

花开四时，各有不同

——社会服务行业投资策略报告

强于大市(维持)

2023 年 06 月 27 日

行业核心观点:

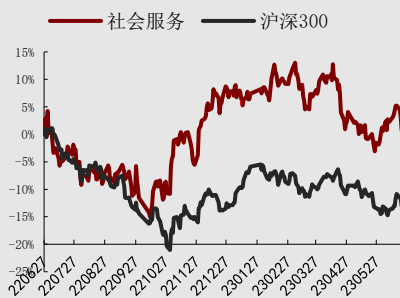
2023 年上半年，市场关注重点是疫后线下消费场景的恢复，展望下半年，预计市场关注重点将转向短期消费复苏+长期成长逻辑。在大力发展经济、恢复消费市场活力的大背景下，社会服务行业复苏的方向是确定的。但由于社会服务行业具备明显的季节性，并且不同细分行业复苏节奏不同（餐饮>酒店>景区>医美>免税），复苏过程中由于预期差存在资金博弈的行为，导致行业的股价波动较大，目前行业指数处于底部区域，下半年有望迎来向上行情。在投资上，各细分领域下半年的关键影响因素不同，建议：①免税行业重点跟踪业绩修复情况，盈利好转时有望迎来股价向上拐点，关注兼具离岛免税、口岸免税、市内免税的免税龙头。②酒店行业重点跟踪龙头疫后扩店情况，关注扩店进展较快的龙头企业。③景区重点跟踪人工景区的复苏情况，关注兼具复苏与成长性的人工景区。④餐饮行业重点跟踪企业扩张和业绩成长，关注产品打造和连锁经营管理能力较强的餐饮龙头。⑤医美行业重点跟踪新品推广情况，关注器械耗材、服务机构两大医美子赛道龙头。

投资要点:

免税：机场免税恢复空间大，关注业绩修复情况。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。主要原因包括：①机场免税客流恢复空间大，目前只恢复了 30%左右，预计 2023 全年能恢复到 2019 年的 50%，2024 年能够完全恢复。②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；③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。2025 年海南封关后的免税政策对当前持牌免税企业离岛免税业务可能有负面影响，影响程度依不同的政策而不同，当前股价已反应负面预期。预计下半年市场关注重点是免税龙头业绩修复情况，盈利好转时有望迎来股价向上拐点。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，短期关注龙头疫后扩店情况。从短期角度看，年内消费复苏趋势不改，下半年随着商务和旅游出行的恢复，酒店需求会进一步回暖。虽然酒店开店意愿增强，但供给短期内无法大量增加，预计年内酒店供需仍是紧平衡状态，有利于 RevPAR 的修复。在中高端品牌竞争较为激烈的情况下，重点关注龙头的拓店进展情况。从长期角度看，供给缺口将逐步补齐，集中度提升和结构升级是长期趋势，酒店龙头的优势将进一步凸显。重点关注龙头企业的连锁化、中高端化的进展和竞争力，酒店品牌矩阵的培育将

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

端午假期延续旅游旺势，夏季“北上避暑”成风潮

儿童节催热亲子游，演出市场火力全开
暑期旅游市场预定火热，大众旅游成增长主动力

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

成为龙头的重要发力点。

景区：自然景区复苏亮眼，人工景区业绩恢复空间与成长性更大。2023Q1 自然景区和人工景区营业收入的恢复比例（相较于 2019 年同期）分别为 121.34%、59.00%，自然景区复苏明显快于人工景区且超过疫情前水平，人工景区业绩仍具备很大的恢复空间。建议下半年重点关注兼具复苏与成长性的人工景区。

餐饮：行业复苏节奏快，龙头有望重拾扩张和业绩双增长的发展态势。餐饮作为本地消费，具有疫情后快速恢复的特点。2023 年 1-5 月社零餐饮收入已超过疫情前的收入规模。外部环境向好，头部餐饮企业 23Q1 业绩理想。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。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：短期存在疫后回补逻辑，关注新品推广情况。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，医美需求短期存在疫后回补逻辑，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、宏观经济增速不及预期风险；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

1 复盘与展望	6
1.1 业绩回顾：复苏节奏不同，餐饮恢复最快	6
1.2 行情：指数表现疲弱，波动较大	8
2 投资策略：花开四时，各有不同	10
2.1 免税：机场免税恢复空间大，关注业绩修复情况	10
2.1.1 中国中免业绩回温，王府井免税业务初露头角	10
2.1.2 免税市场发展空间广阔，中国中免全球免税龙头地位稳固	10
2.1.3 离岛免税及机场免税有序恢复，市内免税拥有较大的发展空间	13
2.1.4 免税行业展望及投资建议	20
2.2 酒店：供给结构优化，关注龙头疫后扩店情况	20
2.2.1 三大酒店集团业绩大幅改善，总体恢复较好	20
2.2.2 疫情加快供需结构改善，龙头优势扩大	22
2.2.3 重点关注龙头在疫后的拓店签约速度	25
2.2.4 酒店行业展望及投资建议	25
2.3 景区：自然景区复苏亮眼，人工景区业绩恢复空间与成长性更大	25
2.3.1 旅游需求持续释放，自然景区业绩超额修复	25
2.3.2 防疫硬约束解除，2023 年旅游市场高开稳增，加速回暖	27
2.3.3 长期具备复苏+成长逻辑的人工景区成长空间更大	30
2.3.4 景区行业展望与投资建议	31
2.4 餐饮：行业复苏节奏快，龙头有望重拾扩张和业绩双增长的发展态势	31
2.4.1 餐饮收入增速回暖，疫情后行业恢复势能强劲	31
2.4.2 中长期展望，大众品牌+连锁化仍是大势所趋	33
2.4.3 餐饮行业展望与投资建议	35
2.5 医美：短期存在疫后回补逻辑，关注新品推广情况	35
2.5.1 医美行业业绩增速回落，股价下行	35
2.5.2 需求端：需求短期存在疫后回补逻辑，长期具备充足提升空间	38
2.5.3 供给端：轻医美、合规化成为行业主旋律	39
2.5.4 细分：建议关注器械耗材、服务机构两大医美子赛道	42
2.5.5 医美行业展望与投资建议	46
3 投资建议	47
4 风险提示	47
图表 1：23Q1 各板块较疫情前恢复比例	7
图表 2：2019-2023Q1 酒店板块营收及同比	7
图表 3：2019-2023Q1 旅游及景区板块营收及同比	7
图表 4：2019-2023Q1 免税板块营收及同比	7
图表 5：2019-2023Q1 餐饮板块营收及同比	8
图表 6：2019-2023Q1 医美板块营收及同比	8
图表 7：中信一级行业 2023 年以来涨跌幅（%，截至 2023 年 6 月 9 日）	8
图表 8：各板块 2023 年年初至今涨跌幅（%，截至 2023 年 6 月 9 日）	9
图表 9：消费者服务行业指数和沪深 300 指数 2022 年 6 月 1 日以来涨跌幅（%）	9
图表 10：中国中免营收及增速	10
图表 11：中国中免归母净利润及增速	10

图表 12:	中国大陆免税市场销售额及全球占比	11
图表 13:	2021 年全球前五大旅游零售商市场份额（按零售销售额计算）	11
图表 14:	国内免税牌照企业基本信息	12
图表 15:	2021 年国内免税市场格局	13
图表 16:	海南离岛免税累计销售情况	13
图表 17:	海南离岛累计旅游人次	13
图表 18:	海南离岛免税购物件单价（元/件）	14
图表 19:	海南离岛免税购物客单价（元/人）	14
图表 20:	海南“封关”后进出口管理制度	14
图表 21:	海南全岛封关运作的筹备情况	15
图表 22:	商品进口税收政策对比	16
图表 23:	中国出境游开放情况	16
图表 24:	出入境航班情况	17
图表 25:	出入境客流情况	17
图表 26:	国内各大市内免税零售商	18
图表 27:	中服免税全国版图	18
图表 28:	2020 年以来市内免税相关政策	19
图表 29:	中国市内免税店市场规模（单位：亿元）	20
图表 30:	锦江酒店营收及增速	21
图表 31:	锦江酒店归母净利润及增速	21
图表 32:	首旅酒店营收及增速	21
图表 33:	首旅酒店归母净利润及增速	21
图表 34:	华住集团营收及增速	22
图表 35:	华住集团归母净利润及增速	22
图表 36:	2019-2021 全国酒店和客房数量	22
图表 37:	全国酒店平均房价（ADR，单位：元）	22
图表 38:	全国酒店平均出租率（OCC，%）	23
图表 39:	全国酒店每间可供出租客房收入（RevPAR，单位：元）	23
图表 40:	2019-2022 年锦江新开店，净增店及净增房量	23
图表 41:	2019-2022 年首旅新开店，净增店及净增房量	23
图表 42:	2019-2022 年华住新开店，净增店及净增房量	24
图表 43:	疫情期间三大酒店龙头股价	24
图表 44:	头部酒店中高端酒店数量占比持续提升	24
图表 45:	三大酒店集团拓店签约情况	25
图表 46:	自然、人工景区 2020-2023Q1 收入及恢复比例	26
图表 47:	自然景区各上市公司 2023Q1 恢复比例	26
图表 48:	人工景区各上市公司 2023Q1 恢复比例	26
图表 49:	自然、人工景区各上市公司 2023Q1 业绩情况	27
图表 50:	2023 年以来我国旅游业发展的相关政策	28
图表 51:	全国国内旅游人次及同比	28
图表 52:	全国国内旅游收入及同比	28
图表 53:	2023 年节假日国内旅游人次及恢复比例	29
图表 54:	2023 年节假日国内旅游收入及恢复比例	29
图表 55:	2022-2023 年节假日旅客平均出游半径及其同比	30
图表 56:	自然、人工景区 2014-2019 年收入情况	30
图表 57:	自然、人工景区 2014-2019 年收入增速情况	30
图表 58:	2019-2023Q1 社零餐饮收入及恢复进度	31

图表 59: 餐饮龙头股价表现复盘 (元)	32
图表 60: 餐饮企业 23Q1 收入和归母净利润同比增速	32
图表 61: 餐饮企业收入和归母净利润恢复情况	32
图表 62: 餐饮行业主要上市公司门店数量整理 (家)	33
图表 63: 餐饮品牌翻座/台率 (次/天)	33
图表 64: 餐饮市场由哑铃型转化为纺锤型	34
图表 65: 2021 年餐饮行业主要成本费用占比及其变动	34
图表 66: 传统餐饮行业“三高一低”的顽疾	34
图表 67: 2021 年餐饮行业各项成本在营收中的占比	34
图表 68: 2018-2022 中国餐饮连锁化率	35
图表 69: 2021 年中国和美国、日本餐饮企业连锁化率	35
图表 70: 2022 年至今医疗美容指数走势图 (截至 2023 年 6 月 9 日)	36
图表 71: 医美板块上市公司 2022 年至今相对收益一览 (单位: %, 截至 2023 年 6 月 9 日)	36
图表 72: 2020-2022 年上游药械耗材和中游医美机构的营收和增速	37
图表 73: 主要药械仪器类上市公司医美业务收入及增速	37
图表 74: 主要医美服务机构类公司医美相关收入及增速	37
图表 75: 医美行业投资逻辑框架	38
图表 76: 2020 年主要国家每千人接受医美诊疗的人数	39
图表 77: 2021 年不同城市等级的医美渗透率	39
图表 78: 20-30 岁年轻消费者是医美消费主体	39
图表 79: 2021 年中国轻医美用户复购频率	39
图表 80: 远想生物推出爱缇恩 mADM	40
图表 81: 江苏吴中推出婴芙源品牌	40
图表 82: 近年医美行业部分监管政策或行动一览	41
图表 83: 非手术类和手术类市场规模及增速	43
图表 84: 非手术类和手术类市场规模占比	43
图表 85: 注射类市场规模 (亿)	43
图表 86: 非注射类市场规模 (亿)	43
图表 87: 2019 年中国医疗美容机构竞争格局	45
图表 88: 部分头部医美机构医生储备情况	46
图表 89: 2022 年中国医美用户选择医美服务机构的考虑因素	46
图表 90: 2022 年中国医美用户选择医美机构医生的考虑因素	46

1 复盘与展望

1.1 业绩回顾：复苏节奏不同，餐饮恢复最快

与疫情前对比：与疫情前（2019年）营收相比，旅游及景区、酒店营收尚待修复，餐饮营收恢复至疫情前同期水平，免税、医美营收则较疫情前强劲增长。旅游及景区、酒店板块营收尚未恢复疫情前水平，与19年同期相比，23Q1各板块营收的恢复比例分别为40.21%、90.14%，总体水平尚待修复，其中与商务活动相关的酒店恢复的相对较好，与旅游相关的旅游及景区恢复比例最低。免税由于离岛免税政策加持，医美由于景气度较高，两个板块营收逆势增长，23Q1免税、医美营收分别为19年同期收入的151.69%、177.67%。

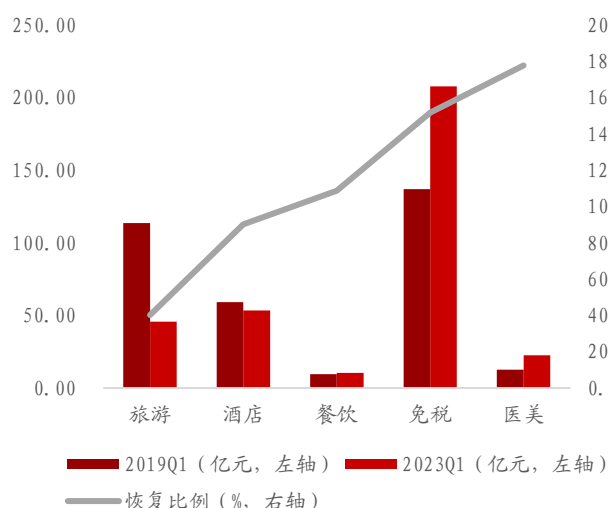
从复苏的节奏来看，餐饮>酒店>景区>医美>免税：

- **酒店：**疫情全面放开，酒店营收复苏势头明显，但总体水平仍待修复。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，奥密克戎来袭汹汹，22年酒店营收承压回调，总计仅为187.23亿元，同比减少7.76%；23年疫情全面放开，23Q1酒店板块复苏趋势明显，营业收入合计53.31亿元。**总体来看**，23Q1酒店营收已高于20年-22年同期，但与19年同期相比，仍只恢复至疫情前的90.14%。
- **旅游及景区：**旅游及景区营收回暖缓慢，仍有较大复苏空间。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，22年旅游及景区营收再次大跌，旅游及景区营业收入合计135.06亿元，同比减少32.71%。23年旅游及景区板块逐步回暖，23Q1营业收入合计45.68亿元。**总体来看**，23Q1旅游及景区板块营收接近恢复至20年同期水平，而与疫情前相比，营收只占19年同期的40.21%，仍有较大增长复苏空间。
- **旅游零售（免税）：**免税恢复增长，23Q1免税营收创新高。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525.97亿元，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，22年免税营收回调，营业收入合计544.33亿元，同比减少19.57%。23年疫情放开释放免税消费潜力，但也面临境外免税分流和竞争加剧的影响。23Q1免税板块营收恢复增长，营业收入合计207.69亿元，同比增长23.76%。**总体来看**，在政策的带动和多种形式的促销刺激下，免税消费有所回暖，23Q1免税营收高于19-22年同期水平。
- **餐饮：**疫情放开，到店餐饮恢复，餐饮营收已恢复至疫情前同期水平。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

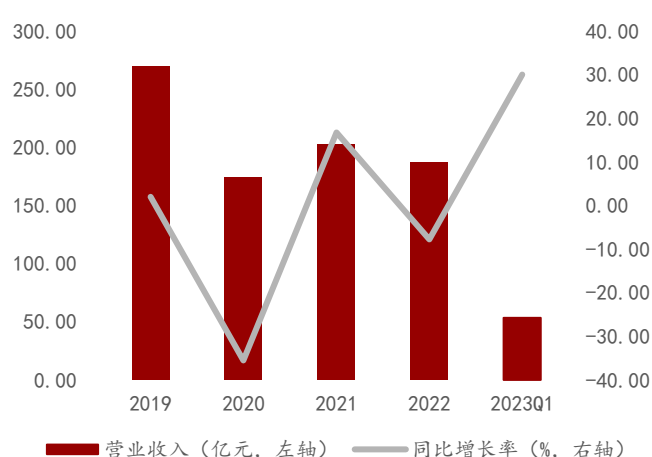
滑，22年餐饮板块收入合计28.74亿元，同比减少6.55%。23年餐饮板块呈现恢复向好态势，23Q1餐饮板块营业收入合计10.36亿元，同比增长37.56%。总体来看，23Q1餐饮营收已恢复至疫情前水平，占19年同期的108.67%，随着假期释放出行需求，餐饮板块仍具备较大成长空间。

- **医美：医美营收维持高景气增长，但增速有所放缓。**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；22年医美板块营业收入总计96.54亿元，同比增长21.68%，较21年同期营收增速下降27.20pcts。23Q1医美板块营业收入合计22.61亿元，同比增长13.17%。总体来看，医美行业保持着高景气度，但增速有所放缓。

图表1：23Q1各板块较疫情前恢复比例



图表2：2019-2023Q1酒店板块营收及同比

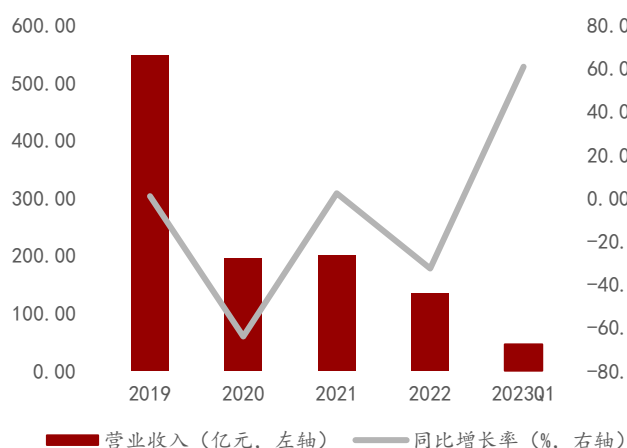


资料来源：同花顺，万联证券研究所

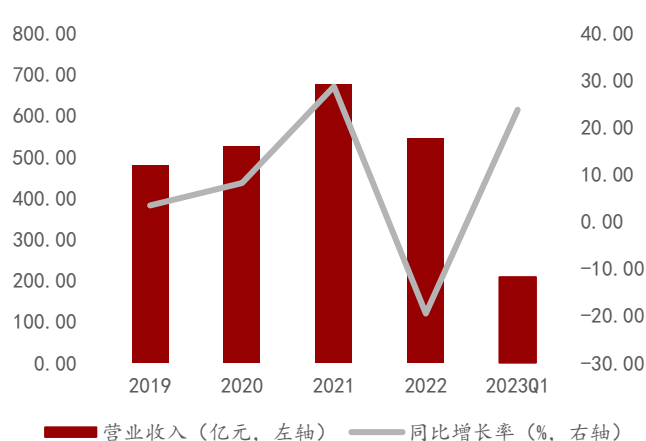
注：由于19Q1数据缺失，剔除君亭酒店（301073.SZ）

资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表3：2019-2023Q1旅游及景区板块营收及同比



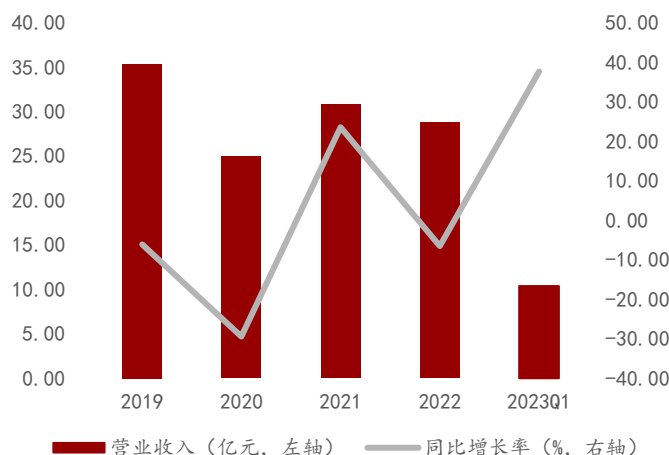
图表4：2019-2023Q1免税板块营收及同比



资料来源：同花顺，万联证券研究所

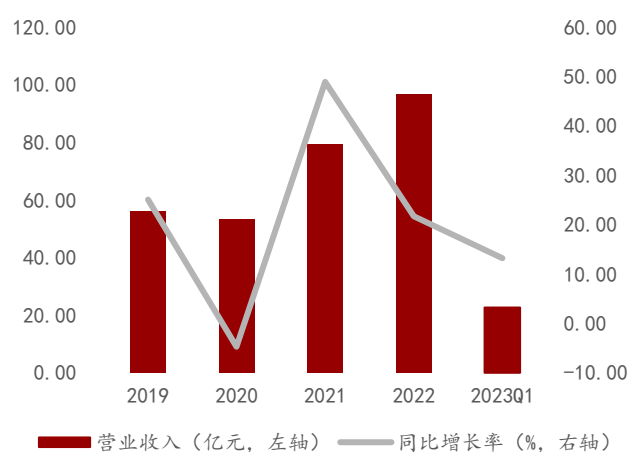
资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表5: 2019-2023Q1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6: 2019-2023Q1医美板块营收及同比

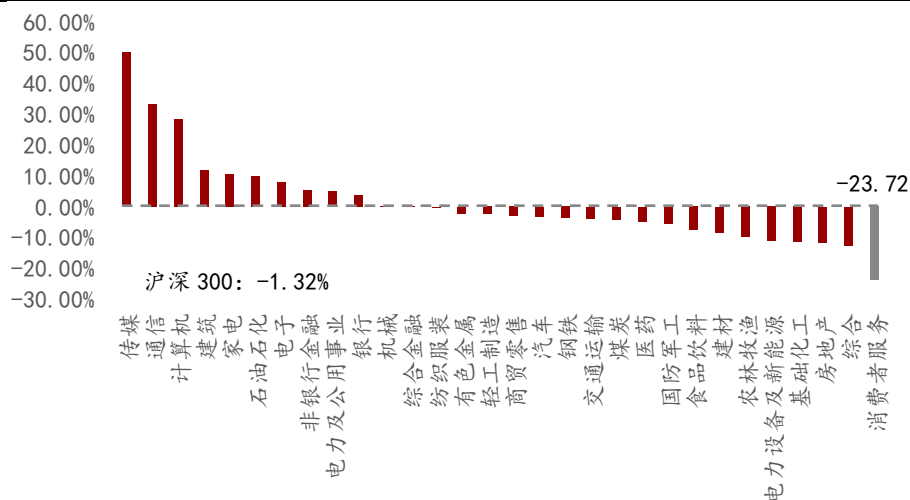


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

1.2 行情: 指数表现疲弱, 波动较大

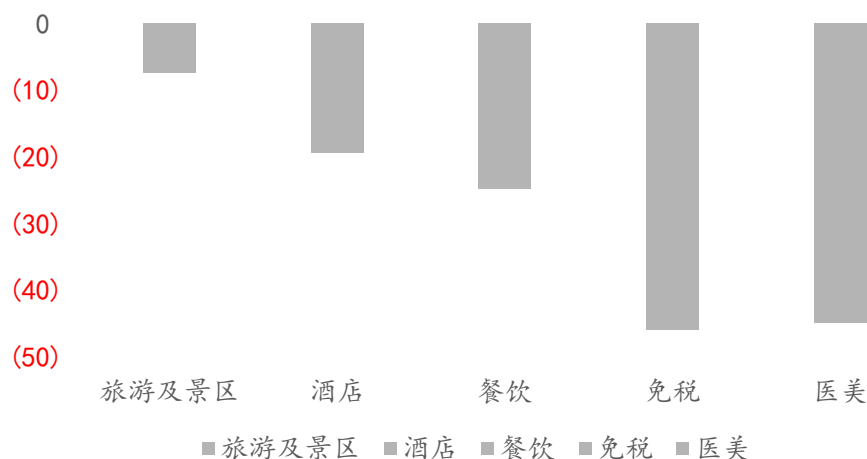
股市整体下行, 消费者服务板块表现疲弱。截至6月9日, 2023年股市整体表现不佳, 30个中信一级行业中20个行业指数呈下跌走势, 其中消费者服务板块表现疲弱, 行业指数23年至今下降23.72%, 跑输沪深300指数22.4个百分点, 在30个中信一级行业中排名倒数第一。从23年年初至今主要子板块均呈现下跌趋势: 酒店餐饮-19.42%、旅游及景区-7.48%、餐饮-24.79%、免税-45.93%、医美-44.86%。

图表7: 中信一级行业2023年以来涨跌幅(%, 截至2023年6月9日)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

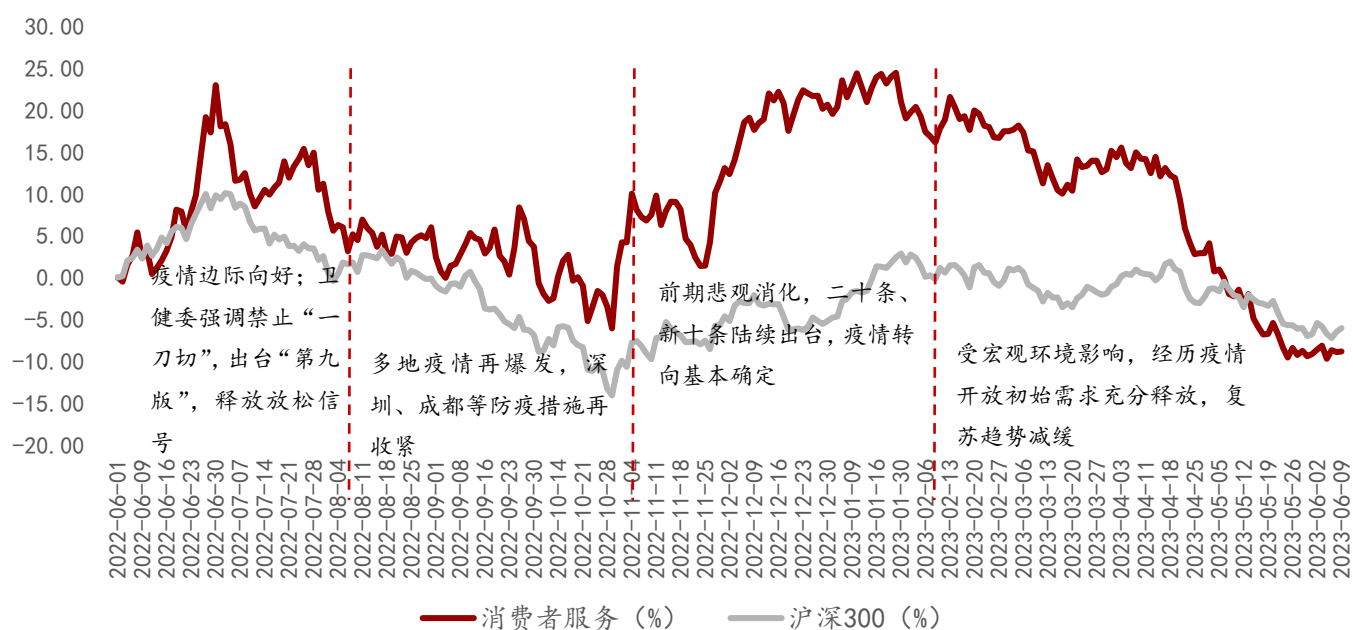
图表8: 各板块2023年年初至今涨跌幅(%, 截至2023年6月9日)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

展望2023年下半年, 预计市场关注重点将从线下场景恢复, 转向短期消费复苏+长期成长逻辑。疫情放开初期, 由于市场情绪推动以及前期被压抑的消费需求集中释放, 消费者服务行业指数经历了一波大幅度的反弹。随后消费复苏的状况成为市场关注的重点, 同时, 由于部分行业复苏较快, 市场关注点转移到长期成长逻辑。虽然消费行业复苏良好, 但企业的业绩修复并非一蹴而就, 加上宏观经济指标不景气导致市场对于消费复苏前景不明, 消费者服务行业指数逐步回落。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。但由于社会服务行业具备明显的季节性, 并且不同细分行业复苏节奏不同, 以及复苏过程中由于预期差存在资金博弈的行为, 导致行业的股价波动较大, 目前行业指数处于底部区域, 下半年有望迎来向上行情。

图表9: 消费者服务行业指数和沪深300指数2022年6月1日以来涨跌幅(%)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2 投资策略：花开四时，各有不同

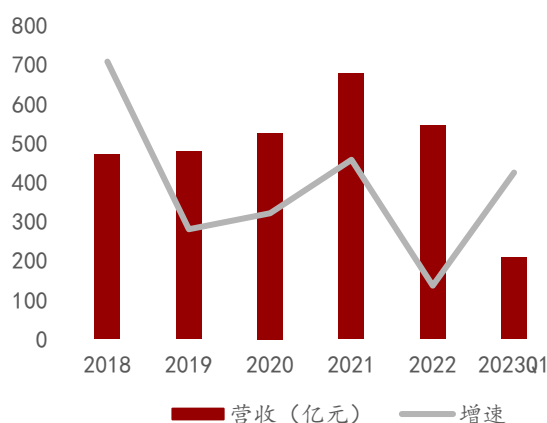
2.1 免税：机场免税恢复空间大，关注业绩修复情况

2.1.1 中国中免业绩回温，王府井免税业务初露头角

中国中免2023Q1营收实现正增长，盈利能力仍有恢复区间。受益于线下消费旅游的复苏，中国中免2023Q1营收达207.69亿元，同比增加23.76%；归母净利润为23.01亿元，同比减少10.25%，主要受到去年汇率波动的影响，导致一季度经营成本有所增加，此外，随着客流逐渐恢复，免税店租金有所增长。总体来看，我们认为消费复苏趋势保持不变，2023Q1中国中免盈利能力有所恢复，但较疫情前的正常水平仍有差距，未来随着客流量持续改善及公司新增离岛免税海口国际免税城的稳定运营，中国中免可依靠价格优势、区位优势、档次优势逐渐形成新的竞争壁垒，整体盈利能力有望持续恢复。

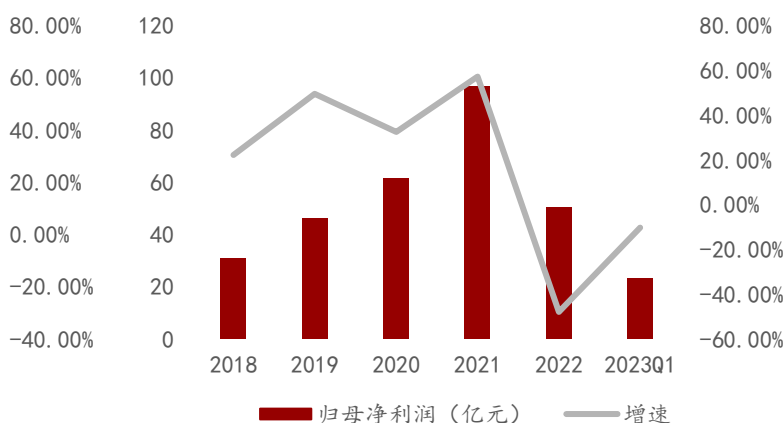
王府井2023Q1免税业务实现营收5599万元。万宁王府井国际免税港于2023年1月对外营业，作为王府井集团的首个离岛免税旗舰店，将承接集团六十余年零售行业经验，与海南万宁当地特色旅游深度结合，打造独具特色的离岛免税旅游零售新物种。伴随后续海南客流的增加，公司在免税业务上有较大的发展空间。

图表10：中国中免营收及增速



资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表11：中国中免归母净利润及增速

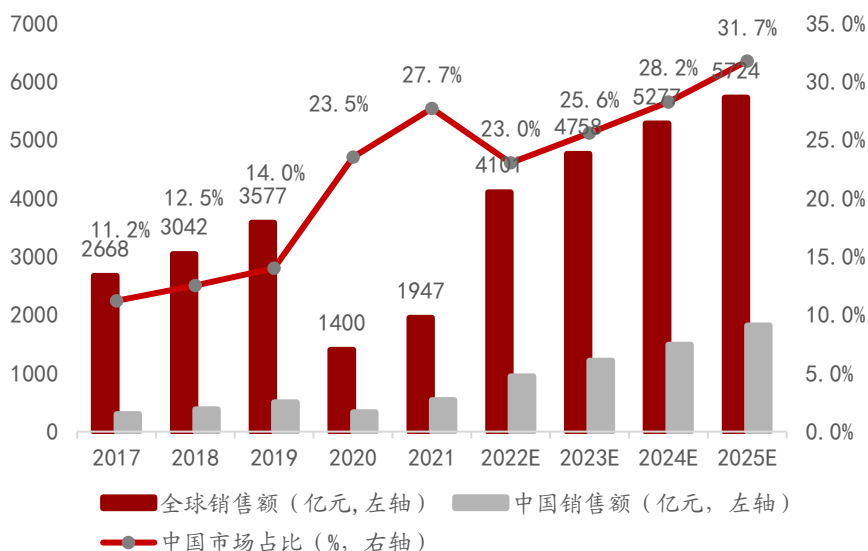


资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.1.2 免税市场发展空间广阔，中国中免全球免税龙头地位稳固

全球免税市场发展空间广阔，国内免税市场发展潜力较大。根据弗若斯特沙利文的预测，从全球数据来看，新冠疫情前全球免税销售额稳步增长，2017-2019年全球免税销售额年复合增长率为15.79%。疫情发生后的2020年全球免税销售额出现明显下滑，较2019年减少60.86%，全球跨境游受限，客流下滑影响下收入显著承压。2021年全球免税市场开始逐步回温，预计2025年销售额将达到5724亿元，2021-2025年全球免税市场销售额年复合增长率为30.39%，发展空间广阔。从中国数据来看，2017-2019年中国免税销售额年复合增长率为29.42%。2020年受益于中国卓有成效的防疫举措，中国市场在全球免税市场遭到重大打击时表现相对亮眼。2023年随着国内新冠疫情形势转好，中国免税市场发展迅速，预计2025中国免税市场规模将达到1817亿元，2021-2025年中国免税市场销售额年复合增长率为35.50%。此外，中国市场在全球市场中的占比由2017年的11.2%攀升至2021年的27.7%，预计2025年将达到31.7%，中国已成为全球免税市场举足轻重的一部分，具有较大的发展潜力。

图表12: 中国大陆免税市场销售额及全球占比



资料来源: 中国中免港股招股说明书, 万联证券研究所

行业集中度高, 中国中免市占率居全球首位。全球旅游零售市场集中度相对较高, 且准入门槛高, 2021年全球前五大旅游零售商分别为中国中免、乐天免税、新罗免税、Dufry及DFS, 按销售收入计占市场份额达72.5%。受益于中国疫情防控得当、境外出行受阻和免税政策刺激, 中免成为全球旅游零售市场中增长最快的运营商之一。按销售收入计, 中免的全球排名不断攀升, 从2010年的排名第19提升到2019年排名第4, 到2020年及2021年稳居全球首位。根据弗若斯特沙利文报告, 2021年中国中免营收规模占全球旅游零售业市场份额的24.6%, 远超排名第二的乐天免税, 全球免税龙头地位稳固, 中国中免有望享受国内免税市场崛起黄金时期的最大红利。

图表13: 2021年全球前五大旅游零售商市场份额 (按零售销售额计算)

排名	公司	零售收益 (十亿人民币)	市场份额
1	中国中免	66.9	24.6%
2	乐天免税	41.6	15.3%
3	新罗免税	37.5	13.8%
4	Dufry	27.6	10.2%
5	DFS	23.3	8.6%
	其他	75.1	27.5%

资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所整理

国内免税采用持牌经营, 行业壁垒高筑。我国免税采用国企专营牌照管理, 目前仅有10家具备免税品经营资质的企业, 分别为中国中免、日上免税行 (中免控股51%)、深免集团、珠免集团、海免集团 (中免控股51%)、中服免税 (中免持股49%)、中侨 (中国港中旅控股70%)、王府井、全球消费精品海南发展贸易有限公司 (海南省发展控股

有限公司控股100%)、海南旅投免税品有限公司(海南旅游投资发展有限公司控股100%)。10家企业的实际控制人均为国务院或地方政府国资委。免税牌照长期保持严控,多年维持7张牌照总量,但近年来有限度放宽,2020年王府井、海发控、海旅投子公司相继获得免税牌照,海发控和海旅投的新发牌照均为海南离岛免税牌照。

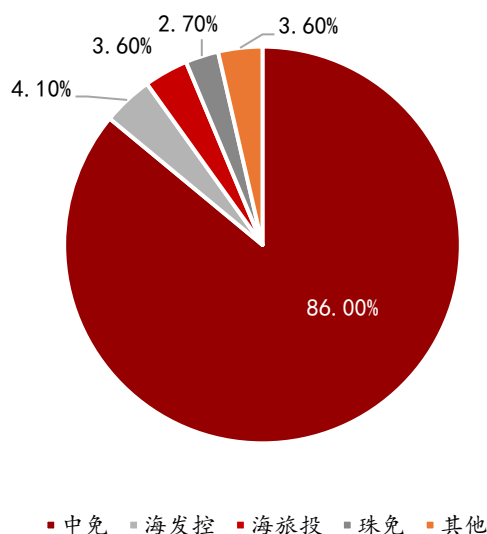
图表14: 国内免税牌照企业基本信息

名称	种类	牌照	主要经营范围	国内门店数量
中国中免	全国性运营商	出入境免税牌照、海南离岛免税牌照、离境外国人市内免税店牌照	在全国范围内设立覆盖机场、边境、客运站、火车站、邮轮等九大类型 200 多家免税店,拥有海南离岛免税店经营资格	200+
日上免税行	特殊运营商	机场出入境免税牌照(中免控股 51%)	北京首都国际机场 T2 和 T3、上海浦东机场、虹桥机场出入境免税店	7
深免集团	区域性运营商	出入境免税牌照、海南离岛免税牌照	深圳各口岸、上海、西安等 7 地机场和港口	42
珠免集团	区域性运营商	出入境免税牌照	珠海各口岸出境店、天津机场入境店	20+
海免集团	区域性运营商	海南离岛免税牌照(中免控股 51%)	海南美兰国际机场	3
中服	市内运营商	出入境免税牌照、归国人员市内入境免税店牌照、海南离岛免税牌照	北京、上海等城市市内店	12
中侨	市内运营商	归国人员市内入境免税店牌照	隶属港中旅,开展哈尔滨市内免税店	1
王府井	区域性运营商	出入境免税牌照、海南离岛免税牌照、市内免税店牌照	万宁王府井国际免税港	1
海发控	区域性运营商	海南离岛免税牌照	隶属海南省国资委,主营海南离岛免税业务	1
海旅投	区域性运营商	海南离岛免税牌照	隶属海南省国资委,主营海南离岛免税业务	1

