

社会服务行业 3 月投资策略

复苏预期逐步验证，看好扩内需主线行情

超配

核心观点

维持“超配”评级。目前板块行情演绎已经过渡到跟踪消费扶持政策落地及个股业绩逐步验证阶段。立足 3-6 个月，兼顾政策预期、复苏次序、业绩确定性、估值水平等，优选中国中免、北京城乡、科锐国际、中教控股、中公教育、王府井、BOSS 直聘、传智教育、锦江酒店、君亭酒店、同庆楼、首旅酒店、华住集团-S、九毛九、呷哺呷哺、海伦司、天目湖、广州酒家、中青旅、携程集团-S、同程旅行、宋城演艺等。立足未来 1-3 年维度，聚焦景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、九毛九、海伦司、君亭酒店、同庆楼、华住集团-S、宋城演艺、中教控股、携程集团-S、同程旅行、科锐国际、BOSS 直聘、广州酒家、百胜中国-S、海南机场、海底捞、呷哺呷哺、奈雪的茶等。

2月板块随大盘震荡，略跑赢0.8pct。复苏预期逐步验证下，部分餐饮酒店人服龙头领涨，其中君亭酒店+21%、奈雪的茶+16%、北京城乡+14%。

免税：顶奢品牌关注海南机遇，韩国免税1月销售承压。据商务厅数据，1月海南12家离岛免税店总销售额84.4亿元/+45%，我们预计高基数下1-2月海南免税平稳增长；**3月2日历峰集团全球CEO到访海南。**最新论坛上中免表态未来五大发展：投标国内外大型枢纽机场、拓展海外业务、在中国各地建立市内免税店、完善线上线下新零售业务、加强资本运作；近日联手福建省旅发集团计划投资25亿元设立大型城市免税店。**韩国免税1月仅恢复至2019年的37%，为2020年以来最低恢复水平，预计批发代购管控影响。**

酒店：国内酒店2022年底连锁化率进一步提升，行业复苏加速。根据盈蝶网，2022年底各类型酒店连锁化率进一步提升，同比各提升3-6pct，其中单体房量越高，连锁集中越显著。据STR，1月国内酒店RevPAR加速恢复至2019年同期的98%(OCC-11pct, ADR+20%)；2月19-25日，境内酒店RevPAR较2019年同期+4.7%，中端及以上恢复领先。海外方面，**2022Q4，精选国际RevPAR恢复120%，温德姆/雅高110%，万豪/洲际102%，希尔顿100%；OCC尚未完全恢复，ADR贡献增长主力；全年房间数同比增长维持3-6%。**

旅游：中旅院预计2023年国内游人数和收入有望恢复7-8成。宋城演艺：3.4 杭州、西安、张家界复园，西安千古情全新面世，后续九寨、上海、佛山项目陆续开业。**出境游**预计暑期加速恢复，1月境内赴港游、赴澳游人数分别恢复5%、40%；3.1起香港口罩令全面取消，日韩放宽中国入境限制。

餐饮：2月餐企店均营收同增16.6%，持续复苏。海底捞预计2022年净利润不低于13亿元，降本增效成果超预期。**与去年相比，2月奈雪同店持平，1月太二、九毛九、呷哺同店正增长，湊湊、海伦司同店恢复9成+。**

风险提示：自然灾害、疫情、政治等系统风险；政策风险；收购低于预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
601888.SH	中国中免	买入	196.06	4056	3.39	6.30	58	31
600861.SH	北京城乡	增持	25.20	80	2.26	2.78	11	9
0839.HK	中教控股	买入	8.72	242	0.72	0.83	12	10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

超配 · 维持评级

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaoxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

联系人：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《社会服务行业双周报（第51期）-预制菜首次写入中央一号文件，海底捞降本成效显著》——2023-02-26

《社会服务行业双周报（第50期）-港澳通行全面恢复，商旅复苏节奏提速》——2023-02-13

《社会服务行业2月投资策略暨年报前瞻-冬去春来，掘金业绩确定性》——2023-02-07

《社会服务行业双周报（第49期）-春节消费复苏提速，国常会强调扩消费政策落地》——2023-01-29

《春节黄金周点评-兔年春节迎开门红，出行信心正加速修复》——2023-01-29

内容目录

3 月观点.....	4
板块复盘：2 月社服板块震荡下行，小幅跑盈.....	4
2023 年 2 月社服板块整体震荡下行，略跑赢大盘 0.79pct.....	4
子行业：出行复苏逐步验证，免税相对平稳.....	5
免税：海南免税近期表现平稳，顶奢品牌关注海南机遇.....	5
酒店：2022 年底连锁化率进一步提升，行业复苏加速.....	8
宋城演艺：3 月多地千古情陆续上演，西安项目全新打磨面世.....	11
国内游：2022 年市场低迷，2023 年迎全面复苏.....	11
出境游：出境跟团游重启，预计暑期将迎来快速复苏.....	12
餐饮：2 月复苏趋势良好，关注降本增效后新一轮扩张机遇.....	14
博彩：2 月澳门博彩收入同增 33.1%，恢复至疫情前 41%.....	15
风险提示.....	16
免责声明.....	18

图表目录

图 5: 2019-2022 年海口海关监管离岛免税销售额及同比	5
图 6: 重点节假日免税日均销售额和客单价	5
图 7: 中国中免后续五大发展方向	6
图 8: 海口国际免税城	6
图 9: 韩国免税消费较 2019 年恢复情况（本国及外国人）	7
图 10: 韩国免税客单价同比变动情况	7
图 11: 2018-2022 年全国酒店业按客房数连锁化率	8
图 12: 2021 年以来境内酒店行业经营数据恢复情况	9
图 13: 2021 年以来境内酒店行业经营数据同比情况	9
图 14: 各地酒店行业 RevPAR 同比情况	9
图 15: 各地酒店行业 RevPAR 同比情况	9
图 16: 2020 年以来主要国际酒店美洲地区 RevPAR 较 2019 年恢复情况	9
图 17: 2020 年以来主要国际酒店欧洲地区 RevPAR 较 2019 年恢复情况	9
图 18: 2020 年以来主要国际酒店美洲地区 OCC 较 2019 年恢复情况	10
图 19: 2020 年以来主要国际酒店欧洲地区 OCC 较 2019 年恢复情况	10
图 20: 2020 年以来主要国际酒店美洲地区 ADR 同比 2019 年 yoy	10
图 21: 2020 年以来主要国际酒店欧洲地区 ADR 同比 2019 年 yoy	10
图 22: 2020 年以来主要国际酒店房间数同比增长率	10
图 23: 截至 2022Q4 末主要国际酒店门店数量	10
图 24: 宋城演艺每日场次情况	11
图 25: 宋城演艺千古情场次情况	11
图 26: 国内游人次及收入变化情况	12
图 27: 2020 年以来国内游客单价恢复情况	12
图 28: 计划出境游时间	12
图 29: 赴中国香港境内游客人次	13
图 30: 赴中国澳门境内游客人次	13
图 31: 餐饮企业店均收入增速	14
图 32: 六种业态营收同比变动	14
图 33: 海底捞上市至今收入规模及同比增速	15
图 34: 海底捞上市至今归母净利润规模及同比增速	15
图 35: 奈雪的茶门店数变化情况	15
图 36: 奈雪的茶客单价、平均店效、平均订单量恢复情况	15
图 37: 中国澳门博彩毛收入月度表现	16
图 38: 中国澳门博彩收入月度较疫情前恢复情况	16

