

云开雨霁，向阳出发

——社会服务业 2023 年投资策略

核心观点：

● 海外复苏量在价先，消费倾向随疫情常态化修复

通过复盘全球复苏路径，我们发现虽然放开后第一波感染高峰可能带来基本面的反复，但各国出行及线下消费服务业基本在放开后 4-6 个季度即可恢复至接近疫情前水平。与此同时，受益于财政和货币政策配合，欧美居民储蓄率已回归至疫情前水平，这意味着居民的消费意愿并未明显受到疫情带来的“后遗症”影响。

● 国内复盘：预期拐点确立，复苏有望与成长共振

受前三季度疫情形势日趋复杂，出行消费服务板块基本面持续下行。但与此同时，随着 Omicron 毒性逐步减弱，防疫政策的优化呈现“小步走、不停步”特征，市场逐步对防疫政策的显著转向给予较高预期，持续推动板块估值修复。**从估值修复情况看：**目前板块内多数公司 2023 年估值水平高于 2019 年，主要反映行业龙头依托竞争优势，在疫情期间进行的逆势扩张有望于疫后收获市场份额提升带来的成长红利，但仍有部分公司如中国中免在切换至 2023 年后，预期市盈率低于 2019 年同期水平。

● 2023 年投资策略：

伴随防疫政策转向，2023 年将成为中国社会进入社会生活、生产正常化的过渡期。在此预期拐点确立基础上，我们认为投资视角需要从政策调整提供的 β ，转向企业自身商业模式、竞争优势、成长空间、估值等多个维度。结合前文对海外行业复苏路径的复盘，以及自上而下的政策导向，我们重点推荐：

(1) 免税：扩内需抓手，客流恢复+竞争改善驱动估值修复。中长期逻辑不变，未来伴随客流恢复，龙头盈利能力有望快速修复，同时在政策和竞争格局等维度预计仍有潜在变化。推荐中国中免、海汽集团、王府井、海南发展、格力地产，产业链上游推荐上海机场、白云机场、海南机场。

(2) 会展：经济发展助推器，政策鼓励、成长启航。防疫政策放宽，叠加政府稳经济、促外贸政策支持，内展、外展公司业绩均将迎来确定性反转。推荐高成长的米奥会展、强资源禀赋的兰生股份。

(3) 酒旅餐饮：业绩弹性显著，重点看好强品牌势能回归、新刚需赛道。餐饮酒旅最直接受益疫情防控放宽，头部公司依托品牌势能和运营效率提升，有望迎接量价齐升。此外，后疫情时代以新中式快餐、咖啡为代表的新刚需品类具备更广阔的成长空间。推荐九毛九、海伦司、同庆楼、奈雪的茶-S、天目湖、众信旅游、中青旅、宋城演艺。

(4) 教育、人服：科教兴国，人才先行。二十大报告中强调“科教兴国”、“就业优先战略”，教育信息化装备、职业培训、人力资源服务相关需求有望上升。推荐科锐国际、人瑞人才、传智教育。

风险提示：(1) 放开后疫情扩散导致感染人数大幅攀升；(2) 宏观经济下行；(3) 市场竞争加剧；(4) 自然灾害等不可抗力。

社会服务行业

推荐(维持)

分析师

顾熹闽

☎: 18916370173

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

相关研究

【银河社服】行业周报：政策边际改善预期驱动，继续把握出行链机会

【银河社服】行业周报：三亚放宽上海旅客来(返)限制，海南机场客流持续回升

【银河社服】九毛九动态跟踪：收购土地推进火锅供应链建设，关注第三曲线怂火锅开店进展

目 录

一、海外复苏路径：因私需求恢复较好，居民消费意愿未受明显抑制	2
（一） 全球解封后需求恢复迅速，因私相对好于商旅	2
（二） 美国：防疫调整领先+政策刺激，服务消费修复强劲	6
（三） 欧洲：餐饮酒店基本恢复至疫前水平，航空业恢复程度达 80%	10
（四） 亚洲：政策调整晚于欧美，本地消费复苏领先	13
二、2022 年国内复盘：政策转向阶段，复苏预期抬升驱动板块脉冲修复	21
（一） 防控政策趋严，前三季度基本面下行	21
（二） 外部扰动经营承压，但头部企业仍保持一定韧性	23
（三） 对比 2019 年，估值修复几何？	32
三、2023 年投资策略：政策拐点确立，高质量发展提供结构性成长机遇	37
（一） 免税：内需抓手，空间清晰、格局稳固	38
（二） 酒旅、餐饮：信心回升，关注开店进展+细分市场新机遇	40
（三） 会展：困境反转+政策鼓励，疫后有望迎接新成长	42
（四） 教育、人服：科教兴国，人才先行	43
（五） 重点公司盈利预测与估值水平	45
四、风险提示	46

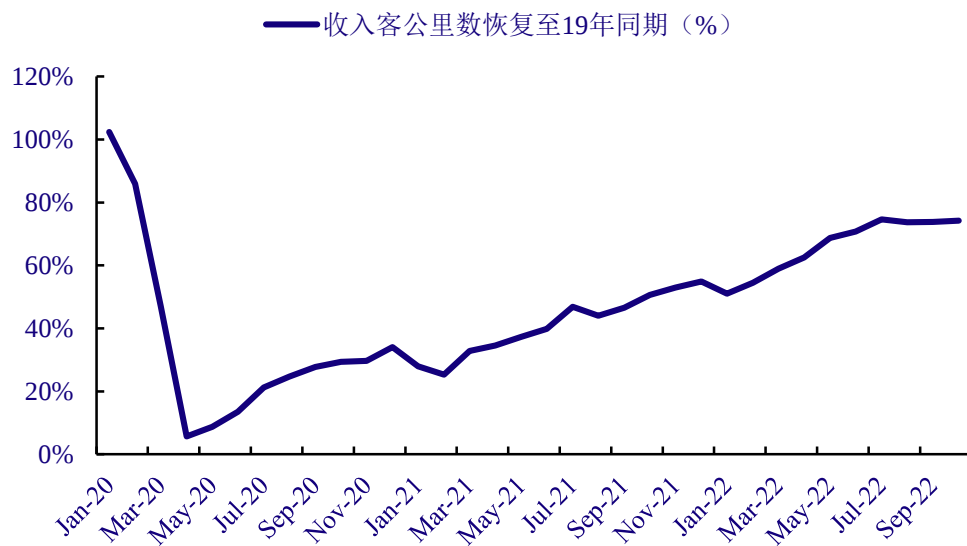
一、海外复苏路径：因私需求恢复较好，居民消费意愿未受明显抑制

通过复盘海外主要国家复苏路径，我们发现 2021-2022 年海外陆续解封后，出行、消费相关需求的趋势性回升是普遍发生的事实。从恢复时长看，多数国家相关行业在经历 4-6 个季度后可恢复至接近疫情前水平，部分国家受益于强政策刺激+通胀上升，表现甚至可以超出疫情前。更为重要的是，我们发现较早放开的美国、欧洲国家储蓄率逐步向疫情前回归，反映消费意愿并未受到疫情带来的永久性影响。但同时需要注意的是，海外放宽防疫措施后的第一波疫情高峰均导致行业恢复率出现阶段性倒退。映射至国内，我们需要警惕这一过程对行业、公司的基本面和估值带来的阶段扰动。

（一）全球解封后需求恢复迅速，因私相对好于商旅

全球航空出行自 2021 年以来快速恢复，若剔除中国影响预计已接近疫情前水平。全球航空业恢复较快阶段主要集中在 2021 年 3-12 月，以及 2022 年 3-7 月，主要因美国、欧洲两大区域逐步放宽疫情管制措施，截止 2022 年 7 月，全球航空业 RPK 已快速恢复至 2019 年同期约 75%，如果考虑中国未放宽入境及国际客运航班的影响，预计全球航空业已复苏至接近疫情前水平。

图 1：全球航空收入客公里数恢复情况

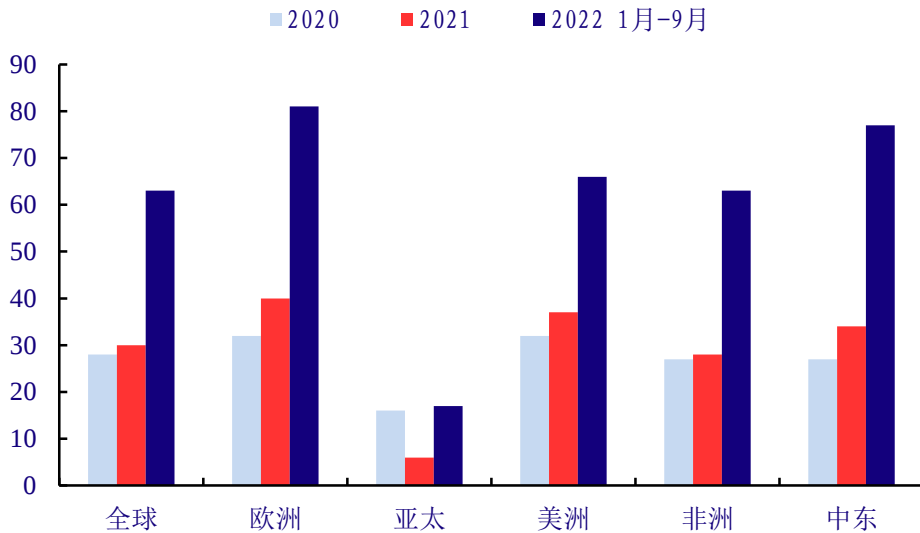


资料来源：IATA，中国银河证券研究院整理

欧美带动全球跨境出行复苏，今年前三季度已恢复至疫前 80%，亚太地区恢复程度仅与 20 年持平。2020 年，全球国际旅客人数维持在疫前 30%左右的水平上，经过两年的复苏，目前已恢复至 60%。欧洲地区由于 2022 年 2 月放宽入境措施，3 月部分国家取消大部分防疫措施，Q3 就已恢复至 2019 年同期 80%。亚洲主要国家对入境要求较严格，因此恢复程度最为缓慢，目前仅与 2021 年持平。美洲、非洲和中东也在放宽疫情管控过程中，实现国际旅客人数的加速

复苏,于今年9月分别达到疫情前66%、63%和77%。总体来看,除亚太地区以外,其他地区正快速修复。

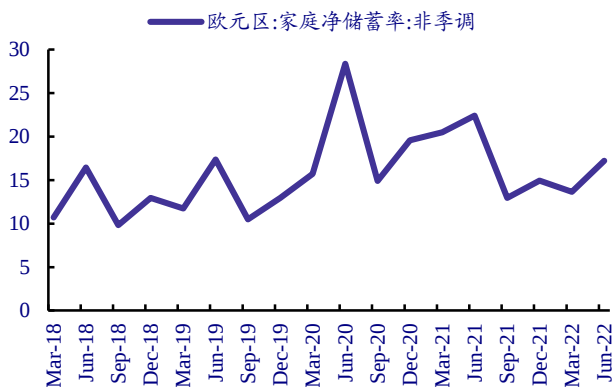
图2: 主要地区国际旅客人数恢复情况(%)



资料来源: UNWTO, 中国银河证券研究院整理

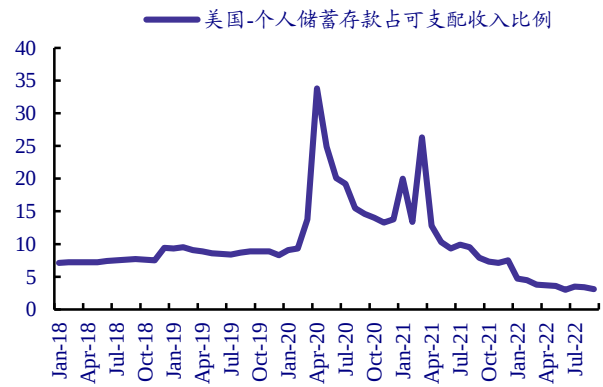
从边际消费倾向看,放宽管控措施带来的乐观预期,驱动欧美居民储蓄率恢复至疫情前水平。从欧元区、美国居民储蓄率情况看,储蓄率均显著跟随着防疫政策逐步放松回落,叠加政府更加积极的财政、货币政策驱动经济快速恢复,欧元区、美国居民的储蓄率已降低至疫情前水平。

图3: 2018-2022 年欧元区家庭净储蓄率变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 2018-2022 年美国个人储蓄存款占可支配收入比例

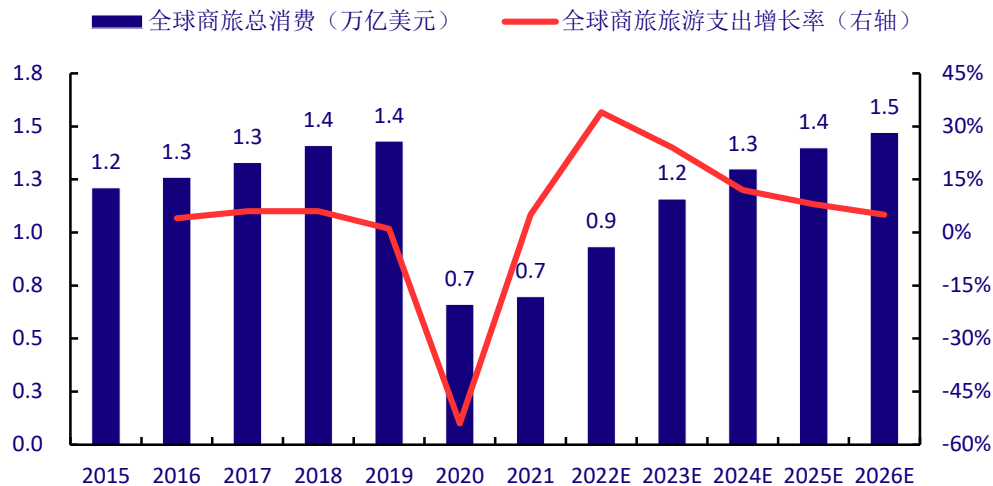


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

商旅: 疫情只是部分影响因素,战争、经济周期等因素导致商旅消费复苏较为缓慢。据全球商务旅行协会,受益于各国放宽防疫政策,预计2022年全球商旅总消费有望较2020-2021

年快速修复，约为疫情前 70% 水平，但。但同时修复至 2019 年水平仍需等到 2024 年，主要因全球宏观仍受俄乌战争、能源价格上升等周期性因素影响。

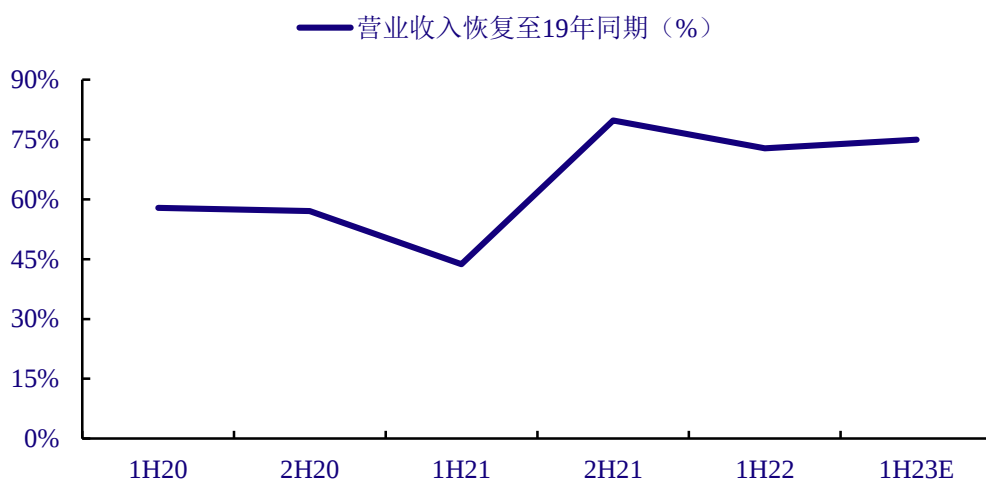
图 5：全球商旅旅游恢复情况



资料来源：GBTA BTI，中国银河证券研究院整理

会展龙头英富曼业务自 21 年下半年开始快速恢复，目前已恢复至 2019 年同期 70%。从全球最大会展公司英富曼经营请看，公司于 2021 年下半年开始营业收入出现明显的加速恢复迹象，主要是与美国和欧洲部分主要国家于 2021 年下半年相继宣布调整防疫政策相关。根据 UFI 预计，至 2023 年上半年全球会展行业大部分市场收入可恢复至疫情前同期的 75% 或更高，未来全行业的进一步恢复需关注中国市场何时恢复。

图 6：Informa 营业收入恢复情况

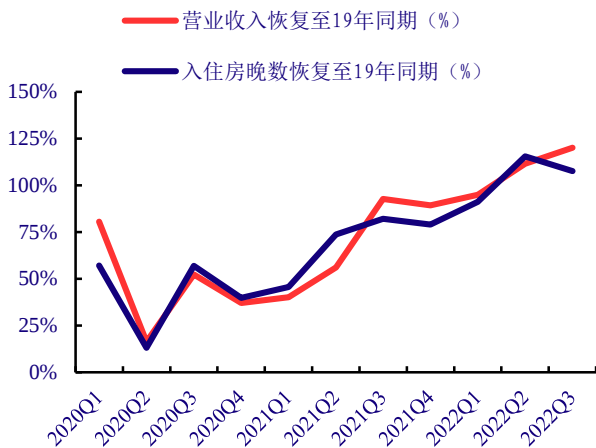


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

OTA 平台营收历经 6 个季度修复，目前已超疫情前同期水平。截止 22Q3，OTA 龙头 Booking、

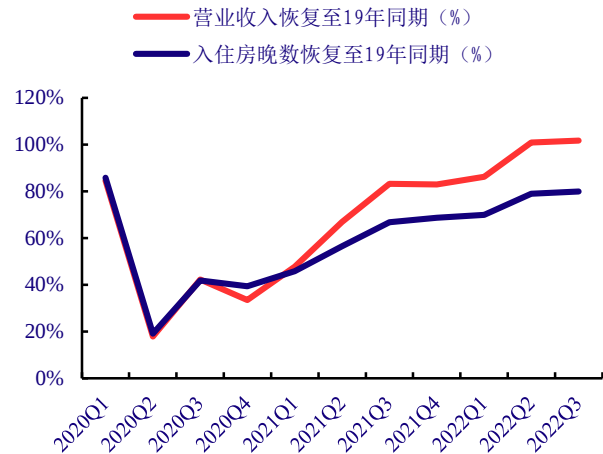
Expedia 营业基本与疫前持平甚至超出，但入住房晚数恢复相对滞后，主要因价格因素在复苏期间的贡献更高。

图 7: Booking 营业收入、入住房晚数恢复情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

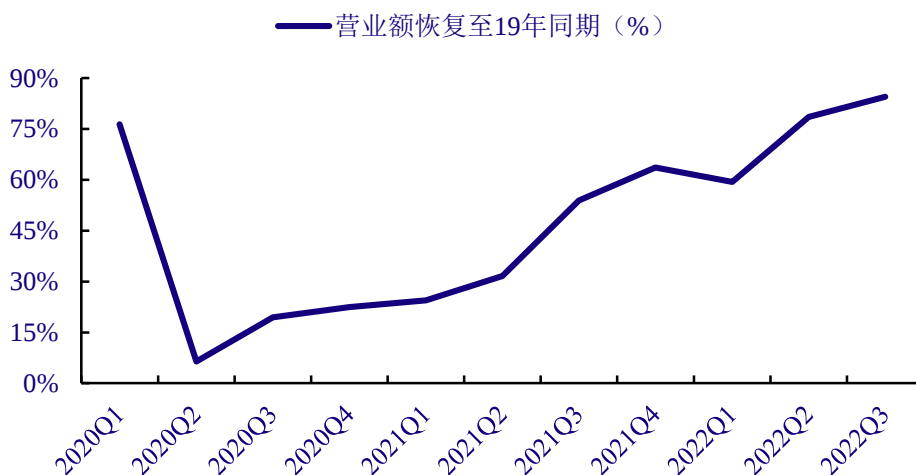
图 8: Expedia 营业收入、入住房晚数恢复情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

全球旅游零售龙头 Dufry 营收恢复至疫情前 85%，恢复时间约 6 个季度。从更加直接反应因私消费需求的旅游零售行业情况看，伴随欧美于 2021 年 Q3 开始陆续放宽旅行禁令，Dufry 营收恢复率由 2021 年 Q2 的 30%快速恢复至 2022 年 Q3 的 85%。由于亚太地区于 2022 年上半年才开始逐步放松国际出行，尤其是中国仍未解除出入境防疫限制，Dufry 实际的复苏情况可能要好于表观数据。

图 9: Dufry 营业收入恢复情况

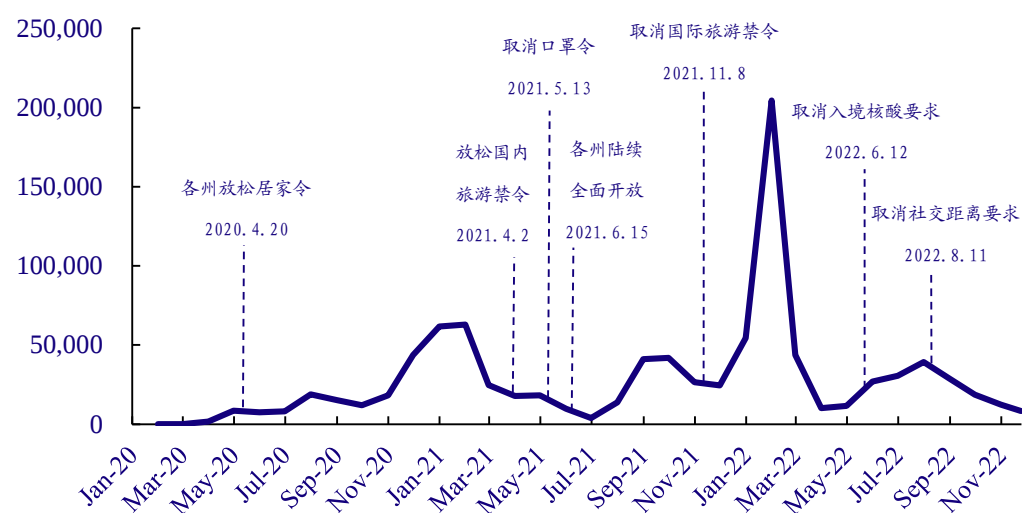


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

（二）美国：防疫调整领先+政策刺激，服务消费修复强劲

防疫政策调整节奏全球领先，2021 年底已接近实质开放。在 2021 年 1 月第一波疫情高峰被有效控制后，美国于同年 4-6 月先后放松国内旅游禁令、取消口罩令以及鼓励各州全面开放。鉴于其后 6 月-10 月美国新冠感染人数较为平稳，联邦政府又于 2021 年 11 月取消国际旅游禁令，实质上进入全面开放阶段。虽然随之而来的奥密克戎变异株，推动美国新冠感染人数在 2022 年达到最高值。整体而言，相关出行、线下消费服务行业在第一波放开阶段修复速率最快，但在第二波感染人数高峰阶段，恢复速率开始放慢，后续恢复进展随感染人数下降重新进入上升趋势。

