

春风已至，花开可期

核心观点：

● 2022年总结：板块整体承压

以我们选取的重点上市公司来看，2022年社服板块实现营收1490亿元/同比下降16%，归母净利38亿元/同比下降47%，主要因国内疫情扩散及管控政策趋严。虽然11月国内疫情管控解除，但由于居民从感染至康复尚需时日，故四季度的恢复动能仍显疲弱。

● 1Q23复苏加速，服务消费表现强劲

受益于国内疫情防控解除，1Q23重点上市公司营收301亿元/同比增长29%，较2019年同期增长23%，归母净利29亿元/同比增长71%，恢复至2019年同期89%。从细分板块看，景区板块受益于补偿性需求集中释放，业绩普遍超过19年同期；餐饮、酒店同比环比改善均显著，但品牌间有所分化，整体接近于疫情前；免税行业复苏较弱，受费用计提、汇率及供货因素影响，中免业绩环比虽有改善，但同比角度看，盈利能力承压明显。

● 五一假期旅游数据强劲，行业基本面进一步改善可期

五一黄金周国内游复苏强劲，人次/收入按可比口径各恢复至2019年同期的119%/101%，同比环比增长强劲。虽然人均旅游消费支出尚未完全恢复至2019年同期，但我们认为整体数据已反映出居民对休闲消费的需求仍然较强，其驱动因素是补偿性需求和口红效应的共振。我们认为，考虑国内居民超额储蓄规模，以及旅游、大众餐饮等消费行为具有低频、支出适中、获得感强等特征，在当前宏观经济弱复苏背景下，相关服务消费需求的持续性可期。

● 投资建议

行业整体进入复苏阶段，Q2环比复苏确定性强，当前时点建议结合业绩兑现度、估值性价比进行配置：1) 景区：业绩弹性显著，看好具备成长属性的优质景区及相关公司，推荐天目湖、大丰实业；2) 会展：政策支持背景下，疫后复苏和成长属性兼具，推荐米奥会展、兰生股份；3) 博彩：复苏加速且行业盈利能力改善，建议关注美高梅中国、金沙中国、银河娱乐；4) 中长期空间广阔、竞争优势显著的行业龙头，短期估值回落后有望提供布局机会，推荐中国中免、锦江酒店、九毛九、海伦司、奈雪的茶。

● 风险提示：

疫情二次传播风险；宏观经济下行风险；行业竞争格局恶化风险。

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

特此鸣谢：孙雪琪

相关研究

【银河社服】五一旅游市场复苏强劲，补偿需求+口红效应下持续性可期

【银河社服】行业周报：重点推荐会展、博彩等高景气板块，关注免税、酒店回调布局机会

【银河社服】行业周报：继续看好五一假期对板块催化

目 录

一、板块回顾：消费场景修复+补偿性需求驱动行业回暖	2
二、免税：22 年疫情影响业绩承压，行业修复仍需时间	4
三、酒店：出行链恢复，行业复苏进行时	5
（一）22 年酒店供给回暖，1Q23 需求复苏	5
（二）入住率、ADR 双重提升，驱动 1Q23 盈利改善：	6
（三）三大酒店集团开店目标稳健，质量有望先于数量回升	8
四、餐饮：整装待发，业绩修复弹性可期	9
（一）22 年疫情影响显著，1Q23 经营快速恢复	9
（二）降本增效成果初显，拓店节奏稳健	10
五、景区：需求回补，1Q23 利润弹性显现	11
六、会展：海外参展景气超预期，国内展会市场逐步恢复	12

一、板块回顾：消费场景修复+补偿性需求驱动行业回暖

按照分析需求，我们将纳入社服板块的上市公司分为 4 个子板块：(1) 免税；(2) 酒店；(3) 餐饮；(4) 景区。在 4 个子板块中，我们重点选取具备代表性的上市公司的财务数据进行分析：

表 1：板块分类及重点对应跟踪公司

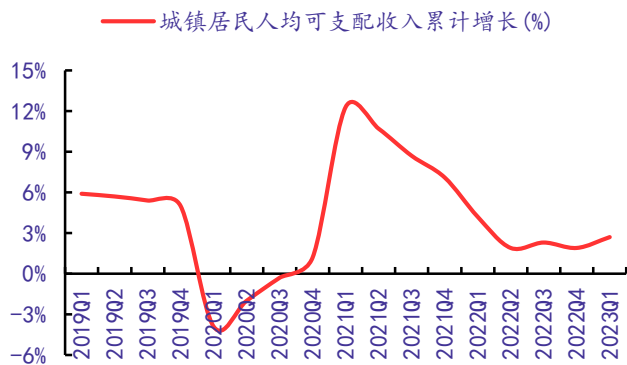
板块	重点公司
免税	中国中免
酒店	首旅酒店、锦江酒店、华住集团-S、君亭酒店、金陵饭店
餐饮	同庆楼、海底捞、九毛九、海伦司、奈雪的茶-S、百胜中国
景区	张家界、峨眉山 A、桂林旅游、丽江股份、三特索道、宋城演艺、黄山旅游、曲江文旅、长白山、天目湖、九华旅游、中青旅

数据来源：中国银河证券研究所

22 年社服行业受疫情冲击较大，整体经营承压。受疫情影响，2022 年我国城镇居民人均可支配收入同比增长 1.9%，社零总额同比下滑 0.3%，整体消费较为低迷。社服行业整体业绩承压，从细分子板块营业收入同比增速来看，酒店（-1%）>餐饮（-17%）>免税（-20%）>景区（-28%）；从归母净利润同比增速来看，餐饮（219%）>免税（-48%）>酒店（-810%）>景区（-1517%）。其中，海底捞在“啄木鸟”计划下门店效率提升，H2 利润改善明显，餐饮板块业绩贡献率达 54%；华住集团受疫情和汇兑损失影响，归母净利亏损 18 亿元，较大程度上拖累酒店板块业绩。22 年底全国疫情大面积爆发，收入同比下滑，而员工工资、租金等成本相对刚性，导致峨眉山 A、桂林旅游、曲江文旅等公司 Q4 亏损环比扩大。

