民生证券
MINSHENG SECURITIES

复苏将至，逐浪前行
——2023年社服行业年度策略

刘文正/饶临风/邓奕辰/周诗琪



证券研究报告

2022年12月30日

* 请务必阅读最后一页免责声明

摘要：把握复苏韵律，关注α/β共振机会

民生证券 MINSHENG SECURITIES

➢ **复苏的韵律：把握节奏、弹性和增量**

出行链投资框架由“假想复苏”转向“真实复苏”，预期主导转向基本面验证；在“放开/共存”的方针明确后，病毒传播和消费复苏的特点总体上有迹可循，病例数激增期后基本面稳步修复亦为大概率事件——后续复苏的“节奏（时间）”，“弹性（空间）”构成板块演绎的核心问题；此外，当前消费复苏构成后疫情时代“稳增长”的重要抓手，稳就业/促消费的政策合力或带来潜在的“增量”。在板块预期先行的市场环境下，把握复苏的节奏，捕捉各细分赛道修复弹性最大的时段之外，关注供需错配带来的弹性空间，以及政策驱动下的结构性机会值得重点关注。根据我们对海外复苏路径的梳理，我们认为

- **1）“节奏”方面：**场景限制/出行管控为影响需求的最核心要素，将在本轮病例数激增期后快速修复，而消费需求/消费心理方面的修复则需更长时间；参照海外情况，我们认为修复节奏总体上将遵循“半径短先于半径长”“必选先于可选”的逻辑，预计板块顺序为餐饮→酒店→免税→旅游景区。建议参照板块复苏的时间节奏，分阶段重点配置修复斜率最陡峭的板块。
- **2）“弹性”方面：**在预期先行、“修复至19年同期”构成板块盈利预测的基准假设这一背景下，下述因素或带来潜在超预期的弹性空间，包括：a）酒店行业供给去化/顺周期属性下的经营弹性，b）近两年门店模型成熟度提高&疫情受损严重/新品牌孵化顺利/中后台建设进展可观的餐饮企业拓店超预期的成长弹性，c）后疫情时代景区行业进入供给迭代周期后，具备异地扩张能力的休闲景区龙头扩张前景。
- **3）“增量”方面：**在社服板块线性成长之外，免税板块或为直接拉动消费的重要抓手，看好“市内店”等政策带来免税业增量空间；“稳就业”构成消费信心修复的基础，人服/职教行业有望迎来政策利好；产业链较长、涉及就业人口较多的餐饮供应链、餐饮等赛道亦有望成为政策抓手。

➢ **新供给的方向：差异化供给“新业态”成长 与 龙头引领的供给“新格局”**

我国消费服务/专业服务业的发展程度及二级市场总市值较美国等发达国家差距显著，消费服务&专业服务为供给侧结构性改革下的短板和后续发力方向。我们看好具备差异化供给能力的消费服务企业实现高成长，龙头企业依托效率领先和并购整合进一步提高市场占有率，构成后续看点：

- 1）消费服务中高端化趋势下，**具备差异化供给能力的企业将具备长期成长的α**：如中产休闲度假消费孕育国内高端度假酒店龙头君亭酒店；同庆楼结合大餐饮/婚庆服务/场景业态创造了新的需求场景的同庆楼将打开成长空间；具备一站式旅游目的地打造能力的天目湖带来看点。
- 2）较为成熟的服务业赛道中，头部企业已经形成了更强的平台能力/资本/效率优势，**将通过领先于同业的内生成长和外延扩张塑造“新格局”**：如锦江酒店通过收并购走向海外扩张，蜜雪冰城上市后稳步扩张/新业态孵化，人服龙头科锐国际/北京城乡依托数字化能力驱动效率分化/整合等趋势亦将孕育新的投资机会。

➢ **风险提示：**

1）宏观经济增速不及预期风险；2）新冠疫苗接种/特效药进展不及预期；3）龙头扩张/项目推进不及预期；4）政策环境改变风险；5）行业竞争加剧风险。



1 板块复盘：预期先行，进入基本面验证阶段

2 投资主线：复苏将至，逐浪前行

3 社服行业各子板块观点

4 投资建议

5 风险提示

目录

CONTENTS

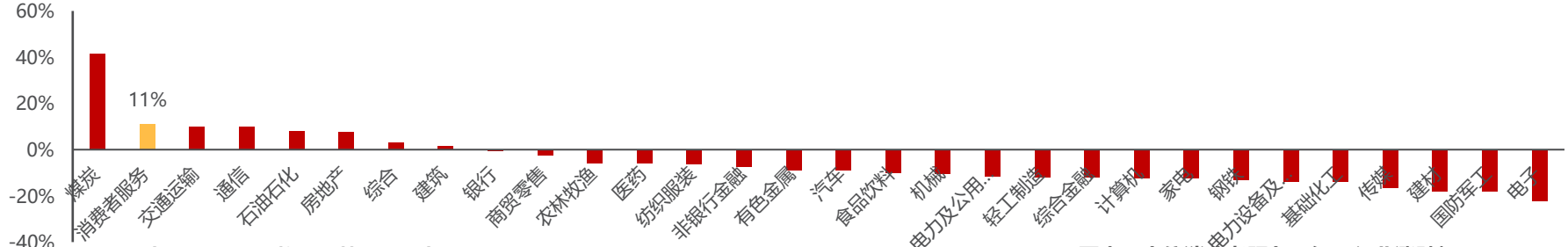


1.板块复盘：预期先行，进入基本面验证阶段

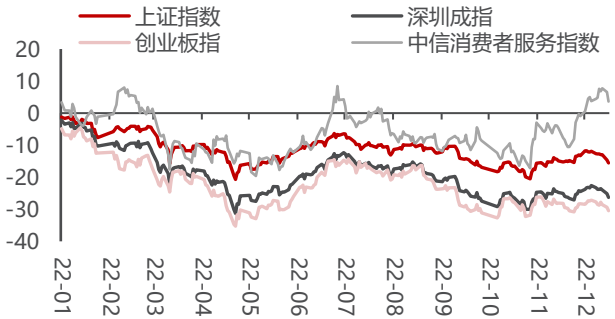
1.1 板块复盘：预期先行，修复期取得明显相对收益

- **年初至今涨幅：**参照中信行业分类，社服板块2022年初至今上涨11.13%，30个子行业中，涨幅居于第二。
- **趋势上看：**板块复苏预期构成核心驱动，2月政策预期/7月基本面修复/11月后政策转向带来三波行情，修复期较大盘取得显著相对收益。
- **分子版块来看：**对于受疫情管控下场景限制影响的行业，政策解封带来的利好亦最直接，因此酒店/餐饮/旅游及休闲相关行业在预期主导的行情下领涨。

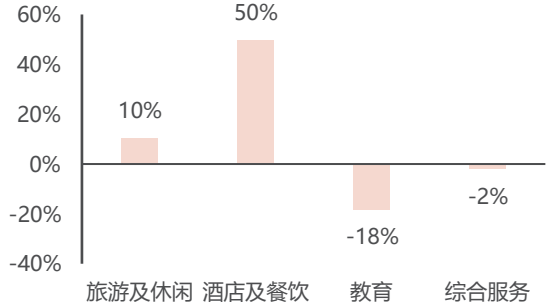
图表：2022年初至今消费者服务行业11.13%，涨幅居于中信一级行业第二（%）



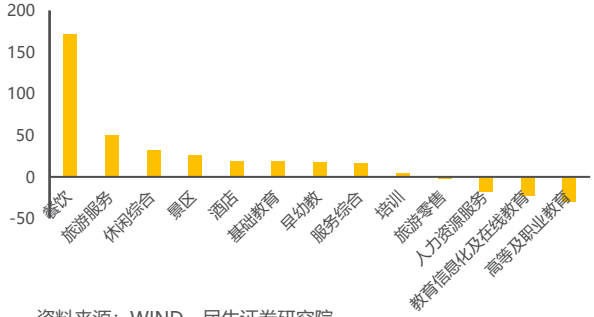
图表：11月后复苏预期扭转趋势板块快速修复（%）



图表：中信消费者服务二级子行业涨跌幅



图表：中信消费者服务三级子行业涨跌幅（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

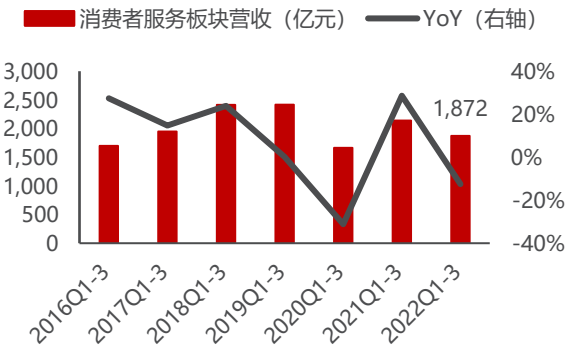
1.1 板块复盘：出行链基本面显著承压，与股价背离

- **从板块整体经营情况来看：**22Q1-3消费者服务板块合计实现营收1,871.95亿元/YoY-12.50%。较2020年同期上升45.98%,较2019年同期下降22.53%；归母净利润为48.66 亿元/YoY-49.87%，较2020年同期上涨15.67%，较2019年同期下降49.48%。

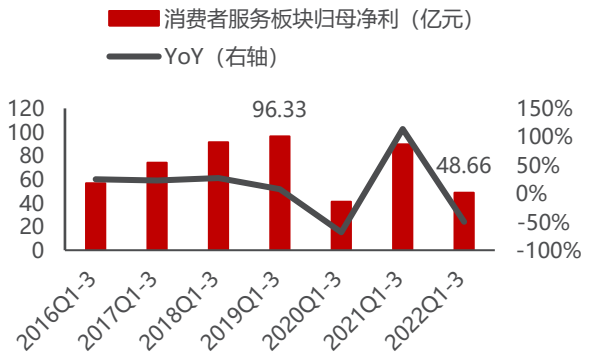
- **分子版块情况来看：**人服/教育信息化/餐饮/服务营收同比增速领衔，K12培训/职教/人服/服务综合归母净利润增速同比领衔，酒店/景区/早幼教/休闲综合等板块亏损较为严重。

- **总结来看：**受疫情反复及管控影响，出行链相关板块营收利润承压明显，与股价表现背离。人服/职教等板块盈利情况相对较好。

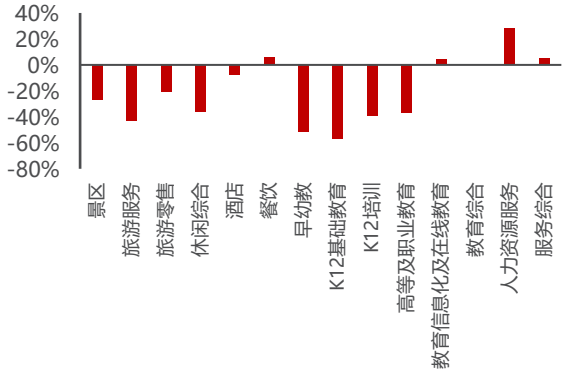
图表：社服板块营收情况



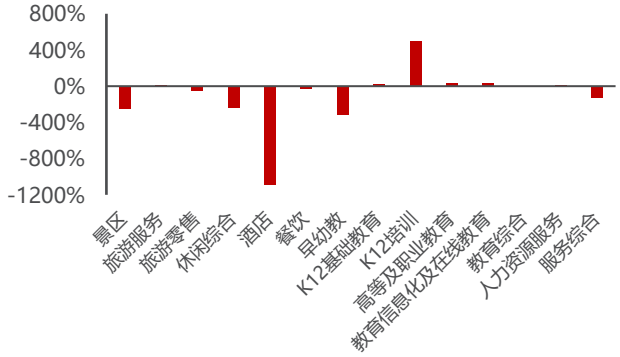
图表：社服板块归母净利润情况



图表：社服板块子行业营收增速



图表：社服板块子行业归母净利润增速



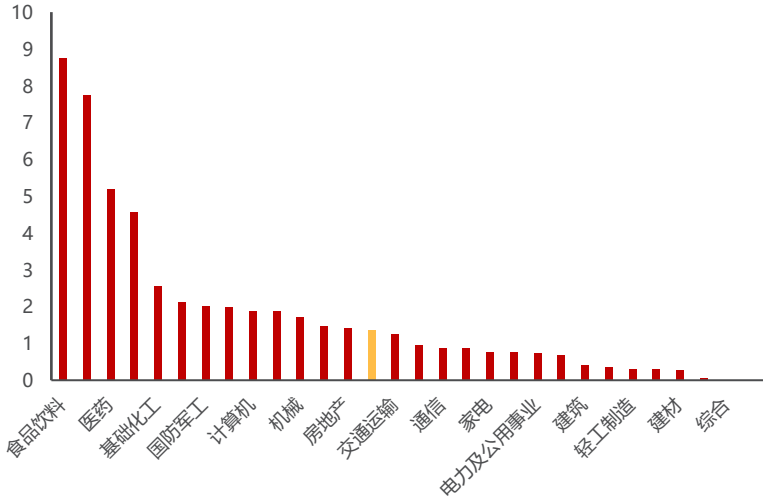
资料来源：WIND，民生证券研究院

1.1 基金持仓复盘：消费者服务重仓持股排名14，科锐国际进入重仓持股前十

民生证券 MINSHENG SECURITIES

- **2022年Q3行业重仓持股市值占比：**消费者服务行业重仓持股市值占基金股票投资市值比例为1.37%，位列第14位；
- **消费者服务行业前十大重仓股情况：**基金重仓持股前五大标的为美团-W/中国中免/锦江酒店/首旅酒店/视源股份，2022年Q3重仓持股总市值分别为317.57/290.94/77.58/31.97/27.52亿元，年初至今涨跌幅为-22.72%/-1.26%/-2.99%/-4.21%/-27.12%；海底捞与新东方在线Q3受基金重仓青睐，2022年Q3持仓分别增加2418.9万/2808.53万股；新东方在线、九毛九及海底捞在前十大重仓股中股价表现亮眼，年初至今股票涨幅达851.8%/41.63%/13.52%。

图表：2022Q3中信一级行业重仓持股市值占比（%）



图表：2022Q3消费者服务行业前十大重仓股情况

代码	名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)	年初至今涨跌幅(%)
3690.HK	美团-W	424	21,202.72	-2,534.61	3,175,656.95	0.1206	0.5454	-22.72
601888.SH	中国中免	596	14,675.34	-379.13	2,909,386.23	0.1105	0.4997	-1.26
600754.SH	锦江酒店	124	13,457.45	-2,721.61	775,822.09	0.0295	0.1332	-2.99
600258.SH	首旅酒店	75	14,944.43	-232.60	319,661.37	0.0121	0.0549	-4.21
002841.SZ	视源股份	23	4,613.63	-191.75	275,170.24	0.0104	0.0473	-27.12
300144.SZ	宋城演艺	25	11,054.70	-1,542.93	132,656.37	0.0050	0.0228	1.52
9922.HK	九毛九	7	7,273.10	-615.10	84,728.15	0.0032	0.0146	41.63
1797.HK	新东方在线	21	3,052.93	2,808.53	81,322.53	0.0031	0.0140	851.80
6862.HK	海底捞	4	4,660.20	2,418.90	64,916.59	0.0025	0.0111	13.52
300662.SZ	科锐国际	14	867.55	-684.61	29,505.51	0.0011	0.0051	-22.48

资料来源：WIND，民生证券研究院



2. 投资主线：复苏将至，逐浪前行



2.1 复苏的韵律：把握节奏、弹性和增量

2.1.1 分析框架：疫情对消费需求影响的传导逻辑与后续修复路径

民生证券 MINSHENG SECURITIES

图表：疫情从诸多个方面影响社服板块的消费需求



病例激增



1.直接影响消费需求
影响时间较短、范围由疫情情况决定

- 疫情严重时造成劳动力短缺
- 场景限制影响企业生产、供应链
- 需求下降本身即影响了企业基本面

疫情防控



场景限制
出行管控

2.抑制消费实现
阶段性影响、但影响程度最大

经济承压/资产贬值



3.可支配收入及收入预期承压影响消费力
影响时间长、范围广

消费习惯/心理转变



4.疫情持续时间长、创伤效应影响消费习惯/心理
影响时间长、范围广、但程度较弱

图表：疫后需求修复三步走

- **半径短先于半径长:**本地业态率先修复，出行链修复
- **必选领先于可选：**可选消费易受到收入、消费心理影响

场景/出行开放

度过病例数高峰

稳就业、刺激经济

- **顺周期业态向好:**经济修复促使顺周期业态景气回升

促消费政策

- **消费券政策/免税相关政策等:**后续消费政策的方向/执行或为投资指明方向

消费需求修复

- **可选业态恢复：**收入效应促使可选修复、消费升级逻辑强化

消费习惯恢复

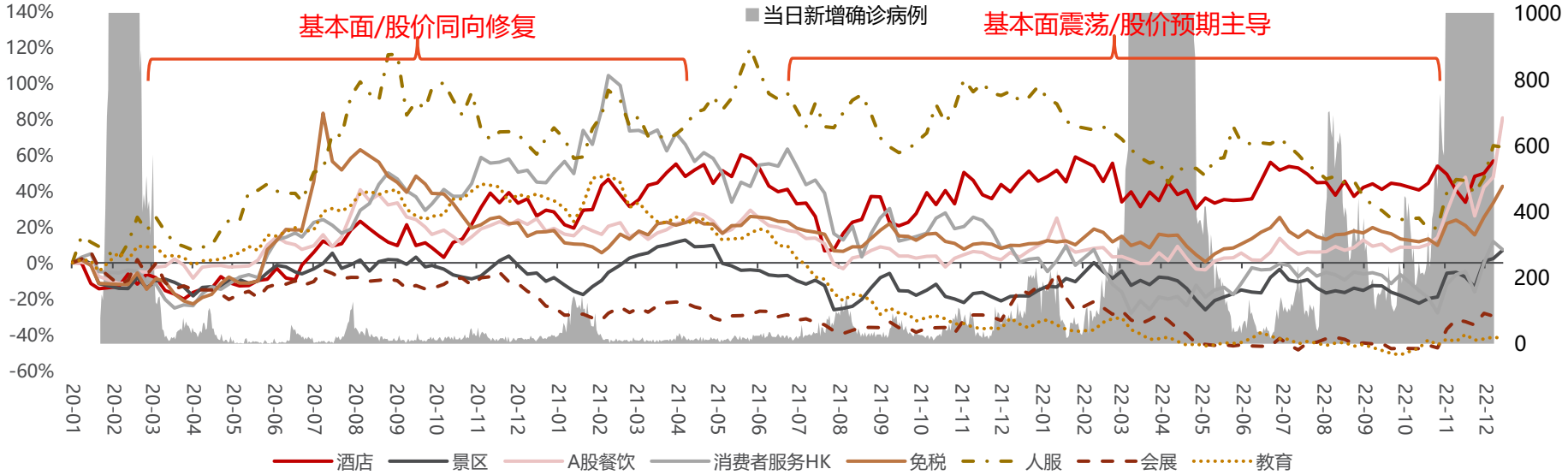
- **长线游&中老年群体&人群聚集业态修复：**涉及观光景区、旅行社等

资料来源：民生证券研究院绘制

2.1.1 国内复盘 – 板块走势：复苏预期为核心驱动，后续将进入基本面验证期

- 疫情**以来，结合股价和基本面特点，A股出行链股价走势可以分为3个阶段：1）20年4月-21年6月：**国内“动态清零”举措有效控制疫情，基本面/股价同向演绎；**2）21年7月-22年11月：**病毒传播力增强，疫情反复，“清零”政策下基本面波动大幅波动，股价与基本面背离，由当期病例数和政策预期共同决定，围绕修复至19年同期的假设形成震荡/博弈行情；**3）22年12月后：**优化防疫二十条发布，各区域防疫措施快速跟进，“放开/共存”方向明确，出行短暂井喷式修复后受病例数激增回落，后续疫情演绎的节奏/基本面验证情况将构成板块核心驱动。
- 人服/教育经营业态与消费场景限制相关度较低：分别受宏观景气度/政策面因素压制，股价修复相对滞后。

图表：社服各子板块较2020年初涨跌幅：出行链走势由复苏预期主导（单位：例）

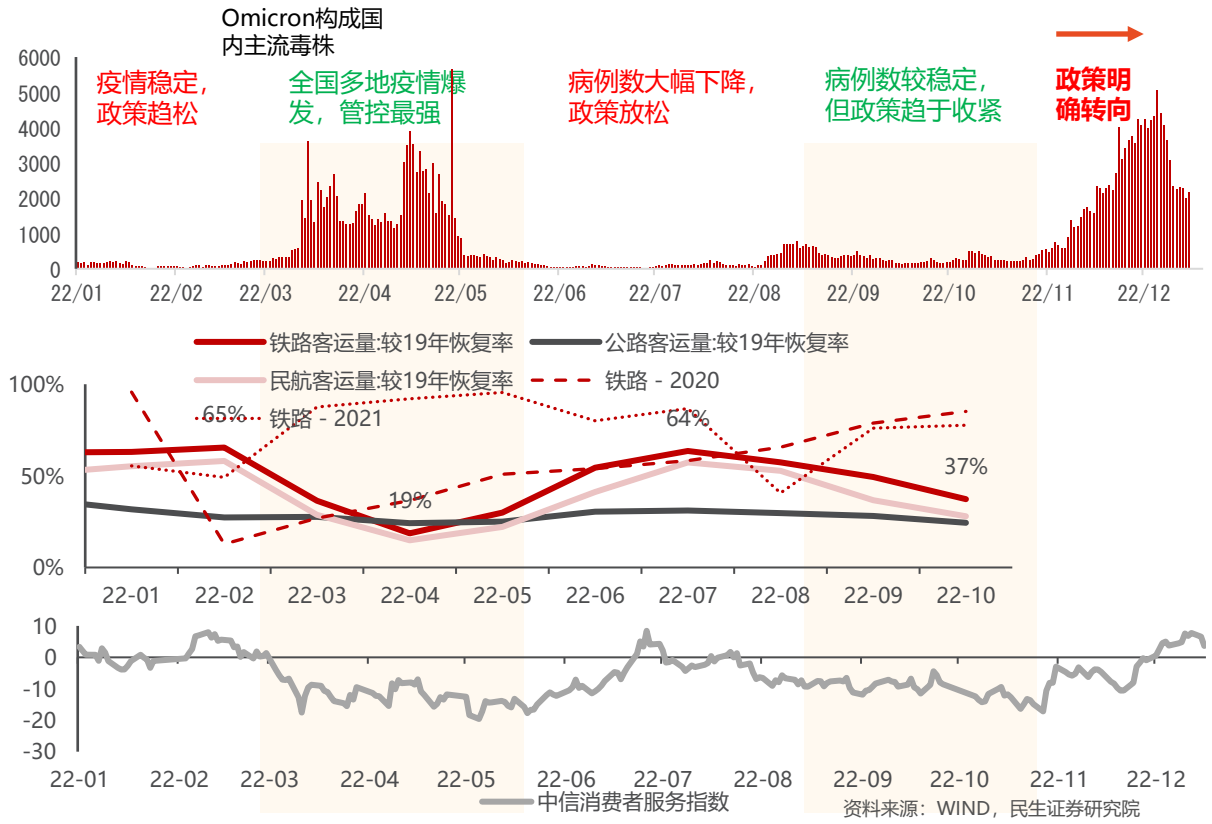


资料来源：WIND，民生证券研究院

2.1.1 国内复盘 - 疫情 & 出行数据：疫情演绎与政策导向一波三折的2022年

- **聚焦2022年，3月以来Omrcion传染力更强/具备免疫逃逸属性的变种BA.1与BA.2传入国内，构成2022年的关键转折。**深圳、广州、上海、吉林省多地疫情大范围传播，国内疫情确诊病例数接近疫情爆发初期水平，而病毒的传播力远甚，在“动态清零”目标下，国内采取了疫情以来的最为严格的管控手段，包括深圳/上海等核心城市的阶段性发布“针对中高风险区的管控”、“跨省出行要求出示核酸阴性证明”等举措，致使国内交通客运情况较19年同期恢复率达到仅次于20年疫情爆发初期的低位水平（考虑3-5月整体，恢复情况甚至差于20年），股价承压。
- **4月下旬后国内疫情情况好转，叠加6月后出行政策放松（跨省游放开/行程码摘星等），出行数据快速改善。**2022年暑期6-7月为国内出行环境最好的阶段，基本面/政策同向变动，股价显著修复。
- **9月-10月疫情情况相对稳定，但防疫政策总体仍趋紧，致使出行数据较19年恢复率持续恶化。**9月至两会前，疫情面有所改善，但国内防疫政策趋紧，致使出行数据亦持续承压，股价回调。
- **11月11日后，政策明确转向放开，病例数激增。**股价受政策预期主导修复至前高，近期受病例数激增影响，股价有所回调。

图表：国内新冠确诊病例数 & 出行数据 & 板块走势（单位：例，%）

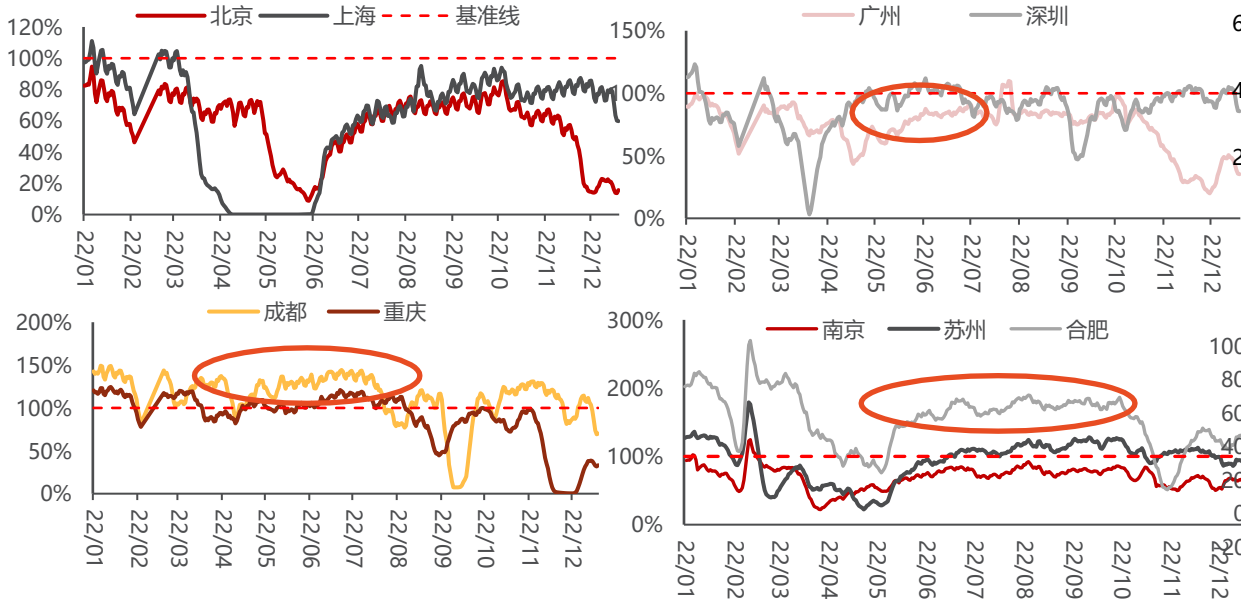


资料来源：WIND，民生证券研究院

2.1.1 国内复盘 - 市内交通&线下业态：疫情此起彼伏/区域分化的2022年

➢ **国内疫情呈现散发式特点、不同区域在不同时段迎来疫情高峰：**在国内“动态清零”的政策导向下，疫情爆发城市通过联防联控措施遏制疫情传播， 并出台“针对中高风险区的管控”、“跨省出行要求出示核酸阴性证明”等举措；而疫情日常管理较优的区域能够避免疫情爆发，进而能够实现阶段性的景气度领先：其中22Q2暑期出游旺季叠加杭州区域良好的防疫管控，君亭房价达到2年中新高；22Q3宴会旺季叠加合肥地区良好的疫情管控，同庆楼利润修复度亦达到两年中的新高水平。地铁客运量可作为各城市场景限制/出行管控的代理指标，可以看到成都/重庆5-7月，合肥6-10月，深圳5-6月均展现出较强的市内出行态势，预计在解封后的2023年，不同区域疫情爆发的时间差异/毒株差异或亦能带来区域性业态经营的阶段性景气爆发。

图表：国内不同城市地铁客运人次较19年同期恢复率



图表：君亭&同庆楼分别在Q2/Q3实现高景气度（单位：元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

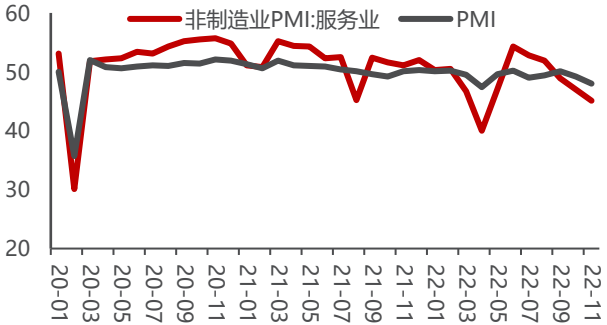
* 请务必阅读最后一页免责声明

2.1.1 国内复盘 - 消费力：22年3月后国内经济基本面承压，消费力受到拖累

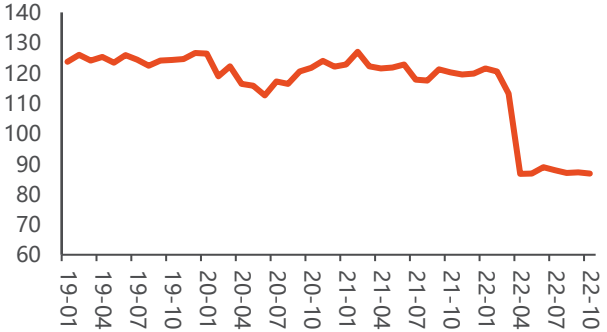
- **2022年疫情对经济基本面影响扩大。**疫情影响下，22年3-4月PMI水平下滑，尤其是服务业PMI，该阶段降幅仅低于疫情爆发初期的20年2月-4月；疫情行至第三年后，失业率亦达致高峰，22年3-4月主要受疫情管控影响，10月后失业率提高主要为经济基本面走弱。

- **经济基本面承压亦拖累消费力。**就业率/预期收入下降/财富缩水使得消费力进一步承压；2022年3月-4月，国内消费者信心指数水平大幅下滑，达到19年以来的最低水平。从社零数据来看，22年3-5月，22年10月-11月同比降幅进一步扩大，从降幅来看，同样仅次于疫情爆发之初的20年2-3月。

图表：22年国内PMI水平受到疫情较大影响



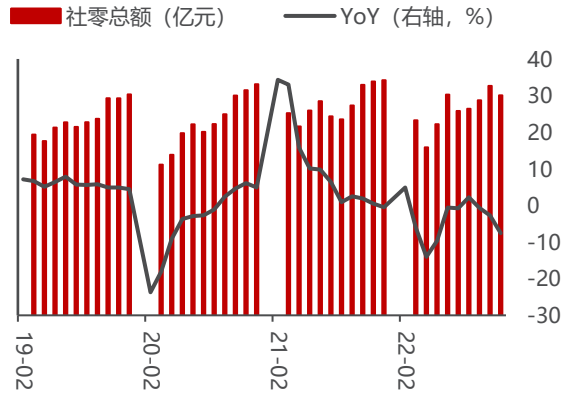
图表：22年3月后国内消费者信心水平大幅下降



图表：22年3月后国内失业率达到18年以来高位（%）



图表：22年3月/11月社零同比降幅仅优于20年2月



资料来源：Wind，民生证券研究院

11月以来的政策转向构成板块关键转折

➢ 22年11月以来政策转向使得国内出行限制/消费场景管控走向解除

调整方向		全国防疫措施调整内容		
		2022年6月 《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	2022年11月 《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》	2022年12月 《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》
入境航班	熔断机制	仍保留入境航班熔断机制，**登机前48小时内需有2次核酸检测阴性证明**	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**	未有调整
	隔离措施	将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”**	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”**，期间赋码管理、不得外出。入境人员在第一入境点完成隔离后，目的地不得重复隔离	
核酸检测		从“集中隔离医学观察第1、4、7、14天核酸检测，采集鼻咽拭子，解除隔离前双采双检”调整为“集中隔离医学观察第1、2、3、5、7天和居家健康监测第3天核酸检测，采集口咽拭子”	集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测，居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测	进一步优化核酸检测。**不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。**根据防疫工作需要，可开展抗原检测。对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码
密接管控		将密切接触者隔离管控时间从“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”**	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”**，期间赋码管理、不得外出。集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测，居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测	具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例**一般采取居家隔离**，也可自愿选择集中隔离收治。居家隔离期间加强健康监测，隔离第6、7天连续2次核酸检测Ct值≥35解除隔离，病情加重的及时转定点医院治疗 **具备居家隔离条件的密切接触者采取5天居家隔离**，也可自愿选择集中隔离，第5天核酸检测阴性后解除隔离
中高风险区划定标准		统一使用中高风险区的概念，形成新的风险区域划定及管控方案。高风险区实行“足不出户、上门服务”，连续7天无新增感染者降为中风险区，中风险区连续3天无新增感染者降为低风险区	**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。高风险区连续5天未发现新增感染者，降为低风险区。符合解封条件的高风险区要及时解封	**按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域。**不得采取各种形式的临时封控

资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

11月以来的政策转向构成板块关键转折

城市	截至12月6日全国各地针对疫情防控政策	
	查验核酸	核酸检测
北京	进入商超、商务楼宇及各类公共场所，**可不查验核酸检测阴性证明，扫码进入即可；** 进入社区（村），不查验核酸检测阴性证明，常住居民不扫码； 进入密闭场所及餐饮堂食、室内健身、养老机构、幼儿园等，须扫码并查验48小时核酸检测阴性证明	各区继续提供社会免费核酸检测服务并不断优化布局，**方便满足群众原检尽检需求和防疫工作需要**
上海	12月6日零时起，除有特殊防疫要求场所外，公共场所**不再查验核酸检测阴性证明**	保留全市常态化核酸检测采样点，继续提供免费检测服务，**对7天内无核酸检测记录的不再赋黄码**
广州	市民到店购药，**不再查验48小时核酸阴性证明** 各级各类医疗机构普通门诊、急诊就诊人员凭健康码绿码同行	无社会面活动人员，若无外出需求，**可不参加核酸筛查**
重庆	乘坐交通工具、进出本人居住小区、院落，**只需进行渝康码查验，进入公共场所需要72小时核酸阴性证明**	对集中隔离人员、居家隔离人员以及高风险区及重点人群按规开展核酸检测，**不再进行行政区域开展全员核酸**
天津	轨道交通、公交车**取消查验72小时核酸证明**；乘客配合健康码、测量体温即可乘车	
山东	居民进入公共场所，乘坐公共交通工具，**不再查验健康码和核酸检测阴性证明**	取消交通场所、港口码头、高速卡口等场所强制性核酸检测“落地检”要求，**继续提供“愿检尽检”服务**
郑州	出入小区、乘坐市内公交、扫场所码、健康码绿码，**不再查验核酸检测阴性证明；** **进入医疗机构仍需扫码测温**	-
杭州	除养老院、福利院、中小学、幼儿园等特殊场所外，乘坐公共交通工具，进入公共场所，**不再查验核酸检测阴性证明、不再扫“场所码”**	不再开展常态化核酸检测，**实行“愿检尽检”**，各地继续提供便民检测服务
成都	市民进入全市公共场所、机关企事业单位、学校等和乘坐公共交通工具均**不需查验核酸报告**	风险岗位人群、重点人员、来（返）蓉人员需按要求进行核酸检测。离蓉仍需出示48小时核酸阴性证明
江西	除医疗机构、养老院、福利院、中小学、幼儿园等特殊场所外，**不再查验核酸检测证明、健康码，不再扫“场所码”**	除规定的重点岗位人群外，**不再开展常态化核酸检测，其他人员实行“愿检尽检”**
新疆	进入各类场所、乘坐公共交通工具**不再查验核酸报告**	除特定人群外，**不再开展常规核酸检测**

资料来源：国家卫健委，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.1.1 12月以来，一系列拉动消费政策推出，后续执行落地构成明年看点

➢ **12月15日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》，会议强调全面促进消费、加快消费提质升级，以传统消费提升、服务消费发展、新型消费培育、绿色低碳消费倡导为切入点，对餐饮/旅游景区/免税发展提出关键意见：**

- **免税：**更好满足中高端消费品消费需求。促进免税业健康有序发展。促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设
- **餐饮：**1）聚焦健康饮食发展，制止餐饮浪费；2）强调发展智慧餐厅新零售业态；3）持续推进过度包装治理，倡导消费者理性消费，推动形成“节约光荣、浪费可耻”的社会氛围。
- **旅游景区：**1）强调扩大文旅消费，大力发展度假休闲旅游；2）拓展多样化、个性化、定制化旅游产品和服务及海岛沙漠等特色旅游业态；3）鼓励发展智慧旅游；4）鼓励共享出行、共享住宿、共享旅游等领域产品智能化。5）积极发展中医药事业，着力增加高质量的中医医疗、养生保健、康复、健康旅游等服务。
- **养老：**增加养老育幼服务消费。适应人口老龄化进程，推动养老事业和养老产业协同发展，加快健全居家社区机构相协调、医养康养相结合的养老服务体系。
- **消费品牌：**促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。

➢ **12月16日，中央经济工作会议召开：将“着力扩大国内需求”作为明年经济工作首要任务。**

- 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，通过高质量供给创造有效需求
- 支持以多种方式和渠道扩大内需：具体路线包括“支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”。

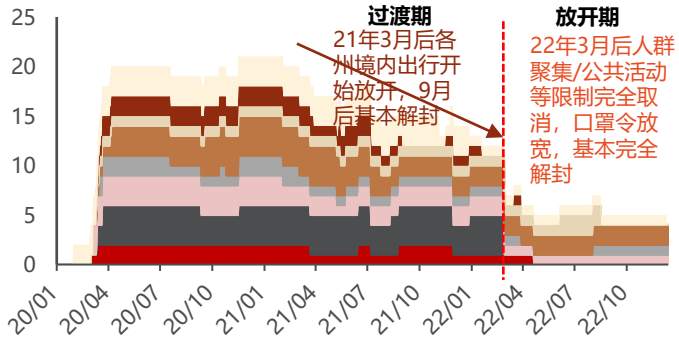
资料来源：党建网，中华人民共和国中央人民政府，民生证券研究院

2.1.2 欧美国家-政策路径：解封较为激进，当前基本实现“完全放开”

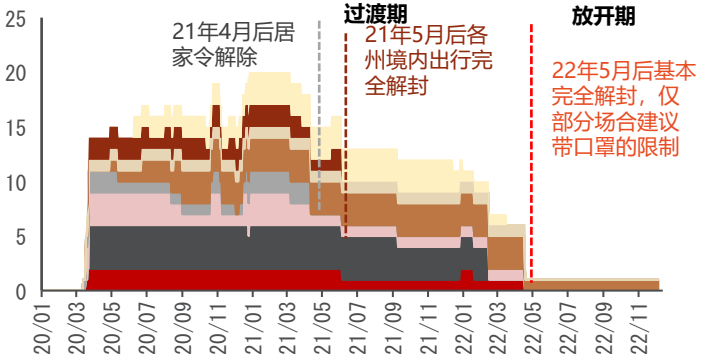
- **美国&英国防疫退出路径基本类似**：1）21Q1防疫措施开始陆续退出，进入过渡期，21年内境内出行管控基本解封；2）22Q1后人群聚集政策基本解除，境内不再保留任何出行/场景限制；当前英国仅保留较低限度的口罩令，管控已经基本完全退出。

- **英美防疫政策开始退出后均迎来较大规模的疫情冲击，冲击结束后政策走向“完全放开”**：美国21年12月-22年2月经历了2个月的病例数高峰，英国解封后有多轮病例数高峰，分别在22年3月/22年7月。参照英美国家经验，解封后的病例数激增期无法避免，在较长时间阶段内需要与疫情共存。

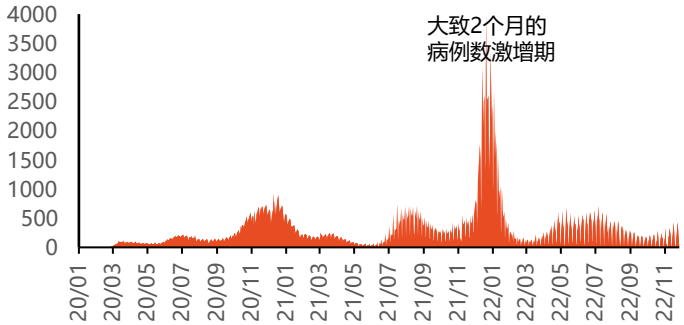
图表：美国防疫强度指数



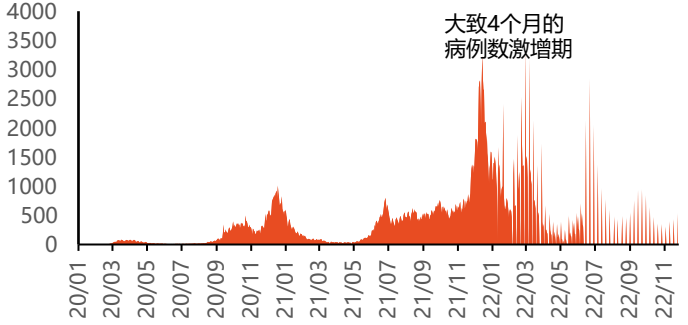
图表：英国防疫强度情况



图表：美国新增确诊人数（每百万人）



图表：英国新增确诊人数（每百万人）



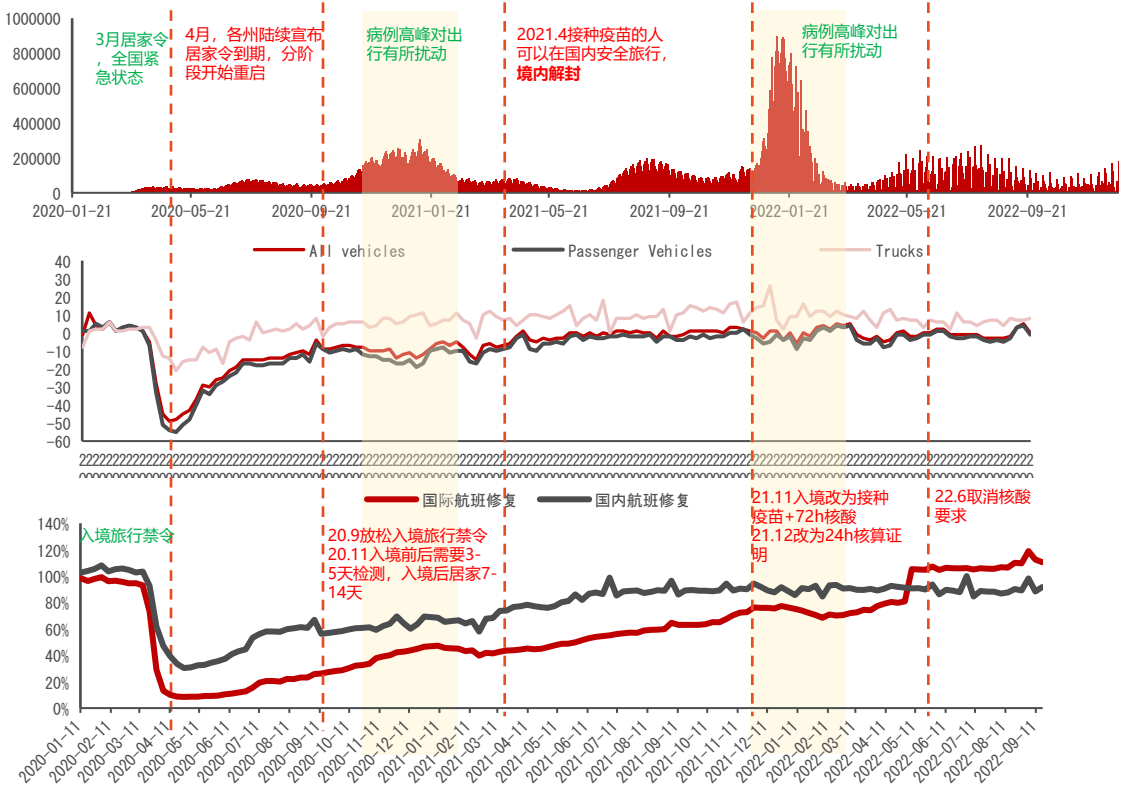
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.1.2 美国-出行数据：出行半径逐步扩大，短途公路恢复优于长途出行优于国际出行

- **国内出行恢复节奏：1）偏短途的公路：整体公路出行伴随2020年4月各州居家令的逐步解除快速修复，经历两个季度，即2020年10月恢复到2019年的9成水平，此后公路出行恢复情况随新增确诊人数同向震荡；2021年4月，美国宣布接种疫苗可在国内安全旅行后，整体公路出行完全恢复至2019年水平。**其中卡车运输恢复较快，居家令放松后1个季度就恢复至正常水平，并在2022年9月第1/2/3/4周同比2019年增长8%/7%/7%/8%，私家车接近1年恢复至正常水平，分别同比变化-3%/3%/4%/-1%，总体VMT已恢复至疫情前的水平并有所增长，2022年9月第1/2/3/4周同比2019年变化-2%/3%/5%/0%。2）长途国内航班：2020年4月国内航班下滑7成，居家令逐步解除后逐步修复，2个月修复到8成，截至22年9月恢复至2019年的89.76%左右。

- **国际旅行恢复节奏：国际旅行修复取决于美国出入境政策调整与全球各国出入境调整，前期修复较国内航空慢，后期快速修复超越2019年同期水平。**2020年1-4月，全球旅行禁令以及一系列入境限制严重影响国际航班运营，国际航班下降超9成。2020年9-11月放松入境后，截至2021年11月恢复到7成，2021年11月-12月进一步放宽核酸证明以后，截至2022年4月恢复到8成，2022年5月，伴随全球各国出入境放开，美国国际航班快速修复到100%，截至2022年9月，已修复到2019年的110%。

图表：美国疫情阶段&公路出行&航空出行（以2019年为基础，%）

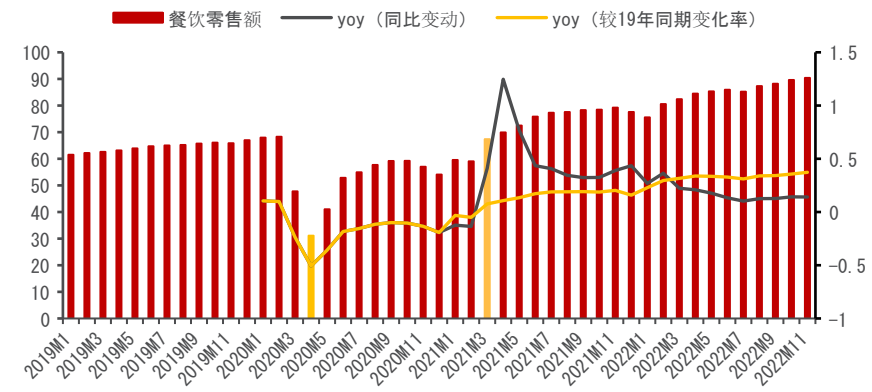


资料来源：美国国家统计局，Wind，民生证券研究院

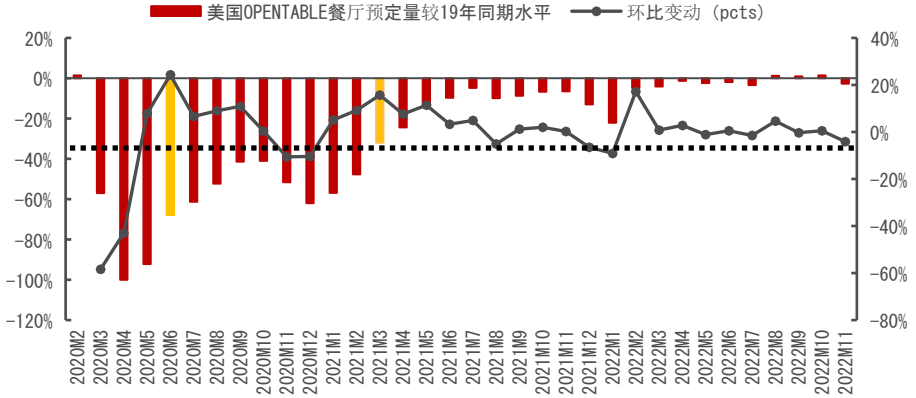
2.1.2 美国-餐饮业态：受益于本地消费属性，疫情冲击下韧性足修复快，快餐业领衔行业稳创新高

- **政策放开后餐饮业经营回暖迅速并稳超疫前水平，22年11月单月餐饮业零售额较19年同期增长幅度已达37%。**美国餐饮业2020年M3-M5因疫情扰动下各州实施餐馆/酒吧关闭措施下滑至低谷，2020年M5后月度零售额表现一直维持在19年同期80-90%水平；2021年3月,CDC宣布完全接种疫苗者可不在市内佩戴口罩，自此防疫政策开始逐步放开，餐饮业零售额结束承压状态，单月零售额超越19年同期水平，2021年6月-12月单月零售额较2019年同期增长幅度均在15-20%之间。2022年，餐饮业景气度提升，2022年2月-11月单月销售额较2019年同期增长幅度稳定在30-40%之间。
- **餐厅线下座位预定量恢复水平与疫情管制政策关联显著，恢复速度极快。**聚焦美国订餐平台线下作为预定量表现，我们可以看到美国餐饮业线下预定量在关键节点展现惊人的复苏力度：1）在2022年M3-M5的各州餐饮/酒吧闭店管制结束后，餐饮业线上座位预定量恢复水平显著提升，2020M6预定量恢复水平环比+24.30%；2）2021年M3，美国疫情开始逐步放开的节点，当月餐厅线下座位预定量显著攀升，环比+15.70%。

图：2019M1-2022M11美国餐饮零售额表现（单位十亿美元）



图：美国订餐平台OPENTABLE餐厅线下座位预定量（较2019年同期变动）

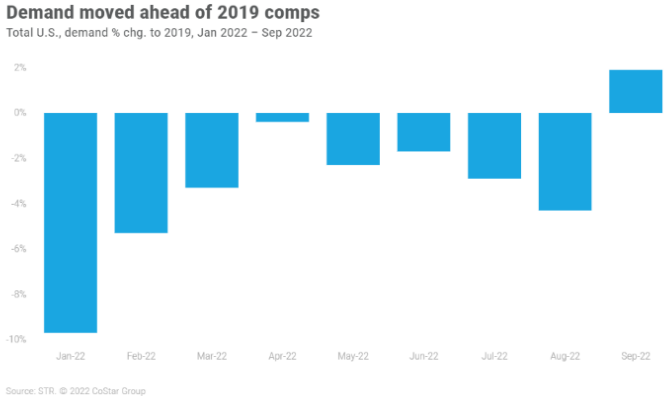


资料来源：U.S. Census Bureau，bea，民生证券研究院

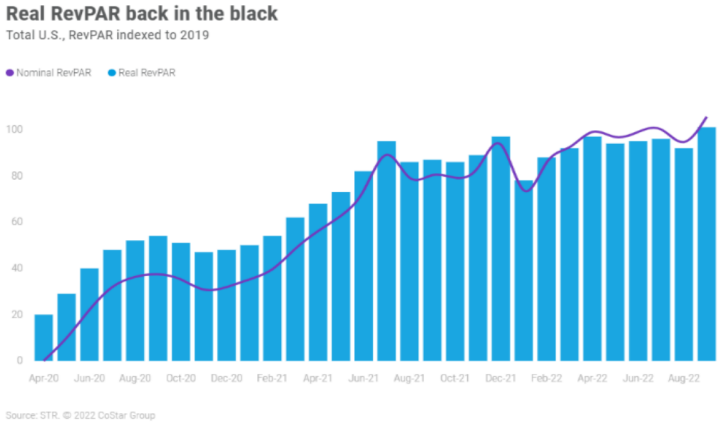
2.1.2 美国-酒店：22年9月RevPAR初次超过2019年水平

- **酒店行业总体情况有所恢复。**截至2022年9月，美国酒店行业Occ/ADR/RevPAR为66.7%/154.32美元/103美元，相较于2019年分别变动-0.6%/16.9%/16.3%。2022年9月酒店行业需求仍低于疫情爆发前近4%，但总体RevPAR自疫情开始以来首次超过2019年，每间酒店可用客房的总营业利润（GOPPAR）较8月有所改善，超过了疫情前的可比水平。

图表：2022年1-9月酒店需求（%）



图表：2022年9月酒店Real RevPAR首次超过2019年（单位：美元）

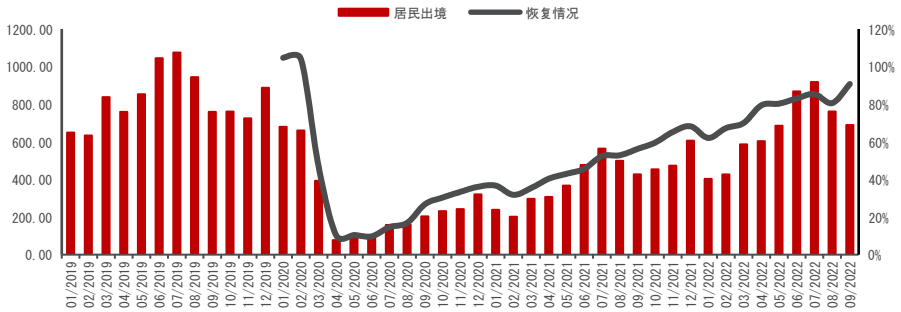


资料来源：STR，民生证券研究院

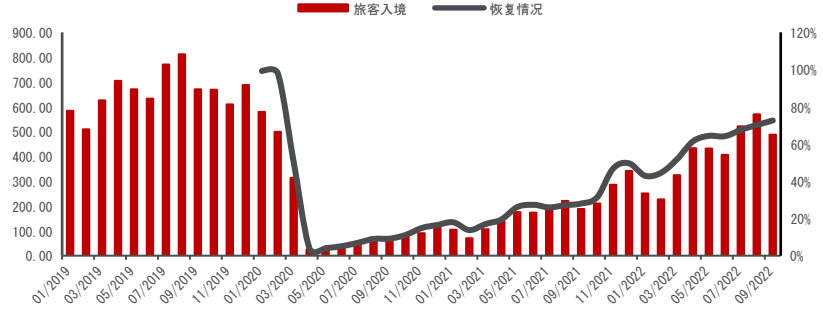
2.1.2 美国-旅游景区：22Q3旅游业收入恢复至75%，出入境客流加速修复

- **美国旅游业收入受疫情打击大，恢复慢。**自2020年3月美国实施居家令后，美国旅游业收入受出行人次下滑影响，旅游业收入下滑到2019年的2.5成，随后2021年上半年，美国旅游业收入整体恢复较为缓慢。
- **出入境客流修复助推美国旅游业实现恢复，2022年9月美国旅游业收入恢复至2019年7.5成。**在2021年下半年伴随放防疫政策放松，出行客流迎来好转，出境/入境客流截至2022年9月已恢复至2019年同期73%/91%，在出入境客流的快速修复下，截至2022年九月美国旅游业收入恢复至2019年7.5成。

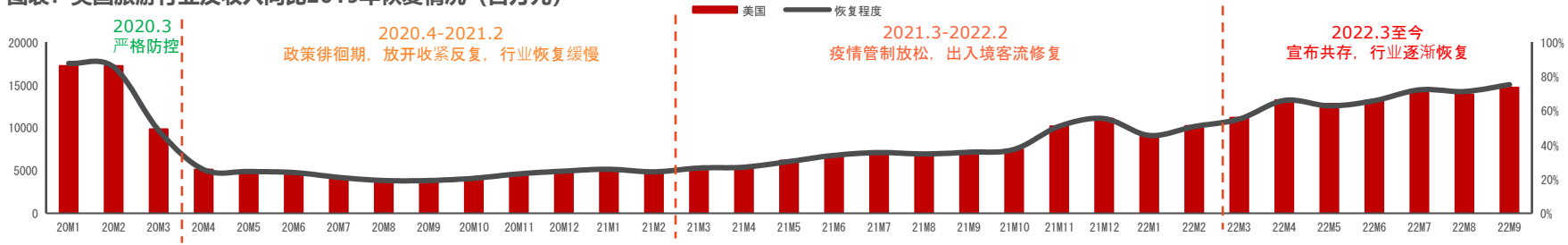
图表：美国居民出境人数及同比2019年恢复情况（万人）



图表：美国旅客入境人数及同比2019年恢复情况（万人）



图表：美国旅游行业及收入同比2019年恢复情况（百万元）

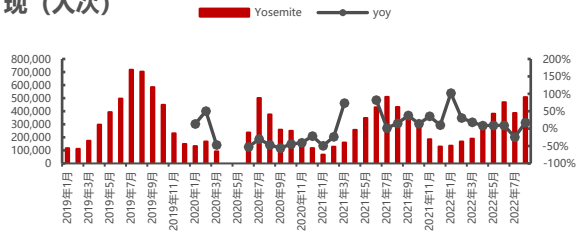


资料来源：CEIC，民生证券研究院

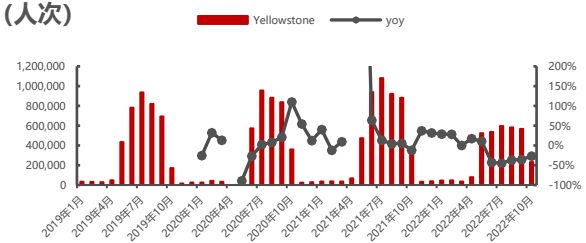
2.1.2 美国-旅游景区：美国全国性出行恢复政策作用显著，国家公园业务经营状态走出低谷快速实现突破

- **聚焦美国：出行放开后国家公园经营回暖明显，2021-2022年游客量水平均保持稳定。**我们通过美国各国家公园游客量表现，衡量美国防疫政策逐步放宽后的出行恢复状况。以美国受欢迎程度较高的六家国家公园作为样本进行比较发现，Yellowstone/Glacier/Zion/Rocky Mountain四家国家公园2021年在各自的景区旺季游客量超越2020年同期水平，且巅峰时期游客量超越2019年同期水平；Yosemite和Grand Canyon国家公园景区旺季游客量未恢复至2019年同期水平，但较2020年同期而言，游客量已走出低谷。2022年，Yosemite/Yellowstone/Zion/Rocky Mountain旺季游客量未恢复至2019年同期水平，一方面可能是国家公园目标群体以中老年为主，2021年需求喷发后进入常态化经营，游客仍有一定出行顾虑；另一方面可能是COVID-19变异株在出行放开的情况下仍对旅游需求造成了一定影响。

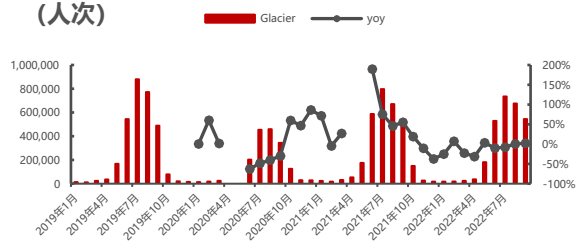
图表：美国Yosemite国家公园2019年至今游客量表现（人次）



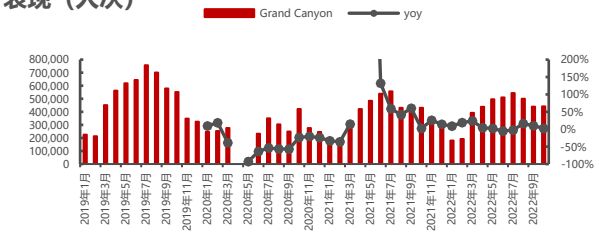
图表：美国Yellowstone国家公园2019年至今游客量表现（人次）



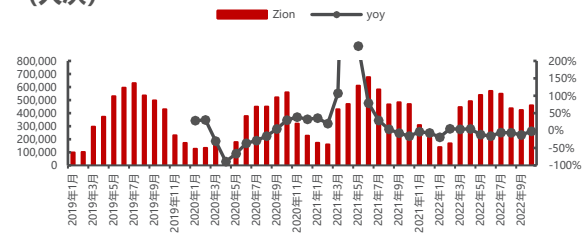
图表：美国Glacier国家公园2019年至今游客量表现（人次）



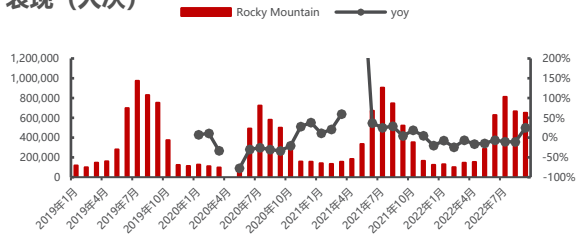
图表：美国Grand Canyon国家公园2019年至今游客量表现（人次）



图表：美国Zion国家公园2019年至今游客量表现（人次）



图表：美国Rocky Mountain国家公园2019年至今游客量表现（人次）



资料来源：公司财报，民生证券研究院

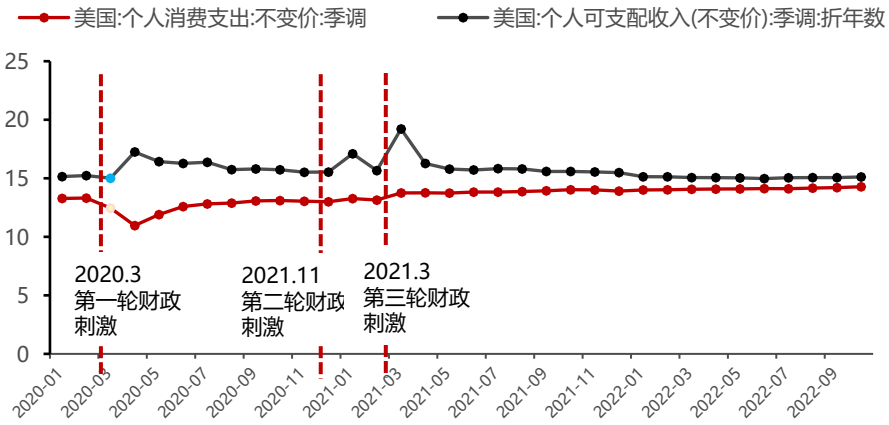
2.1.2 美国-宏观调节：出台三轮消费刺激政策，短期提振消费，长期无法抵挡高通胀下消费者信心指数下行

- **政策：2020年以来，美国出台三轮消费刺激政策，**刺激消费主要通过现金发放，收入水平低于规定的居民可直接领取，其中2020年3月、2020年11月、2021年3月出台的政策分别与美国管控政策缩紧/政策放宽/进一步放宽对应。
- **政策效果：三次消费刺激政策都在短期内（1-2个月）带动了美国居民可支配收入的明显增加，并带动消费支出和消费信心的修复。**第一次刺激政策因为美国居家令消费受制于出行场景的封闭导致这一部分收入没有及时转化为消费支出，但在逐步解封后消费支出与消费者信心指数迅速修复。此外我们分析发现短期内，针对餐饮行业的刺激较为有效。
- **短期刺激无助经济基本面向好，高通胀背景下，消费者信心上升后又逐步下跌。在全球能源和粮食危机下，2021年6月美国进入高通胀阶段，消费者信心指数一路下行。**

图表：疫情期间美国消费相关补贴发放时间线

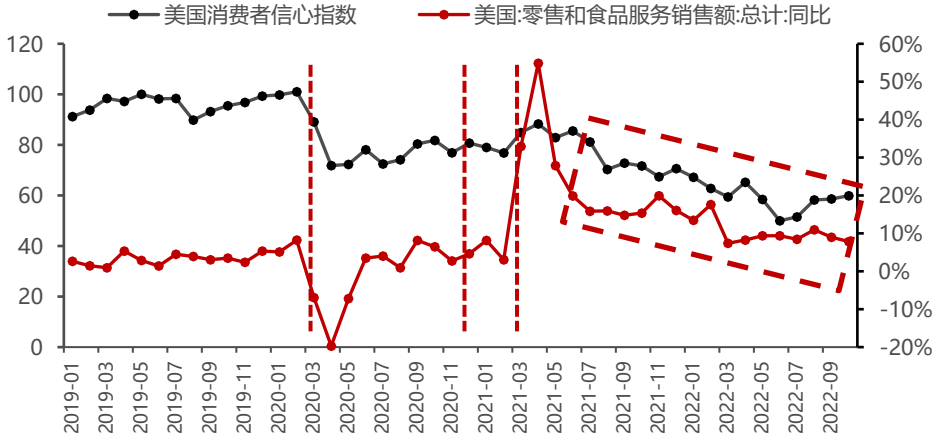
时间	激励政策名称	激励政策内容
2020年3月	冠状病毒援助、救济和经济安全法案	为符合条件的个人提供每位成人最高1200美元经济影响付款
2020年12月	COVID 相关税收减免法案	向符合条件的个人最多支付600美元
2021年3月	2021年美国救援计划方案	为符合条件的个人提供1400美元经济影响付款

图表：美国个人消费支出及可支配收入（万亿美元）



资料来源：雪球网，经济观察报，澎湃新闻，民生证券研究院

图表：美国消费者信心指数及零售食品服务销售额表现



2.1.2 欧美龙头企业表现复盘：具有本地化属性的餐饮修复最快韧性最强，人服其次，与出行客流密切相关的酒店、航空、景区、免税受打击大修复慢

- **餐饮**：得益于外卖业务支撑以及本地生活属性，餐饮企业受疫情打击幅度相对较小，恢复速度也最快。
- **酒店**：经营表现与出行政策及旅客人次高度相关，疫情期间受打击相对较大，22Q3万豪及希尔顿经营表现超越/接近19年同期水平。
- **免税**：两大巨头以机场口岸店为主，受疫情打击大，恢复程度与全球出入境政策发展息息相关，随各国出入境政策逐步放宽，22Q3已恢复至8成以上。
- **航空**：同样与全球出入境政策关联性强，疫情期间受打击大，22Q2-Q3标的营收已超越19年同期水平。
- **景区**：景区类上市公司除迪士尼外业务均扎根于美国，21Q2美国国内出行管制放开后恢复程度快速拔高，后续各季度修复表现分化。
- **人服**：韧性较强，疫情期间受影响较小，20年Q3-Q4两个季度内能修复到19年9成水平，22Q1基本恢复到19年同期水平，能否超越取决于公司经营能力。

图表：欧美代表企业分板块分季度收入同比2019年修复情况

	证券代码	证券简称	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
餐饮	0R16.L	麦当劳	100.10%	72.52%	96.06%	92.92%	100.92%	103.59%	104.71%	102.67%	107.79%	104.52%	108.54%
	4337.HK	星巴克	108.95%	99.45%	63.51%	88.55%	96.87%	102.67%	103.47%	110.71%	112.75%	114.21%	116.18%
	DPZ.N	达美乐比萨	110.85%	116.52%	113.74%	110.11%	114.92%	118.76%	110.79%	106.54%	115.17%	127.40%	126.96%
	DRI.N	达登饭店	69.87%	75.34%	68.07%	160.68%	99.32%	100.48%	94.16%	193.65%	111.24%	110.00%	104.06%
	PZZA.O	棒约翰	107.60%	118.30%	112.83%	105.21%	124.71%	121.37%	116.01%	115.46%	128.94%	127.47%	125.01%
	CMG.N	墨式烧烤	113.47%	97.99%	109.85%	104.41%	129.92%	124.00%	127.53%	124.42%	145.61%	150.66%	158.77%
酒店	MAR.O	万豪国际	98.27%	28.42%	41.07%	37.82%	45.10%	55.78%	68.48%	75.65%	78.98%	98.23%	100.93%
	HLT.N	希尔顿酒店	91.66%	23.38%	37.51%	35.14%	38.70%	50.28%	66.96%	70.83%	73.62%	88.04%	99.25%
	WH.N	温德姆酒店及度假酒店	92.18%	49.85%	57.94%	56.27%	63.18%	71.58%	75.81%	72.82%	74.74%	70.70%	72.96%
免税	MMB.PA	LAGARDERE SCA	86.45%	13.43%	34.11%	34.02%	36.67%	46.01%	61.63%	67.05%	74.62%	93.33%	99.48%
	DUFN.SIX	DUFRY AG-REG	76.42%	6.45%	19.47%	22.48%	24.45%	31.64%	53.94%	63.63%	59.42%	78.52%	84.54%
航空	DAL.N	达美航空	86.33%	12.06%	23.47%	32.49%	38.67%	53.42%	66.83%	75.66%	84.16%	107.65%	111.69%
	LUV.N	西南航空	86.52%	17.57%	30.61%	32.86%	38.89%	63.74%	76.08%	80.58%	85.95%	111.16%	110.72%
	UAL.O	美联航	87.55%	13.32%	21.06%	29.31%	32.78%	45.09%	62.45%	68.76%	74.39%	103.70%	113.59%
	AAL.O	美国航空	84.65%	13.97%	25.65%	33.29%	36.96%	58.75%	69.05%	76.16%	79.27%	109.56%	113.45%
景区	SEAS.N	海洋世界娱乐	73.25%	4.57%	21.57%	48.36%	76.06%	101.79%	100.90%	113.72%	115.70%	121.39%	119.78%
	FUN.N	雪松娱乐	83.76%	1.55%	11.79%	12.32%	14.12%	48.39%	96.30%	124.68%	139.68%	113.84%	116.76%
	SIX.N	六旗娱乐	84.13%	4.13%	19.58%	38.92%	62.38%	90.69%	94.22%	110.93%	101.61%	88.74%	81.58%
	0QZO.L	迪士尼	138.78%	126.23%	59.71%	74.14%	100.95%	102.01%	79.15%	88.97%	132.45%	121.67%	103.31%
	MTN.N	范尔度假村	123.26%	111.84%	75.99%	32.11%	57.83%	77.80%	89.20%	78.53%	73.23%	101.48%	120.80%
人力资源	RAND.AS	Randstad	94.68%	74.48%	86.15%	94.96%	96.68%	102.03%	104.48%	112.66%	115.79%	115.60%	117.45%
	MAN.N	Manpower	91.56%	69.65%	87.35%	97.27%	97.61%	98.21%	97.94%	103.57%	101.95%	94.44%	91.46%
	ADEN.SIX	Adecco	91.04%	70.59%	81.98%	90.69%	88.06%	88.86%	88.50%	92.18%	96.47%	100.25%	102.48%

资料来源：Wind，民生证券研究院

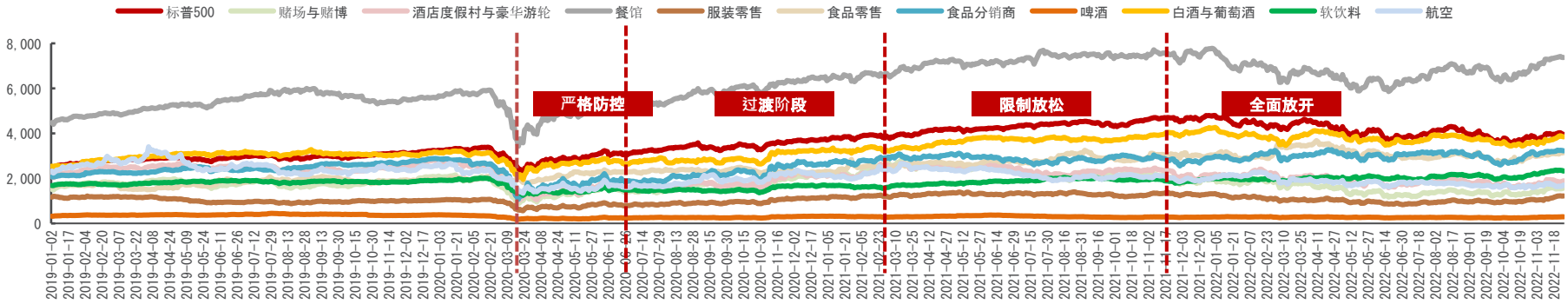
2.1.2 欧美龙头企业表现复盘：出行/食饮行业市场情绪在防控过渡阶段到达顶峰，限制放松至全面放开阶段市场情绪渐趋冷静逐步回落