资料来源: 各公司官网, 万联证券研究所

中国中免占国内免税市场份额近九成,免税龙头地位稳固。中国中免作为目前唯一具有全牌照的全国性运营商,门店数量远超其他免税企业。根据中国中免招股书,2021年中免的国内免税市场份额高达86.00%,远高于海发控、海旅投和珠免的4.10%、3.60%和2.70%。免税行业规模效应十分明显,中免充分发挥先发优势,在运营经验、渠道、供应链以及产品品类等方面均具有明显竞争优势,在政府支持下行业龙头地位不受动摇。

图表15: 2021年国内免税市场格局



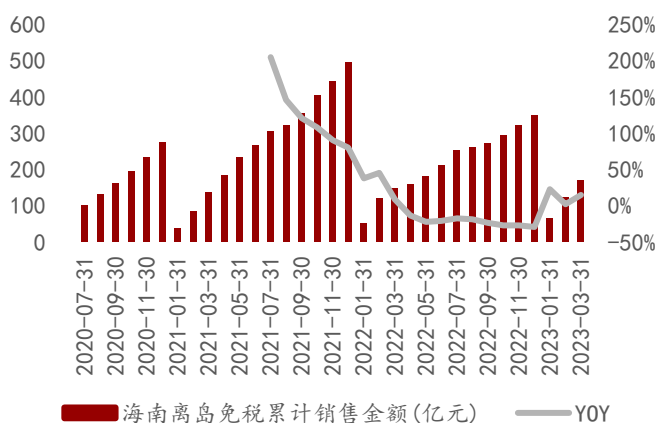
资料来源: 中国中免港股招股说明书, 万联证券研究所
注: 市占率基于零售销售额计算。

2.1.3 离岛免税及机场免税有序恢复, 市内免税拥有较大的发展空间

➤ 离岛免税

2023Q1海南离岛免税销售额增长势头良好, 离岛旅游人次回升。2023Q1海南离岛免税购物金额达168.7亿元, 同比增加14.64%; 离岛旅游人次达223.6万人次, 同比增加27.21%, 游客以家庭、亲子游为主。一季度为海南传统旅游旺季, 叠加防疫政策放开, 长时间积压的旅游需求集中释放, 境内跨省游迅速恢复, 同时短时间内出境游尚未恢复, 对赴岛客流暂时未产生明显分流, 带动海南离岛旅游人次增加, 助力海南离岛免税销售额增长。**均价方面,**2023Q1离岛免税件单价为857.37元, 同比增加18.11%, 总体来看件单价有较大的回升; 客单价为7544.71元, 较2022年同期的8371.81元略有下滑。免税品备货需要一定时间, 全球旅游零售业复苏带来的报复性消费导致部分高单价精品(如腕表、箱包)爆款存在全球缺货现象, 奢侈品产能短期难以补足, 影响了销售额及客单价。

图表16: 海南离岛免税累计销售情况



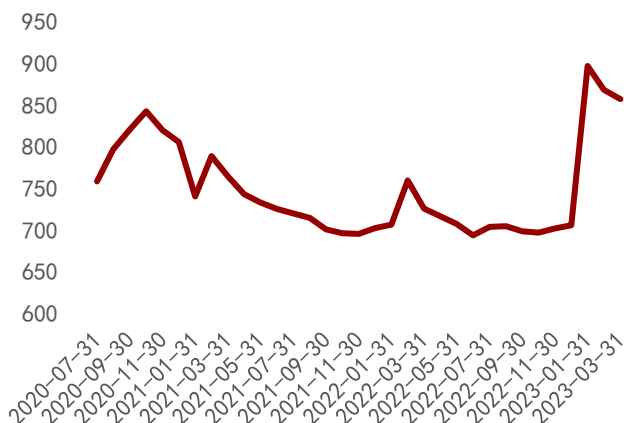
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表17: 海南离岛累计旅游人次



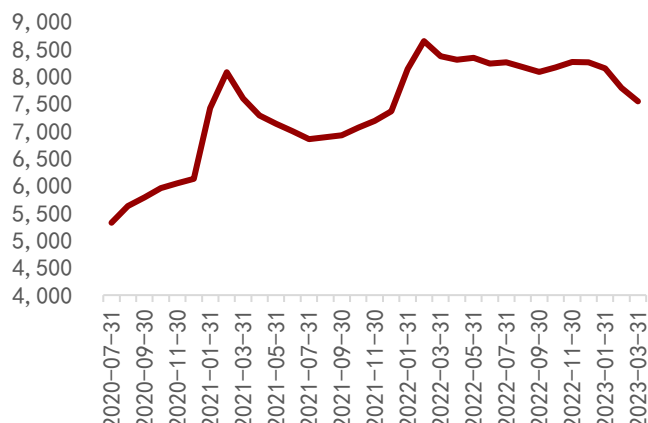
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表18: 海南离岛免税购物件单价 (元/件)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表19: 海南离岛免税购物客单价 (元/人)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

随着出境游逐步恢复, 海南离岛免税将面临来自境外免税市场的竞争。全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务试点恢复正式开启, 国家名单包括泰国、柬埔寨、马来西亚、新加坡等20个传统热门出境旅游目的地。长期以来, 因地理、气候环境相似, 海南与东南亚旅游市场“互为对手”。在暂停近三年后, 随着出境游的有序恢复, 消费者的旅游热情被重新点燃, 国内旅游目的地也重新迎来全球旅游市场的挑战, 出境游的占比也正在逐步提升, 海南离岛免税业务将受到冲击。

即购即提政策的实行将利好离岛免税销售增长。即购即提于2023年4月1日起实行, 离岛旅客每次离岛前购买清单所列免税品时, 对于单价不超过2万元(不含)的免税品, 可以按照每人每类免税品限购数量的要求, 选择“即购即提”方式提货。即购即提政策的实行有利于增强购物的便利性, 优化提升了离岛免税的购物体验, 能够进一步激发消费者的免税购物热情, 促进海外消费回流, 为离岛免税整体市场的销量提升和销售增长注入新动力。

海南封关后, 岛内居民可以按免税价格进行购物。“封关”是指让海南全岛成为一个“境内关外”区域, 海南岛内可以享受零关税等优惠政策, 实行“一线放开、二线管住、岛内自由”货物进出口管理制度。到2025年, 海南岛将初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港制度体系, 实行全岛封关, 执行大部分进口货物零关税政策。对消费者而言, 岛内消费者可以以较低价格购买国际商品, 人员开放也将面向更多国家实行更加开放的免签政策, 为海南带来更多高素质人才和就业岗位。

图表20: 海南“封关”后进出口管理制度

原则	定义
一线放开	指境外及区内的货物可以不受海关监管自由出入境, 即自贸区(港)与境外实现货物、资金和人员等要素自由流动。
二线管住	指从自贸区(港)出入国境内其他区域的货物, 纳入全国海关通关一体化, 实行常规监管, 要征收相应的税收, 并纳入贸易统计。

资料来源: 央视新闻, 万联证券研究所

图表21: 海南全岛封关运作的筹备情况

措施	运作进展
逐步构建自贸港政策体系	以“零关税、低税率、简税制”和“贸易投资自由化便利化”为核心的 180 多项政策文件相继落地生效, “两个 15%” 所得税优惠政策、三张“零关税”清单有序实施, 关键核心政策成效初显。
持续推进制度集成创新	对标国际高水平经贸规则, 制定实施制度集成创新三年行动方案和任务清单, 累计发布 15 批 134 项制度创新案例, 以更深层次改革促进更高水平开放。
积极打造外商投资新热土	近五年来, 海南自贸港实际使用外资年均增长 63.5%, 累计实际使用外资超过之前 30 年的总和, 新设外商投资企业 4798 家, 覆盖 142 个国家和地区。海南将进一步发挥国内国际双循环重要交汇点的作用, 在构建新发展格局中扮演开放高地的独特角色。海南正在全力打造面向太平洋、印度洋的航空枢纽和中转站, 重点打造“两个总部基地”、构建“两个网络”, 即中国企业走向国际和国外企业进入中国的总部基地、空海国际交通网络和国际经贸合作网络, 这将为全球企业共享中国市场和中国企业走向全球创造机遇。
全面启动封关运作准备工作	全岛封关运作是海南自贸港建设的“一号工程”。当前, 海南正按照“2023 年底前具备硬件条件, 2024 年底前完成封关各项准备工作, 2025 年底前实现全岛封关运作”的部署, 以项目化清单化推进各项任务。确定了“三张清单”挂图作战, 第一张清单是任务清单, 统领 2024 年底前全岛封关需完成的软件、硬件任务, 涉及口岸规划与建设、非设关地布局与建设等 11 个方面 64 项重点内容; 第二张清单是项目清单, 主要是硬件任务的项目化, 包括口岸建设、海关查验设备等 31 个建设项目; 第三张清单是压力测试清单, 是为了在封关前充分测试大部分自贸港政策。目前压力测试清单有 27 个事项, 还将根据全岛封关工作需要适时动态增加。

资料来源: 环球时报, 万联证券研究所

免税牌照或将仍是稀缺资源, 长期深耕有望受益政策东风。海南与香港所处地理位置较近, 为了维持海南自贸港的吸引力, 封关政策或将参考香港的情况进行制定。我们认为最可能出现的情况是, 参考香港每人每年5000元入境免税额度, 免除关税、增值税和消费税。此时, 保持离岛免税特许经营牌照, 离岛免税牌照仍然为10万额度, 免征三项税收, 离岛免税牌照不具价格优势, 但额度优势仍在。此时中免依然可以凭借额度优势吸引大批来岛旅客的消费, 享受海南自贸港建设的红利。假设出现了最悲观的情况, 离岛免税牌照的价格和额度优势全都失去, 中免依旧具有规模优势和关键商圈的渠道优势, 有望吸引高端奢侈品牌与精品配饰等高值产品入驻免税店, 海南地区业务可能会被分流, 但依旧可以保持相当的盈利能力。

- 情况一: 参考香港每人每年5000元入境免税额度, 免除关税、增值税和消费税。此时, 保持离岛免税特许经营牌照, 离岛免税牌照仍然为10万额度, 免征三项税收, 离岛免税牌照不具价格优势, 但额度优势仍在。
- 情况二: 海南封关后, 购物免征关税, 消费税与增值税等税费合并简化, 整体税率高于三税全免, 购物额度提升至与离岛免税相同额度。此时, 仍然保持离岛免税特许经营牌照, 离岛免税仍然免征三税, 额度优势不再仅剩价格优势。
- 情况三: 取消离岛免税特许经营牌照, 所有岛内消费免征关税, 消费税与增值税等税费合并简化, 购物限制一定额度, 离岛免税不再具备任何优势。

图表22: 商品进口税收政策对比

	当前离岛免税政策	跨境电商政策	香港入境大陆政策
免税额度	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。	跨境电子商务零售进口商品的单次交易限值为人民币5000元, 个人年度交易限值为人民币26000元。超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次交易, 以及完税价格超过5000元限值的单个不可分割商品, 均按照一般贸易方式全额征税。	进境居民旅客携带在境外获取的个人自用进境物品, 总值在5000元人民币以内(含5000元)的; 非居民旅客携带拟留在中国境内的个人自用进境物品, 总值在2000元人民币以内(含2000元)的, 海关予以免税放行
所免税费	关税、进口环节增值税和消费税	在限值以内进口的跨境电子商务零售进口商品, 关税税率暂设为0%; 进口环节增值税、消费税取消免征税额, 暂按法定应纳税额的70%征收。	关税、进口环节增值税和消费税

资料来源: 海关总署, 财政部, 万联证券研究所

➤ 机场免税

出境游政策逐步放开, 出入境客流有望增加。2023年1月文化和旅游部办公厅发布关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知, 2月起试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务, 名单包括泰国、印度尼西亚、柬埔寨等20个国家。2023年3月文化和旅游部办公厅发布关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家(第二批)出境团队旅游业务的通知, 3月起试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务, 名单包括尼泊尔、文莱、越南、蒙古等40个国家。

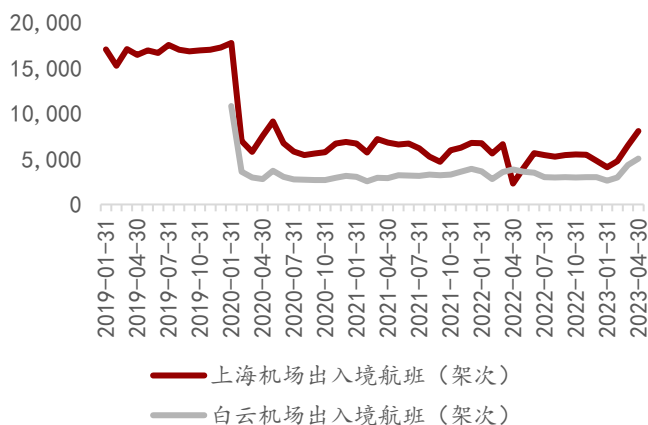
图表23: 中国出境游开放情况

时间	政策	内容
2023年01月20日	文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知	2023年2月6日起, 试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务。 国家名单: 泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷。
2023年3月10日	文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家(第二批)出境团队旅游业务的通知	2023年3月15日起, 试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家(第二批)出境团队旅游和“机票+酒店”业务。 国家名单: 尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马。

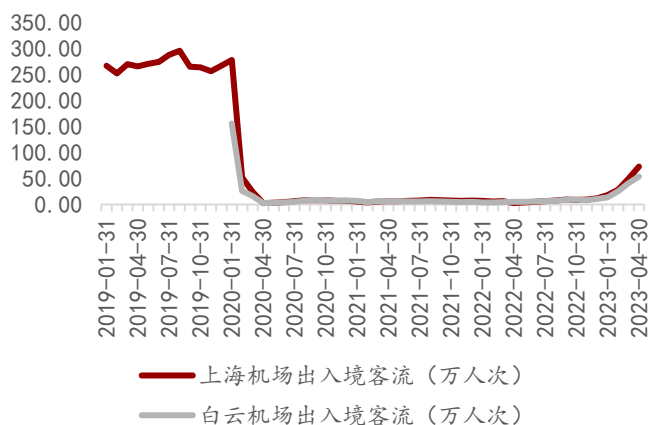
资料来源: 文化和旅游部, 万联证券研究所

2023年出入境航班数及客流量均大幅回升。2023年4月上海机场和白云机场出入境航班分别为8092架/5033架，同比增长251.98%/30.15%；出入境客流分别为70.03万人/53.88万人，同比增长2535.74%/1006.37%，出入境客流增速迅猛。目前，出入境航班数及客流基本恢复至2019年的30%左右，预计2023全年能恢复到2019年的50%，2024年能够完全恢复。

图表24: 出入境航班情况



图表25: 出入境客流情况



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

机场租金上行，短期内带来经营压力。疫情流行以来，出行受限致机场等渠道免税店客源同比大幅萎缩，租赁协议中根据销量或客流量调整的可变佣金也随之下降，此外部分机场特许经营租金有所减免。疫情形势转好后，在出入境客流还未完全恢复的情况下，机场租金上行，在短时间内对免税公司会造成一定的经营压力。但随着出入境航班和客流的逐渐恢复，机场免税将为口岸免税企业贡献业绩增量。

➤ 市内免税

中国中免收购中服免税股权，逐步加码市内免税布局。近年来中国中免逐渐注重市内免税店的战略意义，于2019年在北京、上海、青岛、大连、厦门五地陆续恢复设立了市内免税店，并在全国多地持续洽谈拟拓展市内免税店项目事宜。2021年公司以现金方式出资收购港中旅资产公司100%股权，拿下哈尔滨中侨市内免税店的经营牌照。2023年3月，为进一步完善公司免税业务布局，扩大公司主营业务规模，提升整体盈利能力和抗风险能力，中国中免以非公开协议方式出资人民币12.28亿元增资中服免税。交易完成后，中国中免将持有中服免税49%的股权，至此中国中免将市内离境免税和归国人员市内免税牌照收入囊中，构建市内免税业务先发优势，未来随着政策的进一步放开，中国中免市内免税店将迎来更广阔的成长空间。同时，本次合作促进双方整合供应链资源，规模优势有望带来采购成本下降，叠加市内免税店享受低租金，中国中免盈利能力有望提高。

图表26: 国内各大市内免税零售商

企业	门店数	门店分布	牌照类型
中服免税	12	北京市内免税店、上海市内免税店、大连市内免税店、南京市内免税店、哈尔滨市内免税店、郑州市内免税店、杭州市内免税店、青岛市内免税店、重庆市内免税店、南昌市内免税店、合肥市内免税店、昆明市内免税店	国人入境小额消费
中国中免	5	北京市内免税店、上海市内免税店、大连市内免税店、青岛市内免税店、厦门市内免税店	外国人离境消费
中侨	1	哈尔滨市内免税店	国人入境小额消费

资料来源: 公司官网, 中服免税微信公众号, 公司公告, 万联证券研究所

注: 王府井拥有市内免税牌照但尚无市内免税店开业

中服免税作为全国唯一市内外汇免税运营商, 全业态布局免税业务。中服免税成立于1983年, 免税业务始于1980年, 是经国务院批准的中国首家全国性免税品经营企业, 隶属于国药集团旗下的国药国际。作为全国唯一的市内外汇免税运营商, 中服免税已实现涵盖离岛免税、口岸免税、境外免税在内的全业态免税业务, 拥有29个免税项目, 国内遍布北京、上海、杭州、南京、重庆、三亚、大连、青岛、哈尔滨、郑州、南昌、合肥、昆明、贵阳等地区, 并在日本、迪拜设立海外免税店。中服免税与众多国际高端奢侈品牌和香化集团达成战略合作, 包括历峰集团、雅诗兰黛集团、欧莱雅集团等, 并和全球500逾家供应商展开深度合作, 为消费者带来1000多个国内外品牌, 涵盖珠宝、腕表、香水、化妆品、配饰、箱包、服饰、运动、数码、电器、食品、工艺品、烟、酒等, 持续为消费者提供丰富多元的购物选择、优质的服务体验。

图表27: 中服免税全国版图



资料来源: 国药中服免税微信公众号, 万联证券研究所

政策利好市内免税市场，未来发展空间广阔。当前，市内免税牌照主要针对外国人离境和出境人员归国的免税品消费，对于离境国人的市内免税政策暂未放开。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”，如果政策落实，国内市内免税渠道规模将迎来指数型增长。伴随免税消费刺激政策持续发力，市内免税牌照的类型、数量和限购金额或将放宽，未来国内出境游客也有望参与市内免税购物。目前，我国市内免税政策仍然存在较大发力空间，未来随着政策的进一步放开，市内免税店将迎来更广阔的成长空间。

