

强于大市

社会服务行业 2023 年三季报综述

暑期旺季促出行产业链加速复苏，业绩恢复预期得到阶段性兑现

23Q3 社会服务板块整体在暑期出行旺季的作用下实现较好的业绩复苏，出行产业链多标的业绩实现高增长，23Q3 延续了上半年的复苏态势。展望全年，Q4 多为文旅出行淡季，Q3 的表现或已初步决定全年业绩恢复大致情况。长期来看，我们认为行业需求和供给的进一步释放带来社服行业公司经营业绩的持续增长，维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **23Q3 业绩延续恢复态势，暑期旺季催化业绩加速增长。** 23Q1-3 共实现营收 984.05 亿元，同比增 29.68%，恢复至 19 年同期 94.36%；在需求高速增长带动下，实现归母净利润 59.84 亿元，同比扭亏转盈 62.88 亿元。23Q3 共实现营收 374.48 亿元，同比增 28.36%，恢复至 19 年同期的 96.44%；实现归母净利润 38.82 亿元，同比增长 107.18%，恢复至 19 年同期的 97.17%。在三季度暑期旺季催化下，旅游需求主导行业复苏，出行客群进一步回归常态，板块实现良好复苏，复苏预期得到阶段性兑现。其中出行链相关的旅游及景区、酒店餐饮等同比增长显著。
- **持仓比例环比下降，仍处历史低位水平。** 在申万 31 个一级行业中，社服板块重仓基金达 506 家/环比+1 家；基金重仓持股总市值为 162.4 亿元/环比-4.66%；持股市值占基金股票投资市值比为 0.27%/环比-0.01pct。重仓股中免税、人服环比略有增持，酒店、旅游板块整体遭减持。
- **免税：Q3 及国庆双节假期期间，海南客流快速增长，而离岛免税销售略有承压，客单水平环比有所下滑，后续建议关注顶奢入驻对龙头企业中国中免销售的拉动作用；跨境游供应链持续修复有望带动机场免税渠道加速回暖，市内免税新政也有望加速出台。**
- **酒店：受益于出行链复苏叠加客源属性趋于多元，营收利润实现良好增长。** 23Q3 旺季影响下多家酒店 RevPAR 已超越 19 年同期。展望未来，各家酒店在持续拓店的背景下同时积极布局中高端转型，升级后的客房房价提升有望驱动经营业绩进一步提升，且当前入住率仍存在恢复空间。
- **餐饮：餐饮消费持续回暖，投资与消费趋于理性。** 餐饮因其自身线下高频消费属性，在出行场景进一步修复后业绩增长较为显著，业绩复苏预期得到兑现。在当前环境下，消费者更注重性价比，投资也更趋于理性。
- **旅游&景区：暑期旺季助推客流增长，国内出行市场持续火热，Q3 多景区客流恢复超出疫前水平，部分景区接待游客人次及盈利水平创新高。** 景区修复逻辑基本已兑现，后续关注点将重回企业的内生增长。
- **人服：就业市场压力仍存，招聘意愿仍需时间修复，企业出海带动相关需求值得关注。** 期待后续政策等利好因素主导下的行业信心修复。
- **会展&赛事演出：1) 会展：前三季度境内外会展市场两旺，相关企业业绩也实现高速增长，预计明年全球会展市场恢复将提速。2) 演出：暑期文娱演出需求火热，文旅融合与深度体验需求成为疫后新趋势，推动相关产业链企业业绩加速释放。**

相关研究报告

《社会服务行业周报》20231113
《社会服务行业周报》20231106
《社会服务行业周报》20231030

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：纠泰民

taimin.jiu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030002

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

投资建议

- 推荐旅游景区板块的黄山旅游、宋城演艺、天目湖、丽江股份、岭南控股、众信旅游、中青旅、长白山、海昌海洋公园；推荐免税板块的中国中免、王府井；推荐酒店板块的君亭酒店、锦江酒店、首旅酒店；推荐人服板块的科锐国际；推荐餐饮板块的同庆楼；推荐零售板块的豫园股份以及会展板块的米奥会展；推荐演艺演出产业链中的锋尚文化、大丰实业。

评级面临的主要风险

- 需求复苏不及预期，行业信心复苏不及预期，政策落地及执行不及预期。

目录

1 23Q3 总结：暑期出行需求旺季，推动 Q3 业绩加速修复	6
1.1 23Q1-3 总结：疫后板块修复预期逐步兑现，出行产业链业绩恢复加速	6
1.2 23Q3 总结：复苏环比延续，受益于需求增长出行板块强势反弹	7
1.3 重点标的总结：旅游会展领航增长，专业服务企业蓄势待发	8
2 基金持仓总结：持仓比例环比下降，仍处历史低位水平	10
2.1 社会服务行业总体基金持仓总结	10
2.2 社服行业核心标的基金持仓分析	10
3 免税：离岛免税销售略有承压，机场渠道有望加速修复	12
3.1 离岛免税：海南客流稳定增长，免税销售略有承压	12
3.2 机场&市内免税：机场免税有望加速回暖，市内免税潜力可期	13
4 酒店：头部企业经营指标全面复苏，中高端转型趋势保持	17
4.1 酒店行业：拓店计划持续推进，三季度旺季酒店 REVPAR 完全恢复	17
4.2 首旅酒店	18
4.3 锦江酒店	19
4.4 君亭酒店	20
5 餐饮：餐饮消费持续回暖，消费者更加注重性价比	22
5.1 餐饮行业：餐饮消费持续回暖，一级市场投融资趋冷	22
5.2 同庆楼	22
6 旅游：出行市场强劲恢复，景区业绩显著释放	24
6.1 旅游行业：出行市场强劲恢复，景区业绩显著释放	24
6.2 上市公司：山岳型自然观光景区延续稳定增长，综合旅游服务商营收加速回暖	25
7 人服：就业市场景气度环比向好，关注企业出海带来的增量需求	29
7.1 人服行业：就业形势总体稳定，多行业人才缺口环比扩大。	29
7.2 科锐国际	30
8 会展&演出：商务与文娱需求带动下持续恢复	32
8.1 会展行业：全球市场恢复提速，境内境外需求两旺	32
8.2 演出行业：前三季度文娱演艺景气度维持高位	33
风险提示	35

图表目录

图表 1.申万社会服务板块营收及增长	6
图表 2. 申万社会服务板块归母净利润及增长	6
图表 3.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速	6
图表 4. 社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速	6
图表 5. 社会服务及子板块毛利率水平	7
图表 6. 社会服务及子板块净利率水平	7
图表 7.申万社会服务板块营收及增长	7
图表 8. 申万社会服务板块归母净利润及增长	7
图表 9.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速	8
图表 10. 社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速	8
图表 11.社会服务及子板块毛利率水平	8
图表 12. 社会服务及子板块净利率水平	8
图表 13.重点标的的营收及利润状况	9
图表 14.重点标的的毛利率及净利率	9
图表 15. 申万一级行业持股市值占基金股票投资市值比（23Q3）	10
图表 16. 社服行业历史基金重仓持股变化	10
图表 17. 23Q3 社服行业基金重仓股前 10	10
图表 18. 23Q3 社服行业核心标的基金持仓变化	11
图表 19.海南省过夜游客人次	12
图表 20.海南省旅游收入	12
图表 21. 海口美兰机场游客吞吐量	12
图表 22. 三亚凤凰机场游客吞吐量	12
图表 23. 海南离岛免税销售额	13
图表 24. 海南离岛免税人均消费额	13
图表 25. 假期海南免税销售状况	13
图表 26. 重点机场境外航线游客吞吐量	13
图表 27. 首都、浦东、白云机场周度执飞航班总量	14
图表 28. 国际航班执行总量及恢复状况	14
图表 29.中国中免 23Q1-3 营收、归母净利润变化	14
图表 30. 中国中免 23Q1-3 毛利率、净利率变化	14
图表 31.中国中免 23Q3 营收、归母净利润变化	15
图表 32. 中国中免 23Q3 毛利率、净利率变化	15
图表 33.王府井 23Q1-3 营收、归母净利润变化	15
图表 34. 王府井 23Q1-3 毛利率、净利率变化	15
图表 35.王府井 23Q3 营收、归母净利润变化	16
图表 36. 王府井 23Q3 毛利率、净利率变化	16

图表 37. 三大酒店集团总门店数量	17
图表 38. 三大酒店集团储备店增速放缓	17
图表 39. 三大酒店集团中高端酒店占比呈增长趋势	17
图表 40. 三大酒店集团中高端客房占比呈增长趋势	17
图表 41. 三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况	18
图表 42. 三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况	18
图表 43. 首旅酒店营收及归母净利润变化	19
图表 44. 首旅酒店经营数据同比变动	19
图表 45. 锦江酒店营收及归母净利润变化	19
图表 46. 锦江酒店境外业务持续回暖	19
图表 47. 锦江酒店境内经营数据同比变动	20
图表 48. 锦江酒店境外经营数据同比变动	20
图表 49. 君亭酒店营收及归母净利润变化	20
图表 50. 君亭酒店 RevPAR 和 ADR	20
图表 51. 23 年后社零餐饮在低基数下同比高增	22
图表 52. 限额以上餐饮收入同比恢复情况好于整体水平	22
图表 53. 同庆楼营收、归母净利润变化	22
图表 54. 同庆楼净利率、毛利率变化	22
图表 55. 21-23 年我国季度旅游人次	24
图表 56. 21-23 年我国季度旅游收入	24
图表 57. 20 年以来各长假游客人次恢复状况	24
图表 58. 20 年以来各长假旅游收入恢复状况	25
图表 59. 23Q3 主要景区游客数量及恢复状况	25
图表 60. 23 年中秋国庆主要景区游客数量及恢复状况	25
图表 61. Q3 各上市公司营收大部分已恢复至疫前同期水平	26
图表 62. Q3 各上市公司归母净利润大部分已恢复至疫前同期水平	26
图表 63. 整体失业率较稳定，4 月起青年失业率突破 20%	29
图表 64. 高校毕业生 CIER 指数或仍处低位	29
图表 65. 23Q3 CIER 指数 TOP10 行业	30
图表 66. 23Q3 招聘职位数同比增速 TOP5 行业	30
图表 67. 中国境外企业年末雇佣员工总数稳定增长	30
图表 68. 中国出海人力资源服务市场规模潜在空间较大	30
图表 69. 科锐国际营收、归母净利润变化	31
图表 70. 科锐国际各项主营业务营收增速	31
图表 71. 2023 年前三季度境内展览市场规模	32
图表 72. 全球会展行业市场规模	32
图表 73. 米奥会展 23Q3 营收、归母净利润变化	33
图表 74. 米奥会展 23Q3 毛利率及净利率	33
图表 75. 全国演出票房收入情况	33

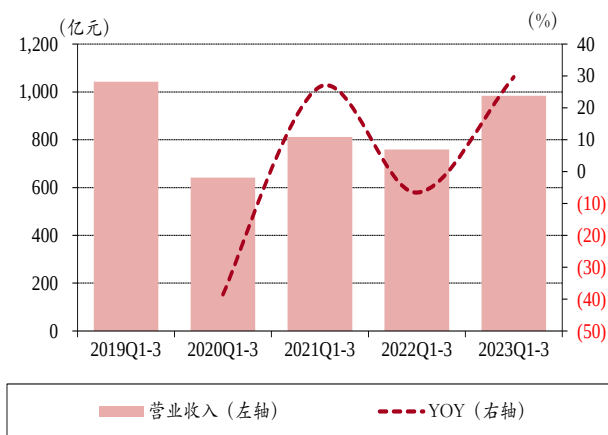
图表 76. 全国旅游演艺票房收入情况	33
图表 77. 锋尚文化营收、归母净利润及增速	34

1 23Q3 总结：暑期出行需求旺季，推动 Q3 业绩加速修复

1.1 23Q1-3 总结：疫后板块修复预期逐步兑现，出行产业链业绩恢复加速

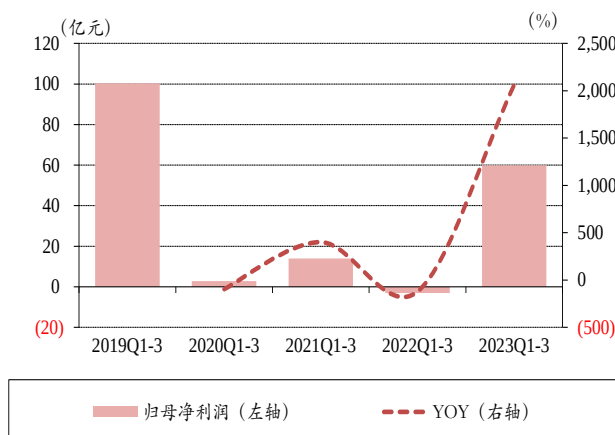
23 年前三季度板块业绩复苏预期逐步落地。申万社会服务板块 23Q1-3 共实现营收 984.05 亿元，同比增 29.68%，恢复至 19 年同期 94.36%；在需求高速增长的带动下，实现归母净利润 59.84 亿元，同比扭亏转盈 62.88 亿元，毛利率为 32.83%，净利率为 6.81%，较 22 年同期显著提升（22Q1-3 营收 758.81 亿元，归母净利润-3.04 亿元，毛利率 26.67%，净利率-0.59%）。

图表 1. 申万社会服务板块营收及增长



资料来源：iFinD，中银证券

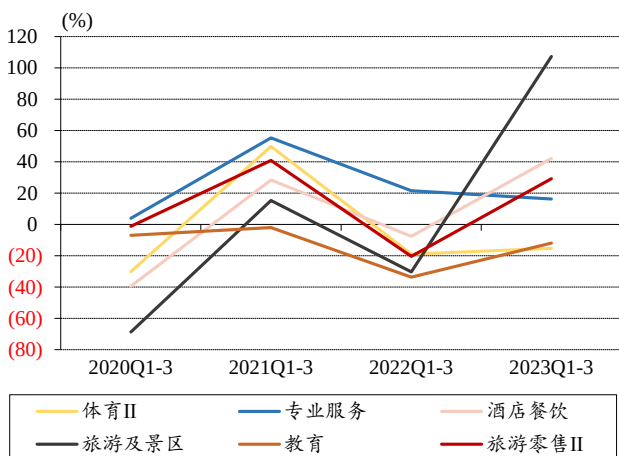
图表 2. 申万社会服务板块归母净利润及增长



资料来源：iFinD，中银证券

旅游及景区板块业绩同比增长显著，餐饮酒店等出行产业链公司紧随其后。（1）23Q1-3 营收同比增速方面，受益于暑期出行需求高增的旅游及景区板块增速最快，除体育及教育外其余板块均有所上升：旅游及景区（+107.36%）>酒店餐饮（42.19%）>旅游零售（29.14%）>专业服务（16.29%）>教育（-11.93%）>体育（-15.20%）。（2）23H1 归母净利润同比增速方面，出行产业链的酒店餐饮、旅游及景区增速明显，体育板块恢复较弱：酒店餐饮（+331.00%）>旅游及景区（+304.80%）>教育（+172.51%）>旅游零售（+12.49%）>专业服务（+12.16%）>体育（-203.25%）。

图表 3. 社会服务子板块及旅游零售营收同比增速



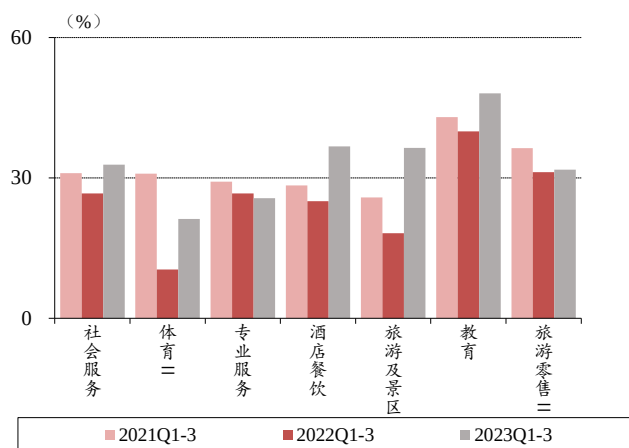
资料来源：iFinD，中银证券

图表 4. 社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速

归母净利润同比增速(%)	2021Q1-3	2022Q1-3	2023Q1-3
体育	88.98	(355.65)	(203.25)
专业服务	33.24	9.10	12.16
酒店餐饮	87.93	(742.53)	331.00
旅游及景区	93.51	(1,711.06)	304.80
教育	(141.13)	21.93	172.51
旅游零售	168.35	(45.49)	12.49