- **严格防控阶段:**除食品零售指数因产品刚需逆势增长，酒店、餐饮、航空、饮品行业均有所下滑，且下滑幅度均超过标普500。
- **过渡阶段:**市场复苏预期推动美股整体上行，标普500超过2019年末水平并快速攀升，与出行/运输关联性强的赌场与赌博、酒店度假村与豪华游轮、服装零售、食品分销、航空行业景气度恢复并上行，跑赢标普500指数。
- **逐步放松阶段:**标普500仍呈增长态势，食品零售、白酒与葡萄酒、软饮料行业跑赢标普500，其余行业开始逐步回调。
- **全面放开阶段:**市场情绪回落，仅软饮料、食品分销、服装零售及餐馆行业表现实现上涨。

图表：欧美代表企业分板块分季度收入同比2019年修复情况

	2020.1-2020.6 严格防控阶段		2020.7-2021.3 过渡阶段		2021.4-2022.3 限制逐步放松		2022.4-2022.11 全面放开	
	区间涨跌幅	相对标普500表现（pcts）	区间涨跌幅	相对标普500表现（pcts）	区间涨跌幅	相对标普500表现（pcts）	区间涨跌幅	相对标普500表现（pcts）
标普500	-5%		28%		14%		-13%	
赌场与赌博	-33%	-28%	96%	48%	-28%	-43%	-11%	1%
酒店度假村与豪华游轮	-46%	-41%	66%	38%	-16%	-30%	-9%	3%
餐馆	-11%	-6%	37%	8%	0%	-14%	8%	20%
服装零售	-23%	-19%	58%	30%	-19%	-33%	20%	33%
食品零售	19%	24%	14%	-14%	32%	18%	-9%	4%
食品分销商	-34%	-29%	53%	25%	4%	-10%	7%	20%
啤酒	-38%	-33%	25%	-4%	-2%	-16%	0%	13%
白酒与葡萄酒	-16%	-11%	25%	-3%	19%	5%	-2%	10%
软饮料	-23%	-18%	14%	-14%	19%	5%	16%	28%
航空	-40%	-35%	55%	27%	-23%	-37%	-11%	2%

图表：美国社会服务板块细分行业指数变动趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.1.2 欧美龙头企业表现复盘：预期先行，放开以后相对收益率表现分化

民生证券 MINSHENG SECURITIES

➢ **从股价相对收益率表现来看：**

✓ **餐饮：**各标的走势不一，深耕美国本地的快餐类企业全面放开前相对收益率走势较好，主要由于疫情居家外卖业务兴起对快餐企业经营的利好作用；达登饭店严格防控及过渡阶段收益率起伏极大，股价下跌主要由于疫情影响，股价回升并超越2020年初水平可归因于市场看好餐饮行业洗牌、集中度上升对正餐龙头市场渗透率提升的促进。

✓ **酒店：**酒店标的股价均为严格防控阶段下滑-过渡阶段拉升-限制放松阶段上行-全面放开后回调，下滑后上行超过2020年初水平，主要是高市场预期促使股价短期偏离基本面所致，限制放松阶段股价上行是因为各酒店标的均已实现全球化布局，仍有全球出行复苏预期，因此全面放开阶段市场情绪回落后，股价逐步回归正轨。

✓ **免税：**免税标的股价走势与酒店相仿，DUFRY限制放松阶段股价回调是过渡阶段极高市场预期推动股价过多偏离基本面的结果。

✓ **航空：**与酒店标的不同，航空标的限制放松阶段股价开始整体回调，主要因为各航空公司以美国国内市场为主，美国境内限制放松后市场预期便开始回调。

✓ **旅游景区：**旅游景区标的严格防控阶段及过渡阶段股价均呈下跌回升的V字走势，全面放开阶段股价也均有回调，但限制逐步放宽阶段股价走势有所差异，其中海洋世界娱乐在限制逐步放宽阶段股价再涨50%，主要是海洋世界娱乐2021年净利润表现极其亮眼、客流人次攀升、待开业景点多带来的基本面改善，推动市场估值提升所致。

✓ **人服：**人力资源板块在过渡阶段因为基本和预期的双重因素共振跑出相对收益，在全面放开阶段也跑出相对收益。

图表：欧美代表企业分板块分季度收益率表现情况

	证券代码	证券简称	严格防控阶段 2020-01-2020-06		过渡阶段 2020-07-2021-03		限制逐步放松 2021-04-2022-03		全面放开 2022-04-2022-11	
	SP500	标普500指数	3%	相对S&P500	38%	相对S&P500	22%	相对S&P500	-7%	相对S&P500
餐饮	0R16.L	麦当劳	-7%	10%	23%	-15%	11%	-11%	9%	17%
	DPZ.N	达美乐比萨	26%	23%	0%	-38%	12%	-10%	-5%	2%
	DRI.N	达登饭店	-30%	33%	89%	51%	-4%	-26%	12%	19%
	PZZA.O	棒约翰	27%	23%	12%	-25%	20%	-2%	-21%	-14%
	CMG.N	墨式烧烤	26%	22%	35%	-3%	11%	-11%	-2%	5%
酒店	MAR.O	万豪国际	-43%	46%	73%	35%	19%	-3%	-8%	-1%
	HLT.N	希尔顿酒店	-34%	37%	65%	27%	25%	3%	-8%	-1%
	WH.N	温德姆酒店及度假酒店	-31%	35%	65%	27%	23%	1%	-13%	-6%
免税	MMB.PA	LAGARDERE SCA	-35%	38%	77%	39%	13%	-9%	21%	-13%
	DUFN.SIX	DUFRY AG-REG	-71%	74%	129%	92%	-39%	-61%	-3%	4%
航空	DAL.N	达美航空	-52%	55%	72%	34%	-18%	-40%	13%	-5%
	LUV.N	西南航空	-36%	40%	79%	41%	-25%	-47%	14%	-7%
	UAL.O	美联航	-61%	64%	66%	28%	-19%	-41%	-6%	1%
	AAL.O	美国航空	-54%	58%	83%	45%	-24%	-46%	-23%	-15%
旅游景区	SEAS.N	海洋世界娱乐	-53%	57%	235%	198%	50%	28%	-26%	-18%
	FUN.N	雪松娱乐	-49%	53%	81%	43%	10%	-12%	-24%	-16%
	SIX.N	六旗娱乐	-57%	60%	142%	104%	-6%	-28%	-46%	-39%
	0QZO.L	迪士尼	-22%	26%	67%	29%	-25%	-47%	-32%	-25%
	MTN.N	范尔度假村	-23%	26%	60%	22%	-10%	-32%	0%	7%
人服	RAND.AS	Randstad	-27.15%	30%	51.24%	13%	-8.90%	-31%	0.66%	8%
	MAN.N	Manpower	-28.16%	31%	45.74%	8%	-2.74%	-25%	-3.86%	3%
	ADEN.SIX	Adecco	-27.38%	31%	43.14%	5%	-33.99%	-56%	-24.18%	-17%

资料来源：Wind，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.1.2 欧美龙头企业表现复盘：具有本地化属性的餐饮修复最快韧性最强，人服其次，与出行客流密切相关的酒店、航空、景区、免税受打击大修复慢

民生证券 MINSHENG SECURITIES

➢恢复弹性的度量：

- 我们用（22Q3的恢复度-20Q2的恢复度）/中间间隔的9个季度，计算出平均每个季度的恢复百分比；

➢可以得到，景区和航空以及免税的恢复速率较快，酒店其次，餐饮/人服因为韧性较好所以恢复速率上不高。

图表：欧美代表企业恢复情况总结

板块	恢复程度（20Q2恢复至19Q2的水平）	恢复速度	恢复弹性
餐饮	70%-120%	1-2个季度	一般
酒店	20%-50%	9-10个季度	较高
免税	6%-10%	9-10个季度	高
航空	10%-20%	8个季度	高
景区	2%-126%	4-6个季度	高
人力资源	70%-75%	4个季度	一般

图表：欧美代表企业20Q2-22Q3较19年恢复情况季度平均值

	证券代码	证券简称	恢复弹性
餐饮	0R16.L	麦当劳	4.00%
	4337.HK	星巴克	1.86%
	DPZ.N	达美乐比萨	1.16%
	DRI.N	达登饭店	3.19%
	PZZA.O	棒约翰	0.75%
	CMG.N	墨式烧烤	6.75%
酒店	MAR.O	万豪国际	8.06%
	HLT.N	希尔顿酒店	8.43%
	WH.N	温德姆酒店及度假酒店	2.57%
免税	MMB.PA	LAGARDERE SCA	9.56%
	DUFN.SIX	DUFRY AG-REG	8.68%
航空	DAL.N	达美航空	11.07%
	LUV.N	西南航空	10.35%
	UAL.O	美联航	11.14%
	AAL.O	美国航空	11.05%
景区	SEAS.N	海洋世界娱乐	12.80%
	FUN.N	雪松娱乐	12.80%
	SIX.N	六旗娱乐	8.61%
	0QZO.L	迪士尼	-2.55%
	MTN.N	范尔度假村	1.00%
人力资源	RAND.AS	Randstad	4.77%
	MAN.N	Manpower	2.42%
	ADEN.SIX	Adecco	3.54%

资料来源：Wind，民生证券研究院

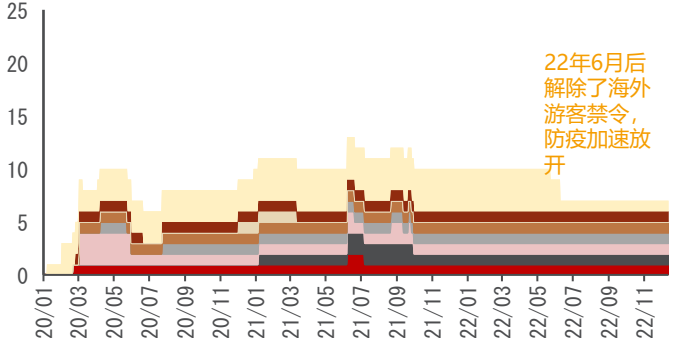
2.1.2 亚洲国家：普遍防疫强度高于欧美，当前仍有一定弱管控

注：防疫强度指标中不含“核算检测”/收入支持&债务减免/接种政策等指标，关注直接的场景限制

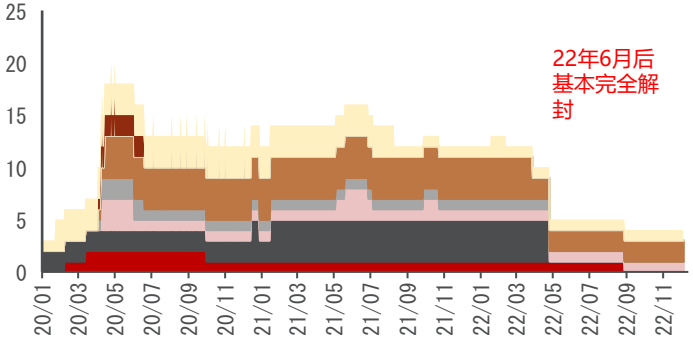
公共活动 人群聚集 关闭学校 居家令 口罩令 公共交通 境内出行 国际出行

- **日本：维持了较长时间的弱管控。**日本疫情以来整体防疫措施独具特点，一方面并未实施严格限制出行/居家等强管控手段，仅在疫情高峰期执行短期的“紧急事态宣言”，当前亦并未完全解封，而是维持着较低限度的弱管控。
- **新加坡:从强管控到快速放开。**22年5月前新加坡维持着较为严格的管控手段，包括较强的口罩令/限制人群聚集，22年5月后防疫基本解封。
- **确诊病例数来看：**日本的经验说明，在Omicron及其变种成为主流毒株后，弱管控对于平抑传播意义不大，22年中日本/新加坡均经历了多轮病例数激增的确诊高峰期。

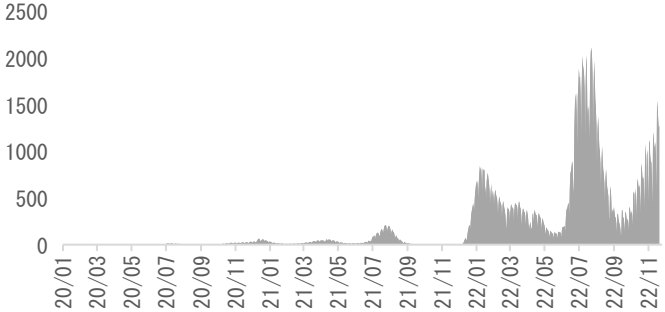
图表：日本防疫强度指数



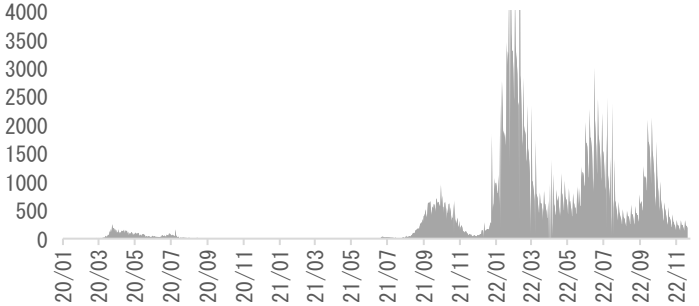
图表：新加坡防疫强度情况



图表：日本新增确诊人数（每百万人）



图表：新加坡新增确诊人数（每百万人）



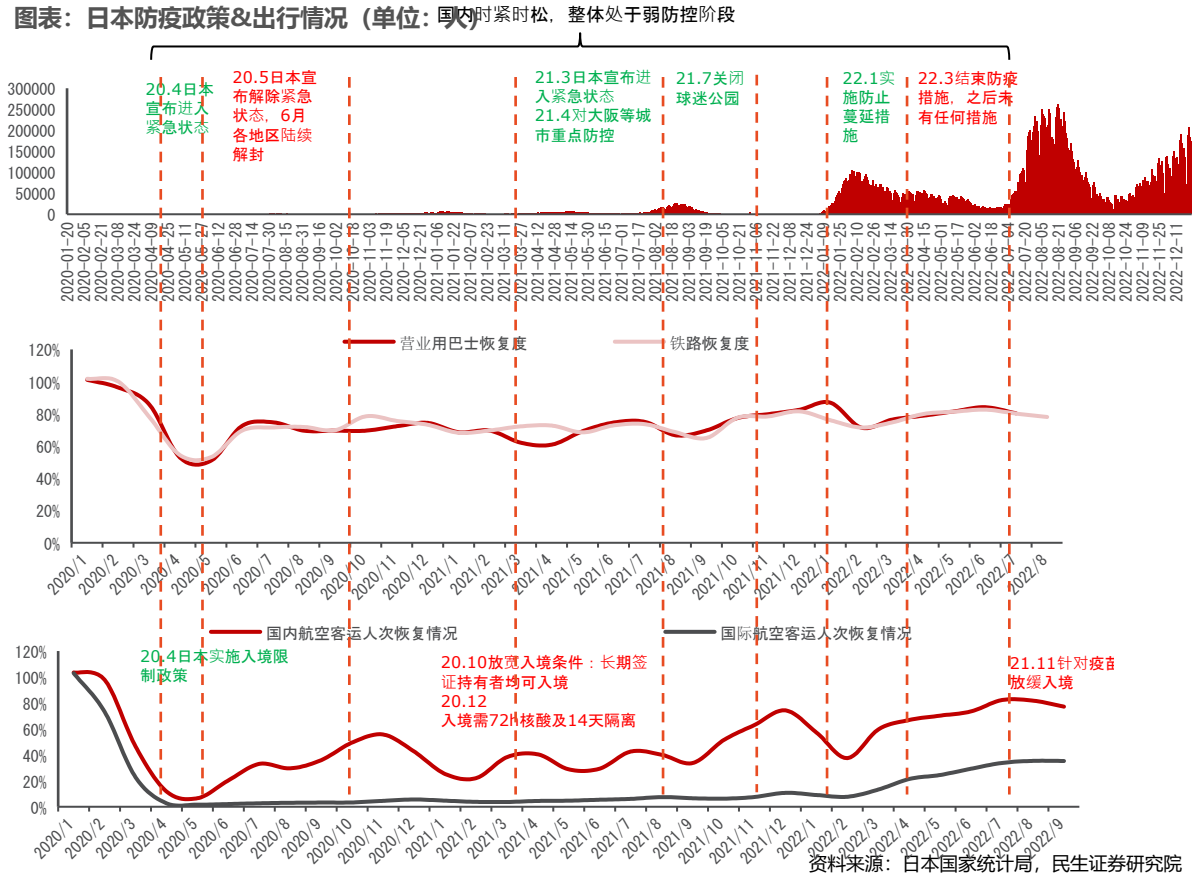
资料来源：Wind，our world in data,民生证券研究院

2.1.2 日本：国内陆路客运恢复至8成左右，航空客运恢复至7.7成，国际客运受中国游客出境限制影响修复到3.5成

- **国内出行恢复节奏：1）陆路：2020年5月逐步解除紧急状态，经过2个月国内出行恢复到2019年7成水平，2021年12月恢复到8成水平。日本巴士与铁路运客量修复至2019年同期8成。**受疫情政策影响，2020年1-5月日本国内巴士客运量降幅达到45.43%；铁路客运量降幅达到44.12%。2020年5月后，两者客运量均呈现逐步上升趋势。截至2022年7月，巴士运客量恢复至2019年同期80.39%，铁路运客量恢复至2019同期80.24%。**2）航运：**2020年5月下滑90%+，后逐步修复，2020年11月恢复至56%，2021年12月恢复到74%，截至2022年9月，日本国内航班客运量恢复至2019年同期77.22%。

- **国际恢复节奏：国际航班恢复至2019年3.5成，整体受到中国游客影响较大。**2020年年初政府颁布《新型流感等对策特别措施法》修正案并发表紧急事态宣言。该法案作用下，日本国际航班客运人数下滑明显。2020年5月国际航班客运人数下降97%。2020年5月后，日本多次启动紧急事态并解除，但出入境较为严格，直到2022年3月有转折，修复斜率增加，今年7月进一步放松入境，9月国际航班客运量恢复至2019年同期35.35%，日本国际客流整体修复慢，主要受到中国游客出境限制冲击，正常年份下，日本中国游客占比达50%。

图表：日本防疫政策&出行情况（单位：国内时紧时松，整体处于弱防控阶段



资料来源：日本国家统计局，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

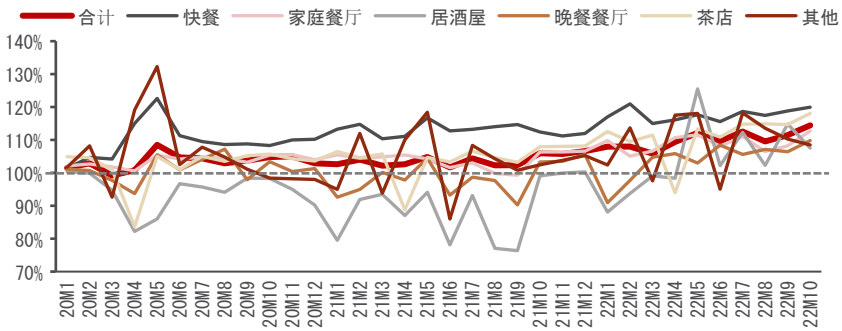
2.1.2 日本餐饮经营回顾：疫情扰动下各业态门店数均有下滑，限制放松后餐饮业客单价稳居高位，家庭餐厅/晚餐餐厅限制放松后销售额反弹力度强

民生证券 MINSHENG SECURITIES

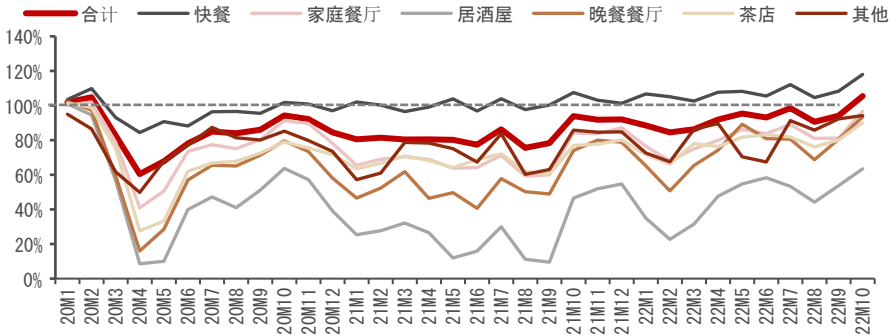
➢ 基于日本食品服务协会三万多家样本店铺各项数据恢复情况，我们发现：

- **1. 销售额表现：快餐韧性充足且政策放宽后仍有上升空间，家庭餐厅/晚餐餐厅反弹力度强。**快餐销售额仅在22M4/M6略低于19年同期90%水平，21M9以来月度销售额稳超19年同期；家庭餐厅/晚餐餐厅疫情管制下受影响严重，21M9销售额仅恢复至19年同期60%/49%，但21M10餐饮限制放宽后恢复水平迅速攀升至84%/74%。
- **2. 开业门店数表现：行业出清明显，各业态开业门店数均有下滑。**包括快餐在内，即使餐饮限制放宽、政策放开，各业态每月经营门店数量均未恢复至疫情前同期水平，显然疫情扰动下部分餐饮门店已出清。
- **3. 客单价表现：整体超越19年同期水平，快餐、茶店增长领先。**各业态客单价上升趋势明显，从餐饮业整体客单价表现来看，自21M10餐饮限制放宽后客单价开始稳居高位并持续增长，22M10快餐/茶店客单价较19年同期+20%/18%。

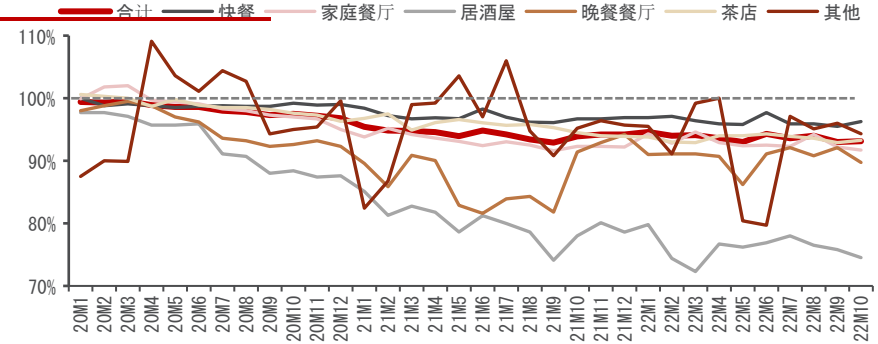
图表：日本餐饮各细分业态客单价较19年同期恢复水平



图表：日本餐饮各细分业态销售额较19年同期恢复水平



图表：日本餐饮各细分业态门店数量较19年同期恢复水平

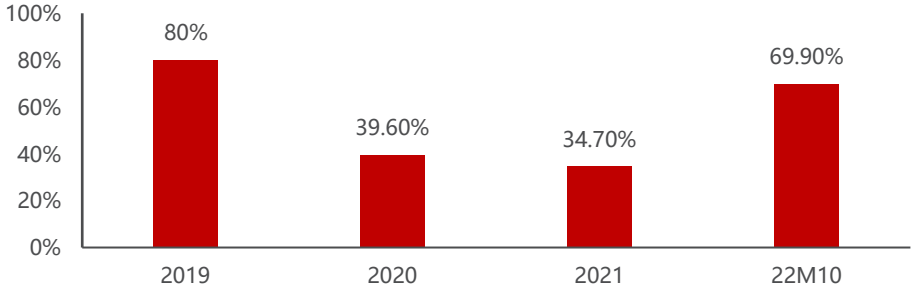


资料来源：日本食品服务协会，民生证券研究院

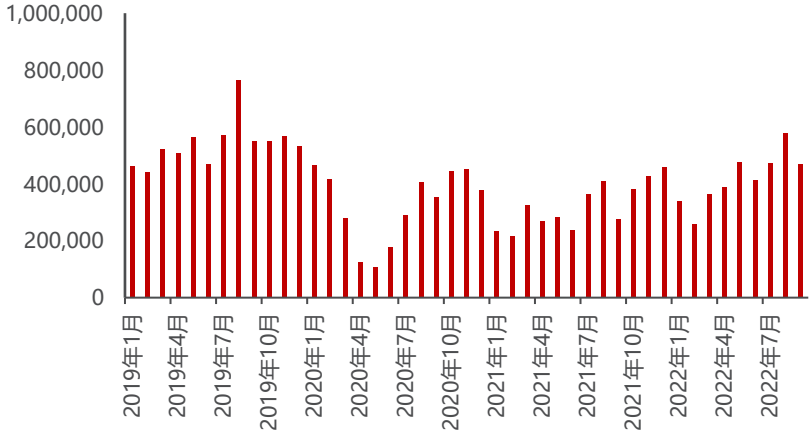
2.1.2 酒店-日本：整体收入恢复至19年85%，入住率恢复至19年同期的87%

- 根据日本统计局，截至22年9月，日本住宿业收入恢复至2019同期的85%。
- 22M10，根据str数据，日本住宿业整体入住率为69.9%，疫情前2019年整体的入住率水平约80%+。

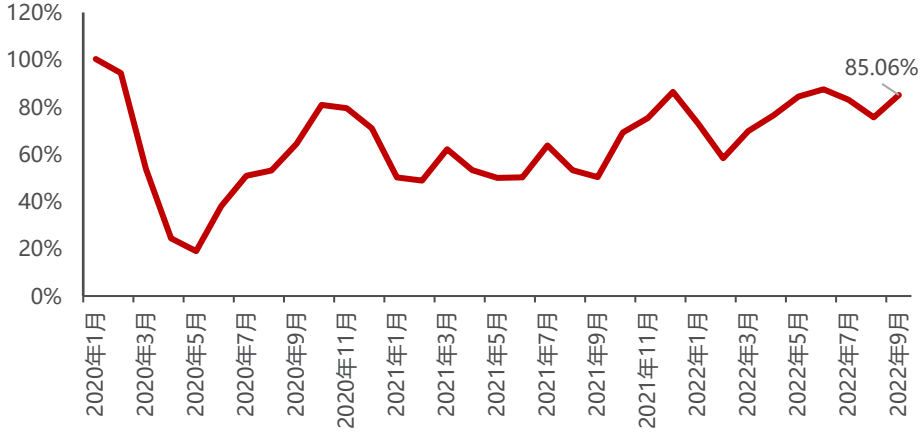
图表：日本住宿业整体入住率水平



图表：日本住宿业收入情况（单位：百万日元）



图表：日本住宿业收入相较于2019年恢复情况



资料来源：日本统计局。STR，民生证券研究院

2.1.2 宏观调节：日本出台多项文旅刺激政策，餐饮提振效果较明显

- **政策背景：疫情反弹居民出行顾虑提升，政策出台急于拉动消费。**自2020年5月25日，日本第一次针对疫情防控的“紧急事态宣言”结束后，日本疫情出现反弹，全国居民出行顾虑提升，因此“GO TO CAMPAIGN”政策出台以来便饱受议论。
- **政策：2020年以来，日本推行国内出行相关线下消费的振兴政策共六个，**其中于2020-2021年间推出的，针对旅游、餐饮、体育及娱乐活动、商业街振兴的四大政策（即GO TO TRAVEL、GO TO EAT、GO TO EVENT、 GO TO 商业街），同属于“GO TO CAMPAIGN”综合补贴政策，政策总预算高达约1.7亿元。对出行刺激作用最强的GO TO TRAVEL政策因疫情因素自2020年12月28日起暂停，中途多次尝试重启却因疫情反复而未果，2022年10月改名“全国旅游支援政策”正式重启。

图表：日本消费相关津贴/补贴/消费券发放时间线

时间	激励政策名称	激励政策目的	激励政策内容
2020 年 7 月 22 日 -2020 年 12 月 28 日	GO TO TRAVEL	促进国内旅游恢复	集中补贴住宿费及一日游旅费，最高补助为旅游代金的 50%，按补助类型，住宿费上限为每人每晚 20000 日元，一日游旅费为每人每天 10000 日元，无次数限制
2020 年 10 月 -2021 年 3 月 30 日	GO TO EAT	促进国内餐饮及旅游业复苏	1）出售餐券，购买餐券就餐可在餐券金额基础上多消费 25%；2）特定网上平台中预约餐厅，消费后每人最多得到 1000 日元回馈积分，下次消费可作为现金抵用
2020 年 10 月 31 日 -2021 年 1 月 31 日	GO TO EVENT	刺激文娱活动需求	游乐园、体育赛事、电影均可享受 8 折优惠（单次上限 2000 日元）
2021 年 3 月 19 日 -2022 年 2 月 14 日	GO TO 商业街	刺激商业街消费	在参与活动的商业街消费，可通过购买代金券享受优惠服务
2022 年 10 月 11 日- 2022 年 12 月 27 日	全国旅游支援政策	促进国内旅游恢复	替代“GO TO TRAVEL”的旅游支援活动，1）旅游费用折扣率 40%，含交通补贴上限为每人每日 8000 日元，不含交通每人每日 4000 日元；2）赠送工作日 3000 日元、节假日 1000 日元的当地购物优惠券，每日可领取。
2022 年 10 月 26 日 -2023 年 1 月 25 日	GO TO EAT	促进国内餐饮及旅游业复苏	出售餐券，购买餐券就餐可在餐券金额基础上多消费 25%（如 10000 日元可购买 12500 日元餐券）

资料来源：日经中文网，日本政府官网，上海日本研究交流中心，民生证券研究院整理

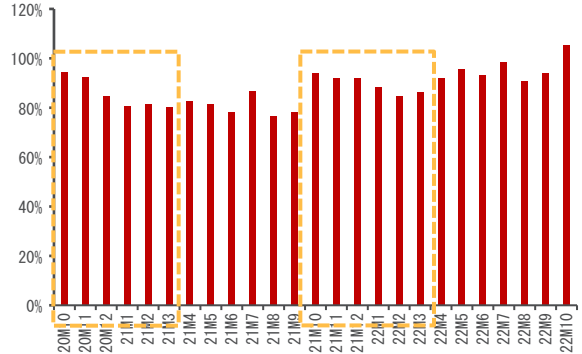
宏观调节：日本出台多项文旅刺激政策，餐饮提振效果较明显

- **我们收集了部分数据分析“GO TO CAMPAIGN”系列政策出台对国内消费的带动作用：**
- **“GO TO TRAVEL”活动期间近2/3旅客参与活动，且参与活动的游客感染率极低。**根据2021年日本政府观光白皮书，2020年7-12月国内住宿旅游游客中，66.5%利用了“GO TO TRAVEL”的折扣；此外，日本首相菅义伟在2020年12月25日在新闻发布会上提到，约7000万人利用该项目，其中约340人确认感染病毒。
- **在旅游人次恢复促进方面，“GO TO TRAVEL”政策对出行恢复的推动效果相对而言并不明显。**2021年10-12月与2020年7-12月类似，为日本结束长时间管控后的稳定期，期间并未有相关消费刺激政策，期间单月国内航空客运人次最高恢复至19年同期55.7%，较后一年同时间段最高恢复水平-18.6pcts；单月巴士运输人次最高恢复至19年同期74.8%，较后一年同时间段最高恢复水平-7.8pcts；我们认为主要是“GO TO TRAVEL”政策出台时日本疫情正处反弹阶段，居民出行顾虑增加所致。对比两个时间段的出行恢复情况，我们认为，消费刺激政策可以起到一定推动作用，但出行顾虑减少才是影响出行人次恢复的关键点，居民出行顾虑较大时推行消费刺激政策，作用可能并不明显。
- **在餐饮业恢复促进方面，“GO TO EAT”对餐饮消费的促进作用较为明显，**餐饮政策集中发力阶段（20年10月-21年3月），单月餐饮业销售额最高恢复至疫情前同期94.3%，较后一年同时间段最高恢复水平-0.4pcts，可见消费券政策刺激下，餐饮行业恢复较旅游行业更优。

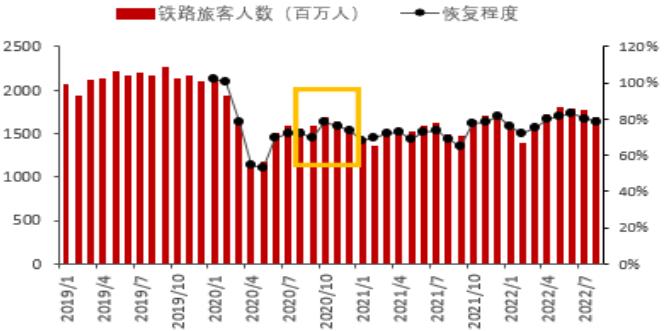
图表：日本航空客运较19年同期恢复情况



图表：日本餐饮业销售额较2019年同期恢复水平



图表：日本铁路旅客人数较19年同期恢复情况

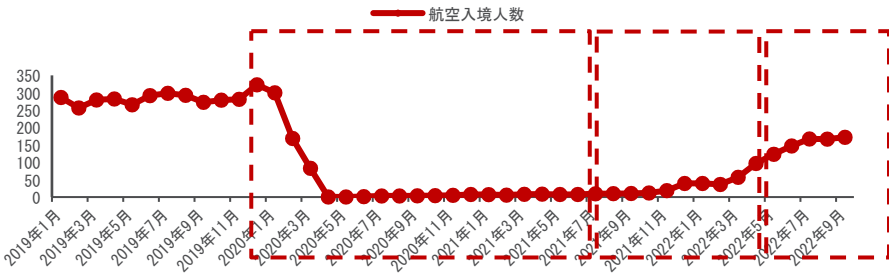


资料来源：日本国家统计局，民生证券研究院

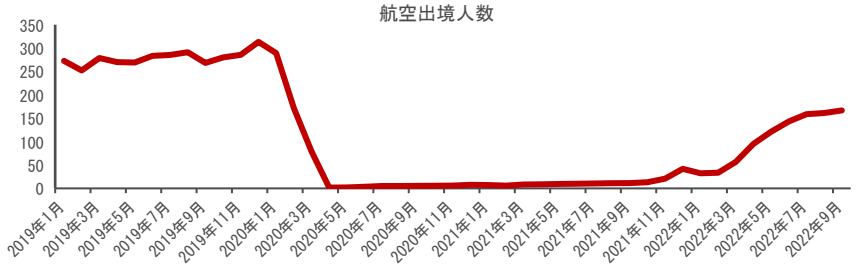
2.1.2 新加坡：出入境人数恢复至2019年6-6.5成

- **截至2022年9月，新加坡航空入境、出境与抵离人数已分别恢复至2019年同期63.1%/62.14%/65.52%。**2020年1月新加坡公布了首例新冠病例，政府并未立即采取行动。2020年4月，新加坡疫情形势恶化，政府开始实施“断路器”式防疫措施，即关闭所有提供非必要服务的工作场所，只剩下集市、超市、餐饮和公共交通等基本服务。2020年1-4月，新加坡航空入境、出境与抵离人数均呈现出断崖式下跌，分别下降99.81%/99.40%/88.44%。2022年3月15日新加坡政府宣布，社会管控措施将进一步放宽，新加坡将进入与新冠共存阶段，并取消了户外口罩佩戴的强制要求。2022年3月至9月，航空客运逐渐恢复。