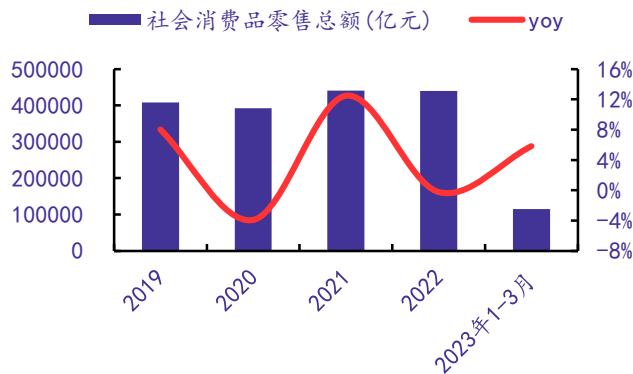
消费场景修复+补偿性需求释放，23 年行业开启复苏。随着防疫政策优化，1Q23 我国城镇居民人均可支配收入增速回升至 2.7%，环比提升 0.8pct；1-3 月社零总额同比增长 5.8%。随着外部环境企稳，居民消费回补，社服行业逐步复苏。从细分子板块营业收入较 2019 年同比增速来看，免税（52%）>餐饮（29%）>酒店（-8%）>景区（-25%）；从归母净利润较 2019 年同比增速来看，餐饮（3%）>免税（-0.2%）>景区（-39%）>酒店（-42%）。其中，免税虽较 19 年恢复情况较好，但同比 22 年业绩下滑，复苏仍然较弱，主要因中免 1Q23 经营受机场租金计提、汇率及供货因素干扰，环比有所复苏但同比来看较正常盈利能力仍有差距。

图 1：2019-1Q23 城镇居民人均可支配收入累计增长



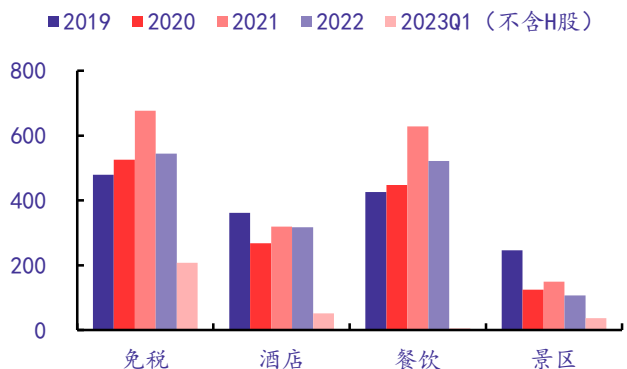
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 2：2019-2023 年 1-3 月社会消费品零售总额及 yoy



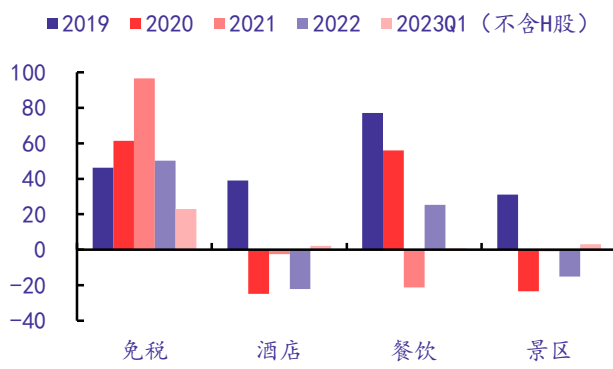
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 3：2019-1Q23 各细分板块营收 (亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：2019-1Q23 各细分板块归母净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 2：A 股重点上市公司业绩概览，单位 (亿元)

板块	公司	2022Q1		2022Q2		2022Q3		2022Q4		2023Q1	
		归母净利	yoy	归母净利	yoy	归母净利	yoy	归母净利	yoy	归母净利	yoy
免税	中国中免	25.63	-10%	13.74	-45%	6.90	-78%	4.02	-65%	23.01	-10%
酒店	首旅酒店	-2.32	-28%	-1.52	-161%	0.53	-12%	-2.51	-262%	0.77	133%
	锦江酒店	-1.20	34%	0.02	-99%	1.60	74%	0.72	6386%	1.30	207%
	金陵饭店	-0.09	32%	0.12	-59%	0.27	676%	0.11	-28%	0.10	207%
	君亭酒店	0.04	-45%	0.11	-43%	0.11	49%	0.04	19%	0.04	4%
餐饮	同庆楼	0.23	-28%	-0.02	-104%	0.67	689%	0.06	-91%	0.72	217%
景区	张家界	-0.62	-96%	-0.55	-1290%	-0.27	15%	-1.16	-51%	-0.30	52%
	峨眉山 A	0.04	268%	-0.63	-288%	-0.21	-300%	-0.66	-142%	0.70	1486%
	桂林旅游	-0.71	-30%	-0.62	-600%	-0.39	-13%	-1.10	5%	-0.13	82%
	丽江股份	-0.28	-185%	-0.25	-226%	0.80	8764%	-0.23	53%	0.55	295%

三特索道	-0.22	-77%	-0.33	-291%	0.12	196%	-0.34	80%	0.29	231%
宋城演艺	-0.39	-129%	0.09	-96%	1.05	94%	-0.66	44%	0.60	256%
黄山旅游	-0.84	-162%	-0.88	-233%	1.11	1225%	-0.71	-476%	0.65	178%
中青旅	-1.12	-72%	-0.93	-194%	0.34	831%	-1.63	-914%	-0.05	96%
曲江文旅	-0.50	-150%	-0.35	-1336%	-0.15	-125%	-1.49	-573%	0.09	118%
长白山	-0.35	12%	-0.37	-26%	0.46	10%	-0.32	-28%	-0.04	88%
天目湖	-0.21	-371%	-0.32	-168%	0.56	4830%	0.18	135%	0.19	189%
九华旅游	-0.06	-132%	-0.27	-178%	0.34	1496%	-0.15	-245%	0.62	1215%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