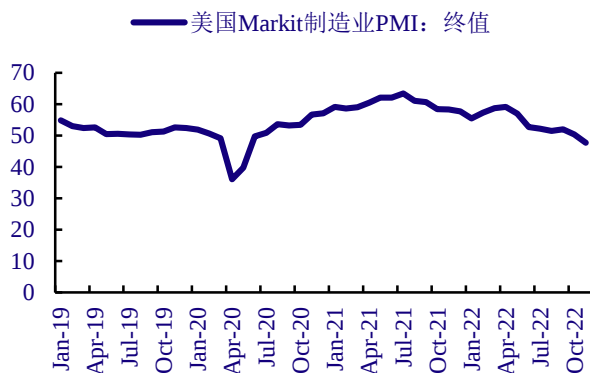
图 10：美国防疫政策调整时间点及每月确诊人数（千人）



资料来源：世界卫生组织，中国银河证券研究院整理

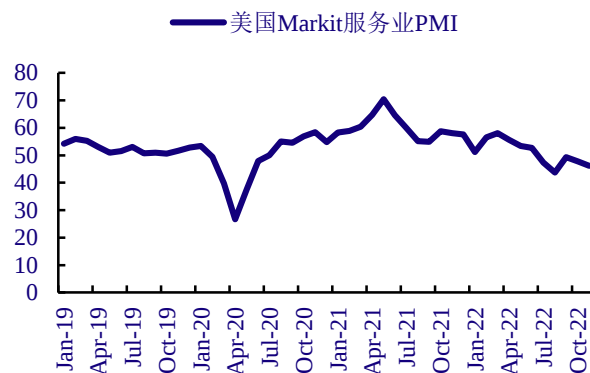
服务业 PMI 随国内管控放松逐步走高，2021 年下半年加息预期升温后开始回落。制造业方面，随着制造商和服务提供商的客户需求回升，私营部门的商业环境迅速改善，制造业 PMI 由 20 年 4 月的 36.1 跃升至 7 月的 50.9。但今年 11 月，制造业 PMI 再次低于荣枯线，达到 47.7，前景仍不容乐观。服务业方面，同样于 20 年 7 月恢复。但今年以来明显收缩，11 月已收缩至 46.2，主要原因是新订单的急剧减少。

图 11: 美国 Markit 制造业 PMI



资料来源: Choice, 中国银河证券研究院整理

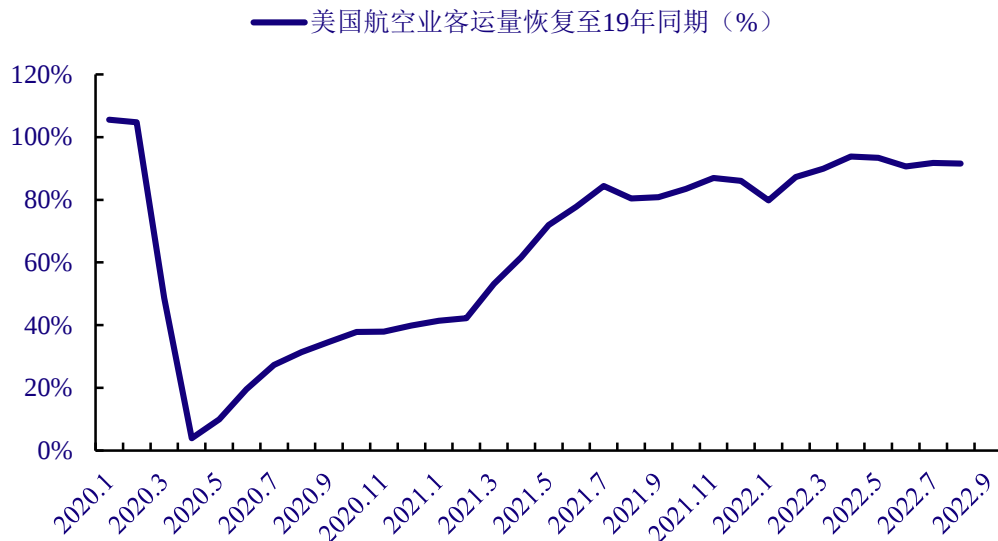
图 12: 美国 Markit 服务业 PMI



资料来源: Choice, 中国银河证券研究院整理

航空客运量自 2021 年 3 月开始快速修复, 目前已恢复至疫前 90%。从航空数据来看, 自 2021 年 4 月美国放松国内旅行禁令, 仅一个季度客运量即由疫情前的 40%恢复至 84%。而在 2021 年 11 月取消国际旅游禁令之后, 美国航空业客运量截止 22Q3 已恢复至疫情前 90%。但在 2022 年初 Omicron 感染高峰阶段, 航空客运量出现小幅放缓, 其后重新进入上升轨道。

图 13: 美国航空业客运量恢复情况



资料来源: 美国交通运输部, 中国银河证券研究院

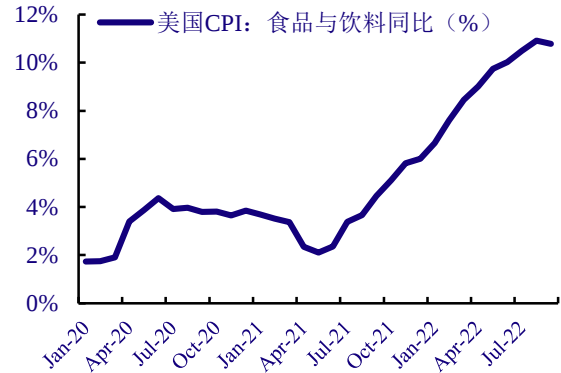
餐饮业受益需求修复+通胀上升, 但放开后在疫情高峰期易出现波动。餐饮及食品行业受益于必选属性, 事实上在 2021 年初已恢复至 2019 年同期水平。伴随 2021 年二季度开始相关政策进一步放宽, 以及美国政府实施宽松的货币政策、财政政策刺激经济, 食品相关的通胀上涨进一步推动餐饮行业进一步增长, 截止 22Q3 美国餐饮业较 2019 年同期已有 20%以上增长。但需要注意的是, 在感染人数高峰月份, 餐饮的恢复率会出现较大波动。

图 14：美国零售和食品服务销售额：食品和饮料店恢复情况



资料来源：美国商务普查局，中国银河证券研究院整理

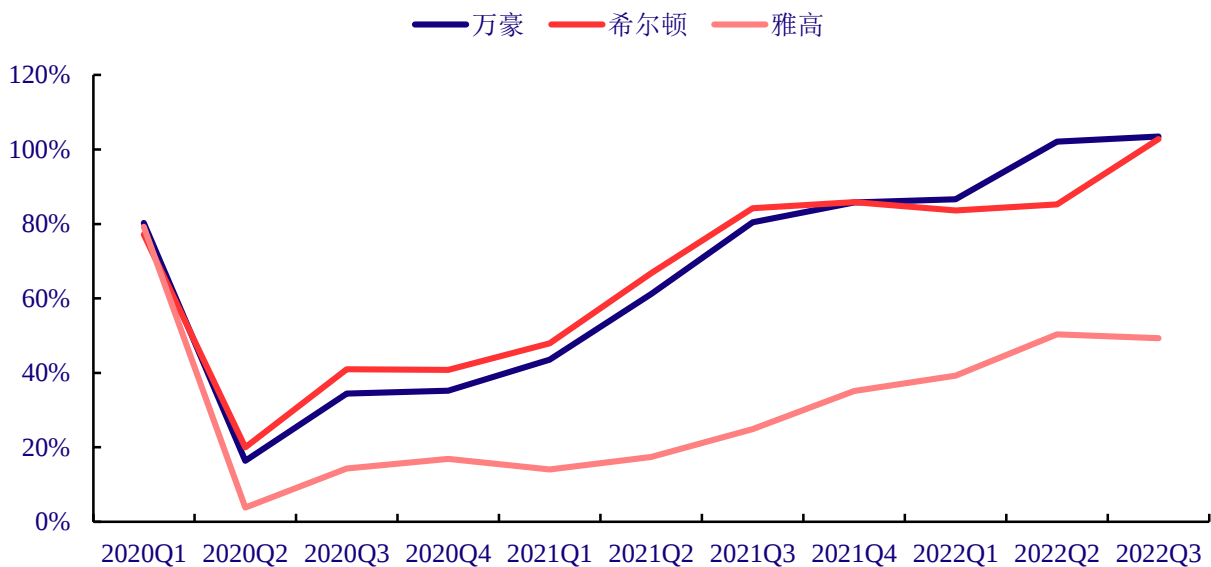
图 15：美国 CPI：食品与饮料同比（%）



资料来源：美国商务普查局，中国银河证券研究院整理

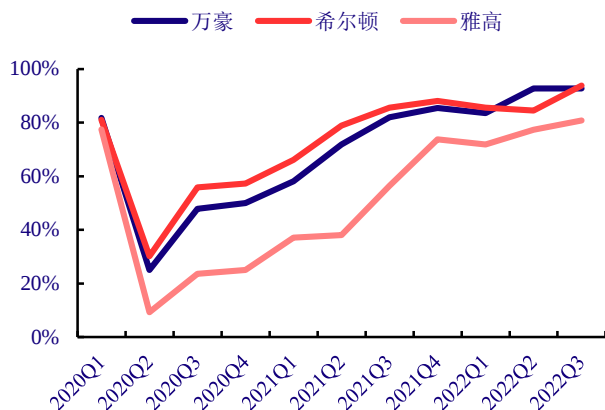
酒店业：恢复节奏与航空业相似，量、价先后推动下主要品牌表现超疫情前。美国酒店业恢复节奏与航空业基本同步，但恢复程度要好于航空业。21Q1-21Q3 复苏第一阶段，万豪、希尔顿 Revpar 由 40%恢复至 80%，主要由入住率推动。22 年进入复苏第二阶段，价格因素开始占主导，22Q3 平均房价已超过 2019 年同期，但入住率仍维持在疫情前 90%水平。分类来看，休闲旅游的强劲需求成为推动酒店业增长主要力量，此外全球疫苗的普及和政府限制的放松推动了企业的出差需求，商务旅行也回升明显。

图 16：美国地区主要酒店 Revpar 恢复情况（%）



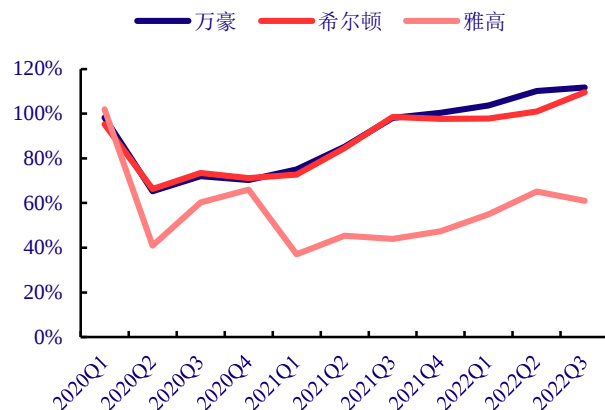
资料来源：Marriott, Hilton, Accor, 中国银河证券研究院整理

图 17: 美国地区主要酒店入住率恢复情况 (%)



资料来源: Marriott, Hilton, Accor, 中国银河证券研究院整理

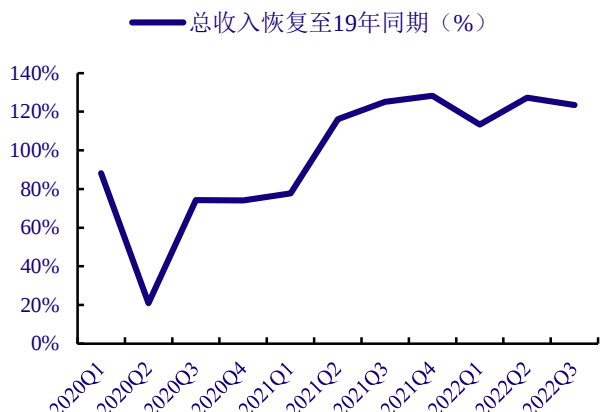
图 18: 美国地区主要酒店平均房价恢复情况 (%)



资料来源: Marriott, Hilton, Accor, 中国银河证券研究院整理

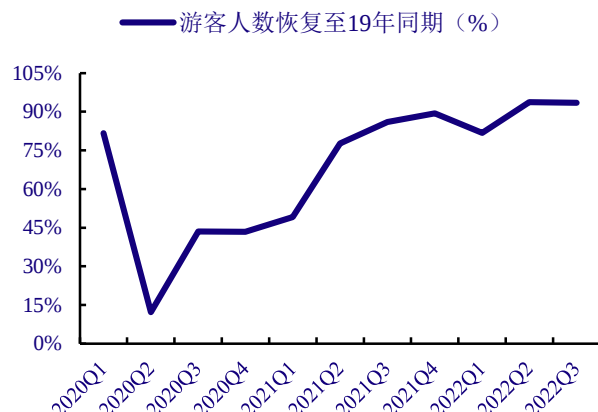
美国居民因私消费表现更强, 博彩、主题乐园收入均恢复至疫情前水平。博彩业: 恢复势头强劲, 营收已超疫前同期 24%。随着 2020 年 4 月各州放松居家令, 6 月拉斯维加斯部分赌场重新开放, 推动其在 2020 年实现“V 型”反转, 复苏至 2019 年同期 75%。2021Q2 美国取消口罩令后, 博彩业进一步加速恢复, 但在 22 年初美国 Omicron 疫情高峰阶段有所反复, 但截止 22Q3 营业收入已超过 2019 年 24%。从量价表现看, 价格仍是主要驱动因素, 拉斯维加斯的游客人数仅恢复至疫情前 90%。主题乐园恢复至疫前水平, 主要由客单驱动。美国主题乐园同样从 21Q2 开始出现快速修复, 收入于 2021 年 Q3 恢复至疫前 85%, 但游客人数恢复速度滞后于客单价, 主因入园人数受限、促销政策取消, 以及通胀压力下入园门票价格上涨有关。

图 19: 拉斯维加斯博彩业总收入恢复情况



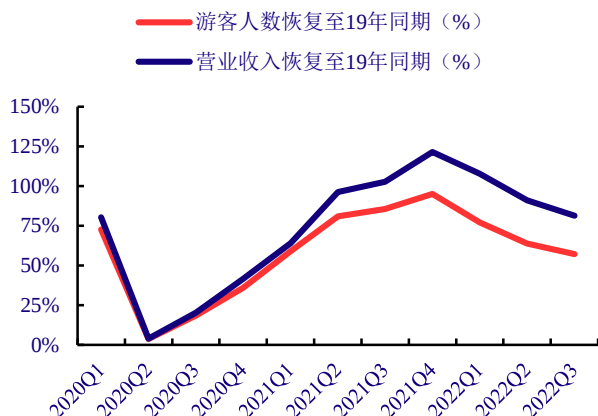
资料来源: LVCVA, 中国银河证券研究院整理

图 20: 拉斯维加斯游客人数恢复情况



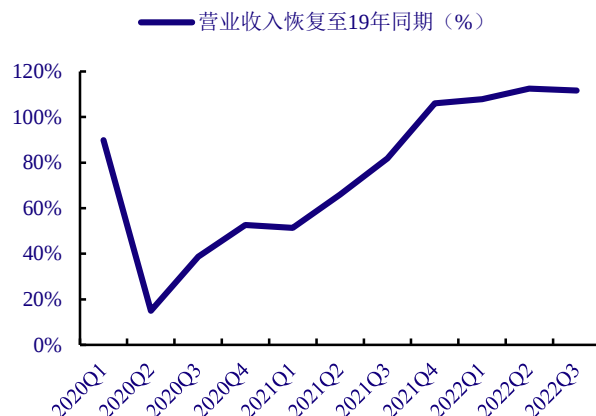
资料来源: LVCVA, 中国银河证券研究院整理

图 21：六旗乐园营业收入、游客人数恢复情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 22：迪士尼乐园营业收入恢复情况

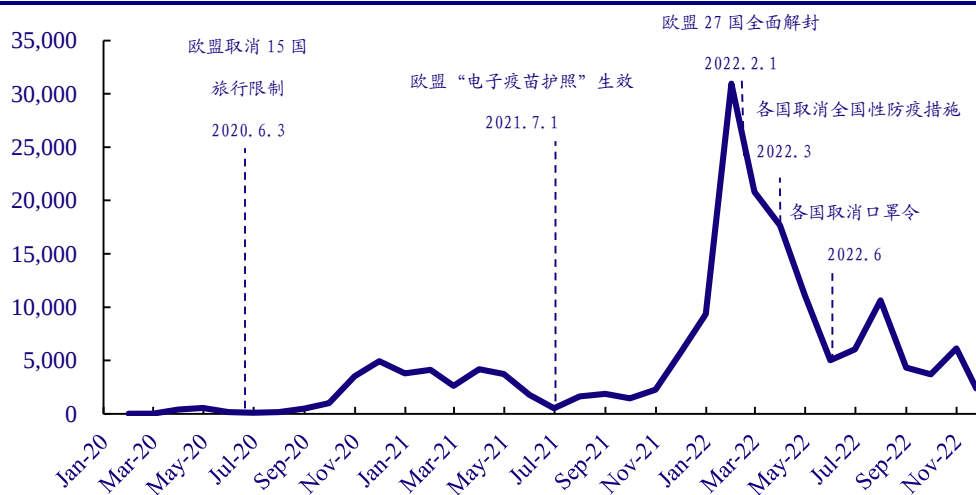


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

（三）欧洲：餐饮酒店基本恢复至疫前水平，航空业恢复程度达80%

21年中实现区域内人员流动，22年初全面解封。2020年6月3日，欧盟近半数成员国开始互相开放边界。2021年7月推出“电子疫苗护照”后，成员国之间进一步放开人员流动。2022年2-3月在度过Omicron高峰期后，欧盟27国全面解封，各国相继取消全国性防疫措施，并于6月开始取消口罩令。

图 23：欧盟防疫政策调整时间点及每月确诊人数（千人）

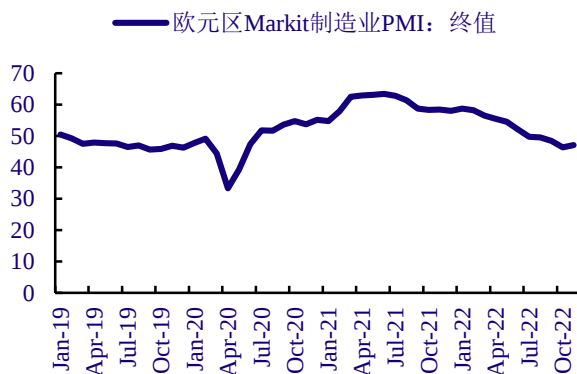


资料来源：世界卫生组织，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

服务业自2021年4月进入扩张区间，今年回落主要因欧盟面临的外部宏观环境承压。制造业方面，20年7月达到51.8，制造业缓慢恢复。21年3月跃升至62.5，但今年以来持续下跌，目前制造业PMI仅为47.1。服务业方面，恢复晚于制造业，21年4月超过临界点0.5个

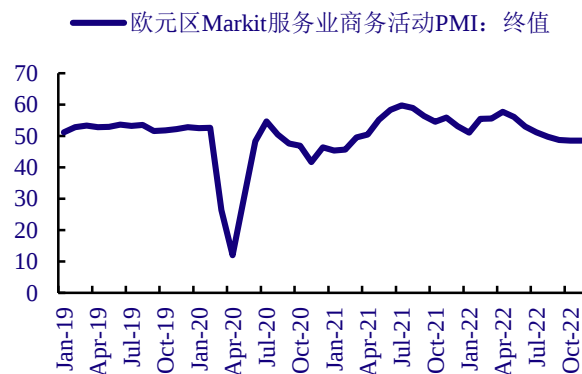
百分点，在经历一年扩张后，出现明显下跌，目前低于荣枯线 1.4 个百分点。

图 24：欧元区 Markit 制造业 PMI



资料来源：Choice，中国银河证券研究院整理

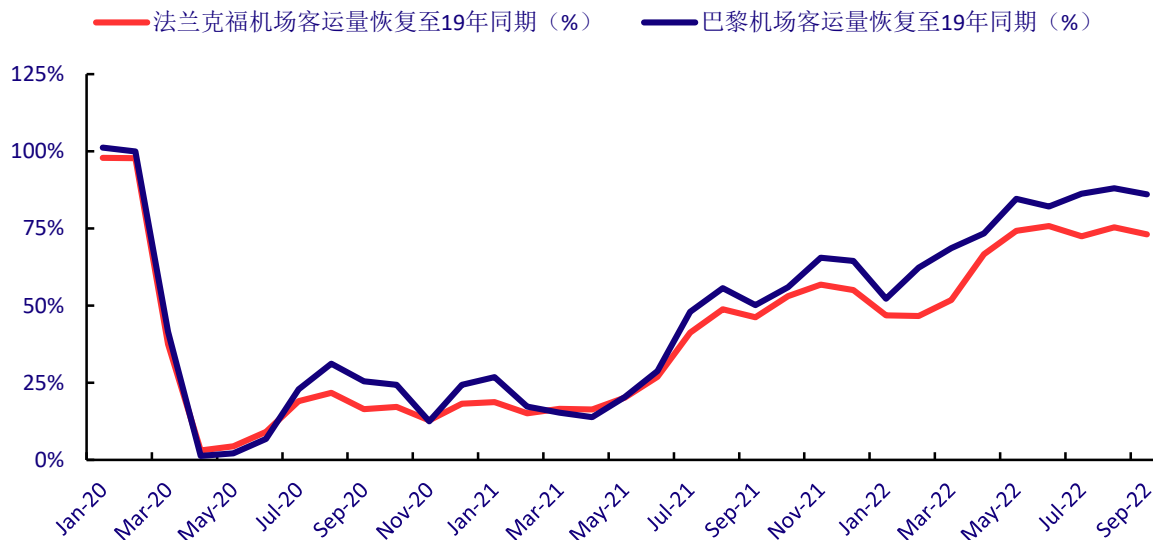
图 25：欧元区 Markit 服务业商务活动 PMI



资料来源：Choice，中国银河证券研究院整理

航空业于 21 年中期恢复区内开放后快速修复，目前恢复至疫前同期八成。2021 年中，伴随欧盟多国推出“新冠通行证”，实现区域内人员自由流动后，欧洲主要航空枢纽客运量由疫情前的 20%快速恢复至 60%，用时约 2 个季度。2022 年 2 月，随着欧盟大幅放宽跨国限制措施，客运量三个月之内加速恢复至 80%左右。截止今年 9 月，法兰克福、巴黎机场客运量已恢复至疫情前同期 85%。

图 26：欧洲主要机场客运量恢复情况

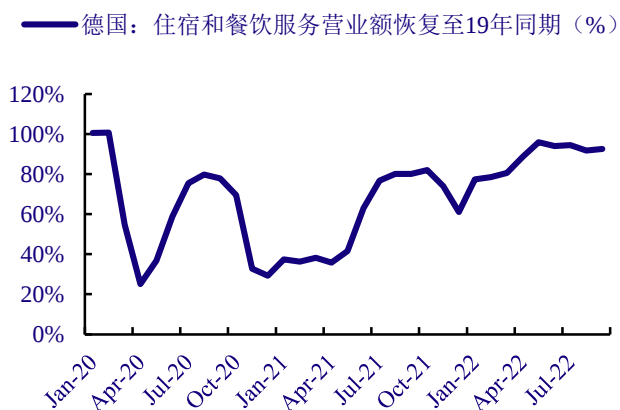


资料来源：法兰克福机场集团，巴黎机场集团，中国银河证券研究院

餐饮业：已恢复至疫前水平，放开后在疫情高峰易出现波动。欧盟餐饮业在遭受疫情冲击后，于 2021 年 Q3 快速回升至疫情前同期水平，主因同年 4 月欧盟部分国家重开餐饮业，需求回弹。零售销售指数在 2021 年 Q3 明显增长，主要得益于 9 月部分国家放宽新冠防疫措施。尽管目前欧盟餐饮行业零售销售指数已恢复至疫前水平，但消费价格指数增长显著，尤其今年最

