

强于大市

社会服务行业 2023 年度策略

政策东风已至，行业生机渐起

自年初以来，疫情多次波动，国内总体消费疲软。当前随着疫情防控政策逐步科学精准化，居民生产生活有望有序恢复，消费信心和意愿有望逐步提升，预计社会服务板块将在疫后迅速改善。维持行业*强于大市*评级。

支撑评级的要点

- **总述：板块业绩已触底，管控政策逐步精准，消费生机渐起。**疫情冲击居民消费欲望及意愿，板块业绩基本触底。供给侧，疫情倒逼企业创新改革，应对市场新机遇；需求侧，居民的休闲消费需求仍存，并展现出个性化、安全化等特征，在宏观环境优化后有较大恢复空间。当前疫情防控趋于精准化，有望推动居民消费信心的改善，促进行业迅速恢复。
- **免税&零售：市场扩容再注活力，中免龙头地位稳固。**Q3 海南再遭疫情冲击，离岛免税经营承压。新海港免税城开业叠加双十一活动季，整体销售大幅升温。当前高端消费延续回流趋势，离岛、机场等渠道有望在疫后迎来集中恢复，卡位优势及议价能力仍是竞争重点，龙头企业地位稳固，一超多强局面有望维持。**推荐坐享规模、渠道、区位等多重利好的龙头中国中免，建议关注新项目即将落地的王府井。**商品零售有望在消费意愿提升后获得机遇，**推荐具有生活及高频消费属性的豫园股份。**
- **酒店：行业加速出清，供给格局改善。**疫情加速行业出清，供需格局不断改善，中高端品牌优势显现。随着疫情缓和，2023 年可能进入拓店及业绩恢复高增速阶段。在连锁化、高端化、目的地化的趋势下，龙头酒店疫后有望享受市场红利，RevPAR 恢复是后续关注重点。推荐行业龙头锦江酒店、首旅酒店；深耕中高端领域规模拓展空间较大的君亭酒店。
- **餐饮：本地消费需求稳定，行业修复已入进行时。**餐饮行业消费半径较小，本地化属性使得其恢复进程较为领先。宴会集会等需求刚性，疫后有望集中释放。长期来看，连锁化仍为行业发展重要推力，餐企加速冲刺上市有望丰富市场。推荐传统与创新业务均衡发展的同庆楼。
- **旅游&景区：政策放宽行业迎利好，产能扩张贡献新增量。**（1）景区演艺层面，伴随着出行政策边际放宽，各公司业绩有望逐步修复。部分景区逆势扩张增加产能供给，修炼内功降本增效，疫后兼具修复高弹性和成长潜力。**推荐专注于一站式服务的天目湖，迎合沉浸式旅游需求的宋城演艺，新项目即将落地的中青旅，IP 加持主题乐园的海昌海洋公园，具有自然资源属性的丽江股份，兼具冰雪旅游政策利好与优质资源的长白山。**（2）出境游层面，旅游综合服务商业绩受损严重，恢复空间较大。随着出境政策的放宽，出境需求有望从外交、商旅、留学等刚性需求开启，并逐步过渡至旅游需求。**推荐有望获得国门开启带来业务恢复的众信旅游、地处粤港澳大湾区且具有资源优势的岭南控股。**
- **人服：就业市场压力仍存， 行业发展空间较大。**Q3 国内青年失业率有所好转，经济疲弱下整体就业压力仍较大。新型就业形态下市场供需匹配度有待提高，人服行业仍有较大发展潜力。**推荐疫情下彰显业绩韧性并大力发展灵活用工业务的行业龙头科锐国际。**

评级面临的主要风险

- 消费意愿恢复不及预期、行业复苏不及预期、政策落地及执行不及预期。

相关研究报告

《社会服务行业周报：烟火气回归进行时，长期恢复乐观向好》20221204

《社会服务行业周报：世界杯带动相关消费，部分地区防疫管理趋严》20221128

《文化和旅游部发布公共图书馆文化馆、旅游景区、旅行社等新版疫情防控指南点评：文旅活动逐步开放，行业复苏信心增强》20221120

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务

证券分析师：李小民
(8621)20328901
xiaomin.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：宋环翔
huanxiang.song@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300122070014

目录

1 板块复盘：板块业绩触底反弹，预期驱动股价修复.....6

2 消费环境变化：疫情防控逐步精准化，消费信心缓慢恢复.....9

3 免税：市场扩容再注活力，中免龙头地位稳固.....14

4 酒店：行业加速出清，供给格局改善.....17

5 餐饮：本地消费需求稳定，行业修复已入进行时.....23

6 旅游&景区：政策放宽行业迎利好，产能扩张贡献新增量.....27

7 人服：就业市场压力仍存，行业发展空间较大.....35

8 2023 年度投资策略.....37

风险提示.....38

图表目录

图表 1.申万一级行业累计涨跌幅（2022.1.1-2022.12.05）.....6
图表 2.申万一级行业累计涨跌幅（2022.7.1-2022.12.05）.....6
图表 3.社服子板块累计涨跌幅（2022.1.1-2022.12.05）.....6
图表 4.社服子板块累计涨跌幅（2022.7.1-2022.12.05）.....6
图表 5.Q1-3 申万社会服务板块营收及增长.....7
图表 6.Q1-3 申万社会服务板块归母净利及增长.....7
图表 7.Q1-3 社服子板块及旅游零售营收同比增速.....7
图表 8. Q1-3 社服子板块及旅游零售归母净利同比增速.....7
图表 9.Q3 申万社会服务板块营收及增长.....8
图表 10. Q3 申万社会服务板块归母净利及增长.....8
图表 11. Q3 社服子板块及旅游零售营收同比增速.....8
图表 12. Q3 社服子板块及旅游零售归母净利同比增速.....8
图表 13.疫情防控政策及文旅行业相关防控措施调整.....9
图表 14.全球国际游客数量逐步恢复.....10
图表 15.全球国际游客数量同比 2019 年水平.....10
图表 16.各区域国际旅客同比 2019 年水平.....10
图表 17.各区域国际旅客恢复至 2019 年水平.....10
图表 18.民航客运量变动情况.....11
图表 19. 航客运国内/国际航线游客运输量变动情况.....11
图表 20.铁路客运量恢复情况.....11
图表 21.我国国内航班计划及执飞架次（日）.....12
图表 22.我国国际航班计划及执飞架次（日）.....12
图表 23.消费者信心波动恢复.....12
图表 24.我国居民消费意愿持续下降，投资意愿小幅回升.....12
图表 25.6 月起社零增速回正.....13
图表 26.餐饮收入波动较大.....13
图表 27.必选消费品社零恢复优于可选消费品.....13
图表 28.海南省接待游客人次及过夜游客人次.....14
图表 29.美兰机场和凤凰机场旅客吞吐量.....14
图表 30.海南离岛免税销售额.....14
图表 31.海南离岛免税购物人次.....14
图表 32.我国消费者为奢侈品消费主力.....15
图表 33.海外奢侈品消费逐渐回流.....15

图表 34.海南离岛免税主体运营状况 15
图表 35.中国中免营收、归母净利润变化 16
图表 36.中国中免毛利率、净利率变化 16
图表 37.我国酒店数量持续下滑 17
图表 38.我国客房数量持续下滑 17
图表 39.我国连锁酒店及客房数持续上升 17
图表 40.我国各类酒店连锁化规模同比变化率 17
图表 41.我国酒店市场集中度逐步提升(%) 18
图表 42.高端、中端、经济型酒店品牌集中度 CR3 18
图表 43.高端、中端、经济型酒店品牌集中度 CR10 18
图表 44.三大酒店集团疫情以来公司策略及股价表现复盘 19
图表 45.全国星级酒店 RevPAR 变动 19
图表 46.全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动 19
图表 47.三大酒店集团同店 RevPAR 同比变动 20
图表 48.三大酒店集团混合店 RevPAR 同比变动 20
图表 49.各公司营收及归母净利润 20
图表 50.锦江酒店境内经营数据同比变动 21
图表 51.锦江酒店境外经营数据同比变动 21
图表 52.22Q3 锦江酒店开业状况 21
图表 53.君亭酒店营收及归母净利润变化 22
图表 54.君亭酒店 RevPAR 和 ADR 22
图表 55.22Q3 首旅酒店开业状况 22
图表 56.长期：21 年疫情趋稳后餐饮市场快速修复 23
图表 57. 短期：疫情消极影响消退后短期存在修复 23
图表 58.婚庆市场规模疫后有望持续增长 24
图表 59.香港婚宴开支在疫情管控边际放宽后快速增长 24
图表 60.我国餐饮连锁化率稳步提升 24
图表 61.连锁餐企数量与营收长期为增长态势 24
图表 62.餐饮行业在资本市场表现较活跃 25
图表 63.部分拟上市餐企进度梳理 25
图表 64.同庆楼经营稳定具备韧性且长期盈利 25
图表 65.同庆楼净利润率稳定 25
图表 66.同庆楼历年门店数量 26
图表 67.21-22 年我国节假日旅游人次 27
图表 68.21-22 年我国节假日旅游收入 27

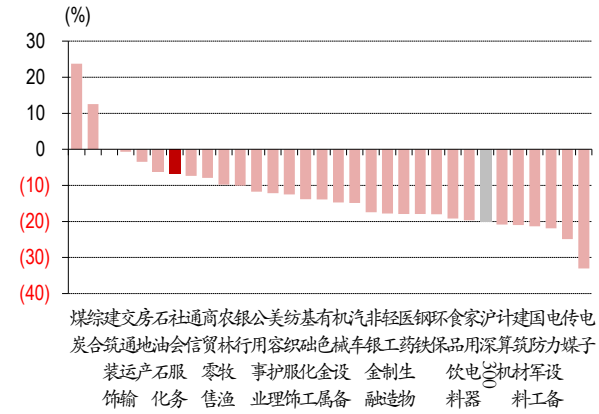
图表 69.重点景区游客接待量.....27
图表 70.各公司营收及归母净利润.....28
图表 71.各公司新项目概况.....28
图表 72.宋城演艺营收、归母净利润变化.....29
图表 73.天目湖营收、归母净利润变化.....30
图表 74.中青旅营收、归母净利润变化.....30
图表 75.海昌海洋公园营收、归母净利润变化.....31
图表 76.长白山营收、归母净利润变化.....32
图表 77.丽江股份营收、归母净利润变化.....32
图表 78.各公司营收及归母净利润.....33
图表 79.众信旅游营收、归母净利润变化.....33
图表 80.岭南控股营收、归母净利润变化.....34
图表 81.Q3 青年就业情况略有好转.....35
图表 82.高校毕业生 CIER 指数仍处低位.....35
图表 83.科锐国际营收、归母净利润变化.....36
图表 84.科锐国际海外业务营收、毛利润及毛利率.....36
附录图表 85.报告中提及上市公司估值表.....38

1 板块复盘：板块业绩触底反弹，预期驱动股价修复

1.1 股价表现：行业跌幅显著，整体跑赢大盘

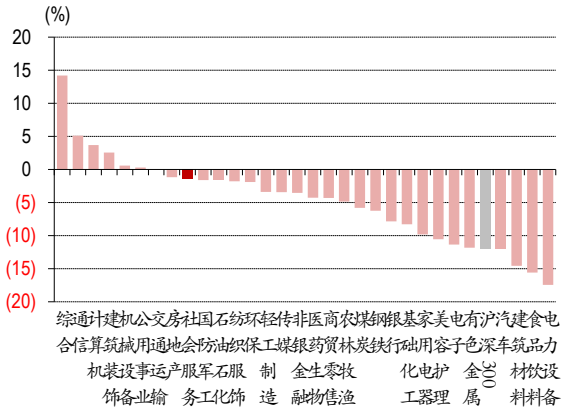
社会服务行业跌幅显著，整体跑赢大盘。从年初至 12 月 5 日，申万一级行业的涨跌幅中除煤炭、综合、建筑装饰以外均呈负增长态势。宏观经济整体略显疲态，叠加疫情频发，社会服务行业受到较大影响，众多公司业绩恢复不及预期，申万社服指数累计跌 6.76%，在申万 31 个一级行业中排名第 7，总体跑赢沪深 300 指数（累计跌 20.11%）。下半年由于近期防控精准化出现较大利好，板块跌幅缩小，自 7 月 1 日至 12 月 5 日，申万社服指数累计跌 1.39%，在申万 31 个一级行业中排名第 9。

图表 1.申万一级行业累计涨跌幅（2022.1.1-2022.12.05）



资料来源：万得，中银证券

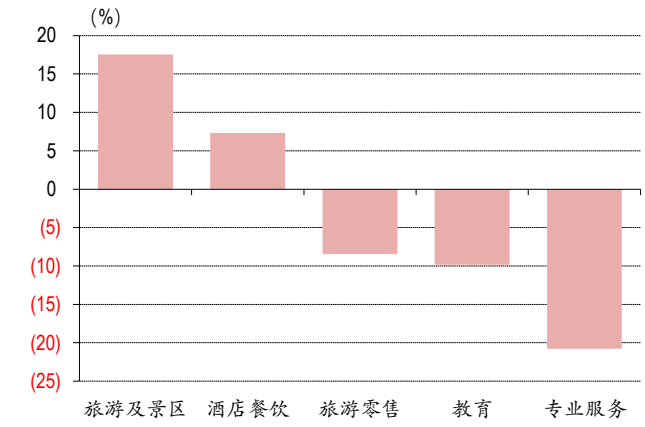
图表 2.申万一级行业累计涨跌幅（2022.7.1-2022.12.05）



资料来源：万得，中银证券

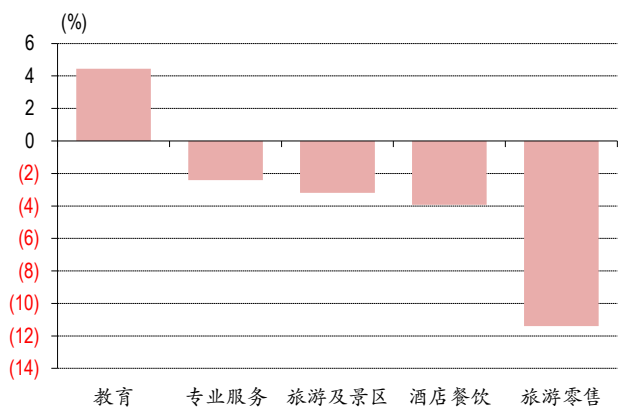
全年出行链板块实现正增长，下旬教育板块表现较佳。从年初至 12 月 5 日，受疫情管控精准化预期影响，社服各子板块中旅游景区和酒店餐饮实现正向增长，依次涨跌幅为旅游景区（+17.54%）、酒店餐饮（+7.31%）、教育（-9.85%）、专业服务（-20.75%）；此外，旅游零售板块累计跌 8.46%。下旬教育板块受政策利好影响有所回暖，自 7 月 1 日至 12 月 5 日，子板块涨跌幅依次为教育（+4.44%）、专业服务（-2.40%）、旅游及景区（-3.19%）、酒店餐饮（-3.92%）、旅游零售（-11.39%）。

图表 3.社服子板块累计涨跌幅（2022.1.1-2022.12.05）



资料来源：万得，中银证券

图表 4.社服子板块累计涨跌幅（2022.7.1-2022.12.05）



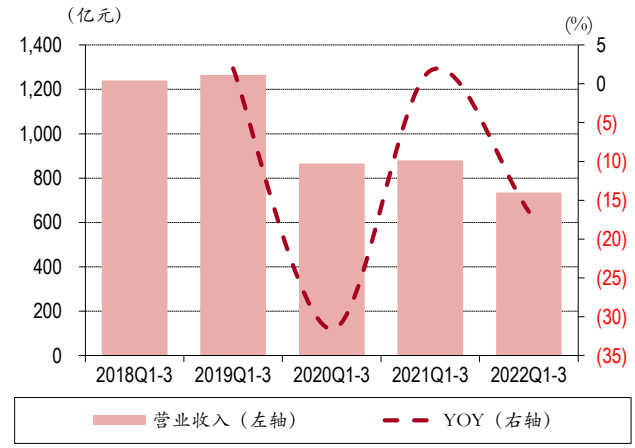
资料来源：万得，中银证券

1.2 板块业绩：Q3 出行链环比好转，人服表现稳定

22Q1-3 总结：疫情承压业绩整体下滑，细分板块分化显著

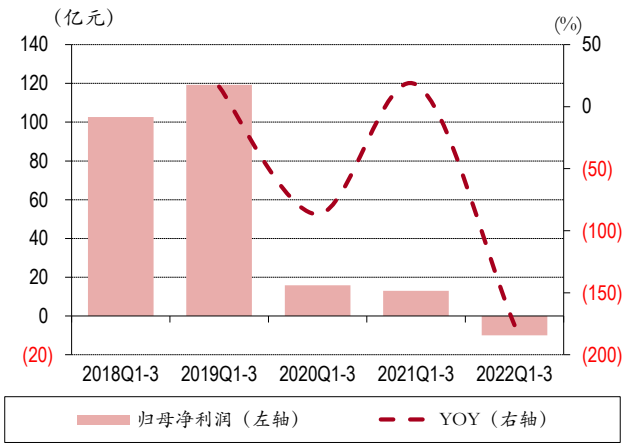
疫情承压业绩同比下滑，表现不及 20 年同期。申万社会服务板块 22Q1-3 共实现营收 734.71 亿元，同比降 16.49%，恢复至 19 年同期的 58.08%；受疫情扰动影响，实现归母净亏损 9.91 亿元，同比降 176.05%，恢复情况不及 20 年同期（20Q1-3 板块实现营收 865.07 亿元，归母净利润 15.85 亿元）。

图表 5.Q1-3 申万社会服务板块营收及增长



资料来源：万得，中银证券

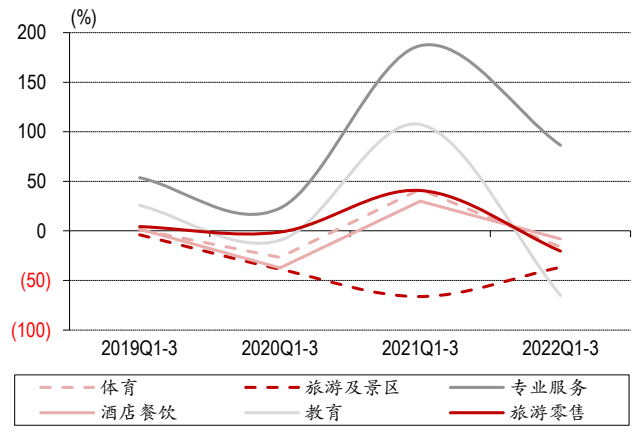
图表 6.Q1-3 申万社会服务板块归母净利及增长



资料来源：万得，中银证券

细分板块分化显著，酒店餐饮业绩跌幅居前。（1）营收同比增速方面，22Q1-3 专业服务板块增速放缓，其他板块均同比下跌：专业服务（+86.53%）>酒店餐饮（-8.2%）>体育（-16.32%）>旅游零售（-20.74%）>旅游景区（-36.71%）>教育（-65.00%）。（2）归母净利同比增速方面，22Q1-3 酒店餐饮业绩下跌最为显著：专业服务（+31.86%）>旅游零售（-45.49%）>旅游景区（-165.17%）>教育（-283.05%）>体育（-423.74%）>酒店餐饮（-733.21%）。