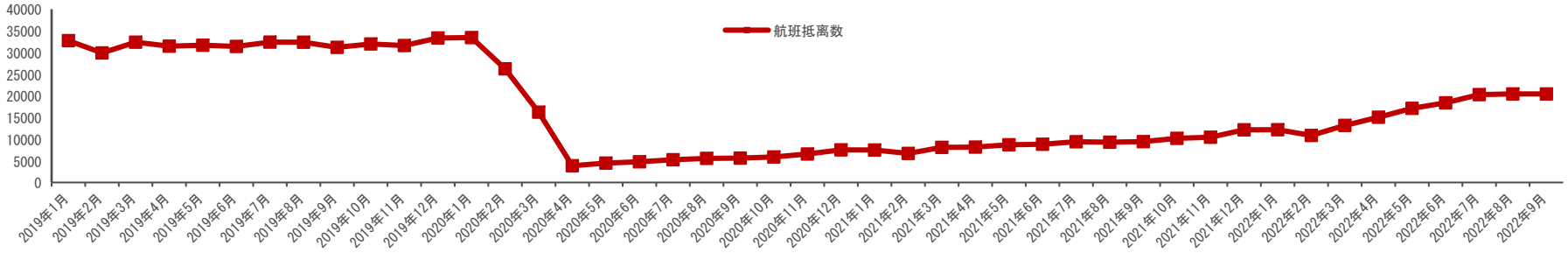
图表：新加坡入境人数变动情况（单位：万人）



图表：新加坡出境人数（单位：万人）



图表：新加坡航班数量变动趋势（单位：趟）



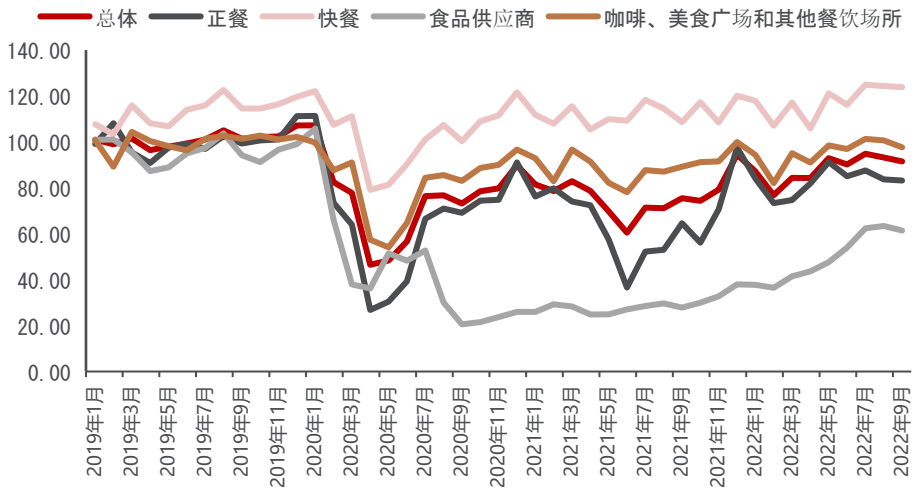
资料来源：新加坡国家统计局，民生证券研究院

2.1.2 新加坡餐饮恢复情况：整体恢复至19年同期9成水平，快餐>咖啡/美食广场>正餐>食品供应商

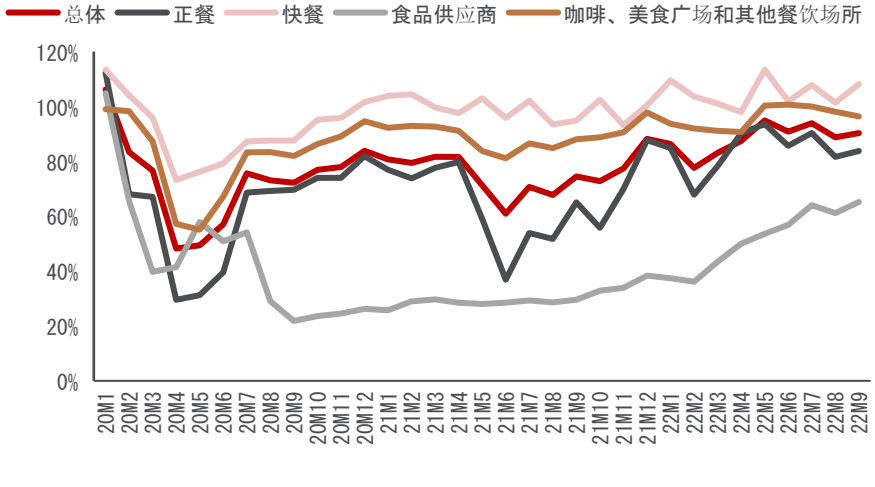
民生证券 MINSHENG SECURITIES

- **恢复情况：整体餐饮水平自20M5触底，为19年同期49.39%，**截至22M9，整体恢复至19年9成水平
- 1）快餐受打击最小，最先恢复，20M4触底，为19年同期73%，随后在20M12率先完成101%的恢复；
- 2）咖啡、美食广场和其他餐饮场所恢复力度其次，自20M4触底，为19年同期55%，22M5实现首次完全恢复，22M9为19年同期96%；
- 3）正餐受影响较大，20M4触底，为19年同期29.53%，21M6因为政策收紧，再次触底，回到19年同期36.83%，22M9恢复至19年同期83%；
- 4）食品供应商受影响最大，恢复时间最长，20M9才触底，水平为19年同期21.82%，22M9恢复至19年同期65%。

图表：新加坡餐饮类指数情况



图表：新加坡餐饮恢复情况

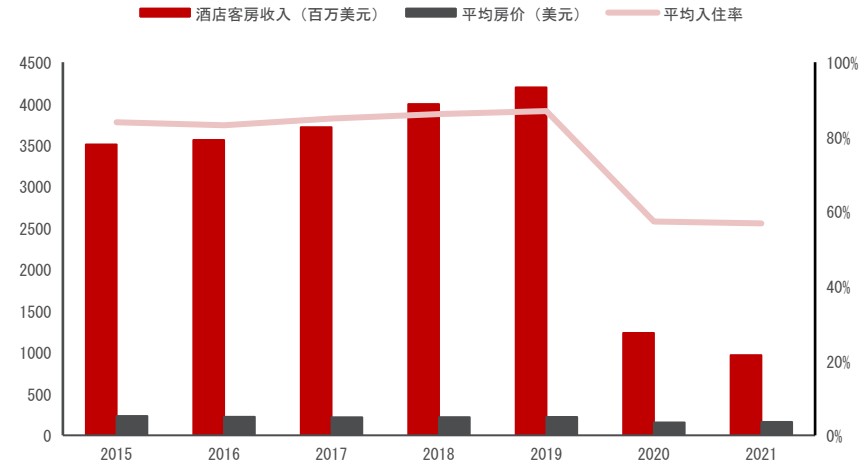


资料来源：新加坡国家统计局，民生证券研究院

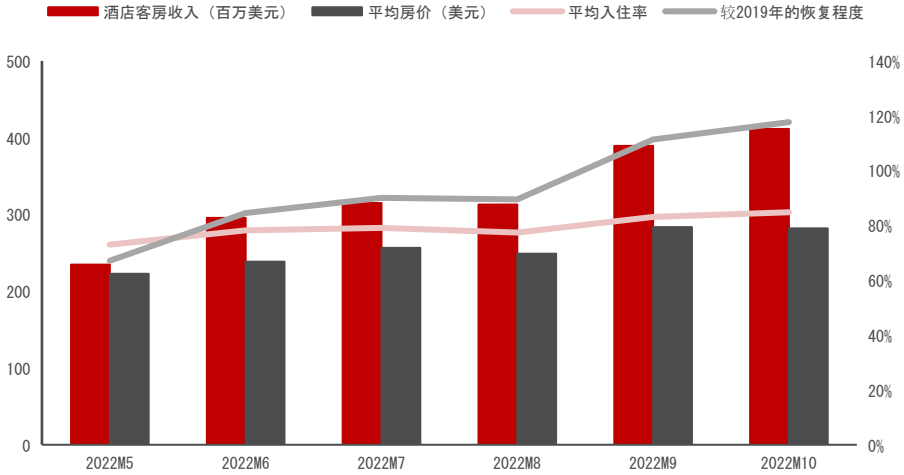
2.1.2 酒店-新加坡：截至2022M10，酒店客房收入已超过2019年平均水平

- 2020酒店客房收入/客房单价/入住率有所下降，分别为1234.01百万美元/154.6美元/57.3%，相较于2019年同比下降70.6%/30%/29.6pcts。
- ✓ 入住率：2022年9月，酒店入住率有所增加，2022M8/2022M9/2022M10分别为77.4%/83.1%/84.8%，分别恢复至2019年平均水平的8.9成/9.5成/9.7成。
- ✓ ADR（平均房价）：2022M8/2022M9/2022M10酒店平均客房单价为248.9/283.5/281.9美元，为2019年平均客房单价水平的112.7%/128.4%/127.7%。
- ✓ 客房收入：截至2022年8月，酒店收入已恢复至2019年9成左右，2022年9月开始，收入水平超过2019年平均水平，2022M9/2022M10收入分别为2019年平均客房收入的111.35%/117.67%。

图表：2015-2021新加坡酒店情况



图表：2022M1-2022M6新加坡酒店恢复情况



资料来源：新加坡国家统计局，民生证券研究院

2.1.2 日本龙头企业表现复盘：逐步放开前，相对收益表现与管控政策关联性强，逐步放开后，相对收益表现与单日确诊数关联性强

- **餐饮行业**：1）在疫情管控阶段，以线下客流为主的餐饮类企业（图中日高屋及以上个股）超额收益整体表现比快餐类企业（日高屋以下个股）更好，但疫情稳定/确诊病例下降时相对收益下滑幅度也更为明显，体现在两类餐饮企业上市场预期的差异；2）在逐步放开阶段，餐饮类企业相对收益表现与确诊病例数有一定关联性，但受确诊病例数的影响幅度相对于其他行业更小。
- **酒店和景区行业**：逐步放开后的第二次确诊病例下行阶段，酒店和景区行业超额收益明显，且后续确诊病例再次上升阶段回调幅度较小，显示管制放开、确诊病例下降后市场对酒店及景区业务经营向好的高预期。
- **旅行社行业**：各阶段相对收益表现最为明显，体现行业与疫情表现的紧密关联性。

图表：日本疫情各阶段餐饮/酒店/景区/旅行社营业收入较2019年同期恢复程度

细分行业	标的名称	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022
餐饮	Skylark控股	-7.6%	-44.1%	-23.8%	-16.9%	-30.9%	-34.0%	-35.7%	-16.8%	-28.5%	-20.5%	-17.9%
	萨莉亚（saizeriya）	-4.3%	-47.5%	-29.3%	-13.8%	-19.3%	-19.2%	-23.5%	-10.8%	-5.4%	-5.1%	-9.4%
	Komeda	-0.4%	-19.9%	-4.8%	-0.7%	-5.6%	-11.5%	-2.6%	-5.7%	-7.7%	-21.5%	-15.1%
	FOODS&LIFECOMPANIES	-9.3%	-13.8%	-1.9%	-6.8%	-24.1%	-21.7%	-16.5%	-28.5%	-23.1%	-15.5%	-30.2%
	CREATE RESTAURANT	-22.2%	-63.0%	-36.0%	-31.3%	-43.1%	-44.5%	-46.9%	-41.0%	-27.3%	-17.9%	-10.8%
	ATOM	-11.4%	-51.6%	-33.3%	-22.6%	-40.8%	-45.8%	-45.3%	-24.4%	-40.8%	-33.1%	-35.5%
	吉祥屋	-2.9%	-19.0%	-13.0%	-9.1%	-11.8%	-13.3%	-15.7%	-11.8%	-6.9%	-11.5%	-10.3%
	KURA SUSHI	-7.2%	-10.5%	-9.2%	-1.0%	-16.0%	-8.7%	-5.3%	-4.2%	-38.6%	-30.3%	-33.0%
	王将	-6.4%	-13.0%	-3.3%	-0.1%	-1.2%	-3.1%	-6.8%	-4.4%	-8.3%	-8.5%	-3.7%
	Royal	-17.3%	-65.7%	-45.3%	-35.1%	-43.8%	-45.7%	-47.0%	-29.3%	-31.8%	-25.6%	-25.1%
	MONOGATARI	-4.9%	-41.8%	-5.2%	-3.7%	-0.9%	-6.5%	-0.5%	-26.2%	-19.2%	-29.7%	-38.6%
	日高屋	-3.1%	-39.5%	-26.7%	-16.3%	-34.9%	-44.5%	-47.5%	-31.2%	-24.4%	-20.1%	-12.9%
	富士纳思	-4.0%	-13.3%	-7.7%	-0.5%	-7.3%	-5.8%	-6.7%	-2.9%	-5.9%	-4.0%	-2.8%
	摩斯食品	-5.6%	-0.6%	-2.4%	-1.4%	-14.8%	-15.6%	-10.1%	-15.0%	-20.9%	-20.2%	-22.1%
	东利家控股	-3.0%	-30.4%	-11.3%	-4.9%	-6.1%	-4.8%	-3.9%	-2.8%	-0.8%	-11.7%	-18.0%
	COLOWIDE	-9.0%	-48.4%	-30.5%	-12.4%	-29.5%	-33.4%	-35.9%	-14.0%	-24.8%	-13.2%	-12.5%
	吉野家（YOSHINOYA）	-7.6%	-24.8%	-12.0%	-15.0%	-17.0%	-31.0%	-30.3%	-25.8%	-23.4%	-23.7%	-23.5%
	芝麻控股	-1.5%	-16.3%	-4.2%	-0.2%	-4.0%	-0.8%	-1.3%	-10.1%	-8.2%	-16.4%	-18.5%
	麦当劳	-4.9%	-1.1%	-1.4%	-3.9%	-10.2%	-11.4%	-16.6%	-12.7%	-22.4%	-24.0%	-25.3%
酒店	RESORTTRUST	-45.0%	-40.4%	-26.9%	-13.2%	-43.3%	-4.9%	-13.0%	-10.0%	-41.2%	-2.5%	-2.6%
	IMPERIAL HOTEL	-21.7%	-77.0%	-49.6%	-49.4%	-62.1%	-59.8%	-49.9%	-41.0%	-51.8%	-34.5%	-29.3%
	GREENS	-26.2%	-75.8%	-56.1%	-40.0%	-46.7%	-51.8%	-36.8%	-16.8%	-10.9%	-2.7%	-5.4%
	ABHOTEL	-3.7%	-48.3%	-27.7%	-14.6%	-11.6%	-12.2%	-9.7%	-7.4%	-16.5%	-18.7%	-26.7%
	藤田观光	-38.1%	-88.8%	-69.1%	-52.7%	-67.7%	-61.6%	-55.6%	-51.3%	-49.9%	-41.6%	-32.9%
	RESOL	-6.5%	-58.3%	-37.0%	-28.2%	-31.0%	-36.7%	-30.4%	-32.8%	-117.7%	-62.5%	-12.0%
	ROYAL HOTEL	-28.6%	-77.3%	-57.3%	-46.9%	-63.6%	-69.7%	-62.1%	-47.2%	-58.1%	-40.8%	-40.7%
	东海观光	-9.9%	-77.4%	-64.5%	-55.9%	-52.6%	-58.3%	-52.9%	-46.1%	-39.0%	-26.9%	-31.3%
景区	东方地产	-41.1%	-94.9%	-58.6%	-45.0%	-73.4%	-58.7%	-62.7%	-34.6%	-32.2%	-18.6%	-17.2%
	AEON FANTASY	-11.7%	-79.6%	-39.4%	-17.2%	-21.2%	-28.9%	-29.1%	-13.8%	-13.0%	-10.1%	-9.8%
	日本滑雪度假开发	-0.7%	-8.3%	-58.7%	-11.2%	-35.3%	-35.4%	-27.6%	-16.2%	-21.2%	-18.4%	-14.9%
	伊豆仙人草度假村	-7.9%	-79.8%	-25.6%	-38.4%	-42.2%	-39.3%	-42.9%	-24.5%	-12.9%	-0.4%	-3.7%
旅行社	HIS	-6.6%	-24.0%	-71.1%	-87.5%	-80.7%	-84.9%	-88.2%	-87.0%	-82.1%	-81.7%	-83.9%
	近畿日本	-32.5%	-97.0%	-88.1%	-58.3%	-70.7%	-85.4%	-60.7%	-56.4%	-61.9%	-52.3%	-48.3%
	Hankyu Japan	-73.4%	-94.6%	-91.0%	-87.6%	-95.0%	-94.7%	-73.8%	-69.7%	-90.3%	-82.8%	-54.6%
	Tabi.labo	-19.4%	-98.1%	-98.4%	-95.0%	-97.8%	-98.3%	-97.6%	-95.9%	-96.9%	-97.6%	-97.4%

图表：日本疫情各阶段餐饮/酒店/景区/旅行社行业相对收益一览（相对于日经225指数）

细分行业	具体标的	疫情防控期		严格防控期			逐步放开期			
		第一次暴控 2020/4/7-2020/5/25	疫情稳定期 2020/5/25-2021/1/8	长时间暴控 2021/1/8-2021/9/30	疫情稳定期 2021/9/30-2022/1/9	第二波防止 2022/1/9-2022/3/21	确诊病例下降 2022/3/21-2022/6/30	确诊病例上升 2022/6/30-2022/8/20	确诊病例下降 2022/8/20-2022/10/15	确诊病例上升 2022/10/15-2022/11/21
日经225指数区间涨幅		9.45%	32.54%	7.47%	-3.61%	-5.80%	-0.09%	7.93%	-6.36%	2.99%
餐饮	Skylark控股	1.2%	-44.6%	-2.1%	-5.3%	8.7%	3.6%	-11.8%	9.2%	0.3%
	萨莉亚（saizeri	10.5%	-53.8%	-18.5%	-1.0%	1.7%	0.8%	-10.8%	12.4%	3.2%
	Komeda	11.6%	-35.1%	12.3%	-4.5%	6.5%	12.1%	-7.6%	14.6%	-4.9%
	FOODS&LIFECOI	33.1%	18.8%	37.5%	-17.0%	-14.0%	-11.8%	-23.5%	2.6%	7.1%
	CREATE RESTA	26.8%	-64.5%	-0.5%	-24.4%	2.7%	34.5%	-4.7%	-1.2%	4.6%
	ATOM	-0.7%	-39.9%	-15.0%	1.4%	7.5%	0.0%	-8.1%	5.3%	-1.4%
	吉祥屋	16.8%	-39.6%	-18.2%	5.1%	6.6%	0.9%	-7.8%	1.2%	1.2%
	KURA SUSHI	18.8%	-17.8%	31.1%	-3.4%	-11.2%	1.7%	-3.0%	1.8%	6.3%
	王将	3.8%	-46.0%	0.3%	3.1%	6.1%	14.8%	-12.1%	2.8%	-8.1%
	Royal	9.8%	-40.6%	27.0%	-14.6%	15.1%	18.6%	-15.9%	11.8%	0.2%
	MONOGATARI	28.4%	10.6%	29.8%	-17.4%	-4.4%	5.5%	8.5%	8.4%	-1.3%
	日高屋	10.7%	-48.4%	2.3%	0.9%	9.8%	15.7%	-3.6%	-5.2%	0.5%
	富士纳思	-3.1%	-40.1%	17.0%	-3.6%	5.5%	-1.0%	-9.1%	25.9%	10.7%
	摩斯食品	6.9%	-36.5%	4.7%	-2.3%	1.7%	5.7%	-5.4%	3.4%	-1.7%
	东利家控股	9.1%	-33.8%	-10.9%	-12.0%	5.1%	-2.1%	10.3%	6.9%	-9.7%
	COLOWIDE	-1.0%	-41.1%	6.7%	-2.6%	9.6%	7.2%	-6.7%	4.6%	-2.1%
	吉野家（YOSH	2.6%	-54.7%	10.2%	3.2%	8.1%	8.5%	-8.1%	-3.1%	1.8%
	芝麻控股（ZE	2.1%	-18.9%	-2.3%	1.7%	6.9%	18.5%	1.9%	9.9%	-6.5%
	麦当劳	3.7%	-43.6%	-3.3%	1.9%	2.3%	-0.9%	-7.0%	6.7%	1.0%
酒店	RESORTTRUST	18.1%	-25.6%	41.0%	-10.9%	1.9%	4.0%	-9.0%	15.8%	-5.0%
	IMPERIAL HOTE	5.0%	-29.7%	-9.2%	-1.3%	4.2%	0.6%	-7.4%	12.8%	-1.9%
	GREENS	46.2%	-61.2%	12.6%	2.4%	8.9%	7.2%	5.9%	5.9%	-0.8%
	ABHOTEL	31.6%	-54.7%	18.0%	-11.5%	8.9%	1.9%	15.7%	38.0%	-9.2%
	藤田观光	2.7%	-64.4%	100.8%	-14.0%	10.0%	21.6%	-18.2%	27.2%	-9.8%
	RESOL	-0.4%	-28.3%	0.1%	6.6%	13.0%	2.3%	-8.1%	5.3%	-1.4%
	ROYAL HOTEL	1.9%	-45.8%	1.0%	-7.2%	8.5%	1.7%	-10.2%	30.7%	-9.7%
	东海观光	0.1%	-32.8%	-3.1%	-4.7%	10.3%	0.1%	-16.6%	20.6%	-7.2%
景区	东方地产	0.5%	-31.1%	5.0%	5.6%	31.2%	-18.3%	1.4%	3.0%	-4.7%
	AEON FANTAS	24.5%	-10.0%	-15.6%	-10.7%	11.2%	37.2%	13.2%	13.6%	-20.1%
	日本滑雪度假开	-3.7%	-57.0%	4.4%	-1.8%	6.0%	8.9%	-8.9%	37.4%	-8.1%
	伊豆仙人草度假	27.6%	-46.0%	4.0%	-9.5%	17.6%	-2.8%	2.0%	31.6%	4.2%
旅行社	HIS	37.8%	-58.2%	78.9%	-33.0%	23.5%	-7.8%	-4.4%	9.3%	-12.1%
	近畿日本	38.1%	-55.1%	94.3%	-22.0%	21.3%	-4.3%	3.8%	13.8%	-15.8%
	Hankyu Japan	27.8%	-68.1%	97.8%	-30.2%	39.6%	83.3%	-34.2%	78.1%	-24.3%
	Tabi.labo	37.4%	-79.0%	94.9%	-37.0%	-4.2%	-5.0%	-18.2%	4.3%	-47.1%

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

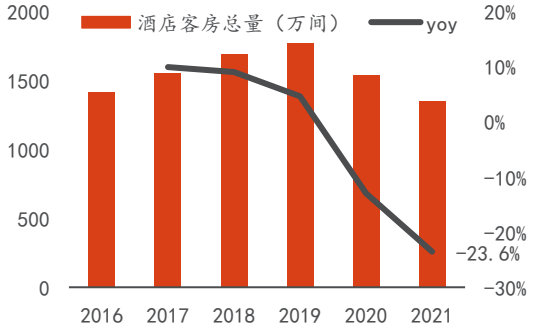
* 请务必阅读最后一页免责声明

2.2 复苏的弹性：供给去化带来的景气度及成长预期差或带来弹性空间

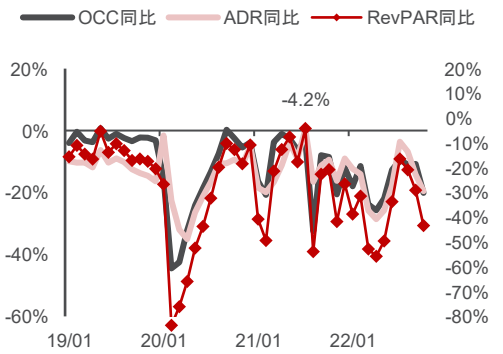
- **供给端出清充分，同时初始投资额和建造周期较长的酒店行业或在疫后迎来一定时长的高景气度。**2021年根据中国饭店业协会数据，酒店总供给较19年去化23.6%，疫情三年带来供给历史性去化。随着放开后需求快速修复，有望迎来供需错配导致的经营高景气。

- **疫情前部分连锁餐饮业态有望重启扩张。**面对疫情期间的经营压力，部分连锁餐饮业态经营显著承压、放慢了扩张的步伐，进行战略收缩；后续随着外部环境改善，看好重启扩张。过去门店模型标准化程度较高/穿透性强的业态等值得关注。看好23年Q1季度在经营初步回暖后，海伦司、呷哺呷哺等公司有望上调扩张指引，重回增长通道。从开店预期差的角度而言，疫情受损较大的餐饮龙头后续弹性或较大。

图：2021年全国酒店房间数量同比2019年下降23.6%



图：国内酒店经营数据显著承压，提升空间较大



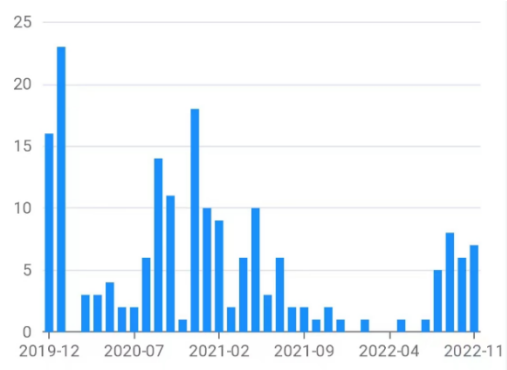
图：乐乐茶在采访中表述的扩张战略较激进



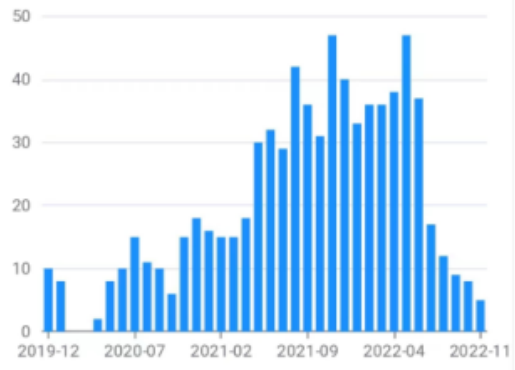
2021年战略收缩：关闭西南、华南、西北等区域门店，聚焦华东市场

2023年重启扩张：计划在 2023 年开到 500 家店（截至22年11月底共153家）

图：呷哺呷哺门店22年下半年后开业数略有回升



图：海伦司开业数仍显著承压



资料来源：窄门餐眼、盈蝶咨询、STR、晚点LatePost等，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.3 政策的方向或成为后疫情时代的重要增量

- **2020年下半年境内疫情得到控制后，政府发力拉动内需，持续稳就业、促消费政策出台助推行业复苏，并带来新增量。**多项政策组合拳驱动下，免税、直播带货、社区团购、免税政策、地摊经济、新消费、新国货等相继成为2020年下半年至2021年上半年消费赛道的新概念。

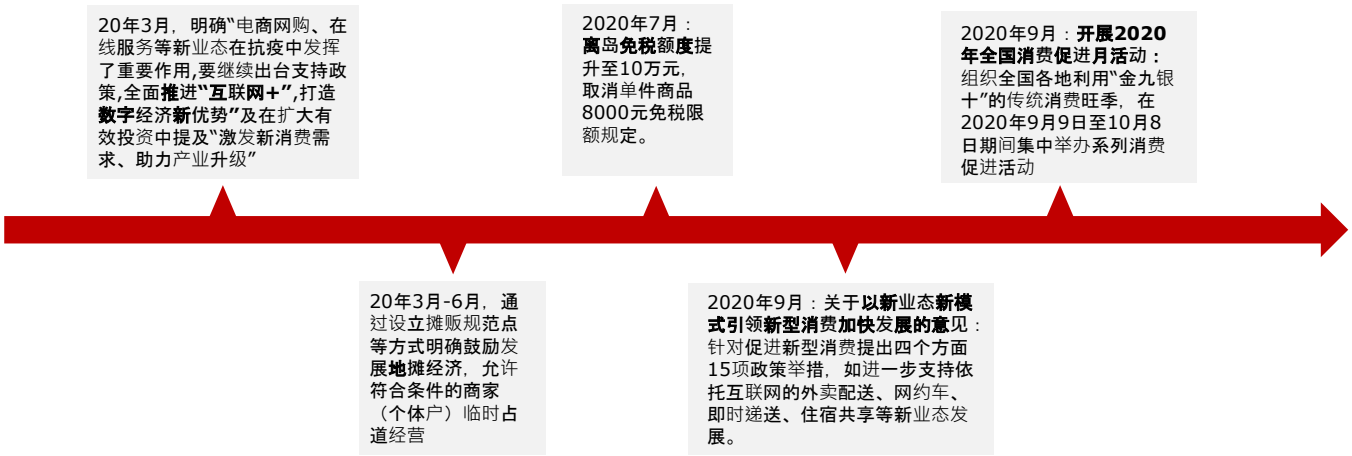
- **防疫政策转向后政策方向明确，已有预制菜、人服等相关产业政策框架推出，看好明年政策方向构成板块新的增量来源。**从施政方向角度看，产业链条较长、涉及就业人口较多的餐饮及餐饮供应链、文旅等赛道或可期待减费降税、金融扶持等供给端政策，及消费券等消费端政策，乃至更加明确的产业规划等政策出台，带动行业预期回暖；免税板块的市内店政策亦可期待。

图：当前人服板块、预制菜板块迎政策利好

人服板块：2022年12月20日人力资源社会保障部近日印发《关于实施人力资源服务业创新发展行动计划（2023-2025年）的通知》，指导各地深化人力资源服务供给侧结构性改革，培育壮大市场化就业和人才服务力量，为全面建设社会主义现代化国家提供有力支撑。

预制菜板块：目前，在广东、山东、河南、福建等地，已有省级层面预制菜产业相关政策意见陆续出台。以山东省政策为例，《意见》指出，到2025年，山东省将培育10家以上百亿级预制菜领军企业，建设具有山东特色的预制菜产业园30个。支持符合条件的预制菜企业上市挂牌融资、发行债券，对在境内外资本市场上市挂牌的企业，给予最高200万元的一次性奖补。到2025年，培育10家以上百亿级预制菜领军企业。

图：2020年疫情后多管齐下拉动消费



资料来源：各政府部门官网，民生证券研究院
* 请务必阅读最后一页免责声明

2.4 新供给的方向：差异化供给“新业态”与龙头引领的供给“新格局”



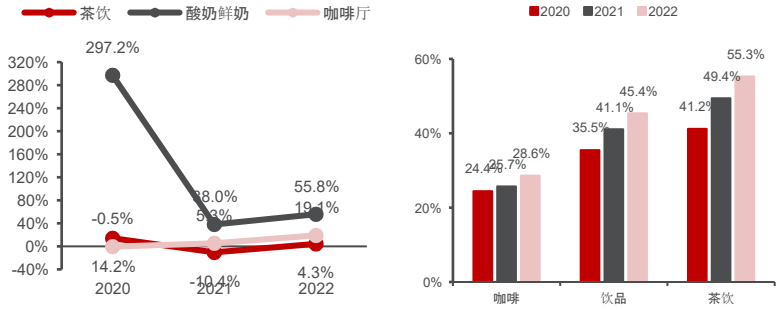
2.4 社会服务行业是供给侧改革的重要方向

- **党的二十大报告提出，“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”：**其中提及供给侧改革的重要方向，一是在对外依赖度高、短期难以有外部替代来源，可能会出现断供断链的领域，要加快补短板。二是在有需求但未得到有效满足的领域，如优质品牌商品，育幼养老、健康文化等高品质、多样化生活性服务业，研发设计、会计审计等高端生产性服务业，绿色生态产品等，要深化改革扩大开放，尽快优化供给结构。三是适应新一轮科技革命和产业变革大趋势，推动新产业、新技术、新产品、新业态发展，以新供给创造新需求，形成经济发展不竭动力。

- **总体上看，我国服务业发展程度、龙头公司规模距发达国家差距明显。**从板块总市值来看，美股消费服务总市值规模在18530亿美元，我国社会服务行业总市值规模为5306亿元人民币，不足美国的二十分之一，尽管其中存在板块划分的问题，如美股消费者服务包括博彩等大市值赛道，但总体上看两者的差距主要还是对应市场的集中度及赛道龙头公司的规模差距上。

- **疫情致线下服务消费行业洗牌为新业态涌现、龙头整合创造条件。**以酒店/茶饮业态为例，酒店行业截至2021年底客房数较19年同期下降23.6%、茶饮业21年门店数下降10%，均存在一定的供给出清，同时行业亦加速整合，连锁化率不断提高。

图：茶饮及咖啡品类门店增速（左）及连锁化率（右）



图：美股不同板块市值及占比

美股所有板块	总市值（十亿美元）	占比%
商业服务	1559	2.9%
通讯	921	1.7%
耐用消费品	1269	2.3%
非耐用消费品	2999	5.5%
消费者服务	1853	3.4%
配送服务	473	0.9%
电子科技	6624	12.1%
能源矿产	2771	5.1%
金融	9279	17.0%
健康服务	1127	2.1%
健康科技	5884	10.8%
工业服务	771	1.4%
非能源矿业	1031	1.9%
加工制造业	1116	2.0%
制造业	1821	3.3%
零售业	3507	6.4%
科技服务	8434	15.5%
运输	1138	2.1%
公用事业	1745	3.2%
其他	220	0.4%
Total	54542	100.0%

图：中国A股不同板块（申万-2021）市值及占比

板块	总市值（亿元）	市值占比
农林牧渔	15,179	1.8%
基础化工	36,298	4.3%
钢铁	8,801	1.0%
有色金属	26,428	3.1%
电子	57,490	6.8%
汽车	32,075	3.8%
家用电器	15,145	1.8%
食品饮料	61,722	7.3%
纺织服饰	6,239	0.7%
轻工制造	9,692	1.1%
医药生物	71,216	8.4%
公用事业	27,705	3.3%
交通运输	30,214	3.6%
房地产	15,547	1.8%
商贸零售	12,379	1.5%
社会服务	5,306	0.6%
银行	87,639	10.3%
非银金融	53,608	6.3%
综合	1,480	0.2%
建筑材料	9,814	1.2%
建筑装饰	17,055	2.0%
电力设备	69,381	8.2%
机械设备	35,030	4.1%
国防军工	20,813	2.5%
计算机	32,517	3.8%
传媒	12,065	1.4%
通信	24,180	2.9%
煤炭	15,223	1.8%
石油石化	26,479	3.1%
环保	6,785	0.8%
美容护理	4,714	0.6%
加总	848,220	

资料来源：wind，美团美食&咖门，民生证券研究院
* 请务必阅读最后一页免责声明

2.4 社服新业态的成长：新供给有望催生新需求，产生高成长赛道

- **复杂服务供给端趋于成熟，龙头企业开始发力扩张：**过去如度假酒店、IP主题乐园、宴会酒楼等业态总体上项目标准化程度较低，连锁扩张复制难度较大；近年来服务消费行业一个较为显著的特征为，过去主要由单体、外资主导的复杂服务业态当前已有本土的领军企业开启扩张成长路径，资本化步伐亦大大提速：如君澜度假酒店21/22年维持了每年签约40家以上的“壮举”、海昌海洋公园切入“IP主题乐园赛道”并于大连、深圳等地签下多个项目，同时依托“小小海洋馆”模式发力对外扩张，同庆楼依托成熟的服务流程体系，融合婚庆服务及宴会、大餐饮的酒楼业态稳步扩张等。我们认为其背后的原因主要来自于供给端逐渐成熟，包括数字化基础设施完善、服务流程体系化、团队know-how经验积累、供应链区域完善等。

- **未来仍存在细分赛道的结构性高成长机会可供发掘，新供给有望催生新需求：**消费升级背景下，中高端休闲服务消费趋于多元化、细分化，新供给的形成将催化/形塑新需求，产生新的高成长赛道。疫情致线上场景洗牌亦为新业态获得更低租金、更优势点位创造条件。

图：IP主题乐园、度假酒店、婚庆宴会酒店龙头公司开始加速扩张







图：诸多细分需求场景仍有机会形成高成长赛道



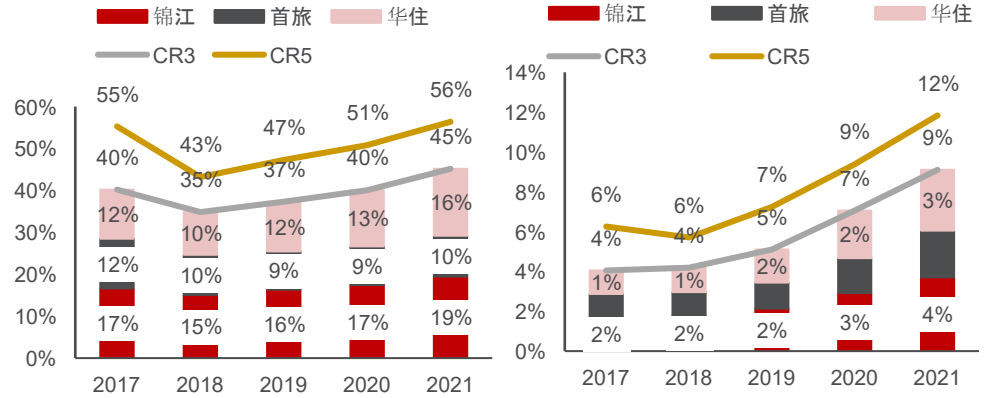


2.4 龙头引领的供给新格局在后疫情时代有望进一步巩固

疫情冲击下，酒店、茶饮、咖啡等社服赛道呈现出明显的龙头集中趋势，市场格局进一步巩固，龙头个股壁垒强化，估值有望进一步提振（意味着远期确定性更强或市场份额更高）。

- **疫情对服务业态经营造成影响，但是龙头企业的中后台、供应链、数字化等壁垒仍在不断沉淀，部分龙头企业在疫情期间能够将重心转向“内功”修炼，进一步夯实壁垒。**如锦江2020年5月发力整合旗下三大子公司，成立大中国区，形成“一中心、三平台”的架构，平台能力进一步强化。
- **疫情下诸多休闲服务业态进入闭店周期，但与此同时部分赛道龙头企业在行业下行期逆势扩张，进一步扩大规模优势。**酒店龙头锦江、华住、首旅，茶饮龙头蜜雪冰城，连锁咖啡龙头瑞幸等，在疫情期间均展现了较强的逆势扩张能力，市占率进一步提高。
- **疫情期间诸多单体、中小连锁企业现金流更加困难，为连锁企业龙头提供了收购整合的空间。**如喜茶收购王柠柠檬茶、野萃山、苏阁鲜果茶，奈雪收购乐乐茶，新茶饮品牌茶乙己等，均体现了线下消费服务行业依托收购加速整合的发展趋势。