表 3：H 股重点上市公司业绩概览，单位（亿元）

板块	公司	2022H1		2022H2	
		归母净利润	yoy	归母净利润	yoy
酒店	华住集团-S	-9.80	-854%	-8.41	-41%
	海底捞	-2.66	-382%	16.41	139%
	九毛九	0.58	-69%	-0.08	-105%
餐饮	海伦司	-3.04	-1125%	-12.97	-532%
	奈雪的茶-S	-2.54	94%	-2.15	-6%
	百胜中国	12.28	54%	18.50	49%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

二、免税：22 年疫情影响业绩承压，行业修复仍需时间

受客源地及海南疫情，2022 年离岛免税行业首次负增长。从 2022 年全年数据来看，受疫情反复的影响，客流量和离岛免税销售均不及预期。据海口海关数据，2022 年海南省实现免税商品销售 349 亿元，同比-29.5%；免税购物人次 422.4 万人，同比-37.1%；免税销售客单价 8262 元，同比+12.1%。

图 5：2012-2022 年中国免税销售金额（亿元）

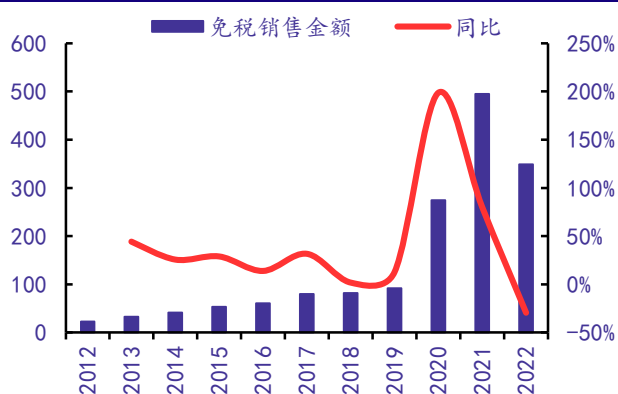
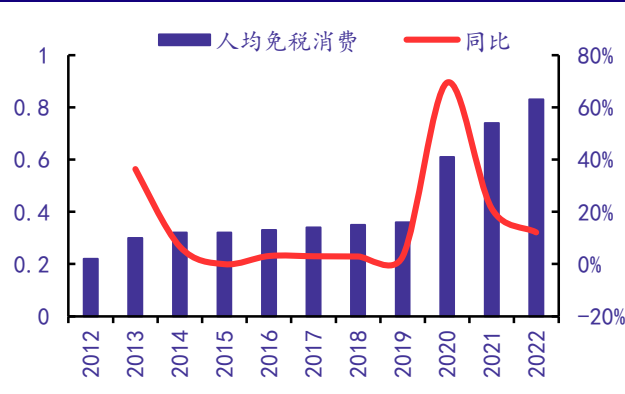


图 6：2012-2022 年中国人均免税消费（万元）

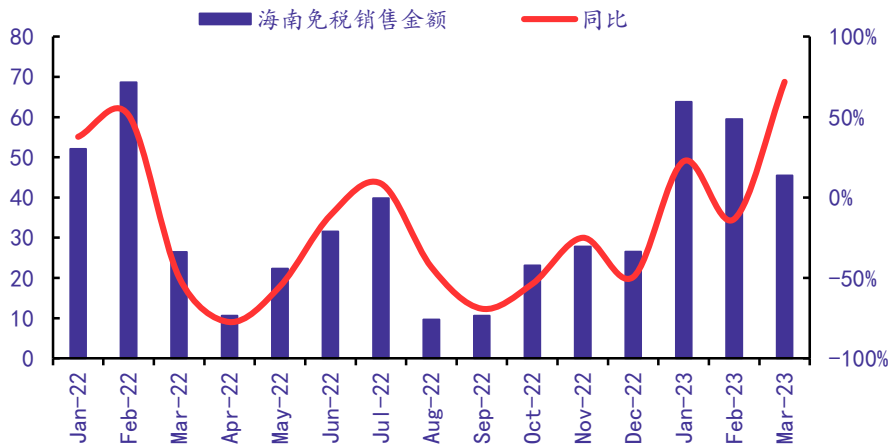


资料来源：海口海关，中国银河证券研究院

资料来源：海口海关，中国银河证券研究院

疫情管控解除，2023 年客流回归驱动离岛免税销售开始回暖。1Q23 受益于国内疫情管控放宽，海南进出旅客人次快速回升，海口美兰/三亚凤凰机场一季度旅客吞吐量同比增 46%/51%，推动海南离岛免税销售额、购物人次各+15%、+27%。2023 年五一海南接待游客量较 19 年增 55%，海口海关共监管离岛免税销售金额 8.83 亿元，同比增长 120%，但受供货等因素影响，较 2021 年同期下滑 11%。

图 7：2022 年 1 月-2023 年 3 月海南离岛免税销售金额（亿元）



资料来源：海口海关，中国银河证券研究院

中国中免：22 年收入、归母净均同比下降，主要因疫情导致线下客流减少，公司有税销售占比提升，叠加海口国际免税城开业支出，公司盈利能力阶段承压。1Q23 收入同比增加 24%，归母净利润同比减少 10%，主要因：（1）Q1 所销商品为 22 年美元汇率较高时采购，导致成本上升；（2）精品采购储备不足，高毛利 SKU 占比有所下滑；（3）枢纽机场租金增加，但客流尚未完全恢复，带动销售费用率上行。整体而言，我们认为 Q1 公司盈利能力有所恢复，但较正常水平仍有距离，后续供应链、机场客流等因素随时间推移或有望逐步改善，整体盈利能力有望于后续季度回归正轨。

