



社会服务行业消费者服务板块 股价异动点评：择优配置基本 面扎实的出行链龙头



昨日中信消费者服务板块 A 股指数上涨 7.97%、港股指数上涨 10.28%，反映了市场在经历近两周极度悲观预期之后、面对防疫政策预期边际放松的极致情绪回应。一方面，短期 Q3、Q4 国内出行链公司经营仍承受显著压力，往后看虽然疫情管控措施松动的准确时间点难以准确预判，但更加灵活的防疫措施趋势则是依旧明确的，期间各类事件性催化将不定期脉冲式刺激市场情绪。另一方面，从欧美实际经验来看，若后期内地管控措施明显松动，头部出行链企业经营修复至疫前水平或仅需一到两个季度。整体而言，我们认为出行链投资应适当淡化博弈择时，优选疫后业绩消化当下估值能力强、兼具明确长期逻辑的头部公司。

Q3 国内出行链依旧承压，但不乏结构亮点。

免税：经营显韧性，继续巩固核心竞争力。7 月海南离岛免税店销售额同比增加 21%，验证旺盛市场需求。后续在海南疫情导致三亚国际免税城自 8 月 5 日至 9 月 20 日关店的背景下，中国中免 22Q3 仍实现 6.56 亿扣非净利，显现出经营韧性。与此同时，中免的核心竞争力不断巩固：供应链方面，海南国际物流中心一期已投入使用，新增 5 万平仓储面积，提高物流配送效率；渠道维度，海口国际免税城于 10 月 28 日顺利开业，线上渠道继续优化，成为疫情期间贡献收入的重要力量；此外，公司将与太古地产共同合作发展三亚国际免税城三期项目，打造高端旅游零售新地标。

酒店：结构&区域差异，头部修复分化。22Q3 境内 Blended RevPAR 同比 2019 年同期，华住 89.7%vs.锦江 80.4%vs.首旅 66.5%。其中，

BlendedADR 华住 103.4%vs.锦江 104.1%vs.首旅 90.6%，对应头部酒店 22Q3 中端及以上门店占比同比 2019 年同期，华住+10.0pctsvs.锦江 +15.3pctsvs.首旅+5.9pcts。此外，BlendedOcc 华住-11.7pctsvs.锦江 -17.9pctsvs.首旅-22.2pcts，反映各区域疫情情况以及各家中央会员送客能力差异。22Q3 新开店数量，华住 430 家 vs.锦江 361 家 vs.首旅 279 家；22Q3 净开店，华住 226 家 vs.锦江 276 家 vs.首旅-54 家；全年开店目标完成度，华住 67%vs.

锦江 79%vs.首旅 48%。

景区：周边游亮眼，长途游依旧受阻。受益江浙沪周边游及传统旺季，天目湖暑期恢复明显，我们测算暑期景区业务相较 2019 年同期恢复约 70%，判断度假酒店业务整体收入已超 2019 年同期水平。中青旅旗下古北水镇承接北京周边游休闲度假需求，中秋假期收入相对 2019 年同期恢复 106%，22Q3 接待游客量 52.88 万人次/+4.71%；而乌镇受制于跨省游景气度仍弱，中秋收入仅恢复 60%，22Q3 接待游客 60.31 万人次 /-22.35%。宋城演艺则主业供需双重压力仍存，多个项目受疫情管控影响仍处于闭园状态；22Q3 公司综合毛利率 68.8%，积极优化组织架构及管理流程、动态统筹调度项目间人员流动使得公司业绩体现韧性。

餐饮：同店恢复前高后低，9 月餐饮社零增速转负。整体来看，处于调整期的九毛九和海底捞同比恢复较快，九毛九 7 月/8 月/9 月/国庆同店同比恢复程度分别为 100%/99%/92%/88%；海底捞 7 月/8 月/9 月同店

翻台率同比恢复程度 104%/110%/95%，国庆大陆地区翻台率同比持平。太二、海伦司、奈雪相对稳定，太二品牌 7 月~国庆同店同比恢复 85%/90%/82%/82%；海伦司恢复 82%/91%/83%/90%，新店型和活跃的下沉市场带动恢复程度提升；奈雪的茶恢复 70%/95%/90%/80%，量增显著、单价趋稳，9 月以来深圳疫情有一定影响。

参考海外，管控措施放松后客流和价格递次主导复苏。

截至 2022 年三季度中旬，全球国际游客客流已恢复至疫情前 72%，不同地区国际客流恢复度排序基本与各国疫情管控政策放松、取消入境限制的前后顺序一致，即欧洲（74%）>美洲（65%）>非洲（60%）>亚太（14%）。

在管控放松初期，本地消费呈现更快弹性，美国和英国用餐客流于 2021Q2 开始即恢复至疫前水平，21Q3~Q4 美国主题公园、赌场客流恢复甚至达到疫情前 105%~110%的水平。酒店客流恢复进度稍落后，虽然本地休闲需求强劲但入境商旅仍未完全恢复，欧美市场 2022 年 5 月以来酒店才逐渐恢复至接近疫情前水平。这一阶段需求韧性强、降本控费能力

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48097