图表 7.Q1-3 社服子板块及旅游零售营收同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. Q1-3 社服子板块及旅游零售归母净利同比增速

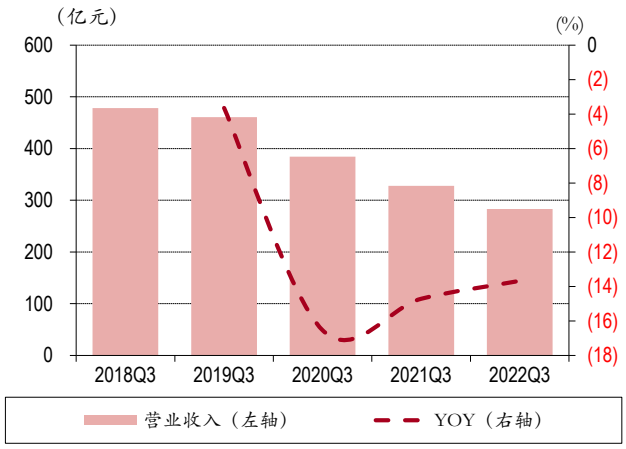
归母净利润同比增速(%)	2020Q1-3	2021Q1-3	2022Q1-3
体育	(□3.71)	90.53	(423.74)
旅游及景区	(77.92)	(128.13)	(165.17)
专业服务	39.29	243.91	31.86
酒店餐饮	(150.23)	88.35	(733.21)
教育	(12.84)	(77.30)	(283.05)
旅游零售	(24.58)	168.35	(45.49)

资料来源：万得，中银证券

22Q3 总结：板块业绩同比好转，环比 Q2 明显改善

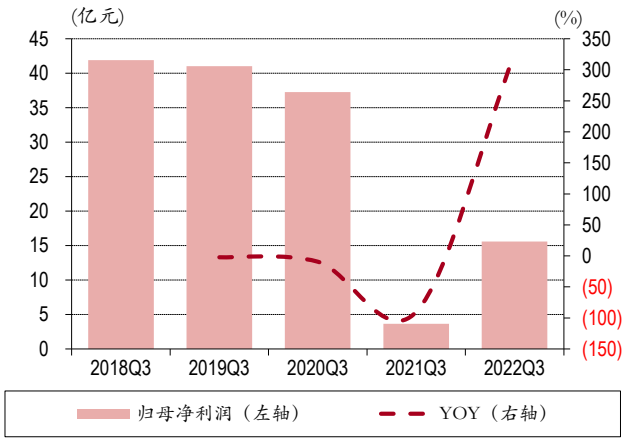
板块业绩同比好转，环比 Q2 改善明显。申万社会服务板块 22Q3 共实现营收 283.07 亿元，同比降 13.67%，环比 22Q2 实现小幅增长 14.32%，恢复至 19 年同期水平的 61.45%；实现归母净利润 15.58 亿元，同比增长 325.52%，环比 22Q2 增长 326.80%，同比增幅大主要系 21Q3 疫情影响严重叠加“双减”政策颁布实施，出行及教育行业发展受挫导致基数较低。

图表 9.Q3 申万社会服务板块营收及增长



资料来源：万得，中银证券

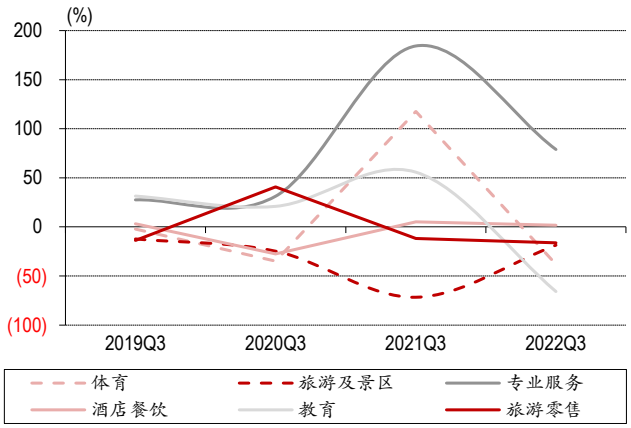
图表 10. Q3 申万社会服务板块归母净利及增长



资料来源：万得，中银证券

出行板块利润大幅回升，专业服务板块平稳增长。（1）营收同比增速方面，22Q3 专业服务板块保持稳定增长：专业服务（+79.03%）>酒店餐饮（+1.78%）>旅游零售（-16.17%）>旅游景区（-18.54%）>体育（-38.09%）>教育（-65.80%）。（2）归母净利同比增速方面，22Q3 本地消费领先恢复，酒店餐饮出现较大幅度提升，酒店餐饮（+3949.00%）>教育（+263.08%）>旅游景区（+207.83%）>专业服务（+35.07%）>旅游零售（-77.96%）>体育(-295.90%）。

图表 11. Q3 社服子板块及旅游零售营收同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 12. Q3 社服子板块及旅游零售归母净利同比增速

归母净利润同比增速(%)	2020Q3	2021Q3	2022Q3
体育	(1,370.52)	112.07	(295.90)
旅游及景区	(5.95)	(111.09)	207.83
专业服务	88.51	186.44	35.07
酒店餐饮	(90.02)	(93.72)	3,949.00
教育	133.02	(110.60)	263.08
旅游零售	143.75	40.22	(77.96)

资料来源：万得，中银证券

2 消费环境变化：疫情防控逐步精准化，消费信心缓慢恢复

2.1 疫情防控边际放松，出行板块迎来利好

防控措施不断优化调整，文旅行业有望加快恢复步伐。6 月后国内疫情整体趋于稳定，为适应新病株传播特点，并最大限度统筹疫情防控和经济社会发展，我国疫情防控措施不断调整，6 月 28 日，我国发布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，将风险人员的隔离管控时间缩短，并调整风险区划定范围；11 月 11 日，国家卫健委再次出台文件优化防控措施，对密切接触者、入境人员的管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”，不再判定密接的密接，将风险区调整为“高、低”两类，并取消入境航班熔断。11 月 17 日，文旅部发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好文化和旅游行业防控工作的通知》，表明跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理，利好旅行社组织跨省跟团游业务，12 月 7 日，国家卫健委再次出台优化措施，取消查验跨地区流动人员的核酸阴性证明和健康码，不再开展落地检。防控措施持续优化，跨地区出游阻碍进一步减小。

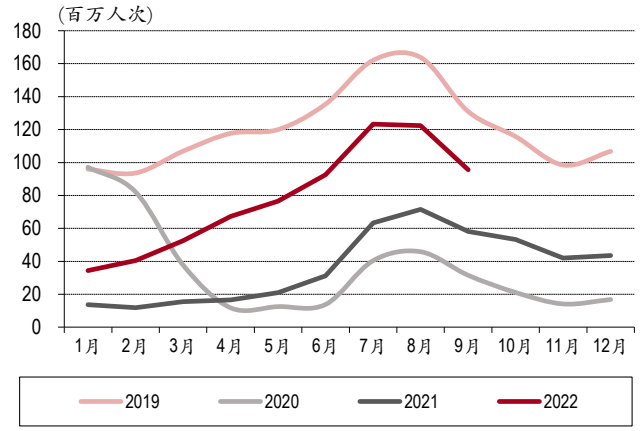
图表 13.疫情防控政策及文旅行业相关防控措施调整

时间	文件/会议	相关要点
5 月 31 日	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	**调整熔断范围：**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。待无中高风险地区后，恢复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。
6 月 28 日	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	**调整隔离期限：**密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14 天集中隔离医学观察+7 天居家健康监测”调整为“7 天集中隔离医学观察+3 天居家健康监测”，密接的密接管控措施从“7 天集中隔离医学观察”调整为“7 天居家隔离医学观察”。 **调整风险区划分：**明确高风险区原则上以居住小区（村）为单位划定，中高风险区所在县（市、区、旗）的其他地区为低风险区。
7 月 7 日	关于将旅游专列业务纳入跨省旅游“熔断”机制统一管理的通知	**恢复旅游专列：**恢复旅行社和在线旅游企业经营旅游专列业务，将旅游专列业务纳入跨省旅游“熔断”机制统一管理。
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	**调整隔离期限：**对密切接触者管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”，不再判定密接的密接，将高风险区外溢人员管理措施调整为“7 天居家隔离”，将结束闭环作业的高风险岗位从业人员管理措施调整为“5 天居家健康监测”。 **调整风险区划分：**将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类。 取消入境航班熔断机制。
11 月 17 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	**取消跨省游熔断：**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。 **避免过度防疫：**加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。
12 月 7 日	关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知	**优化核酸检测：**除部分医疗、学校等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。重要机关、大型企业及一些特定场所可由属地自行确定防控措施。不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。 **优化隔离方式：**具备居家隔离条件的密接采取 5 天居家隔离，也可自愿选择集中隔离。

资料来源：国家卫健委，国家文旅部，中银证券

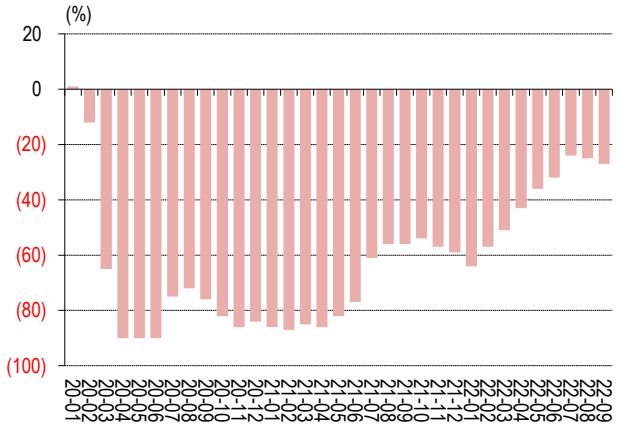
海外游客量快速反弹，看好疫后国内出游潜力。据 UNWTO 数据统计，22 年 1-9 月全球国际游客数量达 7.05 亿人次，整体呈增长趋势，同比 21 年增加 133%，恢复至 19 年同期的 63%。分区域来看，欧洲及中东地区领先恢复，22 年 1-9 月国际游客数量分别恢复至 19 年同期的 81%、77%，亚太地区整体落后，仅达到 19 年同期的 17%，但恢复情况逐渐向好。据海外经验，韩国观光公社数据显示，3 月下旬入境隔离政策放宽后，4 月出境旅游人数达 21.52 万人次，同比增长 201.9%，接待入境游客 12.79 万人次，同比增长 82.4%；WTTC 数据显示，美国自 6 月放宽入境政策以来，前往美国的机票预订量与前一年同期相比激增 93%。可以看出，政策放宽后，长期积压的出游需求将逐步释放。疫情之前，中国是全球最大的出境游市场，据文旅部数据，2019 年国内游达 60.06 亿人次，入境游达 14531 万人次，疫情防控措施优化调整利好下，我国文旅行业仍有较大恢复空间。

图表 14.全球国际游客数量逐步恢复



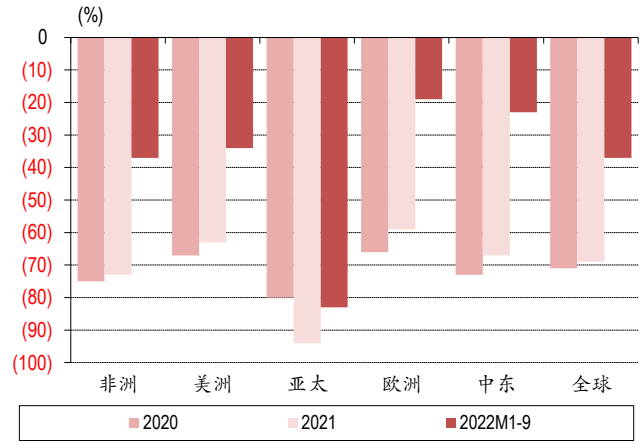
资料来源：UNWTO，中银证券

图表 15.全球国际游客数量同比 2019 年水平



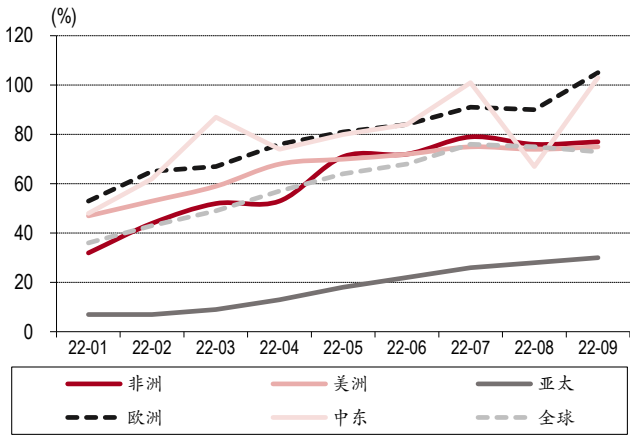
资料来源：UNWTO，中银证券

图表 16.各区域国际旅客同比 2019 年水平



资料来源：UNWTO，中银证券

图表 17.各区域国际旅客恢复至 2019 年水平

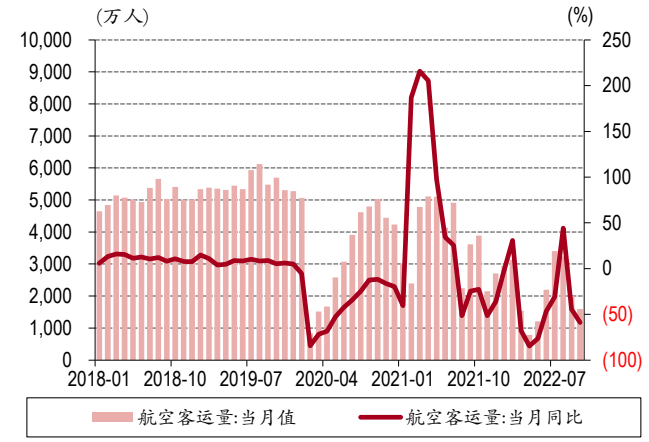


资料来源：UNWTO，中银证券

2.2 疫情散发客运受阻，中长线出游有望加速恢复

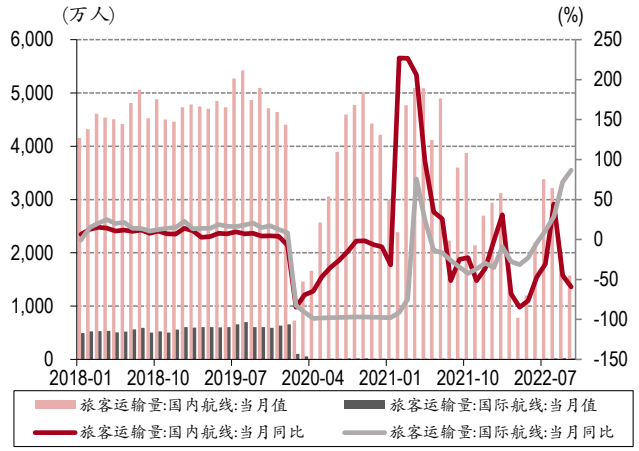
国内客运季节性回暖，防疫优化后中长线旅游复苏在望。国内民航客运方面，6 月份国内疫情相对平稳后出现回暖，叠加 7 月份暑期出游旺季，国内客运短暂回暖。根据中国民航局数据与国家统计局数据，7 月份国内民航客运和铁路客运量均已恢复至 2019 年同期的 6 成以上，8 月之后随着疫情散发再度回落，8-10 月国内民航客运量同比分别恢复至 19 年的 59.24%/40.84%/30.87%；铁路客运同比恢复至 57.37%/49.38%/37.29%。当前形势下，出游仍主要受疫情影响，随着防疫政策优化，风险人员隔离期限缩短，不再判定次密接，同时文旅部取消跨省游“熔断”机制，防控边际放宽将减少出行顾虑，释放人员流动性。携程数据显示，取消跨省游熔断机制的通知发布后，跨省游产品搜索量达到国庆假期以来的峰值，自由行产品搜索量较前一日增长超 2 倍。

图表 18.民航客运量变动情况



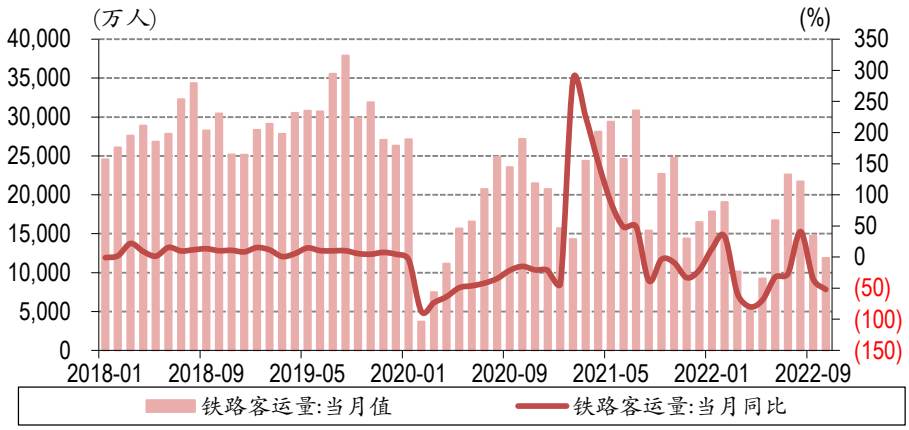
资料来源：中国民用航空局，中银证券

图表 19. 航客运国内/国际航线游客运输量变动情况



资料来源：中国民用航空局，中银证券

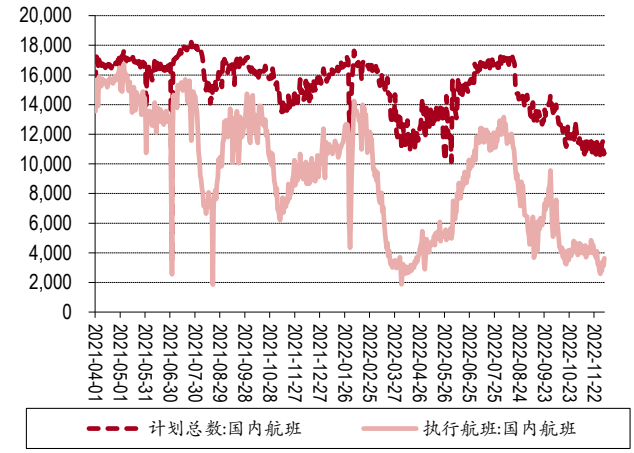
图表 20.铁路客运量恢复情况



资料来源：ifind，国家统计局，中银证券

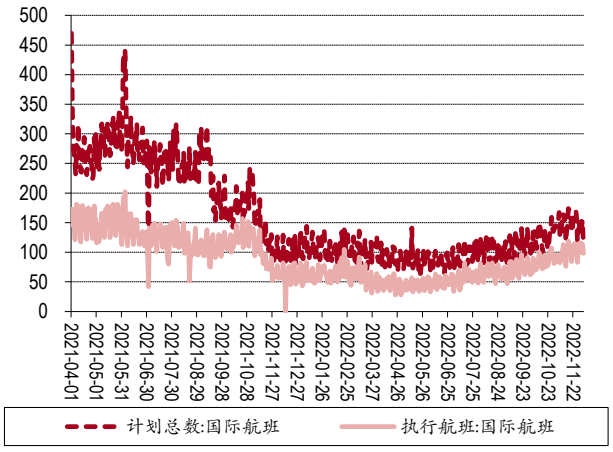
取消入境航班熔断，助推国际商旅恢复。Q3 国际民航客运进入恢复通道，Q3 较 Q2 增长 73%，7-10 月同比分别增长 11.0%/28.8%/72.0%/86.7%。据携程商旅数据，今年 1 月至 10 月，出入境商旅机票订单量同比增长 245%。根据优化调整后的疫情防控措施，我国将取消入境航班熔断机制，入境人员隔离期限缩短至“5 天集中隔离+3 天居家隔离”。携程数据显示，优化政策发布后 2 小时内，国内和国际航班搜索量均实现倍增，平台上中国入境机票订单量较前一日同时段翻倍。入境政策放宽将有利于加快国际航运修复进程，推动国际商旅恢复，出入境散客游复苏在望。