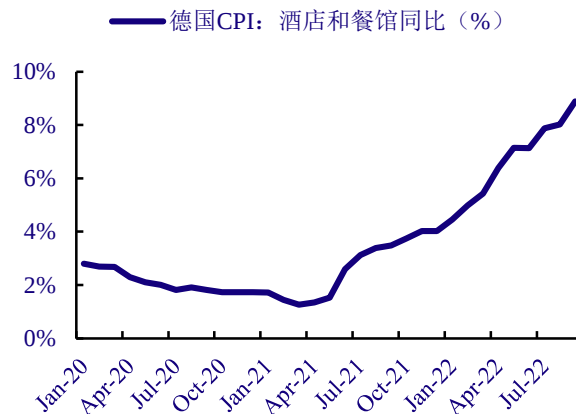
高已经达到 118。因此，欧盟餐饮行业实际恢复情况可能被高估。

图 27：德国住宿和餐饮服务营业额恢复情况



资料来源：德国统计局，中国银河证券研究院整理

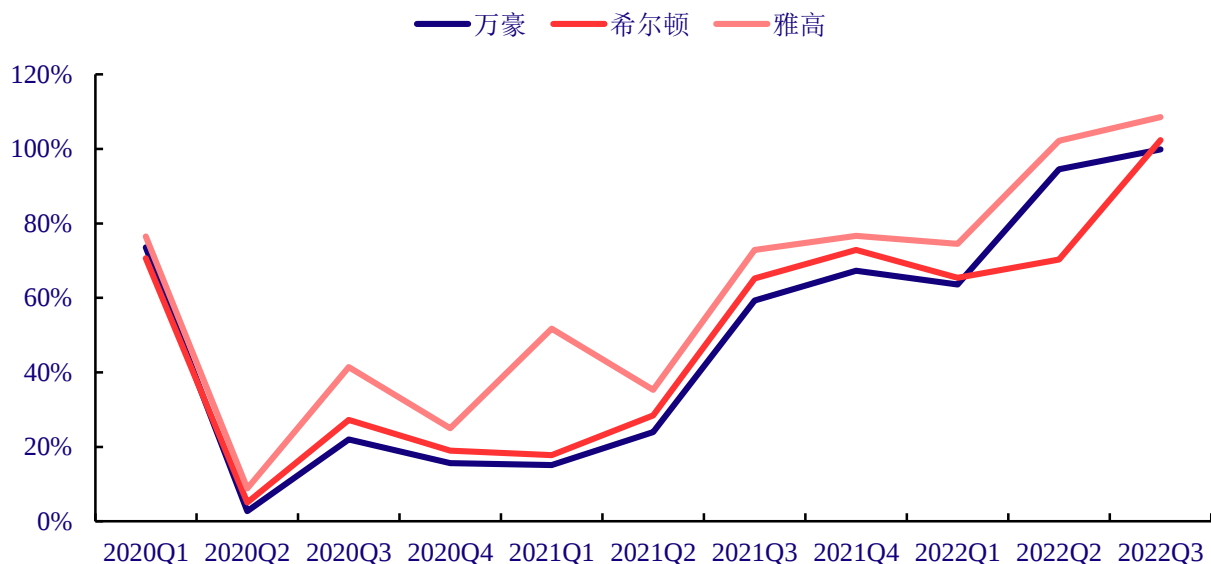
图 28：德国 CPI：酒店和餐馆同比 (%)



资料来源：Choice，中国银河证券研究院整理

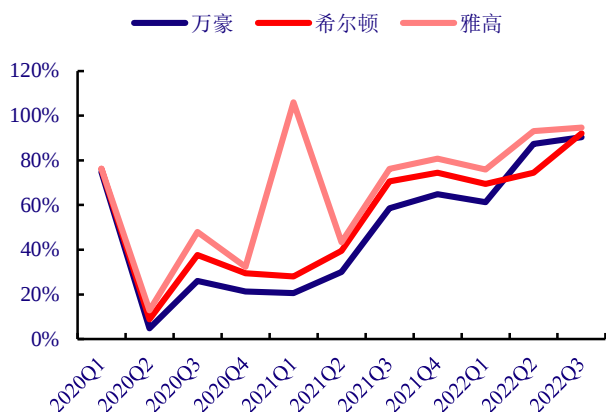
酒店业：2021 年二季度开始快速恢复，目前已超过疫前同期水平约 5%。2021 年中伴随欧洲多国重新互相开放边界，主要酒店品牌 Revpar 在 2 个季度时间内出现快速修复。2022 年初在度过 Omicron 冲击后，欧洲酒店业重拾复苏趋势，目前 Revpar 已超疫情前同期水平 5-10%。从量价表现看，入住率仍是第一阶段复苏的主要驱动力，22 年复苏主要由价格上涨驱动。

图 29：欧洲地区主要酒店 Revpar 恢复情况 (%)



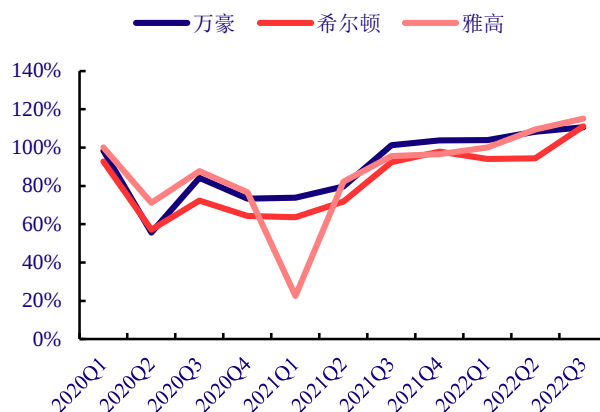
资料来源：Marriott, Hilton, Accor，中国银河证券研究院整理

图 30：欧洲地区主要酒店入住率恢复情况（%）



资料来源：Marriott, Hilton, Accor, 中国银河证券研究院整理

图 31：欧洲地区主要酒店平均房价恢复情况（%）

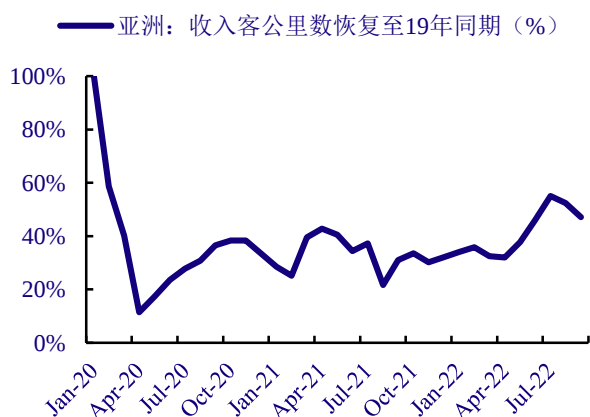


资料来源：Marriott, Hilton, Accor, 中国银河证券研究院整理

（四）亚洲：政策调整晚于欧美，本地消费复苏领先

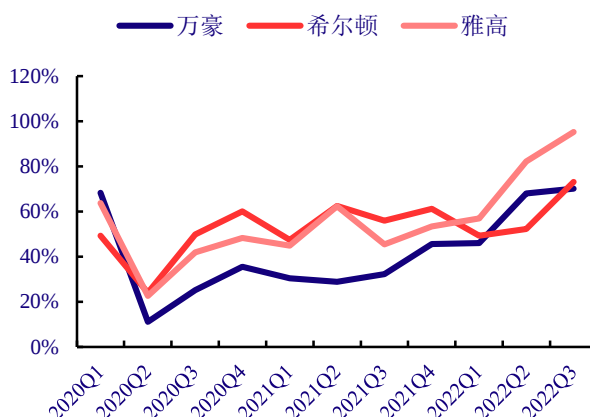
亚洲防疫政策调整晚于欧美，目前复苏程度。亚洲主要国家开放顺序：新加坡>日本>香港，主要国家旅游业多数依赖国际旅客，尤其是中国客源，因而亚洲航空业的整体恢复情况仅为疫情前的 50%，主要修复时间点也主要发生于 2022 年 3 月之后。但恢复速率较快，仅 22Q2 单季度即实现 20pct 以上恢复。酒店业受益于本地因私、商旅需求修复，以及部分通胀因素，目前已恢复至疫前 80%。其中，2022 年以前主要酒店品牌 Revpar 长期保持在 40%-60%之间，而随着今年 Q2 亚洲主要国家放宽防疫政策，主要酒店品牌 Revpar 仅一个季度恢复率便超过 20pct。

图 32：亚洲航空业收入客公里数恢复情况（%）



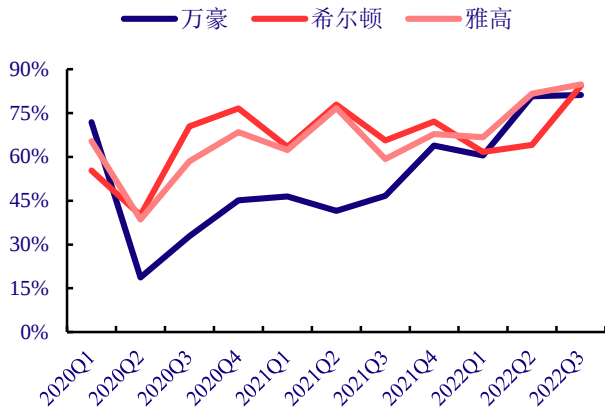
资料来源：IATA, 中国银河证券研究院整理

图 33：亚洲地区主要酒店 Revpar 恢复情况（%）



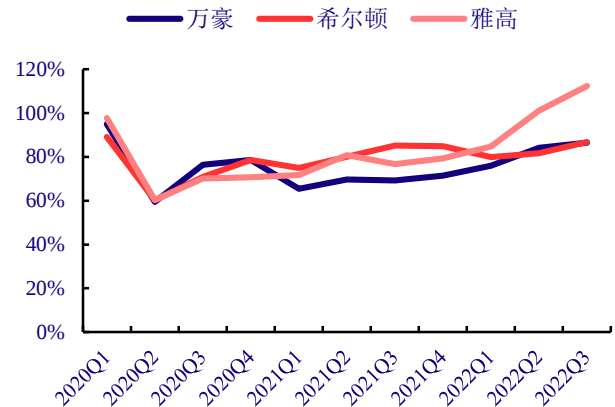
资料来源：Marriott, Hilton, Accor, 中国银河证券研究院整理

图 34：亚洲地区主要酒店入住率恢复情况（%）



资料来源：Marriott, Hilton, Accor, 中国银河证券研究院整理

图 35：亚洲地区主要酒店平均房价恢复情况（%）

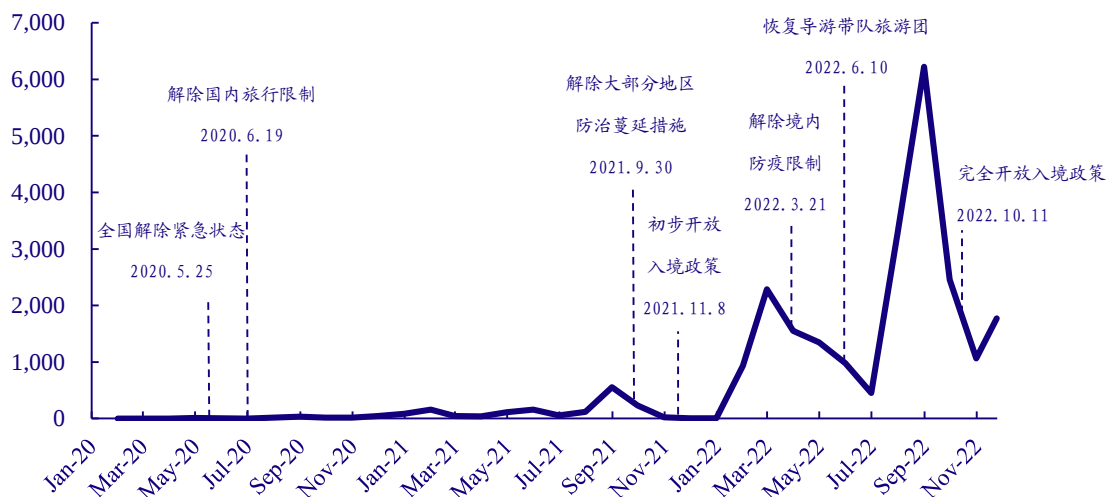


资料来源：Marriott, Hilton, Accor, 中国银河证券研究院整理

1) 日本:

疫情调整节奏：国内疫情政策放宽较早，但入境政策较严格。2020 年 5 月和 6 月，日本分别解除全国紧急状态和国内旅游限制，疫情前期控制较好。2021 年 9 月开始，先后经历三波疫情，且规模逐次扩大。2021 年 11 月，日本发布仅针对商务人士和留学生的入境政策，但每日入境人数限制 3500 人。今年 3 月，日本解除境内防疫限制，在时间上与欧盟国家大致相同，入境政策方面略有放宽，每天入境人数提高至 7000 人。6 月日本恢复有导游带队的旅游团，但个人游暂时不开放。10 月日本正式解除入境限制措施。

图 36：日本防疫政策调整时间点及每月确诊人数（千人）

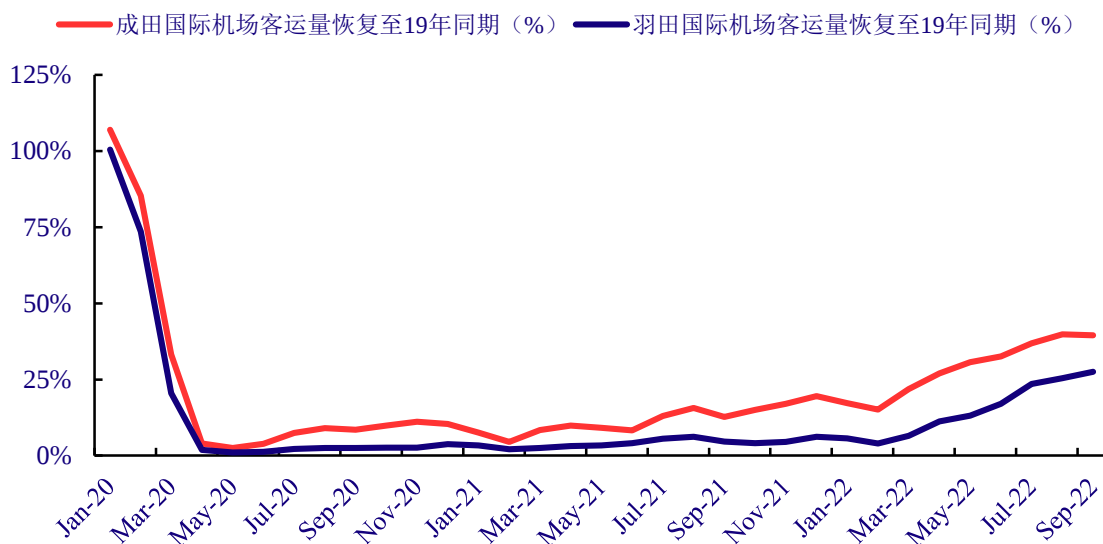


资料来源：世界卫生组织，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

航空业：客运量修复至疫情前 35%的水平，国际客流修复仍需时间观察。2021 年 9 月-2022 年 3 月起，日本开始逐步解除境内、境外人员流动限制。成田、羽田两大主要机场客运量于 2022 年 9 月约恢复至 19 年同期 35%，主要因疫情前两大机场客运量中国际旅客占比较高（超

过 80%)，目前国内旅客运量已超过疫情前，但国际旅客仅恢复至疫情前同期 30%。

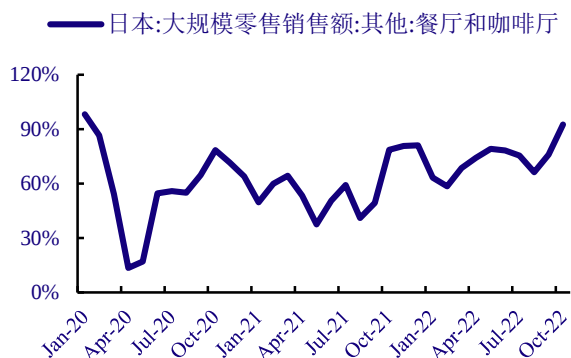
图 37：日本主要机场客运量恢复情况（%）



资料来源：成田国际机场，羽田国际机场，中国银河证券研究院

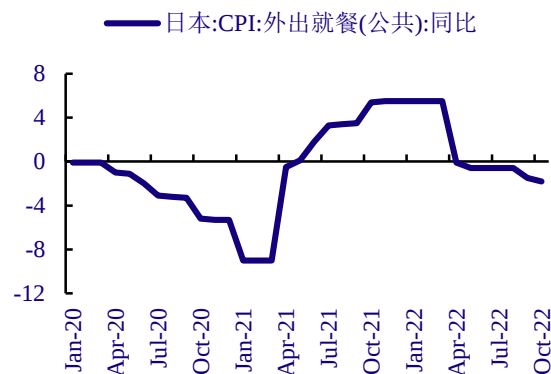
餐饮业：恢复至疫前 80%，CPI 保持平稳。由于“紧急状态”和防蔓延重点措施等政策，日本餐饮业在 2021 年 10 月前恢复率徘徊于 40%-70%之间。2021 年 10 月，随着日本国内解除防蔓延重点措施，日饮业短暂恢复至 80%。但随后而来的 Omicron 毒株，导致日本感染人数大幅增长，餐饮业恢复率在 2022 年 1-3 月回落至 70%以来。此后，在感染人数下降叠加 3 月底日本宣布全面解除所有防疫政策后，餐饮业于 2022 年 10 月恢复至疫情前 90%水平，低于欧美恢复情况，主要因日本的 CPI 水平较为温和。

图 38：日本餐饮行业恢复率



资料来源：日本统计局，中国银河证券研究院整理

图 39：日本 CPI:外出就餐同比（%）

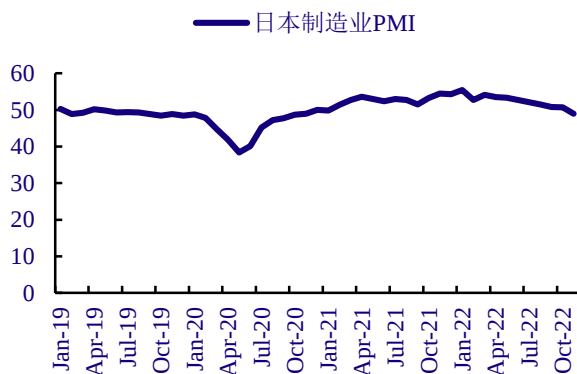


资料来源：日本统计局，中国银河证券研究院整理

采购经理指数：制造业于 21 年 2 月进入扩张阶段，服务业于 21 年 10 月开始在荣枯分界线上波动。制造业方面，PMI 从最低点的 38.4 增长到 51.4，用时 9 个月，此后长期维持在扩张区间，但今年 5 月以来，制造业 PMI 连续下跌，目前仅为 49。服务业方面，经历长达 20 个

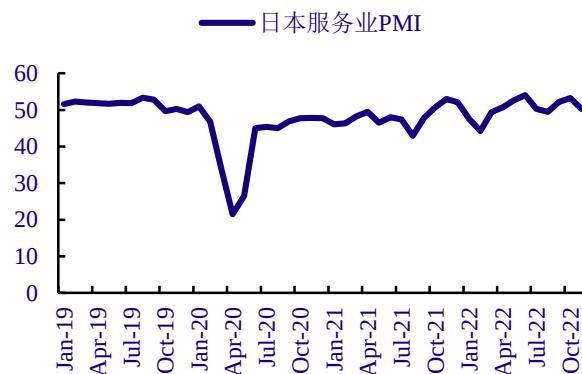
月的收缩后，PMI 于 21 年 10 月超过 50，但波动明显增大，前景仍不明朗。

图 40：日本制造业 PMI



资料来源：Choice，中国银河证券研究院整理

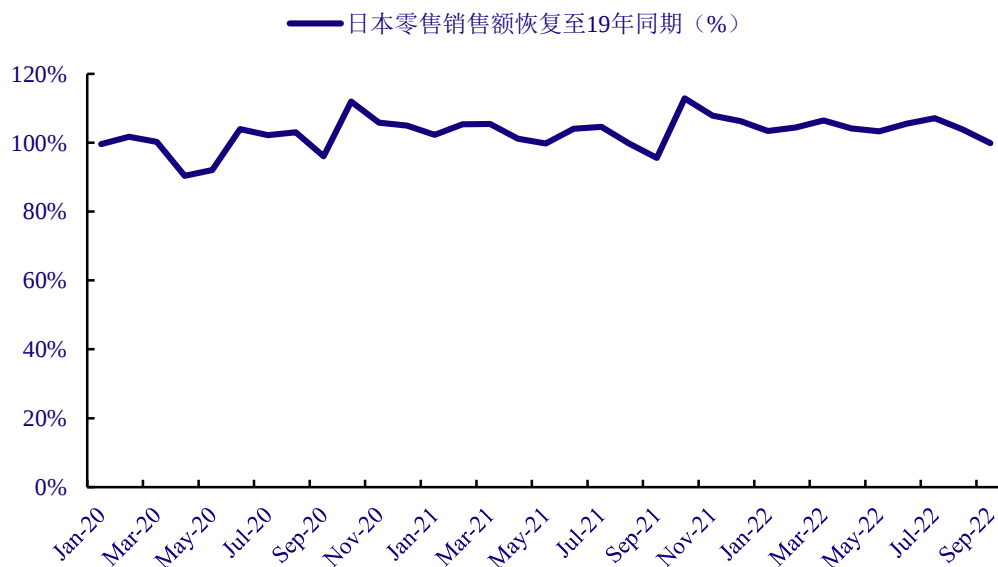
图 41：日本服务业 PMI



资料来源：Choice，中国银河证券研究院整理

零售业：20 年 6 月恢复至疫情前水平，但大趋势仍然疲软。受益于 20 年 5 月底日本解除紧急状态以及政府发放现金补贴，零售销售额在 6 月恢复 12%，达到疫情前同期 104%。20 年 10 月和 21 年 10 月恢复力显著增强，前者受 9 月底防疫政策放宽影响，后者受成品油价格上涨影响。从整体来看，日本零售增长疲软，到今年 9 月，零售销售额依然是疫情前同期相等水平。

图 42：日本零售销售额（对比 2019 年）



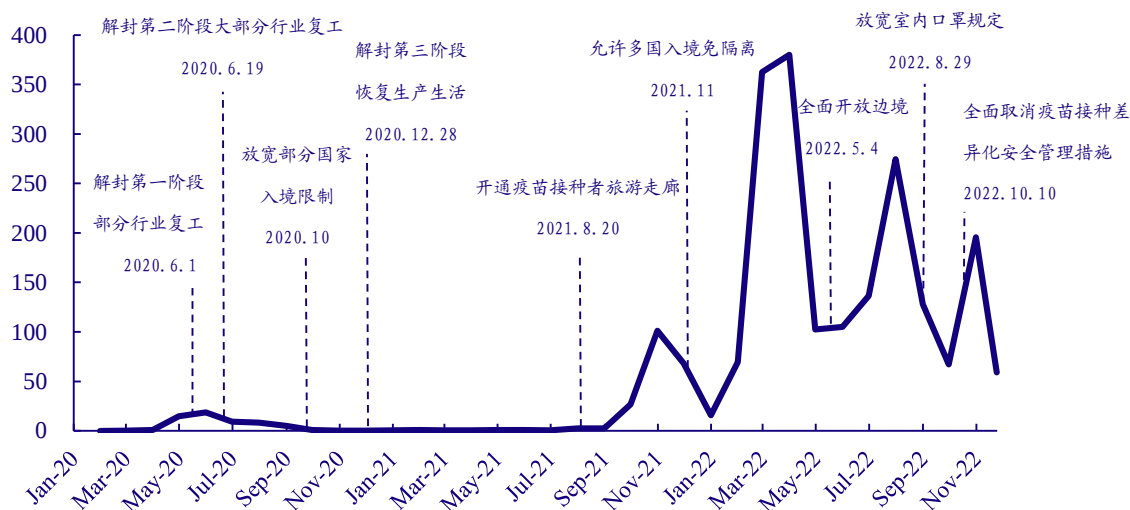
资料来源：Choice，中国银河证券研究院整理

2) 新加坡：

疫情调整时间点：早于亚洲其他国家，重点放宽入境政策。新加坡将国内解封政策分为三

个阶段，于 2020 年底全部完成。为推动本国旅游业复苏，新加坡重点放松入境政策，2021 年 8 月开通疫苗接种者旅游走廊，11 月累计允许 30 个国家入境免隔离。2022 年 5 月，新加坡宣布全面开放边境。疫情后期，新加坡调整防疫政策，开始“与病毒共存”，每月确诊人数不断升高并于今年 3 月达到最高峰。新加坡主要围绕本国旅游业放宽入境政策，开放步伐走在亚洲前列。

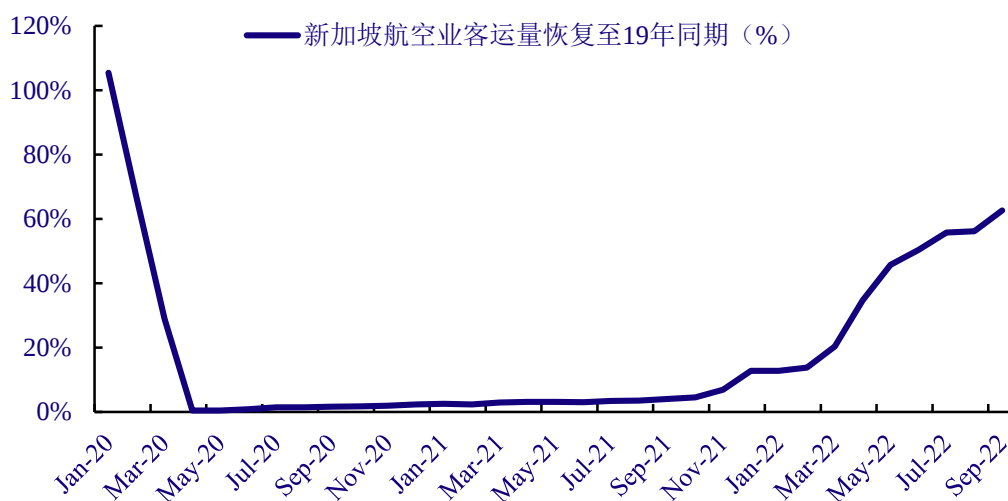
图 43：新加坡防疫政策调整时间点及每月确诊人数（千人）



资料来源：世界卫生组织，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

航空业：客运量与亚洲其他地区相比恢复较快，恢复至疫前同期 60%。新加坡航空业在政府推出疫苗接种旅游走廊、不断增加入境免隔离国家数量政策后的三个月后出现恢复迹象；在新加坡政府规定入境无需隔离的条件两个月后进入加速恢复阶段。今年 9 月，新加坡航空客运量已超过疫前 60%。总的来说，较早放宽入境政策促进新加坡航空业较快恢复。

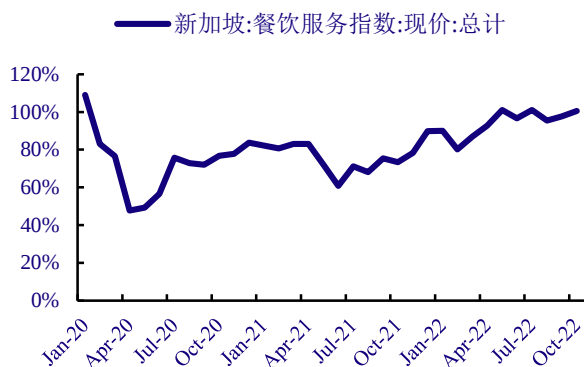
图 44：新加坡航空业客运量恢复情况（%）



资料来源：新加坡统计局，中国银河证券研究院

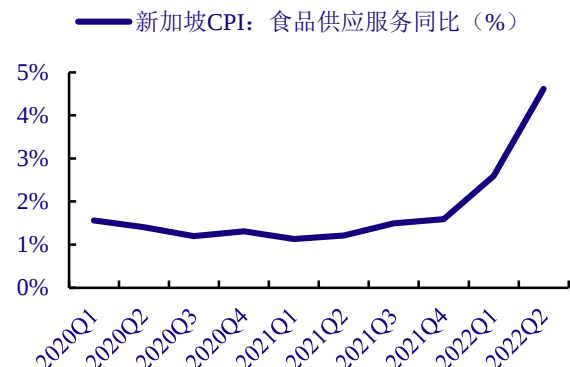
餐饮业：目前已恢复至疫前水平，今年以来通胀加速。新加坡餐饮业恢复好于日本，截止2022年10月已实现与2019年同期持平。自2021年11月新加坡允许5人堂食后，餐饮业凯撒快速向上修复，但在22Q1疫情高峰期，同样出现了阶段性下滑。此外，与日本不同的是，今年以来新加坡餐饮服务CPI指数持续走高，通胀也是助推行业恢复的驱动因素之一。

图 45：新加坡餐饮行业恢复情况（对比 2019 年）



资料来源：新加坡统计局，中国银河证券研究院整理

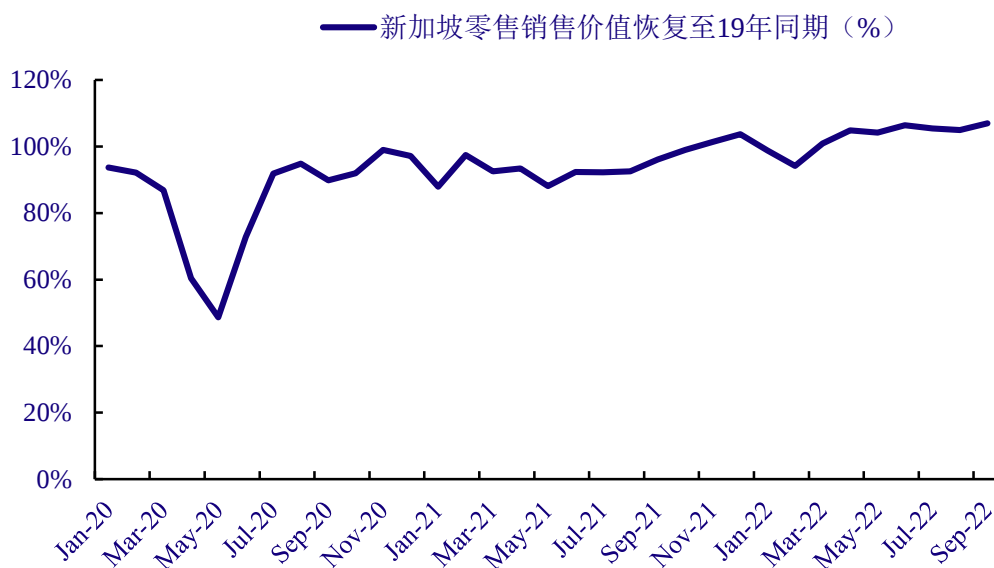
图 46：新加坡 CPI：食品供应服务同比 (%)



资料来源：新加坡统计局，中国银河证券研究院整理

零售业：20 年 7 月恢复至疫情前 90%，目前已超过 19 年同期 7%。疫情开始后，新加坡零售业整体保持波动复苏，2020 年 7 月已恢复至疫情前同期 92%。2022 年零售业复苏率基本跟随疫情人数变化波动，截止 2022 年 9 月，新加坡零售销售价值达到 19 年同期 107%。

图 47：新加坡零售销售额（对比 2019 年）

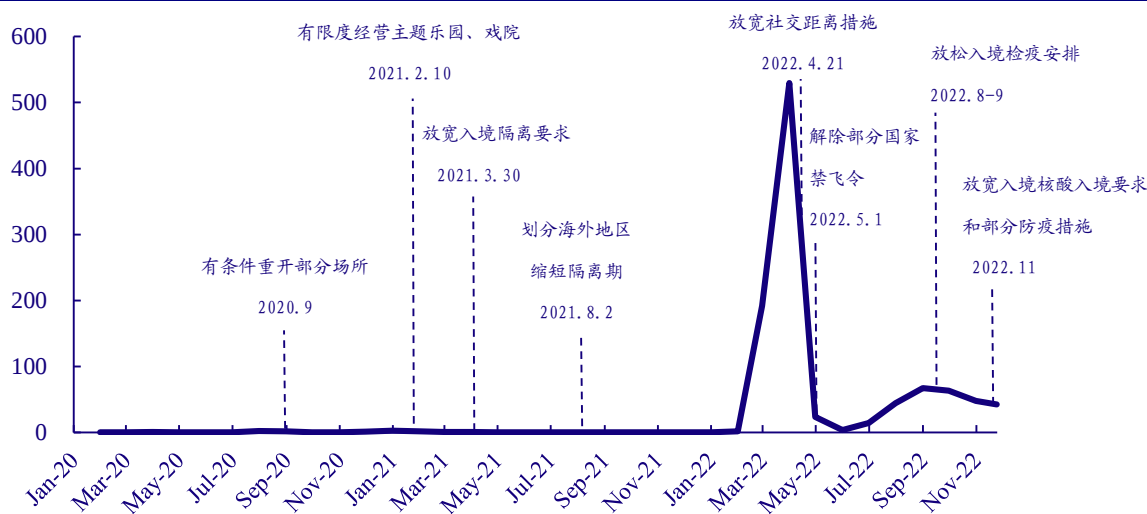


资料来源：新加坡统计局，中国银河证券研究院整理

3) 香港:

疫情调整时间点：放宽防疫政策最晚，主要集中于 22 年下半年。香港在今年 2 月之前维持严格的防疫政策，疫情控制较好。2 月起逐步放开防疫限制，每月确诊病例数在奥密克戎变异株入侵香港后达到最高。疫情得到控制后，香港政府于 2022 年 4 月起开始放宽措施，5 月解除部分国家禁飞令，8 月-11 月不断缩短入境隔离期限，目前入境政策已调整至“0+3”。

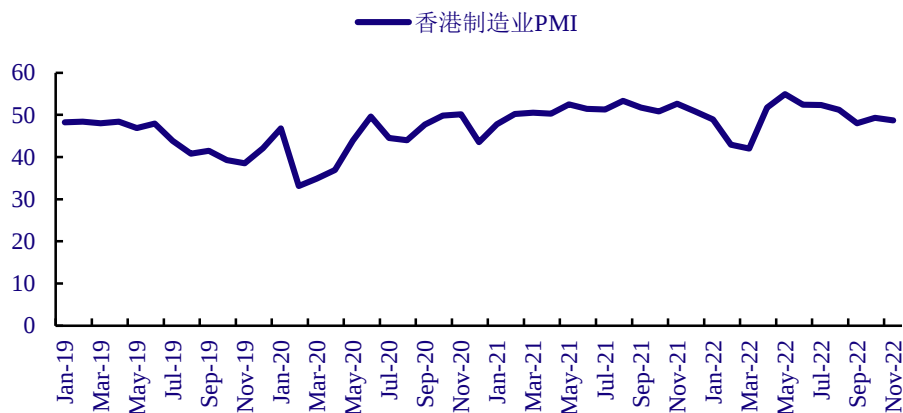
图 48：香港防疫政策调整时间点及每月确诊人数（千人）



资料来源：世界卫生组织，公开资料整理，中国银河证券研究院整理

PMI 随政策调整由底部回升。21 年 2 月，企业需求因防疫限制轻度松绑而出现改善迹象，香港制造业 PMI 指数达到 50.2。今年 5 月，香港 PMI 升至 54.9 创 11 年新高，随后制造业增长放缓。9 月以来，虽然香港进一步放宽防疫政策和入境要求，但产出指数及新订单指数下跌影响了 PMI 指数的表现，出现连续三个月低于 50 的现象。

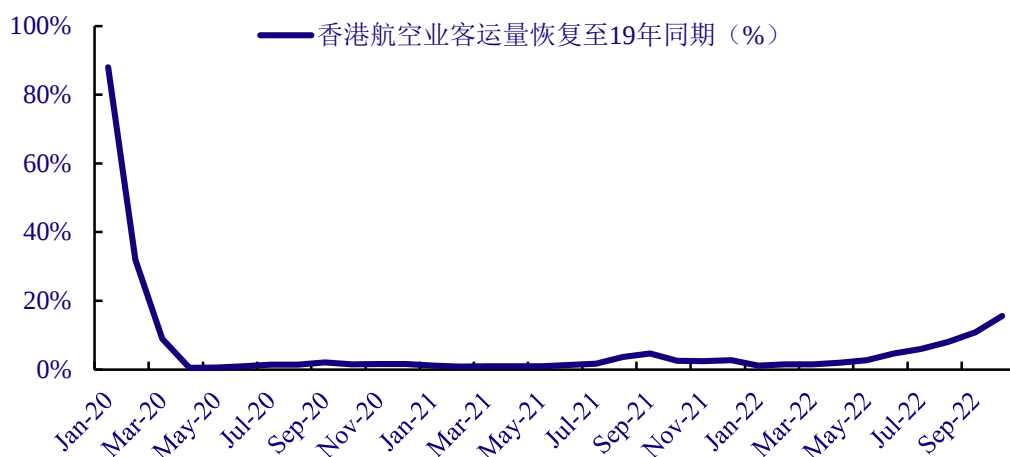
图 49：香港制造业 PMI



资料来源：标普全球，中国银河证券研究院整理

Q3 航空业开启恢复，目前仍受制于供给。2022 年 6 月开始，香港简化登机前核酸要求，暂停航班熔断机制，但对入境人员依然有“3+4”的隔离要求，这使得 8 月以前，香港航空业客运量长期停滞在疫前个位数水平。9 月香港将隔离安排缩短至“0+3”，至 10 月客运量恢复至疫前同期的 16%。由于香港机场更多承担亚太地区国际中转枢纽责任，客源以内地、国际旅客为主，受制于当前香港仍未与内地实现正常通关，叠加航班供给的恢复需要时间，故恢复率较慢。

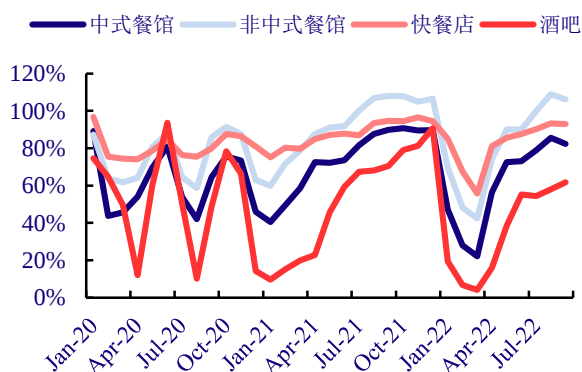
图 50：香港航空业客运量恢复情况



资料来源：香港机场管理局，中国银河证券研究院

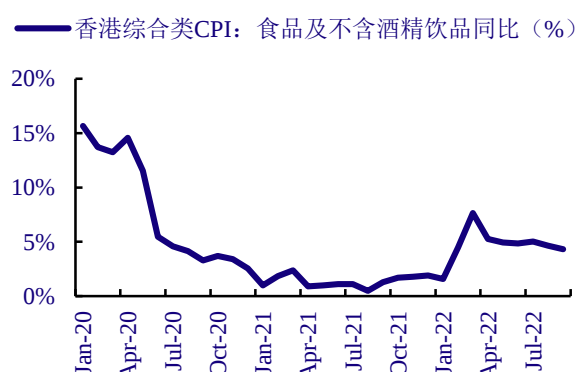
餐饮业：刚需品类表现稳健，放开后迅速恢复。2021 年年底，香港延长餐饮经营时间，上调堂食每桌人数，餐饮业整体水平已恢复至疫前同期 95%。进入 2022 年，餐饮业恢复进度随政策变化波动，Q1 受奥密克戎和疫情防控政策影响恢复率断崖式下滑。但 6 月以来，餐饮业收入受防疫政策不断放宽和消费物价指数明显上涨的影响迅速恢复，目前已达到疫前同期 90%水平。其中，快餐等刚需品类恢复情况好于酒吧等可选品类。

图 51：香港餐饮行业总收益恢复情况 (%)



资料来源：香港政府统计处，中国银河证券研究院整理

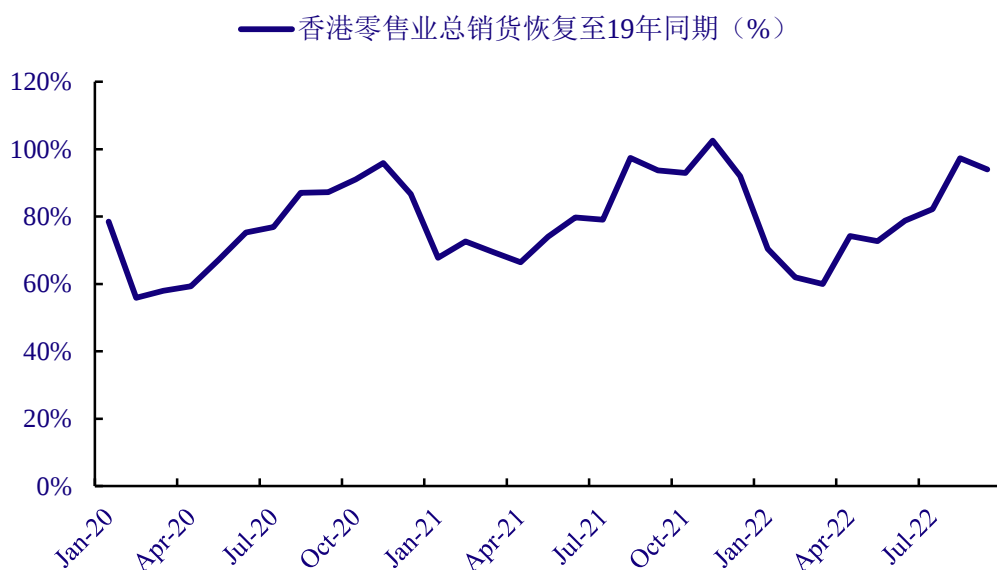
图 52：香港综合类 CPI：食品及不含酒精饮品同比 (%)



资料来源：香港政府统计处，中国银河证券研究院整理

零售业：经历三次波折修复，目前已恢复至疫情前同期 90%。2020 年疫情爆发后，香港零售业分别经历三次修复，第一次从疫情爆发到 2020 年 11 月，总销售额达到疫情前同期 96%，用时约 9 个月。随后受防控政策收紧影响，恢复率降至 60%。2021 年 8 月受益于防控政策放宽，零售业于 2021 年 12 月恢复至 2019 年同期水平。但后续受 Omicron 影响，再次跌回至疫情前同期 60%。2022 年 4 月，香港再次放宽防疫限制后，零售业于 10 月恢复率超过 2019 年前约 3%。

图 53：香港零售业总销货（对比 2019 年）



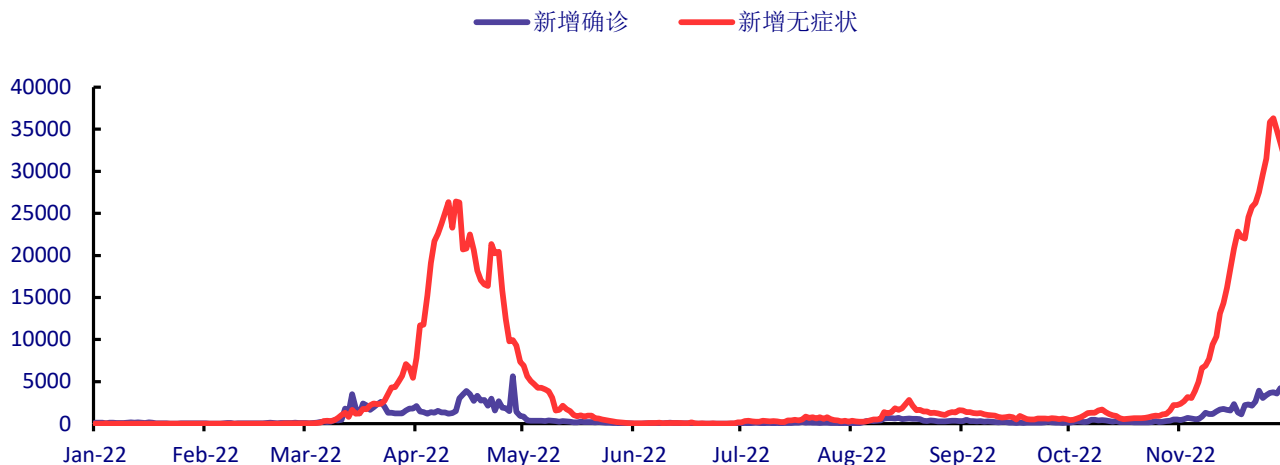
资料来源：Choice，中国银河证券研究院整理

二、2022 年国内复盘：政策转向阶段，复苏预期抬升驱动板块脉冲修复

（一）防控政策趋严，前三季度基本面下行

疫情防控趋于复杂，前三季度全国病例数迎来波峰。由于奥密克戎变异株传播隐匿、传播力强，自 3 月以来国内多个省份疫情持续发生，在疫情防控政策下，人员流动受限，消费行业受到明显影响。整体来看，自二季度起全国均有较为大规模的封控措施实施，尤其在 9-11 月大部分时间，国内原有防疫政策面临较大挑战，导致人员流动受阻严重。