王府井：1Q23 免税业务实现营收 5599 万元，毛利率 14.7%。公司万宁王府井国际免税港于 23 年 1 月 18 日开始试营业、4 月 9 日正式开业，其中线上免税小程序于 1 月底上线，目前万宁项目成功引入近 500 家品牌，包含 20 家在海南布局首店的品牌。

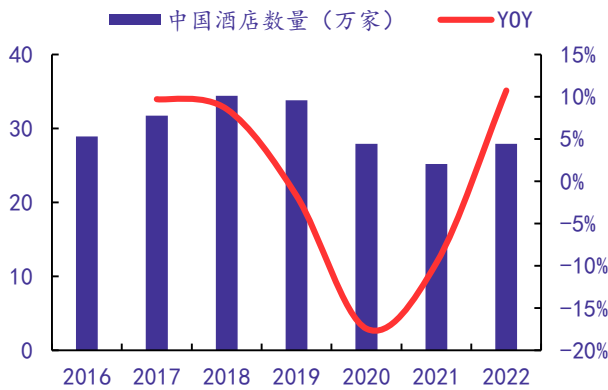
海南机场：2022 年海南地区持续受新冠疫情影响，还受制于客流量下降，公司核心机场三亚凤凰机场 2022 年飞机起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量仅恢复至 2019 年同期的 59.97%、47.19%、63.41%，导致主要业务机场管理/免税与商业收入同比下降 34%/45%。1Q23 伴随客流回暖，公司营收、净利同比增长 6%、175%。

三、酒店：出行链恢复，行业复苏进行时

（一）22 年酒店供给回暖，1Q23 需求复苏

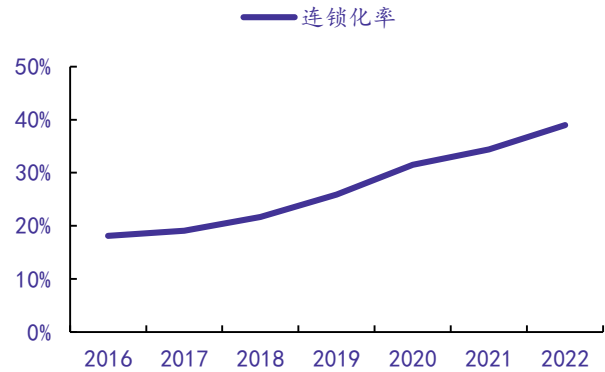
22 年酒店供给回暖，连锁化率持续提升。据中国饭店协会数据显示，2019-2022 年酒店数量 CAGR 为-6%，虽然 2022 年行业供给有所回暖，但是供给增量主要来源为头部连锁酒集团，2022 年行业连锁化率由 2021 年的 34%提升至 39%。

图 8：2016-2022 年中国酒店数量变化



资料来源：中国饭店协会，中国银河证券研究院

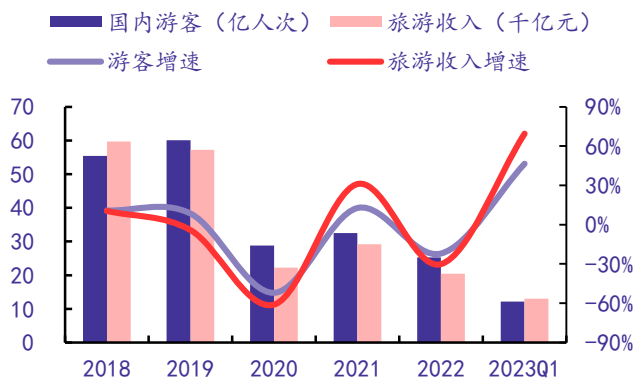
图 9：2016-2022 年中国酒店连锁化率



资料来源：中国饭店协会，中国银河证券研究院

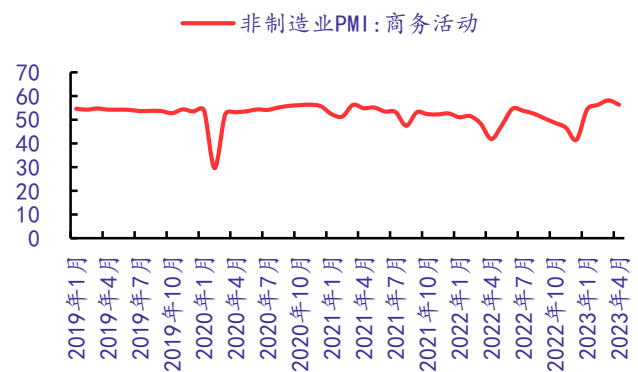
休闲旅游+商务差旅需求回暖促进酒店业复苏。1Q23 国内旅游总人次 12 亿，同比增长 47%，旅游收入 1.3 万亿，同比增长 70%；非制造业 PMI 持续维持于荣枯线之上。受益于旅游出行、商务差旅和会议会展需求回升，国内酒店业入住率回暖叠加供给较疫情前减少，驱动酒店价格大幅提升。

图 10：2018-1Q23 国内旅游人次、收入及 yoy



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

图 11：2019-2023 年 4 月非制造业商务活动指数



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（二）入住率、ADR 双重提升，驱动 1Q23 盈利改善：

三大酒店集团 22 年业绩承压，1Q23 盈利改善。2022 年出行需求受疫情反复影响，酒店业全年业绩承压。Q4 全国性疫情爆发，商旅需求大幅减弱，导致三大酒店集团业绩环比大幅下降。随着 2023 年基本面修复，休闲游和商务出行需求恢复，国内入住率逐步回暖，叠加行业供给出清，带动 ADR 迅速回升，驱动 Q1 业绩恢复，其中中高端酒店整体复苏弹性更优。具

体来看：

首旅酒店：公司 2022 年实现营业收入 50.9 亿元/同比-17%，归母净利-5.8 亿元；Q4 单季营收 12.5 亿元/-12%，归母净利-2.5 亿元，环比转亏。1Q23 公司实现营业收入 16.6 亿元/同比+37%，恢复至 19 年同期 85%，归母净利 0.77 亿元，同比扭亏，较 19 年同期+4%。全部酒店 RevPAR、OCC、ADR 分别快速恢复至 19 年同期的 92%、81%、114%。其中，经济型、中高端、轻管理型酒店 RevPAR 分别恢复至 19 年同期 93%、86%、77%，经济型和中高端酒店复苏更优。

锦江酒店：公司 2022 年实现营业收入 110.1 亿元/同比-3%，归母净利 1.1 亿元/同比+19%；Q4 单季营收 29 亿元/同比-4.5%，归母净利 0.7 亿元。1Q23 公司实现营业收入 29.2 亿元/同比+25%，恢复至 19 年同期 87%，归母净利 1.3 亿元，同比扭亏，恢复至 19 年同期 44%。公司境内酒店 RevPAR、OCC、ADR 分别快速恢复至 19 年同期的 103%、87%、117%，其中经济型、中端酒店 RevPAR 分别恢复至 19 年同期 87%、90%，境外酒店 RevPAR、OCC、ADR 分别快速恢复至 19 年同期的 110%、97%、113%。

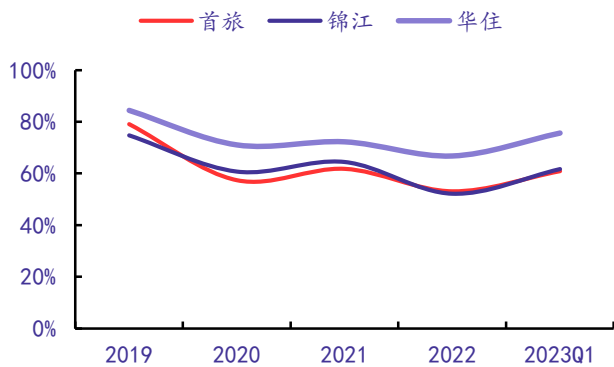
华住集团：公司 2022 年实现营业收入 139 亿元/同比+8%，归母净利-18 亿元，亏损同比扩大；Q4 单季营收 37 亿元/同比+11%，归母净利-1.2 亿元，亏损同比收窄。1Q23 华住系酒店 RevPAR、OCC、ADR 分别快速恢复至 19 年同期的 118%、94%、125%，其中经济型、中高端酒店 RevPAR 分别同比增长 45%、57%，中高端恢复速度领先。

表 4：重点酒店公司业绩概览，单位（亿元）

	2022 归母净利	yoy	同比 19 年增速	2023Q1 归母净利	yoy	同比 19 年增速
首旅酒店	-5.82	-1146%	-166%	0.77	133%	4%
锦江酒店	1.13	13%	-90%	1.30	207%	-56%
金陵饭店	0.42	48%	-45%	0.10	207%	-24%
君亭酒店	0.30	-19%	-59%	0.04	4%	
华住集团-S	-18.21	-292%	-203%			

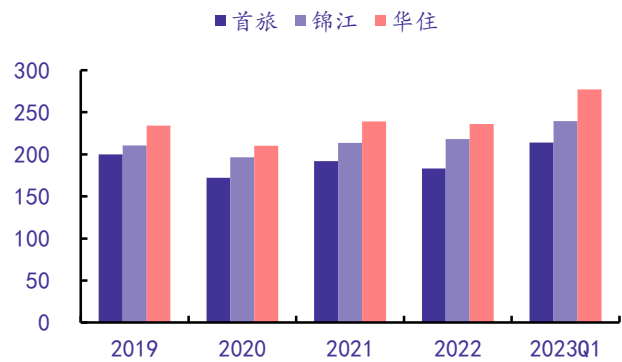
数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

图 12：2019-1Q23 三大酒店集团 OCC (%)



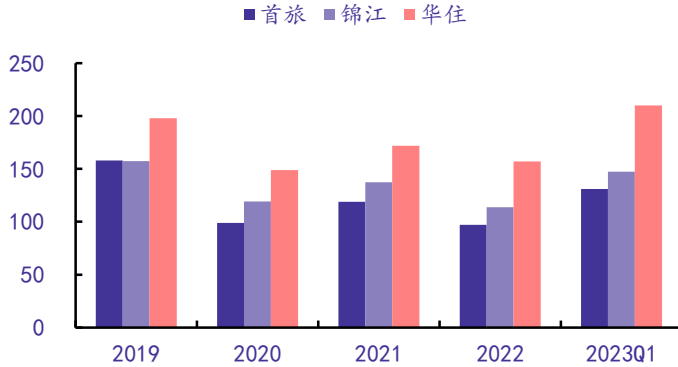
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 13：2019-1Q23 三大酒店集团 ADR (元/间)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 14：2019-1Q23 三大酒店集团 RevPAR（元/间）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）三大酒店集团开店目标稳健，质量有望先于数量回升

三大酒店集团 22 年开业进程放缓，23 年开店目标稳健。近年来，酒店业商业模式由重转轻，同时产品结构持续向中高端升级。2022 年三大酒店集团实际拓店数量低于年初目标数，拓店进程放缓。三大酒店集团 2023 年拓店计划稳健，预计质量先于数量回升。具体来看：

首旅酒店：2022 年预计开店 1800-2000 家，实际开店 879 家。1Q23 公司新开店 210 家，其中直营 3 家，加盟 207 家，经济型/中高端/轻管理型酒店新开店数量分别为 29/44/137 家，其中轻管理型酒店新开店占比 65%。截止 1Q23，公司酒店数量 6001 家，中高端门店占比 25.6%/环比+0.2pct。2023 年公司计划开店 1500-1600 家，拓店节奏稳健。

锦江酒店：2022 年公司计划开店 1500 家，实际开店 1328 家。1Q23 公司新开店 195 家，关店 84 家，净开 111 家，其中直营减少 9 家，加盟增加 120 家。截至 1Q23，公司新开业酒店合计达 11671 家，中端门店占比达 56%/环比+0.5pct，结构持续升级。2023 年公司计划新增开业连锁有限服务型酒店 1200 家，新增签约连锁有限服务型酒店 2000 家。

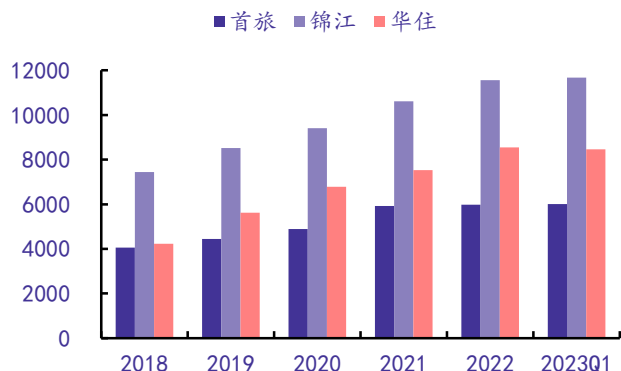
华住集团：2022 年公司计划开店 1500 家，关店 500-550 家，境内实际开店 1244 家，关店 539 家。1Q23 公司新开店 264 家，关店 215 家，净开 49 家，其中中华住系净开 53 家，直营减少 3 家，加盟增加 56 家。截止 1Q23，公司新开业酒店合计达 8592 家，其中中华住系酒店 8464 家，中高端门店占比达 42%/环比+1pct。2023 年公司计划开业 1400 家，关店 600-650 家，持续进行现有门店升级和清退。

表 5：三大酒店集团拓店情况

	2022 年计划拓展	2022 年实际拓店	2023 年计划拓展
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
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
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

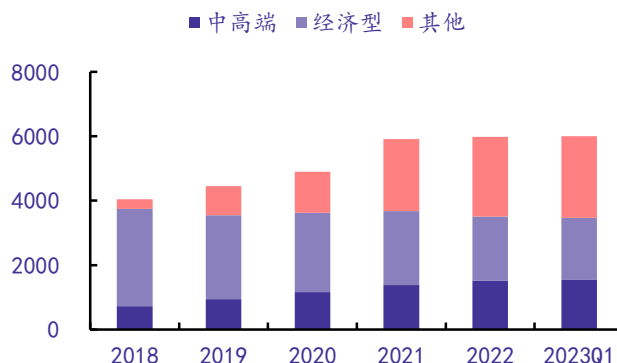
数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

图 15: 2018-1Q23 三大酒店集团已开业酒店数量 (家)



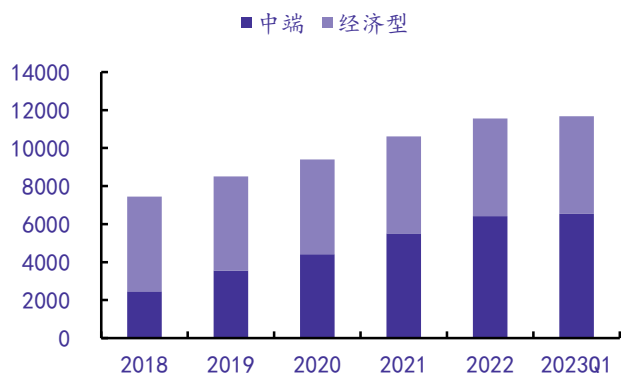
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 16: 2018-1Q23 首旅酒店结构构成



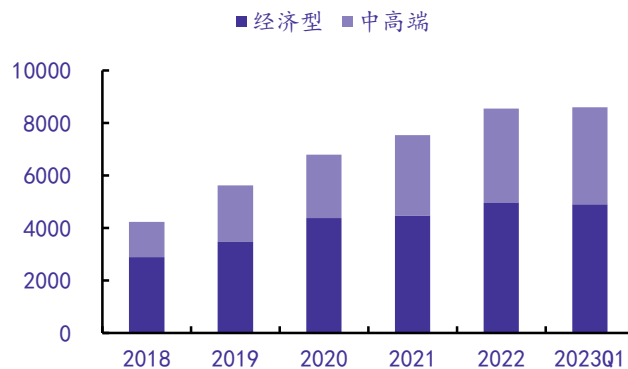
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 17: 2018-1Q23 锦江酒店结构构成



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 18: 2018-1Q23 华住酒店结构构成



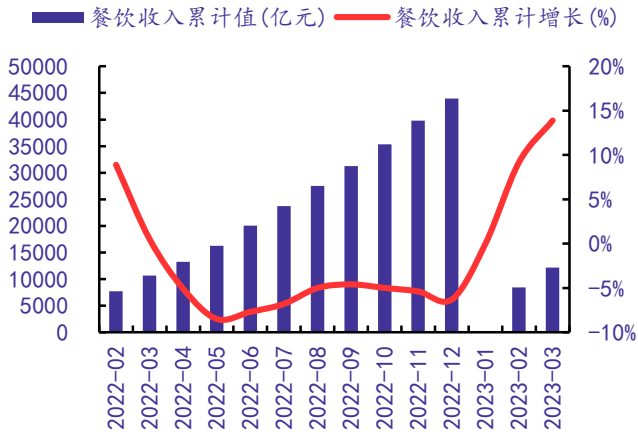
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

四、餐饮：整装待发，业绩修复弹性可期

(一) 22 年疫情影响显著，1Q23 经营快速恢复

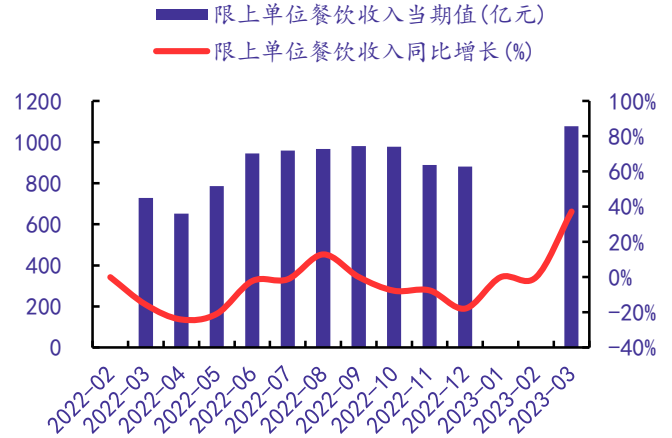
餐饮恢复进程加快，限额以上餐企复苏领先。受疫情反复影响，2022 年我国餐饮收入 4.4 万亿，同比下滑 6.3%，较 2019 年同比下滑 6%，餐饮行业整体经营艰难。2023 年基本面改善，1-3 月餐饮收入同比增长 13.9%，餐饮消费回暖。但考虑到 2022 年 3 月受多地疫情影响，前 3 个月增长率仅 0.5%，比较近两年餐饮收入 CAGR 为 7%，低于疫前水平 9% 以上，整体复苏依然偏弱。2023 年 3 月限额以上餐企餐饮收入同比增长 37%，优于整体餐饮收入 26%，体现出较大经营弹性。

图 19：2022-2023 年 3 月社零餐饮收入及 yoy



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 20：2022-2023 年 3 月限上单位餐饮收入及 yoy



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（二）降本增效成果初显，拓店节奏稳健

头部餐企不断打磨门店模型，23 年蓄势待发。餐企门店对线下消费场景依赖度较高，受疫情扰动影响较大，面对极端经营压力，各头部餐企通过门店优化、完善供应链等持续打磨门店模型，2022 年成本结构优化已初见成效。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：

海底捞：公司 2022 年实现营业收入 310.4 亿元/同比-21%；归母净利 13.7 亿元，同比扭亏。公司于 2021 年 11 月实施“啄木鸟”计划，2021 和 2022 年分别关闭门店 260 家、50 家。后于 2022 年 9 月启动“硬骨头计划”，恢复部分关停餐厅的营业，改善经营状况。公司门店运营效率的提升，带动原材料成本和员工成本降低，22 年原材料成本占公司收入比为 41.6%/同比-2.5pct；员工成本占公司收入比为 33%/同比-2.7pct。在内部管理整顿完成后，1Q23 公司累计新开门店 4 家，后续有望实现开店修复和单店效率优化。

九毛九：公司 2022 年实现营业收入 40.1 亿元/同比-4%；归母净利 0.49 亿元/同比-86%。成本端，公司原材料成本占比 36.1%/同比-0.7pct，主要受益于公司近年持续深入布局上游供应链，进行合作养殖、央厨建设。品牌端，怂火锅同店单店销售额超过 2000 万，翻座率为 2.5，整体品牌势能已经形成。2023 年预计太二仍将保持平稳开店 120 家，其中国际开业 15 家，积极布局海外华人数量多的国家；怂火锅受益于门店模型和品牌势能，有望进入开店和盈利增长的快车道，预计全年新开店 25 家。

海伦司：公司 2022 年实现营业收入 15.6 亿元/同比-15%；归母净利-16 亿元，亏损同比扩大，主要原因为公司调整关闭弱势门店，集中计提减值。1Q23 在外部环境修复和公司疫情期间持续降本增效下，公司营收约为 3.6 亿元，较 21 年同期下滑 3.8%，净利润约为 0.74-0.76 亿元，较 21 年同期扭亏，毛利率达 72%，为 2020 年疫情以来最高水平，利润弹性凸显。2023 年公司计划新开店 200 家，大部分布局三四线城市。后续在节假日和暑期旺季的带动下，利润率有望实现进一步释放。

表 6：重点餐饮公司业绩概览，单位（亿元）

	2022 归母净利	yoy	同比 19 年增速	2023Q1 归母净利	yoy	同比 1Q19 增速
同庆楼	0.94	-35%	-53%	0.72	217%	3%
海底捞	13.74	133%	-41%			
九毛九	0.49	-86%	-70%			
海伦司	-16.01	-596%	-2123%	0.74-0.76		
奈雪的茶-S	-4.69	90%	1117%			
百胜中国	30.78	-51%	-38%	2.56	189%	

数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

表 7：部分餐饮企业拓店情况

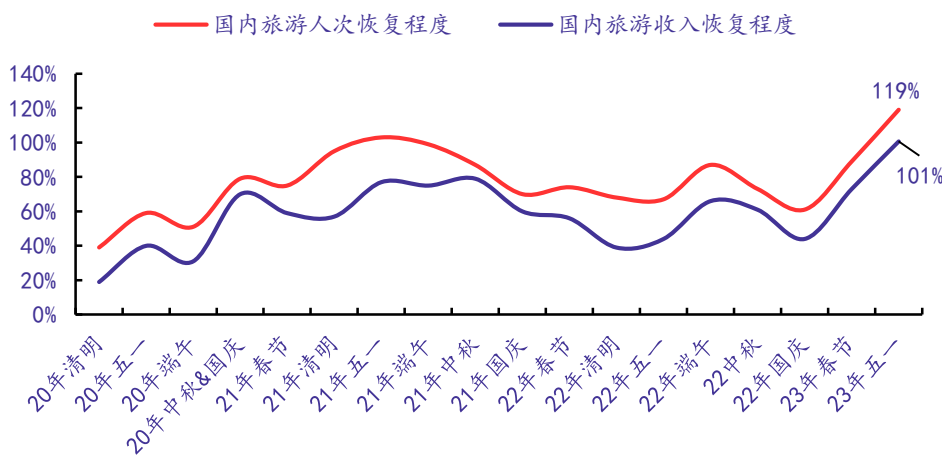
	2022 年拓店	2023 年计划拓店
太二	净开店 110 家，其中新开 120 家	120 家，其中国际开业 15 家
怂火锅	新开 18 家	25 家
海伦司	净关店 15 家，其中新开 180 家	200 家
海底捞	净开店 22 家，其中新开 24 家	1Q23 新开 4 家

数据来源：公司公告，中国银河证券研究所

五、景区：需求回补，1Q23 利润弹性显现

补偿性需求+口红效应驱动，旅游市场复苏迅速。根据文旅部数据，2023 年“五一”假期国内旅游 2.7 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119%，恢复率环比春节提升约 30pct；实现国内旅游收入 1481 亿元，同比增长 129%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 101%，均达到 2020 年以来最高水平。人均旅游消费 510 元，恢复至 2019 年同期约 85%，后续伴随旅游出行消费进一步修复有望回升。

图 21：2020 年以来节假日旅游人次恢复情况（同比 2019 年）



资料来源：文旅部，中国银河证券研究院

业绩弹性特征凸显，上市景区 Q1 业绩快速复苏。景区公司成本较为刚性，客流是利润变化的主要决定因素。受益于 1Q23 旅游市场复苏迅猛，上市景区公司利润快速复苏，天目湖、黄山旅游、峨眉山 A、九华旅游、丽江股份等多个景区公司业绩及盈利能力已超 2019 年同期。

表 8：重点景区公司 1Q23 业绩概览，单位（亿元）

景区	1Q23 归母净利润	同比增速	同比 1Q19 增速	1Q23 净利率	1Q19 净利率
天目湖	0.19	189%	28%	18%	18%
黄山旅游	0.65	178%	174%	21%	10%
峨眉山 A	0.70	1486%	262%	25%	8%
九华旅游	0.62	1215%	60%	32%	29%
宋城演艺	0.60	256%	-84%	25%	47%
中青旅	-0.05	96%	-107%	-1%	4%
三特索道	0.29	231%	174%	20%	-36%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

六、会展：海外参展景气超预期，国内展会市场逐步恢复

中国会展行业整体呈现恢复性增长。1) 内展方面：据商务部统计，今年一季度境内专业展馆举办的展览活动共计 540 场，同比增长 3.3 倍；展览总面积 1031.1 万平方米，同比增长 2.3 倍。其中，展览面积在 1 万平方米以上的展览活动 286 场，占比 53%，同比增长 5.7 倍。2) 外展方面：根据贸促会数据，中国贸促会已受理全国组展单位组织中国企业赴德国、美国、俄罗斯、日本、越南等 55 个国家和地区的参展办展申请 930 项，计划参展办展面积超过 56 万平方米。整体而言，UFI 预计 2023 年 6 月“正常活动”的展览公司比例将达到 80%，与 2020 年之前的水平保持一致，约有 70% 的公司 2023 年利润水平与 2019 年的水平相比有所增加或稳定。

会展上市公司 22 年&1Q23 营收、利润表现亮眼：

1) 米奥会展：22 年业绩扭亏，1Q23 盈利能力、合同负债均创新高。受益于海外展会复苏+模式创新，公司 2022 年实现营收 3.5 亿元/同比+92%，归母净利润 0.5 亿元/同比大幅扭亏。其中，4Q22 公司实现归母净利 0.63 亿元/同比+480%，毛利率、净利润率均创新高。1Q23 公司实现营收 6785 万元/同比+130%，归母净利 107 万元/同比+106%；扣非净利 37 万元/同比+102%，公司 Q1 毛利率上升至 58.1%，环比 4Q22 进一步提升并创历史新高，同时历史首次在 Q1 淡季实现盈利。此外，受益于中国企业出海参展需求旺盛，公司 Q1 合同负债 2.2 亿/同比+126%，亦创历史最高。

2) 兰生股份：业绩韧性强，“会展中国”战略有望打开成长空间。公司 2022 年实现营业收入 7.73 亿元/同比-16%；归母净利 1.15 亿元/同比-5%；扣非净利 1.38 亿元/同比+15%。1Q23 公司实现营业收入 5380 万元/同比+34%；归母净利-891 万元，扣非净利-3487 万元，亏损同比去年均收窄，且好于 1Q21。

插图目录

图 1: 2019-1Q23 城镇居民人均可支配收入累计增长	3
图 2: 2019-2023 年 1-3 月社会消费品零售总额及 yoy	3
图 3: 2019-1Q23 各细分板块营收 (亿元)	3
图 4: 2019-1Q23 各细分板块归母净利润 (亿元)	3
图 5: 2012-2022 年中国免税销售金额 (亿元)	4
图 6: 2012-2022 年中国人均免税消费 (万元)	4
图 7: 2022 年 1 月-2023 年 3 月海南离岛免税销售金额 (亿元)	5
图 8: 2016-2022 年中国酒店数量变化	6
图 9: 2016-2022 年中国酒店连锁化率	6
图 10: 2018-1Q23 国内旅游人次、收入及 yoy	6
图 11: 2019-2023 年 4 月非制造业商务活动指数	6
图 12: 2019-1Q23 三大酒店集团 OCC (%)	7
图 13: 2019-1Q23 三大酒店集团 ADR (元/间)	7
图 14: 2019-1Q23 三大酒店集团 RevPAR (元/间)	8
图 15: 2018-1Q23 三大酒店集团已开业酒店数量 (家)	9
图 16: 2018-1Q23 首旅酒店结构构成	9
图 17: 2018-1Q23 锦江酒店结构构成	9
图 18: 2018-1Q23 华住酒店结构构成	9
图 19: 2022-2023 年 3 月社零餐饮收入及 yoy	10
图 20: 2022-2023 年 3 月限上单位餐饮收入及 yoy	10
图 21: 2020 年以来节假日旅游人次恢复情况 (同比 2019 年)	11

表格目录

表 1: 板块分类及重点对应跟踪公司	2
表 2: A 股重点上市公司业绩概览, 单位 (亿元)	3
表 3: H 股重点上市公司业绩概览, 单位 (亿元)	4
表 4: 重点酒店公司业绩概览, 单位 (亿元)	7
表 5: 三大酒店集团拓店情况	8
表 6: 重点餐饮公司业绩概览, 单位 (亿元)	11
表 7: 部分餐饮企业拓店情况	11
表 8: 重点景区公司 1Q23 业绩概览, 单位 (亿元)	12

分析师简介及承诺

顾熹闻，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangm