



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

社服行业研究框架

报告日期：2023年1月12日

理性投资 专业融资

RATIONAL INVESTMENT PROFESSIONAL FINANCING

核心观点与投资建议

核心观点

免税：成长逻辑稳健的优质赛道，规模优势强化增长逻辑，看好免税龙头长期价值空间。

疫后复苏+消费升级+政策支持，支撑行业高成长性。牌照为准入门槛，规模决定对上游品牌、渠道的获取与议价能力，龙头运营商价格、成本及市场优势尽显。

酒店：连锁化支撑行业增量空间，下沉与结构升级并进，关注龙头布局策略与拓店进展。

短期疫后复苏支撑需求端改善，长期看龙头在不同档次与区域布局策略驱动下的格局演变。

餐饮：疫后修复较快，关注火锅、单品、酒馆等优质赛道。选赛道：供给看供应链与标准化决定的规模化难易，需求看刚性与客单价。选标的：看单店模型优化+拓店布局。

旅游：政策方向明确有望底部修复，消费升级趋势不变，静候出境游与高端度假板块机遇。

景区关注长线游恢复及疫后周边游兴起下高端度假的需求上升，出境游看好政策面提振。

投资建议

看好社服行业在防疫政策方向明确后的复苏势头，建议布局受益板块估值修复同时内生增长逻辑稳健的相关标的。免税：看好客流恢复支撑下市场份额不断巩固的免税龙头**中国中免**。

酒店：中高端升级趋势明确，龙头酒店集团品牌、规模及管理优势突出。相关

标的有龙头企业**锦江酒店、首旅酒店、华住集团**以及专注中高端市场的**君亭酒店**。餐饮：

关注优质赛道下龙头餐饮企业的拓店情况和经营表现。相关标的有**海伦司、九毛九、海底捞、呷哺呷哺**。

旅游：关注防疫政策放宽与消费升级趋势下出境游与高端游的投资机遇，相关标的有**中青旅、天目湖、长白山、海昌海洋公园、携程集团、众信旅游**。

风险提示

疫后消费信心复苏不及预期；海南免税运营商竞争加剧；酒店加盟低于预期；宏观经济波动；政策监管风险。

报告作者

作者姓名 汪玲

资格证书 S1710521070001

电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

联系人 贺晓涵

电子邮箱 hexh679@easec.com.cn

相关研究

《餐饮行业系列深度：知秋晓春，从英国看中国酒馆行业发展演进_20221222》 2022.12.22

《餐饮行业系列深度：舌尖上的江湖，烧烤赛道复盘与展望_20221202》 2022.12.02

目录

CONTENTS



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

01/ 免税

成长逻辑稳健的优质赛道，看好免税龙头长期价值空间

02/ 酒店

下沉与结构升级并进，关注龙头布局策略与拓店进展

03/ 餐饮

疫后修复较快，关注火锅、单品、酒馆等优质赛道

04/ 旅游

政策方向明确有望底部修复，静候出境游与高端度假板块机遇

05/ 投资建议与风险提示



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

PART 01

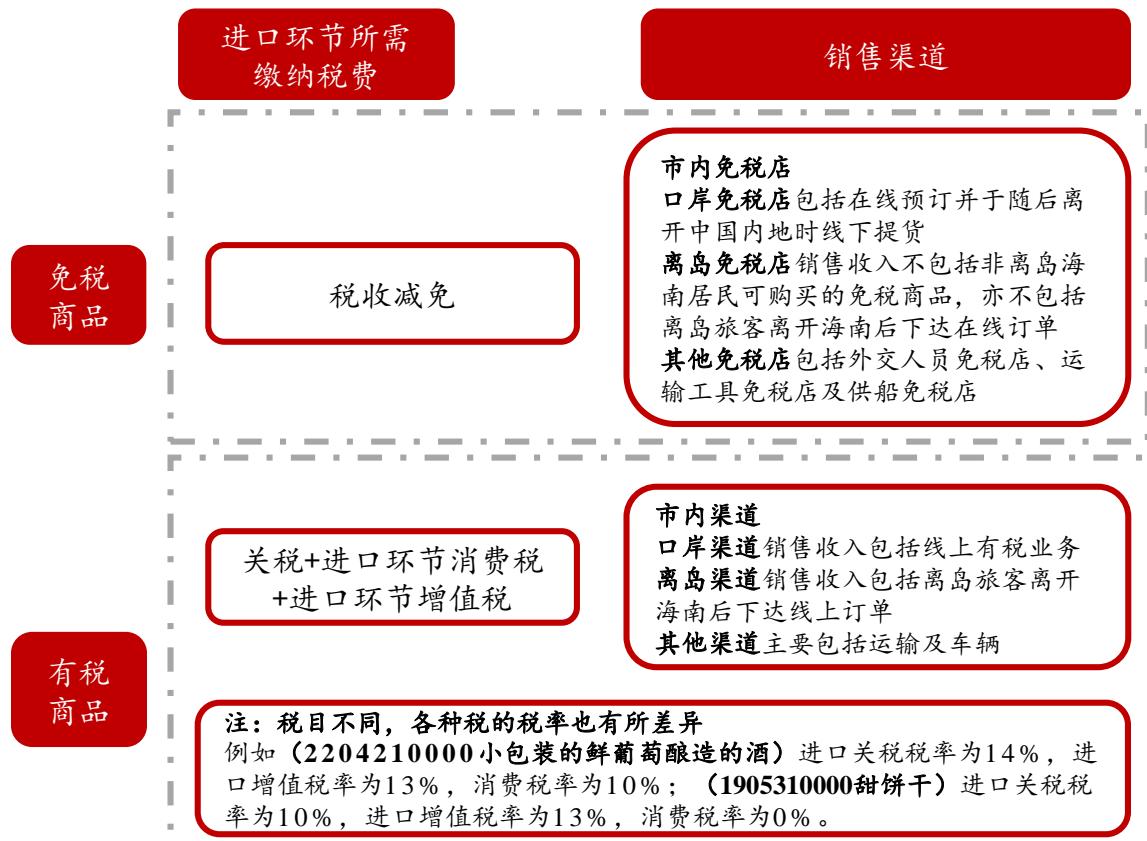
1

免税

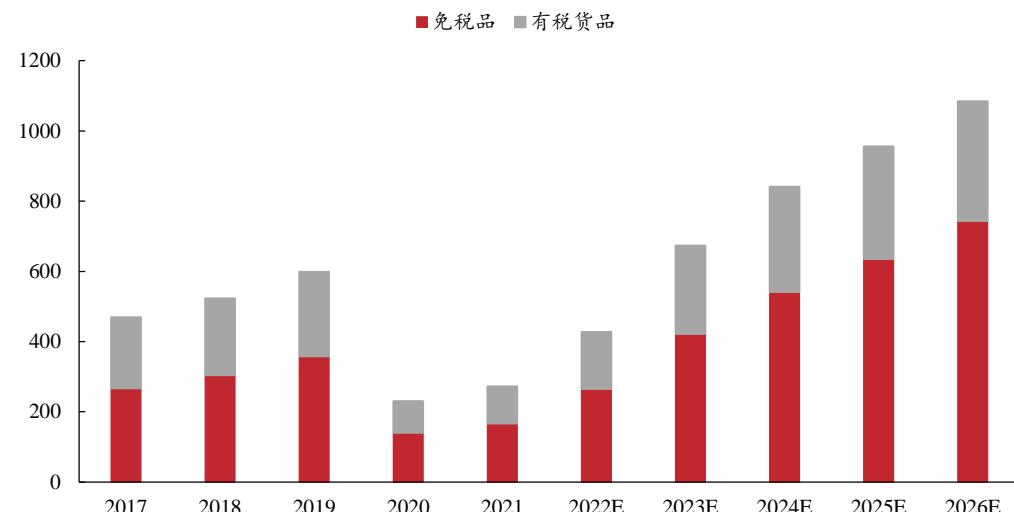
行业简介：消费回流+消费升级下的优质赛道，市场规模有望高增

- 免税品减免的税项包括**关税+进口环节消费税+进口环节增值税**，免税品免税额=关税完税价格*关税税率*[1+1/(1-消费税率)*(消费税率+增值税率)]，不同税目税率不同，免税品价格比有税品价格低10%-50%。
- 免税行业的发展起始于20世纪中叶的欧洲，各国推出免税政策的目的在于促进国际旅游中的购物消费，引导消费回流。
- 根据弗若斯特沙利文预测，随着疫后复苏，2023-2026年，全球免税和有税品旅游零售市场规模CAGR分别达21%/11%。

图表1：有税品与免税品的差异比较



图表2：全球旅游零售市场的市场规模（十亿元）



	市场规模CAGR (2017-2019)	市场规模CAGR (2019-2021)	市场规模CAGR (2021-2023E)	市场规模CAGR (2023E-2026E)
免税品	15.8%	-31.7%	4.2%	20.8%
有税货品	9.1%	-34.0%	1.0%	10.7%
合计	12.9%	-32.6%	3.0%	17.2%

资料来源：弗若斯特沙利文，中国中免招股说明书，东亚前海证券研究所

渠道结构：销售渠道逐步丰富，疫情重塑市场结构

疫后离岛免税主体地位上升，随出境游恢复口岸免税有望复苏。免税品销售主要有三种渠道：口岸免税、市内免税、离岛免税，从我国免税品市场规模来看，口岸免税由于政策起步早在疫前处于主导地位，2020年疫情爆发后出境游受限，海南离岛免税规模占据主导，未来随着跨国游的逐步恢复以及市内免税政策的逐步放开，口岸和市内免税的市场规模比重有望提升。

图表3：免税品三大主要销售渠道对比

	政策简介	针对人群	具体渠道	国内规模
口岸店	2016年财政部等五部门联合颁布《关于口岸进境免税店政策的公告》，决定增设和恢复口岸进境免税店，并发布《口岸进境免税店管理暂行办法》，对口岸进境免税店的管理作出规范。国家对口岸进境免税店实行特许经营。	前往目的地交通乘客	主要枢纽如机场、陆路边境、火车站、跨境汽车站和港口等的出入境旅游零售商店	口岸免税店的市场由2017年的人民币203亿元增加至2019年的人民币342亿元，复合年增长率为29.8%。预计2022年中国口岸免税商品销售市场规模将为人民币22亿元。
离岛店	2020年7月出台政策：(a)将免税购物额度从每年每人人民币30,000元提高至人民币100,000元、(b)撤销每件货品最高购买价格人民币8,000元的规定、(c)扩大免税品种类，及(d)撤销化妆品、手机及酒精以外的商品购买数量限制。	持有有效身份证件的游客以及正在离开该指定区域的当地居民	位于市中心位置或指定区域的机场，在指定区域（通常是岛屿）经营免税与旅游零售业务的旅游零售商店	目前仅在海南设有。目前开业有11家，王府井万宁免税港2023年1月开业后，海南海口、三亚、琼海、万宁4地共计离岛免税店将达到12家
市内店	北上深推动建设市内免税店，加快落实国家免税店创新政策。2022年4月25日，国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，其中提到：“完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。”	具有有效身份证件及出境交通凭证快将出境的外籍人士以及自国外返回后一段时间内的本国人士	市中心的旅游零售商店	中免在青岛、厦门、大连、北京、上海设立有市内免税店，中出服12家市内免税店位于北京、上海、青岛、郑州、大连、哈尔滨、重庆、南京、杭州、合肥、南昌、昆明。

资料来源：中国政府网，中国中免招股说明书，东亚前海证券研究所

图表4：2017-2026E中国免税品市场规模（十亿元）



	市场规模 CAGR (2017-2019)	市场规模 CAGR (2019-2021)	市场规模 CAGR (2021-2023E)	市场规模 CAGR (2023E-2026E)
口岸免税店	29.8%	-76.7%	-8.9%	36.1%
市内免税店	109.4%	35.4%	72.5%	110.0%
离岛免税店	29.7%	83.0%	66.6%	32.8%
其他免税店	16.9%	-56.1%	-2.0%	21.7%
合计	29.4%	-2.1%	27.5%	36.0%

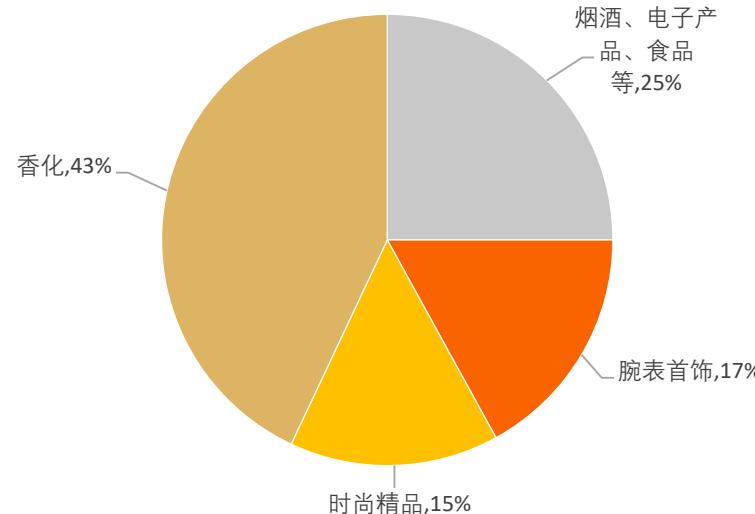
资料来源：弗若斯特沙利文，中国中免招股说明书，东亚前海证券研究所

品类结构：香化类占据主导，精品类毛利率更高

免税品种类主要包括香化、饰品、腕表、箱包、烟酒、食品、数码等品类，其中饰品、腕表等通常被划分至精品类。

从销售规模结构看，香化是免税市场的主导品类，2020年，香化类占全球免税品市场的43%，其次是精品类，烟酒食品和数码类免税品规模较低。从毛利率来看，整体上免税运营商为应对疫情影响下客流下滑和临时关店的问题，普遍加大了价格优惠力度，压缩了自身获利空间，免税品毛利率较疫前有所下滑，分品类对比看，精品类由于客单价更高，毛利率高于香化。

图表5：2020年全球免税品产品销售结构



资料来源：Generation Research, 前瞻产业研究院, 东亚前海证券研究所

图表6：不同品类免税品对比

品类	毛利率	头部供应商品牌	具体品种
香化	疫前40%-60% 疫后20%-30%	全球三大化妆品集团雅诗兰黛、欧莱雅及宝洁集团等，日本四大化妆品集团花王、资生堂、高丝和宝丽奥蜜思等，韩国化妆品集团LG及爱茉莉太平洋集团等	香氛、皮肤护理、身体护理、眼部化妆品、唇部化妆品、面部化妆品、指甲油、护发商品、化妆工具、香水套装和化妆套装等
精品	疫前50%-60% 疫后30%~40%	LV、法国巴黎春天(PPR)（包括Gucci、YSL等品牌）、瑞士斯沃琪集团(Swatch)等国际一线奢侈品品牌集团等。	服装、手袋、行李箱、太阳镜、发饰、时尚饰品、皮带和围巾、珠宝腕表等
烟酒		雪茄龙头帝国烟草、斯堪的纳维亚烟草集团等，帝亚吉欧、保乐力加、宾三得利等酒类集团，国内主要包括如茅台、五粮液等各类酒类企业，中华烟等烟草企业	香烟、雪茄、雪茄配件、干红、威士忌、伏加特、白兰地、朗姆酒和龙舌兰酒
食品及其他		雀巢、百事、联合利华集团、可口可乐、玛氏公司、达能集团等	包装食品、零食、保健品、婴儿护理、玩具、旅游配件、体育用品、家庭用品、厨具和小型电器等

注：毛利率数据根据专家调研数据结合中免披露数据估算，各品类下细分品类仍有较大差距
资料来源：中国中免招股说明书，专家调研，东亚前海证券研究所

行业发展历程：政策驱动下的渠道拓宽，牌照为行业准入门槛

中国免税行业的发展受到政策演变的影响，我国最早实施的口岸免税，之后依次推出了市内免税和离岛免税，三类渠道均需要获得政府相关部门的许可，因此免税业的进入门槛以及竞争要素之一是免税经营牌照的获取。

图表7 我国免税政策梳理

文件名称	颁布部门	发文/实施时间	主要内容
《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》	财政部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局	2000年1月1日	国家对免税商品销售业务实行垄断经营和集中统一管理，由财政部会同海关总署、国家税务总局和国家旅游局提出国家有关免税品销售业务的政策，报国务院审批。
《财政部、国家税务总局、海关总署关于中国免税品(集团)总公司扩大退税国产品经营范围和简化退税手续的通知》	财政部、国家税务总局、海关总署	2003年10月21日	放开免税店经营退税国产品的商品品种。对免税店允许经营的国产品实行退税政策。简化对允许免税店经营国产品的退税手续。
《海关总署、国家税务总局关于对中国免税品(集团)总公司经营的国产商品监管和退税有关事宜的通知》	海关总署、国家税务总局	2004年9月30日	对报关进入海关监管仓库的国产品视同出口，退还增值税进项税额及消费税；对出境免税店销售的上述商品免征增值税。
《免税商品特许经营费缴纳办法》	财政部	2005年1月1日	凡经营免税商品的企业，按经营免税商品业务年销售收入额的1%，向国家上缴特许经营费。
《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》	海关总署	2006年1月1日	免税品应当由免税商店的经营单位统一进口，并且办理相应的海关手续。
《国家税务总局关于出境口岸免税店有关增值税政策问题的通知》	国家税务总局	2008年1月24日	对于海关隔离区内免税店销售免税品以及市内免税店销售但在海关隔离区内提取免税品的行为，不征收增值税。
国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见	国务院	2009年12月31日	到2015年，旅游业增加值占地区生产总值比重达到8%以上。到2020年，初步建成世界一流的海岛休闲度假旅游胜地。旅游业增加值占地区生产总值比重达到12%以上。
《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	财政部	2011年3月16日	离岛免税店是具有实施离岛免税政策资格并实行特许经营的免税商店。海口、三亚两地开设一家离岛免税店进行试点。
《海南离岛旅客免税商店管理暂行办法》	财政部、商务部、海关总署、税务总局	2011年12月5日	离岛免税店按经营免税商品业务年销售收入的4%，向国家上缴免税商品特许经营费。

资料来源：财政部，海关总署，国家税务总局，国务院，东亚前海证券研究所

行业发展历程：口岸免税起步较早，离岛免税发展迅速，市内免税空间较大

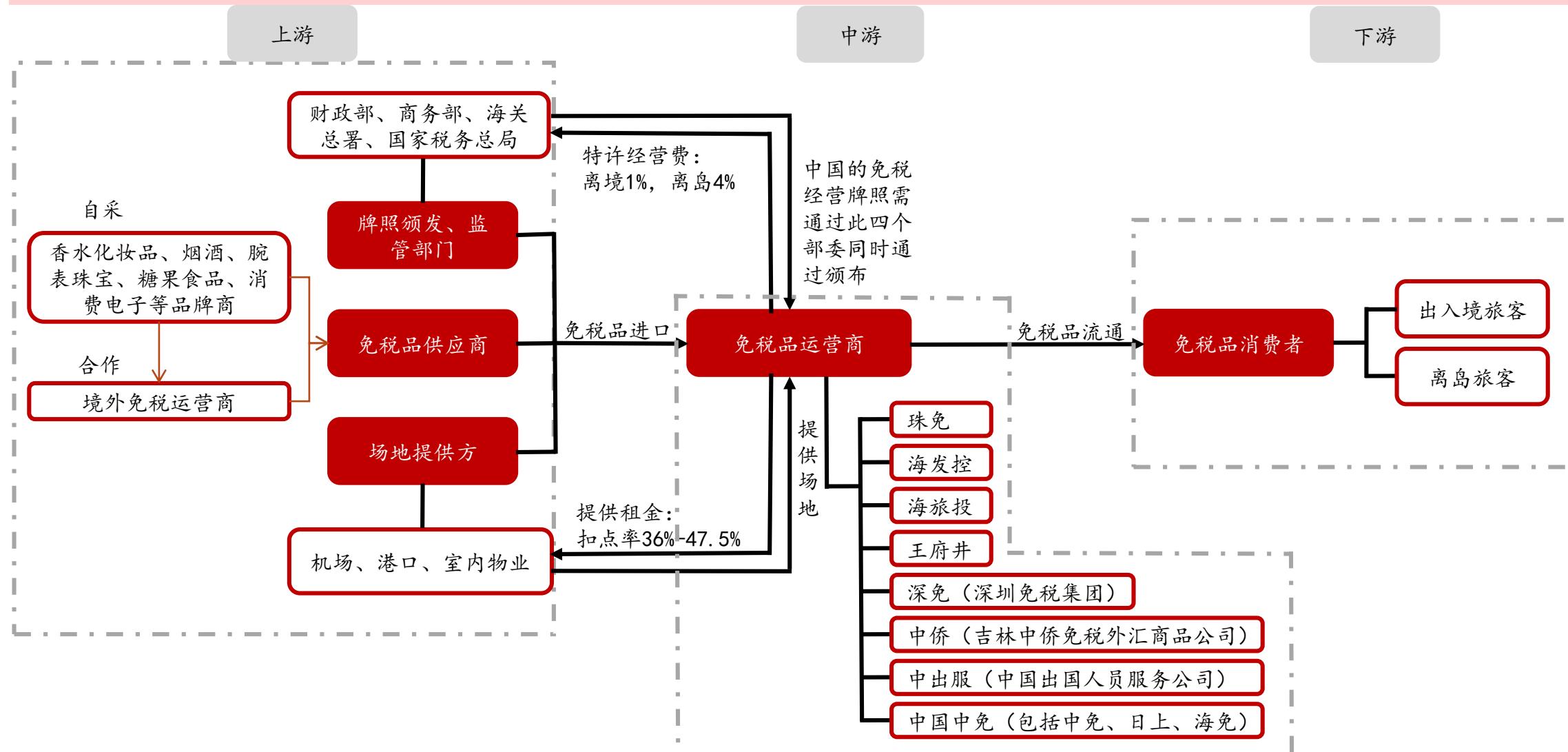
我国离岛免税政策实施以来，购物限额、品类范围等经历了多次调整，限制逐步放宽，获取免税经营牌照的运营商也在增加，促进海南离岛免税发展的政策方向基本明确，叠加疫情影响下消费回流逻辑的强化，离岛免税近年来发展迅速。

图表7续 我国免税政策梳理

文件名称	颁布部门	发文/实施时间	主要内容
《中华人民共和国海关对海南离岛旅客免税购物监管暂行办法》（已废止）	海关总署	2012年10月24日	离岛旅客每人每次免税购物金额累计限人民币8000元（含8000元）
《财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部	2015年3月20日	1) 增加免税品种类，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡等17种消费品纳入离岛免税商品范围； 2) 放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等10种热销商品的单次购物数量限制
《口岸进境免税店管理暂行办法》	财政部、商务部、海关总署、税务总局、旅游局	2016年2月18日	在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡机场，及深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口口岸，黑河口岸水陆口岸各设1家口岸进境免税店
《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》	财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、国家税务总局	2018年3月29日	合理规范口岸进境免税店租金比例和提成水平，财务指标在评标中占比不得超过50%。应综合考虑企业的经营能力，技术指标在评标中占比不得低于50%。
《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》（已废止）	财政部	2018年12月1日	将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到30000元，不限次
《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》（已废止）	财政部、海关总署、税务总局	2018年12月28日	年满16周岁的乘轮船离岛旅客凭个人离岛船票及有效身份证件，可在海南离岛旅客免税购物商店及其网上销售窗口购买免税商品。同一旅客在同一年度内乘飞机、乘火车和乘轮船免税购物合并计算
《口岸出境免税店管理暂行办法》	财政部、商务部、文化和旅游	2019年5月17日	国家对口岸出境免税店实行特许经营。口岸出境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股（持股比例大于50%）。
《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	财政部、海关总署、税务总局	2020年7月1日	离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元人民币，不限次数。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
《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》	财政部、海关总署、税务总局	2021年2月2日	离岛旅客凭有效身份证件和离岛信息在离岛旅客免税商店（含经批准的网上销售窗口）购买免税品时，除在机场、火车站、码头指定区域提货外，可选择邮寄送达方式提货。
《关于调整疫情期间口岸进、出境免税店经营和招标期限等规定的通知》	财政部	2022年1月20日	已按照管理办法批准设立并完成招标的口岸进、出境免税店，免税品经营企业，与招标人（或口岸业主，下同）可在友好协商的基础上，延长免税店投标时确定的经营期限，仅能延期一次，最多延长2年。延期后的经营期限可超过10年。

产业链分析：上游为牌照、物业、商品等资源提供方，下游为消费者

图表8：免税产业链分析



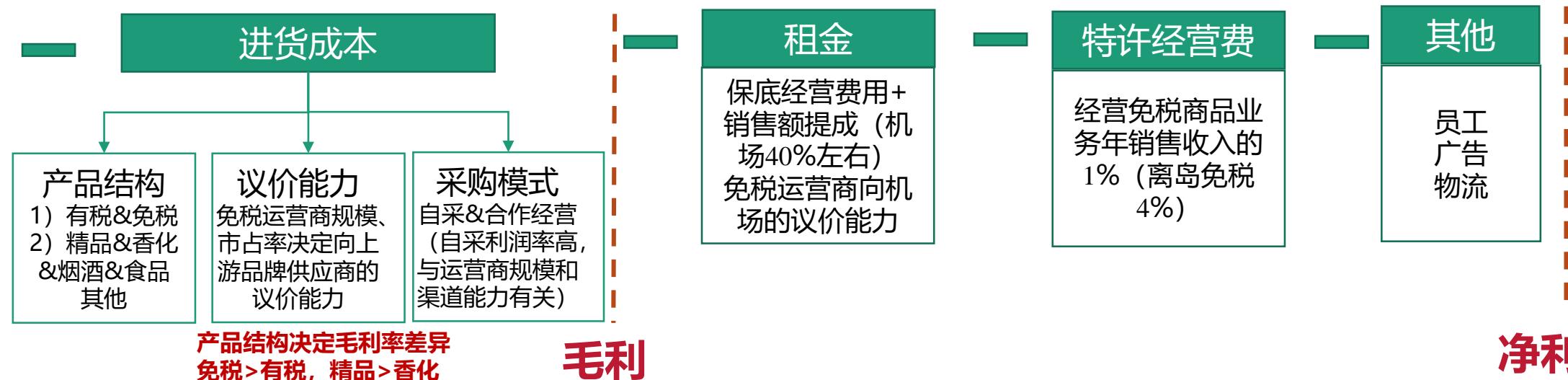
盈利模式拆解

图表9：免税行业盈利模式拆解

收入

客流量	到店率	转化率	客单价	复购率
口岸免税：机场出入境旅客量； 离岛免税：海南赴岛游客量 线上有税：用户数，活跃用户数	门店地理区位 口岸免税：机场标段 离岛免税：与旅游景区距离、交通通达度、周边配套	品牌定位 品牌种类 商品价格 营销能力 购买体验	消费能力 客户画像 品牌定位 产品结构	商品价格 营销能力 购买体验

