

## 云开月明，繁花复现

### ——社会服务行业投资策略报告

强于大市(维持)

2023 年 01 月 19 日

#### 行业核心观点:

随着防疫政策从“清零”转向“共存”，展望 2023 年：①防疫政策不再成为关键影响因素，全力发展经济成为 23 年的政策主基调，尤其大力扩大内需为我国未来较长一段时间的发展战略，相关消费刺激政策有望陆续出台；②参考已放开国家和地区经验，每年大约会经历 3-5 波疫情，阶段性疫情扰动仍然存在，但疫情的影响将逐步弱化，23 年下半年消费市场有望加快复苏。综上所述，社会服务行业复苏的确定性强，我们判断行业有望迎来波动向上的行情，重点把握节奏和弹性。投资上，建议从两个角度选择投资标的：①从弹性的角度，在疫情防控中受冲击最大的行业在共存后复苏的弹性也更大，建议关注景区、酒店、餐饮行业龙头的投资机会；②从成长性的角度，部分社会服务行业虽然也受疫情的负面影响，但由于自身的成长性，在过去 3 年的疫情中仍取得了高增长，这些行业在共存后除了将释放疫情中被抑制的需求之外，还具备长期的成长潜力。建议关注免税龙头，以及医美器械耗材龙头和服务机构龙头。

#### 投资要点:

**免税：**增量大于流出量，成长潜力大。22 年疫情频繁扰动导致封岛，离岛免税承压。23 年出入境放开后国内免税业面临国外免税业竞争，但我们判断增量大于流出量，且成长潜力大。主要原因包括：①境外免税回流的空间仍然巨大，据测算，中国人在韩国的免税消费规模就有约千亿元人民币；②机场免税渠道受益于国内外商务及旅游客流恢复，将带来增量消费；③离岛免税渠道受益于大型免税项目接连落地带来的商业集群效应，有望吸引更多的境内外客流；④市内免税处于起步发展阶段，出入境放开后有望迎来政策支持利好。建议重点关注兼具离岛免税、口岸免税、市内免税的免税龙头。

**酒店：**供给结构优化，疫后有望迎来资本整合机会。疫情 3 年来，酒店业供给结构发生明显改变，龙头优势扩大：①供给端出清，全国酒店数量和客房数量较疫情前大幅减少，其中酒店数量 2021 年较 2019 年减少 25.44%，客房数量 2021 年较 2019 年减少 23.56%；②连锁化率稳步提升，从 2019 年 26%提升至 2021 年 35%；③龙头逆势扩店，品牌集中度加速提升，CR5 从 2019 年 50.83%提升至 2021 年 59.35%。展望未来：从弹性来看，三大龙头锦江、首旅如家、华住 2022Q3 的 RevPAR 分别为 2019Q3 的 74%、68%、90%，修复的收入转化为利润将带来较大业绩弹性；从成长性角度来看，参考海外成熟市场经验，行业遭受危机冲击触底后往往开启并购浪潮，预期国内此轮疫情过后龙头有望迎来资本整合机会。建议重点关注连锁酒店行业龙头。

**景区：**复苏业绩弹性最大，人工景区和主题公园兼具成长性。由于出行

#### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

#### 相关研究

疫情反复业绩仍持续增长，上游更具韧性  
中国中免短期业绩下滑长期向好预期不改，  
“冰雪经济”呈现“热效应”好势头  
中国中免香港上市，“双节”在即旅游市场有望迎来新机遇

#### 分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

#### 分析师:

李滢

执业证书编号:

S0270522030002

电话:

15521202580

邮箱:

liying1@wlzq.com.cn

#### 研究助理:

叶柏良

电话:

18125933783

邮箱:

yebl@wlzq.com.cn

限制和可选消费属性，为疫情中受打击最大的行业，22 年节假日旅游收入平均仅恢复至疫情前 53.50%，为疫情 3 年来的谷底，其中旅游和景区上市公司 22Q1-Q3 营收较 2019 年同期比例仅 24.98%，为社会服务领域中恢复比例最低的细分板块。疫情改变旅游消费习惯，户外运动和周边游兴起，为疫情期间旅游行业少见的亮点领域。防疫政策转向共存后，判断景区作为疫情中受损最大的行业，将具备最大的业绩弹性，建议重点关注兼具复苏与成长性的人工景区和主题公园。

**餐饮：龙头持续扩店，蓄势以待业绩反弹。**疫情反复造成 2022 年餐饮行业信心指数跌入谷底，餐饮行业供给结构优化，竞争力弱的餐饮企业加速出清，现金流充裕的餐饮连锁龙头逆势扩张，但由于疫情反复导致扩店龙头 22 年盈利和股价承压。预计随着政策转向共存，防疫政策带来的经营扰动将不复存在，疫情的阶段性扰动仍然存在，但扰动时间有限且具备可预测性，将显著降低对餐饮企业经营的负面影响，且餐饮作为本地消费，具有疫情后快速恢复的特点。短期来看，预计 23 年餐饮龙头有望重拾扩张和业绩双增长的发展势头；从中长期来看，大众品牌+连锁化仍是餐饮行业大势所趋。建议关注连锁餐饮龙头。

**医美：需求短期或承压，长期具备充足提升空间。**需求端来看，渗透率提升+诊疗次数提高，医美市场有望持续扩容，疫情常态化后，医美需求短期或承压，长期具备充足提升空间。**从供给端来看**，集中在产品更新和政策监管层面，再深入看：产品端不断更新迭代，其中玻尿酸、胶原蛋白、再生类推新最密集；监管端不断细化，相比于中下游服务机构及获客渠道，上游原材料及药械仪器商受影响较小，且总体有利于头部正规企业。建议关注器械耗材、服务机构两大医美子赛道，其中器械耗材建议关注管线布局丰富，渠道信息流通畅的龙头标的，服务机构建议关注牌照资质优势、优质医生资源、运营管理能力强的头部机构。

**风险因素：**1、疫情强度超预期风险；2、消费刺激政策推动力度不及预期风险；3、消费复苏不及预期风险。

## 正文目录

<b>1 复盘与展望</b>	<b>6</b>
1.1 防疫政策：从动态清零，到边际放松，最终转向共存	6
1.2 业绩回顾：酒旅餐饮尚待修复，免税首次下滑，医美一枝独秀	9
1.3 行情：共存后阶段性疫情扰动仍然存在，有望迎来波动向上行情	11
1.4 他山之石：新加坡、我国台湾疫情政策放松后复苏经验	13
<b>2 投资策略：云开月明，繁花复现</b>	<b>16</b>
2.1 免税：增量大于流出量，成长潜力大	16
2.1.1 疫情频繁扰动，22 年离岛免税承压	16
2.1.2 重申消费回流长期逻辑	17
2.1.3 分渠道看点：机场待客流，离岛看集群，市内盼政策	18
2.2 酒店：供给结构优化，疫后有望迎来资本整合机会	22
2.2.1 疫情加快供需结构改善，龙头优势扩大	22
2.2.2 关注防疫政策放松后龙头 OCC 的回暖迹象	25
2.2.3 疫情过后，龙头有望迎来资本整合机会	26
2.3 景区：复苏业绩弹性最大，人工景区和主题公园兼具成长性	27
2.3.1 病毒传染性增强+疫情防控措施加强，2022 年旅游市场进一步萎缩	27
2.3.2 疫情改变旅游消费习惯，户外运动和周边游兴起	30
2.3.3 防疫转向，具备复苏+成长逻辑的人工景区和主题公园弹性更大	30
2.4 餐饮：龙头持续扩店，蓄势以待业绩反弹	32
2.4.1 行业信心指数跌入谷底，若疫情缓解连锁龙头反弹势能很强	32
2.4.2 中长期展望，大众品牌+连锁化仍是大势所趋	34
2.5 医美：需求短期或承压，长期具备充足提升空间	37
2.5.1 需求端：医美市场短期或受疫情扰动承压，长期有望持续扩容	37
2.5.2 供给端：产品推新及政策监管是两大主旋律	39
2.5.3 细分：建议关注器械耗材、服务机构两大医美子赛道	42
<b>3 投资建议</b>	<b>47</b>
<b>4 风险提示</b>	<b>47</b>
图表 1：2022 年以来我国疫情防控相关政策	6
图表 2：美国新冠感染人数及超额死亡率	8
图表 3：英国新冠感染人数及超额死亡率	8
图表 4：我国台湾地区新冠感染人数及超额死亡率	8
图表 5：我国香港地区新冠感染人数及超额死亡率	8
图表 6：22Q1-Q3 各板块较疫情前恢复比例	10
图表 7：2019-2022Q1-Q3 酒店板块营收及同比	10
图表 8：2019-2022Q1-Q3 旅游及景区板块营收及同比	10
图表 9：2019-2022Q1-Q3 免税板块营收及同比	10
图表 10：2019-2022Q1-Q3 餐饮板块营收及同比	11
图表 11：2019-2022Q1-Q3 医美板块营收及同比	11
图表 12：中信一级行业 2022 年涨跌幅（%）	11
图表 13：消费者服务行业指数和沪深 300 指数 2022 年涨跌幅（%）	12
图表 14：新加坡疫情放松后国际旅客数量（人）	13
图表 15：新加坡各地区旅客数量恢复比例	13

图表 16:	新加坡疫情放松后旅游收入情况 (亿美元)	14
图表 17:	新加坡各板块营收恢复比例	14
图表 18:	台湾疫情放松后国际旅客数量 (人)	15
图表 19:	台湾各地区旅客数量恢复比例	15
图表 20:	防疫放松后台湾的住宿、餐饮、零售变化	15
图表 21:	2022 年以来海南新增新冠病例数 (单位: 人)	17
图表 22:	新政策以来海南接待游客数及转化率	17
图表 23:	新政策以来海南离岛免税销售额及客单价	17
图表 24:	韩国免税市场规模	18
图表 25:	2023 年免税消费回流空间敏感性分析 (单位: 亿美元)	18
图表 26:	三大机场旅客吞吐量 (万人次)	19
图表 27:	中免海口国际免税城盛大开业	19
图表 28:	万宁王府井国际免税港预计 23 年 1 月亮相	19
图表 29:	海南主要免税门店	20
图表 30:	中免海南大型建设项目布局	20
图表 31:	中国市内免税店市场规模 (亿元)	21
图表 32:	2020 年以来市内免税相关政策	21
图表 33:	2019-2021 全国酒店和客房数量	22
图表 34:	全国酒店平均房价 (ADR, 单位: 元)	22
图表 35:	全国酒店平均出租率 (OCC, %)	22
图表 36:	全国酒店每间可供出租客房收入 (RevPAR, 单位: 元)	22
图表 37:	2019-2021 年中国连锁酒店数量及增速	23
图表 38:	2019-2021 年中国非连锁酒店数量及增速	23
图表 39:	2019-2021 年中国酒店业连锁化率	23
图表 40:	中国酒店连锁品牌市场集中度	23
图表 41:	2022 年中国 TOP10 酒店集团规模	24
图表 42:	2019-2021 年锦江新开店, 净增店及净增房量	24
图表 43:	2019-2021 年首旅新开店, 净增店及净增房量	24
图表 44:	2019-2021 年华住新开店, 净增店及净增房量	25
图表 45:	疫情期间三大酒店龙头股价	25
图表 46:	全国酒店经营季度 OCC、ADR 走势图	25
图表 47:	三大龙头酒店 OCC	25
图表 48:	三大龙头酒店 ADR (元)	26
图表 49:	三大龙头酒店 RevPAR (元)	26
图表 50:	上一轮并购潮中国内酒店龙头并购案例	27
图表 51:	2022 年以来我国旅游业发展的相关政策	28
图表 52:	全国国内旅游人次及同比	29
图表 53:	全国国内旅游收入及同比	29
图表 54:	2022 年节假日国内旅游人次及恢复比例	29
图表 55:	2022 年节假日国内旅游收入及恢复比例	29
图表 56:	2022 年节假日旅客平均出游半径及其同比	30
图表 57:	自然、人工景区 2014-2019 年收入情况	31
图表 58:	自然、人工景区 2014-2019 年收入增速情况	31
图表 59:	自然、人工景区 2020-2022Q1-Q3 收入及恢复比例	31
图表 60:	2019-2022 年社零餐饮收入及恢复进度	32
图表 61:	2022 年月度社零餐饮收入及增速	33
图表 62:	餐饮行业信心指数	33



图表 63:	餐饮龙头股价表现复盘 (元)	33
图表 64:	餐饮企业近年业绩增速	34
图表 65:	餐饮企业近年盈利表现 (万元)	34
图表 66:	餐饮行业主要上市公司门店数量整理 (家)	34
图表 67:	餐饮品牌翻座/台率 (次/天)	34
图表 68:	餐饮市场由哑铃型转化为纺锤型	35
图表 69:	2021 年餐饮行业主要成本费用占比及其变动	35
图表 70:	传统餐饮行业“三高一低”的顽疾	35
图表 71:	2021 年餐饮行业各项成本在营收中的占比	35
图表 72:	主要食品价格 (元, 左轴) 与食品价格指数 (2016 年=100, 右轴)	36
图表 73:	住宿和餐饮业就业人员平均工资	36
图表 74:	中国餐饮行业按经营模式细分的市场规模 (十亿元)	36
图表 75:	不同经营模式餐厅收入复合年增长率	36
图表 76:	2018-2021 中国餐饮连锁化率	37
图表 77:	2020 年中国和美国、日本餐饮企业连锁化率	37
图表 78:	医美行业投资逻辑框架	38
图表 79:	2020 年主要国家每千人接受医美诊疗的人数	38
图表 80:	2021 年不同城市等级的医美渗透率	38
图表 81:	20-30 岁年轻消费者是医美消费主体	39
图表 82:	2021 年中国轻医美用户复购频率	39
图表 83:	远想生物推出爱缇恩 mADM	40
图表 84:	江苏吴中推出婴芙源品牌	40
图表 85:	近年医美行业部分监管政策或行动一览	41
图表 86:	非手术类和手术类市场规模及增速	43
图表 87:	非手术类和手术类市场规模占比	43
图表 88:	注射类市场规模 (亿)	44
图表 89:	非注射类市场规模 (亿)	44
图表 90:	2019 年中国医疗美容机构竞争格局	45
图表 91:	部分头部医美机构医生储备情况	46
图表 92:	2021 年中国医美消费者选择医美服务机构的考虑因素	46
图表 93:	2021 年中国医美消费者选择医美服务机构医生的考虑因素	46

## 1 复盘与展望

### 1.1 防疫政策：从动态清零，到边际放松，最终转向共存

22年全年，我国防疫历经三个阶段：1) 坚持“动态清零”总方针，管控较严；2) “动态清零”不动摇，但在科学精准的前提下管控保持边际放松；3) 转向趋势基本确定，过渡至与新冠共存。22年年初以来，官方相继部署序贯加强免疫接种，新增抗原检测，推进方舱医院、核酸采样点建设，不断规范和完善隔离转运、医院诊疗、物资保障、核酸检测、人员流动等流程。

- **动态清零**：22年上半年，官方多次强调坚持贯彻“动态清零”，强调“发现一起，扑灭一起，坚决巩固住来之不易的疫情防控成果”。3-5月上海疫情爆发，面临巨大的经济损失，官方坚决采取封城。在管理能力相对落后的二线城市及乡村地区，防疫措施则更加严格，静默管理成为多地防疫常用手段。综合来看，上半年整体防疫普遍采取较为严格的管控。
- **边际放松**：基于对我国主要流行毒株动态数据的科学评估，防疫措施逐步优化。通过7个城市4-5月的试点数据，国务院联防联控机制在6月28日印发《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》，将密接、入境人员隔离时间从“14+7”调整为“7+3”，并对各类风险区域进行统一标准。7-8月，我国主要流行株再次变化，密接7天阳性检出率上升，新的数据和经验表明防疫政策具备进一步放松条件。11月11日，国务院联防联控机制适时发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》(下称“二十条”)，国内防疫放松趋势二次确定。
- **转向共存**：平衡疫情与经济发展，逐渐过渡至共存。12月7日，国务院联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》(下称“新十条”)，对现有防疫措施再次优化，取消日常场合及跨区域流动核酸证明和健康码查验，整体防疫转向基本确定。12月26日，国务院联防联控机制发布《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》，表明自2023年1月8日起，对新型冠状病毒感染管理由“乙类甲管”变更为“乙类乙管”，疫情管控正式迈入新阶段。

图表1：2022年以来我国疫情防控相关政策

日期	事件
2022/02/19	国家卫健委开始部署序贯加强免疫接种
2022/03/11	国务院联防联控机制关于印发新冠病毒抗原检测应用方案（试行）的通知
2022/03/15	国家卫健委发布《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》
2022/03/15	国家卫健委发布《新型冠状病毒感染者转运工作方案（第二版）》
2022/03/22	国家卫健委关于印发区域新型冠状病毒核酸检测组织实施指南（第三版）的通知
2022/03/22	国务院联防联控机制综合组印发了《方舱医院设置管理规范》
2022/04/11	国务院应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于切实做好货运物流保通保畅工作的通知
2022/05/13	国家卫健委在国务院联防联控机制发布会上表示要在大城市建立步行15分钟核酸“采样圈”
2022/05/27	国家卫健委：奥密克戎疫苗进入临床阶段
2022/06/02	关于进一步加强新冠病毒核酸检测全链条监管的通知

2022/06/05	国家卫健委：坚决防止一刀切和层层加码等现象，坚决做到“九不准”
2022/06/28	国家卫健委《关于印发新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)的通知》，主要包括：1) 将密接、入境人员隔离时间从“14+7”调整为“7+3”；2) 统一使用中高风险区概念；3) 增加抗原检测作为补充
2022/07/12	国家卫健委进一步优化进口物品新冠肺炎疫情防控工作
2022/07/29	国务院联防联控机制进一步推动新冠病毒核酸检测结果全国互认
2022/11/11	国务院联防联控机制发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控工作措施 科学精准做好防控工作的通知》，主要包括：1) 将密接从“7+3”调整为“5+3”，高风险岗位由“7天集中隔离”调整为“5天居家健康监测”；2) 不再判定次密接，不再划定中风险区；3) 入境隔离由“7+3”调整为“5+3”，取消航班熔断。
2022/11/21	国务院联防联控机制综合组制定《新冠肺炎疫情防控核酸检测实施办法》《新冠肺炎疫情风险区划定及管控方案》《新冠肺炎疫情居家隔离医学观察指南》《新冠肺炎疫情居家健康监测指南》
2022/12/07	国务院联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》 1) 科学精准划分风险区域，不得采取任何形式的临时封控，落实风险区“快封快解” 2) 优化调整隔离方式，进一步优化核酸检测，取消多数场合核酸及健康码查验 3) 保障群众购药需求，保障社会正常运转及医疗服务，强化涉疫保障 4) 加强重点人群摸底及分类管理，加快推进老年人新冠病毒疫苗接种
2022/12/26	国务院联防联控机制发布《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》 1) 2023年1月8日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管” 2) 不再实行隔离措施，不再判定密切接触者；不再划定高低风险区 3) 不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施

资料来源：国家卫健委，国务院联防联控机制，万联证券研究所

**防疫方向发生实质性转变后，我国新冠感染人数急剧上升。**12月23日，青岛卫健委报道，青岛每日新增感染约49-53万人；同日，东莞也发文称感染者正以每天25-30万人的规模增长。12月25日，据四川疾控中心发布的调查结果，四川全省感染率已超63.5%，除攀枝花、宜宾市外，其他19个地区感染率均超50%。12月28-29日，浙江衢州、舟山预计本市感染率处于30%-40%区间。12月30日，海南省疾控中心称全省感染率预计已达50%，其中三亚、海口整体已过感染高峰。2023年1月3日，浙江疾控宣告近期新冠感染病例数日增约百万。

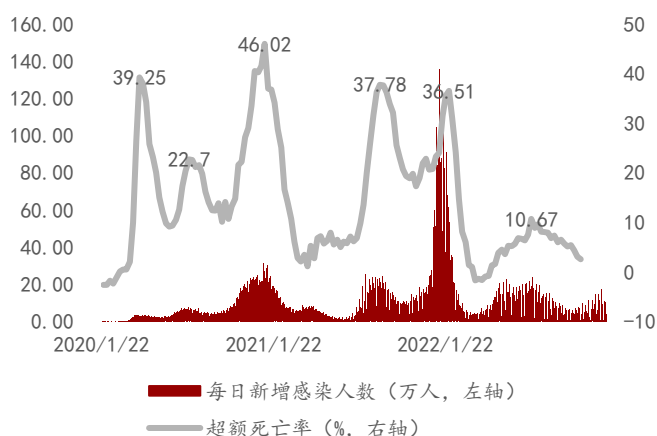
**北京、上海、广州及其周边地区将最先渡过感染高峰，中小城镇地区及农村随后。**12月9日，钟南山团队预测全国新冠感染峰值在23年1月底2月出现，并在3月初趋于平稳。12月22日，国家传染病中心主任张文宏表示上海预期将在一周内达感染峰值。12月28日，外交部在记者会上称北京已最先渡过疫情高峰。12月29日，据中国疾控中心流行病学首席专家吴尊友介绍，京津冀、成渝地区、华中部分省份高峰时期都已经过去，重庆、安徽、上海、湖北、湖南等省市疫情则正在高位流行阶段。

**地区放开经验：放开后随毒株变化面临疫情反复，平均2-3个月出现新的感染高峰。**欧美国家最先大幅度地放开对新冠疫情的管控，尽管后期因为病例激增相关措施有所收紧，但整体防疫仍较为宽松。**美国方面**，2021年3月各州逐步解除管控，并在2022年3月全面放开。21年3月至今，美国共经历4次感染高峰，分别为21年7-9月(Delta大流行)，21年12月-22年2月(Omicron大流行)，22年4-7月以及22年10月至今。**英国方面**，2021年2月，英国首相宣布解封计划，提出分四步走逐步过渡，7月相关防疫与社交限制取消，并在2022年2月正式发布“与新冠共存”战略计划。从21年2月至今，

英国共经历4次感染高峰，分别为21年6-7月（Delta大流行），21年11月-22年1月（Omicron大流行），22年2-3月以及22年6-7月。我国台湾地区在2022年3月前实施较为严格的管控，并在4月宣布“新台湾模式”后逐步放开。在22年5-6月的第一波感染高峰过后，台湾分别在8-10月以及12月至今迎来两轮感染的新高峰。综合来看，防疫放开后，随着毒株特性的变化，2-3个月便会出现一轮新的感染高峰；对于同一毒株下的不同分支，经过人群的反复感染后，新一轮感染的规模趋于减弱。

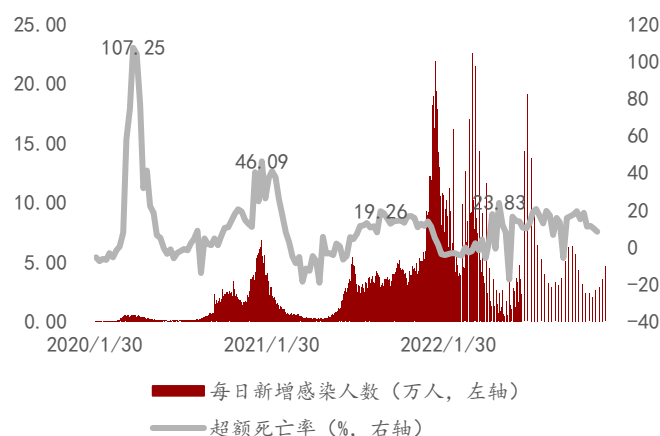
超额死亡与新冠感染高度关联，但随病毒毒性减弱和人群反复感染有所下降。在防疫较为宽松的国家或地区，疫情爆发初始及后续感染高峰期间均出现过较高的超额死亡率。20年疫情至今，美国、英国分别出现6轮、4轮较高的超额死亡率，均出现在感染高峰期间，超额死亡率水平整体随毒株变化和反复感染有下降趋势。相对而言，此前防疫较为严格的我国台湾和香港地区，在22年第一轮感染高峰前超额死亡率始终处于较低水平，但在第一轮感染后也出现了较高的超额死亡率。在随后再次出现的感染高峰中，超额死亡率呈现回升趋势，但幅度明显弱于此前。