图：21年底国内连锁酒店业CR3/CR5分别为45%/56%，整体市场CR3/CR5分别为9%/12%



图：喜茶/奈雪的茶两大茶饮龙头均开启了收购整合路径



资料来源：公开数据来源，盈蝶咨询，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明



3.社服行业各子板块观点

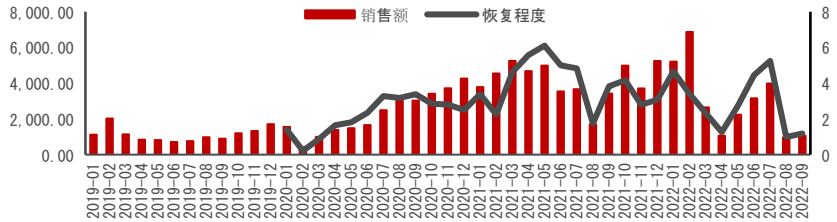


3.1 免税：客流快速修复驱动离岛免税成长，市内免税政策有望加速落地

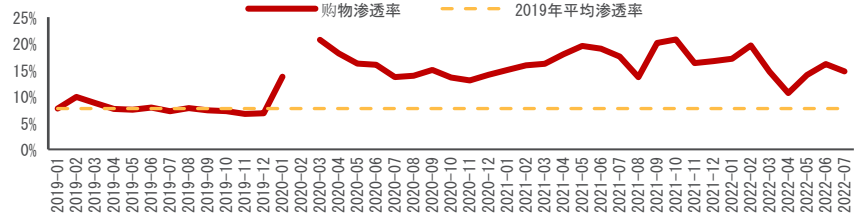
3.1 离岛免税回顾：海南客流震荡承压，渗透率&客单提升驱动离岛免税成长

- **过去两年海南客流在疫情多点散发下呈现震荡承压态势,整体客流处于历史低位。**从海南月度接待游客人数来看，2020年为疫情冲击元年，海南省客流为2019年同期77.63%；2021年全年疫情较为可控，客流恢复至2019年同期97%；2022M4海南客流受多地防疫影响只恢复到2019年同期57.56%分位，后随多地解封客流逐步修复，截至7月已恢复至2019年同期92%，8月因海南省疫情散发，客流进一步承压，8/9/10月客流各为2019年同期26.64%/31.14%/48.23%。
- **销售额增长主要由渗透率&客单价提升驱动。1）渗透率：**2019年购物渗透率为7.7%，2020年离岛免税政策出台后渗透率显著提升，2020/2021年渗透率分别为15.28%/17.39%，2021年渗透率提升近10pcts；**2）客单价：**22M1-M9离岛免税销售额合计271.61亿元，同比2019年增长193.16%；同期离岛免税购物人次合计为335.87万人，同比增25.33%；同期离岛免税平均客单价为7723.8元，同比增128.48%。通过测算，2022年前九月的离岛免税销售增长部分约8.5成增长由客单价提升驱动。

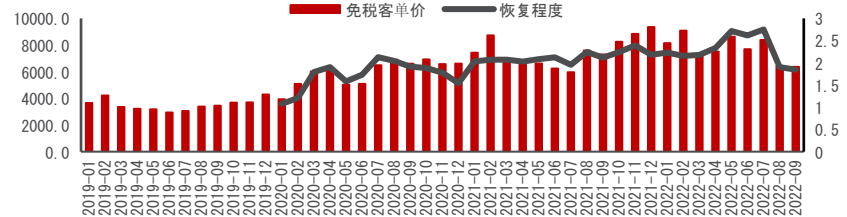
图表：离岛免税购物金额及恢复情况（单位：百万元）



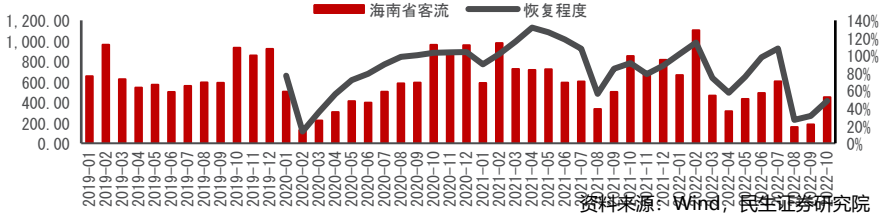
图表：离岛免税购物渗透率【实际购物人次/（三亚过夜人次+海口过夜人次）



图表：离岛免税客单价及恢复情况（单位：元）



图表：海南省月度接待游客人数（单位：万人次）

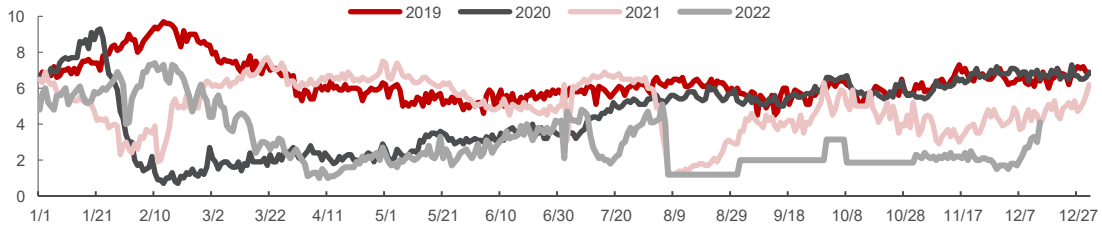


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 离岛免税经营展望：短看客流复苏，长看扩内需下消费回流

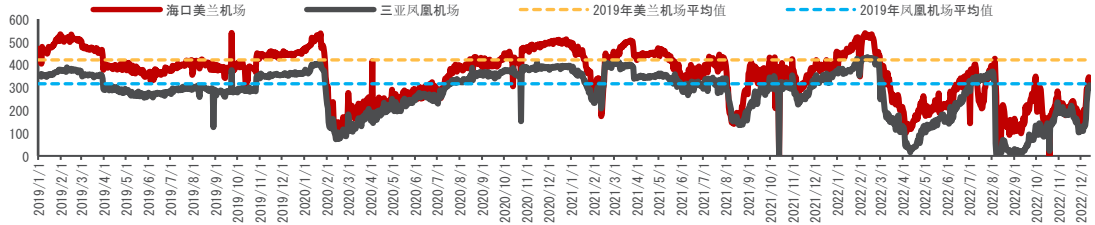
- **短看客流复苏：新十条落地+入琼政策调整下，海南客流迅速恢复，有望迎来春节旺季。**从旅客数量来看，自12月5日入琼政策调整，美兰机场日运送旅客数量明显增加，12月6日/7日/8日分别为1.7万/2万/2.3万。截至2022年12月14日，美兰机场旅客日运输量已达4.1万人次，已恢复2019年同期运输量的6.4成。从航班数量看，三亚凤凰国际机场执行航班数量有所增加。12月7日/8日/9日执行航班数量分别为133/161/234架，8日和9日航班数量环比增长21%和45%，截至2022年12月14日，三亚凤凰国际机场航班日执行数为298架，恢复至2019年同期水平的8.3成。
- 2015-2019年购物人次CAGR为23%，客流复苏下，我们假设2021-2025年购物人次CAGR为20%，以2022年前九月平均客单价7723元为不变价，则2025年离岛免税销售额有望达到1075亿元。

图表：2019-2022年海口美兰机场客流情况（单位：万人）



资料来源：海口美兰机场官网及官方微博，民生证券研究院

图表：三亚凤凰机场执行航班数量（单位：架）



资料来源：飞常准，民生证券研究院

图表：12月以来海南客流数据、美兰机场

各地至三亚机票订票增长率（2022.12.6）

	机票订单较昨日增长率
长春-三亚	1050%
深圳-三亚	650%
北京-三亚	540%

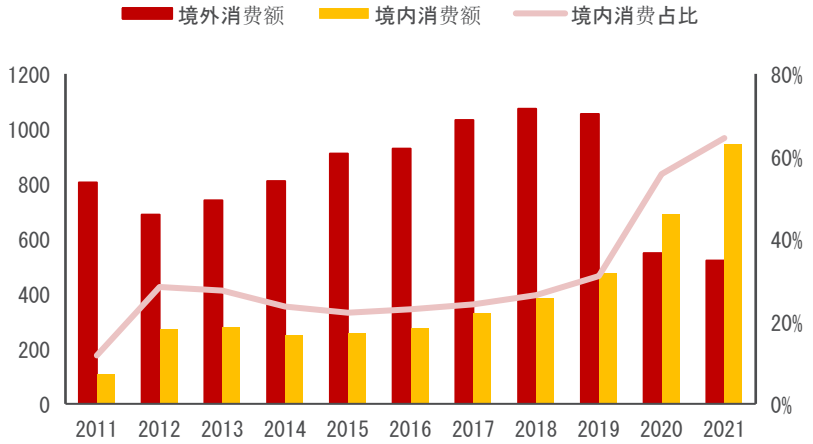
成都、武汉、昆明、南京等地到三亚机票订单量涨幅均超100%

资料来源：海广网，民生证券研究院

3.1 离岛免税经营展望：短看客流复苏，长看扩内需下消费回流

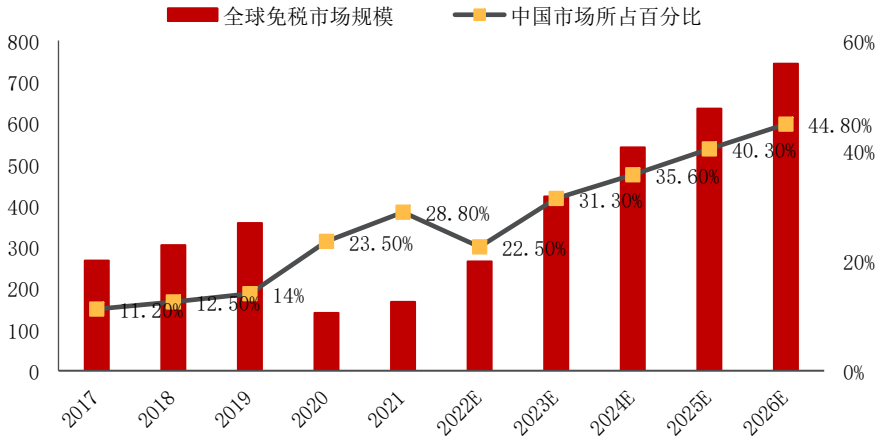
- **长看消费回流：消费回流潜在空间大，离岛免税培育消费习惯，叠加供给优化扩容进一步吸引消费回流。**
- **疫情叠加海南离岛免税政策红利加速消费回流，培育消费习惯。**从中国人境内外奢侈品消费情况来看，疫情以前，奢侈品以境外消费为主导，但境内消费占比逐步提升，从2011年的11.73%提升至30.98%。2020年全球疫情下，中国抓住机会出台离岛免税重磅政策放宽消费额度极大推动了消费回流，在离岛免税带动下，中国境内奢侈品消费占比提升至64%。
- **扩内需政策落地，将进一步深化海南国际旅游消费中心建设引导消费回流。**《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》提出：更好满足中高端消费品消费需求，促进免税业健康有序发展，促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设。我们认为，未来国内有望通过优化海南免税供给，吸引消费回流，进一步带动离岛免税成长。

图表：中国人境内境外奢侈品消费情况（单位：亿美元）



资料来源：要客研究院，民生证券研究院

图表：疫情期间依托离岛免税，中国免税市场快速扩容（单位：亿美元）



资料来源：中国中免港股招股说明书，民生证券研究院

3.1 离岛免税经营展望：短看客流复苏，长看扩内需下消费回流

- **离岛免税政策松绑，免税持牌主体由2家增加到7家。**2020年6月底《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》明确表示：具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。2020年7月，海南提出按照招标等市场化竞争方式确定选择并确定新增加的海南离岛免税购物经营主体。截至2022年12月，海南离岛免税参与主体已从2019年的中免和海免两家主体扩充到“中免、海免、海旅投、深圳免税、中出服、海控免税以及王府井”等七家主体。
- **离岛免税经营面积持续扩容，品类持续扩充，进一步引导消费回流。**截至2022年离岛免税经营面积已经由2019年的10万平米增加到50万平方米，预计2023年若王府井万宁免税城以及三亚国际免税城1期2号地落成后，经营面积将增加到70万平米，免税品类有望进一步扩充，带动客单价提升。

图表：免税持牌主体一览

运营商	背景	经营门店	离岛免税店	口岸免税店	市内免税店
中免	实控人为国务院国资委	三亚国际免税城、海口国际免税城、三亚凤凰机场等	✓	✓	✓
日上免税行	中免控股51%	上海浦东、虹桥机场、北京首都机场等		✓	
海免公司	中免控股51%	海口日月湾等	✓		
海控免税	海南国资背景，海发控持股100%	海口海控全球精品免税城	✓		
海南旅投	海南省属国有独资企业	三亚海旅免税城	✓		
深圳免税	国有独资企业，深圳国资委为实控人	海口观澜湖免税店	✓	✓	
珠海免税	国企，珠海国资委为实控人	关外免税店、拱北口岸免税店等		✓	
中国出国人员服务有限公司	央企，中医药集团总公司全资子公司	中服三亚购物园店	✓	✓	✓
中侨免税	港中旅旗下单位	市内免税店位于哈尔滨			✓
王府井	北京市国资委为实控人	万宁免税城	✓	✓	✓

资料来源：投资海口网，民生证券研究院整理

图表：海南离岛免税门店持续扩容

2019年

总面积：**10万平米**

中免：
1、三亚国际免税城1期；

海免：
1、海口日月广场免税店
2、海口美兰机场免税店-T1航站楼
3、琼海博鳌免税店

2022年

总面积：**50万+平方米**

中免：
1、三亚国际免税城1期、2期；
2、海口国际免税城；
3、三亚凤凰机场；

海免：
1、海口日月广场免税店
2、海口美兰机场免税店-T1、T2航站楼
3、琼海博鳌免税店

海控免税

海旅投：三亚海旅免税城；

深圳免税：
1、海口观澜湖免税店；

中出服：
1、中服三亚购物公园；

2023年

总面积：**70万平方米**

中免：
1、三亚国际免税城1期、2期；
2、海口国际免税城；
3、三亚凤凰机场；
4、三亚国际免税城1期2号地

海免：
1、海口日月广场免税店
2、海口美兰机场免税店-T1、T2航站楼
3、琼海博鳌免税店

海控免税

海旅投：三亚海旅免税城；

深圳免税：
1、海口观澜湖免税店；

中出服：
1、中服三亚购物公园；

王府井：
1、万宁国际免税城

资料来源：海广网，百度百科，三亚新闻网，北国网，海口日报，民生证券研究院整理

3.1 离岛免税经营展望：短看客流复苏，长看扩内需下消费回流

- 根据我们测算，2025/2030/2035年单向客流分别为4200/6450/8900万人次，其中2030年航运单项客流为5200万人次，轮渡为1250万人次，假设机场渗透率为31%，客单价为9500元，轮渡渗透率为14%，客单价为3500元，则2030年离岛免税市场空间预计为1592亿元。

图表：2025年离岛免税客流情况

机场及港口	2019年吞吐量（万人次）	2019年吞吐量占比	扩产说明	2025年（万人次）	2030年（万人次）	2035年（万人次）
海口机场	2422	40.29%	2021年底二期投入使用，预计1期+2期成熟时4500万人次，后续看三期规划	3500	4500	6000
三亚机场	2016	33.54%	凤凰机场T3航站楼以及三亚新机场，预计新机场2025年投入使用，新机场2035年运力为5600万人次	2700（假设凤凰T3扩建）	5600（考虑新机场）	8300
博鳌机场	56	0.93%	三期扩建预计于2024年底完成	200	300	500
海南港口	1517	25.24%	长期新海港、南港的扩建将贡献1346万人次	2000	2500	3000
合计	6011	100.00%		8400	12900	17800

资料来源：南海网，南海都市报，海南日报客户端，海南发布，民生证券研究院测算

图表：2025年离岛免税机场/轮渡市场规模

离岛机场免税规模		客单价								
		7000	7500	8000	8500	9000	9500	10000	10500	11000
转化率	25%	910	975	1,040	1,105	1,170	1,235	1,300	1,365	1,430
	28%	1,019	1,092	1,165	1,238	1,310	1,383	1,456	1,529	1,602
	31%	1,128	1,209	1,290	1,370	1,451	1,531	1,612	1,693	1,773
	34%	1,238	1,326	1,414	1,503	1,591	1,680	1,768	1,856	1,945
	37%	1,347	1,443	1,539	1,635	1,732	1,828	1,924	2,020	2,116
	40%	1,456	1,560	1,664	1,768	1,872	1,976	2,080	2,184	2,288
	43%	1,565	1,677	1,789	1,901	2,012	2,124	2,236	2,348	2,460
	46%	1,674	1,794	1,914	2,033	2,153	2,272	2,392	2,512	2,631
	49%	1,784	1,911	2,038	2,166	2,293	2,421	2,548	2,675	2,803
	52%	1,893	2,028	2,163	2,298	2,434	2,569	2,704	2,839	2,974

离岛轮渡免税规模		客单价								
		2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000
转化率	8%	20	25	30	35	40	45	50	55	60
	11%	28	34	41	48	55	62	69	76	83
	14%	35	44	53	61	70	79	88	96	105
	17%	43	53	64	74	85	96	106	117	128
	20%	50	63	75	88	100	113	125	138	150
	23%	58	72	86	101	115	129	144	158	173
	26%	65	81	98	114	130	146	163	179	195
	29%	73	91	109	127	145	163	181	199	218
	32%	80	100	120	140	160	180	200	220	240

资料来源：民生证券研究院测算

3.1 市内免税：2023年免税政策有望加速落地，建设一批中国特色市内免税店

- **目前，我国有两种市内免税政策：回国补购型市内免税店和出境市内免税店**
- **1）国人市内免税店**：前者主要服务于180天内有出入境记录的中国公民，消费者仅有5000元免税额度，可在现场购买提货。
- **2）离境市内免税店**：后者针对离境外国游客，没有额度限制，但需在机场保税区提货。
- **从政策来看**，2020年3月国家发改委发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。**近两年各地加快市内免税店开业筹备，在出入境政策有望持续优化的背景下，我们预期明年市内免税政策有望加速推出。**

图表：2020年以来国内离岛免税政策

日期	政策	主要内容
2020.3.13	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见	**完善市内免税店政策**，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2021.6.3	浙江省国内贸易发展“十四五”规划和浙江省自由贸易发展“十四五”规划	引进国外消费品牌，扩大优质消费品进口，打造进口商品世界超市；建设免税店、免税购物街区，优化退税流程；进一步集聚长三角、中西部和全球消费资源，吸引外来消费，培育具有全球影响力的国际消费中心城市，打造国内大循环战略支点。
2021.10.23	陕西省商务发展“十四五”规划	加快**西安市内免税店**开业，对标韩国、日本等国市内免税店发展经验实施高标准经营，设置国际品牌商品、陕西特色商品等多元商品陈设柜台，推动市内购买与机场提货等购物流程衔接。增加离境退税商店密度，优化离境退税流程与服务。
2021.10.27	成渝地区双城经济圈建设规划纲要	支持符合条件的地区建设**市内免税店**、口岸免税店、离境提货点。优化离境退税服务，促进国际消费便利化。
2021.12.1	山西省“十四五”“一带一路”开放型经济发展及对外开放新高地建设规划的通知	积极跟踪国家免税店政策，争取建设**山西特色市内免税店**，提升购物退税服务水平，持续吸引国际游客赴我省旅游消费。
2022.2.28	深圳市关于加快建设国际消费中心城市的若干措施	将争取国家政策支持，推动建设具有**深圳特色的市内免税店**，引导境外消费回流。

资料来源：财政部，商务海关总署，国家税务局，民生证券研究院整理

3.1 市内免税空间敏感性测算

民生证券 MINSHENG SECURITIES

图表：市内免税空间敏感性测算（单位：亿元）

2019年中国内地居民出入境3.5亿人次，额度为5000元		渗透率								
内地居民出境人数（万人）	客单价（元）	1%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
17500	2000	35	175	350	525	700	875	1050	1225	1400
	3000	52.5	262.5	525	787.5	1050	1312.5	1575	1837.5	2100
	4000	70	350	700	1050	1400	1750	2100	2450	2800
	5000	87.5	437.5	875	1312.5	1750	2187.5	2625	3062.5	3500
	6000	105	525	1050	1575	2100	2625	3150	3675	4200
	7000	122.5	612.5	1225	1837.5	2450	3062.5	3675	4287.5	4900
	8000	140	700	1400	2100	2800	3500	4200	4900	5600
	9000	157.5	787.5	1575	2362.5	3150	3937.5	4725	5512.5	6300
	10000	175	875	1750	2625	3500	4375	5250	6125	7000
	11000	192.5	962.5	1925	2887.5	3850	4812.5	5775	6737.5	7700
18000	2000	36	180	360	540	720	900	1080	1260	1440
	3000	54	270	540	810	1080	1350	1620	1890	2160
	4000	72	360	720	1080	1440	1800	2160	2520	2880
	5000	90	450	900	1350	1800	2250	2700	3150	3600
	6000	108	540	1080	1620	2160	2700	3240	3780	4320
	7000	126	630	1260	1890	2520	3150	3780	4410	5040
	8000	144	720	1440	2160	2880	3600	4320	5040	5760
	9000	162	810	1620	2430	3240	4050	4860	5670	6480
	10000	180	900	1800	2700	3600	4500	5400	6300	7200
	11000	198	990	1980	2970	3960	4950	5940	6930	7920
18500	2000	37	185	370	555	740	925	1110	1295	1480
	3000	55.5	277.5	555	832.5	1110	1387.5	1665	1942.5	2220
	4000	74	370	740	1110	1480	1850	2220	2590	2960
	5000	92.5	462.5	925	1387.5	1850	2312.5	2775	3237.5	3700
	6000	111	555	1110	1665	2220	2775	3330	3885	4440
	7000	129.5	647.5	1295	1942.5	2590	3237.5	3885	4532.5	5180
	8000	148	740	1480	2220	2960	3700	4440	5180	5920
	9000	166.5	832.5	1665	2497.5	3330	4162.5	4995	5827.5	6660
	10000	185	925	1850	2775	3700	4625	5550	6475	7400
	11000	203.5	1017.5	2035	3052.5	4070	5087.5	6105	7122.5	8140

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

3.1 中国中免业绩敏感性分析

归母净利润测算（单位：亿元）		离岛游客人次（单位：万人）								
		2,390	2,400	2,410	2,420	2,430	2,440	2,450	2,460	2,470
海棠湾毛利率	21%	116	116	117	117	118	118	118	119	119
	22%	120	121	121	122	122	123	123	124	124
	23%	125	126	126	127	127	128	128	128	129
	24%	130	130	131	131	132	132	133	133	134
	25%	134	135	135	136	**136**	137	138	138	139
	26%	139	140	140	141	141	142	142	143	143
	27%	144	144	145	145	146	147	147	148	148
	28%	148	149	149	150	151	151	152	152	153
	29%	153	154	154	155	155	156	157	157	158
	30%	158	158	159	160	160	161	161	162	163

对应PE-2023年		离岛游客人次（单位：万人）								
		2,390	2,400	2,410	2,420	2,430	2,440	2,450	2,460	2,470
海棠湾毛利率	21%	39.1	39.0	38.8	38.7	38.5	38.4	38.2	38.1	37.9
	22%	37.6	37.4	37.3	37.2	37.0	36.9	36.7	36.6	36.5
	23%	36.2	36.1	35.9	35.8	35.6	35.5	35.4	35.2	35.1
	24%	34.9	34.8	34.6	34.5	34.4	34.2	34.1	34.0	33.8
	25%	33.7	33.6	33.4	33.3	**33.2**	33.0	32.9	32.8	32.7
	26%	32.6	32.4	32.3	32.2	32.1	31.9	31.8	31.7	31.6
	27%	32.6	32.4	32.3	32.2	32.1	31.9	31.8	31.7	31.6
	28%	31.5	31.4	31.3	31.1	31.0	30.9	30.8	30.7	30.5
	29%	30.5	30.4	30.3	30.2	30.0	29.9	29.8	29.7	29.6
	30%	29.6	29.5	29.4	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7

资料来源：Wind，民生证券研究院测算
注：其他毛利率与海棠湾毛利率维持一定对应关系

3.1 中国中免：新海港项目顺利落地，多个扩建项目蓄势待发

- **新海港项目如期落地：**在公司高效推进海口国际免税城的工程建设、招商落位、店铺装修及运营筹备工作下，该项目于10月28日顺利开业运营，公司在海南的免税业务布局进一步完善，未来海口国际免税城项目将全面对标三亚海棠湾项目。
- **开业当日，海南11家离岛免税店总销售额超7亿元，创下海南离岛免税店单日销售额历史新高，接近以往历史最高值的2倍。**其中海口国际免税城进店人数超4.4万人次，销售额超6000万元。
- **新项目蓄势待发：1）中免于2021年3月宣布开发建设三亚国际免税城一期2号地，预计明年落地。**该项目旨在建设集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目，通过与三亚国际免税城、三亚海棠湾河心岛项目有机结合，业态互补，打造三亚海棠湾一站式高端旅游消费目的地。**2）2022年10月联手太古里竞拍地块建设度假型零售项目，预计于2024年落成。**该项目致力打造含有税购物商场、酒店等多元化的综合体，用于引进高端有税品牌。**3)公司积极推动三亚凤凰机场免税店二期、三期相关新增免税经营面积的规划、装修及招商、相关权证办理及免税品经营资质审批等工作，预计新增机场免税面积6000平米。**

图表：海口国际免税城和三亚国际免税城一期2号地收入敏感性测算（单位：亿元）

海口/三亚游客人次	渗透率								
	客单价（元）	3%	5%	7%	10%	15%	20%	25%	30%
（海口2019年过夜人次为1717.6万人） 1700万人	7000	36	60	83	119	179	238	298	357
	7500	38	64	89	128	191	255	319	383
	8000	41	68	95	136	204	272	340	408
	8500	43	72	101	145	217	289	361	434
	9000	46	77	107	153	230	306	383	459
	9500	48	81	113	162	242	323	404	485
（三亚2019年过夜人次为2396万人） 2400万人	7000	50.4	84	117.6	168	252	336	420	504
	7500	54	90	126	180	270	360	450	540
	8000	57.6	96	134.4	192	288	384	480	576
	8500	61.2	102	142.8	204	306	408	510	612
	9000	64.8	108	151.2	216	324	432	540	648
	9500	68.4	114	159.6	228	342	456	570	684

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

3.1 王府井：万宁独家免税项目23年元月开业，市内免税亦有想象空间

- **依托万宁首创奥莱，公司首个离岛免税项目2023年1月有望落地。**根据《万宁市第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，2025年万宁市计划达到年接待旅游人次800万人次，我们假设2025年万宁客流达到800万人次，中性假设下客单价为5000元，转化率为14%，则2025年万宁项目收入有望达到56亿元。
- **市内、口岸免税店静待政策催化，想象空间大。**
- **1）机场免税静待出境游业务放开政策催化。**根据《中国商报》，2022年9月公司董事长杜宝祥再次表示，正在加快北京口岸免税店的建设。我们认为，若明年出境游业务放开，公司机场免税店有望加速落地，进一步开拓公司免税渠道。
- **2）市内免税静待国人离境市内免税店政策催化。**公司拥有较多优质的自有物业，且占据核心的商圈，此外，杜宝祥曾表示将在环球影城内开办市内免税店项目。

图表：市内免税空间测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E 保守	2025E 中性	2025E 乐观
过夜人次（万人次）	513.68	251.9	351.84	350	455	591.5	800	800	800
YOY	-	-50.96%	39.67%	-0.52%	30.00%	30.00%	35.25%	35.25%	35.25%
转化率	-	-	-	-	8%	10%	12%	14%	16%
购买人次（万人次）	-	-	-	-	36.4	59.15	96	112	128
客单价（元）	-	-	-	-	4000	4500	5000	5000	5000
免税空间（万元）	-	-	-	-	145600	266175	480000	560000	640000

资料来源：海南省文旅厅，wind，民生证券研究院

图表：公司口岸及市内免税规划相关报道

时间	新闻来源	内容
2020年9月	澎湃新闻	杜宝祥表示，目前公司正在首都国际机场和北京大兴国际机场推动机场免税店落地，具体开店位置在磋商当中。
2020年9月	国务院	支持王府井步行街在营造国际化消费环境和优质营商环境、打造国际化消费区域等方面先行先试。优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2021年5月	北京商报	杜宝祥表示，首都机场的口岸免税店预计会在2021年开出。
2021年9月	北京日报	杜宝祥表示，王府井计划在环球影城筹办市内免税店项目，目前正在等待政府部门审批。
2022年9月	中国商报	杜宝祥表示，王府井正加快推进北京口岸免税店建设，积极做好与机场集团的沟通，做好项目选址及落地工作；同时，积极争取市内免税店政策及项目的推进。

资料来源：澎湃新闻，国务院，北京商报，北京日报，中国商报，民生证券研究院测算

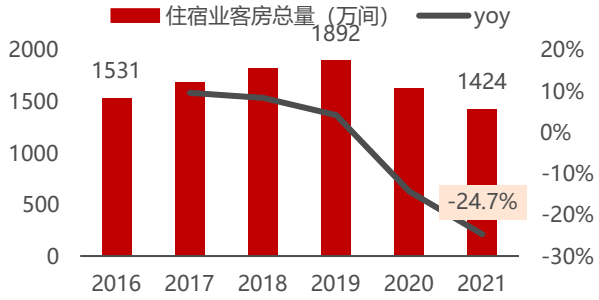


3.2 酒店：关注RevPAR弹性及收并购带来的增量空间

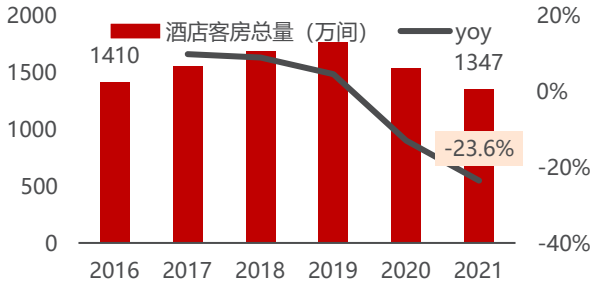
3.2 酒店：供给去化下的RevPAR弹性带来新看点

- 供给端：供给端历史性去化，疫情冲击下21年酒店供给较20年进一步去化，客房总数同比下滑13.0%，较19年下滑24%。供给数量低于16年；以每万人城镇人口拥有的酒店客房数计算，当前酒店业的“供给水平”亦低于上一轮周期刚开始复苏的16年，后续如需求复苏，将迎来明显的供需缺口。

图表：21年住宿业供给较19年下降25%



图表：21年酒店供给较19年下降24%

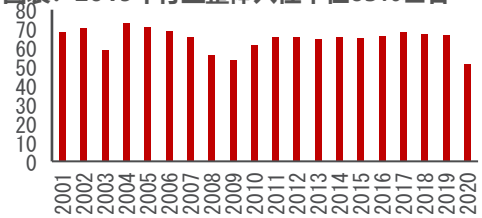


图表：21年每万城镇人口拥有酒店客房数低于16年水平（间）

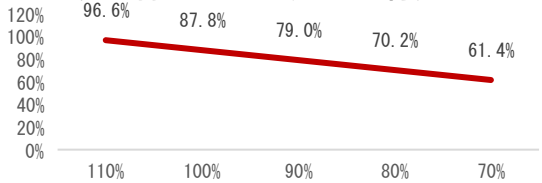


- **经营数据预计有较大弹性：如后续需求复苏，看好龙头公司整体RevPAR提升幅度在10%以上**
- 2019年行业整体入住率约66%，行业总供给为1892万间客房，以此计算全年有效出租的客房数在1250万间，基于21年底的供给水平，对应的出租率在87.8%，较疫情前提升幅度在20pct，如需求修复至疫情前的90%，入住率达79%，较疫情前提升幅度在13pct；考虑到龙头酒店集团持续的结构升级，预计房价提升幅度在年化3%左右，整体RevPAR较疫情前提升幅度在20%以上

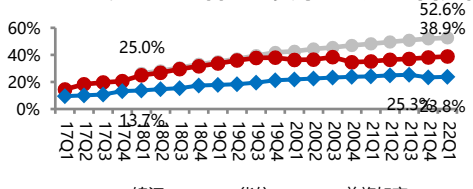
图表：2019年行业整体入住率在65%左右



图表：需求恢复率和对应入住率情况



图表：三大酒店龙头中高端门店占比情况



资料来源：盈蝶咨询，公司年报，民生证券研究院测算

3.2 国内酒店集团将进入并购整合阶段

- **短期看疫情放开过程中的波段机会，中长期看复苏演绎后的业绩弹性**
  - 锦江RevPAR+ 1%，业绩+2.6%；首旅RevPAR + 1%，业绩+4%；考虑到RevPAR潜在的弹性，业绩弹性亦有望超预期。
  - 看好酒店板块在国内防疫政策日趋放宽，乃至解除后，随经营数据兑现释放业绩，驱动板块股价超过2020-2022年期间的股价高点。

锦江2023年业绩（亿元）

2023年境内门店净增数量 \ 2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅	-20%	-16%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	16%	20%
700	7.93	10.23	12.53	14.83	17.13	19.43	21.72	24.02	26.32	28.62	30.92
800	8.01	10.32	12.63	14.94	17.25	19.55	21.86	24.17	26.48	28.79	31.10
900	8.10	10.41	12.73	15.05	17.37	19.68	22.00	24.32	26.64	28.95	31.27
1000	8.18	10.51	12.83	15.16	17.49	19.81	22.14	24.47	26.79	29.12	31.45
1100	8.26	10.60	12.94	15.27	17.61	19.94	22.28	24.61	26.95	29.29	31.62
1200	8.35	10.69	13.04	15.38	17.73	20.07	22.42	24.76	27.11	29.45	31.80
1300	8.43	10.79	13.14	15.49	17.85	20.20	22.56	24.91	27.26	29.62	31.97
1400	8.52	10.88	13.24	15.60	17.97	20.33	22.69	25.06	27.42	29.78	32.15
1500	8.60	10.97	13.34	15.72	18.09	20.46	22.83	25.20	27.58	29.95	32.32

锦江2023年PE

2023年门店净增数量 \ 2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅	-20%	-16%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	16%	20%
700	78.5	60.8	49.7	42.0	36.3	32.0	28.6	25.9	23.6	21.7	20.1
800	77.7	60.3	49.3	41.7	36.1	31.8	28.5	25.7	23.5	21.6	20.0
900	76.9	59.7	48.9	41.3	35.8	31.6	28.3	25.6	23.4	21.5	19.9
1000	76.1	59.2	48.5	41.0	35.6	31.4	28.1	25.4	23.2	21.4	19.8
1100	75.3	58.7	48.1	40.7	35.3	31.2	27.9	25.3	23.1	21.2	19.7
1200	74.5	58.2	47.7	40.5	35.1	31.0	27.8	25.1	23.0	21.1	19.6
1300	73.8	57.7	47.4	40.2	34.9	30.8	27.6	25.0	22.8	21.0	19.5
1400	73.1	57.2	47.0	39.9	34.6	30.6	27.4	24.8	22.7	20.9	19.4
1500	72.4	56.7	46.6	39.6	34.4	30.4	27.3	24.7	22.6	20.8	19.3

首旅2023年业绩（亿元）

2023年门店净增数量 \ 2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅	-20%	-16%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	16%	20%
700	1.9	3.4	4.9	6.4	7.9	9.5	11.0	12.5	14.0	15.5	17.0
800	2.0	3.5	5.1	6.6	8.1	9.6	11.2	12.7	14.2	15.7	17.3
900	2.1	3.7	5.2	6.7	8.3	9.8	11.3	12.9	14.4	15.9	17.5
1000	2.3	3.8	5.4	6.9	8.4	10.0	11.5	13.1	14.6	16.1	17.7
1100	2.4	4.0	5.5	7.1	8.6	10.1	11.7	13.2	14.8	16.3	17.9
1200	2.6	4.1	5.7	7.2	8.8	10.3	11.9	13.4	15.0	16.5	18.1
1300	2.7	4.3	5.8	7.4	8.9	10.5	12.1	13.6	15.2	16.7	18.3
1400	2.8	4.4	6.0	7.5	9.1	10.7	12.2	13.8	15.4	16.9	18.5
1500	3.0	4.6	6.1	7.7	9.3	10.8	12.4	14.0	15.6	17.1	18.7

首旅2023年PE

2023年门店净增数量 \ 2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅	-20%	-16%	-12%	-8%	-4%	0%	4%	8%	12%	16%	20%
700	155.4	85.7	59.1	45.1	36.5	30.6	26.4	23.2	20.7	18.7	17.0
800	144.6	82.1	57.3	44.0	35.8	30.1	26.0	22.9	20.4	18.4	16.8
900	135.2	78.8	55.6	43.0	35.0	29.6	25.6	22.5	20.1	18.2	16.6
1000	127.0	75.8	54.1	42.0	34.3	29.0	25.2	22.2	19.9	18.0	16.4
1100	119.7	73.0	52.6	41.0	33.7	28.5	24.8	21.9	19.6	17.7	16.2
1200	113.2	70.4	51.1	40.1	33.0	28.1	24.4	21.6	19.3	17.5	16.0
1300	107.3	68.0	49.8	39.3	32.4	27.6	24.0	21.3	19.1	17.3	15.8
1400	102.1	65.8	48.5	38.4	31.8	27.1	23.7	21.0	18.8	17.1	15.7
1500	97.3	63.7	47.3	37.6	31.2	26.7	23.3	20.7	18.6	16.9	15.5

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

3.2 国内酒店集团将进入并购整合阶段

- **短期看疫情放开过程中的波段机会，中长期看复苏演绎后的业绩弹性**
  - 君亭RevPAR+ 1%，业绩+1.56%；金陵RevPAR + 1%，业绩+0.33%；考虑到RevPAR潜在的弹性，业绩弹性亦有望超预期。
  - 看好酒店板块在国内防疫政策日趋放宽，乃至解除后，随经营数据兑现释放业绩，驱动板块股价超过2020-2022年期间的股价高点。

2023年君亭业绩

2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅

2023年直营门店净增数量	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
1	1.41	1.46	1.51	1.56	1.61	1.66	1.72	1.77	1.82	1.87	1.92	1.97	2.02	2.08	2.13	2.18	2.23
2	1.45	1.50	1.55	1.61	1.66	1.72	1.77	1.82	1.88	1.93	1.98	2.04	2.09	2.15	2.20	2.25	2.31
3	1.48	1.54	1.60	1.65	1.71	1.76	1.82	1.88	1.93	1.99	2.05	2.10	2.16	2.21	2.27	2.33	2.38
4	1.52	1.58	1.63	1.69	1.75	1.81	1.87	1.93	1.99	2.05	2.10	2.16	2.22	2.28	2.34	2.40	2.46
5	1.55	1.61	1.67	1.73	1.79	1.86	1.92	1.98	2.04	2.10	2.16	2.22	2.28	2.34	2.40	2.47	2.53
6	1.58	1.64	1.71	1.77	1.83	1.90	1.96	2.02	2.09	2.15	2.21	2.28	2.34	2.40	2.47	2.53	2.59
7	1.61	1.68	1.74	1.81	1.87	1.94	2.01	2.07	2.14	2.20	2.27	2.33	2.40	2.46	2.53	2.60	2.66
8	1.64	1.71	1.78	1.84	1.91	1.98	2.05	2.12	2.18	2.25	2.32	2.39	2.45	2.52	2.59	2.66	2.73
9	1.67	1.74	1.81	1.88	1.95	2.02	2.09	2.16	2.23	2.30	2.37	2.44	2.51	2.58	2.65	2.72	2.79
10	1.70	1.77	1.84	1.91	1.98	2.06	2.13	2.20	2.27	2.35	2.42	2.49	2.56	2.64	2.71	2.78	2.85

2023年君亭业绩

2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅

2023年直营门店净增数量	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
1	62.4	60.2	58.1	56.2	54.4	52.8	51.2	49.7	48.3	47.0	45.7	44.5	43.4	42.3	41.3	40.3	39.4
2	60.7	58.5	56.5	54.6	52.8	51.2	49.6	48.2	46.8	45.5	44.2	43.1	42.0	40.9	39.9	39.0	38.1
3	59.2	57.1	55.0	53.2	51.4	49.8	48.2	46.8	45.4	44.1	42.9	41.8	40.7	39.7	38.7	37.7	36.9
4	57.9	55.7	53.7	51.9	50.1	48.5	47.0	45.6	44.2	42.9	41.7	40.6	39.5	38.5	37.6	36.6	35.8
5	56.7	54.5	52.5	50.7	48.9	47.3	45.8	44.4	43.1	41.8	40.7	39.5	38.5	37.5	36.5	35.6	34.8
6	55.5	53.4	51.4	49.6	47.9	46.3	44.8	43.4	42.1	40.8	39.7	38.6	37.5	36.5	35.6	34.7	33.8
7	54.5	52.4	50.4	48.6	46.9	45.3	43.8	42.4	41.1	39.9	38.7	37.6	36.6	35.6	34.7	33.8	33.0
8	53.5	51.4	49.4	47.6	45.9	44.4	42.9	41.5	40.2	39.0	37.9	36.8	35.8	34.8	33.9	33.0	32.2
9	52.6	50.5	48.6	46.7	45.1	43.5	42.0	40.7	39.4	38.2	37.1	36.0	35.0	34.0	33.1	32.3	31.5
10	51.8	49.7	47.7	45.9	44.3	42.7	41.3	39.9	38.6	37.4	36.3	35.3	34.3	33.3	32.4	31.6	30.8

2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅

2023年净开直营门店数	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
0	1.41	1.42	1.42	1.43	1.43	1.43	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49
1	1.42	1.42	1.43	1.43	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.48	1.49	1.49
2	1.43	1.43	1.44	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50
3	1.43	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51
4	1.44	1.44	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52
5	1.45	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53
6	1.45	1.46	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54
7	1.46	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54	1.54
8	1.47	1.47	1.48	1.48	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54	1.54	1.55	1.55
9	1.48	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54	1.55	1.55	1.56	1.56
10	1.48	1.49	1.49	1.50	1.50	1.51	1.52	1.52	1.53	1.53	1.54	1.54	1.55	1.55	1.56	1.56	1.57

2023年RevPAR相比2019年RevPAR同期增幅

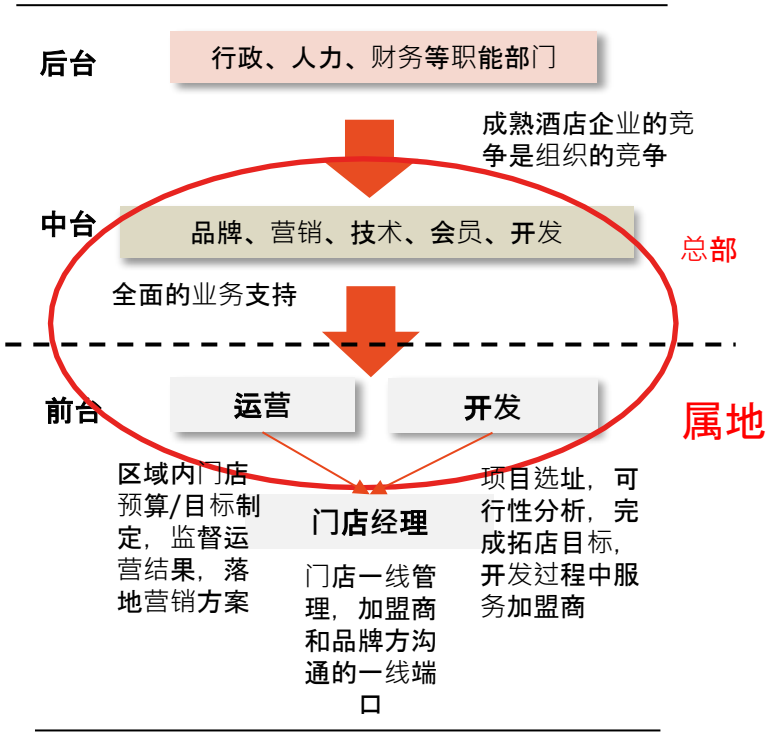
2023年净开直营门店数	-6%	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
0	29.8	29.7	29.6	29.5	29.4	29.3	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.4	28.3
1	29.6	29.5	29.4	29.3	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1
2	29.5	29.4	29.3	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	28.0
3	29.3	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8
4	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6
5	29.0	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5
6	28.9	28.8	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3
7	28.7	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3	27.2
8	28.6	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3	27.2	27.1	27.0
9	28.5	28.4	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3	27.2	27.1	27.0	26.9
10	28.3	28.2	28.1	28.0	27.9	27.8	27.7	27.6	27.5	27.4	27.3	27.2	27.1	27.0	26.9	26.8	

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

* 请务必阅读最后一页免责声明

3.2 国内酒店龙头开始发力组织优化

图表：酒店企业组织架构



- **酒店企业由单品牌发展至多品牌，组织力成为竞争的关键，包括效率和赋能能力：**酒店的前台/中台组织架构为根据其本身业务形态打造的组织架构，为前端业务赋能。**前台岗位中：**1）门店经理为对接客户/加盟商的第一线，负责单个门店的日常管理；2）区域运营经理则对区域各家酒店进行监督管理，职能通常包括：a）区域门店现场管理巡查、监督、保障品牌标准的落地；b）与公司总部形成反馈，制定预算任务/分解任务，跟踪业绩完成情况；c）店总招聘/面试/培训等；3）开发经理主要负责门店拓展、项目选址、可行性分析、针对加盟商开业前的各种服务。
- **目前国内酒店企业组织架构发展方向为 整合化 & 专业化 & 属地化：**随着规模不断扩大，国内酒店企业组织架构亦在优化：1）整合化：通常为并购标的组织架构与公司架构主体的融合过程，打造一体化的组织架构，强化规模效应/平台优势；2）专业化：不同职能更加专业化，内部实现更加明确的分工；3）属地化：主要因为各个大区内已经有较多的门店数量，需要完善属地内组织架构，更好地服务业务一线和加盟商。

- **锦江：**2020年成立大中国区，整合旗下三大子公司，打造大运营中台，2022年后亦开始发力区域运营和开发组织的整合。
- **首旅：**2020年前开发实行双轨制，运营/开发等不同职能角色均能够参与酒店开发，2020年后开始更加专业化。
- **华住：**2021年发力南方市场开拓，成立华南/华西分公司，在分公司体系内部跨越原有的事业部打通多品牌，通过整合区域组织改善效率/执行力。

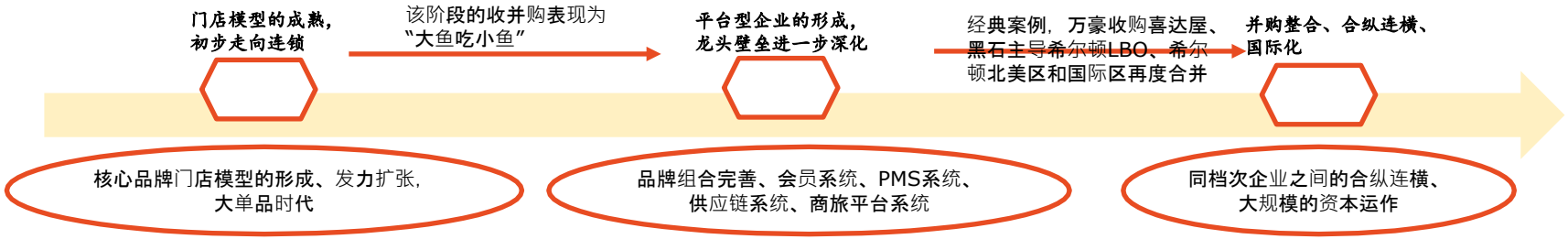
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

3.2 国内酒店集团将进入并购整合阶段

➢ **集中度：连锁化率持续提升，龙头加速集中，行业格局日趋稳定**

- 疫情下诸多单体酒店/中小连锁倒闭，而龙头连锁酒店抗风险能力较强，竞争优势凸显，两年来维持逆势扩张，驱动行业连锁化提速；行业集中度亦快速提高，CR3由19年的10%提高至21年的16%。

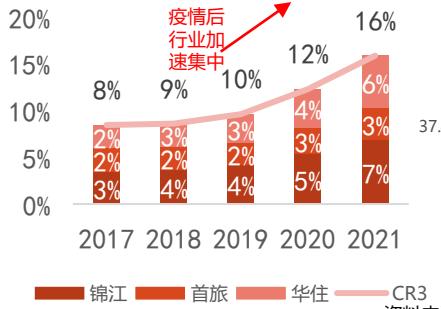
图表：国内酒店龙头锦江、华住已经发展成为壁垒稳固的平台型企业



图表：万豪酒店走向多品牌化的过程（蓝色为重要并购）

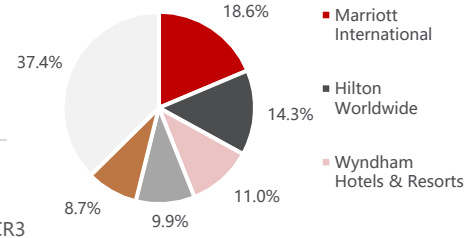


图表：酒店业集中度快速提高



图表：国内酒店行业集中度较美国仍有明显差距

美国酒店CR3 在44%



资料来源：Statista，Wind，腾讯网，民生证券研究院测算

* 请务必阅读最后一页免责声明



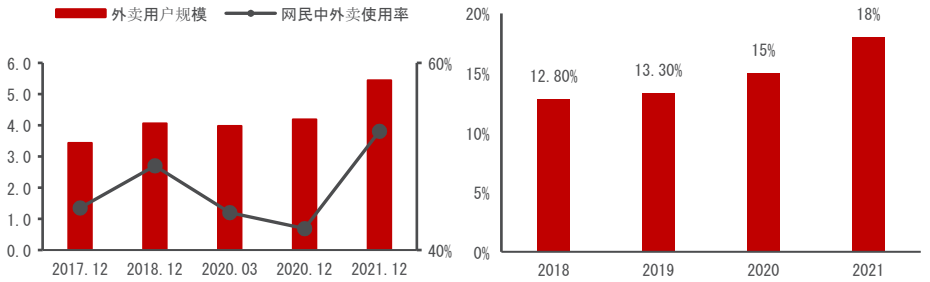
3.3 餐饮：政策优化后预计快餐/餐饮率先修复，中长期看好下沉布局/餐饮数字化/中式连锁快餐

3.3 国内餐饮经营回顾：疫情后整体承压，随出行管控力度放松缩紧及全国疫情情况上下波动，22年6-7月短暂恢复至19年同期水平，随后因疫情影响下探

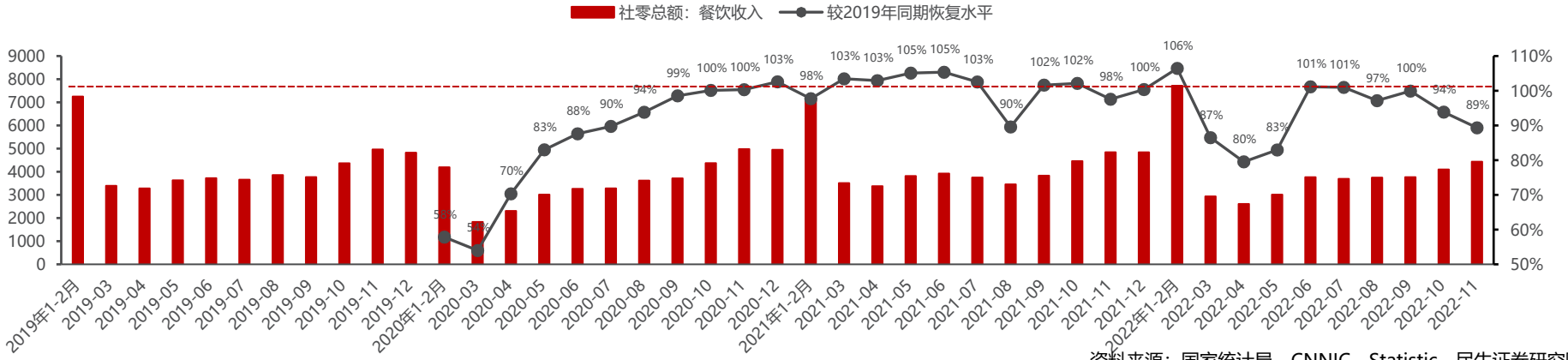
- **国内餐饮社零收入较2019年同期恢复水平与疫情情况及防控力度关联性强，2020年及2022年3-5月疫情散发/强管控阶段承压最为明显。**聚焦疫情影响下餐饮业两大结构变化趋势：

- **1. 外卖用户规模提升。**截止2021年年末，国内外卖用户共5.4亿人，同比+29.9%；互联网用户中外卖用户占比52.7%，同比+10.4pcts。
- **2. 餐饮企业连锁化率提升。**餐饮企业连锁化率由2019年的13.3%提升至2021年的18%，同比+4.7pcts。餐饮企业连锁化率提升，我们认为一方面是行业出清地方餐饮企业闭店所致，另一方面资金链充足的连锁化餐企借疫情扰动下商圈议价能力下降及优质位置空出逆势展店推动连锁化率上升。

图表：疫情影响下餐饮业呈现两大趋势：外卖用户规模上升/连锁化率提升（单位：亿人）



图表：中国餐饮社零收入及较2019年同期恢复水平（单位：亿元）

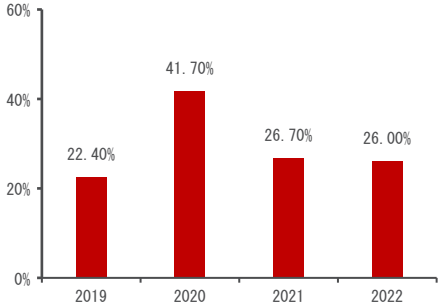


资料来源：国家统计局，CNNIC，Statistic，民生证券研究院

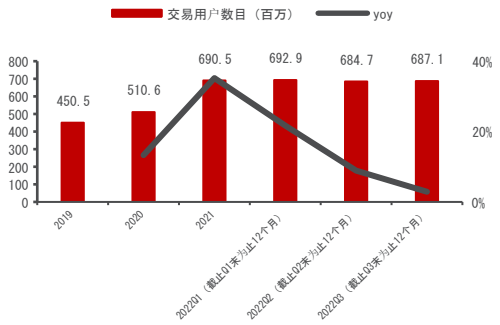
3.3 政策优化后客流恢复需时间过渡，需求端表现为居家办公比例提升及外卖配送偏好，细分业态恢复速度快餐>咖啡>茶饮>火锅>中餐>酒馆

- **政策优化后线上业务仍有较长繁盛期，叠加线上业务复苏，预计餐饮业整体恢复较快。**我们观察美国政策放宽一段时间后的居家办公比例，发现居家办公比例在政策放开后虽有所下滑，但仍超越疫情前2019年同期水平；从美团数据可以看到，2020年以来，尤其是疫情形势较为平稳的2021年，美团上交易用户数、活跃商家数及用户平均年交易数量均有显著上升，在2022年各项数据增速趋于平稳但仍保持增长。**两相结合，我们认为，政策优化后，因居民出行顾虑及疫情扰动下消费偏好偏线上外卖两大因素影响，线上业务仍将有较长繁盛期，期间在线下业务恢复带动下，部分线上线下兼顾的业态表现可超越19年同期水平。**
- 具体恢复速度上，参考日本2021年9月餐饮管制放开后各业态销售额及门店数量恢复水平，考虑咖啡/茶饮业态与快餐业务相似的外卖配送结构，及火锅较中餐更符合冬季线下用餐需求的特性，**我们认为政策优化后复苏速度快餐>咖啡>茶饮>火锅>中餐>酒馆。**

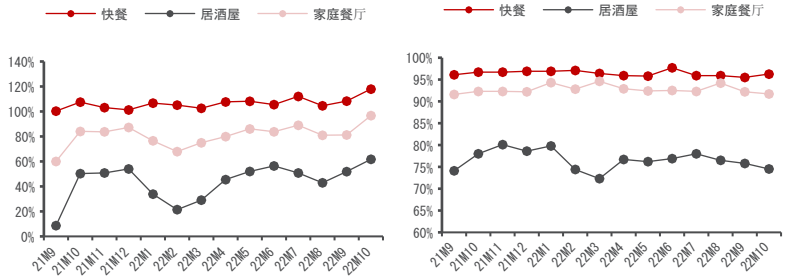
图表：美国疫情管控放开后远程办公比例仍高于2019年同期水平



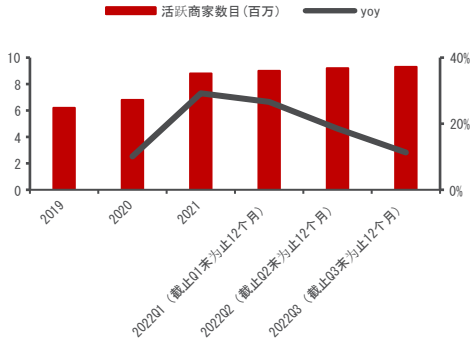
图表：美团交易用户数量2021年提升显著



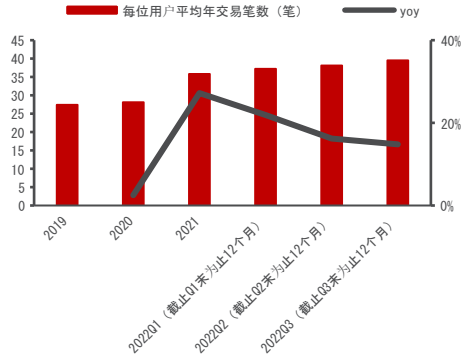
图表：日本快餐/居酒屋/家庭餐厅业态自2021年9月餐饮管制放宽后销售额（左）及门店数量（右）较2019年同期恢复表现



图表：美团活跃商家数量不断增加



图表：美团-每位用户平均年交易笔数增势明显

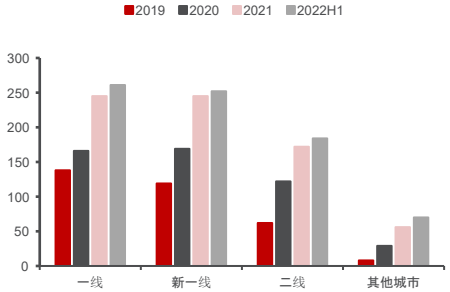


资料来源：美团财报，zippia，日本食品业协会，民生证券研究院

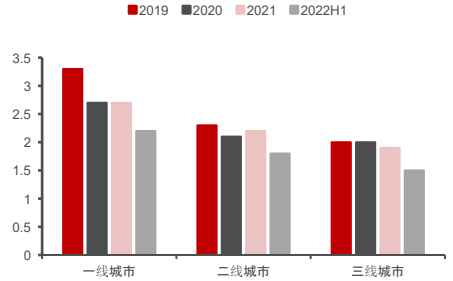
3.3 中长期方向一-下沉发力：连锁化餐饮企业发力下沉市场，可依托规模效应压低成本提高性价比，避开一线城市激烈红海竞争

- 我们认为，下沉市场发力的连锁化餐饮企业从中长期维度来看更具备成长潜力：**1）连锁化餐饮已形成规模效应：**大型餐饮企业有成熟的供应链体系支撑，集中采购、集中配送、数字化管理下，原材料加工配送成本相对下沉市场地方餐饮企业更低，且菜品可兼顾质量与性价比；**2）疫情扰动下下沉市场出清，连锁化餐饮企业更易抢占优质位置，中长期来看优质位置将为企业发展赋能。**部分餐企依靠本身产品特性还能够对下沉市场造成降维打击，加速扩张步伐（以奈雪的茶为例）；**3）企业可通过市场下沉一定程度避开红海竞争。**低线城市全国多点布局，避开一线城市红海激烈竞争。**4）下沉市场本身具备一定消费能力。**以呷哺呷哺为例，二线及以下城市与一线城市人均消费水平及翻坐率差距较小；此外，2019年以来，二三线城市住宅均价仍呈上升趋势，一定程度上反映下沉市场消费者的充足消费实力及不断提升的消费水平。

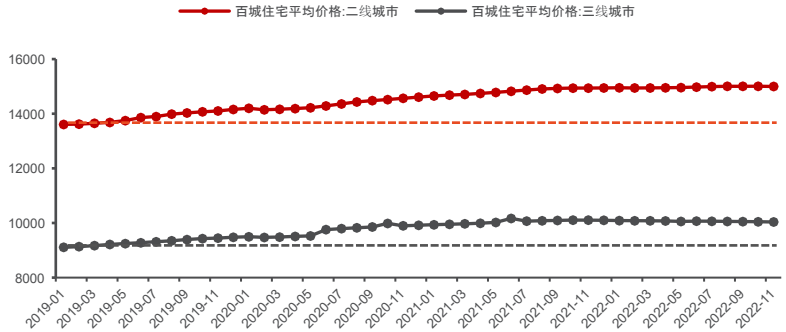
图：奈雪的茶各线城市门店数量变化（第一类茶饮）



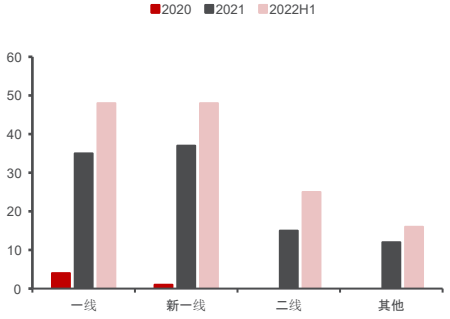
图：呷哺呷哺二三线城市翻坐率平齐，与一线相差不大



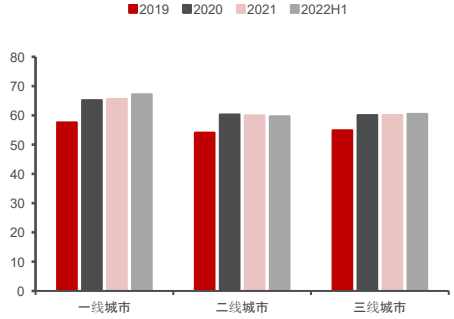
图：一线城市城镇化率接近100%，近年城镇化率提升主要为低线城市贡献



图：奈雪的茶各线城市门店数量变化（第二类茶饮）



图：呷哺呷哺各线城市顾客人均消费水平差距较小（呷哺呷哺餐厅）

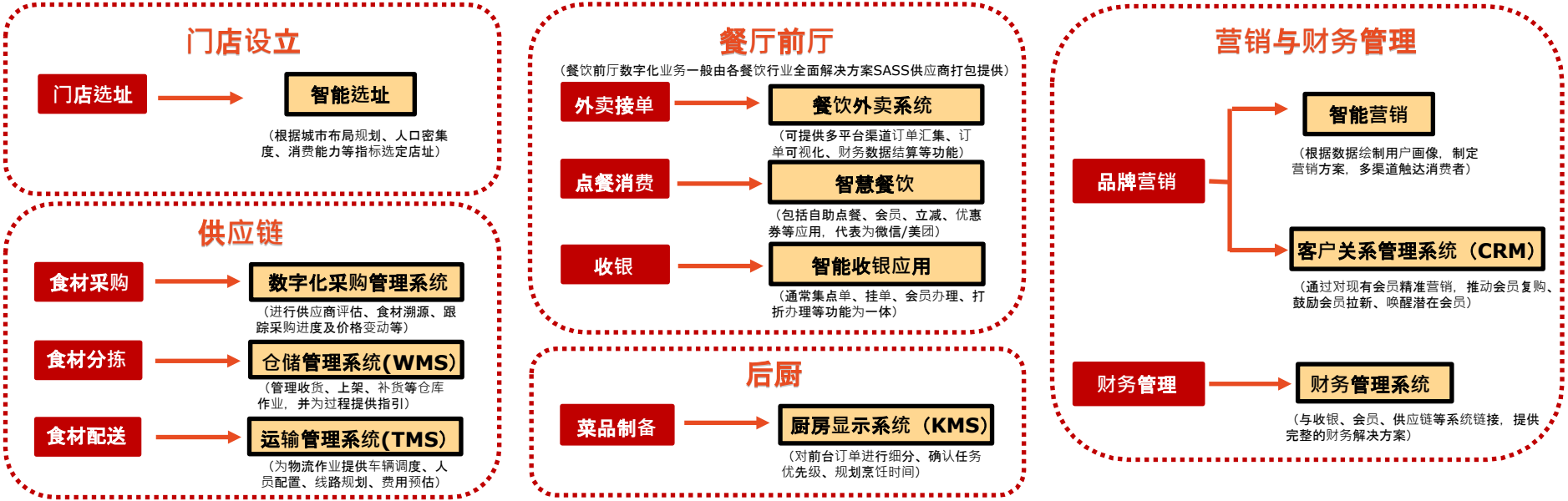


资料来源：国信达，奈雪的茶年报，呷哺呷哺年报，民生证券研究院
* 请务必阅读最后一页免责声明

3.3 中长期方向二-餐饮数字化：借科技赋能，成就多渠道最优解

- **前端经营数字化程度较深，供应链及其他环节可优化空间大。当前连锁化餐饮企业在前端经营（如外卖接单、排号、点餐消费、收银）数字化布局较为深入，推动企业经营效率优化及营收恢复促进。**但数字化可优化部分不止于此，如对成本把控的优化需从供应链数字化下手，因为餐饮行业对食材新鲜度、冷链物流、采购订单灵活度均有极高需求，食材采购、仓储管理直接关系到经营成本；其他包括选址数字化、营销数字化、财务管理数字化、产品创新数字化均可带动餐企经营效率提升。当前部分大型连锁餐企在供应链数字化已深入布局，如呷哺呷哺在配送体系上的三级网络架构等。

图表：餐饮数字化可对餐饮企业发展全流程赋能

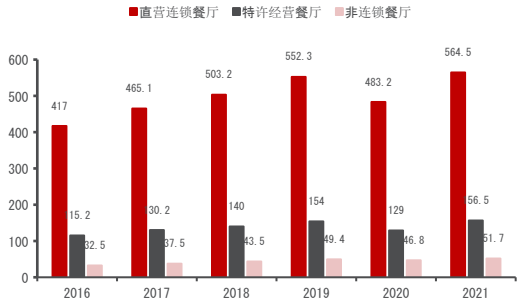


资料来源：行膳餐饮研究院，民生证券研究院绘制

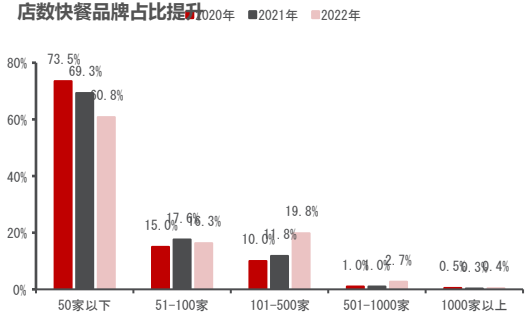
3.3 中长期方向三-中式连锁快餐：刚需属性+外卖配送业务适配，头部企业低市占率疫后仍有充足展业空间

- **中国中式快餐目前以直营连锁为主，疫情扰动下展现强韧性，**2021年全年经营表现已超2019年同期水平，直营连锁餐厅规模较19年同期+2.2%；**疫情扰动下行业出清，头部连锁化企业展店趋势明显且单店营收受疫情扰动影响不大，疫后市占率有望提升。**2022年，中式快餐品牌中，门店数量101-500家的品牌占比已达19.8%，同比+7.0pcts；已递交招股书的中式快餐饺饺者老乡鸡、老娘舅近年门店数量也整体呈现快速上升趋势，且单店营收表现在疫情稳定情况下都有明显回暖。**我们认为，中式快餐本身有较强的刚需属性及与外卖配送业务优良适配性，2021年CR5仅3.3%，连锁化餐饮企业仍有充足展业空间；此外，2022年多家中式快餐连锁企业冲刺IPO，2023年有望上市，资金面获支撑情况下连锁化率有望进一步提升。**

图：国内中式快餐业市场规模2021年整体恢复2019年同期水平



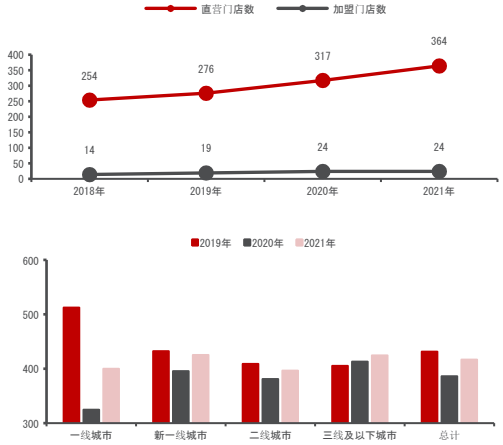
图：国内中式米饭快餐品牌门店数量占比结构改变，101-500家门店数快餐品牌占比提升



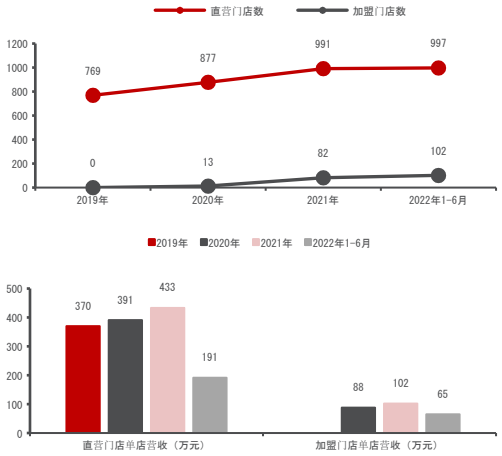
图：22年以来多家餐企冲刺IPO，23年有望上市

公司名称	菜品类型	IPO进度
绿茶餐厅	正餐-多菜式融合	2022年4月三度递表
乡村基	中式快餐-饭食及面食类	2022年8月二度递表
老娘舅	中式快餐-饭食类	2022年7月递交招股书
老乡鸡	中式快餐-饭食类	2022年10月招股书申报更新
杨国福	中式快餐-麻辣烫	2022年10月上市获批准
达美乐中国	西式快餐-披萨	2022年3月递表
捞王	火锅	2021年3月二次递表
七欣天	火锅	2022年1月递表
蜜雪冰城	茶饮	2022年9月递交招股书
紫燕百味鸡	凉菜	2022年9月26日上市
五芳斋	正餐及小吃	2022年8月31日上市
上井	正餐-日本料理	2022年4月递表

图：老娘舅近年门店数变化（上）及单店平均营收变化（下）



图：老乡鸡近年门店数变化（上）及单店平均营收变化（下）



资料来源：乡村基招股书，老娘舅招股书，老乡鸡招股书，红餐大数据，民生证券研究院
* 请务必阅读最后一页免责声明



3.4 旅游景区：预计明年二季度进入快复苏通道，后续看好休闲度假与出境游发展

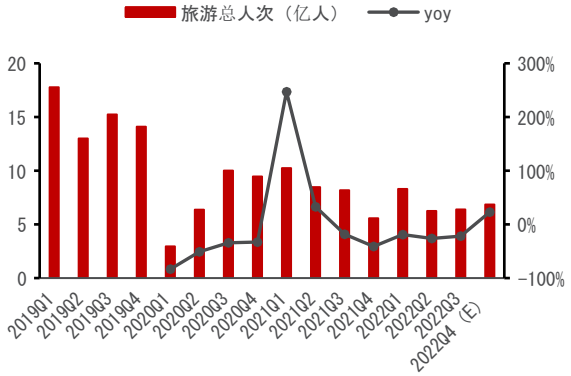
3.4 国内景区经营业态回顾：疫情扰动下旅游业经营承压，居民旅游行为呈现三大偏好

- **疫情以来旅游业经营状况波动幅度较大，居民旅游行为呈现三大偏好。**旅游业自2020年以来经营表现承压，2020Q1疫情扰动叠加全国出行限制使旅游人次下滑，2020Q2开始疫情形势趋稳，旅游人次逐步回升；2020Q3-2021年7月步入疫情常态化阶段，全国各地疫情零星散发或局部多发，但防疫形式整体维稳，旅游业经营也有所恢复；2021年8月-2022年2月，疫情多点散发背景下跨省游熔断政策出台使旅游业恢复态势受阻，2021Q4旅游人次下滑最为明显；2022年3月-6月进入疫情多地多发期，旅游业经营明显承压；2022年7-9月，全国出行政策逐步优化（包括跨省游熔断由省缩短至县），但疫情反复提升居民出行顾虑，暑期客流表现不及21年同期水平，出行顾虑同样对国庆客流恢复造成影响，2022年国庆客流为19年以来最低值。

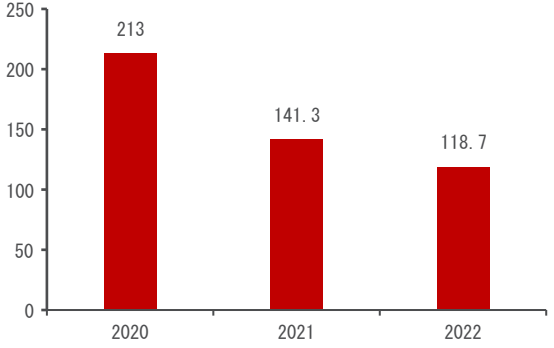
疫情扰动下，居民旅游行为三大偏好：

- 1. 周边游：出行顾虑下居民出行半径缩小，旅游出行偏向于城市周边目的地；
- 2. 亲子游：“双减”政策落实后，中小学生假期及周末可支配时间增加，旅游成为更多学生假期可选项；
- 3. 露营等户外旅游形式：出行半径小、人群不聚集、自由度较高，叠加社媒宣传，户外旅游走入大众视野。

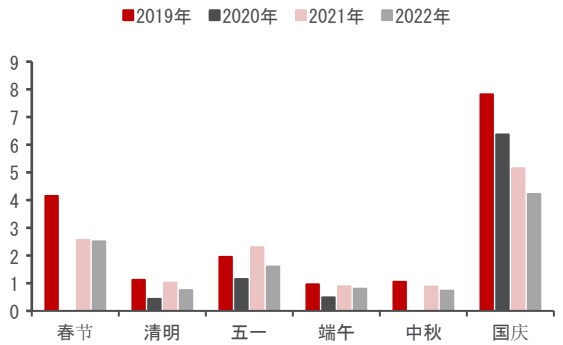
图表：国内季度旅游人次起伏不定，未有单季度旅游人次恢复至疫情前同期水平



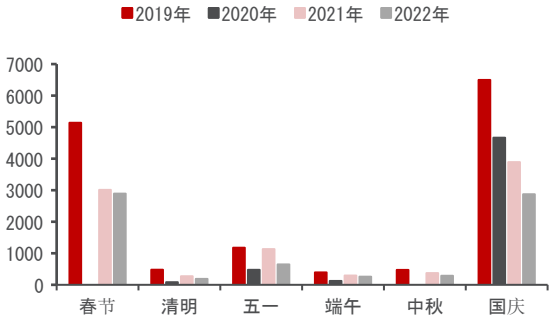
图表：国庆周边游出行半径逐年减小（单位：千米）



图表：2019-2022年各节假日旅游人次（单位：亿人）



图表：2019-2022年各节假日旅游收入（单位：亿元）

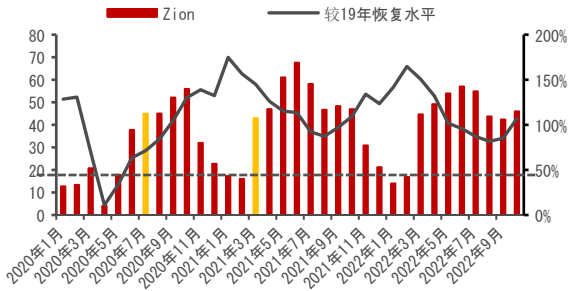


资料来源：文化和旅游部，看数据，民生证券研究院

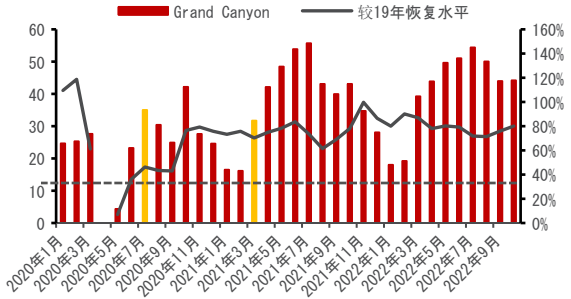
3.4 复苏逻辑：景区旅游是消费需求积蓄释放的集中释放点之一，随预测疫情高峰渡过后，明年二季度整体经营表现有望恢复至疫情前同期80%水平

- **旅游景区是消费需求长时间积蓄后的集中释放点之一，本轮疫情高峰过后，行业整体经营表现有望快速恢复，但恢复水平取决于景区业态。**以美国宰恩国家公园及大峡谷国家公园为例，2020年7月后境内限制较宽松，两大国家公园均在短期过渡后实现弹性修复，但后两年间宰恩国家公园明显恢复水平更佳。此外，因长期疫情扰动，我国居民出行顾虑更深，一定程度上也会影响景区恢复表现，预计明年二季度开启恢复期，恢复速度主题乐园>观光游览景区>度假村。
- **聚焦下半年复苏表现，城市周边景区将有优异恢复表现，休闲度假景区顺需求发展有望向好。**下半年暑期、中秋、国庆等旅游黄金时点纷涌而至，在“双减”政策实施下崛起的亲子游需求有望带动旅游业恢复速度加快，但考虑到儿童疫情感染风险，短距离、高频次旅游习惯或将持续，因此城市周边景区将是下半年复苏主力军；此外，休闲度假作为单景区停留时间长、国家大力发展、需求旺盛的旅行模式，也将获得客流提振，参考美国休闲旅行疫后恢复表现，国内休闲度假景区旅游人次2023年下半年有望恢复至疫情前同期95%水平。

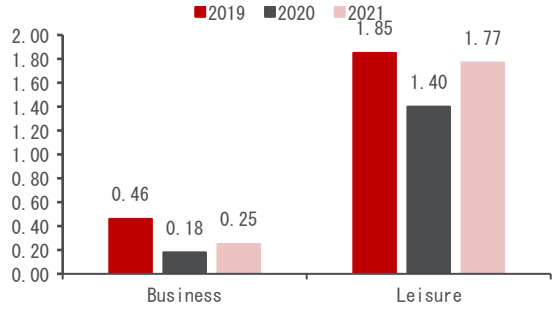
图表：美国ZION国家公园客流人次/客流较19年同期恢复水平（单位：万人）



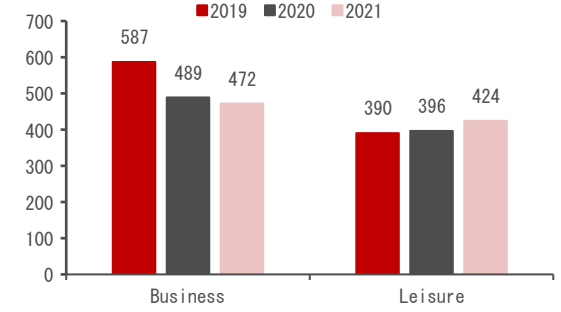
图表：美国大峡谷国家公园客流人次/客流较19年同期恢复水平（单位：万人）



图表：美国2019-2021年国内商务旅行/休闲旅行人次（单位：十亿人次）



图表：美国2019-2021年国内商务旅行/休闲旅行人均消费（单位：美元）



资料来源：Statista，美国国家公园官网，民生证券研究院

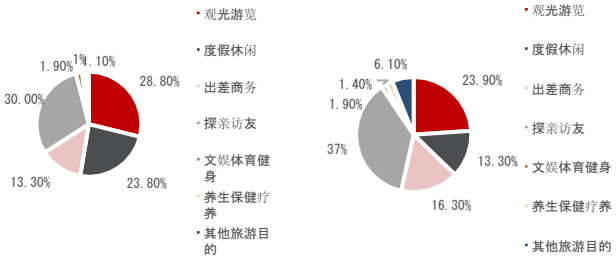
3.4 休闲度假需求旺盛但供给不足，紧抓核心要素打造有深度的休闲度假区

- **休闲度假需求旺盛，供给侧改革持续推进。需求侧：**1）2019年，旅游业以观光游览、休闲度假为主，旅游出游的城镇居民/农村居民中，分别有23.8%/13.3%以休闲度假为目的；2）居民休闲时间较疫情前提升明显，休闲度假将更多纳入休闲选项。供给侧：2022年7月，《国民旅游休闲发展纲要2022-2030》出台，强调进一步优化我国旅游休闲环境、完善相关公共服务体系、提升产品和服务质量，丰富旅游休闲内涵，促进相关业态融合。
- **度假景区“虚有其表”难以吸引客户建立竞争壁垒，体验完善的度假区产品更易脱颖而出。**疫情前度假景区建设许多由房地产商而非旅游相关企业主导，项目建设讲究大、快、位置优，开发者希望通过度假房产售卖迅速回本，因而导致优秀地理资源与劣质旅游项目错配。我们认为，能够使消费者身心放松、保持较长新鲜感是度假类景区吸引客户的关键点，具体实现方式需根据景区环境进行设计匹配。以乌镇为例，休闲体验、文化内涵是乌镇成为优质休闲度假目的地核心要素，其休闲体验包括身体康养、古镇购物、书院剧院、夜游赏景等，每项体验都是若干项目的复合；文化内涵上，整座景区以真实江南古镇为基础，保留历史风貌进行开发，并将乌镇的香市、水上集市、花鼓戏等民俗保留并开展活动，游客可在各处感受江南古镇之风。在供需不平衡的情况下，优质休闲度假景区头部效应易显现，营业收入将较快增长。

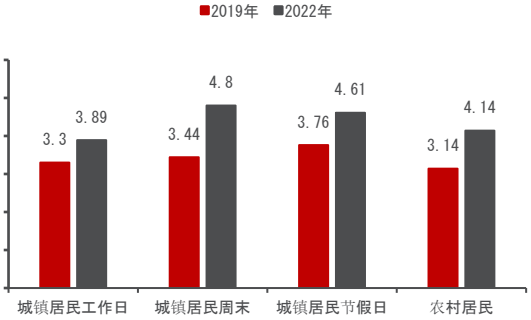
图表：香市/蚕花习俗/水上集市/花鼓戏等民俗均可在乌镇体验



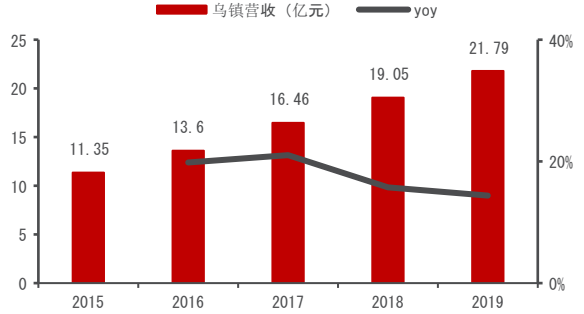
图表：2019年城镇/农村居民国内旅游出游特征



图表：2019年/2022年居民每日平均休闲时间对比（单位：小时）



图表：2015-2019年乌镇营业收入及增速

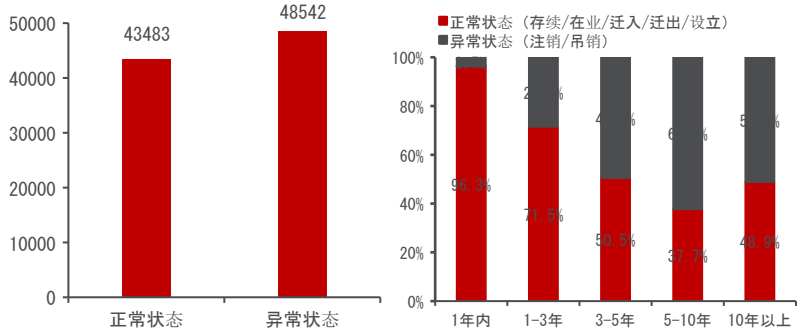


资料来源：乌镇官网，文化和旅游部，中国旅游研究院，民生证券研究院

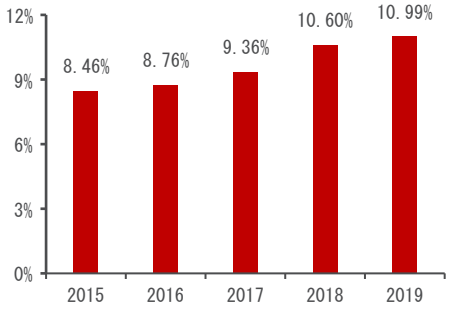
3.4 出境游-疫情前渗透率不断提升但仍低于成熟国家，疫情扰动下行业出清

- **1）疫情前出境游渗透率不断提升，但较成熟市场仍有较大差距**，2019年我国出境游渗透率达10.99%，美国、韩国出境游渗透率2015年便已达到20%-30%、40%-50%区间。
- **2）疫情扰动下行业出清，注销/吊销出境游相关企业数量超过正常状态企业数量。**截至2022年12月19日，出境旅游相关企业中，**注销/吊销状态企业数量已达48542家，比正常状态企业数量多5059家；按注册年限划分，注册期在5-10年的出境旅游企业受影响最为明显，注销/吊销企业数量高达62.3%。**
- **3）从出境旅游结构来看**，按出国和赴港澳台划分，出境旅游人次中，出国旅游人次占比2014-2019年逐年增加，但仍低于赴港澳旅游人次；按洲际划分，亚洲仍为旅游核心目的地，欧洲、美洲受欢迎程度较高；按国家划分，2019年旅行社出境旅游组织人次占比前三分别为泰国、日本及中国台湾。

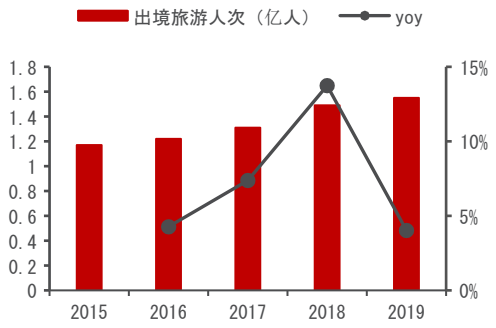
图表：截止2022年12月19日出境旅游不同经营状态的企业数量（左）以及不同经营年限范围内出境旅游不同经营状态的企业数量（右）（单位：家）



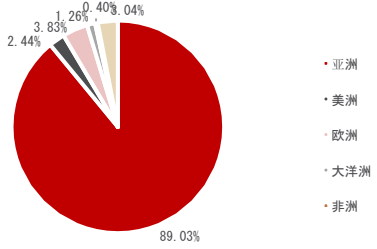
图表：疫情前出境游渗透率不断提升，但较出境游成熟国家仍有较大差距



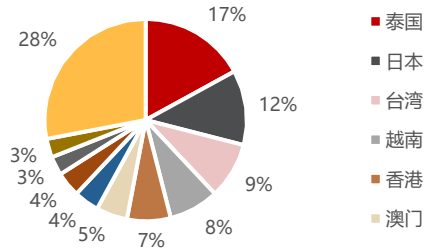
图表：疫情前国内出境人数逐年增长，2019年全年出境游客人次1.55亿人



图表：洲际出境旅游结构来看，亚洲仍为出境游核心目的地



图表：泰国/日本/台湾为2019年旅行社组织出境游热门目的地前三

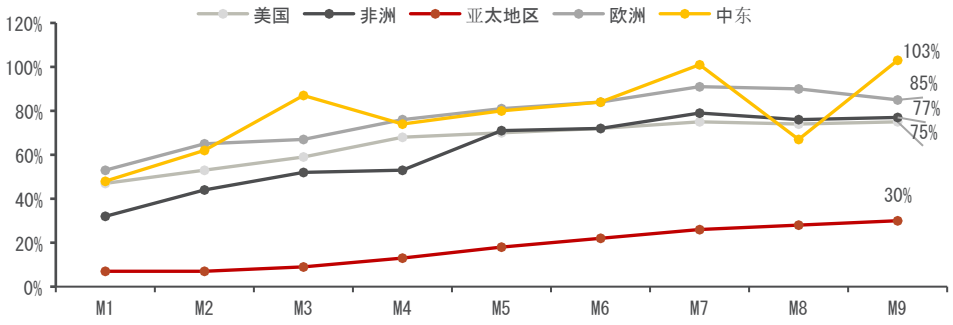


资料来源：文化和旅游部，中国旅游研究院，企查查，国家统计局，民生证券研究院

3.4 出境游-限制放宽后半年内单月客流有望恢复至80%水平，看好行业龙头依托渠道优势打开成长空间

- **出境游限制放宽后，预计半年内单月出境人次恢复至疫情前80%水平。**截至10月31日全球解除新冠入境限制国家已达105家。出境游限制放宽后，居民多年蓄积的出境旅游需求将迎来井喷，考虑居民出行顾虑、旅行社渠道、网点及人力重启所需时间，参考各大洲入境客流恢复表现，我们认为国内出境旅游有望在半年内恢复至疫情前同期80%水平。
- **聚焦中长期发展，一方面出境旅行社经营需要与旅游批发商、旅游产品之间的渠道串联实现供给**，再通过自身渠道或依靠OTA渠道招揽客户，因此疫情前本身经营体量大，已打通上下游对接渠道企业限制放宽后起步点更高、发展空间更大；**另一方面，出境游意愿与居民消费水平关联性强，因此把握优质客源者更具长期发展实力**，以众信旅游为例，其自2017年起在全国各地快速拓展旅游零售门店，2021年末仍保持737家门店体量，且业务深耕华东、北京两大经济发达地区，为中长期腾飞蓄力。

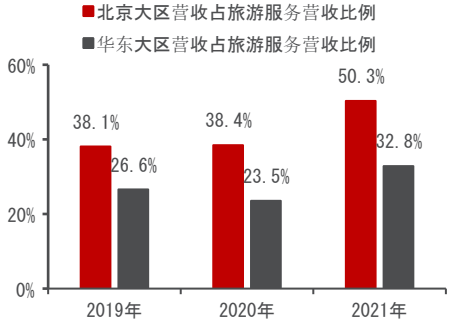
图表：2022年各大洲入境客流较2019年同期恢复情况



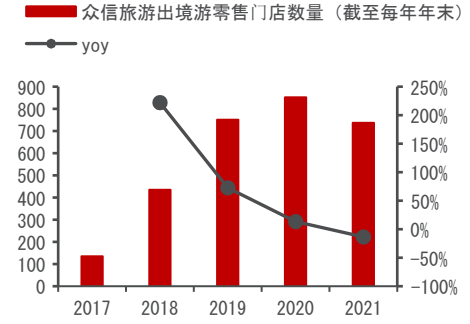
图表：以众信旅游为例-众信旅游出境相关业务覆盖范围广，合作伙伴极多，疫后依托渠道快速恢复



图表：以众信旅游为例-众信旅游北京及华东大区营收比例



图表：以众信旅游为例-众信旅游出境游零售门店数量（单位：间）



资料来源：UNWTO，众信旅游官网，民生证券研究院

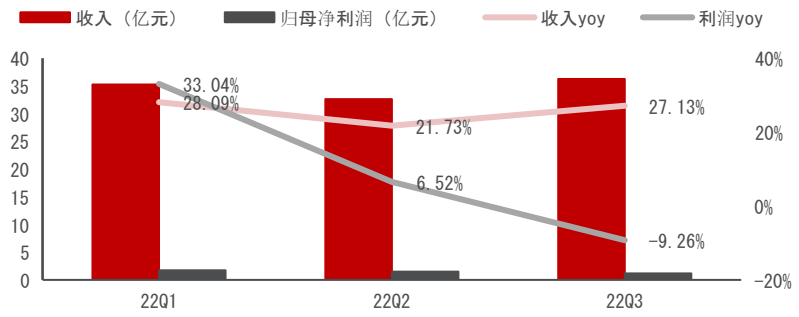


3.5 人服：期待经济回暖、政策利好以及公司内部改善的三重奏

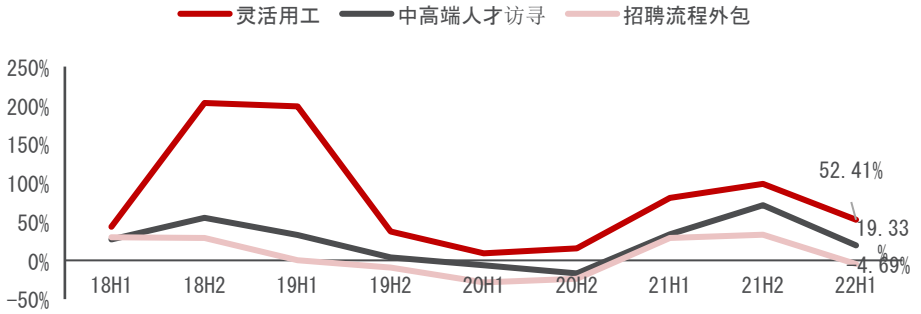
3.5 人服：疫情之下人服展现韧性增长，灵工龙头积极调结构修炼内功

- **疫情之下，人服企业实现韧性增长。**人力资源行业2022年第一季度/前二季度/前三季度的归母净利润分为别2.26/4.54/6.57亿元，同比增33.62%/21.62%/11.81%，增速排名分别为第一/第一/第六。
  - 科锐国际：22H1灵工/猎头/RPO业务收入增速各同比变化52.41%/19.33%/-4.69%。
  - 外服控股：外服控股收入22Q1/Q2/Q3单季度增速各同比变化28.09%/21.73%/27.13%；收入增速各33.04%/6.52%/-9.26%。
- **灵工巨头科锐国际积极调整结构，为疫后复苏做准备。**
- 科锐外包人员研发岗位占比超50%，通用岗有望在明年经济复苏后快速反弹贡献增量。第一类为IT研发、工业研发、医药研发、技术服务等技术研发类岗，粘性强毛利率高；第二类为财务、法务、合规、人事、行政、采购等专业类白领岗；第三类为终端销售、市场营销等通用类岗，公司目前重点布局的技术研发类岗位占比持续提升，截至22Q3，三类岗位占比分别为52.70%、38.37%、8.93%。

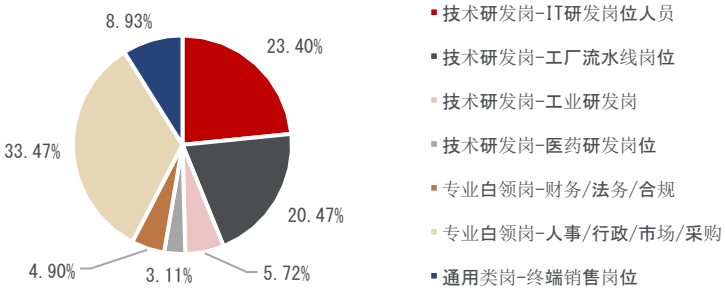
图表：科锐国际2022Q3灵活用工外包人员岗位分布结构



图表：科锐2018-2022H1各项业务同比增速



图表：科锐国际2022年Q3末灵活用工外包人员岗位分布结构



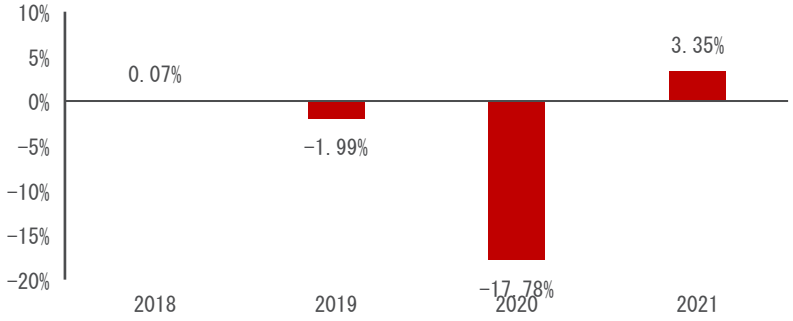
资料来源：科锐国际财报，民生证券研究院

3.5 人服：复盘海外巨头疫后迎来强反弹，国内人服2023年复苏可期

- 我们发现海外巨头在2020年的疫情冲击以及出行禁令的影响下业绩承压，但在2021年出行放松下，企业积压的用人需求迅速喷发，带动Randstad、Manpower、Adecco业务回暖并实现不错的增速，对标海外，我们认为国内人服也将迎来复苏的春天。

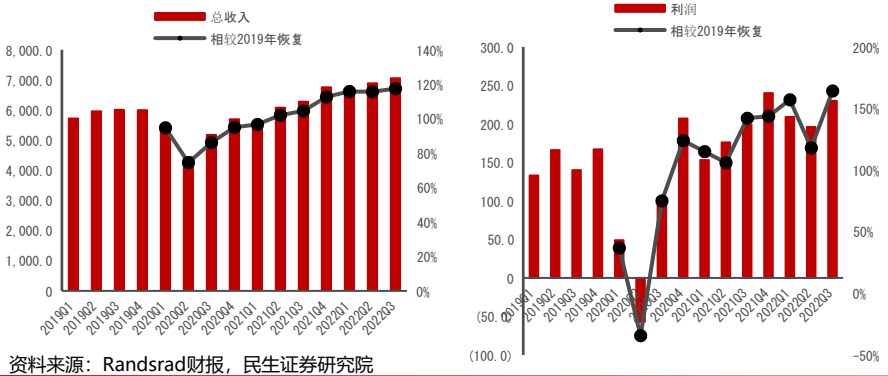
- **海外：Adecco灵活用工业务展现回暖趋势。**新冠疫情爆发后，各国先后宣布进入紧急封控状态，部分企业暂时冻结招聘，对人力资源服务的需求减少，Adecco2018/2019/2020/2021灵活用工业务同比增速分别为0.07%/-1.99%/-17.78%/3.35%。
- **Manpower长期招聘业务迎来强劲反弹。**2020/2021长期招聘业务总体增速为-25.2%/45.5%，分地区看，美国和意大利恢复程度最高，2022Q3为2019年同期的1.37倍/1.05倍，亚太地区恢复程度较低，2022Q3恢复至2019年同期9.4成。

图表：Adecco2018-2021灵活用工同比增速



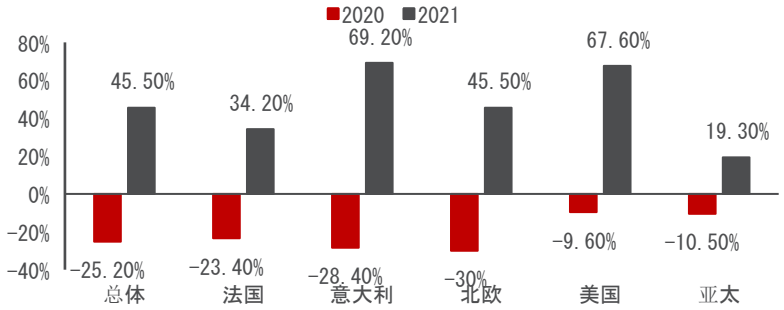
资料来源：Adecco财报，民生证券研究院

图表： Randsrad分季度收入和利润恢复情况（单位：百万美元）



资料来源：Randsrad财报，民生证券研究院

图表：manpower2020-2021长期招聘业务同比增速

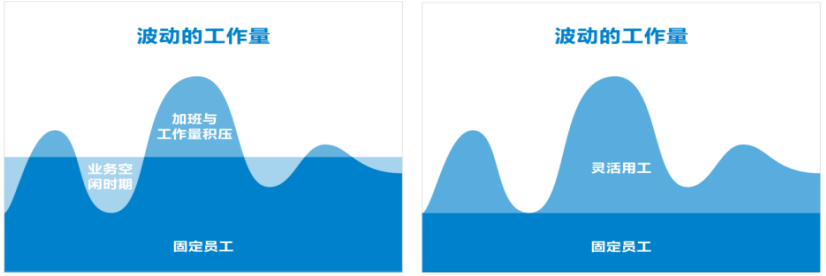


资料来源：manpower财报，民生证券研究院

3.5 人服：我国人力资源服务发展逐步完善，细分赛道日益涌现

- **灵活用工主打降本增效，蓝海市场前景广阔。**灵活用工2021年国内行业规模达到8832亿，五年来行业复合增速达到44.09%，服务费用率决定其利润天花板，在全额收入确认法下毛利率约在9-10%。灵活用工基于临时性、替代性和辅助性这些特性，使其多渗入生活职能类岗位。同时灵工使企业端降本增效，属于顺周期兼具抗周期行业。
- **猎头业务：成熟行业，顺周期性强。**2021年国内行业规模达到2012亿，五年来行业复合增速达到21.08%。属于比较成熟的细分赛道之一，整体为顺周期的行业。
- **在线招聘：2021年国内行业规模达到722亿，五年来行业复合增速达到24.23%。**在线招聘主打线上招聘，灵活用工主打线下交付，两者业务存在互补。未来与灵活用工企业或将走向一体化。
- **人事代理：2021年国内行业规模达到1064亿，五年来行业复合增速达到13.25%。**逐渐趋于成熟，属于顺周期行业。

图表：灵活用工有助于企业降本增效



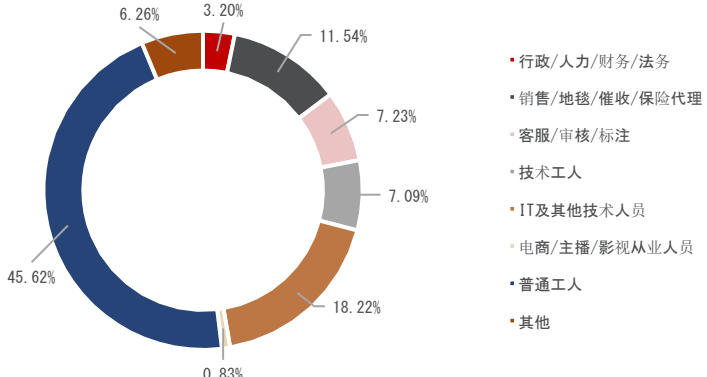
资料来源：民生证券研究院

图表：人力资源行业重点细分赛道

细分赛道	2021年行业规模（亿元）	人服行业占比	2016-2021行业复合增速	集中度	行业毛利率
灵活用工	8832	35.90%	44.09%	CR3<2%	9%-10%(全额法确认)
猎头	2012	8.18%	21.08%	分散	线下30%-40%；线上70%+
在线招聘	722	2.93%	24.23%	CR4:22% CR4:72.3%	80%-90%
人事代理	1064	4.33%	13.25%	较集中	70%-80%

资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2021国内灵活用工行业分布



资料来源：人瑞人才《中国灵活用工发展报告蓝皮书2022》，《人力资源行业深度报告》，民生证券研究院

3.5 人服：整体顺周期，子赛道灵活用工兼具抗周期韵律

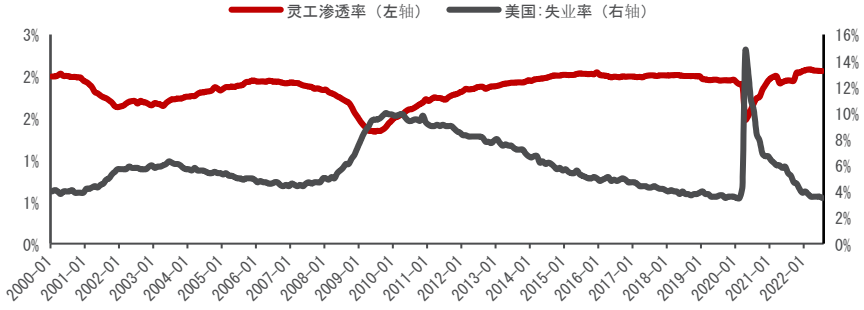
- **人力资源行业整体具备顺周期属性**
  - 以欧洲为例，当经济景气，GDP同比增速较高时，欧洲的人力资源机构工作时长增速也较高，人力资源行业整体景气度较高
- **在渗透率还比较低的情况下，灵活用工在经济下行时期依然有较强的成长性，具备一定的抗周期属性，表现为在经济扩张或复苏时将会呈现高增长，在经济下行时则体现出一定韧性**
  - 以美国为例，美国的灵工渗透率和失业率呈现明显的对称结构，在失业率高企时其灵工渗透率下降，这体现了灵工行业顺周期的特点
  - 以日本为例，在90年代，时值日本经济泡沫破灭、GDP负增长，但灵活用工渗透率在《劳务派遣法》实施后一路上行，在2008年金融危机时，灵活用工渗透率依然保持坚韧，充分体现了其抗周期性这一特点

图表：欧洲人力资源机构工作时长与GDP增速关系



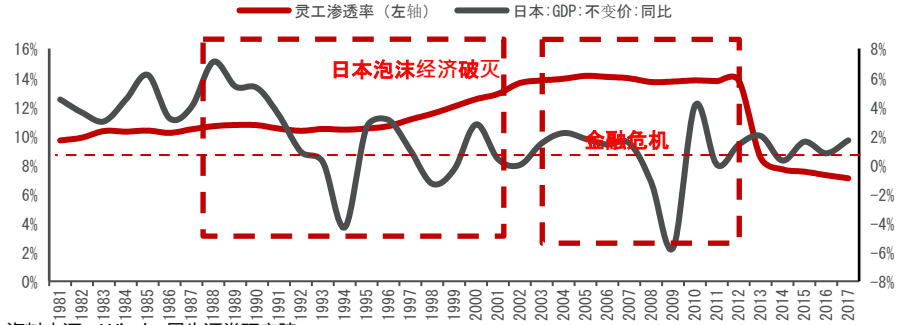
资料来源：WEC报告，民生证券研究院

图表：美国灵活用工渗透率情况



资料来源：FRED，民生证券研究院

图表：日本灵活用工渗透率情况

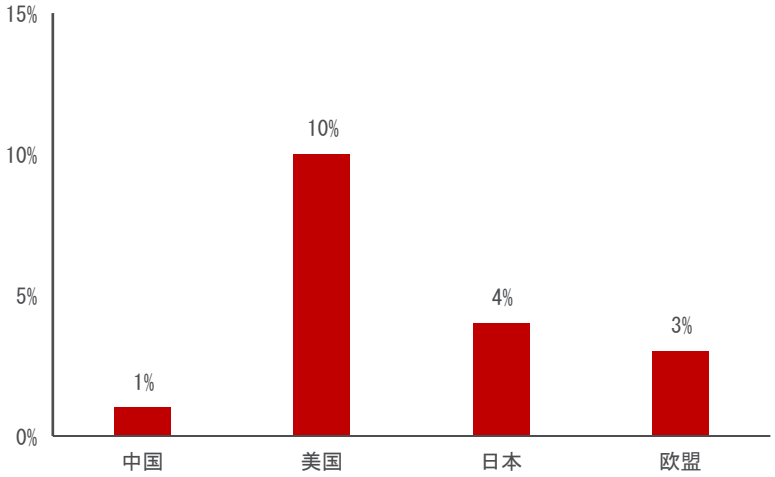


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.5 长期逻辑：我国的灵工渗透率低，后疫情时代下提升空间大

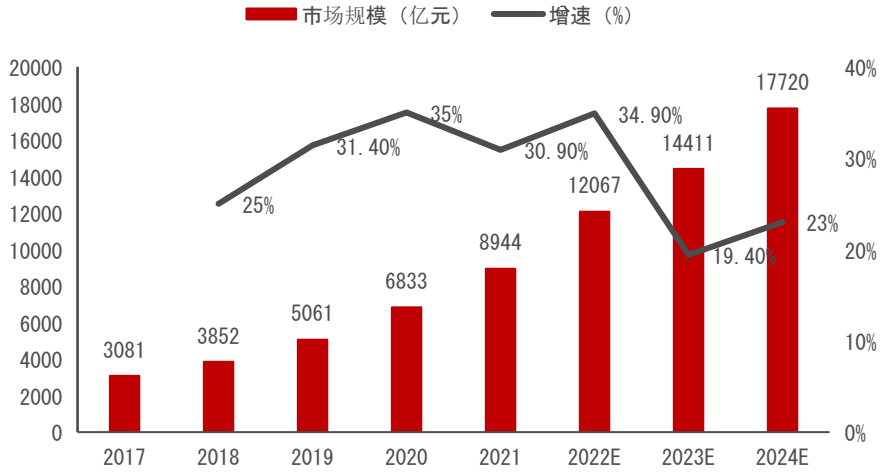
- **当前我国灵工渗透率相较于发达国家/地区偏低，渗透率仍有较大提升空间**：根据人瑞人才招股说明书，2018年美国/日本/欧盟的灵活用工渗透率分别为10%/4%/3%，而我国2018年灵活用工渗透率不足1%。
- **我国灵活用工市场规模发展潜力大**：根据艾瑞咨询公布的《2022年中国灵活用工市场研究报告》，2020/2021中国灵工市场规模为6833/8944亿元，增速为35%/30.9%，预计2024年中国灵工市场规模将达17720亿元。

图表：2018年世界主要国家（地区）灵活用工渗透率



资料来源：人瑞人才招股说明书，民生证券研究院

图表：中国灵活用工市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询《2022年中国灵活用工市场研究报告》，民生证券研究院

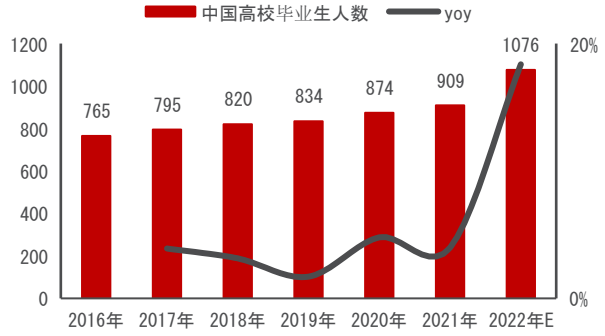
3.5 长期逻辑：劳动力市场、企业端、产业端呼唤大人力资源行业时代到来

民生证券 MINSHENG SECURITIES

■ 驱动因素1：劳动力市场供需问题突出

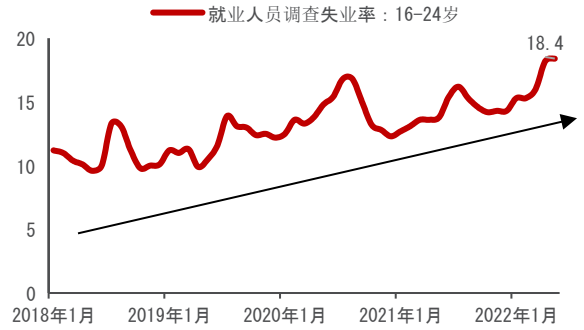
- **劳动力市场背景：目前国内劳动力市场正面临“高校毕业生人数创新高+青年失业率攀升+企业求人倍率高”的供需错配困境；**
  - 高校毕业生人数逐年增加，根据教育部预测，2022年毕业生人数预计达到1076万人
  - 青年失业率逐步攀升，2022年5月16-24岁就业人员调查失业率达18.4%，再创新高
  - 2021Q3，我国百城三季度公共就业服务机构市场需求人数为402.4万人，进入市场的求职者为263.5万人，求人倍率为1.53
  - 我国的求人倍率长期保持在1.2以上，2020年疫情以来供需缺口保持扩大的趋势
- **具备“中介”属性的人力资源机构的出现，有助于消除信息不对称的问题，平衡劳动力市场的供求关系**

图表：2016-2022E中国高校毕业生人数（单位：万人）



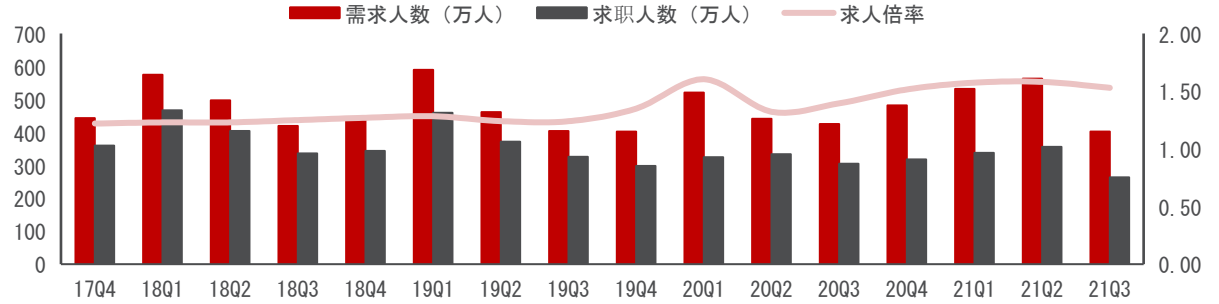
资料来源：教育部，民生证券研究院

图表：2018-2022.5国内16-24岁人群调查失业率情况（%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：国内企业求人倍率情况



资料来源：人社部，民生证券研究院

3.5 长期逻辑：劳动力市场、企业端、产业端呼唤大人力资源行业时代到来

■ **驱动因素2：企业用人成本上行**

➢ **企业端市场背景：面临人口红利消退带来用人成本上行挑战**

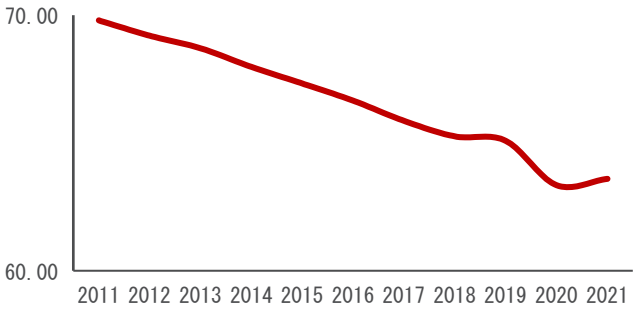
- 劳动年龄人口绝对量及占总人口比例自2012年起持续下降：2011-2021年就业人口占总人口比例从69.8%下降到63.6%，就业人口绝对量从9.41亿下滑到8.98亿人
- 2012年-2021年我国城镇非私营单位就业人员年平均工资从2.88万增长至6.29万，CAGR为9% 。

■ **驱动因素3：产业结构变迁**

➢ **产业端市场背景：在更长维度的产业端则面临产业结构调整带来人员流动性大加大的特点**

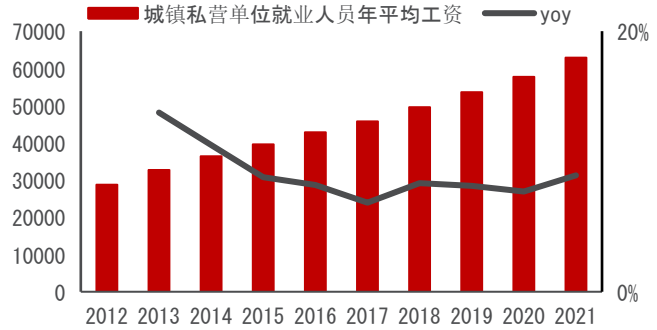
- 第三产业从业人员占比已经从2011年的35.7%提升到2021年底47.7%
- 第三产业具有人员密集、人员流动大等显著特征，催生我国人资服务行业向更广阔的业务领域拓展

图表：2011-2021年15-59岁人口占比情况（%）



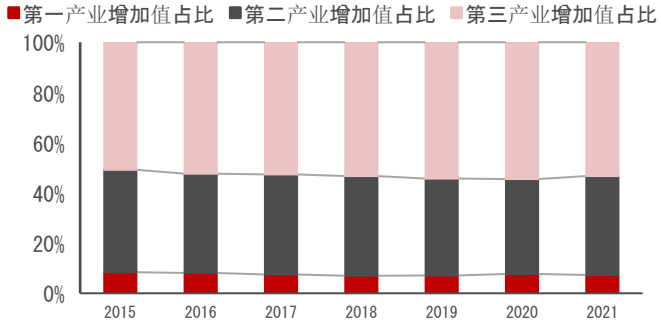
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2012-2021年城镇私营单位就业人员年平均工资（元）



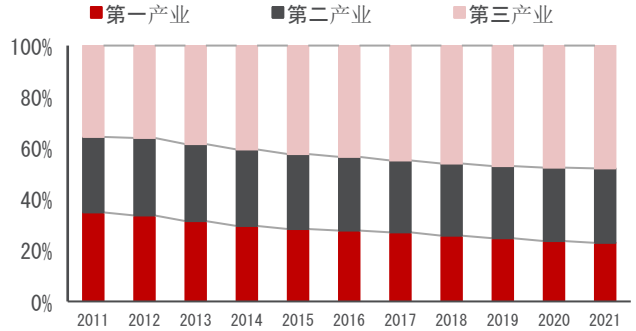
资料来源：国家统计局，人社部，民生证券研究院

图表：2015-2021年三大产业增加值占GDP比重



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：2011-2021年三大产业就业人数占比情况



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

3.5 再发重磅政策，提挈人服市场快速发展

- **政策对人力资源服务机构发展持明显支持态度，招聘求职、灵活用工受肯定，政策提挈下，人服行业迎来良好的发展环境。**

✓ 今年7月人社保障部印发《关于开展人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》提出七项具体措施：
①大规模开展求职招聘服务；
②全力促进高校毕业生就业；
③积极助力农民工稳定就业；
④着力保障重点领域用工；
⑤创新发展灵活用工服务；
⑥积极支持人力资源服务机构发展；
⑦加强人力资源市场供求信息检测

- **20大：“实施就业优先战略”&“人才强国战略”**

- 2022年12月出台的人服创新发展计划进一步明确深化人力资源服务供给侧结构性改革的方向，并强调到2025年重点培育形成50家左右人力资源服务龙头企业以及100家左右“专精特新”企业，**有助于进一步提升人服行业服务效率和质量，提高人力资源行业集中度，培育出优质人服龙头企业，并进一步强化头部优质企业的示范作用。**

“十一五”期间 2006-2010	“十二五”期间 2011-2015	“十三五”期间 2016-2020	“十四五”期间 2021-2025
人才服务业务**首次正式写入**国务院文件，对整个人力资源服务业的重视程度开始提高，实时进程加快。	**人力资源服务体系建立初见成效**，大力支持人力资源服务业发展，推动各类人力资源服务创新。	明确人力资源服务行业**“市场主导，政府推动”**的发展方向，完善法律法规体系建设，鼓励行业内企业发展	进一步加快人力资源服务业**高质量发展，推动人力资源服务业与实体经济相结合**。

年份	政策名称	政策内容
2022.7	《关于开展人力资源服务机构稳就业促就业行动的通知》	大规模开展求职招聘服务、创新发展灵活用工业务等。
2021.12	《要素市场化配置综合改革试点总体方案》	加快发展人力资源服务业，把服务就业的规模和质量等作为衡量行业发展成效的首要标准。
2021.11	《关于推进新时代人力资源服务业高质量发展的意见》	到2025年，行业营业收入突破2.5万亿元，人力资源服务机构达到5万家，从业人员数量达到110万。培育50家骨干龙头企业。国家级人力资源服务产业园达到30家左右。
2021.8	《“十四五”就业促进规划》	鼓励人力资源服务管理创新、技术创新、服务创新和产品创新，大力发展人力资源管理咨询、高级人才寻访、人才测评等高级技术、高级附加值业态。
2021.3	《十四五发展规划和2035年远景目标纲要》	推动生产性服务业融合化发展，聚焦提高要素配置效率，推动供应链金融、信息数据、人力资源等服务创新发展。
2020.7	《关于支持多渠道灵活就业的意见》	将支持灵活就业作为稳就业和保居民就业的重要举措，鼓励各类人力资源服务机构为灵活就业人员提供规范有序的求职招聘、技能培训、人力资源外包等专业化服务，按规定给予就业创业服务补助。
2022.12	《关于实施人力资源服务业创新发展行动计划（2023-2025年）的通知》	指导各地深化人力资源服务供给侧结构性改革，培育壮大市场化就业和人才服务力量，培育壮大人力资源服务市场主体，到2025年重点培育形成50家左右人力资源服务龙头企业和100家左右“专精特新”企业。



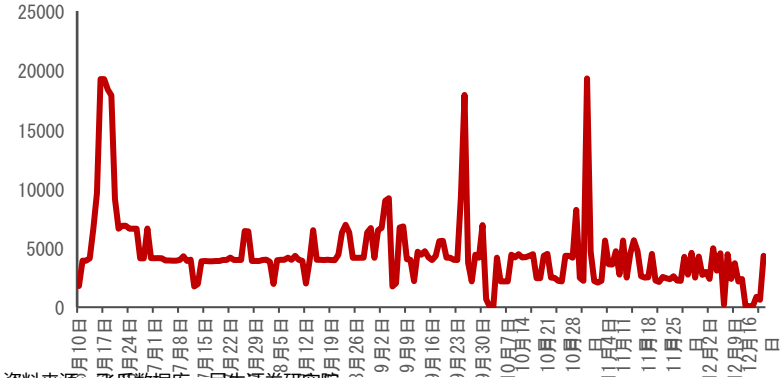
3.6 教育：职教为主旋律，龙头有望深度受益于线下授课模式及排课节奏恢复正常带来的招生复苏

3.6 教育：破局重生——K12教育机构转型直播带货谋求发展

➢ **双减政策出台，K12教育机构，积极转型直播带货谋求发展**

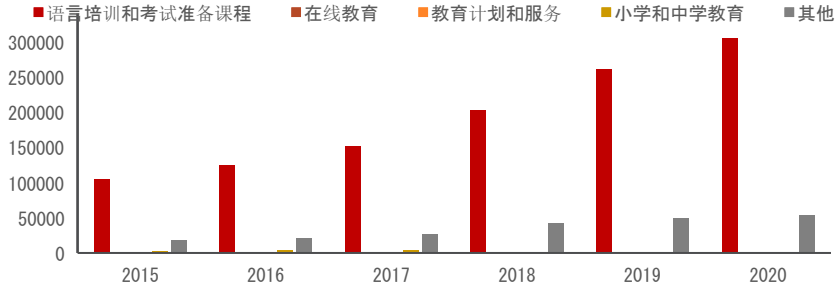
- **新东方**：新东方K12业务受相关政策影响难以为继，为寻求转型，公司成立东方甄选，转型直播电商带货构建第二生命曲线。公司充分利用自身优势，采用“知识输出+带货”的形式，输出优质内容，在抖音平台成功打响K12机构转型第一枪。
- **GMV**：东方甄选成立于2021年，为新东方在线旗下农产品电商平台，通过直播形式推广销售多种产品。2022年6月8日，东方甄选抖音直播间因董宇辉走红，6月10日晚粉丝数量突破100万，GMV达1486.3万元，618期间累积销售额突破3亿元。东方甄选系列账号6-9月销售额均位于榜首，6-8月三个月累积GMV为22.49亿元，截至12月1日，累积GMV达41.1亿元，当周日均GMV1673万元，环比增加35.9%。
- **粉丝**：系列账号粉丝总量稳步提升，截至12月17日公司已拥有3605万粉丝。
- 除新东方之外，其他K12巨头也纷纷尝试直播电商业务。
- 好未来开设“学家优品”直播间，高途集团开设“高途好物”直播间。

图表：2022年6月-12月东方甄选总GMV(万)



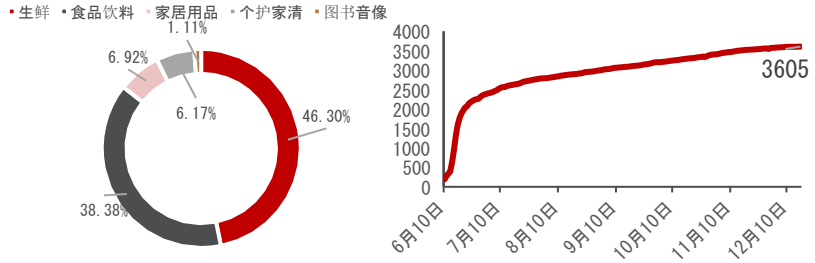
资料来源：飞瓜数据库，民生证券研究院

图表：2015-2020年新东方教育收入结构(单位：万元)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：2022年东方甄选带货结构以及系列账号累计粉丝数（万）



资料来源：飞瓜数据库，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

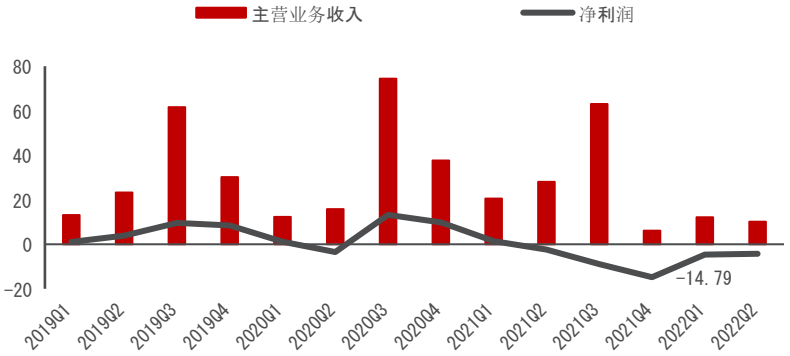
3.6 教育：降本增效——招录培训职教龙头疫情期间修炼内功重获发展动力

民生证券 MINSHENG SECURITIES

➢ **招录培训龙头疫情期间业绩承压，降本增效成果显著，重获发展动力**

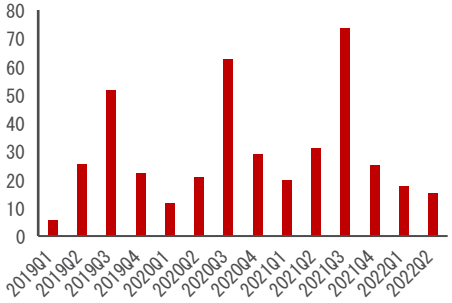
- **中公教育2021 Q2-2021Q4业绩受疫情干扰，退费率大幅提升，业绩承压。**归母净利润为-2.38/-8.91/-14.79亿元，yoy-31.8%/-167.4%/-250.5%。
- **2020年下半年，中公教育加强成本管理，缩减非核心管理人员、师资人员和研发人员数量，降本增效初具成效，**2022Q3销售费用同比下降25.45%，管理费用同比下降49.75%。
- 此外，**中公将加速线上全景声课程体系改造推动职业教育数字化转型，并持续管理创新**，打造“人单合一共创共赢”管理模式、降本增效，通过结构性产品调整、加速布局职业教育发展等手段对冲疫情及衍生风险，努力实现2022经营提振计划。

图表：中公教育营业收入及利润（单位：亿元）



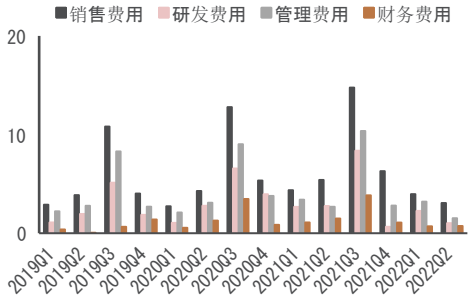
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：中公教育营业成本（单位：亿元）



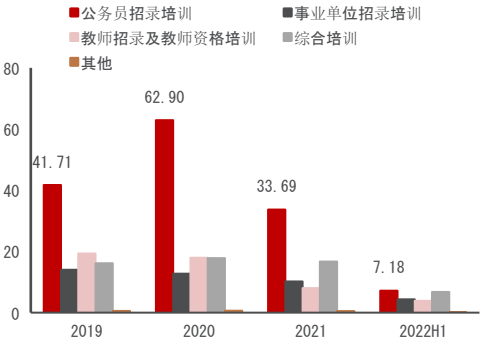
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：中公教育各项费用（单位：亿元）



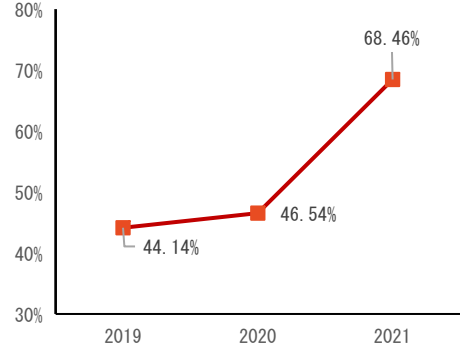
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：公司各项业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：2021年公司退费率大幅提升

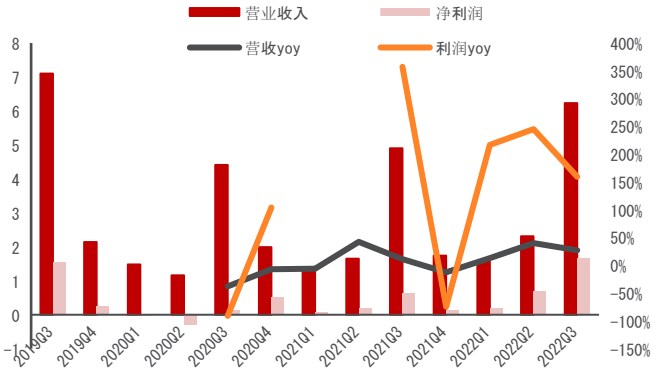


资料来源：ifind，民生证券研究院

3.6 教育：职教龙头有望深度受益于线下授课模式及排课节奏恢复正常带来的招生复苏

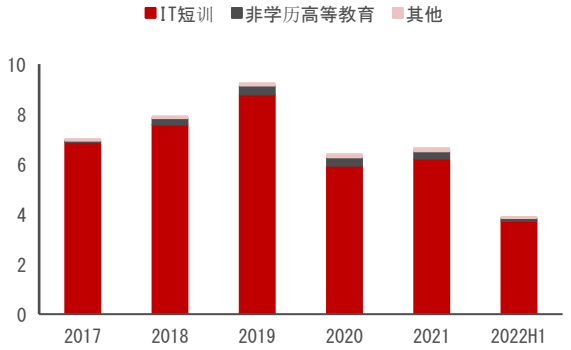
- **疫情防控新十条落地，线下授课及培训结构将恢复正常，招生有望复苏。**新冠防控扰乱职教招生及培训节奏，大部分机构招生及培训模式由线下转为线上，但线上培训相对线下授课效果略有打折，整体招生吸引力略有欠缺。新十条政策落地后，伴随人口流动回归正常，职教招生及培训有望恢复疫情之前线上宣传资讯+线下报班培训的模式，进一步带动学员报班意愿提升。
- **下游行业复苏拉动上游职教技能培训需求回暖。**职教下游行业众多，伴随下游就业行业复苏，会以提升就业人员薪资或提供更多就业岗位等方式吸引人才就业，从而带动对上游行业职教技能培训需求回暖。
- **传智教育业绩提振，有望持续深度受益于招生复苏及下游人才需求回暖拉动上游培训需求。**传智教育是以数字化人才培训为主营业务的职业教育培训机构，IT短期业务培训（现场培训为主）是公司主要收入来源，2020年公司收入5.94亿元，同比下滑30.75%，主要因为公司线下培训活动无法正常开展。为应对疫情形势公司将线下培训转为线上培训，但意向客户更倾向于参加线下培训，导致疫情期间公司客户量下降，2021年随着疫情防控形势和经济形势的好转，公司所有教学中心陆续恢复线下教学，客户量逐步恢复，22Q1/Q2/Q3营收同比增长12.86%/40.50%/25.98%，归母净利润各增193.77%/248.57%/108.80%。

图表：传智教育分季度收入、利润及对应增速（单位：亿元）



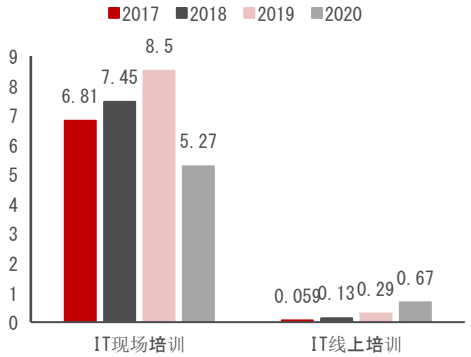
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2018-2022H1公司分业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：2020年公司线上业务增长，线下下滑（单位：亿元）

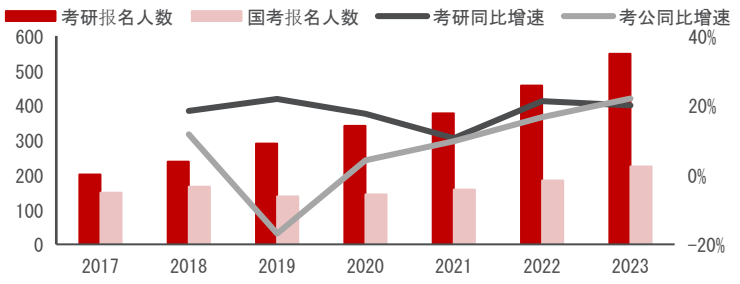


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.6 教育：招录培训需求热度不减，职教改革大势所趋，学历&非学历职教空间广阔

- **中国的职业教育与培训制度可以分为学历与非学历职业教育培训。**学历职业教育培训毕业的学员可获中国政府承认的文凭。相比之下，非学历职业教育培训的学员侧重掌握未来就职所需的知识和技能但不会获得正式的学位或文凭。2021年中国职业教育培训行业的市场规模为7811亿元，2016-2021年复合年均增长率为8.6%，预期2026将突破万亿，市场空间广阔。
- **考研考公人数逐年增加，考研及招录市场广阔。**2019-2022考研和国考报名人数持续增长，2021/2022/2023届考研报名人数为377/457/548.4万人，同比增速为10.56%/21.22%/20%，国考报名人数为157.6/183.78/224.17万人，同比增速为9.67%/16.61%/21.98%。而2023年录取计划压缩至90万，报录比为6：1，考研考公竞争激烈意味着对培训的需求增加。
- **人才市场结构失衡，职教改革鼓励职教发展，带动招生规模扩张。**根据麦可思2018年数据，我国高等教育人才结构“多研究，少应用”特点显著，而美国和德国发达国家应用型人才占比分别为67.6%和57.4%，我国的职业教育改革势在必行。伴随一系列鼓励职业教育发展的政策文件落地，职业教育招生规模有望扩张，前景广阔。

图表：我国考研和考公报名人数（单位：百万人）



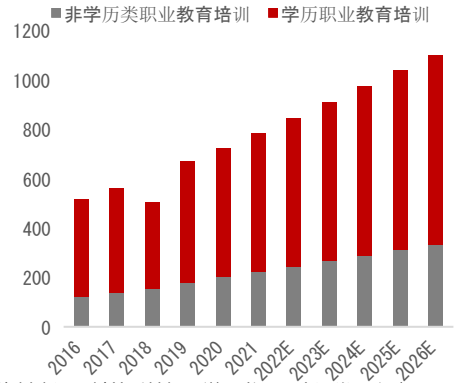
资料来源：搜狐网，民生证券研究院

图表：2021-2022我国颁布的激励职教发展政策

时间	政策	内容概要
2021年3月	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	**十四五期间高等教育毛入学率提升至60%**；推行“学历证书+职业技能等级证书”制度；一体化设计中职、高职、本科职业教育培养体系，深化“三教”改革。
2021年10月	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》	鼓励上市公司、行业龙头企业举办职业教育，鼓励各类企业依法参与举办职业教育。2025年职业本科教育招生规模不低于高等职业教育招生规模的10%。
2022年5月	新修订《职业教育法》	1.明确职业教育的目的定位；2.强化职业教育办学主体；3.平等职业教育的机会待遇。
2022年10月	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》	十四五期末，技能人才占就业人员的比例达到30%以上，高技能人才占技能人才的比例达到1/3。意见要求发挥职业学校培养高技能人才的基础性作用，优化高技能人才培养资源和服务供给。

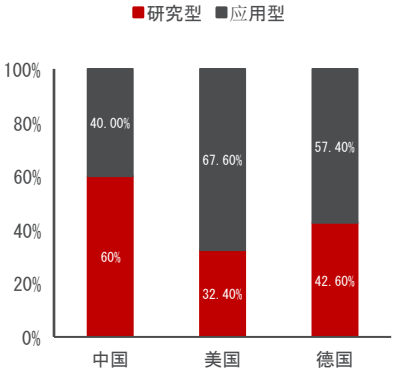
资料来源：教育局，国务院办公厅，民生证券研究院

图表：中国职业教育培训行业市场规模（单位：亿元）



资料来源：粉笔科技招股说明书，民生证券研究院

图表：2018年我国与发达国家人才结构对比



资料来源：麦可思，民生证券研究院



4. 投资建议

4 投资建议

- **2023年四大投资主线：1）把握受益于离岛免税客流逐步修复、有市内免税政策增量的免税龙头；2）把握受益于疫后企业用人需求有望迎来回暖、政策支持的人服标的；3）把握社服本土消费品牌升级趋势，布局疫后出行修复下的高成长性的酒店、餐饮、景区龙头；4）关注政策支持下持续扩容的职教“赛道”。**

1. **把握受益于离岛免税客流逐步修复、有市内免税政策增量的免税龙头：**疫情期间离岛免税客流整体承压，其高速成长是由渗透率和客单价提升驱动，因此在社会进入疫情放开阶段后，客流的修复将成为离岛免税快速发展的后续动力，近期快速修复的数据也表明今年海南有望迎来第一个疫后春节旺季行情；其次，我们预计国人市内免税店政策将在明年落地，届时将打开全新的成长空间，免税龙头有望充分享受这一市内免税店红利。重点推荐具备规模/供应链/渠道/先发/运营等多重优势，市场地位稳固的免税龙头中国中免，推荐“有税+免税”双轮驱动的百货龙头王府井，建议关注海南发展、海汽集团、海南机场、格力地产。

2. **把握受益于疫后企业用人需求有望迎来回暖、政策支持的人服标的：**疫情期间企业冻结了部分招聘需求，从国外复苏路径来看，这部分招聘需求有望在疫后迎来充分释放；其次，三年疫情对于国内中小型企业使用灵活用工以降本增效有一定的催化作用，我们认为灵活用工在后疫情时代下的渗透率有望持续提升；最后，政策端对人力资源支持力度加大，提出要在2025年培育50家人服企业。我们重点推荐灵活用工龙头标的科锐国际、老牌综合人服国企北京城乡、外服控股。

3. **把握社服本土消费品牌升级趋势，布局疫后出行修复下的高成长性的酒店、餐饮、景区龙头：**此前疫情影响出行为酒店/旅游/餐饮/线下消费业态需求端及业绩端承压的直接因素。随着“十二条”的落地，社会面明确进入放开阶段，上述行业需求有望实现高弹性复苏，我们重点推荐壁垒夯实、存在潜在收并购计划的酒店龙头标的锦江酒店+君亭酒店；建议关注华住集团+首旅酒店，休闲景区标的中我们推荐天目湖+中青旅+宋城演艺；餐饮方面，随着居民收入水平提高，民族意识强化，Z世代开始走向经济独立，本土文化将重新彰显在生活方式/社服消费上的话语权，看好新茶饮/咖啡/小酒馆“赛道”通过产品/业态/营销创新涌现一批本土品牌，推荐具备高成长弹性的茶饮龙头奈雪的茶+连锁小酒馆龙头海伦司，建议关注市场格局逐渐清晰，加速下沉的蜜雪冰城+瑞幸，建议关注疫后同店有望修复/新品牌&新业态正在孵化的餐饮龙头海底捞+九毛九+呷哺呷哺。

4. **关注政策支持下持续扩容的职教“赛道”：**随着国内经济增速趋缓，就业压力加大，职业教育为缓和就业矛盾的重要手段，当前政策环境不断优化，后续有望延续高景气，建议关注职教龙头中公教育。

图表：社服板块核心推荐标的及建议关注标的盈利预测及估值（截至2022/12/23）

板块	股票代码	证券简称	最新收盘价	EPS（元）			PE		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
免税	601888.SH	**中国中免**	223.33	4.67	3.49	6.66	48	64	34
	600859.SH	**王府井**	28.93	1.18	0.65	0.90	25	45	32
	002163.SZ	海南发展	11.42	0.13	0.12	0.20	88	95	57
	603069.SH	海汽集团*	27.85	-0.23	-0.04	0.14	/	/	199
	600515.SH	海南机场*	4.99	0.04	0.16	0.10	125	31	50
人服	300662.SZ	**科锐国际**	49.64	1.28	1.58	2.14	39	31	23
	600861.SH	**北京城乡**	21.88	-0.20	2.33	2.74	/	9	8
	600662.SH	**外服控股**	6.12	0.23	0.25	0.30	27	24	20
酒店	301073.SZ	**君亭酒店**	68.9	0.31	0.46	1.64	222	150	42
	600754.SH	**锦江酒店**	57.08	0.09	0.07	1.98	634	815	29
	600258.SH	**首旅酒店**	25.49	0.05	-0.27	0.98	510	/	26
	601007.SH	金陵饭店	9.94	0.07	0.13	0.38	142	76	26
	1179.HK	**华住集团**	34.05	-0.15	-0.07	0.71	/	/	48
餐饮	603043.SH	广州酒家	25.74	0.98	1.17	1.42	26	22	18
	9922.HK	九毛九	20.55	0.23	0.23	0.43	89	89	48
	9869.HK	**海伦司**	14.96	-0.18	0.16	0.47	/	94	32
	605108.SH	同庆楼	35.92	0.55	0.58	1.10	65	62	33
	2150.HK	**奈雪的茶**	7.05	-2.64	-0.15	0.14	/	/	50
	0520.HK	呷哺呷哺*	8.98	-0.27	-0.18	0.23	/	/	39
	6862.HK	海底捞	21.75	-0.75	0.05	0.29	/	435	75
休闲景区	600138.SH	**中青旅**	15.64	0.03	-0.18	0.43	521	/	36
	300144.SZ	**宋城演艺**	14.94	0.12	0.04	0.40	125	374	37
	603136.SH	**天目湖**	27.79	0.28	0.18	0.73	99	154	38
	600054.SH	黄山旅游	12.17	0.06	0.07	0.35	203	174	35
教育	002607.SZ	中公教育	5.71	-0.38	0.28	0.38	/	20	15
	003032.SZ	传智教育*	18	0.19	0.47	0.57	95	38	32
	0839.HK	中教控股*	10.2	0.54	0.62	0.88	19	16	12
	0667.HK	中国东方教育*	6.71	0.13	0.19	0.27	52	35	25

资料来源：WIND，民生证券研究院预测；注：1）带*个股为未覆盖标的，未覆盖个股EPS采用WIND一致预期；2）港股货币单位均为HKD；3）股价为12月23日收盘价；4）加粗为核心推荐标的.



5. 风险提示

5 风险提示

- **宏观经济增速不及预期风险：**如宏观经济增速低于预期，将影响市场出行需求，拖慢酒店业复苏节奏，同时将影响消费者收入预期，影响线下消费复苏。
- **新冠疫苗接种/特效药进展不及预期：**疫苗是抗击疫情长期的解决方案，也是后续政府能够柔化防疫政策/放松出行管制的重要前提条件；疫苗接种/特效药进展如不及预期，将拖慢后续酒旅业复苏节奏。
- **龙头扩张/项目推进不及预期：**当前国内酒店/餐饮/茶饮/酒馆等线下消费龙头均借后疫情时代行业出清的机会窗口，发力扩张，这其中亦包括景区龙头推进新项目开发，但由于公司本身经营管理/以及疫情短期影响，拓店/项目开发进程可能不达预期，影响公司未来的盈利预测。
- **政策环境改变风险：**免税/职教/灵工行业的高景气一定程度上有赖于政策环境的利好，后续政策政策环境变化，包括支持弱化/转向将对行业发展带来不利影响。
- **行业竞争加剧风险：**在市场格局尚未完全稳固的茶饮/酒馆/咖啡等线下消费新业态，新进入者有可能影响当前市场格局，侵蚀龙头市场份额。



THANKS 致谢

民生商社研究团队：

分析师　刘文正
执业证号：S0100521100009
电话：13122831967
邮件：liuwenzheng@mszq.com

分析师　饶临风
执业证号：S0100522120002
电话：15951933859
邮件：raolinfeng@mszq.com

研究助理　邓奕辰
执业证号：S0100121120048
电话：13585520099
邮件：dengyichen@mszq.com

研究助理　周诗琪
执业证号：S0100122070030
电话：15821501215
邮件：zhoushiqi@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

* 请务必阅读最后一页免责声明

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。
本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。
本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。