图表 21.我国国内航班计划及执飞架次（日）



资料来源：ifind，中银证券

图表 22.我国国际航班计划及执飞架次（日）

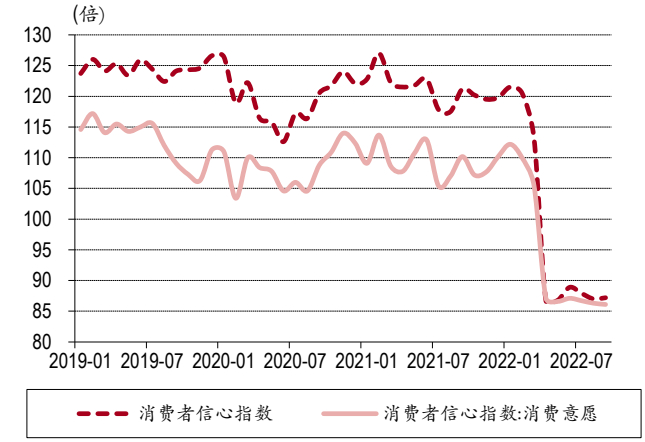


资料来源：ifind，中银证券

2.3 消费信心缓慢恢复，社零增速小幅回升

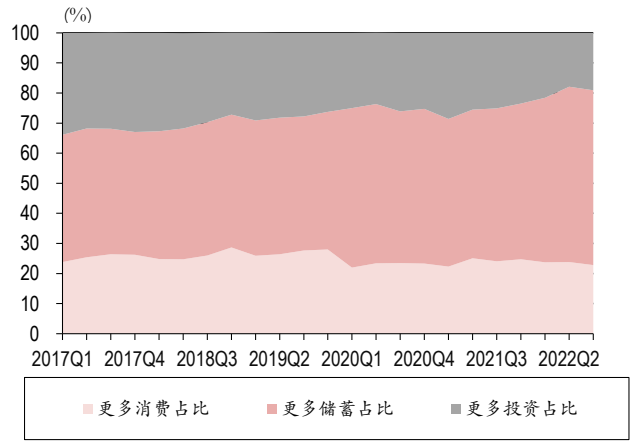
消费者信心恢复较慢，储蓄倾向仍处高位。自 3、4 月国内疫情大范围爆发以来，消费信心和消费意愿持续处于较低水平。其中 6 月份出现小幅回升，分别达到 88.9/87.1 倍，但社会整体预期偏弱，消费信心恢复较为缓慢，不及 20 年疫情平稳后的快速回升态势。Q3 环比再度回落，7-9 月消费者信息指数分别为 87.9、87.0、87.2 倍，此外，据央行的调查报告显示，22Q3 愿意进行更多消费的居民占 22.8%，同比下降 1.3pct，环比 Q2 下降 1.0pct；愿意进行更多储蓄的居民占 58.1%，同比增加 7.3pct。随着近期存款利率下调，Q3 居民储蓄倾向较 Q2 有所回落，环比-0.2pct，但仍处高位水平。

图表 23.消费者信心波动恢复



资料来源：ifind，国家统计局，中银证券

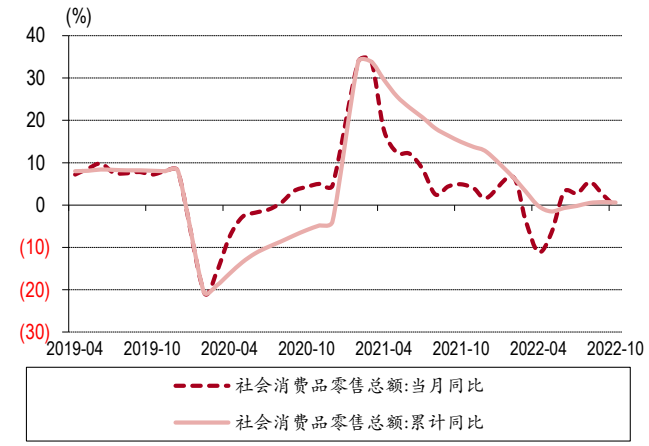
图表 24.我国居民消费意愿持续下降，投资意愿小幅回升



资料来源：ifind，中国人民银行，中银证券

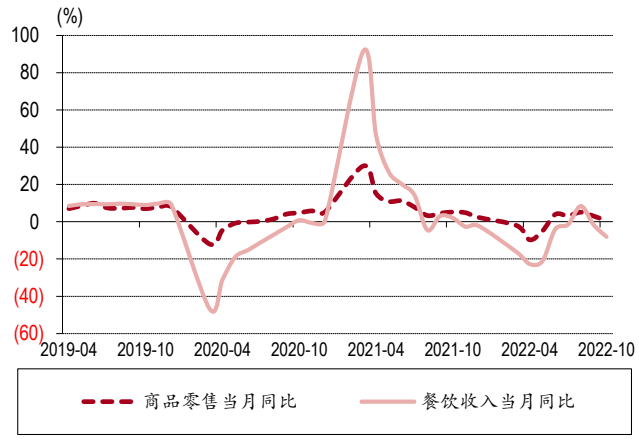
疫情平稳后社零增速回正，部分可选消费恢复较快。6 月国内疫情平稳后，社零增速回正，6-9 月社零总额同比分别+3.1%、+2.7%、+5.4%、+2.5%，10 月再度回落，同比-0.5%，1-10 月社零总额累计同比+0.6 %。商品零售总额增速在 6 月份之后转为正值，6-10 月份分别同比+3.9%、+3.2%、+5.1%、+3.0%、+0.5%，餐饮收入除 8 月份同比增加 8.4%外，其他月份均不及去年同期。从限额以上单位表现来看，可选消费品恢复程度弱于必选消费品，但体育娱乐、汽车等随政策等利好同比实现增长。22 年 1-10 月，限额以上累计零售额增速前三行业分别为石油制品、中西药品、粮油食品，同比+12.5%、9.3%、9.03%；家具、服装、金银珠宝等可选品增速较为乏力。

图表 25.6 月起社零增速回正



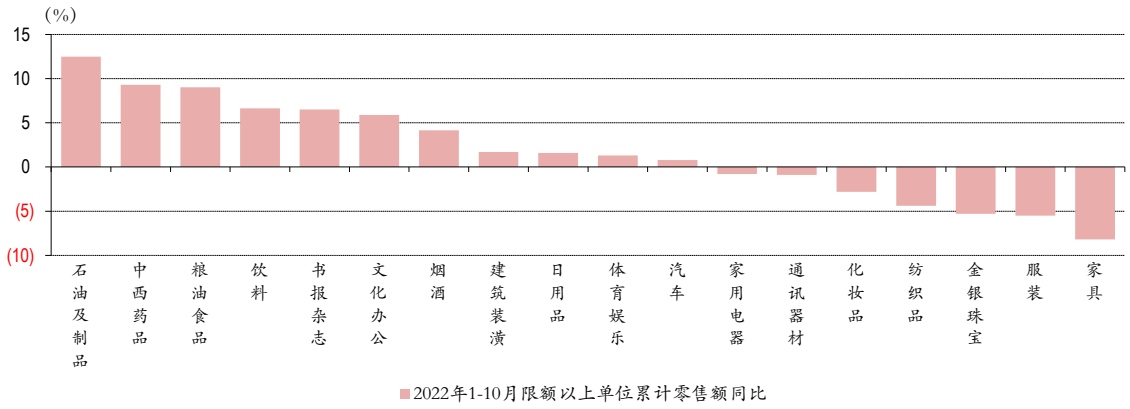
资料来源：ifind，国家统计局，中银证券

图表 26.餐饮收入波动较大



资料来源：ifind，国家统计局，中银证券

图表 27.必选消费品社零恢复优于可选消费品



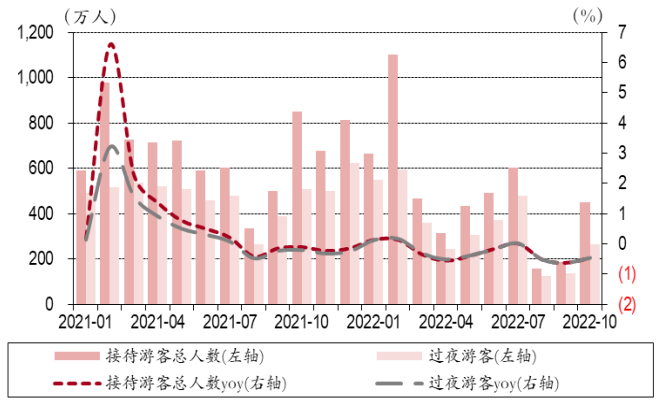
资料来源：ifind，国家统计局，中银证券

3 免税：市场扩容再注活力，中免龙头地位稳固

免税行业：长期消费回流助推需求增长，离岛免税扩容焕新活力

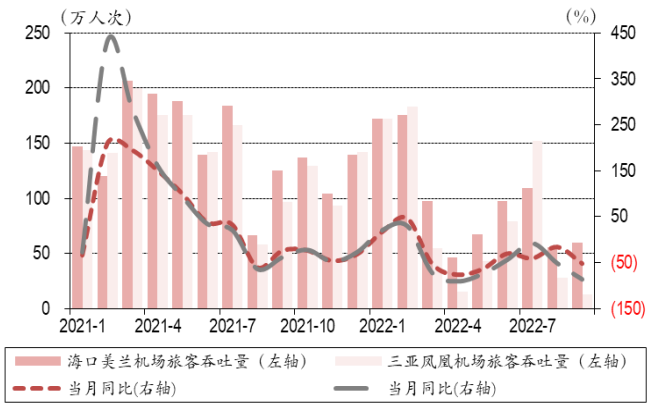
Q3 疫情反复致经营承压，新店开业推动免税市场回暖。8 月疫情反复致海南客流量延续下滑趋势，线下免税阶段性闭店，整体经营承压。7-10 月海南接待过夜游客人次同比分别+0.26%、-53.69%、-64.23%、-47.85%；根据美兰机场数据，7、8、9 月机场旅客吞吐量同比-40.64%、-15.99%、-52.15%。离岛免税购物人次同比-22.72%、-33.03%，-64.61%，销售金额同比+8.71%、-43.22%、-69.09%。10 月 28 日 cdf 海口国际免税城开业，当日海南离岛免税店总销售额超 7 亿元，创免税单日销售额历史新高，接近历史最高值的 2 倍；双十一购物节 11 月 1 日至 11 月 11 日期间，离岛免税总销售额 22.16 亿元，同比+3%，其中，11 日离岛免税总销售额 3.48 亿元。海南政府发放消费券叠加经营主体推出主题促销活动，激发离岛免税市场活力，市场整体呈现回暖态势。

图表 28.海南省接待游客人次及过夜游客人次



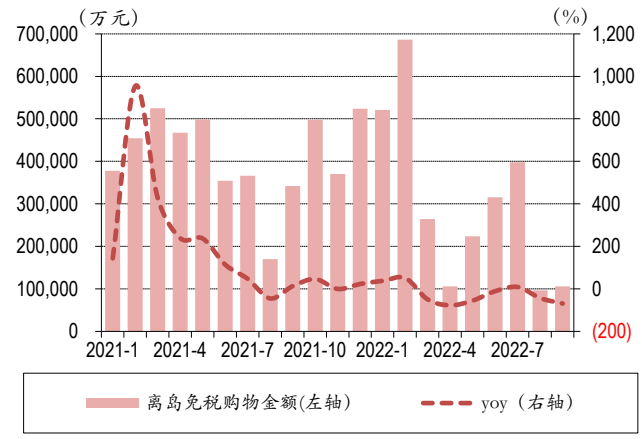
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 29.美兰机场和凤凰机场旅客吞吐量



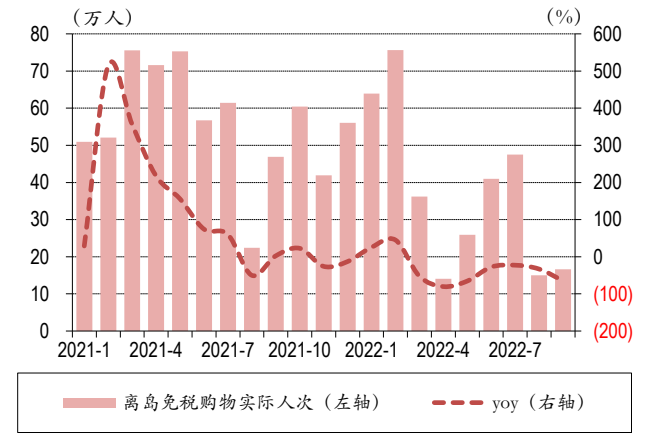
资料来源：三亚市统计局，美兰机场官网，中银证券

图表 30.海南离岛免税销售额



资料来源：海口海关，中银证券

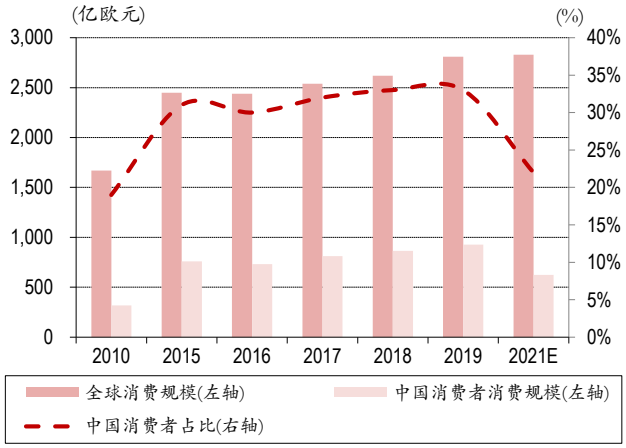
图表 31.海南离岛免税购物人次



资料来源：海口海关，中银证券

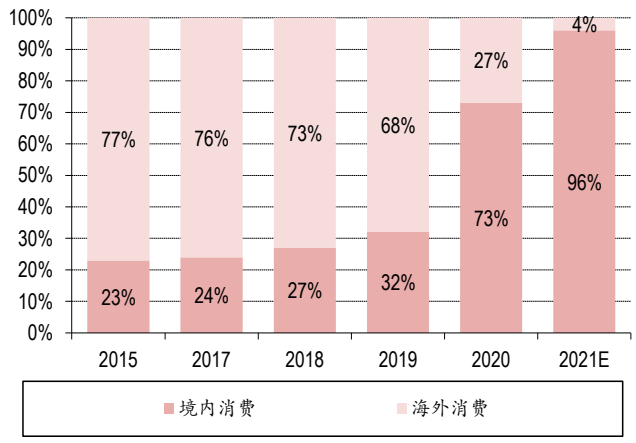
高端消费长期回流趋势不改，国内外市场规模持续增长。近年疫情致海外出游受限以及免税政策放宽，加速了海外奢侈品消费回流进程。2020 年中国消费者在境内消费比例已超 70%，境内奢侈品消费在全球市场的占比较 2019 年几乎翻番达到 20%，2021 年该比重进一步走高。受疫情影响，2022 年国内奢侈品市场表现低于 2021 年水平，但消费群体持续扩大，贝恩咨询公司与 Altagamma 基金会预计到 2030 年将扩大至 5 亿。此外，据 BCG《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告》，消费者增加在境内进行奢侈品消费的原因，34%为被动回流，38%为主动回流，28%为国内消费的主动增长。尽管疫情缓和出境游恢复会造成结构性的消费外流，但伴随政策利好的释放，奢侈品境内外价差的缩小，疫情下消费习惯的培养等，未来境内奢侈品消费市场仍有较大成长空间。据贝恩预计 2025 年中国有望成为全球最大的奢侈品消费市场。

图表 32.我国消费者为奢侈品消费主力



资料来源：贝恩咨询，中银证券

图表 33.海外奢侈品消费逐渐回流



资料来源：贝恩咨询，中银证券

免税市场持续扩容，龙头企业竞争优势显现。海南地区免税经营主体加速入局，海口免税城已于 10 月 28 日正式开业，成为世界最大单体免税店，王府井国际免税港计划于 2023 年 1 月开业，三亚国际免税城一期二号地建设工作稳步推进中。涉及市县将增为海口、三亚、琼海、万宁 4 个，离岛免税店增至 12 家，全省离岛免税店经营面积增加一倍以上，各免税门店品牌数量超 1500 个，为免税市场注入新活力。市场扩容弱化经营牌照优势，规模壁垒、地理区位、渠道及供应链、管理运营等方面竞争加剧，龙头企业行业地位稳固，后续预计将维持一超多强的竞争格局。

图表 34.海南离岛免税主体运营状况

运营主体	免税店	城市	项目期	商业面积	开业时间
中免	三亚国际免税城	三亚	一期	7.2 万㎡	2014.09.01
			二期	3.4 万㎡	2020.01.17
	三亚凤凰机场免税店	三亚		800 ㎡(计划增 5000 ㎡)	2020.12.30
	海口国际免税城	海口		19.15 万㎡	2022.10.28
海免	博鳌免税店	琼海		4200 ㎡	2019.01.19
	海口日月广场免税店	海口		2.2 万㎡	2019.01.19
	海口美兰机场免税店	海口	一期	1.4 万㎡	2011.12.21
			二期	9313 ㎡	2021.12.02
海发控	全球精品海口免税城	海口	一期	3260 ㎡	2021.01.31
			二期	27780 ㎡	2021.08.30
			三期	6000 ㎡	2021.11.30
海旅投	三亚海旅投免税城	三亚		9.5 万㎡	2020.12.20
深免	海口观澜湖免税店	海口	一期	2 万㎡ (规划共 10 万㎡)	2021.01.31
中出服	三亚国际免税购物公园	三亚	一期	1.5 万㎡	2020.12.30
			二期	2.5 万㎡	2021.10.01
王府井	王府井国际免税港	万宁		10.25 万㎡	预计 2023 年 1 月