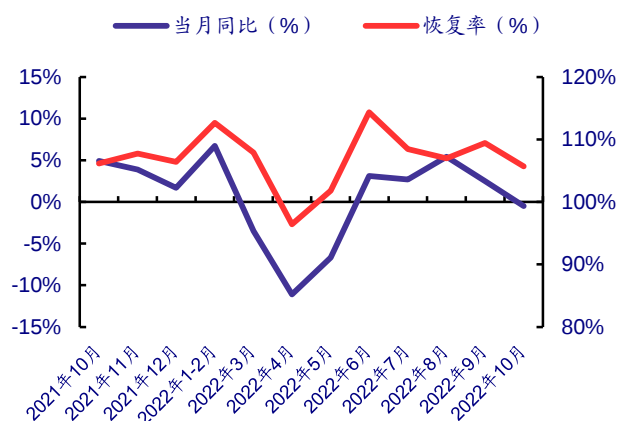
图 54：2022 年全国每日新增病例数（人次）



资料来源：各地方卫健委，中国银河证券研究院

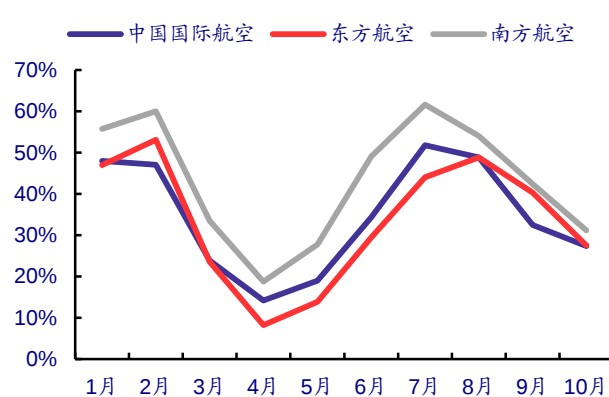
出行受限背景下，前三季度行业复苏趋势波折。前三季度社零总额 32 万亿元，增长至 2019 年同期的 108%，两年平均增速 3.9%，仍然处于恢复通道。受国内疫情影响，Q1、Q2 消费行业受到明显冲击，4 月份社零总额同比下降 11%，为 2020 年 2 月首轮疫情后的最低值。8-10 月份消费行业回暖，Q3 社零总额同比+4%。出行方面，疫情叠加空难影响，国航/东航/南航前三季度载客量的恢复率分别降至 36%/35%/45%。其中，2 月后全国客运航班单日执飞率急剧下降，Q1 录得最低数据 18.7%/同比-79%。国航/东航/南航 Q1 载客量分别同比下降 28.7%/25.5%/18.9%，并均在 4 月降至最低。后出行政策放宽月度载客量逐渐回升，但 8 月后国内疫情反弹多点散发，民航运营再次遇冷客流持续下降。

图 55：社零总额当月同比及恢复率



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 56：2022 年三大航司月度载客量恢复率

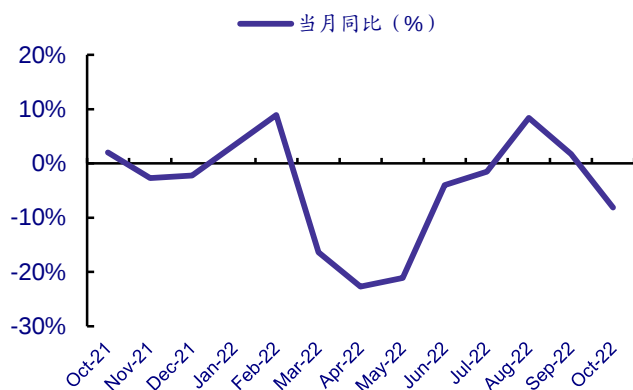


资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

线下消费仍受疫情限制，网络零售促进消费回补。受到疫情防控措施的影响，线下消费需求释放不足，前三季度线下零售额较 2019 年的平均增速仅为 1%。细分来看，餐饮消费在 3-5 月份受冲击较为严重，虽然下半年疫情管控政策放宽，但三季度餐饮消费仍较疫前同比下降

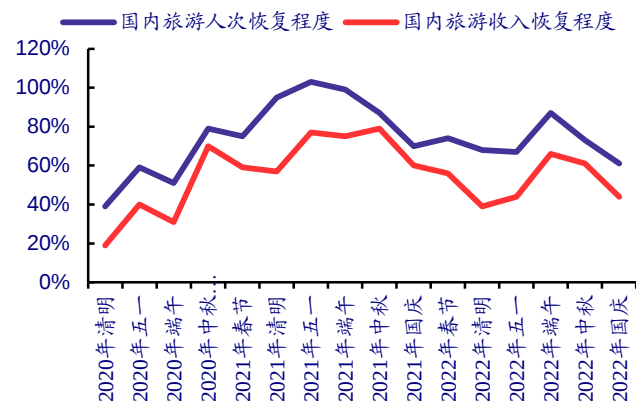
0.7%。旅游消费方面，前三季假期出游人次 21 亿人/同比-22%，黄金周旅游消费恢复率逐步放缓。在线下消费长期阻滞背景下，线上消费仍显韧性，前三季度全国网上零售额同比+11.7%，增长至 2019 年同期的 125%。

图 57：餐饮收入当月同比变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 58：2020 年以来节假日旅游恢复情况（同比 2019 年）

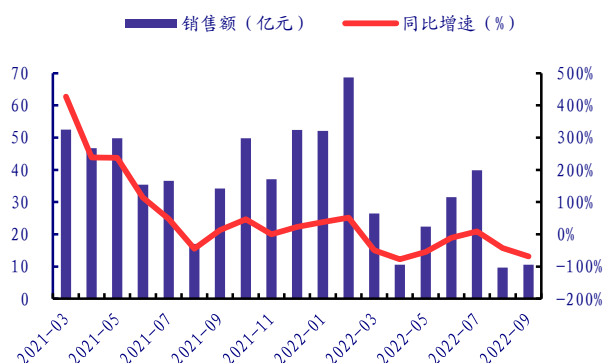


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（二）外部扰动经营承压，但头部企业仍保持一定韧性

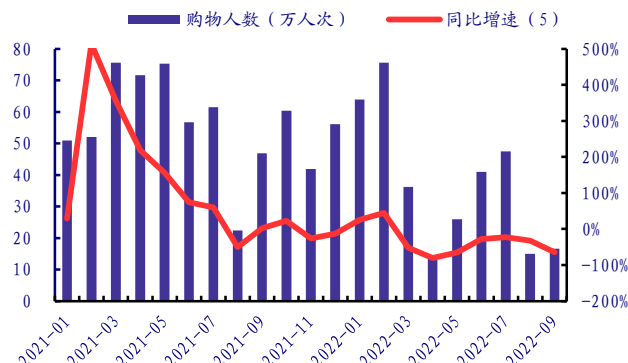
免税业受疫情冲击显著，但恢复速率较快。前三季度海南离岛免税购物金额为 272 亿元，同比-24%。主要因 Q2-Q3 受客源地上海、经营区域三亚陆续封控影响显著。单看 Q2/Q3，销售金额同比-51%/-32%，购物人数同比-60%/-39%。但从今年 1-2 月，以及 7 月全国疫情较为缓和时段看，离岛免税作为国内最具性价比的购物渠道，经营韧性仍十分强劲。1/2/7 月离岛免税销售额为 52/68.7/39.8 亿元，同比+38%/+51%/+9%。

图 59：2021-2022 海南离岛免税月度销售额及同比变化



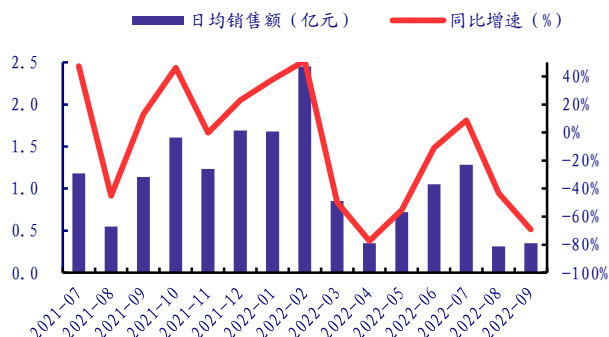
资料来源：海口海关，中国银河证券研究院

图 60：2021-2022 海南离岛免税月度购物人数及同比变化



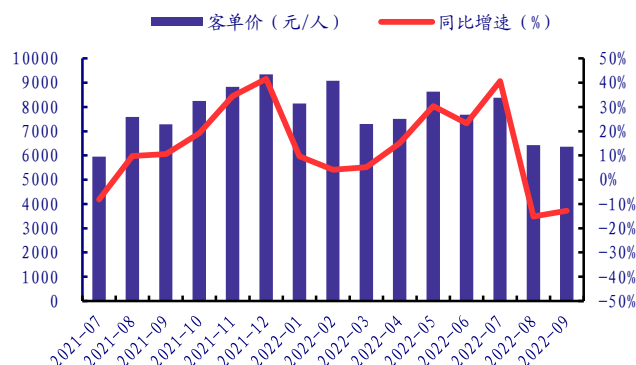
资料来源：海口海关，中国银河证券研究院

图 61: 2021-2022 海南离岛免税日均销售额及同比增速



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

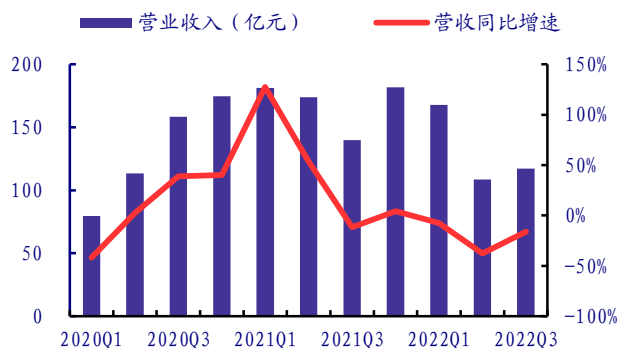
图 62: 2021-2022 海南离岛免税客单价及同比增速



资料来源: 海口海关, 中国银河证券研究院

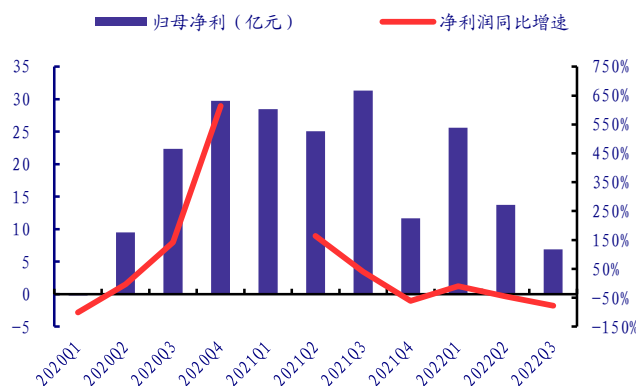
线上发力+强运营弥补销售损失, 龙头竞争优势凸显。中免今年前三季度共实现营收和归母净利润 394/46 亿元, 虽同比各下降 20%/45%, 但考虑今年陆续出现客流大幅下滑、封城等带来的销售、门店运营和物流中断影响, 公司每季均保持盈利已属不易, 这也凸显出公司相较于其他免税运营商而言, 在精细化的管理, 规模效应等方面拥有核心竞争优势。

图 63: 2020-2022Q3 中免营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

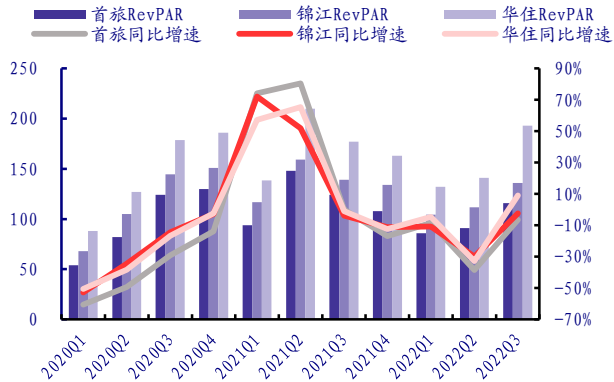
图 64: 2020-2022Q3 中免归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

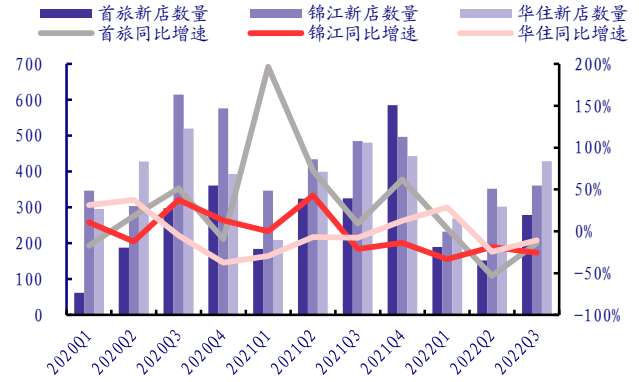
酒店集团房价企稳, 但入住率、开店信心受损。Q2 以来国内疫情多点爆发导致居民出行受限, 三大酒店集团首旅/锦江/华住的入住率分别同比下降了 21.6%/21.68%/17.7%, 仅为 2019 年的 63%/67%/74%。虽然 Q3 在疫情缓和背景下, 入住率和平均房价上升带动各集团 RevPAR 回升, 首旅/锦江境内/华住分别恢复至 2019 年的 66%/80%/90%, 但加盟商投资信心明显受损, 前三季度锦江/首旅/华住净开 1056/433/570 家门店, 同比下降 2%/47%/16%。

图 65：三大酒店境内 RevPAR 及同比增速



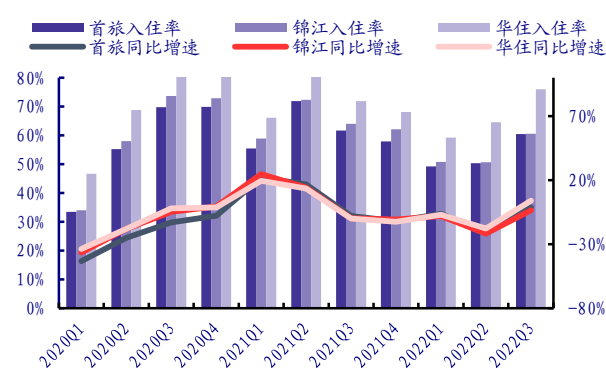
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 66：三大酒店开店数量及同比增速



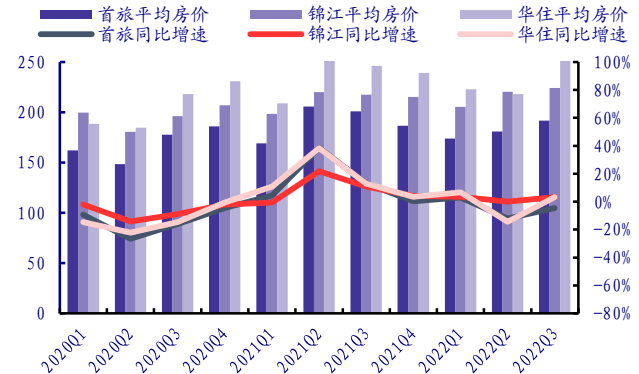
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 67：三大酒店入住率及同比增速用减法



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 68：三大酒店平均房价及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 69：三大酒店入住率较 2019 年同期恢复率

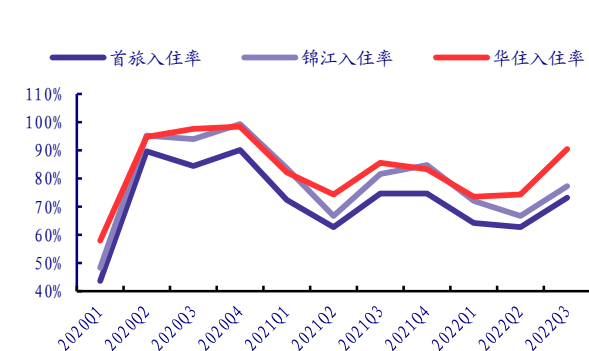
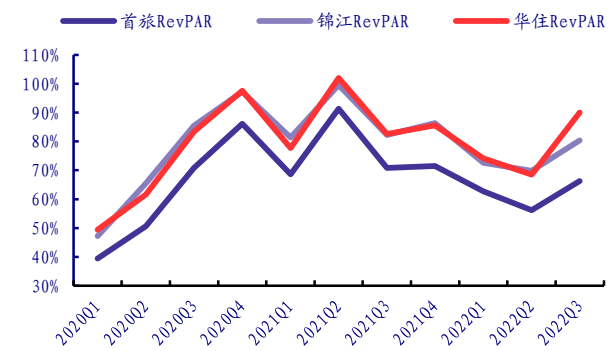


图 70：三大酒店 RevPAR 较 2019 年同期恢复率

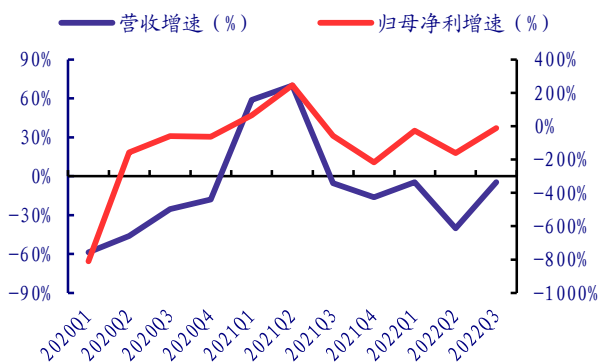


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

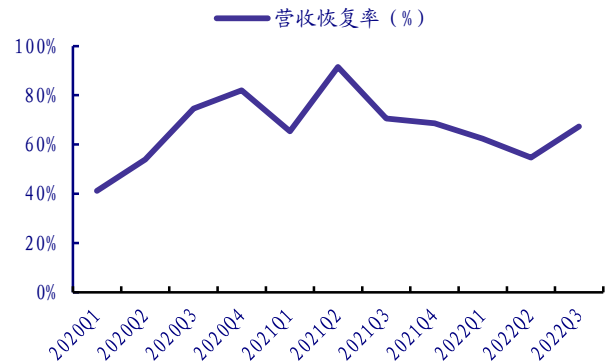
收入端仅恢复至疫情前 60%-70%，强化内功提升未来业绩弹性。前三季度首旅、锦江、华住、君亭实现营业收入 38.4/80.9/100.3/2.4 亿元，同比-19%/-3%/-8%/+15%；实现归母净利润-3.3/0.4/-2.63/0.26 亿元，同比-365%/-57%/-3657%/-30%。首旅、锦江的营业额分别恢复至疫前的 62%和 72%，华住境内营收恢复率为 96%。但利润端受成本刚性影响，较疫情前仍有较大差距，各酒店集团疫情期间持续优化运营成本，未来复苏后业绩弹性有望显现。

图 71：2020-2022Q3 首旅酒店营收增速及归母净利增速



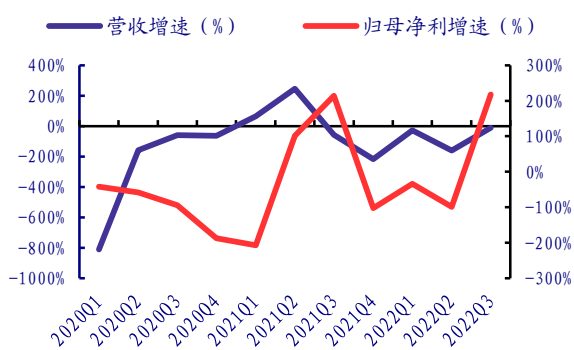
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 72：2020-2022Q3 首旅酒店营收恢复率



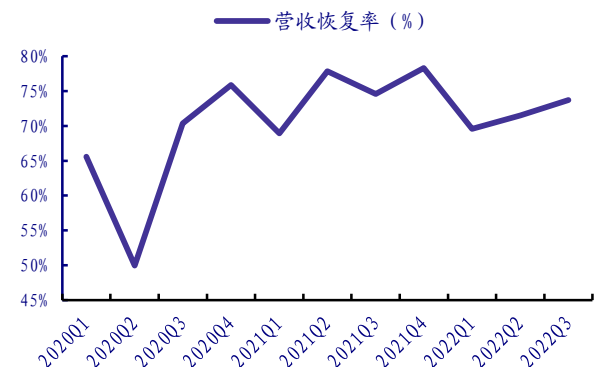
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 73：2020-2022Q3 锦江酒店营收增速及归母净利增速



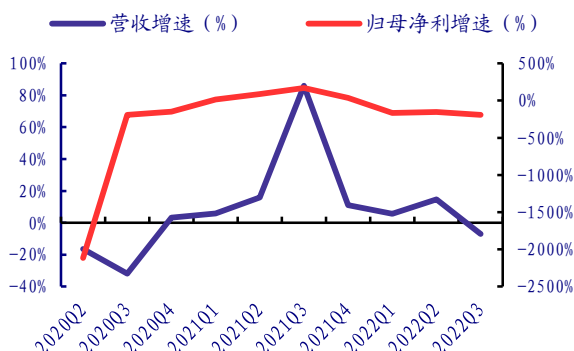
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 74：2020-2022Q3 锦江酒店营收恢复率



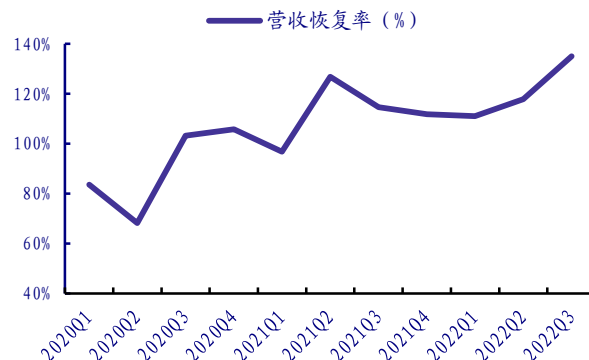
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 75：2020-2022Q3 华住酒店营收增速及归母净利增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

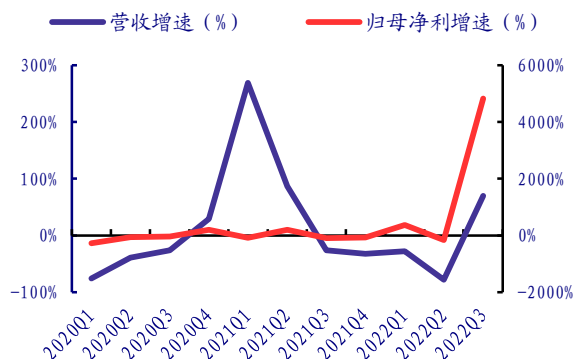
图 76：2020-2022Q3 华住酒店营收恢复率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

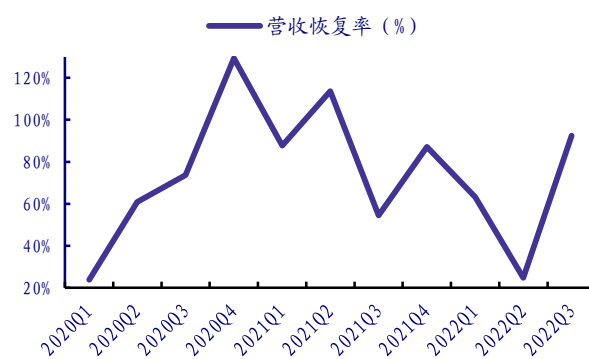
景区：经营仍处底部区域，周边游受益本地属性较强恢复更好。前三季度，天目湖/宋城演艺/中青旅分别实现营收 2.43/3.88/48.14 亿元，较 2019 年恢复率为 63%/18%/50%。从景区属性看，天目湖、中青旅等周边游景区恢复情况远好于宋城，其中天目湖客源以江苏为主叠加新项目放量，其经营表现领先整个板块。盈利层面，由于景区刚性成本占比高，当前景区公司多数陷于亏损状态，未来一旦客流恢复至盈亏平衡点之上时，业绩弹性则较为显著。考虑到秋冬淡季和近期疫情反弹，预计 Q4 短期业绩仍将承压，进一步复苏或需放眼明年。

图 77：2020-2022Q3 天目湖营收增速及归母净利增速



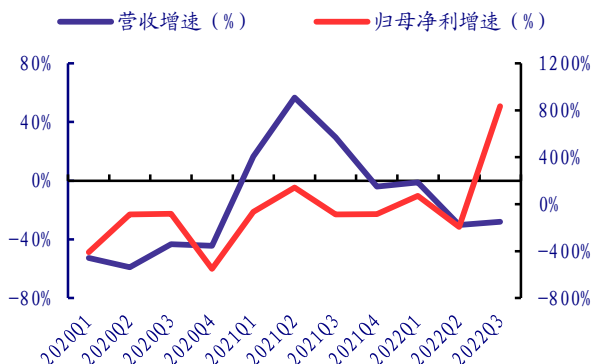
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 78：2020-2022Q3 天目湖营收恢复率



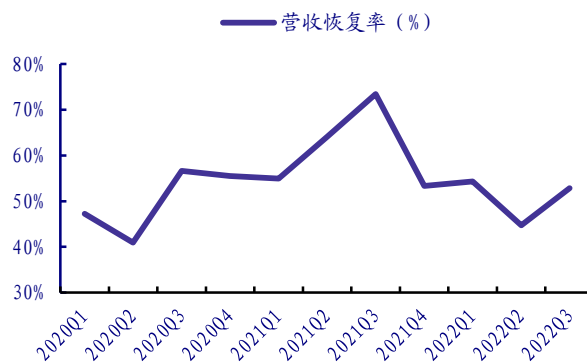
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 79：2020-2022Q3 中青旅营收增速及归母净利增速



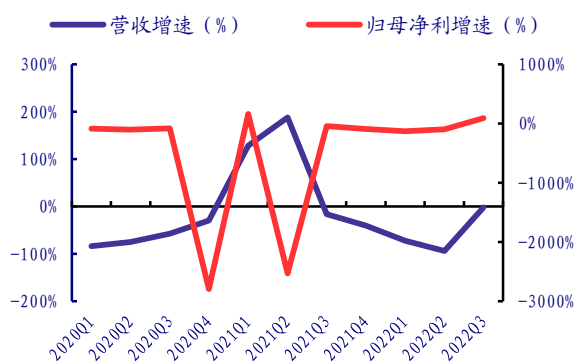
资料来源：中国银河证券研究院

图 80：2020-2022Q3 中青旅营收恢复率



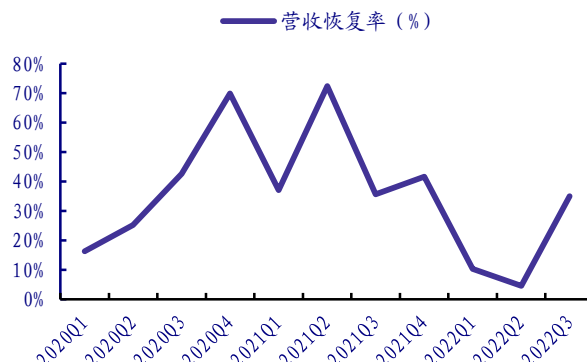
资料来源：中国银河证券研究院

图 81：2020-2022Q3 宋城营收增速及归母净利增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 82：2020-2022Q3 宋城营收恢复率

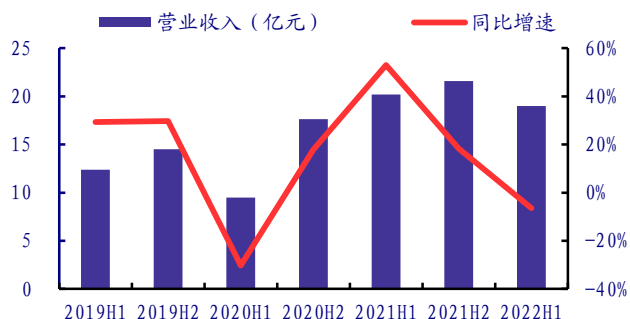


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

餐饮：受疫情牵制未能实现与行业整体同步恢复，各品牌门店表现欠佳，拓店速度放缓。

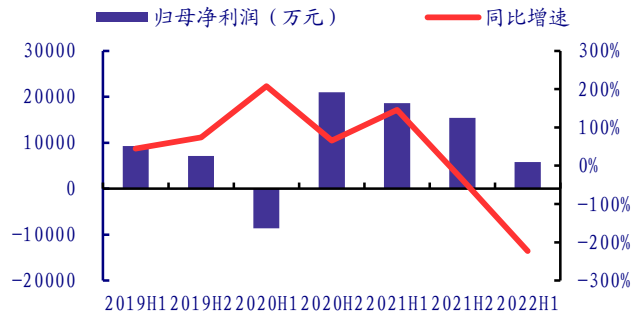
2022 年上半年，餐厅客流受疫情冲击，太二、海伦司、海底捞均面临翻坐率下滑，同店销售额明显下降，分别同比-23%/-32.6%/-11%。门店经营承压情况下，各品牌均放慢扩张速度，更加重视提升单店效益。相对而言，九毛九依托品牌势能和经验模型优势，经营结果更加稳健，

图 83：2020-2022Q3 九毛九营收及同比增速



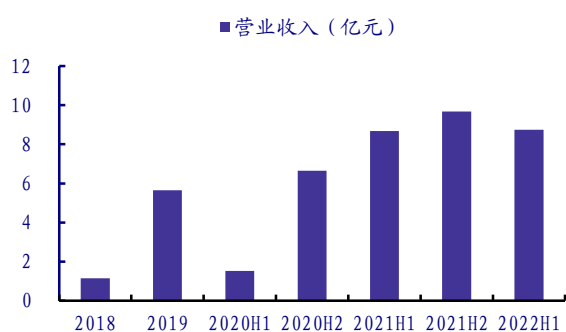
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 84：2020-2022Q3 九毛九归母净利及同比增速



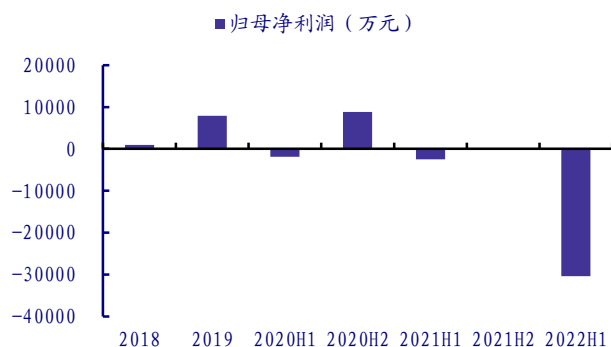
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 85：2020-2022Q3 海伦司营收增速及归母净利润增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 86：2020-2022Q3 海伦司营收恢复率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 87：2020-2022Q3 海底捞营收及同比增速

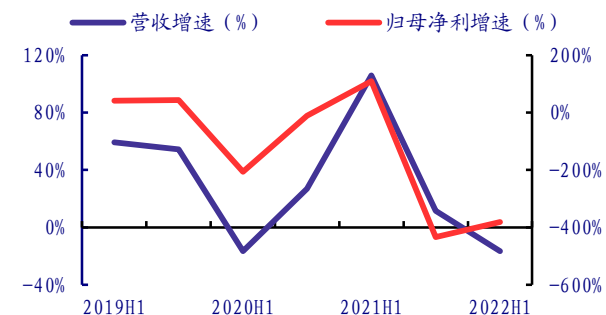
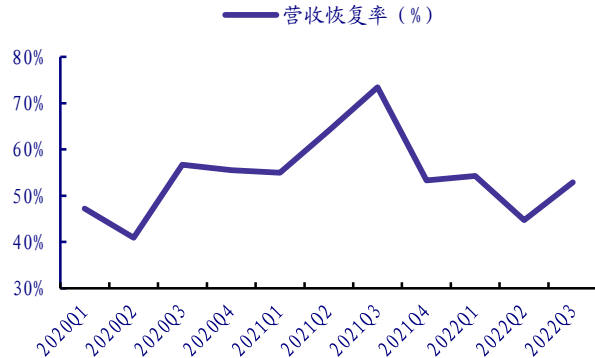


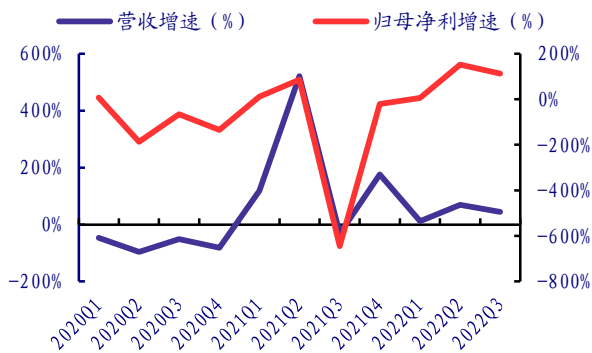
图 88：2020-2022Q3 海底捞归母净利及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

会展: 双线双展驱动出海办展复苏, 国内线下展览业务持续承压。米奥会展: 双线双展模式跑通, Q3 业务回升。2022 年米奥加速推进线上数字展览销售, 营收快速回升, 较去年同期取得大幅增长。前三季度公司实现营业收入 1.39 亿元/同比+45.7%, 归母净利润-0.13 亿元, 同比减亏 0.28 亿元, 表现出较强的经营韧性。其中 Q2-Q3 公司分别实现归母净利润 250 万元/217 万元, 连续两个季度扭亏为盈。**兰生股份国内会展业务受疫情影响仍然暂停。**1H22 上海疫情形势严峻, 公司多处展馆被征用为方舱医院, 导致公司会展业务持续停摆, 各项展会赛事活动无法正常开展。

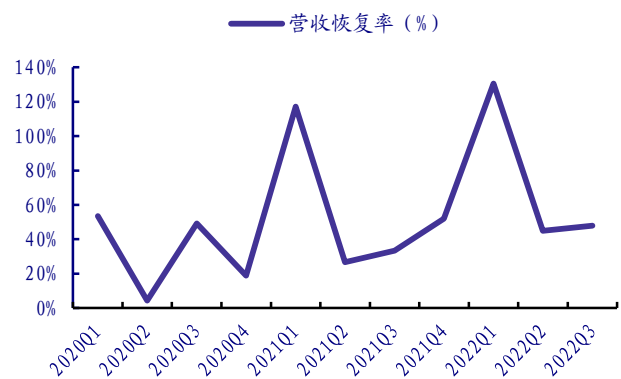
图 89: 2020-2022Q3 米奥会展营收增速及归母净利增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

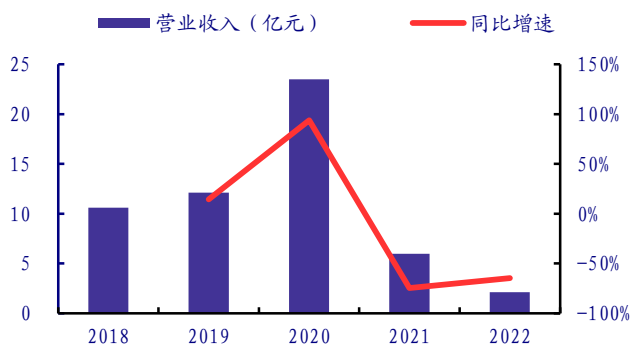
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 90: 2020-2022Q3 米奥会展营收恢复率



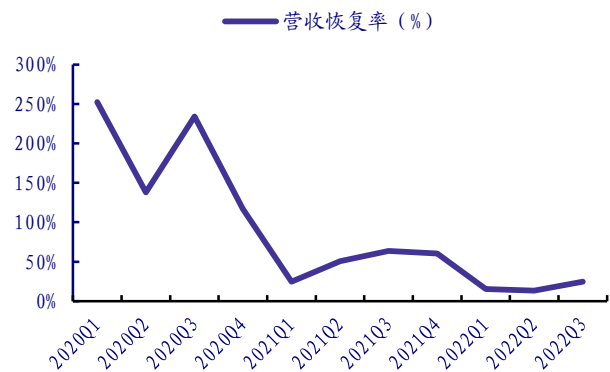
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 91: 2018-2022 前三季度兰生股份营收及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

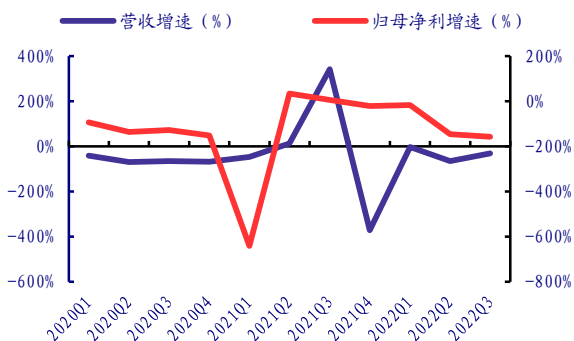
图 92: 2020-2022Q3 兰生股份营收恢复率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

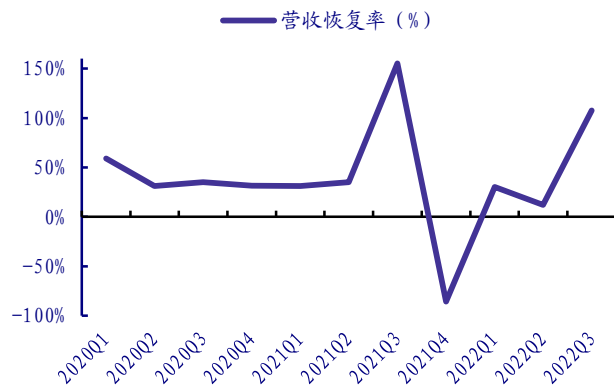
机场客流恢复缓慢造成较大影响, 国际航线迎来恢复拐点。受 2022 年疫情持续反复, 民航旅客出行需求大幅下降, 各机场业绩均有所下滑。前三季度, 上海机场/白云机场/海南机场分别实现营业收入 41 亿元/33 亿元/29.5 亿元, 同比下降 32%/9%/20%, 较疫前恢复率为 50%/54%/45%, 归母净利润为-21/-6.2/17 亿元, 同比-97%/-28%/+369%,

图 93：2020-2022Q3 上海机场营收增速及归母净利增速



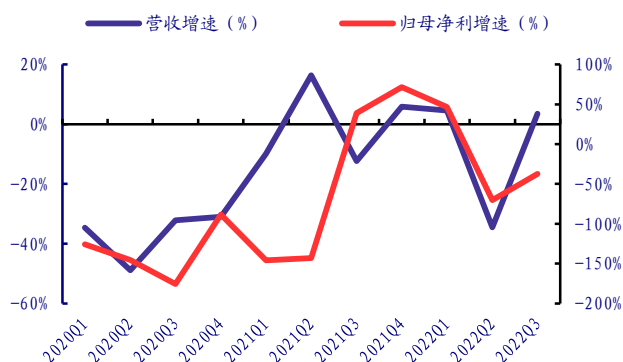
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 94：2020-2022Q3 上海机场营收恢复率



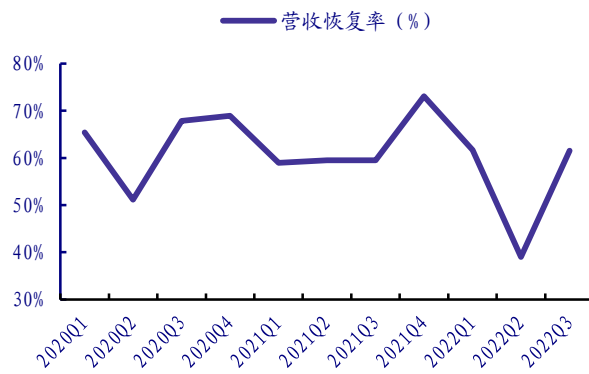
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 95：2020-2022Q3 白云机场营收增速及归母净利增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 96：2020-2022Q3 白云机场营收恢复率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 97：2020-2022H1 首都机场营收增速及归母净利增速

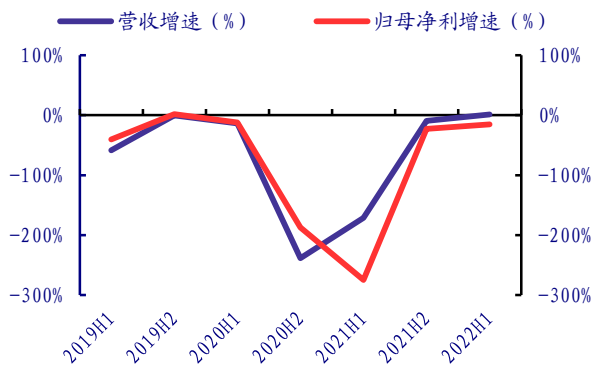
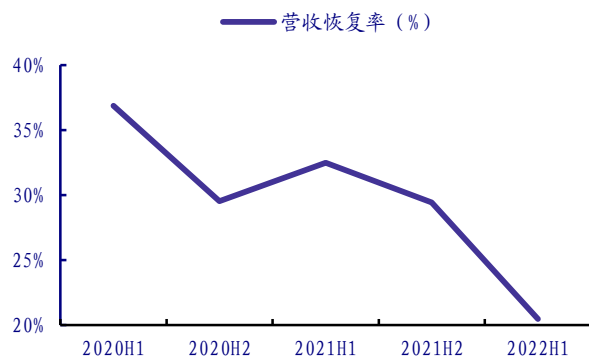
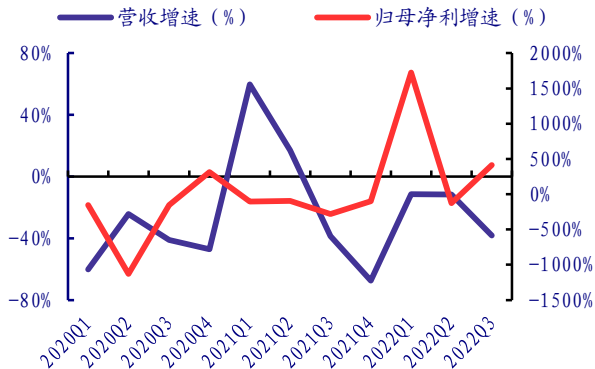


图 98：2020-2022H1 首都机场营收恢复率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

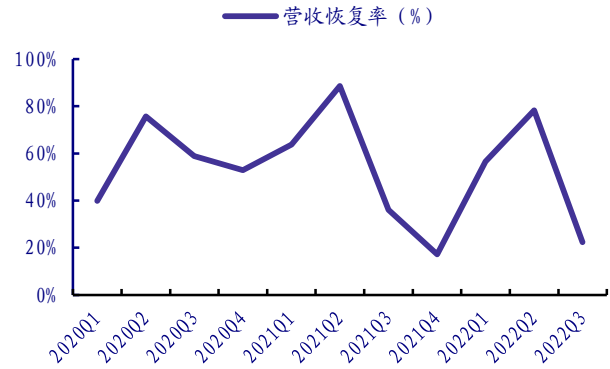
图 99: 2020-2022Q3 海南机场营收增速及归母净利增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 100: 2020-2022Q3 海南机场营收恢复率



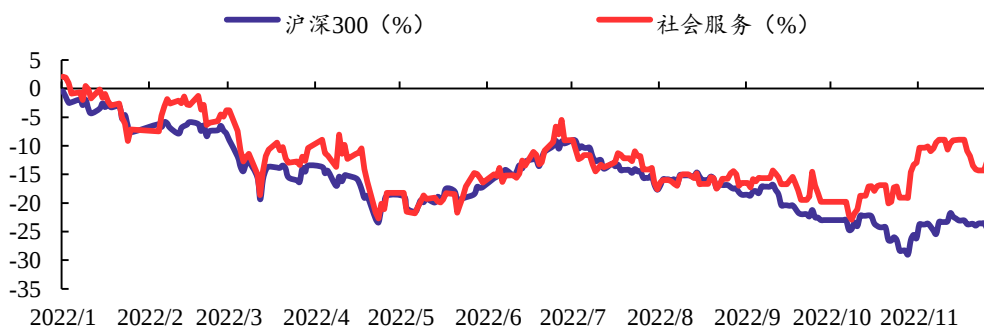
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 对比 2019 年, 估值修复几何?

行情复盘: 政策预期驱动板块脉冲行情, 供给出清行业涨幅居前

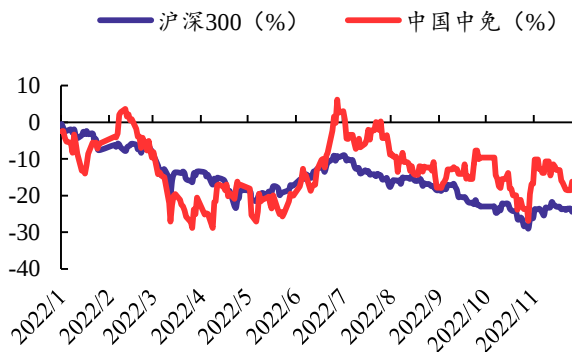
今年以来社服板块整体显著跑赢沪深 300 指数, 尤其自 10 月以来伴随防疫政策调整的预期升温, 社服指数开始相较沪深 300 有显著收益。从整体排序看, 酒店、机场、景区表现好于免税、餐饮, 背后主要与市场对疫后供需结构、竞争格局的预期差异有关, 此外餐饮受制于港股整体弱势表现较差, 但门店模型、管理均更为优异的九毛九依然可以战胜市场。

图 101: 社会服务业务指数与沪深 300 走势对比



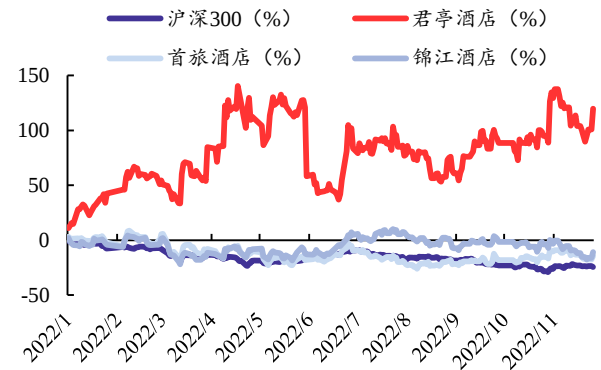
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 102：中国中免与沪深 300 走势对比



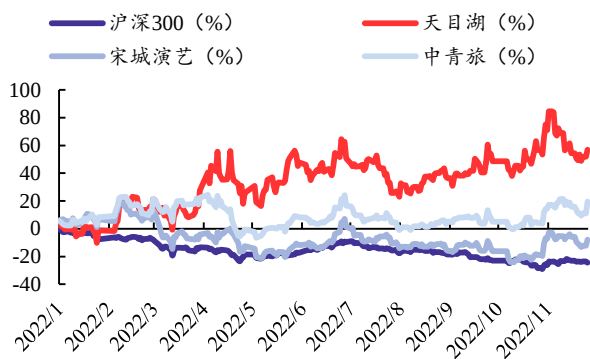
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 103：酒店板块与沪深 300 走势对比



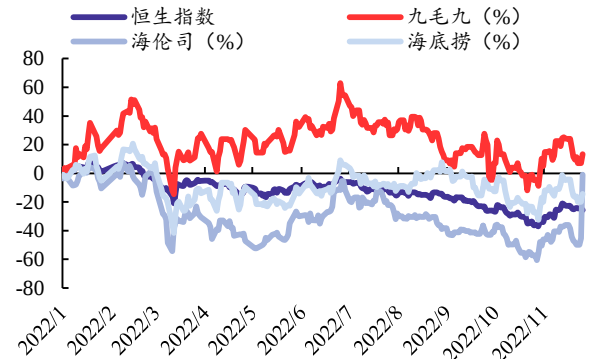
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 104：景区板块与沪深 300 走势对比



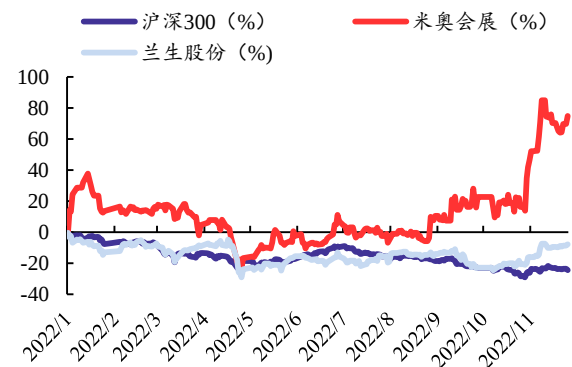
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 105：餐饮板块与恒生指数走势对比



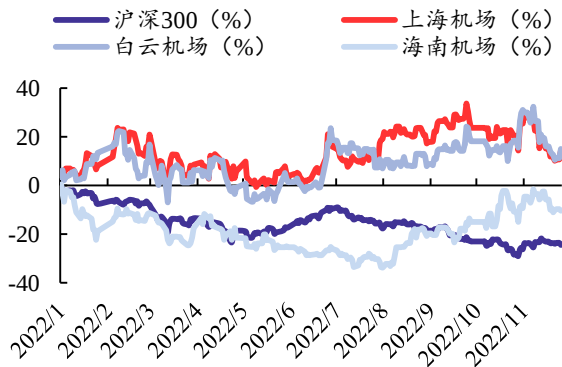
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 106：会展板块与沪深 300 走势对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 107：交通板块与沪深 300 走势对比

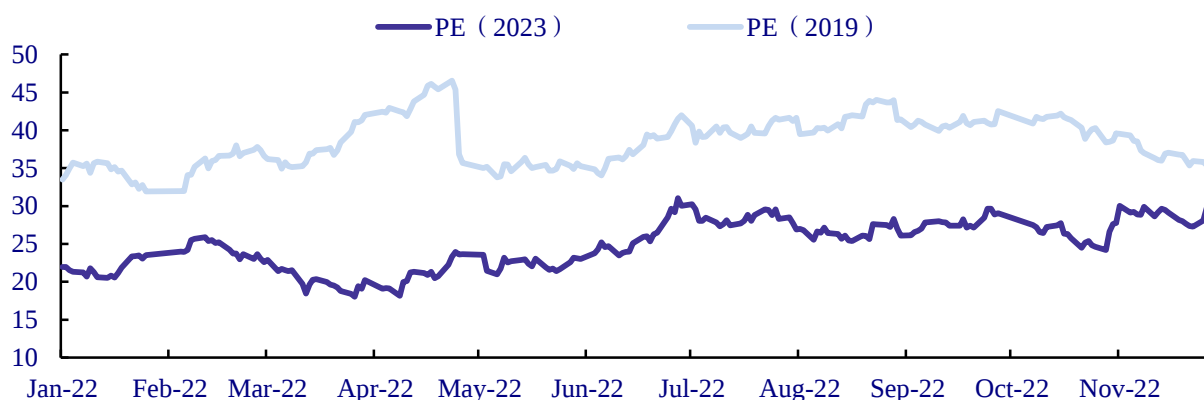


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

基于估值锚实质上已切换至疫情常态化的第一年，我们通过对各细分子板块 2023 年与 2019 年市盈率观察估值修复程度：

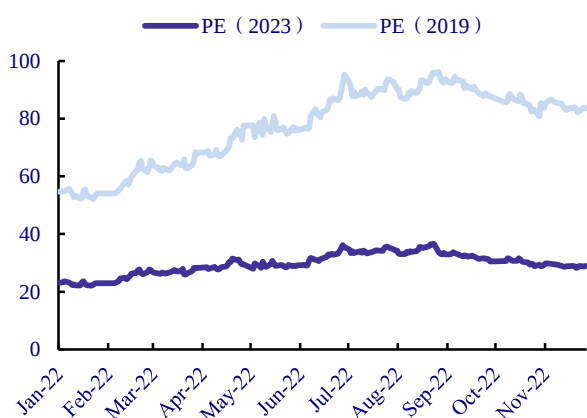
免税：2023 年估值低于 2019 年全年水平，估值切换后仍有空间。受 2021 年下半年国内疫情形势趋于复杂影响，公司业绩逐季放缓，当前市值对应 2023 年仅 30 倍，相较于 2019 年中国中免 30-45 倍 PE-TTM 仍有可观修复空间。考虑未来免税行业仍有较大成长空间，以及中免自身竞争优势，当前估值水平具备较高吸引力。此外，位于免税上游的机场板块估值也有相同情形，目前上海机场估值仍未完全修复。

图 108：中免 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值



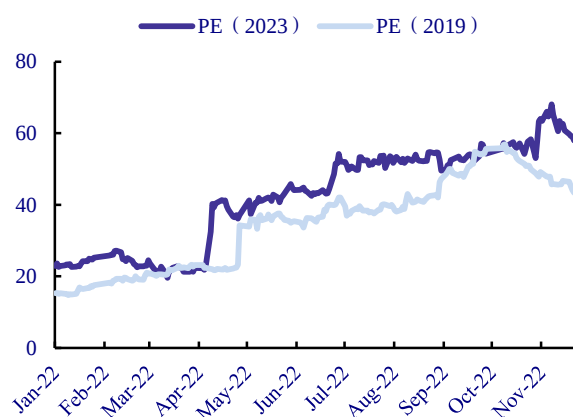
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 109：上海机场 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 110：白云机场 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值

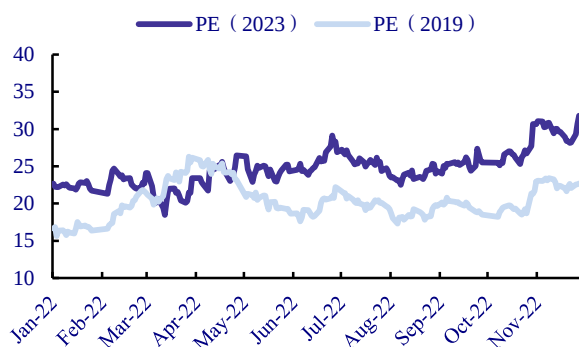


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

酒店：估值修复较为充分，关注景气修复力度。虽然疫情期间酒店龙头基本面承压，但行业整体供给亦出现显著出清，因此无论是从中长期的连锁化率、龙头份额提升，还是困境反转逻辑来看，酒店板块的清晰度均较为明确，叠加龙头酒店公司三年疫情门店大幅扩张，一旦疫

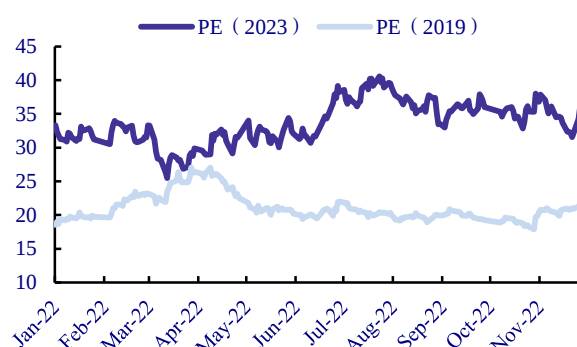
情恢复，业绩弹性亦较为可观。基于这一逻辑，目前首旅、锦江估值均高于 2019 年同期。但需要注意的是，2019 年酒店行业处于景气下行阶段，而 2023 年的酒店业处于景气上行区间，若参考 2016-2017 年酒店景气上行阶段估值水平，当前头部酒店公司估值较为合理，后续关注景气修复力度和开店节奏。

图 111：首旅酒店 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

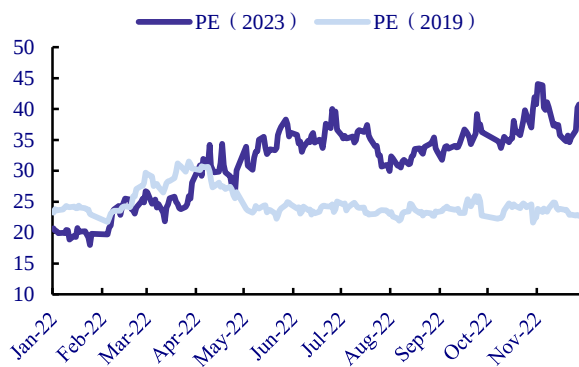
图 112：锦江酒店 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

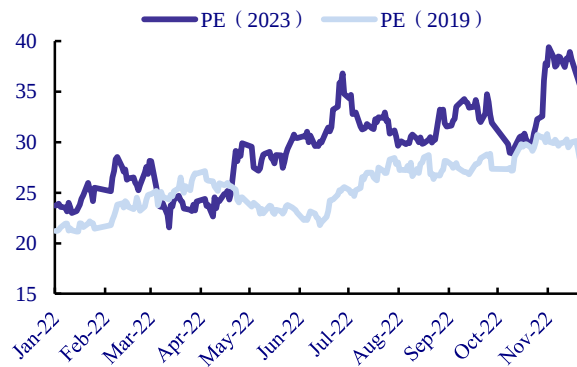
景区：盈利一致预期略低于疫情前，导致估值水平已高于 2019 年。目前主流机构关注的景区公司 2023 年 PE 仍高于 2019 年，原因在于多数景区公司 2023 年的一致盈利预测仍低于 2019 年水平。造成这一现象的背景可能在于景区公司的盈利弹性依赖于客流的恢复，而景区门票价格的弹性较小，考虑到 2023 年防疫政策可能进一步趋于优化，客流的恢复可能是渐进的。

图 113：天目湖 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值



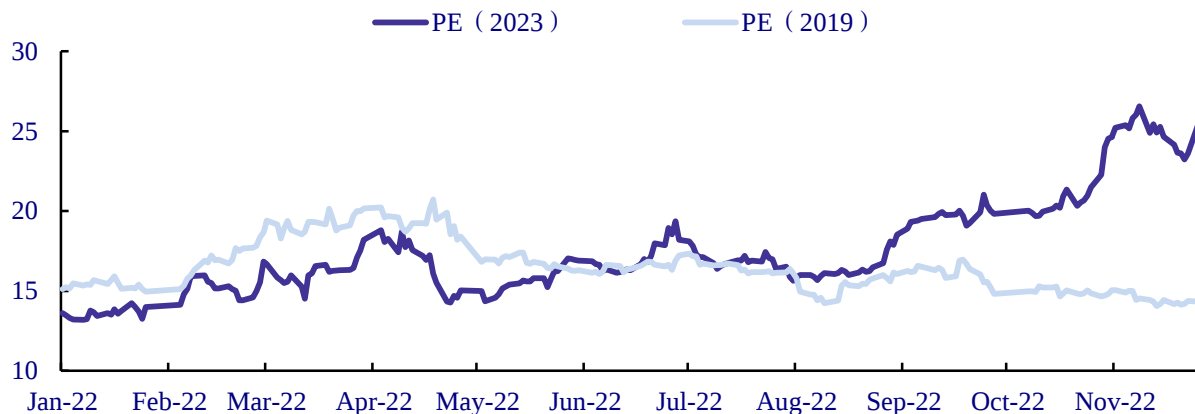
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 114：宋城演艺 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

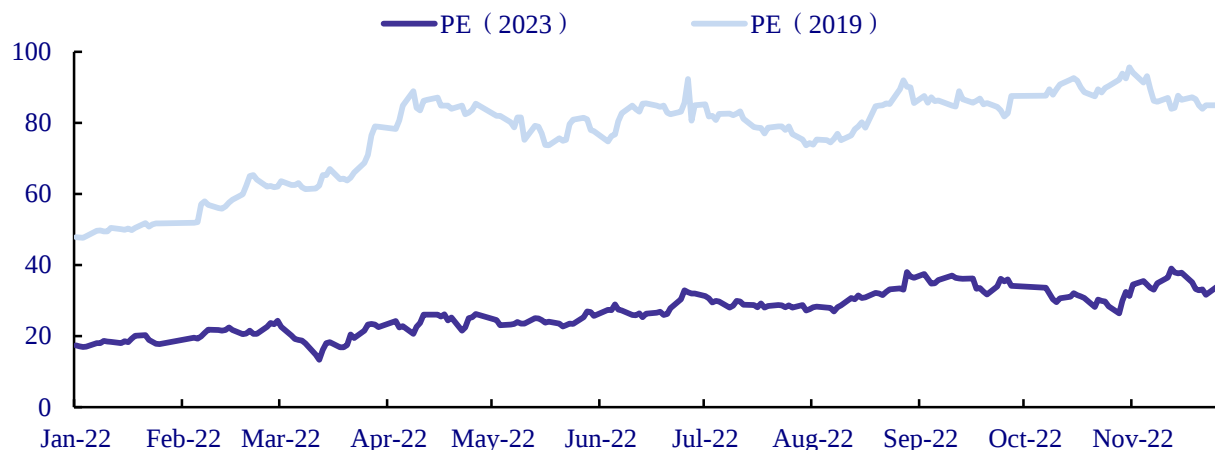
图 115：中青旅 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

餐饮：海底捞估值低于 2019 年，关注品牌势能修复、内部经营改善。2019 年受益于火锅赛道 β ，以及强品牌势能加持下开店提速，海底捞于 2019 年全年 PE (TMM) 均保持 40 倍以上水平。新冠疫情以来，受困于扩张策略未能适时调整以及市场竞争加剧，叠加港股系统性估值受挫，公司 2023 年一致盈利预测仍低于 2019 年同期。此外，九毛九、海伦司、呷哺呷哺等于港股上市的内地餐饮品牌均有相似情况。

图 116：海底捞 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、2023 年投资策略：政策拐点确立，高质量发展提供结构性成长机遇

自上而下出发，我们认为行业 2023 年投资主线已经相对清晰，核心是结合商业模式、核心竞争力、成长性、估值等多维度进行精选：

主线一：国内防疫政策逐步转向，2023 年上半年改善有望提速。从 β 层面看，疫情防控政策化仍是出行大板块的主要矛盾。但考虑到当前政策优化已成为市场共识，且中国政府已经陆续调整其防疫措施和政策目标，我们预计 2023 年或是社会生产、生活逐步恢复正常的过渡期，届时国内人口流动、生产生活有望进一步向疫情前状态进行恢复，出行、线下服务消费行业有望全面受益。

表 1：国内防疫政策变化

时间	单位	文件	内容
6 月 28 日	国务院	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	（1）密切接触者、入境人员隔离管控时间调整为“7+3” （2）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” （3）其他地区对近 7 天内有高风险区旅居史人员，采取 7 天集中隔离医学观察措施。 （4）其他地区对近 7 天内有中风险区旅居史人员，采取 7 天居家隔离医学观察措施。 （5）其他地区对近 7 天内有低风险区旅居史人员，要求 3 天内完成 2 次核酸检测。
11 月 11 日	国务院	《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 天居家健康监测”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 （2）将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离” （3）将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。 （4）取消入境航班熔断机制，并将登机前 48 小时内 2 次核酸检测阴性证明调整为登机前 48 小时内 1 次核酸检测阴性证明。 （5）对入境人员，将“7 天集中隔离+3 天居家健康监测”调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”
12 月 7 日	国务院	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	坚持第九版防控方案，落实二十条优化措施，持续整治层层加码问题。重点包括：精准划分风险区域，不得采取各种形式的临时封控；优化隔离、核酸检测方式等。

资料来源：国务院官网，中国银河证券研究院整理

主线二：关注政策鼓励方向，扩内需+高质量对外开放是关键。党的二十大报告指出，基于新的形势和发展变化，未来五年在消费和服务业层面的重点工作，在于扩大内需和推进高质量对外开放。二者的有机结合，是我们应对外部冲击、稳定经济运行的有效途径。从今年年初以来，国务院、地方政府已陆续出台相关政策、措施，推进消费复苏、稳定外贸订单，我们预计未来政策将进一步保持延续性和稳定性，从而推动国内消费、就业市场的复苏和增长。

表 2：二十大报告相关内容梳理

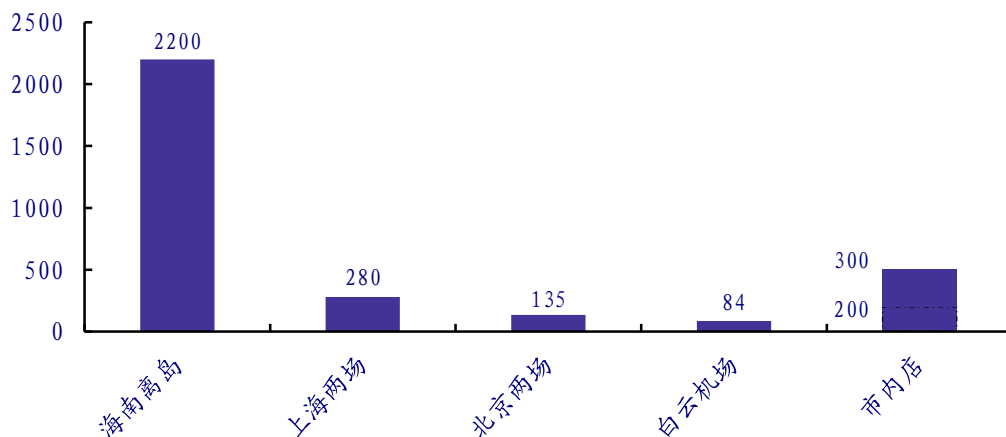
文件	时间	具体阐述
《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	2022 年 4 月	促进新型消费，加快线上线下消费有机融合，扩大升级信息消费，培育壮大智慧产品和智慧零售、智慧旅游、智慧广电、智慧养老、智慧家政、数字文化、智能体育、“互联网+医疗健康”、“互联网+托育”、“互联网+家装”等消费新业态。
《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》	2022 年 5 月	提出对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格(不含增值税)不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。
《二十大报告》社服相关部分	扩大内需	构建高水平社会主义市场经济体制：着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用。依托我国超大规模市场优势，以国内大循环吸引全球资源要素，增强国内国际两个市场两种资源联动效应，提升贸易投资合作质量和水平。
	推进高水平对外开放	推动货物贸易优化升级，创新服务贸易发展机制，发展数字贸易，加快建设贸易强国。推动共建“一带一路”高质量发展。加快建设海南自由贸易港，实施自由贸易试验区提升战略，扩大面向全球的高标准自由贸易区网络。

资料来源：中央人民政府官网，中国银河证券研究院整理

（一）免税：内需抓手，空间清晰、格局稳固

免税行业兼具消费回流+扩大内需功能，政策鼓励有望驱动行业持续扩容。免税品主要免除的是进口关税、消费税、增值税等中央税收环节，本质是中央对税收红利的一种让渡。尤其在东北亚国家，免税行业都属于政府进行宏观调控时采用的一种产业政策。在当前国内消费大环境放缓背景下，免税渠道依托价格优势仍是最具性价比的购物渠道，在回流海外消费的基础上也是拉动内需的重要手段之一。中长期看，除了目前的机场、离岛、口岸等渠道，未来国内市内免税政策的落地也有望进一步驱动行业扩容。

图 117：2025 年中国主要免税消费渠道销售预测（单位：亿元）



资料来源：沙利文，中国银河证券研究院整理

短期关注海南客流回升，行业扩容后蛋糕做大可期。疫情防控加强导致离岛免税市场从增量变为存量，是免税板块过去一年承压的最主要原因。而随着国内疫情防控政策逐渐转向更加精准，叠加运营商、品牌商、监管部门逐步明确竞争边界，我们预计客流回升有望同时驱动营收、盈利能力回升。同时，未来随着离岛免税商业面积将从 22 万平米扩容至 50 万+平米，品牌引入、购物体验等多个环节均有改善，离岛免税市场整体规模扩张可期。

海南商业竞争格局明晰，中免携手太古绝对优势明显。零售运营商的竞争优势可分为物业、供应链、经营规模三个维度。虽然，目前海南离岛免税市场主要参与者已由中免系一家过度至有限竞争，但中免集团的在三个核心竞争维度上依旧保有毋庸置疑的竞争优势。此外，公司已与全球知名的高端商业运营商太古集团达成合作协议，二者未来在海棠湾共同打造的海棠湾三期有望成为海南的顶流高端商业综合体，并为中免在海棠湾周边的商业项目进行引流赋能。因而，我们认为从整个海南岛的零售商业布局角度看，无论 2025 年封关后政策如何变化，中免在海南的竞争优势都处于绝对领先的位置，核心仍在于整体市场蛋糕的做大。

预计封关后政策保持平稳，免税牌照优势仍将维持。参考海南省常务副省长沈丹阳 4 月 20 日在博鳌亚洲论坛 2022 年年会上的表态，海南封关并非中国香港、新加坡模式。基于这一背景，结合政府监管难度大小和对增加自由投资的促进，我们认为在 2025 年封关后较长时间内，可能存在两种情景：（1）三税或非完全免除，有税渠道仍有可能征收较低消费税，此种情景下免税渠道仍将保有一定价格优势；（2）岛内三税完全免除，但政府将针对免税商店和其他零售渠道设置不同的通关额度。即消费者将免税商店购买的商品带回内地时，将继续享受 10 万元的免税额度；而由其他零售渠道购买的商品带入内地，超过 8000 元的部分将需要按规定缴纳进口关税、消费税、增值税。在此两种情景假设下，免税运营商仍将较其他零售渠道对消费者保有显著的吸引力。

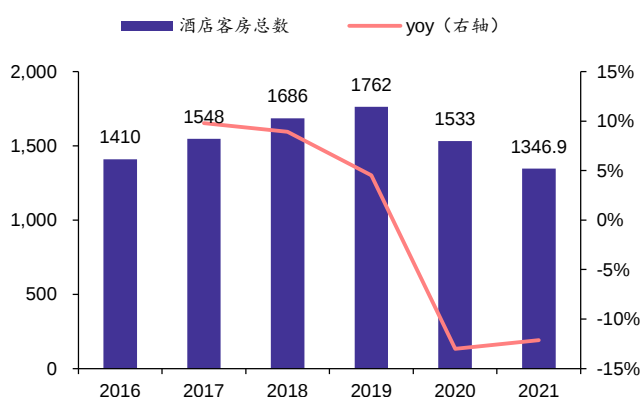
投资建议：重点推荐具备竞争优势的龙头运营商、资源禀赋稀缺的上游物业方。2020 年免税行业政策扩容以来，目前 A 股市场已形成了从上游（机场、物业提供方）到中游运营商的完整产业链，板块效应凸显。从成长性角度看，龙头公司推荐中国中免，建议关注海汽集团、王府井、海南机场、上海机场、白云机场。

（二）酒旅、餐饮：信心回升，关注开店进展+细分市场新机遇

连锁酒店、餐饮成长逻辑主要来自开店，C端需求转好预期有望驱动B端开店信心回归。从估值角度看，连锁酒店、餐饮公司成长性主要来自连锁化率提升→品牌开店增长。但自2021年下半年以来主要连锁酒店、餐饮品牌开店均有所放缓，主要因疫情管控不确定性导致酒店加盟商、餐饮品牌方投资信心受损。而随着2023年国内疫情管控政策有望进一步优化，我们认为C端出行、消费需求的复苏预期有望推动加盟商、品牌方开店信心回升，开店逻辑回归有望推动连锁酒店、餐饮品牌估值修复。

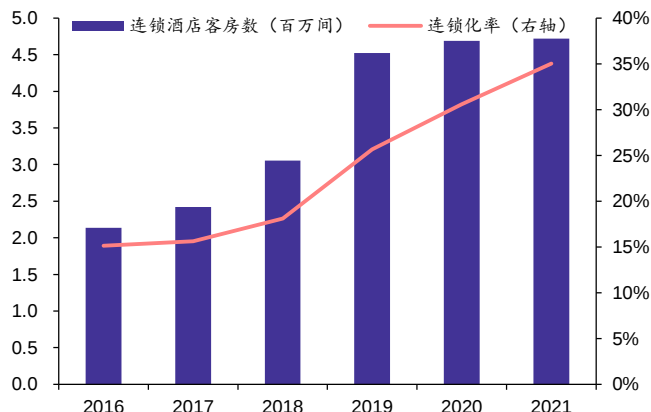
酒店：供需结构持续改善，连锁化率提升趋势有望延续。疫情冲击背景下，酒店供给端持续优化，2021年我国整体酒店客房供应量同比减少12%，但连锁品牌酒店客房供应仍有小幅增加，行业整体连锁化率由2019年的25.67%提升至35.04%。头部酒店品牌市场份额进一步提升，TOP10酒店品牌市场份额由2019年的54%提升至69%。考虑到2022年酒店加盟商投资信心受损严重，导致品牌酒店实际开店增速低于年初预期，我们认为伴随2023年防疫政策进一步优化，全社会投资、消费信心回升，酒店加盟等相关投资需求亦有望较快回归，对头部优质品牌的加盟需求将快速回归。

图 118：全国酒店客房供给数（万间）



资料来源：饭店业协会，中国银河证券研究院

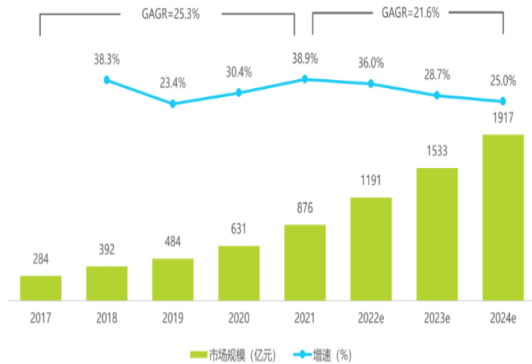
图 119：中国连锁酒店规模及连锁化率



资料来源：盈蝶咨询，中国银河证券研究院

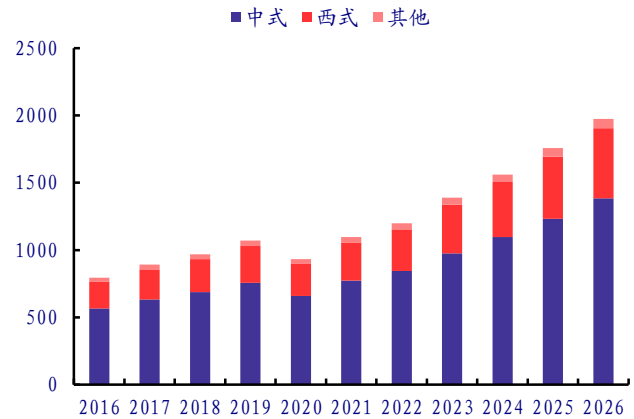
餐饮：中长期关注功能性餐饮赛道中的新中式快餐、咖啡品牌。从需求角度出发，城市化进程深入+居民消费理念趋于理性背景下，对功能性餐饮的需求品类有望稳定受益，尤其是解决城市白领一日三餐的新中式快餐、咖啡赛道。从国内外市场规模看，新中式快餐、咖啡均有广阔市场空间：2019年我国中式快餐市场规模7557亿，至2025年中式快餐市场预计达到1.27万亿，复合增速14%；2018-2020年，中国大陆人均咖啡消费量从6.2杯增长至9.0杯，年复合增长率约20%，但对标日本、印尼人均每年293、150杯水平，仍有较大增长空间。

图 120: 2017-2024 中国现磨咖啡市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞, 中国银河证券研究院

图 121: 2016-2025 年中国快餐市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

景区: 低估值, 重点推荐疫后成长标的。板块整体估值目前仍处历史较低分位, 主要因疫情导致基本面受损+多数景区公司因体制、商业模式等因素成长性受限。作为刚性成本占比较高的细分板块, 随着 2023 年疫情管控逐步转向, 线下客流回归有望推动景区公司业绩复苏。同时, 部分主观能动性更强的景区公司于疫情期间勤练内功、扩投项目, 营收利润有望随客流回归后同比 2019 年实现增长。

图 122: 申万自然景区指数历史 PE 分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: PE 估值分位数水平选取自申万 (自然景区) 指数, 其中 2020 年后分位数经我们修正后得到

投资建议: 服务消费修复路径明确, 连锁化率长期趋势性提升不变:

(1) **酒店:** 后疫情阶段, 龙头酒店集团有望重拾开店, 推荐锦江酒店、首旅酒店、华住集团-s。中小特色酒店直营占比高, 业绩弹性短期有望提现, 推荐君亭酒店。

(2) **餐饮:** 业绩修复弹性最大, 看好强势品牌开店回归, 推荐九毛九、海伦司、同庆

楼、奈雪的茶-S。中期关注中式快餐、新式茶饮&咖啡品牌上市进展。

(3) 景区：重点关注疫情期间增量供给、区位优势、管理优势，推荐天目湖、中青旅、宋城演艺。

(三) 会展：困境反转+政策鼓励，疫后有望迎接新成长

会展服务是经济发展的助推器，高质量对外开放时代背景下未来属于政策鼓励方向。会展服务通过在较短时间内聚合大量人流、物流、信息流撮合参展商和买家达成交易的一种商务活动，在现代国际贸易中是供需双方达成交易最具性价比的一种模式。未来随着商务出入境放宽预期，叠加政府稳外贸、促外贸政策之下补贴力度加强，未来 2-3 年会展行业公司业绩具备较强确定性。

表 3：各地方政府对企业赴海外参展补贴政策

时间	地区	详细补贴政策
2022	北京市	对参加境外展览会的企业提供展位费 50% 的补贴，不包括企业注册费和展位搭建费。展位以 9 平方米为单位，企业可申请多个展位，补贴总额不超过 30 万元。对于大型展品回运费，单个展品达到体积 1 立方米且重量 1 吨以上，可以申请补贴，上限为 50%，10 万元。
2021	上海	最高补贴额度不超过展位费的 50%，每个标摊不超过人民币 15000 元，每个展会不超过 3 个标摊。
2022	天津	对参加境外展览会的企业，补贴展位费（场地、基本展台、桌椅、照明）的 50%，每个标摊补贴上限 15000 元
2022	广东省	对参加粤贸全球广东境外商品展览会的项目，按照每个项目支持比例不超过实际支出额的 80% 且最高支持金额不超过 30,000 元的标准予以支持。对参加其他境外展会的项目，按照每个项目支持比例不超过实际支出额的 80% 且最高支持金额不超过 18,000 元的标准予以支持。
2021	湖南	“远程参展”境外线下实体展会的外贸企业，在限额内给予展位费及物流费全额补贴。单个企业单个展会项目支持不超过 5 万元，单个企业展会项目支持总额不超过 50 万元。
2022	山东	拟对 A、B 类机电行业展会展位费继续给予全额补贴，对 A、B 类非机电行业展会展位费分别给予不超过 90%、80% 的补贴。
2022	浙江	境外展会展位费，按不高于展位成本价的 70% 资助，单个展位（展位面积以展会主办方确定面积为准）最高资助不超过 5 万元，单个展会单个企业的展位费最高资助不超过 15 万元。
2022	重庆	对参加境外展，且符合申报补贴企业标准并纳入企业库的企业提供展位费 50% 的支持。
2021	云南	对外贸企业参展的展位费、国际交通费（国际航班经济舱费用）、人员费用和布展费，参照行政机关人员出差标准，给予不超过 70% 的支持。对受新冠肺炎疫情等原因影响，原定召开的展会推迟没有举办且未退还展位费的，可申请展位费全额补助。
2022	黑龙江	支持多渠道拓展国际市场。支持外贸企业参加线下境外展会和线上涉外展会。给予企业参加线下境外展会所产生的展位费、展品运输费、国际间交通费、住宿费 70% 补贴；给予企业委托第三方参加境外展会所产生的展位费、展品运输费 70% 补贴；给予企业参加线上涉外展会参展费 50% 补贴。企业年度最高补贴 30 万元。企业用于海外资信调查和线上展会宣传所产生费用，所属市（地）政府（行署）可给予不超过 50% 的补贴。企业用于境外品牌创建、境外商标注册和产品认证等方面费用，所属市（地）政府（行署）可给予不超过 70% 的补贴。

资料来源：各地方政府，中国银河证券研究院整理

投资建议：优质公司均有明确扩张计划，反转+成长有望共振

米奥会展：伴随海外解除疫情管控，公司已通过双线双展推动业务实现困境反转，预计从今年 Q4 起，公司业绩有望大幅回暖。此外公司借鉴海外龙头 Informa 发展路径，未来有望通过内生+外延，不断拓宽会展服务区域、推动会展品类向专业化发展，驱动会展业务量价齐升。目前，公司研发、产品、人员储备已经前置，后续伴随收入增长，规模效应有望显现。

兰生股份：公司区位优势和资源禀赋强劲，坐拥世博展览馆、国家会展中心等稀缺场馆资源，会展品牌则受益于政府信任背书具备较强市场影响力，可充分享受产业链各环节利润。伴随国内疫情管控逐步优化，公司业务有望迎接困境反转，同时通过内生、外延实现国内会展业务的区域扩张，目前已落地成都工博会、成立会展产业基金等。

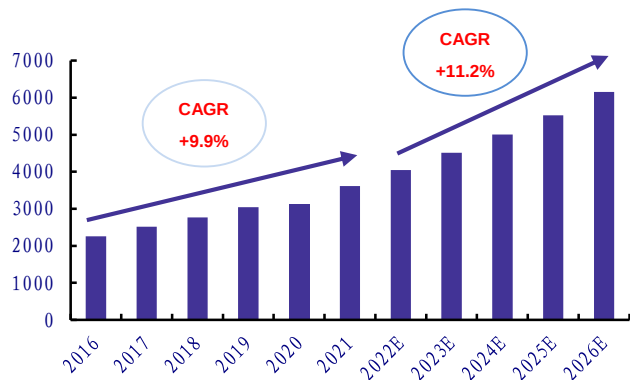
（四）教育、人服：科教兴国，人才先行

二十大再次强调科教兴国，具备强烈的时代和国情背景。当前，新一轮科技革命和产业变革正在加速重构全球创新版图、重塑全球经济结构。科技创新成为百年变局中的关键变量，只有抢占科技制高点，才能赢得战略主动。

教育贴息政策推出有望带来带动相关服务需求持续增长。10 月国常会提出，对高校、职业院校和实训基地、医院、新型基础设施及产业数字化转型等设备购置与更新新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息 2.5 个百分点，期限 2 年。此后，央行设立设备更新改造专项再贷款，额度为 2000 亿元以上，利率不超过 3.2%，考虑中央财政贴息 2.5%，其贷款实际利率仅为 0.7%。我们认为本次专项贷款投放，有望直接带动教育信息化需求增长，特别是以高教、职教、实训基地为主的信息化服务需求增长。同时有望催生高职院校进行设备更新与改造意愿与节奏，在经费支持及资金成本等源头环节对产业形成正向催化。

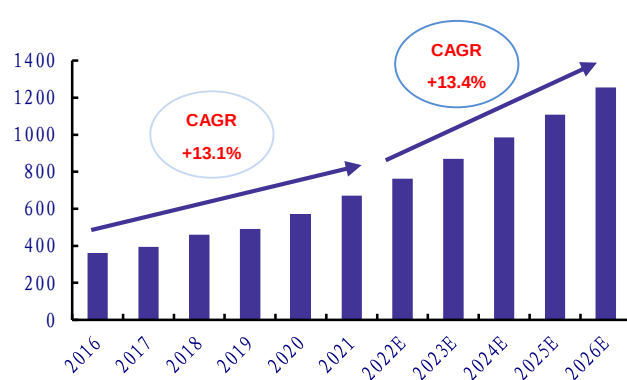
信息化相关人力资源服务需求有望同步增长。我国人力资源服务市场规模广阔，据艾瑞咨询统计 2021 年超 2.3 万亿，其中人力外包市场超 8000 亿元。短期看，经济周期影响下企业用工成本及新兴业态出现，正在驱动人力外包市场渗透率持续提升，尤其是灵活用工业务。其中，我们预计由于企业数字化转型加快，与信息技术行业相关的 IT0 及人力资源服务需求有望实现较快增长。从产业链上看，信息技术服务外包包括了项目服务外包、人力资源服务外包，相关需求增长有望拉动 IT 技能培训、IT0 相关服务需求增长。

图 123：2016-2026E 中国信息技术产业规模（十亿元）



资料来源：Gartner，中国银河证券研究院

图 124：中国信息技术服务外包市场规模（十亿元）



资料来源：Gartner，中国银河证券研究院

投资建议：二十大报告中强调“科教兴国”、“就业优先战略”，教育信息化装备、职业培训、人力资源服务相关需求有望上升。推荐科锐国际、人瑞人才、传智教育。

(五) 重点公司盈利预测与估值水平

表 4: 重点公司盈利预测估值表

板块	公司	归母净利 (百万)			PE (X)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
免税	中国中免	7560	14730	18710	58	30	24
	海汽集团*	-14	44	88	-636	202	101
	海南发展*	13	114	200	762	87	50
	王府井*	670	1097	1325	48	29	24
	海南机场*	1819	1180	1656	31	48	34
	上海机场*	-2390	1829	4202	-61	79	35
	白云机场*	-708	539	1642	-51	67	22
餐饮	九毛九	239	704	995	121	41	29
	海伦司	60	550	805	313	34	23
	同庆楼	127	251	338	67	34	25
	海底捞*	360	2302	3546	339	53	34
	奈雪的茶-S	-215	148	431	-60	88	30
	锦江酒店	108	1549	2476	544	38	24
	首旅酒店	141	914	1281	192	30	21
酒店	华住集团-S*	-952	2097	3039	-118	54	37
	君亭酒店	76	139	191	113	62	45
	米奥会展	30	100	157	137	41	26
会展	兰生股份*	16	155	212	319	33	24
	众信旅游*	-290	1	20	-32	9400	470
旅游	天目湖*	32	141	185	166	38	29
	宋城演艺*	134	941	1385	281	40	27
	中青旅	-143	340	532	-74	31	20

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

四、风险提示

- (1) 放开后疫情扩散导致感染人数大幅攀升;
- (2) 宏观经济下行;
- (3) 市场竞争加剧;
- (4) 自然灾害等不可抗力。

插图目录

图 1: 全球航空收入客公里数恢复情况	2
图 2: 主要地区国际旅客人数恢复情况 (%)	3
图 3: 2018-2022 年欧元区家庭净储蓄率变化	3
图 4: 2018-2022 年美国个人储蓄存款占可支配收入比例	3
图 5: 全球商旅旅游恢复情况	4
图 6: Informa 营业收入恢复情况	4
图 7: Booking 营业收入、入住房晚数恢复情况	5
图 8: Expedia 营业收入、入住房晚数恢复情况	5
图 9: Dufry 营业收入恢复情况	5
图 10: 美国防疫政策调整时间点及每月确诊人数 (千人)	6
图 11: 美国 Markit 制造业 PMI	7
图 12: 美国 Markit 服务业 PMI	7
图 13: 美国航空业客运量恢复情况	7
图 14: 美国零售和食品服务销售额: 食品和饮料店恢复情况	8
图 15: 美国 CPI: 食品与饮料同比 (%)	8
图 16: 美国地区主要酒店 Revpar 恢复情况 (%)	8
图 17: 美国地区主要酒店入住率恢复情况 (%)	9
图 18: 美国地区主要酒店平均房价恢复情况 (%)	9
图 19: 拉斯维加斯博彩业总收入恢复情况	9
图 20: 拉斯维加斯游客人数恢复情况	9
图 21: 六旗乐园营业收入、游客人数恢复情况	10
图 22: 迪士尼乐园营业收入恢复情况	10
图 23: 欧盟防疫政策调整时间点及每月确诊人数 (千人)	10
图 24: 欧元区 Markit 制造业 PMI	11
图 25: 欧元区 Markit 服务业商务活动 PMI	11
图 26: 欧洲主要机场客运量恢复情况	11
图 27: 德国住宿和餐饮服务营业额恢复情况	12
图 28: 德国 CPI: 酒店和餐馆同比 (%)	12
图 29: 欧洲地区主要酒店 Revpar 恢复情况 (%)	12
图 30: 欧洲地区主要酒店入住率恢复情况 (%)	13
图 31: 欧洲地区主要酒店平均房价恢复情况 (%)	13
图 32: 亚洲航空业收入客公里数恢复情况 (%)	13
图 33: 亚洲地区主要酒店 Revpar 恢复情况 (%)	13
图 34: 亚洲地区主要酒店入住率恢复情况 (%)	14
图 35: 亚洲地区主要酒店平均房价恢复情况 (%)	14
图 36: 日本防疫政策调整时间点及每月确诊人数 (千人)	14
图 37: 日本主要机场客运量恢复情况 (%)	15
图 38: 日本餐饮行业恢复率	15
图 39: 日本 CPI:外出就餐同比 (%)	15

图 40: 日本制造业 PMI.....	16
图 41: 日本服务业 PMI.....	16
图 42: 日本零售销售额 (对比 2019 年)	16
图 43: 新加坡防疫政策调整时间点及每月确诊人数 (千人)	17
图 44: 新加坡航空业客运量恢复情况 (%)	17
图 45: 新加坡餐饮行业恢复情况 (对比 2019 年)	18
图 46: 新加坡 CPI: 食品供应服务同比 (%)	18
图 47: 新加坡零售销售额 (对比 2019 年)	18
图 48: 香港防疫政策调整时间点及每月确诊人数 (千人)	19
图 49: 香港制造业 PMI.....	19
图 50: 香港航空业客运量恢复情况	20
图 51: 香港餐饮行业总收益恢复情况 (%)	20
图 52: 香港综合类 CPI: 食品及不含酒精饮品同比 (%)	20
图 53: 香港零售业总销货 (对比 2019 年)	21
图 54: 2022 年全国每日新增病例数 (人次)	22
图 55: 社零总额当月同比及恢复率	22
图 56: 2022 年三大航司月度载客量恢复率	22
图 57: 餐饮收入当月同比变化	23
图 58: 2020 年以来节假日旅游恢复情况 (同比 2019 年)	23
图 59: 2021-2022 海南离岛免税月度销售额及同比变化	23
图 60: 2021-2022 海南离岛免税月度购物人数及同比变化	23
图 61: 2021-2022 海南离岛免税日均销售额及同比增速	24
图 62: 2021-2022 海南离岛免税客单价及同比增速	24
图 63: 2020-2022Q3 中免营业收入及增速	24
图 64: 2020-2022Q3 中免归母净利润及增速	24
图 65: 三大酒店境内 RevPAR 及同比增速	25
图 66: 三大酒店开店数量及同比增速	25
图 67: 三大酒店入住率及同比增速用减法	25
图 68: 三大酒店平均房价及同比增速	25
图 69: 三大酒店入住率较 2019 年同期恢复率	25
图 70: 三大酒店 RevPAR 较 2019 年同期恢复率	25
图 71: 2020-2022Q3 首旅酒店营收增速及归母净利增速	26
图 72: 2020-2022Q3 首旅酒店营收恢复率	26
图 73: 2020-2022Q3 锦江酒店营收增速及归母净利增速	26
图 74: 2020-2022Q3 锦江酒店营收恢复率	26
图 75: 2020-2022Q3 华住酒店营收增速及归母净利增速	27
图 76: 2020-2022Q3 华住酒店营收恢复率	27
图 77: 2020-2022Q3 天目湖营收增速及归母净利增速	27
图 78: 2020-2022Q3 天目湖营收恢复率	27
图 79: 2020-2022Q3 中青旅营收增速及归母净利增速	28
图 80: 2020-2022Q3 中青旅营收恢复率	28

图 81: 2020-2022Q3 宋城营收增速及归母净利增速	28
图 82: 2020-2022Q3 宋城营收恢复率	28
图 83: 2020-2022Q3 九毛九营收及同比增速	29
图 84: 2020-2022Q3 九毛九归母净利及同比增速	29
图 85: 2020-2022Q3 海伦司营收增速及归母净利增速	29
图 86: 2020-2022Q3 海伦司营收恢复率	29
图 87: 2020-2022Q3 海底捞营收及同比增速	29
图 88: 2020-2022Q3 海底捞归母净利及同比增速	29
图 89: 2020-2022Q3 米奥会展营收增速及归母净利增速	30
图 90: 2020-2022Q3 米奥会展营收恢复率	30
图 91: 2018-2022 前三季度兰生股份营收及增速	30
图 92: 2020-2022Q3 兰生股份营收恢复率	30
图 93: 2020-2022Q3 上海机场营收增速及归母净利增速	31
图 94: 2020-2022Q3 上海机场营收恢复率	31
图 95: 2020-2022Q3 白云机场营收增速及归母净利增速	31
图 96: 2020-2022Q3 白云机场营收恢复率	31
图 97: 2020-2022H1 首都机场营收增速及归母净利增速	31
图 98: 2020-2022H1 首都机场营收恢复率	31
图 99: 2020-2022Q3 海南机场营收增速及归母净利增速	32
图 100: 2020-2022Q3 海南机场营收恢复率	32
图 101: 社会服务业务指数与沪深 300 走势对比	32
图 102: 中国中免与沪深 300 走势对比	33
图 103: 酒店板块与沪深 300 走势对比	33
图 104: 景区板块与沪深 300 走势对比	33
图 105: 餐饮板块与恒生指数走势对比	33
图 106: 会展板块与沪深 300 走势对比	33
图 107: 交通板块与沪深 300 走势对比	33
图 108: 中免 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值	34
图 109: 上海机场 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值	34
图 110: 白云机场 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值	34
图 111: 首旅酒店 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值	35
图 112: 锦江酒店 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值	35
图 113: 天目湖 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值	35
图 114: 宋城演艺 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值	35
图 115: 中青旅 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值	36
图 116: 海底捞 2019 年 PE 及 2023 年 PE 预测值	36
图 117: 2025 年中国主要免税消费渠道销售预测 (单位: 亿元)	39
图 118: 全国酒店客房供给数 (万间)	40
图 119: 中国连锁酒店规模及连锁化率	40
图 120: 2017-2024 中国现磨咖啡市场规模 (亿元)	41
图 121: 2016-2025 年中国快餐市场规模 (单位: 十亿元)	41

图 122: 申万自然景区指数历史 PE 分位数.....	41
图 123: 2016-2026E 中国信息技术产业规模（十亿元）	44
图 124: 中国信息技术服务外包市场规模（十亿元）	44

表格目录

表 1: 国内防疫政策变化.....	37
表 2: 二十大报告相关内容梳理.....	38
表 3: 各地方政府对企业赴海外参展补贴政策.....	42
表 4: 重点公司盈利预测估值表.....	45

分析师简介及承诺

顾熹闻，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yi@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yi@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yi@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn