营，但过往来看，公司仍有一定相对韧性。同时，公司疫情下在流量与产品端夯实内功，1) 流量：公司持续探索腾讯生态及积极寻求其他平台导流，加码生活场景渗透，通过“旅行+x”新玩法持续扩大同程旅行品牌在年轻用户中的影响力，持续夯实用户基础。2022Q3 公司在疫情企稳阶段和企稳区域扩大营销推广，强化用户积累，以巩固和提升自身的市场份额。2) 在本地周边游需求带动下，Q3 公司住宿预订收入 8.19 亿元/+26.93%，较 2019Q3 仍增长 17.97%。同时，公司持续科技赋能助力下沉扩张，一站式平台强化产品渗透，未来中线成长仍可期。

图 74：同程旅行 2020Q1-2022Q3 月活用户



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 75：同程旅行 2020Q1-2022Q3 月付费用户及付费率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从出境游旅行社来看，疫情三年承压最为严重，极大程度上影响了行业内公司短期的业绩，但行业也在这个过程中阶段出清显著。龙头公司基本最大化成本控制求生存。未来若出境游复苏，上市龙头众信旅游、ST 凯撒等仍有一定成长机遇。其中众信旅游引入战投阿里作为第二大股东，未来可能借助其强大的线上流量支持，加速其出境游产品布局，在出境游复苏中谋的先机，同时，公司在岛民免税、大健康等“旅游+”寻求突破，深化旅游全产业链运作模式，未来也有一定新看点。ST 凯撒此前是国内出境游旅行社龙头，批零一体化业务下，疫前盈利能力相对良好，近几年承压明显。未来若关联交易等相关遗留问题逐步得到解决，公司业务逐步重回正轨，仍有望受益于出境游复苏。

博彩：澳门赌牌落地，关注未来恢复节奏

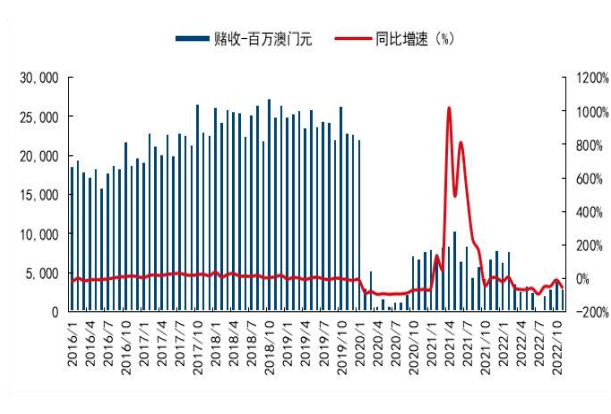
澳门赌牌终落定，老玩家成功守擂。继今年 6 月《新博彩法》二读通过、7 月开启公开竞投后，今年 11 月 26 日新一轮赌牌最终落定。据澳门特区政府网站，获博彩经营批给临时判给的 6 家公司为：美高梅、银河娱乐、威尼斯人、新濠博彩、永利澳门、澳博控股。原牌照将于今年年底到期的 6 家现有博彩公司均获得临时判给（预计有效期为 10 年），而新晋选手云顶集团无缘赌牌，但其未来不排除与获得赌牌的企业通过投资等合作方式进行博彩业经营。与此同时，澳门博彩目前赌桌分配的规则和标准尚未明确，未来仍需关注。

参考 2022 年 6 月，澳门新《博彩法》及 11 月竞标前后相关补充：主要包括：1)

博彩经营牌照批给上限六个，2) 禁止转批给，批给期不多于十年，最多可延长三年。3) 未来管理公司只能收取管理费，不能与娱乐场分享利润或收取佣金。4) 博彩中介只可为一间承批公司服务；5) 取消政府代表进入公司监管经营状况的建议，减少对其影响；5) 提高注册资本从 2 亿澳门元到 50 亿等，提高进入门槛；6) 澳门政府已经与竞投公司达成了协议，未来拿到赌牌的六家公司共计要拿出 1000 亿澳门元进行投资，并明确未来 10 年不会批复全新的博彩用地。

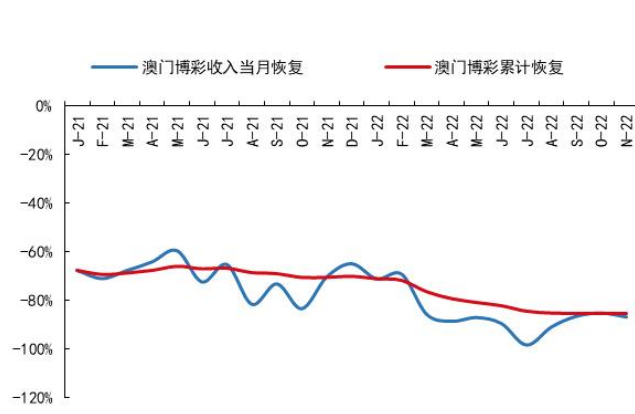
总体来看：1、未来澳门博彩核心看点在于中场博彩，尤其中场业务的持续创新，其博彩中介业务（第三方贵宾厅）未来发展预计受制；2、澳门博彩企业未来非博彩业务投资运营占比预计提升，其打造一体化娱乐、住宿及其他非博彩业务配套并良好运营成为新阶段发展的重点之一。