图表28：2020年以来市内免税相关政策

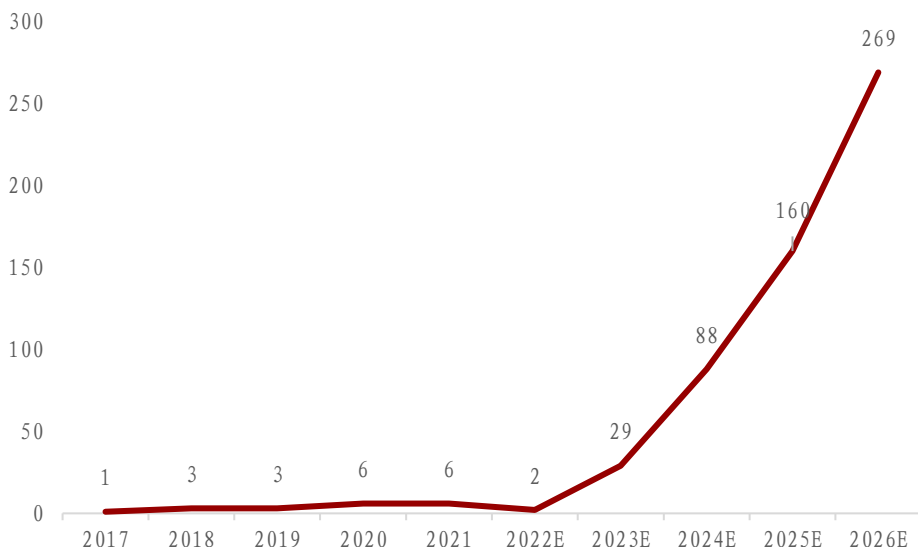
时间	部门	政策文件	主要内容
2020.3	财政部、商务部、海关总署、税务总局	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持。
2020.4	上海市人民政府	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	支持免税品经营企业增设市内免税店。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际市场。
2020.9	国务院	《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，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，争取在花都区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：各级政府官网，万联证券研究所

中国市内免税尚处于起步阶段，市场规模有望呈指数型增长。自韩国开设第一家市内免税店以来，韩国政府不断放宽免税政策，增加购买限额，免税市场规模增长迅猛，2019年市内免税销售总额已经达到韩国整体免税收入的85%，约180亿美元。相比于韩国市场，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显示，2020年我国内地市内免税市场规模为6亿元，占比仅为2%。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》，再次重申要发展国内特色市内免税店。为引导消费回流，我

他们认为当前市内免税政策存在三大松绑空间：首先，当前市内免税仅对离境外国人和归国人员开放，国人离境的市内免税购物牌照有望放开，第二，政策发力或将增加市内免税购物的商品品种和额度，第三，目前我国经营市内免税的门店数量较少，政策支持下市内免税门店数量有望迎来快速增长。政策利好市内免税市场，未来发展空间广阔，预计我国市内免税渠道规模将迎来指数型增长，2022-2026年市场规模从2亿元增长至269亿元，CAGR高达241%。

图表29：中国市内免税店市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国中免港股招股书，弗若斯特沙利文，万联证券研究所

2.1.4 免税行业展望及投资建议

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。主要原因包括：①机场免税客流恢复空间大，目前只恢复了30%左右，预计2023全年能恢复到2019年的50%，2024年能够完全恢复。②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；③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。2025年海南封关后的免税政策对当前持牌免税企业离岛免税业务可能有负面影响，影响程度依不同的政策而不同，当前股价已反应负面预期。预计下半年市场关注重点是免税龙头业绩修复情况，盈利好转时有望迎来股价向上拐点。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。

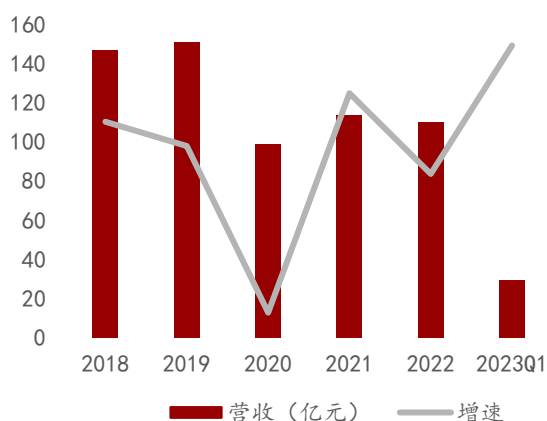
2.2 酒店：供给结构优化，关注龙头疫后扩店情况

2.2.1 三大酒店集团业绩大幅改善，总体恢复较好

三大酒店集团2023Q1营收及盈利大幅改善。随着线下出游和商务出行需求回暖，国内酒店入住率逐步提高，叠加行业供给出清，驱动2023Q1业绩恢复，其中中高端酒店整体复苏弹性更优。1) 锦江酒店：2023Q1公司实现营业收入29.22亿元，同比增加25.22%，恢复至2019年同期87.56%；归母净利润1.3亿元，同比增加207.01%，恢复至2019年同期44.07%。2023Q1公司全部酒店 RevPAR、OCC、ADR 分别快速恢复至 2019年同期的 102.62%、87.44%、117.36%，其中经济型、中端酒店 RevPAR 分别恢复至2019年同期 87.22%、90.36%，基本恢复至疫情前九成的水平。2) 首旅酒店：2023Q1公司实现营业收入16.56亿元，同比增加36.57%，恢复至2019年同期85.19%；归母净利润0.77亿元，

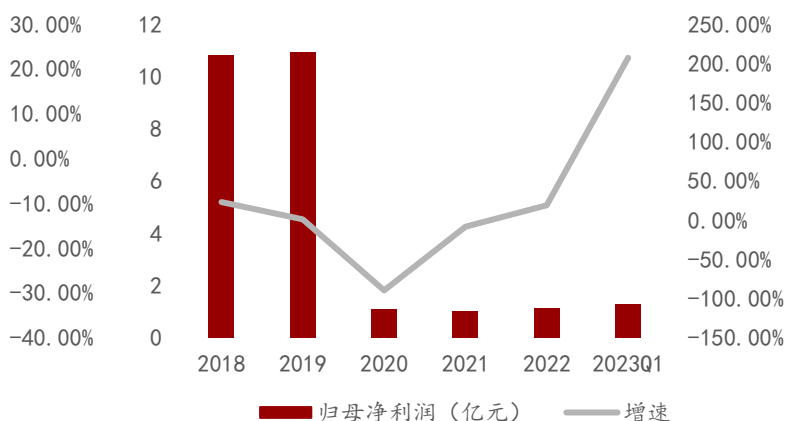
同比增速由负转正，同比增加133.22%，较2019年同期增长4.05%。全部酒店 RevPAR、OCC、ADR 分别快速恢复至2019年同期的97.04%、77.68%、123.7%。其中，经济型、直营型、中高端型酒店 RevPAR 分别恢复至2019年同期92.13%、92.17%、80.18%，经济型和直营型酒店复苏更优。3) 华住集团：2023Q1公司实现营业收入44.8亿元，同比增加67.10%，较2019年同期同比增长87.68%；归母净利润9.9亿元，同比增速由负转正，同比增加257.14%，较2019年同期增长518.75%。华住系酒店RevPAR、OCC、ADR 分别快速恢复至2019年同期的117.6%、95%、125.4%，总体恢复表现较好。

图表30: 锦江酒店营收及增速



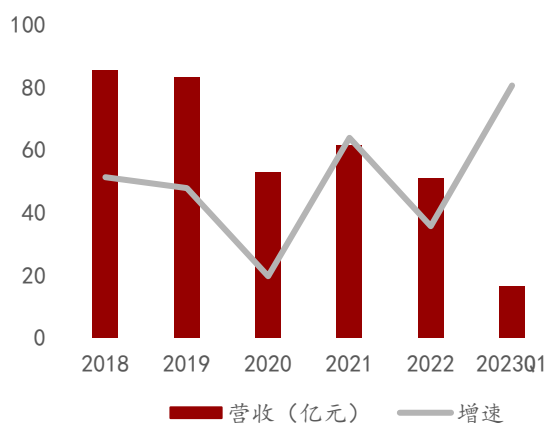
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表31: 锦江酒店归母净利润及增速



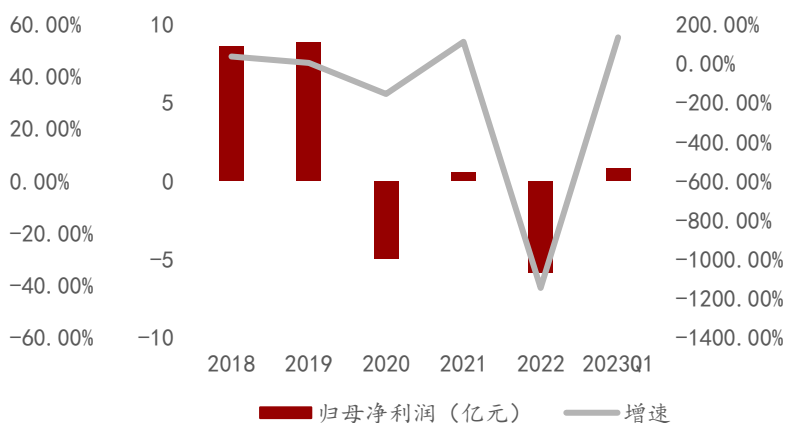
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表32: 首旅酒店营收及增速



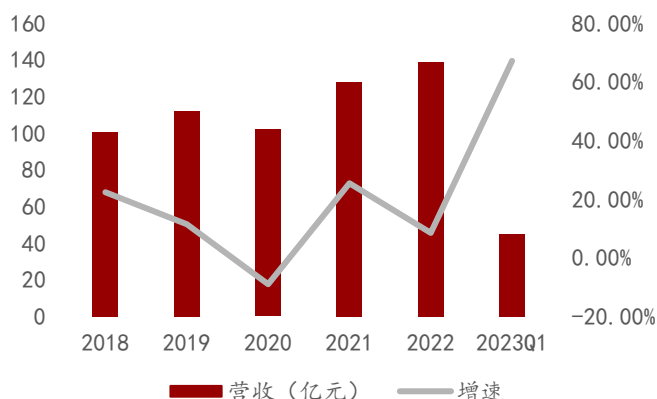
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表33: 首旅酒店归母净利润及增速



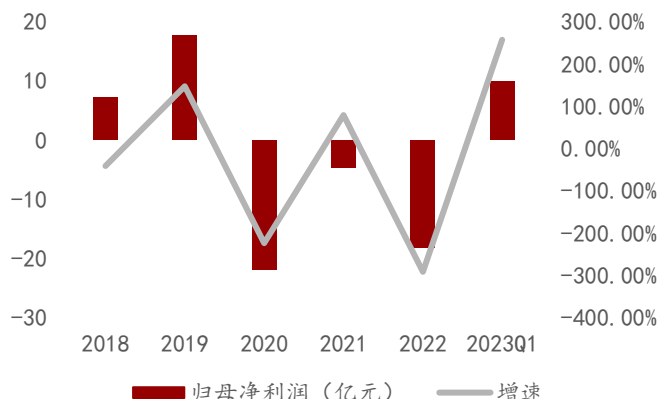
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表34: 华住集团营收及增速



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表35: 华住集团归母净利润及增速

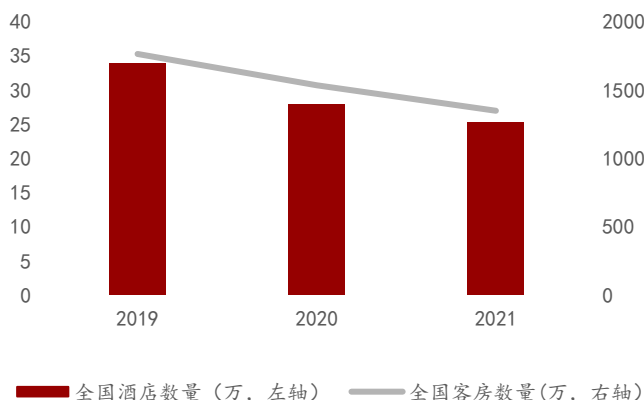


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

2.2.2 疫情加快供需结构改善, 龙头优势扩大

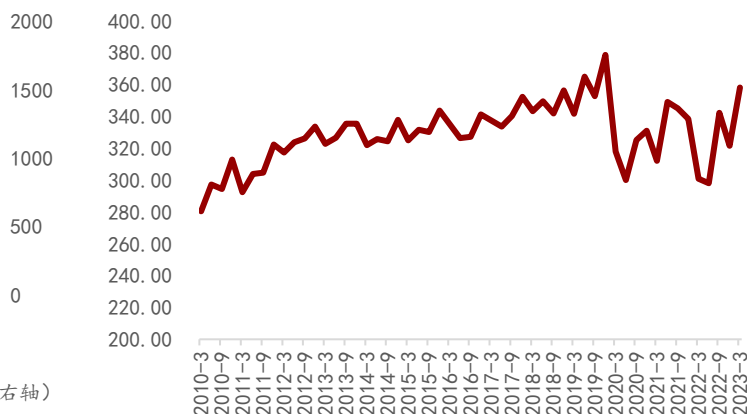
新冠疫情爆发以来, 酒店业受到巨大冲击, 全国酒店数量和客房数量较疫情前大幅减少, 2022年开始触底回升。相对于酒店连锁集团, 中小型单体酒店从产品本身到产品定价以及分销渠道都不及大企业的实力, 在行业及市场中, 知名度和关注度都比较低, 处于酒店行业的弱势地位。盈利韧性较弱的单体酒店或中小酒店在疫情冲击下大量关停, 供给侧大幅出清。自2020年起中国酒店数量逐年减少, 2021年中国酒店数量为25.2万家, 较2019年减少了8.6万家, 减少25.4%, 随着酒店数量的减少客房数量也随之减少, 2021年中国酒店共拥有客房1346.9万间, 较2019年减少了415.1万间, 减少23.6%。截止到2022年底, 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12月酒店行业ADR、OCC和RevPAR分别为321.46元/36.79%/118.25元, 其中ADR、OCC和RevPAR分别为疫情前(以2019年12月为基准)的84.92%/64.89%/55.09%, 较疫情前数据较差。随着疫情防控政策的放开, 2023年3月酒店行业ADR、OCC和RevPAR均有较大幅度的提升, 分别为358.07元/43.28%/154.99元, 其中ADR、OCC和RevPAR分别为疫情前(以2019年3月为基准)的104.82%/88.47%/92.75%, 较疫情前数据恢复较好。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36: 2019-2021全国酒店和客房数量



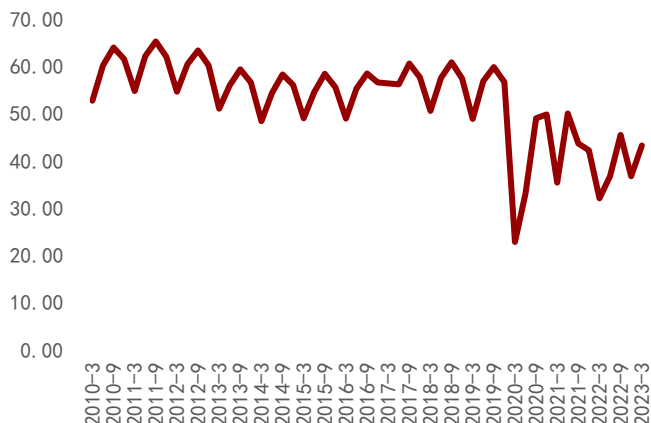
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表37: 全国酒店平均房价 (ADR, 单位: 元)



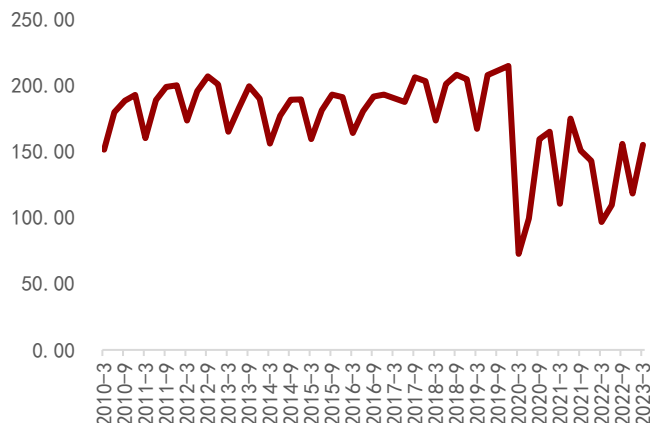
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表38: 全国酒店平均出租率 (OCC, %)



资料来源: wind, 万联证券研究所

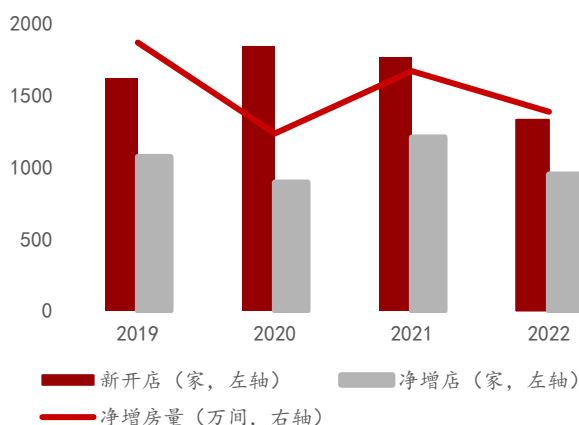
图表39: 全国酒店每间可供出租客房收入 (RevPAR, 单位: 元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

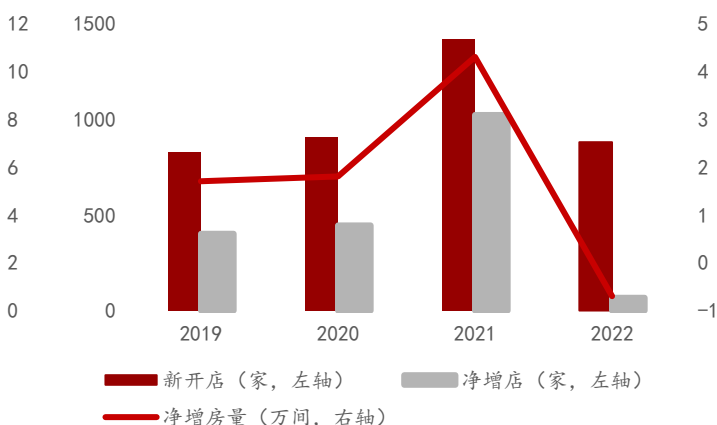
酒店龙头逆势拓客, 三大酒店集团锦江、首旅、华住疫情下不改扩张趋势。连锁发展的重点是中端品牌, 重点市场是下沉市场。下沉市场的竞争, 首先是存量市场的竞争, 是酒店集团核心竞争力和影响力的竞争。2019-2022 年锦江、首旅、华住酒店都保持了正的新开店数和净增店数, 在疫情逆境中依然大力拓展市场, 加速下沉市场布局。2022 年锦江/首旅/华住新开店数分别为 1328 家/879 家/1231 家, 净增店数分别为 947 家/67 家/713 家。在疫情加速行业整合, 连锁化率加速提升, 下沉市场增长潜力较大的背景下, 龙头酒店将持续抢占低线城市市场。**反应在资本市场上, 酒店龙头锦江、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40: 2019-2022年锦江新开店, 净增店及净增房量



