

消费者服务

2022 年报&2023 一季报综述 领先大市-A(维持)

23Q1 自然景区恢复居前，关注小长假、暑期旺季催化需求释放

2023 年 5 月 10 日

行业研究/行业分析

消费者服务板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
601888.SH	中国中免	买入-B
600754.SH	锦江酒店	增持-A
600258.SH	首旅酒店	增持-A
603136.SH	天目湖	增持-A
300144.SZ	宋城演艺	增持-A
600138.SH	中青旅	增持-B
603043.SH	广州酒家	增持-A
605108.SH	同庆楼	增持-A

相关报告：

【山证社服】社服行业 2022 三季报业绩综述：Q3 经营情况环比改善显著，年内业绩持续爬坡（2022-11-07）

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点：

➢ **2022 年行业情况：**疫情反复影响至行业年内经营持续承压。22 年社会服务行业（申万分类）实现营收 1024.82 亿元（-15.77%），为 2019 年同期 74%，年内疫情持续影响正常范围内人员流动、各季度经营情况较上年同期均下滑；归母净利润大幅下滑 85.12%至 13.1 亿元，疫情三年以来最低业绩、为 2019 年同期 12%，全年同比承压、22Q4 疫情冲击较大行业景气度断崖式下滑。行业综合毛利率 24.4%（-5.42pct），净利率 2.11%（-7.3pct）。各子板块营收恢复情况与 2019 年同期相比：人力资源服务（253.55%）>免税（113.48%）>餐饮（106.53%）>酒店（70.46%）>自然景区（42.81%）>人工景区（40.62%）>旅游综合（6.99%）。

➢ **23Q1 行业情况：**营收恢复至疫前水平，净利润恢复快于毛利润，自然景区恢复亮眼。23Q1 社服行业实现营收 350.32 亿元（+27.64%），较 2019 年同期增长 7.25%；实现归母净利润 28.18 亿元（+99.17%），恢复至 2019 年同期 81.69%。行业综合毛利率 28.21%（+1.94pct），恢复至 19Q1 六成水平；净利率 8.74%（+2.7pct），恢复至 19Q1 超七成水平。23Q1 各子板块营收恢复情况与 2019 年同期相比：人力资源服务（297.91%）>免税（151.69%）>餐饮（131.64%）>自然景区（120.14%）>酒店（91.76%）>人工景区（59.6%）>旅游综合（12.47%）。

➢ **投资建议：**23Q1 行业整体营收归母净利润分别恢复至 19 年同期 107%、82%。从子板块表现来看，景区类公司经营情况改善明显，自然景区板块公司 23Q1 归母净利润较上年同期均有增长，主要山岳类景区峨眉山 A、黄山旅游、九华旅游业绩同比大增超 100%。五一小长假旅游市场表现来看，国内出游人次较 19 年增长近 20%、实现旅游收入基本与疫情前持平、人均消费客单价恢复至疫前 85%左右，细分市场恢复节奏不同。主要城市酒店经营情况基本恢复至疫前水平、一线城市 RevPAR 较疫前增长近 20%；国有景区免门票政策基本全覆盖，景区内二次消费项目有望提振业绩；出境游自 2 月逐步恢复后预定量持续走高，随着欧洲国家经典路线恢复、暑期传统旅游旺季到来，出境板块有望恢复至疫前 70%以上水平。

➢ **重点公司关注：**中国中免、锦江酒店、首旅酒店、天目湖、宋城演艺、中青旅、广州酒家、同庆楼

风险提示：宏观经济波动风险；居民消费不及预期风险。



目录

1. 社会服务行业 2022 及 23Q1 经营情况.....	5
1.1 2022 年行业情况：疫情反复影响至行业年内经营持续承压.....	5
1.2 23Q1 行业情况：营收恢复至疫前水平，净利润恢复快于毛利润.....	9
2. 投资建议及重点关注公司.....	12
2.1 投资建议.....	12
2.2 重点关注公司.....	13
2.2.1 中国中免.....	13
2.2.2 锦江酒店.....	13
2.2.3 首旅酒店.....	14
2.2.4 天目湖.....	14
2.2.5 宋城演艺.....	14
2.2.6 中青旅.....	14
2.2.7 广州酒家.....	15
2.2.8 同庆楼.....	15
3. 风险提示.....	15

图表目录

图 1： 社会服务行业年内营收及增速.....	5
图 2： 社会服务行业年内归母净利润及增速.....	5
图 3： 社会服务行业年内毛利率及净利率情况.....	5
图 4： 社会服务行业年内各项费用率情况.....	5
图 5： 社会服务行业年内毛利润及增速.....	6
图 6： 社会服务行业年内净利润及增速.....	6

图 7: 社会服务行业各季度营收及归母净利润增速.....	6
图 8: 社服行业各季度毛利率和各项费用率增速.....	6
图 9: 社会服务行业年内各子行业营收结构 (亿元)	7
图 10: 社服行业年内各子行业净利润结构 (亿元)	7
图 11: 社会服务行业年内各子行业营收增速.....	8
图 12: 社会服务行业年内各子行业归母净利润增速.....	8
图 13: 社会服务行业年内各子行业毛利率.....	8
图 14: 社会服务行业年内各子行业净利率.....	8
图 15: 社会服务行业 Q1 营收及增速.....	9
图 16: 社会服务行业 Q1 归母净利润及增速.....	9
图 17: 社会服务行业 Q1 毛利率及净利率情况.....	10
图 18: 社会服务行业 Q1 各项费用率情况.....	10
图 19: 社会服务行业 Q1 毛利润及增速.....	10
图 20: 社会服务行业 Q1 净利润及增速.....	10
图 21: 社会服务行业 Q1 各子行业营收结构 (亿元)	11
图 22: 社服行业 Q1 各子行业净利润结构 (亿元)	11
图 23: 社会服务行业 Q1 各子行业营收增速.....	11
图 24: 社会服务行业 Q1 各子行业归母净利润增速.....	11
图 25: 社会服务行业 Q1 各子行业毛利率.....	12
图 26: 社会服务行业 Q1 各子行业净利率.....	12
表 1: 社会服务行业子板块分类.....	6
表 2: 2022 社会服务行业各子行业经营情况.....	9

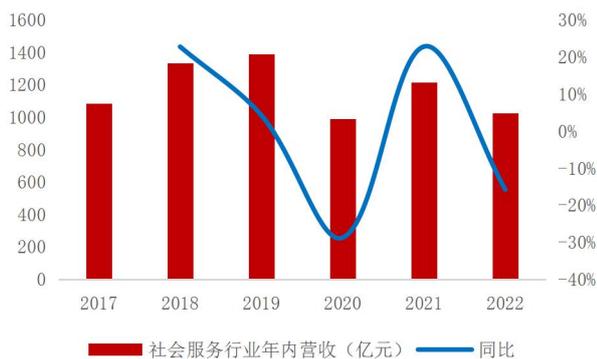
表 3: 2023Q1 社会服务行业各子行业经营情况.....	12
表 4: 重点推荐公司估值盈利预测.....	15
表 5: 2022 社会服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）	16
表 6: 2023Q1 社会服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）	17

1. 社会服务行业 2022 及 23Q1 经营情况

1.1 2022 年行业情况：疫情反复影响至行业年内经营持续承压

2022 年社会服务行业（申万分类）实现营收 1024.82 亿元（-15.77%），为 2019 年同期 74%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 274.46 亿元/213.79 亿元/271.04 亿元/265.53 亿元，年内疫情持续影响正常范围内人员流动、经营情况较上年同期均下滑，同比-4.24%/-32.62%/-7.79%/-16.72%；归母净利润大幅下滑 85.12% 至 13.1 亿元，疫情三年以来最低业绩、为 2019 年同期 12%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润分别为 14.15 亿元/3.52 亿元/15.88 亿元/-20.44 亿元，全年同比承压、22Q4 疫情冲击较大行业景气度断崖式下滑。行业综合毛利率 24.4%（-5.42pct），净利率 2.11%（-7.3pct）。整体费用率 18.87%（+2.56pct），各项费用率均有不同程度增长，其中销售费用率 7.42%（+0.77pct）、管理费用率 9.53%（+1.44pct）、财务费用率 1.91%（+0.35pct）。

图 1：社会服务行业年内营收及增速



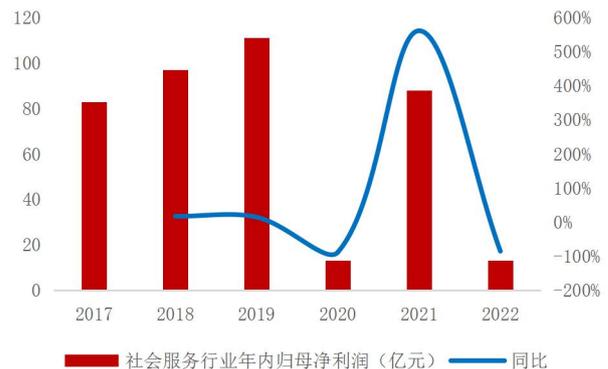
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：社会服务行业年内毛利率及净利率情况



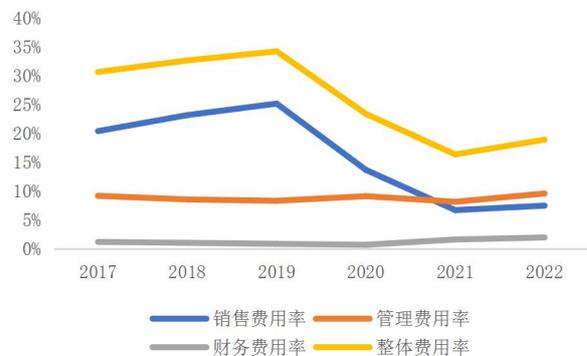
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：社会服务行业年内归母净利润及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

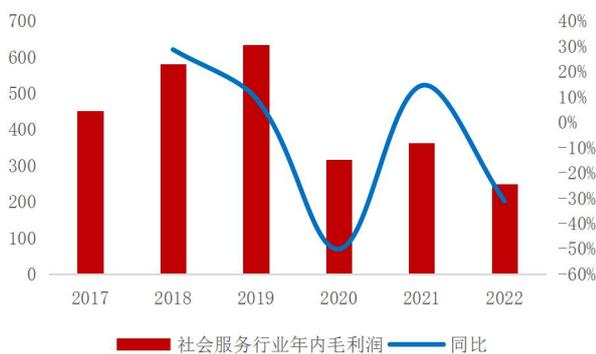
图 4：社会服务行业年内各项费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

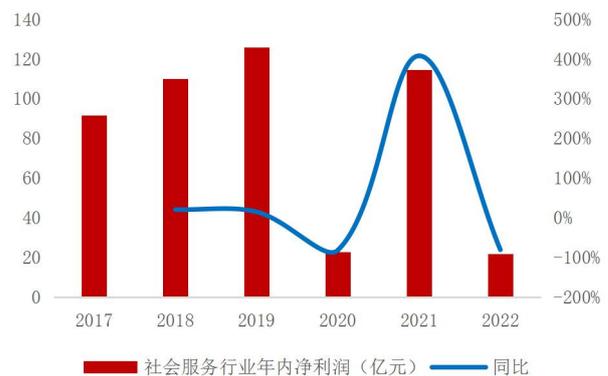
2022 年社服行业整体实现毛利润 250.09 亿元（-31.07%），为 2019 年同期 40%、疫情三年最低毛利润水平；净利润 21.67 亿元（-81.08%），为 2019 年同期 17.2%。分季度来看，22Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现毛利润 72.17 亿元/54.8 亿元/73.4 亿元/49.8 亿元，同比-24.87%/-48.81%/-8.43%/-37.47%；分别实现净利润 16.57 亿元/4.39 亿元/19.23 亿元/-19.07 亿元，同比-34.7%/-88.02%/-61.43%/-905.28%，22Q4 受宏观环境影响行业整体表现业绩亏损。

图 5：社会服务行业年内毛利润及增速



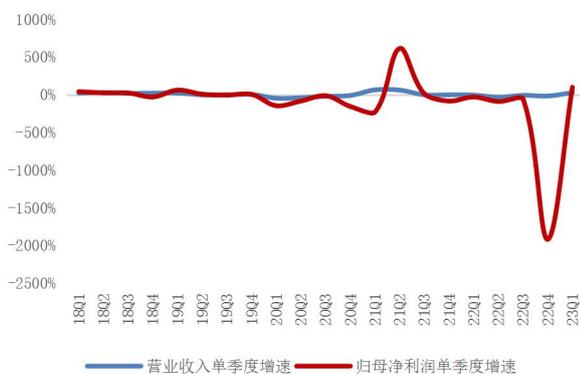
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：社会服务行业年内净利润及增速



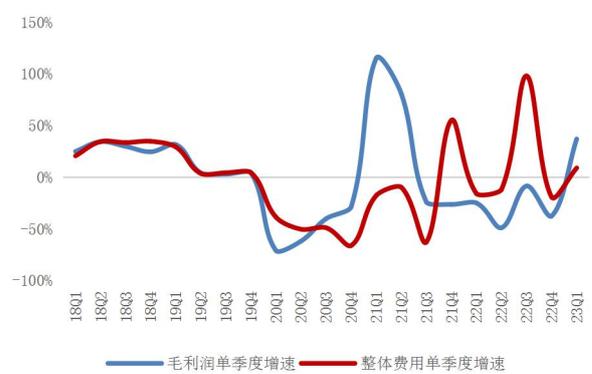
资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：社会服务行业各季度营收及归母净利润增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：社服行业各季度毛利率和各项费用率增速



资料来源：wind，山西证券研究所

我们以申万社会服务行业旅游及景区、酒店餐饮为基础，添加人力资源服务标的科锐国际、旅游零售标的中国中免、餐饮标的广州酒家，对 A 股 29 家社会服务行业上市公司 2022 年报以及 23Q1 经营情况进行统计。（注：同庆楼自 2019Q1、君亭酒店自 2020Q3 起纳入统计）

表 1：社会服务行业子板块分类

子板块	上市公司
人工景区	宋城演艺、云南旅游、曲江文旅、中青旅、天目湖
自然景区	张家界、峨眉山 A、桂林旅游、丽江股份、三特索道、黄山旅游、西藏旅游、长白山、九华旅游

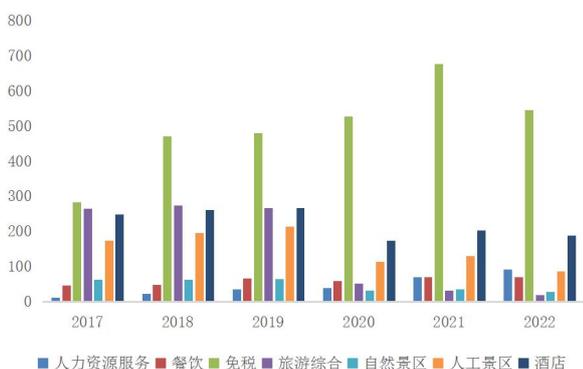
子板块	上市公司
酒店	华天酒店、西安旅游、君亭酒店、首旅酒店、锦江酒店、金陵饭店
旅游综合	岭南控股、众信旅游、凯撒旅业
餐饮	西安饮食、全聚德、同庆楼、广州酒家
旅游零售	中国中免
专业服务	科锐国际

资料来源：wind，山西证券研究所

我们所统计行业 29 家上市公司 2022 年归母净利润，其中 10 家公司全年各季度均表现亏损（酒店、餐饮、人工景区、自然景区、旅游综合板块各 2 家）；年内行业 19 家公司较 2021 年同期水平继续下滑，其中 7 家公司转盈为亏、12 家公司继续亏损、丽江股份扭亏为盈、9 家公司持续盈利，其中锦江酒店、金陵饭店、科锐国际净利润同比增长。

社服申万二级行业整体受年内疫情持续影响表现低迷。免税板块整体营收有所下滑，相比社服行业其他子板块仍贡献较高营收、利润，在年内行业低迷表现下继续保持相对稳定经营情况，22 年实现营收 544.33 亿元（-40.92%）、归母净利润 50.3 亿元（-47.89%），占整体行业营收、利润比分别为 53.11%、383.86%。行业内公司经营情况表现分化，华天酒店、西安旅游、西安饮食、全聚德、云南旅游、曲江文旅、张家界、桂林旅游、凯撒旅业、众信旅游持续各季度均亏损，君亭酒店、广州酒家、中国中免、科锐国际各季度均盈利。

图 9：社会服务行业年内各子行业营收结构（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

营收方面，除人力资源服务板块增长近 30%、餐饮板块微增 0.3%，其他子板块营收均表现不同程度下滑。人力资源服务营收 90.92 亿元（+29.69%）、餐饮板块营收 69.86 亿元（+0.3%）、酒店板块营收 187.23 亿元（-7.76%）、免税板块营收 544.33 亿元（-19.57%）、自然景区板块营收 27.13 亿元（-23.5%）、人工景区板块营收 86.73 亿元（-33.4%）、旅游综合板块营收 18.61 亿元（-40.92%）。

各子板块营收恢复情况与 2019 年同期相比：人力资源服务(253.55%)>免税(113.48%)>餐饮(106.53%)>

图 10：社服行业年内各子行业净利润结构（亿元）

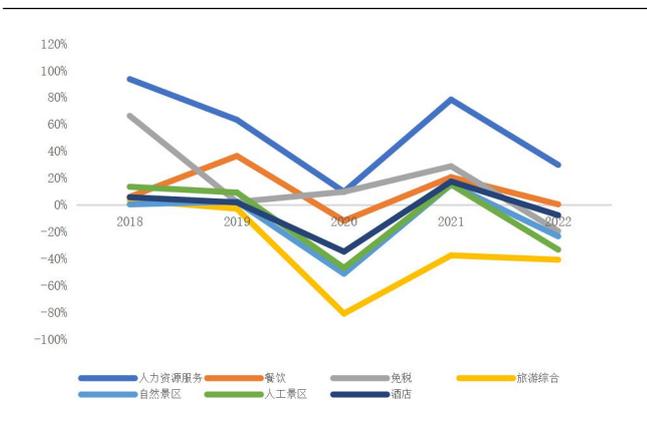


资料来源：wind，山西证券研究所

酒店（70.46%）>自然景区（42.81%）>人工景区（40.62%）>旅游综合（6.99%）。

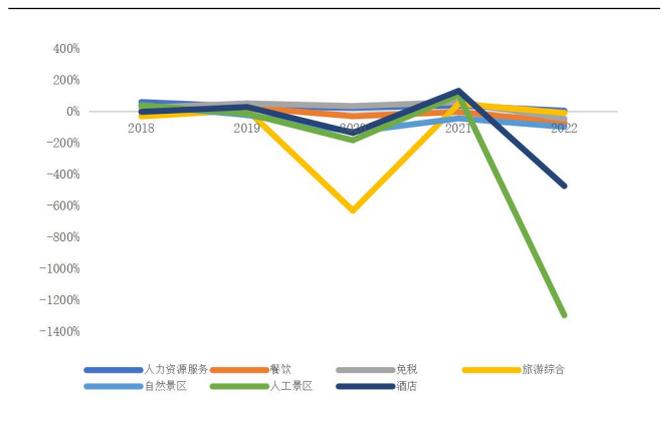
业绩方面，年内疫情反复影响各子板块归母净利润同比回落明显，仅免税、人力资源服务、餐饮板块实现盈利。免税板块净利润 50.3 亿元（-47.89%）、人力资源服务板块盈利 2.91 亿元（+3.2%）、餐饮板块盈利 1.15 亿元（-69.43%），人工景区板块亏损 8.36 亿元（-1300.12%）、酒店板块亏损 8.75 亿元（-476.69%）、自然景区板块亏损 9.94 亿元（-99.86%）、旅游综合板块亏损 14.21 亿元（-10.84%）。其中，人工景区、酒店板块较上年同期转盈为亏、自然景区板块亏损同比增加、旅游综合板块亏损同比有所收窄。

图 11：社会服务行业年内各子行业营收增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：社会服务行业年内各子行业归母净利润增速



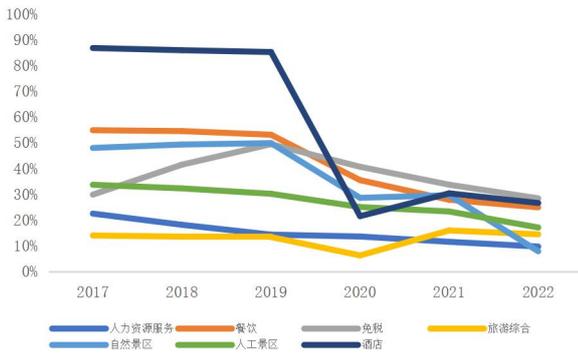
资料来源：wind，山西证券研究所

毛利率方面，社服行业各子板块均有不同程度下滑。人力资源服务 9.68%（-1.84pct）、旅游综合板块 14.42%（-1.5pct）、餐饮板块 24.91%（-2.92pct）、酒店板块 26.58%（-3.75pct）、免税板块 28.39%（-5.29pct）、人工景区板块 17.08%（-6.21pct）、自然景区板块 7.84%（-21.81pct）。

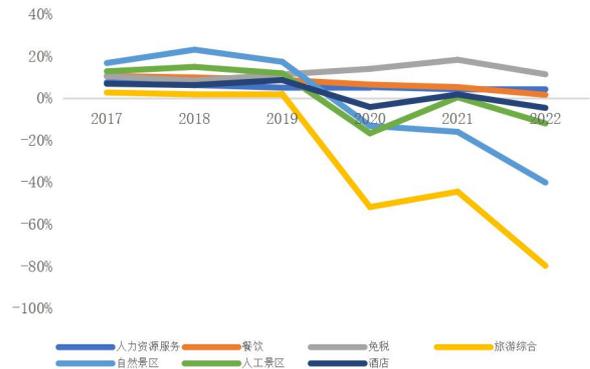
净利率方面，仅免税、人力资源服务、餐饮板块表现为正。人力资源服务 4.03%（-0.17pct）、餐饮板块 1.56%（-3.69pct）、免税板块 11.37%（-6.9pct）、酒店板块-4.66%（-6.39pct）、人工景区板块-12.07%（-12.49pct）、自然景区板块-40.21%（-24.14pct）、旅游综合板块-79.86%（-35.29pct）。

图 13：社会服务行业年内各子行业毛利率

图 14：社会服务行业年内各子行业净利率



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

表 2：2022 社会服务行业各子行业经营情况

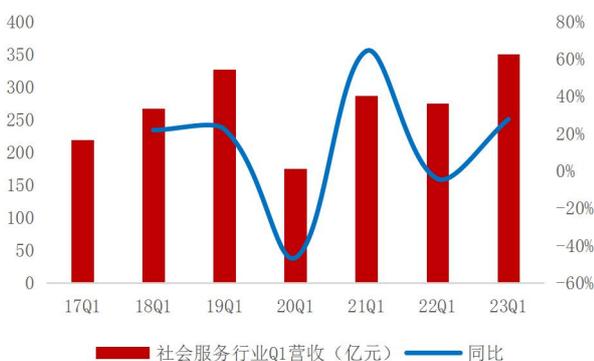
子行业	营收 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	毛利率	YOY	净利率	YOY
人力资源服务	90.92	29.69%	2.91	3.20%	9.68%	-1.84pct	4.03%	-0.17pct
餐饮	69.86	0.30%	1.15	-69.43%	24.91%	-2.92pct	1.56%	-3.69pct
免税	544.33	-19.57%	50.30	-47.89%	28.39%	-5.29pct	11.37%	-6.90pct
旅游综合	18.61	-40.92%	-14.21	-10.84%	14.42%	-1.50pct	-79.86%	-35.29pct
自然景区	27.13	-23.50%	-9.94	-99.86%	7.84%	-21.81pct	-40.21%	-24.14pct
人工景区	86.73	-33.40%	-8.36	-1300.12%	17.08%	-6.21pct	-12.07%	-12.49pct
酒店	187.23	-7.76%	-8.75	-476.69%	26.58%	-3.75pct	-4.66%	-6.39pct

资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 23Q1 行业情况：营收恢复至疫前水平，净利润恢复快于毛利润

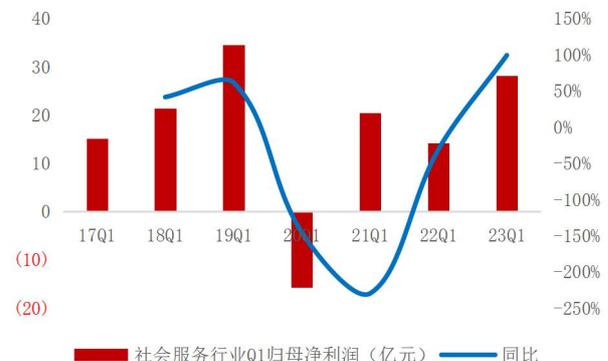
23Q1 社服行业实现营收 350.32 亿元 (+27.64%)，较 2019 年同期增长 7.25%；实现归母净利润 28.18 亿元 (+99.17%)，恢复至 2019 年同期 81.69%。行业综合毛利率 28.21% (+1.94pct)，恢复至 19Q1 六成水平；净利率 8.74% (+2.7pct)，恢复至 19Q1 超七成水平。

图 15：社会服务行业 Q1 营收及增速



资料来源：wind，山西证券研究所

图 16：社会服务行业 Q1 归母净利润及增速

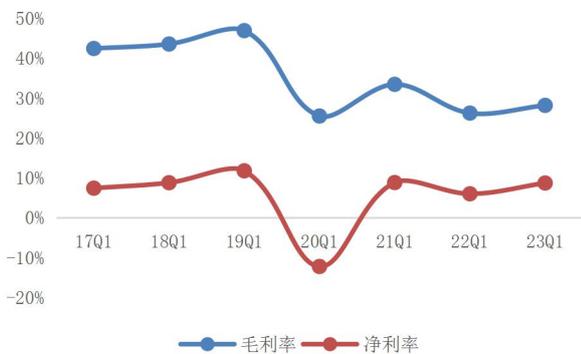


资料来源：wind，山西证券研究所

行业同比 22Q1 经营情况明显改善。6 家公司同比持续盈利，12 家公司转盈为亏，11 家公司持续亏损、其中 9 家公司亏损收窄。分子板块来看，23Q1 自然景区板块业绩同比 22Q1 全部提升，峨眉山 A 持续盈利，张家界、桂林旅游、西藏旅游、长白山亏损减少，丽江股份、三特索道、黄山旅游、九华旅游扭亏为盈。

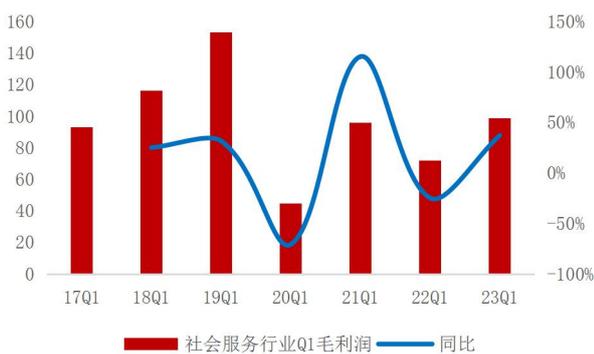
行业整体净利润恢复速度快于毛利润。23Q1 行业整体实现毛利润 98.83 亿元 (+37.06%)，为 2019 年同期 65%，毛利率 28.21% (+1.94pct)、为 2019 年同期 60%；净利润 31.62 亿元 (+84.71%)，为 2019 年同期 80%，净利率 8.74% (+2.7pct)、为 2019 年同期 74%整体费用率 15.1% (-2.57pct)，其中销售费用率 8.39% (+0.15pct)、管理费用率 6.3% (-1.77pct)、财务费用率 0.4% (-0.95pct)。

图 17：社会服务行业 Q1 毛利率及净利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：社会服务行业 Q1 毛利润及增速

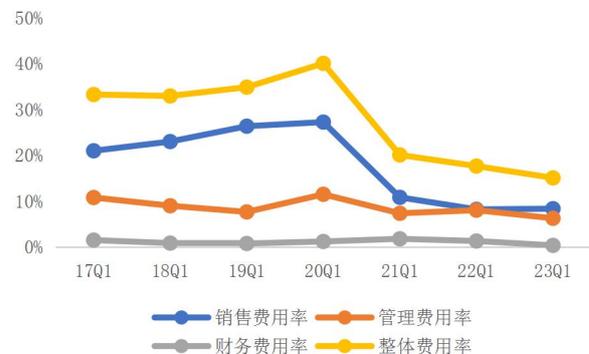


资料来源：wind，山西证券研究所

营收方面，行业内各子板块较上年同期均实现增长。自然景区营收 13.52 亿元 (+158.53%)、旅游综合营收 6.92 亿元 (+87.66%)、人力资源服务营收 23.93 亿元 (+9.17%)、酒店营收 54.27 亿元 (+30.41%)、餐饮营收 19.56 亿元 (+30.35%)、人工景区营收 24.44 亿元 (+27.39%)、免税营收 207.69 亿元 (+23.76%)。

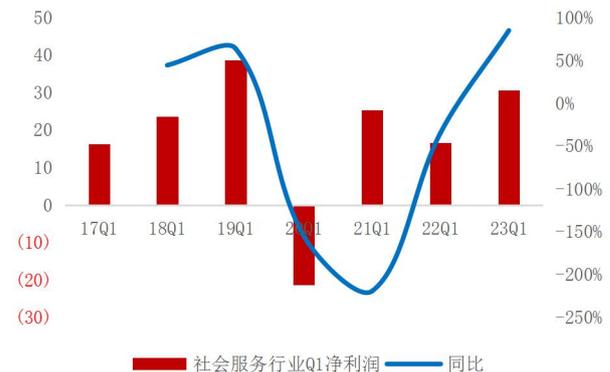
23Q1 各子板块营收恢复情况与 2019 年同期相比：人力资源服务 (297.91%) > 免税 (151.69%) > 餐饮

图 18：社会服务行业 Q1 各项费用率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 20：社会服务行业 Q1 净利润及增速



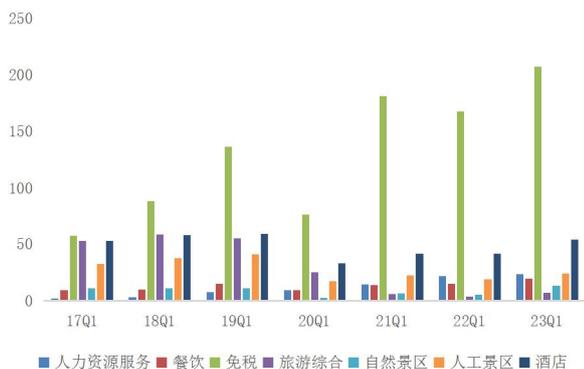
资料来源：wind，山西证券研究所

(131.64%) > 自然景区 (120.14%) > 酒店 (91.76%) > 人工景区 (59.6%) > 旅游综合 (12.47%)。

业绩方面，旅游综合板块仍表现亏损，除免税板块外同比 22Q1 均呈现不同程度增长。餐饮板块盈利 1.2 亿元 (+630.08%)、自然景区盈利 2.25 亿元 (+169.19%)、酒店盈利 1.48 亿元 (+134.87%)、人工景区盈利 0.63 亿元 (+127.19%)、旅游综合亏损 0.71 亿元 (+63.62%)、人力资源服务盈利 0.33 亿元 (+1.39%)、免税板块盈利 23.01 亿元 (-10.25%)。

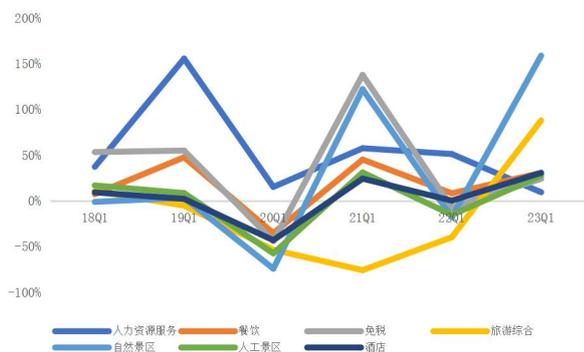
各子板块归母净利润与 2019 年同期相比：自然景区 (642.12%) > 人力资源服务 (131.1%) > 餐饮 (103.33%) > 免税 (99.78%) 酒店 > (48.93%) > 人工景区 (13.73%) > 旅游综合 (-34.47%)。山岳类自然景区 23Q1 业绩表现亮眼，较 19 年同期大增超 6 倍，旅游综合受限于出境游于 2 月初陆续放开、业绩逐步回升、目前仍表现亏损。

图 21：社会服务行业 Q1 各子行业营收结构 (亿元)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 23：社会服务行业 Q1 各子行业营收增速



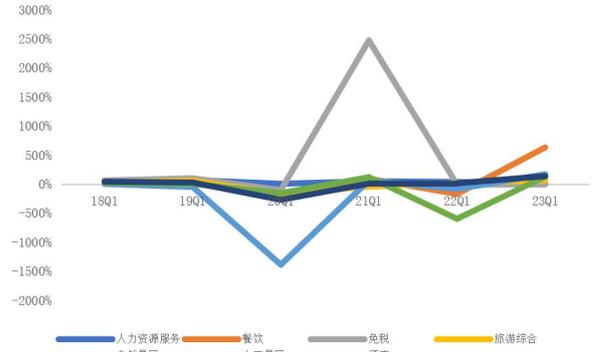
资料来源：wind，山西证券研究所

图 22：社服行业 Q1 各子行业净利润结构 (亿元)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 24：社会服务行业 Q1 各子行业归母净利润增速



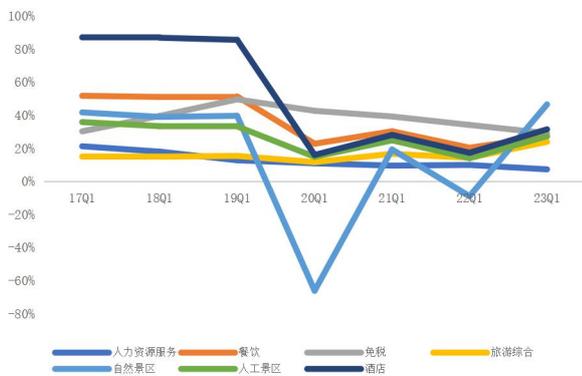
资料来源：wind，山西证券研究所

毛利率方面，自然景区超疫前水平，人工景区、酒店、旅游综合板块恢复至疫情以来最好水平。人力

资源服务 7.17% (-2.65pct)、餐饮板块 27.07% (+6.83pct)、免税 29% (-5pct)、旅游综合 23.8% (+9.67pct)、自然景区 46.43% (+55.51pct)、人工景区 27.17% (+13.27pct)、酒店 31.36% (+14.2pct)。

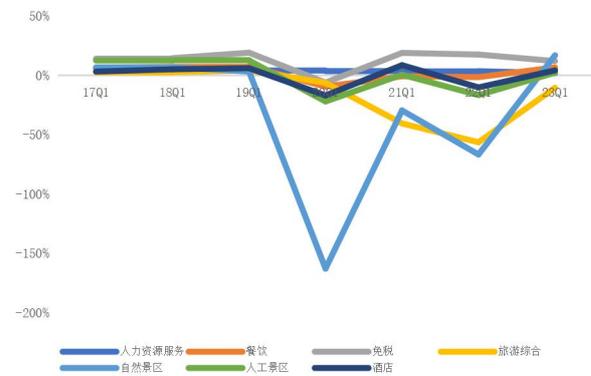
净利率方面，除人力资源服务、免税板块，其他子板块均呈现不同程度增长，自然景区恢复亮眼。人力资源服务 1.81%(-1.52pct)、餐饮板块 6.53%(+8.13pct)、免税板块 11.87%(-5.51pct)、旅游综合板块-10.64% (+45.87pct)、自然景区 16.76% (+83.6pct)、人工景区 2.11% (+18.86pct)、酒店板块 4.05% (+14.36pct)。

图 25：社会服务行业 Q1 各子行业毛利率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 26：社会服务行业 Q1 各子行业净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：2023Q1 社会服务行业各子行业经营情况

子行业	营收 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	毛利率	YOY	净利率	YOY
人力资源服务	23.93	9.17%	0.33	1.39%	7.17%	-2.65pct	1.81%	-1.52pct
餐饮	19.56	30.35%	1.20	630.08%	27.07%	6.83pct	6.53%	8.13pct
免税	207.69	23.76%	23.01	-10.25%	29.00%	-5.00pct	11.87%	-5.51pct
旅游综合	6.92	87.66%	-0.71	63.62%	23.80%	9.67pct	-10.64%	45.87pct
自然景区	13.52	158.53%	2.25	169.19%	46.43%	55.51pct	16.76%	83.60pct
人工景区	24.44	27.39%	0.63	127.19%	27.17%	13.27pct	2.11%	18.86pct
酒店	54.27	30.41%	1.48	134.87%	31.36%	14.20pct	4.05%	14.36pct

资料来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及重点关注公司

2.1 投资建议

23Q1 行业整体营收归母净利润分别恢复至 19 年同期 107%、82%。从子板块表现来看，景区类公司经营情况改善明显，自然景区板块公司 23Q1 归母净利润较上年同期均有增长，主要山岳类景区峨眉山 A、黄

山旅游、九华旅游业绩同比大增超 100%。

23Q1 各子板块营收恢复情况与 2019 年同期相比：人力资源服务（297.91%）>免税（151.69%）>餐饮（131.64%）>自然景区（120.14%）>酒店（91.76%）>人工景区（59.6%）>旅游综合（12.47%）。各子板块归母净利润与 2019 年同期相比：自然景区（642.12%）>人力资源服务（131.1%）>餐饮（103.33%）>免税（99.78%）>酒店（48.93%）>人工景区（13.73%）>旅游综合（-34.47%）。

五一小长假旅游市场表现来看，国内出游人次较 19 年增长近 20%、实现旅游收入基本与疫情前持平、人均消费客单价恢复至疫前 85%左右，细分市场恢复节奏不同。主要城市酒店经营情况基本恢复至疫前水平、一线城市 RevPAR 较疫前增长近 20%；国有景区免门票政策基本全覆盖，景区内二次消费项目有望提振业绩；出境游自 2 月逐步恢复后预定量持续走高，随着欧洲国家经典路线恢复、暑期传统旅游旺季到来，出境板块有望恢复至疫前 70%以上水平。

2.2 重点关注公司

2.2.1 中国中免

投资建议：海南客流逐渐恢复、出入境政策放开提振机场业务。在建项目丰富，海棠湾一期二号地项目有望 23Q3 开业，凤凰机场法式花园开业积极筹备中，海棠湾一期河心岛项目也在持续升级改造，与太古地产合作海棠湾三期项目持续推进建设中。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 5.81\7.65\9.55 元，对应公司 5 月 9 日收盘价 147.61 元，2023-2025 年 PE 分别为 25.41\19.3\15.46 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；离岛免税政策变化风险；消费者购买力不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

2.2.2 锦江酒店

投资建议：23 年以来，商旅出行需求释放、酒店经营情况持续复苏，公司 1/2 月整体平均 RevPAR 分别恢复至 19 年同期 88%/115%。23Q1 酒店行业整体预定量较去年同期增加超 60%，北上广深一线城市入住率较 19 年同期增长超 10%。年内商旅出行、公务会展活动带动客流恢复，五一暑期等小长假提振旅游市场，酒店行业景气度有望持续提升。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.51\2.15\3.78 元，对应公司 5 月 9 日收盘价 49.41 元，2023-2025 年 PE 分别为 32.72\22.98\13.07 倍，给予“增持-A”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险。

2.2.3 首旅酒店

投资建议：Q2 小长假、Q3 暑期旺季带动商旅出行市场持续转暖，我们看好公司业绩修复能力、加速拓展下沉市场。日前公司公告收购诺金公司 100%股权、首旅日航酒店 50%股权、安麓酒店 40%股权，高端酒店陆续注入有望增厚业绩。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.8\1.01\1.57 元，对应公司 5 月 9 日收盘价 20.15 元，2023-2025 年 PE 分别为 25.19\19.95\12.83 倍，给予“增持-A”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；景区客流下降风险；新开店不及预期风险。

2.2.4 天目湖

投资建议：经营环境好转，23Q1 景区淡季净利率略超疫情前水平。与疫情前相比公司酒店业务占比持续提升，高毛利率酒店产品有望带动公司整体盈利能力提升。南山小寨年内有望推动开工建设，动物王国规划设计方案有序进行。经营环境全面转暖，看好公司辐射全国客群、漂流等新项目投产落地。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.11\1.34\1.52 元，对应公司 5 月 9 日收盘价 25.78 元，2023-2025 年 PE 分别为 23.23\19.24\16.96 倍，给予“增持-A”评级。

风险提示：居民消费不及预期风险；景区客流下滑风险；项目建设不及预期风险。

2.2.5 宋城演艺

投资建议：4 月以来各景区门票收入恢复情况较好，五一黄金周整体预定情况良好，每日演出场次创新高、杭州景区单日最高排场达 18 次。看好小长假、暑期旅游旺季客流回升带动主要景区经营情况恢复。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.43\0.58\0.71 元，对应公司 5 月 9 日收盘价 13.12 元，2023-2025 年 PE 分别为 30.51\22.62\18.48 倍，给予“增持-A”评级。

风险提示：居民消费恢复不及预期风险；新项目业绩不及预期风险。

2.2.6 中青旅

投资建议：年内旅游市场持续回暖，公司各项业务有望陆续复苏。公司出境游产品已于 2 月陆续上线、成团；濮院景区于 3 月 1 日试营业，年内客流爬坡带动新开景区后续贡献业绩新增长点。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.56\0.89\1.3 元，对应公司 5 月 9 日收盘价 13.39 元，2023-2025 年 PE 分别为 28\17.6\12 倍，首次覆盖给予“增持-B”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；客流恢复不及预期；门票价格下降风险。

2.2.7 广州酒家

投资建议：持续看好公司“餐饮+食品”双主业协同发展。开年以来消费环境改善，餐饮业务作为线下高频、刚需消费实现快速反弹。公司速冻业务持续扩产，湘潭二期生产基地有望投产支持速冻业务长期稳定发展。23年又逢中秋+国庆双节重合，假期延长推动团聚、走亲访友增加，推动具有送礼社交属性月饼礼盒销量增加。预计公司2023-2025年EPS分别为1.21\1.74\1.97元，对应公司5月9日收盘价29.05元，2023-2025年PE分别为24.01\16.7\14.75倍，给予“增持-A”评级。

风险提示：原材料价格上涨风险；线下消费恢复不及预期风险，行业竞争加剧风险。

2.2.8 同庆楼

投资建议：年内经营环境趋于稳定，公司餐饮宴会业务消化过往挤压需求、新开门店增厚业绩；酒店业务组织架构体系初步建立，期待向外输出轻资产管理模式；食品制造业务供应链体系逐渐完善带动销量提升。预计公司2023-2025年EPS分别为1.00\1.39\1.73元，对应公司5月9日收盘价34.08元，2023-2025年PE分别为34.08\24.52\19.7倍，给予“增持-A”评级。

风险提示：食品原材料价格上涨风险；市场经营风险；消费者需求恢复不及风险。

表4：重点推荐公司估值盈利预测

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
601888.SH	中国中免	147.61	2.43	5.81	7.65	9.55	66.50	25.41	19.30	15.46	买入-B
600754.SH	锦江酒店	49.41	0.11	1.51	2.15	3.78	612.80	32.72	22.98	13.07	增持-A
600258.SH	首旅酒店	20.15	-0.52	0.8	1.01	1.57	-41.40	25.19	19.95	12.83	增持-A
603136.SH	天目湖	25.78	0.11	1.11	1.34	1.52	246.20	23.23	19.24	16.96	增持-A
300144.SZ	宋城演艺	13.12	0.00	0.43	0.58	0.71	3657.60	30.51	22.62	18.48	增持-A
600138.SH	中青旅	13.39	-0.46	0.56	0.89	1.3	-33.90	23.91	15.04	10.30	增持-B
603043.SH	广州酒家	29.05	0.91	1.21	1.74	1.97	32.70	24.01	16.70	14.75	增持-A
605108.SH	同庆楼	34.08	0.36	1.00	1.39	1.73	100.90	34.08	24.52	19.70	增持-A

资料来源：wind，山西证券研究所（股价为2023年5月9日收盘价）

3. 风险提示

宏观经济波动风险；

免税政策变化风险；

酒店行业供需变化风险；

景区门票下调风险；

居民消费不及预期风险；

突发事件或不可控灾害风险；

行业系统行风险。

表 5：2022 社会服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
旅游及景区	人工景区	云南旅游	5.39	-62.02%	-2.83	-468.87%	-0.84%	-4.10	-57.72%	-32.78
		宋城演艺	4.58	-61.36%	0.10	-129.19%	50.14%	98.14	-3.78%	-29.32
		中青旅	64.17	-25.69%	-3.34	-19.43%	16.02%	-2.48	-7.35%	-7.84
		曲江文旅	8.91	-34.75%	-2.49	-1145.62%	10.57%	-13.59	-30.08%	-30.31
		天目湖	3.69	-11.96%	0.20	12.79%	36.24%	72.44	5.74%	-8.74
	自然景区	张家界	1.32	-33.34%	-2.60	48.45%	-100.40%	456.78	-196.31%	-128.28
		峨眉山 A	4.31	-31.43%	-1.46	-31.28%	3.94%	-28.81	-47.13%	-42.84
		桂林旅游	1.29	-45.79%	-2.82	-76.86%	-74.99%	-66.73	-234.57%	-136.54
		丽江股份	3.17	-11.66%	0.04	-35.03%	33.99%	73.66	0.01%	10.50
		三特索道	2.56	-41.05%	-0.77	-6.68%	29.13%	63.94	-32.97%	8.09
		黄山旅游	8.00	-10.65%	-1.32	13.02%	20.36%	-15.27	-17.24%	-21.91
		西藏旅游	1.21	-30.53%	-0.29	-96.94%	9.82%	-28.84	-25.47%	-20.62
		长白山	1.95	1.10%	-0.57	-1670.90%	-9.78%	117.85	-29.48%	-2.67
		九华旅游	3.32	-22.00%	-0.14	-3458.72%	26.44%	64.16	-4.13%	-18.34
		岭南控股	10.35	-32.22%	-1.78	-60.57%	14.49%	-4.97	-18.43%	-8.96
	旅游综合	凯撒旅业	3.20	-65.99%	-10.22	92.37%	14.55%	-2.88	-327.61%	-250.51
		众信旅游	5.07	-25.89%	-2.21	-906.35%	14.20%	238.31	-48.99%	29.16
		华天酒店	4.74	-20.29%	-3.11	-32.55%	6.29%	-12.41	-79.80%	-80.99
	酒店餐饮	酒店	西安旅游	3.96	-29.37%	-1.67	109.75%	-11.64%	-15.05	-46.06%
君亭酒店			3.42	23.22%	0.30	55.70%	36.00%	108.19	9.57%	-2.72
首旅酒店			50.89	-17.29%	-5.82	-403.59%	15.68%	59.95	-13.26%	-13.42
锦江酒店			110.08	-2.92%	1.13	264.35%	33.10%	-1.13	2.23%	-0.41
金陵饭店			14.15	2.97%	0.42	-11.17%	30.23%	-1.99	5.99%	0.11
西安饮食			4.85	-6.65%	-2.21	-122.63%	12.67%	63.74	-45.70%	-12.68
餐饮		全聚德	7.19	-24.16%	-2.78	-39.30%	-12.89%	-494.83	-41.13%	-23.05
		同庆楼	16.70	3.86%	0.94	-48.11%	18.33%	-2.76	5.60%	-3.35

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
		广州酒家	41.12	5.72%	5.20	52.33%	35.63%	-2.19	12.96%	-1.57
旅游零售	免税	中国中免	544.33	-19.57%	50.30	-47.89%	28.39%	84.28	11.37%	-6.90
专业服务	人力资源服务	科锐国际	90.92	29.69%	2.91	15.11%	9.68%	-1.84	4.03%	-0.17

资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：2023Q1 社会服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
旅游及景区	人工景区	云南旅游	1.05	-47.11%	-0.21	-124.22%	19.24%	-7.71	-21.03%	-10.45
		宋城演艺	2.34	174.82%	0.60	256.29%	51.02%	8.80	24.91%	70.14
		中青旅	16.58	20.00%	-0.05	95.71%	23.18%	11.16	-0.94%	11.93
		曲江文旅	3.27	65.14%	0.09	118.09%	27.27%	21.88	2.72%	30.06
		天目湖	1.20	114.26%	0.19	189.08%	42.42%	41.28	18.06%	58.10
	自然景区	张家界	0.64	544.13%	-0.30	51.56%	-2.37%	425.52	-46.91%	576.98
		峨眉山 A	2.38	59.57%	0.70	1486.05%	44.53%	18.70	24.91%	29.47
		桂林旅游	0.86	286.00%	-0.13	82.46%	24.43%	153.10	-17.83%	319.94
		丽江股份	1.80	331.73%	0.55	295.22%	61.42%	69.42	34.35%	110.19
		三特索道	1.60	173.09%	0.29	231.43%	66.98%	40.96	19.74%	57.10
		黄山旅游	3.38	161.26%	0.65	177.15%	47.75%	55.84	20.92%	88.14
		西藏旅游	0.25	139.69%	-0.09	61.53%	12.78%	118.23	-35.68%	185.73
		长白山	0.70	235.49%	-0.04	88.04%	13.14%	120.17	-5.94%	160.69
		九华旅游	1.92	136.96%	0.62	1214.69%	57.95%	36.79	32.21%	39.06
		岭南控股	4.77	154.39%	0.09	111.47%	26.51%	16.08	2.26%	45.57
	旅游综合	凯撒旅业	0.77	-36.82%	-0.42	32.61%	25.59%	6.28	-57.85%	-3.80
		众信旅游	1.38	131.72%	-0.37	34.15%	13.41%	-1.82	-28.97%	74.18
		华天酒店	1.33	25.73%	-0.44	-31.93%	15.05%	8.72	-44.87%	7.23
酒店餐饮	酒店	西安旅游	1.39	73.53%	-0.29	13.77%	-1.13%	-3.17	-23.16%	23.06
		君亭酒店	0.96	55.63%	0.04	4.21%	33.06%	4.21	6.09%	0.39
		首旅酒店	16.56	36.57%	0.77	133.22%	30.66%	24.90	5.71%	24.88
		锦江酒店	29.22	25.85%	1.30	208.53%	35.78%	12.49	6.41%	10.31
		金陵饭店	4.81	26.81%	0.10	207.05%	20.53%	0.11	5.00%	5.98

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
	餐饮	西安饮食	1.76	53.51%	-0.31	38.47%	23.09%	10.15	-17.88%	25.30
		全聚德	3.20	49.39%	0.09	119.40%	17.55%	19.80	2.56%	24.66
		同庆楼	5.40	27.27%	0.72	217.05%	24.94%	9.13	13.39%	8.02
		广州酒家	9.20	23.09%	0.69	31.87%	32.39%	2.08	8.57%	1.45
旅游零售	免税	中国中免	207.69	23.76%	23.01	-10.25%	29.00%	-5.00	11.87%	-3.40
专业服务	人力资源服务	科锐国际	23.93	9.17%	0.33	-36.65%	7.17%	-2.65	1.81%	-1.52

资料来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