图 76：澳门博彩毛收入月度表现



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

图 77：2021-2022 年澳门博彩收入月度较疫情前恢复情况



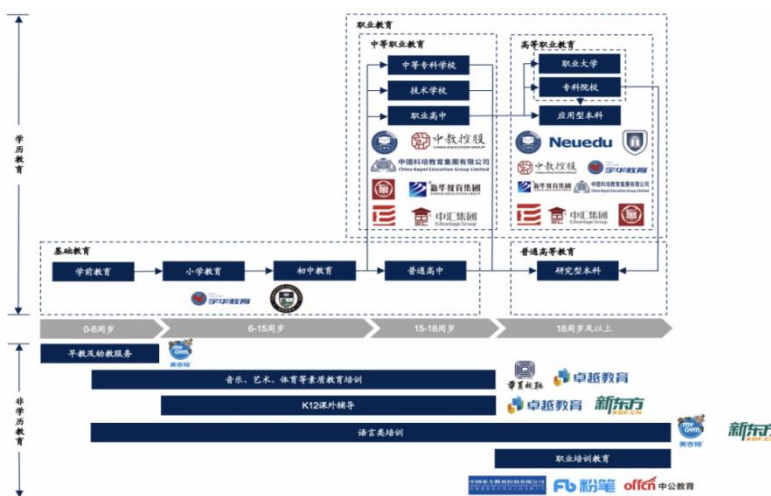
资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

目前赌桌分配规则仍待明确，但整体来看，六张赌牌落定有助于消除澳门博彩板块短期相关政策风险，未来伴随 11 月赴澳门旅游重启电子签注及境内出行放松节奏加速，未来赴澳游有望逐步改善，澳门博彩板块有望迎复苏成长机遇。中线来看，核心建议跟踪澳门博彩龙头非博彩业务投资运营效率及中场业务表现。

教育：政策余波渐平，高教选营在即，职教培训参培意愿回暖

民促法&双减政策落地，不同办学层次差异化管理系核心。2021 年 5 月 14 日，国务院发布《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》（以下简称实施条例），新条例将于 2021 年 9 月 1 日起实施。本次条例更具有针对性，即对于不同办学层次、办学性质的民办学校予以了不同的政策规定，重点突出对社会资本更广泛深入参与到职业教育发展上的全面积极鼓励，同时对义务教育（包括 K12 课外培训）和学前教育在部分内容上做出专门的约束，体现出国家希望承担更多相关学段办学责任的担当和主导意愿。此外政策也更加具有实操性，对此前较为模糊的说法给出了明确的定义，对监管和责任部门给出了具体分工。

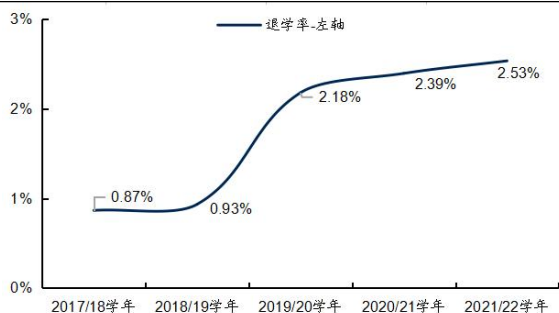
图 78: 我国教育行业体系示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

1、民办高教：行业特性使然与疫情关联度低（退学率低），政策导向宽松，核心要静待营利性选择落地。前期市场对民办板块担忧核心在于内生增长（学额是否获批）、营利性选择、外延并购节奏上。6月以来，中教控股/希望教育/中国职业教育先后公布专升本学额，分别预增 70%/158%/200%，新增学额获批带动市场情绪的回暖。未来若营利性转设顺利，办学收益使用自由度将极大提升，市场也会更好地确认民办高教市场经济地位，做一个合规守法的正常纳税主体。此外，若港股高教上市公司继续在收并购上取得进展，则对于外延并购的疑虑也将消除。

图 79: 中教控股 2017 至今集团退学率数据



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 80: 2022 年港股高教公司 PE 估值普遍低于 10x