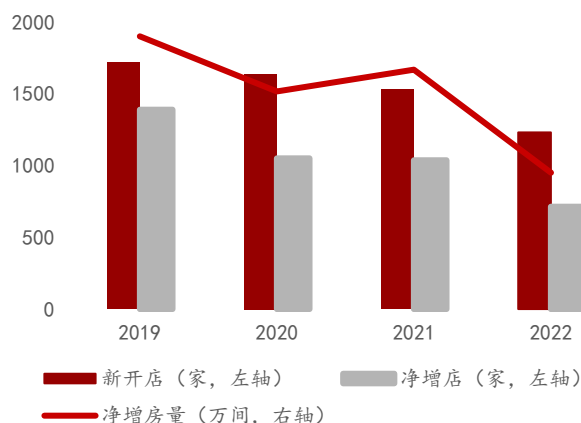
资料来源: 锦江财报, 万联证券研究所

图表41: 2019-2022年首旅新开店, 净增店及净增房量



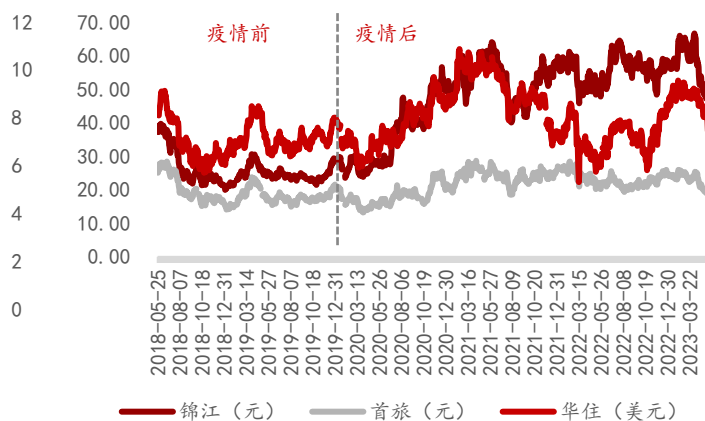
资料来源: 首旅财报, 万联证券研究所

图表42: 2019-2022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

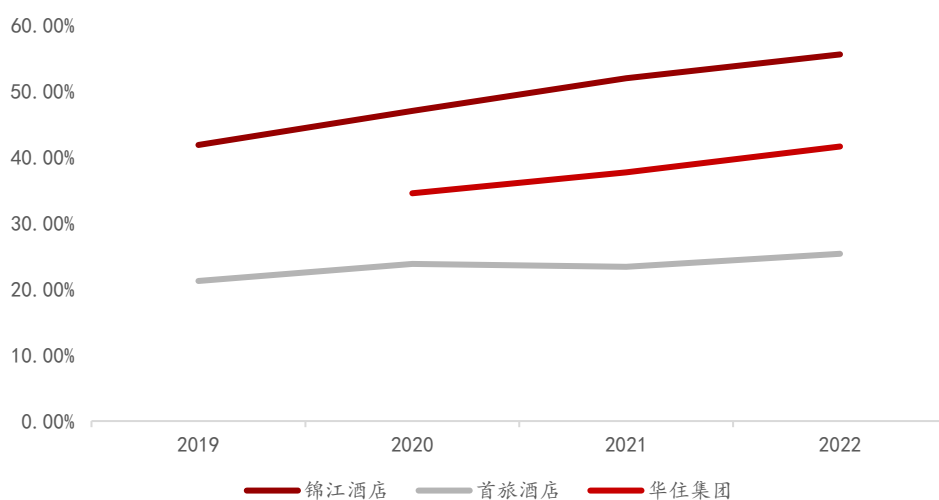
图表43: 疫情期间三大酒店龙头股价



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

内部结构优化升级, 中高端酒店数量占比提升。酒店龙头锦江酒店、首旅酒店、华住集团中高端酒店数量占比持续提升, 疫情期间仍在持续进行结构优化升级, 2022年中高端酒店数量占比分别为55.57%/25.36%/41.61%。相比经济型酒店, 中高端酒店可叠加更多元化的业态和服务, 其酒店间夜价可上探更高的区间。在中国目前的人口构成和经济水平下, 中产阶级是最大的消费群体, 他们普遍对生活品质有着更高的要求, 中高端酒店市场迈入快速发展的背后, 是消费者对于“体验”的追求。随着新世代对产品和服务提出更高的要求, 提升品牌质感成为酒店差异化竞争的方式之一, 随着存量市场的竞争愈加激烈, 各酒店集团也在寻找新的利润点。受益于消费升级和中产消费群体的快速扩大, 近年来中高端酒店迎来行业红利时代, 连续多年保持快速发展态势。从目前国内酒店市场结构来看, 中高端酒店仍有极大发展空间, 中高端酒店目前依然没有饱和, 而需求量却在不断上升, 未来中国中高端酒店将迎来中长期的快速发展阶段。

图表44: 头部酒店中高端酒店数量占比持续提升



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2.2.3 重点关注龙头在疫后的拓店签约速度

短期内酒店供给尚未完全恢复，重点关注龙头在疫后的拓店签约速度。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）。2023年上半年酒店需求回暖，但供给还未完全恢复，供不应求的情况下酒店客房单价提升，因此RevPar的增长主要由ADR的增长带动。预计今年仍处于供给修复期，应重点关注龙头疫后的拓店签约速度。2023年锦江酒店、首旅酒店、华住集团均计划大规模拓店签约，锦江酒店计划新开店1200家、新签约2000家，首旅酒店计划新开店1500-1600家，华住集团计划新开店1400家、关店600-650家。

图表45：三大酒店集团拓店签约情况

	2022 年计划拓展	2022 年实际拓店	2023 年计划拓展
锦江酒店	新开店 1500 家，新签约 2500 家	新开 1328 家	新开店 1200 家，新签约 2000 家
首旅酒店	新开店 1800-2000 家	新开 879 家，其中中高端/经济型/轻管理型酒店分别新开 200/97/582 家，加盟/直营分别新开 850/29 家	新开店 1500-1600 家
华住集团	新开店 1500 家，关店 500-550 家	境内新开 1244 家，其中加盟/直营分别新开 1227/17 家	新开店 1400 家，关店 600-650 家

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2.4 酒店行业展望及投资建议

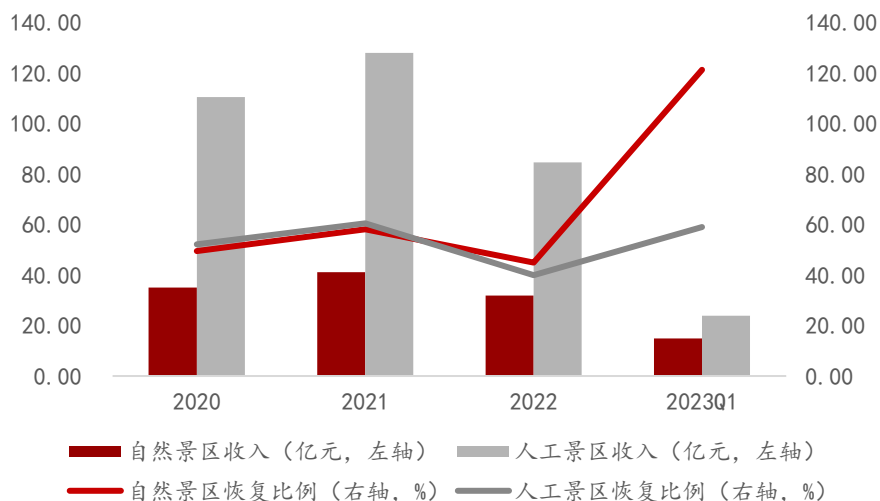
从短期角度看，年内消费复苏趋势不改，下半年随着商务和旅游出行的恢复，酒店需求会进一步回暖，酒店板块短期内稳定性较好。虽然酒店开店意愿增强，但供给短期内无法大量增加，预计年内酒店供需仍是紧平衡状态，有利于RevPAR的修复。在中高端品牌竞争较为激烈的情况下，重点关注龙头的拓店进展情况。从长期角度看，供给缺口将逐步补齐，集中度提升和结构升级是长期趋势，酒店龙头的优势将进一步凸显。重点关注龙头企业的连锁化、中高端化的进展和竞争力，酒店品牌矩阵的培育将成为龙头的重要发力点。

2.3 景区：自然景区复苏亮眼，人工景区业绩恢复空间与成长性更大

2.3.1 旅游需求持续释放，自然景区业绩超额修复

旅游需求持续释放，自然景区恢复亮眼，业绩弹性更大。2022年，国内疫情加剧，防疫政策限制旅游出行，出行客流表现平淡，旅游行业业绩承压，自然景区和人工景区营业收入均大幅下滑。按可比口径看，2022年自然景区和人工景区的收入恢复比例（相对于2019年同期，下同）分别为44.96%、39.98%，均为疫情以来最低水平。2023Q1，随着防疫硬约束解除，居民出行意愿逐渐恢复，旅游市场复苏迅猛，上市景区公司业绩快速恢复，其中自然景区客流率先行修复，业绩弹性更大。按可比口径看，23Q1自然景区和人工景区营业收入的恢复比例分别为121.34%、59.00%，其中自然景区恢复比例创疫情以来新高。

图表46: 自然、人工景区2020-2023Q1收入及恢复比例

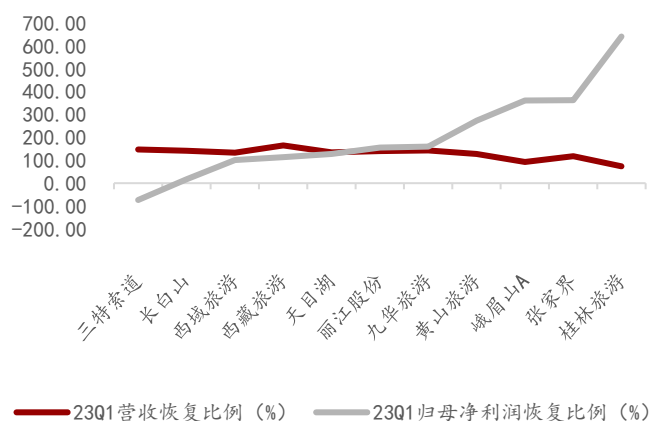


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

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

2023Q1多个景区公司业绩恢复态势强劲, 自然景区公司超额修复。景区公司成本多为刚性成本, 利润变动主要取决于客流量。2023Q1, 由于积压的旅游需求持续释放, 旅游市场回暖, 上市景区公司的业绩水平迅速回升, 其中, 部分头部自然景区公司业绩超额修复, 表现优异。**从自然景区看,**张家界、黄山旅游、九华旅游、丽江股份、天目湖、西藏旅游、西域旅游上市公司业绩及盈利能力均已超2019年同期。**从人工景区看,**云南旅游、曲江文旅、宋城演艺业绩恢复程度相对较高, 但相较自然景区而言, 人工景区第一季度恢复水平未达预期, 看好下半年人工景区业绩释放。

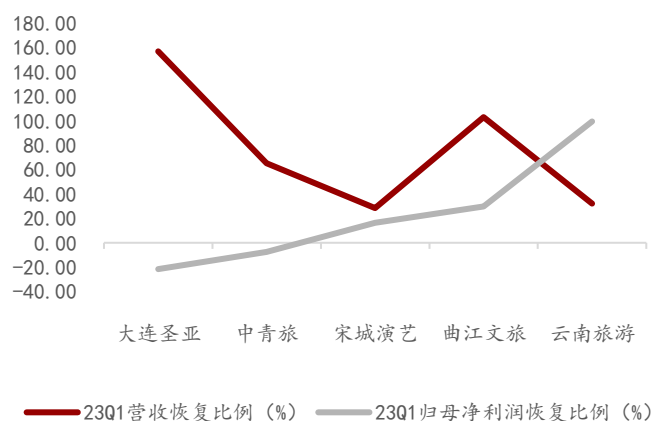
图表47: 自然景区各上市公司2023Q1恢复比例



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 恢复比例为与19年同期比较

图表48: 人工景区各上市公司2023Q1恢复比例



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 恢复比例为与19年同期比较

图表49：自然、人工景区各上市公司2023Q1业绩情况

证券名称	23Q1 营收（亿元）	营收同比增速	23Q1 归母净利润 （亿元）	归母净利润 同比增速
自然景区				
黄山旅游	3.38	161.26%	0.65	177.55%
西藏旅游	0.25	139.69%	-0.09	61.54%
长白山	0.70	235.49%	-0.04	88.02%
天目湖	1.20	114.26%	0.19	189.06%
九华旅游	1.92	136.96%	0.62	1214.41%
张家界	0.64	544.13%	-0.30	51.56%
峨眉山 A	2.38	59.57%	0.70	1486.05%
桂林旅游	0.86	286.00%	-0.13	82.46%
丽江股份	1.80	331.73%	0.55	295.22%
三特索道	1.60	173.09%	0.29	231.03%
西域旅游	0.11	121.54%	-0.13	26.04%
总计	14.84	153.96%	2.31	163.52%
人工景区				
中青旅	16.58	20.00%	-0.05	95.72%
大连圣亚	0.69	162.74%	0.02	106.14%
曲江文旅	3.27	65.14%	0.09	118.09%
云南旅游	1.05	-47.11%	-0.21	-124.22%
宋城演艺	2.34	174.82%	0.60	256.29%
总计	23.93	26.70%	0.46	119.03%

资料来源：同花顺，万联证券研究所

2.3.2 防疫硬约束解除，2023 年旅游市场高开稳增，加速回暖

2023年防疫硬约束解除，旅游业限制逐渐放宽，不断恢复发展。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。2023年，我国陆续出台了大批利于文旅发展的旅游政策：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。1月11日，文旅部按程序组织认定并完成公示，确定15家旅游度假区为新一批国家级旅游度假区，截至目前，我国国家级旅游度假区数量达到60家。2月3日，文旅部宣布自2月6日起，恢复旅行社及在线旅游企业经营内地与香港、澳门入出境团队旅游和“机票+酒店”业务。2月22日，文旅部印发《关于推动非物质文化遗产与旅游深度融合发展的通知》，明确突出门类特点、融入旅游空间、丰富旅游产品、培育特色线路等八大重点任务。3月8日，文旅部等十部门《关于深化“互联网+旅游”推动旅游业高质量发展的意见》，推进智慧旅游融合创新发展。3月10日，文旅部宣布自3月15日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务。3月31日，文旅部宣布即日起恢复全国旅行社及在线旅游企业经营外国人入境团队旅游和“机票+酒店”业务。4月10日，文旅部印发《关于进一步规范旅游市场秩序的通知》，扎实开展旅游市场整治，集中打击高频违法行为。5月19日，文旅部发布通知明确，即日起恢复旅行社及在线旅游企业经营台湾居民入境团队旅游和“机票+酒店”业务。总的来说，目前我国不断放宽旅游政策限制，将进一步提振居民出游信心，全面推进旅游消费发展复苏。

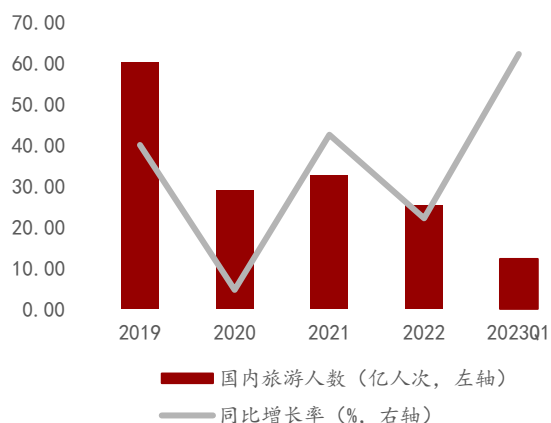
图表50: 2023年以来我国旅游业发展的相关政策

日期	事件
2023/1/5	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。
2023/1/11	文化和旅游部办公厅印发《关于落实新型冠状病毒感染“乙类乙管”做好文化和旅游行业疫情防控工作的通知》
2023/1/11	文化和旅游部发布《关于确定15家旅游度假区为国家级旅游度假区的公告》
2023/2/3	文化和旅游部发布《关于恢复旅行社经营内地与港澳入出境团队旅游业务的通知》
2023/2/22	文化和旅游部印发《关于推动非物质文化遗产与旅游深度融合发展的通知》
2023/3/8	文化和旅游部等十部门《关于深化“互联网+旅游”推动旅游业高质量发展的意见》，推进智慧旅游融合创新发展，文化和旅游部决定开展智慧旅游沉浸式体验新空间推荐遴选暨培育试点工作。
2023/3/10	文化和旅游部发布《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游业务的通知》
2023/3/29	文化和旅游部、国家发展改革委联合印发了《东北地区旅游业发展规划》
2023/3/31	文化和旅游部印发通知，即日起恢复全国旅行社及在线旅游企业经营外国人入境团队旅游和“机票+酒店”业务。
2023/4/10	文化和旅游部办公厅印发《关于进一步规范旅游市场秩序的通知》，扎实开展旅游市场整治 集中打击高频违法行为。
2023/5/19	文化和旅游部办公厅发布通知明确，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，经综合研判，即日起恢复旅行社及在线旅游企业经营台湾居民入境团队旅游和“机票+酒店”业务。

资料来源：文旅部，国务院联防联控机制，万联证券研究所

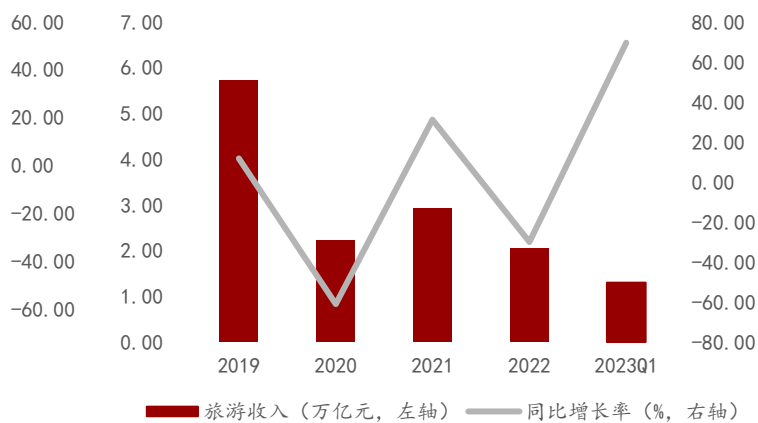
旅游需求持续释放，23Q1旅游人次及收入同比创新高。随着疫情影响不断消退，积压的旅游需求持续释放对一季度旅游淡季的提振弹性较大，加之政策利好频现，23年Q1整体出行维持高热度，旅游市场快速复苏，国内旅游人次及旅游收入同比增长均创疫情以来新高。据文旅部数据中心测算，23年Q1国内旅游总人次为12.16亿，同比增长46.50%，实现旅游收入1.30万亿元，同比增长69.50%。

图表51: 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52: 全国国内旅游收入及同比

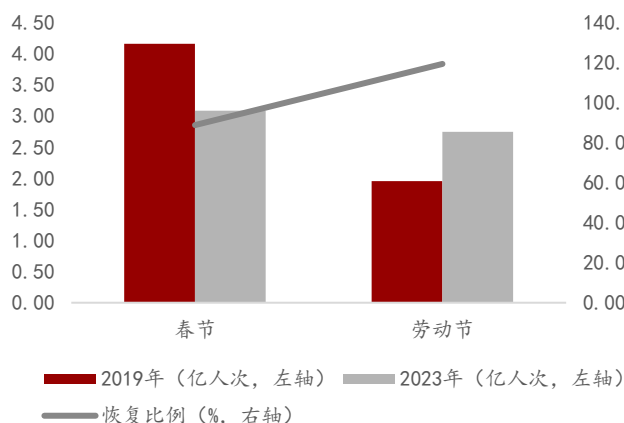


资料来源：文旅部，同花顺，万联证券研究所

春节开门红奏响复苏序曲，旅游恢复态势良好。2023年春节假期，10739家A级旅游景区正常开放，占全国A级旅游景区总数的73.5%，各地相继出台景区门票减免或打折、发放文化和旅游消费券等惠民利民政策措施，居民出行热情高涨，旅游市场强劲复苏。据文旅部数据中心测算，2023年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%；实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%。