3 月观点

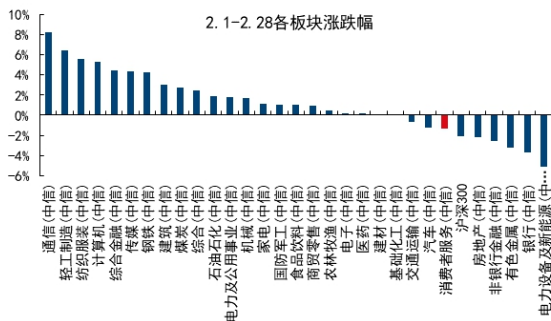
维持板块“超配”评级。目前板块行情演绎已经过渡到跟踪消费扶持政策落地及个股业绩逐步验证阶段。立足 3-6 个月，兼顾政策预期、复苏次序、业绩确定性、估值水平等，优选中国中免、北京城乡、科锐国际、中教控股、中公教育、王府井、BOSS 直聘、传智教育、锦江酒店、君亭酒店、同庆楼、首旅酒店、华住集团-S、九毛九、呷哺呷哺、海伦司、天目湖、广州酒家、中青旅、携程集团-S、同程旅行、宋城演艺等。立足未来 1-3 年维度，聚焦景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、九毛九、海伦司、君亭酒店、同庆楼、华住集团-S、宋城演艺、中教控股、携程集团-S、同程旅行、科锐国际、BOSS 直聘、广州酒家、百胜中国-S，海南机场、海底捞、呷哺呷哺、奈雪的茶等。

板块复盘：2 月社服板块震荡下行，小幅跑盈

2023 年 2 月社服板块整体震荡下行，略跑赢大盘 0.79pct

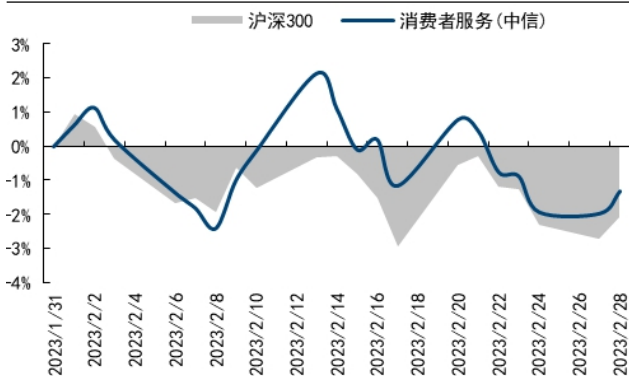
今年 2 月社服板块下跌 1.31%，板块随大盘整体震荡，小幅跑赢沪深 300 指数 0.79pct。从各板块比较来看，消费者服务板块相对居中后位置。目前，伴随去年底出行政策全面放开，目前正逐步向具体产业政策支持及公司业绩验证阶段过渡，短期出行数据持续验证酒店、餐饮龙头表现相对突出，但权重板块免税承压有所拖累。

图1：各板块比较，2023 年 2 月消费者服务板块表现靠后



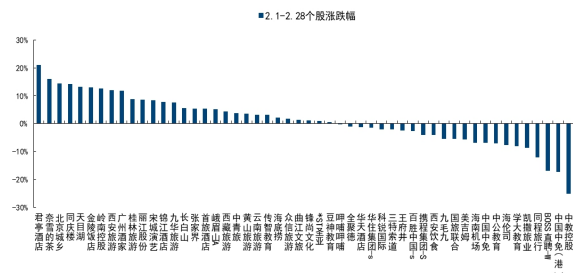
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2023 年 2 月板块跑赢沪深 300 指数 0.79pct



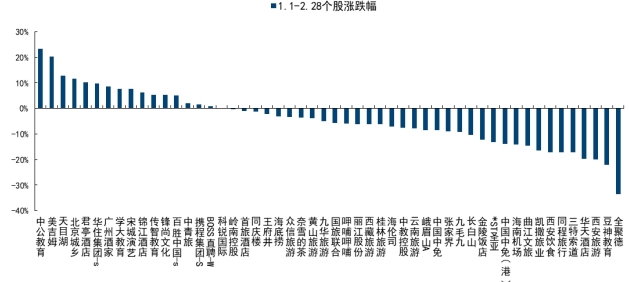
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：2023 年 2 月板块个股涨跌幅排序



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2023 年 1-2 月板块个股累计涨跌幅排序



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

其中，复苏预期逐步验证下，部分餐饮酒店人服龙头领涨，免税整体承压。2月涨幅top5：君亭酒店、奈雪的茶、北京城乡、同庆楼、天目湖；跌幅top5：中教控股、中国中免（港）、BOSS直聘、同程旅行、ST凯撒。整体看，2月周边游及商务出行相关产业链如酒店、餐饮等涨幅领先，主因前期压制需求释放使得酒店、餐饮、周边游等龙头经营数据得到明显修复，强化全年复苏信心；同时，周期复苏和强就业导向下人服龙头北京城乡表现突出，顺周期低估值正演绎重组前的修复行情；而权重板块免税板块整体承压，主因政策预期可能延后、担忧出境游复苏分流影响、海南免税进入淡季销售环比回落且短期催化有限等多因素影响。

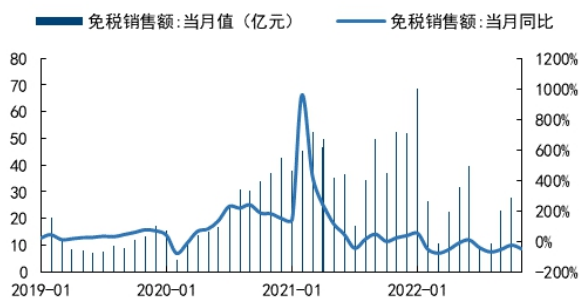
子行业：出行复苏逐步验证，免税相对平稳

免税：海南免税近期表现平稳，顶奢品牌关注海南机遇

◆ 短期海南免税销售表现平稳，顶奢品牌关注海南发展机遇

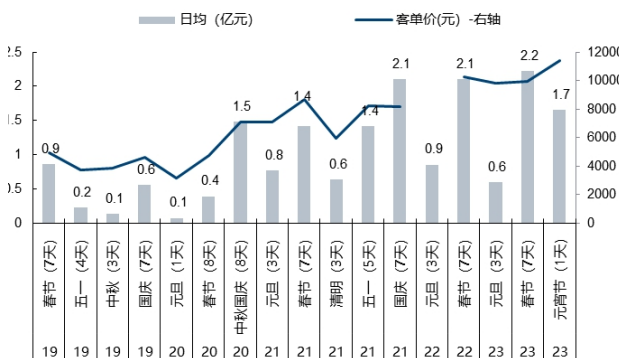
1-2月预计海南离岛免税保持平稳增长。根据海南日报，海南省商务厅统计，春节假期，海南12家离岛免税店总销售额25.72亿元，日均超3.5亿元，同比增长20.69%，比2019年春节假期增长329%。1月份，海南12家离岛免税店总销售额84.4亿元，同比增长45%。2月以来海南离岛免税市场保持良好发展态势。此外，根据海口口径，2023年1-2月，三亚海关共监管离岛免税销售金额79.78亿元，销售免税品795.95万件，购物人次90.11万人，日均销售超1.3亿元。结合我们持续跟踪，我们预计1-2月海南免税整体保持稳定增长，一方面受去年1-2月旺季高基数、核心项目旺季接待瓶颈影响，另一方面与此前畅销品等备货不足及促销折扣收紧等相关。不过，3月后，海南免税基数压力逐步缓解，同时，新海港