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

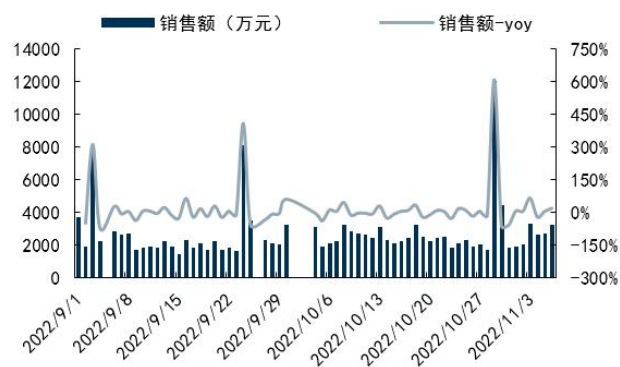
2、中职&非学历职业培训板块（中国东方教育、中公教育、传智教育、行动教育等）政策担忧无虞，防控措施优化带来线下参培意愿的回暖。从政策导向看，中职&非学历职业教育板块政策并未有明确限制，反而其在保就业率中担任了较为关键的角色。但由于非学历职业教育本质是强就业导向的，所以当国内疫情散发、企业招聘需求下滑的大背景下，参培目标人群往往参培意愿也会伴随下滑，但防控措施的持续优化，预计会带来线下参培意愿的回暖。

图81: 东方甄选直播间粉丝数及同比增速



资料来源: 灰豚数据, 国信证券经济研究所整理

图82: 东方甄选直播间单日销售额及同比增速



资料来源: 灰豚数据, 国信证券经济研究所整理

3、K12 教培机构转型阶段有成效, 后续关注其他机构转型效果。2021 年 7 月 24 日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》, 政策对 K12 课外教培公司营利性选择、资本化运作、培训时间等均有严格管控措施, 且要求在 2021 年底前正式停止义务教育学科培训。各机构在素质教育、职业教育、学习设备业务、直播业务等多领域进行尝试; 在本轮持续转型中, 效果最为显著的当属新东方在线。截至 2022 年 12 月 1 日, 东方甄选抖音账号粉丝量达 2851.7 万人次。9 月以来, 通过外景直播+内容带货模式, 不断创造单日 GMV 新高, 9-10 月, 贵州/西北/山东三次专场直播单日 GMV 分别突破 7000 万/8000 万/1 亿元, 优质内容和精致选品持续为直播间流量转化提供支持。未来随着公司供应链体系完善, 选品有望进一步向美妆、母婴等品类扩张, 提升多品类带货效率。

人服: 宏观企稳带动企业用工复苏, 外包业务有望重回高增

人力资源服务行业多数顺周期, 岗位外包等业务相对有韧性。人服行业可分为薪酬人事、外包以及猎头业务三大板块, 其中薪酬人事、猎头业务与经济环境直接正相关, 岗位外包由于自身特有属性, 逆风环境下也会展现一定韧性。但伴随疫情防控政策的优化, 国内经济的边际改善, 企业端用工需求逐步回归正常, 我们认为人服板块经营数据实现触底反弹, 存在较强的确定性, 相关公司拆分如下:

表 11: 科锐/外企/外服收入规模 (按项目划分, 单位: 亿元)

公司名称	业务分类	2017	2018	2019	2020	2021
科锐国际	中高端人才寻访	3.17	4.49	5.22	4.61	6.99
	yoy		42%	16%	-12%	52%
	招聘流程外包	1.22	1.58	1.5	1.11	1.46
	yoy		29%	-5%	-26%	31%
	灵活用工	6.56	15.12	27.66	31.12	59.31
	yoy		130%	83%	13%	91%
	技术服务	0	0	0	0.13	0.23
	yoy					78.5%
	其他业务	0.4	0.78	1.48	2.35	2.12
	yoy		97%	90%	59%	-10%
	合计	11.35	21.97	35.86	39.32	70.1
	yoy		94%	63%	10%	78%
北京外企	人事管理服务			9.2	12.49	13.14
	yoy				36%	5%
	薪酬福利服务			10.18	9.13	9.81
	yoy				-10%	7%

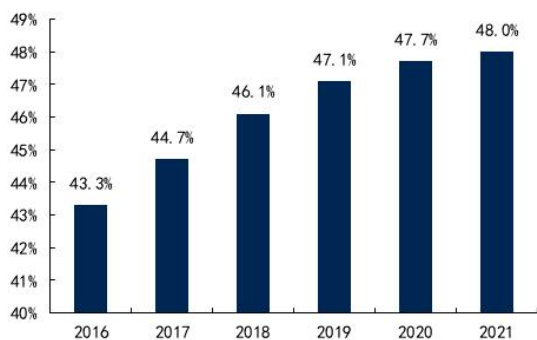
业务外包服务			130.03	148.8	217.25
yoy				14%	46%
招聘及灵活用工服务			7.92	7.97	11.44
yoy				1%	44%
其他服务			2.67	2.48	2.44
yoy				-7%	-2%
合计			160	180.87	254.09
yoy				13%	41%
人事管理服务	9.71	10.15	11.59	10.66	11.59
yoy		5%	14%	-8%	9%
人才派遣服务	134.02	137.91	144.6	132.79	1.33
yoy		3%	5%	-8%	-99%
薪酬福利服务	10.13	11.26	11.63	12.82	14.92
yoy		11%	3%	10%	16%
招聘及灵活用工服务	2.96	4.01	4.88	5.24	6.44
yoy		35%	22%	8%	23%
业务外包服务	29.23	37.84	59.26	56.7	79.9
yoy		30%	57%	-4%	41%
其他业务	1.05	1.03	0.94	0.55	0.36
yoy		-2%	-9%	-42%	-34%
合计	187.1	202.2	232.89	218.76	114.54
yoy		8%	15%	-6%	-48%

