光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

暗黑已过，拐点向上，市场承压下强者恒强

——社服行业2023年度投资策略

2022年12月17日

分析师：唐佳睿 CFA, CPA(Aust.)，CAIA, FRM，ACCA
李泽楠

证券研究报告

核心观点

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业观点：

■ **免税**：疫情危机中，中免已成长为全球最大的免税龙头，海口新店助力巩固龙头优势。目前复苏节奏受疫情影响，但消费回流将成为长期趋势，离岛免税政策放宽至今，免税依旧火热，未来岛民免税政策即将出台，助力自贸区免税行业发展，市内免税店未来政策落地仍值得期待。

■ **酒店**：Revpar逐步复苏。单体酒店出清叠加龙头酒店逆势扩张，未来行业集中度在疫情过后有望提升。现在行业仍处于经济型酒店转型中高端酒店成长时期，转型带来未来整体房价提升预期。

■ **传统景区及其他**：传统景区仍受疫情影响，处于缓慢回暖期，根据携程假日数据，Z时代出行已占主流，目前仍以短途游为主，长途游乃至出境游仍需等待疫情基本消除。中长期经历结构化转型，“亲子游+夜游”破圈突围、“微旅行”、“露营经济”持续升温。

■ **餐饮**：受疫情影响严重，疫后消费场景复苏，有望触底反弹，关注线下刚需场景。

行业展望：

■ 疫情管控逐渐精确化，行业渐渐复苏，关注复苏后行业变化带来的积极影响，建议：配置长期逻辑较清晰，所处优质赛道拥有较深护城河的行业龙头：中国中免。

■ 疫情结束后，相关标的有望迎来业绩复苏，配置复苏中的优质龙头：首旅酒店，锦江酒店。关注刚需性场景弹性大的餐饮标的：同庆楼。

风险提示：疫情影响游客量、免税品供应低于预期、自然天气/经济等不可控因素

目 录

一 免税

二 酒店

三 景区

四 餐饮

五 投资标的

六 风险分析

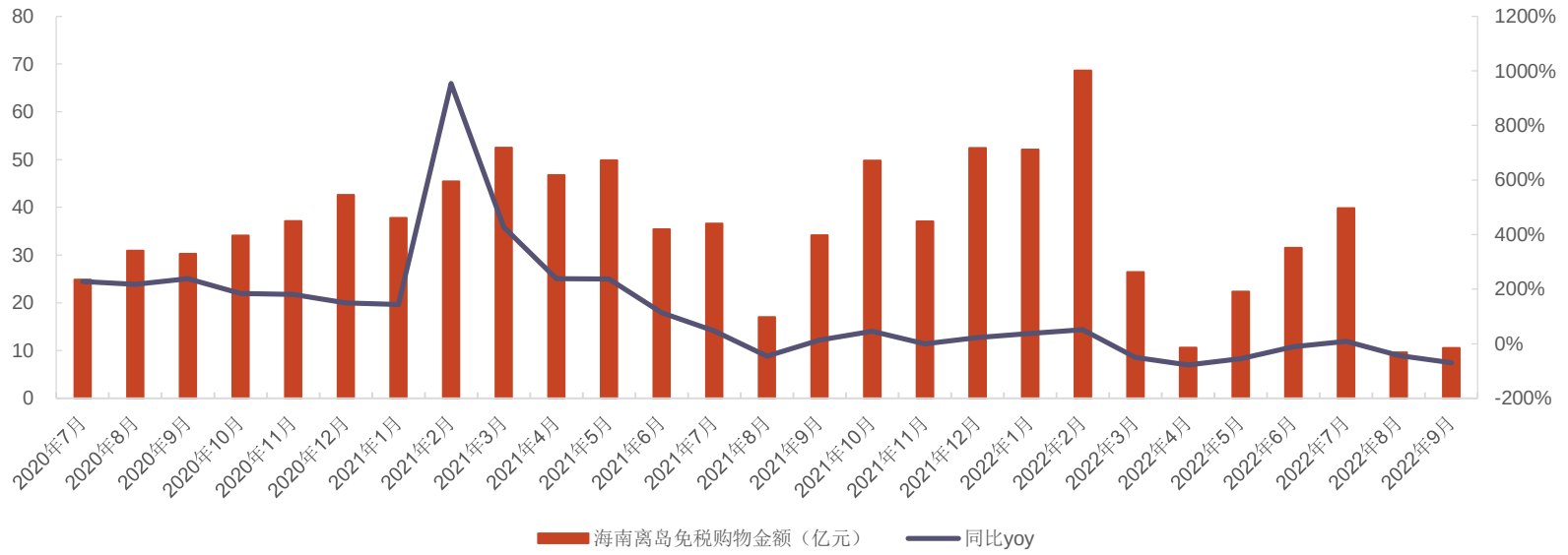
免税：离岛免税拐点已至，Q4曙光已见

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

免税新政落地开花两周年； 本土疫情打断恢复进程，未来有望筑底反弹。

- **离岛免税新政落地两周年，海南旅游零售市场发展驶入快车道：**根据海口海关披露，自2020年7月1日海南离岛免税新政实施至22年6月已过两年，日均购物金额1.24亿元，较新政实施前增长257%。
- **海南疫情打断复苏进程：**受2月底岛内疫情影响，3月离岛免税购物金额同比剧烈下滑 （-49.6%），4月同比增速见底（-77.4%），5月小幅回升（-55.2%），6月持续回升（-11.0%），7月回正（+8.7%），但8月开始受疫情影响复苏节奏被打断。

图1：海南离岛免税2022年4月拐点已至，同比增速见底



资料来源：海口海关，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

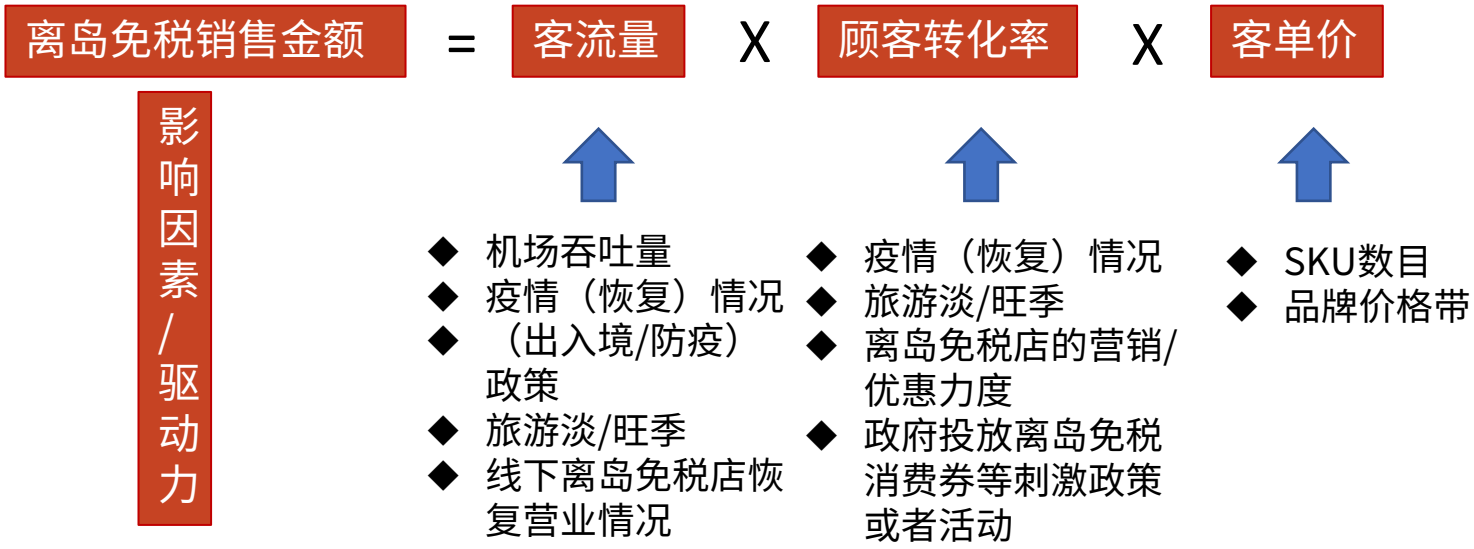
免税：离岛免税拐点已至，Q4曙光已见

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

拆解离岛免税销售额：客流量、转化率和客单价是免税销售额增长的三大要素

- **客流量是离岛免税销售额增长的源泉：**客流量指的是还未转化之前的潜在客流量，赴岛旅客的数量目前主要受到疫情/恢复情况和剔除疫情影响后的淡旺季影响。
- **转化率是驱动销售金额增长的关键：**销售金额增长的驱动力除了旅客基数的增长，还必须靠转化率的提高，转化率提高的途径主要有免税店加大优惠力度和政府的刺激消费政策等。

