

## 消费者服务

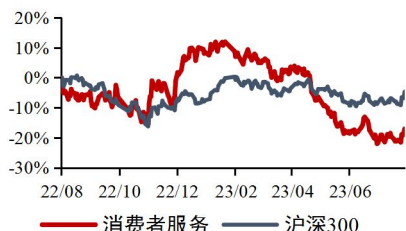
## 2023 年社会服务行业中期策略 同步大市-A(维持)

## 看好旅游需求释放，提升出行相关市场景气度

2023 年 8 月 11 日

行业研究/行业中期策略

## 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
600138.SH	中青旅	增持-B
603136.SH	天目湖	增持-A
605108.SH	同庆楼	增持-A
603043.SH	广州酒家	增持-A

## 相关报告：

【山证社服】2023 年社会服务行业年度策略：复苏回暖正当时，把握边际改善、消费场景修复主线（2023-1-17）

## 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：

➢ **2023H1 社会服务行业整体表现：行业整体回调，自然景区业绩修复明显。**2023H1（数据统计截至 2023 年 7 月 28 日）沪深 300 指数上涨 3.13%，申万社会服务行业指数下跌 6.66%，跑输大盘 9.79pct，在 A 股 31 个申万一级行业中涨跌幅位列第 26 位。山岳类自然景区业绩亮眼、较 2019 年同期大增超 6 倍、多家公司交出史上最佳一季报业绩。

➢ **社服各子板块 2023H2 趋势展望。免税：**增强经营质量成为主旋律。海南入岛客流基本超 2019 年同期水平，客流恢复弹性较强。叠加主要免税集团重塑价格体系、优化核心产品上下游渠道，离岛免税消费经营质量有望提高。**酒店：**中高端酒店经营弹性较强。国内酒店行业整体平均房价率先提升，目前已超 2019 年同期水平；中高档酒店市场出租率恢复程度优先于其他类型酒店。**景区出行：**客流回暖推动人均消费逐渐提升。旅游市场基本恢复至疫情前水平，人均消费仍有约 15% 增长空间；补偿性出行需求持续释放、出游量可观有望提升人均消费复苏节奏。**餐饮：**需求恢复带动业绩回暖。6 月餐饮收入为 2019 年同期 117.39%。年内消费客流回升带动餐饮行业恢复进程加速，叠加传统节日消费旺季，餐饮上市公司业绩回暖明显。

➢ **投资建议：**今年以来受益于消费者出游需求增加，出行产业链整体渐进复苏。旅游市场出游人次和旅游收入基本恢复至疫情前水平，人均客单价受限于居民消费偏好趋于稳健，目前较 2019 年尚有约 15% 增长空间。酒店：主要城市平均房价率先启动超 2019 年水平，入住率基本恢复至疫情前 80% 水平，RevPAR 接近 2019 年同期；中高档酒店出租率恢复程度优于其他类型酒店；主要酒店集团年内估值基本回调至合理区间，看好连锁化率提升和中高端改造进程加速。免税：海南整体入岛客流增长良好，高客单价产品受限于供应阶段性短缺影响人均消费；看好免税商逐步收窄折扣改善毛利率，优化经营质量。景区出行：下半年暑假、中秋国庆小长假有望带动出行市场持续增长，2023Q2 客流回暖带动景区业绩释放。今年以来消费整体复苏、补偿性需求支撑、出游人次恢复良好，横向对比服务消费相对领先实物消费，目前客单价仍有提升空间。餐饮：年内行业补偿性需求释放明显，规模化、连锁化仍然是餐饮行业未来发展主要趋势。头部餐企凭借自身供应链基础，在客流回暖前提下、业绩恢复弹性较大。

➢ **重点公司推荐：**中国中免、锦江酒店、首旅酒店、中青旅、天目湖、同庆楼、广州酒家。

**风险提示：**居民消费意愿恢复不及预期风险；突发事件或不可控灾害风险



## 目录

1. 社会服务行业整体表现：行业整体回调，自然景区业绩修复显著.....	6
2. 社服各子板块 2023H2 趋势展望.....	11
2.1 免税：增强经营质量成为主旋律.....	11
2.2 酒店：中高端酒店经营弹性较强.....	14
2.3 景区、出行：客流回暖推动人均消费逐渐提升.....	17
2.4 餐饮：需求恢复带动业绩回暖.....	21
3. 投资建议及重点公司推荐.....	23
3.1 投资建议.....	23
3.2 重点公司推荐.....	24
3.2.1 中国中免.....	24
3.2.2 锦江酒店.....	24
3.2.3 首旅酒店.....	25
3.2.4 中青旅.....	25
3.2.5 天目湖.....	25
3.2.6 同庆楼.....	26
3.2.7 广州酒家.....	26
4. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1： 2023 年初至今社会服务行业下跌 6.66%，涨跌幅位列申万一级行业第 26 位.....	6
图 2： 年内社会服务行业指数与上证指数、深证成指、沪深 300 涨跌幅.....	6
图 3： 2023 一季报披露后社服行业估值有所回落.....	7
图 4： 社会服务行业相对沪深 300 估值 5.89.....	7
图 5： 年初至今社会服务各子板块估值.....	8

图 6: 年内社服行业各子板块涨跌幅情况.....	8
图 7: 年初至今社会服务行业个股涨跌幅.....	8
图 8: 海南离岛免税销售额、销售件数.....	11
图 9: 海南离岛免税购物人数及同比情况.....	11
图 10: 海南离岛免税客单价及同比水平.....	12
图 11: 离岛免税客单价较免税新政实施一年均价.....	12
图 12: 海南机场旅客吞吐量及与 2019 年同期相比.....	12
图 13: 海南省游客吞吐量及与 2019 年同期相比.....	12
图 14: 美兰机场、凤凰机场航班起降架次.....	13
图 15: 美兰/凤凰机场航班起降架次与 2019 年同期.....	13
图 16: 北京/上海/香港酒店平均价格（单位：元）.....	14
图 17: 上海平均房价、出租率变动情况.....	14
图 18: 香港酒店入住率与实际房租.....	14
图 19: 香港酒店经营情况与 2019 年同期相比.....	14
图 20: 国内不同星级酒店平均出租率情况.....	15
图 21: 国内不同星级酒店平均房价情况.....	15
图 22: 锦江酒店不同类型酒店出租率表现.....	15
图 23: 首旅如家不同类型酒店出租率表现.....	15
图 24: 锦江酒店各类酒店平均房价较 2019 年同期.....	16
图 25: 首旅酒店各类酒店平均房价较 2019 年同期.....	16
图 26: 锦江酒店各类酒店 RevPAR 较 2019 年同期.....	16
图 27: 首旅酒店各类酒店 RevPAR 较 2019 年同期.....	16
图 28: 2020 年以来旅游市场恢复情况.....	17

图 29: 小长假人均旅游消费及与 2019 年同期相比.....	17
图 30: 小长假日均旅游人次及与 2019 年同期相比.....	18
图 31: 小长假日均旅游收入及与 2019 年同期相比.....	18
图 32: 国内客运量及与 2019 年同期相比情况.....	18
图 33: 国内铁路客运量及与 2019 年同期相比情况.....	18
图 34: 公路客运量及与 2019 年同期相比情况.....	19
图 35: 水运客运量及与 2019 年同期相比情况.....	19
图 36: 国内航线客运量及与 2019 年同期相比情况.....	19
图 37: 国际航线客运量及与 2019 年同期相比情况.....	19
图 38: 全球各航线客座率恢复情况.....	20
图 39: 全球各航线客座率较 2019 年恢复情况.....	20
图 40: 大陆访港旅客与 2019 年同比情况.....	20
图 41: 国泰航空载运乘客量、航班架次与 2019 同比.....	20
图 42: 大陆访澳门旅客与 2019 年同比情况.....	21
图 43: 澳门酒店入住率及与 2019 年同比情况.....	21
图 44: 澳门博彩毛收入及与 2019 年同期对比.....	21
图 45: 澳门赌台数目及与 2019 年同期相比.....	21
图 46: 社零总额及餐饮当月同比.....	22
图 47: 社零餐饮收入及与 2019 年同期水平相比.....	22
图 48: 呷哺呷哺新增餐厅数量（单位：间数）.....	22
图 49: 海底捞新增餐厅数量增速.....	22
图 50: 海底捞不同线级城市同店销售占比.....	23
图 51: 海底捞不同线级城市人均消费（单位：元）.....	23

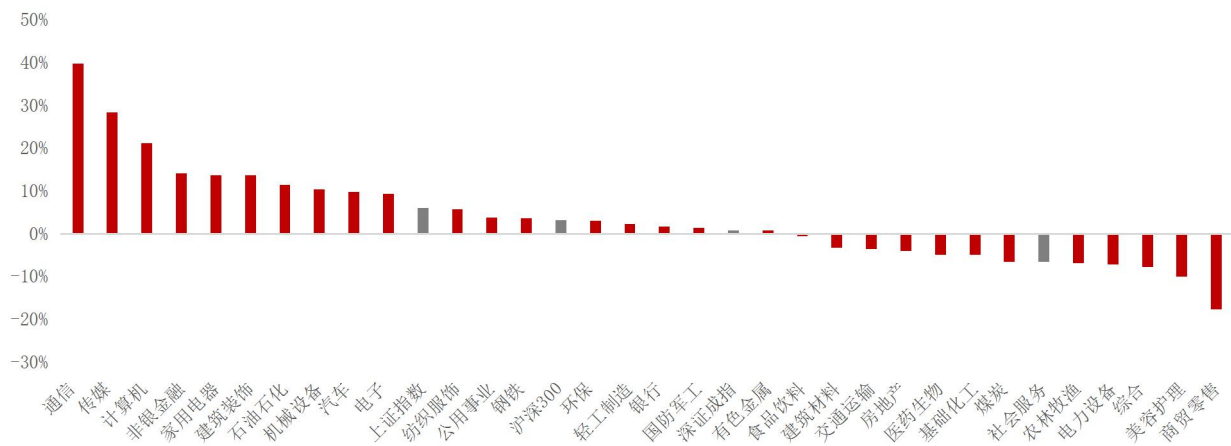


图 52: 九毛九餐厅总数及同比增速(单位: 间数) .....	23
图 53: 九毛九&太二门店翻台率.....	23
表 1: 2023Q1 社会服务行业各子板块经营情况.....	7
表 2: 社会服务行业 2023Q2 基金重仓个股概览.....	9
表 3: 社会服务行业上市公司 2023 年中报业绩预告概览.....	9
表 4: 中免会员积分细则调整前后对比.....	13
表 5: 重点推荐公司盈利预测.....	26