数据来源：公司公告（21 年外服控股人才派遣业务收入确认方式调整使得营收同比下降 48%）

1、薪酬福利、猎头业务顺周期属性显著，有望筑底反弹。 猎头&薪酬福利业务与经济周期高度联动，经济下行周期中企业用人需求下滑，人才跳槽意愿也更为谨慎，此类业务均不同程度受到疫情影响。但伴随防控政策的优化，企业对未来经营环境更为乐观，用工端态度也会变得更为积极，上述业务有望实现筑底反弹。

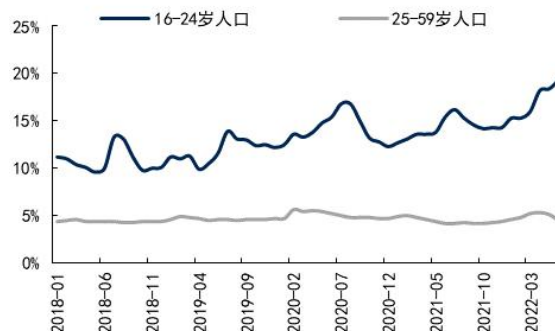
2、外包业务有望回归高速增长通道：近些年来，外包业务是人力资源赛道中增速最快的子赛道。核心系其解决人才短期的就业问题，扮演就业“蓄水池”的角色，即应聘者可以选择以“零工”的方式入职，待经济企稳后留任。在“保就业”“促就业”大背景下，外包业务持续受到政策鼓励。从长线来看，国家产业结构向第三产业倾斜，也会带动市场对外包业务需求进一步提升。

图83：我国第三产业就业人数占比高增



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图84：2018年至2022年6月失业率水平攀升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

表12: 国内各板块未来展望一览

子行业	核心看点	重点标的
免税	<p>一看复苏弹性: 短期海南客流承压仍然制约海南免税经营表现, 未来出行若复苏, 只要海南客流企稳改善, 海南免税复苏成长可期;</p> <p>二看供给优化扩容: 海南免税供给持续优化升级, 2022年10月新海港开业和明后年陆续新项目推出有望助力新成长;</p> <p>三看政策预期: 未来出境游若逐步放开, 国人离境内免税店预期逐步强化。</p>	<p>运营商层面: 中国中免 (线上线渠道持续扩容, 流量打通+供应链强化, 全面捍卫全球第一); 王府井 (海南免税布局开启新征程, 未来离境内免税店政策下弹性可期); 海汽集团 (海旅免税在海南新晋玩家中表现最突出), 其他格力地产 (珠免拟注入)、海南发展 (海控免税可能注入)。物业方层面, 重点关注海南机场 (“机场+市内”双卡位, 直接受益海南自贸港成长红利); 也可关注美兰空港等</p>
餐饮	<p>一看同店数据回暖: 伴随防控局势放松&客流复苏, 品牌势能较强&商业模式更具韧性 (价格定位、与外卖适配度等) 的品牌有望更快复苏;</p> <p>二看开店节奏重归正常: 疫情对品牌现金储备丰富度&门店回本周要求高, 伴随未来管控措施优化, 各品牌开店节奏有望回归正常。</p> <p>三看新品孵化进度: 疫情下各家餐饮公司在新品牌上有诸多尝试, 未来各家在新成长曲线探索的局势会进一步明朗。</p>	<p>港股: 九毛九 (核心品牌太二模型稳定&展店节奏稳定&新品品牌怂火锅开店边际提速); 海伦司 (小酒馆赛道标的稀缺&疫后复苏弹性大); 呷哺呷哺 (管理架构稳定&激励体系变化带来成本端优化, 呷哺品牌筑底企稳&湊湊品牌稳健扩张); 百胜中国 (核心品牌肯德基、必胜客品牌力强劲&供应链布局完善); 海底捞 (硬骨头计划重启门店&经营数据回暖)</p> <p>A股: 同庆楼 (宴会业务韧性, 门店扩张+新模型验证助力中线成长)</p>
酒店	<p>一看龙头集中: 2021年酒店行业继续出清, 2022年疫情持续反复预计边际仍有影响;</p> <p>二看复苏弹性: 出行韧性较强, 酒店过往疫情企稳期复苏表现已反复验证, 行业出清下未来复苏时 RevPAR 弹性可期待;</p> <p>三看效率提升: 疫情倒逼龙头进一步提质降费;</p> <p>四看规模扩张和产品强化: 高质量/精益增长成为下一阶段核心, 截止 2022Q3 末, 与 2019 年底相比, 酒店龙头整体规模实现良好增长, 助力其中线成长。</p>	<p>锦江酒店 (立足一中心三平台持续整合+核心品牌加速发展+未来海外业务整合及高端布局均有望强化); 华住集团-S (提价能力强+海外 DH 复苏与效率优化+多主力品牌发力精益求精); 首旅酒店 (直营占比高享复苏弹性+积极打造中高端逸扉品牌+轻管理进一步优化); 君亭酒店 (周边度假定位直营店业绩韧性佳+再融资推进有望加速扩张)</p>
景区	<p>短期跟踪复苏节奏: 本地客源恢复优于长途客源, 但同时也会结合估值预期及复苏进程适时配置后复苏品种;</p> <p>中线核心关注景区 IP 差异化升级、内生外延扩张潜力及边际变化。</p>	<p>天目湖 (引入国资战投稳定中长期发展+产能扩张和管理优化下复苏成长可期+不排除进一步外延扩张); 宋城演艺 (行业复苏+景区扩容+费用优化+轻重结合扩张仍值得期待); 中青旅 (再融资新政助发展+景区管理输出今年开始逐步取得实质进展)</p> <p>兼顾黄山旅游、峨眉山 A、三特索道等自然景区公司未来成长</p>
OTA与旅行社	<p>旅游中介业务均承压, 但线上渗透率提升, 助力 OTA 龙头中线成长</p>	<p>携程旅行 (疫后国内游和出境游复苏均有弹性, 公司纯海外业务目前已转正, 且经营效率持续提升, 系出境游复苏纯正受益品种), 同程旅行 (全场客流量挖掘, 深耕本地游与下沉市场, 助力中线成长)</p> <p>国内出境游旅行社: 众信旅游, ST 凯撒等。</p>
博彩	<p>澳门赌牌终落定, 老玩家成功守擂。</p> <p>一看行业复苏: 伴随 11 月赴澳门旅游重启电子签证及境内出行放松节奏加速, 澳门博彩盈利有望复苏成长</p> <p>二看中场业务及非博彩业务发展, 同时跟踪赌桌分配规则与标准制定</p>	<p>赴澳游复苏下建议关注板块性机会, 兼顾赌桌分配进展下未来各家边际变化, 中线建议关注龙头非博彩业务投资运营效率及中场业务表现。</p>
人服	<p>一是薪酬福利、猎头业务有望筑底反弹: 猎头&薪酬福利业务高度顺周期, 伴随防控政策优化, 企业用工端态度会更为积极。</p> <p>二是外包业务有望回归高速增长通道: “保就业”“促就业”大背景下, 外包业务持续受到政策鼓励; 长期国家产业结构向第三产业倾斜, 也会带动外包业务需求提升。</p>	<p>科锐国际 (灵活用工高速增长&海外布局深化); 北京外企 (客户资源禀赋优且关系稳固&借力 Adecco 交叉销售); BOSS 直聘 (蓝领招聘领先者&持续技术投入优化用户体验); 外服控股</p>
民办高教	<p>行业特性使然与疫情关联度低 (退学率低), 6 月以来新增学额获批带动市场情绪的回暖, 未来关注营利性转设进度 (提升办学收益使用自由度) & 收并购进展。</p>	<p>中教控股 (存量学校质地好&收购整合能力强&短期转营催化); 新高教集团 (经营数据稳健&短期转营催化); 中国科培; 希望教育</p>
教育	<p>中职及非学历职业培训 政策担忧无虞, 防控措施优化有望带来线下参培意愿的回暖。</p>	<p>传智教育 (IT 信息化需求场景扩容&产品组合丰富+营销组合拳助力); 行动教育; 中公教育; 中国东方教育</p>
	<p>K12 教培 机构转型 (素质教育、职业教育、学习设备业务、直播业务等多领域) 阶段有成效, 新东方在线转型效果显著, 后续关注其他机构转型效果。</p>	<p>新东方在线; 新东方-S; 好未来; 豆神教育; 学大教育</p>

