商贸零售行业深度报告

出行消费 A 股疫后修复弹性标的“藏宝图”

增持（维持）

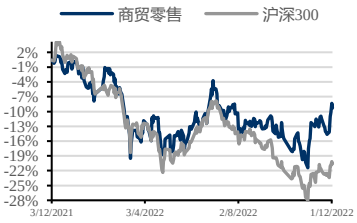
2023 年 01 月 27 日

研究助理
芮雯
(852) 3983 0217
ruiraven@dwzq.com.hk

投资要点

- **“二十条”疫情管控优化措施有望奠定出行修复起点：**2022 年 11 月，国务院联防联控机制发布“二十条”疫情管控优化措施，管控的精准优化有望成为出行消费实质性修复的起点。**在此我们分两步走梳理后疫情时代的出行相关消费投资思路：**
  - ✓ **梳理美国、日本、韩国、新加坡、欧洲（主要为英国、德国）疫情管控政策优化的重要时间节点**，配合各国出行、消费数据，以期对后疫情时代消费复苏节奏形成全盘认知；
  - ✓ **对 A 股商业社服板块内疫情受损标的进行全梳理**，对疫情受损程度、细分行业市场格局是否优化、流通市值大小三个因子进行赋权打分，综合判断出行相关标的基本面和估值弹性大小，为投资者提供参考。
- **通过梳理各国疫情发展和消费复苏状况我们得到一些共性结论：**
  - ✓ **国际通航开放时间线上来看：**从各国政策从开始逐步放松到实际开放国际通航，经历了 9-18 个月不等。
  - ✓ **各国出行数据上看：**疫情管控是关键因素，但也阶段性面临疫情反复导致恢复路线曲折、民众出行意愿恢复受阻的情况。
  - ✓ **各国消费数据上看：**爬坡节奏与出行修复节奏正相关，能够回升到的绝对位置与本国宏观经济韧性有关。
- **建议重点关注旅游景区、酒店、机场交通、免税、医美、零售、黄金珠宝的疫后修复弹性。**我们梳理了批零社服行业出行相关近 150 个 A 股上市公司标的情况，并建立兼有客观+主观的量化打分系统，以衡量各公司基本面及估值的疫后修复弹性。**该打分体系逻辑为：疫情影响程度越大、格局改善越显著的公司，疫后恢复过程中业绩弹性越大，而流通市值越低则估值反弹可能会更猛烈。综合得分越高的公司，可能在出行疫后修复的大行情下股价向上弹性越大。**综合考虑后建议重点关注旅游景区、酒店、机场交通等板块的疫后修复弹性，同样提示关注免税、医美、黄金珠宝、人力服务、专业连锁等细分领域深度受益出行复苏的板块性机会。
- **重点公司：中国中免、海南机场、上海机场、首旅酒店、爱美客、珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、科思股份、迪阿股份、中国黄金、明月镜片、永辉超市等。**
- **风险提示：**疫情反复、消费意愿恢复不及预期等

行业走势



相关研究

《全面看多中国资产，港股互联网春天将至》

2022-12-02

《伯克希尔哈撒韦增持日本五大商社，关注国内商社龙头的整合&成长空间》

2022-11-28

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢***吴劲草、石涛瑄和谭志子***的指导。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 复盘各国疫情管控政策

出行限制放开并非一蹴而就，而是一个与病毒变异反复博弈的过程，全球主流国家的防疫政策都经历了多轮反复。

图1：主要国家疫情发展时间点复盘

数据来源：各国官方新闻整理，东吴证券研究所

2. 复盘各国疫后消费及出行数据

通过梳理各国疫情发展和消费复苏状况我们得到一些共性结论：**1）国际通航开放时间线上来看：**从各国政策从开始逐步放松到实际开放国际通航，经历了 9-18 个月不等。**2）各国出行数据上看：**疫情管控是关键因素，但也阶段性面临疫情反复导致恢复路线曲折、民众出行意愿恢复受阻的情况。**3）各国消费数据上看：**恢复节奏与出行修复节奏正相关，但能够回升到的绝对位置与本国宏观经济韧性有关。

3. A 股出行修复相关标的梳理

在此我们梳理了批零社服行业出行相关近 150 个 A 股上市公司标的情况，并建立兼有客观+主观的量化打分系统，以衡量各公司基本面及估值的疫后修复弹性。以下为打分标准的系统说明：

表1：批零社服行业出行疫后修复弹性量化打分

打分要素	打分细节
总分及权重	10 分=疫情影响打分（权重 5）+格局改善打分（满分 2）+流通市值打分（满分 3）
疫情影响打分依据	**按照 0-5 共计 6 档打分：**综合考虑营收受损程度（2022 年预计相较 2019 年减少的百分比，若未减少则为 0%）、净利润受损程度（2022Q1-Q3 相较 2019 年同期减少的百分比，若未减少则为 0%）、市值受损程度（当前市值较 2019 年 12 月 31 日市值下跌的百分比，若未下跌则为 0%；若为 2020 年之后上市则计算上市至今下跌幅度，若未下跌则为 0%），得出标的受疫情综合影响程度。
格局改善打分依据	**按照 0-2 三档打分：**综合判断细分领域所在行业整体规模及供需格局改善程度，格局显著改善打 2 分，略有改善打 1 分，无改善或恶化打 0 分。
流通市值打分依据	**按 0-3 四档打分：**公司流通市值 25 亿以下给 3 分，25-50 亿给 2 分，50-100 亿给 1 分，100 亿以上给 0 分。

数据来源：东吴证券研究所

以下我们针对各细分领域进行分别阐述，**筛选出细分行业弹性打分较高、及基本面较好的 A 股标的进行打分表展示，供投资者参考和关注。**其中公司名称标红的为市值较大的推荐及建议关注标的。

图2：出行疫后修复标的弹性打分“藏宝图”

疫后修复基本面+估值弹性由弱到强（还需综合考虑公司能力）

细分行业	0-3分档	4-6分档	7-10分档
免税	王府井 海南机场 中国中免	海汽集团 海南发展	
机场交通	深圳机场 白云机场 海峡股份	厦门空港 上海机场	
酒店		天目湖 锦江酒店 首旅酒店 君亭酒店 金陵饭店	
医美		青松股份 朗姿股份 九美股份 贝泰妮 科思股份 爱美客 珀莱雅 华熙生物	
教育	盛通教育	中公教育	
人力服务	外服控股 科锐国际	北京城乡	
黄金珠宝	迪阿股份 中国黄金	曼卡龙	莱绅通灵 金一文化
专业连锁	明月镜片 孩子王 华致酒行 小商品城	爱婴室	
旅游景区		宋城演艺	众信旅游 大连圣亚 兰生股份
商超百货		永辉超市	南宁百货 欧亚集团 友好集团

数据来源：东吴证券研究所

注：量化打分存在主观因素，且受制于因子数量，仅给出初步方向，投资者需结合公司和行业基本面综合判断。

4. 风险提示

疫情反复，消费意愿恢复不及预期等

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究／分析／涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究／分析／涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及／或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及／或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808（客户服务）
公司网址：http://www.dwzq.com.hk/