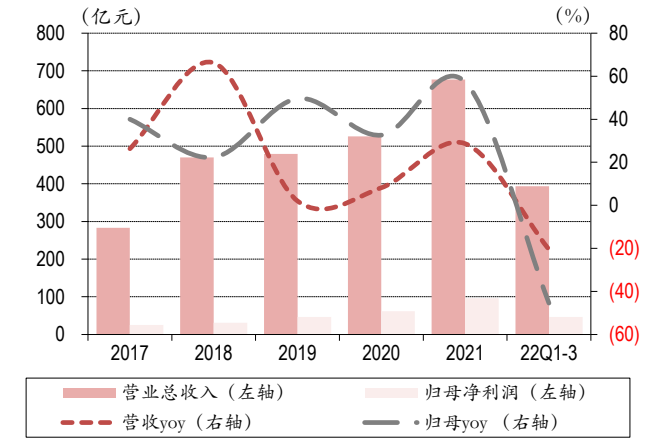
资料来源：中国中免官网，赢商网，民用航空网，新华社，海口网，中新网，魅力海南，海南人民政府，中国经济网，中银证券

中国中免

疫情冲击 Q3 业绩承压，毛利率小幅下滑。8 月海南疫情冲击下免税门店线下经营受限，22Q3 公司营收承压，同比降 16.17%；去年同期海南子公司享受税收优惠，以及机场租金减让导致基数较高，Q3 归母净利同比下滑 77.96%。Q3 毛利率 24.69%，同比-6.58pct，主要由于公司推进线上业务缓解疫情冲击，线上销售占比变大且线上毛利率低于线下。

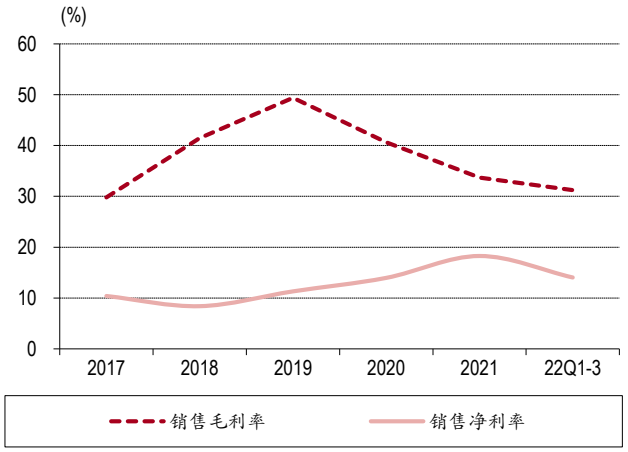
项目扩容强化规模壁垒，龙头地位持续巩固。公司与太古地产合资竞得位于海棠湾的新地块，卡位优质地理位置。两者拟强强联手推进三亚国际免税城三期项目建设，发挥太古地产在开发招商，顶奢资源等领域的优势，并与三亚国际免税城的一二期协同互动，丰富有税业态。新项目落地有望增厚公司业绩，进一步扩大市场份额。公司作为免税行业龙头，短期内受益于海南客流恢复及出入境客流复苏的红利，中期看好新项目海口国际免税城和三亚国际免税城一期二号地快速爬坡带来的确定性增量，长期来看，公司具备强大的渠道和供应链优势和规模壁垒，龙头竞争优势将持续放大，市场地位稳固。

图表 35.中国中免营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 36.中国中免毛利率、净利率变化



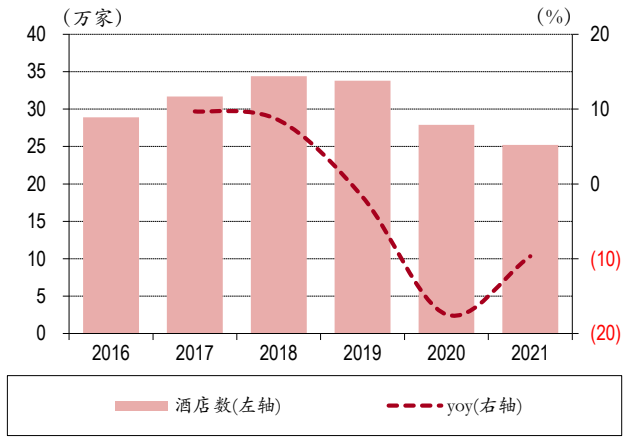
资料来源：公司公告，中银证券

4 酒店：行业加速出清，供给格局改善

4.1 供给侧：行业出清供给优化，龙头酒店恢复分化

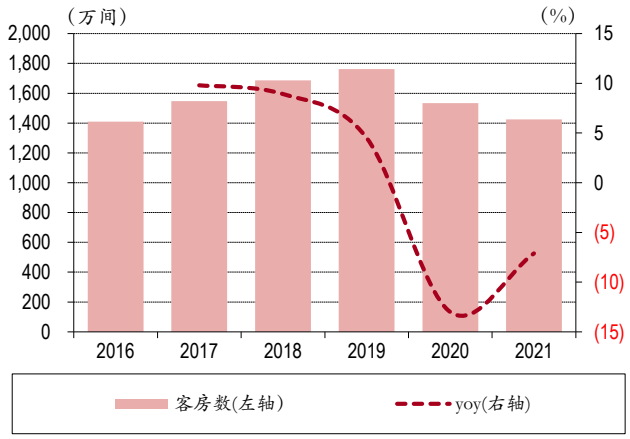
疫情压力下单体中小型酒店加速出清，中高端酒店连锁化规模上升。自 2019 年起国内酒店存量持续下滑，截至 2021 年末酒店数达 25.2 万家，同比减少 9.7%，客房数达 1424 万家，同比减少 7.1%。其中单体酒店、中小规模酒店抗风险能力弱，较难维持经营，据国家文旅局数据，22Q3 一星级、二星级酒店数量较 2019 年同期分别降 67.6%、45.2%。行业整合下部分单体酒店转入连锁市场，推动连锁化率提升，根据盈蝶咨询数据，2021 年我国酒店连锁化率已达 35%，较 2020 年提升 4pct；其中，中端、高端酒店连锁规模保持正向增长，但 2019 年后经济型酒店连锁规模呈下降趋势，主要系经济型酒店整体规模下降所致。

图表 37.我国酒店数量持续下滑



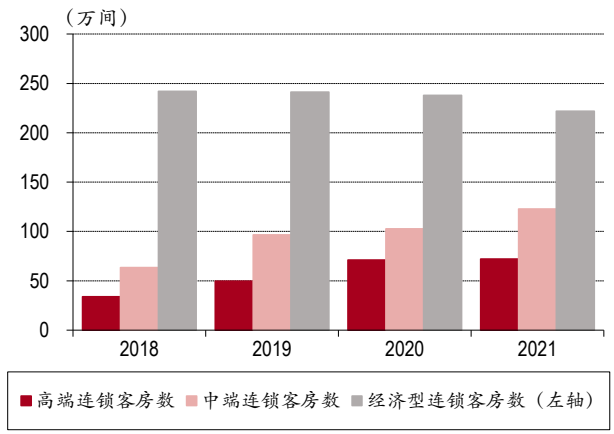
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 38.我国客房数量持续下滑



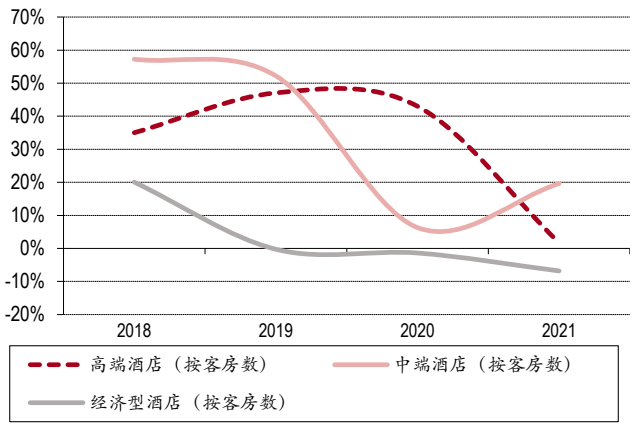
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 39.我国连锁酒店及客房数持续上升



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 40.我国各类酒店连锁化规模同比变化率



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

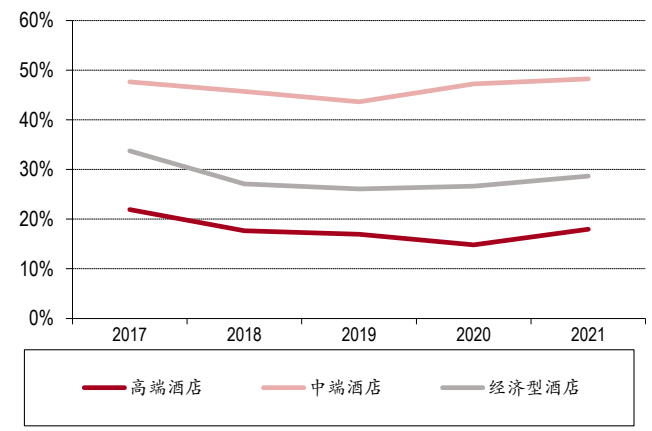
龙头企业持续扩张，疫后中端市场集中度提升。疫情下头部酒店集团不改拓店步伐，22 年前三季度锦江、华住分别扩店 638 家、570 家。锦江、华住、首旅保持三大龙头集团地位，2021 年 CR3 市占率达 48.14%，酒店集团 CR10 持续增长，2021 年达 69.46%，较 2020 年提升 5.11pct。头部企业持续进行中高端布局，截至 22Q3，锦江、首旅、华住的中高端酒店数占比分别为 55%、25%、41%；中高端客房数占比分别为 63%、35%、50%。中端酒店品牌行业集中度高于高端酒店和经济型酒店，且疫情后集中度持续提升，2021 年中端酒店品牌 CR10 市占率为 72.17%，较 2019 年提高 8.25pct，维也纳酒店、全季酒店、麗枫酒店为三大中端酒店品牌，CR3 市占率维持在 40%以上。高端酒店品牌市场集中度较低，2021 年出现较大提升，CR3 市占率为 17.94%，同比增加 3.12pct。经济型酒店品牌集中度在 2018 年后持续提升，2021 年 CR3 市占率为 28.68%，CR10 市占率为 57.48%。

图表 41.我国酒店市场集中度逐步提升(%)

排名	2017		2018		2019		2020		2021	
1	锦江	20.95	锦江	18.31	锦江	19.50	锦江	20.18	锦江	22.11
2	首旅	11.80	华住	10.19	华住	11.99	华住	13.91	华住	15.96
3	华住	11.70	首旅	9.33	首旅	9.27	首旅	9.22	首旅	10.07
CR3		44.45		37.83		40.76		43.31		48.14
CR10		67.13		54.16		59.76		64.35		69.46

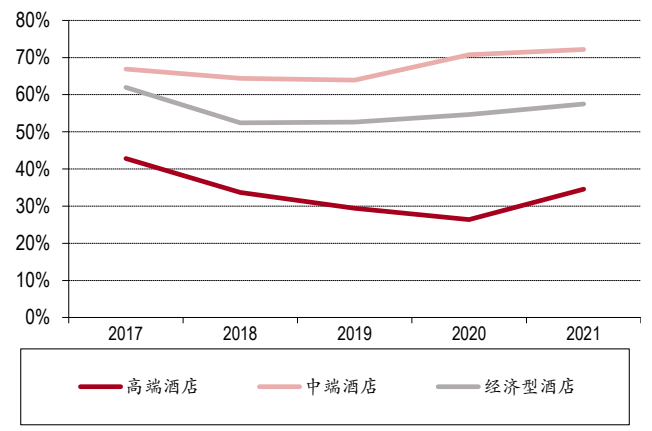
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 42.高端、中端、经济型酒店品牌集中度 CR3



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

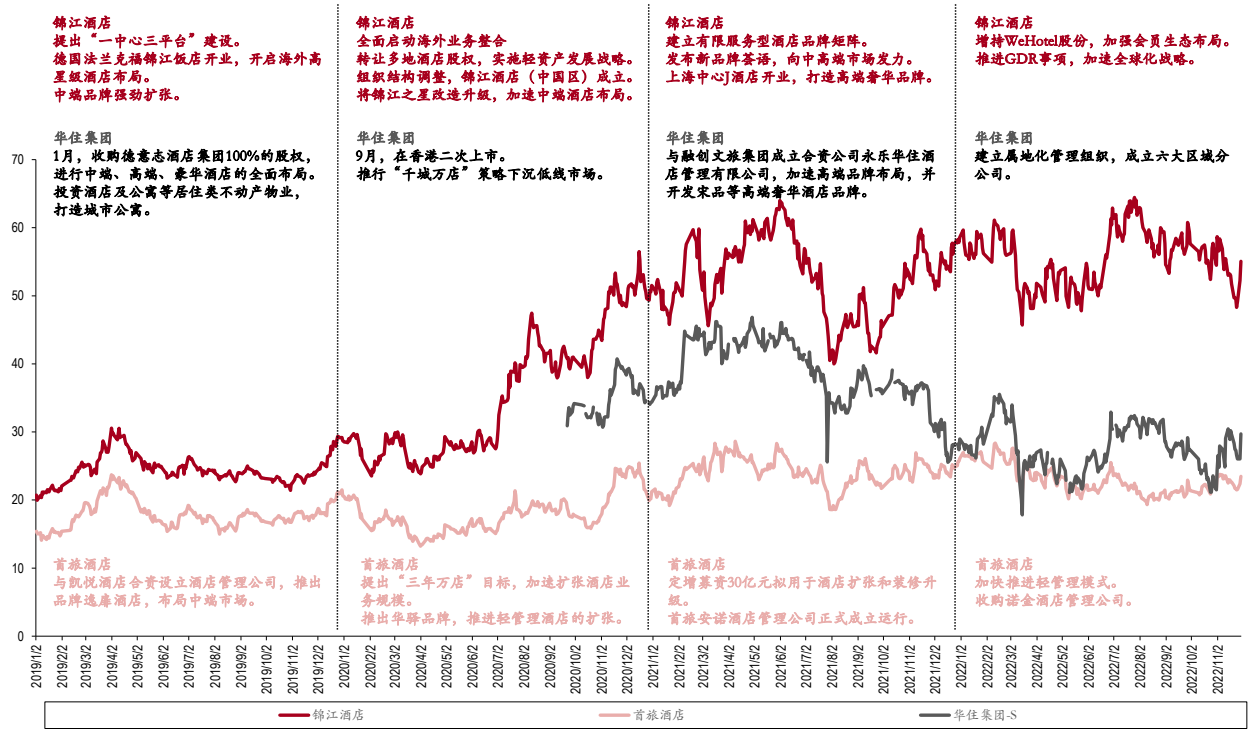
图表 43.高端、中端、经济型酒店品牌集中度 CR10



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

中高端化优势显现，龙头企业发展分化。锦江酒店疫情后持续在轻资产管理和中端酒店拓展方面加速布局，一方面转让其持有的郑州、西安、天津等多地酒店公司股权，释放资产增值收益，实施轻资产战略，另一方面积极对原有锦江之星酒店项目的中端化改造，中高端发展迎合市场消费需求，疫情平稳阶段业绩恢复较快。首旅酒店在疫情前率先开启轻资产的业务发展模式，完善资产管理策略，以特许加盟模式为拓展酒店业务的主要方式，降低对自营酒店的投入，增强公司盈利能力，但由于其前期经济型酒店基础较重，截至 22Q3 中高端酒店占比仅为 25%，中高端发展不及锦江和华住，疫后阶段恢复较缓。华住酒店 2020 年在香港二次上市，一方面通过“千城万店”策略深耕下沉市场，另一方面在中高端酒店领域发力，加速高端品牌施柏阁、花间堂等布局，并开发宋品、永乐半山等高端奢华酒店品牌，截至 22Q3，其 RevPAR 恢复至 2019 年同期 90%以上。

图表 44.三大酒店集团疫情以来公司策略及股价表现复盘

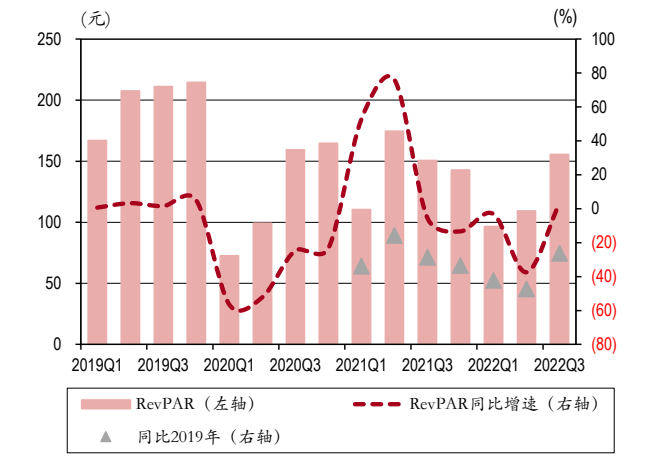


资料来源：ifind，各公司公告，中银证券

4.2 需求侧：经营数据向好恢复，彰显经营韧性

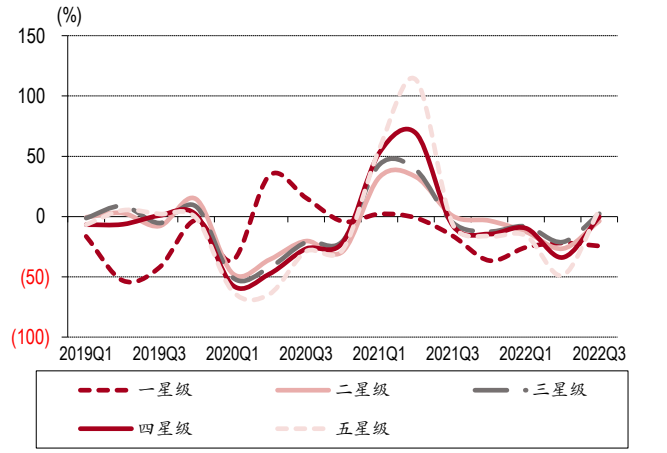
疫情平稳业务恢复，中高端酒店业绩增长更快。（1）根据文旅部统计数据，22Q3 全国星级酒店 ADR、OCC、RevPAR 同比分别-0.83%、+9.12%、+3.30%；中高档酒店 RevPAR 恢复优于其他酒店，其中，22Q3 三星级酒店 RevPAR 同比增长 2.31%，五星级酒店 RevPAR 同比增长 5.76%。从 2022 年星级酒店前三季度经营状况来看，22 年 Q1、Q2 受疫情承压严重，RevPAR 同比分别下降 3.13%、37.41%，Q3 疫情相对平稳叠加出游旺季，ADR、OCC、RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 97.04%/75.97%/73.72%，整体来看价格恢复优于入住率。（2）从三大酒店集团经营数据来看，22Q3 锦江、首旅、华住全部店 RevPAR 同比分别-2.3%、-6.5%、+9.0%，恢复至 2019 年同期的 80.4%、66.3%、89.8%。若 23 年疫情扰动减少，管控政策精准化程度提高，则有望增加商旅需求，释放休闲度假潜力，推动 OCC 逐步回升，同时行业供给出清，中高端供给匹配住宿市场需求，ADR 有望继续提高，酒店经营向好恢复。