资料来源: 国信证券经济研究所整理

2023 年投资策略：三条主线：政策演进、业绩确定、消费变迁

海外复苏借鉴与国内复苏展望：趋势向上，赛道分化

2020-2022 年，疫情三年，出行板块全面承压。立足当下，国内出行放开方向已明确。未来随出行逐步放开，市场未来关注焦点预计逐步转向复苏下的经营验证。

海外复苏借鉴：趋势向上，赛道分化，股价先行。

1) 基本面恢复时间：各子赛道多数在 2022Q2 或之前已基本恢复到疫情前水平。具体来看，2020 年下半年，重启放开后出行恢复趋势向上，但中间不排除阶段反复，就季节性而言一般 Q2-Q3 趋于加速复苏，Q4-Q1 阶段会略有盘整。

2) 子行业恢复节奏：基本按照出行半径来依次恢复。本地需求先行复苏，国际需求复苏更慢，故恢复节奏一般：餐饮>主题公园>OTA>酒店>免税，其中海外免税高度依赖国际出行，恢复较慢，与国内免税情况有差异；

3) 股价复盘：股价修复一般较收入修复领先 2 个季度或以上。货币政策宽松+欧美等国支持居民消费的扶持下，各板块分别于 2020Q2-2021Q1 期间股价超过疫情前；股价表现顺序基本延续基本面复苏顺序：餐饮>主题公园>OTA>酒店>免税。其中美国餐饮龙头尤其领先，在 2020 年即恢复至疫情前水平此后多数持续创新高；主题公园与 OTA 龙头股价恢复也相对较快，基本在 2020 年底或 2021 年初达到疫情前；再次为酒店龙头，多数股价 2021Q1 恢复到疫情前后，Q2-Q3 加速抬升。今年初国际出行全面放开后，出行板块如酒店、OTA 等进一步走向阶段高点。

4) 股价见顶后又出现反复，但本地消费为主的子赛道依然更为稳健。由于通胀、加息、俄乌冲突影响，出行板块见顶后回调，此后随业绩复苏验证开启反弹。其中餐饮板块及本地游客主导的景区股价回撤较小，酒店和 OTA 等龙头有所分化。

图 85：海外出行板块基本面恢复及股价复盘情况一览

基本面			股价表现		
类型	收入恢复至2019年疫情前水平的时间		类型	股价首次恢复至疫情前时间	截止12.01股价较前涨跌幅
餐饮			餐饮		
美国餐饮行业	2021Q1		达美乐	始终高于	31%
快餐	2020Q3		墨式烧烤	2020-04-22	94%
咖啡小吃	2021Q1		麦当劳	2020-06-08	38%
休闲餐饮	2021Q2		星巴克	2020-09-02	18%
快休闲/家庭餐饮	2021Q3		达登餐厅	2020-11-09	34%
主题公园			主题公园		
海洋世界	2021Q2		海洋世界	2021-01-06	79%
迪士尼、环球影城	2021Q4		康卡斯特（环球影城）	2020-09-01	-19%
			迪士尼	2020-11-16	-32%
OTA			OTA		
Airbnb	2021Q1		Airbnb	2020年12月上市	49%
Booking	2022Q2		Booking	2020-11-09	2%
Expedia	2022Q2		Expedia	2020-11-09	-2%
酒店			酒店		
美国酒店行业	2022Q2		精选国际	2020-11-16	19%
欧美中档酒店龙头	2021Q3		洲际	2021-02-05	-13%
欧美高端酒店龙头	2022Q3		温德姆	2021-02-19	17%
新加坡酒店	2022Q2		万豪	2021-02-24	9%
			希尔顿	2021-03-31	7%
			雅高	暂未	-40%
免税			免税		
欧洲免税	LTR2022Q3, Dufry尚未		Dufry	注：内部股权 暂未	-60%
韩国免税	暂未		拉加代尔	博弈, LVMH摩 2020-09-25 门人介入	1%

资料来源：公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理（Airbnb 为较上市日涨跌幅）

聚焦国内，我们总结在“动态清零”背景下，国内出行板块过往恢复特点如下：1) 短半径出游恢复快于长半径；2) 低线城市恢复快于高线城市；3) 线上的业务恢复预计快于线下。因此未来在全面复苏假设下，我们预计中长途游、高线城市和线下业务的边际改善弹性相对也更大。

展望后续，伴随二十条的出台、11月30日孙春兰副总理在国家卫生健康委召开座谈会的表态以及近期国内各省市疫情防控措施的逐步优化，国内未来出行将更加便利。预计出行产业链总体复苏趋势明确，但综合各方面的考虑，消费场景复苏过程不排除有波折，因此行情演绎上也将波动向上。

展望 2023：复苏明确，聚焦成长，三条主线

市场总在不确定中寻找相对确定性，同时也在持续博弈预期差。从布局 2023 年的角度，我们主要综合板块复苏节奏及估值预期差等，建议围绕以下：1) 政策演进带来基本面边际改善；2) 业绩的相对确定性；3) 中长线“顺应消费变迁+格局&模式优良”三条主线选股。