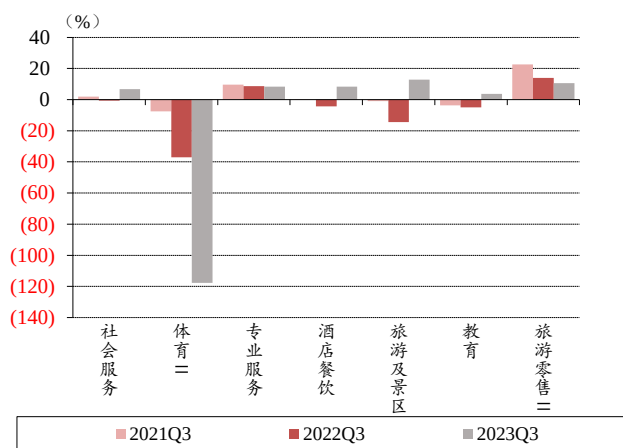
资料来源：iFinD，中银证券

图表 5. 社会服务及子板块毛利率水平



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 社会服务及子板块净利率水平

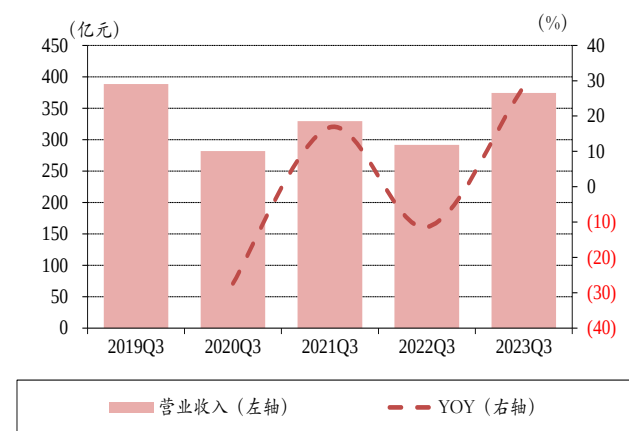


资料来源: iFinD, 中银证券

1.2 23Q3 总结: 复苏环比延续, 受益于需求增长出行板块强势反弹

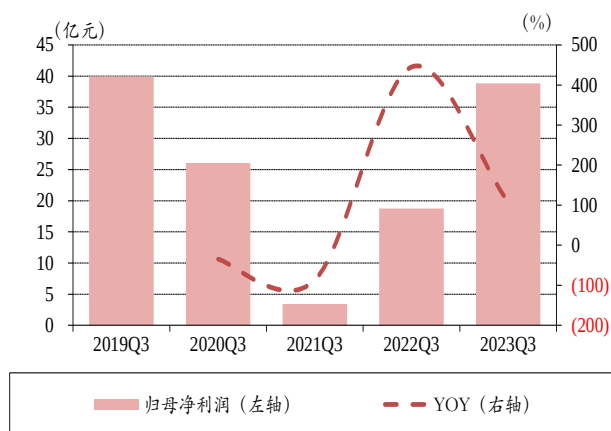
板块业绩延续 H1 复苏势头, 净利同比扭亏。申万社会服务板块 23Q3 共实现营收 374.48 亿元, 同比增 28.36%, 恢复至 19 年同期的 96.44%; 实现归母净利润 38.82 亿元, 同比增长 107.18%, 恢复至 19 年同期的 97.17%。在三季度暑期旺季催化下, 旅游需求主导行业复苏, 出行客群进一步回归常态, 板块实现良好复苏, 复苏预期得到阶段性兑现。

图表 7. 申万社会服务板块营收及增长



资料来源: iFinD, 中银证券

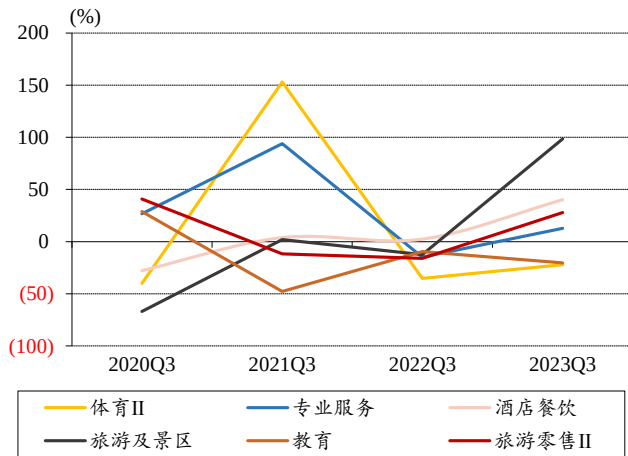
图表 8. 申万社会服务板块归母净利润及增长



资料来源: iFinD, 中银证券

出行板块强势反弹, 多板块同比增速显著拉升。(1) 23Q3 营收同比增速方面, 旅游及景区受益于出行需求集中反弹表现最优: 旅游及景区 (+98.59%) > 酒店餐饮 (+40.01%) > 旅游零售 (+27.87%) > 专业服务 (+12.82%) > 教育 (-20.48%) > 体育 (-22.16%)。(2) 23Q2 归母净利润同比增速方面, 出行产业链方面实现良好利润修复预期兑现: 酒店餐饮 (+472.91%) > 旅游及景区 (+463.76%) > 旅游零售 (+94.22%) > 体育 (+79.68%) > 专业服务 (-3.93%) > 教育 (-45.46%)。

图表 9. 社会服务子板块及旅游零售营收同比增速



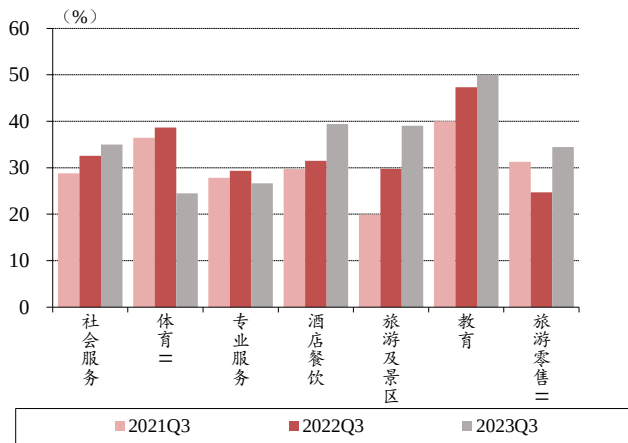
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 10. 社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速

归母净利润同比增速(%)	2021Q3	2022Q3	2023Q3
体育	110.92	(224.17)	79.68
专业服务	24.70	(11.59)	(3.93)
酒店餐饮	(93.75)	3,083.33	472.91
旅游及景区	(135.66)	360.42	463.76
教育	(144.38)	145.61	(45.46)
旅游零售	40.22	(77.96)	94.22

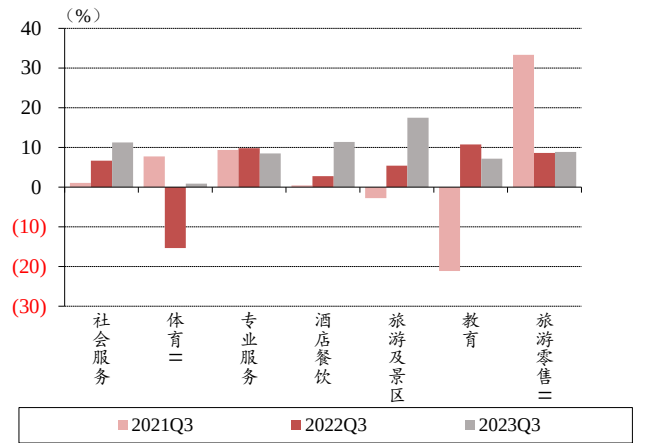
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 11. 社会服务及子板块毛利率水平



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 12. 社会服务及子板块净利率水平



资料来源: iFinD, 中银证券

1.3 重点标的的总结: 旅游会展领航增长, 专业服务企业蓄势待发

出行链及会展企业 23Q1-3 业绩同比增幅较大, 企业利润多实现良好增长。23Q1-3 社会服务板块营收皆有提升, 其中出行产业链公司、旅行社及会展方面营收增幅较好。多数旅游景区、餐饮及旅行社板块企业净利润增长显著, 实现扭亏。旅游零售板块中国中免营收规模略增, 归母净利润有所增长, 同比分别+29.14%、+12.49%。人服板块科锐国际受业内高净毛利业务恢复不及预期影响, 归母净利润同比-30.25%, 期待后续就业市场信心修复。君亭酒店受新开店成本费用拖累, 短期利润未完全释放, 归母净利润同比-7.54%。此外, 演艺演出产业链公司锋尚文化、大丰实业因项目收入确认较慢, 期待锋尚文化 Q4 项目收入和利润确认以及大丰实业 Q4 项目放量。

图表 13.重点标的营收及利润状况

行业板块	公司名称	营业收入(亿元)					归母净利润(亿元)				
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-3	2023Q1-3 YOY(%)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-3	2023Q1-3 YOY(%)
酒店餐饮	首旅酒店	16.56	19.53	23.03	59.11	53.98	0.77	2.03	4.04	6.85	308.82
	锦江酒店	29.22	38.84	41.56	109.62	32.71	1.30	3.93	4.52	9.75	1,783.69
	同庆楼	5.40	5.42	6.01	16.83	34.95	0.72	0.73	0.57	2.03	131.19
	君亭酒店	0.96	1.25	1.61	3.82	54.14	0.04	0.16	0.04	0.24	(7.54)
旅游景区	黄山旅游	3.38	4.99	5.97	14.35	138.93	0.65	1.35	2.08	4.08	782.32
	中青旅	16.58	25.21	25.56	67.34	39.88	(0.05)	1.11	1.00	2.06	220.58
	曲江文旅	3.27	3.62	4.33	11.21	57.35	0.09	0.04	0.49	0.62	162.29
	长白山	0.70	0.98	3.30	4.97	209.37	(0.04)	0.16	1.39	1.52	693.26
	天目湖	1.20	1.63	1.92	4.75	95.52	0.19	0.43	0.58	1.20	4,730.98
	丽江股份	1.80	2.12	2.49	6.42	150.26	0.55	0.66	0.91	2.12	695.00
	宋城演艺	2.34	5.06	8.77	16.18	316.77	0.60	2.42	4.84	7.87	938.93
旅行社	岭南控股	4.77	7.74	12.34	24.85	190.93	0.09	0.19	0.30	0.57	159.88
	众信旅游	1.38	6.55	12.61	20.53	647.46	(0.37)	0.03	0.49	0.14	110.72
人力资源	科锐国际	23.93	23.61	24.16	71.70	5.17	0.33	0.64	0.54	1.52	(30.25)
商贸零售	豫园股份	152.44	122.00	121.03	395.48	15.57	3.36	18.82	0.17	22.35	186.14
	王府井	33.67	30.13	28.85	92.65	9.44	2.26	2.91	1.30	6.48	56.13
旅游零售	中国中免	207.69	150.89	149.79	508.37	29.14	23.01	15.65	13.41	52.06	12.49
会展服务	米奥会展	0.68	2.86	1.16	4.69	236.56	0.01	0.75	0.06	0.82	739.13
演出服务	锋尚文化	0.16	0.37	3.16	3.70	55.88	(0.03)	0.04	0.58	0.59	20.43
	大丰实业	3.33	8.00	5.71	17.05	(5.25)	0.21	1.00	0.02	1.24	(46.64)

资料来源: iFinD, 中银证券

图表 14.重点标的毛利率及净利率

		销售毛利率(%)				销售净利率(%)			
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-3	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-3
酒店餐饮	首旅酒店	30.66	40.75	45.42	39.74	5.71	10.54	17.76	12.00
	锦江酒店	35.78	46.58	43.71	42.61	6.41	12.41	12.76	10.94
	同庆楼	24.94	24.52	25.29	24.93	13.39	13.52	9.55	12.06
	君亭酒店	33.06	50.16	39.70	41.46	6.09	15.87	4.75	8.73
旅游景区	黄山旅游	47.75	56.01	64.08	57.43	20.92	29.61	37.57	30.88
	中青旅	23.18	26.37	27.31	25.94	(0.94)	6.96	5.89	4.61
	曲江文旅	27.27	27.88	32.54	29.50	2.72	0.25	10.93	5.09
	长白山	13.14	33.79	63.27	50.44	(5.94)	16.71	42.27	30.49
	天目湖	42.42	61.99	59.80	56.15	18.06	31.61	34.69	29.42
	丽江股份	61.42	62.75	62.30	62.20	34.35	35.10	40.60	37.03
	宋城演艺	51.02	69.93	77.79	71.45	24.91	48.04	57.38	49.75
旅行社	岭南控股	26.51	20.80	19.81	21.40	2.26	2.73	3.13	2.84
	众信旅游	13.41	10.51	11.84	11.52	(28.97)	0.32	4.00	0.61
人力资源	科锐国际	7.17	8.10	8.04	7.77	1.81	3.07	2.28	2.38
商贸零售	豫园股份	14.03	12.72	13.68	13.52	2.04	15.06	(0.31)	5.34
	王府井	42.80	41.01	39.39	41.15	6.91	10.37	5.37	7.55
旅游零售	中国中免	29.00	32.83	34.46	31.75	11.87	10.79	8.87	10.67
会展服务	米奥会展	58.19	50.25	53.56	52.22	(0.99)	28.50	11.84	20.13
演出服务	锋尚文化	19.91	48.80	34.57	35.35	(24.12)	10.89	19.06	16.31
	大丰实业	26.24	26.05	23.47	25.23	6.14	12.89	0.10	7.29

资料来源: iFinD, 中银证券

免税：中国中免机构持仓占比环比上升。23Q3，中国中免重仓基金数呈上升态势，环比增 17 家至 105 家，持仓总市值环比降 0.95%至 66.47 亿元，持股占流通股环比增 0.10pct 至 3.21%。

酒店餐饮：板块除首旅酒店外普遍遭减持。23Q3，锦江酒店重仓基金数环比增 15 家至 71 家，持仓总市值环比降 15.27%至 26.33 亿元，持股占流通股比环比降 0.37pct 至 7.66%；首旅酒店重仓基金数环比减 3 家至 35 家，持股总市值环比增 0.15%至 13.33 亿元，持股占流通股比环比增 0.64pct 至 6.93%；君亭酒店重仓基金数环比减 14 家至 6 家，持股总市值环比降 68.43%至 0.65 亿元，持股占流通股比环比降 5.35pct 至 2.55%；同庆楼重仓基金数增 3 家至 8 家，持股总市值环比增 205.42%至 4.49 亿元，持股占流通股比环比降 0.21pct 至 5.18%。

旅游景区：中青旅、天目湖遭减持。23Q3，中青旅重仓基金数环比减 3 家至 12 家，持股总市值环比降 18.05%至 2.10 亿元，持股占流通股比环比降 0.43pct 至 2.39%；天目湖重仓基金数环比减 3 家至 5 家，持股总市值环比降 69.64%至 0.27 亿元，持股占流通股比环比降 1.19pct 至 0.67%；宋城演艺重仓基金数环比增 4 家至 36 家，持股总市值环比增 0.54%至 22.84 亿元，持股占流通股比环比增 0.16pct 至 7.95%；众信旅游重仓基金数维持 1 家不变，持股总市值环比增 202.77%至 0.37 亿元，持股占流通股比环比增 0.39pct 至 0.59%。

人服：科锐国际持仓数持续回升。23Q3，科锐国际重仓基金数较 23Q2 环比增 9 家至 35 家，持股总市值降 6.13%至 7.29 亿元，持股占流通股比环比升 0.56pct 至 11.72%。

图表 18. 23Q3 社服行业核心标的基金持仓变化

行业	代码	简称	持有基金数 (家)	环比变动 (家)	持股总市值 (亿元)	环比变动 (%)	持股占流通股比 (%)	环比变动 (pct)
免税	601888.SH	中国中免	105	17	66.47	(0.95)	3.21	0.10
旅游及景区	600138.SH	中青旅	12	(3)	2.10	(18.05)	2.39	(0.43)
	603136.SH	天目湖	5	(3)	0.27	(69.64)	0.67	(1.19)
	002707.SZ	众信旅游	1	0	0.37	202.77	0.59	0.39
	300144.SZ	宋城演艺	36	4	22.84	0.54	7.95	0.16
酒店餐饮	600258.SH	首旅酒店	35	(3)	13.33	0.15	6.93	0.64
	600754.SH	锦江酒店	71	15	26.33	(15.27)	7.66	(0.37)
	301073.SZ	君亭酒店	6	(14)	0.65	(68.43)	2.55	(5.35)
	605108.SH	同庆楼	8	3	4.49	205.42	5.18	(0.21)
人服	300662.SZ	科锐国际	35	9	7.29	(6.13)	11.72	0.56

