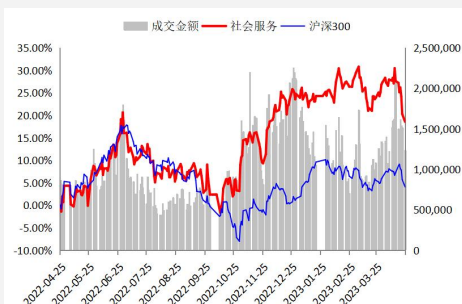




## 出行板块大幅回调，关注后期修复机会

近一年该行业相对沪深 300 走势



### ● 内容提要

行业评级： 推荐

- **事件：**近期，出行板块股价大幅回调，市场对于出行消费的可持续性仍抱有怀疑态度。
- **疫情期间酒店结构出现一定分化，三大酒店集团直营店明显减少。**锦江酒店中端占比明显提升，由 2019 年的 41.8% 提升至 23Q1 的 56%。华住经济型以及中高端发展相对均衡，中高端占比分别由 38% 提升至 42.9%。首旅酒店经济型酒店占比下滑较多，由 19 年的 64% 下降至 23Q1 的 32%；与此同时轻管理占比由 8.2% 迅速提升至 42%；中高端酒店占比由 18.7% 提升至 25.6%。2023Q1 末与 2019 末对比，锦江境内、首旅、华住境内直营酒店分别净减少 157、191、68 家，锦江、首旅、华住境内加盟店分别净增 3386、1742、2914 家。**酒店需求端尚未恢复，23Q1 房价复苏领先。**22 年由于国内疫情多发，各集团经营受阻，22 年三大酒店集团 OCC 仅恢复至 19 年的 70-80% 左右，同店价格多恢复至 9 成左右，考虑到结构优化带来的整体平均房价提升，锦江、首旅、华住 22 年 RevPAR 恢复至 19 年的 72%、61%、79%。23 年一季度，锦江、首旅、华住整体 RevPAR 分别恢复至 19Q1 的 103%、92%、118%，其中同店表现来看，①中端酒店：一季度中端同店 RevPAR 锦江、首旅、华住分别恢复至 84%、82%、111%，分拆来看，OCC 锦江和首旅表现相差不大，分别恢复至 19Q1 的 85%、86%，华住集团中端同店 OCC 表现亮眼，恢复至 19Q1 的 99.7%；中端酒店同店价格方面，锦江和首旅分别恢复至 99%、94%，华住领先恢复至 111%。②经济型酒店：一季度锦江、首旅、华住经济型酒店 RevPAR 分别恢复至 92%、87%、105%，其中需求端恢复至 19Q1 的 8-9 成，房价已

研 究 员	杨妍
投资咨询证书号	S0620521100003
联 系 方 式	025-58519170
邮 箱	yanyang@njzq.com.cn

经达到 19 年同期的 110-120%左右水平。华住需求及房价恢复均处于领先地位，锦江需求及房价与首旅相差不大，但由于结构优化，整体 revpar 恢复度要好于首旅。

- **平民消费+内容创新，23Q1 景区板块实现强势复苏。**22 年景区板块实现营业收入 116 亿元，仅恢复至 19 年的 41%；23Q1 开年实现强劲复苏，板块整体营业收入已经恢复至 19Q1 的 73%。23Q1 板块整体归母净利润 2.7 亿元，19Q1 盈利 4.7 亿元，而 22 年板块共亏损 19 亿元，23Q1 已成功实现扭亏。天目湖营业收入恢复至 19Q1 的 135%，丽江股份恢复至 19Q1 的 140%，西藏旅游恢复至 19Q1 的 165%，黄山旅游恢复至 128%，峨眉山恢复至 93%。峨眉山 23Q1 归母净利润恢复领先，23Q1 实现归母净利润 0.7 亿元，19Q1 仅为 0.19 亿元，主要系公司 23Q1 收入同比实现较好的恢复，同时成本、费用控制良好，业绩大幅释放。黄山旅游、丽江股份 23Q1 归母净利润分别为 0.65、0.55 亿元，远超疫情前 19Q1 的 0.24、0.35 亿元；此外天目湖 23Q1 实现业绩 0.19 亿元，同样比 19Q1 的 0.15 亿元实现较好修复。疫情以来，传统景区通过短视频直播、创新 IP 破圈、文创周边等方式吸引游客，催化了疫后强势复苏；传统景区有“平民消费+内容创新”的属性，沉浸式演艺的出现，寺庙游的兴起也给传统景区带来了新的成长机遇。
- **免税因汇兑损失+折扣力度大等因素短期承压。**根据海口海关，23Q1 实现离岛免税销售额共计 168.7 亿元，同比+14.6%，免税购物人次为 223.6 万人，同比+27.2%；1-3 月离岛免税客单价分别为 8151、7438、6950 元，环比略有下滑；渗透率方面（离岛免税购物人次比离港人次），23 年 1-3 月分别为 21.6%、26.5%、22.4%，环比 22 年底也有回落。23 年“五一”假期（4 月 29 日至 5 月 3 日），海口海关共监管海南离岛免税购物金额 8.83 亿元，购物人次 10.9 万人次，较 2022 年“五一”假期分别增长 120%、158%，日均销售额 1.77 亿元同比 21 年五一期间日均销售额 1.99 亿元下滑 11%。3 月 15 日起我国第二批 40 个国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务恢复，五一出境游消费意愿较旺，根据国家移民管理局，五一期间全国边检机关共查验出入境人员日均人数为 125 万人，较 22 年同期增长 2.2 倍，恢复至 19

年同期的 59.2%。一季度毛利率 29%，环比 22Q4 提升近 8pct，同比 22Q1 下滑 5pct，同比出现一定下滑，一方面今年 Q1 折扣力度相比 22 年 1-2 月略有提升（22 年 1-2 月净利率达到 18.3%），另一方面去年汇率变动、商品采购成本提升，导致 23Q1 商品销售成本增加；此外 22Q1 有部分供应商返利影响。未来随商品结构的进一步优化以及利润与收入的平衡考量、精细化的折扣管理，毛利率有望逐步改善。

- **后续投资建议：**春节以来出行链板块整体而言迎来快速复苏，23Q1 作为业绩验证的第一个窗口期，部分公司业绩取得亮眼表现甚至反超 19 年同期，为接下来 Q2 以及暑期旺季 Q3 业绩恢复奠定较好基础。综合考虑估值以及业绩兑现确定性来看，酒店+景区板块 4 月中旬以来经历了一定回调，中长期维度继续推荐锦江+首旅+宋城+天目湖；免税短期业绩承压，但增量项目稳步推进，且估值回调至具备一定性价比，建议关注中国中免。
- **风险提示：**居民收入及消费意愿恢复不及预期，阶段性疫情影响，行业复苏不及预期。

## 免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

### 南京证券上市公司投资评级标准：

- 买入：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 增持：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。