图2：客流量、转化率和客单价是免税销售额增长的三大要素



资料来源：光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

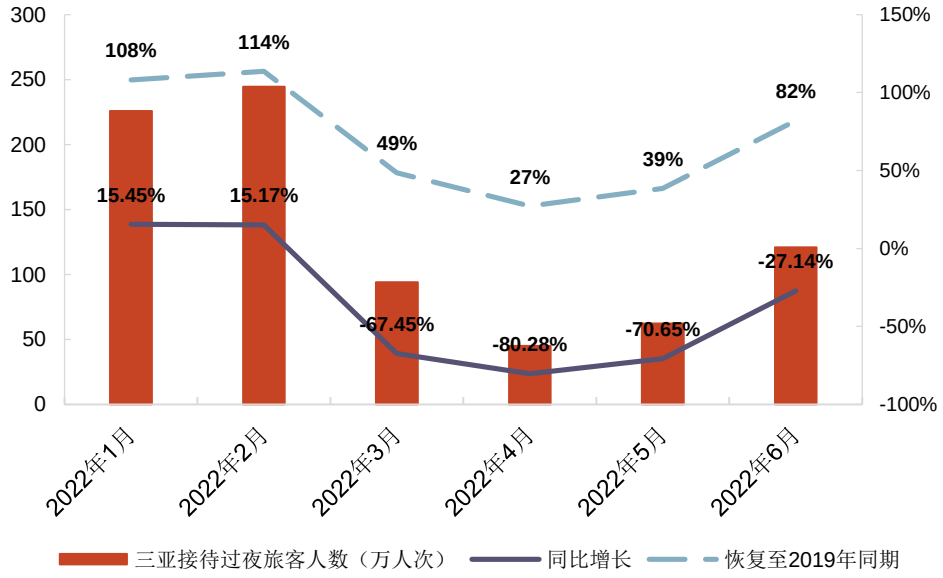
免税：离岛免税拐点已至，Q4曙光已见

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

客流量：复盘海南2022两轮疫情，4、8月两轮疫情直接导致客流量下滑，旅游业短暂停摆。

- **第一轮4月疫情客流量触底反弹：**2月底到4月，海南疫情呈散点式发生，在1月和2月客流量强势增长后，3月、4月同比-67.45%/同比-80.28%，4月同比增速见底，5月小幅回升，6月客流量恢复至2019年同期的82%。
- **8月海南疫情得到全面控制，9月进入收尾阶段，客流量回暖：**8月本土疫情反复，强势复苏进程被再度打断。8月1日起，海南尤其是三亚等地疫情反复，三亚国际免税购物公园和三亚海旅免税城首先在8月4日闭店，海口观澜免税城和三亚海棠湾免税城在8月5日宣布暂停营业，其他免税店也在8月10日暂停营业，中断了离岛免税店的复苏进程。 2022年9月海南全岛实现社会面清零，复苏进程在短期承压后继续反弹，为Q4旅游旺季做好准备。

图3：海南岛客流量同比增速在第一轮疫情后（4月）触底反弹



资料来源：iFind，国家卫健委，光大证券研究所

图4：9月海南疫情稳定，第二轮疫情进入收尾阶段



资料来源：三亚市旅游和文化广电体育局，光大证券研究所

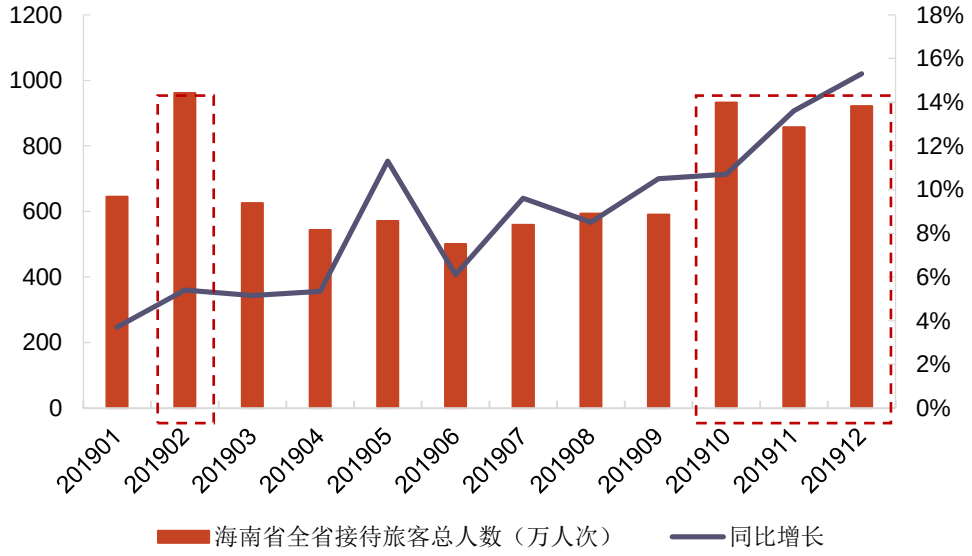
免税：离岛免税拐点已至，Q4曙光已见

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

客流量：精准化防控后，23Q1旅游旺季有望环比回升。

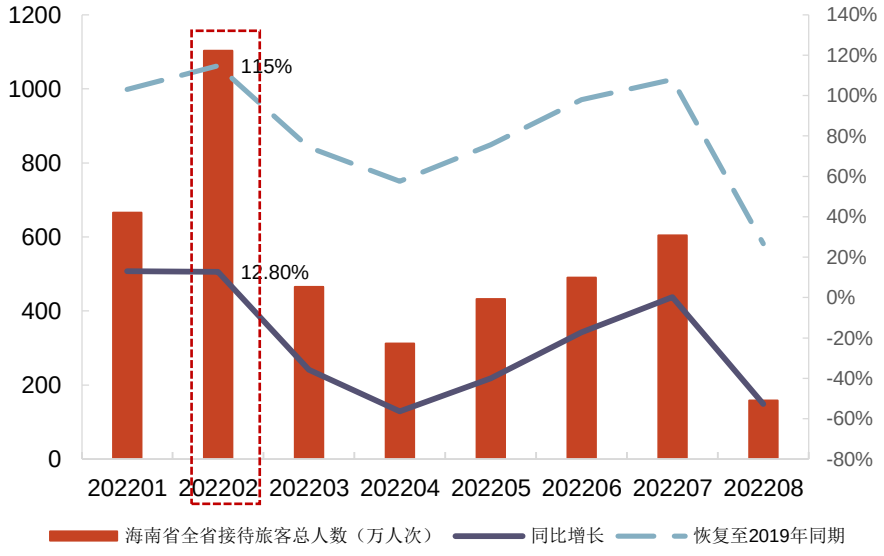
- **海南岛销售旺季为Q4-Q1：**疫情前，从2019年全年可以看出，海南省接待旅客总人数（包括过夜和一日游）在Q4-Q1达到峰值。
- **疫情管控精准化，免税销售额有望恢复：**2022年2月海南省接待旅客数是2019年同期的1.15倍，这说明在疫情稳定下，旺季客流量有足够的增长潜力；根据海南省旅游和文化广电体育厅数据披露，2022年国庆假日七天（10月1日-10月7日），全省旅游接待游客132.69万人次，已实现旅游总收入15.94亿元；参考2月客流量回暖情况，23Q1海南省将迎来消费的进一步复苏，免税销售额增长势头强势。

图5：参考疫情前，海南Q4-Q1是旅游旺季



资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，光大证券研究所

图6：2022年2月海南旅客量回流情况向好



资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，光大证券研究所

免税：离岛免税拐点已至，Q4曙光已见

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

客流量：短期看，免税线下门店重新开业，客流量回流，复苏逻辑逐步兑现；长期看，出入境政策松绑，未来出境购物客户分流依然不会给离岛免税增加压力。

表1：海南免税线下门店陆续恢复营业

免税店	闭店时间	恢复营业时间
中免三亚国际免税城	2022年8月5日	2022年9月21日恢复营业
中免凤凰机场	2022年8月7日	2022年8月17日
中免美兰机场	2022年8月7日	2022年8月13日
中免日月广场	2022年8月10日，后续间歇开闭店	2022年8月23日
海旅三亚免税城	2022年8月4日	2022年9月16日恢复营业
中服三亚店	2022年8月7日	2022年9月16日恢复营业
深免观澜湖	2022年8月8日，后续间歇开闭店	2022年8月28日
海控全球精品	2022年8月8日，后续间歇开闭店	2022年8月28日

资料来源：免税店公众号，三亚日报，海南发布公众号，光大证券研究所

表2：出入境防疫政策不断放开，旅游消费回暖是主旋律

地区	出入境防疫政策重大变更
中国内地	2022年11月防控优化“二十条”入境隔离从“7+3”改为“5+3”。
中国香港	从海外或中国台湾地区经机场入境香港旅客的隔离措施将从“3+4”调整为“0+3”，9月26日开始实行。
中国澳门	澳门预计11月恢复内地旅行团赴澳旅游及电子签注办理，广东、浙江、江苏、福建、上海将首先开放。

资料来源：卫健委，环球旅讯，全球旅报，光大证券研究所

■ **短期看，海南免税店营业逐步恢复，22Q4旅游消费有望强势增长：**经过海南2022年8月本土疫情的反复，岛内的免税店全面闭店，直到8月中下旬和9月，岛内免税店才逐步恢复营业，23Q1旅游旺季利好离岛免税，环比将回升，销售有望迎来一波新的增长。

■**长期看，出入境政策松绑依然不会给离岛免税造成客户分流压力：**由于出境购买免税商品和购买离岛免税商品的客户画像不同，**出境购物的客户主要是高净值人群，然而海南离岛免税商品沉淀的客户主要是价格敏感的中等收入人群**，因此，未来国门进一步放开后，离岛免税仍然不会受到太大的影响。

免税：离岛免税拐点已至，Q4曙光已见

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

转化率：海南省发放优惠券助力海南免税市场进一步扩容，转化率提高。

- **海南离岛免税优惠活动刺激消费：**海南省通过发放免税消费券、提供双倍积分、投放超值优惠券等方式拉动线上线下消费，应对疫情影响，使得消费回流。

表3:海南省多次投放离岛免税消费券刺激游客和岛内居民消费

发放离岛免税消费券/优惠活动时间	具体措施
2022年1月底	1月30日起，海南正在发放离岛免税购物消费券，旅客可前往“海易办”APP生活栏目的“消费一码通离岛免税专区”领取。其中，中免集团有600元优惠套券，包括100元精品无门槛代金券、50元香化酒水无门槛代金券、满减代金券等。
2022年5月1日~5月31日	工商银行等5家银行投入1000万元数字人民币，开展免税购物满减活动。
2022年6月25日	“助商惠民，乐享海南”消费券发放活动在5月1日发放1000万元数字人民币离岛免税购物优惠的基础上，于6月25日起通过工商银行等5家银行再投入2000万元数字人民币，开展免税购物满减活动。省内外离岛旅客在免税店消费，使用数字人民币结算即可享受满减优惠。
2022年9月30~10月7日	9月30日至10月7日，海口将通过云闪付App发放新一轮政府消费券，每日10时开抢，分为免税场景消费券和零售、餐饮场景消费券两种类型，总计2.67万张共250万元。其中，免税场景消费券有3种面额类型，总计1.52万张，满1000元减100元和满2000元减208元的消费券可从云闪付App领取，每位用户活动期间限领两档消费券中的一张；线上满2000元减99元消费券可通过“cdf会员购海南”小程序、“海控GDF会员购”小程序、“深免会员购”小程序购物，通过云闪付App完成支付。