## 1. 社会服务行业整体表现：行业整体回调，自然景区业绩修复显著

2023H1（数据统计截至2023年7月28日），上证指数上涨6.04%、沪深300指数上涨3.13%、深证成指上涨0.77%，申万社会服务行业指数下跌6.66%，分别跑输大盘12.7pct、9.79pct、7.43pct，在A股31个申万一级行业中涨跌幅位列第26位。

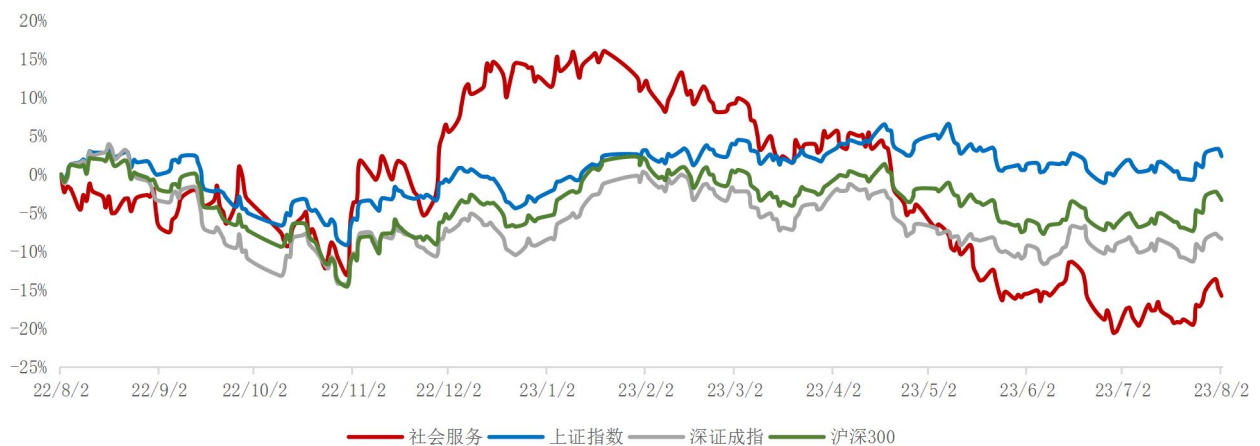
图1：2023年初至今社会服务行业下跌6.66%，涨跌幅位列申万一级行业第26位



资料来源：wind，山西证券研究所

整体来看，疫情管控政策放开后消费者出行意愿恢复，带动行业在年初表现强势。但受限于消费需求持续修复预期存在一定不确定性、叠加社会服务板块权重股年内经营有所承压、以及市场资金风格偏好转换等因素拖累板块整体表现，板块指数自4月后持续下探。

图2：年内社会服务行业指数与上证指数、深证成指、沪深300涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所



自然景区板块经营情况领跑行业。2023Q1 社会服务行业整体实现营收 350.22 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%。2023Q1 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%)，人力资源服务、免税板块经营情况继续领跑行业，自然景区增长显著。

业绩方面与 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%)。山岳类自然景区业绩亮眼、较 2019 年同期大增超 6 倍、多家公司交出史上最佳一季报业绩；旅游综合板块受限于出境游放开伊始、多项业务尚未恢复、仍整体表现亏损。

表 1：2023Q1 社会服务行业各子板块经营情况

子行业	营收(亿元)	YOY	为 2019 年同期	归母净利润(亿元)	YOY	为 2019 年同期	毛利率	YOY	净利率	YOY
人力资源服务	23.93	9.17%	297.91%	0.33	1.39%	131.10%	7.17%	-2.65pct	1.81%	-1.52pct
餐饮	19.56	30.35%	131.64%	1.20	630.08%	103.33%	27.07%	6.83pct	6.53%	8.13pct
免税	207.69	23.76%	151.69%	23.01	-10.25%	99.78%	29.00%	-5.00pct	11.87%	-5.51pct
旅游综合	6.92	87.66%	12.47%	-0.71	63.62%	-34.47%	23.80%	9.67pct	-10.64%	45.87pct
自然景区	13.52	158.53%	120.14%	2.25	169.19%	642.12%	46.43%	55.51pct	16.76%	83.60pct
人工景区	24.44	27.39%	59.60%	0.63	127.19%	13.73%	27.17%	13.27pct	2.11%	18.86pct
酒店	54.27	30.41%	91.76%	1.48	134.87%	48.93%	31.36%	14.20pct	4.05%	14.36pct

资料来源：wind，山西证券研究所

2023Q1 社服行业经营情况有所好转，超半数公司业绩同比实现扭亏为盈，行业估值有所回落。目前行业估值为 84.94 倍 (TTM，整体法，统计数据截至 2023 年 7 月 28 日)，略高于近 5 年均值 76.81 倍，低于 2023Q1 末 122.9 倍。社服行业相对沪深 300 估值为 5.89，低于 2023Q1 末 10.19。

图 3：2023 一季报披露后社服行业估值有所回落



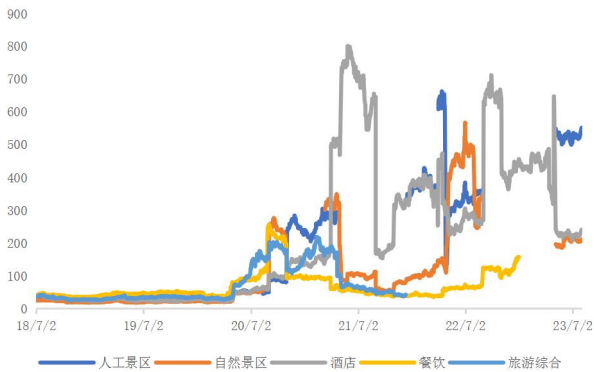
图 4：社会服务行业相对沪深 300 估值 5.89



资料来源：wind，山西证券研究所

截至 2023Q2 末，社服行业各子板块均呈现不同程度下跌，跌幅分别为自然景区（-0.8%）、人工景区（-13.05%）、旅游综合（-24.34%）、酒店（-26.03%）、餐饮（-28.99%）。估值方面，部分公司经营情况尚未恢复、业绩表现不佳拉动了子板块估值持续偏离正常范围。

图 5：年初至今社会服务各子板块估值

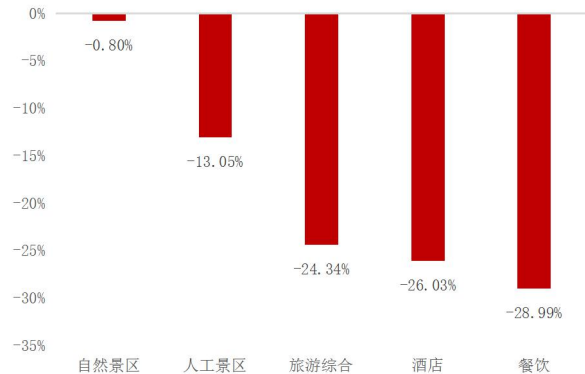


资料来源：wind，山西证券研究所

注：数据统计截至 2023.7.28

资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：年内社服行业各子板块涨跌幅情况

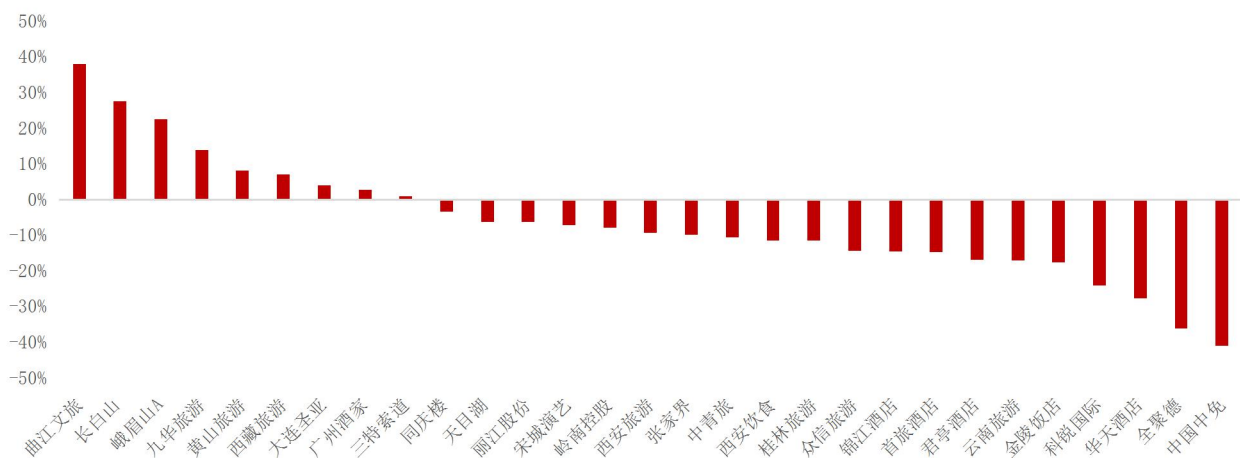


资料来源：wind，山西证券研究所

注：数据统计截至 2023.6.30

自然景区标的涨幅亮眼，权重股估值基本回到合理范围。曲江文旅（+38.01%）领涨，自然景区长白山（+27.53%）、峨眉山（+22.49%）、九华旅游（+13.96%）、黄山旅游（+8.08%）表现居前。行业内权重股中国中免（-40.98%）年内表现不佳，酒店板块君亭酒店（-16.84%）、首旅酒店（-14.72%）、锦江酒店（-14.6%）均有不同程度回撤。优质成长标的股价回调，带动估值基本回归合理区间，投资性价比较高。

图 7：年初至今社会服务行业个股涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所（注：统计数据截至 2023.7.28）



自然景区标的进入行业重仓前十。2023Q2 社服行业基金持仓前十大个股基本为行业龙头标的。峨眉山 A、九华旅游、君亭酒店、科锐国际、广州酒家分别新增 7/6/4/3/2 家基金持仓。

表 2：社会服务行业 2023Q2 基金重仓个股概览

证券代码	证券简称	年初至今涨跌幅	持有机构数	机构增减数量	持仓数量 (万股)	持仓变动 (万股)	持仓市值 (亿)	占流通股比
601888.SH	中国中免	-40.98%	52	-125	5309.5	-1865.63	58.69	2.72%
600754.SH	锦江酒店	-14.60%	45	-79	5809.38	-4303.04	24.60	6.36%
300144.SZ	宋城演艺	-7.11%	24	-47	14800	-1676.43	18.41	6.49%
600258.SH	首旅酒店	-14.72%	29	-12	5741.74	-3327.09	10.88	5.14%
300662.SZ	科锐国际	-24.02%	22	+3	2153.04	+242.57	7.62	10.97%
000888.SZ	峨眉山 A	+22.49%	12	+7	1438.53	+922.85	1.65	2.73%
301073.SZ	君亭酒店	-16.84%	13	+4	440.25	+338.72	1.6	3.82%
600138.SH	中青旅	-10.66%	12	-7	1104.88	-435.13	1.38	1.53%
603199.SH	九华旅游	+13.96%	7	+6	368.24	+366.17	1.27	3.33%

资料来源：wind，山西证券研究所（注：个股涨跌幅数据统计截至 2023.7.28 收盘）

2023 年中报业绩预告，酒店、景区板块业绩改善明显。酒店板块，锦江酒店、首旅酒店归母净利润较上年同期扭亏为盈，业绩预告上限恢复至 2019 年同期 80%以上水平。景区板块，人工景区中青旅、大连圣亚业绩较上年同期实现扭亏为盈，归母净利润分别为 2019 年同期 80%、200%-300%；自然景区板块业绩改善亮眼，九华旅游、黄山旅游、长白山、峨眉山 A、丽江股份、天目湖归母净利润较上年同期均实现扭亏为盈，按照业绩预告上限分别较 2019 年同期增长 33%/37%/33%/287%/94%/32%。餐饮板块继续良好势头，同庆楼、广州酒家归母净利润较上年同期持续增长。免税板块，中国中免期内继续改善毛利率，2023H1 环比 2022H1 提升 7.81pct，其中 2023Q2 环比 2023Q1 提升 3.67pct。

表 3：社会服务行业上市公司 2023 年中报业绩预告概览

申万三级行业	证券简称	2023 中报业绩较上年同期	中报盈利变动	净利润同比变动	恢复至 2019 年同期百分比	业绩变动主要原因
酒店	锦江酒店	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润 50,000 万元到 55,000 万元	同比增加 6.18-6.68 亿元	88.1%-96.9%	2023Q1 境内酒店整体 RevPAR 比去年同期增长 41.31%，为 2019 年同期的 103%；4、5 月份境内酒店整体 RevPAR 比去年同期分别增长 113.48%、61.63%，分别为 2019 年同期的 116%、104%；6 月境内酒店整体 RevPAR 比去年同期增长 18%，为 2019 年同期的 108%。
	首旅酒店	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润 26,000 万元至	同比增加 6.34-6.84 亿元	70.7%-81.6%	期内公司全部酒店 RevPAR 为 147 元，比上年同期上升 66%；不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 为 163 元，比上年同期上升

申万三级行业	证券简称	2023 中报业绩较上年同期	中报盈利变动	净利润同比变动	恢复至 2019 年同期百分比	业绩变动主要原因
			30,000 万元			72%。同时公司全力推进酒店的数字化建设，提升宾客服务体验和酒店运营效率。
人工景区	中青旅	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润 10,792.05 万元	同比增加 3.13 亿元	28.2%	旅游行业外部经营环境逐步改善，市场呈现明显回暖态势，公司经营业绩有序复苏
	大连圣亚	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润 1,600 万元到 2,400 万元	同比增加 8449.87-9249.87 万元	210.7%-316%	期内旅游行业强势复苏，文旅消费需求迅速释放，公司推进产品服务创新升级，加大市场开拓力度，上半年游客接待量、营业收入均大幅增加
自然景区	九华旅游	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润为 11,100 万元左右	同比增加 1.44 亿元左右	137.7%左右	受益于国内旅游业市场恢复向好等因素影响，公司主营业务收入与上年同期相比有较大增加
	黄山旅游	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润 19,000 万元到 22,800 万元	同比增加 3.62-4 亿元	113.3%-135.6%	2023H1 黄山景区接待进山游客 209.16 万人，同比增长 527.00%，公司主营业务实现较好增长
	长白山	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润约 1,225 万元	同比增加 8392.35 万元	扭亏为盈	旅游业复苏、公司收入增加，与上年同期收入相比预计增加 14,178 万元
	丽江股份	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润 11,000 万元 - 13,000 万元	同比增加 1.63-1.83 亿元	112.2%-132.6%	旅游市场环境好转，游客接待数量显著提升。2023H1 公司三条索道共计接待游客 300.66 万人次，同比上升 484%；印象丽江共计演出 347 场，共计接待游客 79.90 万人次，同比上升 3,603.08%
	峨眉山 A	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润 14,000 万元 -15,000 万元，	同比增加 1.98-2.08 亿元	181.5%-194.5%	受益于国内经济和文旅行业强势复苏，峨眉山景区接待人次大幅增长，公司主营业务游山票、索道、酒店等经营项目业绩同比显著增长
	天目湖	扭亏为盈	预计 2023H1 实现归母净利润 6,000.00 万元到 7,000.00 万元	同比增加 1.14-1.24 亿元	111.7%-130.3%	受益于国内旅游市场需求释放，公司积极开拓全国市场渠道，创新产品线路与体验活动，并运用多元化传播渠道触达游客，在流量提升基础上持续加强收益管理
餐饮	同庆楼	持续盈利	预计 2023H1 实现归母净利润为 12,529 万元至 16,952 万元	同比增加 1.04-1.49 亿元	112.3%-151.9%	2023H1 公司所经营餐饮、宴会、食品业务市场空间巨大，逐渐进入加速发展时期
	广州酒家	持续盈利	预计 2023H1 实现归母净利润 0.76 亿元	同比增加 2154.31 万元	118.19%	公司紧抓餐饮市场复苏机遇；食品业务统筹营销渠道布局，优化渠道策略，加大重点市场开拓
免税	中国中免	利润下滑	2023H1 预计实现	较上年同期减少	117.8%	期内公司营业收入同比增长 29.68%，受益

申万三级行业	证券简称	2023 中报业绩较上年同期	中报盈利变动	净利润同比变动	恢复至 2019 年同期百分比	业绩变动主要原因
			归母净利润 38.64 亿元	0.74 亿元		于国内旅游市场逐步恢复向好，公司不断优化商品供给，带动销售收入尤其是线下销售持续增长；主营业务毛利率稳步提升，2023H1 较 2022H2 环比提升 7.81pct，2023Q2 较 2023Q1 环比提升 3.67pct

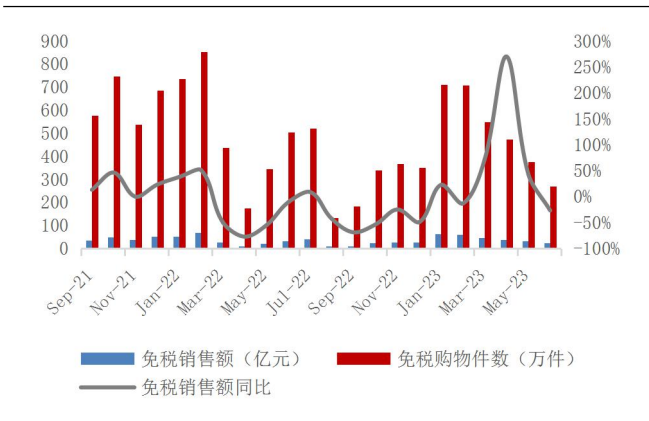
资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 2. 社服各子板块 2023H2 趋势展望

### 2.1 免税：增强经营质量成为主旋律

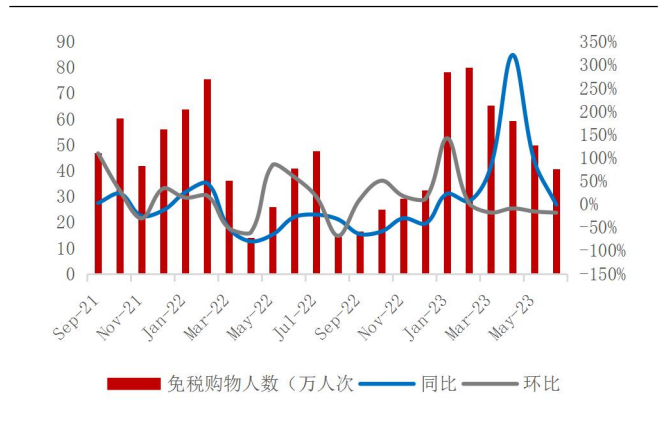
6 月离岛免税经营有所承压。2023H1，海南离岛免税店总销售额 323.96 亿元，同比增长 31%；总销售额中，免税销售 264.84 亿元，同比增长 26%；免税购物人数 516.6 万人次，同比增长 34%；免税购物件数 2568.23 万件，同比增长 5.8%。今年春节期间免税购物人次同比、环比均有明显改善；3-5 月系上年同期相对低基数，基本恢复至 2021 年左右水平；6 月销售额 23.07 亿元 (-26.79%)，购物人次 40.61 万人次 (-0.95%) 有所承压。

图 8：海南离岛免税销售额、销售件数



资料来源：商务部，山西证券研究所

图 9：海南离岛免税购物人数及同比情况



资料来源：商务部，山西证券研究所

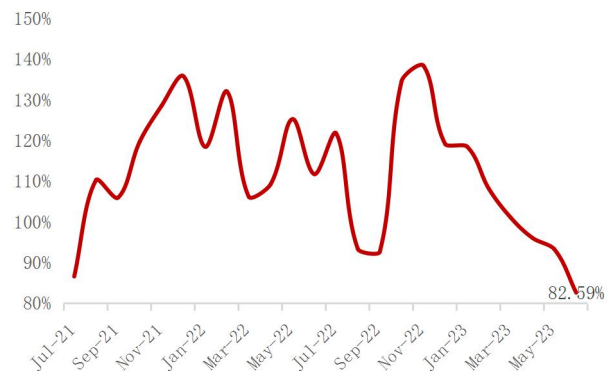
离岛免税客单价表现回落。客单价方面，我们选择 2020.7-2021.6 海南离岛免税新政实施一年可单均价 6878 元作为参考，对比目前客单价恢复情况。今年 1 月客单价达 8193 元 (+0.05%) 系春节期间入岛客流增多带动离岛免税消费增长，其余月份客单价同比均有所下降。6 月离岛免税客单价为新政实施第一年客单均价 82.59%，回落至年内最低水平。

图 10：海南离岛免税客单价及同比水平



资料来源：商务部，山西证券研究所

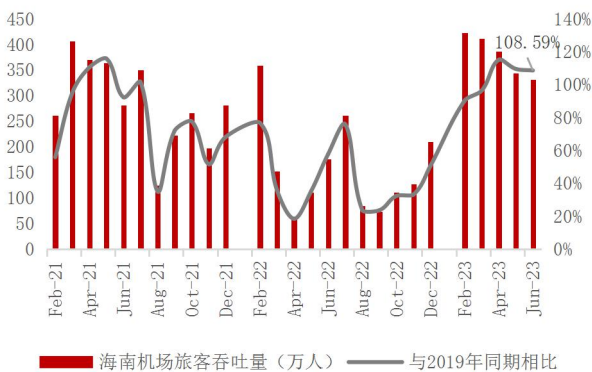
图 11：离岛免税客单价较免税新政实施一年均价



资料来源：商务部，山西证券研究所

疫情管控政策放开以来，海南机场吞吐量持续走高，基本超越 2021 年同期水平，自 4 月起超越 2019 年同期水平，6 月海南机场旅客吞吐量为 331.23 万人次、为 2019 年同期 108.59%。游客吞吐量年内恢复程度持续走高，6 月游客吞吐量为 1018.04 万人次、已恢复至 2019 年同期 72.45%，较 2019 年月均 1500 万人次仍有一定恢复空间。

图 12：海南机场旅客吞吐量及与 2019 年同期相比



资料来源：海南省统计局，山西证券研究所

图 13：海南省游客吞吐量及与 2019 年同期相比

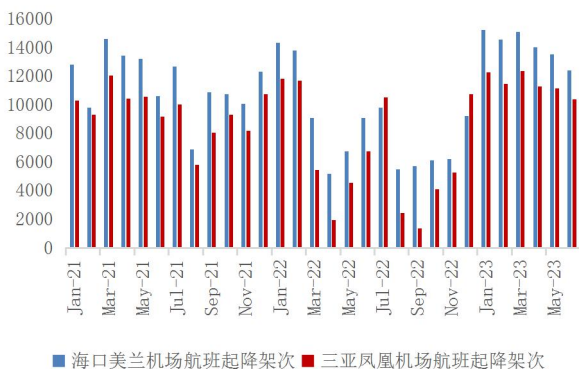


资料来源：海南省统计局，山西证券研究所

航班数量增长明显，三亚机场增速显著。美兰机场航班起降架次数量持续修复，3 月为目前年内最高 15080 架次，6 月 12416 架次为 2019 年同期 105.06%。三亚凤凰机场航班起降架次增长势头明显，年内每月起降数量均超 2019 年同期水平，5 月起降 11162 架次为 2019 年同期 122.67%，6 月 10389 架次为 2019 年同期 116.7%稍有回落。



图 14：美兰机场、凤凰机场航班起降架次



资料来源：美兰空港公司公告、三亚市统计局，山西证券研究所

图 15：美兰/凤凰机场航班起降架次与 2019 年同期



资料来源：美兰空港公司公告、三亚市统计局，山西证券研究所

中国中免新会员体系于 6 月 8 日正式施行，旨在增强打击代购等走私行为。主要包括之前积分政策的 30 元积 1 分变为 100 元积 1 分、会员等级最高的钻石 VIP 由累计 2 倍积分变为 1.5 倍积分、生日月双倍积分改为生日权益。新积分政策对大额奢侈品影响较大。如在旧积分体系下，代购超过 1 万元免税品可以获得 500-800 积分，以免税店售价超过 4 万元的手表为例，钻石会员等级积分 2800 分，减去代购机票、人工等成本，可以获得超过 1000 元利润；新积分规则下，超过 4 万元免税商品只能积 630 分，基本无法覆盖机票成本。目前海南离岛免税购物额度为每年每人 10 万元，买大额免税商品后、剩余额度只能购买少数单价相对较低的香化产品，叠加新积分制度实行后获得积分减少，可以对代购实行有效打击。

重塑价格体系提振中免经营质量。中国中免 2023 年中报业绩预告显示，期内公司主营业务毛利率稳步提升，2023H1 较 2022H2 环比提升 7.81pct，2023Q2 较 2023Q1 环比提升 3.67pct。

表 4：中免会员积分细则调整前后对比

新制度	会员/生日权益	原制度
100 元积 1 分		30 元积 1 分
1.1 倍积分	银卡会员	1.2 倍积分
1.2 倍积分	金卡会员	1.5 倍积分
1.3 倍积分	铂金 VIP	2 倍积分
1.5 倍积分	钻石 VIP	2 倍积分
生日礼券包	生日权益	双倍积分

资料来源：中免集团官方微信号、北京商报，山西证券研究所

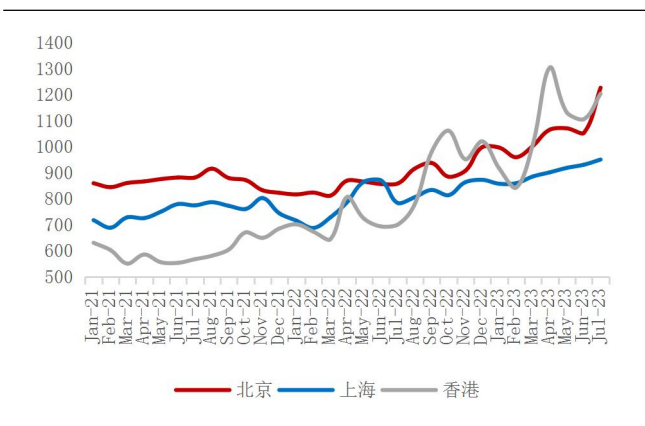
整体来看，海南全岛客流基本超越 2019 年同期水平，客流恢复弹性较强。下半年小长假、冬季反向度假有望推动入岛游客持续走高。离岛免税消费客单价目前有所承压，主要系年内离岛免税收窄折扣幅度，高客单价国际大牌精品、手表、珠宝、服饰等阶段性缺货，叠加今年香化整体消费增速回落影响客单价。

随着海南省继续促进离岛免税消费，发放消费券、组织购物节等，以及主要免税集团重塑价格体系、优化核心产品上下游渠道，离岛免税消费经营质量有望提高。

## 2.2 酒店：中高端酒店经营弹性较强

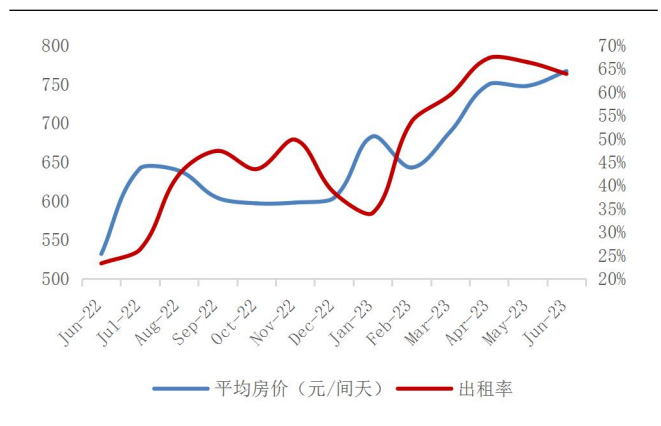
国内酒店行业整体平均房价率先提升，目前已超越 2019 年同期水平，入住率受不同城市线级影响仍有一定增长空间。年初至今，国内酒店整体入住率为 62%，相较于 2019 年同期累计入住率 98%仍有较大爬坡空间。年初至今平均房价持续增长，目前为 2019 年同期 102%。RevPAR 为 2019 年同期 99%，下半年在暑假和黄金周带动下 RevPAR 有望超越 2019 年同期水平。

图 16：北京/上海/香港酒店平均价格（单位：元）



资料来源：wind，山西证券研究所

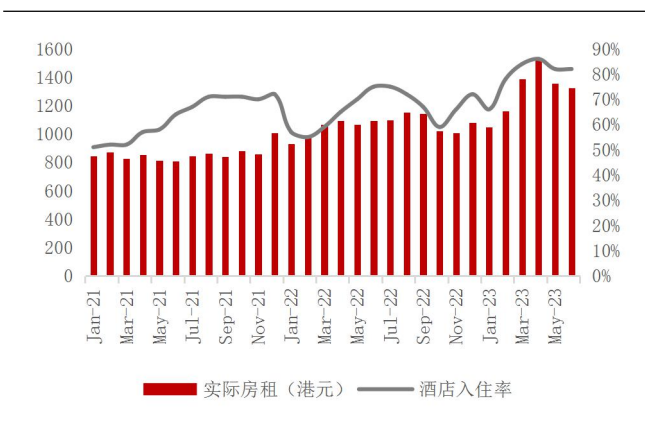
图 17：上海平均房价、出租率变动情况



资料来源：wind，山西证券研究所

从国内主要城市酒店经营情况来看，北京受益于会议会展需求正常释放带动平均价格走高、上海整体平稳恢复、香港自入境政策放松后明显拉动平均房价提升。目前一线城市平均房价已恢复至疫前水平，在暑假客流需求集中释放下持续增长；整体酒店入住率在 60%以上、高于其他线级城市水平。

图 18：香港酒店入住率与实际房租



资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所

图 19：香港酒店经营情况与 2019 年同期相比

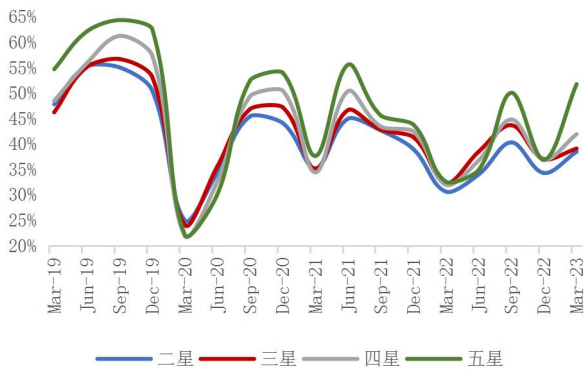


资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所



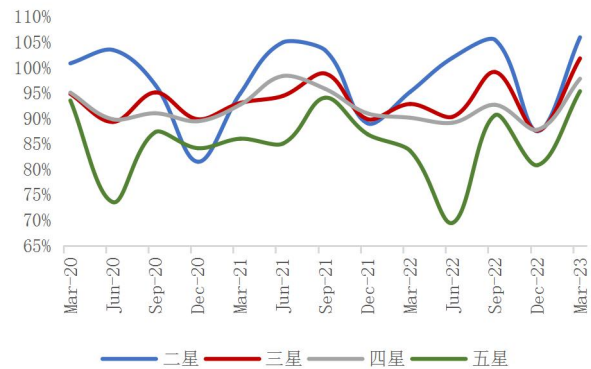
从不同酒店星级数据来看，目前低星级酒店平均房价超越 2019 年同期水平，中高档酒店市场出租率恢复程度优先于其他类型酒店。中档酒店和经济型酒店平均房价提升较快，涨幅超越其他类型酒店，拉升中高端酒店整体业绩回升。疫情以来高星级酒店经营弹性较大，受到疫情冲击时率先触底、管控政策放松后出租率显著提升，目前高星级酒店平均房价为 2019 年同期 95.33%。

图 20：国内不同星级酒店平均出租率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 21：国内不同星级酒店平均房价情况

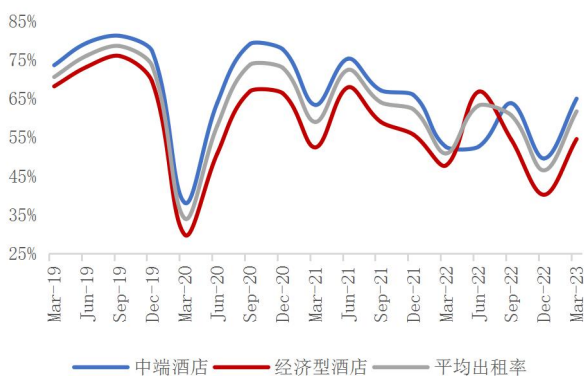


资料来源：wind，山西证券研究所

从上市公司经营层面来看，2023Q1 出租率基本恢复至 2019 年年同期 80% 以上。锦江酒店出租率中端酒店>整体平均出租率>经济型酒店。2023Q1 中端酒店出租率 64.93%，恢复至 2019 年同期 88%；整体平均出租率 61.66%，恢复至 2019 年同期 87%；经济型酒店出租率 54.51%，恢复至 2019 年啊年同期 80%。中端酒店 RevPAR 恢复弹性优于经济型，较上年同期增长近 40%。

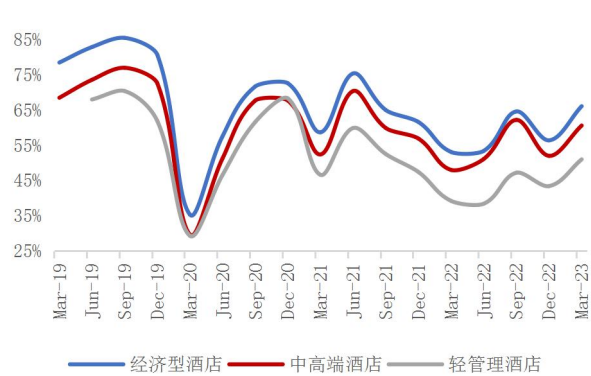
首旅酒店出租率经济型酒店>中高端酒店>轻管理酒店。2023Q1 经济型酒店出租率 66.1%，恢复至 2019 年同期 84%；中高端酒店出租率 60.6%，恢复至 2019 年同期 88%。

图 22：锦江酒店不同类型酒店出租率表现



资料来源：公司公告，山西证券研究所

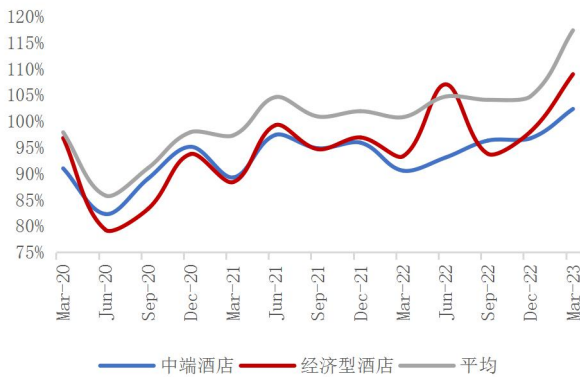
图 23：首旅如家不同类型酒店出租率表现



资料来源：公司公告，山西证券研究所

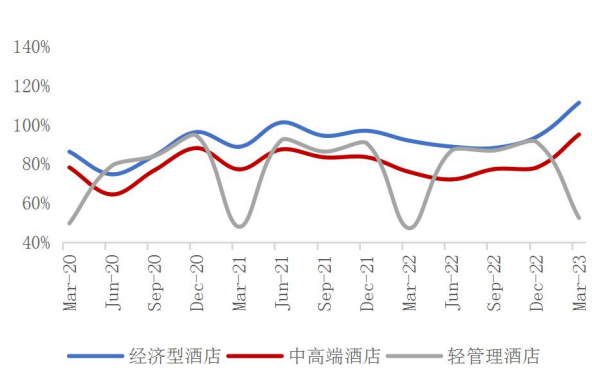
2023Q1 平均房价基本较 2019 年同期增长 3-5%，经济型酒店恢复情况较好。锦江酒店自 2022Q4 平均房价恢复至 2019 年同期水平，2023Q1 平均房价恢复程度：经济型酒店>中端酒店，基本为 2019 年同期 103%-108%左右。首旅酒店同样表现为经济型酒店表现居前，2023Q1 平均房价较 2019 年同期增长约 11%；中高端酒店为 2019 年同期 95%。

图 24：锦江酒店各类酒店平均房价较 2019 年同期



资料来源：公司公告，山西证券研究所

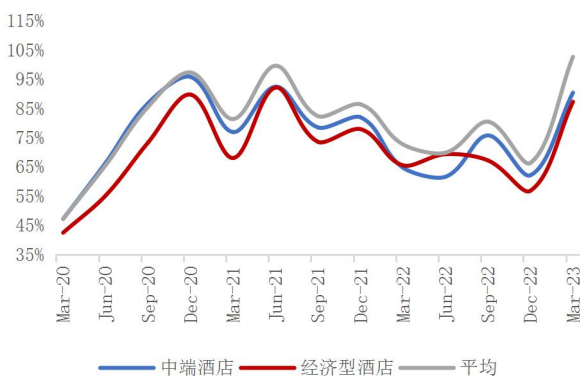
图 25：首旅酒店各类酒店平均房价较 2019 年同期



资料来源：公司公告，山西证券研究所

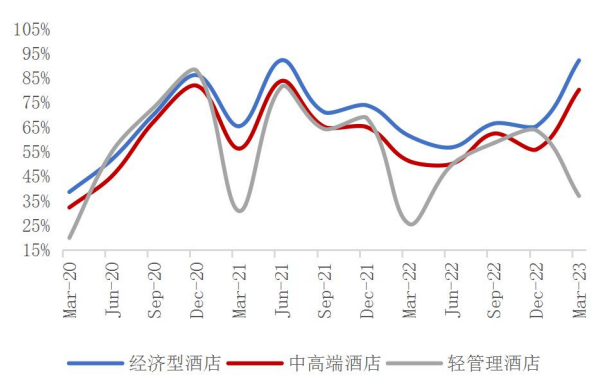
2023Q1 RevPAR 恢复至 2019 年同期 80%以上，2023Q2 恢复至 110%左右。锦江酒店 2023Q1 中端酒店、经济型酒店 RevPAR 分别为 2019 年同期 90%、87%，整体恢复至 2019 年同期 103%（含特许经营酒店）。4、5 月境内酒店整体 RevPAR 较去年同期分别增长 113.48%、61.63%，分别为 2019 年同期 116%、104%；6 月境内酒店整体 RevPAR 较去年同期增长 18%，为 2019 年同期 108%。2023Q1 境外酒店整体 RevPAR 较去年同期增长 37.46%，为 2019 年同期 110%；4、5 月境外酒店整体 RevPAR 较去年同期分别增长 20.91%、11.44%，为 2019 年同期 107.03%、115.24%；预计 6 月境外酒店整体 RevPAR 为 2019 年同期 114%。

图 26：锦江酒店各类酒店 RevPAR 较 2019 年同期



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 27：首旅酒店各类酒店 RevPAR 较 2019 年同期



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2023Q1 首旅酒店中高端酒店、经济型酒店 RevPAR 分别为 2019 年同期 80%、92%。首旅酒店 2023H1

全部酒店 RevPAR 为 147 元，较上年同期增长 66%；不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 为 163 元，较上年同期增长 72%。

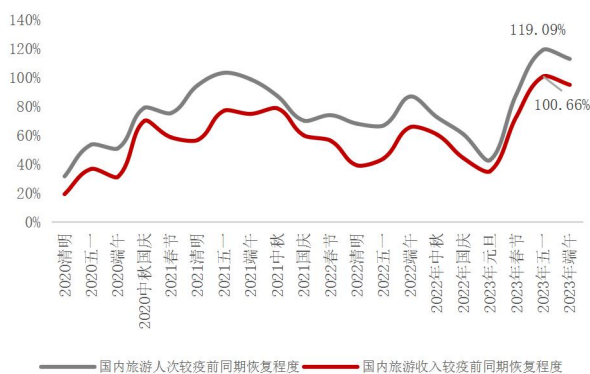
总体来看，上市公司酒店经营情况较 2019 年同期恢复程度：平均房价（100%以上）>RevPAR（87%-100%）>出租率（85%-88%）。

### 2.3 景区、出行：客流回暖推动人均消费逐渐提升

2023H1 旅游行业景气度持续提升，在经历元旦、春节、清明、五一和端午 5 个节假日，旅游出行人次和旅游收入恢复持续向好，尤其在五一期间迎来市场转折点，出行人次和旅游收入均超 2019 年同期水平。从细分群体和细分市场来看，受管控三年的旅游市场全面迎来井喷。主要表现为以大学生、职场新人等年轻群体为主的周末、节假日出行客流率先启动、带动“特种兵”式打卡景点出行；家庭亲子客群表现稳定，周边游、露营需求继续增长；以及以退休职工为主的康养旅游、中小學生研学旅行在内的非假日客流，平滑假期与非假期客流。预计多种需求出行趋势在下半年仍将延续。

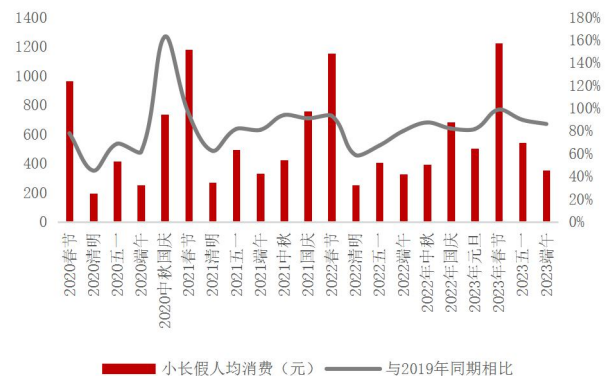
从小长假人均消费来看，今年春节人均消费 1220 元、恢复至 2019 年同期 98.54% 达到目前年内高峰，此后五一、端午小长假人均消费略有下滑，分别为 2019 年同期 89.55%、85.91%。旅游市场基本恢复至疫情前水平，人均消费仍有约 15% 增长空间，剔除小长假期间部分景区免门票、套票打折外，补偿性出行需求持续释放、出游量相对可观的前提下，人均消费相对受限于与消费复苏节奏和信心。

图 28：2020 年以来旅游市场恢复情况



资料来源：文旅部，山西证券研究所

图 29：小长假人均旅游消费及与 2019 年同期相比



资料来源：文旅部，山西证券研究所

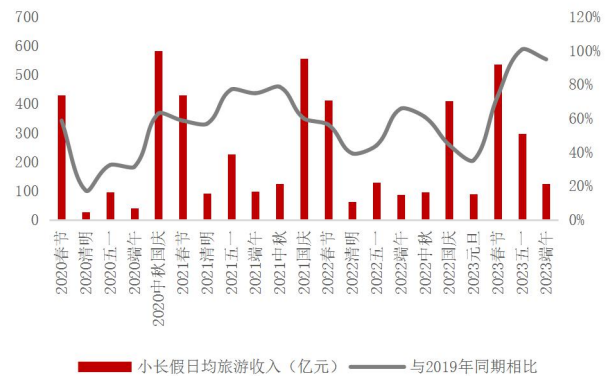
从小长假日均旅游人次、日均旅游收入来看，五一、端午假日剔除春节返乡需求，旅游消费从疫情管控过渡到管控解除，可以直观反应市场发展情况。五一假日单日客流出行 5480 万人次，为 2019 年同期 112.41%，达到目前年内高峰；平均每日人均消费 108 元，消费复苏仍显乏力；端午假期单日游客出行 3533 万人次，为 2019 年同期 110.42%、低于五一假期水平，单日人均消费 117 元、高于五一假期、三日小长假

消费力有所提升。综合端午假日国内、省域、5A 景区客流情况，旅游出行逐渐进入常态化发展，旅游消费市场热度继续抬升，基本恢复到 2019 年同期水平。从暑假旅游市场第一个月出行情况来看，中远程路线恢复情况较好。今年中秋国庆重合 8 天假期，预计持续提升下半年旅游市场复苏。

图 30：小长假日均旅游人次及与 2019 年同期相比



图 31：小长假日均旅游收入及与 2019 年同期相比



资料来源：文旅部，山西证券研究所

资料来源：文旅部，山西证券研究所

**2023H1 国内出行量加快恢复**，营业性客运量达 43.2 亿人次(+56.3%)，城市客运量 454.2 亿人次(+15%)。截至 6 月，国内客运量恢复至 2019 年同期 56%，其中铁路、公路、水运、民航客流量分别为 3.27 亿人次/3.9 亿人次/0.2 亿人次/0.53 亿人次，分别为 2019 年同期 106%/38%/87%/100%。

图 32：国内客运量及与 2019 年同期相比情况

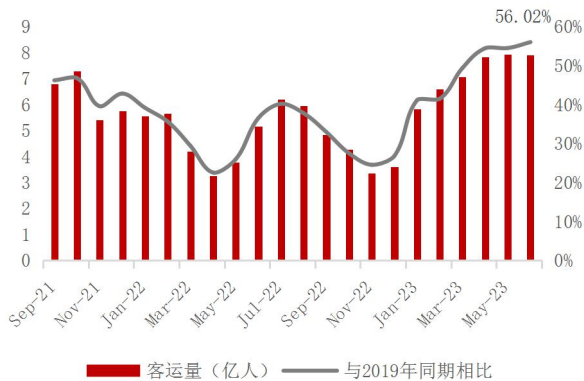
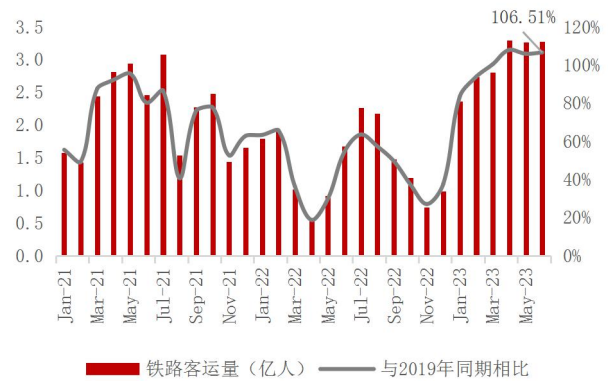


图 33：国内铁路客运量及与 2019 年同期相比情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

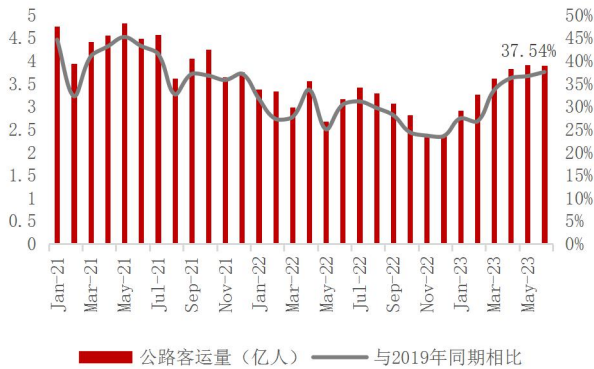
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

过去 4 个月，三大交通工具客运量、尤其铁路客运量增长明显。从具体客运量来看，民航基本恢复至 2019 年同期水平，但尚未达到最高峰；铁路客运量与过去 4 年峰值接近，较 2019 年同期约有 3000 万人次增长；公路客运量在经历断崖式下跌后目前仅恢复到 2020 年同期水平，尚未恢复至 2019 年同期客运量。铁路出行高峰通常出现在 7-8 月，目前铁路客运量已经超过历史水平、年内有望达到历史高峰；公路客运量



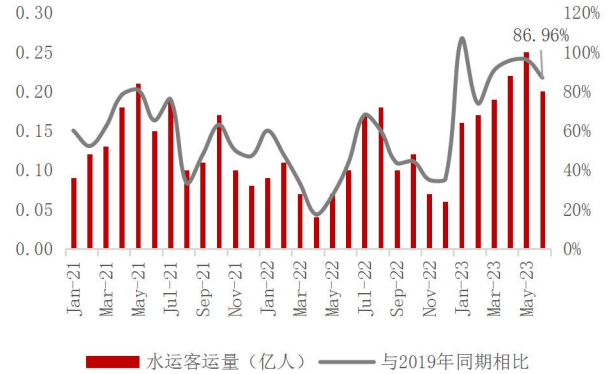
恢复到 2019 年同期水平或有难度，短途自驾、中长途高铁、长途飞机的出行方式或将分走部分公路客流。

图 34：公路客运量及与 2019 年同期相比情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

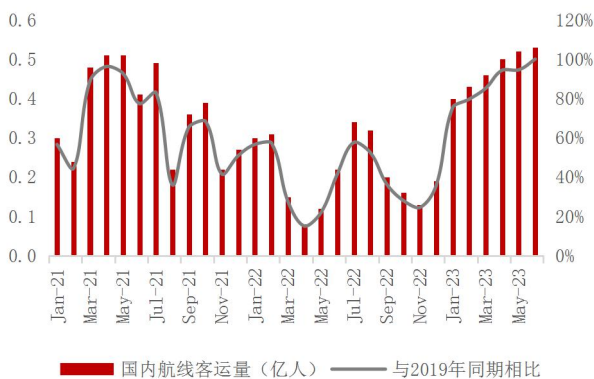
图 35：水运客运量及与 2019 年同期相比情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

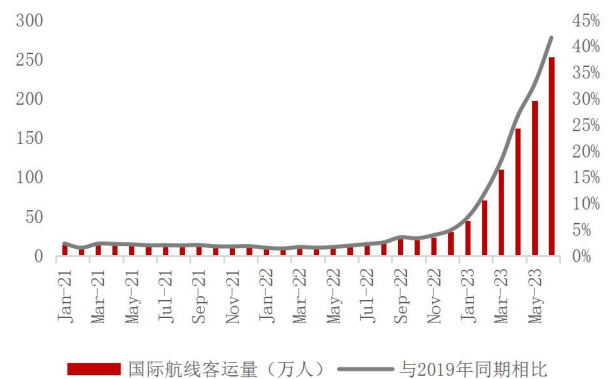
截至 7 月，国内航线客运航班量、旅客运输量均超 2019 年同期水平。7 月全民航旅客运输量 6186 万人次，较 2019 年同期提升 4.3%，国内运力恢复至 2019 年同期 115.8%，国内客流恢复至 2019 年同期 112.5%。国内航线方面，7 月国内航线实际执行客运航班量超过 39 万班次，高于 2019 年同期水平；国内航线旅客运输量近 5500 万人次，为 2019 年同期 112%。国际航线方面，7 月国内航司实际执行出入境客运航班量超过 2 万班次、国内航司出入境旅客量超过 360 万人次，恢复至 2019 年同期 53%左右。机票方面，7 月国内机票价格上涨，经济舱平均票价已超过千元（不含税），环比 6 月涨幅达 22%。

图 36：国内航线客运量及与 2019 年同期相比情况



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 37：国际航线客运量及与 2019 年同期相比情况

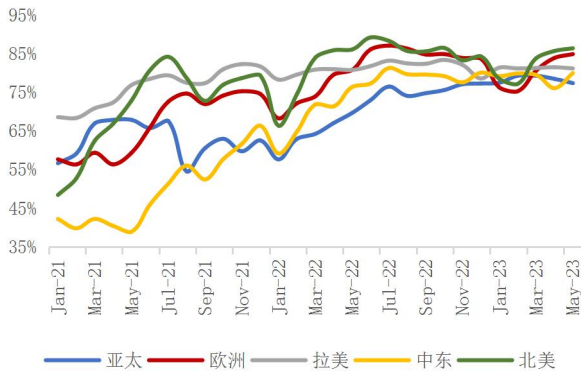


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

IATA 数据显示，截至 5 月全球航空客运量恢复至 2019 年同期 96.1%，相较上年增长 39.1%。亚太地区 5 月客运量同比增长 156.7%，保持自今年年初解除旅行限制措施以来增长趋势，客座率 77.3%、恢复至 2019 年同期 96.4%。北美地区航线客座率以 86.3% 领跑，恢复至 2019 年同期 101.4%；欧洲航司客座率 84.8%，

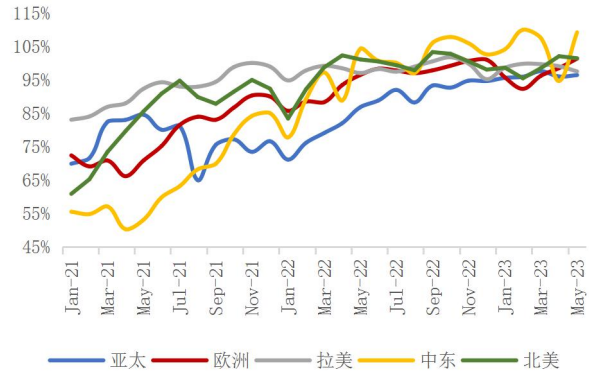
恢复至 2019 年同期 101.3%。

图 38：全球各航线客座率恢复情况



资料来源：IATA，山西证券研究所

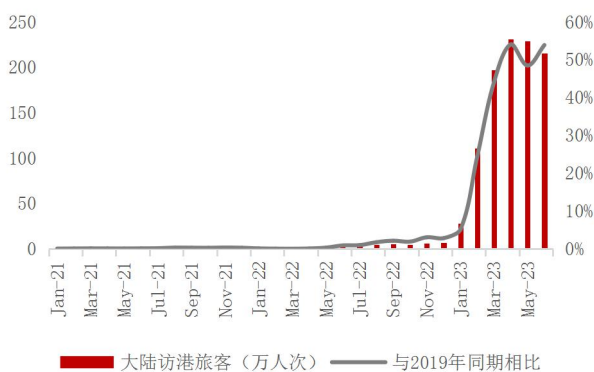
图 39：全球各航线客座率较 2019 年恢复情况



资料来源：IATA，山西证券研究所

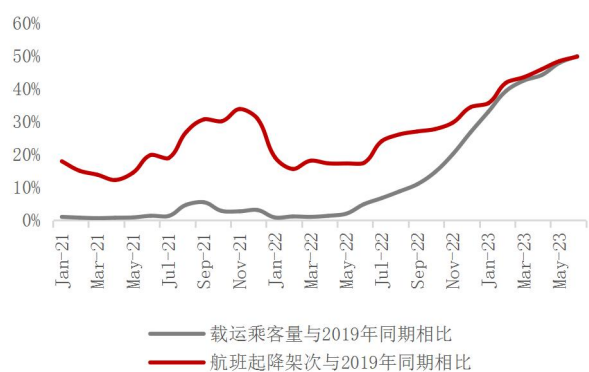
今年前 6 个月大陆访港旅客突破 1000 万人次，约为 2019 年同期 4 成。自 2 月内地与香港恢复全面通关以来，访港游客数逐步回升。以休闲及商务为访港目的的旅客人数约占总量 47%。展望下半年，香港旅游复苏前景乐观，全年访港旅客数有望达到 2600 万人次，为 2019 年同期 60%。目前国泰航空客运量、航班起降架次基本恢复至 2019 年同期 50%。

图 40：大陆访港旅客与 2019 年同比情况



资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所

图 41：国泰航空载运乘客量、航班架次与 2019 年同比



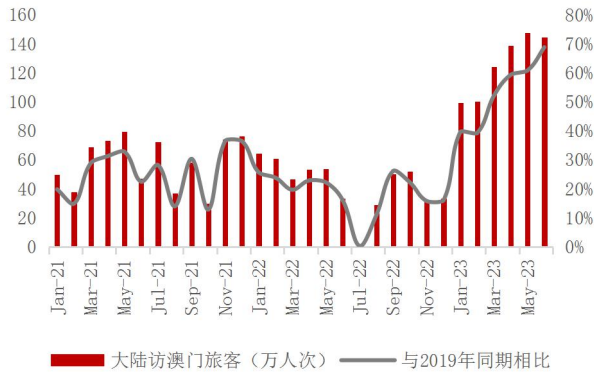
资料来源：香港旅游发展局，山西证券研究所

6 月澳门入境旅客近 221 万人次、日均超 6.4 万人次，恢复至 2019 年同期 71.5%。其中内地访澳门游客同比增加 3.3 倍至 144.49 万人次，恢复至 2019 年同期 68.79%；其中个人游旅客同比增加 4.9 倍上升至 79.36 万人次。年内酒店入住率基本逐月攀升，上半年酒店平均入住率达 80.1%，恢复至 2019 年同期 88%；其中



6月酒店入住率达84.3%，为2019年同期94.3%。

图 42：大陆访澳门旅客与 2019 年同比情况



资料来源：澳门统计暨普查局，山西证券研究所

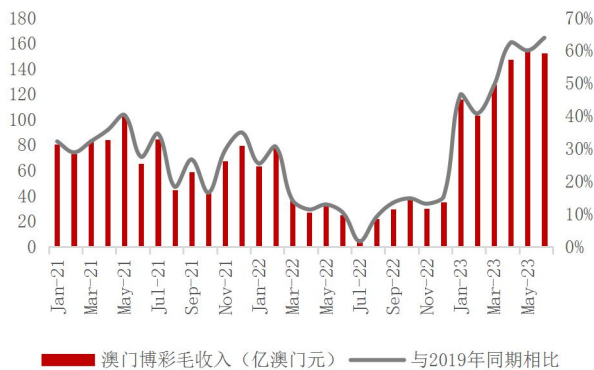
图 43：澳门酒店入住率及与 2019 年同比情况



资料来源：澳门统计暨普查局，山西证券研究所

澳门博彩收入连续 7 个月增长，7 月博彩收入 166.62 亿澳门元，同比大增 40.8 倍、环比增长 9.6%，相较于 2019 年同期 244.53 亿澳门元，已恢复至 68%，已达到 2019Q3 水平的 71%。年内累计博彩毛收入 968 亿澳门元，同比增长 263%。预计下半年澳门日均博彩收入环比持续改善。

图 44：澳门博彩毛收入及与 2019 年同期对比



资料来源：澳门博彩监察协调局，山西证券研究所

图 45：澳门赌台数目及与 2019 年同期对比



资料来源：澳门博彩监察协调局，山西证券研究所

从入境游来看，内地与港澳的团队旅游业务全面恢复，国际游客赴华签证申请开放，旅行社经营台湾居民来大陆团队游业务恢复，入境游政策限制全部打开。但目前入境游仍面临旅行社上下游、供应链修复，从政策放松到市场全面向好仍需一定时间恢复。

## 2.4 餐饮：需求恢复带动业绩回暖

餐饮收入年内超越 2019 年同期水平，6 月收入为 2019 年同期 117.39%。国家统计局数据显示，2023 年 1-6 月，国内社会消费品零售总额 22.8 万亿 (+8.2%)，餐饮收入 2.4 万亿元 (+21.4%)，其中限额以上单

位餐饮收入 6320 亿元 (+23.5%)。6 月餐饮收入 4371 亿元，占社零总额 10.94%；限额以上单位餐饮收入 1134 亿元，占餐饮总收入 25.94%。

图 46：社零总额及餐饮当月同比

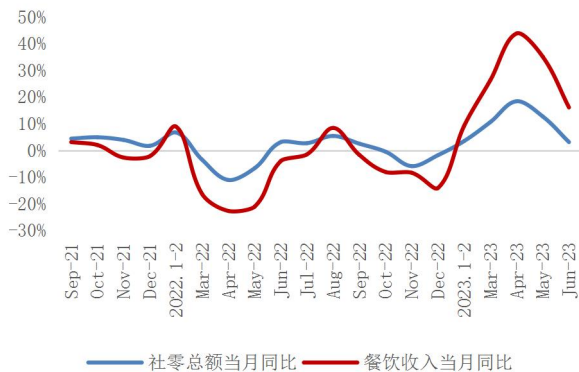
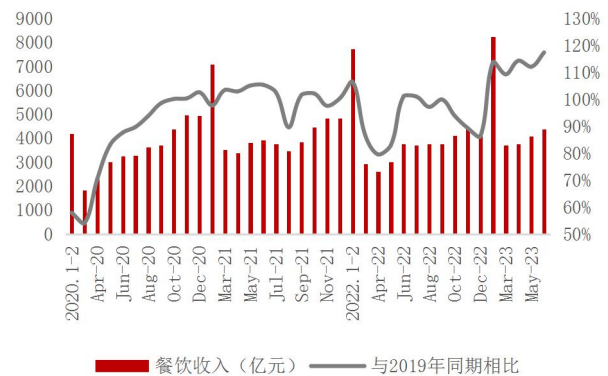


图 47：社零餐饮收入及与 2019 年同期水平相比



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

国务院《关于恢复和扩大消费的措施》中提出，扩大餐饮服务消费，支持各地举办美食节、打造特色美食街区、开展餐饮促消费活动。今年以来，伴随各类恢复和促消费政策、消费客流回升带动餐饮行业恢复进程加速，叠加传统节日消费旺季，餐饮上市公司业绩回暖明显。

2023Q1，呷哺呷哺新开门店 58 家，呷哺呷哺和湊湊品牌最高翻台率达 18.4 次和 7.6 次。公司新开门店继续坚持轻资产、高回报的扩张战略，力争回报周期在 14 个月以内。2023Q1，呷哺呷哺餐厅销售同比增长 21.5%；湊湊火锅在东北、华北市场取得 20% 以上同店增长。新品牌趁烧门店从 340 平方米优化至 280 平方米精简成本。

图 48：呷哺呷哺新增餐厅数量（单位：间数）

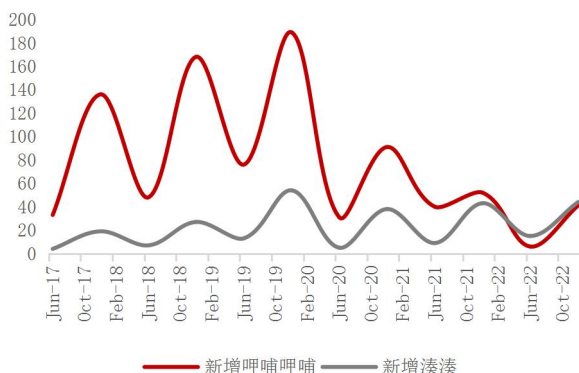
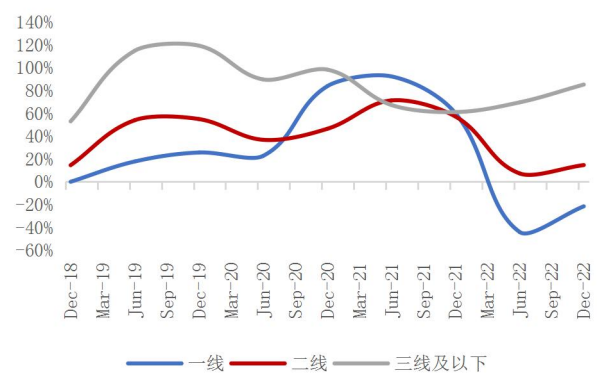


图 49：海底捞新增餐厅数量增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

海底捞中报业绩预告显示，受益于餐厅客流量增加、经营好转，2023H1 预计持续经营业务收入不低于 18.8 亿元，同比增长不低于 23.7%。2023H1，国内消费复苏显著、出游机会社交需求逐步增加，海底捞门

店客流提升明显。年内部分先前关停门店重新开业，公司餐厅数量同比增加，目前门店数量回升至 1364 家。

图 50：海底捞不同线级城市同店销售占比

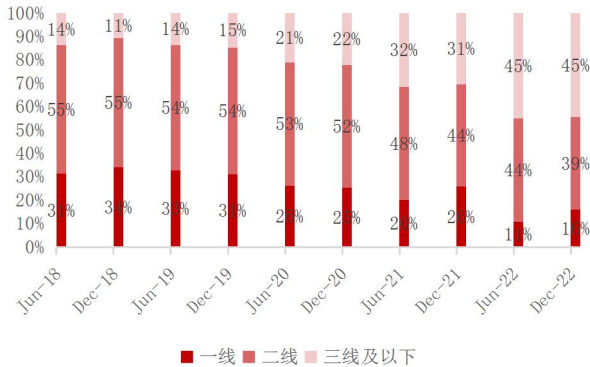
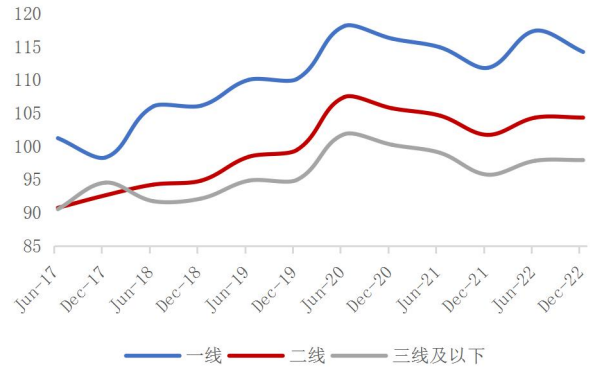


图 51：海底捞不同线级城市人均消费（单位：元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

九毛九 2023H1 预计实现营业收入约 28.8 亿元 (+51.7%)，业绩增长主要系餐厅总数从 2022H1 的 475 间增加至 2023H1 的 621 间，同时业务恢复、营业天数较上年同期增加。截至 2023H1，公司门店较 2022H2 净增 65 家；其中太二门店数为 495 家、九毛九西北菜门店数为 75 家，新品牌怂火锅门店数为 43 家。期内太二新开门店 46 家，其中 10 余家为上年递延开业门店、3 家海外门店；怂新开门店 16 家，目前处于品牌高速扩张期，期待下半年业绩释放。

图 52：九毛九餐厅总数及同比增速（单位：间数）

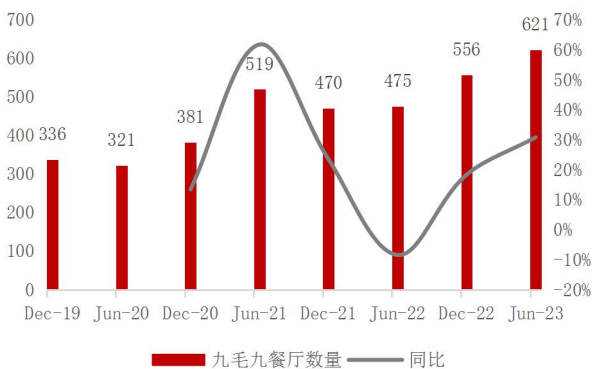
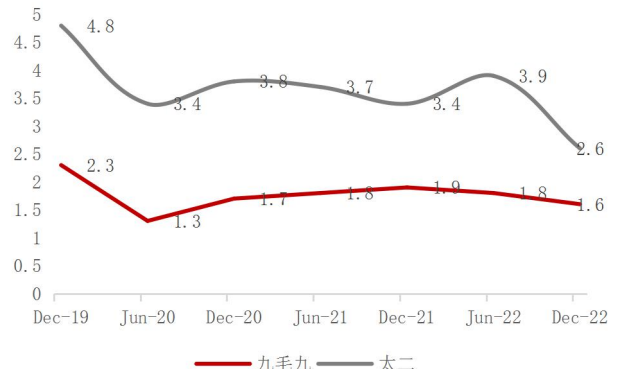


图 53：九毛九&太二门店翻台率



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

### 3. 投资建议及重点公司推荐

#### 3.1 投资建议

今年以来受益于消费者出游需求增加，出行产业链整体恢复渐进复苏。旅游市场出游人次和旅游收入基本恢复至疫情前水平，人均客单价受限于居民消费偏好趋于稳健，目前较 2019 年尚有约 15% 增长空间。

酒店：主要城市平均房价率先启动超 2019 年水平，入住率基本恢复至疫情前 80%水平，RevPAR 接近 2019 年同期；中高档酒店出租率恢复程度优于其他类型酒店；主要酒店集团年内估值基本回调至合理区间，看好连锁化率提升和中高端改造进程加速。

免税：海南整体入岛客流增长良好，高客单价产品受限于供应阶段性短缺影响人均消费；看好免税商逐步收窄折扣改善毛利率，优化经营质量。

景区出行：下半年暑假、中秋国庆小长假有望带动出行市场持续增长，2023Q2 客流回暖带动景区业绩释放。今年以来消费整体复苏、补偿性需求支撑、出游人次恢复良好，横向对比服务消费相对领先实物消费，目前客单价仍有提升空间，因此高性价比自然景区恢复居前。

餐饮：年内行业补偿性需求释放明显，规模化、连锁化仍然是餐饮行业未来发展主要趋势。头部餐企凭借自身供应链基础，在客流回暖前提下、业绩恢复弹性较大。

## 3.2 重点公司推荐

### 3.2.1 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，折扣逐步收窄改善毛利率水平。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。2023H1 公司不断优化商品供给，带动销售收入尤其是线下销售持续增长；主营业务毛利率稳步提升，2023H1 较 2022H2 环比提升 7.81pct，2023Q2 较 2023Q1 环比提升 3.67pct。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 5.81\7.65\9.55 元，对应公司 8 月 11 日收盘价 120.5 元，2023-2025 年 PE 分别为 20.74\15.75\12.62 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。

### 3.2.2 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。2023Q1 境内酒店整体 RevPAR 较去年同期增长 41.31%，为 2019 年同期的 103%；4、5 月份境内酒店整体 RevPAR 比去年同期分别增长 113.48%、61.63%，分别为 2019 年同期的 116%、104%；6 月境内酒店整体 RevPAR 比去年同期增长 18%，为 2019 年同期的 108%。2023Q1 境外酒店整体 RevPAR 较去年同期增长 37.46%，为 2019 年同期的 110%；4、5 月份境外酒店整体 RevPAR 比去年同期分别增长 20.91%、11.44%，为 2019 年同期的 107.03%、115.24%；预计



6 月份境外酒店整体 RevPAR 为 2019 年同期的 114%。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.51\2.15\3.78 元，对应公司 8 月 11 日收盘价 47.02 元，2023-2025 年 PE 分别为 31.14\21.87\12.44 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。

### 3.2.3 首旅酒店

**投资建议：**2023H1 公司全部酒店 RevPAR 为 147 元，较上年同期上升 66%；不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 为 163 元，比上年同期上升 72%。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 8 月 11 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。

### 3.2.4 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。景区业务稳定有序恢复，端午小长假，乌镇景区接待游客 9.5 万人次，恢复至 19 年同期近九成，收入较 19 年同期增长近 10%；古北水镇接待游客 3.5 万人次，恢复至 19 年同期五成，收入恢复至 19 年超七成。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.56\0.89\1.3 元，对应公司 8 月 11 日收盘价 13.39 元，2023-2025 年 PE 分别为 23.91\15.04\10.3 倍，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。

### 3.2.5 天目湖

**投资建议：**公司在 2023Q1 景区处于传统淡季实现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。2023H1 公司积极开拓全国市场渠道、创新产品线路与体验活动，在流量提升基础上持续加强收益管理取得了明显的成效。随着暑期旺季带动、经营环境全面转暖，我们看好公司辐射全国客群、漂流等新项目相继投产落地。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.11\1.34\1.52 元，对应公司 8 月 11 日收盘价 23.7 元，2023-2025 年 PE 分别为 21.35\17.69\15.59 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。

### 3.2.6 同庆楼

**投资建议：**公司基本形成餐饮、宾馆、食品三项业务互相驱动，互相促进，形成公司“三轮驱动”的发展战略。年内经营环境趋于稳定，公司餐饮宴会业务有望消化过往挤压需求、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 8 月 11 日收盘价 33.01 元，2023-2025 年 PE 分别为 33.01\23.75\19.08 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。

### 3.2.7 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。2023 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 8 月 11 日收盘价 25.51 元，2023-2025 年 PE 分别为 21.08\14.66\12.95 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。

表 5：重点推荐公司盈利预测

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	120.50	2.43	5.81	7.65	9.55	49.59	20.74	15.75	12.62	买入-B
600754.SH	锦江酒店	47.02	0.11	1.51	2.15	3.78	427.45	31.14	21.87	12.44	增持-A
600258.SH	首旅酒店	20.15	-0.52	0.8	1.01	1.57	-38.75	25.19	19.95	12.83	增持-A
600138.SH	中青旅	13.39	-0.46	0.56	0.89	1.30	-29.11	23.91	15.04	10.30	增持-B
603136.SH	天目湖	23.70	0.11	1.11	1.34	1.52	215.45	21.35	17.69	15.59	增持-A
605108.SH	同庆楼	33.01	0.36	1.00	1.39	1.73	91.69	33.01	23.75	19.08	增持-A
603043.SH	广州酒家	25.51	0.91	1.21	1.74	1.97	28.03	21.08	14.66	12.95	增持-A

资料来源：wind，山西证券研究所（注：对应公司 2023.8.11 收盘价）

## 4. 风险提示

**居民消费意愿恢复不及预期风险：**管控政策放开之后，居民或根据自身情况进行消费活动，影响可选消费修复进程；

**免税政策变化风险：**免税品属于国家授权特定机构专营的业务，获得免税品经营资质需获得有关部门



的批准。如果国家调整免税业的管理政策，放宽免税业的市场准入政策，新竞争者进入免税行业市场，免税行业的市场竞争将加剧；

**酒店行业供需变化风险：**中小体量、非连锁酒店在三年疫情中陆续出清，行业整体供给情况出现空缺；商旅出行、休闲旅游需求在疫情逐渐得到控制后有望陆续回暖。市场供需可能存在短期不平衡；

**突发事件或不可控灾害风险：**台风、洪涝、高温等极端天气情况影响消费者出行计划。

### 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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