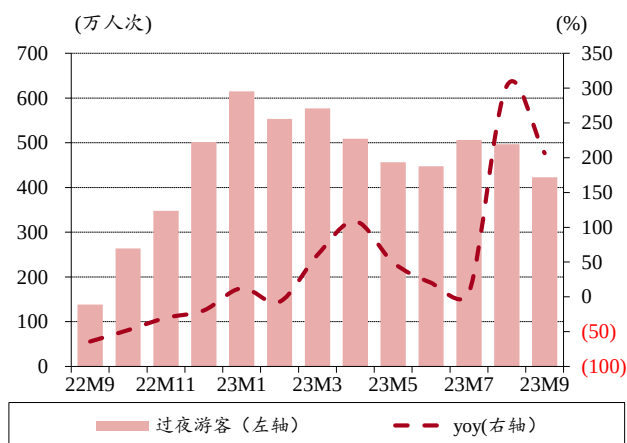
资料来源：Wind，中银证券

3 免税：离岛免税销售略有承压，机场渠道有望加速修复

3.1 离岛免税：海南客流稳定增长，免税销售略有承压

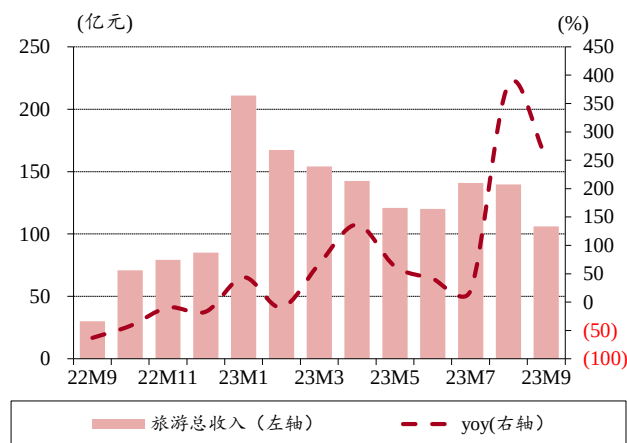
海南客流稳定增长。受益于暑期出行旺季，以及去年 8 月海南受疫情影响基数较低，23Q3 海南全省接待过夜游客 1425.80 万人次，yoy+92.66%；23Q1-3 接待过夜游客 4584.48 万人次，yoy+44.9%。从重点机场来看，海口美兰机场前三季度旅客吞吐量同比+105.30%，恢复至 19 年同期的 99.66%；三亚凤凰机场前三季度旅客吞吐量同比+123.11%，恢复至 19 年同期的 111.24%。

图表 19. 海南省过夜游客人次



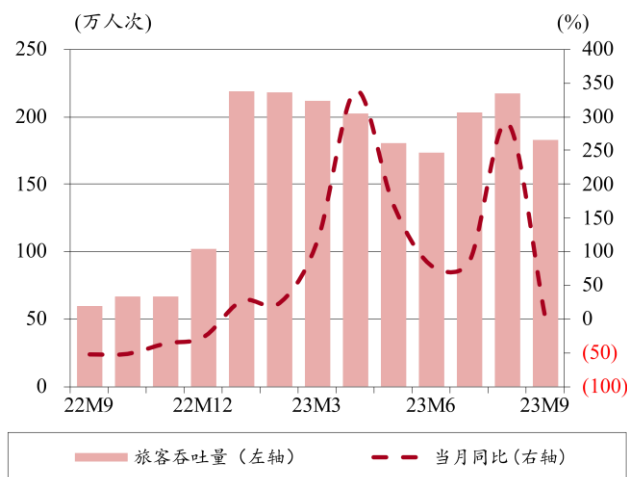
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 20. 海南省旅游收入



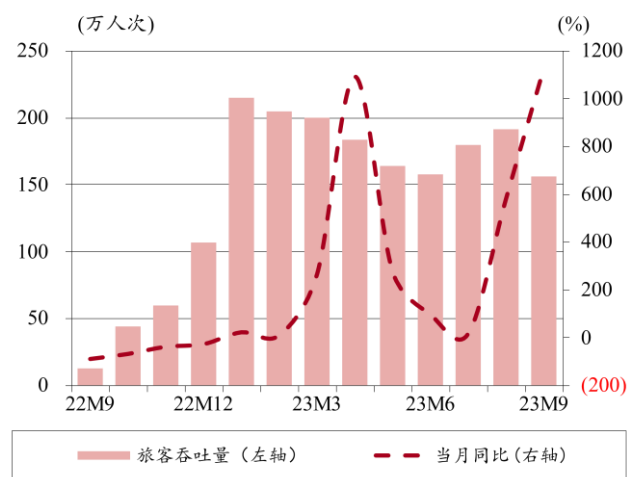
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 21. 海口美兰机场游客吞吐量



资料来源：公司公告，中银证券

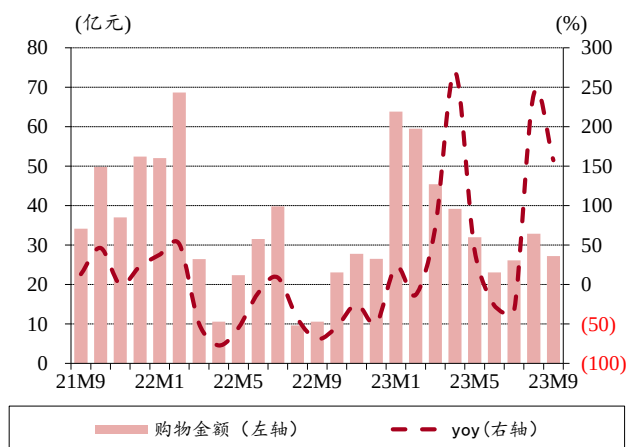
图表 22. 三亚凤凰机场游客吞吐量



资料来源：三亚市旅游局，中银证券

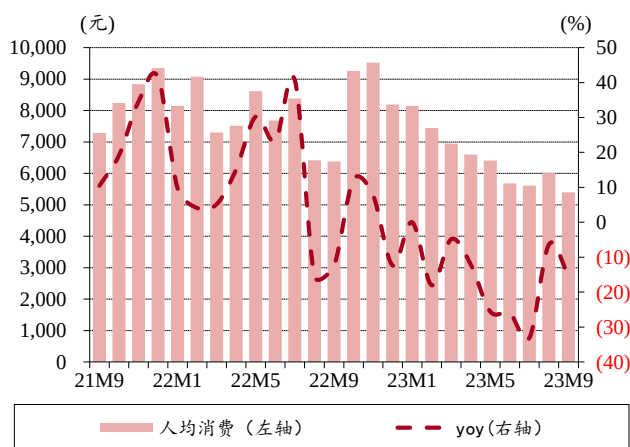
离岛免税销售额修复略缓，客单水平尚有提升空间。23Q1-3 离岛免税销售额为 349.08 亿元，yoy+28.52%，恢复至 21 年同期的 98.21%；客单价 6647.87 元，恢复至 21 年同期的 95.96%。23Q3 销售额、客单价同比+43.59%、-25.11%。据海南机场集团数据，中秋国庆双节期间，海南三家机场的旅客吞吐量为 115.8 万人次，同比 22 年/19 年分别增长 255%/22%，三家机场日均旅客量均创历年国庆假期新高。据海口海关统计，双节期间海口海关共监管离岛免税销售额 13.3 亿元，同比+117%；购物人数 17 万人次，同比+143%；客单价为 7824 元，客单水平尚未完全恢复（22 年国庆为 8761 元，23 年五一假期为 8101 元。）

图表 23. 海南离岛免税销售额



资料来源：海口海关，中银证券

图表 24. 海南离岛免税人均消费额



资料来源：海口海关，中银证券

图表 25. 假期海南免税销售状况

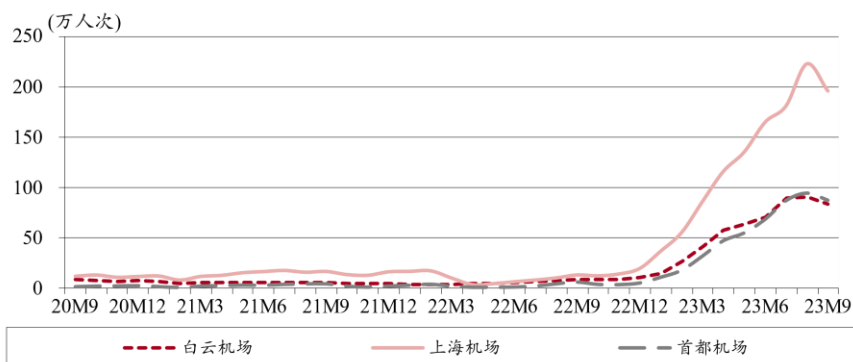
	21 元旦	21 春节	21 五一	21 国庆	22 元旦	22 春节	23 元旦	23 春节	23 五一	23 国庆
购物金额（亿元）	5.4	9.97	9.93	14.7	6	14.73	4.22	15.6	8.83	13.3
日均销售额（亿元）	1.8	1.4	2.0	2.1	2.0	2.1	1.4	2.2	1.8	1.7
yoy(%)	195.16	261.00	248.00	66.90	9.70	47.78	(29.67)	5.88	120.00	117.00
购物人数(万人次)	7.6	11.5	12.1	18.0	6.2	14.3	4.3	15.7	10.9	17.0
yoy(%)	80.90	97.50	141.00	61.60	(49.09)	18.48	(30.20)	9.51	158.00	143.00
客单价（元）	7105.3	8669.6	8206.6	8166.7	9740.0	9740.0	9816.0	9959.0	8100.9	7823.5
购物件数（万件）	66.9	114.0	134.5	200.0	73.9	181.6	47.6			
yoy(%)	200.00	225.00	229.00	136.00	9.74	59.28	(35.59)			
天数	3	7	5	7	3	7	3	7	5	8

资料来源：海口海关，中银证券

3.2 机场&市内免税：机场免税有望加速回暖，市内免税潜力可期

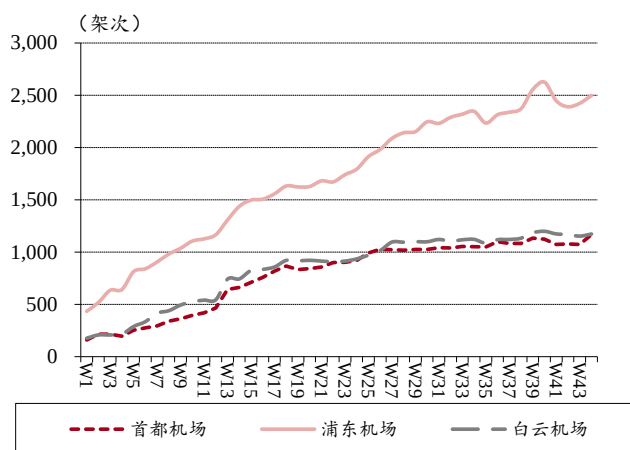
境外航班客流量持续修复，机场免税有望加速回暖，市内免税新政呼之欲出。从重点机场来看，截至9月末，上海两大机场、北京首都机场境外航线吞吐量已恢复至19年同期的40.73%/19.58%，执行航班总量呈现持续恢复态势。据航班管家数据，全国国际航班2023年10月30日-11月5日周度执飞量恢复至7857架，已恢复至2019年同期的51.92%。随着冬春航季航班计划开始执行，各大航司也在持续加密热门目的地的国际航线。民航局数据显示，共有116家航空公司的13004架次客运航班计划申请获得批复，涉及65个境外国家，航班计划量约为2019年冬春航季的70.7%。随着航班运力的恢复，机场国际客流有望逐步回升，带动机场免税销售回暖。市内免税新政也有望随着国际客流恢复而加速出台，为免税市场贡献新的增量。

图表 26. 重点机场境外航线游客吞吐量



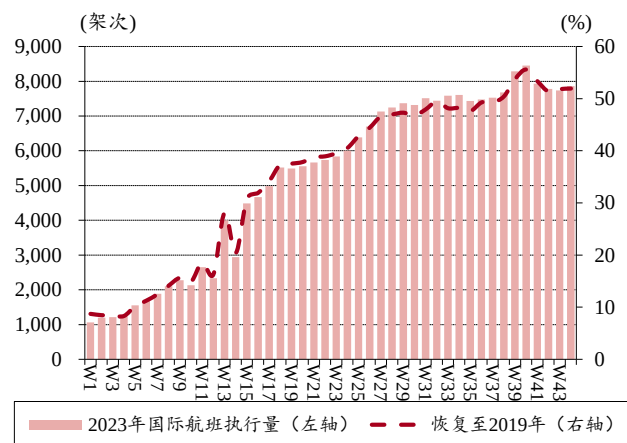
资料来源：Wind，首都机场官网，上海机场、白云机场公司公告，中银证券

图表 27. 首都、浦东、白云机场周度执飞航班总量



资料来源：航班管家，中银证券

图表 28. 国际航班执行总量及恢复状况

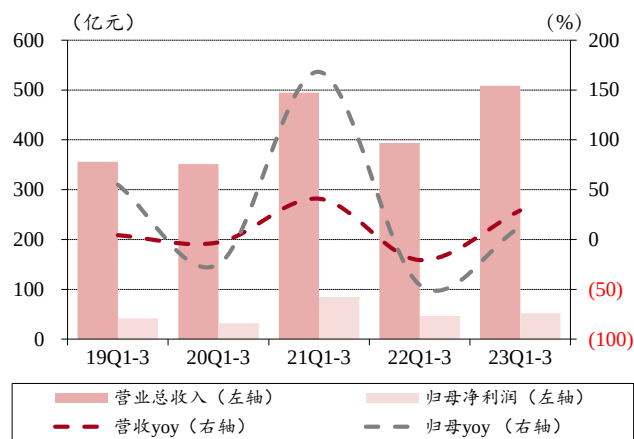


资料来源：航班管家，中银证券

中国中免：毛利环比回升，期待项目扩容后旺季表现

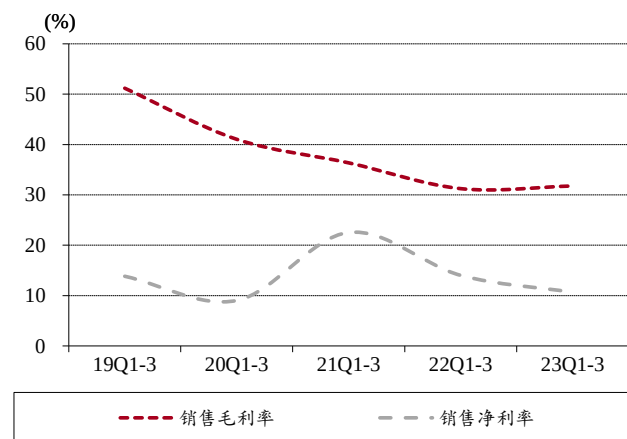
Q3 业绩稳步回升，毛利环比持续修复，强化库存管理加速周转。 23Q1-3 公司实现营收 508.37 亿元，同比+29.14%；归母净利润 52.06 亿元，同比+12.49%。23Q3 公司实现营收 149.79 亿元，同比+27.87%；归母净利润 13.41 亿元，同比+94.22%。随着公司积极调整营销策略，改善品类销售结构，主营业务毛利率环比持续修复，23Q1/Q2/Q3 分别为 28.75%/32.47%/34.27%。公司定期对重点品类品牌全流程标准化作业情况进行梳理，及时优化采购管理制度，提升作业标准和采购能力，加速存货周转，截至 9 月底，公司的存货较年初降低了 32.79 亿元。