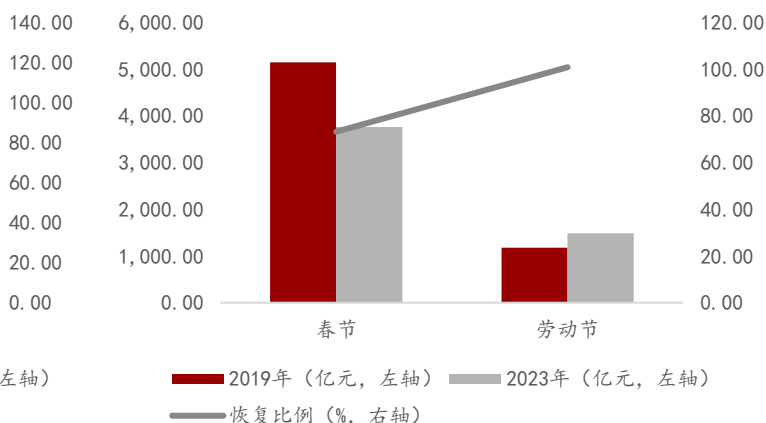
“五一”黄金周出行需求全面释放，旅游消费呈现“井喷式”增长。疫情后的首个小长假，全国出行需求迎来全面释放，出游人数创近年来新高。据文旅部数据中心测算，2023年“五一”假期，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元，同比增长128.90%，按可比口径恢复至2019年同期的100.66%，出游人次和旅游收入首次超过2019年同期数据。相较春节假期，五一假期旅游市场景气度进一步上行，旅游人次及收入恢复比例均大幅提升。

图表53: 2023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54: 2023年节假日国内旅游收入及恢复比例

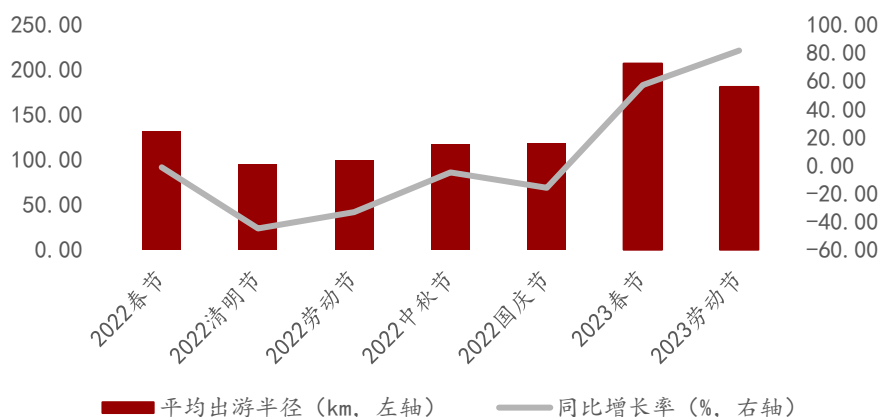


资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

跨省中长线游高位运行，中远程市场开始领跑假日旅游经济。随着我国疫情防控措施持续优化调整、全国疫情防控形势总体向好，人们的旅游意愿不断加强，出行可选范围不再受限。据文旅部数据中心测算，2023年节假日期间旅客平均出游半径较22年大幅度提升，其中春节、劳动节期间的旅客平均出游半径分别为206.90km、180.82km，同比增长57.00%、81.59%。

文化和旅游融合特征明显，乡村休闲旅游大受欢迎。文博看展、文化演艺、国风国潮热成为旅游新风尚，“旅行+演艺”“旅行+看展”“旅行+刷博物馆”受到市场青睐，演唱会、音乐节所在地周边的酒店预订量同比升高，旅游在周边消费场景的溢出效应愈发明显。据文旅部数据中心测算，23年春节假期，全国营业性演出共9400余场次，较2022年同比增长40.92%，比2019年增长22.5%，票房收入3.78亿元，观演人数约323.8万人次。23年“五一”假期，全国共举办营业性演出3.11万场次，票房收入15.19亿元，观演人数约865.49万人次。此外，逃离城市，拥抱乡村也成为越来越多人的假期旅行选择。携程数据显示，“五一”乡村游的整体订单规模已经恢复到2019年同期的242%，且在乡村停留3天以上的游客订单占比相较于2019年提升了230%。

图表55: 2022-2023年节假日旅客平均出游半径及其同比



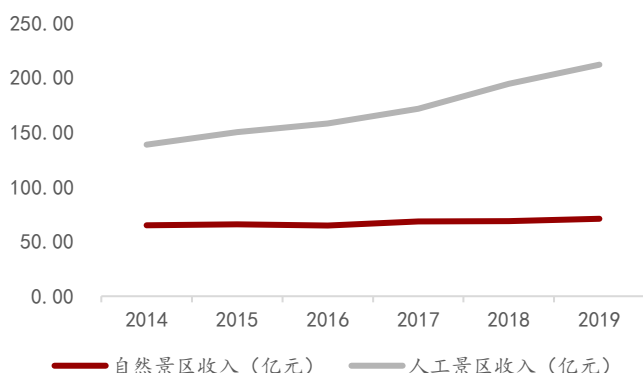
资料来源: 中国旅游研究院, 万联证券研究所

2.3.3 长期具备复苏+成长逻辑的人工景区成长空间更大

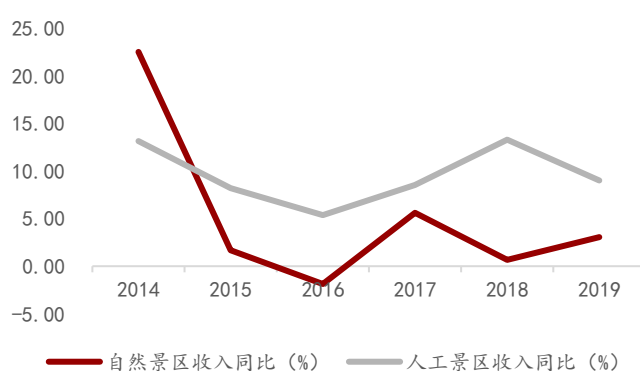
长期来看, 人工景区兼具复苏与成长性, 将具备更强业绩弹性。从供给端看, 自然景区依托稀缺的自然资源, 缺乏异地复制的能力, 只具备复苏逻辑而无成长性。相较而言, 人工景区可多地复制, 随着居民财富增长和休闲旅游意识提升, 业绩增长前景广阔。从需求端看, 自然景区位置固定且多偏远, 有赖于全国客流。人工景区依托城市周边游的兴起和旅客消费习惯的改变, 具备更高成长性, 经济复苏后业绩弹性更加可期。从运营管理来看, 相较于占据独特自然资源优势的自然景区, 人工景区激烈的市场竞争, 倒逼企业管理层精益求精, 不断优化产业链条、规划设计和成本结构, 构筑坚韧运营护城河。

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56: 自然、人工景区2014-2019年收入情况



图表57: 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

2.3.4 景区行业展望与投资建议

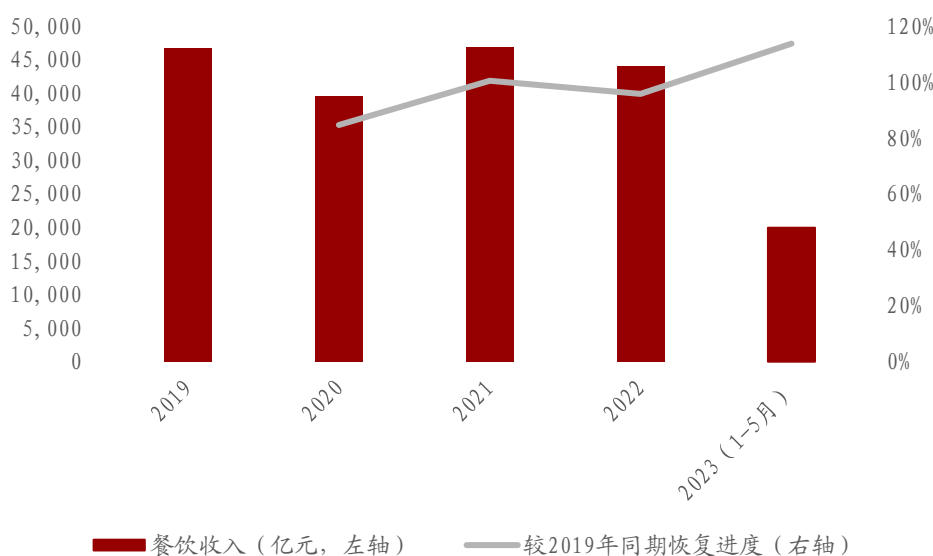
综合来看，短期自然景区恢复更快，但长期具备复苏+成长逻辑的人工景区成长空间更大。实施新冠疫情防控“乙类乙管”后，经济社会发展和人民生活很快转入了常态，2023年“五一”假日旅游市场继续春节以来“高开稳走、加速回暖”的态势，按可比口径，出游人次和旅游收入首次超过2019年同期数据，旅游业迎来了从市场复苏到高质量发展的战略转折点。2023Q1，自然景区业绩先行修复，但人工景区恢复空间还很大，并具备复制能力，有成长性，相较于只具备复苏逻辑而无成长性的自然景区，长期业绩弹性更大。我们认为，2023下半年，居民出行需求将持续释放，旅游市场会加速回暖，投资逻辑会转向对长期成长性的关注，建议重点关注兼具复苏与成长性的人工景区。

2.4 餐饮：行业复苏节奏快，龙头有望重拾扩张和业绩双增长的发展态势

2.4.1 餐饮收入增速回暖，疫情后行业恢复势能强劲

社零餐饮收入增速回暖，疫情后行业恢复势能强劲。2022年受疫情反复扰动影响，餐饮需求走弱，社零餐饮收入明显下滑，仅为43,940.8亿元，同比下滑6.30%。疫情防控放开，餐饮行业复苏，23年1-5月社零餐饮收入达19958亿元，同比增长22.60%，占2019年同期113.68%，超过疫情前的收入规模，回暖复苏趋势明显。

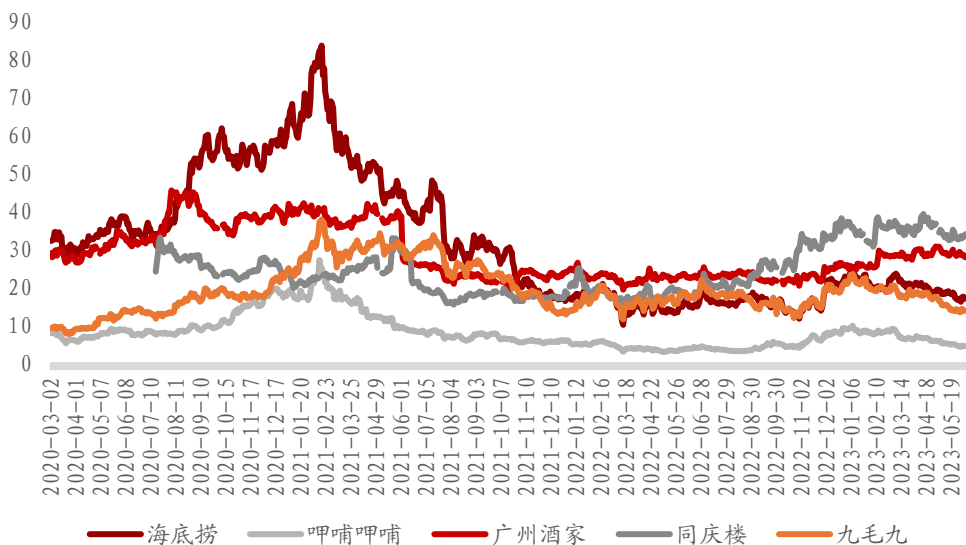
图表58：2019-2023Q1社零餐饮收入及恢复进度



资料来源：同花顺，万联证券研究所

龙头股价整体回升后出现分化。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。22年餐饮市场持续遇冷，暑期前餐饮龙头企业均呈现震荡下跌趋势，22年Q4疫情防控放开，餐饮需求逐步释放，餐饮龙头整体股价回升，但股价表现出现分化。其中A股的同庆楼、广州酒家股价表现相对较稳，海底捞、呷哺呷哺、九毛九年初上涨后持续下调。

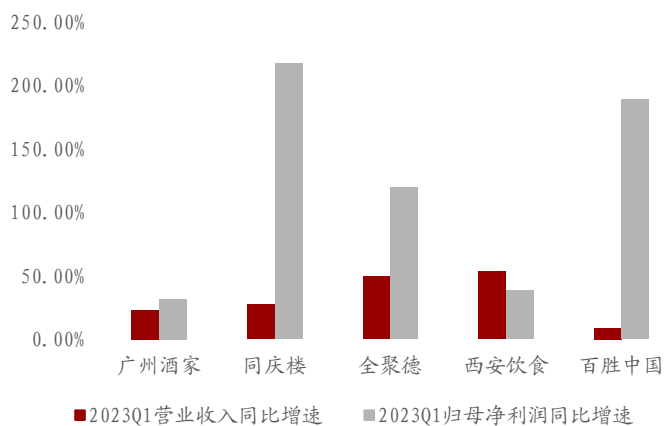
图表59: 餐饮龙头股价表现复盘 (元)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

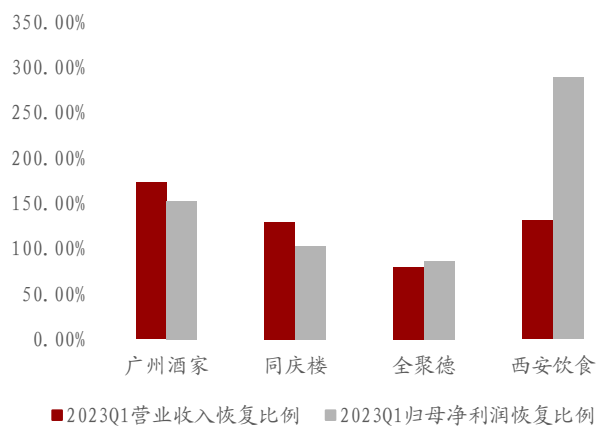
外部环境向好, 头部餐饮企业23Q1业绩理想, 彰显复苏态势。餐企门店对线下消费场景依赖度较高, 23年疫情放开, 线下餐饮需求释放, 逐步回暖, 同庆楼、广州酒家和百胜中国等头部餐企23Q1营收均同比有所增长。经过疫情3年的内功修炼, 预计2023年头部餐企降本增效成效逐步显现, 店效和开店节奏有望回暖。具体来看: **就收入端**而言, 2023年Q1多家餐饮企业在收入端获得了较高增速, 其背后主要由门店网络扩张以及堂食消费同比恢复驱动。2023年Q1, 广州酒家、同庆楼、全聚德、西安饮食、百胜中国收入增速分别为23.09%、27.27%、49.39%, 53.51%, 9.10%。相较于疫情前的2019年Q1, 除了全聚德营收还未完全恢复, 广州酒家、同庆楼、西安饮食收入均超过疫情前。**利润端:** 2023Q1广州酒家、同庆楼、西安饮食同样交出亮眼成绩, 均实现归母净利润正增长, 而且除了全聚德还未完全恢复至疫情前之外, 其他三家餐饮企业归母净利润均已超过疫情前水平。

图表60: 餐饮企业23Q1收入和归母净利润同比增速



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表61: 餐饮企业收入和归母净利润恢复情况

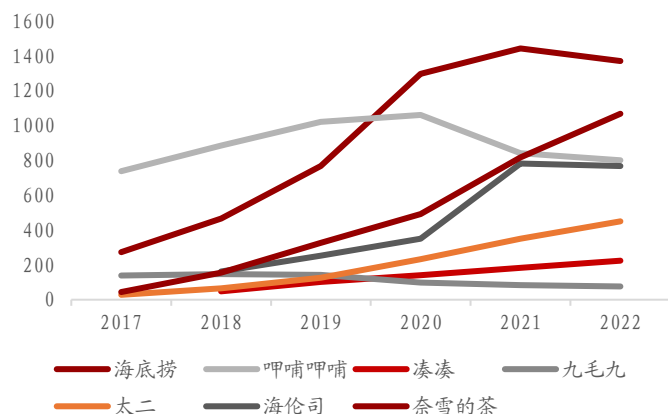


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 由于19Q1数据缺失, 剔除百胜中国 (9987.HK)

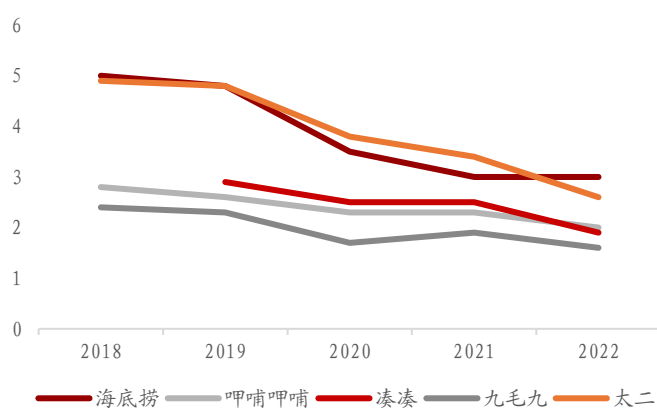
门店数量与翻台率有望双双提升，业绩反弹有望延续。过去三年疫情期间，部分餐饮上市龙头逆势扩店，抢占市场份额，但由于疫情冲击与加密分流双重影响，大部分餐饮龙头翻台率持续下滑。疫情放开后，餐饮市场复苏态势明显，翻台率有望回升，同时多家餐饮企业持乐观态度，采取扩张策略，进一步开拓占领市场，拓店数量也将提升，在门店数量和翻台率双双提升的预期下，各连锁餐饮龙头业绩反弹有望持续。

图表62: 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63: 餐饮品牌翻座/台率 (次/天)



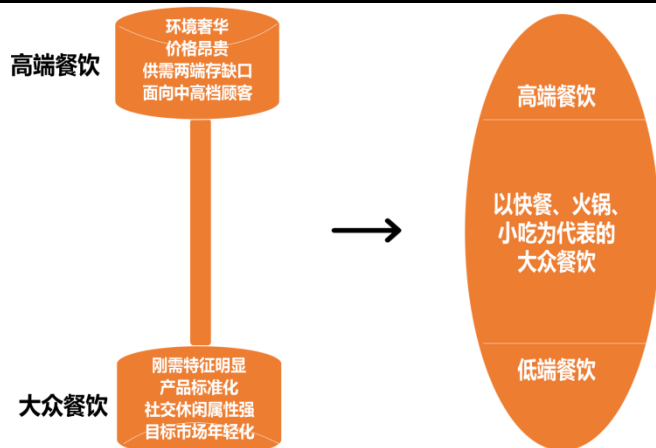
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2.4.2 中长期展望，大众品牌+连锁化仍是大势所趋

餐饮市场结构从“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”。

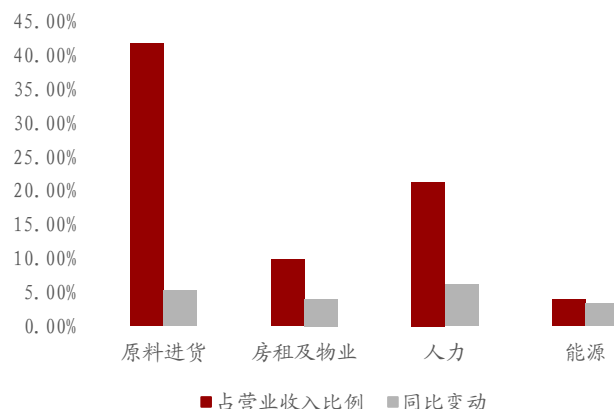
传统餐饮面临三高一低困境，品牌连锁化为大势所趋。根据艾瑞咨询调研，2021年单店平均息税折旧前利润率在20%-30%，众多餐饮商家面临着房租高、人力成本高、原料进货成本高、利润低的“三高一低”的困境。中国饭店协会报告数据显示，2021年原料、房租、人力、能源成本增速继续上升，分别为5.3%、4.0%、6.2%、3.3%，尤其是人力成本增速，较20年同期数据有较大幅度提升，互联网评价系统以及社交媒体宣传也促使营销成本快速增长，进一步压缩利润空间。餐饮企业食材成本、租金成本、人力成本占据营收的55%-75%。根据艾瑞咨询调研数据显示，2021年中国餐饮行业各项成本在营业收入中的占比为: 食材成本/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64: 餐饮市场由哑铃型转化为纺锤型



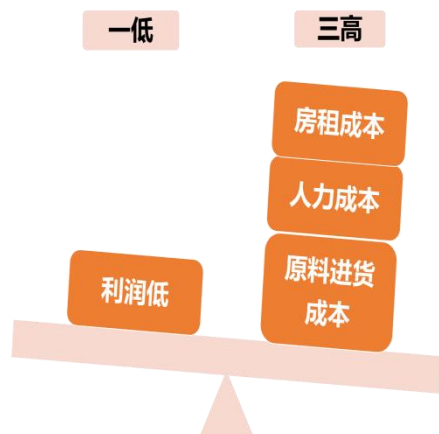
资料来源: 中国饭店业协会, 万联证券研究所

图表65: 2021年餐饮行业主要成本费用占比及其变动



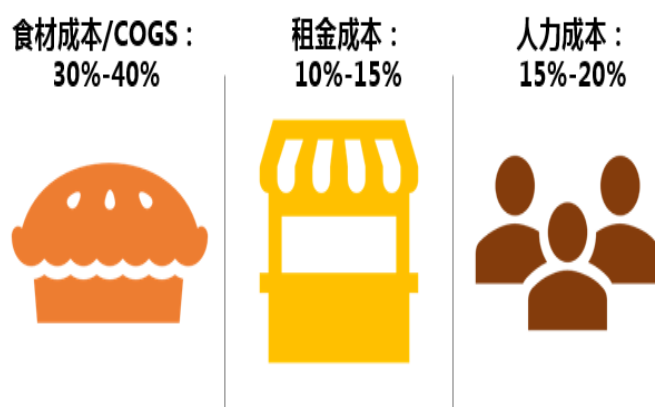
资料来源: 中国饭店业协会, 万联证券研究所

图表66: 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67: 2021年餐饮行业各项成本在营收中的占比

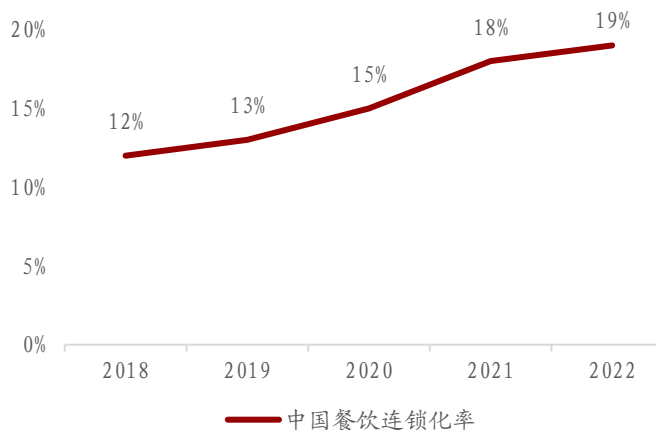


资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

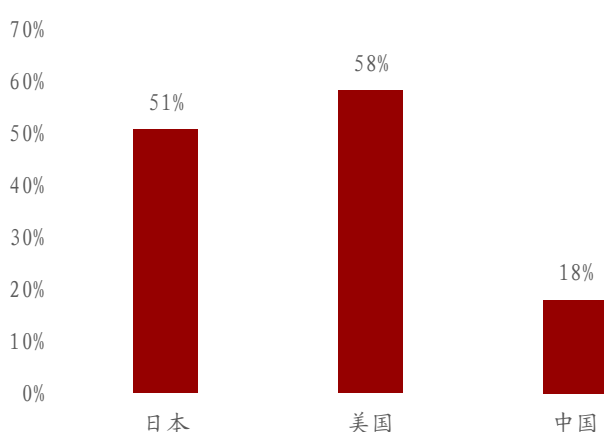
连锁经营优势明显, 连锁化可行性广受验证。连锁经营不仅是餐饮企业提高效率、降低成本的经营方式, 还能帮助企业突破发展中的管理瓶颈。连锁经营顺应餐饮工业化趋势, 能充分发挥产业链协同效应和规模效应, 构建成本优势、价格优势、服务优势以及品牌优势, 更符合餐饮业整体发展规律, 将是我国餐饮业经营模式的主要发展方向。据英国品牌评估机构Brand Finance发布的全球最有价值25家餐厅品牌榜单, 星巴克、麦当劳、肯德基高居前三, 赛百味、海底捞等其余品牌也多有连锁化、零售化特征。

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2018年到2022年, 中国餐饮市场连锁化率从12%提高到19%, 五年增长了7个百分点。但目前美国和日本的餐饮连锁化率分别达58%和51%, 较成熟市场仍有较大差距。

图表68: 2018-2022中国餐饮连锁化率



图表69: 2021年中国和美国、日本餐饮企业连锁化率



资料来源: 美团餐饮研究院, 万联证券研究所

资料来源: 中国连锁经营协会, 万联证券研究所

餐饮龙头拓展海外市场, 打造第二增长曲线。伴随政策放开, 为获取市场份额, 提升盈利能力, “出海”成为中国餐饮品牌追逐的新目标。今年1月, 海底捞海外业务“特海国际”休整门店复开; 呷哺呷哺海外首店落户新加坡, 并计划2023全年开出6家门店并延伸至马来西亚; 5月, 海伦司海外首店-新加坡乌节路店正式开业; 太二今年首次进驻香港市场。随着中餐在海外的接受度越来越高, 海外市场成为国内餐饮企业新的增长点, 有望提升品牌的全球影响力, 并反哺国内市场。

2.4.3 餐饮行业展望与投资建议

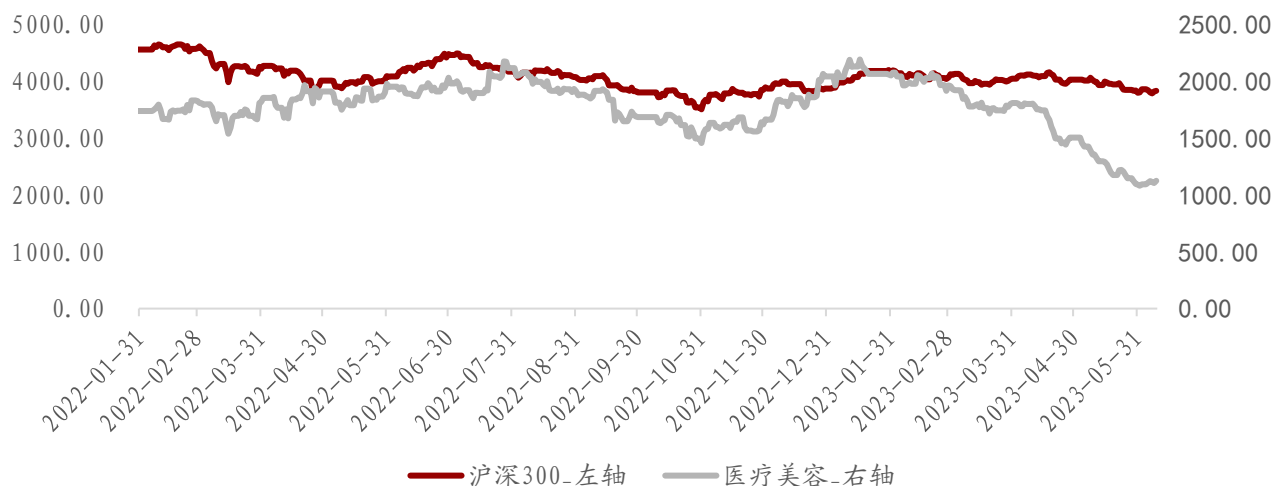
短期来看,疫情放开后, 餐饮市场复苏态势明显, 翻台率有望回升, 同时多家餐饮企业持乐观态度, 采取扩张策略, 进一步开拓占领市场, 拓店数量也将提升, 在门店数量和翻台率双双提升的预期下, 各连锁餐饮龙头业绩反弹有望持续, **重点关注企业的拓店和业绩修复情况。****长期来看,**大众品牌+连锁化仍是餐饮行业大势所趋, 海外拓展也拉开序幕, **重点关注餐饮企业产品打造和连锁经营管理能力。**

2.5 医美: 短期存在疫后回补逻辑, 关注新品推广情况

2.5.1 医美行业业绩增速回落, 股价下行

2022年以来, 医美板块迎来震荡调整, 上游器械耗材股价更具韧性。2023年, 医美板块整体进入下调, 截止6月9日收盘价, 除获客渠道和上游器械耗材中的个别股票跑赢大盘外, 大部分跑输大盘, 其中上游器械耗材较中游医美机构调整幅度小。我们认为医美行业股价表现较弱的主要原因是宏观经济弱复苏以及市场资金存量博弈背景下, 市场更偏好于短期热点板块或者安全边际较高的板块, 医美行业作为“坡长雪厚”且在过去享受了较高估值的板块, 不是目前市场偏好的类型。但由于医美行业在疫后受益于线下消费场景复苏, 基本面向好, 股价下跌后, 估值性价比凸显。

图表70: 2022年至今医疗美容指数走势图 (截至2023年6月9日)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

备注: 医疗美容指数 (884273.TI) 成分股包括爱美客、华熙生物、奥园美谷三只股票

图表71: 医美板块上市公司2022年至今相对收益一览 (单位: %, 截至2023年6月9日)

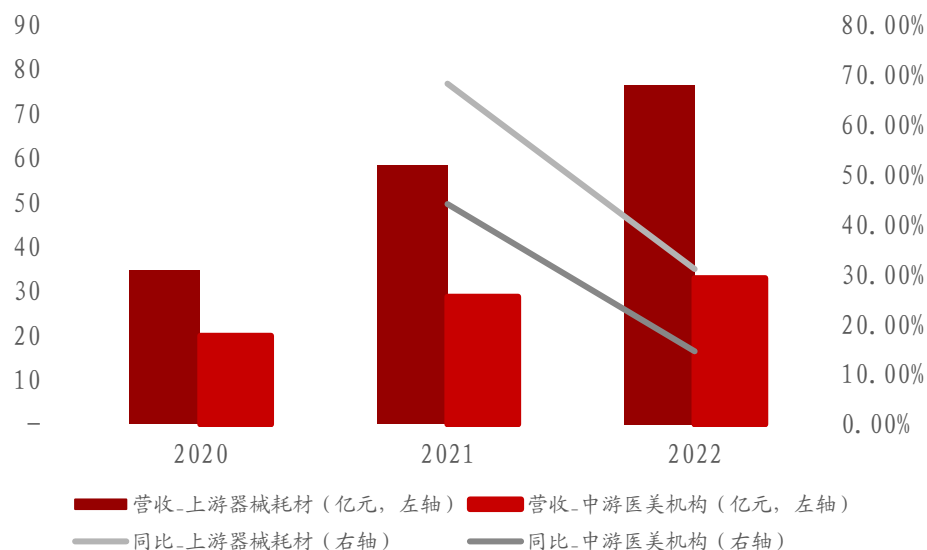
		2022年1月	2022年2月	2022年3月	2022年4月	2022年5月	2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年10月	2022年11月	2022年12月	2022年	2023年至今PB (LYR)
上游-器械耗材															
688363.SH	华熙生物	-15.24	2.94	5.49	16.93	7.14	13.01	19.01	-7.97	-1.71	-11.31	-7.54	24.31	9.02	33.33
300896.SZ	爱美客	-10.00	9.32	5.76	14.37	2.67	1.37	4.68	-2.44	-5.63	-6.43	4.20	17.71	27.72	127.93
688366.SH	昊海生科	-9.93	0.61	-0.22	-13.84	9.65	11.33	-7.77	-14.52	-3.03	-25.00	-11.37	25.10	-0.45	48.22
000963.SZ	华东医药	-1.46	3.19	-4.14	6.96	12.06	7.87	6.60	-4.08	1.82	9.82	-9.10	13.15	39.02	35.66
0460.HK	四环医药	-3.76	19.75	-2.83	15.62	11.86	11.20	-4.71	-9.71	-15.19	-4.66	20.20	10.45	-9.11	93.70
1696.HK	复锐医疗科技	-19.33	6.49	17.33	-2.03	-5.88	62.43	-9.02	-16.26	-27.45	1.71	29.87	11.16	10.81	12.88
中游-医美机构															
000718.SZ	苏宁环球	-5.74	-0.89	17.59	-17.21	2.80	-8.78	5.91	-1.45	-5.20	5.80	9.38	-7.26	-7.25	15.94
002612.SZ	朗安股份	-11.78	7.41	-4.50	-0.42	18.15	-6.37	22.69	-13.71	-15.06	-4.58	13.25	19.12	9.37	65.52
000615.SZ	奥园美谷	-15.01	1.05	9.61	-3.24	-5.67	-9.62	9.78	-12.01	-8.93	0.36	7.74	33.61	-1.74	-25.47
2138.HK	医美健康	-21.75	-6.98	8.99	0.41	0.57	-5.49	-7.11	-16.95	-4.48	-9.43	23.25	50.68	-12.46	15.73
2135.HK	瑞丽医美	-20.03	-6.21	-9.87	0.92	-4.31	7.58	-1.02	-5.82	0.62	-20.79	-1.63	31.45	-31.32	94.46
AIH.O	医美国际	1.22	0.63	-51.55	5.97	25.39	23.85	-0.14	-11.64	-4.83	-9.16	-15.26	-7.68	-29.83	-1.12
430335.NQ	华韩整形	-25.06	6.50	-13.41	-4.34	4.98	8.54	-5.29	23.82	-20.85	-21.38	40.19	68.14	-24.89	20.38
下游-获客渠道															
SY.O	新氧	-15.78	-4.49	-13.82	-18.05	-11.18	-18.66	15.03	23.82	-20.85	-21.38	40.19	68.14	-26.46	152.34

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: Benchmark选择: A股-沪深300指数, 港股-恒生指数, 新三板-三板做市指数, 美股-纳斯达克指数。

2022年医美板块收入增速有所放缓, 上游更具韧性。其中, 上游药械耗材上市公司医美业务/中游医美机构上市公司医美业务2022年营收同比增长31.11%/14.63%, 较2021年增速分别回落37.15/29.51pcts。上游业绩增速更高, 整体表现更具韧性。

图表72: 2020-2022年上游药械耗材和中医医美机构的营收和增速

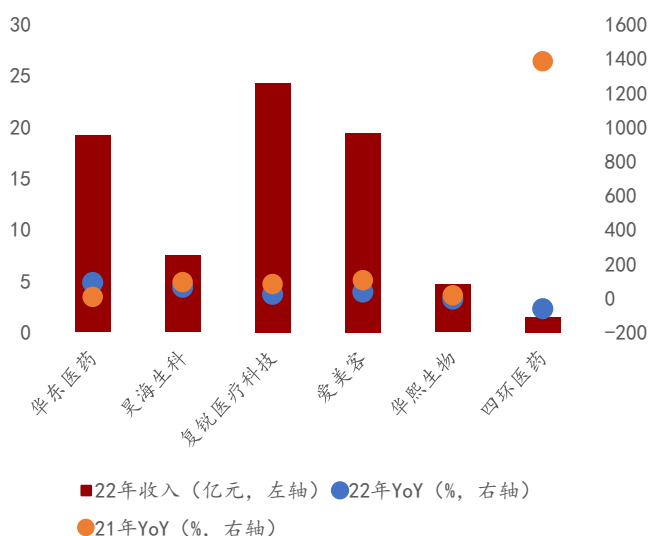


资料来源: 公司公告, 同花顺, 万联证券研究所

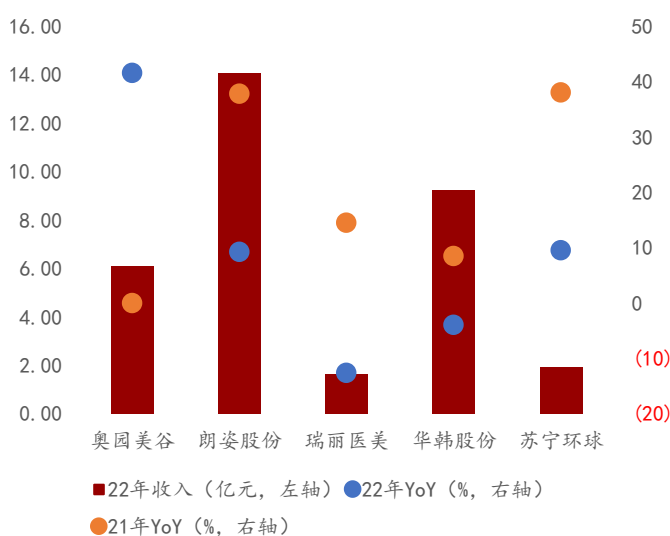
注: 上游器械耗材上市公司包括四环医药、华东医药、爱美客、昊海生科、复锐医疗科技、华熙生物, 中游医美机构上市公司包括苏宁环球、朗姿股份、瑞丽医美、华韩股份、奥园美谷, 均选取各公司医美板块收入

公司业绩对比: 上游耗材中, 华东医药/昊海生科/爱美客医美业务收入增速较高, 四环医药/华熙生物收入下跌; 中游医美服务机构中, 奥园美谷/朗姿股份/苏宁环球收入同比实现增长, 瑞丽医美/华韩股份收入同比下跌。

图表73: 主要药械仪器类上市公司医美业务收入及增速



图表74: 主要医美服务机构类公司医美相关收入及增速



资料来源: 公司公告, 同花顺, 万联证券研究所

注: 华熙生物采用医疗终端业务中皮肤类医疗产品业务, 昊海生科采用医疗美容与创面护理业务, 华东医药采用医美业务

资料来源: 公司公告, 同花顺, 万联证券研究所

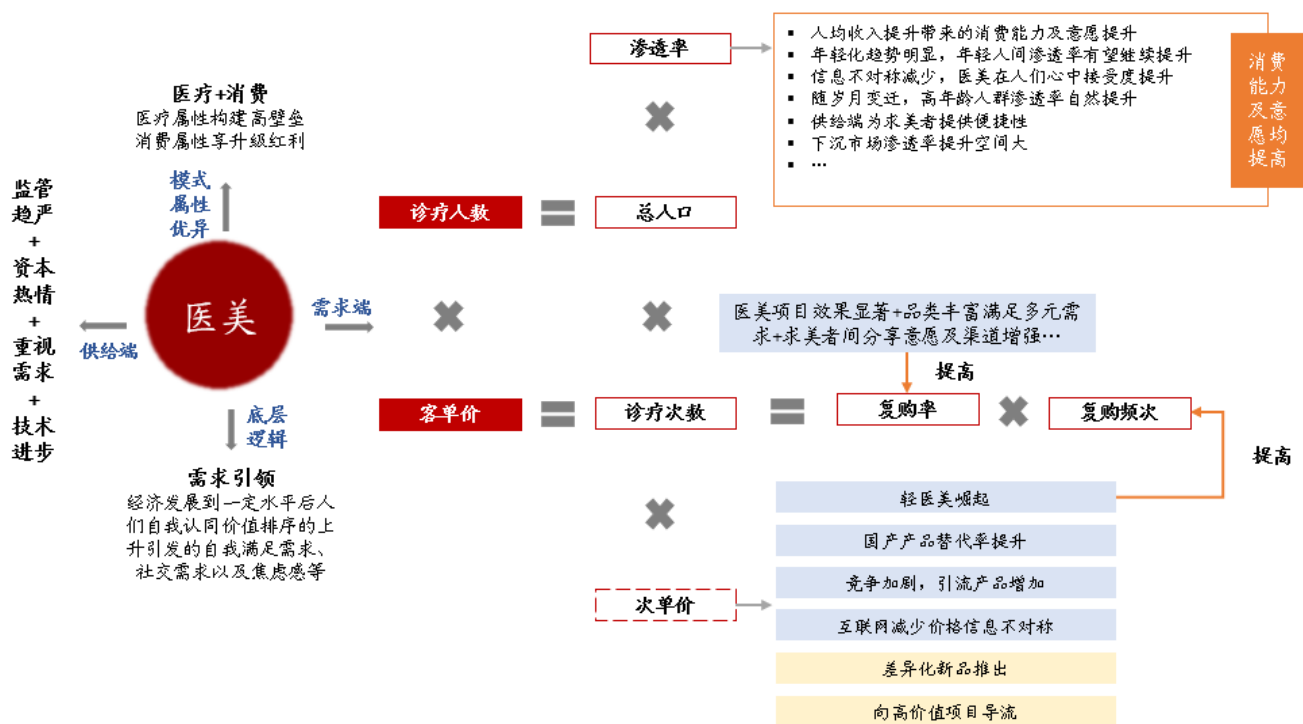
注: 朗姿股份采用旗下朗姿医美数据, 奥园美谷采用医疗美容服务数据, 苏宁环球采用医疗美容数据, 下同。

2.5.2需求端：需求短期存在疫后回补逻辑，长期具备充足提升空间

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（具备次单价较低、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，虽然次单价呈下降趋势，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。

从短期来看，医美行业在23年存在疫后需求回补的逻辑，医美需求复苏趋势明朗，即将进入医美消费旺季，且叠加去年下半年疫情导致低基数影响，医美需求环比、同比均会改善；**从中长期来看**，国内医美渗透率较低，存在充足的提升空间。

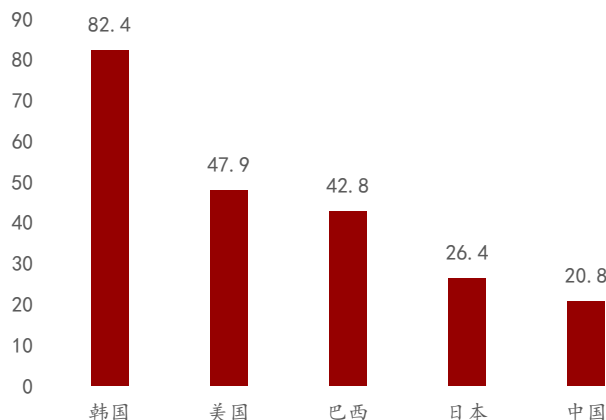
图表75：医美行业投资逻辑框架



资料来源：万联证券研究所

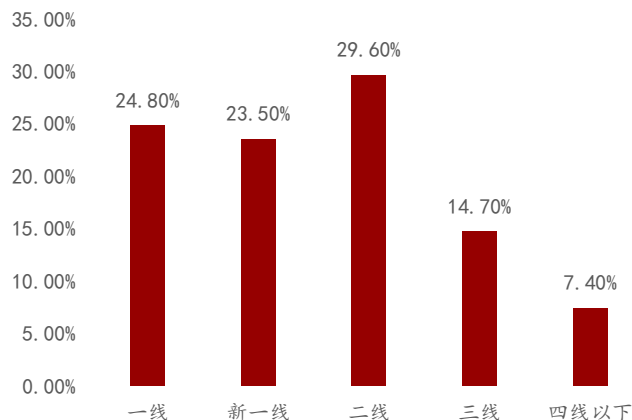
注：次单价为虚线表示我们判断中短期次单价呈下降趋势，其影响因素中蓝色底纹表示与次单价负相关，黄色底纹代表正相关。

图表76: 2020年主要国家每千人接受医美诊疗的人数



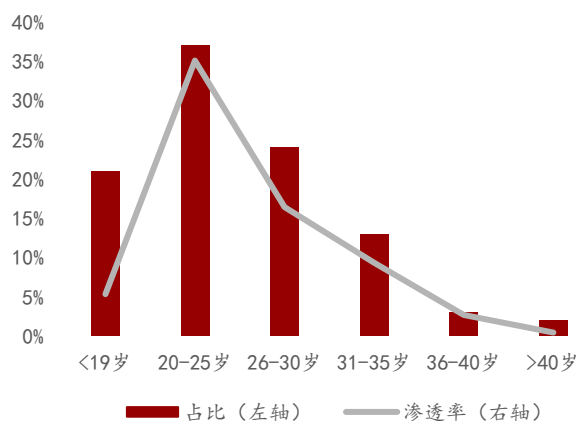
资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

图表77: 2021年不同城市等级的医美渗透率



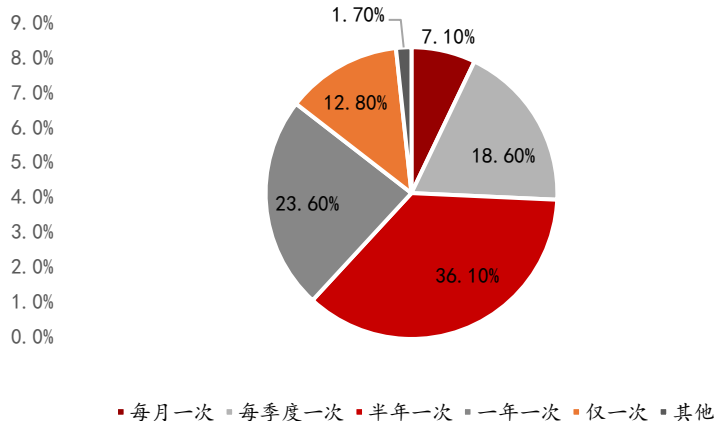
资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表78: 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79: 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

2.5.3供给端: 轻医美、合规化成为行业主旋律

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, 集中在产品推新和政策监管层面, 再深入看, 产品端持续更新迭代、监管端不断强化细化。①产品推新: 近年来, 非手术类医美的市场规模增速已超过医美市场的整体增速。轻医美成为医美主力市场。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: 在医美市场高速增长下, 行业乱象时有发生, 近年国家出台了多部门联合的综合监管政策法规。2022年是医美市场合规发展元年, 政策层面出台了更多细则、标准制定等文件。随着监管政策的不断强化和细化, 市场担忧情绪得到释放。

➤ 产品推新: 轻医美成主力市场, 新品持续迭代升级

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冬活泡泡针, 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生物科技有限公司首个自有品牌——婴芙源于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80：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81：江苏吴中推出婴芙源品牌



资料来源：公司官网，万联证券研究所

➤ 政策监管：监管不断细化，推动机构合规化运营

在医美市场高速增长下，行业乱象时有发生，近年国家出台了多部门联合的综合监管政策法规，进一步规范医疗美容服务行为，加强对药品和医疗器械生产经营使用的管理，推动行业自律，越来越多的“黑医美”和尾部机构逐步出清，一方面提高了医美行业的准入门槛，提升了合规资质公司的市场份额；另一方面推动了优质医美机构朝着精细化运营方向演进，不断丰富产品和服务矩阵，提升市场竞争力。

2022年是医美市场合规发展元年。2022年，政策层面出台了很多细则、标准制定等文

件。这一年，国家药监局发文开展药品安全整治行动，重点关注化妆品与医疗器械领域，此后关于医美行业的文件更加细化，从医疗器械级别的调整到生产质量管理规范的设定。**具体包括：**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。2022年10月13日，国家市场监管总局发布《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》，详细列举了8项虚假宣传行为以及6项价格违法行为，进一步明确了医疗美容行业的监管依据。**2023年5月4日**，国家市场监管总局等十一部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，优化医疗美容市场主体准入管理，强化事中事后监管，深化跨部门综合监管，健全适应医疗美容行业发展特点的常态化监管体系，形成以监管促发展的良好态势。

图表82：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
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。
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	国家市场监管总局发布《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	详细列举了8项虚假宣传行为以及6项价格违法行为，进一步明确了医疗美容行业的监管依据。
2023	国家市场监管总局等十一部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	优化医疗美容市场主体准入管理，强化事中事后监管，深化跨部门综合监管，健全适应医疗美容行业发展特点的常态化监管体系，形成以监管促发展的良好态势。

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，2022年，政策层面出台了很多细则、标准制定等文件，相比于中下游服务机构及获客渠道，上游原材料及器械仪器商受影响较小。①上游器械仪器类厂商：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。

2.5.4 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，非手术类医美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约为1891亿元，其中非手术类和手术类医美市场规模分别约为977亿和915亿元，占比分别为51.67%/48.39%。2017-2021年两者的复合增速分别为24.94%和11.50%，非手术类医美增速大幅高于手术类医美。预计2023年医美市场规模将上升至2666亿元，其中非手术类和手术类医美市场规模分别约为1461亿和1205亿元，占比分别为54.80%/45.20%，非手术类医美市场优势将更加明显。

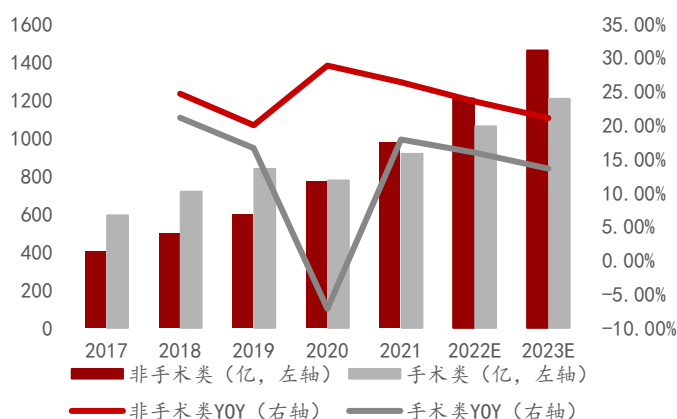
① 注射类市场规模在2021年达到约505亿元，17-21年CAGR达24.98%。根据功能细分：用于美塑及填充的玻尿酸项目颇受青睐，我国玻尿酸厂商百花齐放，产品种类多，迭代速度快，国产竞争力逐渐超过海外厂商。但由于玻尿酸作为医美的必争之地，赛道拥挤，尤其近几年多款玻尿酸产品集中上市，同质化程度高导致多数品牌竞争力相对较弱。用于萎缩的肉毒素市场需求旺盛，根据新氧大数据，2019年肉毒素受制于国内严格的审批制度，肉毒素仅占注射类医美市场的32.7%，但随着市场参与者的丰富及其较好的拓客属性，2021年肉毒素在注射类医美消费中占比达52.9%，两年间实现飞速增长。2020年以前肉毒素市场集中度较高，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在2021年约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。

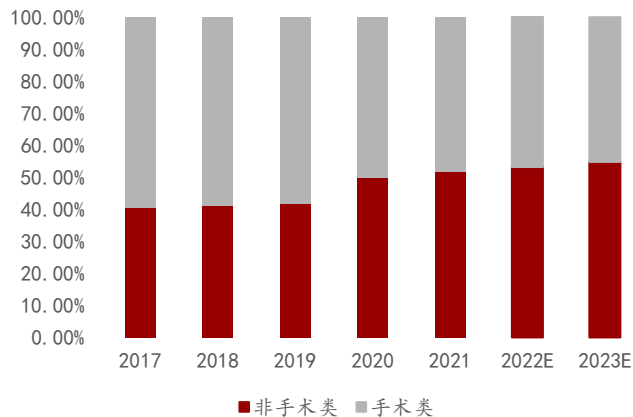
③ 手术类市场规模合计约915亿元,17-21年CAGR为11.50%。

图表83: 非手术类和手术类市场规模及增速



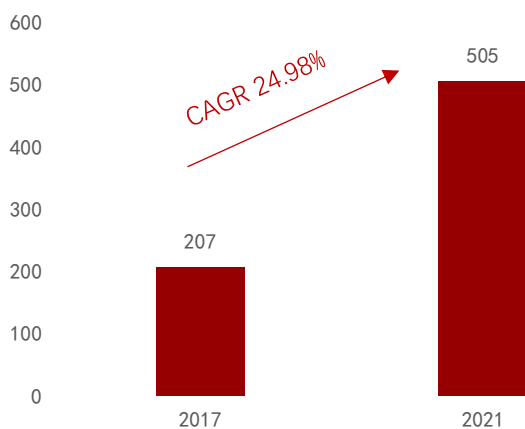
资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

图表84: 非手术类和手术类市场规模占比



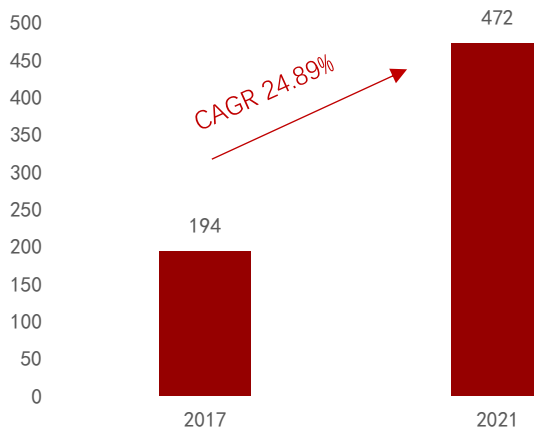
资料来源: 弗若斯特沙利文, 万联证券研究所

图表85: 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

图表86: 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

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87：2019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>形式：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>面积规模：通常在 3000 平米以上</p> <p>医生数量：全职主诊医生 10-15 位</p> <p>客流量：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>形式：包括医院和门诊部两种形式</p> <p>面积规模：约在 500-3000 平米之间</p> <p>医生数量：全职主诊医生 3 位左右，助手 6 位</p> <p>客流量：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>形式：主要包括门诊部和诊所</p> <p>面积规模：在 500 平米以下</p> <p>医生数量：主诊医生 1 位，助手 2-3 位</p> <p>客流量：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。

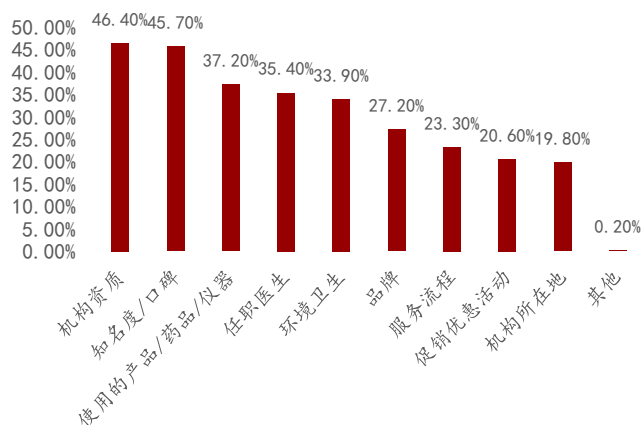
图表88: 部分头部医美机构医生储备情况

公司简称	医生储备
华韩整形	截至2022年12月31日, 公司下属7家医院和10家门诊部共201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, 39名副主任以上医生, 80名主治医生, 78名执业医师)。公司下属医院共计有115名多点执业医师。报告期内新增49名多点执业注册医师, 其中16名执业医师, 17名主治医师和, 16名副主任及以上医师。
瑞丽医美	截至2022年12月31日, 本集团拥有131名医师及医务人员。
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803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。
奥园美谷	医师团队方面, 医生52名(其中副高、正高职称医生19名), 特聘专家16名, 所有医师平均执业医龄达15年。
医思健康	2022年, 集团全职注册专属医生团队人数进一步增长至251人。

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

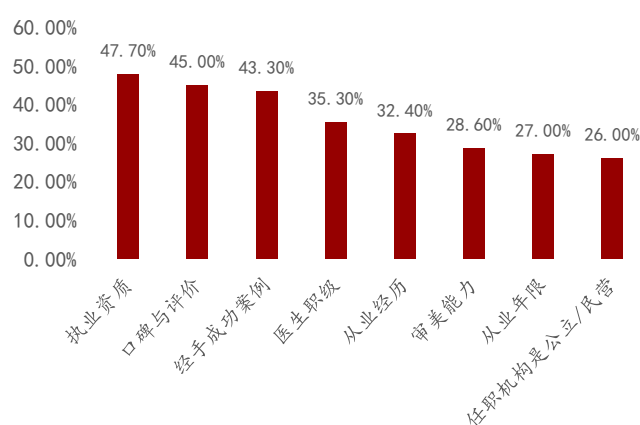
注: 华韩整形、瑞丽医美、奥园美谷、朗姿股份、医思健康均采用2022年年报资料

图表89: 2022年中国医美用户选择医美服务机构的考虑因素



资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

图表90: 2022年中国医美用户选择医美机构医生的考虑因素



资料来源: 艾瑞咨询, 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。

2.5.5 医美行业展望与投资建议

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, 医美需求短期存在疫后回补逻辑, 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。

3 投资建议

2023年上半年，市场关注重点是疫后线下消费场景的恢复，展望下半年，预计市场关注重点将转向短期消费复苏+长期成长逻辑。在大力发展经济、恢复消费市场活力的背景下，社会服务行业复苏的方向是确定的。但由于社会服务行业具备明显的季节性，并且不同细分行业复苏节奏不同（餐饮>酒店>景区>医美>免税），复苏过程中由于预期差存在资金博弈的行为，导致行业的股价波动较大，目前行业指数处于底部区域，下半年有望迎来向上行情。

在投资上，各细分领域下半年的关键影响因素不同，建议：①免税行业重点跟踪业绩修复情况，盈利好转时有望迎来股价向上拐点，关注兼具离岛免税、口岸免税、市内免税的免税龙头。②酒店行业重点跟踪龙头疫后扩店情况，关注扩店进展较快的龙头企业。③景区重点跟踪人工景区的复苏情况，关注兼具复苏与成长性的人工景区。④餐饮行业重点跟踪企业扩张和业绩修复，关注产品打造和连锁经营管理能力较强的餐饮龙头。⑤医美行业重点跟踪业绩增长和新品推广情况，关注器械耗材、服务机构两大医美子赛道龙头。

4 风险提示

- 1、**宏观经济增长不及预期风险。**疫后市场普遍预期宏观经济将迎来增长，如果经济增长不及预期，可能导致市场下跌风险。
- 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登记为证券分析师，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

万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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