图表 45.全国星级酒店 RevPAR 变动



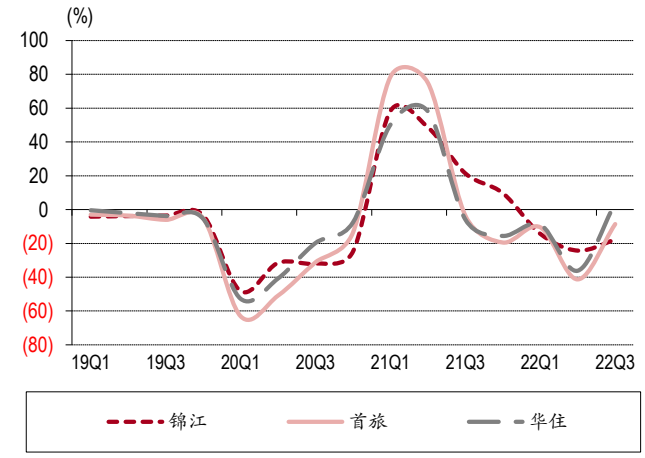
资料来源：文旅部，中银证券

图表 46.全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动



资料来源：文旅部，中银证券

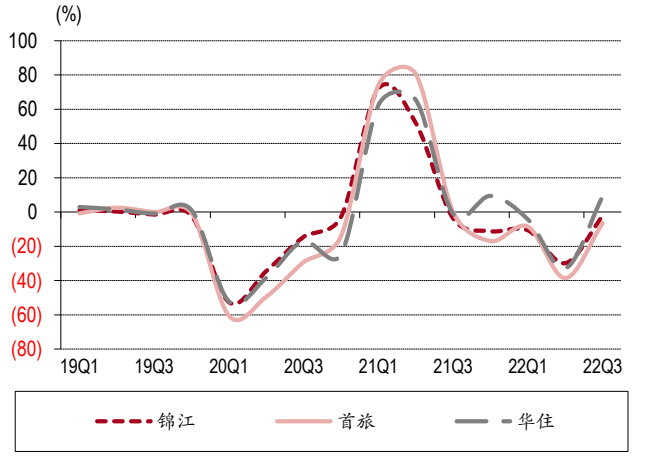
图表 47.三大酒店集团同店 RevPAR 同比变动



资料来源：各公司公告，中银证券

注：锦江为境内酒店累计值

图表 48.三大酒店集团混合店 RevPAR 同比变动



资料来源：各公司公告，中银证券

注：锦江为境内酒店

疫情平稳阶段业绩反弹，龙头酒店恢复分化。22Q1、Q2 疫情扰动较为严重，酒店业集体承压。22Q3 全国范围内疫情相对平稳，且为传统出游旺季，酒店业务实现增长。锦江酒店 22Q1-3 实现营收 80.94 亿元，yoy-3.06%，实现归母净利润 0.42 亿元，yoy-56.71%； 22Q3 实现营收 30.52 亿元，yoy-1.15%，实现归母净利润 1.60 亿元，yoy+73.54%。首旅酒店 22Q1-3 实现营收 38.38 亿元，yoy-18.79%，实现归母净利润-3.31 亿元，yoy-364.65%； 22Q3 实现营收 15.07 亿元，yoy-4.72%，实现归母净利润 0.53 亿元，yoy-11.64%。君亭酒店 22Q1-3 共实现营收 2.48 亿元，yoy+16.79%，实现归母净利润 2592.27 万元，yoy-23.10%；22Q3 公司实现营收 1.07 亿元，yoy+63.48%，实现归母净利润 1119.47 万元，yoy+48.90%。首旅酒店恢复不及锦江和华住，但未来中高端化拓展及轻资产管理趋势下，业绩有望继续回升。

图表 49.各公司营收及归母净利润

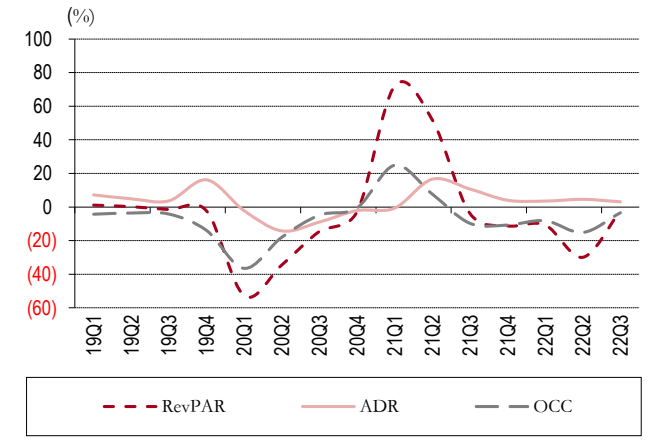
公司	2022Q1-3 营业总收入（亿元）	2022Q1-3 营收 yoy（%）	2022Q1-3 归母净利润（亿元）	2022Q1-3 归母 yoy（%）	2022Q3 营业总收入（亿元）	2022Q3 营收 yoy（%）	2022Q3 归母净利润（亿元）	2022Q3 归母 yoy（%）
锦江酒店	80.94	(3.06)	0.42	(56.71)	30.52	(1.15)	1.60	73.54
首旅酒店	38.38	(18.79)	(3.31)	(364.65)	15.07	(4.72)	0.53	(11.64)
君亭酒店	2.48	16.79	0.26	(23.10)	1.07	63.48	0.11	48.90

资料来源：ifind，中银证券

锦江酒店

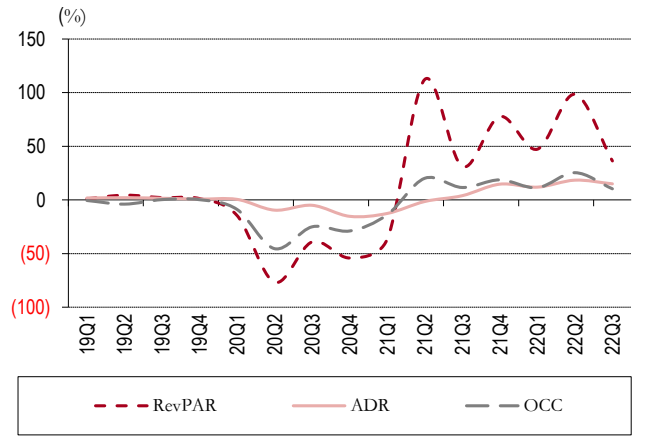
疫情平稳业务复苏，境外酒店恢复较快。境内酒店业务在疫情缓和阶段逐步复苏，Q3 境内酒店 RevPar 为 135.95 元/间，恢复至 2019 年同期的 80.41%，ADR 较 2019Q3 增长 4.09%，OCC 恢复至 2019 年同期的 77.25%，若新版疫情管控方案有效实施，境内酒店业务有望稳步复苏。境外酒店业务维持较快的恢复速度，22Q1-3 公司境外实现营业收入 25.02 亿元，同比增长 54.67%，其中 Q3 实现境外营业收入 10.21 亿元，同比增长 30.33%。22Q3 境外酒店 RevPar、ADR、OCC 同比分别增长 36.36%、15.05%、10.41%，RevPar 和 ADR 已超过 2019 年同期水平，国外疫情管控趋于放松，民众出行恢复较快，境外业务有望实现价量双增。

图表 50.锦江酒店境内经营数据同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

图表 51.锦江酒店境外经营数据同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

坚持中高端扩张，稳固龙头地位。22 年前三季度公司共新开店 948 家，净开店 638 家，其中 22Q3 共新开店 361 家，净开店 276 家，包括 259 家中端酒店与 17 家经济型酒店。公司继续坚持中高端布局，截至 22Q3 已有中端酒店 6,155 家，同比增加 18.71%，占公司酒店总数的 54.71%，占比同比增加 3.85pct。截至 22Q3，公司已开业酒店 11,251 家，已开业客房 107.65 万间；加盟为当前主要拓店模式，加盟门店数和客房数占比均超过 90%，且呈现增长趋势。

图表 52.22Q3 锦江酒店开业状况

	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店数（家）	占比(%)	客房数（万间）	占比(%)
中端酒店	6,155	54.71	68.03	63.20
经济型酒店	5,096	45.29	39.62	36.80
其中：直营店	859	7.63	9.53	8.86
加盟店	10,392	92.37	98.11	91.14
总计	11,251	100.00	107.65	100.00

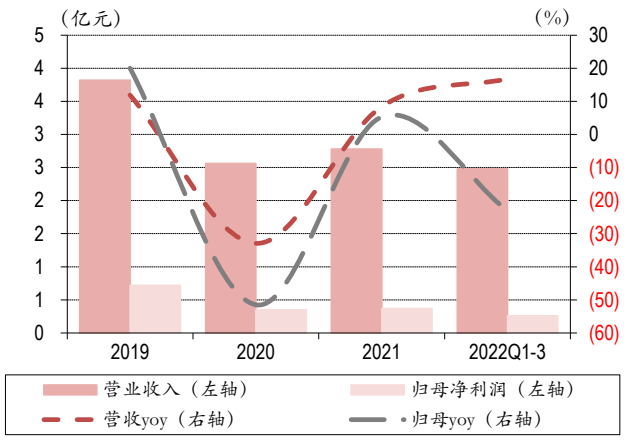
资料来源：公司公告，中银证券

着力完善会员体系，赋能旅行服务产业链。公司公告拟变更部分原酒店装修升级项目的募集资金 8.50 亿元用于实施收购 WeHotel65%的股权，本次收购收购完成后，公司将持有 WeHotel75%股权。WeHotel 主要聚焦于酒店线上直销，搭建会员生态体系，为公司提供中央预订系统等服务，本次收购有助于公司会员体系的整合升级，为锦江打造以酒店为核心的旅行服务产业链赋能。

君亭酒店

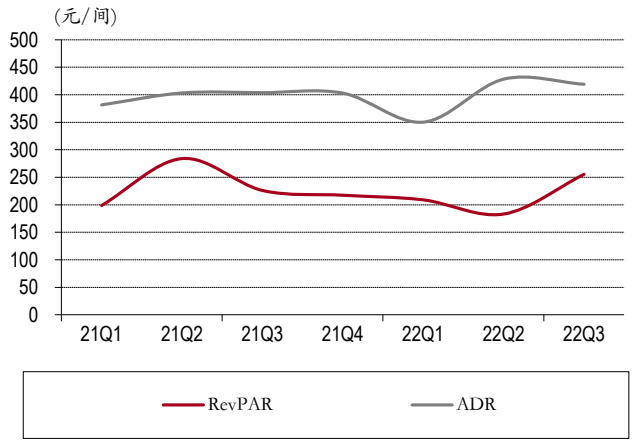
积极应对需求变化，受益中高端发展定位。行业供需结构改变，中高端消费需求提升，公司积极应对疫情影响下的游客出行新特征，深挖本地消费、周边游、商务出行、小规模会议等需求变化并创新产品服务供给，以差异化产品匹配消费升级，实现持续盈利。同时，公司深耕中高端酒店，收购高端度假品牌君澜、景澜，有望进一步完善高端产品矩阵，扩大品牌势能，打造多层次酒店品牌优势。

图表 53.君亭酒店营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 54.君亭酒店 RevPAR 和 ADR



资料来源：公司公告，中银证券

把握行业结构性调整机会，定增募资实现规模扩张。长期来看我国消费升级趋势将带动中高端酒店行业快速发展，公司继续在中高端领域发力，拟在未来三年定增募资不超过 5.17 亿元，未来 3 年内，将在杭州、北京、深圳、无锡等全国各大核心城市建设 15 家直营酒店，均为公司直营中高端精选服务酒店；并在未来 3 年内，对旗下 6 家直营酒店进行升级改造。本次定增将进一步提升公司品牌价值，扩大经营规模，提高公司在市场上的竞争力。

首旅酒店

高端酒店资产将注入，未来增量可期。首旅集团公告承诺 2022 年 12 月 31 日前将诺金公司 100%股权转让给上市公司首旅酒店，转让完成后，诺金公司管理的环球影城大酒店和诺金度假酒店的同业竞争事项将一并解决。诺金公司管理着环球影城酒店、诺金度假酒店等在内的 4 处优质酒店资产，本次收购带来的高端酒店资产注入将助力公司在中高端市场的拓展，同时，依托环球影城的优质流量和强大影响力，酒店管理业务将为公司带来可观收益。

轻管理扩张速度加快，维持行业龙头地位。22Q3 公司新开店 279 家，其中新开中高端酒店 63 家，占比 22.58%，呈现出稳步提升趋势；新开轻管理酒店 193 家，占比 69.18%。净增店-54 家，主要系经济型酒店闭店所致。截至 22Q3，公司已开业酒店 5,888 家，已开业客房 46.58 万间，其中中高端酒店数 1,496 家，占比 25.41%，同比增长 14.02%，轻管理酒店 2,287 家，占比 38.84%，同比增长 80.93%。此外，公司已签约未开业和正在签约的储备项目达到 2,046 家，公司仍具有较大的扩张潜力。

图表 55.22Q3 首旅酒店开业状况

	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店数（家）	占比(%)	客房数（万间）	占比(%)
中高端酒店	1,496	25.41	16.289	34.97
经济型酒店	2,078	35.29	19.2765	41.38
轻管理酒店	2,287	38.84	10.867	23.33
其他	27	0.46	0.1504	0.32
其中：直营店	702	11.92	8.4009	18.03
加盟店	5,186	88.08	38.182	81.97
总计	5,888	100.00	46.5829	100.00

资料来源：公司公告，中银证券

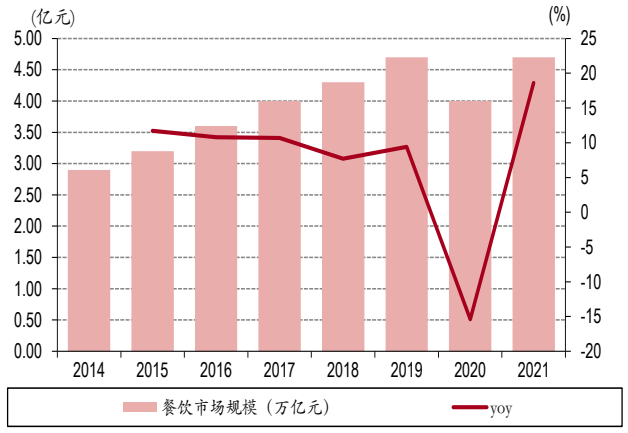
5 餐饮：本地消费需求稳定，行业修复已入进行时

5.1 行业复盘：疫情管控逐步宽松，看好本土消费持续修复

消费半径较小，行业成长性充足。餐饮服务的正常运营受出行半径影响较小，在与本地绑定的严格的疫情管控措施取消后就得以快速回复。据中国连锁经营协会发布的《2022 年中国连锁餐饮行业报告》数据，因疫情因素干扰 2020 年餐饮市场规模从 2019 年的 4.7 万亿元下滑 15.4%至 4.0 万亿元，但 2021 年在疫情影响减弱的背景下实现快速修复，餐饮市场规模同比增长 18.6%，基本恢复至 2019 年同等水平。此外 2014-2019 年 CAGR 为 10.1%，体现了行业持续成长的生命力。

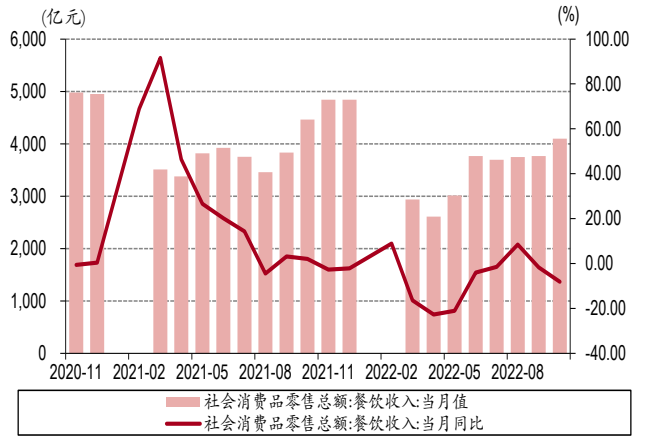
本地化消费需求持续存在，疫情常态化管理下依旧有所增长。Q2 疫情扩散后行业受影响较为严重，当前 Q4 疫情有多地散发频发态势，除此之外的月份内餐饮社零在全年疫情防控较大压力下依然表现较佳，体现了行业需求的稳定性和较强的经营韧性、恢复弹性。在疫情影响下，线下的场景触及类消费有时难以正常开展，部分地区的线下餐饮受到一定影响，但餐企积极开展线上业务，助推线上餐饮进程加速。据中国烹饪协会发布的《2021 年度餐饮企业百强和餐饮五百强门店分析报告》显示，榜单内超 7 成餐企已上线外卖。后续随着出行限制措施缓和，线下餐饮也有望持续修复，使得行业进入线上线下并进发展的状态。

图表 56.长期：21 年疫情趋稳后餐饮市场快速修复



资料来源：2022 年中国连锁餐饮行业报告，中银证券

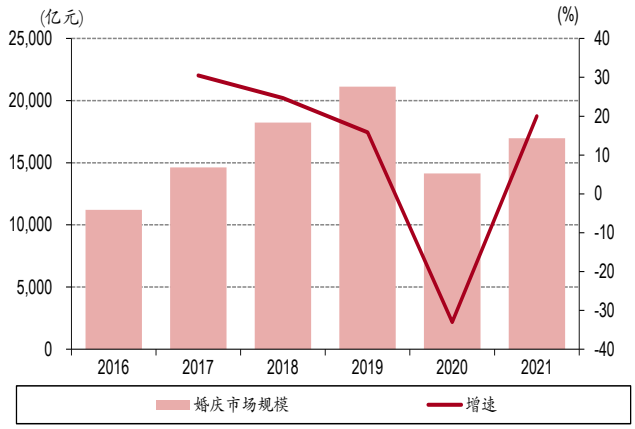
图表 57. 短期：疫情消极影响消退后短期存在修复



资料来源：万得，中银证券

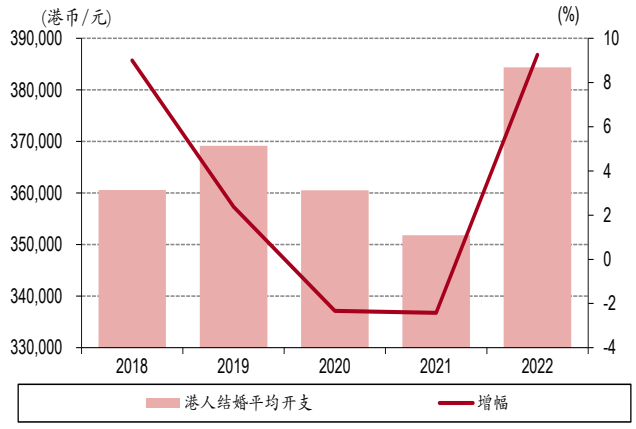
婚礼宴会短期受阻，疫后需求有望集中释放。婚礼宴会与其他聚会中的餐饮服务长期来看增长稳定。但在疫情多地散发频发的态势下，此类活动多被划分为群体性聚集活动，并由各地管理防疫措施而决定是否能正常开展，且部分地区出现过宴会聚餐成为本地疫情重要传播途径的情况，整体来看疫情期间婚宴酒席等业务的经营受到一定影响。但婚宴酒席、聚餐等需求因为可以延期进行，故具备较好的复苏弹性，在疫情影响缓和的前提下相关需求有望集中释放。