图表 29. 中国中免 23Q1-3 营收、归母净利润变化



资料来源：iFinD，中银证券

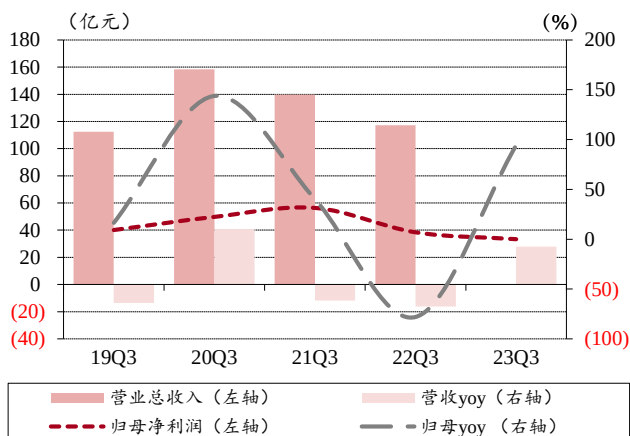
图表 30. 中国中免 23Q1-3 毛利率、净利率变化



资料来源：iFinD，中银证券

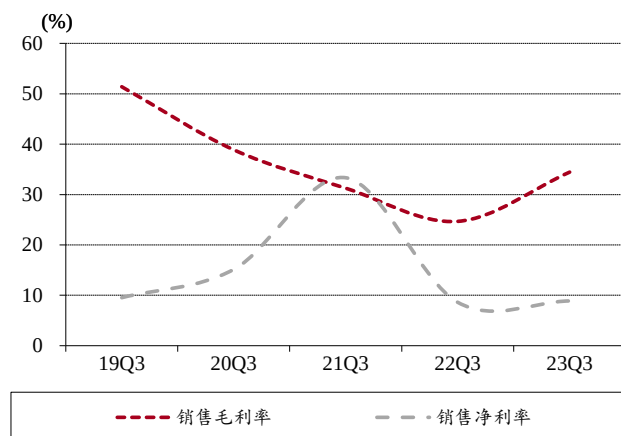
海南项目扩容持续推进，出境限制放宽机场免税恢复可期。 10 月 27 日，国际奢侈品牌巨头 LV 三亚店在 cdf 三亚国际免税城二期正式开业。顶奢入驻和门店扩容有望为海棠湾免税销售注入活力，带动客单提升。8 月出境团队游国家大幅扩展，各大航司近期也在加密热门目的地的国际航线，随着航班运力的恢复，机场国际客流有望逐步回升，带动机场渠道免税销售加速回暖。

图表 31. 中国中免 23Q3 营收、归母净利润变化



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 32. 中国中免 23Q3 毛利率、净利率变化

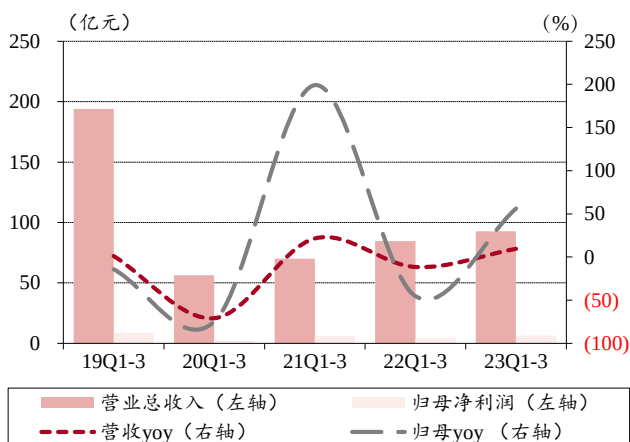


资料来源: iFinD, 中银证券

王府井: Q3 业绩稳健恢复, 奥莱业态领先增长

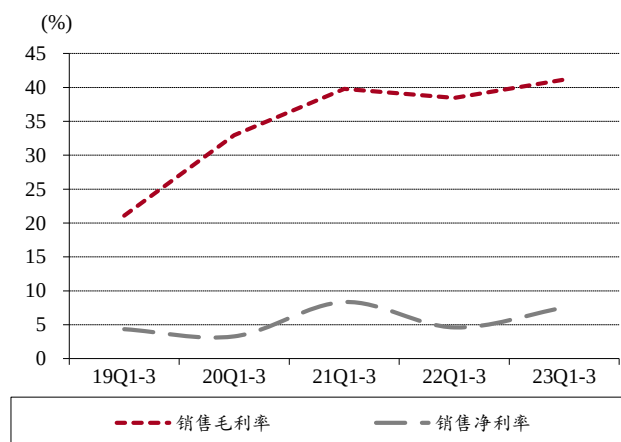
多业态协同发展, Q3 业绩稳健恢复。23Q1-3 公司实现营收 92.65 亿元, 同比+9.44%; 归母净利润 6.48 亿元, 同比+56.13%; 扣非归母净利润 5.90 亿元, 同比+144.71%。23Q3 公司实现营收 28.85 亿元, 同比+5.99%; 归母净利润 1.30 亿元, 同比+277.31%; 扣非归母净利润 1.31 亿元, 同比+63.07%。公司深耕主业, 并发力多业态经营, 总体业绩恢复较为稳健。

图表 33. 王府井 23Q1-3 营收、归母净利润变化



资料来源: iFinD, 中银证券

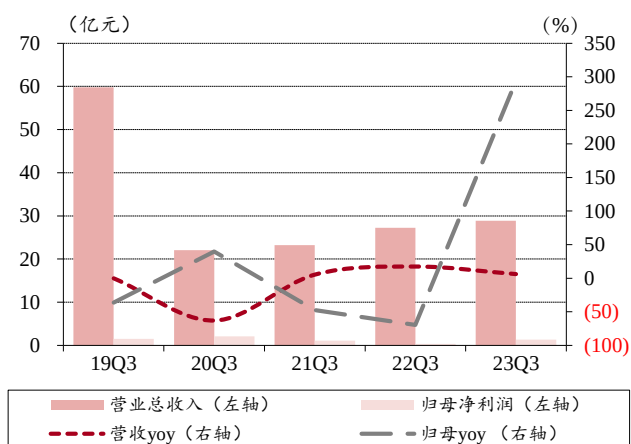
图表 34. 王府井 23Q1-3 毛利率、净利率变化



资料来源: iFinD, 中银证券

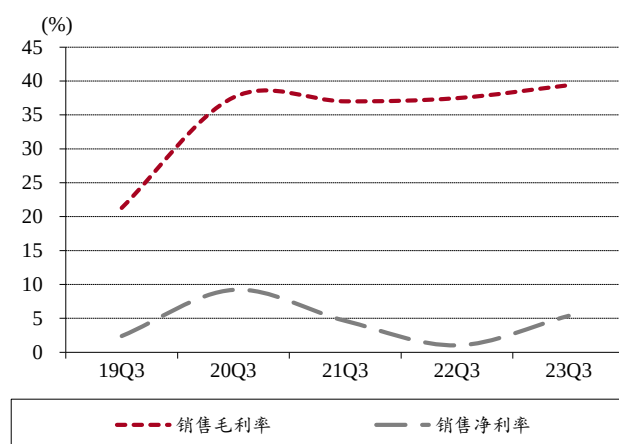
奥莱业态领先增长, 免税板块逐步放量。分板块来看, 奥莱业态受益于消费者注重高性价比、社交环境体验, 保持了较好的增势和盈利水平。23Q1-3 板块实现营收 1.50 亿元, 同比+33.24%; 毛利率为 64.38%, 同比+0.99pct。购物中心业态受益于服务和体验类消费的恢复, 增长较为平稳, 23Q1-3 板块实现营收 1.74 亿元, 同比+6.04%。百货业态恢复力度较弱, 营收同比基本持平。免税板块共实现营收 1.99 亿元。

图表 35.王府井 23Q3 营收、归母净利润变化



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 36.王府井 23Q3 毛利率、净利率变化



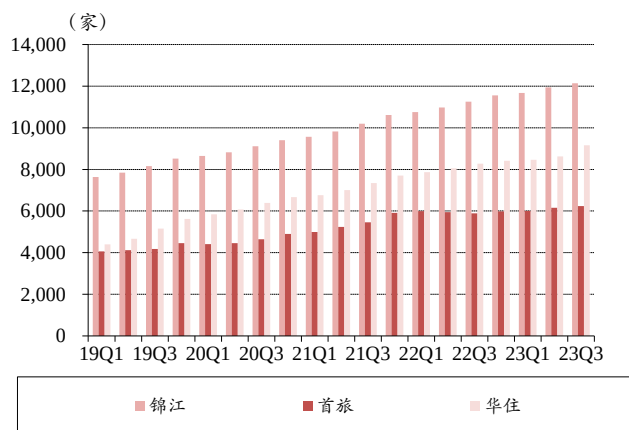
资料来源: iFinD, 中银证券

4 酒店：头部企业经营指标全面复苏，中高端转型趋势保持

4.1 酒店行业：拓店计划持续推进，三季度旺季酒店 RevPAR 完全恢复

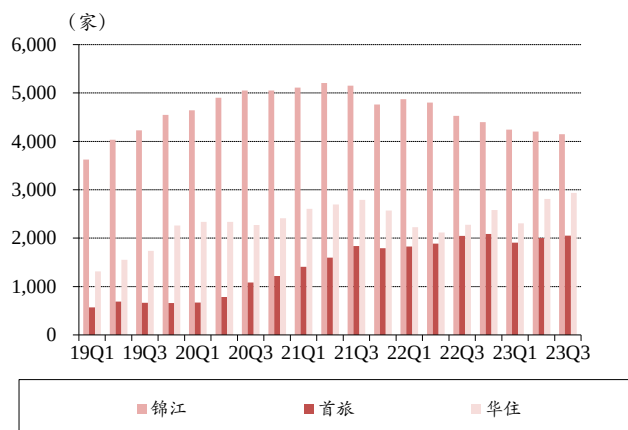
储备店增速放缓，中高端转型整体战略基调不变。截至 23Q3，锦江、华住、首旅的总门店数分别为 12138/6242/9157 家，Q3 净增门店 197/81/406 家；签约但尚未开业的门店数分别为 4,146/2,051/2,935 家，储备店数量近几个季度持续增长但增速放缓。23Q1-3 锦江、首旅、华住新开门店 898/863/1183 家，新开酒店数已完成全年新开店目标的 74.83%/53.94%/57.53%/84.50%。与此同时，三大酒店集团均积极推进中高端转型，截至 23Q3，锦江、首旅、华住的中高端酒店数占比分别为 58%、26%、45%，中高端客房数占比分别为 66%、38%、54%。其中首旅在布局中高端产品矩阵的同时，仍在深耕下沉市场。

图表 37. 三大酒店集团总门店数量



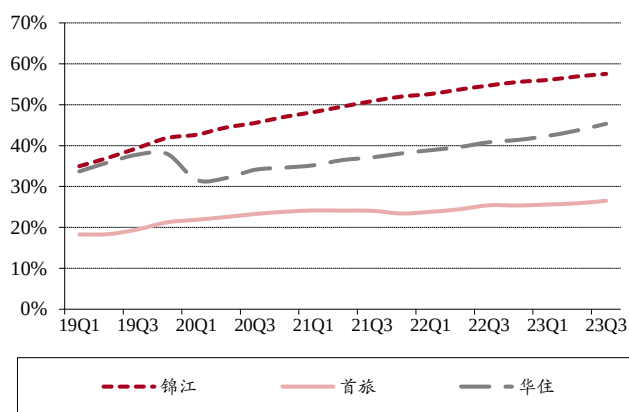
资料来源：公司公告，中银证券

图表 38. 三大酒店集团储备店增速放缓



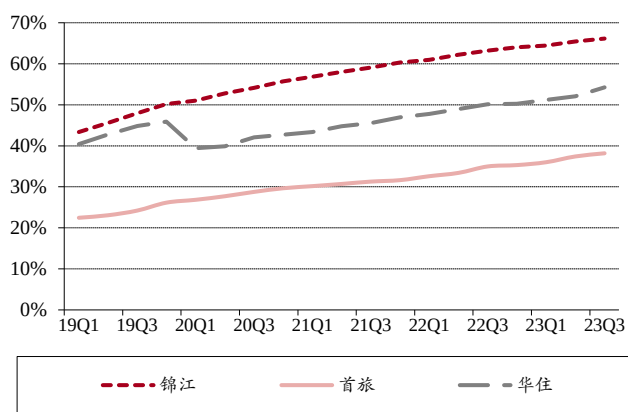
资料来源：公司公告，中银证券

图表 39. 三大酒店集团中高端酒店占比呈增长趋势



资料来源：公司公告，中银证券

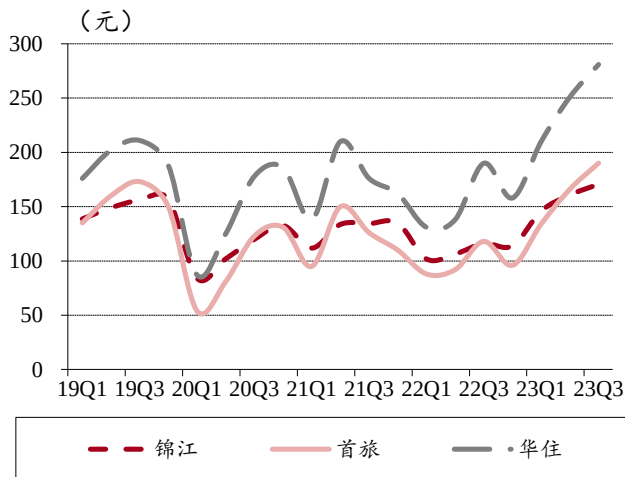
图表 40. 三大酒店集团中高端客房占比呈增长趋势



资料来源：公司公告，中银证券

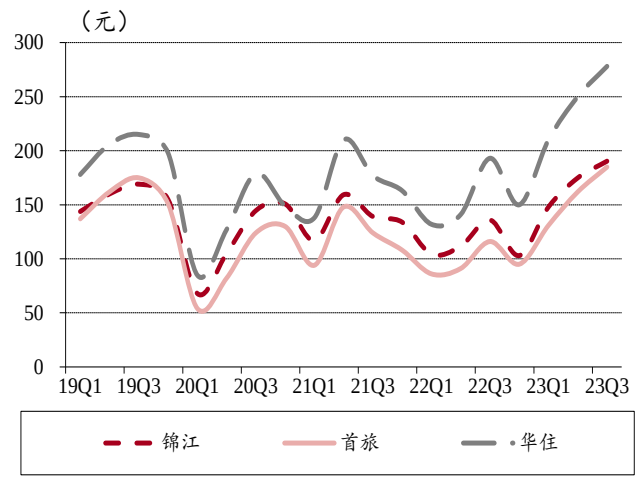
暑期旺季促经营数据进一步复苏，入住率仍存在恢复空间。23Q3 受益于暑期旺季商旅需求高涨以及低基数等因素的影响，头部酒店经营数据复苏强劲。从三大酒店集团经营数据来看，23Q3 锦江、首旅、华住全部店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 112.59%/105.71%/129.30%，环比 23Q2 分别 +8.83%/+14.20%/+11.20%；锦江、首旅、华住 ADR 分别恢复至 2019 年同期的 123.30%/121.70%/132.24%，OCC 分别恢复至 2019 年同期的 91.31%/86.46%/97.95%，当前 ADR 的提升对于 RevPAR 增长的驱动作用依旧明显，OCC 仍存在一定的恢复空间。分公司对比来看，华住集团恢复情况最佳，全部店 RevPAR/ADR/OCC 三项指标的恢复程度均优于锦江和首旅；锦江 Q3 境内 RevPAR 恢复情况略低于中报披露的预期水平；首旅酒店 Q3 恢复速度加快，全部店 RevPAR/ADR/OCC 环比 23Q2+14.20%/+7.50%/+5.93%，三项指标的环比增速仍然最高。随着商旅需求的完全复苏，三大酒店集团 OCC 有望进一步修复从而拉动 RevPAR 和业绩的持续增长。

图表 41. 三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，中银证券
注：锦江为境内酒店累计值

图表 42. 三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况

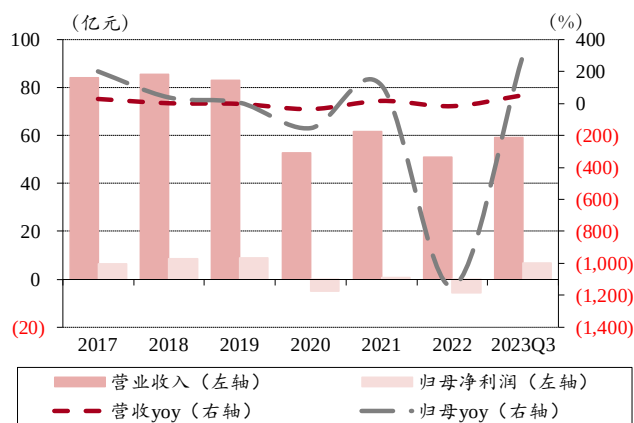


资料来源：公司公告，中国饭店协会，中银证券
注：锦江为境内酒店

4.2 首旅酒店

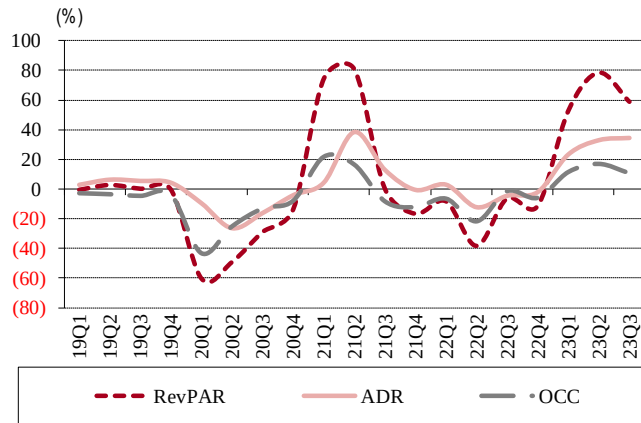
Q3 业绩表现亮眼，净利润超 19 年同期，暑期旺季经营数据升势强劲。23Q1-Q3 公司实现营收 59.11 亿元，yoy+53.98%，为 19 年同期的 95%，实现归母净利润 6.85 亿元，同比扭亏为盈，为 19 年同期的 95%。23Q3 公司实现营收 23.03 亿元，yoy+52.76%，为 19 年同期的 103%。23Q3 首旅如家全部酒店 RevPAR 为 185 元，yoy+58.6%，恢复至 19 年同期的 105.5%。其中，不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 为 208 元，yoy+64.0%，恢复至 19 年同期的 116.6%。分层级来看，经济型酒店恢复速度更快，RevPAR 达 168 元，恢复至 19 年同期的 111%，中高端/轻管理酒店 RevPAR 分别恢复至 19 年同期的 98%/86%。23Q3 公司全部酒店 ADR/OCC 分别为 258 元/71.5%，恢复至 19 年同期的 122%/86%。暑期单日 RevPAR 多次创历史新高，此外公司在国庆长假期间延续强劲恢复趋势，不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 为 251 元，yoy+129.9%，超过 2019 年同期 18.5%。

图表 43. 首旅酒店营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 44. 首旅酒店经营数据同比变动



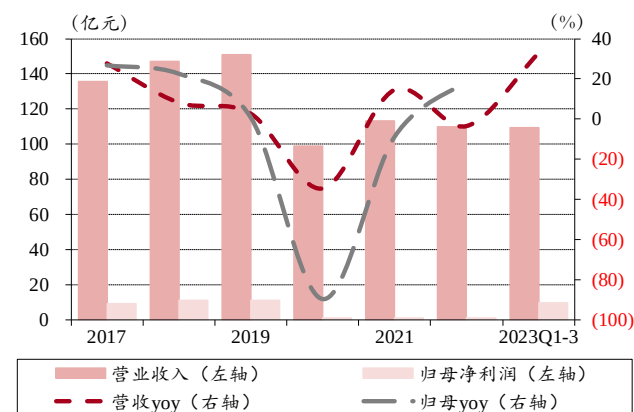
资料来源：公司公告，中银证券

聚焦产品结构升级，中高端酒店持续扩张。公司中高端酒店布局呈现持续扩张态势，23Q3 公司新开店 337 家，其中中高端酒店新开店 94 家，占新开店总房量比例提升至 38.9%，轻管理新开 196 家，占 44.2%。公司储备项目截至 Q3 已达到 2051 家，其中，中高端酒店数量占比提升至 28.4%。公司继续推进已有酒店产品焕新升级，并持续布局完善多元化的中高端产品矩阵，纵向拓展下沉市场。

4.3 锦江酒店

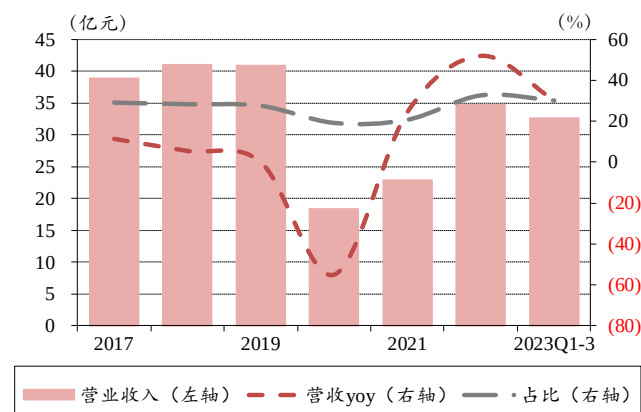
Q3 境内 RevPAR 略低中报预期，境外卢浮 Q3 扭亏。23Q3 公司境内/境外酒店的 RevPAR 分别恢复至 19 年同期的 112.59%/114.46%，境内酒店 RevPAR 略低于中报预测的恢复到 19 年同期 115%-120% 的水平。境外酒店 RevPAR 则符合 19 年同期 110-115% 的中报预测目标。境内/境外酒店的 ADR 分别为 19 年同期的 123.30%/118.53%，境内/境外酒店的 OCC 分别恢复至 19 年同期的 91.31%/96.56%。Q3 境内中端酒店 RevPAR 为 19 年同期 100.91%，经济型酒店 RevPAR 为 19 年同期 102.75%，中高端结构升级带动房价提升也是推动 23Q3 RevPAR 的重要因素。23 年在供需尚未实现完全平衡、过去持续的产品升级和中高端化结构转型下，ADR 的提升对于 RevPAR 增长的驱动作用依旧明显。Q3 海外卢浮实现营收 15868 万欧元、归母净利 503 万欧元，实现扭亏。

图表 45. 锦江酒店营收及归母净利润变化



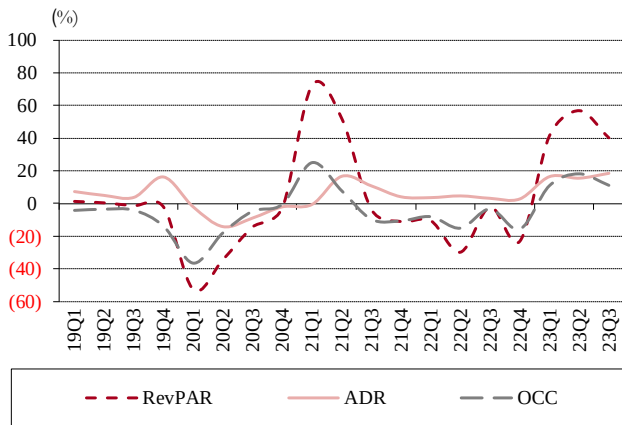
资料来源：公司公告，中银证券

图表 46. 锦江酒店境外业务持续回暖



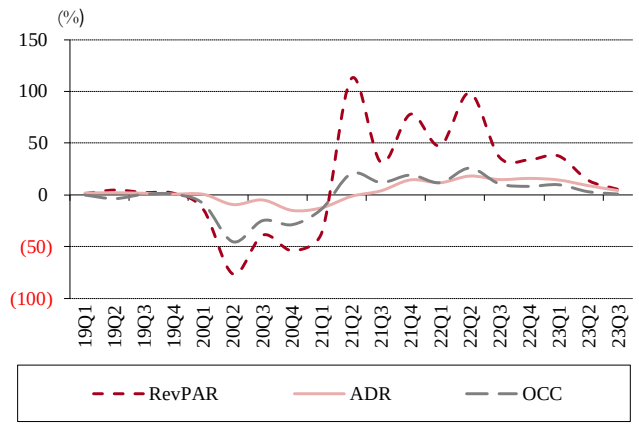
资料来源：公司公告，中银证券

图表 47. 锦江酒店境内经营数据同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

图表 48. 锦江酒店境外经营数据同比变动



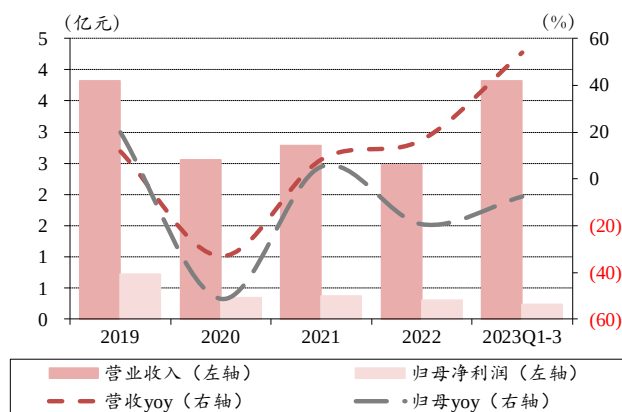
资料来源：公司公告，中银证券

全年开店计划顺利推进，加速推进中高端化战略。公司 Q1-3 新开酒店数已完成全年 1200 家新开店目标的 74.83%。截至 Q3 末，公司有效会员人数达到 19691 万人，Q3 单季度有效会员人数增加 719 万人。公司聚焦于建设高用户粘性的会员体系，增加消费者复购率。23Q1-3 公司酒店新开业 898 家，其中 Q3 新开业 313 家，净开业 197 家。Q1~3 净开业酒店数达到 578 家，其中中端酒店净开业数为 558 家，占总净开业酒店数量的 96.54%，而经济型酒店数量基本保持稳定。

4.4 君亭酒店

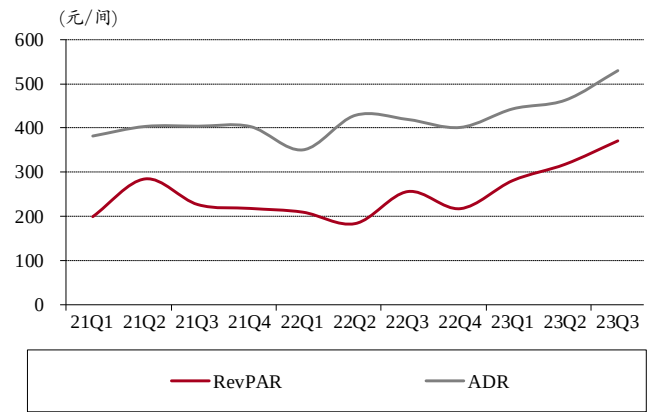
23Q3 酒店经营指标均超 19 年水平，直营酒店扩张中费用影响短期利润，杭州亚运会带来业绩增量。23Q3 公司毛利率实现 39.70%，yoy+2.80pct。23 年 Q3 公司旗下直营酒店 RevPAR 为 369.89 元，yoy+44.75%，恢复至 19 年 125.24%；ADR 为 530 元，yoy+26.43%，恢复至 19 年 124.61%；OCC 为 69.79%，yoy+14.48%，恢复至 19 年 100.5%。得益于暑期出行需求的增长、公司产品品质不断提升，酒店各项经营指标均呈增长趋势，RevPAR、ADR、OCC 均已超过 19 年水平，其中在入住率保持较好水平的情况下平均房价增长较为明显，体现了公司产品力的提升和市场认可度。报告期内，公司新增签约酒店 15 家，新开业酒店 17 家，其中君亭品牌 3 家直营店如期开业并展现了很好的爬坡期业绩。但同时受直营酒店投资扩张影响，前三季度费用端有较大增长，筹建新直营酒店期间的租金费用计入管理费用后使得前三季度管理费用同比增加 2946 万元，且受新租赁准则影响，一次性计入 1035 万元当期损益，使得当前利润未能完全释放。据携程数据，杭州亚运会举办期间杭州酒店预订量同比增长超 8 倍。公司在五个亚运协办城市核心区及赛场周边布局超 70 家酒店、12000 间客房用于亚运接待工作，亚运期间营收大幅超过去年同期。

图表 49. 君亭酒店营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 50. 君亭酒店 RevPAR 和 ADR



资料来源：公司公告，中银证券

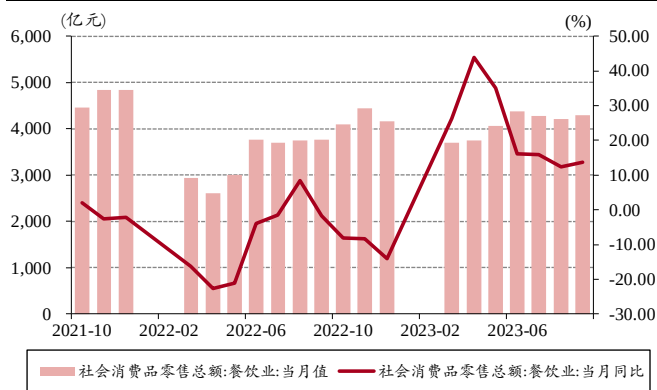
拓店稳步推进，品牌矩阵持续完善。截至 Q3 期末，公司旗下酒店数量达 388 家，客房数达 80154 间，其中待开业酒店和客房数分别达到了 175 家和 38369 间。公司持续推进中高端化酒店拓张，旗下君澜、景澜酒店进一步拓展高端产品矩阵，景澜品牌新开业包括福州城投鼓岭景澜酒店、桐乡 F 景澜酒店等 5 家酒店，君澜新开业的安吉竹仙湖君澜庄园、青田西娜君澜大饭店、宜兴隐龙谷君澜度假酒店等均成为所在区域的标杆项目。旗下酒店横跨休闲度假和商务两大市场，能够满足消费者多样化商旅需求。

5 餐饮：餐饮消费持续回暖，消费者更加注重性价比

5.1 餐饮行业：餐饮消费持续回暖，一级市场投融资趋冷

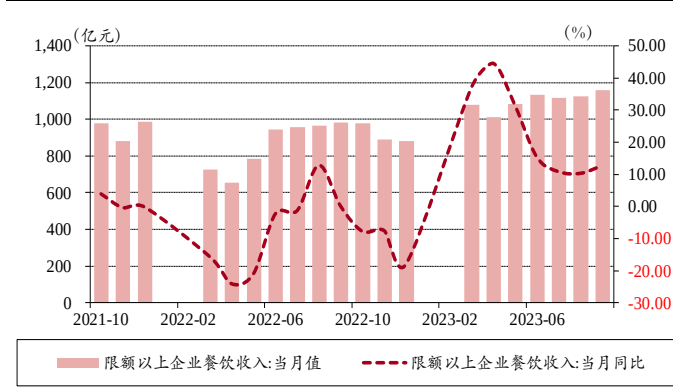
餐饮市场整体复苏较快，餐饮领域投融资愈加谨慎，餐饮消费降级趋势凸显。23Q3 社会消费品零售总额 11.45 万亿元，yoy+4.23%，其中，23Q3 餐饮收入 1.28 万亿元，yoy+13.98%；限额以上餐饮收入 3399 亿元，yoy+16.88%，餐饮市场消费需求恢复较快。据红餐大数据，23 年 1-8 月餐饮相关领域融资事件为 146 起，达到 22 年全年的 57.7%；融资金额为 67.1 亿元，仅达到 22 年全年的 35.9%，当前环境下一级市场餐饮投融资趋向谨慎理性。此外，各餐饮品牌客单价呈现下降趋势，海底捞 23H1 客单价由去年同期 105 元回落至 102.9 元，23Q3 百胜中国旗下的肯德基和必胜客平均客单价均有所下滑。餐饮客单价下降也印证了后疫情时代消费者对餐饮价格敏感度提升，更加注重性价比。

图表 51. 23 年后社零餐饮在低基数下同比高增



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 52. 限额以上餐饮收入同比恢复情况好于整体水平

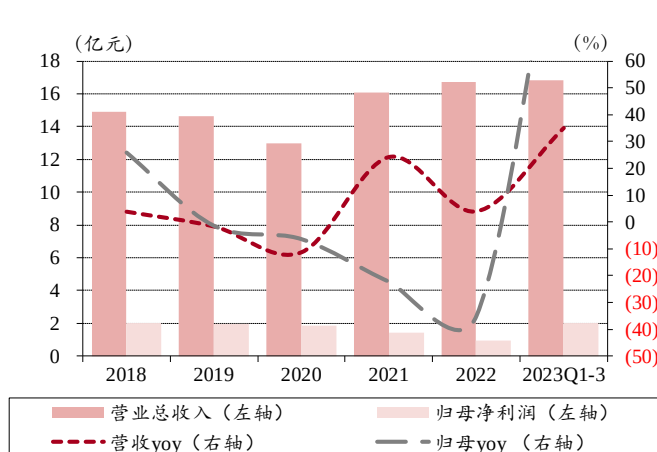


资料来源：国家统计局，中银证券

5.2 同庆楼

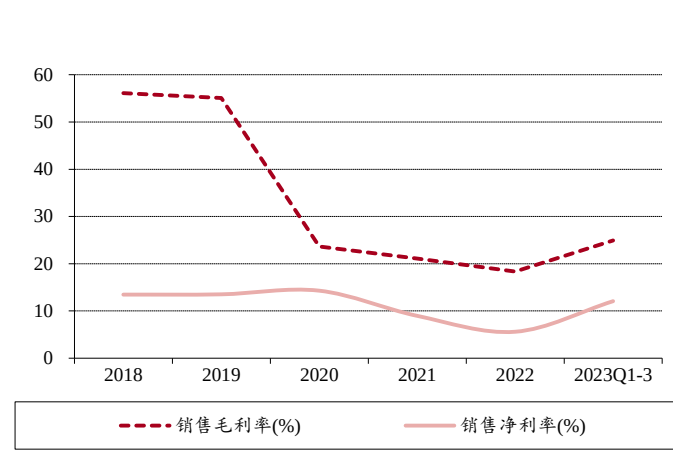
Q3 高基数背景下营收较快增长，毛利率净利率齐升。公司 23Q1-3 实现营收 16.83 亿元，yoy+34.95%，实现归母净利润 2.03 亿元，yoy+131.19%，实现扣非归母净利润 1.60 亿元，yoy+121.68%。Q3 实现营业收入 6.01 亿元，yoy+19.78%；实现归母净利 0.57 亿元，yoy-13.88%；实现扣非归母净利 0.55 亿元，yoy-8.50%。去年三季度为去年上半年受疫情影响后需求的集中释放期，基数偏高，但在此基础上公司依然实现较好营收增长，并大幅超过疫情前水平。23Q1-3 毛利率/净利率分别为 24.93%/12.06%，同比+7.52pct/+5.02pct，经营效率提升。

图表 53. 同庆楼营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. 同庆楼净利率、毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

业务版图持续扩张，新开门店驱动后续增长，股票回购计划彰显公司信心。前三季度，公司餐饮+宾馆+食品的三轮驱动战略初步成型，未来有望发挥协同效应赋能业绩增长。至三季度报告，23 年新开门店 7 家，其中 4 家酒楼、1 家婚礼门店、两家富茂，预期 23 年底前尚有 2~3 家门店开业，届时 23 年新增门店面积有望达到 16.33 万平方米。公司 9 月 25 日发布回购方案公告。据回购方案，预计使用自有资金回购 50~100 万股，占公司股本比例 0.19%-0.38%，回购价格不超过 45 元/股，对应使用 2250~4500 万资金，回购股份主要用于员工持股计划或股权激励。在公司经营业务持续向好的背景下，回购计划的推出有望完善公司激励机制，并进一步调动核心团队积极性，并体现公司发展信心。

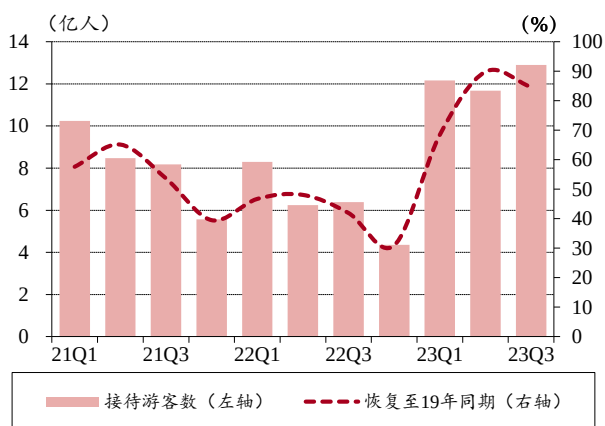
餐饮、宾馆、食品三轮驱动，门店拓展加速、储备充足，轻资产业务稳步推进。1) **餐饮：**23H1 同庆楼酒楼和婚礼宴会酒店各新开 1 家门店，正在筹备门店分别为 4/2 家，预计均在下半年实现部分开业，截至中报酒楼和宴会酒店各有 41/8 家。2) **宾馆：**富茂酒店运营模式渐趋成熟，逐步进入复制扩张阶段，截至 23H1 共有 3 家，上半年新开门店 1 家，正在筹备门店 4 家，预计 23H2 和 24H1 各开业 2 家。3) **食品：**公司持续推出新产品、并扩大销售渠道，截至中报已开设了食品直营商超门店 133 家，并和多经销商开展合作。23H1 实现营收 8124.12 万元，yoy+113.9%，业务增长速度保持较高水平。新食品饮料上 23H1 新开业门店 2 家，正在筹备 51 家鲜肉大包加盟店。此外，公司在宾馆和食品两方面大力发展轻资产业务。宾馆方面，公司已完善其富茂产品三大细分品牌以满足不同定位。食品方面，公司的鲜肉大包业务今年开放加盟，后续将开始复制推广阶段，业绩高弹可期。

6 旅游：出行市场强劲恢复，景区业绩显著释放

6.1 旅游行业：出行市场强劲恢复，景区业绩显著释放

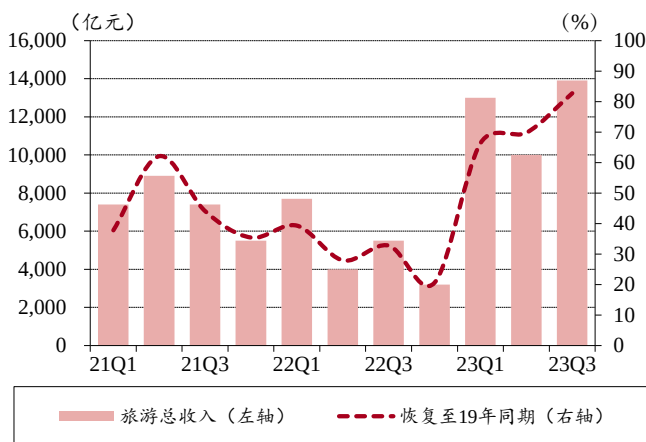
前三季度出行市场恢复势头强劲，双节假期旅游需求全面释放。23 年以来旅游市场持续回暖，Q3 受益于暑期旺季，旅游出行人次稳步增长。23Q1-3 国内旅游总人次 36.74 亿人，同比+75.50%，恢复至 19 年同期的 79.92%；实现旅游收入 3.69 万亿元，同比+114.4%，恢复至 19 年同期的 64.4%。出行市场总体上仍呈现出人次恢复领先于客单恢复的特征。国庆中秋双节假期时长较长，旅游需求加速释放。根据文旅部数据，今年中秋国庆假期期间全国国内旅游出游共 8.26 亿人次，按可比口径同比增长 71.3%，按可比口径恢复至 2019 年的 104.1%；实现国内旅游收入 7534.3 亿元，按可比口径同比增长 129.5%，按可比口径恢复至 2019 年的 101.5%。

图表 55. 21-23 年我国季度旅游人次



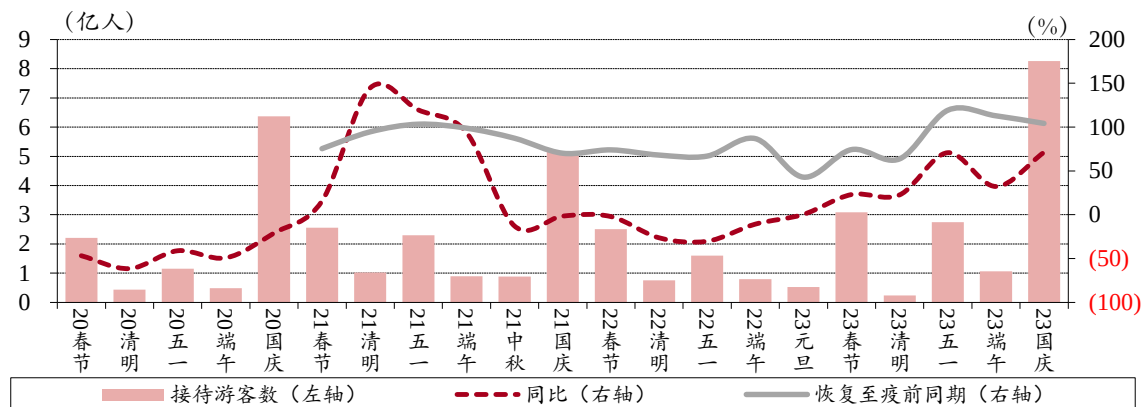
资料来源：文旅部，中银证券

图表 56. 21-23 年我国季度旅游收入



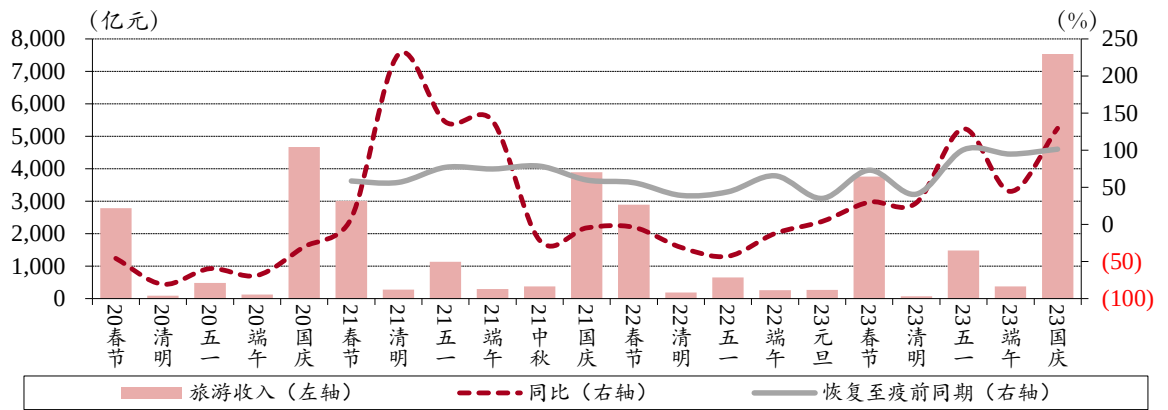
资料来源：文旅部，中银证券

图表 57. 20 年以来各长假游客人次恢复状况



资料来源：文旅部，中银证券

图表 58. 20 年以来各长假旅游收入恢复状况



资料来源：文旅部，中银证券

受益于出行旺季及黄金周催化，各景区人次收入快速恢复。1) 受益于暑期出行旺季催化，23Q3 国内景区旅游热度持续走高，游客接待量显著提升。23Q3 长白山主景区接待游客 158.52 万人，同比 +171.38%，恢复至 19 年同期的 106.01%；玉龙雪山景区接待游客 181.84 万人；黄山景区进山游客 144.20 万人，同比 +88.25%；乌镇景区接待游客 261.06 万人，同比 +332.86%，恢复至 19 年同期的 139.05%。2) 国庆黄金周，长白山景区接待游客数达 16.65 万人次，同比 +141.80%，恢复至 19 年同期的 83.9%；玉龙雪山接待游客达 19.46 万人次，同比 +191.21%，恢复至 19 年同期水平；乌镇景区接待游客超 41 万人次，同比 +254.71%；黄山景区接待游客超 19 万人次，同比 +48.52%；峨眉山景区接待游客 22.83 万人次，恢复至 19 年同期的 159.14%；国庆前三天九华山景区接待游客 12.01 万人次，同比 +59.4%。

图表 59. 23Q3 主要景区游客数量及恢复状况

景区	接待游客数量 (万人)	同比 2022 年 (%)	恢复至 2019 年 (%)
长白山	158.52	+171.38	106.01
玉龙雪山	181.84		
乌镇	261.06	+332.86	139.05
古北水镇	44.23	-16.36	48.78
黄山	144.20	+88.25	

资料来源：公司公告，长白山管委会，中银证券

图表 60. 23 年中秋国庆主要景区游客数量及恢复状况

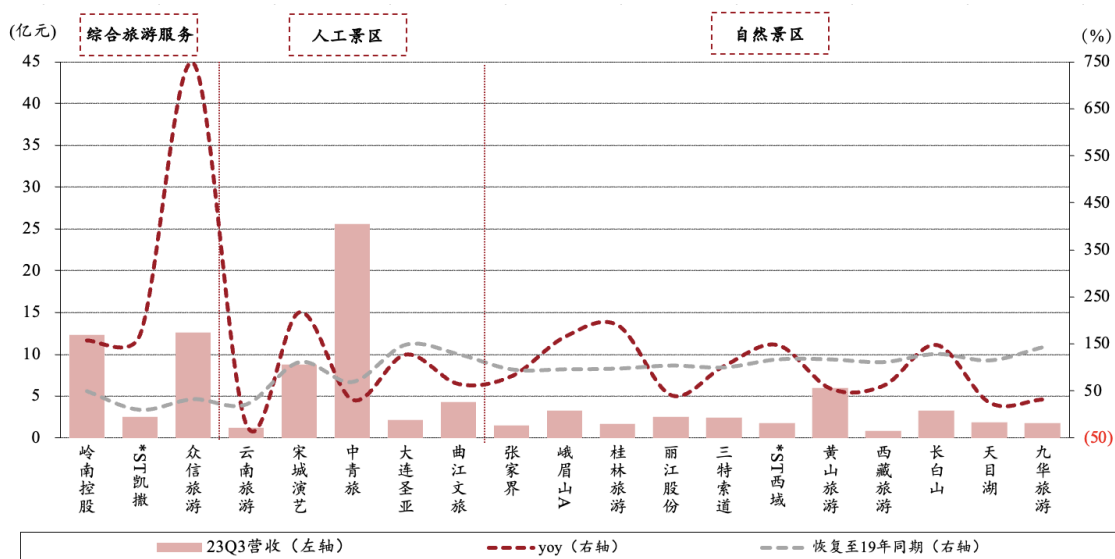
景区	暑期接待游客数 (万人)	同比 2022 年	恢复至 2019 年
长白山	16.65	+141.80%	83.9%
玉龙雪山	19.46	+191.21%	恢复到 2019 年同期水平
乌镇	41	+254.71%	
黄山	19	+48.52%	
峨眉山	22.83		159.14%
九华山	12.01 (前三天)	+59.4% (前三天)	

资料来源：公司公告，长白山管委会，九华山管委会，黄山管委会，峨眉山市文旅局，中国日报网，中银证券

6.2 上市公司：山岳型自然观光景区延续稳定增长，综合旅游服务商营收加速回暖

营收端：Q3 主要旅游客群为亲子和学生，主题乐园和自然观光景区整体恢复速度较快。人工景区如宋城演艺、大连圣亚、曲江文旅 23Q3 的营收分别恢复至 19Q3 的 111.20%、147.96%、127.73%；山岳型自然观光景区延续前期的高速增长，黄山旅游、长白山、九华旅游 23Q3 的营收分别恢复至 19Q3 的 116.98%、128.56%、142.97%。度假型景区相对恢复速度较缓，如中青旅 23Q3 营收恢复至 19Q3 的 69.23%，其中天目湖由于疫情期间酒店扩容增效明显，公司多方营销，表现较为亮眼，Q3 营收恢复至 19Q3 的 114.79%。综合旅游服务商受益于第三批出境团队游目的地国家的放开，营收恢复提速，同比实现大幅增长。但由于整体恢复存在滞后效应，出境客群未完全回归，较 19 年同期仍有一定差距，存在较大改善空间。未来随着出境游供应链的持续修复，后续有望加速改善。

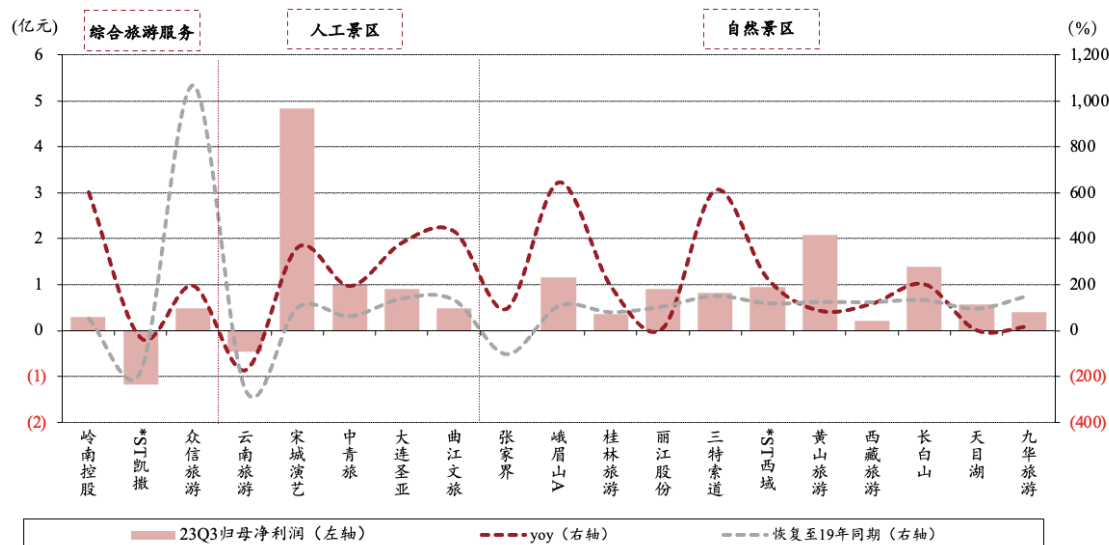
图表 61.Q3 各上市公司营收大部分已恢复至疫前同期水平



资料来源: iFinD, 中银证券

利润端: 暑期旺季市场复苏, 文旅消费需求持续回升, 板块内近 6 成的上市企业 Q3 利润超越 19 年同期, 且得益于疫后旅游需求的报复性增长, 部分公司业绩创历史新高。如大连圣亚、峨眉山、*ST 西域、长白山均创下上市以来 Q3 业绩新高, 分别恢复至 19 年同期的 138.69%、105.94%、117.31%、131.98%。除*ST 凯撒、云南旅游外, 各上市公司 Q3 利润端同比均存在大幅增长。

图表 62. Q3 各上市公司归母净利润大部分已恢复至疫前同期水平



资料来源: iFinD, 中银证券

自然景区

天目湖: 双节假期景区表现优异, 静待项目扩张贡献增量。中秋国庆假期期间, 天目湖旅游度假区成功登上《长三角旅游休闲热门度假区榜单》, 共接待游客 77.73 万人次, 同比 19 年+46.97%, 实现直接营收 1.31 亿元, 同比 19 年+62.25%; 御水温泉度假酒店、遇·天目湖酒店等假期连续三日满房。短期内, 随着冬季来临, 公司的温泉业务或将成为短期增长点。展望长期, 政企合力打造的动物王国项目正紧密筹备, 南山小寨二期及御水温泉改造项目持续优化推进, 预计 2025 年底可达预定使用状态, 有望为公司贡献业绩增量。

黄山旅游：公司业绩高速增长，客流量有望再创新高。23Q3 实现营收 5.97 亿元，yoy+54.60%，同比 19 年同期+17.06%；归母净利润 2.08 亿元，yoy+86.49%，同比 19 年同期+23.81%。23Q3 公司毛利率为 64.08%，yoy+12.71pct，并超过 19Q3 的水平，主要原因进山人数大幅增长，公司营收增加而成本较为刚性。受益于假日旅游需求的推动，23Q3 黄山景区接待进山游客 144.20 万人，yoy+88.25%。其中 8 月份接待游客 63.5 万余人，刷新单月接待量新高。Q1-3 景区累计接待进山人数为 353.35 万人，yoy+221.36%，提前 3 个月超过了 2019 全年的游客接待量，成为历史上突破 300 万人日期最早的一年，景区全年接待人数有望突破 400 万人。

丽江股份：新项目建设稳步推进，高质量服务打开新增量。暑期客流显著提升，索道演出业务稳步恢复，23Q1-3 公司三条索道共计接待游客 482.50 万人次，同比+193.19%。酒店业务加速放量，丽江和府酒店有限公司实现营收 1.16 亿元，同比+67.01%。迪庆香格里拉旅游投资有限公司实现营收 2,977.33 万元，同比+68.88%。公司新项目建设稳步推进，甘海子集散中心项目投入运营，配合玉龙雪山游客综合服务中心保证游客多方旅行体验；泸沽湖摩梭小镇二期演艺项目节目初步设计已完成，截至 23H1 总体项目进度已达 10.73%；省级重大项目牦牛坪旅游索道改扩建项目推进望助力主营增收。

长白山：外部交通改善下客流稳步增长，冬季冰雪项目上线有望贡献增量。据长白山管委会数据，23M1-9 主景区接待游客人次同比 19 年同期+7.5%。年初截至 10 月 6 日，景区接待游客人次同比 19 年同期+4.2%。客流增长主因外部交通改善，叠加疫后旅游需求的集中释放。公司自身也积极拓展业务，带动整体客单水平提升。Q4 公司的野雪公园和雪地摩托项目即将上线，预计将在冰雪季逐步贡献增量。吉林省政府在《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023-2025 年）》中提及，省财政每年将安排 1 亿元资金用于冰雪产业发展，其中每年投放冰雪消费券不低于 3000 万元，将长白山建成全国首个接待游客量突破 300 万的冰雪景区，后续公司有望受益于财政层面的资金支持。

人工景区

宋城演艺：假期景区场次快速恢复，静待新项目持续爬坡。暑期杭州宋城对杭州市民提供优惠票价，并开展狂欢节等活动；上海千古情主秀升级后重新开业。据公司消息，8 月 12 日《宋城千古情》创下单日上演 21 场新纪录，暑期旗下景区演出场次约 2600 余场。国庆中秋假期，公司旗下的千古情景区合计演出 338 场，是 22 年同期的 384.10%、19 年同期的 125.19%，单日最高演出场次达 59 场。根据旗下景区场次来看，杭州、丽江、三亚等成熟项目的场次逐步恢复，其中丽江项目表现尤为亮眼；西安、上海等项目在疫情后重新开业，经过内容整改升级后演出场次快速提升；另外佛山项目预计将于 2024Q1 开业，有望贡献新增量。

中青旅：两镇景区稳步恢复，旅行社业务呈向好态势。乌镇景区紧抓暑期经营旺季，挖掘“文化小镇”发展潜力，23Q1-3 共接待游客 615.87 万，实现营收 13.85 亿元，已超出 19 年同期水平。古北水镇受本地客流疫后出京、出境旅行需求高反弹等影响，短期客流承压，23Q1-3 接待游客 112.07 万，实现营收 5.46 亿元，净利润 1,047.97 万元。中秋国庆双节假期期间，乌镇景区接待游客超 41 万人次，同比+254.71%，营收同比+143.83%，较 19 年同期+8.46%。古北水镇接待游客 18 万人次，同比+16.14%。随着我国出境游政策限制的整体逐步放宽以及多条国际航线的陆续开通和恢复，公司根据目的地市场复苏情况和游客消费特点谋划产品布局，打造独家路线。国内游业务针对细分客户群体推出“精品小团”、“一家一团”、“私家定制”等多种服务选项，满足差异化消费需求。随着外部环境的改善，业绩弹性可期。

曲江文旅：在文旅需求加速复苏的暑期背景下，三季度西安和公司的旅游数据皆表现良好。据携程数据，今年暑期西安城市热度达全国第六，目的地为西安的暑期订单量同比增长 164%。受益于旅游市场持续复苏，公司所管理大唐芙蓉园、海洋极地公园等景区收入，及酒店餐饮、体育赛事等业务收入均较上年同期增加，带动公司前三季度和第三季度利润均同比实现扭亏为盈，且三季度利润环比增长明显。23 年 Q1-3 公司实现营收 11.21 亿元，同比+57.35%；实现归母净利 0.62 亿元；实现扣非归母净利 0.40 亿元。Q3 实现营收 4.33 亿元，同比+64.31%；实现归母净利 0.49 亿元。在掌握众多优质旅游资源的背景下，公司持续加强文化和旅游业态融合，公司持续推进演绎剧目，致力于实现“吃、住、行、游、购、娱”等要素的协同发展，业务稳定性强且具备较好增长潜力。

综合旅游服务商

众信旅游：在政策宽松叠加暑期出行旺季影响下，公司业绩实现同环比高增。前三季度公司共实现营收 20.53 亿元，yoy+647.46%；实现归母净利润 1413.27 万元；实现扣非归母净利润 1021.54 万元。三季度实现营收 12.61 亿元，yoy+748.28%；实现归母净利润 4865.60 万元；实现扣非归母净利润 4699.32 万元。四季度是传统旅游淡季，但随着公司积极运营冬季旅游产品，四季度业绩有望推动全年实现盈利。前三季度国际航班供给初步回暖，出境游修复仍处进行时。此外，当前在供需关系未实现均衡、出境客群未完全回归、疫后行业出清、产品创新和质量提升等多因素作用下，公司 Q3 毛利率、净利率均表现较好，分别为 11.84%/4.00%，表现好于疫情前 17-19 年 Q3 水平。在此基础上，公司仍在不断创新旅游产品，有望夯实行业龙头地位。

岭南控股：公司前三季度实现营收 24.85 亿元，同比增长 190.93%；实现归母净利润 5727.91 万元，同比增长 159.88%；实现扣非归母净利润 5217.04 万元，同比增长 137.48%。在商旅出行和住宿业务快速恢复的背景下，公司业绩修复预期得到阶段性验证，且受益于暑期出行旺季影响，单三季度恢复情况环比加速。公司在今年的双节黄金周表现亮眼，商旅出行业营收、出团人数同比分别增长 8 倍和 2.4 倍，出发团队超 2000 个；住宿业整体营收同比增长近 5 成，较 2019 年同期增长近 4 成，其中，广州花园酒店、中国大酒店和东方宾馆营收同比增长超过 9 成，较 2019 年同期增长近 8 成，均创国庆假期营收历史新高。出境游业务在疫情前是公司主要收入来源，且目前仍有较大修复空间。

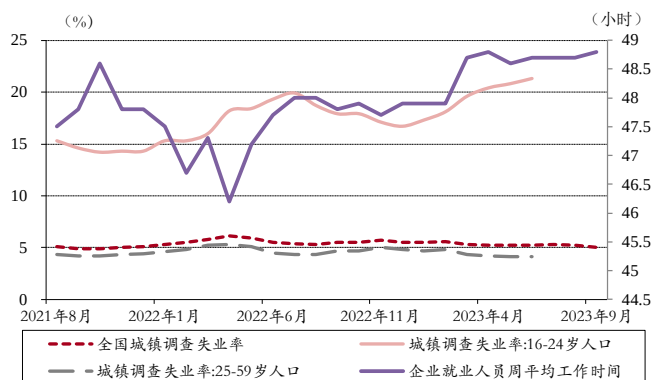
7 人服：就业市场景气度环比向好，关注企业出海带来的增量需求

7.1 人服行业：就业形势总体稳定，多行业人才缺口环比扩大。

Q3 单月城镇调查失业率环比持续下降，高校毕业生就业形势稳中有升。23Q1-3 全国城镇调查失业率平均值为 5.3%，同比去年下降 0.3pct，全国城镇新增就业 1022 万人。23Q3 全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，与 Q2 持平；7、8、9 月份，全国城镇调查失业率均分别为 5.3%、5.2%、5.0%，呈现环比下降趋势，同比去年分别下降 0.1、0.1 和 0.5pct。经济恢复向好、产业结构优化、稳就业政策对冲等多重积极因素叠加推动我国就业形势保持稳定。2023 届高校毕业生规模再创新高，高校毕业生就业问题备受关注。教育部高校学生司副司长表示，截至 8 月底，高校毕业生去向落实人数和落实率实现同比增长。高校毕业生就业局势总体稳中有升，但青年人“就业难”问题依然存在。

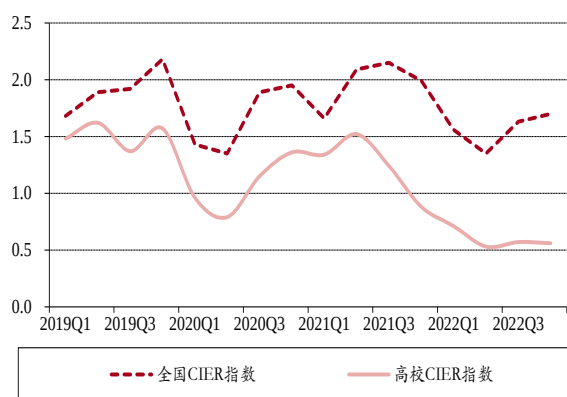
23Q3 就业景气度环比上升，低于去年同期水平。根据中国就业研究所《2023 年第三季度就业形势分析——基于智联招聘网络大数据》报告，23Q3CIER 指数环比上升，但低于去年同期水平。分行业和职业来看，本季度不同行业间就业景气化程度有所扩大，专业服务/咨询、保险、中介服务等行业就业景气程度相对较高。分区域来看，长三角、珠三角地区的二线城市 CIER 指数相对较高，部分北方城市就业竞争仍然十分激烈。分企业规模和性质来看，大、中、小和微型企业 CIER 指数依次递减，均环比上升，但除了大型企业外，均同比下降。本季度，上市公司和股份制企业的 CIER 指数相对较高，国企 CIER 指数最低。

图表 63.整体失业率较稳定，4 月起青年失业率突破 20%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 64.高校毕业生 CIER 指数或仍处低位

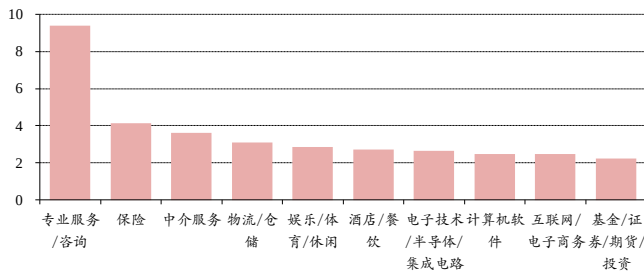


资料来源：中国人民大学新闻网，中银证券

注：CIER 指数=市场招聘需求人数/市场求职申请人数

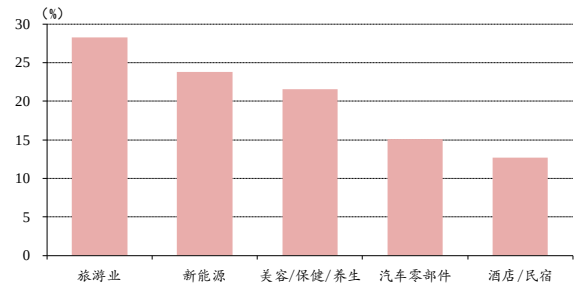
多行业人才缺口环比扩大，旅游、新能源等行业招聘职位数同比增长超 20%。据智联招聘数据，除娱乐/体育/休闲外，其他行业 CIER 指数均环比上升。从不同行业招聘职位同比增长情况看，暑期旅游市场需求高增促使 Q3 旅游业招聘职位数同比+28.3%，排名各行业之首。

图表 65. 23Q3 CIER 指数 TOP10 行业



资料来源：智联招聘，中银证券

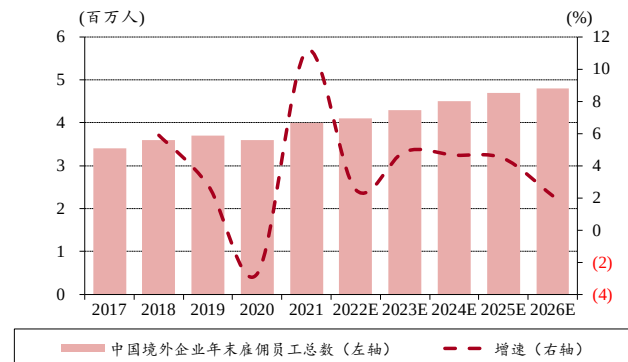
图表 66. 23Q3 招聘职位数同比增速 TOP5 行业



资料来源：智联招聘，中银证券

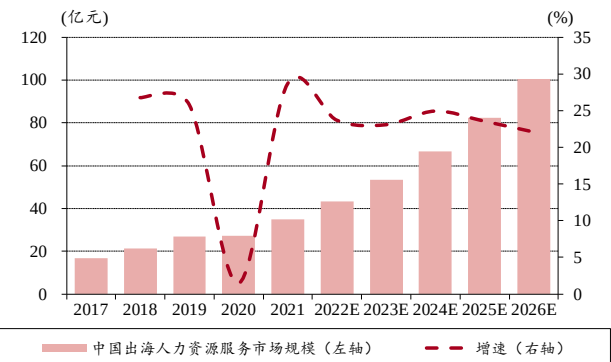
企业出海背景下带来海外人力资源需求，企业痛点待解决。随着全球疫情影响减弱，叠加一带一路政策驱动，中国企业积极出海扩展海外市场。据灼识咨询，预计 2023 年底中国境外企业年末雇佣员工总数将达到 430 万人，中国出海人力资源服务市场规模将达到 53.3 亿元。同时许多出海企业面临着供应商选择、人才获取、员工管理等问题，诸多痛点待人力资源服务商提供相应解决方案，未来出海人才服务市场空间广阔。

图表 67. 中国境外企业年末雇佣员工总数稳定增长



资料来源：灼识咨询，中银证券

图表 68. 中国出海人力资源服务市场规模潜在空间较大

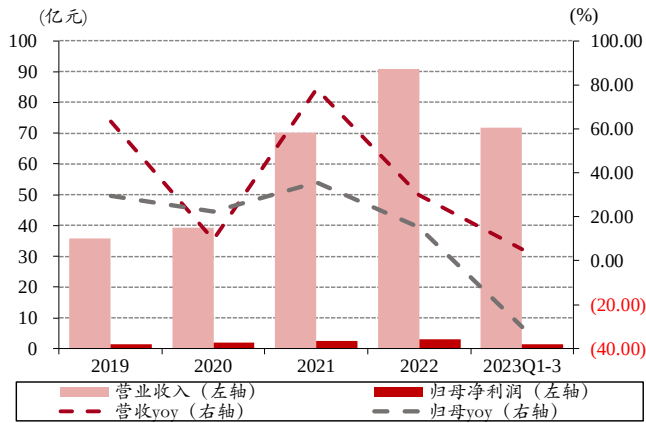


资料来源：灼识咨询，中银证券

7.2 科锐国际

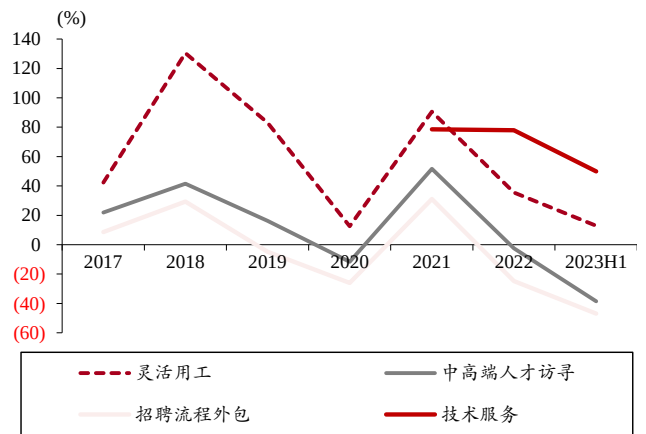
灵活用工带动营收规模增长，利润有所缩窄。2023 年 Q1-3 公司实现营收 71.7 亿元，yoy+5.16%；实现归母净利 1.52 亿元，yoy-30.25%；实现扣非归母净利 1.15 亿元，yoy-40.05%，毛利率和净利率分别为 7.77%/2.38%，而去年同期分别为 10%/4.04%。其中，Q3 实现营收 24.16 亿元，yoy+0.20%；实现归母净利 0.54 亿元，yoy-36.99%；实现扣非归母净利 0.44 亿元，yoy-44.11%，毛利率和净利率分别为 8.04%/2.28%，去年同期为 10.19%/4.45%。收入的增长主要来源于灵活用工业务的持续增长，前三季度公司整体灵活用工业务增加 9.64%，灵活用工业务累计派出 30.85 万人次，单三季度派出 10.41 万人次，且随技术赋能能力提升，三季度灵活用工毛利率恢复至去年水平。但整体招聘市场与去年同期对比，市场化招聘需求仍处在比较低的水平，部分高毛利业务受市场需求影响恢复不足。

图表 69. 科锐国际营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 70. 科锐国际各项主营业务营收增速



资料来源：公司公告，中银证券

技术赋能平台建设，国际化业务不断发展。公司 Q1-3 技术投入金额 1.46 亿元，yoy+27.27%，实现技术服务收入 3381 万元，yoy+21.55%。受益于持续的技术进步，外部数字化产品也收获较好成果，截至 Q3，公司通过垂直招聘平台、产业互联平台、SaaS 技术平台触达各类客户 3.36 万家，同比增长 52.73%；链接生态合作伙伴 1.23 万家，同比增长 36.67%，广泛链接了区域长尾及专精特新类客户。公司目前在中国、新加坡、马来西亚、美国、英国、荷兰等全球市场拥有 100 余家分支机构，提供全球化人才招引与配置方案等服务，尽管受部分宏观因素影响，Q3 海外业务增长同比有所下降，但随全球经济复苏以及出海企业相关需求增加后，海外业务有望成为业绩增长的重要贡献。

8 会展&演出：商务与文娱需求带动下持续恢复

8.1 会展行业：全球市场恢复提速，境内境外需求两旺

外贸韧性较强，“一带一路”仍为外展热门区域。在全球经贸增长乏力的背景下，我国外贸展现出较强韧性，并支持企业在境内外参展办展。据贸促会数据，截至8月底，中国贸促会已审批组展单位全年赴59个国家和地区出国展览项目计划1209项，计划展出面积74.6万平方米。其中，1-8月实际执行出国展览项目453项，实际展出面积28.8万平方米，参展企业超过1.8万家。据中贸智库的抽样调查，共建“一带一路”国家和地区成为中国企业的热门参展区域。

境内展览市场需求旺盛，展览规模大幅增长。商务部统计显示，23年1-9月，境内专业场馆共举办各类展会3248场，同比增长1.8倍，较2019年同期增长32.4%。其中，大型展会1908场，同比增长2.3倍，较2019年同期增长56.9%；展览总面积7686万平方米，同比增长1.7倍，较2019年同期增长51.5%，已超过2019年全年展览面积。

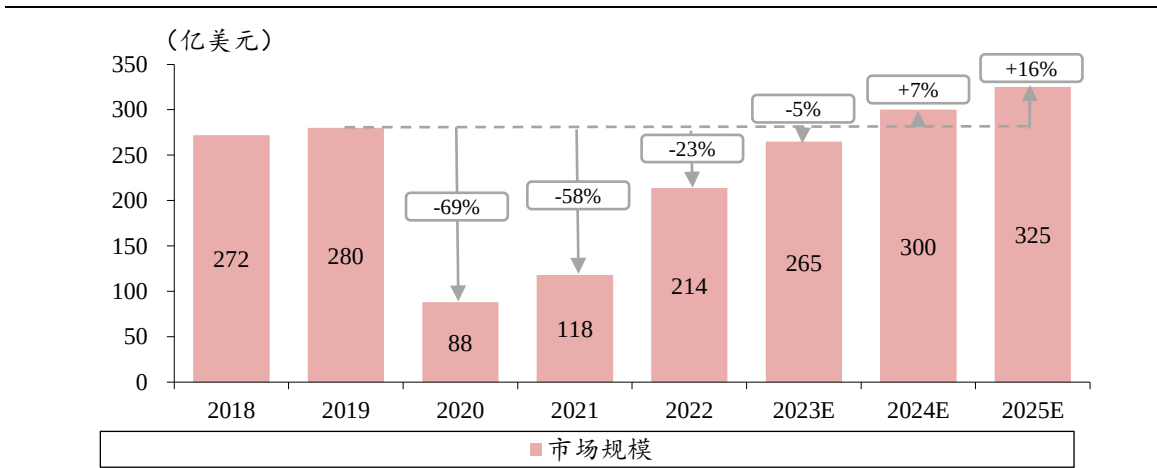
图表 71.2023 年前三季度境内展览市场规模

	展会数量（场）	展览面积（平方米）	大型展会数量（场）
23M1-9	3248	7686	1908
yoy(%)	180	170	230
同比 19 年 (%)	32.4	51.5	56.9

资料来源：商务部，中银证券

全球会展市场规模预计恢复提速。根据 Stax 近期发布的展览业年度报告 Globex 2023，预计到2023年底，美国、中国、英国、德国、法国、意大利等19个主要展览业市场的估值将达到265亿美元，恢复至19年的95%；预计2024年将比2019年增长7%，较其年初预测值大幅提升。

图表 72.全球会展行业市场规模

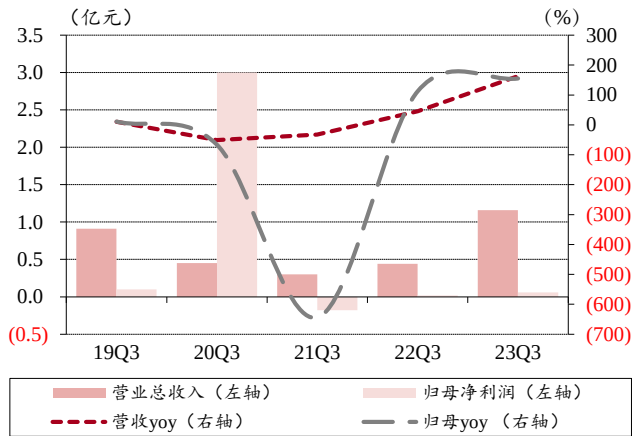


资料来源：Stax，中银证券

米奥会展：Q3 合同负债大幅增长，专业展转型成效显著

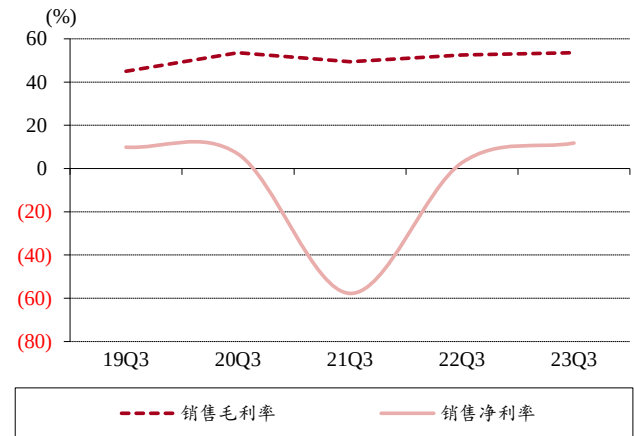
境外展会持续恢复，Q3 淡季业绩稳健增长。23Q1-3 公司实现营收 4.69 亿元，yoy+236.56%；归母净利润 0.82 亿元，yoy+739.13%；扣非归母净利润 0.78 亿元，yoy+518.33%。Q3 实现营收 1.16 亿元，yoy+162.94%；归母净利润 0.06 万元，yoy+155.21%；扣非归母净利润 0.04 亿元，yoy+509.00%。受益于境外展会的恢复，Q3 公司业绩稳健增长。

图表 73. 米奥会展 23Q3 营收、归母净利润变化



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 74. 米奥会展 23Q3 毛利率及净利率



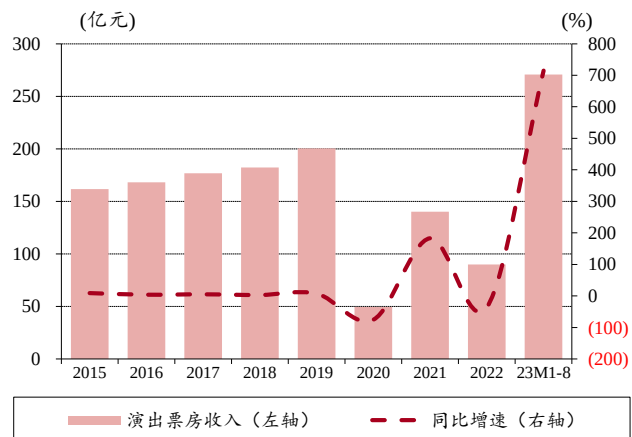
资料来源: iFinD, 中银证券

合同负债大幅增加，专业展转型持续推进。根据公司公布的 2023 年专业展排期，多数展会的时间均在 Q4。截至 23Q3 末，公司的合同负债为 2.70 亿元，环比 Q2 增加 1.01 亿元，Q4 业绩增长的确定性较强。专业展转型持续推进，品牌效应初现。10 月 26 日，AFF 日本秋季展会圆满收官，3 天共吸引了 3193 位专业买家，期间展商的预期成交和意向成交比重高达 90%；2024 年计划开启四国七展。公司专业展转型已初显成效，静待后续品牌 IP 影响力逐步扩大，推动复购率提升，加速业绩释放。

8.2 演出行业：前三季度文娱演艺景气度维持高位

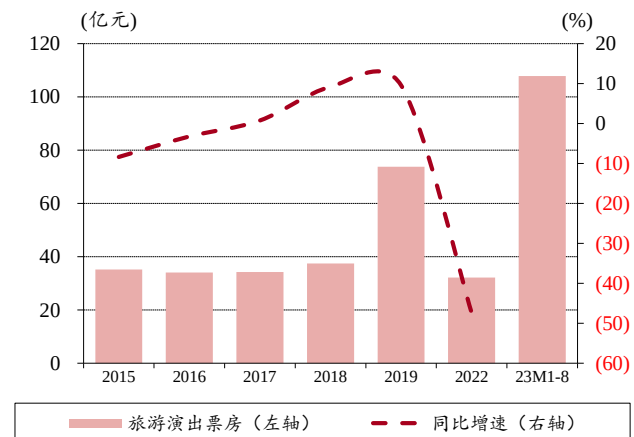
演出票房持续回暖，23 年前 8 月旅游演艺票房已超 19 年全年。疫后文旅行业复苏趋势明显，在复苏背景下消费者对于深度体验需求受到市场关注，演艺演出需求恢复景气度高。暑期演出市场需求景气仍处高位，据中国演出行业协会数据，23 年暑期全国演出市场（不含娱乐场所演出）场次 11.02 万场，yoy+301.53%；演出票房收入 102.77 亿元，yoy+792.41%；观演人数 3256.19 万人次，yoy+806.70%。23 年暑期全国旅游演艺演出场次 3.89 万场，票房收入 37.29 亿元，观演人数 1742.81 万人次。在双节黄金周，演艺演出需求维持高位。据中国演出行业协会数据，9 月 29 日至 10 月 6 日，全国营业性演出 44237 场，与去年十一假期同比增 227.68%，与 2019 年同比增长 48.95%。期间票房收入 20.05 亿元，与去年同比增长 322.14%，与 2019 年同比增长 82.60%；观众人数 1180.35 万人次，与去年同比增长 261.83%，与 2019 年同比增长 61.06%。其中，旅游演艺演出场次 2.14 万场，票房收入 10.31 亿元，观演人次 851.32 万；该类演出票房占比达假期演出市场总量的 51%。在各类演出中，受益于疫后旅游需求集中释放，旅游演艺复苏最为明显，23 年前 8 月旅游演艺票房达 107.84 万元，已超越 19 年全年水平。

图表 75. 全国演出票房收入情况



资料来源: wind、中国演出行业协会, 中银证券

图表 76. 全国旅游演艺票房收入情况



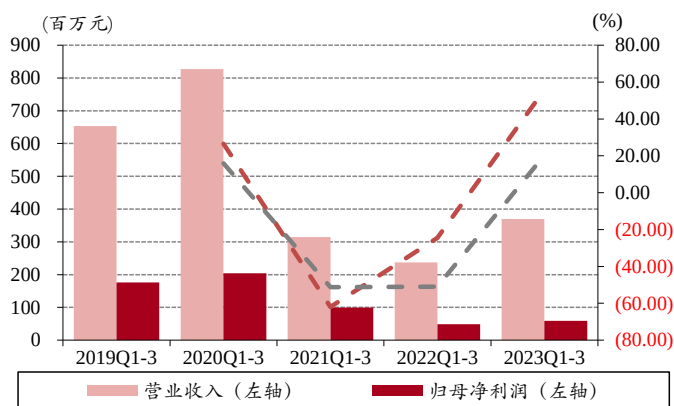
资料来源: wind、中国演出行业协会, 中银证券

锋尚文化：

亚运收入部分释放，期待 Q4 多项目确认带动业绩进一步增长。公司前三季度实现营业收入 3.70 亿元，同比增长 55.88%；实现归母净利润 5864.50 万元，同比增长 20.43%；实现扣非归母净利 1464.34 万元，同比增长 181.34%。其中，受益于亚运会开幕式项目的收入确认，三季度业绩环比增长显著，单三季度实现营业收入 3.16 亿元，占一至三季度营业收入的 85.48%。单三季度实现归母净利润 5827.83 万元，同比增长 516.73%；实现扣非归母净利 4946.72 万元，同比增长 1153.58%。

公司项目收入确认方式为完工后一次性确认，根据亚运会安排，亚运会闭幕式、亚残运会开幕、闭幕式分别安排在 10 月 8 日、22 日、28 日，在项目结束后预计仍会对公司 Q4 业绩带来较多增量。此外，公司仍在积极扩展业务并获得项目，Q3 公司获得唐岛湾文化艺术中心配套项目、长安乐舞台秀项目、第十四届冬季运动会开闭幕式仪式和文艺演出等项目，10 月公司与杭州萧山区正式签约，计划推出实景演艺《湘湖雅韵》，并宣布集团区域总部即将落户萧山。后续项目收入确认对于公司业绩的拉升值得期待。

图表 77. 锋尚文化营收、归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中银证券

风险提示

需求复苏不及预期，行业信心复苏不及预期，政策落地及执行不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371