资料来源：海南日报，光大证券研究所

免税：离岛免税拐点已至，Q4曙光已见

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

单客产值：客单价和人均购买件数不断提高反映离岛免税单客价值逐步提高。

图7：202.7-2022.9离岛免税购物件数

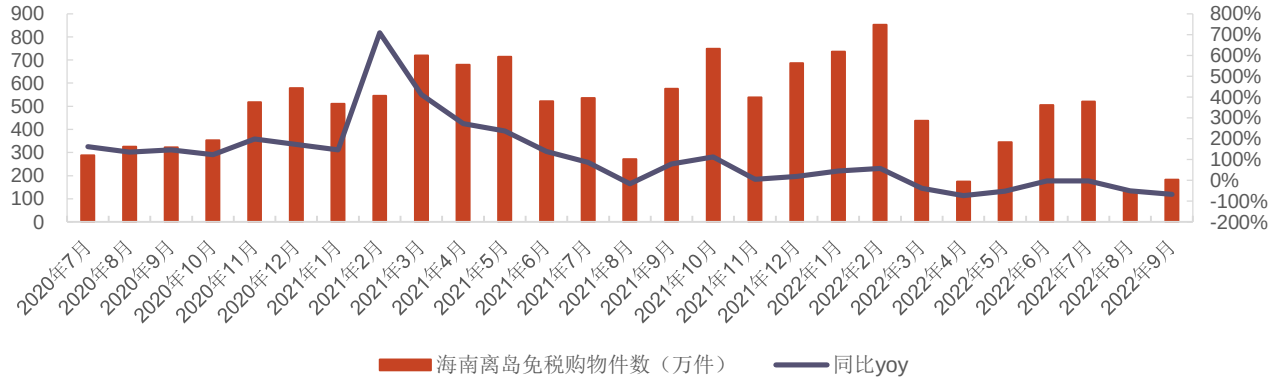
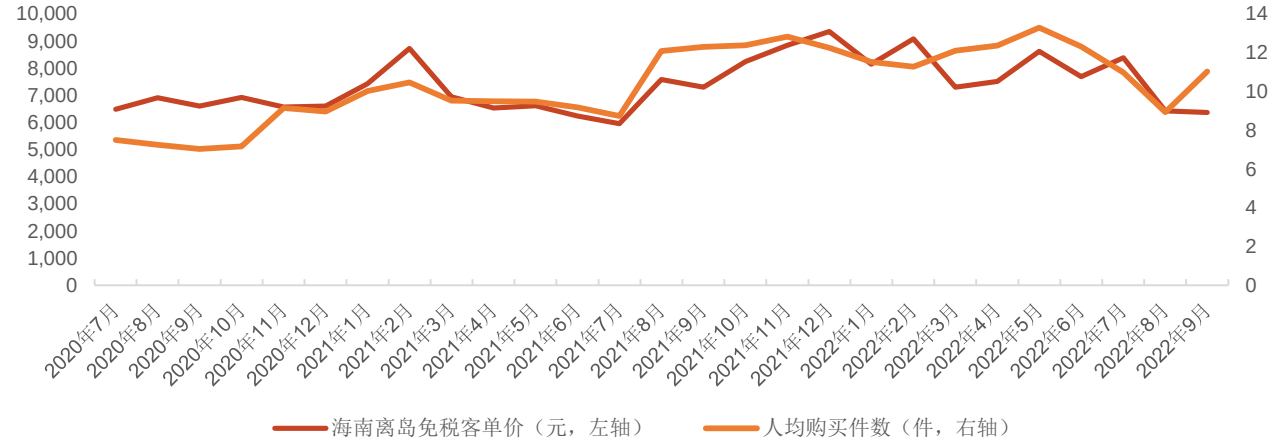


图8：2020.7-2022.9 离岛免税客单价



- **离岛免税购物件数增长明显：**海南离岛免税月购物件数在新政颁布后增长迅速，2022年2月达到852.6万件，同比2021年+56.5%。

- **单客产值逐年提高：免税新政策从2020年7月落地后，客单价从6000~7000元的区间跃升至8000~9000元区间，2022年2月高达9079元；**人均件数从2020年 7件增加至2022年5月峰值的 13 件，这说明 2020年以来免税消费扩容，规模与品类提升为旅客提供更多选择，从而有效促进单客产值的提升。

资料来源：海口海关，光大证券研究所

免税：离岛免税拐点已至，Q4曙光已见

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

多家免税城项目即期落地，中国旅游零售市场潜力亟待发挥。

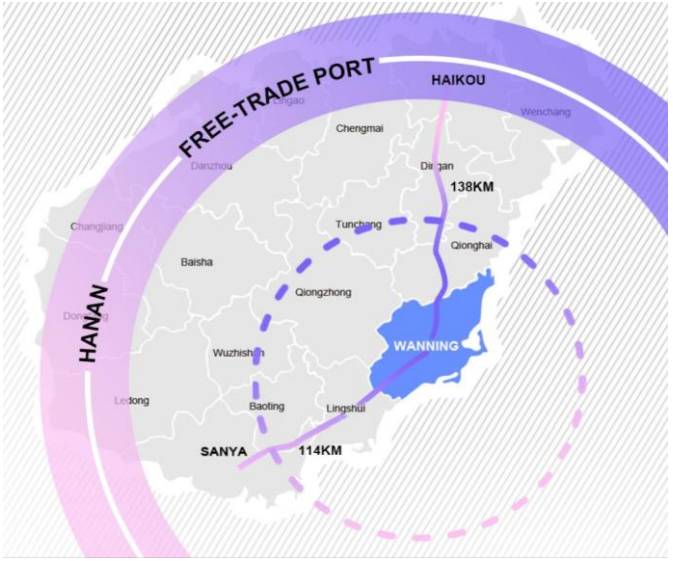
- **海口国际免税城开业，云集国际800+知名品牌：**CDF海口国际免税城于2022年10月28日开业，作为“世界最大单体免税店”，CDF海口国际免税城云集800多个国际国内知名品牌。其中，25个海南免税店首进品牌，以及78个海南离岛免税中免集团独家品牌与消费者见面。
- **万宁王府井离岛免税港拟于2023年1月开业，蓄势待发：**王府井获准在海南万宁经营离岛免税业务，这是王府井获批免税牌照以来第一个落地的免税项目；继三亚、海口和琼海开设免税店后，万宁也喜迎良机，海南免税市场在进一步蓬勃发展中。
- 格力地产重启珠免注入程序，珠海免税旗下的三亚合联项目也预计在2023年开业，多方经营主体入局离岛免税市场，进一步做大海南离岛免税蛋糕。

图9：CDF海口国际免税城于2022年10月28日开业



资料来源：海南日报，光大证券研究所

图10：海南万宁距海口三亚均200公里以内



资料来源：免税零售专家DFE，光大证券研究所

目 录

一 免税

二 酒店

三 景区

四 餐饮

五 投资标的

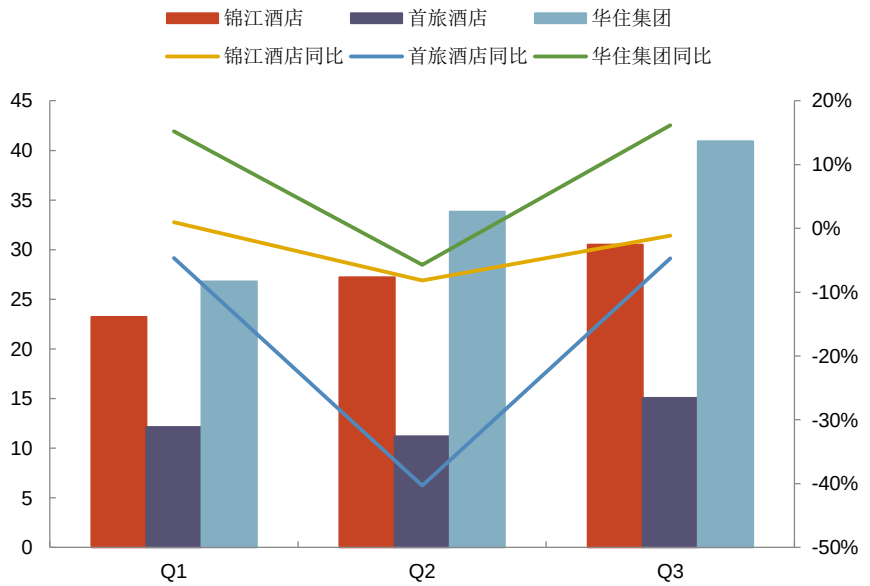
六 风险分析

酒店： 短期疫情影响，业绩仍承压，Q3环比改善

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

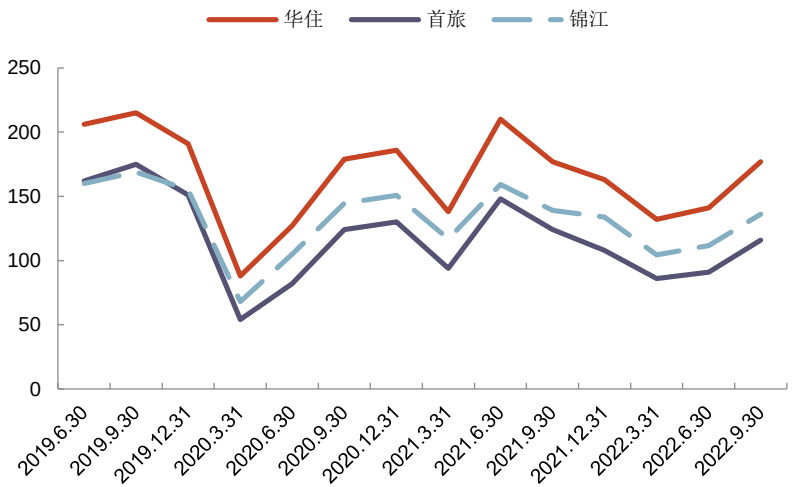
- 前三季度受封控影响，龙头酒店集团业绩承压，Q2筑底后，三季度开始反弹，Q3Revpar 华住同比由负转正。

图11：2022年Q1-Q3三大酒店龙头营收（亿元）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图12：三大酒店集团Revpar水平（元/间）



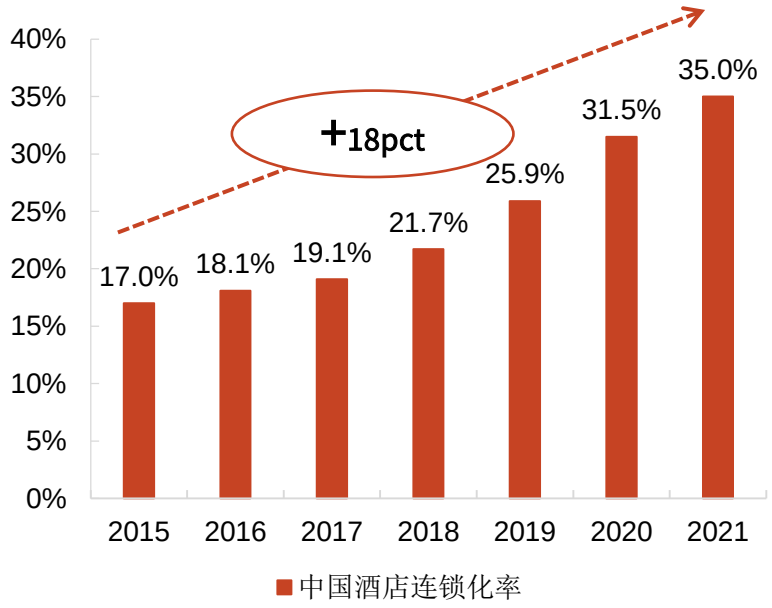
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

酒店：2021年中国连锁化率达35%，提升仍有空间

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

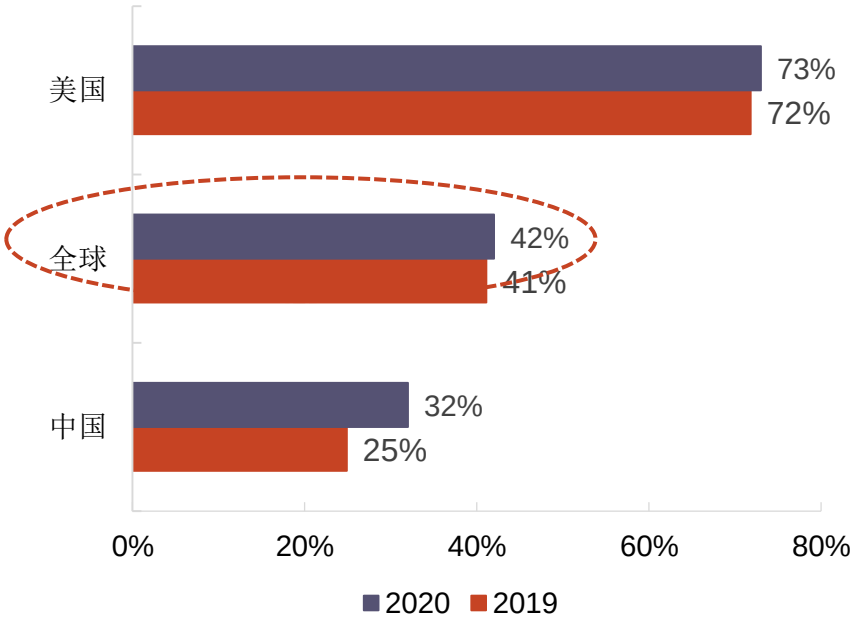
- **连锁化率：**2021年中国的连锁化率达到35%，**但是仍然低于世界2020年平均水平（42%）。**

图13：2015年以来，中国酒店连锁化率不断提高



资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，光大证券研究所

图14：2019-2020年中国酒店连锁化率仍低于世界平均水平



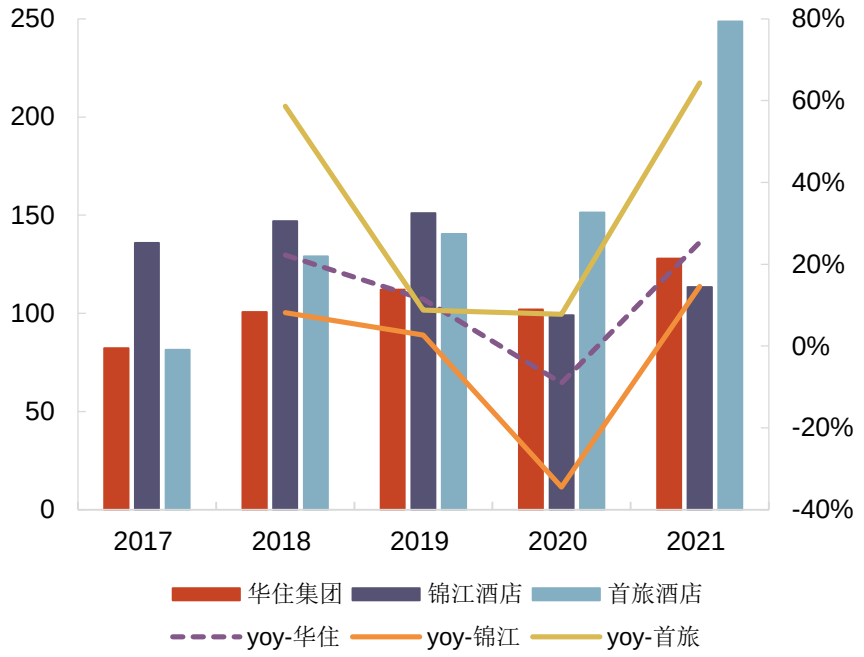
资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所

酒店：收入端“成长性”穿越周期

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

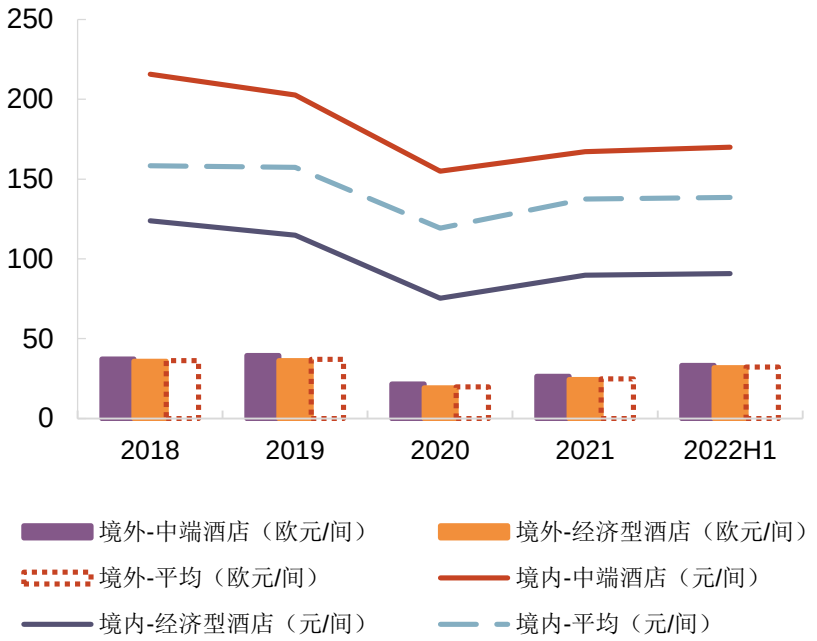
- **收入端：**连锁酒店收入端兼具**“周期性+成长性”双属性**，“成长性”帮助连锁酒店穿越周期。

图15：“成长性”使得三大酒店龙头营收（亿元）疫情下“V”形反弹



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

图16：锦江酒店境内、境外市场RevPAR2021年来均开始回升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

目 录

一 免税

二 酒店

三 景区

四 餐饮

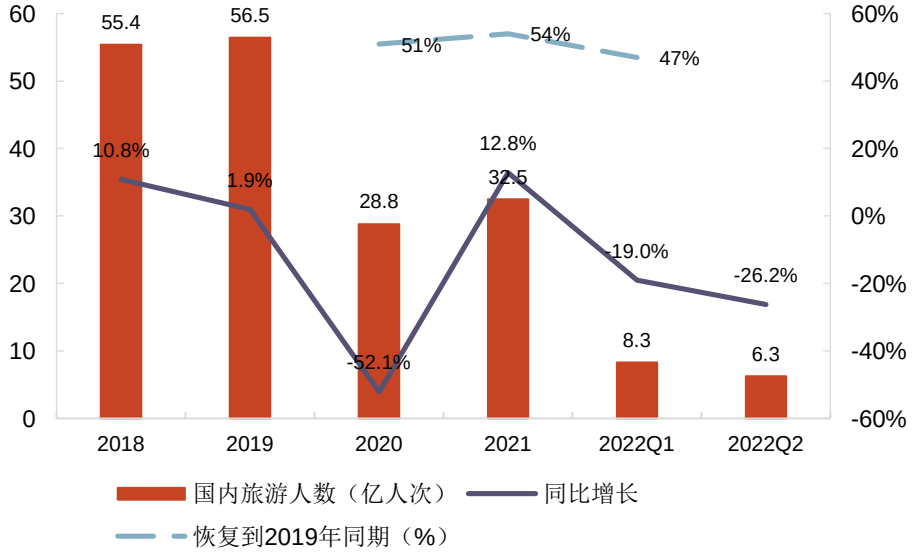
五 投资标的

六 风险分析

短期关注疫情修复情况：2022Q2受疫情直接影响，国内旅游持续承压

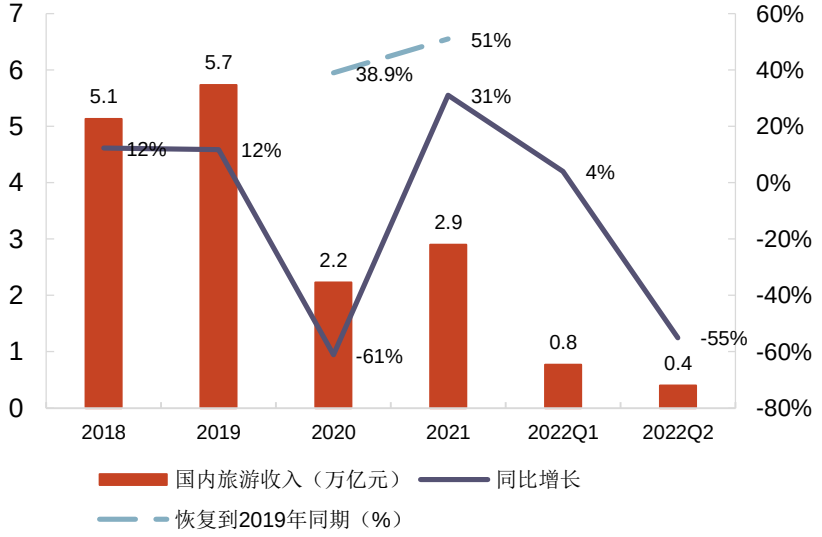
- **国内旅游人数和收入复苏的节奏主要取决于疫情的发展态势**：据文旅部数据，2020年初新冠疫情在全国开始四处蔓延，2020年国内旅游人次 28.8亿人次/同比-52.1%，国内旅游收入2.2万亿元/同比-61.1%，2020年受到直接冲击；2021年随着疫情的初步控制，有所回升，国内旅游人次32.5亿/同比+12.8%，恢复至2019年同期的54.0%，国内旅游收入 2.92万亿元/+31.0%，恢复到至2019年同期的51.0%；2022年随着上海疫情的全面反复、海南岛4月疫情散点式产生，2022Q2国内旅游人次同比-26.2%，国内旅游收入-55%。

图17：国内旅游人数受疫情直接影响，同比减少



资料来源：文旅部，光大证券研究所整理

图18：国内旅游收入受疫情直接影响，同比减少



资料来源：文旅部，光大证券研究所整理

短期关注疫情修复情况：节假日利好政策落地见效，加强旅游消费恢复韧性

- **刺激政策促进旅游消费利好释放：**根据文旅部数据统计，22年国庆假期7天，5个国家文化和旅游消费示范城市及试点城市举办约9100场文化和旅游消费促进活动，发放2.83亿元文化和旅游消费惠民补贴，参与人数超1.4亿人次，直接带动文化和旅游消费154.1亿元。

表4：2022年“十一”黄金周各省市发布刺激旅游政策，助力旅游消费回暖

省份	2022年国庆节出台刺激旅游消费的政策
福建	福建发放3000余万元消费券，吸引更多市民游客感受“清新福建”“福文化”魅力。
安徽	安徽黄山通过科技赋能，在全国率先实施“先游后付”，面向“大黄山”区域开启信用旅游新模式。
山西	山西临汾洪洞大槐树景区寻根祭祖园围绕“大美中国 魅力古槐”主题，推出多种优惠福利“与国同庆”。
海南	海南海口面向参与抗疫付出和作出贡献的基层工作者推出性价比高、价格优惠的“乐享国庆·欢游海口”套餐。
湖北	湖北以“凤鸣楚天·喜庆丰收”为主题发放酒店住宿券、景区券、旅行社线路产品券、旅游惠民卡券等“惠游湖北”消费券。

资料来源：文旅部，光大证券研究所

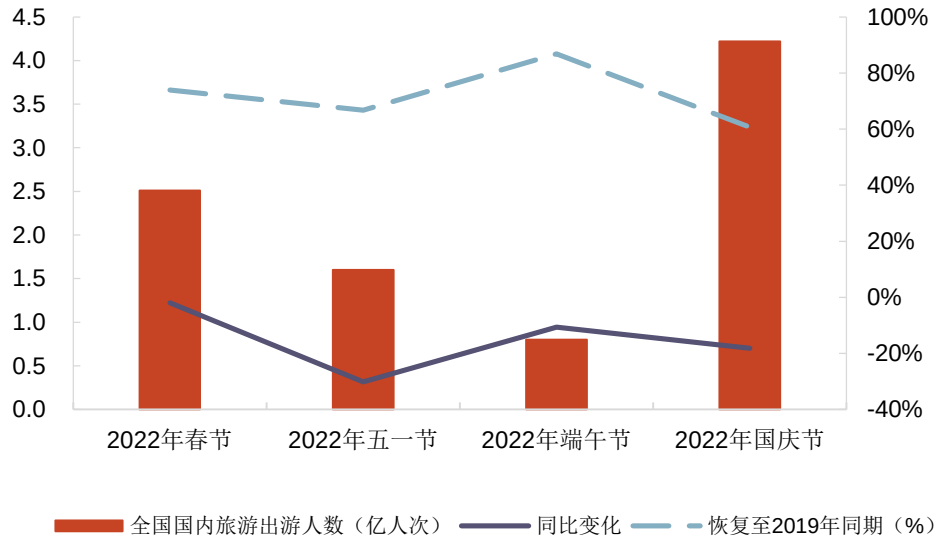
景区:短期关注疫后修复，中长期历经结构化转型

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

短期关注疫情修复情况：节假日利好政策落地见效，加强旅游消费恢复韧性

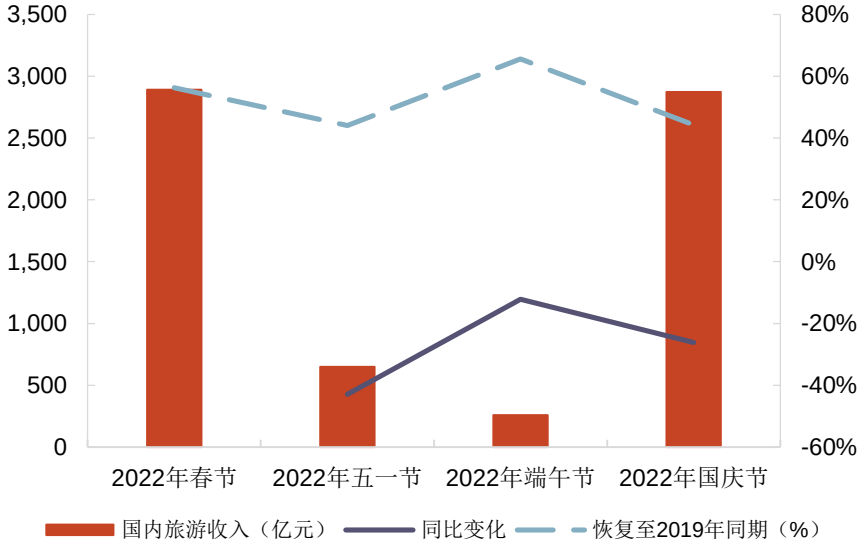
- **2022年主要节假日在利好政策刺激下恢复弹性可观：**经文化和旅游部数据中心测算，2022年国庆节假期7天，全国国内旅游出游4.22亿人次，同比减少18.2%，按可比口径恢复至2019年同期的60.7%。实现国内旅游收入2872.1亿元，同比减少26.2%，恢复至2019年同期的44.2%。

图19：2022年主要节日国内游客数恢复到2019年同期60%以上



资料来源：文旅部，光大证券研究所

图20：2022年主要节日国内旅游收入小幅下降

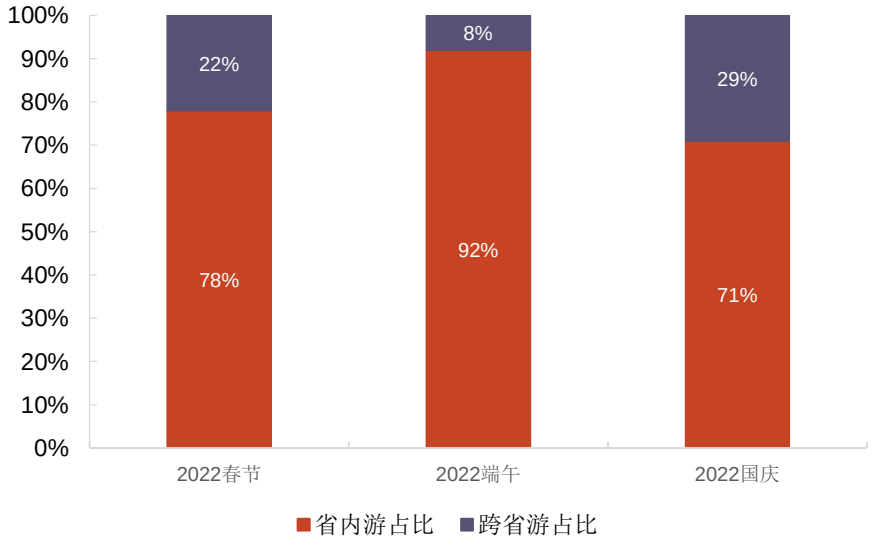


资料来源：文旅部，光大证券研究所

短期关注疫情修复情况：居民出行半径在不断减小，未来跨省游有望复苏

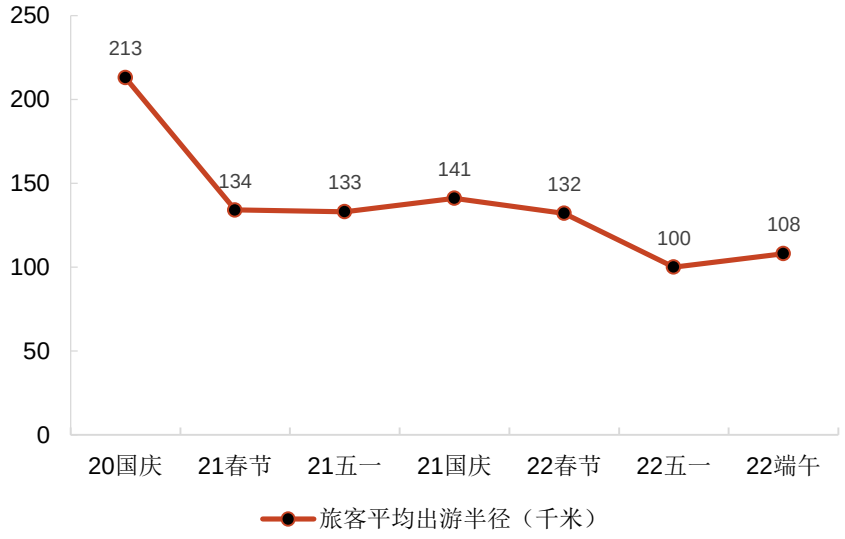
- **疫情常态化防控下，大众主要以短途游为主，未来跨省游占比有望提升：**根据文旅部数据统计，受疫情影响，本地游、周边游仍是广大居民出行首选，22年国庆假日期间选择跨省游和省内跨市游的游客比例分别下降了14.4%和9.5%；文旅部数据显示，前往城郊公园、城市周边乡村、城市公园的游客占比居于前三位，分别达23.8%、22.6%和16.8%。管控措施放松后，跨省游有望复苏。

图21：疫情下居民出行省内游占主导地位



资料来源：文旅部，光大证券研究所

图22：疫情下旅客出游半径在不断收缩

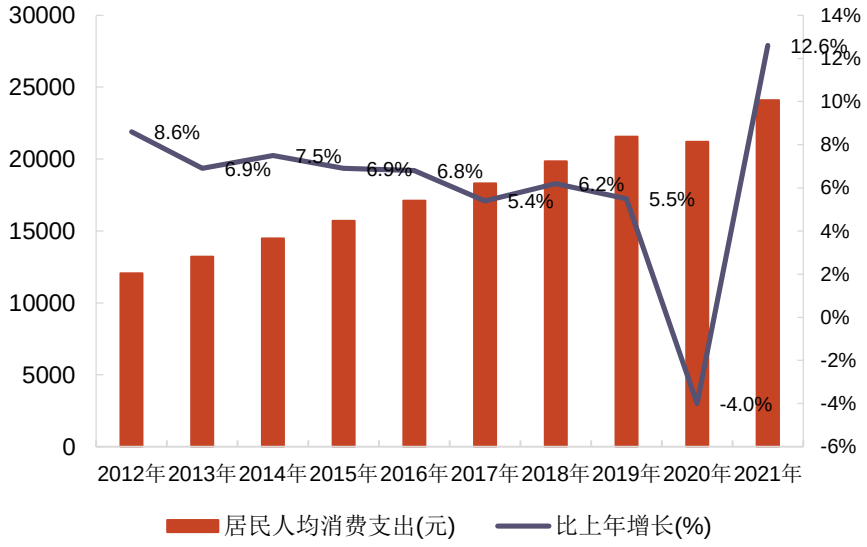


资料来源：中国旅游研究院，光大证券研究所

长期历经结构化转型：旅游消费升级，2021人均消费开始“V形”反弹

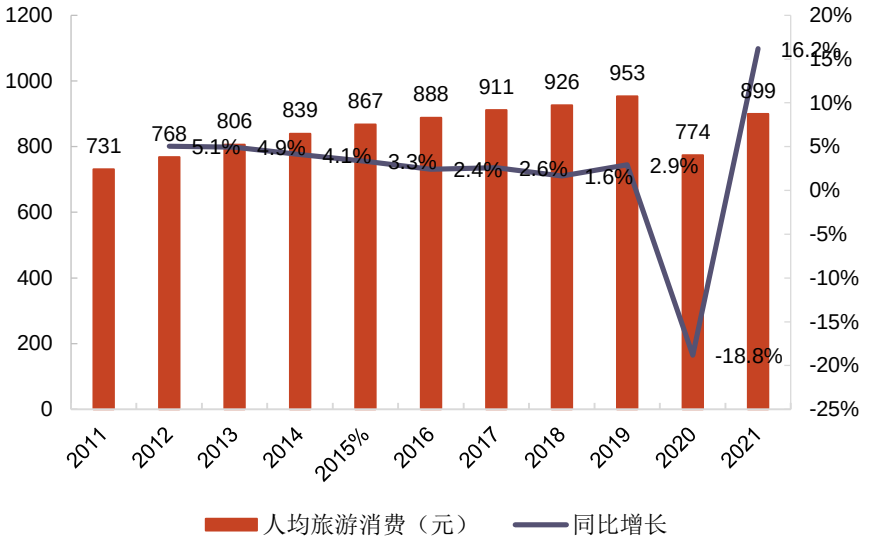
- **人均支出提高加速文旅行业消费升级：**我国居民的人均消费支出在2020年经历小幅的下滑（-4%）后，2021年开始反弹（+12.6%）达到24100元；居民购买能力的提高是旅游消费结构升级的基础，是大家愿意为个性化休闲出行体验付出溢价的基石。
- **文旅行业人均消费支出增长是必然趋势：**我国人均旅游消费支出受疫情影响，2020年同比-18.8%；2021年疫情开始常态化，人均旅游消费升级进程被疫情打断后逐步反弹，2021年人均旅游消费达到899元/+16.2%。

图23：2012~2021年我国居民消费支出增长基本稳健



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图24：2021年人均旅游消费金额开始反弹



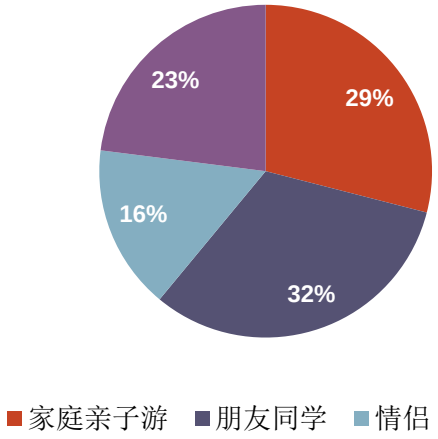
资料来源：文旅部，中国旅游研究院，光大证券研究所

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

长期历经结构化转型：社交需求释放，“亲子游+夜游”破圈突围

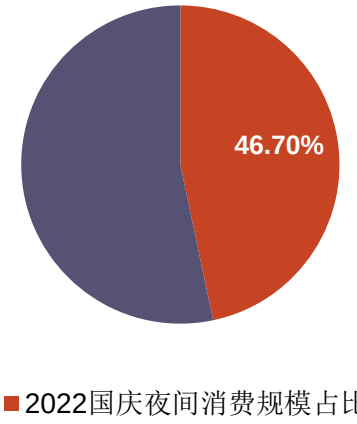
- **亲子游持续升温：**遛娃成为亲子家庭“刚需”，大众点评数据显示，国庆期间相比“五一”假期“遛娃好去处”搜索量上涨850%。吸引85后、90后父母的三大亲子游乐方式，分别是农家乐采摘体验、户外营地活动、新型亲子综合乐园。
- **夜游经济成为文旅消费“热引擎”：**夜游、夜购、夜食、夜娱等夜间消费活动持续火热，点亮夜间消费新业态。美团数据显示，2022国庆假期，全国夜间消费规模占比达到46.7%，较去年同期上涨1.7个百分点，北京、上海、广州、成都、深圳是“夜间游玩”搜索热度最高的城市。以上海为例，在传统夜食、夜购、夜游的基础上，推出Livehouse、美术馆、博物馆、艺术演出等创新的夜间供给，丰富消费者夜间文化体验，带动夜间购物、餐饮等消费。

图25：2021年暑期出游亲子游占比较高（29%）



资料来源：《2021年暑假居民出行及出游趋势预测报告》，光大证券研究所整理

图26：2022年国庆夜间消费规模占比接近半成



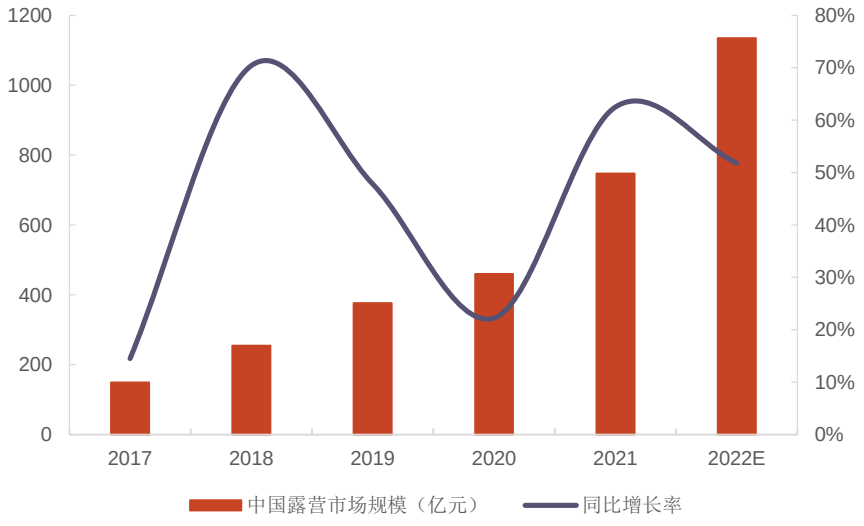
资料来源：美团，光大证券研究所整理

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

长期历经结构化转型：疫情孵化“微旅行”，“露营经济”持续升温

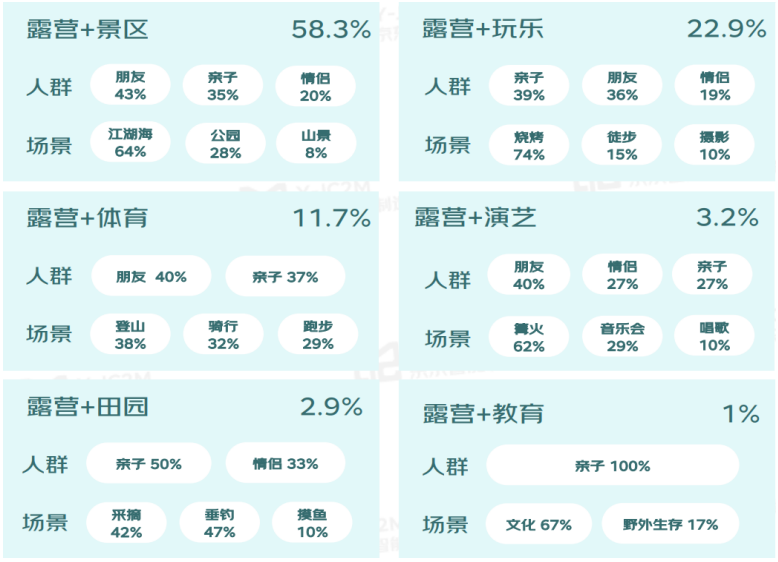
- **疫情催化旅游消费结构转型，从“去哪玩”过渡到“怎么玩”**：疫情下，大众出行主要以周边游等近程旅游为主导，因此，不需要远距离出行的娱乐游玩项目成为疫情下文旅赛道的突围产物。
- **露营经济升温，赋能景区行业**：2022年国庆，在周边游趋势带动下，露营经济继续红火。携程数据显示，国庆期间露营旅游订单量同比增长超10倍，人均露营花费为650元左右，相较中秋露营人均花费增长30%左右；**其他休闲娱乐项目**：此外，飞盘、皮划艇、骑行等城市新运动国庆销量同比增长425%，根据去哪儿数据，骑行、徒步、划船、滑雪、骑马等运动游玩攻略搜索量环比增长200%；露营新业态在当下旅游困境跑出新的增长曲线，持续赋能景区行业，“露营+景区”在“露营+”经济占比最大，超过半成，达到露营+旅游项目的58.3%。

图27：2022年中国露营市场规模可超千亿



资料来源：艾媒数据中心预测，光大证券研究所

图28：“露营+”经济赋能众多消费场景



资料来源：《京东户外露营趋势报告》，光大证券研究所

目 录

一 免税

二 酒店

三 景区

四 餐饮

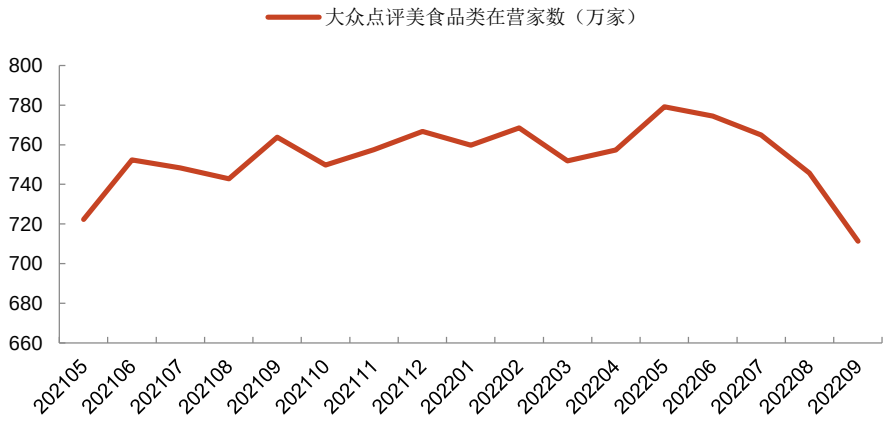
五 投资标的

六 风险分析

整体情况：2022受疫情直接影响，线下消费场景受冲击严重

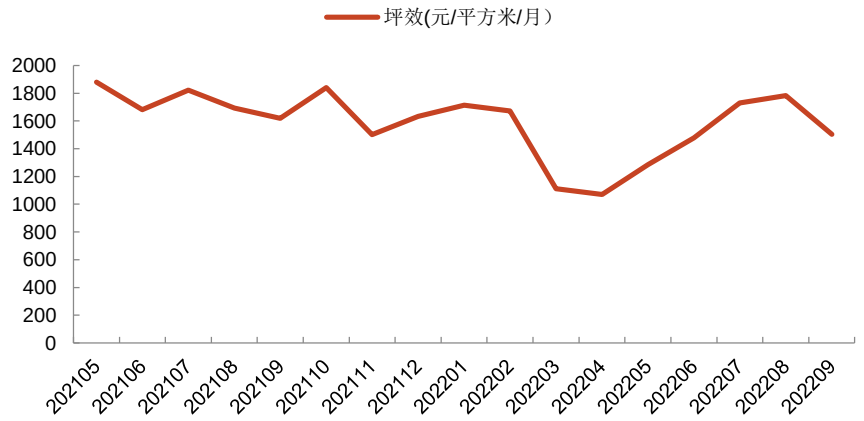
- **餐饮门店数量，坪效均有所下滑**：根据大众点评数据，2022年9月美食类餐饮门店数量为711万家，同比下滑7%，环比下滑5%。从坪效来看，现有门店店均坪效为1502元/平米/月，同比下滑7%，环比下滑15%。两项数据无论从同比还是环比来看，均有所下滑。

图29：国内餐饮门店受疫情影响，同比减少



资料来源：大众点评，久谦咨询，光大证券研究所整理

图30：现存餐饮门店坪效有所下滑



资料来源：大众点评，久谦咨询，光大证券研究所整理

正餐企业遭遇困境，倒逼求索新发展路径

各餐企自身实际情况转型，包括**开源节流**、**延伸食品业务**、**发展线上业务**、**差异化竞争**等多条路径。

图31：疫情之下中式正餐企业求变之举

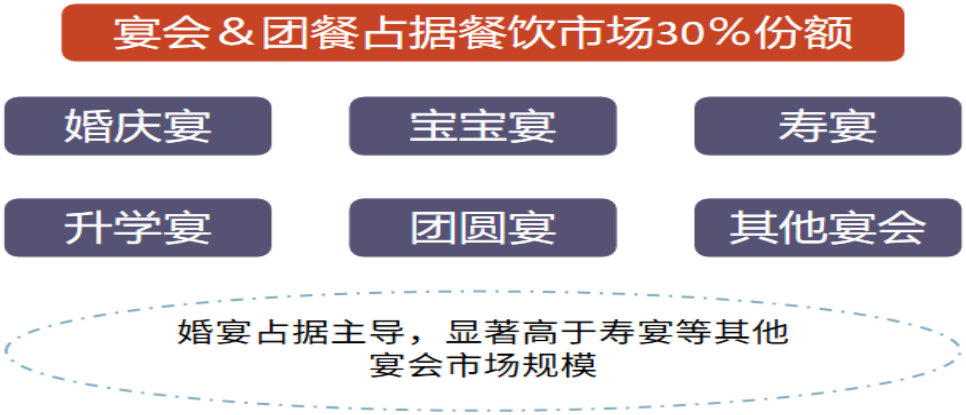


资料来源：光大证券研究所整理

寻找刚需性强场景：宴会

- 宴会需求具有刚性。随社会生活节奏加快，人民对于家庭的团聚时刻更为重视，婚庆宴，满月宴、百岁宴、周岁宴、成人宴、升学宴、订婚宴、乔迁宴、团圆宴、寿宴等生活喜事相关的宴会市场规模也逐步扩大。从市场结构来看，2019年婚宴市场规模3750亿，占据绝对主导地位，市场规模显著高于寿宴等其他宴会。

图32：婚宴在宴会市场中居于主导

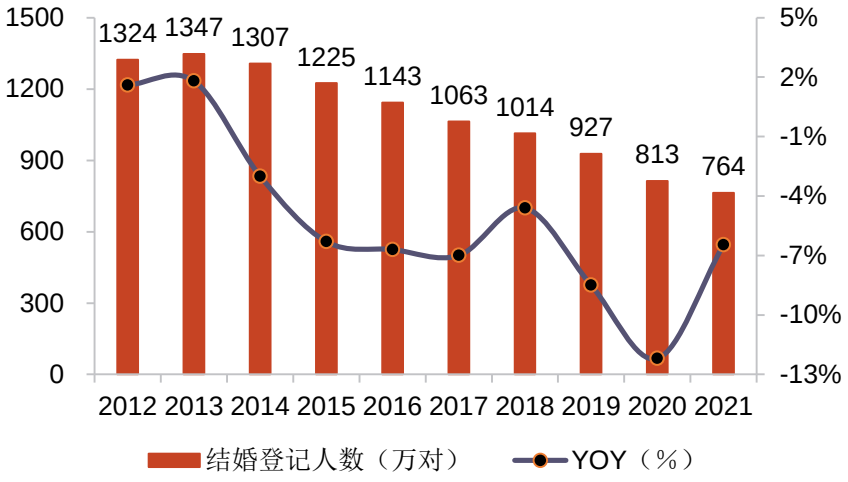


资料来源：行膳餐饮研究院，光大证券研究所整理

婚庆产业主导宴会市场，逐渐迈向高端

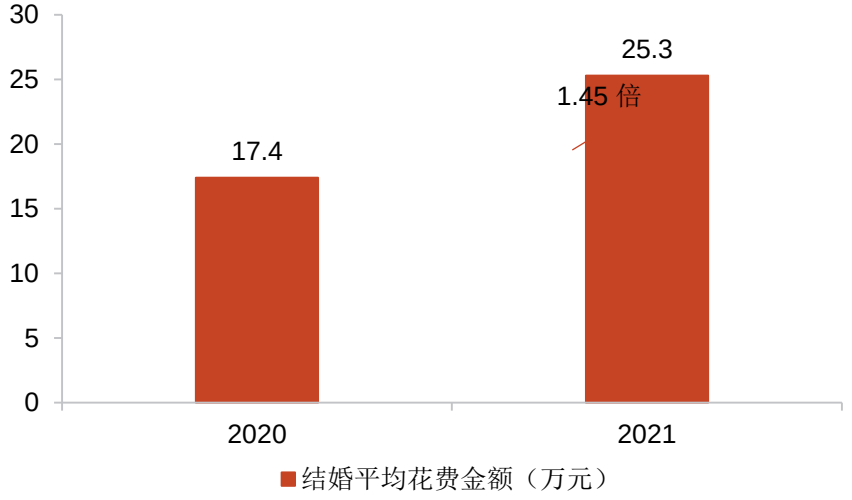
- 宴会产业为餐饮中重要一环，**婚宴**市场占据**主导**，其他特色宴会正高速发展。
- 国内结婚人数下降，2021年为**764万对**，但90后愿为婚礼支付高溢价，2021年平均花销超**25万元**。

图33：2013年始中国结婚登记人数逐年下降



资料来源：民政局，光大证券研究所整理

图34：2020-2021年结婚平均花销

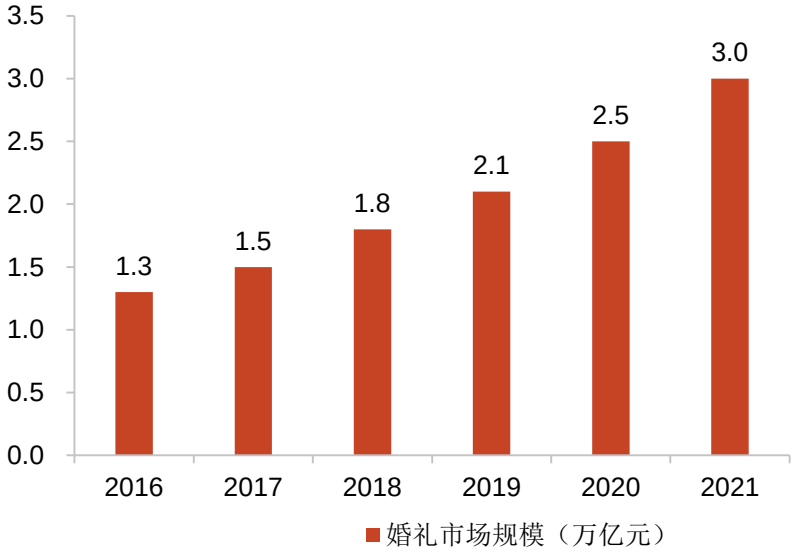


资料来源：智研咨询，光大证券研究所整理

单价提升下，婚庆市场稳健扩容

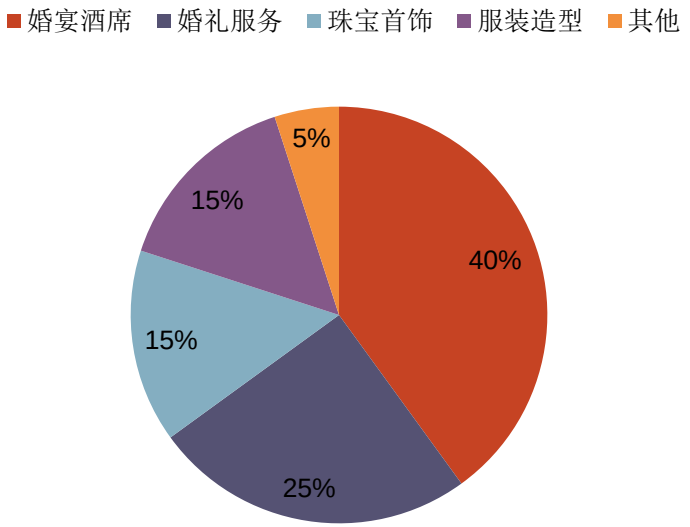
- 婚庆**单价增速快于结婚人数减少量**，婚礼市场保持稳定增长，至2021年已提升至**3万亿元。**

图35：婚礼市场规模保持稳定增长



资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所整理

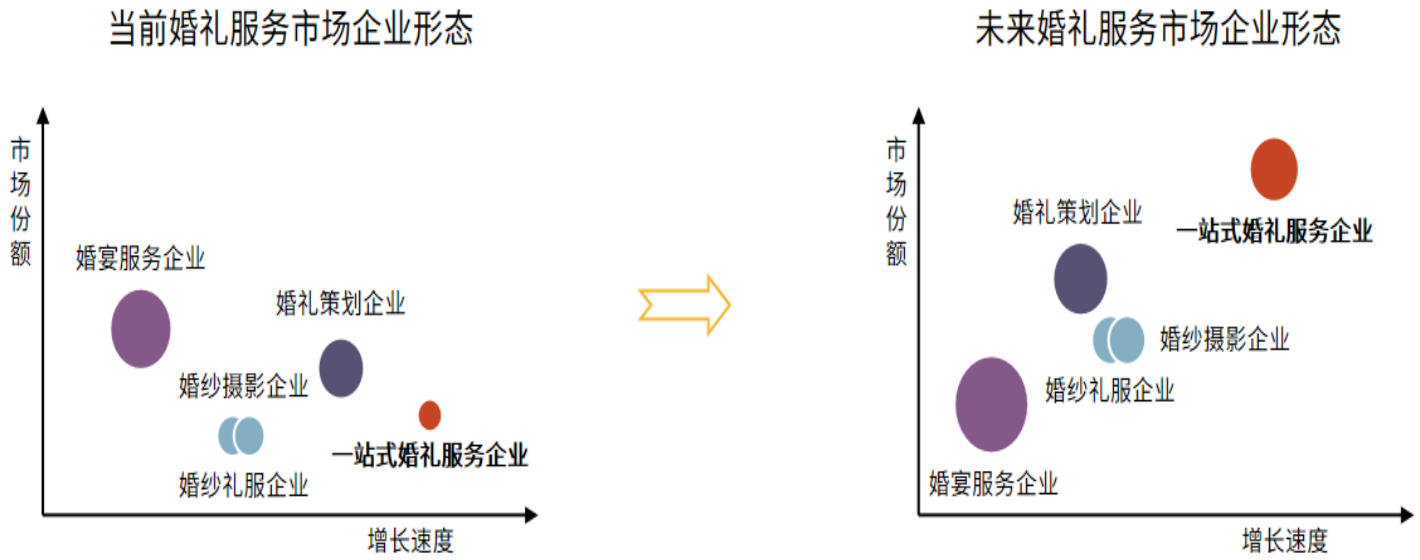
图36：新人婚礼各项花费比例



资料来源：婚礼纪，光大证券研究所整理

一站式婚礼服务备受青睐，引领未来婚礼潮流

图37：一站式婚礼服务发展势不可挡



2020年，已有60%上海新人能够较高接受“一站式”婚礼模式
2021年“一站式”结婚服务检索量同比上涨343.5%
一站式婚礼服务的发展势不可挡

资料来源：弗若斯特沙利文，光大证券研究所整理

目 录

一 免税

二 酒店

三 景区

四 餐饮

五 投资标的

六 风险分析

重点推荐：中国中免（601888.SH）

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- **推荐逻辑：**

（1）未来国内疫情逐渐缓解，叠加海南通过发放消费券等手段刺激消费，长期免税消费有望恢复到正常水平。

（2）海口免税城开业，未来又一增长点，长期增长空间打开。

（3）发力线上，完善会员体系，拓展会员权益。截至2022年前三季度，中免会员数已超过2,400万。

（4）长期经营能力优秀。

- **盈利预测与评级：**考虑疫情影响以及未来新店的持续投入培育，我们维持归母净利润64.2/102.2/139.4亿，公司长期竞争力保持不变，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响下居民购买力下降、新项目推进不及预期。

表5：中国中免盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	52,597	67,676	59,609	83,879	104,875
营业收入增长率	9.65%	28.67%	-11.92%	40.72%	25.03%
净利润（百万元）	6,140	9,654	6,420	10,218	13,941
净利润增长率	32.64%	57.23%	-33.50%	59.16%	36.43%
EPS（元）	3.14	4.94	3.10	4.94	6.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.52%	32.59%	19.39%	24.74%	26.75%
P/E	70	44	71	44	83
P/B	19.2	14.5	13.7	11.0	8.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间：2022-12-15　注：20-21年总股本为19.52亿，22-24年为20.69亿

请务必参阅正文之后的重要声明

重点推荐：首旅酒店（600258.SH）

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- **推荐逻辑：**

（1）坚定加速开店步伐，轻管理模式稳步扩张。

（2）中高端酒店持续升级，发力高端及奢华品牌。

（3）升级和完善会员体系，拓展会员权益。截至2022年9月30日，会员总数已达1.37亿，同比+1.48%。

（4）加快数字化，提升运营效率。

- **盈利预测与评级：**受疫情影响，我们维持2022-2024年净利润为-2.46/2.07/5.14亿，长期看公司拓店仍保持高速，维持“增持”评级。
- **风险提示：** 加盟扩张低预期；疫情控制不及预期。

表6：首旅酒店盈利预测与估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,282	6,153	5,309	6,900	8,707
营业收入增长率	-36.45%	16.49%	-13.72%	29.97%	26.19%
净利润（百万元）	-496	56	-246	207	514
净利润增长率	-156.05%	NA	-541.06%	NA	148.74%
EPS（元）	-0.50	0.05	-0.22	0.18	0.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	-5.92%	0.50%	-2.27%	1.87%	4.46%
P/E	NA	505	NA	136	55
P/B	3.0	2.5	2.6	2.5	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间：2022-12-15 注：20/21/22年总股本分别为9.88/11.21/11.19亿

请务必参阅正文之后的重要声明

重点推荐：锦江酒店（600754.SH）

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- **推荐逻辑：**

  （1）国内连锁酒店龙头，轻资产加速扩张；公司疫后改革调整，品牌矩阵整合；一中心三平台深化推进，降本增效可期。

  （2）疫情加速行业出清，中小单体酒店或加入连锁品牌，提高连锁化率借此提高竞争力，最大化发挥品牌效益。

- **盈利预测、估值与评级：**我们维持22-24年EPS为0.06/0.35/0.74元，看好疫情结束后品牌酒店的集中度提升后的长期价值，维持“增持”评级。

- **风险提示：**国改进度不及预期；加盟扩张低于预期；疫情减缓不及预期。

表7：锦江酒店盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,898	11,339	11,089	12,398	12,770
营业收入增长率	-34.45%	14.56%	-2.21%	11.81%	3.00%
净利润（百万元）	110	101	61	370	796
净利润增长率	-89.91%	-8.70%	-39.58%	509.19%	114.91%
EPS（元）	0.12	0.09	0.06	0.35	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.87%	0.61%	0.37%	2.19%	4.51%
P/E	499	610	1010	166	77
P/B	4.3	3.7	3.7	3.6	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间：2022-12-15　注：20年总股本为9.58亿，21-24年为10.7亿

请务必参阅正文之后的重要声明

目 录

一 免税

二 酒店

三 景区

四 餐饮

五 投资标的

六 风险分析

风险提示

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- 风险提示1：游客量低于预期。若国内外疫情持续、防疫政策变化等因素导致国内游客出行意愿受阻，游客量将低于预期。

- 风险提示2：自然天气/经济等不可控因素。旅游行业外部存在较多重大的不可控因素，比如恶劣天气、自然灾害等都影响客流，同时疫情下全球经济不景气甚至金融危机的产生，也会影响整体客流。

- 风险提示3：疫情反复下，海外生产力不足，免税店供货可能低于预期。

衷心感谢

光大证券研究所

商贸社服研究团队

唐佳睿 CFA,CPA(Aust.),CAIA,FRM，ACCA

执业证书编号：S0930516100002

电话：021-52523866

邮件：tangjiarui@ebscn.com

李泽楠

执业证书编号：S0930520030001

021-52523875

lizn@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

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

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。