图表2：美国新冠感染人数及超额死亡率



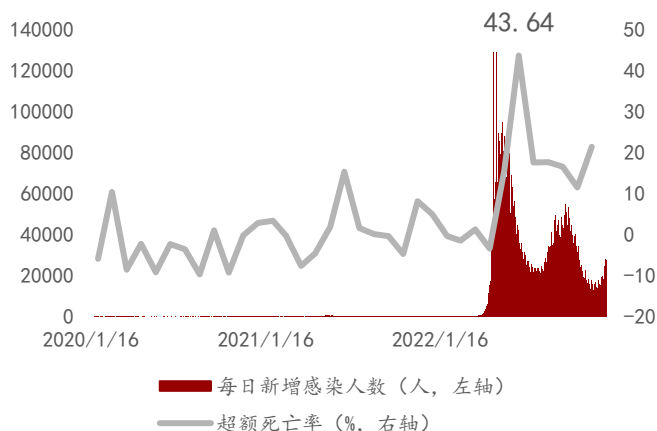
资料来源：Our world in data，万联证券研究所

图表3：英国新冠感染人数及超额死亡率



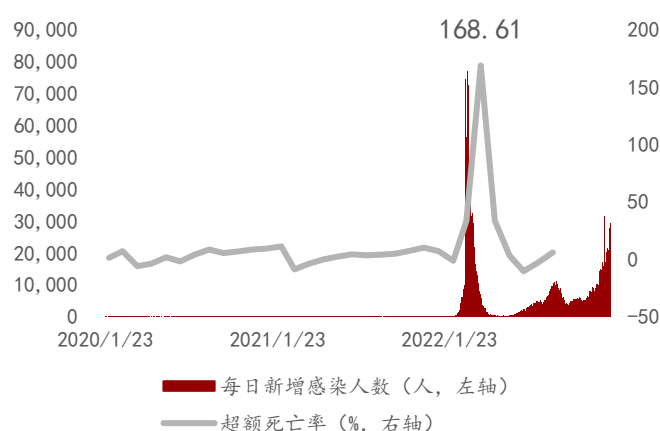
资料来源：Our world in data，万联证券研究所

图表4：我国台湾地区新冠感染人数及超额死亡率



资料来源：Our world in data，万联证券研究所

图表5：我国香港地区新冠感染人数及超额死亡率



资料来源：Our world in data，万联证券研究所



## 1.2 业绩回顾：酒旅餐饮尚待修复，免税首次下滑，医美一枝独秀

**与疫情前对比：**与疫情前（2019年）营收相比，旅游及景区、酒店、餐饮营收尚待修复，免税、医美营收展现强劲增长。旅游及景区、酒店、餐饮板块营收尚未恢复疫情前水平，与19年同期相比，22Q1-Q3各板块营收的恢复比例分别为24.98%、68.91%、82.82%，总体水平尚待修复，其中与商务活动相关的酒店、餐饮板块恢复的相对较好，与旅游相关的旅游及景区恢复比例最低。免税由于政策加持，医美由于景气度较高，两个板块营收逆势增长，22Q1-Q3免税、医美营收分别为19年同期收入的110.62%、202.02%。

**酒店：**新冠肺炎疫情以来，酒店营收低位徘徊，总体水平仍待修复。2020年，疫情初现，多地强管控抑制出行需求，酒店营收大幅下滑；20年酒店板块营业收入合计173.90亿元，同比减少35.54%。2021年，随着疫情防控步入常态，商务、旅游需求逐步复苏，酒店营收修复增长；21年酒店板块营业收入总计202.99亿元，同比增长16.72%。2022年，疫情卷土重来，奥密克戎来势汹汹，22Q1-Q3酒店营收承压回调；22Q1-Q3酒店板块营业收入合计137.65亿元，同比减少7.67%。**总体来看**，22Q1-Q3酒店营收高于20年同期，但与19年同期相比，仍只恢复至疫情前的68.91%。

**旅游及景区：**疫情频发行受阻，旅游及景区营收长期遇冷，难逃历史低位。2020年，受年初疫情影响，旅游及景区营收严重下滑；20年旅游及景区营业收入合计196.19亿元，同比减少64.17%。2021年，居民出行意愿有所反弹，但多地疫情依旧陆续频发，板块营收全年只微幅反弹；21年旅游及景区营业收入合计200.73亿元，同比增长2.08%。2022年，热门旅点疫情反复，黄金时期出行受限，22Q1-Q3旅游及景区营收再次大跌；22Q1-Q3旅游及景区营业收入合计104.41亿元，同比减少30.72%。**总体来看**，22Q1-Q3旅游及景区板块营收低于20年同期，而与疫情前相比，营收只占19年同期的24.98%，为疫情以来最低水平。

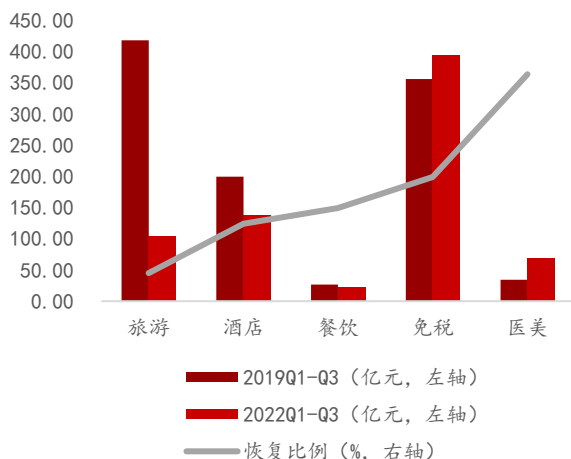
**旅游零售（免税）：**疫情扰动客流承压，免税消费经营韧性凸显，但22年遭遇上市以来首次业绩下滑。2020年，虽受疫情影响客流减少，但得益于海南离岛免税新政的落地和境外消费的回流，免税营收破局增长；20年免税板块营业收入合计625.97亿元，同比增长8.20%。2021年，境外出游仍受限制，境外免税持续回流，龙头企业积极开展线上零售，免税营收再显强劲增长，同比增速持续放宽；21年免税营业收入合计676.76亿元，同比增长28.67%，较20年增速增长20.47pcts。2022年，3-5月全国多地疫情管控，叠加8月海南本土疫情反复，再次打击海岛客流，22Q1-Q3免税营收回调；22Q1-Q3免税营业收入合计393.64亿，同比下降20.47%。**总体来看**，在政策的带动和多种形式的促销刺激下，离岛免税消费韧性仍在，22Q1-Q3免税营收依旧高于19、20年同期水平。

**餐饮：**到店餐饮拖累业绩，餐饮消费持续承压，成长仍待疫情修复。2020年，大量餐饮场所关停，板块营收大幅下滑；20年餐饮板块营业收入合计24.90亿元，同比减少29.45%。2021年，国内管控步入良态，外出餐饮逐步复苏，板块营收出现反弹；21年餐饮板块营业收入合计30.75亿元，同比增长23.51%。2022年，一线城市疫情反复，线下餐饮多次停摆，外卖业务消费不足，餐饮板块营收再次下滑；22Q1-Q3餐饮板块收入合计21.91亿元，同比减少1.82%。**总体来看**，相较19年同期，22Q1-Q3餐饮营收仍只恢复至疫情前82.82%水平。随着放开后第一波感染高峰过去，餐饮板块具备较大成长空间。

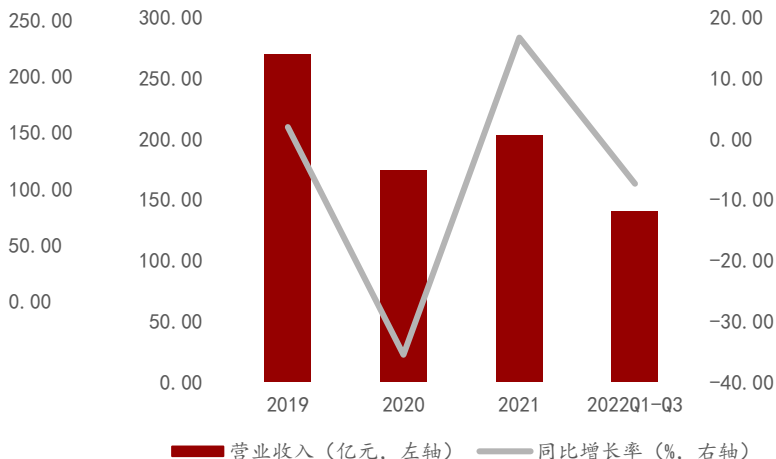
**医美：**监管趋于常态，渗透率逐步提高，医美营收维持高景气增长。2020年，受疫情管控影响，终端医美客流减少，板块营收略有下滑；20年医美板块营业收入合计53.29亿元，同比微降4.73%。2021年，随着行业渗透率提高，医美终端消费持续高升，带

动板块营收强劲上涨；21年医美营业收入合计79.34亿元，同比增长48.88%。2022年，行业在监管规范下步入有序发展，板块营收保持增长，但疫情扰动使整体增速有所放缓，板块营收同比增速较21年同期有较大回落；22Q1-Q3医美板块营业收入总计69.01亿元，同比增长25.99%，较21年同期营收增速下降29.53pcts。总体来看，在新冠成为新常态下，医美短期需求或受疫情影响，但随着医美渗透率提高，长期向好趋势不改。

图表6: 22Q1-Q3各板块较疫情前恢复比例



图表7: 2019-2022Q1-Q3酒店板块营收及同比

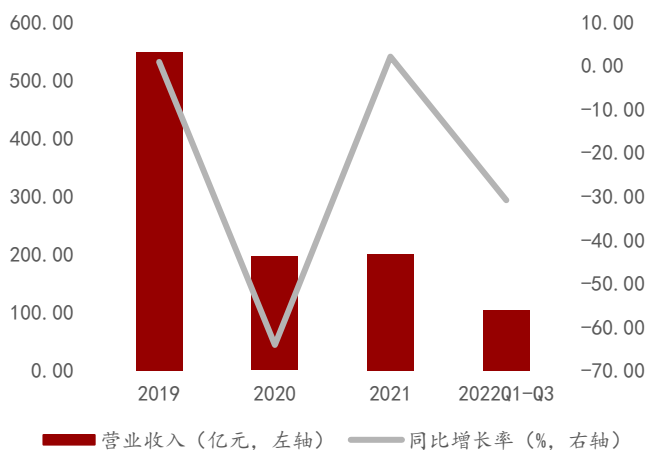


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

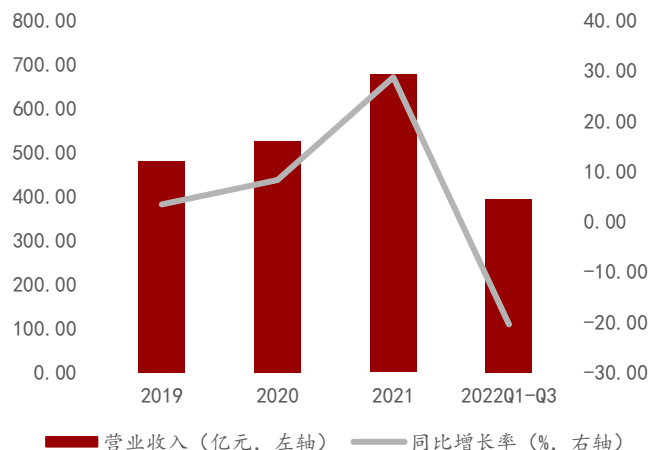
注: 由于19Q3数据缺失, 剔除君亭酒店 (301073.SZ)

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表8: 2019-2022Q1-Q3旅游及景区板块营收及同比



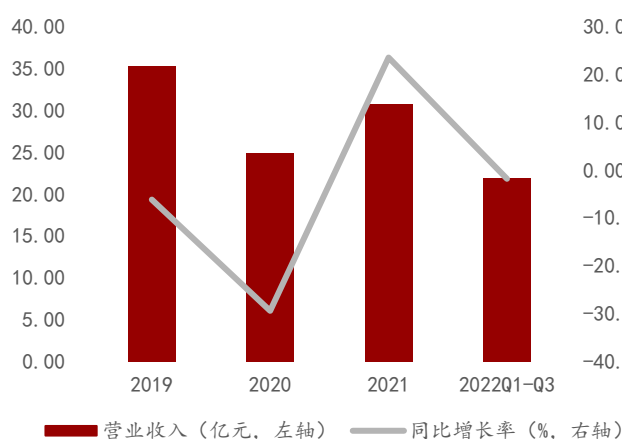
图表9: 2019-2022Q1-Q3免税板块营收及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

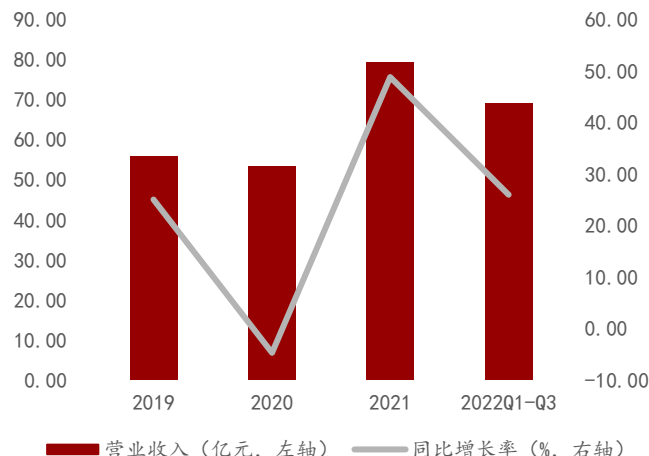
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表10: 2019-2022Q1-Q3餐饮板块营收及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表11: 2019-2022Q1-Q3医美板块营收及同比

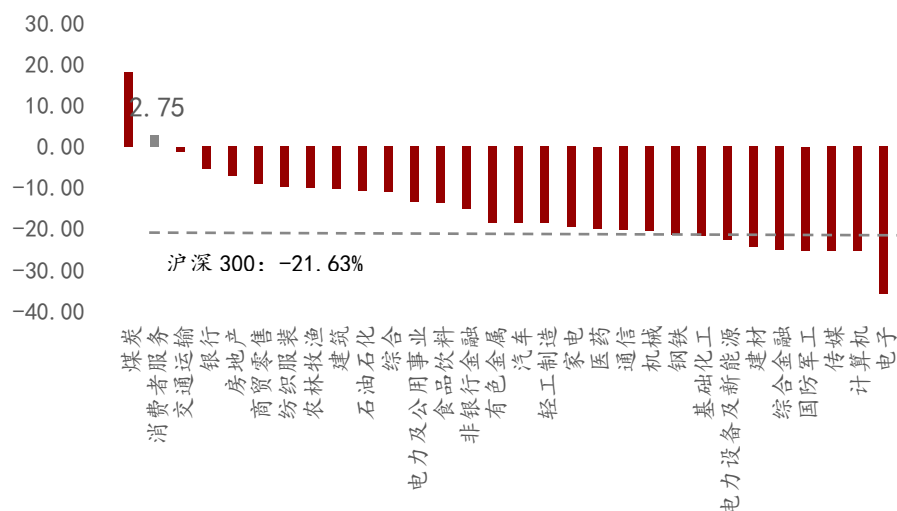


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

### 1.3 行情: 共存后阶段性疫情扰动仍然存在, 有望迎来波动向上行情

股市整体下行, 消费者服务板块表现坚韧。截至12月31日, 2022年股市全年整体表现不佳, 30个中信一级行业中28个行业指数呈下跌走势, 仅煤炭、消费者服务指数上涨。消费者服务板块表现相对亮眼, 行业指数22年全年上涨2.75%, 超额表现出色, 跑赢沪深300指数24.38个百分点, 在30个中信一级行业中排名第2, 增速排名靠前。

图表12: 中信一级行业2022年涨跌幅 (%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

消费者服务行业指数波动较大, 整体走势受疫情和防疫政策较大影响。2022年全年, 消费者服务指数走势大体可分为五个阶段:

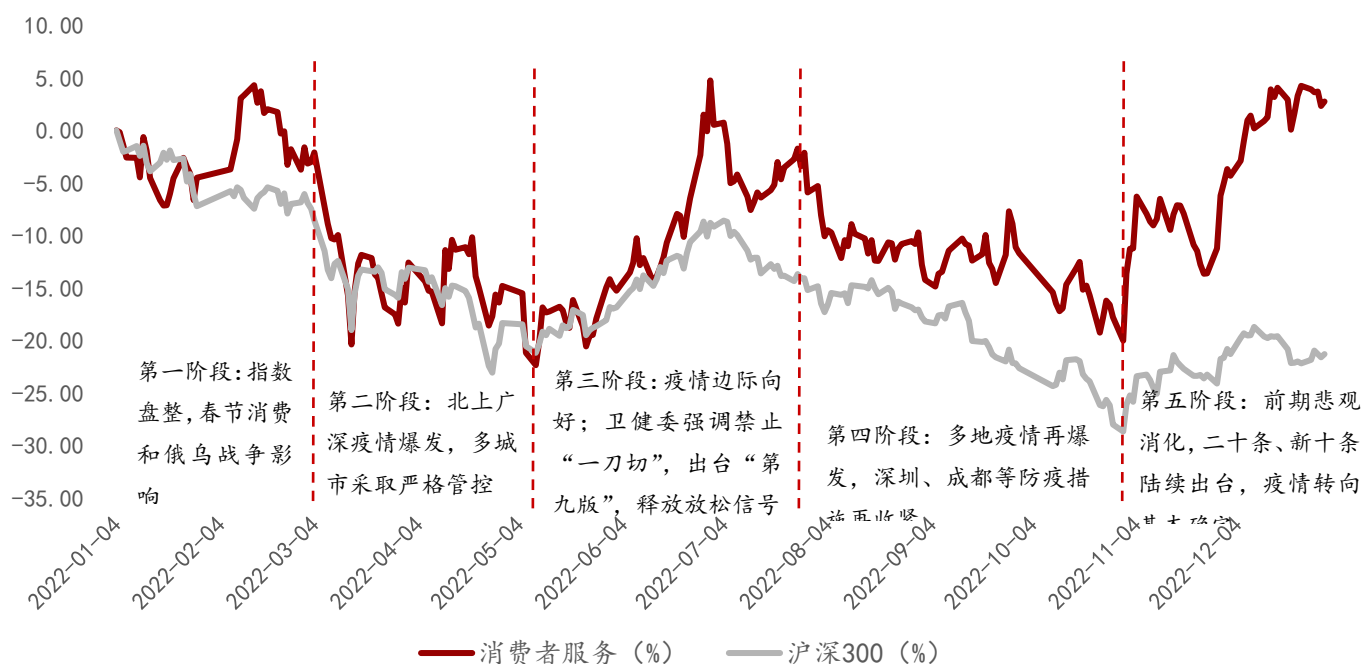
- **第一阶段:** 由于21年下半年股市整体上涨较多, 消费者服务指数在年初进入阶段性盘整。受春节消费刺激和俄乌战争影响, 消费者服务指数出现小幅震荡。
- **第二阶段:** 进入3月后, 深圳、上海、广州、北京等主要城市陆续爆发疫情, 多

地采取大范围区域静默的严格管控；其中，上海长达2个月的封控更是对股市造成极大冲击，消费者服务指数急剧下行，于5月9日跌至区间最低点。

- **第三阶段：**6月初上海宣告解封，全国整体疫情边际向好。此外，卫健委强调坚决防止“一刀切”，并印发《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》，释放防疫宽松信号。正值暑期，出行、旅游积蓄需求释放，消费者服务指数率先回暖并一路上扬，于6月30日达到区间最高点，涨幅达4.75%。
- **第四阶段：**暑期过后，多地疫情再次爆发。深圳、成都、三亚等地再度大范围静默管控，股市预期再转消极。消费者服务行业估值持续下压，指数再次下跌，一度靠近前期冰点。
- **第五阶段：**悲观情绪充分消化，国务院联防联控机制陆续发布“二十条”、“新十条”，并将新冠感染管理由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”，国内防疫确定转向共存，投资者预期边际改良，刺激消费者服务行业指数上涨。

**展望2023年，阶段性疫情扰动仍然存在，社会服务行业有望迎来波动向上行情，复苏节奏和弹性为投资中需要把握的重点。**共存是大势所趋，防疫措施已陆续取消，全力发展经济成为23年的主基调，近期中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，预计后续将会出台相应的消费刺激政策，市场的关注点也将从防疫政策转移到消费的复苏状况。参考境外疫情共存后的经验，由于病毒的高变异性和高传染性，每年大约会经历3-5波疫情，在疫情高峰期居民外出和消费将有所减少，消费需求可能会阶段性下降，但随着感染后形成的免疫保护，感染率将逐步下降，造成的负面影响也将逐步减弱。虽然防疫政策的束缚已经解除，但由于疫情的阶段性扰动影响，23年的社会服务行业也并非一帆风顺，但在大力发展经济、恢复消费市场活力的大背景下，社会服务行业复苏的方向是确定的。因此，我们判断，社会服务行业有望迎来波动向上的行情，在投资中，需要重点把握消费市场复苏的节奏和弹性。

图表13：消费者服务行业指数和沪深300指数2022年涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所



## 1.4 他山之石：新加坡、我国台湾疫情政策放松后复苏经验

### 新加坡：

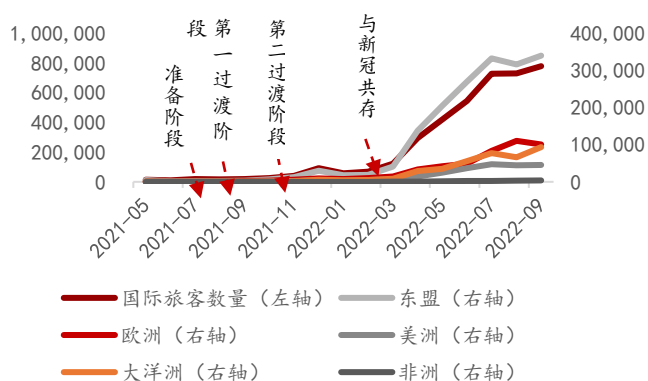
确定与新冠共存后，防疫政策逐步放松，虽然期间因疫情反弹有所收紧，但整体宽松趋势确定。新加坡的疫情政策放松过程，大体可分为以下阶段：

- 2021年5月，新加坡总理李显龙提出新常态，考虑转向与病毒共存。6月，新加坡抗疫跨部门小组发布题为“Living normally, with Covid-19”的文章，提出分四阶段：准备阶段、第一过渡阶段、第二过渡阶段和共存阶段，与新冠病毒逐渐实现共存。
- 2021年8月，进入准备阶段。推行自测抗原、加速新冠疫苗接种，取消两人限聚令，放松群聚活动的限制，逐步开放经济、社交和旅游活动。
- 2021年9月，进入第一过渡阶段。放松防疫措施，轻症感染者可居家康复；进一步放松对社交聚集活动人数的限制，放松入境限制。9月28日，开始接种第三剂加强针。但由于10月德尔塔出现感染高峰，10月20日宣布延长疫情限制近1个月。
- 2021年11月，进入第二过渡阶段。减少边境管制，再度放松入境限制，继续扩大疫苗接种差异化措施，再度放宽聚集性活动规模限制。
- 2022年3月，进入与新冠共存阶段。防控措施大幅简化，解除国际游客落地检，放松社交聚会、餐饮办公等人数限制。4月，社交聚会、堂食和家庭访客人数不再设限。

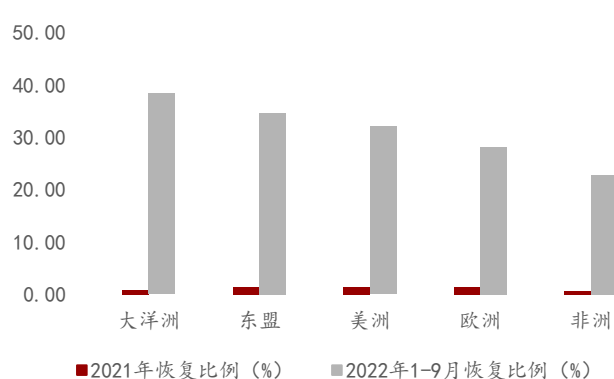
疫情政策逐步放松后，新加坡的国际旅客数量迅速恢复。入境旅客数量在过渡期的前三阶段保持较快增长，并在实现共存后迎来指数级攀升。2021年8月，新加坡政府宣布进入“准备阶段”，当月国际旅客数量为15,887人。11月底，新加坡政府进一步放松入境限制，国际旅客数量环比翻倍，达92,796人。2022年3月，宣布进入共存，旅客数量呈现指数级增长。22年9月，新加坡国际旅客数量达778,141人。

从地区来看，来自欧美、东盟的旅客数量率先回弹，在过渡至与病毒共存后，旅客数量的恢复比例得到极大提升。2021年，美洲、欧洲和东盟的旅客数量率先修复，较疫情前的恢复比例分别为1.41%、1.36%、1.35%。22年，新加坡正式进入与新冠共存阶段，国际旅客数量迅速修复，五大地区22年1-9月较19年同期旅客数量恢复比例平均提升30.09个百分点；其中，大洋洲的国际旅客数量恢复比例最高，为37.55%。东盟、美洲、欧洲和非洲的恢复比例则分别为33.29%、30.61%、26.78%、22.20%。

图表14：新加坡疫情放松后国际旅客数量（人）



图表15：新加坡各地区旅客数量恢复比例



资料来源：Wind，万联证券研究所

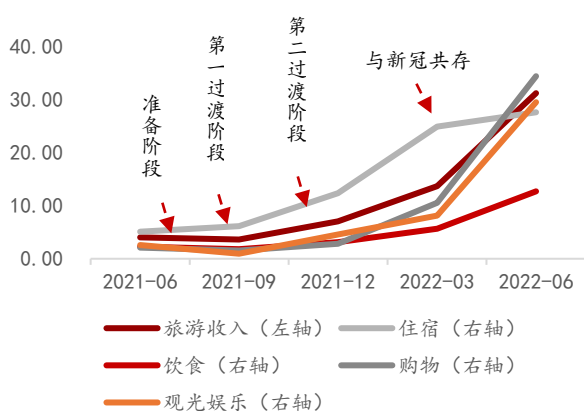
资料来源：Wind，万联证券研究所

注：恢复比例为与疫情前19年同期数据进行对比

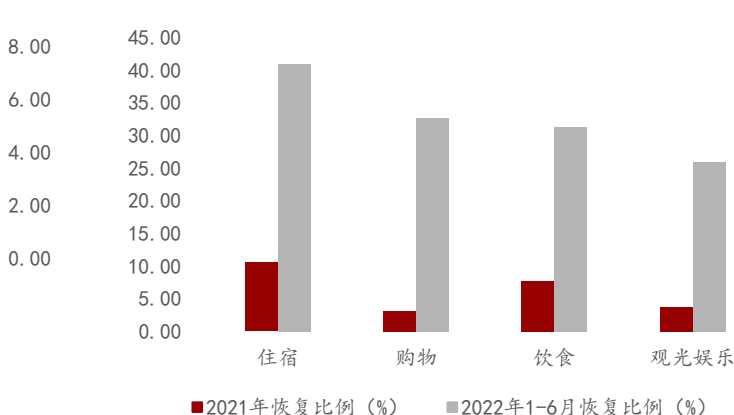
国际旅客数量回温，新加坡旅游业收入迅速复苏。2021年第三季度，新加坡仍处过渡期的准备阶段，旅游业收入为3.62亿美元；第四季度进入第一、第二过渡阶段后，新加坡的旅游业收入增长至7.04亿美元。2022年，随着防疫进一步接近全面开放，旅游业收入加速增长，22年Q1、Q2旅游收入分别为13.70、31.20亿美元，上半年旅游收入总和为21年同期的5.42倍。

从其各板块看，积蓄已久的商旅需求最先释放，消费、饮食和观光娱乐需求随后上升，整体需求在共存后得到明显提振。与疫情前的2019年同期相比：2021年，酒店营收率先恢复至10.49%的水平，饮食、观光娱乐、购物的营收恢复比例则分别为7.69%、3.72%、3.09%；2022年，居民收入预期改善叠加消费场景提振，旅游业整体需求再度强劲反弹，22年1-6月，住宿营收已恢复至40.94%，购物、饮食、观光娱乐的恢复比例分别为32.61%、31.23%、25.94%。

图表16: 新加坡疫情放松后旅游收入情况 (亿美元)



图表17: 新加坡各板块营收恢复比例



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

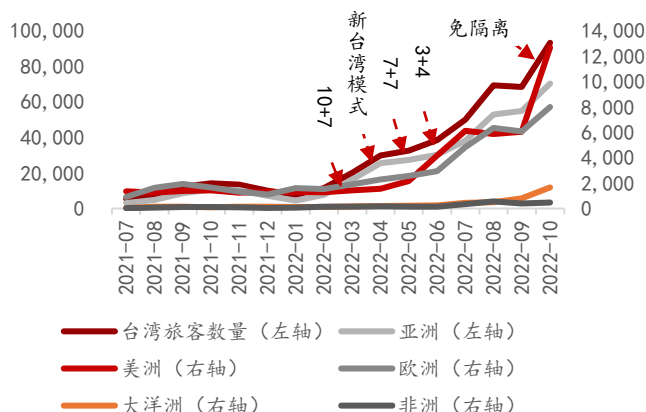
注: 恢复比例为与疫情前19年同期数据进行对比

### 中国台湾:

在放松入境限制后，访台旅客数量随之抬升。2022年3月，台湾入境隔离期限缩短至10天，当月来台旅客人数总计为20,036人。4月，台湾正式进入“新台湾模式”，防疫措施加速放松，入境限制由5月的“7+7”进一步缩减至6月的“3+4”，来台旅客数量在进一步刺激下加速增长。10月，台湾彻底免除入境隔离，改为“0+7”自主防疫，当月台湾访客数量达93,206人。

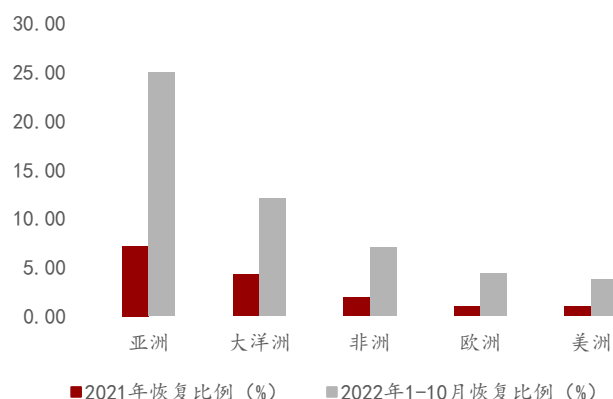
从地区来看，来自亚洲、大洋洲、非洲的旅客数量恢复速度较快，亚洲旅客仍是访台主流。2021年，来自亚洲、大洋洲、非洲的旅客数量较疫情前已恢复至7.19%、4.24%、1.91%。2022年1-10月，来自亚洲的旅客数量已恢复至疫情前的24.99%，占来台旅客总数的77.86%；大洋洲、非洲的恢复比例分别为12.09%、7.00%。22年9-10月，台湾恢复美国、加拿大、欧洲等国居民入境免签证待遇并免除入境隔离，预计欧美的旅客数量恢复速度将加快。

图表18: 台湾疫情放松后国际旅客数量 (人)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 台湾各地区旅客数量恢复比例

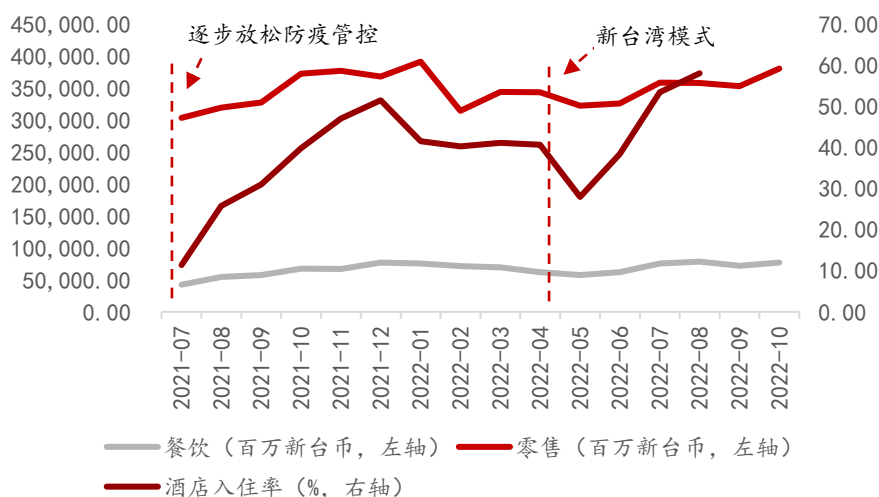


资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 恢复比例为与疫情前19年同期数据进行对比

管控放松, 台湾餐饮、零售、住宿行业整体趋势向好, 但在全面放开初期, 受疫情激增和放松过快影响出现较大震荡。21年下半年, 台湾防疫警戒逐步放松, 住宿、餐饮、零售行业保持向上趋势。7月, 酒店入住率为11.40%, 到12月酒店入住率已达到51.53%; 餐饮、零售的营收也分别由7月的425.24、3,037.31亿新台币升至12月的769.71、3,684.20亿新台币。2022年1月, 台湾新增确诊数量激增, 住宿、餐饮、零售均出现较大幅度回调。尽管4月蔡英文提出“新台湾模式”, 防疫持续放松, 台湾的住宿、餐饮、零售仍延续了此前的颓靡态势, 入住率和业绩持续下滑。直至6月, 新模式下的宽松防疫被居民消化, 住宿、餐饮、零售需求才逐步复苏, 回归向上轨道。

图表20: 防疫放松后台湾的住宿、餐饮、零售变化



资料来源: Wind, 万联证券研究所

新加坡与我国台湾地区的复苏存在差异。疫情政策逐步放松, 新加坡的旅游业收入迅速恢复, 并在全面开放后进一步加速; 然而, 台湾的住宿、餐饮和零售行业收入却在全面开放后出现大幅下跌, 直到放开2个月后才开启增长。经过分析, 可能的原因如下: ①政策实施节奏不同。新加坡政府在决定与新冠共存的初期便明确提出将防疫放松的过程分成四个阶段执行, “共存”目标的明确和较长的过渡时间为新加坡民众铺垫了较好的预期。而22年4月, 台湾新冠肺炎确诊数持续激增, 台湾当局在此时宣布进

入“新台湾模式”，容易被群众误解为是政府对病毒的妥协，引起一定的恐慌并导致流动性的下降。②**国际化程度不同**。从疫情前旅客人数和本国居民人数的比例来看，新加坡本身是高度国际化的地区，相比于中国台湾地区，游客数量更多，大量旅客在政策松动后涌入新加坡，也抵消了本地居民由于害怕感染所造成的阶段性流动减少的影响。

**基于上述地区在疫情放松后的复苏经验，我们判断：**

①**我国防疫政策放松节奏较快，短期会对消费行业造成冲击**。在放开初期，由于我国较大的人口基数和奥密克戎较强的传染性，我国也将不可避免地面临病例数激增的状况。加之此前政府对防疫的严格管控，新形势容易引起部分群众的不适应而减少社交互动，致使社会流动性出现下降，影响消费行业整体复苏节奏。预计放开后2-3个月消费市场开始回暖。

②**疫情的影响将逐步弱化，23年下半年消费市场有望加快复苏**。随着居民对新冠病毒建立起更加科学的认识和应对措施（我们预计是经过2轮感染之后），以及感染后建立起的免疫屏障保护，恐慌情绪将大大减弱，疫情对居民消费出行的影响淡化，积蓄已久的消费需求将推动消费市场加快复苏，预计于23年下半年，社会服务行业将迎来强劲增长。

③**从复苏弹性来看，旅游及景区>酒店>免税>餐饮>医美**。疫情对旅游出行的影响大于商旅出行的影响，对于长半径出行的影响大于短半径出行的影响，共存后疫情中受冲击大的细分行业的弹性将更大。不考虑行业成长性的影响，我们判断复苏弹性为旅游及景区>酒店>免税>餐饮>医美。

## 2 投资策略：云开月明，繁花复现

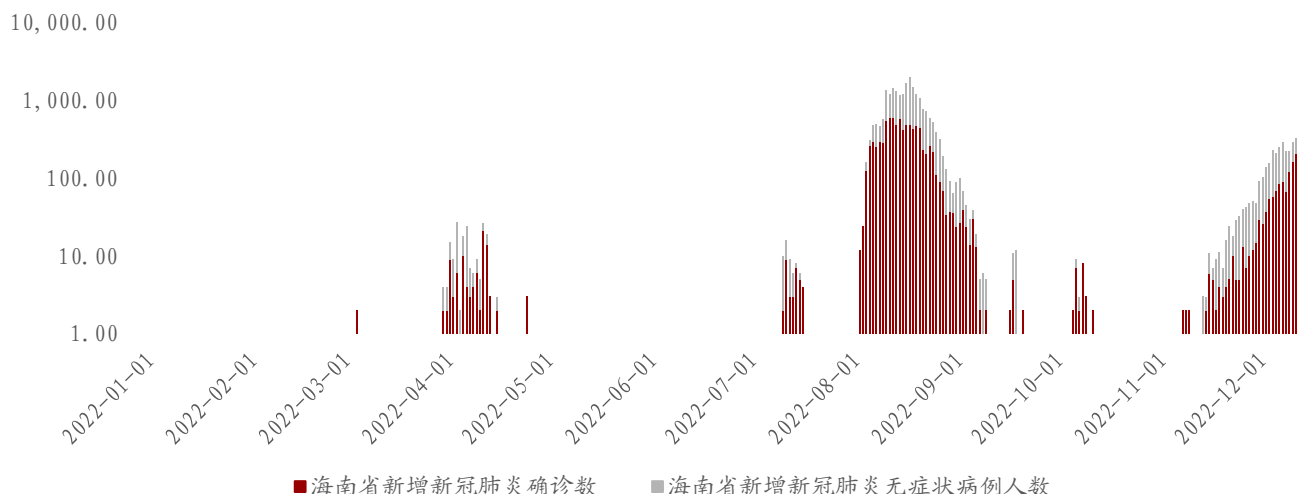
### 2.1 免税：增量大于流出量，成长潜力大

#### 2.1.1 疫情频繁扰动，22年离岛免税承压

**2022Q3海南本土疫情来袭，离岛免税量价齐跌**。与2021年疫情影响内陆客源地不同，2022年海南本土也多次受到疫情扰动，其中8月的疫情爆发导致海口、三亚等地免税店长时间暂停营业，例如三亚免税店代表中免三亚国际免税城自8月5日开始闭店至9月21日恢复营业，闭店时间长达47天，对三季度离岛免税业绩造成一定冲击。**量价拆分来看，量：**22年8月及9月海南接待游客数不到21年同期的半数，回落至离岛免税新政策20年6月颁布以来的最低值；虽然以购物为目的的游客占比提高推动转化率提升，但离岛免税实际购物人次仍然同比下降近四成。**价：**离岛免税客单价受疫情影响也较为显著，由于奢侈品消费力下降，22Q3离岛免税客单价从8500元左右下滑至6500元左右，量价齐跌导致三季度（特别是8、9月）海南离岛免税销售额大幅下滑。

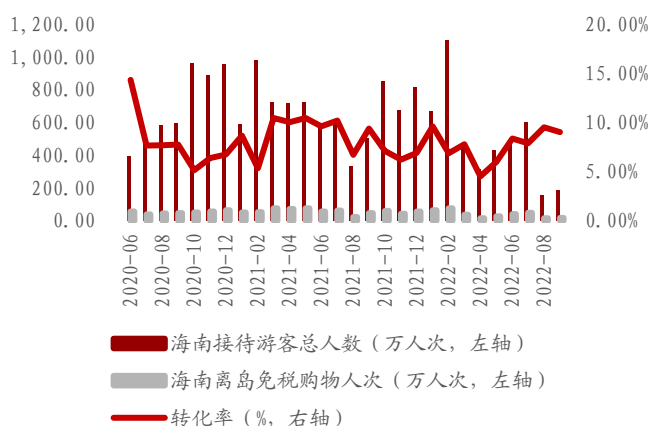


图表21: 2022年以来海南新增新冠病例数 (单位: 人)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

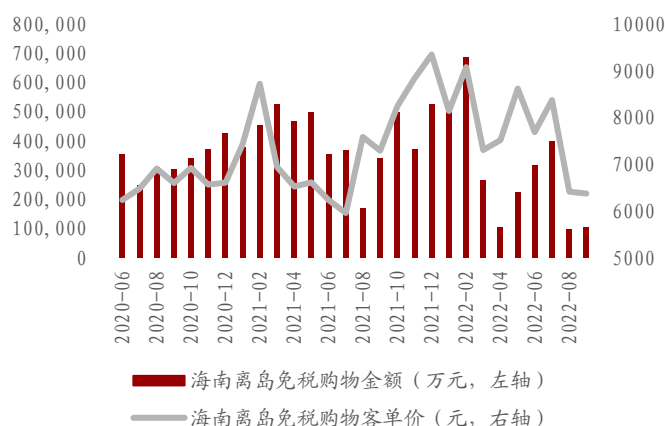
图表22: 新政策以来海南接待游客数及转化率



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 转化率=海南离岛免税购物人次/海南接待游客总人数

图表23: 新政策以来海南离岛免税销售额及客单价



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

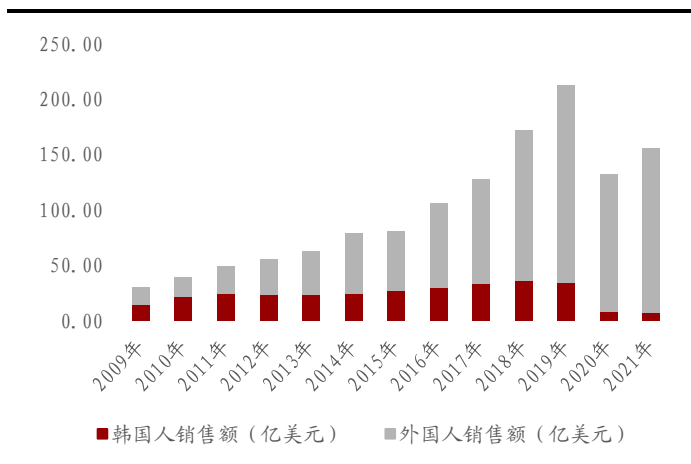
### 2.1.2 重申消费回流长期逻辑

**消费回流趋势不改, 增长空间广阔。**为了有效地引导海外消费回流, 振兴国内消费需求, 我国政府近年来陆续出台了一系列降低关税、增设口岸免税店、减少免税品限制等政策。在政策大力支持与疫情阻碍跨国出行及物流运输两大因素的影响下, 近两年我国境外消费回流势头明显。尽管出入境疫情防控放松后国内免税业将再次面临韩国、日本等国际免税供应商的挑战, 但我们认为, 消费回流大趋势仍然不改, 未来消费回流推动免税市场增长空间广阔。

我们尝试使用韩国免税市场数据测算2023年消费回流空间。观察韩国免税市场的基本情况, 我们可以发现: 即使在疫情之前, 外国人销售额在韩国免税市场中的规模占比也超过了80%, 在疫情期间更是突破了90%, 其中超过七成消费者是中国代购。此外, 尽管韩国免税市场中外国人销售额在2020年受疫情冲击有所下滑, 但2021年即迅

速回暖，同比增速达20%。我们假设2021-2023年韩国免税市场中外国人销售额规模维持20%的年复合增长率，保守估计中国人销售额在其中的占比为70%，测算得到2023年韩国免税消费回流空间将近150亿美元（约合1050亿人民币）。国内免税供应商有望依托规模和运营优势的持续提升，争取更加丰富的品牌品类SKU以及更具有竞争力的价格，同时不断完善销售网络，建设更加便利和多元化的购物渠道，扩大消费者覆盖面，吸引推动免税消费回流，打开长期增长空间。

图表24：韩国免税市场规模



资料来源：韩国免税店协会，万联证券研究所

注：外国人销售额指非韩国人贡献的销售收入，下同。

图表25：2023年免税消费回流空间敏感性分析（单位：亿美元）

		2021-2023 年 CAGR				
		16%	18%	20%	22%	24%
中国人 销售额 占比	65.0%	129.89	134.41	139.01	143.68	148.43
	67.5%	134.89	139.58	144.35	149.20	154.14
	70.0%	139.89	144.75	149.70	154.73	159.84
	72.5%	144.88	149.92	155.04	160.26	165.55
	75.0%	149.88	155.09	160.39	165.78	171.26

资料来源：韩国免税店协会，万联证券研究所

注：中国人销售额占比=中国人销售额/外国人销售额

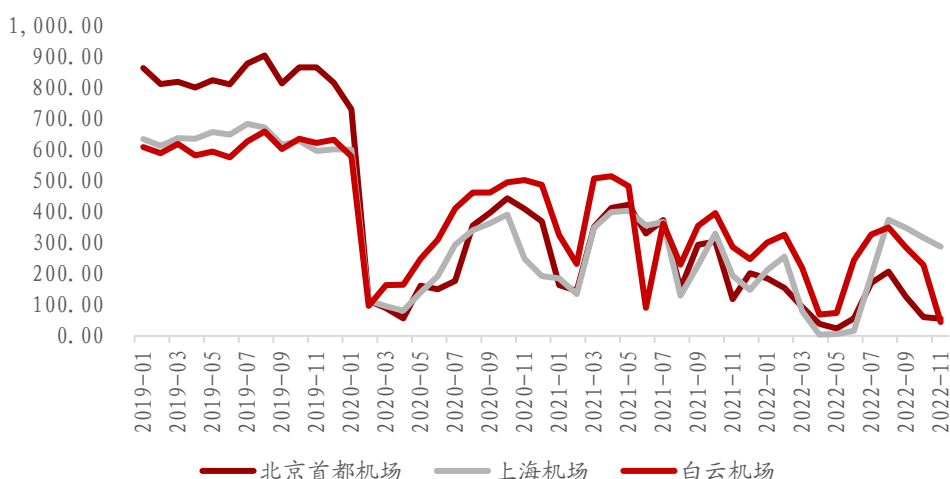
### 2.1.3分渠道看点：机场待客流，离岛看集群，市内盼政策

我们认为，在疫情防控政策已基本放开、国内促消费政策不断加码的大背景下，23年国内免税业行业具备业绩成长高弹性，看点颇多：机场免税受益于国内外商务及旅游客流逐步恢复，离岛免税关注大型商业购物中心及周边配套设施建设带来的集群效应，市内免税则期盼更多支持利好政策加码出台，三大渠道各有侧重、优势互补，共同释放行业增加潜力。

#### ● 机场免税：静待国内外出行客流恢复

**入境政策放开，机场客流恢复可期。**疫情三年来，由于严格的出入境防疫政策，我国国际出行客流锐减，机场免税销售也受到严重冲击。自1月8日起，国家对新冠病毒感染管理由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”。在最新管控制度下，来华人员行前48小时核酸检测阴性结果阴性即可来华，无需额外申请健康码；同时，取消入境后全员核酸检测和集中隔离，健康申报正常且海关口岸常规检疫无异常者，可放行进入社会面。此外，政策取消了“五个一”及客座率限制等国际客运航班数量管控措施。国门基本放开利好国际客流逐步恢复，但由于放开后各地阳性病例剧增，居民生活回归常态仍需一定时间，预计23年二季度起国内机场将迎来较为显著的客流增长，到年底有望恢复至疫情前水平，机场免税渠道也将充分受益于客流回暖带来旅游零售消费复苏。

图表26: 三大机场旅客吞吐量 (万人次)



资料来源: 同花顺iFind, 万联证券研究所

### ● 离岛免税: 大型项目落子海南形成商业集群

**中免&王府井大型项目接连落地。**2022年10月28日,中免海口国际免税城开业,该项目规划总建筑面积约93万平方米,由6个地块组成,位于海口西海岸新海港东侧,与新海港码头无缝对接,是港口离岛游客必经之路,与三亚国际免税城形成一南一北互补之势。开业首日,进店人数约4.4万人,总销售额超7亿元,创下海南离岛店单日销售额历史新高。2022年10月,王府井宣布自拿到免税运营牌照以来第一个免税项目落地万宁,目前的王府井万宁悦舞小镇项目将改名为万宁王府井国际免税港,预计将于2023年1月18日试营业,2月18日正式开业。王府井拥有超过1800万人的庞大会员体系以及多年老牌的零售经验,同时相比三亚、海口两地众多免税运营商直面竞争,王府井依托万宁冲浪基地的旅游客群基础以及原有成熟商圈错位竞争,入局离岛免税后未来成长同样颇具看点。

图表27: 中免海口国际免税城盛大开业



资料来源: 中免集团官网, 万联证券研究所

图表28: 万宁王府井国际免税港预计23年1月亮相



资料来源: 王府井悦舞小镇, 万联证券研究所

离岛免税呈现“一超多强”格局,海南免税产业集群有望加速形成。截至目前,海南共

有11家免税门店，其中有6家属于中免集团，其余5家分别属于海旅、中服、海控、深免及王府井，离岛免税“一超多强”的格局逐渐形成。海南众多免税城建设工程也在稳步推进，以龙头中国中免为例，除了三亚国际免税城及海口国际免税城以外，海棠湾一期二号地也预计将于23年开业；2022年9月底，中免宣布将与香港太古地产共同合作发展三亚国际免税城三期项目，打造高端旅游零售业态，进一步巩固公司在海南以及免税行业内的龙头地位。海南免税店数量不断增多，经营面积不断扩大，叠加酒店、交通、娱乐等周边配套设施不断完善，有望加速海南自贸港离岛免税形成产业集群效应，带动包括品牌、物流仓储、供应链管理、电商零售等在内上下游产业链发展，为离岛免税未来持续增长创造良好条件。

图表29：海南主要免税门店

集团	免税门店	所在城市	营业面积（万平方米）
中免	三亚国际免税城	三亚	7.2
	三亚凤凰机场免税店	三亚	0.68
	CDF 海口日月广场免税店	海口	2.2
	海口美兰机场免税店	海口	1.4
	琼海博鳌免税店	琼海	0.42
	海口国际免税城	海口	19.19
海旅	海旅免税城	三亚	5
中出服	中服三亚免税购物公园	三亚	1.5
海控	海控全球精品免税城	海口	3.89
深免	深免观澜湖免税店	海口	2
王府井	王府井国际免税港	万宁	10.25

资料来源：DFE，三亚市、琼海市人民政府等，万联证券研究所

图表30：中免海南大型建设项目布局

项目名称	经营面积/ 万平方米	所在 城市	合作方	入驻品 牌数	入驻品牌代表	项目名称
三亚国际免税城	7.2	三亚	/	超过 700 个	芬迪（FENDI）、古驰（GUCCI）、博柏利（Burberry）	三亚国际免税城
海口国际免税城	28.0	海口	/	超过 800 个	圣罗兰（YSL）、普拉达（Prada）、博柏利（Burberry）	海口国际免税城
海棠湾一期二号地	10.9	三亚	中加集成（金马科技子公司）	/	LV、爱马仕	海棠湾一期二号地
海棠湾三期	20.0	三亚	太古地产	/	/	海棠湾三期

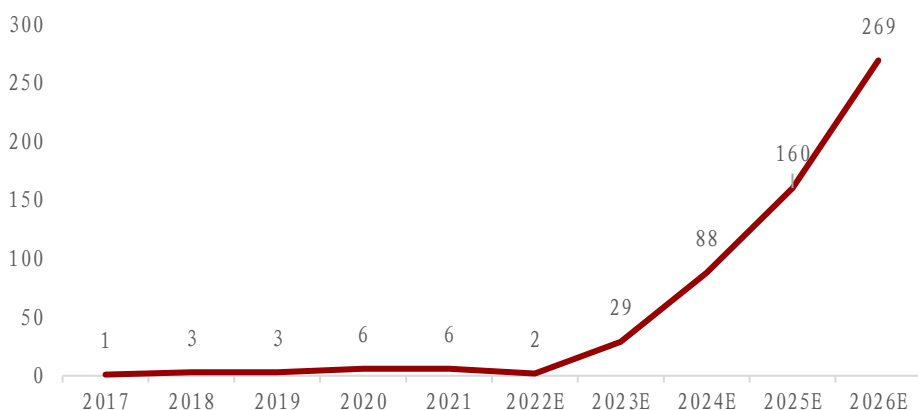
资料来源：公司官网、公开资料整理、万联证券研究所

● 市内免税：期待更多支持政策加码



**政策助力市内免税发展，刺激增长潜力释放。**我国市内免税市场依然处于起步阶段，根据弗若斯特沙利文的统计数据及预测，2021年我国内地市内免税市场规模为6亿元，在国内免税市场规模占比仅为1%。但随着近年来多项市内免税支持政策出台，预计我国市内免税渠道规模将迎来指数型增长，2022-2026年预计CAGR高达241%。2020年国家发改委等23部门发布《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》，提出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；2022年初，国务院发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，意见中再度提及“完善市内免税政策，规划建设一批中国特色市内免税店”。政策利好市内免税市场，未来发展空间广阔。

图表31：中国市内免税店市场规模（亿元）



资料来源：中免港股招股书，弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表32：2020年以来市内免税相关政策

时间	部门	政策文件	主要内容
2020.3	国家发改委等23部门	《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。
2020.4	上海市人民政府	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	支持免税品经营企业增设市内免税店。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际市场。
2020.9	国务院	《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》	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。
2021.3	广州市推进粤港澳大湾区建设领导小组	《粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案》	在广州北站商务区（T4 航站楼）依照规定设置离境退税办理点，争取在花都空铁文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。
2021.7	深圳市人民政府	《关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案（2021 - 2023 年）》	推动免税消费扩围提速。探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店，
2022.4	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

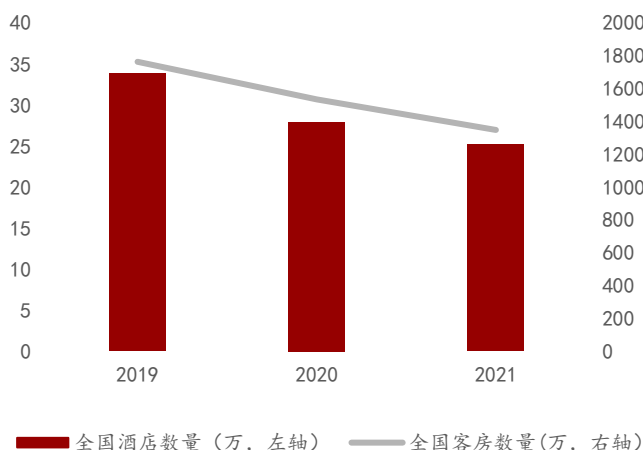
资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

## 2.2 酒店：供给结构优化，疫后有望迎来资本整合机会

### 2.2.1 疫情加快供需结构改善，龙头优势扩大

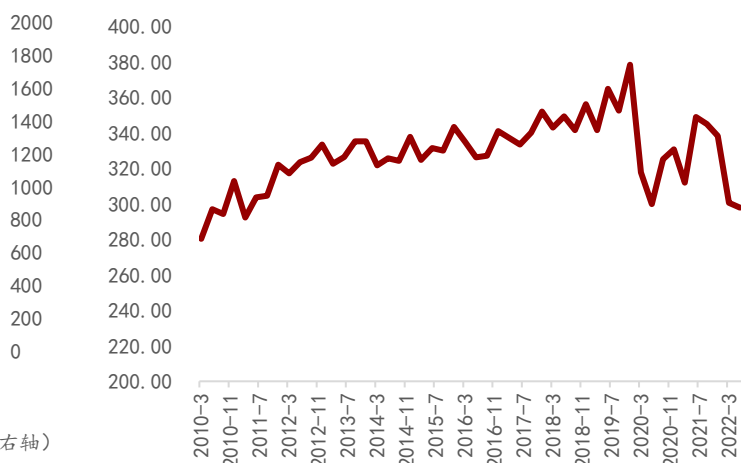
新冠疫情爆发以来，酒店业受到巨大冲击，全国酒店数量和客房数量较疫情前大幅减少。相对于酒店连锁集团，中小型单体酒店从产品本身到产品定价以及分销渠道都不及大企业的实力，在行业及市场中，知名度和关注度都比较低，处于酒店行业的弱势地位。盈利韧性较弱的单体酒店或中小酒店在疫情冲击下大量关停，供给侧大幅出清。自2020年起中国酒店数量逐年减少，2021年中国酒店数量为25.2万家，较2019年减少了8.6万家，减少25.4%，随着酒店数量的减少客房数量也随之减少，2021年中国酒店共拥有客房1346.9万间，较2019年减少了415.1万间，减少23.6%。酒店行业重要经营指标ADR、OCC和RevPAR较疫情前有较大幅度的下降。2022年6月酒店行业ADR、OCC和RevPAR分别为297.91元/36.73%/109.41元，其中ADR和RevPAR分别为疫情前（以2019年6月为基准）的81.62%/52.69%，OCC则下降了20.17pct，较疫情前数据较差。疫后酒店板块市值涨幅较大的逻辑之一在于供给端出清，龙头竞争格局改善。

图表33：2019-2021全国酒店和客房数量



资料来源：wind，万联证券研究所

图表34：全国酒店平均房价（ADR，单位：元）



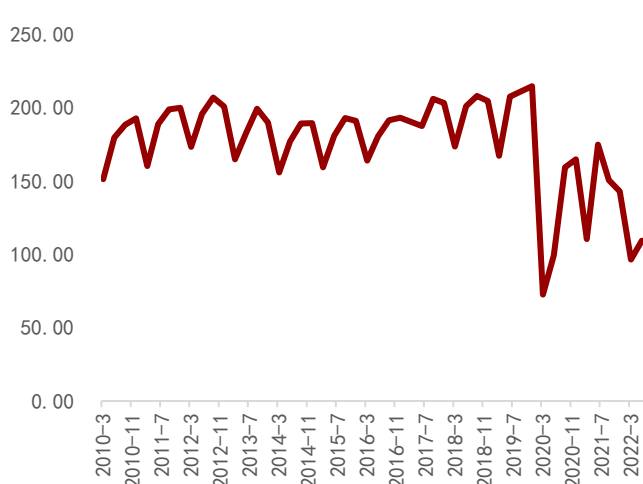
资料来源：wind，万联证券研究所

图表35：全国酒店平均出租率（OCC，%）



资料来源：wind，万联证券研究所

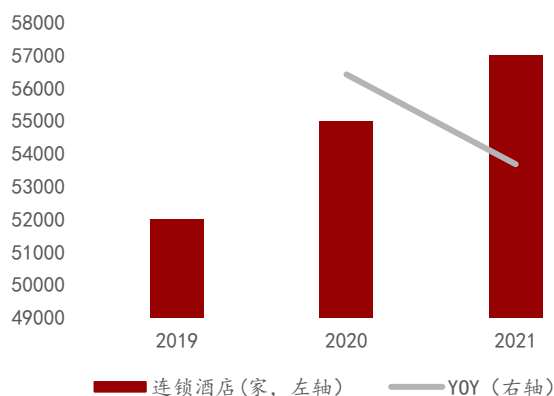
图表36：全国酒店每间可供出租客房收入（RevPAR，单位：元）



资料来源：wind，万联证券研究所

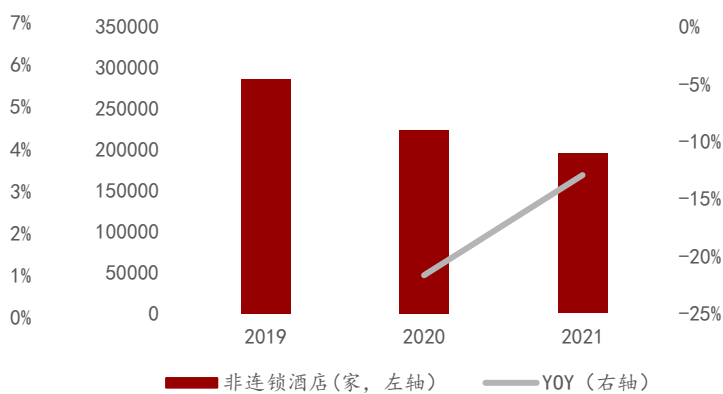
在疫情的持续影响下，我国连锁酒店市场仍保持了稳定增长。在疫情的背景下，酒店业总体规模萎缩明显，但连锁酒店规模不降反增，展现出很强的生命力。2019-2021年我国连锁酒店数量不断增加，分别为 5.2 万/5.5 万/5.7 万家，保持了正增长。2019-2021 年我国非连锁酒店数量持续下降，分别为 28.6 万/22.4 万/19.5 万家，非连锁酒店市场正在收缩。

图表37: 2019-2021年中国连锁酒店数量及增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

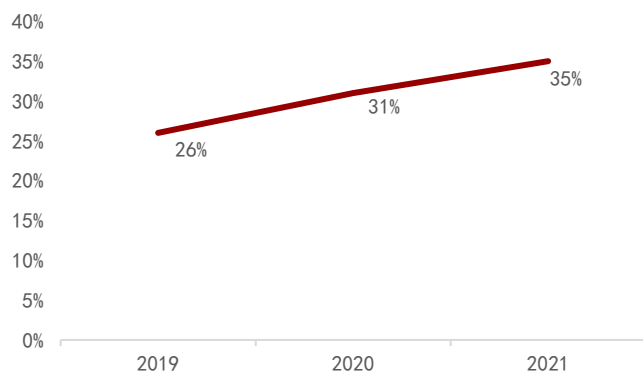
图表38: 2019-2021年中国非连锁酒店数量及增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

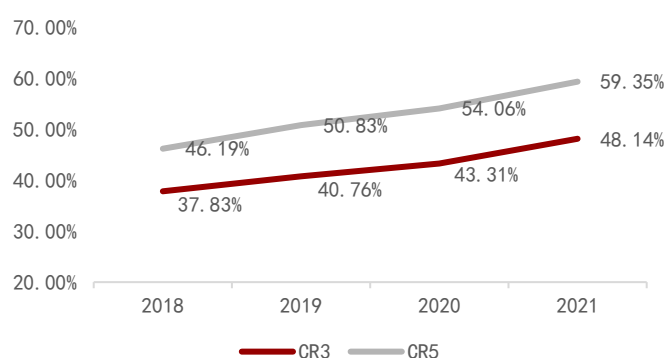
连锁化将成为未来发展趋势，连锁品牌集中度也在不断提高。2019-2021 年我国酒店业连锁化率分别为 26%/31%/35%，保持稳定增长的趋势。目前，我国酒店的连锁程度较低，与发达国家存在较大差距，连锁化将成为未来我国酒店行业发展的一个趋势。同时，我国连锁酒店品牌市场集中度也在不断提升，2018-2021 年 CR3 分别为 37.83%/40.76%/43.31%/48.14%，CR5 分别为 46.19%/50.83%/54.06%/59.35%，头部连锁酒店品牌在市场中的势力不断扩大。2022 年，排名前十的连锁酒店集团分别为锦江国际集团、华住酒店集团、首旅如家酒店集团、格林酒店集团、东呈集团、尚美生活集团、亚朵集团、德胧集团、逸柏酒店集团、风悦酒店及度假村，这十大连锁酒店集团的客房总数突破了 300 万间，达到了 3,278,540 间。

图表39: 2019-2021年中国酒店业连锁化率



资料来源: 《2022年中国酒店业发展报告》，万联证券研究所

图表40: 中国酒店连锁品牌市场集中度



资料来源: 中国饭店业协会，万联证券研究所

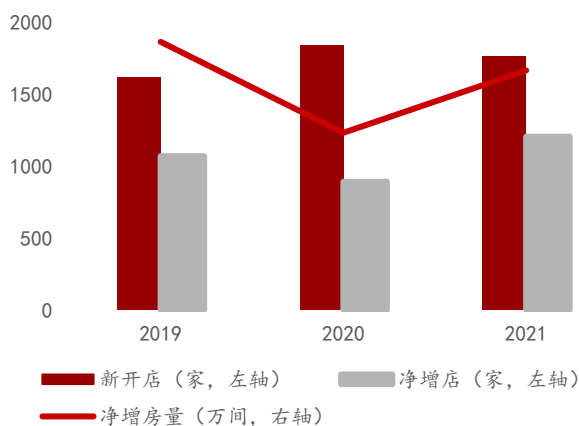
图表41: 2022年中国TOP10酒店集团规模

集团名称	总部所在地	门店数	客房数
锦江国际集团	上海	10694	1043705
华住酒店集团	上海	7830	753216
首旅如家酒店集团	北京	5916	475124
格林酒店集团	上海	4659	337153
东呈集团	广州	2235	192210
尚美生活集团	青岛	3979	191166
亚朵集团	上海	745	86654
德胧集团	杭州	466	78093
逸柏酒店集团	上海	1024	65287
凤悦酒店及度假村	佛山	206	55932

资料来源: 中国饭店协会, 智研咨询, 万联证券研究所

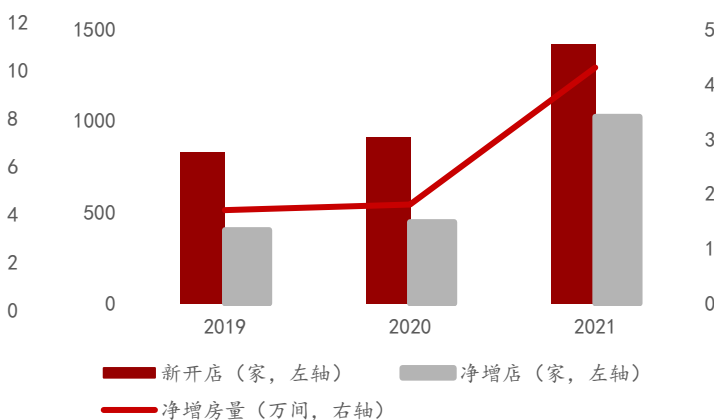
**酒店龙头逆势拓客, 三大酒店集团华住、锦江、首旅酒店疫情下不改扩张趋势。**连锁发展的重点是中端品牌, 重点市场是下沉市场。下沉市场的竞争, 首先是存量市场的竞争, 是酒店集团核心竞争力和影响力的竞争。2019-2021 年锦江、首旅、华住酒店都保持了正的新开店数和净增店数, 在疫情逆境中依然大力拓展市场, 加速下沉市场布局。2021 年锦江/首旅/华住新开店数分别为 1763 家/1418 家/1532 家, 净增店数分别为 1207 家/1021 家/1037 家。在疫情加速行业整合, 连锁化率加速提升, 下沉市场增长潜力较大的背景下, 龙头酒店将持续抢占低线城市市场。**反应在资本市场上, 酒店龙头锦江、首旅、华住的股价在疫情期间经历了一波较大幅度上涨。**自疫情爆发以来, 三大酒店龙头的股价总体都呈现出上涨的趋势, 意味着它们在疫情背景下逆势开拓市场的战略得到了市场的正反馈。

图表42: 2019-2021年锦江新开店, 净增店及净增房量



资料来源: 锦江财报, 万联证券研究所

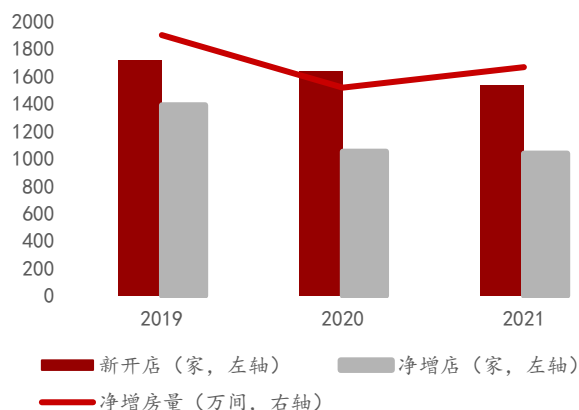
图表43: 2019-2021年首旅新开店, 净增店及净增房量



资料来源: 首旅财报, 万联证券研究所

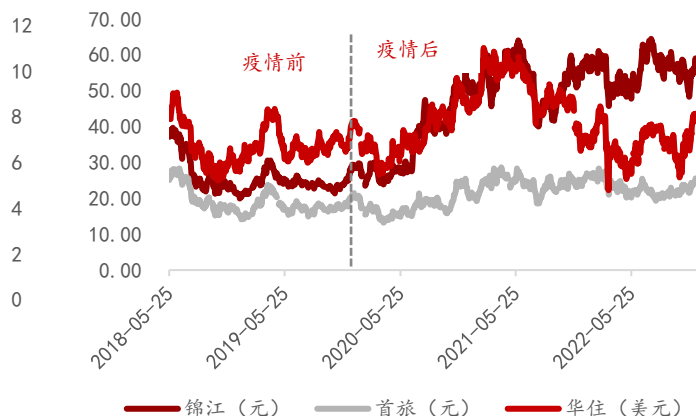


图表44: 2019-2021年华住新开店, 净增店及净增房量



资料来源: 华住财报, 万联证券研究所

图表45: 疫情期间三大酒店龙头股价

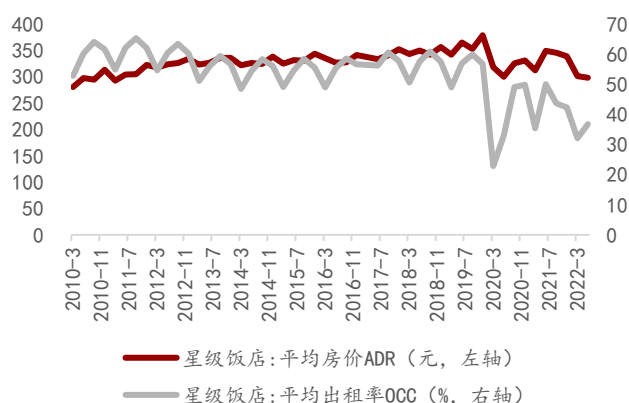


资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

## 2.2.2 关注防疫政策放松后龙头 OCC 的回暖迹象

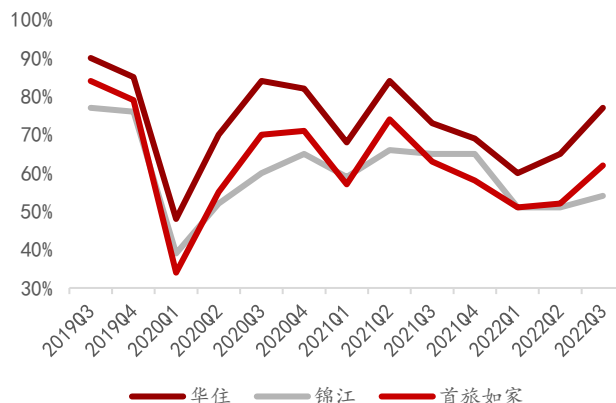
随着防疫政策放松, 近期酒店龙头 OCC 有回暖迹象。酒店经营核心指标 RevPar (每间可供出租客房收入) = OCC (平均出租率) \* ADR (平均房价)。在 OCC 和 ADR 两个变量中, OCC 是先行指标, 与客流量显著相关。OCC 直接反映酒店供需关系, 是衡量行业景气度的核心指标。从全国酒店经营季度数据 OCC 和 ADR 走势图可以观察到 OCC 大概比 ADR 提前 1 个季度反应经营的变化。如果政策放松后能带来酒店经营的改善, OCC 将会率先回暖。疫情反复下龙头企业抗风险能力凸显, RevPAR、OCC、ADR 回升总体稳定。自 2022Q2 以来, 国内酒店三大龙头锦江、首旅、华住的 RevPAR、OCC、ADR 均呈现上升趋势。在保价策略和中高端酒店占比提升下, 锦江、首旅和华住的 ADR 基本恢复至疫前水平, OCC 和 RevPAR 则还具有一定的差距, 恢复空间较大。2022Q3, 锦江、首旅如家、华住的 OCC 分别为 54%、62%、77%, 较 2019Q3 下降 23pcts、22pcts、13pcts; RevPAR 分别为 116、118、190 元/间, 为 2019Q3 的 74%、68%、90%。

图表46: 全国酒店经营季度OCC、ADR走势图



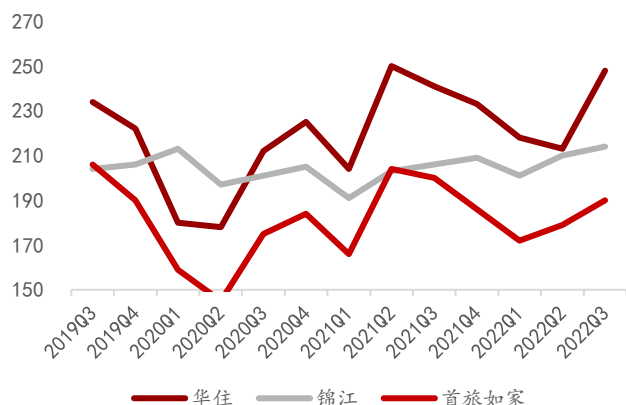
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表47: 三大龙头酒店 OCC



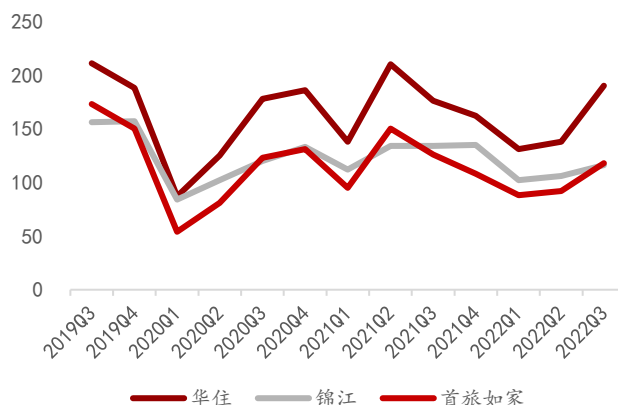
资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

图表48: 三大龙头酒店 ADR (元)



资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

图表49: 三大龙头酒店 RevPAR (元)



资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

### 2.2.3 疫情过后, 龙头有望迎来资本整合机会

依据海外经验来看, 并购是酒店集团规模扩展和产品矩阵丰富的重要途径, 并购的时点往往是行业遭受危机冲击触底后开启并购。美国头部酒店集团发展与地产周期和金融市场发展高度相关, 历次重大经济波动和冲击后的 3-5 年, 行业均进入资产整合与并购驱动的非线性增长阶段。尤其在地产下行周期低价优质物业向头部集中, 幸存的龙头酒店集中度更高。

国内酒店上一轮并购高峰期在 2014-2017 年, 预期国内此轮疫情过后龙头有望迎来资本整合机会。2012 年以来, 国内酒店行业低迷, 特别以经济型酒店为代表的酒店集团在营业收入与利润双降的情况下, 以规模化降低运营成本来抱团取暖是最好的选择。另一方面, 由于酒店数量不断攀升, 同质化现象严重, 行业竞争加剧, 整体盈利情况不佳, 互联网新兴业态带来的挤压等多种因素, 传统的酒店行业遭受到了重大的挑战, 因此并购重组便成为酒店行业应对行业竞争和不断下滑的业绩而做出的选择。酒店行业龙头华住、锦江和首旅如家纷纷借此时间段通过资本并购扩大规模, 丰富产品矩阵。自 2019 年疫情爆发, 酒店行业元气大伤, 多数中小企业抵御风险能力较弱选择退出市场。此轮疫情过后, 酒店行业拐点将到来, 未来几年国内酒店行业龙头有望开启新一轮并购重组浪潮。具备市场竞争力的龙头在新的内循环经济和资源配置逻辑下, 在融资/并购/扩张领域将享有更多优势, 在后续高端品牌的突破和规模扩张的节奏将领先。

图表50: 上一轮并购潮中国内酒店龙头并购案例

	并购标的	涉及金额	并购效果
华住	2012.6 星程酒店集团	收购星程: 1730 万	➤ 桔子水晶迅速弥补了公司在中高端酒店领域品牌较少, 仅靠全季一个品牌进行市场拓展的情况
	2013.9 怡莱酒店集团	收购中州快捷: 8000 万	
	2015.12 中州快捷酒店	收购桔子水晶: 37.6 亿	➤ 花间堂酒店更多为公司下一步布局高端酒店品牌做产品储备
	2017.3 桔子水晶	收购花间堂: 4.63 亿	
	2018.8 花间堂	收购 DH: 7 亿欧元	➤ 收购德意志酒店进军高端及奢华市场
	2019.12 德意志 (DH) 酒店		
锦江	2010 金广快捷		➤ 收购百时快捷更名为锦江都城, 完成第一轮中高端酒店布局
	2013 百时快捷	金广快捷: 6492 万;	➤ 收购卢浮集团实现海外酒店布局
	2013 城市客栈	卢浮集团: 13 亿欧元	➤ 收购铂涛集团, 成为行业市占率第一的酒店集团
	2015 卢浮集团	铂涛集团: 83 亿	
	2016 铂涛集团	维也纳集团: 17.5 亿	➤ 收购维也纳集团, 迅速补全自身中高端酒店短板
	2016 维也纳集团	丽笙集团: 9.2 亿美元	
首旅如家	2018 丽笙集团		➤ 收购丽笙集团, 海外房量翻番, 品牌体系实现中高端全覆盖
	2007 七斗星酒店集团	七斗星: 3.4 亿人民币	➤ 在 2012 年之前, 巩固了自身经济型酒店行业龙头位置
	2011 莫泰 168 酒店集团	莫泰 168 酒店: 4.7 亿美元	
	2012 收购 e 家快捷酒店	e 家快捷: 5980 万人民币	➤ 位居经济型酒店市占率第一名
	2015 收购如家	如家: 110.5 亿人民币	➤ 收购如家后, 成中国第二大酒店集团

资料来源: 公司财报, 公开信息整理, 万联证券研究所

## 2.3 景区: 复苏业绩弹性最大, 人工景区和主题公园兼具成长性

### 2.3.1 病毒传染性增强+疫情防控措施加强, 2022 年旅游市场进一步萎缩

22年年初至今, 疫情管控逐步优化, 旅游业恢复发展的限制也逐渐放宽。22年5月31日, 文旅部印发通知, 将跨省游“熔断”机制范围由“省(区、市)”进一步精准到“县(市、区、旗)和直辖市的区(县)”, 减少旅客出行影响。7月7日, 旅行社和在线旅游企业经营旅游专列业务宣布恢复, 文旅产业再迎利好。11月15日, 文旅部宣布跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理, 此举意味跨省游“熔断”机制彻底取消。12月9日, 文旅部印发新指南, 旅游景区及娱乐场所不再查验健康码和核酸证明, 疫情防控基本转向, 文旅产业迎来复苏拐点。12月26日, 国务院宣布自2023年1月8日起对新冠感染由“乙类甲管”划为“乙类乙管”, 相关防疫随之降级。12月27日, 国务院联防联控外事组发布《关于中外人员往来暂行措施的通知》, 正式取消国际客运航班数量管控, 取消入境核酸检测和集中隔离, 极大便利了中外人员交流与往来, 文旅境外业务回归在即。2023年1月5日, 国务院联防联控机制宣布有序恢复内地居民赴香港、澳门旅游, 助力行业复苏。我们认为, 在疫情感染高峰过后, 居民出游信心将不断提振, 旅游消费有望进入全面复苏通道。

图表51：2022年以来我国旅游业发展的相关政策

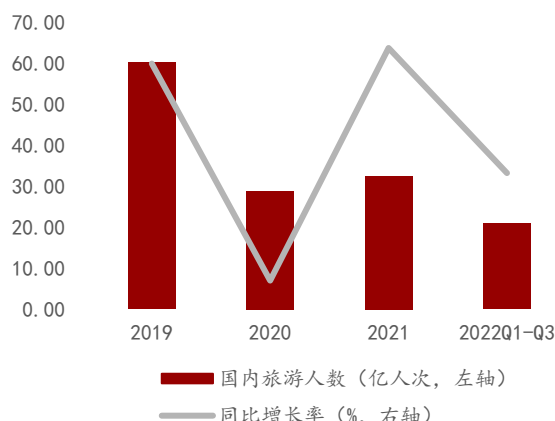
日期	事件
2022/02/21	国家发展改革委等部门印发《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》的通知
2022/03/31	文化和旅游部办公厅《关于抓好促进旅游业恢复发展纾困扶持政策贯彻落实工作的通知》
2022/05/31	文化和旅游部办公厅《关于加强疫情防控 科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知》
2022/06/28	文化和旅游部《关于公布文化和旅游领域新冠肺炎疫情防控工作“层层加码”问题投诉举报方式的通知》
2022/07/07	文化和旅游部办公厅《关于将旅游专列业务纳入跨省旅游“熔断”机制统一管理的通知》
2022/07/21	中国人民银行、文化和旅游部《关于金融支持文化和旅游行业恢复发展的通知》
2022/11/15	文旅部《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好文化和旅游行业防控工作的通知》
2022/11/17	文化和旅游部资源开发司《关于印发《旅游景区疫情防控措施指南》（2022年11月修订版）的通知》
2022/11/18	文化和旅游部市场管理司《关于印发《旅行社新冠肺炎疫情防控工作指南（第五版）》等指南的通知》
2022/11/21	文化和旅游部、中央文明办、国家发展改革委等14部门联合印发《关于推动露营旅游休闲健康有序发展的指导意见》
2022/12/09	文化和旅游部资源开发司关于印发《旅游景区疫情防控措施指南》（2022年12月修订版）的通知
2022/12/09	文化和旅游部市场管理司关于印发《旅行社新冠肺炎疫情防控工作指南（第六版）》、《互联网上网服务营业场所新冠肺炎疫情防控工作指南（第六版）》、《娱乐场所新冠肺炎疫情防控工作指南（第六版）》、《剧院等演出场所新冠肺炎疫情防控工作指南（第七版）》、《剧本娱乐经营场所新冠肺炎疫情防控工作指南（第三版）》的通知
2022/12/26	国务院联防联控机制发布《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》
2022/12/27	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》
2023/01/05	国务院联防联控机制发布《关于优化内地与港澳人员往来措施的通知》，有序恢复内地居民赴香港、澳门旅游。

资料来源：文旅部，国务院联防联控机制，万联证券研究所

新冠病毒传染性增强，各地加强疫情管控，22Q1-Q3游客出行再度萎缩。新型变异毒株奥密克戎较前期毒株在传染能力上发生倍数级增长，致使全国疫情多点散发；多地纷纷加强对跨省流动人员的管控，“落地多检”频增出行不便，打压旅客出行意愿。多重限制下，尽管政策利好频现，2022年旅游市场仍进一步萎缩。据文旅部数据，22年Q1-Q3国内旅游总人次为20.94亿，同比下降22.10%；实现旅游收入1.72万亿元，同比下降27.2%，为疫情来最低水平。

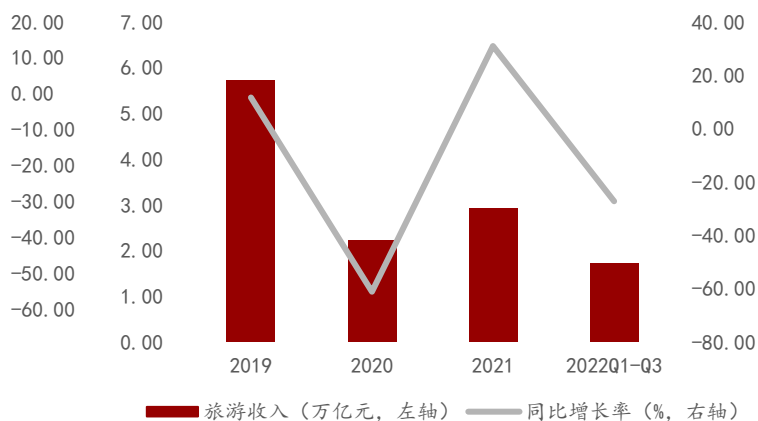


图表52: 全国国内旅游人次及同比



资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

图表53: 全国国内旅游收入及同比



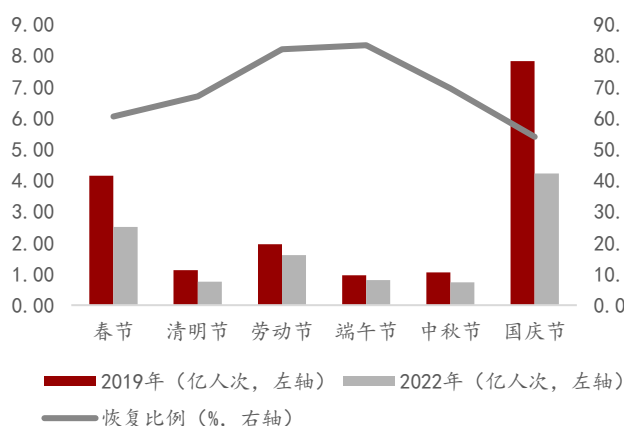
资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

节假日旅游支撑效应较强, 但整体出游随疫情反复持续承压, 收入恢复滞后于人次。

从出游人次看, 上半年重要节假日出游人次恢复比例逐渐抬升, 下半年受疫情影响迅速下滑。据文旅部数据中心测算, 22年劳动节、端午节的旅游人次分别为1.60、0.80亿, 按可比口径均恢复至疫情前80%以上, 分别为19年同期的82.05%、83.33%。9月8日, 国家卫健委在新闻发布会上倡导群众中秋、国庆假期就地过节, 叠加9-10月成都、新疆、内蒙古等热门旅点疫情爆发, 中秋、国庆期间出游人次恢复水平快速下降, 22年中秋、国庆期间旅游人次分别为0.73亿、4.22亿, 仅为疫情前同期的69.52%、53.96%。

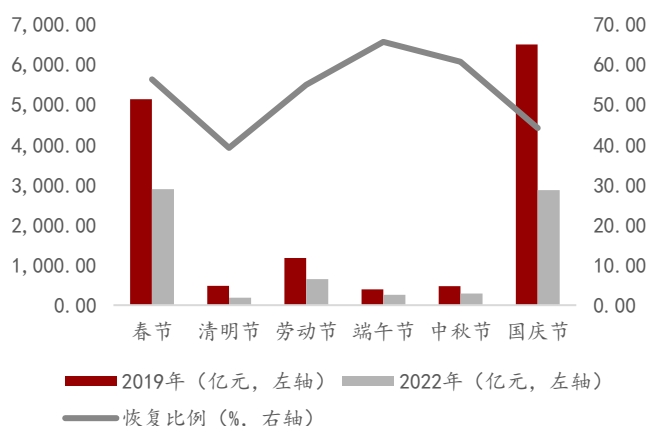
从旅游收入看, 收入恢复速度滞后于出行人次, 且整体仍处较低水平。22年节假日收入整体平均仅恢复至疫情前53.50%, 行业收入整体仍处弱景气区间。据文旅部数据, 22年清明期间出游人数为0.75亿, 实现收入187.8亿元, 出行人次按可比口径已恢复至疫情前66.96%, 但收入仅恢复疫情前39.21%; 22年国庆期间, 总体出游人数为4.22亿, 实现收入2,872.10亿元, 出行人次按可比口径恢复至疫情前53.96%, 收入恢复为疫情前44.21%, 二者差额有所缩小, 但单位消费比例的整体下降再度打击行业前景, 文旅产业复苏面临比前期更大的困境。

图表54: 2022年节假日国内旅游人次及恢复比例



资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

图表55: 2022年节假日国内旅游收入及恢复比例



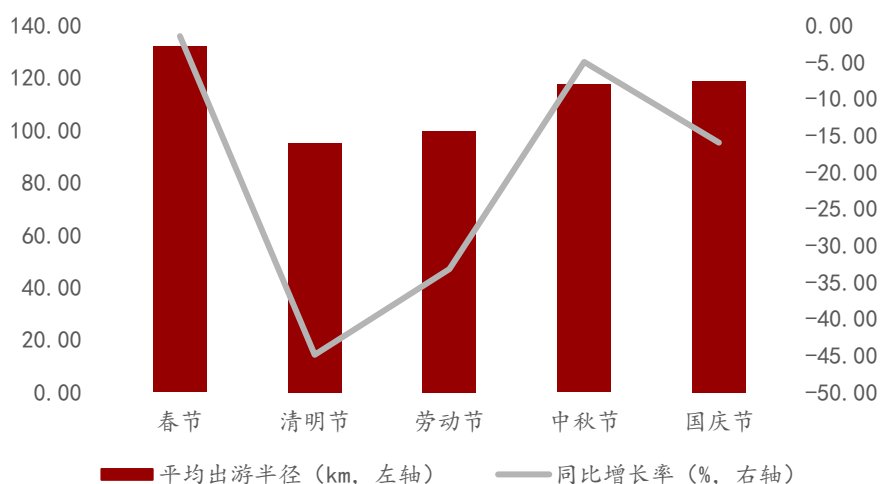
资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

### 2.3.2 疫情改变旅游消费习惯，户外运动和周边游兴起

跨省游等长途旅行普遍受限，城市周边游便利性凸显，成为旅游市场主流。全国疫情多点散发，多地加码跨省流动管控，旅客出行更趋谨慎；相对而言，城市周边游面临更少风险，旅客更多选择就近释放旅游需求。据文旅部数据中心测算，2022年节假日期间旅客平均出游半径较21年均有较大幅度的缩减，其中清明节、劳动节期间的旅客平均出游半径均在100km以下，分别为95.00km、99.60km，同比减少44.90%、33.20%。22年国庆假期，携程数据显示，65%的用户选择在本地周边旅游，本地周边酒店订单占比超六成。

**周边游趋势带动，户外运动同受追捧。**以露营、骑行、徒步为代表的户外运动与消费者休闲、养生、短途的需求相互契合，成为假日旅游潮流。文旅部专项调查显示，端午期间随着户外露营、采摘等旅游休闲热度增加，43.2%的受访者调整了活动内容，从聚集活动变为开阔区的野餐、露营等。22年国庆假期，携程数据显示，浙江、北京、广东等地周边户外旅行订单量同比21年分别实现222%、100%、70%的增长；露营旅游订单量同比增长超10倍，飞盘、皮划艇、骑行等户外相关产品销量同比增长425%。政策方面，10月25日，国家多部门印发《户外运动产业发展规划(2022-2025年)》；11月21日，印发《关于推动露营旅游休闲健康有序发展的指导意见》，以露营为代表的户外运动将在指导下有序发展，户外产业迎来发展新机遇。

图表56: 2022年节假日旅客平均出游半径及其同比



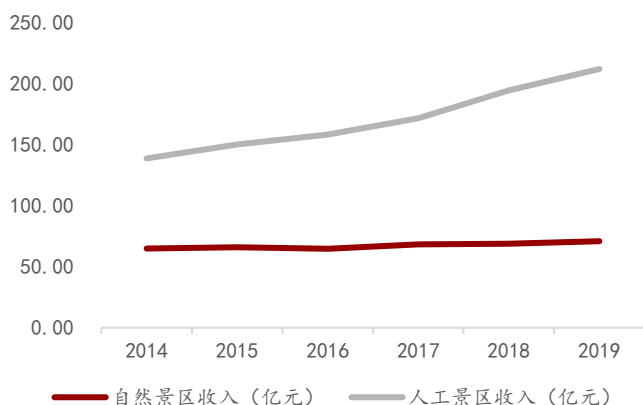
资料来源：中国旅游研究院，万联证券研究所

### 2.3.3 防疫转向，具备复苏+成长逻辑的人工景区和主题公园弹性更大

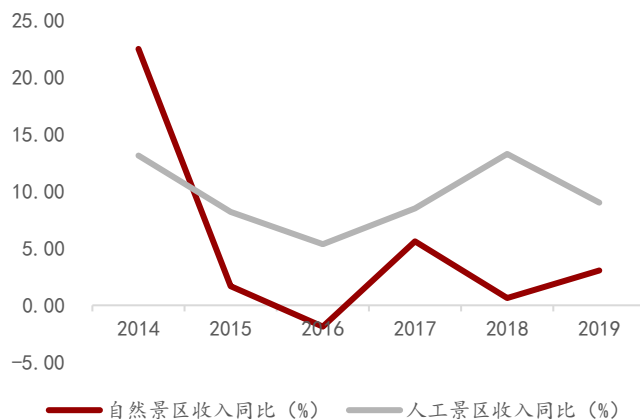
防疫政策转向共存，居民出行意愿逐渐恢复，人工景区和主题公园兼具复苏与成长性，将具备更强业绩弹性。供给端看，自然景区依托稀缺的自然资源，缺乏异地复制的能力；在防疫逐步放松的过程中，只具备复苏逻辑而无成长性。相较而言，人工景区和主题公园可多地复制，随着居民财富增长和休闲旅游意识提升，业绩增长前景广阔。需求端看，自然景区位置固定且多偏远，有赖于全国客流，疫情下将持续承压。人工景区和主题公园依托城市周边游的兴起和旅客消费习惯的改变，具备更高成长性，复苏后的业绩弹性更加可期。此外，人工景区和主题公园激烈的市场竞争，倒逼企业管理层精益求精，不断优化产业链条、规划设计和成本结构，构筑坚韧运营护城河。

从疫情前收入看，人工景区维持较快增速，自然景区一度陷入增长瓶颈。14-19年，自然景区增长有限，营业收入仅由64.79亿元提升至70.82亿元，各年营收同比增速分别为22.50%/1.68%/-1.87%/5.61%/0.65%/3.06%，16年同比一度转负。同一期间，人工景区收入爬坡上涨，由138.56亿元增长至211.69亿元，各年收入同比增速分别为13.14%/8.20%/5.36%/8.51%/13.28%/9.01%。从增速看，15-19年人工景区增速始终高于自然景区，凸显更强成长能力。

图表57：自然、人工景区2014-2019年收入情况



图表58：自然、人工景区2014-2019年收入增速情况



资料来源：同花顺，万联证券研究所

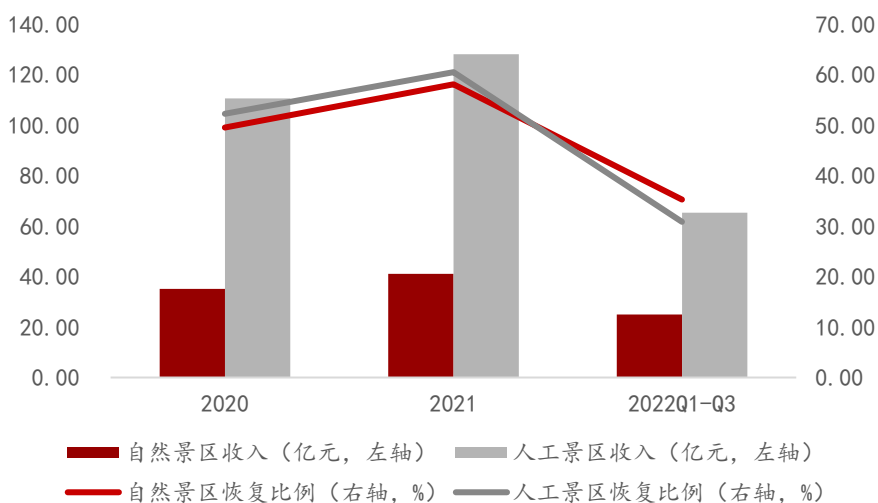
注：自然景区（852112.SL）、人工景区（852111.SL）均为申万三级行业

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：自然景区（852112.SL）、人工景区（852111.SL）均为申万三级行业

从疫情后看，景区营收随疫情扰动变化，人工景区收入相对更具弹性。20-21年，动态清零凸显成效，多地疫情边际向好，人工景区率先开启修复，相较于19年同期，21年自然景区和人工景区的恢复比例分别为58.10%、60.50%。22年年初至今，受奥密克戎影响，全国疫情多点爆发，出行客流表现平淡，人工景区营收大幅下滑；按可比口径去看，22Q1-Q3自然景区和人工景区的恢复比例分别为35.26%、30.85%，均为疫情以来最低水平。

图表59：自然、人工景区2020-2022Q1-Q3收入及恢复比例



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：自然景区、人工景区均为申万三级行业；恢复比例为与19年同期比较

**防疫发生实质性转向，居民出行意愿回暖。**12月7日，国务院正式公布2023年元旦假期。携程数据显示，公布后的10-12时，携程机票、酒店产品搜索量分别环比增长6倍与7倍，当周2023年出行搜索热度较22年同期上涨超过900%，“跨年”、“元旦出游”、“春节”等关键词搜索热度达到年内峰值。同日下午，国务院联防联控机制发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，对现有防疫措施进一步优化，携程平台上的机票瞬时搜索量猛增160%，春节前夕的机票搜索量暴涨至三年来最高点。

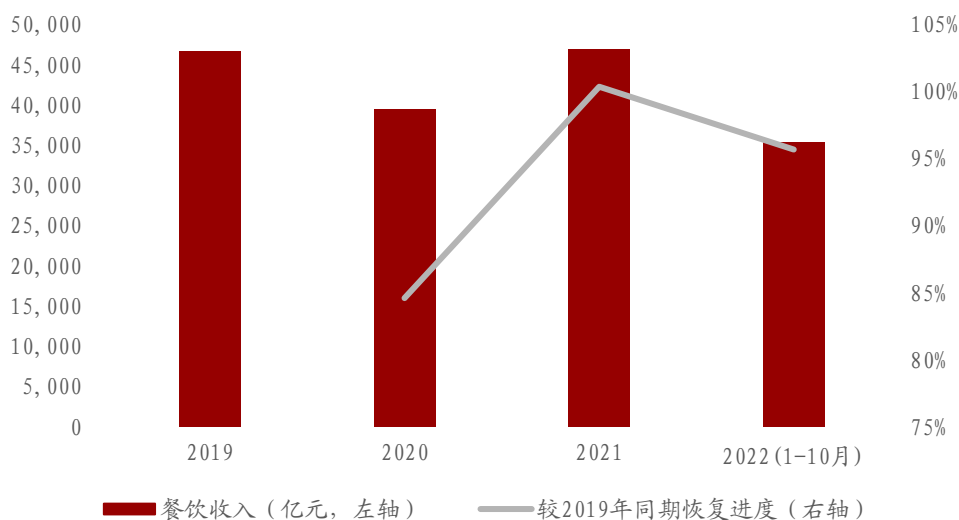
**感染高峰下出游暂时承压，冲击过后旅游业将迎全面复苏。**中国台湾地区及其他国家和地区的经验均表明，在放开初期由于病例数激增，群众容易产生恐慌，致使社会流动阶段性下降。当下，由于奥密克戎极强的传染性，叠加春运到来，我国也将不可避免地面临病例数激增，整体复苏节奏受到影响。经文旅部测算，2023年元旦国内出游5,271.34万人次，同比增长0.44%，恢复至19年同期42.8%；国内旅游收入265.17亿元，同比增长4.0%，恢复至19年同期35.1%，新冠感染高峰下元旦假期数据表现平平。据国家传染病中心主任张文宏此前12月预测，要整体度过这次疫情，可能需要3-6个月时间。综合来看，我们认为，23年上半年中国将仍处于疫情过渡期，旅游市场虽有所复苏但维持低位运行；但在经过疫情放开的冲击影响后，随着居民出行信心修复，疫情期间积蓄已久的需求终将全面释放，预计于23年下半年开始加快复苏，并于24年恢复至疫情前水平。

## 2.4 餐饮：龙头持续扩店，蓄势以待业绩反弹

### 2.4.1 行业信心指数跌入谷底，若疫情缓解连锁龙头反弹势能很强

**社零餐饮收入增速受挫，行业信心指数跌入谷底。**经过一年调整适应，餐饮市场在2021年迅速恢复甚至超越疫情前规模，在所有社会消费品零售品类中恢复较迅速。但随着需求走弱和奥密克戎疫情的反复扰动，2022上半年餐企的经营环境再度恶化，社零餐饮收入受疫情直接影响明显下滑，由于餐饮恢复较疫情整体具有滞后性，7-10月餐饮表现也较为弱势，2022年1-10月累计值恢复为2019年同期的95.7%。2022年企业普遍面临经营成本上升和盈利质量下降的双重压力，融资环境也不乐观。据中国饭店业协会调研数据显示，受访餐饮企业家的2022年行业信心指数同比降幅约14.4%，仅为138.5分，创近五年最低记录。

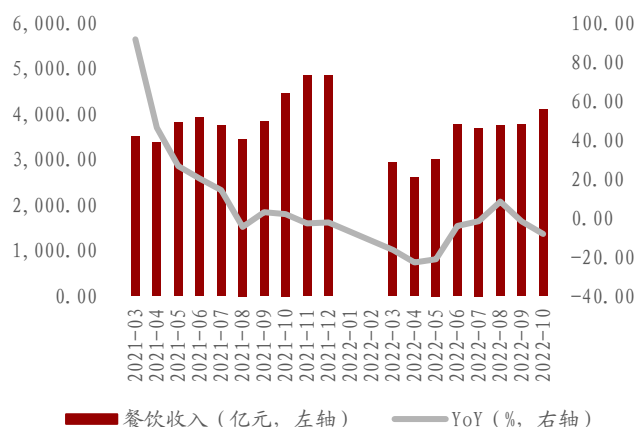
图表60：2019-2022年社零餐饮收入及恢复进度



资料来源：同花顺，万联证券研究所

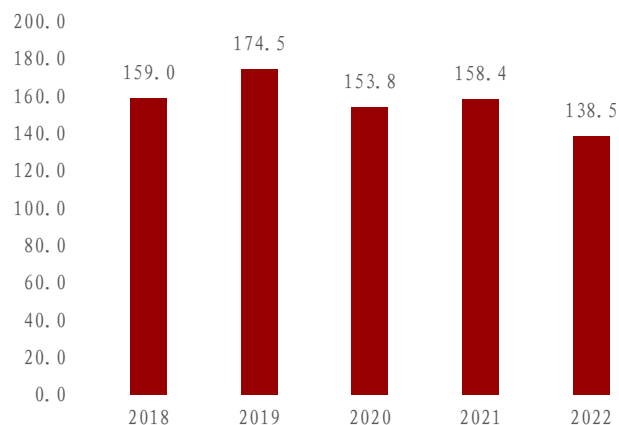


图表61: 2022年月度社零餐饮收入及增速



资料来源: 同花顺, 国家统计局, 万联证券研究所

图表62: 餐饮行业信心指数

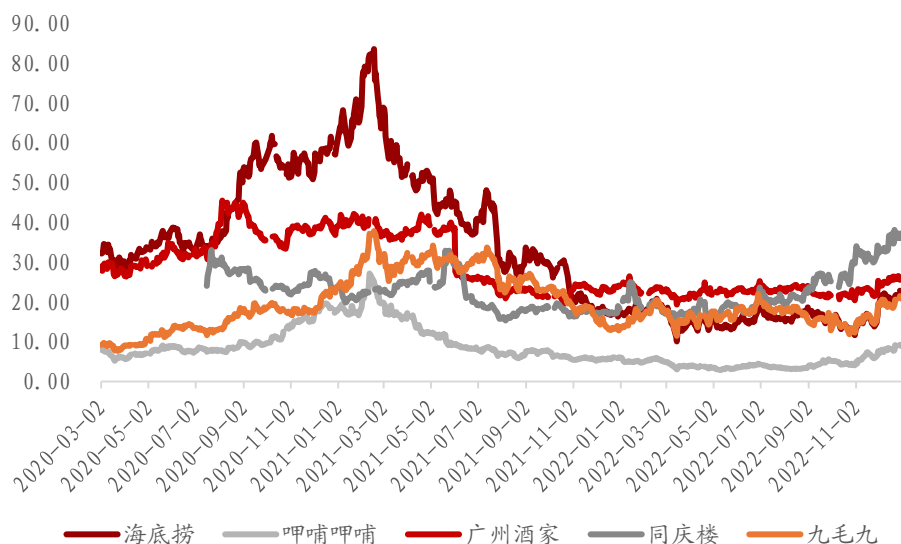


资料来源: 中国饭店业协会, 万联证券研究所

**龙头股价持续下调, 盈利能力和业绩韧性经受考验。**20年疫情爆发至21年Q1, 由于餐饮行业供给侧收缩以及随后的消费复苏, 市场对餐饮市场龙头的成长性充满信心, 餐饮龙头股价一路上涨。21Q2开始由于业绩不及预期和疫情多点反复, 前期高速扩店的龙头品牌面临亏损、关店等危机, 餐饮龙头股价持续下调, 市场转而更关注餐饮企业的盈利和韧性, 具备盈利能力的餐饮企业股价表现更佳。

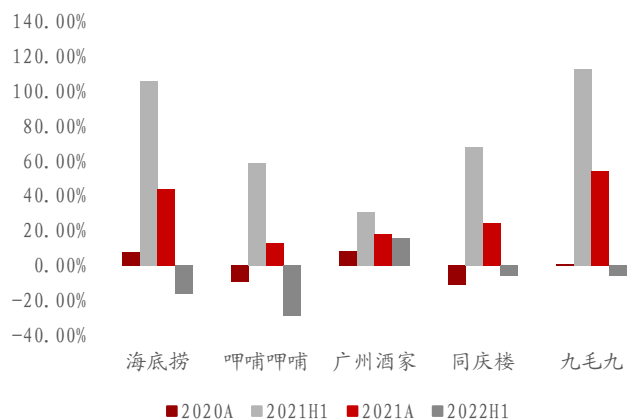
就**收入端**而言, 2021年多数品牌在收入端获得了较高增速, 其背后主要由门店网络扩张以及堂食消费同比恢复驱动。2021年, 海底捞、呷哺呷哺、广州酒家、同庆楼、九毛九收入增速分别为43.9%、13.8%、18.33%、24.11%、53.96%。从2022年开始, 疫情扰动加剧, 餐饮行业需求收缩, 餐饮企业业绩增速放缓乃至下降, 前述企业2022H1收入增速分别为-16.57%、-29.22%、15.54%、-5.91%、-6.06%。**利润端:** 2022H1, 仅广州酒家实现正增长, 其余四家企业的归母净利润出现不同程度的下滑, 与公司扩张策略和餐饮行业经营环境恶化有关。

图表63: 餐饮龙头股价表现复盘 (元)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

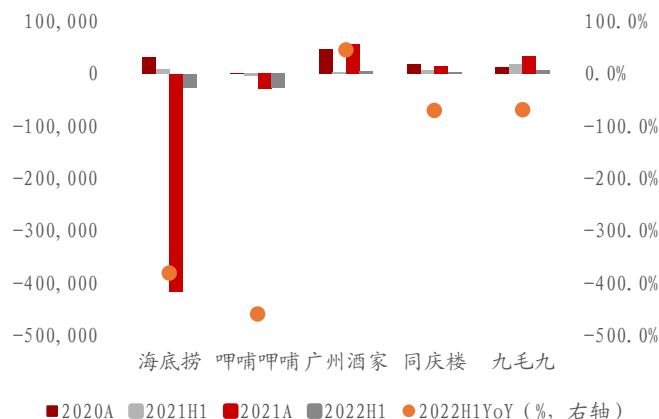
图表64: 餐饮企业近年业绩增速



资料来源: 同花顺, 国家统计局, 万联证券研究所

注: 营业收入同比增速

图表65: 餐饮企业近年盈利表现 (万元)

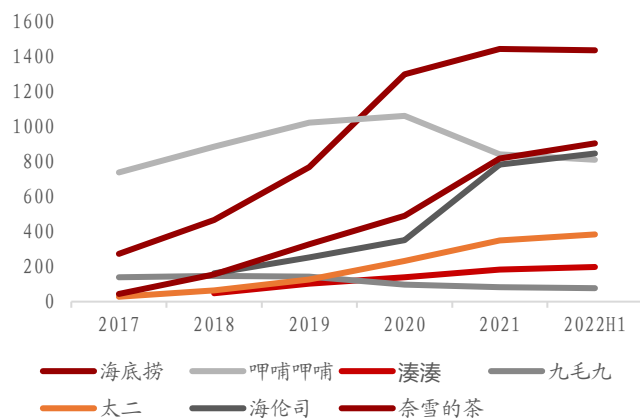


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 归母净利润, YoY对应报告期2022H1

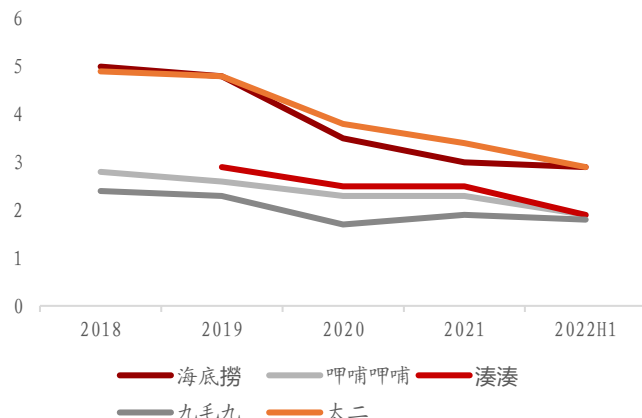
供给结构持续优化, 蓄势以待业绩反弹。品牌扩张策略在年内先快后慢, 经历了从“逆势扩张”转向“稳健防御”的转变。翻台率作为核心驱动因素, 在疫情冲击与加密分流双重影响下持续下滑, 但21年和22年上半年翻台率下降趋缓, 有望在更理性的扩店策略下重拾增势。疫情加速餐饮行业出清, 连锁化率提升, 存活和扩张能力更强的头部企业受益, 预计随着疫情转向, 餐饮企业有望进一步改善翻台率及盈利情况。感染高峰过后, 餐饮行业需求回暖, 各连锁餐饮龙头业绩反弹势能可期。

图表66: 餐饮行业主要上市公司门店数量整理 (家)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表67: 餐饮品牌翻座/台率 (次/天)



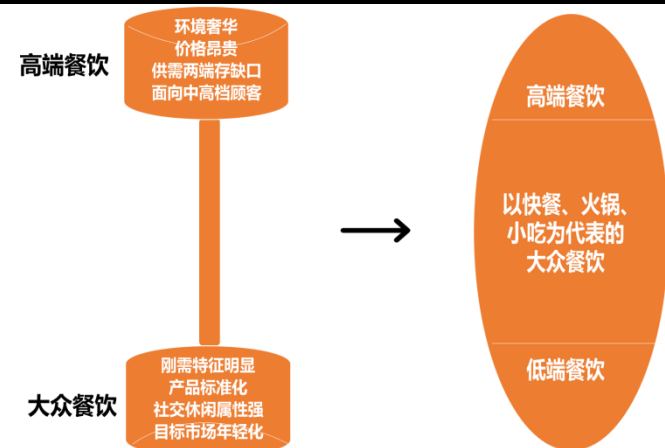
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

## 2.4.2 中长期展望, 大众品牌+连锁化仍是大势所趋

大众消费成为餐饮行业主流, 市场结构从“哑铃型”转化为“纺锤型”。根据中国饭店协会的数据, 从2016年起, 餐饮业大众消费已经成为餐饮收入最主要的部分, 贡献超过了80%的餐饮收入。大众化餐饮的消费升级成为主体市场, 快餐、团餐、火锅、小吃、商场餐饮、休闲餐饮、餐饮食品、面包甜品生意红火。高端消费比例下降, 百姓消费成为主流。餐饮市场由原本高端餐饮、低端餐饮两级分化的“哑铃型”, 逐渐转化为以大众餐饮为主的“纺锤型”。

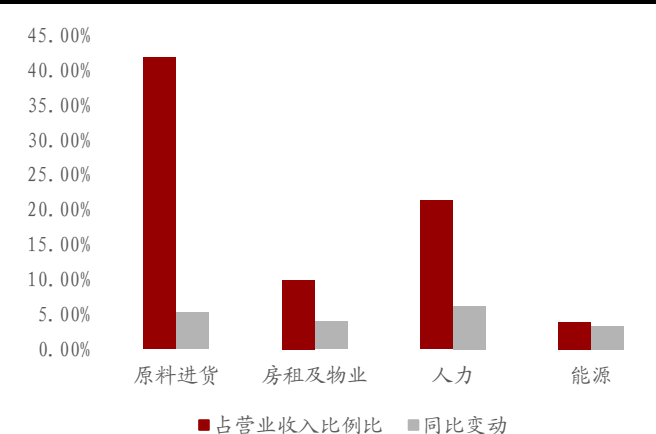
传统餐饮面临三高一低困境，餐饮高利润时期已成为历史。根据艾瑞咨询调研，2021年单店平均息税折旧前利润率在20%-30%，众多餐饮商家面临着房租高、人力成本高、原料进货成本高、利润低的“三高一低”的困境。中国饭店协会报告数据显示，2021年原料、房租、人力、能源成本增速继续上升，分别为5.3%、4.0%、6.2%、3.3%，尤其是人力成本增速，较20年同期数据有较大幅度提升，互联网评价系统以及社交媒体宣传也促使营销成本快速增长，进一步压缩利润空间。餐饮企业食材成本、租金成本、人力成本占据营收的55%-75%。根据艾瑞咨询调研数据显示，2021年中国餐饮行业各项成本在营业收入中的占比为：食材成本/已售存货成本占营业收入比例约30%—40%，租金成本占营业收入比例约10%-15%，人力成本占营业收入比例约15%-20%。

图表68：餐饮市场由哑铃型转化为纺锤型



资料来源：中国饭店业协会，万联证券研究所

图表69：2021年餐饮行业主要成本费用占比及其变动



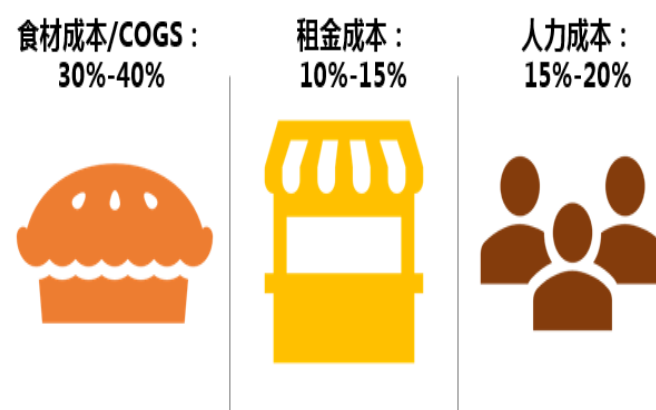
资料来源：中国饭店业协会，万联证券研究所

图表70：传统餐饮行业“三高一低”的顽疾



资料来源：中国饭店业协会，万联证券研究所

图表71：2021年餐饮行业各项成本在营收中的占比

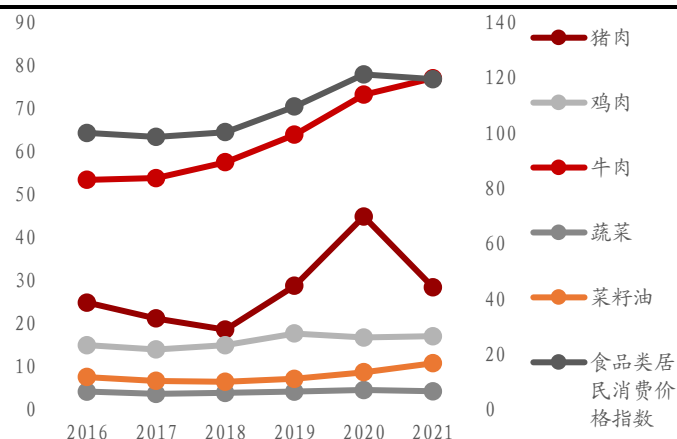


资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

餐饮行业原材料和劳动力价格持续攀升。以2016年为基期的食品消费物价指数显示，2017年和2018年受猪肉价格下降影响，食品消费物价指数出现下降和低增长，但2018年以后食品消费物价指数呈现逐年上升趋势，已由2017年的98.60上涨至2020年的121.18，2021年由于猪肉价格下降，消费物价指数略降至119.48。作为原材料的鸡肉和蔬菜价格一直较为平稳，而牛肉产品的价格近年来持续上升。人力成本方面，2016年到2020年，餐饮从业人数从221万增长至258万，住宿和餐饮业就业人员的年平均工资在2019年已突破5万元，虽然2020年受疫情影响有所下降，但2021年在行业适应疫

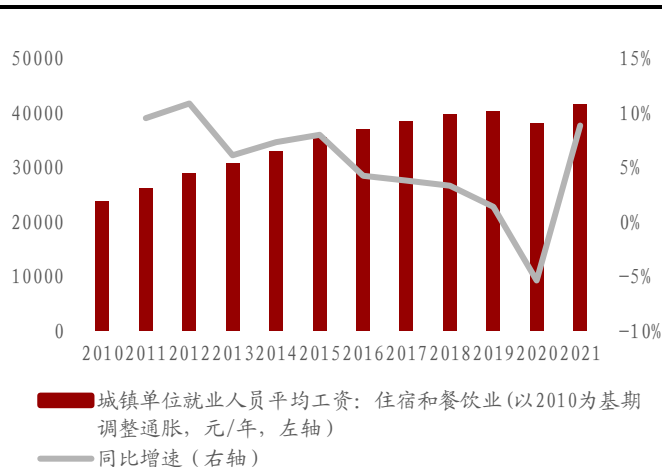
情后已恢复增长趋势。

图表72: 主要食品价格(元, 左轴)与食品价格指数  
(2016年=100, 右轴)



资料来源: 国家统计局, 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

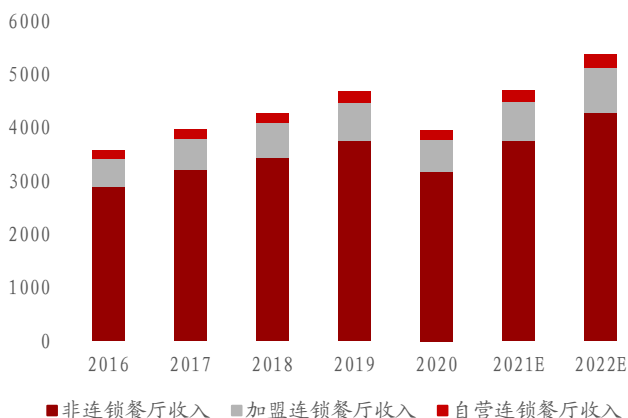
图表73: 住宿和餐饮业就业人员平均工资



资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所

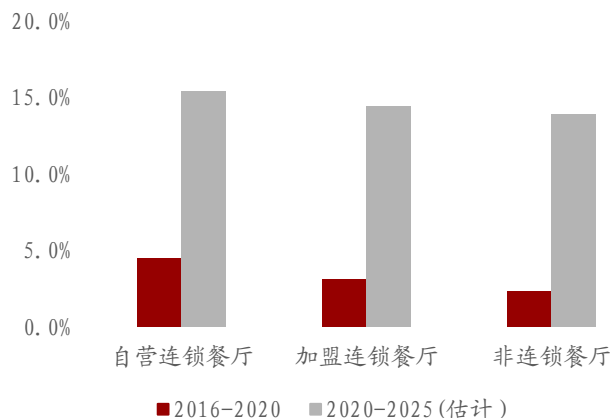
**中国餐饮市场仍由独立运营餐厅主导, 但连锁餐饮增速更高。**根据弗若斯特沙利文调查报告显示, 2020年, 我国餐饮市场自营连锁餐厅收入为1,794亿元, 加盟连锁餐厅收入为6,042亿元, 非连锁餐厅收入为31,691亿元, 占比分别为4.5%、15.3%、80.2%。由于在发展、管理可扩张性和标准化业务、可靠供应链等方面存在困难, 连锁餐厅营收份额并不算高, 中国餐饮市场仍由独立运营餐厅主导。但随着消费升级, 消费者更加注重品牌声誉、食品安全、服务质量等方面, 自营连锁餐厅和加盟连锁餐厅收入于2016年至2020年分别以4.5%和3.1%的复合年增长率增长, 均超过非连锁餐厅(年复合增长率为2.3%)。根据佛若斯特沙利文的预测数据, 2020年至2025年自营和加盟连锁餐厅收入将以15.4%及14.4%的复合增长率高速增长。

图表74: 中国餐饮行业按经营模式细分的市场规模(十亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

图表75: 不同经营模式餐厅收入复合年增长率



资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

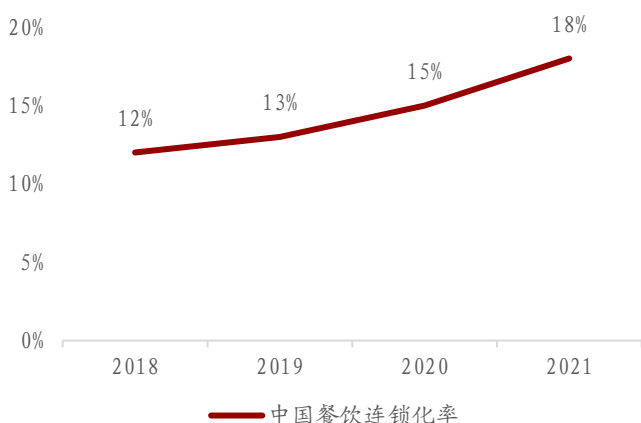
**连锁经营优势明显, 连锁化可行性广受验证。**连锁经营不仅是餐饮企业提高效率、降低成本的运营方式, 还能帮助企业突破发展中的管理瓶颈。连锁经营顺应餐饮工业化



趋势，能充分发挥产业链协同效应和规模效应，构建成本优势、价格优势、服务优势以及品牌优势，更符合餐饮业整体发展规律，将是我国餐饮业经营模式的主要发展方向。据英国品牌评估机构Brand Finance发布的全球最有价值25家餐厅品牌榜单，星巴克、麦当劳、肯德基高居前三，赛百味、海底捞等其余品牌也多有连锁化、零售化特征。

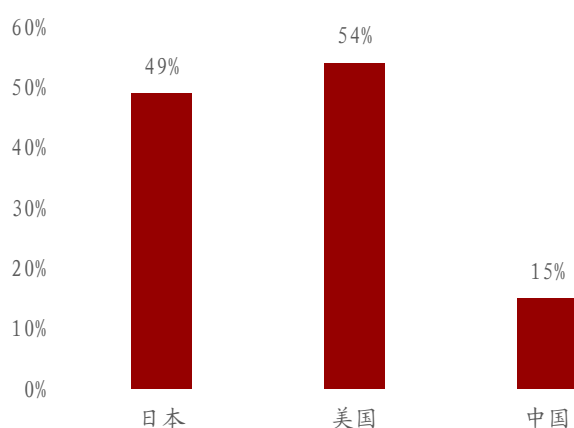
**我国餐饮行业连锁化进程加速，较成熟市场仍有提升空间。**连锁化扩张是餐饮行业实现收入快速增长的重要路径，中国餐饮市场连锁化进程不断加速。美团数据显示，从2019年到2021年，中国餐饮市场连锁化率从13%提高到18%，两年增长了5个百分点。但目前美国和日本的餐饮连锁化率分别达54%和49%，较成熟市场仍有较大差距。

图表76: 2018-2021中国餐饮连锁化率



资料来源：美团餐饮研究院，万联证券研究所

图表77: 2020年中国和美国、日本餐饮企业连锁化率



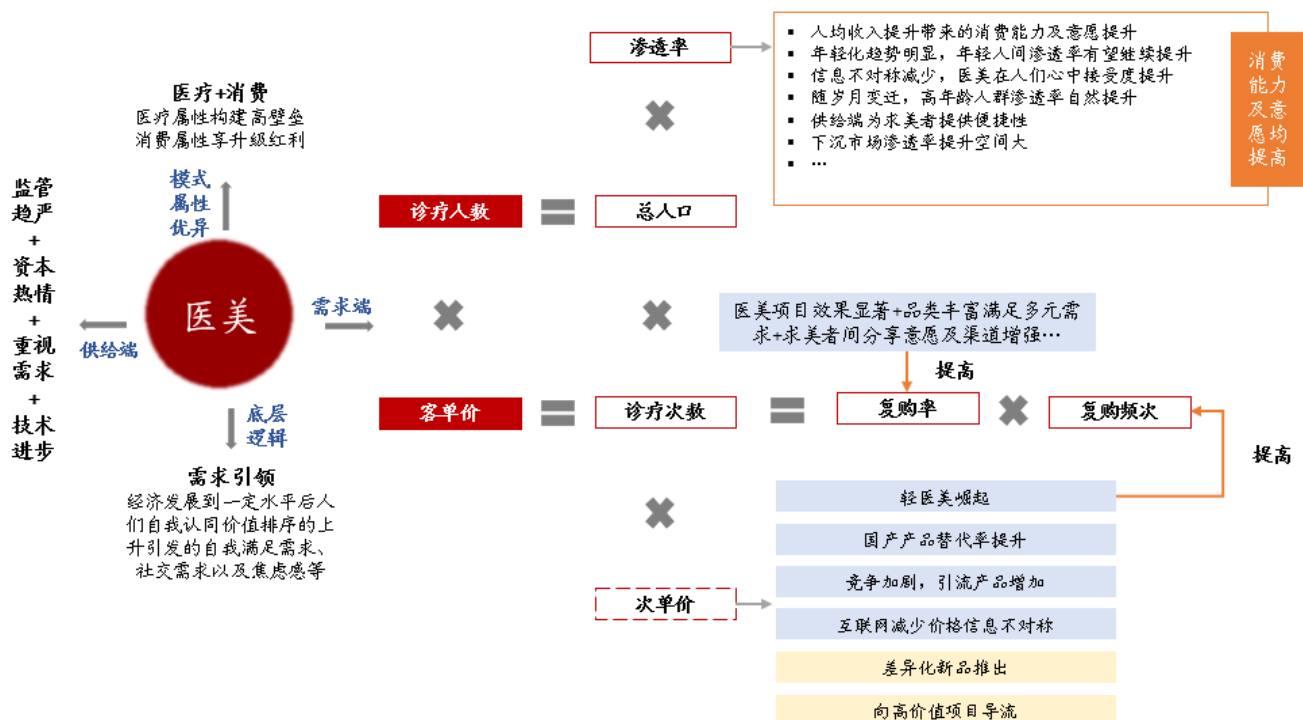
资料来源：中国连锁经营协会，万联证券研究所

## 2.5 医美：需求短期或承压，长期具备充足提升空间

### 2.5.1 需求端：医美市场短期或受疫情扰动承压，长期有望持续扩容

我们尝试拆解行业需求端的成长逻辑，市场规模由诊疗人数及客单价决定，其中诊疗人数增加主要由渗透率提升驱动，我国2020年每千人接受医美诊疗的人数仅为20.8，同期韩国/美国/日本分别是我国的3.96/2.3/1.27倍，提升空间大。**渗透率则由消费者的消费意愿及消费能力共同决定，提升路径清晰：**①**人均收入提升**，近年来我国人均GDP和人均可支配收入不断增加，消费意愿及能力均提高；②**供给产品日益丰富**，玻尿酸、胶原蛋白、肉毒、再生等产品不断推陈出新，对应功能丰富，更好地满足了消费者多样化的需求；③**消费者对医美接受度提高**，随着监管趋严打击非合规机构以降低医美消费风险，思想更加开放的年轻消费人群占比提高（20-30岁的年轻消费者是医美市场的主要群体），轻医美（具备客单价较低、操作难度较小、痛感较低以及恢复周期较短等特点）崛起打消求美者的许多顾虑，互联网医美等医美APP兴起（减少信息不对称，加强求美者对医美项目的了解）等正面力量推动，未来我国大众对医美的接受度有望进一步提高。④**下沉市场空间可期**，我国医美消费者多集中在一二线城市，但下沉市场的消费者在医美教育不断增强、生活水平不断提高以及供给相应增加的驱动下，未来占比和渗透率有望进一步提高。**诊疗次数则主要由复购频次提高带动。**医美项目相较传统护肤方式的效果更加立竿见影，复购率较高，随着项目的继续丰富、求美者之间的分享欲望增强，复购率有望稳中有升。轻医美兴起的背景下，虽然客单价呈下降趋势，但因轻医美项目维持时间较短，消费黏性较高，从而提高了复购频次。

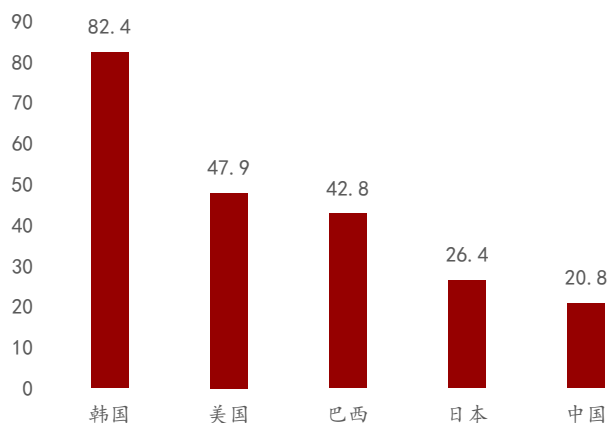
图表78: 医美行业投资逻辑框架



资料来源：万联证券研究所

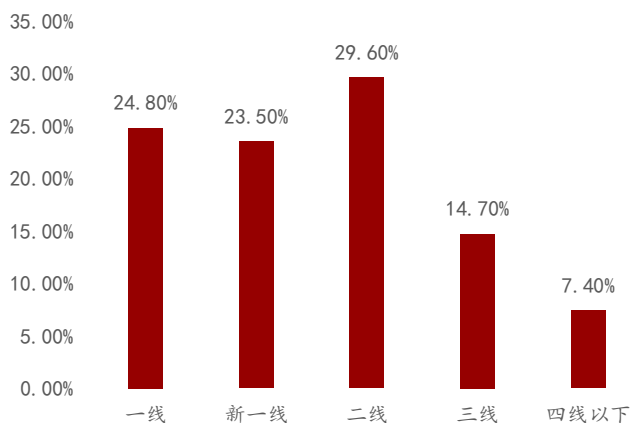
注：次单价为虚线表示我们判断中短期次单价呈下降趋势，其影响因素中蓝色底纹表示与次单价负相关，黄色底纹代表正相关。

图表79: 2020年主要国家每千人接受医美诊疗的人数



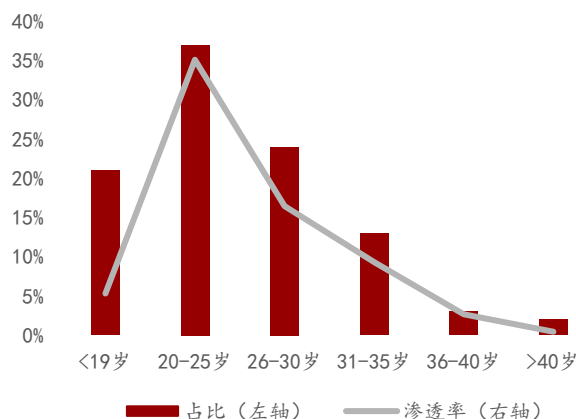
资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表80: 2021年不同城市等级的医美渗透率



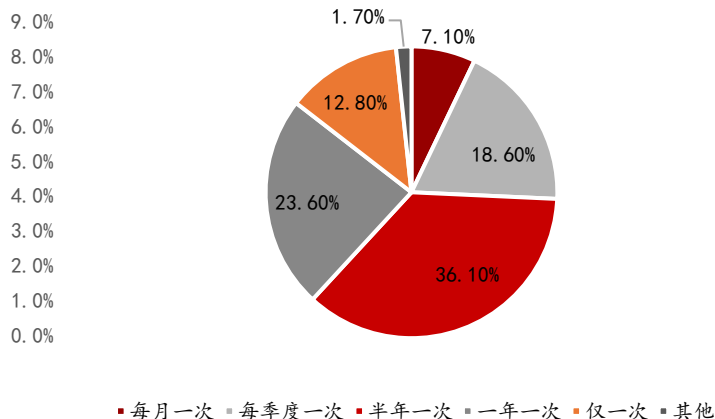
资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

图表81: 20-30岁年轻消费者是医美消费主体



资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

图表82: 2021年中国轻医美用户复购频率



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

新冠感染成为新常态, 医美需求短期或承压, 长期具备充足提升空间。2023年1月3日, 中华医学会分会发布指导意见: 新冠阳性和康复中患者禁止实施任何医美项目; 新冠转阴康复早期(4周内)患者, 慎重实施中小医美项目, 原则上禁止开展全麻手术项目, 要严格做好相关术前检查。近期, 国内陆续有新冠感染后的患者在进行常规医美治疗时出现恶性事故, 此次意见的出台也是为了最大限度规避此类风险。我们认为, 医美需求短期或受一定影响, 主要是集中在全麻类项目、肉毒注射等项目上, 对于光电类项目的影响较小, 且中华医学会是中国医学科技工作者自愿结成并依法登记的非营利性社会组织, 上述意见只是作为指导意见, 医美医院可根据实际情况参考。从中长期来看, 医美行业在23年存在疫后需求回补的逻辑, 且国内医美渗透率较低, 长期来看提升空间大, 短期负面消息扰动不改长期向好的趋势。

## 2.5.2供给端: 产品推新及政策监管是两大主旋律

整体来看, 除却疫情反复的外部环境, 医美行业近年以来的趋势, 集中在产品更新和政策监管层面, 再深入看, 产品端不断更新迭代、监管端不断细化。①产品推新: 新品迭代升级让市场看到求美者需求广阔的发掘空间, 进而对上游药械仪器类公司中长期保持较强盈利及现金流水平的能力形成较强信心, 维持板块较高估值; ②政策监管: 我国医美行业虽已逐渐从粗放发展向健康发展过渡, 但当前行业乱象仍然较多, 市场对板块的政策监管风险一直有所担忧, 随着监管政策的不断出台和细化, 市场担忧情绪得到释放, 估值回调后迎来阶段性反弹, 相比于中下游服务机构及获客渠道, 上游原材料及药械仪器商受影响相对较小, 反弹力度更大。

### ➤ 产品推新: 迭代升级, 玻尿酸、胶原蛋白、再生类推新最密集

①玻尿酸: 21年华熙生物及爱美客分别推出两大水光类产品御龄双子针及冻活泡泡针, 发力面部年轻化赛道。22年四环医药独家代理的玻尿酸铂安润正式获得国家药监局颁发三类医疗器械注册证; 华熙生物旗下的丝丽动能素516及532通过海南省药品监督管理局批复按III类械监管; 新氧成为玻尿酸产品爱拉丝提中国境内独家总代理并成功上市; Dong Bang Medical “注射用交联透明质酸钠凝胶”获批上市; 韩国ACROSS医美填充剂获批上市。

②胶原蛋白: 22年江苏吴中全资子公司吴中美学生物科技有限公司首个自有品牌—

一婴童源于8月面世，旗下两款首发产品重组胶原蛋白生物修复敷料X型及M型启动销售；无锡贝迪生物申报的“胶原贴敷料”正式获得NMPA III类医疗器械注册证；华熙生物收购北京益而康51%的股权，正式进军胶原蛋白产业；四环医药自主研发的重组III型胶原蛋白凝胶敷料、皮肤修复敷料及医用皮肤修复敷贴三款产品获得国家药监局颁发的II类医疗器械注册证。

③再生类：21年爱美客、长春圣博玛以及华东医药分别推出濡白天使（PLLA-PEG微球+透明质酸钠）、艾维岚（PLLA微球）以及伊妍仕（PCL微球+CMC）。22年远想生物推出爱缇恩mADM；乔洛施再生医美新干线获得NMPA二类医疗器械证批准上市；四环医药“少女针”正式启动NMPA注册临床研究。

④肉毒毒素类：21年四环代理的乐提葆产品正式在市场推出，22年爱美客以研发注册方式引进Huons BP的肉毒素产品。

随着“玻尿酸”、“胶原蛋白”、“肉毒”、“再生”等关键词的市场关注度不断提高，市场对新品为公司带来利润增量的期待也相应提高，拉高板块估值。随着新品不断推出，对上游药械仪器商来讲，后续更加考验公司产品商业化推广的能力，短期应予以关注，长期来看，B2B2C的商业模式决定了产品力仍将成为最重要的竞争维度，公司的研发实力、创新基因等要素则更为重要；对中游服务机构来讲，新品对注射技术及审美能力的要求或将不断提高，以及如何利用新品延长求美者的消费生命周期、扩大求美者的产品消费半径则考验其医生及管理者水平。

图表83：远想生物推出爱缇恩mADM



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表84：江苏吴中推出婴童源品牌



资料来源：公司官网，万联证券研究所

### ➤ 政策监管：监管政策密集出台，利好头部企业

2017年后，医美行业正式进入严监管时代，2021年下半年开始更是密集出台政策，到2022已经进行了或正在开展四轮相关的整治规范行动，包括①2017-2018：2017年5月-2018年7月的严厉打击非法医疗美容专项行动（国家卫计委、中央网信办、公安部、人力资源社会保障部、海关总署、工商总局、食药监局）；②2019-2020：2019年3月-2020年2月的医疗乱象专项整治行动，医疗美容被纳入整治范围（卫健委、中央网信办、发改委、公安部、市场监管总局、国家中医药局、国家医疗保障局、国家药品监督管理局），2020年4月的进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知（卫健委、中央网信办、教育部、商务部、海关总署、市场监管总局、国家药监局）；③2021：2021年6月-12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作（卫健委、中央网信办、公



安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局)。强监管整治行动不断出台,目标规范和加强医疗美容广告监管,严厉打击非法制售医疗美容产品等犯罪活动,规范医美相关药品及器械生产、流通和使用监管等,最新一轮整治工作联合国家邮政局,预计将对打击水货、假货等药品器械流通的“最后一公里”起到重要作用。除此之外,广告宣传等方面的违规行为,也放大了求美者的信息不对称,提高了客诉率,进而推高机构获客成本压缩了其盈利能力,阻碍行业长久健康发展。因此,21年8月底,市场监管总局依照《广告法》《医疗广告管理办法》等法律法规规章规定,研究起草了《医疗美容广告执法指南(征求意见稿)》,有效维护医疗美容广告市场秩序,保护消费者合法权益;④2022: 2022年1月《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划》公布,给出了医疗美容行业超过50个标准,内容涉及行业管理标准、行业技术标准、教育培训标准、行业基础标准4个方面,为医美行业的标准体系建设作出了规划(中国整形美容协会),助推市场合规发展文件更加细化,规定医疗美容诊所设立门槛、动态调整医疗器械分类目录,提高医疗器械的生产环节质量,保证药品全生命周期的安全质量,指导药品合规上市。2022年3月国家药品监督管理局对外发布《关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告》,对部分医美产品监管类别做出调整,明确射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、水光针、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线按照三类医疗器械监管。

图表85: 近年医美行业部分监管政策或行动一览

年份	政策或行动	主要内容
2017	国家卫生计生委等七部门联合开展严厉打击非法医疗美容专项行动	覆盖药品、医疗器械生产经营使用,医疗美容培训,广告推广全链条,以查处案件为抓手,严厉惩治违法犯罪活动,坚决有效遏制医疗美容市场乱象。建立严重违法犯罪者“黑名单”,并纳入社会信用体系,实施联合惩戒。同时坚持破立结合、打建并举,逐步完善相关法律法规、政策措施,健全长效机制,加强管理,促进医疗美容产业规范健康发展,切实维护消费者合法权益。
2017	卫计委全面修改《医师执业注册暂行办法》	执业医师的注册地点为省级行政区划,执业助理医师的注册地点为县级行政区划,实现“一次注册、区域有效”。医师在医疗、预防、保健机构执业以合同(协议)为依据,确定一家主要执业机构进行注册,其他执业机构进行备案,执业机构数量不受限制。
2019	医美乱象专项整治抽检与查处	要求各地对非法医疗美容等突出问题开展“回头看”,将医疗美容纳入国家监督抽查以及8部门联合开展的医疗乱象专项整治,并公布了2019年医疗美容违法违规十大典型案例,对一批违法违规医美机构进行处罚。
2019	国家广播电视总局发布《未成年人节目管理规定(国家广播电视总局令第3号)》	限制未成年人专门频率、频道、专区、链接、页面出现医疗、药品、保健食品、医疗器械、化妆品、酒类、美容广告。
2020	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	提出强化自我管理主体责任,积极发挥行业组织自律作用,着力加大政府监管力度。
2020	国家卫生健康委办公厅《关于印发医疗美容主诊医师备案培训大纲的通知》	为进一步提高医疗美容主诊医师备案管理水平,切实保障医疗美容服务质量安全,制订了《说明医疗美容主诊医师培训大纲》。
2021	八部委联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	严厉打击非法开展医疗美容的机构,严格规范医疗美容服务行为,打击非法制售药品医疗器械行为,严肃查处违法广告和互联网信息。
2021	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	倡议:金融机构不与任何不法医疗美容机构开展合作,不向任何不法医疗美容机构客户提供相关金融产品和服务;金融机构应在提供医疗美容相关金融产品和服务时,按照适当性原则,充分评估消费者的还款能力,自主确定客户授信额度和贷款定价标准,做好风险

		控制等。
2021	《医疗美容广告执法指南 (征求意见稿)》	市场监管部门依法整治各类医疗美容广告乱象,着力解决危害性大、群众反映集中的问题,对以下情形予以重点打击,例如:制造“容貌焦虑”、使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比或者作证明、生活美容机构等非医疗机构开展医疗美容广告宣传等。
2021	《医疗器械分类目录》(调整意见)	部分医美产品类别监管调整,如射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、高频电场皮肤热治疗仪等
2022	国家卫生健康委医政医管局联合国家中医药管理局医政司发布《诊所备案管理暂行办法 (征求意见稿)》及《诊所基本标准(2022 年修订版,征求意见稿)》	增加了医疗美容诊所、中医(综合)诊所及中西医结合诊所三类诊所,并规定医疗美容诊所设立门槛。
2022	中国整形美容协会公布《中国医疗美容标准 体系建设“十四五”规划》	给出了医疗美容行业超过50个标准,内容涉及行业管理标准、行业技术标准、教育培训标准、行业基础标准4个方面,为医美行业的标准体系建设作出了规划。
2022	国家药监局修订发布《医疗器械质量管理体系 年度自查报告编写指南》、《禁止委托生产 医疗器械目录》、《医疗器械委托生产质量协 议编制指南》	要求提高医疗器械生产环节质量,强化产品质量安全主体责任的落实。并对分类目录做出了修订:将“整形植入物”详细拆分为整形填充材料、整形用注射填充物以及乳房填充物三种器械
2022	国家药品监督管理局对外发布《关于调整 《医疗器械分类目录》部分内容的公告》	部分内容调整表对部分医美产品监管类别做出调整,明确射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、水光针、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线按照三类医疗器械监管。
2022	国家药监局发布《药品上市许可持有人检查 要点(征求意见稿)》	从机构人员、生产管理、物料管理、质量控制和质量保证、文件管理记录、销售管理、药品上市后研究及风险管理、疫苗上市许可持有人等多个方面提出要求,保证药品全生命周期的安全质量。
2022	国家药监局发布《药品年度报告管理规定》	规范药品上市许可持有人(以下简称持有人)年度报告管理。《规定》要求持有人建立并实施年度报告制度,且药品年度报告的信息应当真实、准确、完整和可追溯,符合法律、法规及有关规定要求。

资料来源:卫生健康委办公厅,市场监管总局办公厅,国家药品监督管理局等,万联证券研究所

我国医美行业虽已逐渐从粗放发展向健康发展过渡,但当前行业乱象仍然较多,2021年以来监管政策加快出台,相比于中下游服务机构及获客渠道,上游原材料及药械仪器商受影响较小。①上游药械仪器类厂商:打击水货、假货等违法违规产品的流通及使用为合规产品提供替代空间,合规医疗器械注册证(尤其是III类)的优势被放大,ToC品牌露出的门槛或将提高,未来产品力及ToB渠道深耕能力将成为比拼重点。②中游服务机构:医疗美容广告的严监管短期内或将提高直客机构的获客成本,叠加监管部门对违法违规医美机构的打击,将在中长期放大头部合规机构的资质牌照以及口碑优势,有助于行业集中度的提升以及长期的健康发展。

### 2.5.3 细分: 建议关注器械耗材、服务机构两大医美子赛道

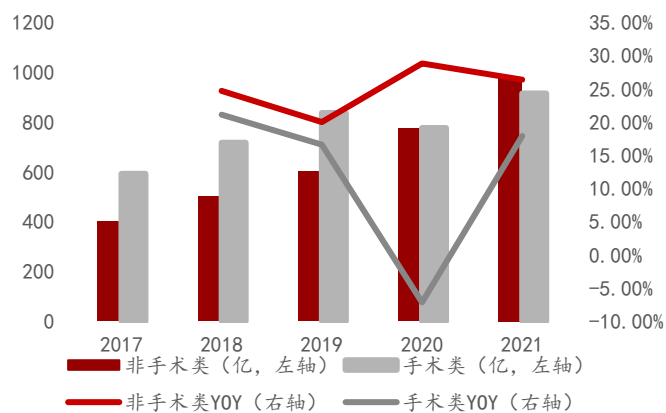
#### ➤ 器械耗材: 看好管线布局丰富, 渠道信息流通畅的龙头标的

轻医美崛起, 市场规模反超手术类医美。整体来看, 近年来非手术类医美市场规模增长较快, 2021年市场规模反超手术类医美, 逐渐成为主流。根据弗若斯特沙利文数据,

2021年国内医美市场规模为1,891亿元，其中非手术类和手术类医美市场规模分别为977亿和915亿元，占比分别为52%/48%。2017-2021年两者的复合增速分别为24.94%和11.5%，非手术类医美大幅高于手术类医美。

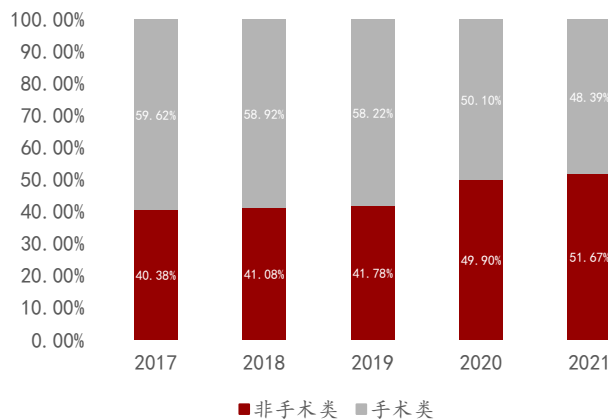
- ① **注射类市场规模达到505亿元，17-21年CAGR达24.98%。**根据功能细分：**用于美塑及填充的玻尿酸**项目颇受青睐，我国玻尿酸厂商百花齐放，产品种类多，迭代速度快，国产竞争力逐渐超过海外厂商。但由于玻尿酸作为医美的必争之地，赛道拥挤，尤其近几年多款玻尿酸产品集中上市，同质化程度高导致多数品牌竞争力相对较弱。**用于萎缩的肉毒毒素**市场需求旺盛，根据新氧大数据，2019年肉毒素受制于国内严格的审批制度，肉毒素仅占注射类医美市场的32.7%，但随着市场参与者的丰富及其较好的拓客属性，2021年肉毒素在注射类医美消费中占比达52.9%，两年间实现飞速增长。2020年以前肉毒素市场集中度较高，一直被艾尔建的保妥适和兰州生物制品研究所的衡力两个品牌垄断，形成“二分天下”的市场格局，但由于两个品牌定价与市场定位差异较大，存在一定市场空白，给了水货产品可乘之机。2020年吉适与乐提葆正式获批，我国正规肉毒素市场参与者增加，“四足鼎立”格局形成，一定程度上填补了原本保妥适和衡力之间的市场空白，挤压水货市场，同时随着对非法医美专项整治力度逐年加大及消费者认知的提升，产品正规化将成为大势所趋。**用于补充的再生材料（刺激胶原蛋白再生）**合规市场规模相对较小，目前市场热度较高的两类再生材料成分主要是PLLA（聚左旋乳酸）跟PCL（聚己内酯）微球，生物相容性好，注射层次深、操作难度高，对专业医生要求高。2021年，长春圣博玛旗下艾维岚、爱美客旗下濡白天使和华东医药旗下伊妍仕先后获批，完善了再生医美拼图，再生材料成为新的蓝海市场。
- ② **非手术中非注射类市场规模约472亿元，17-21年CAGR达24.89%，**其中以光电类医美项目为主，仪器类市场当前仍由进口设备主导。光电类医美项目是指通过四大主流技术：激光、强脉冲光、射频类、超声波，作用于面部或身体，达到美白抗衰等效果，多为无创或微创项目。此外，近两年在国外大火的冷冻溶脂技术走入中国市场，可通过非侵入的方式达到减脂塑形的效果，药监局已批准可以在腹部及腰部使用，预计将成为光电市场新的热门领域。
- ③ **手术类市场规模合计约915亿元，17-21年CAGR为11.5%。**

图表86：非手术类和手术类市场规模及增速



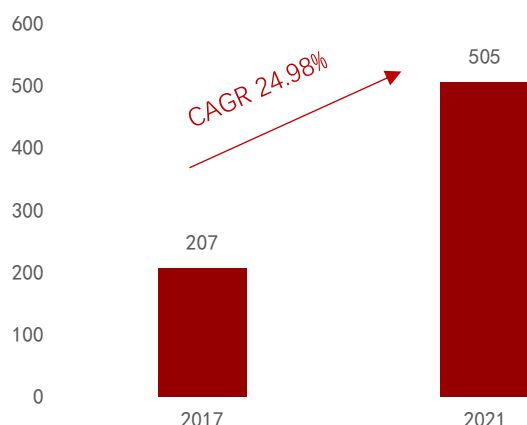
资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表87：非手术类和手术类市场规模占比

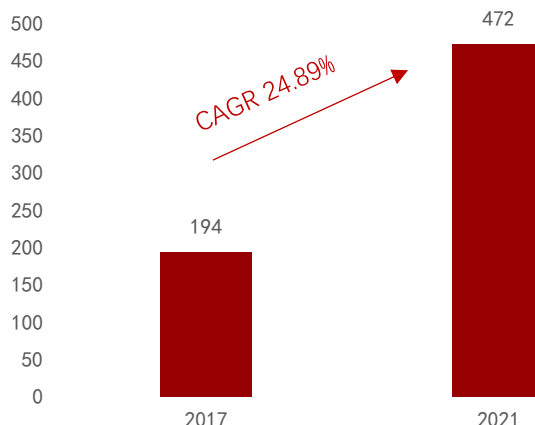


资料来源：弗若斯特沙利文，万联证券研究所

图表88: 注射类市场规模 (亿)



图表89: 非注射类市场规模 (亿)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

### 耗材仪器赛道的三大竞争壁垒: 资质、产品丰富度、渠道信息布局

**资质壁垒:** 我国医疗器械审批严格, 审批流程严谨复杂且耗时较长, 考验公司研发创新、需求前瞻以及审批经验等多维能力。我国医疗器械采用分类管理制度, 从I至III类, 其风险等级递增, 审批也更加严格。整形填充器材、整形用注射填充物等整形植入物, 以及激光治疗设备等均属于III类医疗器械。不考虑材料准备时间 (各家企业差异较大), 若需要临床试验, III类医疗器械注册审批理论上需要约20-49M, 严格的注册管理制度一方面需要公司拥有强大的产品研发实力, 亦需要公司可对未来几年的市场需求潜力做出前瞻性的判断。从我们细致的政策梳理上不难看出国家对医疗器械创新的鼓励与重视, 申报创新医疗器械产品可享受早期介入、专人负责、检测&体系检查&审评优先等利好; 境外临床数据使用有放开趋势, 临床有望加速。此外, 政策对医疗器械上市后的监管提出了更高要求, 强调注册人、备案人应当加强医疗器械全生命周期质量管理, 对研制、生产、经营、使用全过程中医疗器械的安全性、有效性依法承担责任, 履行制定上市后研究和风险管控计划并保证有效实施等义务。综上, 我们认为, 公司拥有注册证的数量及丰富度将为公司带来较强的先发优势, 是上游企业间竞争的重要一环。

**产品丰富度壁垒:** 求美者需求个性化, 叠加渗透率提高后消费者分层愈加明显, 将更加考验公司产品差异化的能力。随着行业的发展, 技术的进步, 以及医生、求美者审美的提升, 求美者的需求从一开始的缺点优化, 追求较为统一的“网红脸”向追求自然过渡。对自然的美的追求, 意味着对医生治疗技术及审美的提高, 同时针对不同的需求, 对产品的选择也趋于精准化。此外, 随着消费者信息不对称的减少、轻医美的兴起等, 医美也逐步从“轻奢”消费转向“大众”消费, 消费者渗透率不断提高, 预计行业内消费者分层现象会愈加明显, 同时产品的定价也多与消费频次挂钩, 不同价格定位的产品有机会获取自己的目标人群从而实现放量。

**渠道信息布局壁垒:** 线上信息获取渠道快速发展, 求美者信息不对称减少, 对医美产品的认知加深。虽然生美机构仍是我国求美者的主要信息获取渠道, 但随着医美电商APP、自媒体的崛起以及大众流量平台的入局, 求美者获取信息的渠道得到重构, 不仅限于生美渠道的介绍以及到店的咨询, 求美者们乐于在小红书等平台上获取他人分享的项目体验, 以及从相关KOL处获取信息, 感受更加直观, 求美者的信息不对称减少, 对多种医美项目的认知也有所加深。因此, 对于上游耗材仪器企业而言, B



端渠道的开拓与维护仍然是重要竞争力，而C端消费者心智教育也显得越来越重要。以艾尔建为例，其多年来一直致力于B端渠道的深耕，不断强化其在B端机构医生心中专业的定位，并切实地为提高医生的医疗技术水平做出努力，同时亦重视C端教育，运营小艾颜值社公众号、微博号及抖音号等介绍医美相关知识、旗下产品等，以此直接触达消费者，打造品牌形象。

#### ➤ 服务机构：看好牌照资质优势、优质医生资源、运营管理能力强的头部机构

我国医疗美容机构集中度低，连锁化、集团化、品牌化是行业必由之路。2021年中国具备医疗美容资质的机构约17000家，其中医院类占21%、门诊部类占36%、诊所类占43%，其中私立机构占据了约90%的市场份额。虽然国家对不同等级的医美机构所开展的医美项目做出了严格的规范与限制，但依然存在违规经营现象。由于我国中游医美机构市场准入门槛低，且利润率高，市场参与者不断涌入，市场竞争激烈且行业集中度较低，市场标准化问题尚未解决，缺少全国性医美龙头机构，导致医美机构参差不齐。随着出台的监管政策趋严、消费者理性化回归、医美行业透明度提高及行业自然的淘汰整合，相信正规机构头部机构未来将占据更多的市场份额，行业的竞争发展状况也将更加的稳健合规。我们认为，从需求端的角度，随着求美者信息不对称的减少，收入水平的提升，对营销、包装的重视将向医院的品牌和资质、医生的技术水平、真实的服务与体验等转移；从供给端的角度，成本费用的上升倒逼机构通过连锁化、集团化经营以实现规模经济、品牌效应进而提升盈利能力，医美消费地域属性明显致单体机构服务半径有限因此存在一定的天花板，通过开设门诊部或诊所的方式进行周边区域渗透，或通过并购或自建医院实现跨区域全国化扩张方为中长期破局之法。

图表90：2019年中国医疗美容机构竞争格局

规模	占比	代表机构	机构特征
大体量	6-12%	美莱、艺星、伊美尔、朗姿、丽都整形、华韩整形等	<p><b>形式：</b>多为连锁机构，且同时拥有大中型医院、门诊部、诊所等多种形态的医疗美容机构</p> <p><b>面积规模：</b>通常在 3000 平米以上</p> <p><b>医生数量：</b>全职主诊医生 10-15 位</p> <p><b>客流量：</b>50-200 个/天</p>
中小型	70-75%	北京长虹、上海薇琳、成都西婵、杭州时光等	<p><b>形式：</b>包括医院和门诊部两种形式</p> <p><b>面积规模：</b>约在 500-3000 平米之间</p> <p><b>医生数量：</b>全职主诊医生 3 位左右，助手 6 位</p> <p><b>客流量：</b>20-100 个/天</p>
小微型	16-22%	北京欧华、西安华旗、扬州美贝尔等	<p><b>形式：</b>主要包括门诊部和诊所</p> <p><b>面积规模：</b>在 500 平米以下</p> <p><b>医生数量：</b>主诊医生 1 位，助手 2-3 位</p> <p><b>客流量：</b>10-30 个/天</p>

资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

#### 服务机构赛道的三大竞争壁垒：牌照资质、连锁管理能力、获客渠道

**牌照资质壁垒：**我国医疗机构执业许可审批严格，对医美手术项目实行分级管理，严监管背景下违规机构有望出清，牌照及资质作用放大。我国对不同类型的医美机构在床位、人员、科室以及医疗用房方面制定详细的基本标准，且对医美项目进行分级，规定各个级别项目可开展的机构类型，项目难度逐级递增，如四级手术项目难度最大，仅三级整形外科医院以及设有医疗美容科或整形外科的三级综合医院可以开展。开



展超许可级别项目是我国医美机构违规经营的主要现象之一，近年监管趋严态势确立，专项整治活动加速违规机构出清，头部合规机构的牌照及资质作用有望放大。

**优质医生资源壁垒：医生水平仍是服务机构的立足之本，优质医生资源是机构重要竞争力。**医美行业不同于一般医疗行业，具备一定的消费属性，这也意味优秀的医美医生需要在拥有过硬的医疗技术的基础之上，还需具备较强的美学基础以及心理学基础。虽然近年轻医美兴起，医生的发挥空间有所弱化，但随着求美者审美的提高以及多元，优质医生资源的重要性将愈发突显，最终项目的效果仍取决于整个医生团队的医学、美学以及心理学水平。头部医美机构均十分重视优质医生资源的储备，引入海内外医生资源。我们认为，未来优质的医生资源会进一步向头部机构集中，头部机构的品牌效应、平台效应，有助于医生专注于自身水平以及行业地位的提高，如华韩整形与南医大深度合作多年，“医教研”一体化深度融合，助力医生向上发展。

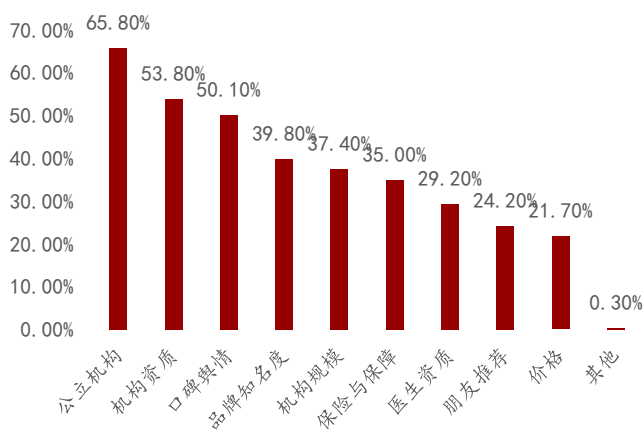
图表91：部分头部医美机构医生储备情况

公司简称	医生储备
华韩整形	截止至2021年12月31日，公司下属7家医院和8家门诊部共181名医生（归属于整形科、皮肤科、牙科等核心科室，其中包括4名韩籍医生，35名副主任以上医生，68名主治医生，74名执业医师）。公司下属医院共计有66名多点执业医师。报告期内新增28名多点执业注册医师，其中副主任及以上医师13名、主治医师13名、执业医师2名。
瑞丽医美	截至2021年12月31日，本集团拥有执业医师125余名，其中从业年限超过十年的执业医师71名。
朗姿股份	朗姿医美始终把医疗人才队伍作为最宝贵的资源，通过外部引进和自己培养相结合的方式，汇聚了一批医德仁厚、技艺精湛的医生团队，目前拥有医生及医护人员666人。近几年来，核心医师团队在行业核心期刊已发表多篇学术论文。截至2021年末，医美板块已获得1项国家发明专利、3项外观设计专利、27项实用新型专利。
奥园美谷	截至2021年12月31日，拥有24项医美相关专利，十余位原公立三甲医院高职称医生，驻点医生58人、外部专家16人，所有医师平均执业医龄达15年，配备正高级麻醉医师，所有医生经过严格审核后执证上岗
医思健康	截至2022年9月30日，集团医疗服务覆盖医疗专科数目达35个，全职专属注册医生团队人数增加至293人。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

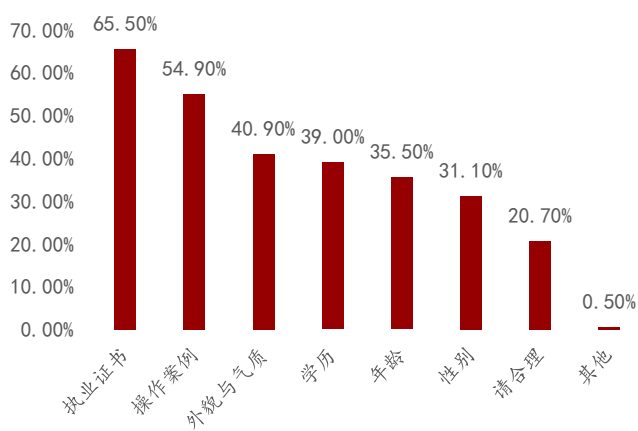
注：华韩整形、瑞丽医美、奥园美谷、朗姿股份采用2021年年报资料

图表92：2021年中国医美消费者选择医美服务机构的考虑因素



资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

图表93：2021年中国医美消费者选择医美服务机构医生的考虑因素



资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

**连锁管理能力壁垒：连锁成员之间的管理是门艺术，其中包括如何保持连锁成员经营**

价值观上的一致，如何提高连锁成员之间的协同效应，如何管控风险等等，此外我们认为跨区域并购后如何对原有管理团队进行整合十分重要，整合力度的强弱主要受自身是否具备丰富的医美医院经营管理经验影响。而单个医院以及连锁集团内部能否建立高效的管理体系决定了集团的运营效率，医美医院的管理壁垒高，考虑到管理层的管理半径，合适的扩张节奏较为重要。

### 3 投资建议

过去3年，社会服务行业复苏充满不确定性。由于社会服务行业主要为线下消费场景，受疫情影响大，过去3年，我国社会服务行业投资中最关键的影响因素是防疫政策和疫情。在防疫政策和疫情交织影响下，社会服务行业在过去3年的复苏充满不确定性。

随着防疫政策从“清零”转向“共存”，展望2023年：①防疫政策不再成为关键影响因素，全力发展经济成为23年的政策主基调，尤其大力扩大内需为我国未来较长一段时间的发展战略，消费刺激政策有望陆续出台；②参考已放开国家和地区经验，每年大约会经历3-5波疫情，阶段性疫情扰动仍然存在，但疫情的影响将逐步弱化，23年下半年消费市场有望加快复苏。综上所述，社会服务行业复苏的确定性强，重点把握节奏和弹性。我们判断：行业有望迎来波动向上的行情。

投资上，建议从两个角度选择投资标的：①从弹性的角度，在疫情防控中受冲击最大的行业在共存后复苏的弹性也更大，建议关注景区、酒店、餐饮行业龙头的投资机会；②从成长性的角度，部分社会服务行业虽然也受疫情的负面影响，但由于自身的成长性，在过去3年的疫情中仍取得了高增长，这些行业在共存后除了将释放疫情中被抑制的需求之外，还具备长期的成长潜力。建议关注免税龙头，以及医美器械耗材龙头和服务机构龙头。

### 4 风险提示

- 1、**疫情强度超预期风险。**市场普遍预期病毒毒性将逐步弱化，疫情强度将逐步减弱，如果未来疫情强度超出市场预期，可能造成资本市场恐慌并下跌。
- 2、**消费刺激政策推动力度不及预期风险。**市场预期政策将支持消费复苏，如果政策推动力度不及预期，可能导致市场信心受损。
- 3、**消费复苏不及预期风险。**市场对于消费复苏的预期强烈，如果由于疫情、收入等因素的影响导致消费复苏节奏和复苏力度不及预期，可能造成市场下跌。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场