图5：2019-2022年海口海关监管离岛免税销售额及同比



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图6：重点节假日免税日均销售额和客单价



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

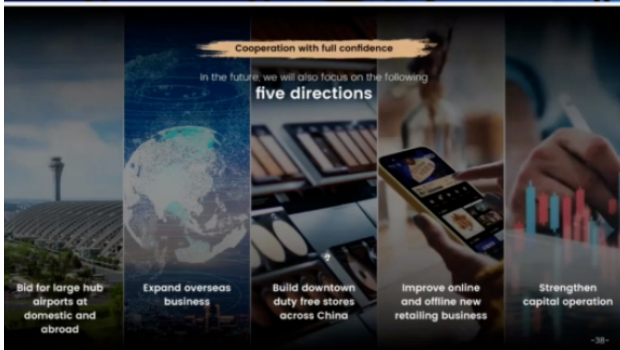
国际奢侈品牌高度关注海南市场发展机遇。3月2日，全球知名奢侈品企业瑞士历峰集团全球CEO朗博杰先生一行，抵达海南海口，这也是疫情后首个奢侈品集团的全球高层代表团来访海南。总体来看，经过过去三年的发展，越来越多的国际品牌更加重视海南市场，海南免税在全球旅游零售的购物地位预计提升。

◆ 中国中免：高管表态五项举措加速国内外扩张，拟布局福州市内免税店项目

近日，中免集团总经理助理孙芳在China Watch中国观察”主题研讨会表示，中免集团将从五个方向出发，为中国游客提供最好的服务。包括：投标国内外大型枢纽机场、拓展海外业务、在中国各地建立市内免税店、完善线上线下新零售业务、加强资本运作等五项举措。

同时，据观点网讯：2月21日消息，中免集团有意在福建福州市设立市内免税店，与省旅发集团签署合作协议，计划总投资25亿元在福州市区设立大型城市免税店。双方将以福州市内免税店项目为切入点，全面开展福州市内免税零售、旅游零售业务合作。

图7：中国中免后续五大发展方向



资料来源：TFWA，国信证券经济研究所整理

图8：海口国际免税城



资料来源：TFWA，国信证券经济研究所整理

虽然国人离境市内免税政策落地节奏仍待跟踪，但考虑出境游目前已经全面放开，随着出境游客流逐步恢复，上述政策紧迫性仍然凸显，我们仍预计不排除今年内有望落地。从中免的角度，公司近几年积极与重点城市建立战略合作关系，为未来市内店布局做好准备。结合公司年报及媒体报道，公司结合已有市内免税店布局，积极在国内重点城市积极筹备推进以免税为核心的旅游零售综合体项目建设，如广州、成都、武汉等，近期新签约福州项目，具体如下表所示，未来若政策落地，公司仍有望全国范围内受益。

表1：中免市内免税店部分城市市内免税店规划或拟建项目情况

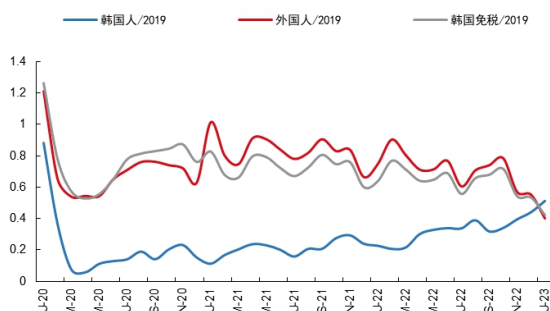
城市	经营面积/报道时间	位置	股权关系
北京	513 m ²	蓝色港湾（针对离境的外国人和港澳台同胞）	中免集团北京首都机场免税品有限公司（中免持股51%）
上海	874 m ²	尚悦西广场 S2 商墅，分为两层（地上一层和二层）（针对离境的外国人和港澳台同胞）	中免集团北京首都机场免税品有限公司（中免持股51%）
青岛	355 m ²	CBD 核心区卓越大融城（针对离境的外国人和港澳台同胞）	中国免税品（集团）有限责任公司青岛分公司（中免100%）
厦门	331 m ²	中华城购物中心（针对离境的外国人和港澳台同胞）	厦门中免免税品有限公司（中免持股51%）
大连	500 m ²	新星·星海中心（针对离境的外国人和港澳台同胞）	中国免税品（集团）有限责任公司大连分公司（中免100%）
哈尔滨（中侨）	1000 m ²	原中国港中旅资产经营有限公司分公司，系中侨经营，2021年末被中国中免100%股权收购。近期完成迁址及属地海关验收，于2022年12月8日正式营业。（针对归国的境内人员）	中免100%
广州	2021/4/1	中国旅游集团旗下中旅投资，以83.95亿元拍得广州花都区两宗地块，用地面积27.2万平方米，计划打造免税商业文旅综合体及滨水新城居住区。项目距离白云机场约10公里，距离市政府约28公里，地块西侧与广州北站及未来T4航站楼无缝对接。该项目是中旅投资和中旅免税首次联手打造的免税商业文旅综合体项目，探索TOD（以公共交通为导向的项目开发）+免税IP的综合开发模式。	
成都	2021/2/1	成都市锦江区正积极对接中国旅游集团中免股份有限公司，引入市内免税店消费新模式。目前，项目载体及周边环境正在提升改造，后续待国家市内免税店专项政策正式批准后，成都力争2021年内呈现市内免税店项目。该市内免税店位于锦江区红照壁国际城市会客厅核心区域，毗邻千年东大街和百年春熙路。	
武汉	2020/7/1	武汉港发集团与中国免税品（集团）有限责任公司（简称“中免集团”）签订战略合作意向备忘录，拟在长江航运中心大厦开设中部地区首家市内免税店。	
福州	2023/2/21	中免集团有意在福建福州市设立市内免税店，与省旅发集团签署合作协议，计划总投资25亿元在福州市区设立大型城市免税店	

资料来源：Zaker 新闻，21 世纪经济报道，网易新闻，钛媒体，国信证券经济研究所整理

◆ 韩国免税：1 月韩国免税销售承压，预计主要系批发代购管控影响

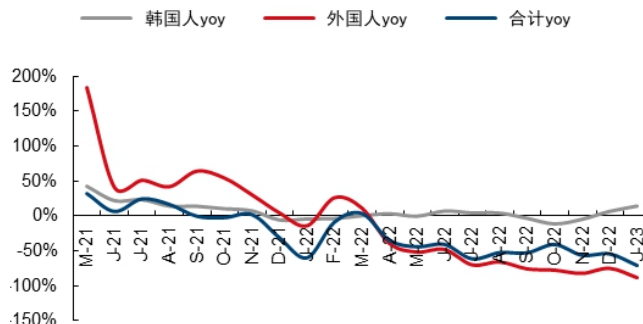
韩国 1 月免税消费同比下滑 34%，国外旅客客单价同比下降 89%。2023 年 1 月韩国免税销售约 44 亿元 RMB，同比下降 34%，恢复至 2019 年的 37%，为 2020 年以来最低恢复水平。其中，韩国本地人免税购物额加速复苏，已恢复至 2019 年的 51%；而外国人免税销售同比下降 47%，恢复 33%。2023 年 1 月韩国免税购物客单价同比-70%，其中韩国人+15%，外国人-89%。总体来看，外国旅客免税购物额和客单价大幅下滑，拖动韩国免税消费额下滑，预计主要系批发代购管控等影响。随着全球出行逐步放开，越来越多品牌预计关注韩国批发代购模式可能带来的潜在不利影响，

图9：韩国免税消费较 2019 年恢复情况（本国及外国人）



资料来源：韩国免税业协会，国信证券经济研究所整理

图10：韩国免税客单价同比变动情况



资料来源：韩国免税业协会，国信证券经济研究所整理

◆ 其他免税资讯

1、据网易新闻报道，海口“新海港综合交通枢纽”预计 6 月份竣工。海口新海港枢纽项目位于海口港新海港区陆域西南侧，总建筑面积 12.69 万平方米，是一座集旅客候船、交通集散、商业办公、国际免税城等功能为一体的现代化大型客运综合枢纽站。项目接入高铁、城市地铁，还规划有出租车、长途客运、城市公交等交通用地，为旅客实现零换乘的体验。新海港 GTC 建成后，年旅客通过人次可达 3500 万，更重要的是，届时旅客“过海”将实现零换乘，对于海南打造国际旅游消费中心具有重要意义。项目竣工后预计有望进一步改善目前中免新海港国际免税城交通环境，有助于其中线客流的进一步增长。

2、海南加快恢复境外航线，多条航线相继复航。根据海南省交通运输厅，海南正加快恢复境外航线。目前，海口美兰国际机场至新加坡、吉隆坡、雅加达、胡志明、澳门、悉尼以及三亚凤凰国际机场至香港、新加坡的国际及地区多条航线已相继复航。2 月 19 日-20 日，海口美兰国际机场先后迎来“海口-首尔”国际货运航线和“海口-金边”“海口-曼谷”等 2 条国际客运航线的顺利复航，标志着海南正式恢复国际定期客运航线。

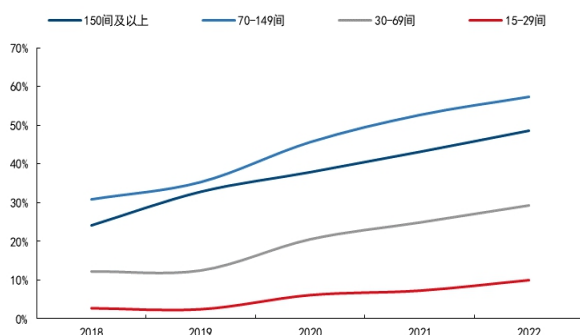
3、乐天免税店获得济州国际机场免税零售特许经营权。乐天免税店赢得了济州国际机场离境免税零售特许经营权，营业面积达 545 平方米，将取代自 2018 年以来一直在此经营的新罗免税店。本次赢得特许经营权意味着乐天免税店在韩国四大国际机场都有离境免税业务，包括仁川、金浦、金海和济州机场。

酒店：2022 年底连锁化率进一步提升，行业复苏加速

◆ 2022 年底酒店集中度进一步提升，单房体量越高连锁化率提升越显著

据盈蝶网数据，近三年，由于行业承压显著，中小单体酒店持续退出，头部酒店逆势扩增，行业集中度、连锁化率进一步提升。截止 2022 年 12 月 31 日，全国 150 间及以上 /70-149 间 /30-69 间 /15-29 间 连锁率分别为 48.67%/57.23%/29.26%/10.03%，同比分别+5.50/+4.69/+4.42/+2.76pct，其中 70-150 间房构筑国内酒店管理集团经济型-中高端酒店基本盘，连锁化率最高。

图 11：2018-2022 年全国酒店业按客房数连锁化率



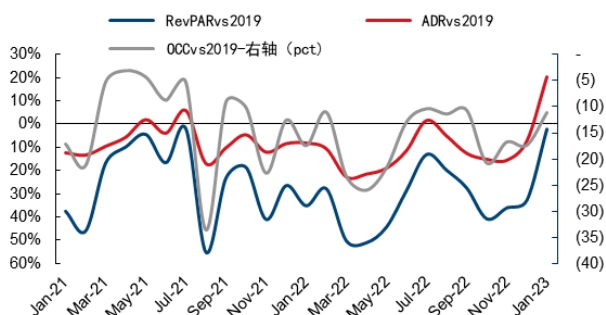
资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

◆ 最新一周酒店 RevPAR 环比+1.6%，继续超疫前同期

2023 年 1 月国内酒店 RevPAR 加速恢复至疫情前约 98%。根据 STR，2023 年 1 月境内酒店 RevPAR 同比+48%（OCC+6pct，ADR+28%）。与 2019 年相比，2023 年 1 月 RevPAR 恢复约 98%（OCC+11pct，ADR+20%），环比恢复显著提升（2022 年 10、11、12 月 RevPAR 分别恢复至疫情前的 60%、64%、67%），主要受益于国内放开和春节出行热潮，恢复迅速。

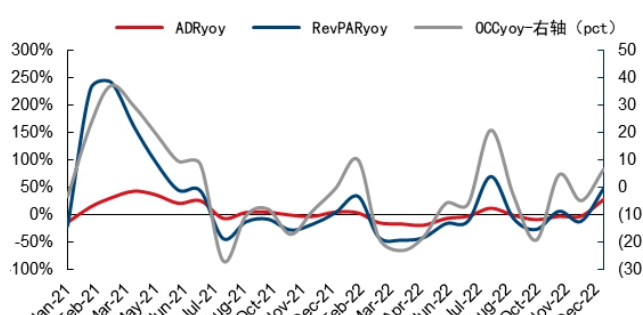
最新一周（2 月 19-25 日），VS2019，境内酒店 RevPAR+4.7%（OCC+4.9pct，ADR+0.2%），其中经济型-12.4%，中端+2.9%，中高端+4.4%，高奢 RevPAR +9.2%。高线城市商旅恢复，带动中高端恢复速度持续领先。环比上周（2.12-2.18）：境内酒店整体 RevPAR +1.6%，经济型+0.6%，中端-0.3%，中高端+1.4%，高奢+2.1%。同时，结合我们的持续跟踪，酒店龙头依托提价和结构升级等驱动，虽然出租率尚未完全恢复到 2019 年农历同期水平，但春节后商旅等需求支持下，酒店龙头 RevPAR 回落相对有限，正月初十到正月二十五期间，预计酒店龙头整体 RevPAR 预计接近或超过 2019 同期水平。

图12: 2021年以来境内酒店行业经营数据恢复情况



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

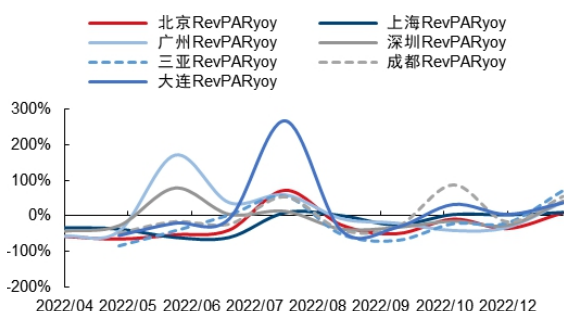
图13: 2021年以来境内酒店行业经营数据同比情况



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

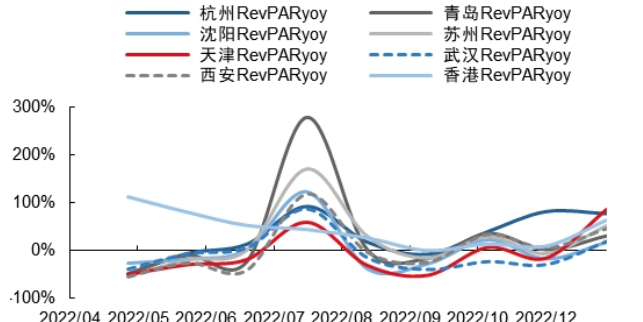
分地区看，三亚酒店表现亮眼，北上 RevPAR 同比稳健增长。其中三亚酒店 1 月份 RevPAR 同比+71%，增长亮眼，复苏领先于其他地区；北京/上海/广州/深圳 RevPAR 同比分别为+10%/+10%/+40%/+42%，1 月高线城市在返乡热潮下 RevPAR 同比仍实现正增长实属难得，而华南还有去年低基数扰动影响。

图14: 各地酒店行业 RevPAR 同比情况



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

图15: 各地酒店行业 RevPAR 同比情况

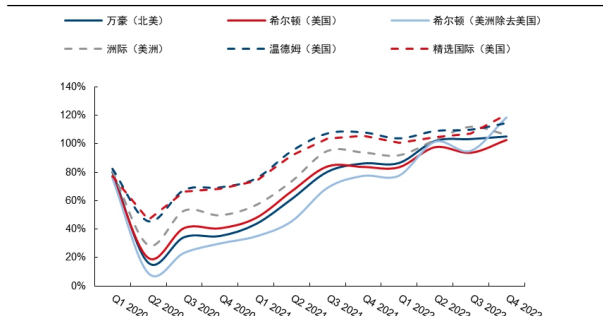


资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

◆ 国际酒店复苏跟踪：国际酒店 22Q4RevPAR 均已超疫前水平，门店增长平稳

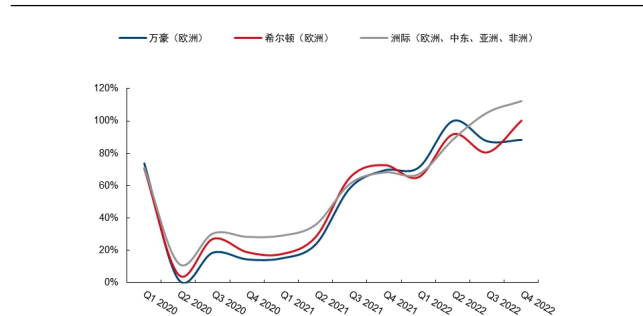
2022Q4 精选国际 RevPAR 恢复至 2019 年同期 120%，温德姆/雅高 110%，万豪/洲际 102%，希尔顿 100%。分区域看，北美恢复程度整体高于欧洲。分量价看，OCC 尚未完全恢复至疫前，ADR 贡献 RevPAR 增长主力。

图16: 2020年以来主要国际酒店美洲地区 RevPAR 较 2019 年恢复情况



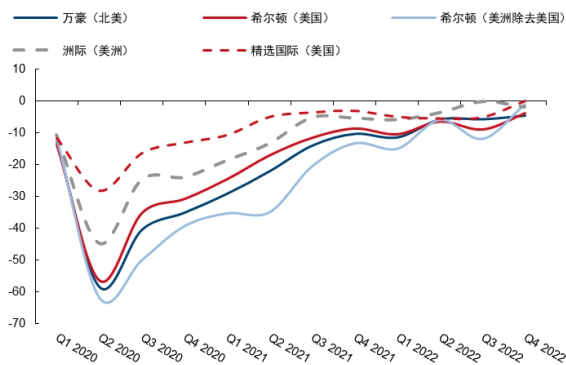
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 2020年以来主要国际酒店欧洲地区 RevPAR 较 2019 年恢复情况



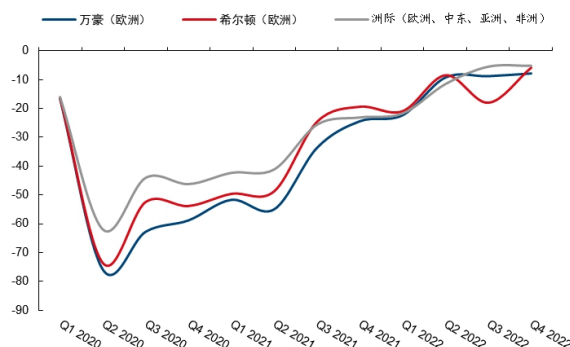
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 2020年以来主要国际酒店美洲地区 OCC 较 2019 年恢复情况



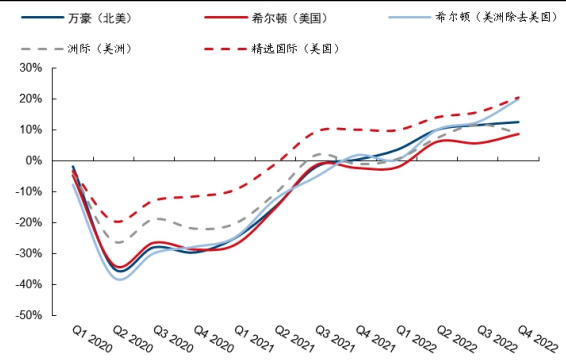
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 2020年以来主要国际酒店欧洲地区 OCC 较 2019 年恢复情况



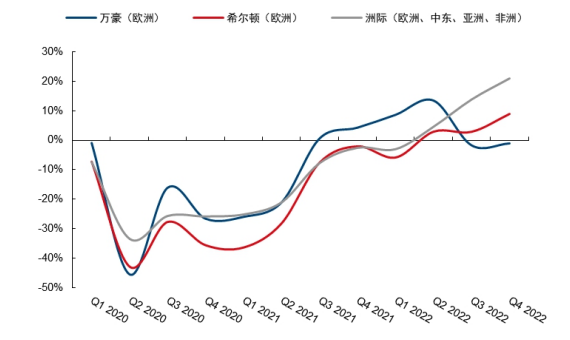
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 2020年以来主要国际酒店美洲地区 ADR 同比 2019 年 yoy



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

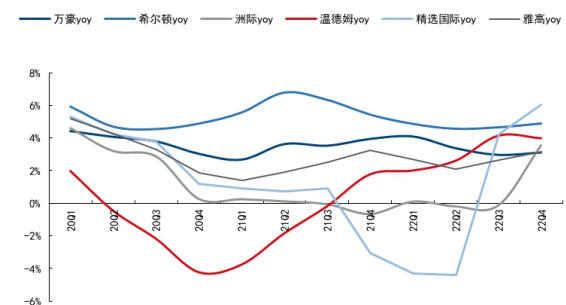
图21: 2020年以来主要国际酒店欧洲地区 ADR 同比 2019 年 yoy



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

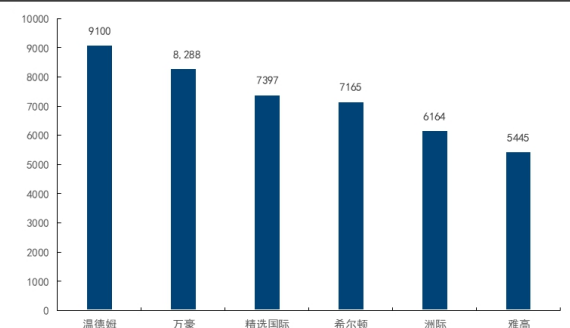
2022 年国际酒店房间数同比增长基本上维持 3-6%。截至 2022Q4, 温德姆 (9100 家)、万豪 (8288 家)、精选国际 (7397 家) 门店数领先; 万豪 (152.5 万间)、希尔顿 (112.7 万间)、洲际 (91.2 万间) 房间数领先。2022 全年国际酒店龙头房间数增长排序为: 精选国际 (6.06%) > 希尔顿 (4.9%) > 温德姆 (4%) > 洲际 (3.56%) > 雅高 (3.16%) > 万豪 (3.13%)。

图22: 2020 年以来主要国际酒店房间数同比增长率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 截至 2022Q4 末主要国际酒店门店数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

重点公司方面：

华住酒店：已完成出售所持有雅高酒店的全部股份（3.7%股比），交易所得将聚焦于华住集团主营业务的持续发展，双方仍将继续推进在华酒店业务合作。

锦江酒店：锦江国际集团旗下 BuyHotel 酒店交易服务平台与乐乎集团达成战略合作，双方将会利用各自行业资源，发挥各自优势，展开深入全面的合作。

君亭酒店：

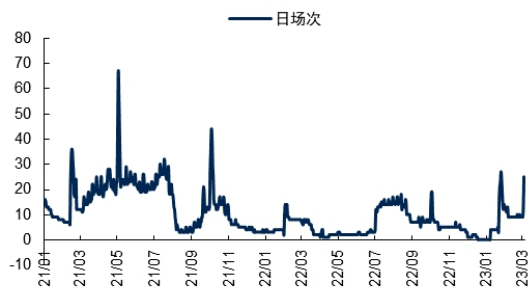
与中国旅游集团酒店控股有限公司签订《战略合作框架协议》，双方拟聚焦品牌共创、资源互通、平台共建，在酒店管理、联名品牌建设、会员合作、创新升级等方面开展深度合作，带动双方主业全面提质、全速发展。与南京悦凡投资签订协议，约定共同出资于上海市设立上海君达城商业发展有限责任公司。合资公司拟注册资本 7000 万元，全体股东全部以现金出资。其中，君亭酒店以现金出资 6300 万元，占合资公司注册资本的 90%；悦凡投资出资人民币 700 万元，占合资公司注册资本的 10%。

首旅酒店：发布 2023 年度第一期中期票据募集说明书，债券注册发行总额为 10 亿元，发行期限 3 年，无担保。计划将募集资金用于偿还金融机构借款、存量债务融资工具及补充流动资金。

宋城演艺：3 月多地千古情陆续上演，西安项目全新打磨面世

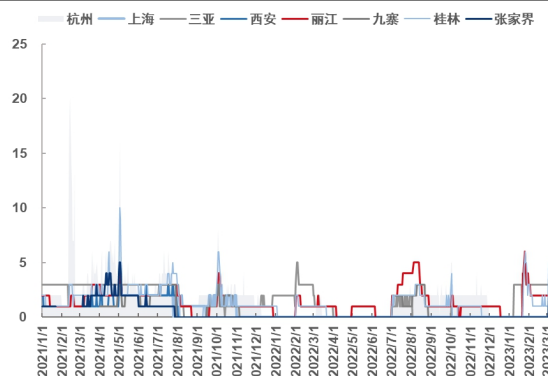
三亚、丽江、桂林项目春节前复园，3.4 起杭州、西安、张家界、九寨、上海、佛山项目陆续开业。2023 年 2 月，宋城演艺“千古情”演出在春节后仍持续恢复，每日场次保持在 9 场及以上，周场次保持在 60 场及以上。此外，杭州、西安、张家界项目已于 3 月 4 日起开园，九寨、上海项目预计分别于 3 月 23 日、4.8 开园，下半年佛山项目预计有望开业。核心项目全面复园后，公司复苏成长可期待。同时，过去三年，项目增加，承载扩容，内容升级，自营项目从“3（成熟）+2（培育）”个增至“5（成熟）+4（培育）”，核心成熟项目承载量翻倍，西安、上海千古情全面升级，中线成长有望进一步扩容。

图 24：宋城演艺每日场次情况



资料来源：宋城演艺微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 25：宋城演艺千古情场次情况



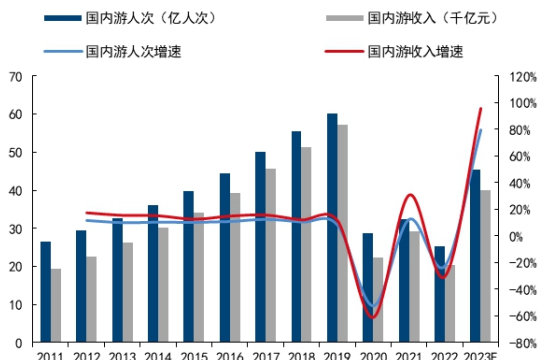
资料来源：宋城演艺微信公众号，国信证券经济研究所整理

国内游：2022 年市场低迷，2023 年迎全面复苏

2022 年国内旅游人次、收入双筑底。由于新冠疫情散发贯穿全年，各地防控措施有所收紧，2022 年旅游市场低迷。据中国旅游研究院，2022 年全国国内旅游人数

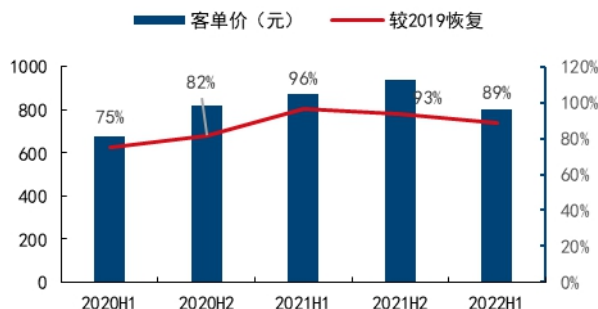
25.3 亿人次，同比下降 22%，较 2020 年下降 12%，恢复至疫前 42%。2022 年国内旅游收入约 2.04 万亿元，同比下降 30%，较 2020 年下降约 9%，恢复至疫情前 31%。

图 26: 国内游人次及收入变化情况



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 27: 2020 年以来国内游客单价恢复情况



资料来源：国信证券经济研究所整理

2023 年出行放升后，国内旅游有望迎全面复苏，中旅院预计 2023 年国内游恢复 7-8 成。国内旅游市场在春节期间出现繁荣局面，为 2023 年行业快速回暖奠定基础。据中国旅游研究院，预计 2023 年国内旅游人数约 45.5 亿人次，同比增长约 80%，约恢复至 2019 年的 76%。实现国内旅游收入约 4 万亿元，同比增长约 95%，约恢复至 2019 年的 71%。预计 2023 年旅游市场呈“稳开高走、持续回暖”总体格局。

出境游：出境跟团游重启，预计暑期将迎来快速复苏

出境游重启，暑期成为国人首选。随着出境跟团游的重启，出境旅游需求快速增长，全国多地出入境管理部门业务量明显上升，护照申请迎来高峰，成为出境游需求复苏的一大信号。据美国驻华大使馆签证中心官网，上海、广州这两处的美国签证办理点，截至 7 月 31 日都显示没有空余名额。根据 China Watch 中国观察”主题研讨会，计划夏季旅行（7-8 月）的人占比近半（42%），其次是中秋和国庆假期（32%）。

图 28: 计划出境游时间



资料来源：DFE 报道，国信证券经济研究所整理

出境游目的地方面，港澳台及东南亚率先修复，香港（20.7%）、澳门（11.4%）、泰

国(11.1%)、日本(5.9%)是最受欢迎的旅游目的地,伴随日韩逐步放宽中国入境检疫限制,后续国人赴当地游预计也有望加速复苏。

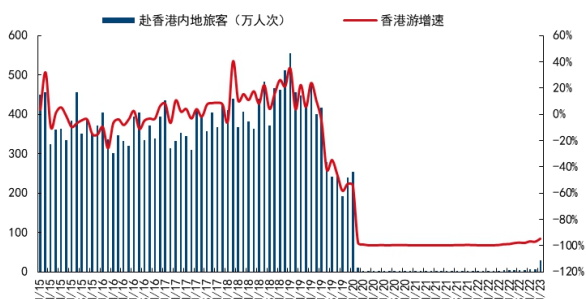
泰国: 泰国国家旅游局上海办事处预计今年中国游客量可恢复至疫情前 8 成。1 月 8 日-2 月 15 日间,泰国迎来 751 班来自中国境内、香港和澳门的航班,平均每天 20 班。据素汪纳普国际机场主任吉迪蓬,这些航班共载来 16 万 1502 名入境旅客,日均 4142 人。**Q1 赴泰的中国航班量近 2000 架次。**据泰国民航局局长素提蓬,中国越来越多的航空公司申请增加飞往泰国的航班航线,目前国航、南航、海南航空等 19 家航空公司申请额外增加客运航班时刻并且已经获准飞行,泰国民航局在第一季度 Q1 共计为 1910 架次中国的客运航班进行时刻分配。

柬埔寨: 据柬埔寨旅游部,2023 年 1 月来柬旅游的外国游客约 40 万人次。其中,中国游客 2.5 万人次,同比、环比均有大幅度增长。中柬两国航班数量逐步恢复,2 月 16 日昆明和上海直飞暹粒省复飞。柬埔寨旅游部称,两国直航航班逐渐增多,已恢复至疫情前的三成至四成水平。2 月 13 日,飞猪宣布与柬埔寨官方指定电子签证办理机构达成合作,消费者通过飞猪在线签证中心办理赴柬旅游签证时,可以在线上上传资料,一键送签移民局,免去邮寄等流程,平均 3 个工作日即可拿到签证结果。

中国香港: 2023 年 1 月,赴港游人数 28 万人次(恢复至 2019 年同期 5%)。多项政策助力旅游发展。3 月 1 日起,中国香港口罩令全面取消,在室内、户外及乘坐公共交通工具时均不用戴口罩。中国香港发表 2023/2024 年度财政预算案,提出向合资格客运公司和持牌旅行社代理商提供百分百贷款担保,4 月推出;延长“旅行社鼓励计划”至 2023 年 6 月;向“旅行社信息科技发展配对基金计划”注资 3000 万港元。

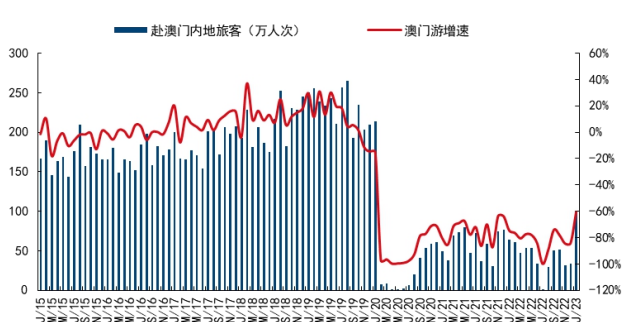
中国澳门: 2023 年 1 月,赴中国澳门境内游客 99 万人次(同比+54%、环比+195%、恢复至 2019 年同期 40%),正持续快速的恢复。据澳门民航局,澳门 3 月将陆续恢复东南亚航点运行。澳门特别行政区政府旅游局副局长程卫东表示,为促进澳门旅游业恢复,澳门政府已预留 1.8 亿元预算补贴来澳的旅游团队游客,主要采取与电商平台合作发放的形式,补贴预计在 3 月初发放。

图 29: 赴中国香港境内游客人次



资料来源: 中国香港旅游发展局, 国信证券经济研究所整理

图 30: 赴中国澳门境内游客人次



资料来源: 中国澳门统计暨普查局, 国信证券经济研究所整理

韩国: 3 月 1 日起, 中国人员抵韩后无须进行核酸检测。据韩国卫生部门, 3 月 1 日起取消自中国入境人员入境后核酸检测义务, 但出发前凭核酸检测阴性报告才能登机的要求将持续至 3 月 10 日, 抵达机场不再仅限于仁川国际机场, 韩国釜山、济州等地往返中国直航航班恢复运营。据航班管家 App, 自 2 月 11 日起韩国恢复发放中国公民赴韩短期签证消息公布后, 近 2 周航班管家平台内中韩航班机票搜索量环比上升近 4 倍。

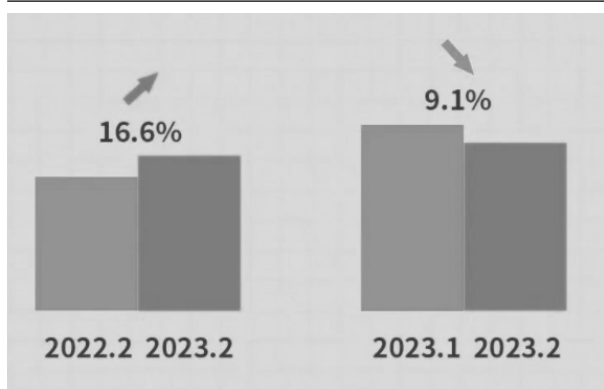
日本：政府 3 月 1 日起放宽针对自中国入境人员的边境防疫措施，将全员入境检测改为最多约 20% 的抽查，同时继续要求自中国境内入境者提供出发前 72 小时内阴性证明。日本政府还允许来自中国的直飞航班前往成田、东京羽田、关西和中部机场以外的机场。

随着出行政策的放开和国际航班的恢复，叠加多国对旅游行业的鼓励和补贴政策，2023 年春节期间出境游局面逐步打开，出境游的旺盛需求在清明、五一假期可能迎来释放，我们认为 2023 年二季度开始，尤其今年暑期出境游预计仍有一定期待。

餐饮：2 月复苏趋势良好，关注降本增效后新一轮扩张机遇

2 月餐饮复苏趋势良好。根据哗啦啦大数据，2 月餐饮企业店均营收同比去年增长 16.6%，环比 1 月下降 9.1%，尽管缺少春节加持，但餐饮全面复苏的势头已然势不可挡。六大餐饮业态均有不同程度增长，其中，烧烤烤串涨幅最高，同比增长 38.8%，面包甜点紧随其后，同比增长 23%。

图 31：餐饮企业店均收入增速



资料来源：哗啦啦官方公众号，国信证券经济研究所整理

图 32：六种业态营收同比变动

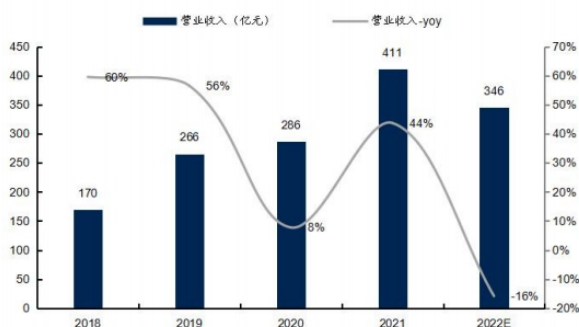


资料来源：哗啦啦官方公众号，国信证券经济研究所整理

海底捞：降本增效成果超预期，2022 年业绩强势触底反弹。2022 财年，预计实现收入不低于 346 亿元，同比-15.8%；预计实现年内净利润不低于 13 亿元，同比扭亏为盈（2021 财年-41.61 亿元）。2022H2，公司收入不低于 178 亿元，同比-15.8%；实现归母净利润超 15.66 亿元，去年同期亏损超 42 亿元。收入端下滑主要系疫情影响翻台率承压与啄木鸟计划门店关闭；**利润改善主要系** 1) 啄木鸟计划带来的营运效率提升（管理效率、员工成本优化等）；2) 国内疫情的复苏；3) 回购 2026 年票据（债券）确认的 3.29 亿元收益。

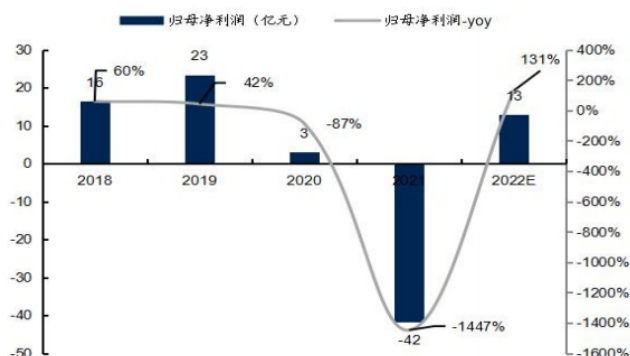
此外，据我们跟踪 23 年 1 月同店数量（1100 家），同店翻台率基本恢复到 2022 年同期水平；从线级城市看，三线及以下城市恢复最好，其次是二线，最后是一线；1 月新开 2 家门店，且门店均在二线城市。**2022 财年尤其是下半年利润端的强势反弹，代表着公司内部调整已经接近尾声，未来伴随线下消费场景的复苏，业绩有望持续展现向上动能。**

图 33：海底捞上市至今收入规模及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

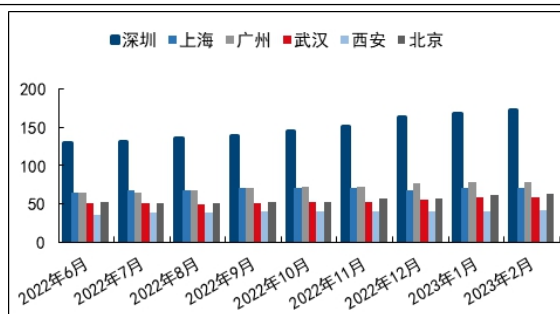
图 34：海底捞上市至今归母净利润规模及同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

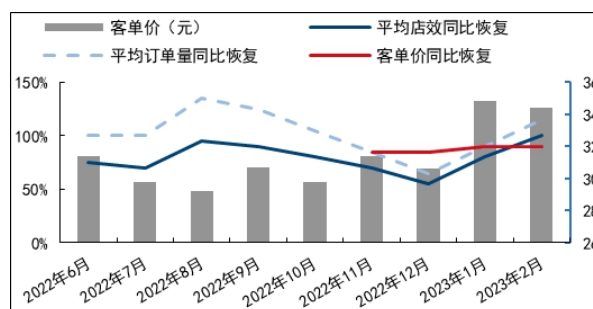
奈雪的茶：业绩拐点已现，2 月集团层面盈利有望持续。截至 2 月底，奈雪的茶茶饮店门店总数 1085 家，其中：深圳 173 家，上海 71 家，广州 79 家，武汉 58 家，西安 41 家，北京 63 家。春节假期后，门店收入维持了较好的恢复态势，平均店效恢复至持平，平均订单量同比恢复至 115%，客单价 34.4 元，同比恢复至 90%。1 至 2 月累计，同店恢复到略高于 90%。1 月集团层面实现盈利，我们预计 2 月不排除有望进一步改善。随着收入提升，以及降本措施不断落实，业绩拐点正逐步显现。

图 35：奈雪的茶门店数变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 36：奈雪的茶客单价、平均店效、平均订单量恢复情况



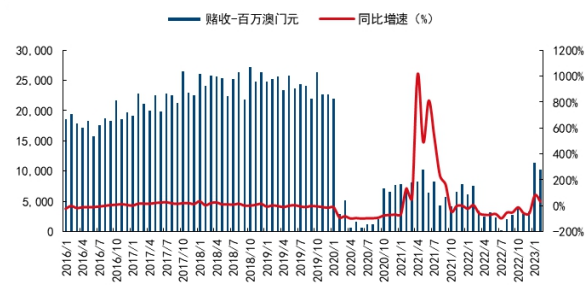
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

其他跟踪：此外，1 月太二、九毛九、呷哺呷哺同店增长均已超去年同期，凑凑、海伦司同比恢复约 9 成+。

博彩：2 月澳门博彩收入同增 33.1%，恢复至疫情前 41%

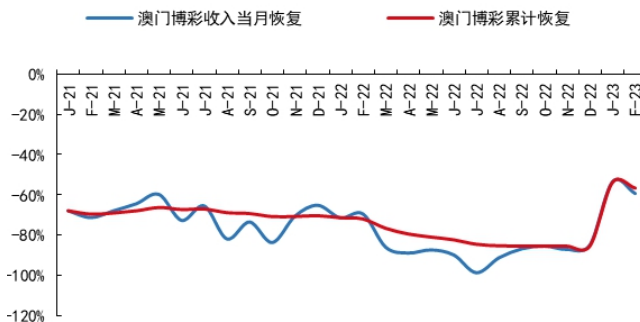
随着中国澳门入境游客有所恢复，博彩收入逐渐回升。根据中国澳门博彩监察协调局数据，2023 年 1 月中国澳门博彩实现毛收入 115.8 亿澳门元，同比+82.5%，环比+232.6%，恢复至 2019 年同期的 46%。2 月博彩实现毛收入 103.2 亿澳门元，同比+33.1%，环比-10.9%，恢复至 2019 年同期的 41%。

图 37: 中国澳门博彩毛收入月度表现



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

图 38: 中国澳门博彩收入月度较疫情前恢复情况



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
国内外疫情反复，出行管控趋严，出行复苏节奏可能低于预期；
国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；
收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 23-03-03	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601888.SH	中国中免	买入	196	3.39	6.30	8.31	58	31	24
600859.SH	王府井	买入	28	0.18	0.94	1.24	159	30	23
600515.SH	海南机场	增持	4	0.15	0.09	0.14	29	47	32
600754.SH	锦江酒店	买入	63	0.03	1.51	2.13	1995	42	30
600258.SH	首旅酒店	买入	25	-0.34	0.73	1.10	-	34	23
1179.HK	华住集团-S	增持	37	-0.41	0.58	0.90	-	63	41
301073.SZ	君亭酒店	增持	76	0.31	0.97	1.42	247	78	54
605108.SH	同庆楼	增持	36	0.53	0.96	1.27	68	38	29
603043.SH	广州酒家	买入	28	1.12	1.40	1.62	25	20	17
9922.HK	九毛九	买入	19	0.22	0.49	0.70	84	39	27
0520.HK	呷哺呷哺	买入	8	-0.10	0.30	0.61	-	28	13
6862.HK	海底捞	买入	21	0.24	0.58	0.73	90	37	29
9869.HK	海伦司	买入	14	0.12	0.42	0.61	113	34	23
9987.HK	百胜中国	增持	444	1.41	1.99	2.31	315	223	192
2150.HK	奈雪的茶	增持	8	-0.10	0.04	0.13	-	188	60
300144.SZ	宋城演艺	买入	16	0.00	0.41	0.63	4033	38	25
603136.SH	天目湖	买入	30	0.06	0.70	0.92	512	43	33
600138.SH	中青旅	买入	16	-0.22	0.46	0.75	-	34	21
002033.SZ	丽江股份	增持	12	0.03	0.20	0.34	356	57	34
000888.SZ	峨眉山A	增持	9	0.02	0.33	0.44	464	27	20
600054.SH	黄山旅游	增持	12	-0.16	0.28	0.43	-	45	29
002707.SZ	众信旅游	增持	9	-0.30	0.00	0.02	-	9326	466
000978.SZ	桂林旅游	增持	9	-0.43	-0.12	0.00	-	-	-
9961.HK	携程集团-S	增持	272	0.99	5.67	10.35	274	48	26
0780.HK	同程旅行	增持	15	0.25	0.61	0.86	61	25	18
300662.SZ	科锐国际	增持	50	1.41	1.82	2.33	35	28	22
600861.SH	北京城乡	增持	25	2.26	2.78	3.35	11	9	8
BZ.O	BOSS直聘	买入	20	0.15	0.37	0.68	135	55	30
0839.HK	中教控股	买入	9	0.72	0.83	0.96	12	10	9
003032.SZ	传智教育	增持	18	0.48	0.59	0.71	36	30	25
002607.sz	中公教育	买入	6	-0.18	0.09	0.22	-	65	26

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032