成本费用



新店

盈亏平衡期

以中国中免为例: 口岸 (2-3年) ; 离岛 (2年)

投资回收期

以中国中免为例: 口岸 (4-8年) ; 离岛 (5-6年)

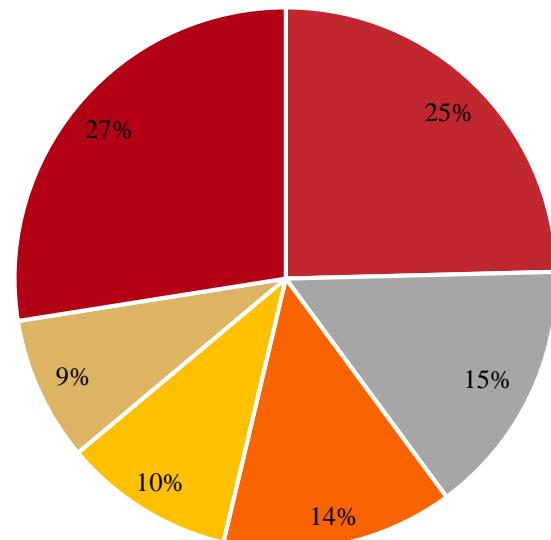
行业格局：国内市场集中度高于全球，中国中免在全球市占排名第一

全球：2021年，全球免税市场CR3/CR5分别为53.7%/72.5%，其中中国中免在全球市场的份额达到25%，在全球免税运营商收入规模中排名第一。

中国：2021年，我国免税市场CR3/CR5分别为93.7%/98.5%，市场集中度较高，中国中免的市场份额大幅领先于国内其他免税运营商，规模和渠道优势突出。

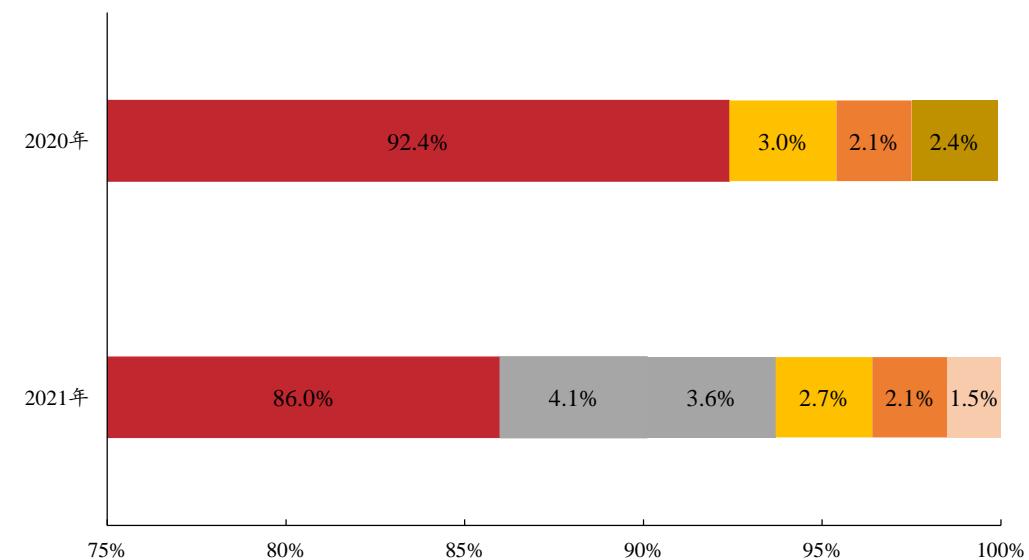
图表10：2021年全球前五大免税品运营商市占率

■ 中国中免 ■ 乐天免税 ■ 新罗免税 ■ Dufry ■ DFS ■ 其他



图表11：2020-2021年中国前五旅行零售商市占率

■ 中国中免 ■ 海发控 ■ 海旅控 ■ 珠免 ■ 中服免税 ■ 深免 ■ 其他



资料来源：弗若斯特沙利文，穆迪戴维特报告，中国中免招股说明书，东亚前海证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，中国中免招股说明书，东亚前海证券研究所

行业格局：牌照和渠道获取能力是关键，中免市场份额领先

从牌照来看，三大渠道全牌照免税运营商有中免和中服。口岸免税方面，中免掌握中国前10大机场中9大机场的免税店经营权，包括北京首都国际机场、广州白云机场等国内客流量较大的机场。离岛免税方面，目前已开业的11家离岛免税店中有6家为中免运营。牌照和优质渠道获取能力突出，是中国中免巩固和扩大市场份额的前提。

图表12：主要免税商三大免税渠道牌照和区域布局情况对比

公司	出入境口岸免税		离岛免税		出入境市内免税	
	有无牌照	主要运营门店	有无牌照	主要运营门店	有无牌照	主要运营门店
中免（含日上、海免）	有	北京首都机场、大兴机场、广东白云机场、香港机场等	有	海口国际免税城、海口日月广场免税店、海口美兰机场免税店、三亚国际免税城、三亚凤凰机场免税店、琼海博鳌免税店	有	上海、北京、厦门、大连、青岛
中服免税	有	重庆机场、大连机场、天津邮轮母港、黑河边境等	有	三亚国际免税购物公园	有	北京、上海、杭州、南京、大连、郑州、哈尔滨等
珠免	有	拱北、九洲、横琴等	有	珠海免税三亚旅投商场		
深免	有	深圳机场、西安机场	有	观澜湖免税城		
中侨					有	哈尔滨
王府井	有		有	王府井国际免税港（未开业）	有	
海旅投			有	三亚海旅免税城		
海发控			有	海发控全球精品免税城		

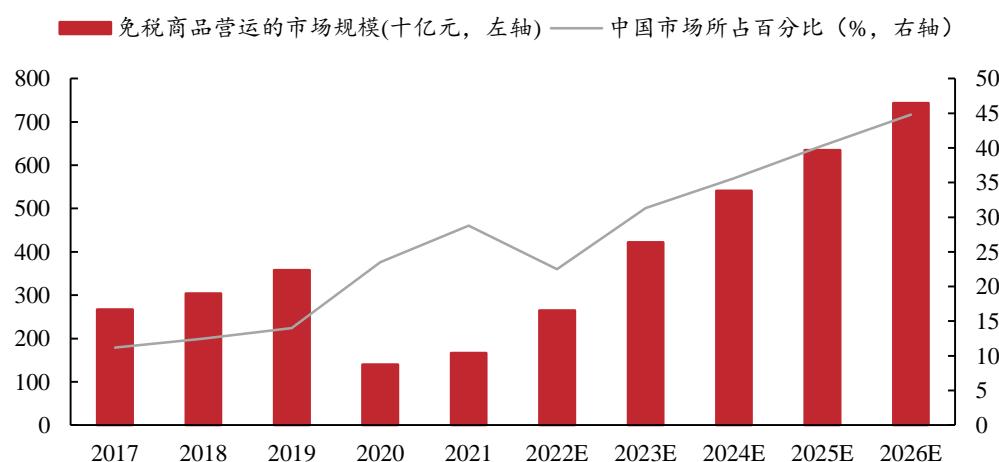
资料来源：前瞻产业研究院，中国旅游报，中商情报网，东亚前海证券研究所

成长逻辑推演：需求端疫后修复逻辑明确，出境游恢复有望带动口岸免税复苏

中国免税品市场增长空间较大。2017-2021年，中国市场占全球免税市场的比重从11.2%升至28.8%，根据弗若斯特沙利文预测，到2026年，中国免税市场占比将达到44.8%，中国的庞大市场叠加人均消费水平的持续提升，国民对免税品的消费潜力仍有较大挖掘空间，中国免税品市场的成长空间较大，海外品牌近年来加速对中国市场的布局。

政策放宽后旅客量有望加速恢复。出入境防疫政策放开后，出境游有望逐步恢复，一方面出入境客流的恢复将带动口岸免税店销售额修复；另一方面出境游或对赴岛游客流产生分流，但出境游与赴岛游并非同一群体，且疫后消费者出境游信心恢复尚需时间，因此短期内部分分流不影响离岛免税复苏，同时跨省游恢复利好离岛客流的长期复苏。

图表13：全球免税市场规模

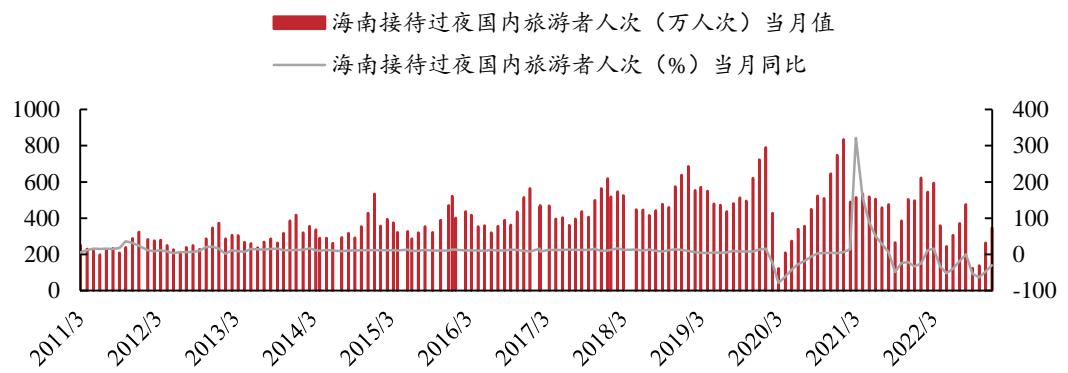


	市场规模CAGR (2017-2019)	市场规模CAGR (2019-2021)	市场规模CAGR (2021-2023E)	市场规模CAGR (2023E-2026E)
--	-------------------------	-------------------------	--------------------------	---------------------------

全球免税品 市场规模	15.8%	-31.7%	4.2%	20.8%
中国免税品 市场规模	29.4%	-2.1%	27.5%	36.0%

资料来源：弗若斯特沙利文，中国中免招股说明书，东亚前海证券研究所

图表14：海南接待过夜国内旅游人次



图表15：海南离岛免税购物实际人次



资料来源：海南旅游和文化广电体育厅，海口海关，同花顺，东亚前海证券研究所

成长逻辑推演：离岛免税政策持续完善，市内免税有望逐步放开

离岛免税政策：一方面，近年来免税额度、限购次数等限制型指标逐步放宽；另一方面，海关在离岛免税的邮寄、返岛提离提货方式以及物流、通关监管等方面，逐步落地实施了多项便民服务政策和措施，进一步催化离岛免税的发展。

图表16：我国离岛免税政策梳理

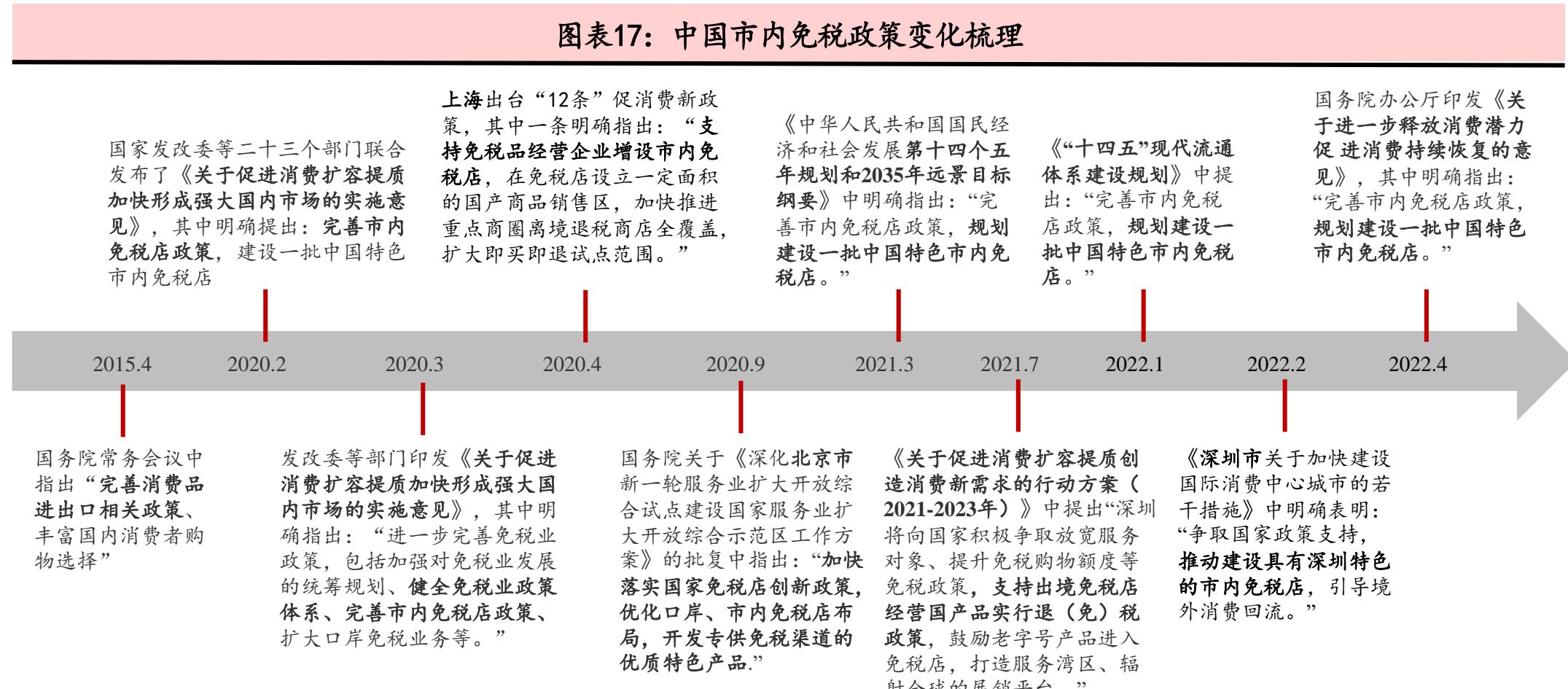
时间	文件	购买资格	免税额度	单品免税限额	免税商品品类及每人每次限购数	购买次数	购物方式	提货方式
2011.03	《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	年满18周岁乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客	5000元/人/年	5000元	18种免税商品	非岛内居民旅客2次/人/年，岛内居民旅客1次/人/年	免税店	在机场提货
2012.11	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	政策适用对象的年龄条件调整为年满16周岁	8000元/人/年	8000元	增加3类免税商品品种，共计21种	-	-	-
2015.03	《关于进一步调增海南离岛旅客免税购物政策的公告》	-	-	-	增加17种免税品种类，总计38种（放宽香水、化妆品等10种热销商品的单次购物数量限制）	-	-	-
2016.01	《财政部进一步调整海南离岛旅客免税购物政策》	-	1.6万/人/年	-	-	对非岛内居民旅客开设网上销售窗口 取消购物次数限制	在机场提货	
2017.01	《财政部关于将铁路离岛旅客的入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	年满16周岁的铁路离岛旅客	-	-	-	-	-	在火车站提货
2018.12	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	-	3万/人/年	-	增加部分家用医疗器械商品（每人每次限购2件）	不限次数	-	在海口秀英港、新海港提货
2018.12	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	年满16周岁的乘轮船离岛旅客	-	-	-	-	免税商店及其网上销售窗口	在海口秀英港、新海港提货
2020.06	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	年满16周岁，离开海南本岛但不离境的国内外旅客	10万/人/年	取消单件商品8000元限额	45种（其中化妆品限购30件，手机4件，酒类1500ml,其他不限件数）	不限次数	免税商店及其网上销售窗口	在机场、火车站、港口码头提货
2021.02	《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》	-	-	-	-	-	-	可选择邮寄送达方式提货

资料来源：中国政府网，东亚前海证券研究所

成长逻辑推演：离岛免税政策持续完善，市内免税有望逐步放开

市内免税政策：市内免税店是位于市中心的销售渠道，市内购买、机场提货的方式为不便在机场店选购的出入境游客提供便捷的购买渠道。近年来市内免税政策再度密集出台，随着疫情影响逐步减弱，市内免税政策有望迎来更快调整放开。

图表17：中国市内免税政策变化梳理



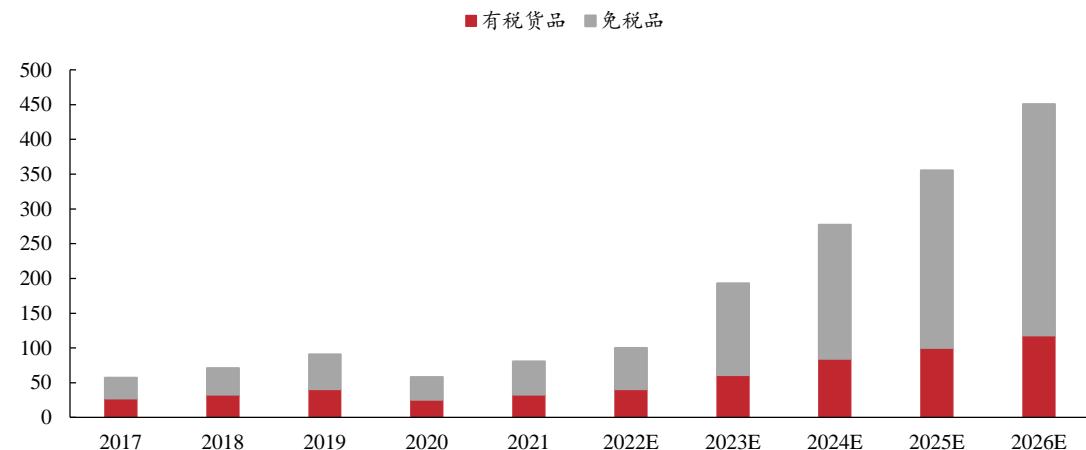
资料来源：中国政府网，东亚前海证券研究所

成长逻辑推演：结构优化叠加客单提升，盈利能力有望迎边际改善

消费升级趋势不变，客单价存在提升空间。我国中等收入人群占比不断提升，利好有一定高端消费属性、定位中等收入群体的免税行业，从海南离岛免税客单价和单件价格看，虽受疫情影响有一定波动但总体呈上升趋势，仍有较大提升空间。

免税品和精品类比例上升，行业毛利率有望改善。由于税费成本不同，免税品毛利率高于有税品，受疫情影响线上有税品消费比重提升，随防疫政策放开跨省游恢复，线下门店客流回升，免税品消费比例有望提高，消费升级趋势下客单价和毛利率更高的精品类比例有望持续提升，疫后复苏行情下行业品类结构的变化带动毛利率提升，催化运营商盈利能力改善。

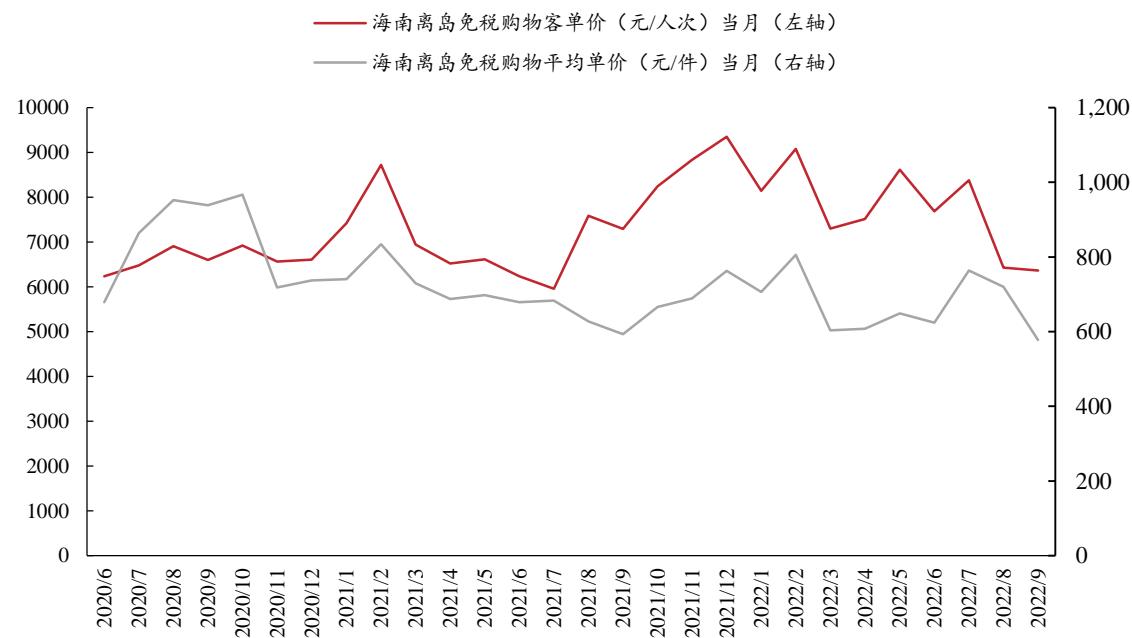
图表18：中国旅游零售市场规模（十亿元）



	市场规模CAGR (2017-2019)	市场规模CAGR (2019-2021)	市场规模CAGR (2021-2023E)	市场规模CAGR (2023E-2026E)
免税品	24.9%	-2.1%	27.5%	36.0%
有税品	22.1%	-10.5%	10.5%	24.6%

注：中国旅游零售店及免税品市场规模并不包括非离岛海南居民可购买的免税商品。
有税货品销售收入包括离岛旅客离开海南后下达在线订单。
资料来源：中国中免招股说明书，东亚前海证券研究所

图表19：海南离岛免税客单价数据图



资料来源：海口海关，东亚前海证券研究所

成长逻辑推演：头部运营商市占率巩固提升，持续看好免税龙头的长期增长

免税龙头规模优势不断巩固，形成促进竞争力提升的良性循环，长期成长逻辑持续强化。 免税商规模优势体现在向上游品牌、物业等资源供应商的议价能力和话语权增强，优质品牌的引入机会和价格优惠空间将更大，进而带来免税品的种类丰富度和价差方面的优势，同时降低租金和物流成本，从而提升毛利率。因此头部运营商凭借领先的市场份额可以提升自身盈利能力，优化现金流情况，进而提升资本实力投资新渠道和新门店，进一步巩固和扩大市场份额，强化市占率领先优势，形成“规模大-盈利能力强-投资扩张-市场份额提升”的良性循环。看好免税龙头中国中免在成长逻辑持续强化下的长期价值空间。

图表20：中国中免海南离岛免税项目建设进展

离岛免税新项目	目前进展
海口国际免税城	免税城开业首日进店人数4.4万，销售6000万。2022年底有计划GTC港口交通枢纽投入使用，有利于交通便利性和客流补充。且公司计划进一步扩展海口国际免税城，增设购物设施及一间酒店，扩展项目建设工程已于2021年12月施工，工程预计2026年竣工。
三亚国际免税城二期	如期推进，取得了相应的地块，与太古共同开发三期的项目
三亚凤凰机场法式花园部分	已准备完毕，亟待审批和开业

资料来源：中国中免招股说明书，东亚前海证券研究所



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.



酒店

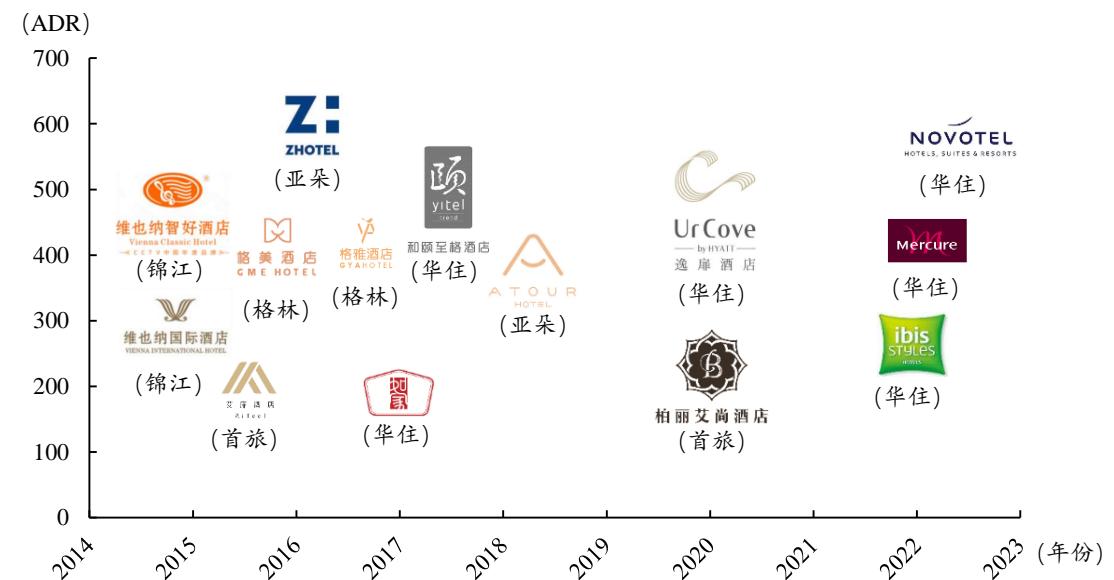
行业发展历程：经历经济型、中高端品牌两轮增长

➤ **酒店行业发展史：**2000年之前，我国酒店行业呈现哑铃式发展，五星级酒店+地方招待所的供给组合两级分化，经济型、中端酒店缺位。2000-2010年，我国经济型酒店快速发展，锦江之星、如家、7天、汉庭等经济型酒店品牌围绕商旅出行需求，以其标准化的服务迅速占领市场。2010-2020年，我国酒店行业向中高端品牌升级。2015年以后头部酒店集团开始加码布局中高端酒店，锦江、首旅、华住等酒店集团中高端酒店品牌数、门店数不断提升。行业普遍通过外延收购方式布局中高端酒店品牌。

图表21：90-00年代我国经济型酒店品牌成立情况



图表22：国内酒店集团以收购方式布局中高端酒店进程



资料来源：《中国经济型饭店调查报告》，东亚前海证券研究所

资料来源：首旅酒店年报，锦江酒店年报，君亭酒店年报，华住集团年报，格林酒店年报，亚朵酒店招股说明书，东亚前海证券研究所

产业链分析

- 酒店产业链包括业主、酒店企业、销售渠道等环节。**上游业主**: 先确定资产用途，再敲定酒店品牌。投资酒店时关注资产价值、稳健现金流以及利润率水平。资产管理团队起协作作用，可降低物业改造成本、推高客户坪效收益。**下游渠道**: 包括酒店通过自有会员渠道进行直销，以及传统的OTA平台。酒店集团可通过建立自有会员体系，获得规模化的稳定流量、提升顾客消费粘性，还有利于降低OTA平台的抽佣率。一般中高端定位酒店有更强的驱动力发展自身会员体系。**支撑系统**: 包括酒店用品生产厂家，一般在酒店集团层面达成大规模采购合作方式。在酒店内提供辅助的服务商，包括建筑装修、硬件设施、智能门锁、保洁等服务。人工智能解决方案上包括智能客控、机器人、自助机、人脸识别、语音应用等。

图表23: 酒店行业产业链上下游图

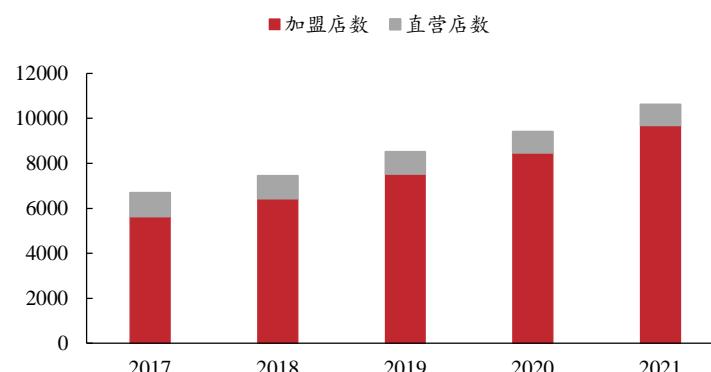


资料来源: 迈点网, 东亚前海证券研究所

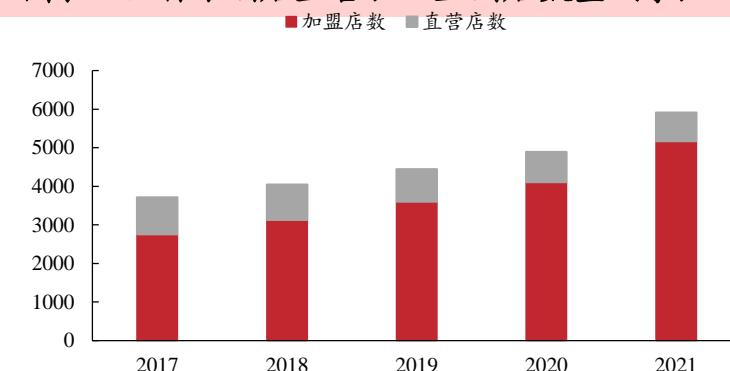
行业发展趋势：加盟酒店形式为主，助力行业快速扩张

➤ **加盟方式成为酒店集团扩张选择上的共识。**轻资产的加盟模式有利于酒店集团快速铺量，且在疫情之下有效抵御风险，淡化业绩波动。锦江、首旅、华住三大酒店集团加盟门店占比逐年上升，截至2021年底，三家酒店直营门店数量占比仅为8.68%/12.66%/8.59%，直营门店营业收入占比已经下降至52.69%/74.74%/65.61%。君亭酒店打造精品中高端酒店，与直营扩张模式更为契合，2021年公司加盟酒店营收占比仅10.99%。

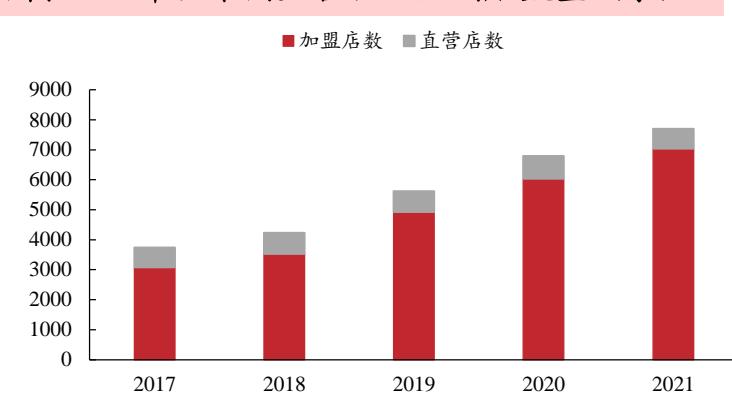
图表24：锦江酒店直营、加盟门店数量（家）



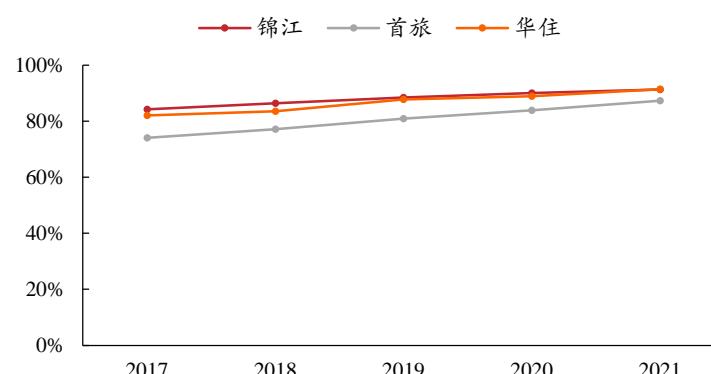
图表25：首旅酒店直营、加盟门店数量（家）



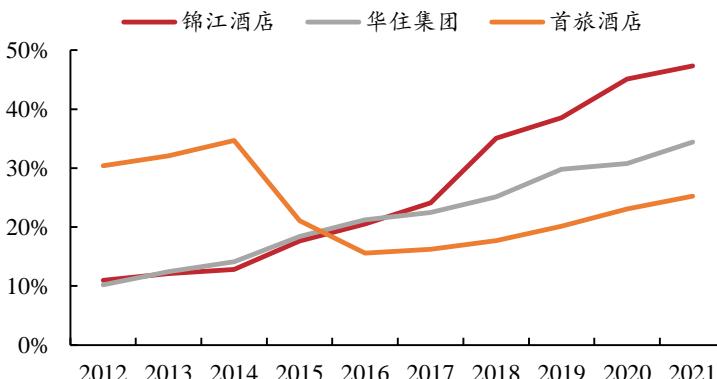
图表26：华住集团直营、加盟门店数量（家）



图表27：各酒店加盟门店数量占比



图表28：各酒店集团加盟酒店营业收入占比



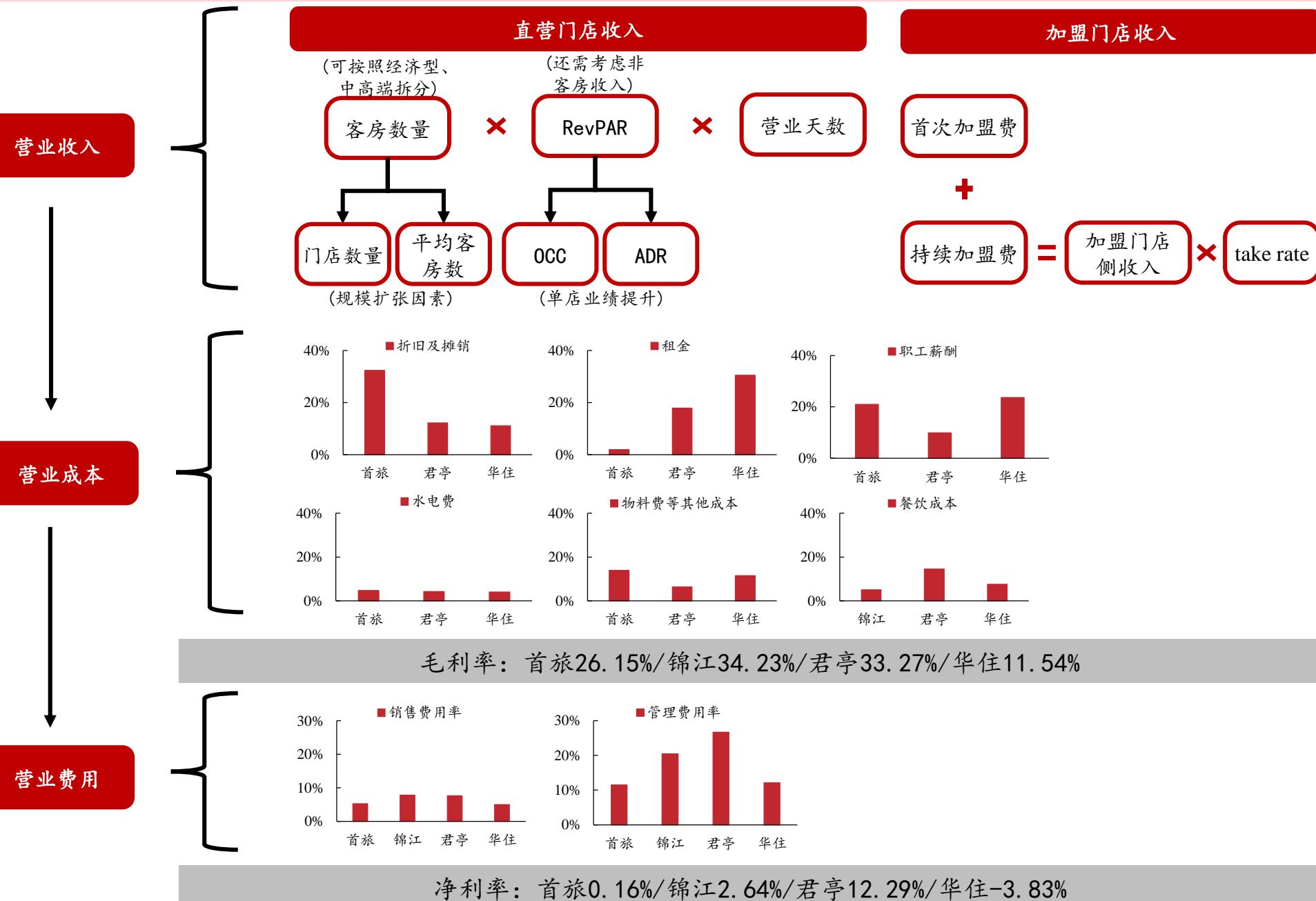
图表29：酒店加盟费用

加盟费	按间收取，一次性
设计费	按项目收取，一次性
经营保证金	加盟合同到期后无息退回
工程指导费	一次性或按月收取
系统安装费	一次性
系统使用费	按月收取
加盟管理费	每月按营收收取
中央预订服务费	每月按营收或预订间数收取
店长工资	按月收取
质检服务费	按年收取
营销服务费	按季度收取

资料来源：公司公告，酒店之家，东亚前海证券研究所

盈利模式拆解

图表30：酒店行业盈利模型&2021年各公司成本、费用率



资料来源：首旅酒店年报，锦江酒店年报，君亭酒店年报，华住集团年报，东亚前海证券研究所

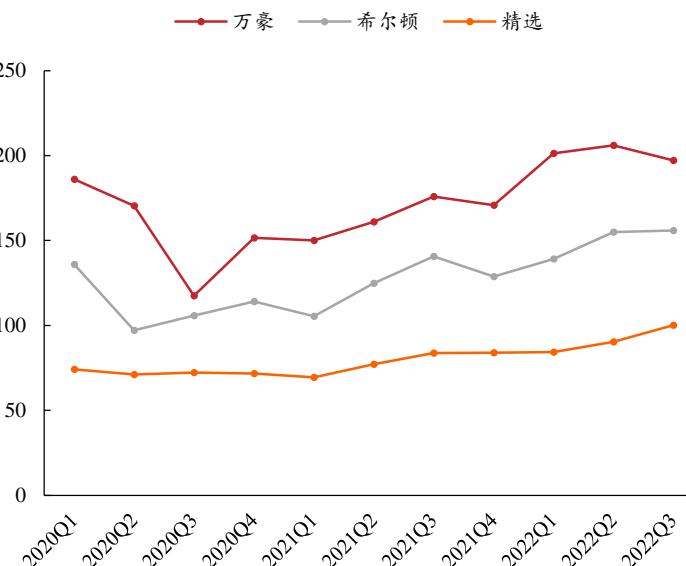
成长逻辑推演：疫后复苏行情演绎，酒店业绩回升可期

- **美国：OCC恢复领先ADR，放松疫情管控后RevPAR迅速恢复。** 2020年1-4月，美国颁布严格居家令。2020年4月-2021年3月，美国放松出行限制，体现为第一轮的感染人数上涨，2021Q3美国万豪/希尔顿/精选酒店RevPAR已升至89.88/90.39/48.71美元。2021年3月，美国宣布全面放开出行限制，自2022Q2以来，美国各酒店RevPAR水平已经恢复至超2019年同期水平。由于美国疫苗接种率较高，且此前一年已放宽出行限制，因此本轮疫情放松以后感染人数未大幅上升，RevPAR恢复时滞极短。

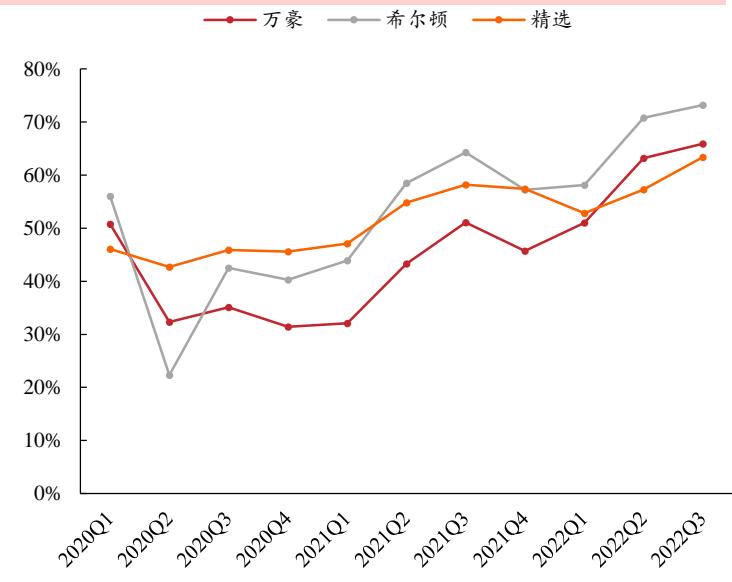
图表31：2020-2022年美国疫情感染人数、各酒店RevPAR(美元)



图表32：2020-2022年美国各酒店ADR(美元)



图表33：2020-2022年美国各酒店OCC

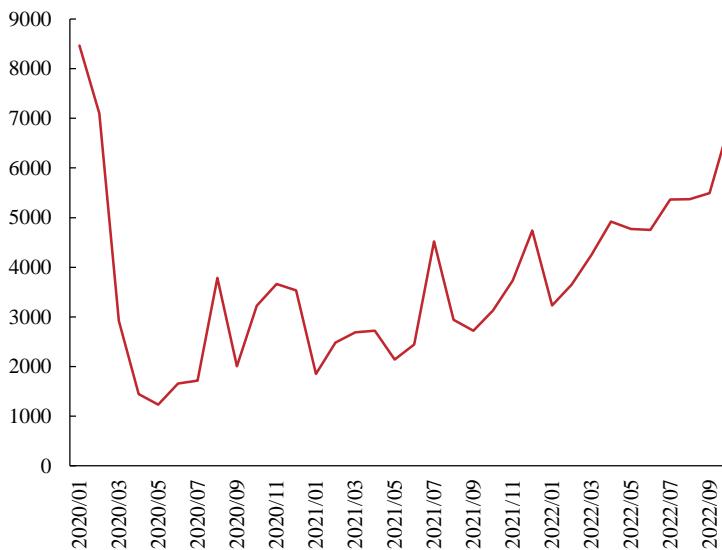


资料来源：Worldometer, 万豪酒店年报, 希尔顿酒店年报, 精选国际酒店年报, 东亚前海证券研究所

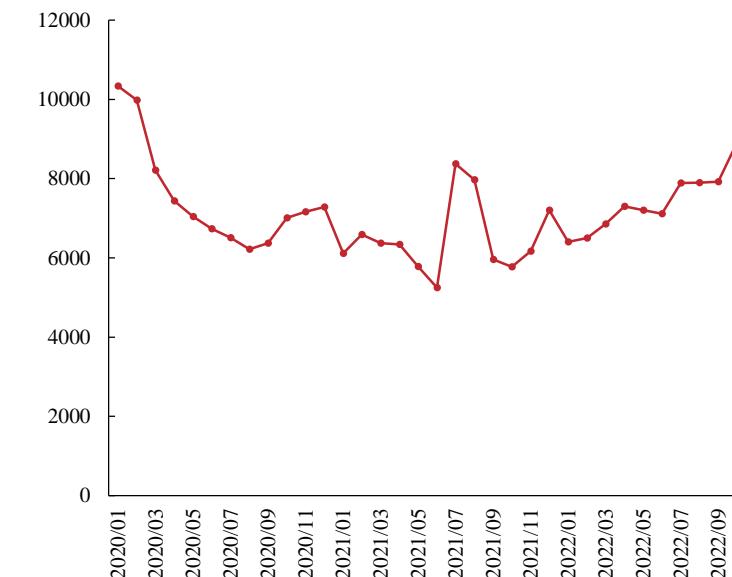
成长逻辑推演：疫后复苏行情演绎，酒店业绩回升可期

- **日本：ADR恢复领先OCC，放松疫情管控后RevPAR一个季度之内恢复。** 2020年5月，疫情爆发初期管控较严格，东京酒店行业整体RevPAR跌至最低点1247日元，分别对应OCC 17.6%，ADR 7078日元。2021年7-8月，日本奥运会期间东京酒店RevPAR 升至4521、3939日元水平。日本于2022年年初全面放开疫情管控，2022年1月东京酒店RevPAR跌至3231日元，至2022年4月重回4918日元位置。2022年10月，日本放开国内旅游，东京酒店RevPAR上升至6882日元，月环增25.22%。

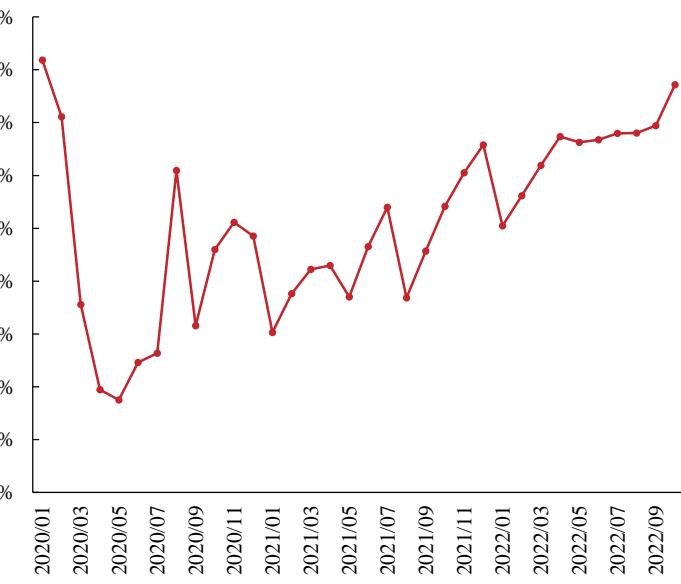
图表34：2020-2022年东京酒店行业RevPAR变动（日元）



图表35：2020-2022年东京酒店行业ADR（日元）



图表36：2020-2022年东京酒店行业OCC

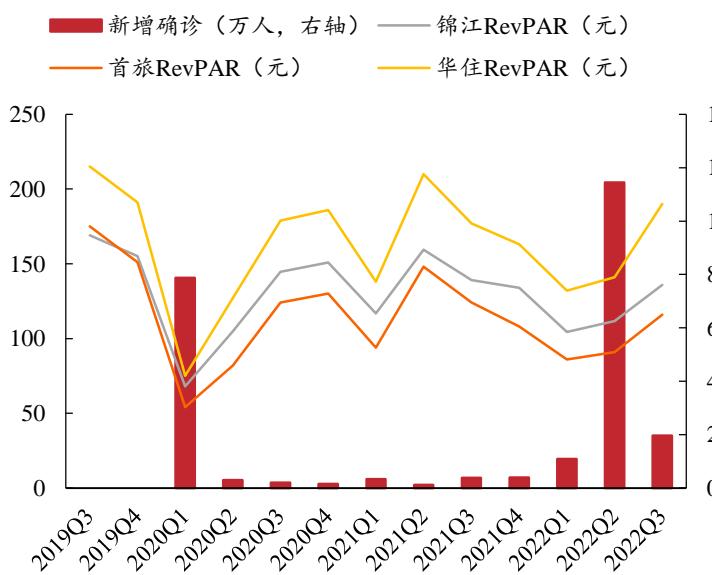


资料来源：Neomount，东亚前海证券研究所

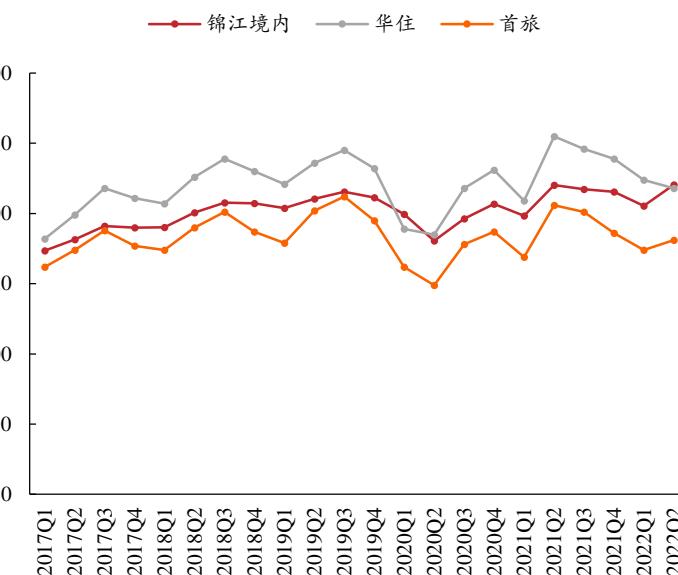
成长逻辑推演：疫后复苏行情演绎，酒店业绩回升可期

➤ **中国：防疫政策优化以后行业经营数据提升可期。** 我国疫情两次感染人数高峰出现在2020Q1、2022Q2，对应各酒店集团RevPAR较明显的降幅。在疫情良好管控情况下，我国酒店经营情况可实现高水平恢复。2021年我国疫情管控情况较好，2021Q2锦江/华住/首旅RevPAR分别为159.32/210/148元，分别恢复至2019年同期的99.55%/101.94%/91.36%。考虑我国疫情防控较严格，以往感染人数较少，因此可对标日本，预计今年二季度RevPAR可恢复至2022Q3/2022Q4水平，随后有望进一步提升。

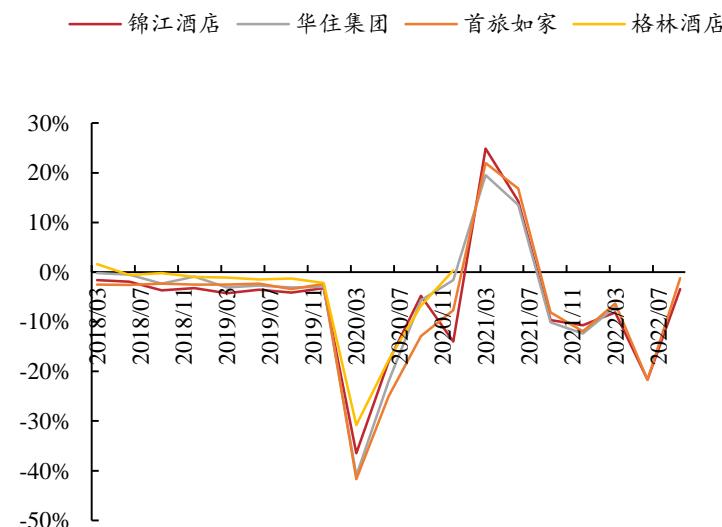
图表37：2020-2022年我国疫情感染人数、各酒店RevPAR



图表38：2020-2022年我国各酒店ADR（元）



图表39：2020-2022年我国各酒店OCC较2019同比



资料来源：卫健委，公司公告，东亚前海证券研究所

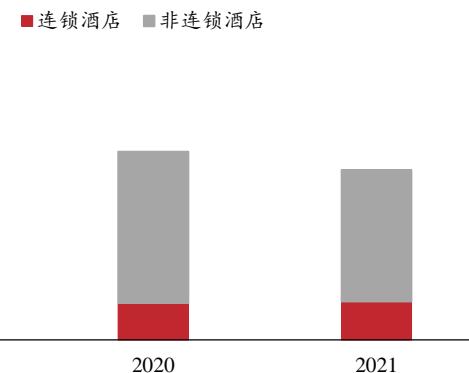
成长逻辑推演：疫后行业供给出清，连锁化、集中化趋势明确

- **酒店行业疫情下具有明确的供给出清逻辑。**疫情之下单体酒店退出行业，支撑头部酒店品牌门店扩张。2020、2021年我国酒店数量27.90、25.20万家，同比-17.46%/-9.68%。其中，低线城市酒店、经济型酒店、小规模酒店出清现象更明显。头部酒店如锦江在2020年关闭门店数量也有上升。

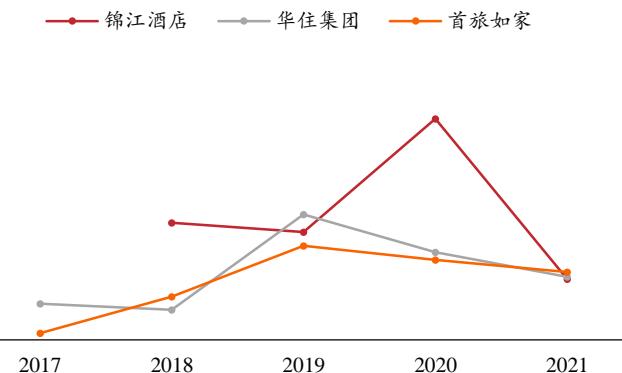
图表40：2016-2021年我国酒店数量



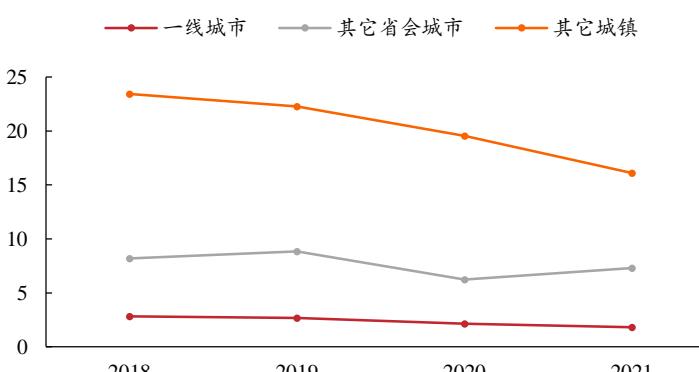
图表41：2019-2021年我国连锁/非连锁酒店数量（万家）



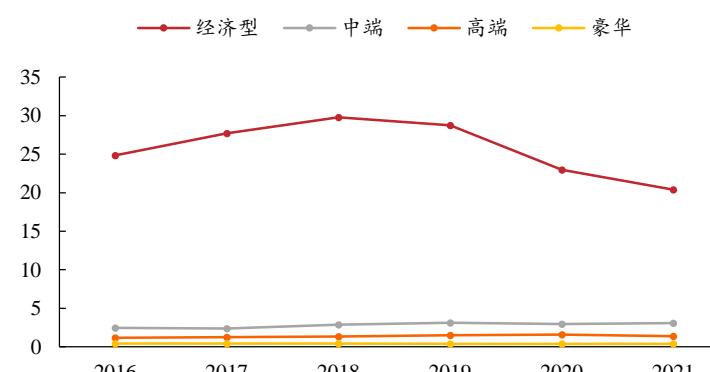
图表42：2017-2021年各酒店关闭门店数（家）



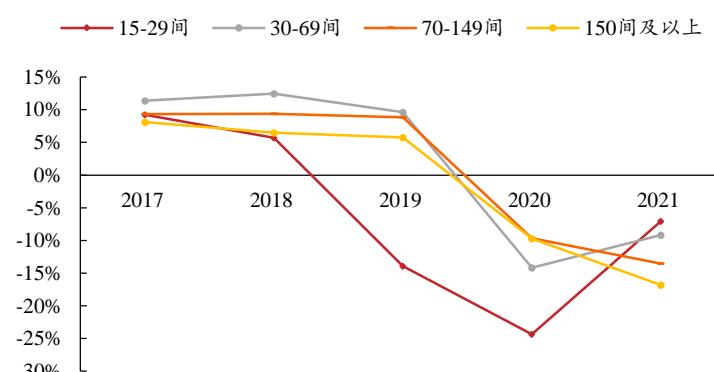
图表43：2018-2021年各城市等级酒店数量（万家）



图表44：2016-2021年各档次酒店数量（万家）



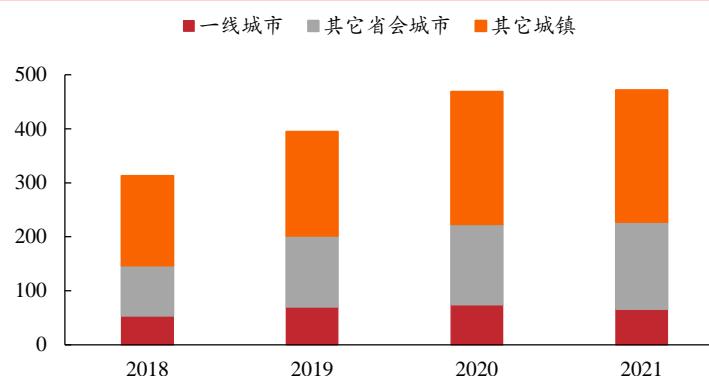
图表45：2017-2021年各规模酒店数量同比变化



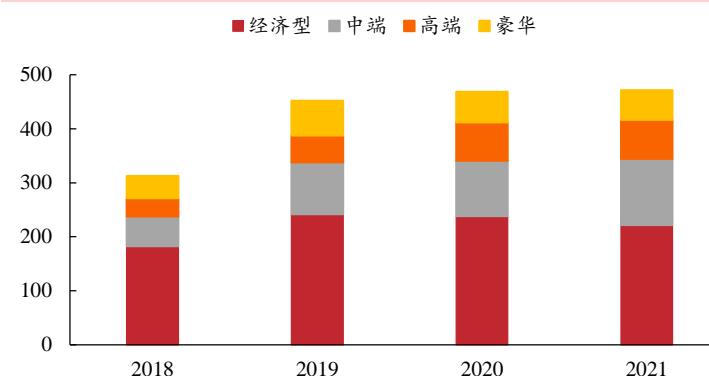
成长逻辑推演：疫后行业供给出清，连锁化、集中化趋势明确

➤ **供给出清形势下，行业连锁化进程加速，头部酒店下沉市场开店进程加速。** 疫情以来，各城市等级酒店连锁化率均得到提升，低线城市连锁化率提升速度更快。经济型、中高端酒店酒店连锁化均有提升，中高端酒店方面，2021年，国内三线城市品牌酒店签约320家，同比+35.02%。经济型酒店方面，单体酒店翻牌成品牌酒店为一贯以来的行业趋势。

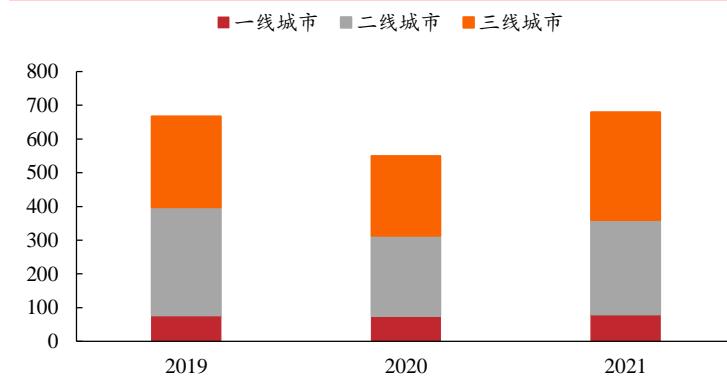
图表46：各城市等级连锁酒店客房数（万间）



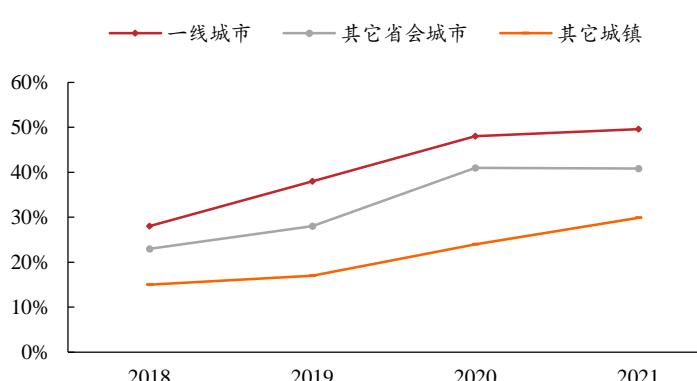
图表47：分档次连锁酒店客房数（万间）



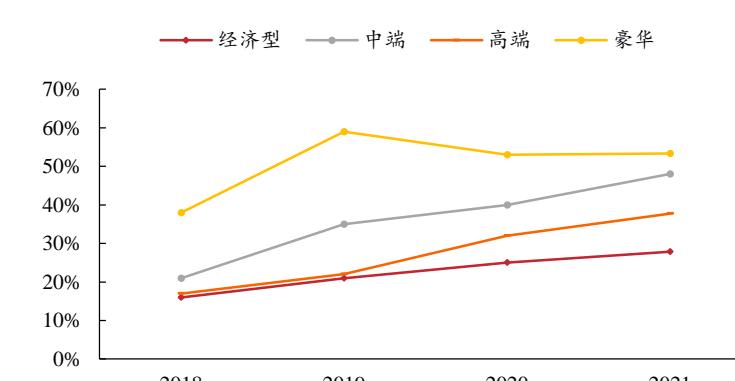
图表48：国内各线城市酒店签约量（家）



图表49：各城市等级酒店连锁化率



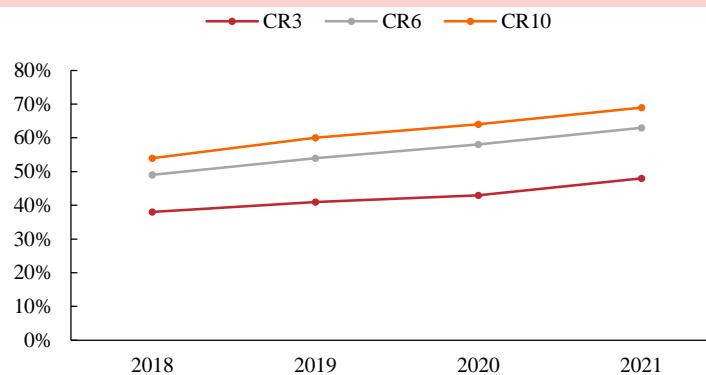
图表50：分档次酒店连锁化率



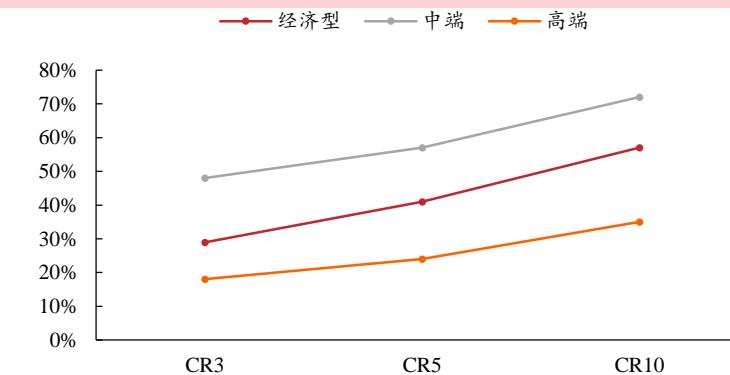
成长逻辑推演：疫后行业供给出清，连锁化、集中化趋势明确

- **酒店行业集中度提升趋势有望持续。** 2018-2021年，我国酒店集团、酒店品牌集中度实现双提升，酒店集团CR3由2018年的37.83%上升至2021年的48.14%，酒店品牌CR3由2018年的38.00%上升至2021年的48.00%。疫情发生以后，加盟商在品牌选择问题上更多基于盈利稳定性考虑，因此酒店行业进一步向头部集团、头部品牌集中。
- **目前各大酒店集团储备门店仍较充足，未来门店扩张动能充足。** 锦江、华住疫情以后储备门店数稍有下滑，首旅酒店储备门店数量持续上升。截至2022年9月，锦江/华住/首旅签约未开业酒店数分别为4441/2313/2046家。

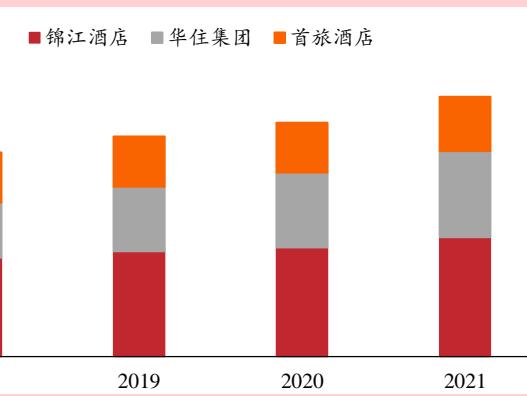
图表51：2018-2021年连锁酒店品牌市场集中度



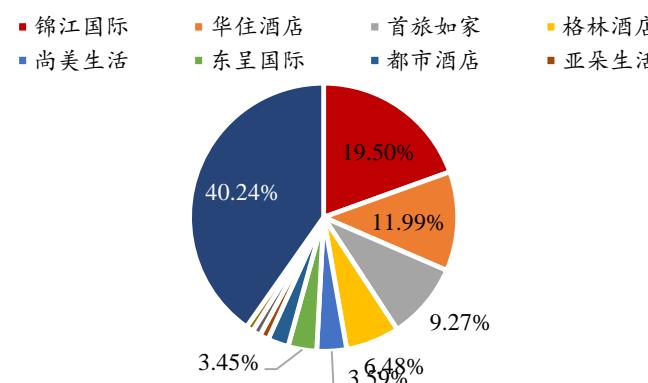
图表52：2021年各档次连锁酒店品牌市场集中度



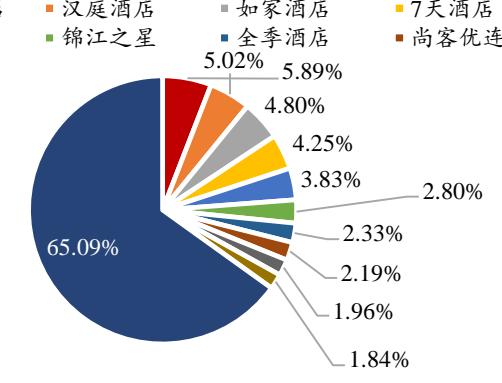
图表53：2018-2021年酒店集团CR3



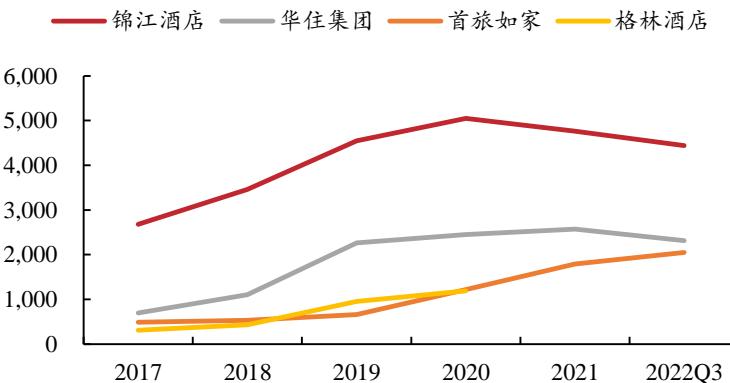
图表54：2020年我国酒店集团CR10（按客房数量计算）



图表55：2020年我国酒店品牌CR10(按客房数量计算)



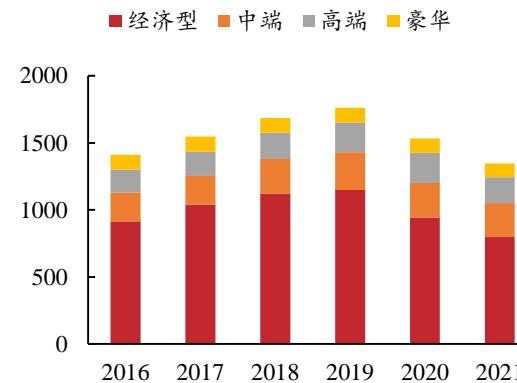
图表56：2017-2021年各酒店签约未开业酒店数（家）



成长逻辑推演：需求推动酒店结构升级

- **中高端酒店规模高速增长。**中高端酒店营业额在总营收中占比大，2016-2021年，我国中高端酒店数量由4.05万家上升至4.86万家，市占率由12.74%上升至19.24%。其中疫情以前中高端连锁酒店保持高速增长，2020/2021年门店数量YoY-2.32%/-1.71%，客房间数YoY-3.85%/-7.45%，同比下降幅度低于行业平均水平，体现出中高端酒店疫情下业绩更稳定，抗风险能力更强。
- **三大酒店集团加码布局中高端酒店品牌。**三大酒店集团中高端酒店门店数量占比、品牌数量占比均持续上升，目前均已形成包含多家大体量酒店的中高端品牌矩阵。其中重点发力中高端的锦江酒店近年来中高端酒店门店数上升最快，近两年新开门店中90%以上为中高端品牌。

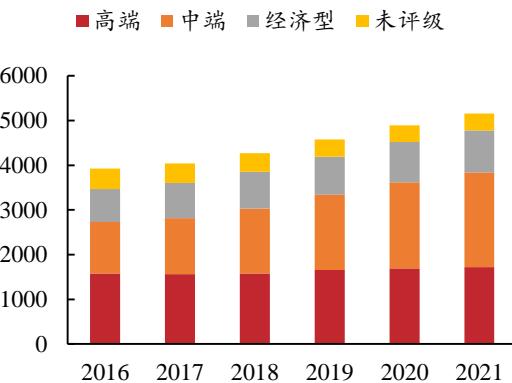
图表57：全国酒店分档次客房数（万间）



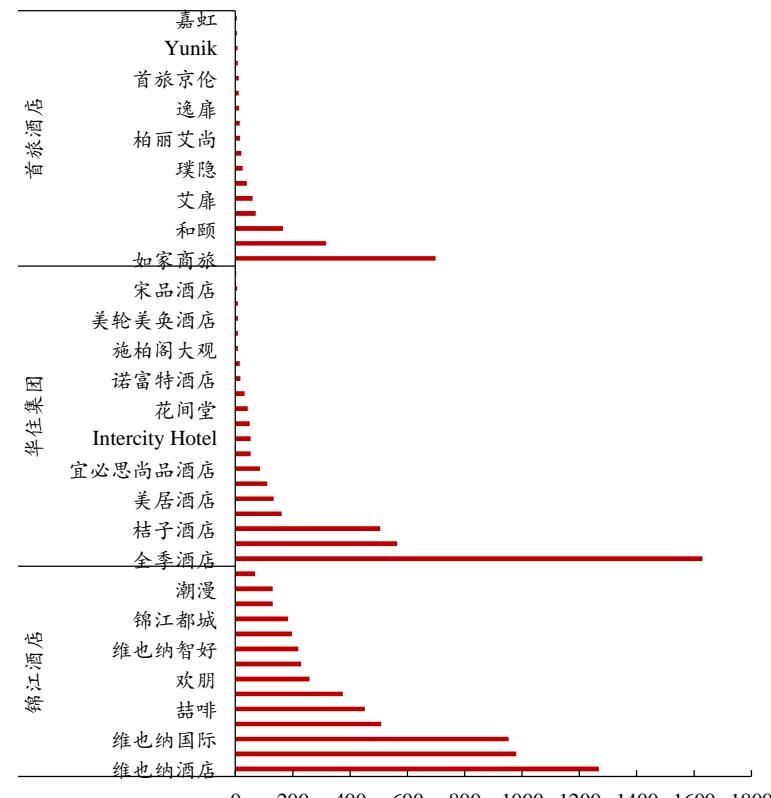
图表58：全国中高端酒店客房数（万间）



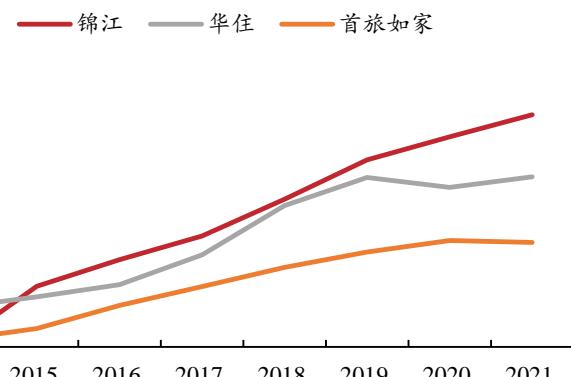
图表59：全国酒店分档次营业额（亿元）



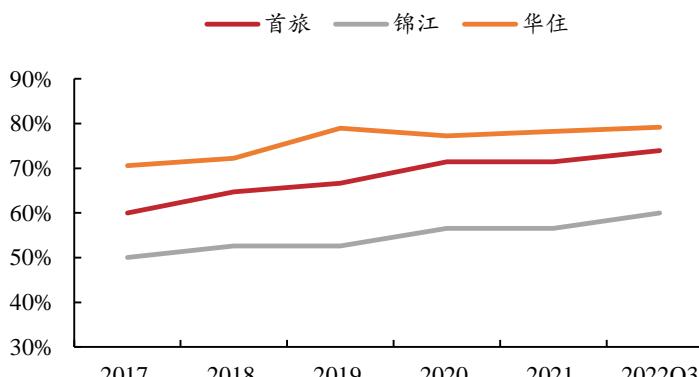
图表60：2022年9月各酒店集团中各中高端品牌酒店开业数量（家）



图表61：三大酒店集团中高端酒店门店数量占比



图表62：三大酒店集团中高端酒店品牌数量占比

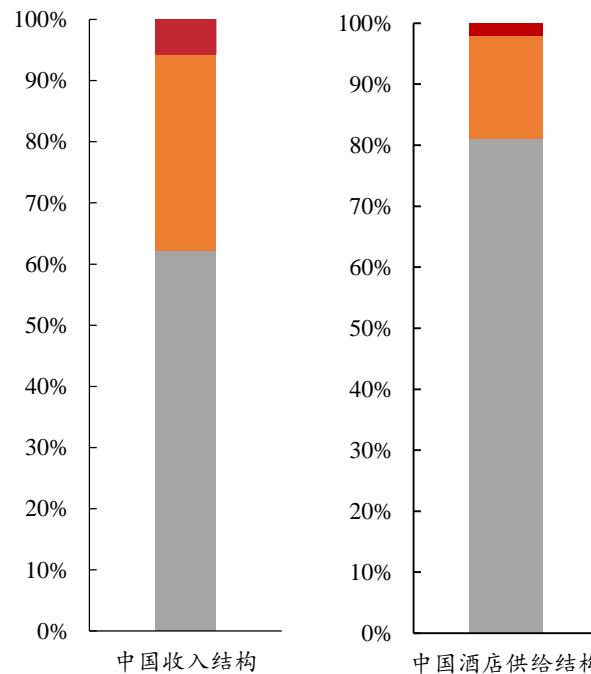


成长逻辑推演：需求推动酒店结构升级

- **短期看**，疫情对中等收入、高收入人群消费能力压制作用最小，预计疫情恢复后中高收入人群消费率先复苏。
- **长期看**：1) **我国酒店行业供需存在错配现象**。美国酒店供给结构与居民收入结构基本匹配，经济型酒店供给略小于需求。2021年，我国低收入人群占比62.14%，经济型酒店占比81%，而我国中等收入人群占比32.15%，中高端酒店占比仅17%。未来有望由行业需求推动我国酒店结构升级。2) **我国居民收入结构存在升级趋势**。我国居民人均可支配收入疫情以前保持约6%-7%增速增长，在“共同富裕”政策带动下，未来我国中等收入人群占比可对标美国年收入1万-100万美元人群占比64.90%，因此我国中高端酒店的长期成长空间较广阔。

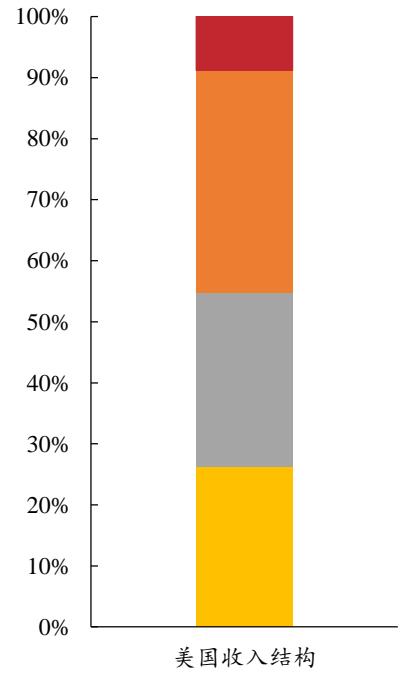
图表63：2021年我国收入结构、酒店供给结构

■ 低收入 ■ 中等收入 ■ 高收入 ■ 经济型 ■ 中高端型 ■ 豪华型



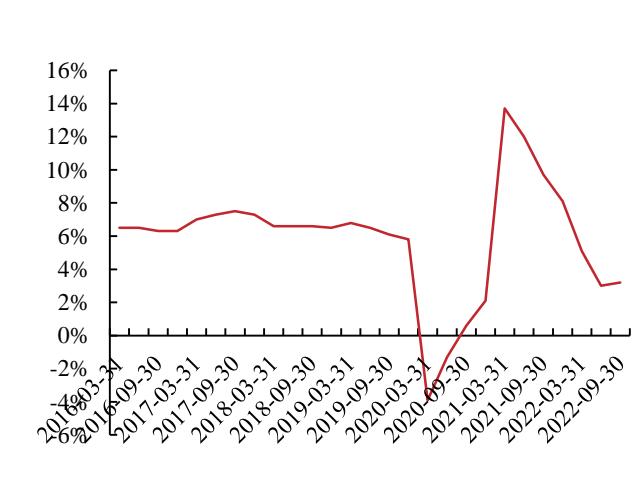
图表64：2021年美国收入结构、酒店供给结构

■ 大于100万美元/年 ■ 10万-100万美元/年
■ 1万-10万美元/年 ■ 小于1万美元/年



图表65：我国居民人均可支配收入同比变化

—— 居民人均可支配收入: 累计同比



资料来源：国家统计局，《2022中国酒店业发展报告》，Credit Suisse Global Wealth Databook 2021，洲际酒店年报，东亚前海证券研究所



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

PART 03

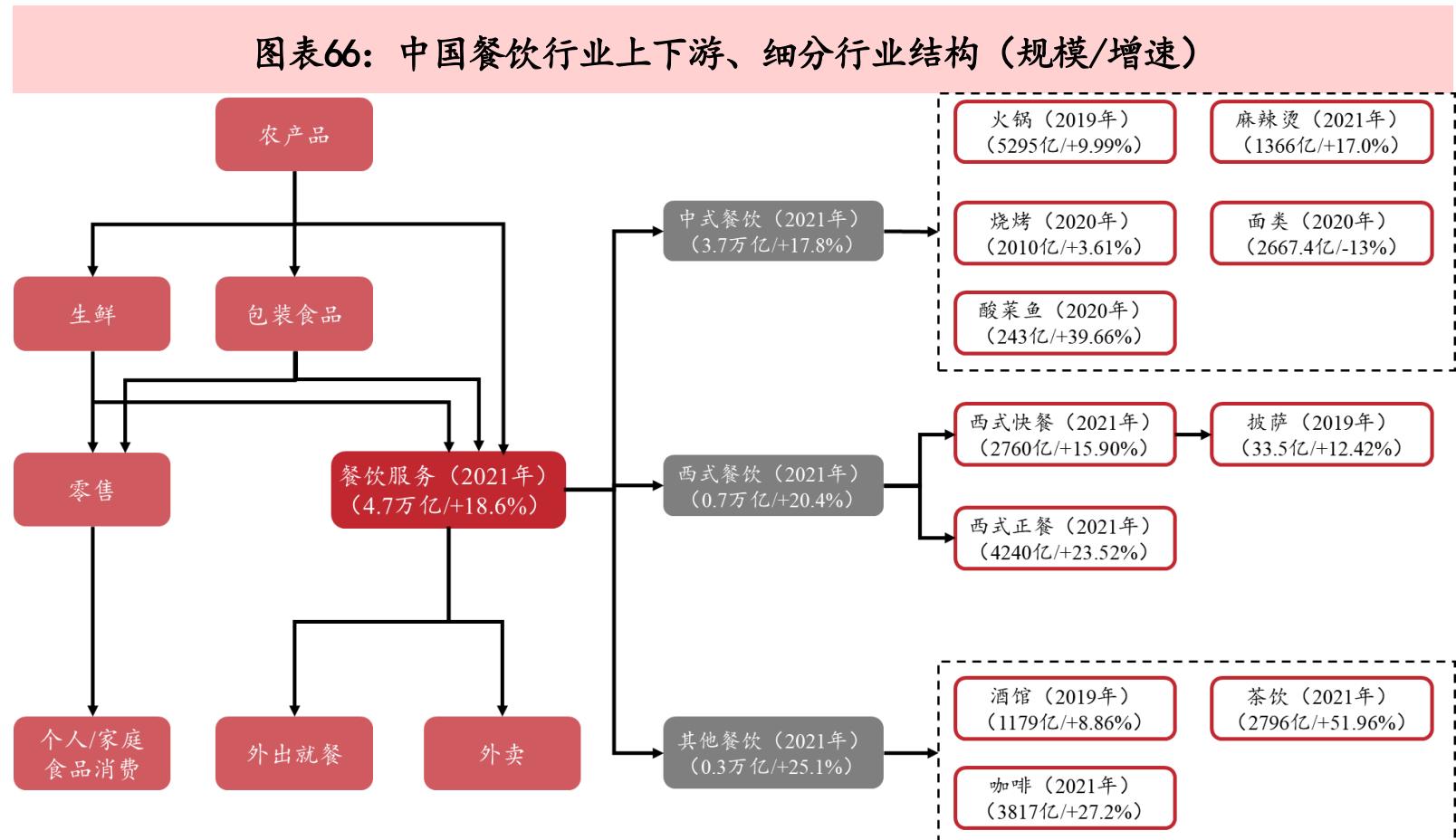
3

餐饮

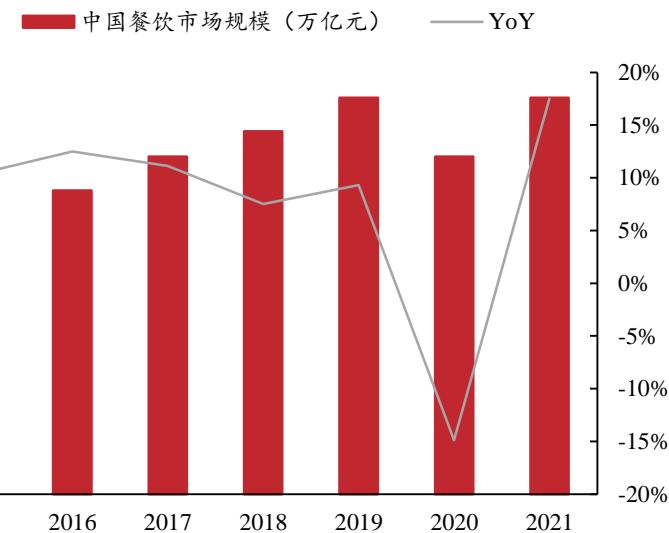
产业链分析及行业规模结构

➤ **我国餐饮行业高速发展。** 疫情以前餐饮行业保持在10%增速左右，2021年我国餐饮行业市场规模4.7万亿元，同增18.6%，其中中式餐饮占比过半，市场规模3.7万亿元，同增17.8%。

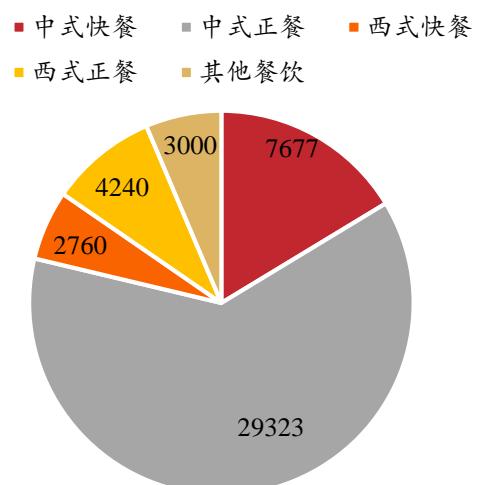
图表66：中国餐饮行业上下游、细分行业结构（规模/增速）



图表67：2015-2021年中国餐饮行业市场规模



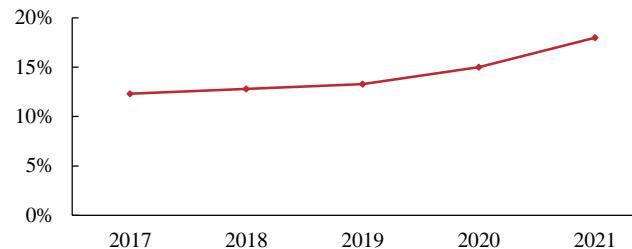
图表68：2021年中国各餐饮行业市场规模 (亿元)



行业格局：连锁化进程加快

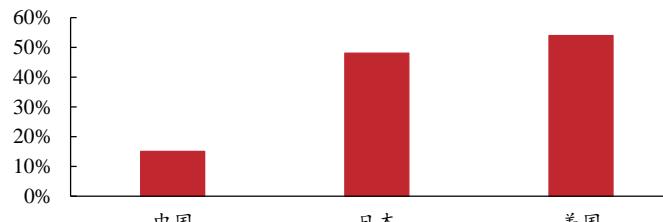
- **餐饮行业具有明显的连锁化率提升趋势。** 2017-2021年，我国餐饮行业连锁化率持续提升，其中疫情之下中小业主偏向于翻牌连锁餐饮品牌以稳定客流，因此2020、2021年连锁化率仍保持上升趋势。对比美国、日本，我国餐饮行业连锁化率提升空间仍然较大。
- **市场集中度方面，1) CR5>20%：** 茶饮、西式快餐行业标准化程度最高，龙头企业在以上行业内相对竞争力更强，蜜雪冰城、华莱士等品牌开店均超万家，因此CR3、CR5水平大幅领先其他餐饮子行业。**2) 5%<CR5<20%：** 相关品牌进入有效推动了酸菜鱼、火锅等行业的发展，因此以上行业构成中主要以品牌化企业为主，行业集中度相对较高。**3) CR5<5%：** 中式快餐行业由于市场规模较大，行业构成较分散，因此集中度较低。酒馆行业处于行业发展早期，其2020年CR5仅2.20%，未来通过行业整合集中度有望提升。

图表69：2017-2021年中国餐饮行业连锁化率



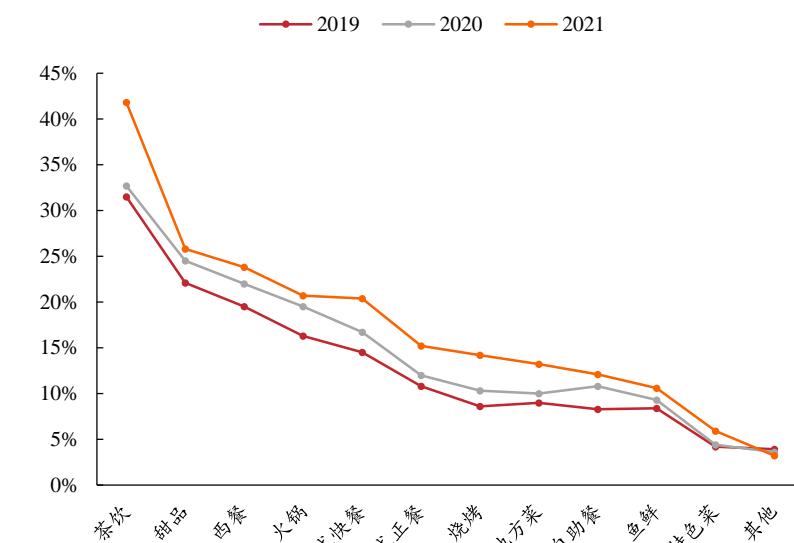
资料来源：美团研究院，东亚前海证券研究所

图表71：2020年各国餐饮行业连锁化率



资料来源：观研天下，东亚前海证券研究所

图表70：2019-2021年各餐饮品类连锁化率



资料来源：观研天下，东亚前海证券研究所

图表72：各餐饮行业市场集中度

茶饮	蜜雪冰城	COCO	书亦烧仙草	CR3	古茗	一点点	CR5
2020年	11.52%	10.05%	7.88%	29.45%	7.54%	7.36%	44.35%
西式快餐	肯德基	麦当劳	快乐星汉堡	CR3	华莱士	汉堡王	CR5
2019年	19.10%	10.60%	3.90%	33.60%	3.60%	2.00%	39.20%
酸菜鱼	太二	第2名	第3名	CR3			
2018年	4.40%	3.90%	3.00%	11.30%			
麻辣烫	杨国福	张亮麻辣烫	第3名	CR3	第4名	第5名	CR5
2020年	4.30%	4.00%	0.90%	9.20%	0.80%	0.20%	10.20%
火锅	海底捞	呷哺呷哺	捞王	CR3	第4名	第5名	CR5
2020年	5.80%	1.20%	0.30%	7.30%	0.30%	0.30%	7.90%
中式快餐	杨国福	张亮麻辣烫	老乡鸡	CR3	乡村基	李先生牛肉面	CR5
2020年	0.70%	0.70%	0.60%	2.00%	0.50%	0.40%	2.90%
酒馆	海伦司	胡桃里	贰麻酒馆	CR3	Perry's	汉森熊精酿啤酒	CR5
2020年	1.10%	0.40%	0.30%	1.80%	0.30%	0.10%	2.20%

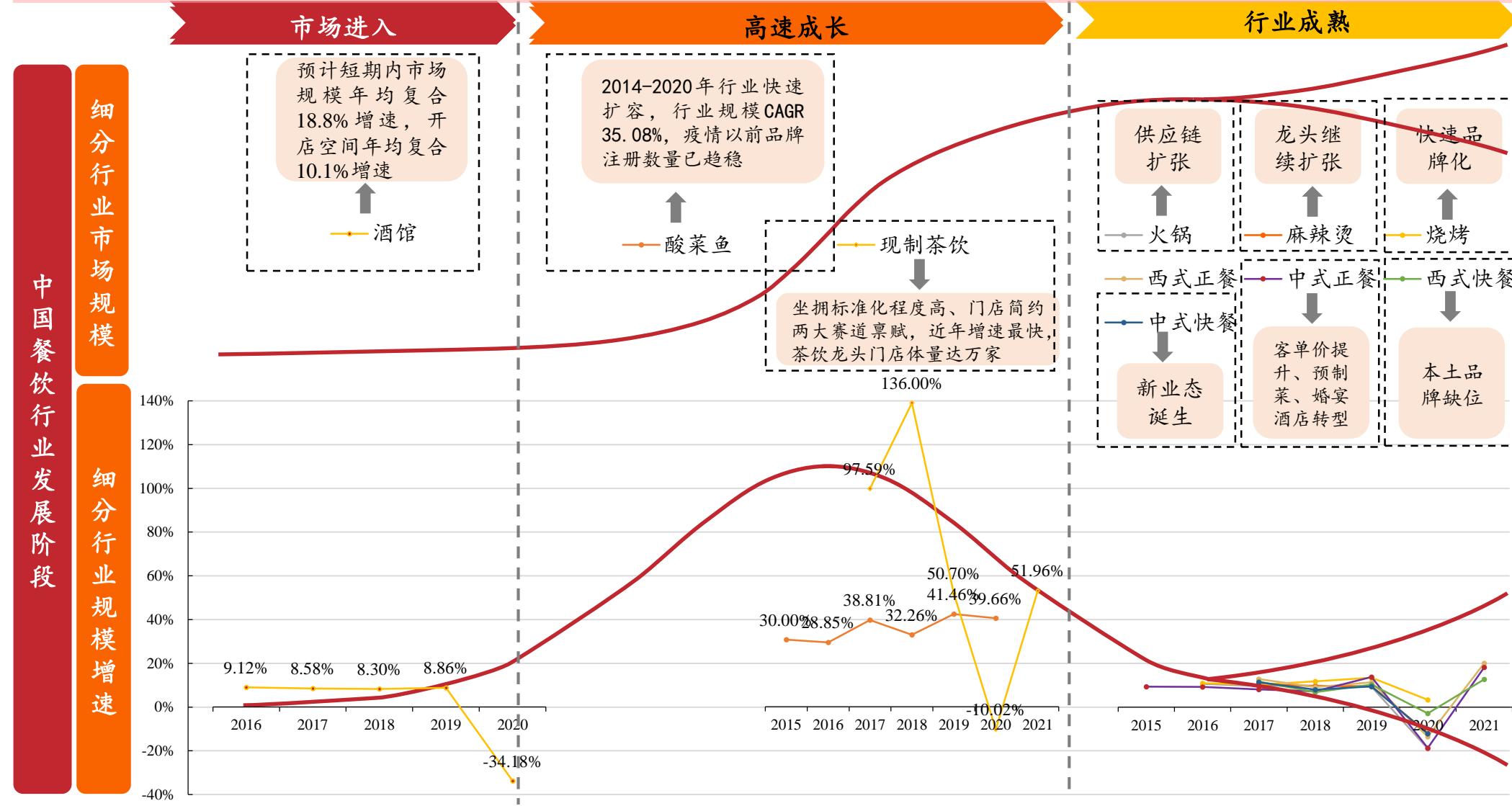
资料来源：海伦司招股说明书，奈雪的茶招股说明书，百胜中国招股说明书，九毛九招股说明书，杨国福招股说明书，F&S，东亚前海证券研究所

行业发展阶段

- **行业成长初期：**行业位于发展的初级阶段，需要经历一段时间的市场培育过程。行业发展前期主要看赛道未来实现规模化的潜力，通过产品普适程度、标准化程度衡量。还需关心行业未来增长空间，以及行业内诞生高度规模化发展的大餐饮品牌的可能性。
- **行业高速成长期：**行业成长期行业规模快速增长，行业规模增速先增后降，在成长期中段达最快增速。成长期后期行业品牌数量达上限，因此行业竞争激烈。
- **行业成熟期：**行业增速放缓，行业竞争可能进一步加剧。品牌一方面需保持同店经营稳定并且不断优化经营效率，另一方面重点关注业态升级的可能性，其中有子品牌孵化、渠道拓展、供应链升级等方向。
- **酒馆处于行业发展初期。**其中酒馆为近年出现的新餐饮业态，位于行业发展早期，未来行业增速有望继续上升。
- **酸菜鱼、茶饮行业处于高速成长期。**酸菜鱼为中式快餐、中式正餐下的细分赛道，其口味独特、产品力优秀，2015年以来热度迅速上升。茶饮行业由于其高度标准化、门店高坪效特点，近年来实现高增速发展，头部品牌连锁门店数跃升至万家。
- **火锅、麻辣烫、烧烤等行业发展历史较长，处于相对成熟阶段。**其中火锅行业近年来走向细分分类、爆款单品的竞争阶段，且向供应链、火锅底料、火锅外卖延伸。麻辣烫行业标准化情况同样较好，行业龙头开店数均超5000家，且未来下沉市场中增量空间仍较大。烧烤行业处于市场格局重塑阶段，连锁化进程将加快。以上赛道未来有望开启新一轮增长曲线。

行业发展阶段：多数细分赛道进入成熟期，关注红海突围下的格局演变

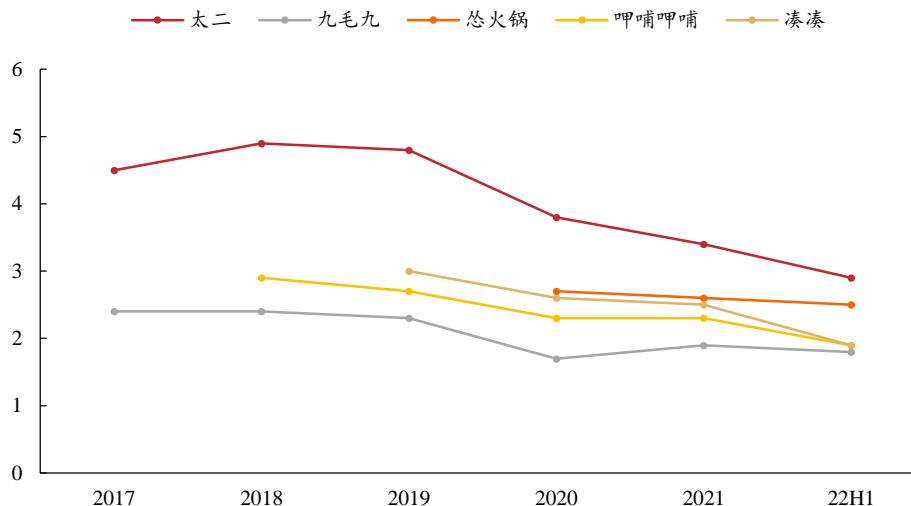
图表73：行业发展阶段



盈利模式拆解

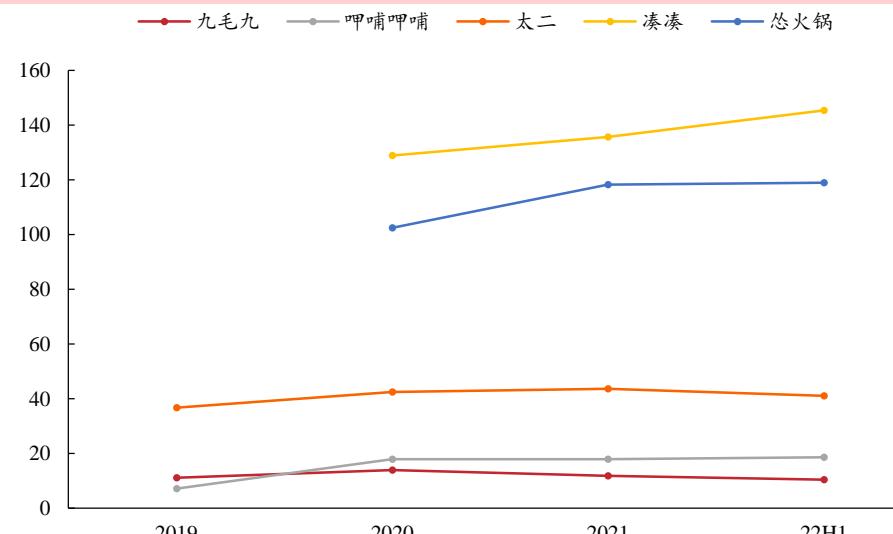
- **收入端：翻台率**为重要的跟踪指标，疫情扰动之下各品牌翻台率均出现不同程度下降，需持续关注翻台率恢复进程。**客单价**方面，疫情以后行业需求释放不及预期，因此多数品牌客单价保持平稳，部分品牌客单价下滑，湊湊、怂火锅等品牌仍存客单价提升动能。疫情以来餐饮品牌普遍通过闭店方式止损，因此门店**营业天数**波动较大，九毛九在2020年疫情初期关店近两个月，2022年12月，海伦司45.29%门店处于暂停营业状态。
- **成本端：主要包括食材原料成本等**。食材成本主要由食品种类决定，由当季的农产品价格所影响。餐企SKU、规模效应、供应链能力对成本均有影响，供应链能力体现在自有供应链，以及运输、库存成本降低等方面。
- **费用端：租金、人工为餐企两大成本，合计营收占比平均约40%**。其中租金与门店面积、城市等级、品牌力决定的议价能力等有关，头部餐企租金占比显著低于行业平均水平。由于餐饮行业普遍费用率较高，因此疫情之下关注各公司费用压缩、优化，以减弱盈利水平波动。

图表74：2017-2022H1各餐饮品牌翻台率（次/天）



资料来源：九毛九公告，呷哺呷哺公告，东亚前海证券研究所

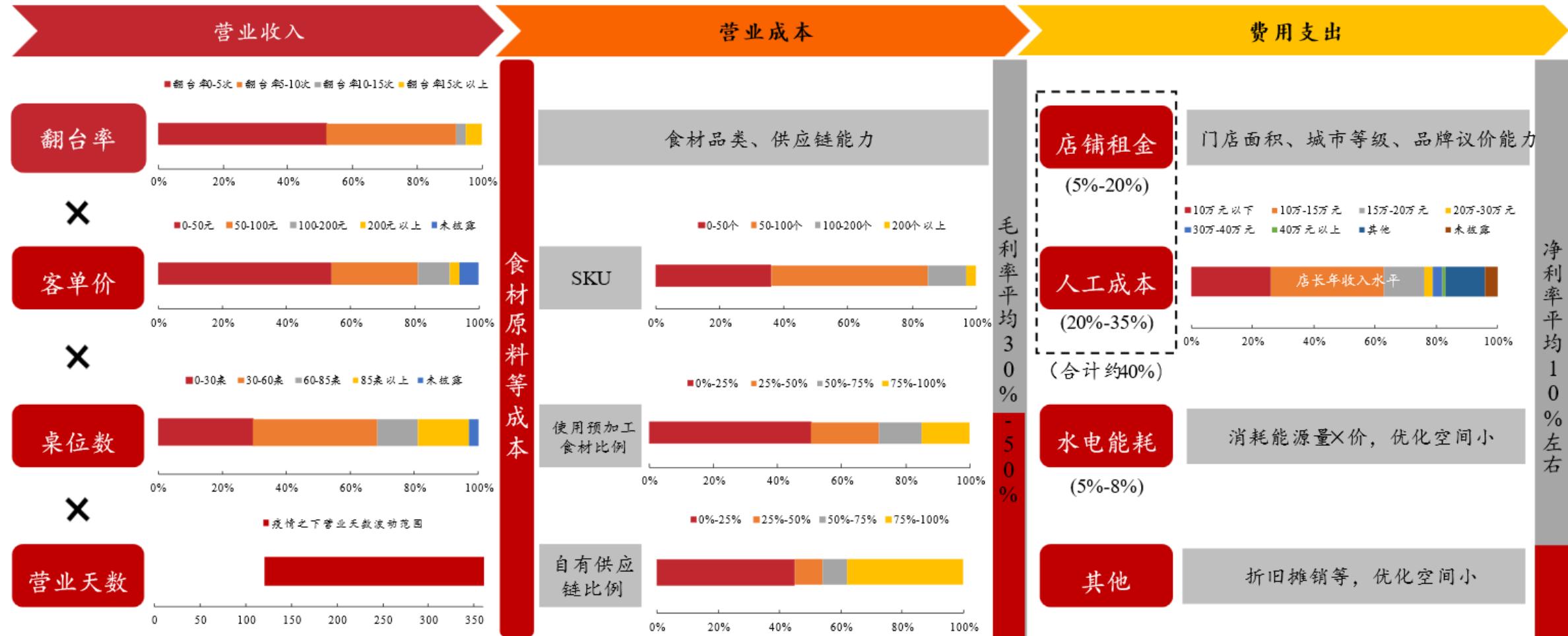
图表75：2019-2022H1各餐饮品牌客单价（元）



资料来源：九毛九公告，呷哺呷哺公告，东亚前海证券研究所

盈利模式拆解

图表76: 2022年餐饮品牌门店经营模型



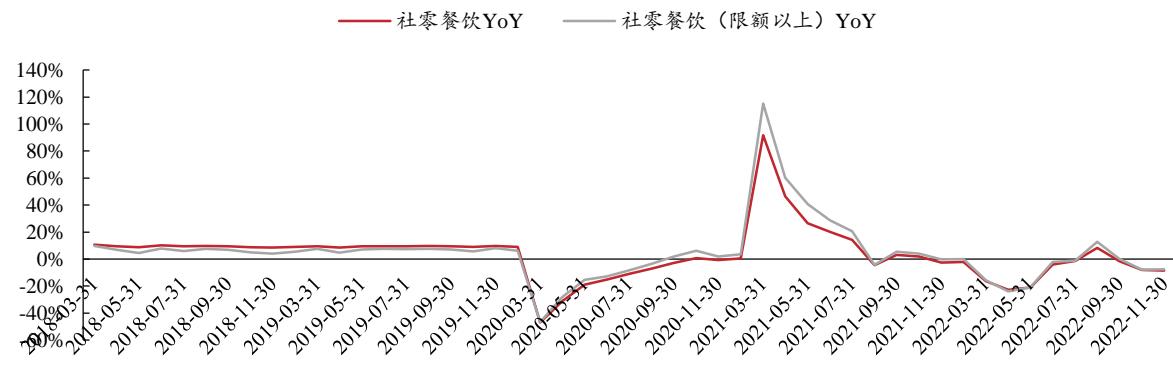
成长逻辑推演：先外卖后堂食，刚需业态疫后复苏速度快

餐饮行业疫后修复速度快、弹性大，密切关注同店数据抬升贡献的业绩增量。

疫情下民众对于疫情心态发生变化，居民饮食由居家烹饪转向餐饮消费，2022年消费者餐饮消费次数同比增加。餐饮消费复苏由外卖开始，延伸至线下堂食的恢复。2022H2国内疫情控制良好，社零数据中餐饮业带头恢复。2022年8月餐饮零售收入总额3748亿元，同比增长8.4%，高于8月商品零售同比值3.3pct，已恢复至2019年的97.17%。且限额以上餐饮企业复苏趋势更加明显。

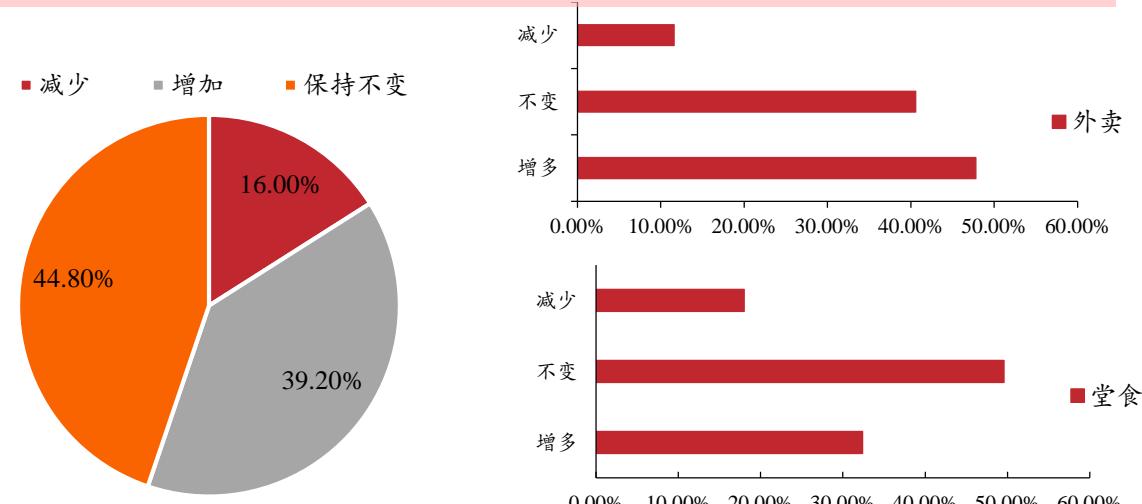
餐饮行业为活动范围最近的线下消费，展望明年，社服行业恢复进程有望从餐饮行业启动。

图表77：2018-2022年社会消费品零售总额（餐饮业）同比增速



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表78：2022年消费者餐饮消费次数同比变化



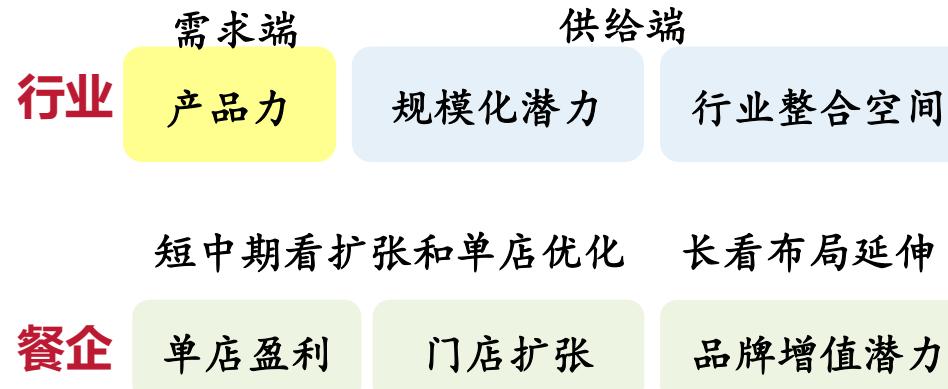
资料来源：艾瑞咨询，东亚前海证券研究所

成长逻辑推演

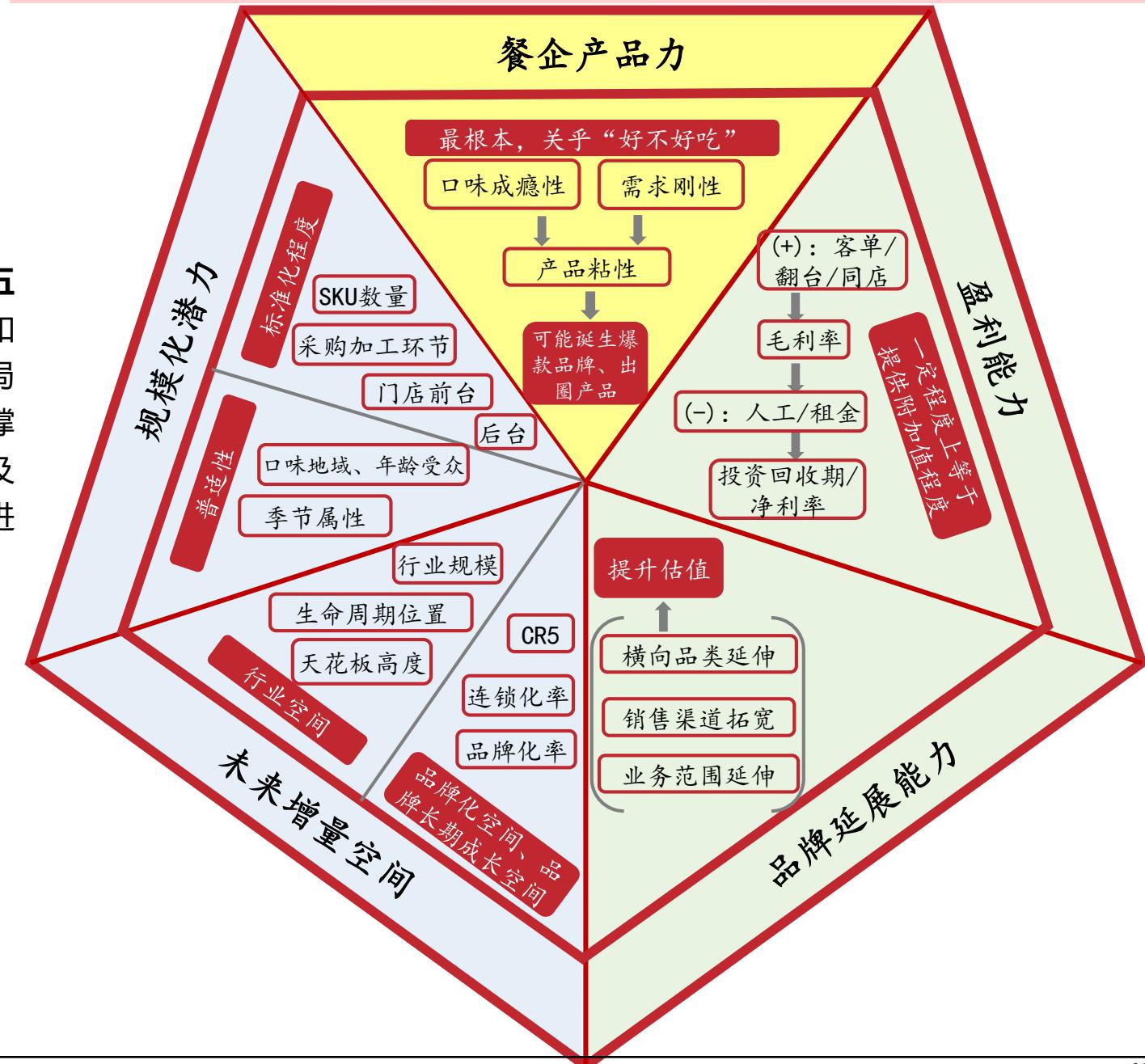
选赛道：需求看产品力，供给看规模化
选标的：聚焦单店盈利+门店扩张

关注产品力、规模化潜力、增量空间、盈利能力、品牌延展五大要素。受地域差异、拓店模式和供应链影响，餐企规模化和行业集中度较低。赛道选择：首要关注规模化潜力和现有格局下的整合空间。标的的选择：短看单店模型优化、同店韧性支撑复苏；中看消费升级及红海竞争下的产品差异化、拓店布局及新店模型校验；长看品牌延展能力，赛道延伸助于公司估值进一步提升。

图表79：餐饮行业分析框架



图表80：餐饮赛道分析框架明细



成长逻辑推演：选赛道——供给侧看规模化难易，需求侧看受众范围与地域性

图表81：各餐饮行业需求普适性

需求普适性	
酒馆	夜间消费占比大，不存在地域限制，年轻人为主，社交属性较强
茶饮	地域差异较小，夏饮冷饮，秋冬饮奶茶
西式快餐	不存在地域限制，年轻人为主，快餐消费频率较高
酸菜鱼	在全国范围内均有较高接受度，符合年轻人口味
西式正餐	西餐在国内为以体验式消费为主，消费频率偏低
中式正餐	分为八大菜系，地域特色较强，需求较为细分，南方菜的辣味存在一定地域壁垒
火锅	分为北派南派火锅，但例如川味火锅已推广至全国，偏秋冬季节
麻辣烫	地域属性较弱，快餐消费频率较高
烧烤	夜间消费占比大，偏向夏季，社交属性较强

图表82：各餐饮行业标准化程度

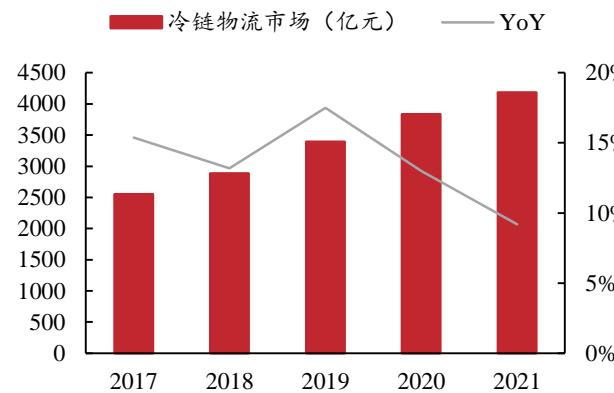
	采购加工环节标准化程度	门店环节标准化程度	SKU数量
酒馆	啤酒采购存在规模效应，加工环节难度低；精酿啤酒品类丰富，供应难度更大	连锁化酒馆多数酒饮单品无需加工调制过程，无需单独配置调酒师；传统酒吧需有驻场艺人、DJ等	海伦司34
茶饮	茶饮行业高度品牌化，均由品牌方统一供应物料	门店制作过程高度标准化，店员服务标准严格管控	蜜雪冰城45/奈雪的茶63/瑞幸咖啡95
西式快餐	西式快餐品牌全球化发展，运营高度体系化，供应链管控能力强	后台加工过程简单，品牌方对于门店操作规范程度严格把控	肯德基51/必胜客77
酸菜鱼	酸菜鱼原料简单，无刺巴沙鱼、酸菜供应链均较为成熟	最典型的通过精简SKU，提高菜品标准化程度	太二25/鱼你在一起约20
火锅	菜品的采购、预处理均实现标准化，通过供应链升级在火锅大单品量产基础上，实现口感、安全的保证	锅底配比等精确度较高，自助模式减轻后厨压力	海底捞104/怂火锅约60
麻辣烫	标准化程度较高，头部品牌多通过中央厨房、自营或特定第三方供应商对餐厅进行食材的统一供应	麻辣烫食材中半成品占比高、行业平均120-150，门店制备步骤相对简单	头部品牌更高
烧烤	羊肉普遍采用采购模式，烧烤品牌普遍自建中央厨房，烤串需人工穿串	自助烧烤模式厨师依赖低	约130

资料来源：快消，餐企老板内参，螳螂财经，餐饮O2O，东亚前海证券研究所整理

成长逻辑推演：规模化看供应链和标准化

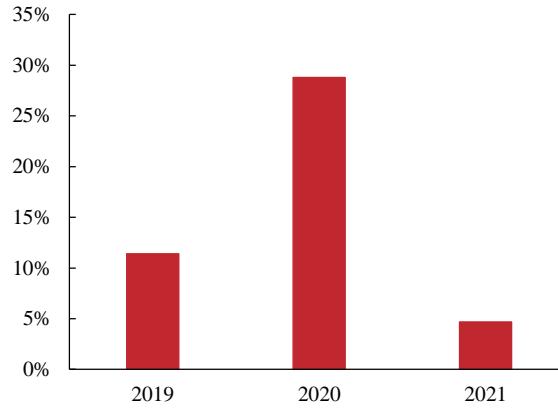
- **供应链升级趋势支撑餐饮行业连锁化发展。** 餐饮企业难以连锁化发展的核心桎梏在于：菜品丰富，自带地域壁垒属性；生产供给难以标准化。餐饮赛道的连锁化、规模化发展潜力可通过以下两维度衡量：行业需求的普适性、行业供给的标准化程度。标准化程度可分为采购加工环节、门店前台/后台环节，其中SKU数量精简的品类更容易实现标准化生产销售。
- **标准化程度高、需求场景局限性小的赛道未来规模扩张的潜力更大。** 通过梳理，我们发现近年来发展速度较快的餐饮品类均符合以上特征。
- **目前阶段餐饮供应链为行业布局重点。** 供应链为餐企实现标准化展业的重要环节，亦为餐企之间竞争力差距形成的核心壁垒，餐企通过供应链提升周转效率与盈利能力。2021年中国冷链物流市场规模4184亿元，2016-2021五年CAGR 13.62%。疫情以后一级市场对餐饮供应链融资金额明显增加，体现出资本对于餐饮企业行业扩容，供应链需求提升的期待。**餐饮供应链升级为我国餐饮连锁化率向国外靠拢的必经之路，因此未来提升空间最大。**

图表83：2017-2021年中国冷链物流市场规模



资料来源：中物联冷链委，东亚前海证券研究所

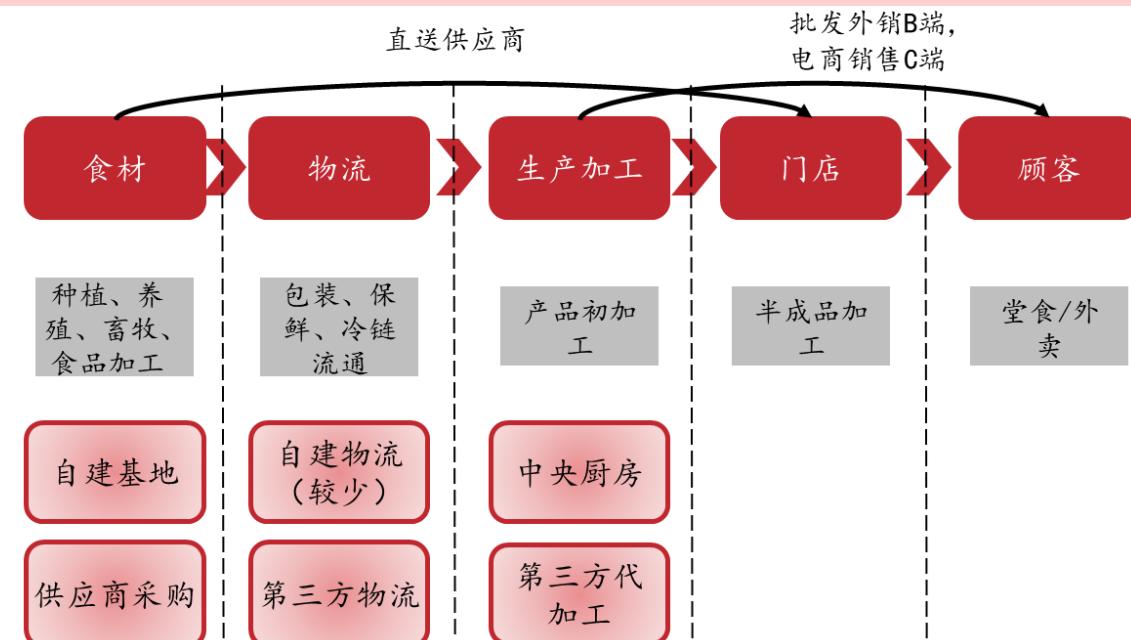
图表84：2019-2021年餐饮供应链融资金额在餐饮行业中占比



注：2021年数据截至2021年7月31日

资料来源：NCBD，东亚前海证券研究所

图表85：餐饮供应链各环节构成



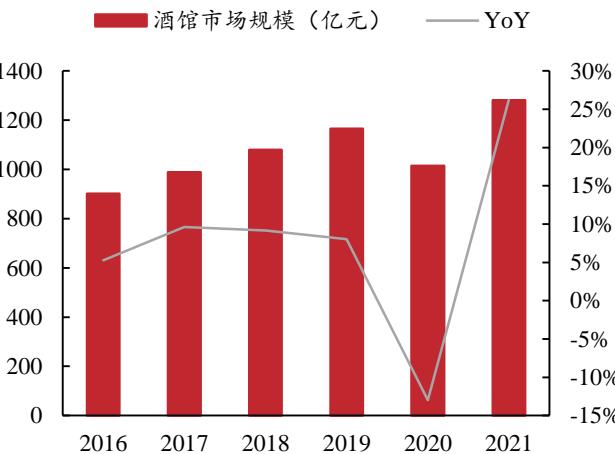
资料来源：东亚前海证券研究所整理

成长逻辑推演：选赛道

建议关注以下优质餐饮赛道。

- **酒馆行业：仍处于行业发展早期，疫后餐饮复苏先锋军。** 疫情前2015-2019四年，我国酒馆总数CAGR 4.95%，酒馆行业规模CAGR 8.02%，沙利文预测疫后酒馆市场规模年均复合18.8%增速，开店空间年均复合10.1%增速。我们预测我国酒馆开店上限21.65万家，目前门店数量距上限仍有五倍空间。
- **推荐逻辑：成瘾、社交特性奠定酒馆行业深厚壁垒。其一，** 参照美国博彩行业疫后恢复进程，酒馆行业同样具有较强成瘾性，因此疫后恢复速度较快。**其二，疫情防控压制民众社交需求，疫后社交需求有望报复性增加。** **另外，** 酒馆社交体验有低消费、长时间、高质量特征，其社交效用最高，消费性价比凸显，契合下沉市场以及疫后短期消费能力受压制的一二线城市。

图表86：2016-2021年中国酒馆行业市场规模



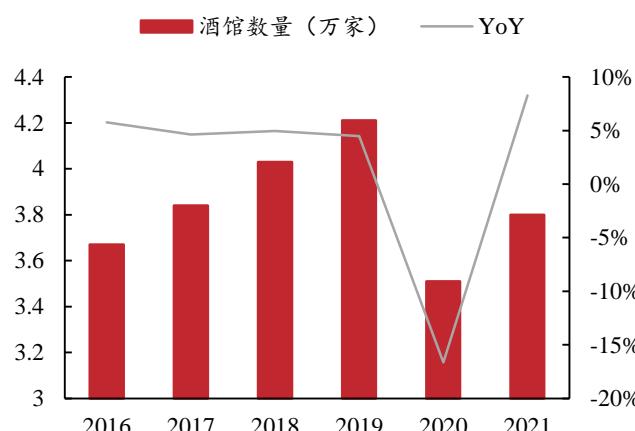
资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

图表87：酒馆行业市场规模分城市等级CAGR

	2015-2019年 CAGR	2020-2025年 CAGR
一线	6.30%	15.40%
二线	8.10%	17.50%
三线及以下	13.80%	26.70%

资料来源：沙利文测算，东亚前海证券研究所

图表88：2016-2021年中国酒馆总数量



资料来源：中国连锁经营协会，东亚前海证券研究所

图表89：我国酒馆行业开店空间测算

人均酒精消费 (L/年人)	2.23
人均啤酒消费 (L/年人)	55.75
饮酒人口 (亿人)	7.55
酒馆消费占比	7.72%
酒馆啤酒消费(亿升/年)	32.47
平均单店销量 (万升/年)	1.50
平均单店销量 (L/日)	41.67
酒馆数 (万家)	21.65

资料来源：东亚前海证券研究所测算

成长逻辑推演：选赛道

➤ 烧烤行业：连锁化、品牌化空间较大，行业格局重塑在即。

烤串、烤肉两大赛道均未出现头部品牌，行业目前进入市场整合、格局重塑阶段，未来连锁化潜力较大。**烤串**：供应链成规模扩张主要制约因素，前店后厂转型自建中央厨房提升供应链实力，静候红海竞争下品牌突围。**烤肉**：中式烤肉定位下沉市场有望高速扩张，看好消费升级趋势下高端日式烤肉的长期价值。**另外**，露天开放场所相较传统餐饮封闭场所恢复速度更快，具备大排档等形式的烧烤品牌有望疫后率先受益。

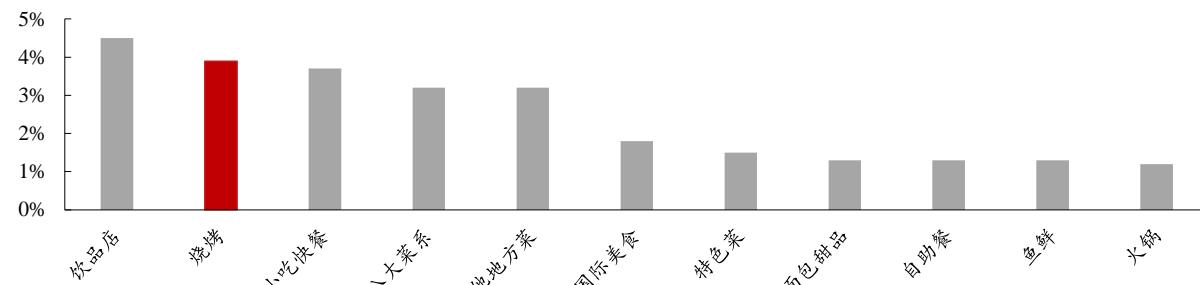
➤ 火锅行业：通过供应链优化、差异化发展构筑第二发展曲线的典型代表。近年火锅行业步入品类细分化、主打爆款单品的发展竞争阶段，且行业积极向供应链、火锅底料、火锅外卖等不同方向延伸。头部品牌短期内通过内部优化、降本降费提效以提升业绩表现，且有望通过差异化打法在长期内延续品牌竞争力。

图表90：烤串、烤肉行业发展历程



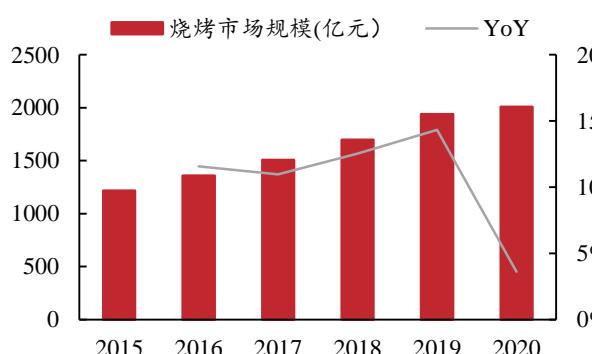
资料来源：红餐网，各品牌官网，东亚前海证券研究所

图表91：2021年烧烤行业连锁化率同比增长 (pct)



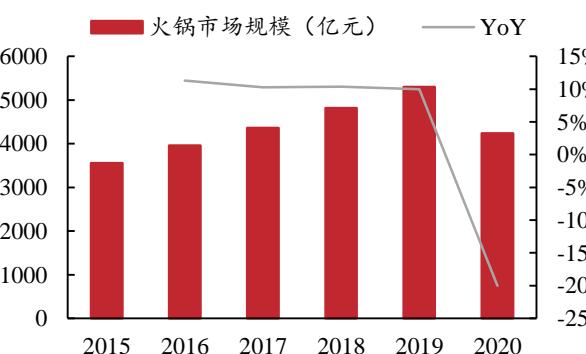
资料来源：《2022年中国连锁餐饮行业报告》，东亚前海证券研究所

图表92：2015-2020年我国烧烤行业市场规模



资料来源：NCBD，东亚前海证券研究所

图表93：2015-2020年我国火锅行业市场规模



资料来源：《2022年中国连锁餐饮行业报告》，
东亚前海证券研究所

成长逻辑推演：选标的——重点关注差异化、消费升级与赛道延伸

- **短看**单店模型优化、同店韧性支撑复苏。消费者堂食信心恢复存在周期，复苏阶段短期需求端或仍有小幅承压，短期建议关注规模较大、供应链自给能力和品牌力较强、降本能力突出、同店经营韧性较强的细分赛道龙头；**中看**消费升级及红海竞争下的产品差异化、拓店布局及新店模型校验，建议关注大单品、会员营销等策略下单店模型的优化效果，新店选址布局和模型验证进展；**长看**品牌延展能力，赛道延伸助于公司估值提升。
- **关注消费升级、差异化竞争与业务延展。**多数餐饮行业已经历一个完整成长周期，步入成熟阶段，处于红海竞争局面，以上三要素为行业成熟阶段贡献业绩增量和提升估值空间的主要驱动因素。
- **消费升级：**随消费需求升级推动，餐饮品牌在中高端发展路线下产品溢价较高，针对菜品、服务精耕细作、仔细打磨，更可能形成差异竞争模式，竞争优势地位确立以后，后来者效仿难度大。且中高端市场相对蓝海，消费升级路线餐企提前布局，品牌效应形成有利于实现市场拓展及赛道延伸。
- **差异化竞争：**差异化竞争为中高端餐饮品牌语境下的竞争策略，平价餐饮品牌相似度较高，个性化发展空间小。各中高端品牌推出爆款大单品，专注于更加细分维度的餐饮品类，在门店环境、服务特色上均有较强区分度，个性化发展加深品牌影响力，有助于获得顾客认可。
- **业务延展：**餐企迎合消费升级趋势延展业务范围，呷哺集团开店趁烧从而切入中高端餐饮行列，海伦司开店海伦司·越引入烧烤模式，可提升客单价。且品牌形象形成以后，餐企可顺利拓宽销售渠道，例如海底捞线下开业食材自提站售卖食材、底料等，星巴克在门店以外渠道售卖咖啡豆、饮料等。其可巩固食客的品牌粘性，又进一步避免了与同业间的产品同质化。



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

PART 04

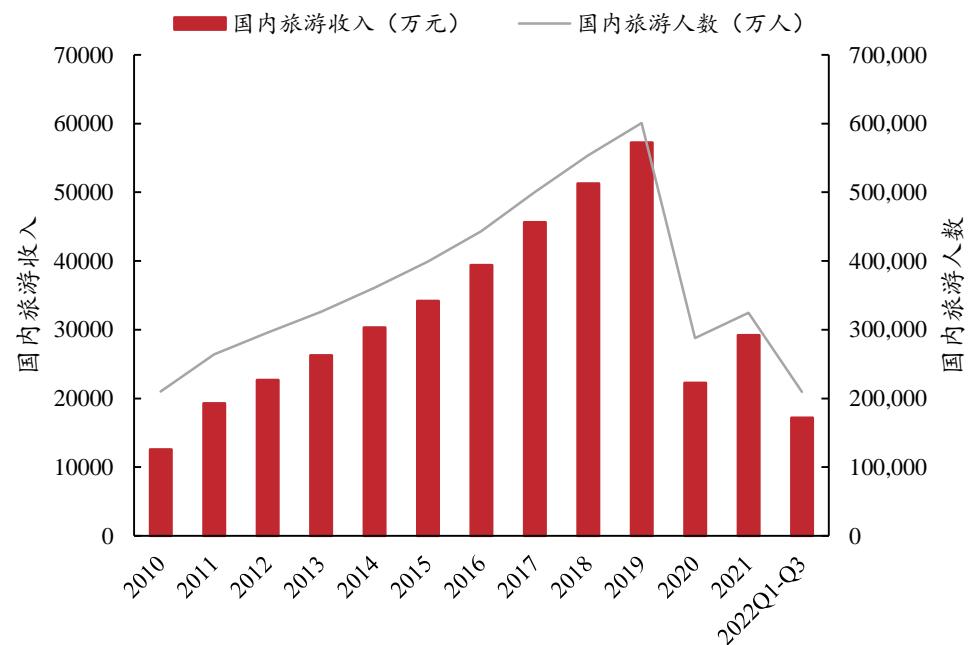
4

旅游

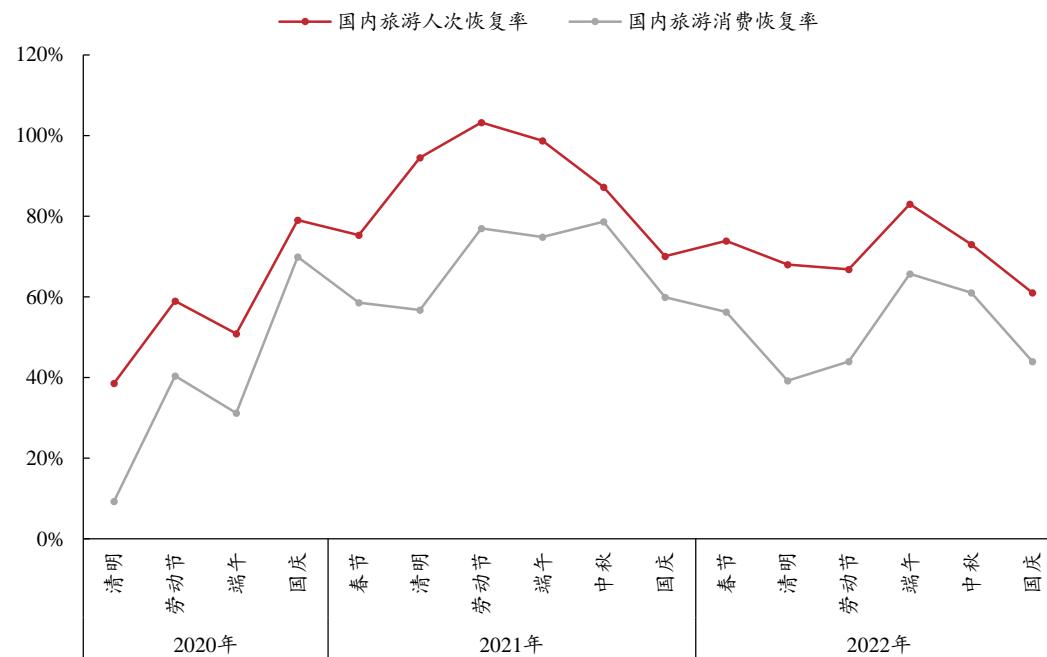
关注疫后复苏进展：疫后三年持续低位徘徊，复苏势头已起静候拐点

疫情对旅游业影响已至底部，国内跨省游出行有望逐步修复。2020年新冠疫情爆发以来旅游业持续承压，国内出行需求大幅收缩。进入复苏周期以来，从假期出游数据看，2021H1国内旅游业持续修复，2021年下半年起受疫情反复及奥密克戎病毒传播性强影响，防疫政策收紧，出行受限，2022年假期国内游的恢复程度均不及2021年。2022年底随优化防疫政策陆续推出，科学精准防疫政策方向日益明确，2023年双节有望成为旅游业复苏拐点，长期看，随着消费者出游信心逐步恢复，出行链有望持续改善，跨省游、出境游先后迎来修复期，看好旅游业的长期复苏。

图表94：2010-2022前三季度国内旅游市场规模



图表95：2020-2022年节假日国内旅游人数及收入恢复状况



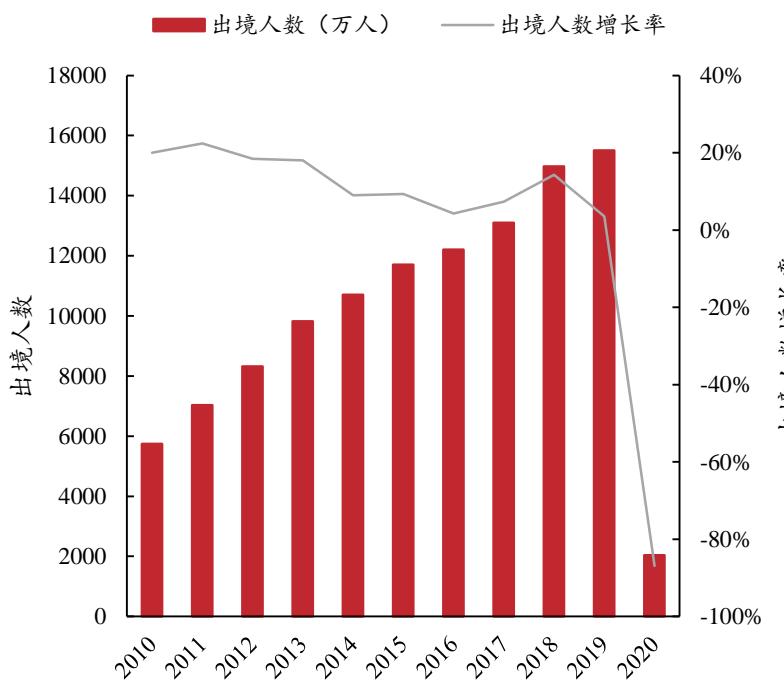
资料来源：文旅部，东亚前海证券研究所

资料来源：文旅部，东亚前海证券研究所

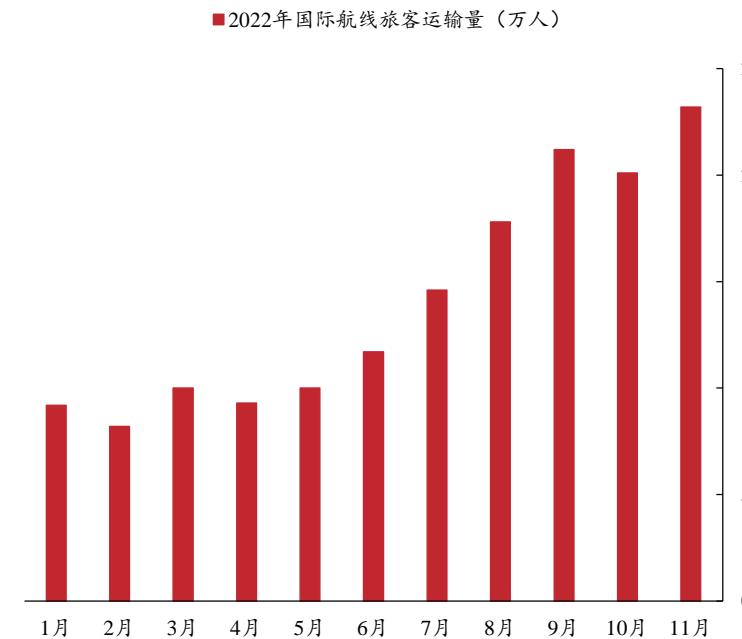
关注疫后复苏进展：政策方向日渐明确，旅游业有望迎触底反弹

疫后三年出境游持续受限，政策放宽有望迎触底反弹。 2020-2022年间，相关防疫政策持续对入境人员和入境航班有严格的要求和限制。根据中国旅游研究院数据，2020年至2022年我国出境旅游人数累计减少4亿人次，国际航班客运量骤减，出境旅游受损严重。12月27日国务院联防联控机制外事组发布《关于中外人员往来暂行措施的通知》，要求不再对入境人员实施全员核酸检测和隔离。此次入境新政激发的出境游重启，将有效恢复游客信心，使得疫情期间积压的出境游需求开始释放。

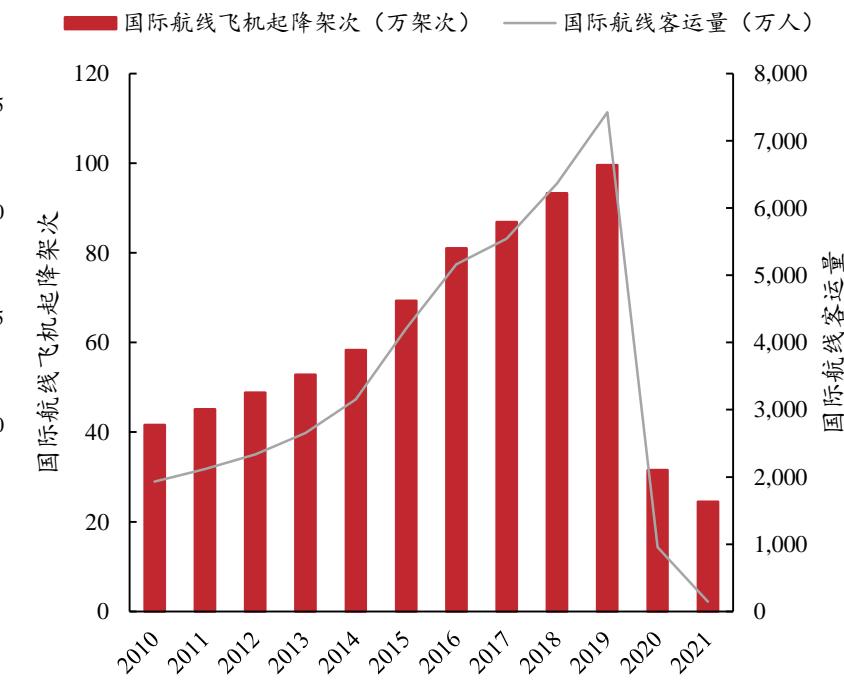
图表96：2010-2020年出境游情况



图表97：2022年国际航线旅客运输量恢复趋势



图表98：2010-2021年中国国际航线航班恢复情况



资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

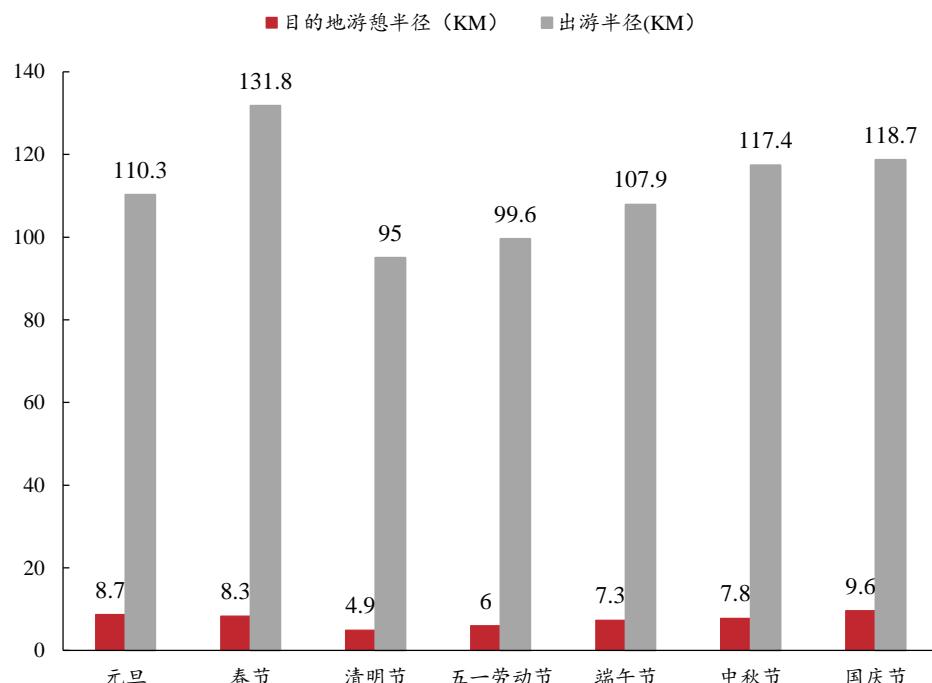
资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

关注疫后旅游新趋势：出游半径缩短，短线游热度上升

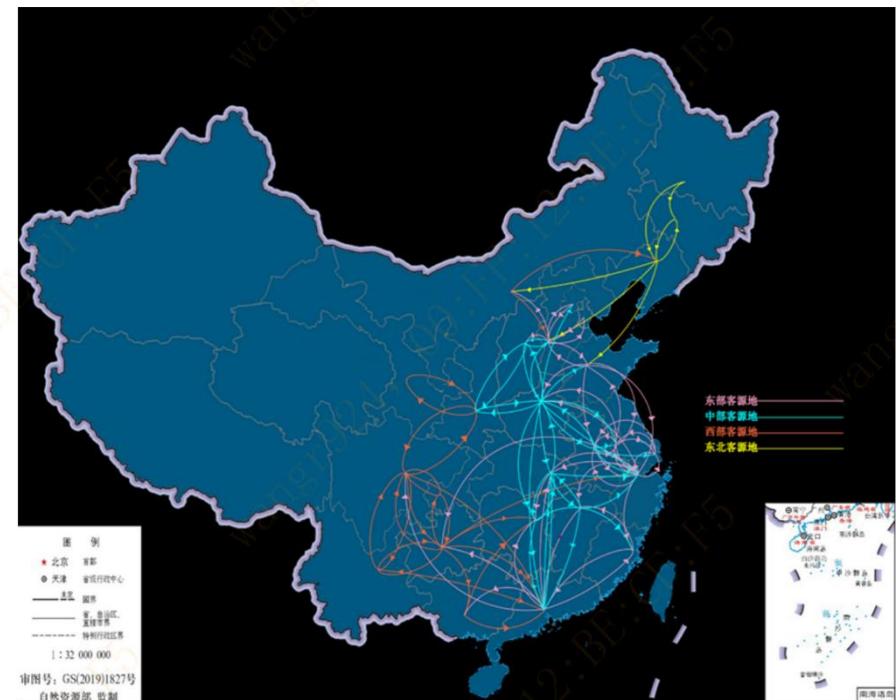
旅游半径缩短，本地游和周边游成为重要旅游形式。疫后三年，受国内疫情点状出现及跨省游随机熔断影响，安全、便利成为居民出游的重要考虑因素。根据中国旅游研究院数据，2022年国内近程省内游客流/远程省际游客流分别占到全部国内旅游客流的81.24%/18.76%，出游距离和目的地游憩半径明显收缩，短线游成为主要出行选择。**跨省游集中在相邻省份之间。**2022年全国前100条省际旅游客流中，有81条旅游客流为相邻省份之间的旅游流动，相邻省份互为客源地和目的地。虽然目前跨省游已呈现恢复趋势，短途游热度仍有望维持。原因一是国内旅行者愈加重视出游安全，长线游信心恢复需要时间。二是疫后三年成为国内短途游市场培育期，消费者出行习惯已经养成。

图表99：2022年节假日出游及目的地游憩半径



资料来源：中国旅游研究院，东亚前海证券研究所

图表100：2022全国前100条省际旅游客流示意图



资料来源：中国旅游研究院，东亚前海证券研究所

关注疫后热门旅游目的地转变：疫情不改消费升级趋势，旅游品质化趋势明确

可支配收入提升带动高端度假游兴起，一站式旅游产品热度上升。2022年中国居民人均可支配收入相比前年同期呈上升趋势。麦肯锡全球研究院的数据显示，2019-2021年，年收入超过16万元人民币的中国城镇家庭数从9900万增至1.38亿。到2025年，还将有7100万家庭进入这一较高收入区间。在基本物质生活得到满足后，旅游作为可选消费品的需求提升。食、住、行、游、娱、购一站式旅游服务有效提升游客体验，产品热度上升，带动景区除门票外餐饮、购物等二次消费占比提升。

周边游、跨省游品质升级，消费升级趋势不变。受到国际疫情的影响，国内高净值消费群体的度假需求转向本土，这大大促进了本土高端度假市场的发展与迭代。根据携程发布的分析报告，目前阶段的消费者对度假酒店的设施、氛围与环境更加看重，高端度假游比重提升。周边游：根据马蜂窝大数据显示，2021年周边游人均花费2000元以上的游客占比同比提升了5%。

跨省游：从2022年全国旅游目的地看，全国前五大热门旅游目的地均拥有10个以上5A级景区，其中江苏省和浙江省是国内仅有的两个5A景区数量在20个及以上的省。疫情导致游客对旅行安全重视度提升，目的地选择愈发谨慎，叠加旅游消费升级趋势，景区知名度、旅游产品质量和服务体验愈发成为游客出行目的地选择的关键考虑要素，看好定位高端度假的景区类相关标的。

图表101：2021-2022前三季度居民人均累计可支配收入情况



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表102：2022年全国前5大省际旅游客源地



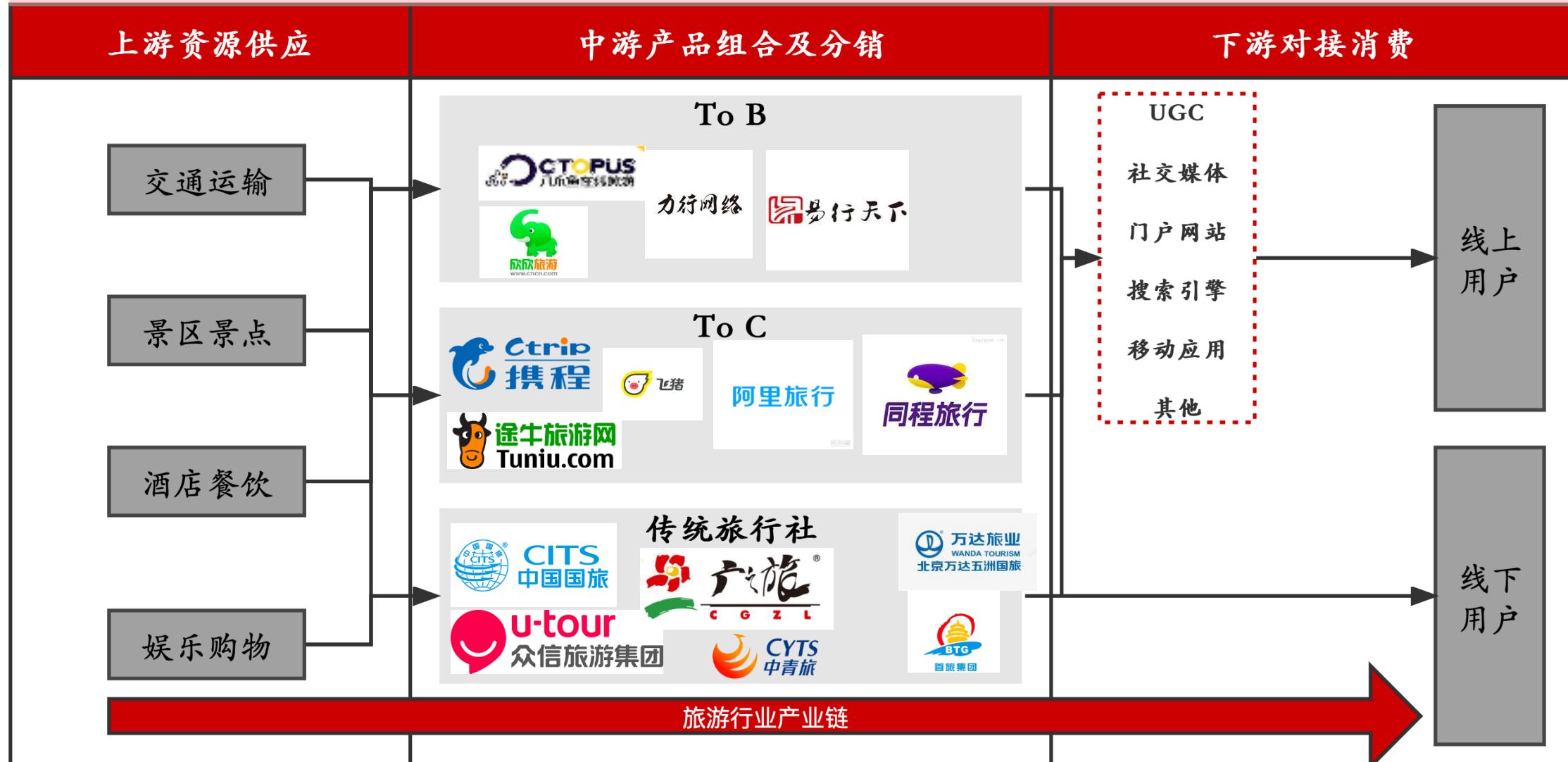
图表103：2022年全国前5大省际旅游目的地



资料来源：中国旅游研究院，东亚前海证券研究所

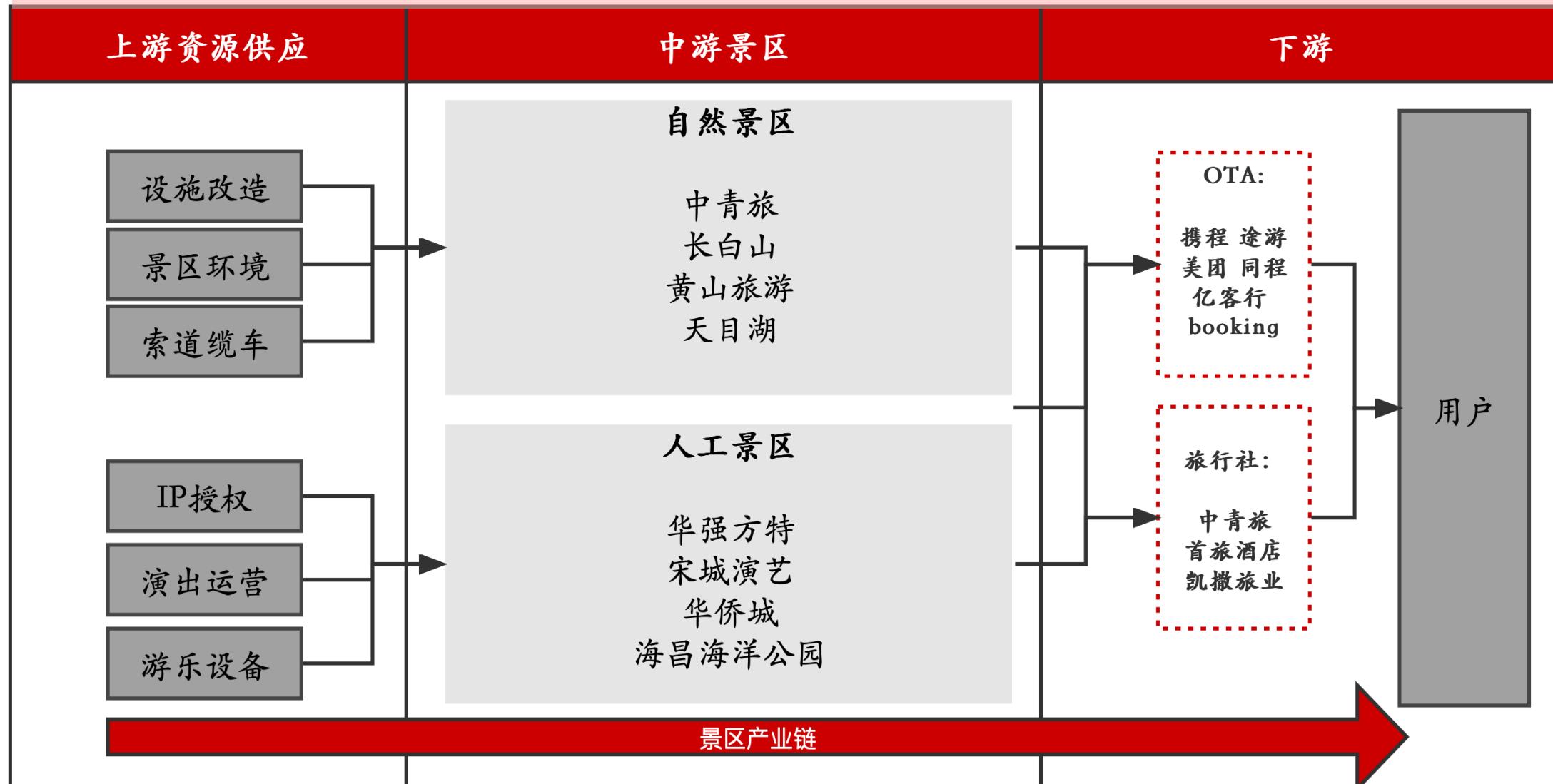
产业链分析——OTA&旅行社

图表104: 旅游行业产业链



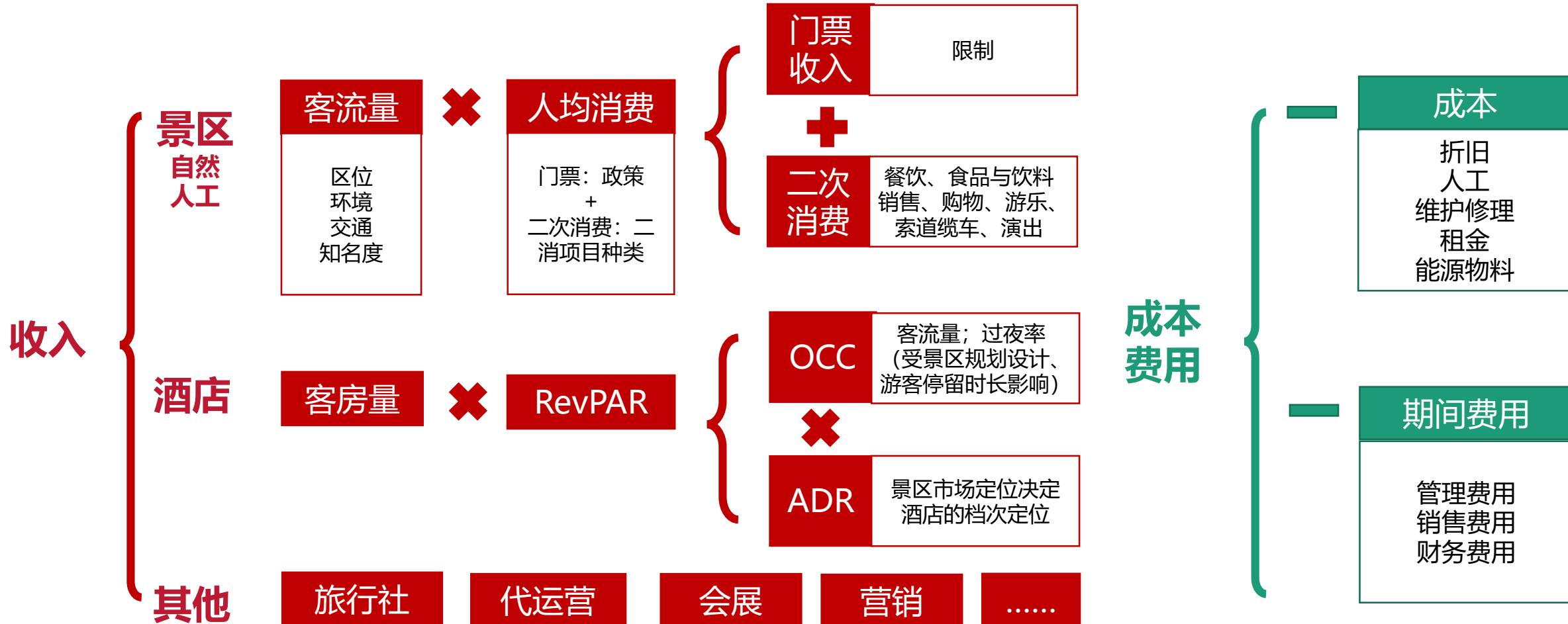
产业链分析——景区

图表105: 景区产业链



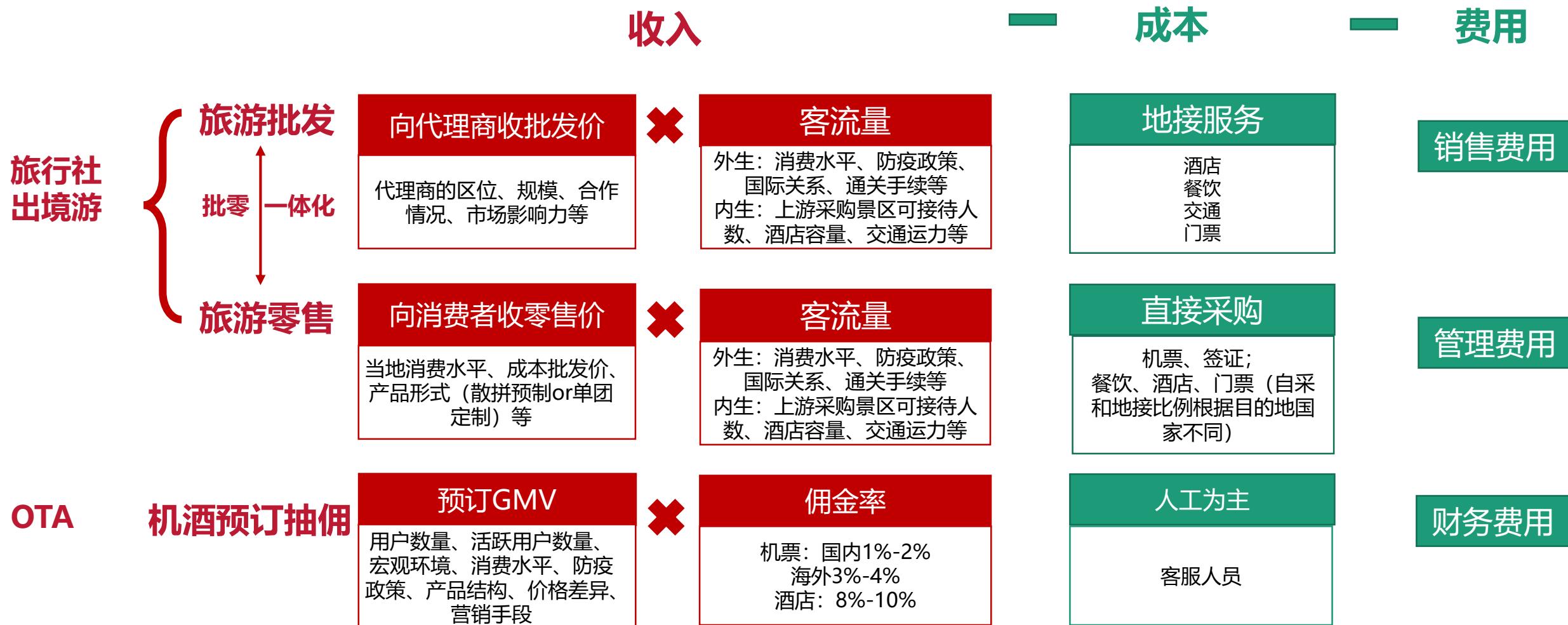
盈利模式拆解——景区

图表106: 景区盈利模式拆解



盈利模式拆解——OTA&旅行社

图表107: OTA&旅行社盈利模式拆解



行业格局——景区

图表108：景区行业格局

景区名称	景区优势	战略定位	2021年 景区收入 (亿元)	2021年 客流量 (万人)	2021年 人均消费 (元)
乌镇 (中青旅)	文化会展小镇，收入多元化。位于浙江省桐乡市，是国家5A级景区。乌镇拥有7000多年文明史和1300年建镇史，文化底蕴深厚，是感受中国古老文化和现代东方生活碰撞的好去处。	乌镇文化底蕴深厚，打造“文化体验+休闲度假+商务会议”一站式旅游目的地。乌镇以文化资源为切入点，以“乌镇戏剧节”等文化项目为依托，开展古镇嘉年华、艺术特展等活动；为2021年世界互联网大会等大型活动提供服务，打造会展小镇概念。	17.58	368.73	477
古北水镇 (中青旅)	受益周边游兴起，北京热门旅游目的地。位于北京市密云区，坐落在司马台长城脚下，是康熙、乾隆笔下的军事要塞。度假区内拥有17家酒店，28家民宿和50余个商铺，是综合性旅游度假目的地。	古北水镇以“长城观光，北方水乡”为属性，释放传统文化价值。以司马台长城为旅游发展重心，拍摄国家对外宣传片《中国2021》，并将文创、餐饮等产品与长城元素结合，构建特色竞争壁垒。	7.68	152.01	505
海昌海洋 公园	主题公园稀缺标的，IP矩阵不断丰富。10多座知名主题公园分别位于大连，上海，三亚，青岛等核心城市。公园紧密围绕海洋文化特色，为游客提供特色演出和游乐设施。	国内最大的海洋主题公园和配套商用物业开发及运营商，动物保有量第一，保育水平和运营管理处于行业领先地位。主打“海洋产业资源+主题公园”模式，通过主题公园和周边的配套商用物业相结合，为游客提供集休闲、娱乐、餐饮、购物、住宿于一体的综合性旅游体验。	24.6	989.9	185
长白山	深耕温泉度假，冰雪游前景可期。位于吉林省，是国家5A级景区，中华十大名山之一。长白山是松花江、图们江、鸭绿江的三江发源地，也是中国重要林区。林间有梅花鹿、貂、东北虎等珍贵动物等药材。	长白山是联合国“人与生物圈”自然保留地和首批国家级自然保护区，为公司带来自然资源优势；公司拥有长白山北、西、南景区交通运营线路的独家经营权，是长白山保护开发区最大的旅游客运公司，拥有旅游客运优势；有长白山聚龙火山温泉独家运营权，打造温泉酒店。	-	-	-
天目湖	长三角优势区位，高端温泉度假。位于江苏省南部，江浙地区游客可在两小时内到达。天目湖是江苏省首批生态旅游示范区，自然生态环境好，是天然氧吧。景区内还有原生态高品质温泉，吸引大量游客。	依托自然生态，公司旗下拥有天目湖山水园、南山竹海、御水温泉三家国家5A级景区，以及天目湖水世界、五星级御水温泉度假酒店、全国百强天目湖旅行社和商业经营开发公司等，业务涵盖全方位旅游产业链，是长三角地区具有较强的竞争优势和品牌影响力的企业。	1.24 (山水园) 1.01 (南山竹海)	77 (山水园) 79 (南山竹海)	160 (山水园) 128 (南山竹海)

注：部分数据为根据公司披露的经营数据估算

资料来源：中青旅官网，海昌海洋官网，长白山官网，天目湖官网，各上市公司公告，东亚前海证券研究所

行业格局——OTA

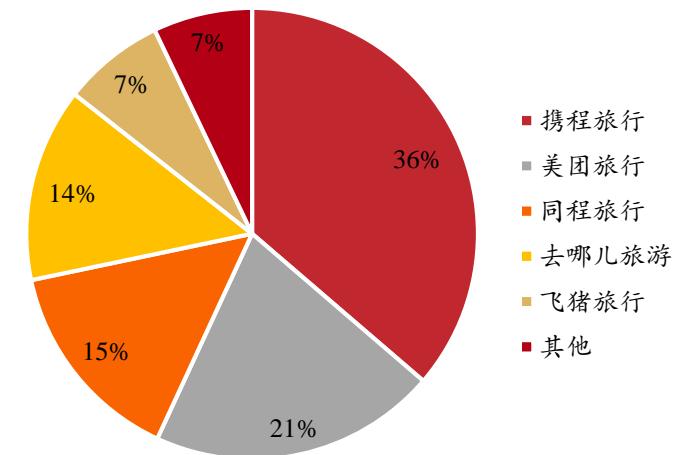
市场集中度较高，头部运营商竞争优势突出。2021年，国内OTA市场CR3/CR5分别为71.7%/92.9%。其中携程旅行市场份额占比36.3%，月活跃用户规模超过7170万人。携程集团目前是由Trip、Ctrip、Skyscanner、去哪儿网等多个品牌组成的全球旅游服务提供商，收购为携程不断带来协同效应，扩大市场覆盖范围，流量优势突出。

图表109：头部运营商比较

	市场战略定位	商业模式	用户画像
携程旅行	中高端商旅，目标市场为一二线城市及头部三线城市	作为行业龙头，在规模、技术、品牌和用户心智上的先发优势，率先抢占高线城市并把握核心商旅客群。采取了会员制的管理模式，与酒店和航空公司等企业签订合作计划，其盈利基本来自于订房订票佣金和广告费用	高净值客户，商务人士，中年白领
美团旅行	中低端市场，本地生活	凭借高频流量优势和本地生活属性入局酒旅，发展势头强劲；业务深耕低线市场，市场下沉驱动用户增长迅速，差异化竞争优势；高频向低频引流，加快高星酒店业务拓展；旅游与酒店业务发挥协同效应	年轻白领、小镇青年和学生群体
同程旅行	中低端市场，异地旅行	背靠腾讯入口，在流量方面优势明显；同时，下沉市场的战略部署让同程在非一线城市有着庞大的用户基础	资深旅行人士，中年男性白领

资料来源：携程旅行官网，美团旅行官网，同程旅行官网，各上市公司公告，东亚前海证券研究所

图表110：2021年我国OTA市场份额占比



资料来源：Fastdata，东亚前海证券研究所

图表111：2021年12月中国主要OTA平台月活用户规模（万人）



资料来源：Fastdata，东亚前海证券研究所

成长逻辑推演：防疫形势逐步放宽，跨省游有望率先恢复

疫情防控政策不断优化，跨省游恢复势头已现。二十条实施以来，优化防疫政策加速发布，政策面放宽趋势基本明确。12月9日，文旅部印发了新冠肺炎疫情防控工作最新指南，其中明确提出，对旅游景区、旅行社、互联网上网服务营业场所、娱乐场所、剧院等演出场所、剧本娱乐经营场所，除导游上团前核验健康码外，均不再要求提供核酸检测阴性证明、查验健康码、开展落地检。**防疫政策方向日益明确，线下出行、跨区流动限制逐步放开，短期看政策面放宽叠加元旦和春节假期来临，出行需求有望集中释放，2023年双节有望成为旅游业复苏拐点；长期看，随着消费者出游信心逐步恢复，出行链有望持续改善，跨省游、出境游先后迎来修复期，看好旅游业的长期复苏。**

图表112：疫情防控政策解读

	新十条优化措施	二十条优化措施
社会管理	非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。严禁以各种方式封堵消防通道、单元门、小区门，确保群众看病就医、紧急避险等外出渠道通畅。	严禁随意封校停课、停工停产、未经批准阻断交通、随意采取“静默”管理、随意封控、长时间不解封、随意停诊等
人员流动	不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码（除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外）不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。	取消面向跨省流动人员开展“落地检”
入境航班		取消熔断机制
入境人员		“5天集中隔离+3天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。
入境重要商务人士和体育团组等		“点对点”转运至免隔离闭环管理区（“闭环泡泡”），开展商务、训练、比赛等活动，期间赋码管理，不可离开管理区。

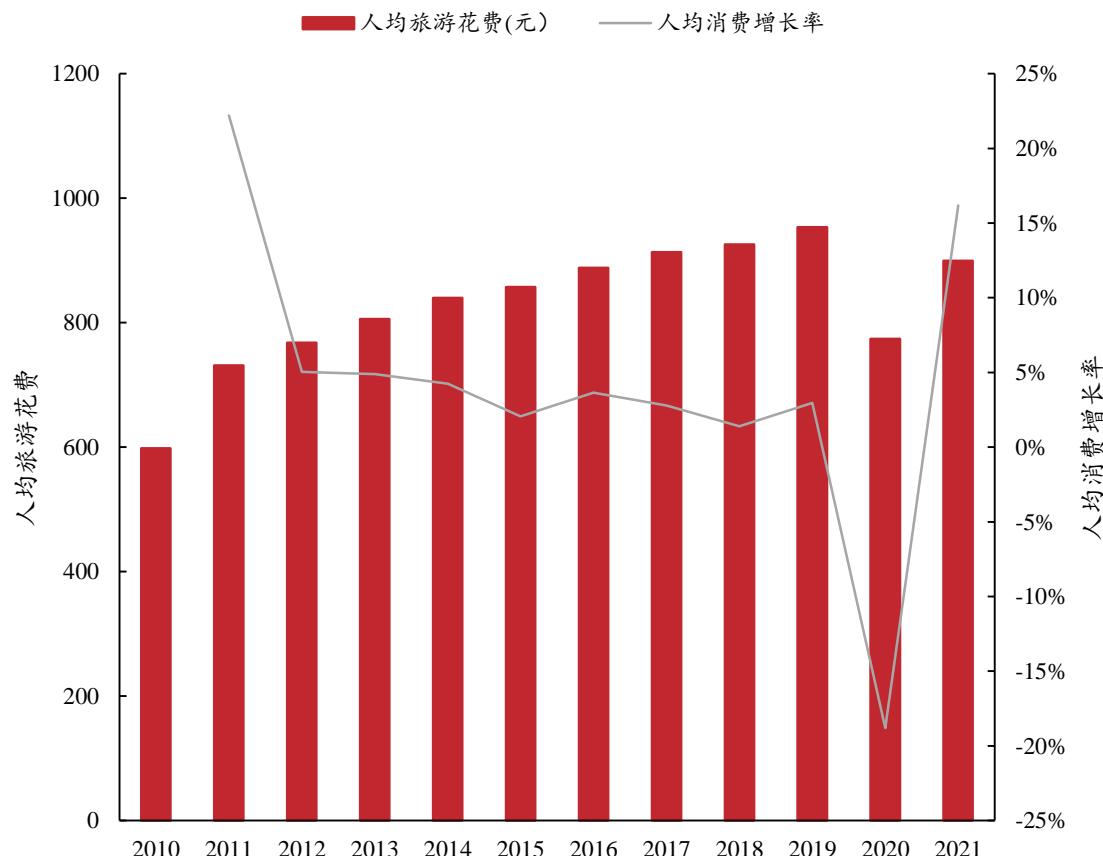
资料来源：国家卫健委，东亚前海证券研究所

成长逻辑推演：消费升级趋势下，看好中高端度假市场投资机遇

旅游消费升级趋势不变，关注景区二消占比提升。疫前我国旅游人均花费逐年稳定增长，消费升级为景区人均消费提升创造空间。门票价格受到政策管控的背景下，景区客单价提升主要来自二消占比提升，中高端旅游目的地景区的二次消费以及高端酒店、温泉等休闲度假类产品有望贡献更高弹性业绩增量。

OTA有望受益于中高端度假市场热度上升。疫后中高端旅游目的地表现出强劲的复苏势头。中高端市场的特征在于产品需求更趋个性化、品质化，使得用户增长相对较慢，但中产人群的休闲度假、商务出行需求大，带动更高的消费客单价和更可观的利润空间。携程定位偏向中高端，度假休闲产品和中高端用户流量优势突出，有望在高端度假和酒店方面获取更大佣金议价空间。

图表113：2010-2021年中国人均旅游花费及花费增长率

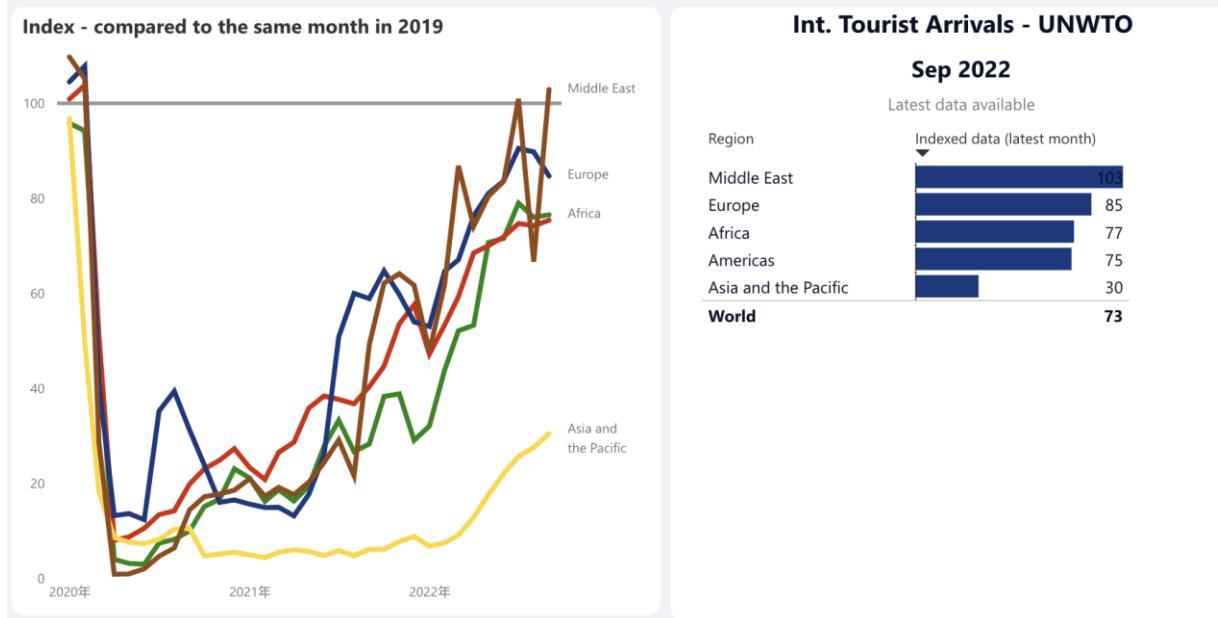


资料来源：iFinD，国家统计局，东亚前海证券研究所

成长逻辑推演：出入境政策迎调整，关注出境游相关标的

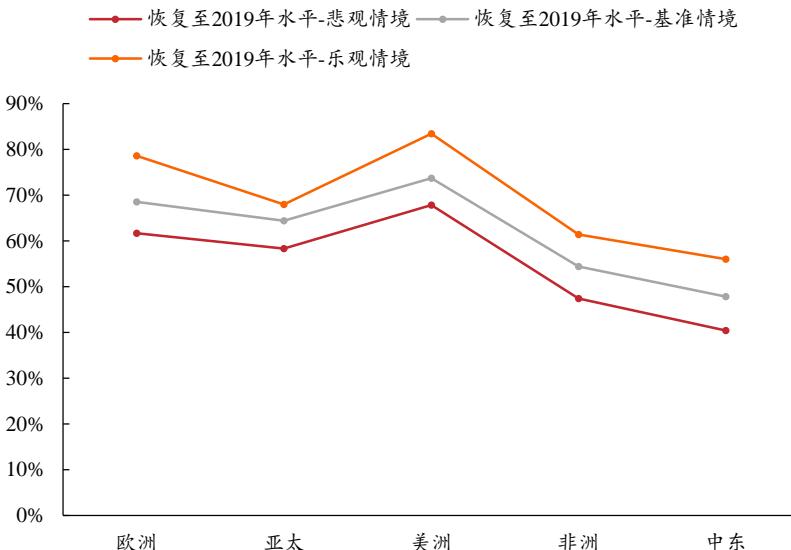
出入境政策放宽，出境游有望迎来复苏周期。12月26日，国家卫健委印发入境新政策，其中包括取消入境后全员核酸和集中隔离，取消国际航班数量管控措施，有序恢复中国公民出境旅游等内容。根据UNWTO数据，全球多地区出入境政策放宽后，旅游出行需求实现了逐步修复，国际旅行人数不断回升。参照海外恢复经验，随着我国政策的放开和航司运力恢复，2023年或将迎来出境游复苏拐点。

图表114：疫情后全球国际旅行人数相比2019年恢复情况

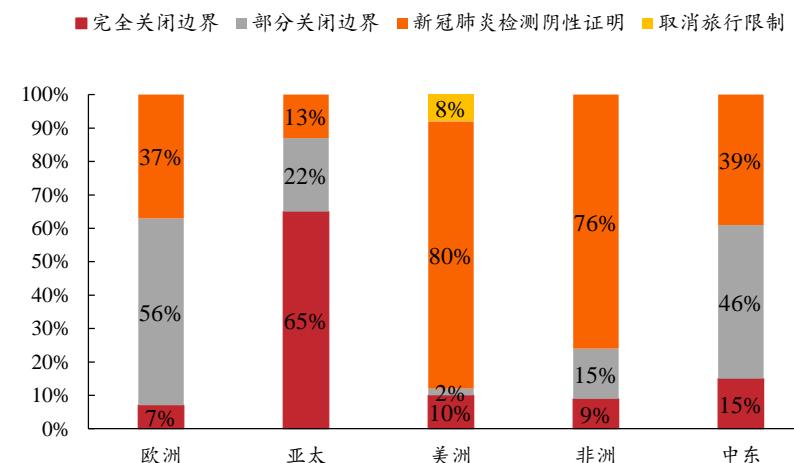


资料来源：UNWTO，东亚前海证券研究所

图表115：2022年五大区域经济复苏情况



图表116：2022年五大区域旅行限制情况



资料来源：中国社会科学院旅游研究中心，东亚前海证券研究所

投资建议与风险提示

投资建议

看好社服行业在防疫政策方向明确后的复苏势头，建议布局受益板块估值修复同时内生增长逻辑稳健的相关标的。

免税：看好客流恢复支撑下市场份额不断巩固的免税龙头**中国中免**。

酒店：中高端升级趋势明确，龙头酒店集团品牌、规模及管理优势突出。相关标的有龙头企业**锦江酒店、首旅酒店、华住集团**以及专注中高端市场的**君亭酒店**。

餐饮：关注优质赛道下龙头餐饮企业的拓店情况和经营表现。相关标的有**海伦司、九毛九、海底捞、呷哺呷哺**。

旅游：关注防疫政策放宽与消费升级趋势下出境游与高端游的投资机遇，相关标的有**中青旅、天目湖、海昌海洋公园、携程集团、众信旅游**。

风险提示

疫后消费信心复苏不及预期；海南免税运营商竞争加剧；酒店加盟低于预期；宏观经济波动；政策监管风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5% - 20%。该评级由分析师给出。

未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

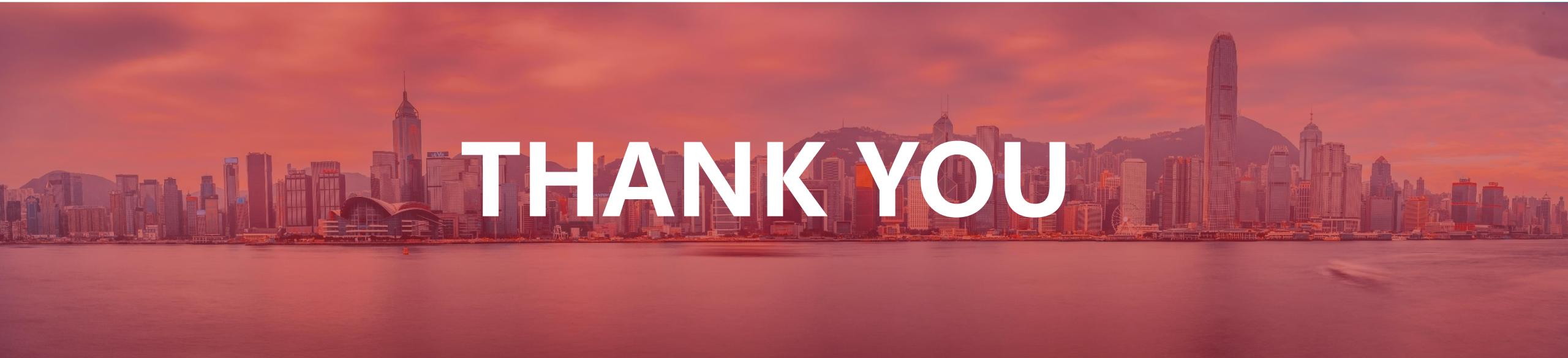
公司网址：<http://www.easec.com.cn/>



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.



THANK YOU

理性投资 专业融资

RATIONAL INVESTMENT PROFESSIONAL FINANCING