图表 58.婚庆市场规模疫后有望持续增长



资料来源：华经产业研究院，中银证券

图表 59.香港婚宴开支在疫情管控边际放宽后快速增长



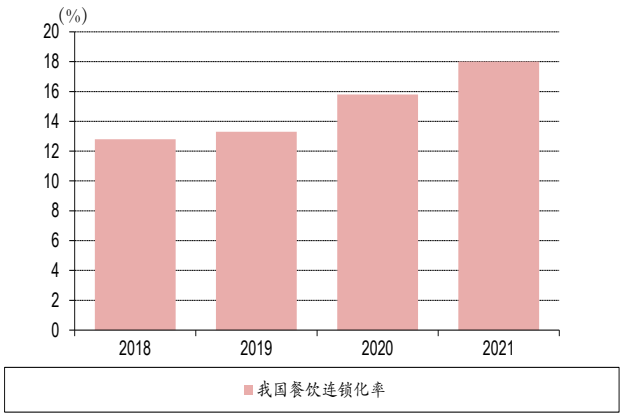
资料来源：结婚产业观察，中银证券

5.2 未来展望：连锁化构建品牌壁垒，餐企资本化进程加速

展望 2023 年，我们认为在随着政策摆动期过去、精准防疫逐步落实、疫情影响逐步消退等因素叠加下，餐饮行业经营情况有望进一步修复，因其受出行距离限制不大，因此政策和宏观环境只要足以保障基础消费条件餐厅行业就有望迎来反弹。

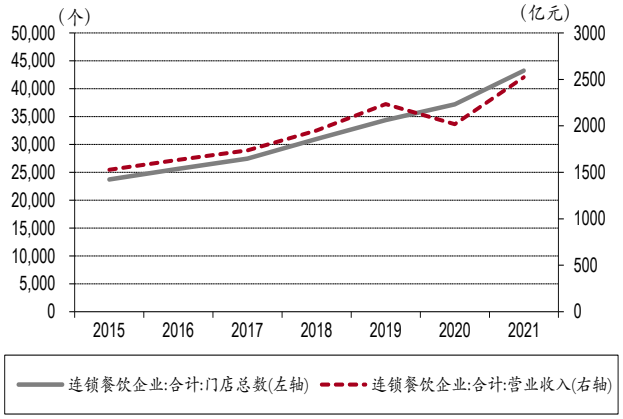
菜系多元门店分散，连锁化或成行业发展重要推动力。我国餐饮菜系丰富菜品多元且加工复杂、行业内参与者众多、各餐饮服务机构覆盖半径受限，市场较为分散。在此基础上连锁化经营有望帮助经营者快速复制成熟且成功的单店模型、共享供应链发挥协同效应，从而实现降本增效。同时对于消费者来说，成熟的品牌和规范标准化的服务也是质量和消费体验的保证。据艾媒咨询和中国商报网，我国 2021 年餐饮连锁化率为 18%，对标同期年美国 58.3%、日本 50.8%的连锁化率仍有提升空间。长远来看连锁化或将是餐饮业重要的发展逻辑。此外，疫情期间餐饮业正常展业有所受阻，部分经营不善或现金流存在问题的中小餐饮主体被出清，相比之下连锁餐饮品牌更具经营韧性，疫情影响消退之后连锁化率有望继续提升。

图表 60.我国餐饮连锁化率稳步提升



资料来源：美团研究院，艾媒咨询，中银证券

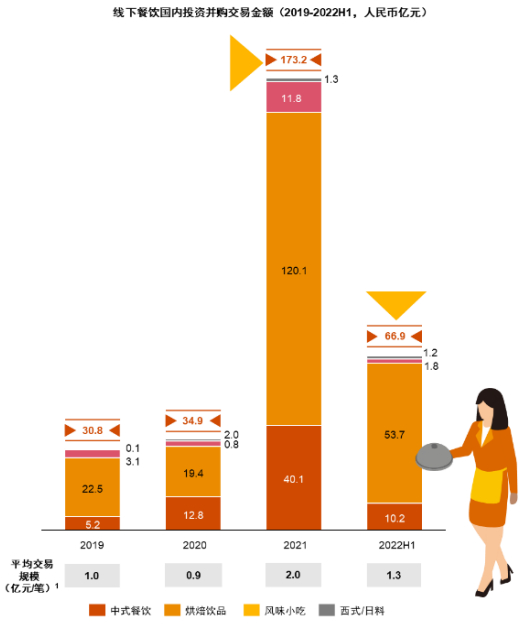
图表 61.连锁餐企数量与营收长期为增长态势



资料来源：国家统计局，中银证券

餐企加速资本化进程，餐饮市场或将更加多元丰富。近年来，餐饮行业在大众创业、消费升级等浪潮的助推下，在资本市场表现较为活跃。从长期角度出发，城镇化进程、居民收入与消费能力等因素都使得餐饮是长期的较好的投资赛道。2021 年的交易量和规模双重增长下总体交易金额显著增长。22H1 因疫情等因素干扰，餐饮行业交易金额出现一定回落。部分优质餐饮公司在经过多年打磨经营和资本加持下已初备成熟商业模式并已经开始尝试上市，如成功上市有望助推餐饮行业二级市场更加多元丰富。

图表 62.餐饮行业在资本市场表现较活跃



资料来源：中国连锁经营协会、投中数据、私募通、企名片、企查查

**未披露金额交易不统计*

图表 63.部分拟上市餐企进度梳理

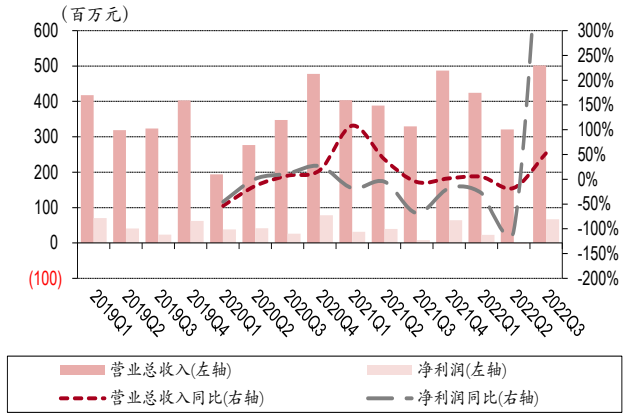
公司名称	主营范畴	拟上市地点
和府捞面	中式快餐	待定
杨国福	中式快餐	港股
老乡鸡	中式快餐	A 股
老娘舅	中式快餐	A 股
乡村基	中式快餐	港股
和府捞面	中式快餐	待定
达势股份	披萨	港股
捞王	火锅	港股
七欣天	火锅	港股
蜜雪冰城	茶饮	A 股
绿茶集团	中式正餐	港股
西贝莜面村	中式正餐	待定

资料来源：各公司招股书，赢商网，新茅榜，雷达财经，中银证券

同庆楼

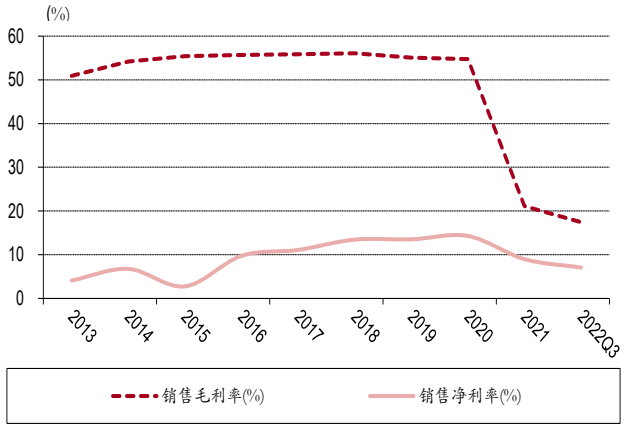
经营韧性修复能力较好。公司品牌历史悠长，久经时间考验。在疫情影响下展现出较强的经营韧性。据公司今年公布的逐月预算达成情况，1-2 月预算完成率为 104.21%；3-5 月预算完成率分别为 57.68%、37.3%、56.6%；6 月疫情趋稳后，公司业务恢复迅速，预算完成率 103.54%。在 Q3 疫情继续缓和的背景下，先前部分暂停或延期举办的婚宴、酒席、聚餐等需求集中释放，22Q3 公司实现营收 yoy+52.49%，实现归母净利润 yoy+688.57%，随疫情影响减弱公司边际恢复趋势较为明显，体现了公司经营韧性较足，修复逻辑已得验证。预计在 23 年疫情影响逐步缓和的假设下公司业绩有望实现进一步增长。

图表 64.同庆楼经营稳定具备韧性且长期盈利



资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 65.同庆楼净利润率稳定

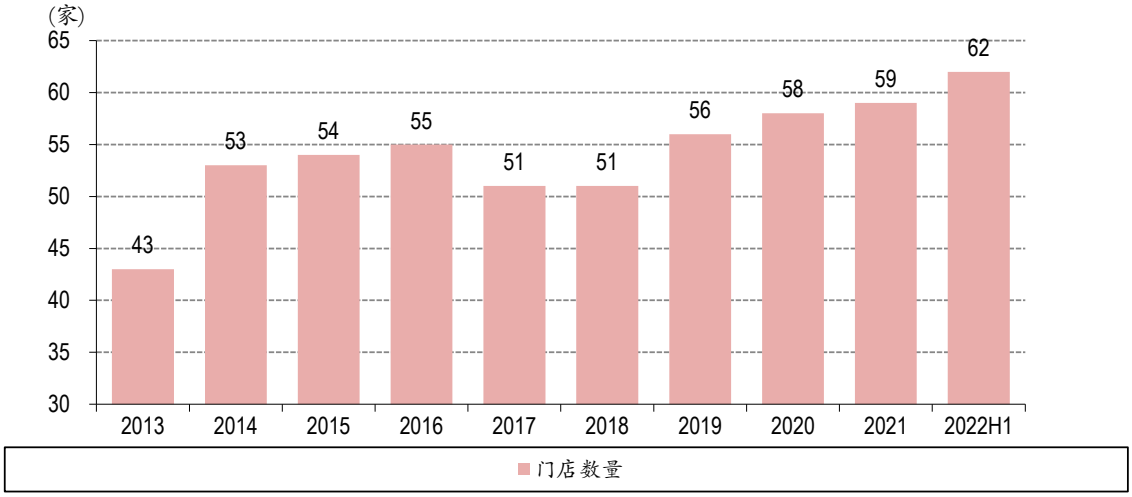


资料来源：公司公告，万得，中银证券

**毛利率变动涉及会计准则变更*

长期来看，公司在多业态叠加下成长空间较足。公司主要业务为餐饮服务，其门店数量是业绩的基石，据公司对外披露信息，公司旗下酒楼、婚礼宴会、宾馆、新餐饮等各业务版块或将在全国快速拓店占领市场，计划五年内开业百家门店是其目标任务。门店数量的快速增长为公司整体营收体量和利润规模提供保障。此外，公司酒店与婚宴板块仍在持续发力。公司成熟的纯婚庆酒店会宾楼 2021 年净利率为 26.84%，玫瑰庄园为净利率 24.4%，其优秀的盈利能力或以印证了其单店模型商业模式的正确性，有望以此为基石扩展门店扩大业务范围。公司酒店品牌“富茂 Fillmore”或将在 2023 年全面开始对外输出酒店管理业务，开拓公司业务新增长点，值得关注。预制菜领域公司也在持续发力，2021 年公司食品业务营收为 1511 万元， 2022H1 实现营收 3798 万元，增长明显，同时公司积极投入鼓励食品研发，并打造线上+线下销售渠道，后续食品业务的快速增长有望持续。公司新餐饮业务上鲜肉大包业务已成重要项目，公司尚在打磨模型，预计 22 年开设 50 家，并借助其销售渠道向预制菜销售引流。整体来看，公司以餐饮为核心持续扩展宾馆、食品、婚宴等业务，各业务间互联互通，多业态联动有望提升经营效率提高资源利用率，助推公司业绩进一步爬坡，长期有望成为优秀的参与综合体。

图表 66.同庆楼历年门店数量



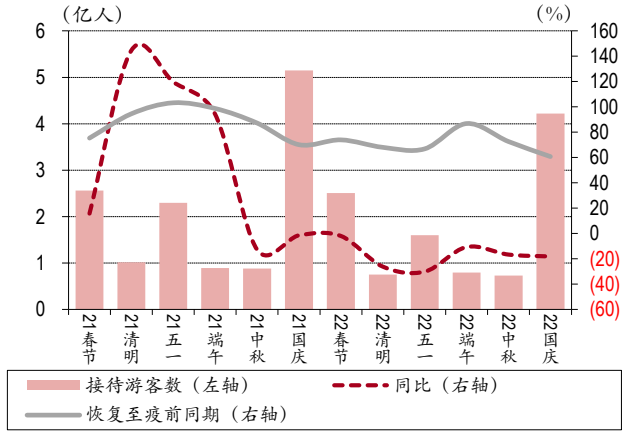
资料来源：公司招股书，公司年报，发现网，蓝鲸财经，中银证券

6 旅游&景区：政策放宽行业迎利好，产能扩张贡献新增量

6.1 行业复盘：Q3 国内接待游客人次回升，多点景区客流短暂回暖

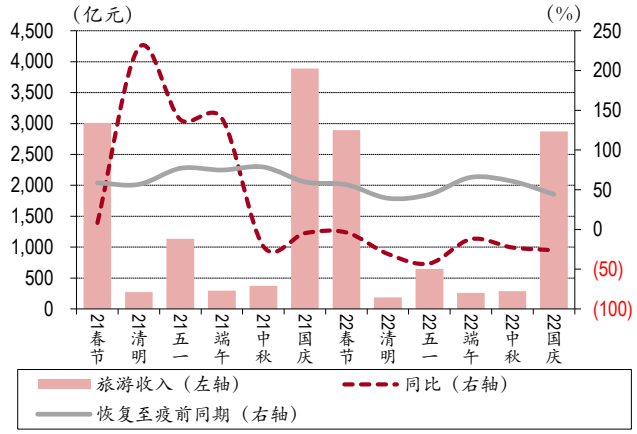
暑期客流加速修复，多点景区短暂回暖。暑期前半程国内疫情好转，旅游景区行业迅速恢复，后期受多地疫情扰动，减缓复苏进程。（1）从节假日数据来看，2022 年中秋节、国庆节假期国内游客人次为 0.73 亿人、4.22 亿人，同比-16.7%、-18.2%，恢复至 19 年同期的 72.6%、60.7%，实现旅游收入 286.8 亿元、2872.1 亿元，同比-22.8%、-26.2%，恢复至 19 年同期的 60.6%、44.2%，旺季表现不及预期。（2）从重点景区数据来看，多地客流大幅上涨。国庆期间长白山全域接待游客 29.28 万人次，恢复至 19 年同期的 147.53%；7 月玉龙雪山景区接待游客 61.13 万人，日均接待量达 2 万人，同比+49.67%；黄山 Q3 接待游客量达 76.6 万人次，同比+130.93%。疫情影响减弱叠加暑期旺季，景区客流呈回暖态势。

图表 67.21-22 年我国节假日旅游人次



资料来源：文旅部，中银证券

图表 68.21-22 年我国节假日旅游收入



资料来源：文旅部，中银证券

图表 69.重点景区游客接待量

景区	长白山	黄山	玉龙雪山	乌镇	古北水镇	上海海昌海洋公园
2022 国庆假期游客接待量（万人次）	29.28	10.20	5.81			16+
yoy(%)	232.73	(15.88)	(44.98)			15
恢复至 19 年同期(%)	147.53	59.95	34.62			90
2022Q3 游客接待量（万人次）	58.41	76.60		60.31	52.88	
yoy(%)	(3.45)	130.93		(22.35)	4.71	
恢复至 19 年同期(%)	39.06			21.20	58.32	

资料来源：长白山管委会，黄山风景区管委会，玉龙雪山管委会，证券日报网，各公司公告，中银证券

6.2 行业展望：出行政策边际放宽，长线出游迎来利好

出行政策放宽，多条国际航线恢复及增班，利好长线出游市场。（1）11 月 15 日国家文旅部发布通知，取消跨省游熔断机制，对文旅场所及人员管理、过度防疫、滞留游客安置等方面做出要求。据北京商报报导，截至 11 月 16 日上午 10 点，美团跟团游订单量环比增长 178%，跨省跟团游订单量增长 300%。精准防疫政策有望提升游客出行意愿与信心，助推跨省组团游恢复，进而促进国内游市场复苏。（2）香港自 9 月 26 日起放宽海外或台湾经机场抵港检疫安排，取消酒店检疫改为居家或酒店 3 日医学监测；出入境管理局决定，自 11 月 1 日起启用智能签注设备受理内地居民赴澳门旅游签注申请，落实逐步恢复内地旅行团来澳政策；国内航空公司的国际航线加速恢复，10 月 30 日起施行的冬春航季中，国航、南航、东航分别计划执行 52 条、42 条、42 条国际航线，多条航线进一步增班。政策开放及航班恢复增设引起出境游关注热潮，为出境游市场复苏释放积极信号。

6.3 景区&演艺：业绩修复进行时，关注新项目落地贡献增量

业绩修复进行时，建议关注产能扩张贡献的业绩增量。Q3 单季度在暑期和小长假的推动下，景区客流回升叠加降本增效，各公司业绩回暖，归母净利润同比均实现大幅上涨。全年来看，H1 国内疫情冲击较大，Q3 单季度的贡献对全年的拉动作用有限，整体业绩尚处于缓慢修复的过程中。部分公司在疫情期间逆势扩张增加产能供给，兼具疫后修复高弹性和成长潜力。

图表 70.各公司营收及归母净利润

公司	2022Q1-3 营业总收入（亿元）	2022Q1-3 营收 yoy（%）	2022Q1-3 归母净利润（亿元）	2022Q1-3 归母 yoy（%）	2022Q3 营业总收入（亿元）	2022Q3 营收 yoy（%）	2022Q3 归母净利润（亿元）	2022Q3 归母 yoy（%）
丽江股份	2.56	(11.64)	0.27	143.52	1.77	101.91	0.80	8,764.15
中青旅	48.14	(22.73)	(1.71)	(558.96)	19.52	(27.99)	0.34	831.18
宋城演艺	3.88	(61.78)	0.76	(82.48)	2.76	(1.66)	1.05	93.51
天目湖	2.43	(23.56)	0.02	(94.34)	1.54	70.61	0.56	4,829.87
长白山	1.61	1.57	(0.26)	4.30	1.33	21.70	0.46	9.67

资料来源：ifind，中银证券

图表 71.各公司新项目概况

运营主体	项目名称	城市	项目期	面积及规模	开业时间	项目进展
宋城演艺	珠海宋城演艺度假区	珠海	一期	核心面积 1700 亩，包含 22 个剧院及室内外表演场所、35 台各类型剧目、12 个文化主题区。	预计 2024 年	2022 年 7 月珠海斗门演艺中心建设工程获批，大规模建设中
	三峡千古情项目	宜昌	/	占地约 136 亩	预计 2024 年	签订合作协议
天目湖	酒店住宿扩张	溧阳	/	2020 年：竹溪谷酒店（+120 间客房）、遇•十四澜酒店(+14 间客房) 2021 年：遇•天目湖酒店（+81 间客房）	/	/
	南山小寨项目	常州	二期	涵盖 500 间客房、各式中西餐厅、各类开放式文化景点	预计 2024 年	目前仍处于前期准备阶段
	动物王国项目	溧阳	/	/	预计 2026 年	9 月 29 日发布开展项目地块拆迁安置商议活动
中青旅	濮院国际旅游度假区	桐乡	/	总建筑面积约 71 万平方米	待定	10 月 18 日召开门票及交通工具价格核定听证会，核心景区建设基本完成，正在进行开业筹备相关工作
	普德赋上海“光明之城”沉浸式演艺项目	上海	/	总面积超过 4.6 万平方米	待定	筹备过程中
海昌海洋公园	东方海洋项目	上海	二期	开发总建筑面积达 14 余万平方米，将增加 1200 间酒店客房	预计 2022 年底	建设完成
	郑州海昌海洋公园	郑州	一期	规划建筑面积 28.53 万平方米	预计 2023 年中旬	六大主力场馆均已完成了结构封顶
	精品小小海洋馆	全国各地	/	预计 22 年内开业 20 家，3 年内开业 100 家	/	已有 8 家落地
	长滩岛新海岸项目咨询	菲律宾	/	占地 150 公顷	/	签订合作协议
丽江股份	甘海子游客集散中心	丽江	/	用地规模 24.96 亩	2022 年底完工	目前完成屋面浇筑工作，土建部分已基本完成
	摩梭小镇英迪格酒店项目	丽江	/	规划总占地面积 62.55 亩	预计 2024 年建成	3 月已完成全部行政许可审批手续，具备全面招商开发的条件，其中酒店样板房主体及外立面已完成

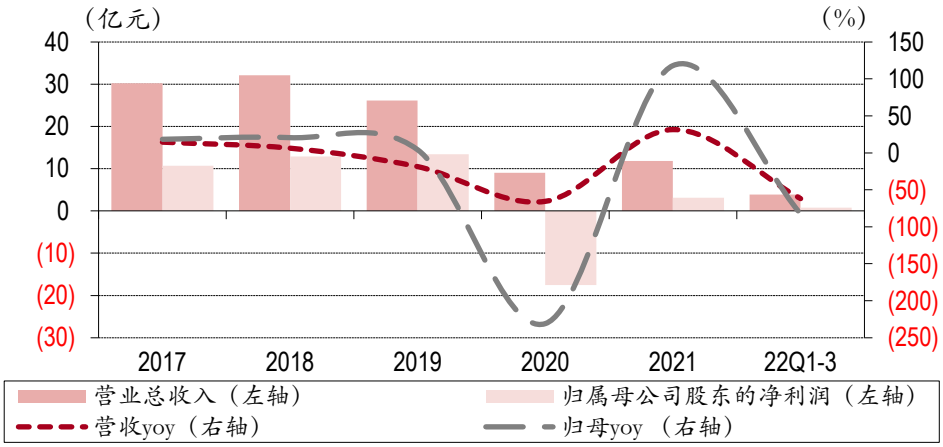
资料来源：腾讯网，搜狐焦点，桐乡市人民政府，每经网，新京报，各公司公告，中银证券

宋城演艺

演出场次逐步恢复，降本控费成效显著。22Q3 公司实现营收 2.76 亿元，yoy-1.66%；归母净利润 1.05 亿元，yoy+93.51%。Q3 公司营收同比小幅下滑，利润同比显著回升，主要得益于演出场次逐步恢复。杭州、三亚、丽江等项目于 7 月 2 日恢复营业，暑期丽江千古情客流量及营收大幅增长，恢复至 2019 年的七成以上；杭州宋城暑期夜游狂欢活动反响热烈。公司持续优化管理，降低运营成本，Q3 毛利率为 68.8%，同比增 22.3pct，一方面是由于营收端逐步恢复，另一方面是由于公司将景区闭园期间的营业成本列入管理费用。Q3 销售/管理/研发/财务费率分别为 2.6%/27.5%/1.9%/-1.9%，同比分别-4.8pct/+0.8pct/-3.5pct/-0.8pct，期间费用率同比-8.3pct，盈利能力稳步提升。

持续推进产品优化升级，调整组织架构强化管理，看好新项目成长性。产品升级上，公司重点对上海、西安、佛山千古情等剧目进行剧本结构、音乐舞美等方面的全面优化；组织架构上，公司进行系统性、集成式改革，管理流程标准化、垂直化、扁平化，提升管理效率；项目建设上，珠海项目由重转轻，预计将于 2024 年开业，大体量、多剧院特征有望打开多日游市场。

图表 72.宋城演艺营收、归母净利润变化



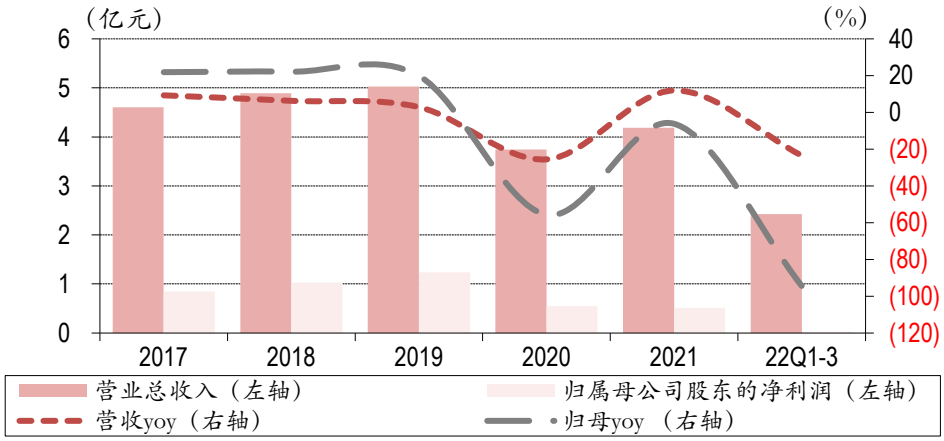
资料来源：公司公告，中银证券

天目湖

区域疫情缓和迎来业绩快速增长，降本增效毛利率显著提高。22Q3 公司实现营收、归母净利润 1.54/0.56 亿元，同比分别+70.61%/+4,829.87%；分别恢复至 2019Q3 的 92.27%/91.73%。据携程数据，长三角地区的上海、江苏、浙江均为中秋热门周边游客源省份，在新的出游特征下，公司承接长三角地区旺盛的周边休闲度假游市场，并通过减免门票、开发夜游夜航新产品等多样化营销手段吸引游客，接待游客人次得到显著提升。公司 22Q3 毛利率为 55.19%，同比提高 19.14pct，期间费用率为 16.89%，同比下降 16.47pct，费用管控效果显著，盈利水平提高。

项目扩容增加中高端酒店供给，“动物王国”完善一站式模式布局。公司持续推进落地新项目，疫情期间丰富酒店供给，竹溪谷酒店、遇系列酒店等项目开业，完善野奢度假和亲子场景的细分市场布局。南山小寨二期目前处于前期筹备阶段，预计 2024 年投运，建成后将涵盖 500 间客房、各式中西餐厅、各类开放式文化景点，扩容中高端酒店供给，将为公司带来确定性增量。公司与溧阳市政府的合作项目动物王国已启动，该项目旨在打造“动物+酒店+演艺”综合性主题乐园，预计在 2026 年落地，有助于开拓研学、亲子客源市场，完善公司产业布局，带来新的盈利点。

图表 73.天目湖营收、归母净利润变化



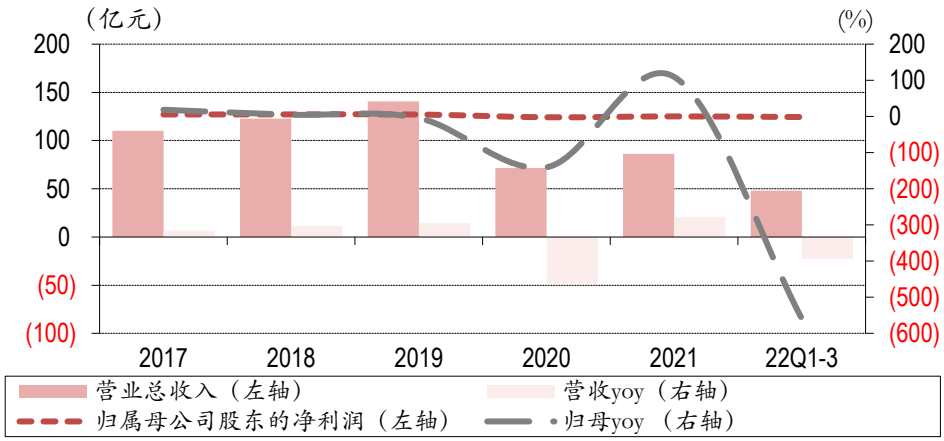
资料来源：公司公告，中银证券

中青旅

Q3 景区业务扭亏为盈，毛利率稳定提升。22Q3 公司实现营收 19.52 亿元，yoy-27.99%；归母净利润 0.34 亿元，yoy+831.18%。景区业务扭亏为盈，乌镇景区把握暑期、中秋小长假等旺季打造特色活动，Q3 共接待游客 60.31 万人次，同比降 22.35%，实现营收 2.07 亿元，同比增 4.79%，净利润 0.27 亿元，同比实现扭亏为盈；古北水镇依托景区特色进行热点营销，Q3 共接待游客 52.88 万人次，同比增 4.71%，实现营收 3.08 亿元，同比增 13.47%，净利润 1.24 亿元，同比增 40.60%。公司持续推进降本增效，毛利率平稳上升，22Q3 整体毛利率为 17.53%，同比+5.68pct。

积极布局新业务，静待濮院项目开业。公司 2022 年 10 月 18 日召开濮院国际旅游度假区门票及交通工具价格核定听证会，目前核心景区建设部分已基本完成，若疫情企稳计划于年内开放。该项目总建筑面积约 71 万平方米，汇集古镇旅游、时尚品牌与地产开发三位一体，打造以历史文化和时尚购物为主题的小镇，有望与乌镇景区产生联动，吸引差异化客群。

图表 74.中青旅营收、归母净利润变化



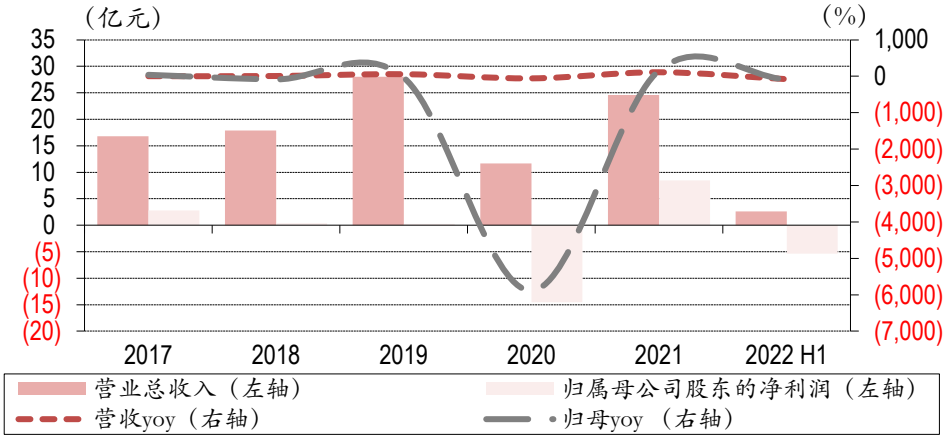
资料来源：公司公告，中银证券

海昌海洋公园

上海旗舰项目表现亮眼，二期项目稳步推进。上海海昌海洋公园国庆表现亮眼，共接待游客超 16 万人次，同比增长 15%，恢复至 19 年同期的 90%。二期项目预计 2024 年可实现运营，建设内容包括一座海洋主题酒店、一座新温泉式酒店、一座海洋馆以及商业街，建成后将提高 1100 余间客房的旅游住宿接待能力、增加 1500 余个车位的停车吞吐规模，并将由上海海昌统筹运营管理。二期项目有助于承接海洋公园及周边文旅项目的消费外溢，有望持续贡献业绩增量。

IP 新零售业务初显成效，静待精品海洋馆规模化落地。公司着力打造 IP 体系提升公园核心竞争力，奥特曼 IP 对上海项目拉动显著，8 月上海入园人次约 36 万人，奥特曼主题馆入馆人次为 21 万人，销售额约为 1,032 万元；在股东欧力士的助力下，公司于航海王等多个著名 IP 达成合作，后续变现价值可期。轻资产业务方面，今年全新推出的海昌海洋馆"、"海昌海洋探索馆"品牌表现优异，首批开业的 5 个项目前 3 个月的入馆人数同比增长约 42.6%，收入同比增长 88.6%。7 月份处于全月运营的 8 个项目入馆人数约为 12 万人次，同比增长 61.4%；二消占比由 8.0%增至 16.4%。该模式形成了模块化的改造方案，具有高度可复制性。截至 8 月底已开业项目达 10 家，5 家已签约，超过 10 家处于正式协议洽谈阶段，超过 20 家有合作意向。公司预计年底管理运营数量将达 20 余家，3 年内实现管理运营 100 家的目标。

图表 75.海昌海洋公园营收、归母净利润变化



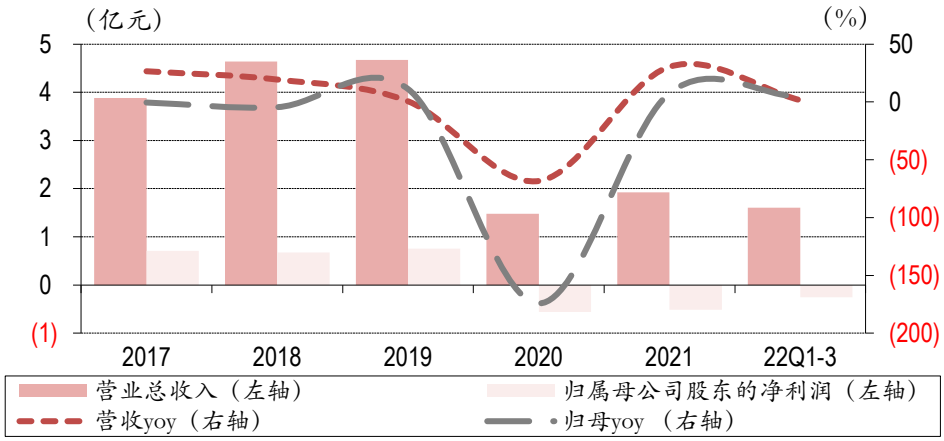
资料来源：公司公告，中银证券

长白山

疫情态势相对平稳，游客接待量稳步恢复，Q3 经营情况好转。22Q3 实现营收 1.33 亿元，同比+21.69%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比+9.67%。公司业绩转盈主要得益于暑期出游旺季和相对平稳的疫情态势。据长白山管委会官网，22Q3 景区共接待游客 58.41 万人次，较 21Q3 下降 3.45%，7-9 月接待人次同比分别-53.0%/+296.8%/-40.9%，恢复至 19 年同期水平的 36.5%/48.7%/22.3%。结合多渠道宣传营销，公司有效实现管理范围内的客流量回升，拉动游客在地消费。随近期疫情防控政策边际放宽和边境游政策利好，Q4 游客需求有望稳步释放，实现业绩持续复苏。

推进冬季旅游项目开发，丰富业态实现全季化发展，定增落地赋能交通及温泉业务。公司加强冰雪旅游业态打造和产品研发，完善周边托管景区进行冬季旅游项目和游乐设施的布局，推出周边大型雪场合作推出组合产品和销售活动，如二道白河小镇的冬季冰雪旅游体验项目、野雪公园项目、雪地摩托车穿越项目等，丰富景区业态，推进全季化发展赋能业绩增长。公司定增落地，将主要用于长白山火山温泉部落二期的酒店项目、旅游交通设备提升项目，整合周边旅游度假资源，打造旅游消费聚集区。随冬季到来，温泉度假、冰雪旅游等业态或将受游客热捧，成为公司的发展新动能，促进公司业务的四季均衡发展。

图表 76.长白山营收、归母净利润变化



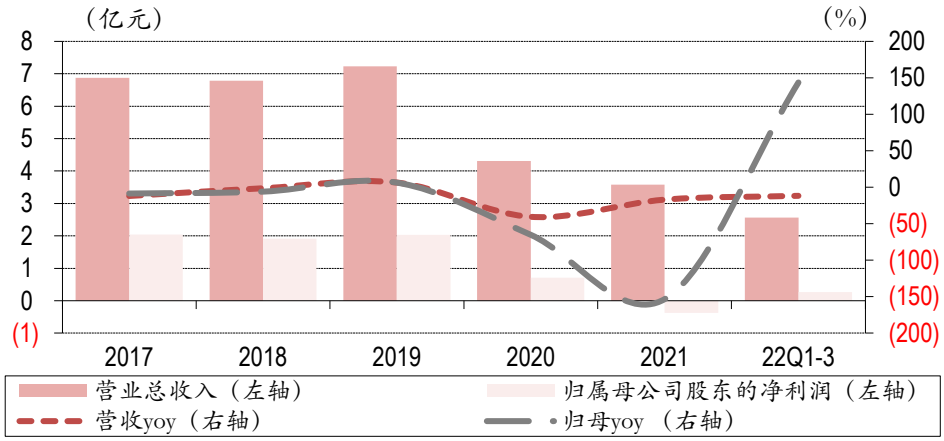
资料来源：公司公告，中银证券

丽江股份

暑期旅游市场升温，成本费用缩减，盈利水平改善。22Q3 公司实现营收、归母净利润 1.77、0.80 亿元，同比+101.91%、+8,764.15%，分别恢复至 19 年同期的 99%和 92%。业绩增长一方面是由于 21 年同期基数较低，另一方面则是得益于云南旅游市场回暖，在避暑需求推动下，云南省暑期旅游总订单同比去年同期增长 70%，酒店预定总订单增长 115%。公司降本控管控良好，22Q1-3 公司的管理费用率为 26.01%，同比降 12.12pct，主要系和府酒店折旧摊销调整为营业成本，以及上年英迪格酒店开业开办费较高。22Q1-3 公司实现毛利率、净利率 41.06%、10.13%，同比分别-16.67pct、+4.81pct，均实现年度内首次转正，盈利水平改善明显。

新项目建设持续推进，优化打造香格里拉生态旅游圈。公司在玉龙雪山地区拥有优质旅游资源和完成旅游产业链。甘海子游客集散中心的项目建设稳步推进，按照计划预计 2022 年底完工；公司加大摩梭小镇英迪格酒店项目的投资力度，由 2.91 亿元提升为 3.17 亿元，进一步整合优化经营项目，巩固核心资源优势，把握大滇西旅游环线发展机遇，持续扩大香格里拉生态旅游圈布局。

图表 77.丽江股份营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

6.4 出境游：政策放宽盼回春天，边际改善弹性较高

出行政策逐步放宽，旅企业绩反弹潜力高。自 2020 年疫情以来，国内多次执行跨省游熔断机制，出境游基本处于停滞状态。主营组团游、出境游的企业业绩腰斩，截至 22Q3，以众信旅游、岭南控股为代表的企业营收尚不足 19 年同期的 20%，恢复空间较大。当前随着海外出行逐步放开，我国也逐步放宽对出入境人员的管控措施，提前进行境外业务布局的企业有望实现业绩快速反弹。

图表 78.各公司营收及归母净利润

公司	2022Q1-3 营业总收入（亿元）	2022Q1-3 营收 yoy（%）	2022Q1-3 归母净利润（亿元）	2022Q1-3 归母 yoy（%）	2022Q3 营业总收入（亿元）	2022Q3 营收 yoy（%）	2022Q3 归母净利润（亿元）	2022Q3 归母 yoy（%）
众信旅游	2.75	(45.34)	(1.32)	35.84	1.49	(21.96)	(0.51)	38.24
岭南控股	8.54	(28.33)	(0.96)	2.99	4.80	4.80	0.04	205.16

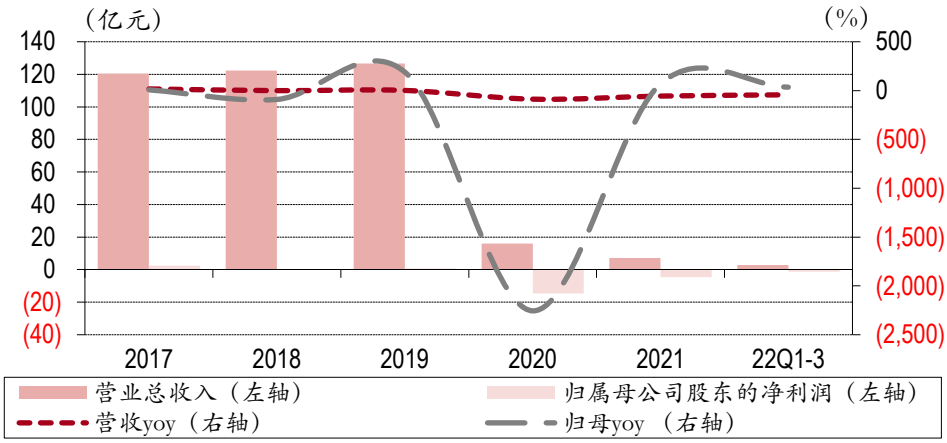
资料来源：ifind，中银证券

众信旅游

业绩仍受疫情影响，降本控费亏损缩窄。22Q1-3 公司共实现营收 2.75 亿元，yoy-42.26%，归母净利润为-1.32 亿元，yoy+35.84%；22Q3 实现营收 1.49 亿元，yoy-18.81%，实现归母净利润-0.51 亿元，yoy+38.24%，疫情扰动仍是公司业务发展受阻和业绩难以恢复的主要原因。前三季度公司继续精简各项开支，22Q1-3 销售费用、管理费用分别同比下降 38.50%、39.75%，其中 22Q3 销售费用率、管理费用率分别为 25.74%、15.37%，较去年同期分别减少 1.67pct、2.18pct，费用管控下实现亏损收窄。

业务转型适应新常态，出境游放宽有望恢复主营。在周边游和宅酒店旅游概念兴起的背景下，公司不断开拓新领域，在周边游、高端国内游、康养休闲游、亲子游、旅游直播、跨境电商、免税等等方向布局，如推出“优享民宿”品牌、打造亲子自然教育农场、投资 MCN 机构“众信方舟”、与中免集团、王府井免税签署战略合作协议、一龄医疗集团合作打造爱乐活跨境免税大药房、和阿里共同打造旅游分销平台系统等以满足疫情影响背景下的业务发展需求，有助于公司扩大业务涉猎面，提升未来业绩恢复预期。伴随赴港澳政策放宽、国际航线恢复和增班，出境游市场加速修复，有望恢复公司主营业务，实现业绩快速反弹。

图表 79.众信旅游营收、归母净利润变化



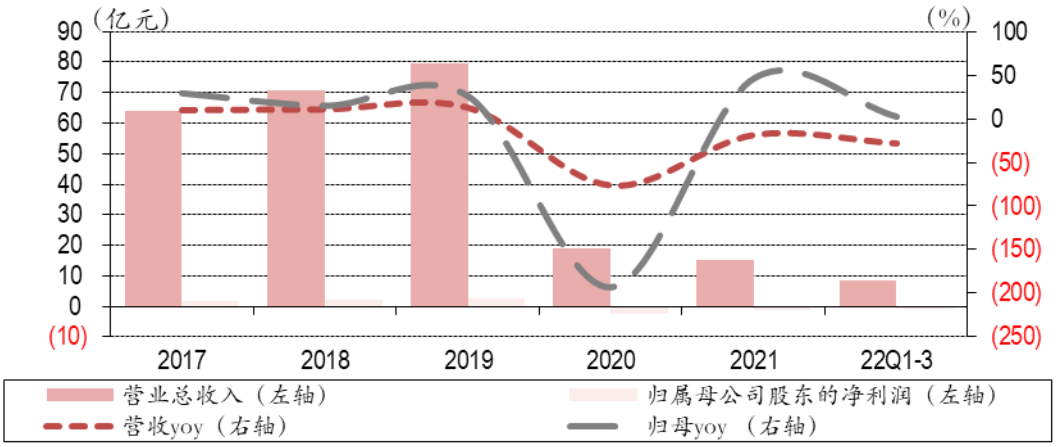
资料来源：公司公告，中银证券

岭南控股

Q3 业绩实现扭亏，费用率有所改善。22Q1-3 公司实现营收 8.54 亿元，yoy-28.33%；实现归母净利润-0.96 亿元，yoy+2.99%；其中 Q3 实现营收 4.80 亿元，yoy+4.80%；实现归母净利润 0.04 亿元，yoy+205.16%；实现扣非归母净利润-0.02 亿元，yoy+70.28%。公司贯彻“智慧+”战略并加快数字化转型步伐，加强业务中台和数据中台数据联动，前三季度公司研发费用为 658.40 万元，yoy+24.27%。在数字化赋能以及内部优化的背景下，Q3 公司销售费用率为 8.24%（yoy-2.02pct）、管理费用率为 13.77%（yoy-1.36pct），费用率有所改善。

出境游市场复苏释放信号，利好业绩修复。赴港澳防疫政策放宽叠加国际航线加速修复，为出境游市场复苏传递积极信号；国内精准防疫政策落地有望提升游客出行意愿与信心，助推跨省组团游市场恢复。公司积极把握消费新动向，拓展布局国内酒店及国际旅游岛+自由贸易港等海外航旅业务，有望抓住未来新的业务增长点，把握市场复苏先机，看好疫后业绩高弹性恢复。

图表 80.岭南控股营收、归母净利润变化



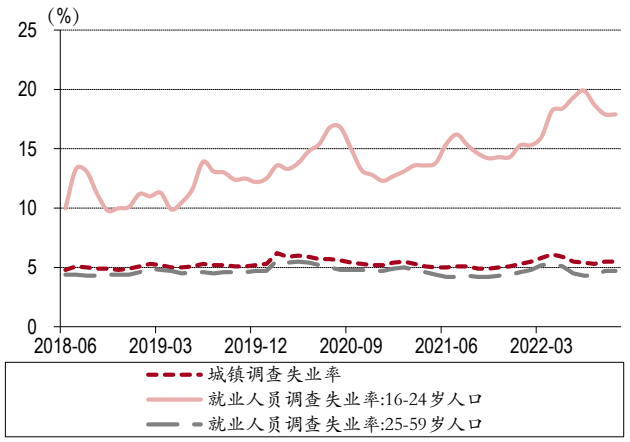
资料来源：公司公告，中银证券

7 人服：就业市场压力仍存，行业发展空间较大

人服行业：就业压力略有好转，行业发展空间较大

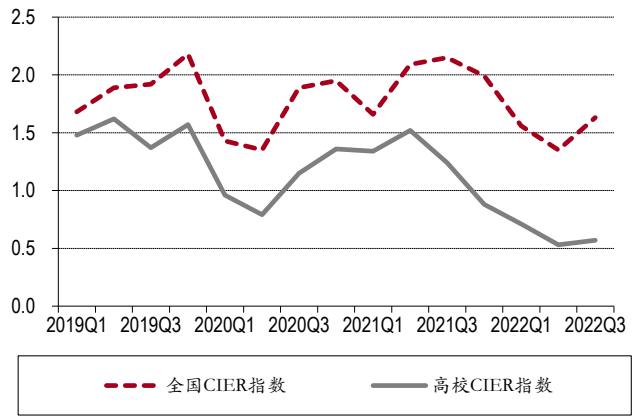
景气指数回升，青年失业率略降低。据国家统计局数据显示，7-10 月 16-24 岁人口失业率分别为 19.9%、18.7%、17.9%、17.9%，自 7 月份后青年就业情况有所好转。据智联招聘公布的《2022 年三季度高校毕业生就业市场景气报告》显示，Q3 就业市场供需两端均减少，景气指数从 Q2 的 1.35 增加至 1.63，Q3 高校毕业生 CIER 指数为 0.57，自 Q2 最低点之后出现反弹，分月份来看，7、8 月份以来高校毕业生景气指数见底回升，但 9 月份新一届毕业生进入求职市场，供给侧明显承压。

图表 81.Q3 青年就业情况略有好转



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 82.高校毕业生 CIER 指数仍处低位



资料来源：智联招聘，中国就业研究所，中银证券

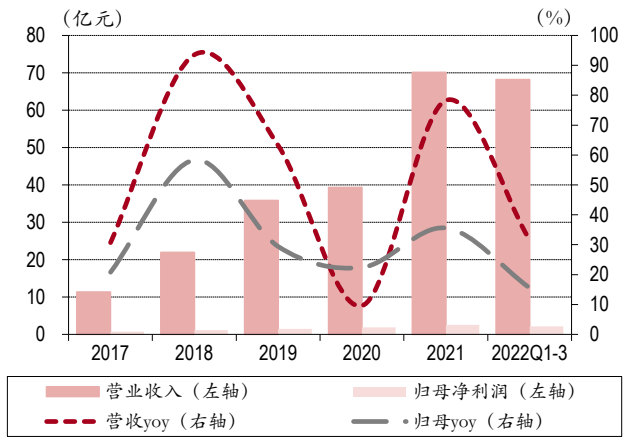
注：CIER 指数=市场招聘需求人数/市场求职申请人数

数字技术发展引发雇佣关系转变，人服企业大有可为。随着互联网行业和平台经济兴起，创造出多种新型就业形态，如服务众包、兼职工作、多职业、平台零工、岗位外包等，且引发了雇佣关系的转变。面对企业数字化转型的新需求，人力资源服务公司业务更加多元。同时，互联网经济发展下，零工经济、线上娱乐等职位增长迅猛。针对大量的新兴职位，市场供需匹配度有待提高，人力资源服务行业或将有较大发展潜力赋能就业供需两端。二十大报告中提出“实施就业优先战略，强化就业优先政策”，随着市场需求的不断迭代和供需匹配的需要，加以政策的指引与支持，国内人服行业仍有较大发展空间。

科锐国际

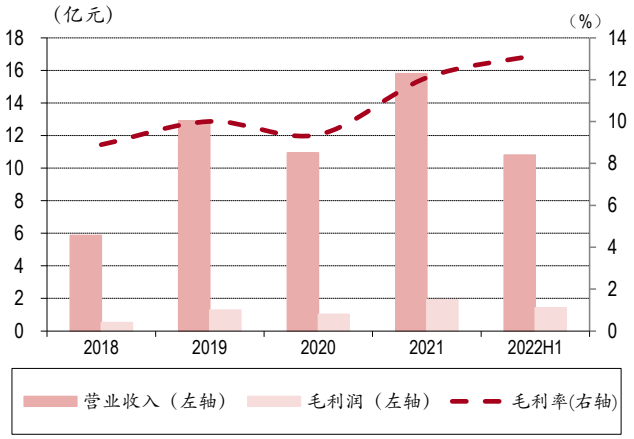
疫情高压下经营仍具韧性，海外业务持续扩张。22Q1-3 公司实现营收 68.18 亿元，yoy+31.63%；实现归母净利润 2.17 亿元，yoy+15.54%；实现扣非归母净利 1.92 亿元，yoy+14.58%，其中 Q3 实现营收 24.11 亿元，yoy+19.18%；实现归母净利润 0.86 亿元，yoy+0.86%。整体来看公司收入增长性与盈利性均表现出良好的韧性，三季度业绩维持正向增长。其中海外市场业务活跃，Q1-3 大陆以外收入占集团营收 25.70%，海外分支英国 Investigo 公司增长强势，Q1-3 营收超过 16.63 亿元，yoy+65.56%，其中中高端人才访寻业务增长 40.85%、灵活用工业务增长 71.29%、战略及数字化咨询业务增长 62.49%。

图表 83.科锐国际营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 84.科锐国际海外业务营收、毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

8 2023 年度投资策略

免税&零售：市场扩容再注活力，中免龙头地位稳固。Q3 海南再遭疫情冲击，离岛免税经营承压。新海港免税城开业叠加双十一活动季，整体销售大幅升温。当前高端消费延续回流趋势，离岛、机场等渠道有望在疫后迎来集中恢复，卡位优势及议价能力仍是竞争重点，龙头企业地位稳固，一超多强局面有望维持。**推荐坐享规模、渠道、区位等多重利好的龙头中国中免，建议关注新项目即将落地的王府井。**商品零售有望在消费意愿提升后获得机遇，**推荐具有生活及高频消费属性的豫园股份。**

酒店：行业加速出清，供给格局改善。疫情加速酒店行业出清，供需格局不断改善，中高端品牌优势显现。随着疫情缓和，2023 年可能进入拓店及业绩恢复高增速阶段。在连锁化、高端化、目的地化的趋势下，龙头酒店疫后有望享受市场红利，RevPAR 恢复是后续关注重点。**推荐行业龙头锦江酒店、首旅酒店；深耕中高端领域规模拓展空间较大的君亭酒店。**

餐饮：本地消费需求稳定，行业修复已入进行时。餐饮行业消费半径较小，本地化属性使得其恢复进程较为领先。宴会集会等需求刚性，疫后有望集中释放。长期来看，连锁化仍为行业发展重要推力，餐企加速冲刺上市有望丰富市场。**推荐传统与创新业务均衡发展的同庆楼。**

旅游&景区：政策放宽行业迎利好，产能扩张贡献新增量。（1）景区演艺层面，伴随着出行政策边际放宽，各公司业绩有望逐步修复。部分景区逆势扩张增加产能供给，修炼内功降本增效，疫后兼具修复高弹性和成长潜力。此外国门开启可造成景区分流，优质资源景区仍会获得市场青睐，入境旅游或受部门及政府支持，传递中国形象、历史文化、地方特色的景区有望受益。**推荐专注于一站式服务的天目湖，迎合沉浸式旅游需求的宋城演艺，新项目即将落地的中青旅，IP 加持主题乐园的海昌海洋公园，具有自然资源属性的丽江股份，兼具冰雪旅游政策利好与优质资源的长白山。**（2）出境游层面，旅游综合服务商业绩受损严重，恢复空间较大。随着出入境政策的放开，出境需求有望从外交、商旅、留学等刚性需求开启，并逐步过渡至旅游需求。**推荐有望获得国门开启带来业务恢复的众信旅游、地处粤港澳大湾区且具有资源优势的岭南控股。**

人服：就业市场压力仍存，行业发展空间较大。Q3 国内青年失业率有所好转，经济疲弱下整体就业压力仍较大，灵活用工等抗周期属性业务表现较佳。新型就业形态下催生出新兴职位，市场供需匹配度有待提高，人服行业仍有较大发展潜力。**推荐疫情下彰显业绩韧性并大力发展灵活用工业务的行业龙头科锐国际。**

风险提示

居民消费意愿恢复不及预期：若宏观经济下行，将挫伤居民的收入水平和消费意愿，进而影响消费行业整体的恢复。

疫情反复致行业复苏不及预期：当前国内疫情暂时得到控制，但仍存在反弹风险。疫情反复将影响居民出行，抑制线下消费需求，免税、酒店、餐饮、旅游等行业都将持续承压。

政策落地及执行不及预期：政府出台多项促消费及纾困政策，文旅部放宽跨省旅游限制，目前各地方政策也陆续落地，若后续各项政策未按计划执行，效果将低于预期。

附录图表 85.报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2021A	2022E	2021A	2022E	(元/股)
601888.SH	中国中免	买入	204.92	4,216.61	4.94	3.88	43.59	52.81	23.29
300662.SZ	科锐国际	买入	45.70	89.95	1.35	1.50	35.62	30.47	11.11
603136.SH	天目湖	买入	29.03	54.08	0.28	0.20	105.01	145.15	6.29
300144.SZ	宋城演艺	买入	14.24	372.33	0.12	0.05	118.15	284.80	2.93
002033.SZ	丽江股份	增持	10.91	59.95	(0.07)	0.07	(158.58)	155.86	4.44
600138.SH	中青旅	增持	13.93	100.83	0.03	(0.06)	474.88	(232.17)	8.54
600754.SH	锦江酒店	增持	54.55	519.99	0.00	0.19	580.11	287.11	15.44
605108.SH	同庆楼	增持	32.80	85.28	0.00	0.53	59.20	61.89	7.62
600258.SH	首旅酒店	增持	23.63	264.39	0.06	(0.09)	474.86	(262.56)	9.61
301073.SZ	君亭酒店	增持	70.27	84.89	0.56	0.44	229.95	159.70	3.91
603099.SH	长白山	增持	9.90	26.40	(0.19)	(0.12)	(51.15)	(82.50)	3.53
002707.SZ	众信旅游	增持	8.82	81.52	(0.46)	(0.32)	(17.55)	(27.56)	0.36
000524.SZ	岭南控股	增持	10.56	70.77	(0.19)	0.10	(55.38)	105.60	3.16
600859.SH	王府井	未有评级	26.50	300.79	1.36	0.65	22.44	40.68	17.04
2255.HK	海昌海洋公园	增持	1.62	131.45	0.21	(0.05)	12.72	(29.31)	0.43
1179.HK	华住集团-S	未有评级	32.95	1,060.39	(0.15)	(0.25)	(186.45)	(121.16)	2.70

资料来源：万得，Bloomberg，中银证券

注：股价和市值为 2022 年 12 月 5 日收盘价，港股股价和市值单位为港币，未评级公司盈利预测来自万得/彭博一致预期，人民币与港币汇率为 1:0.90

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371