图 86：2023 年社服板块投资策略

投资主线	投资逻辑	推荐板块	重点标的
政策演进带来基本面边际改善	关注未来疫情防控政策&促消费政策	出行板块相关	整体板块受益
	出境游放开下国人离境市内免税政策预期	免税板块	重点关注王府井、中国中免等
	关注海南自贸港政策机遇	免税产业链	重点关注海南机场等
	关注民办高教营利性选择的落地	高教板块	重点关注中教控股、新高教集团、中国科培等
寻找业绩的相对确定性	推进复工复产下业绩	人服、职教板块	重点推荐北京城乡 (FESCO)、科锐国际、BOSS直聘、同道猎聘、外服控股
	经营与疫情关联度较低	高教板块	重点推荐中教控股、新高教集团、希望教育、中国科培、中国东方教育、新东方在线
	出行各子板块复苏递次演进	本地及周边>中长途>出境	港股餐饮 (呷哺呷哺、九毛九、海伦司、奈雪的茶、海底捞等)；A股同庆楼、天目湖、君亭酒店等
寻找中长线“顺应消费变迁+格局&模式优良”的核心龙头	顺应消费变迁方向 细分赛道格局优化 经营效率持续提升	出行板块龙头	重点关注中国中免、锦江酒店、华住集团-s、九毛九、携程集团-S、海伦司、君亭酒店等

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

一、政策演进带来基本面边际改善

1、关注后续防控政策持续放开及未来促消费政策机遇：一是关注后续出行逐步放开，二是出行逐步放开后，若为了进一步促进复苏，不排除中央或地方阶段出台鼓励消费政策，从而可能带来板块阶段贝塔机会，建议结合估值预期及复苏进程适时配置相应复苏品种。

2、关注未来出境游放开下，国人离境市内免税政策潜在机遇：重点建议关注免税板块如王府井、中国中免等。

3、未来若海南自贸港政策持续推进，可关注海南机场等标的投资机会。

3、高教政策：民办高教板块当下市场关注营利性选择的落地，据我们跟踪黑龙

江、江西省份推进节奏较快，建议重点关注中教控股、新高教集团、中国科培等。

二、寻找业绩的相对确定性，兼顾复苏节奏递进演绎

1、**复工复产推动下，关注人服、职教板块。**考虑制造业、消费恢复节奏差异，预计产业复工复产确定性相对更高，建议重点关注**企业用工相关人服、职教板块**，伴随国内复工复产企业用工端预计会率先复苏。纵使疫情阶段反复、行业轮动之下人力资源板块经营业绩也会相对有支撑，**重点推荐北京城乡（FESCO）、科锐国际、BOSS直聘、同道猎聘、外服控股等。**

2、**高教板块**由于学历教育的特殊属性加持，经营与疫情关联度较低，故业绩的确定性也较高，**重点推荐中教控股、新高教集团、希望教育、中国科培、新东方在线、中国东方教育等。**

3、**出行各子板块复苏递次演进：**1)本地及周边休闲消费恢复相对更快，如餐饮、周边游等，复苏初期业绩确定性相对更高，如港股餐饮（**呷哺呷哺、九毛九、海伦司、奈雪的茶、海底捞等**）以及**A股同庆楼、天目湖及君亭酒店等**；2)国内跨省出行复苏下，**免税**（海南客流复苏+新项目支持），**酒店**（行业出清+商旅等刚需支撑+规模扩张），**OTA**（国内复苏+下沉扩张+线上渗透提升）、**景区**等恢复仍可期，如**宋城演艺、中青旅及部分自然景区等**；4)伴随出境游放开预期强化，建议可关注**携程集团-S**，此外A股还包括众信旅游、st凯撒等涉及相关业务。**全面复苏进程中，因不同板块估值预期差异及复苏不同阶段验证差异，上述子板块各阶段表现可能轮动。**

三、寻找中长线“顺应消费变迁+格局&模式优良”的核心龙头

中长线，疫情影响终将淡化，但未来出行板块演绎预计并非简单重回。综合来看，我们一是建议优选沿袭后疫情时代消费变迁，顺应时代方向积极产品优化升级的龙头公司；二是赛道近三年演进下龙头格局进一步优化的细分赛道龙头（如酒店等行业出清龙头加速集中）；三是布局近三年通过主观积极进取，经营能力逆境中优化的龙头公司（经营效率提升或供应链渠道能力强化）。鉴于此，我们中长线重点推荐中国中免、锦江酒店、华住集团-S、九毛九、携程集团-S、海伦司、君亭酒店等。

综合来看，立足3-6个月，兼顾复苏次序、业绩确定性、估值水平和主题偏好，优选中国中免、呷哺呷哺、中教控股、北京城乡、科锐国际、同庆楼、九毛九、海伦司、携程集团-S、同程旅行、传智教育、王府井、华住集团-S、锦江酒店、君亭酒店、首旅酒店、天目湖、中青旅、奈雪的茶等。立足未来1-3年维度，聚焦景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、九毛九、海伦司、呷哺呷哺、君亭酒店、同庆楼、华住集团-S、宋城演艺、中教控股、携程集团-S、同程旅行、科锐国际、BOSS直聘、海南机场、广州酒家、百胜中国、海底捞、奈雪的茶、首旅酒店等。

风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；

国内外疫情反复，出行管控趋严，出行复苏节奏可能低于预期；

国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；

收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 22-12-06	EPS				PE				PB 2021
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
601888.SH	中国中免	买入	210.00	4.94	3.39	6.3	8.31	42.51	61.95	33.33	25.27	6.40
600754.SH	锦江酒店	买入	55.50	0.09	0.03	1.51	2.13	-	1850.00	36.75	26.06	5.58
600258.SH	首旅酒店	买入	23.93	0.05	-0.34	0.73	1.09	478.60	-70.38	32.78	21.95	4.56
2150.HK	奈雪的茶	增持	7.55	-3.28	-0.11	0.04	0.13	-	-	188.75	58.08	3.05
9869.HK	海伦司	买入	15.24	-0.21	0.12	0.42	0.61	-	127.00	36.29	24.98	13.53
1179.HK	华住集团-S	增持	33.75	-0.15	-0.41	0.58	0.9	-	-	58.19	37.50	6.34
6862.HK	海底捞	增持	21.75	-0.78	0.09	0.4	0.57	-	241.67	54.38	38.16	2.09
9987.HK	百胜中国	增持	439.20	2.28	10.94	15.47	17.97	192.63	40.15	28.39	24.44	2.14
0520.HK	呷哺呷哺	增持	7.58	-0.27	-0.1	0.3	0.61	-	-	25.27	12.43	0.83
600859.SH	王府井	增持	27.31	1.18	0.71	0.98	1.24	23.14	38.46	27.87	22.02	3.19
605108.SH	同庆楼	增持	32.93	0.55	0.54	0.96	1.27	59.87	60.98	34.30	25.93	2.98
9922.HK	九毛九	买入	20.60	0.23	0.35	0.59	0.78	89.57	58.86	34.92	26.41	4.38
300144.SZ	宋城演艺	买入	14.69	0.12	0.05	0.38	0.56	-	293.80	38.66	26.23	28.81
300662.SZ	科锐国际	增持	47.57	1.28	1.41	1.82	2.32	37.16	33.74	26.14	20.50	1.92
603043.SH	广州酒家	买入	24.57	0.99	1.12	1.41	1.63	24.82	21.94	17.43	15.07	3.64
603136.SH	天目湖	买入	29.48	0.28	0.06	0.7	0.92	105.29	491.33	42.11	32.04	7.01
600138.SH	中青旅	买入	14.12	0.03	-0.22	0.46	0.75	-	-	30.70	18.83	0.86
301073.SZ	君亭酒店	增持	71.50	0.46	0.33	1.10	1.55	155.43	216.67	65.00	46.13	9.22
600515.SH	海南机场	增持	4.74	0.04	0.15	0.09	0.14	118.50	31.60	52.67	33.86	8.20
9961.HK	携程集团-S	增持	261.40	-43.21	1.26	2.85	7.16	-	207.46	91.72	36.51	4.99
000888.SZ	峨眉山 A	增持	8.88	0.03	0.02	0.33	0.44	296.00	444.00	26.91	20.18	5.67
600054.SH	黄山旅游	增持	12.57	0.06	-0.16	0.27	0.43	209.50	-78.56	46.56	29.23	7.46
002707.SZ	众信旅游	增持	9.07	-0.51	-0.19	0.02	0.13	-	-	453.50	69.77	7.39
000978.SZ	桂林旅游	增持	8.37	-0.59	-0.2	0.04	0.1	-	-	209.25	83.70	6.93
002033.SZ	丽江股份	增持	11.43	-0.07	0.15	0.35	0.42	-	76.20	32.66	27.21	7.63
0780.HK	同程旅行	增持	16.82	0.32	0.21	0.51	0.69	52.56	80.10	32.98	24.38	3.55
0839.HK	中教控股	买入	8.77	0.62	0.89	1.01	1.14	14.15	9.85	8.68	7.69	6.56
003032.SZ	传智教育	增持	17.12	0.19	0.48	0.59	0.71	90.11	35.67	29.02	24.11	12.27
600861.SH	北京城乡	增持	22.04	-0.20	1.27	1.56	1.86	-	17.35	14.13	11.85	10.06
BZ.0	BOSS 直聘	买入	19.54	-2.33	0.61	1.82	3.07	-	32.03	10.74	6.36	23.72

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

注：中教控股 EPS/PE 对应日期分别为 FY2022/FY2023 E/FY2024 E/FY2025 E

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032