

# 社服板块2024年度策略

## 补偿消费阶段已过，聚焦产业变革和效能提升机会

行业研究 · 行业专题

社会服务

投资评级：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：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

联系人：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

# 2024年社服板块投资策略：补偿消费阶段已过，聚焦产业变革和效能提升机会



- **行业回顾：**今年以来消费渐进复苏，性价比主导；补偿性需求释放下休闲出游阶段恢复较好。1) 出行链整体：补偿消费支撑“量”+消费渐进复苏制约“价”，但十一一起“量”驱动略放缓；2) 出行链恢复特征：休闲>商旅；中长途>周边游；散客>团队；线上渗透率提升；出境游暑期和十一提速后进入平台期；3) “产品性价比”和“渠道性价比”并行，倒逼龙头经营更趋高效，不仅关注商业模式，也更依赖其规模卡位、供应链、品牌管理效能提升。
- **行情回顾：**今年以来社服板块归母净利润恢复超2019年同期10%，但板块指数下跌40%，显著跑输大盘，居市场各行业末位：主要系消费渐进复苏影响部分龙头经营表现，且去年底今年初出行链预期相对不低，A股免税、酒店等权重股明显回调；但此前预期较低，经营改善或后续成长改善等中小市值个股如米奥会展、长白山等涨幅相对居前。
- **子行业分析与展望：**从补偿性需求阶段释放到回归正常增长，未来核心看商业模式和品牌管理势能兼优的细分龙头。**免税：**需跟踪可选消费复苏和政策节奏，性价比和管理效能提升系核心；**酒店：**连锁集中跃升和产业链投资收益迭代下，未来看品牌管理效能优化和集团管理进阶；**餐饮：**性价比成为主导，核心看管理效能跃升（产品&单店优化、扩张模式优化等）。**景区：**今年补偿性红利后，未来更看项目扩张运营节奏和国企改革下主观动能强化。**演艺：**宋城演艺：明年上半年相对低基数，未来看项目内外扩张成长。**在线旅游：**今年靓丽表现，明年核心看竞争格局变化和出境游等增量。**出境游：**今年签证和航班等供给受制，明年复苏有望提速；**出海：**米奥会展核心看存量扩张和新区域开拓。**人服：**企业招聘温和复苏，静待后续企稳改善。
- **国外借鉴：**美国2008-2010年：1) 餐饮中快餐相对有韧性，正餐和休闲饮料有波动，整体环境和品牌发展阶段综合影响；2) 酒店阶段承压，但中高端精选酒店（加盟主导）相对抗跌且复苏初期有弹性，此后高端酒店复苏弹性更高。日本1990s-2010s出行链：1) 国内游平淡，但强IP主题公园表现良好；2) 出境游“安·近·短”，花费降低；3) 住宿业迭代：有限服务酒店增加/日式旅馆减少；4) 餐饮：快餐和咖啡表现相对良好，韧性更足，公司分化。股价来看，主题公园和快餐龙头十年十倍表现突出。
- **投资建议：**维持板块“超配”评级。消费渐进复苏下，出行链后续趋势仍待跟踪，但板块整体估值也已逐渐反映悲观预期。立足短中长期的不同维度，借鉴国内外龙头表现及未来展望，我们建议关注三条主线：1) **中长线，性价比趋势下核心看龙头模式与品牌管理势能**，关注产品迭代领先且经营效能提升的公司：如华住集团-s、携程集团-s、中国中免、锦江酒店、海底捞、九毛九等；2) **基于中线成长逻辑，顺势而为静待经济企稳β属性强的公司**，如人力资源服务龙头（如科锐国际）、酒店龙头君亭酒店及国企改革考核压力下有边际改善可能的锦江酒店、首旅酒店等；3) **短期来看，寻找不确定性中相对确定**，关注出海受益股米奥会展，快速门店扩张期的同庆楼，明年基数压力较小且有内外成长动能的公司如宋城演艺等。
- **风险提示：**宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

01

总回顾：性价比消费加速龙头成长，出行链整体“量增价减”

02

子行业：补偿性需求支持板块阶段突出，成长分化下核心看模式与效率优化

03

美日借鉴：经济扰动期关注效率优良的有限服务酒店、快餐、饮料等龙头

04

资金面：基金持仓和外资持仓均处历史低位，板块预期较低

03

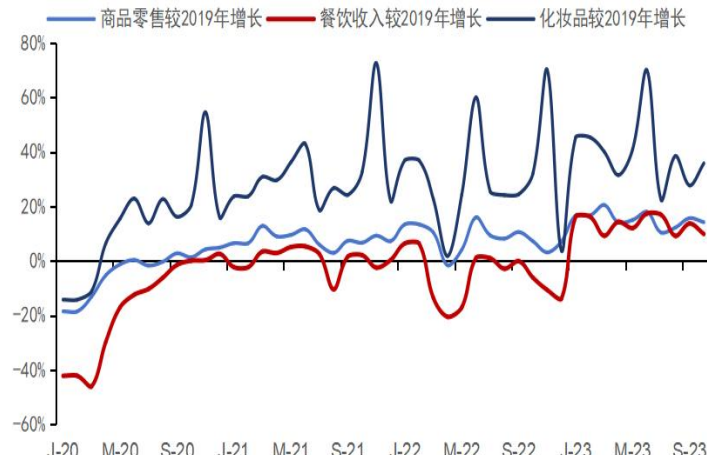
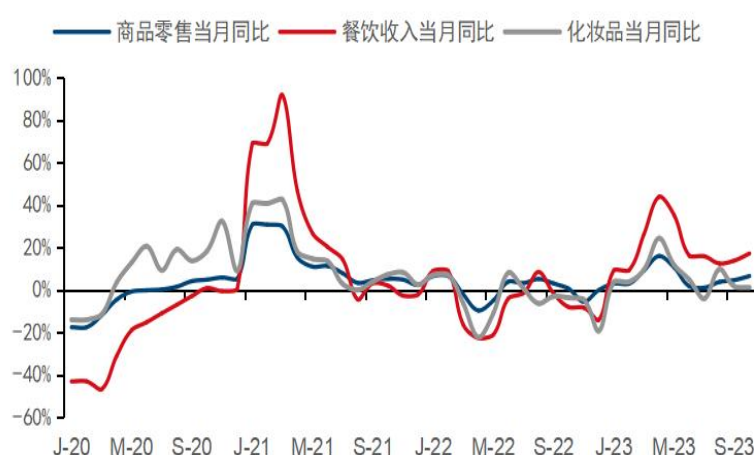
投资策略：补偿消费阶段已过，聚焦产业变革和效能提升机会

# 消费整体回顾：服务消费恢复领先实物消费，性价比为王，龙头更趋高效

## ■ 今年以来消费整体渐进复苏，主要呈现以下特点：

- ✓ 补偿性需求释放下，今年线下服务消费同比增速领先实物消费；但若对比2019年恢复，餐饮消费恢复超疫前但不如部分实物消费。
- ✓ 疫情三年线上消费习惯培养，线上渗透率提升，线上和线下流量的打通变现更为关键。
- ✓ 消费渐进复苏下重性价比，体现在“产品性价比”与“渠道性价比”：1) 餐饮咖啡茶饮龙头竞争下产品定价下移（瑞幸、喜茶、奈雪等）；2) 折扣零售等渠道日益兴起，渠道更重视供应链、线上线下的整体打通和流量变现效率。
- ✓ 线上线下渠道价格竞争加剧，倒逼消费龙头加速成长：1) 保持产品力下经营管理高效；2) 供应链极致优化；3) 规模效应和会员流量的充分变现。——从贝塔红利到阿尔法溢价，消费龙头面临持续考验，但也倒逼其成长。如果占据一定先发卡位优势的龙头可以在产品力提升和管理、供应链效应极致高效，有望在新趋势下仍收获持续成长，并提振中线护城河。
- ✓ 消费若持续渐进复苏，则商业模式中经营现金流较好，掌握一定定价权优势的龙头抗风险能力更强，也可给投资者提供多元回报。
- ✓ 品牌与渠道：整体利润空间收窄下面临新博弈。品牌力差异下对渠道依赖分化，而渠道需要线上线下协同迭代流量变现强化。

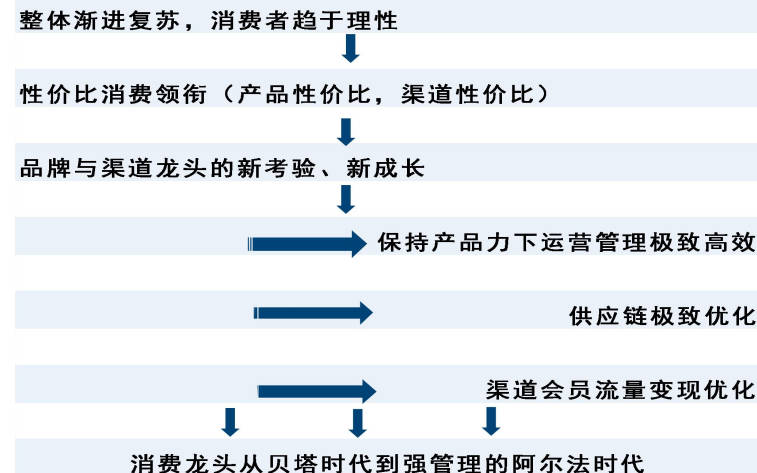
图：社零商品零售、餐饮收入、化妆品收入当月同比增速及较2019年恢复情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：消费整体变化趋势：龙头从贝塔时代到阿尔法时代强管理的



资料来源：环球旅讯、文旅部等，国信证券经济研究所整理

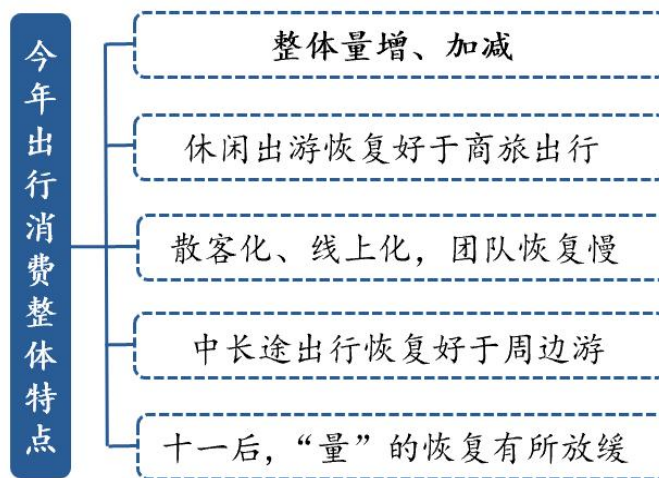
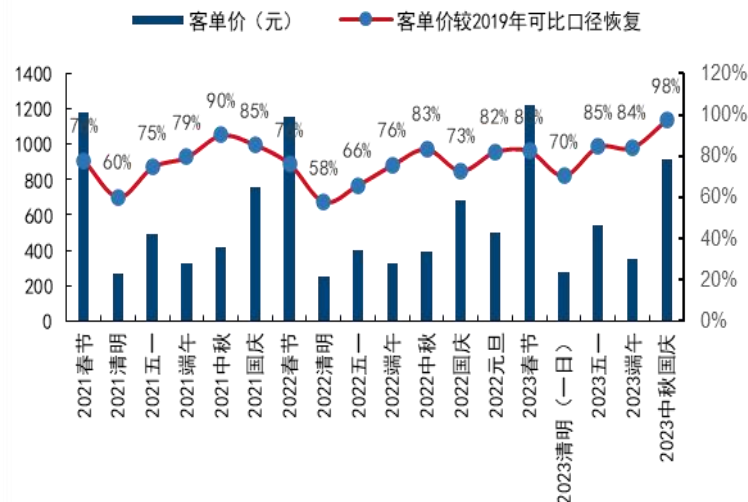
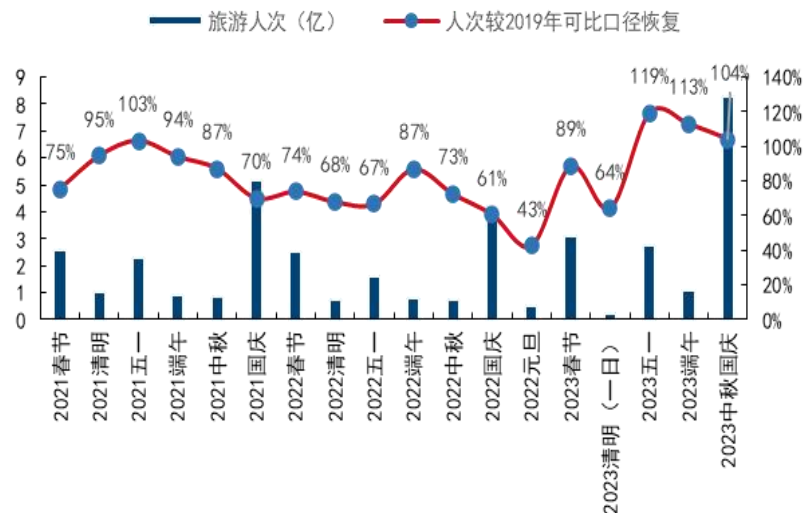


# 出行链回顾：补偿性需求驱动“量”+消费渐进复苏制约“价”

- 今年出行消费呈现“量增、价减”特点：补偿性需求驱动“量”+消费渐进复苏制约“价”。具体来看，今年五一以来节假日客流均恢复均超2019年，但客单价恢复85%/84%/98%，相对不及疫情前。其中，今年中秋国庆假期客流恢复104%更平稳（此前119%/113%），客单价恢复有提升至98%，但也有出游时间延长的综合影响；具体恢复节奏如下：
- 休闲出游>商旅出行：休闲出游恢复更快，且以疫后亲子为特征的家庭消费，导致淡旺季波动更大，旺季更旺淡季更平；
- 散客出行>团队出行，线上化率提升：散客化趋势明显，团客游恢复更慢；出游习惯改变，在线旅游线上渗透率加速提升；
- 中长途出行>周边游，导致周边游部分分流；出境游暑期和十一逐步开始有所提速。
- 酒店、航空量价恢复相对差异：因行业供给出清或连锁化率提升+龙头收益管理强化，其“价”恢复多超疫前，“量”滞后。
- 十一开始，补偿性需求带来的“量”驱动有所放缓。全年来看，按中旅院预测，预测2023年全年国内旅游人次将达到54.07亿，国内旅游收入将达到5.2万亿元，分别恢复至2019年的90%和91%。

图：2021年以来各节假日旅游行业量价恢复情况：今年以来出游量多数超疫前，但价格恢复相对滞后

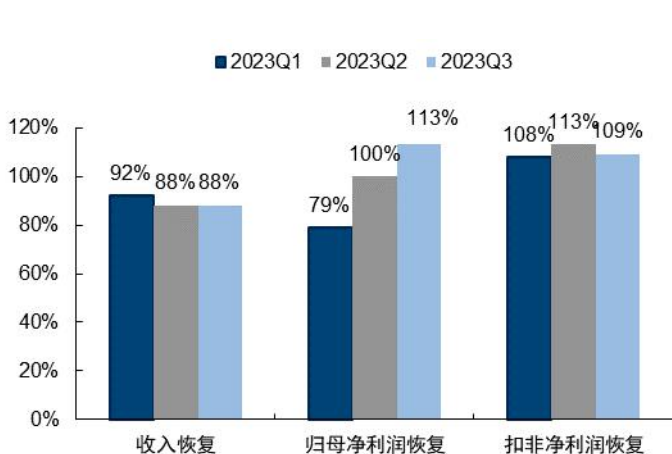
图：出行消费特点小结



# 出行链回顾：第三季度板块整体净利润恢复超2019年同期，旺季恢复良好

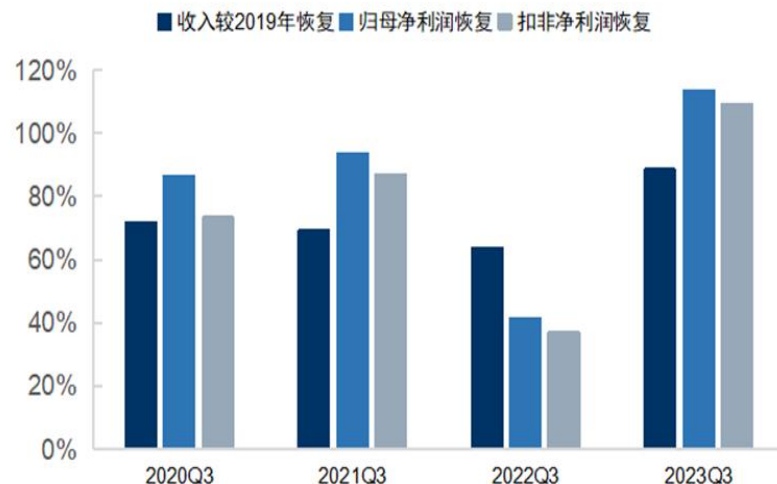
- 2023年第三季度A股餐饮旅游板块净利润和扣非净利润恢复均超2019年同期水平。2023Q3收入385亿元/+39%；较2019年同期恢复88%，尚未到疫前水平（新会计准则调整及旅行社行业收入未完全恢复等影响），但板块净利润和扣非净利润均恢复均超2019年同期水平，实现归母净利润42亿元/+172%；较2019年同期恢复113%；实现扣非净利润42亿元/+196%，较2019年同期恢复109%。主要系免税、酒店、景区及部分A股餐饮板块净利润恢复超疫前推动。
- 恢复节奏来看：收入恢复Q1最高，Q2与Q3大致相当；归母净利润恢复逐季度提升；扣非层面Q3略弱于Q2，主要系免税板块Q3因租金压力增加、新项目爬坡期压力等恢复节奏较Q2更平缓，但整体均超疫情前。
- 前三季度， A股餐饮旅游板块收入/归母净利润/扣非净利润分别恢复90%/97%/110%，扣非净利润已超恢复至2019年水平。

图：今年以来逐季度板块收入和业绩恢复表现



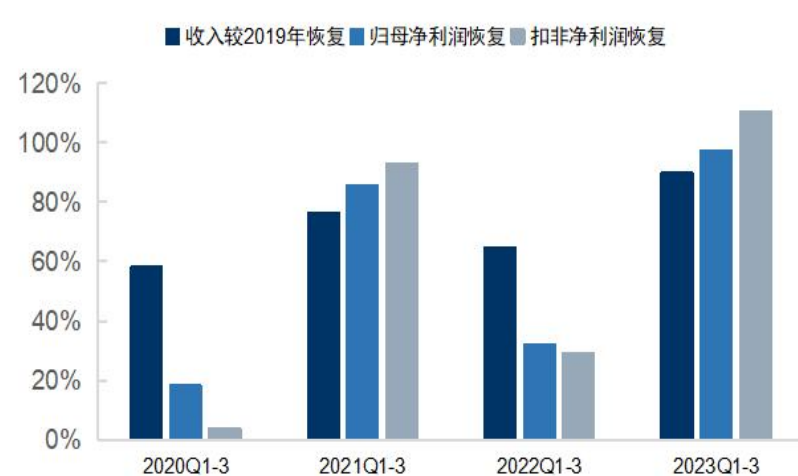
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近几年三季度表现对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近几年前三季度块总体收入、净利润较2019年恢复情况



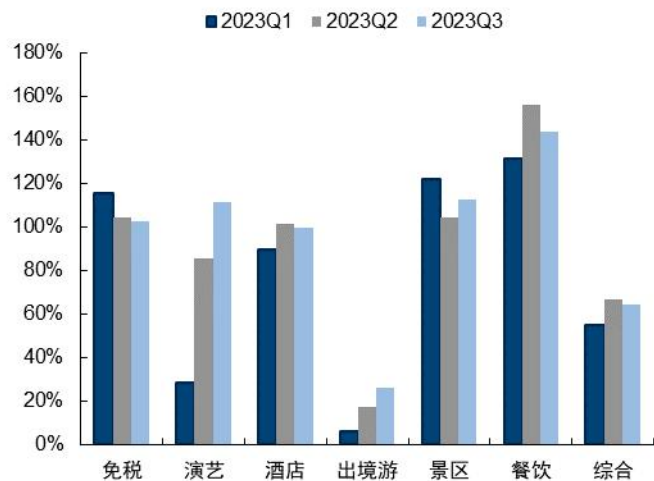
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 各子板块：除免税等外，多数出行子板块第三季度扣非业绩恢复环比提速

2023Q3VS2019Q3，A股餐饮旅游各子板块收入、业绩、扣非业绩增减情况如下：

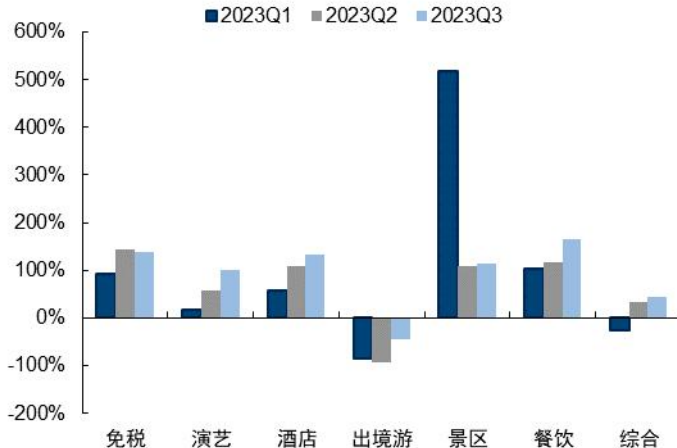
- 收入：A股餐饮（+44%）>景区（+12%）>演艺（+11%）>免税（+3%）>酒店（+0%）>综合（-36%）>出境游（-74%）
- 归母业绩：A股餐饮（+66%）>免税（+37%）>酒店（+32%）>景区（+14%）>演艺（0%）>综合（-55%）>出境游（-144%）；
- 扣非业绩：A股餐饮（+63%）>免税（+31%）>景区（+16%）>酒店（+4%）>演艺（+1%）>综合（-61%）>出境游（-99%）。
- 与2019年同期相比：A股餐饮板块收入、净利润增速领衔，主要系广州酒家、同庆楼等Q3较疫前明显增长所致；景区、酒店、演艺扣非业绩均超过疫前，仅旅游综合和出境游板块仍承压明显。同时，免税收入和净利润均超疫情前，但相对不及2021年。
- 季度恢复节奏：以扣非业绩来看，A股餐饮、演艺板块较2019年同期恢复逐季度提速；酒店和景区因Q1淡季低基数，扣非业绩Q1恢复最高，Q2正常回落，但Q3恢复仍持平或略提速，核心受益暑期旺季补偿性出行需求释放；免税恢复Q3有所趋缓；旅游综合板块二三季度恢复有所好转，出境游板块扣非业绩Q3恢复边际有所好转。总体来看，多数出行相关板块如景区、酒店、餐饮、演艺、出境游等Q3扣非业绩恢复环比Q2有所提速，主要系暑期旺季补偿性需求带动。

图：今年旅游各板块收入较2019年恢复情况



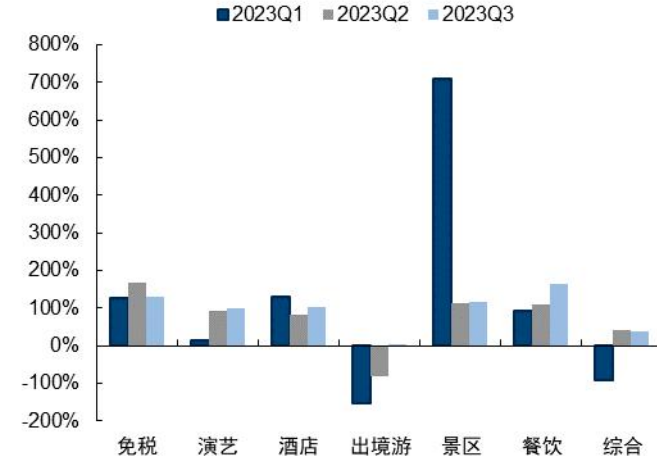
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：今年旅游各板块归母业绩较2019年恢复情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：今年旅游各板块扣非业绩较2019年恢复情况增速



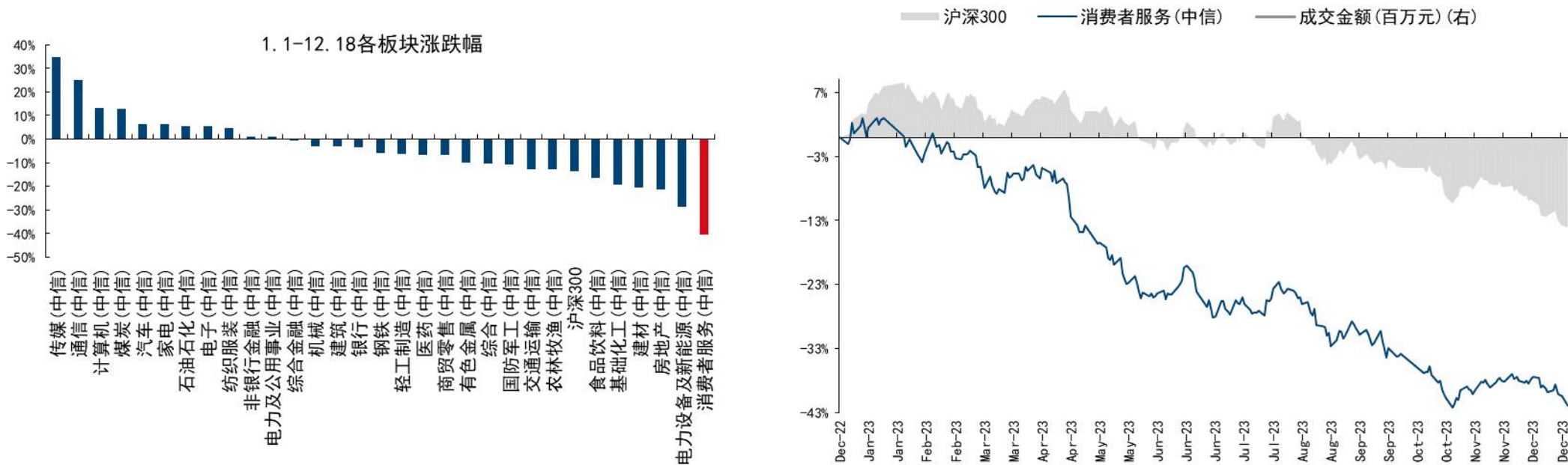
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 板块复盘：今年以来社服板块整体显著跑输大盘

- 板块今年以来显著跑输大盘，消费渐进复苏及业绩兑现预期差异影响权重股表现。今年以来，板块行情进入业绩验证期，但由于部分权重股2022年底及2023年初预期较高，且此后消费整体渐进复苏，影响部分龙头业绩表现，导致权重股明显回调，板块跑输大盘。2023.1.1-12.18社服板块累计下跌40.4%，跑输沪深300指数26.7pct，位居市场末位。从趋势看，1月仍阶段上升，春节后开始震荡下行，4月-10月承压尤其显著；近期伴随外围环境改善，板块处于低位震荡中。
- 总体来看，今年以来社服板块权重股承压导致板块整体跑输，但部分预期不高、业绩相对靓丽的中小市值龙头表现较好。

图：2023.1.1-12.18各板块涨跌幅及消费者服务指数走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

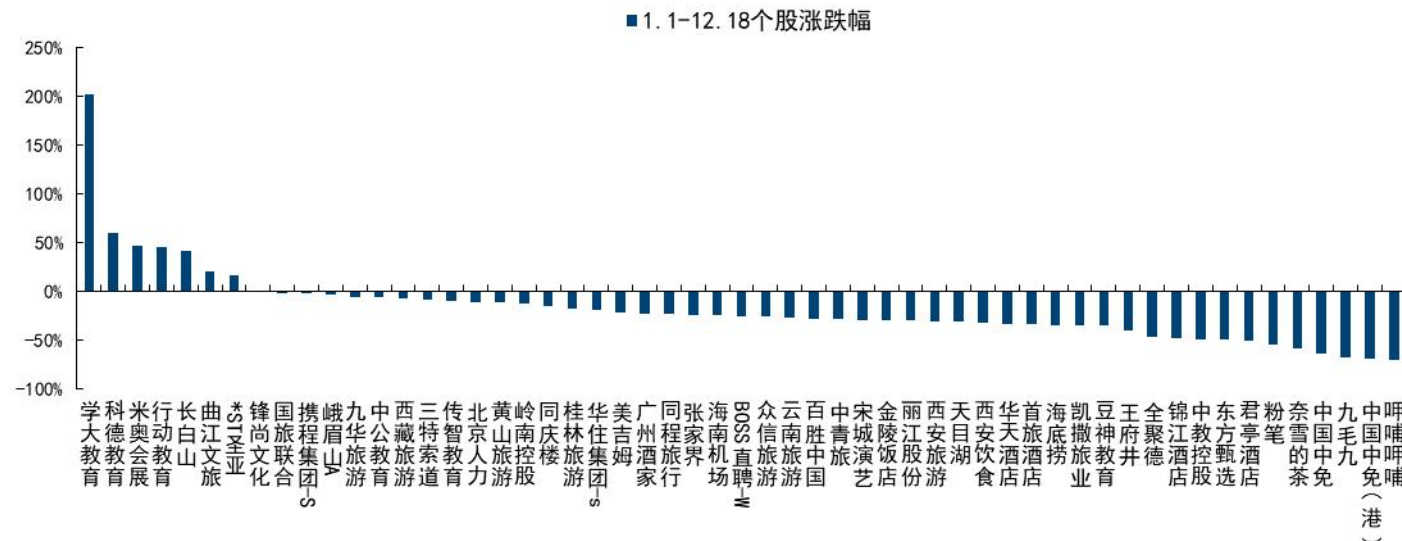


# 板块复盘：中小市值个股领涨，权重白马股普跌，仅部分业绩靓丽的白马股相对抗跌



- 个股层面：中小市值个股整体领涨，权重白马股整体回调明显，仅部分业绩靓丽的白马股相对抗跌
- 个股方面：除教育相关标的外，米奥会展相对领涨，主要系出海受益标的，2023年受益于线下需求回补表现突出，此后因签证影响部分境外展及减持等因素下调，但11月以来触底反弹，主要系出海需求支持下明年展位增长预期良好、高管减持终止等催化。
- 自然景区：“补偿性需求支持”+“国企改革”支持下多数显著超疫前，板块整体录得相对收益，长白山一枝独秀。长白山涨幅超40%，在今年以来在客流稳定增长下业绩验证突出，峨眉山A、九华旅游、三特索道、黄山旅游相对抗跌。
- 经营效能领先的龙头公司在业绩支撑下相对抗跌。携程集团-S受益于在线化渗透率提升、产品扩容、效率提升等，公司业绩表现逐季超公司指引。华住集团-S的品牌产品优良，收益管理能力突出+中后台管理效率提升，推动其国内可比业绩较2019年增170%+；同庆楼受益于门店规模扩张+区域品牌影响力较强+安徽等地需求支持，收入端增长显著，归母净利润恢复整体突出，股价有支撑。
- 赛道白马股整体显著回调。A股免税、酒店龙头及港股多数餐饮个股股价显著回调，主要因为消费渐进复苏下经营承压，政策节奏低于预期或业绩兑现不及年初乐观预期，且明年相对谨慎预期下整体继续磨底。

图：2023.1.1-12.18个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

01

总回顾：性价比消费加速龙头成长，出行链整体“量增价减”

02

子行业：补偿性需求支持板块阶段突出，成长分化下核心看模式与效率优化

03

美日借鉴：经济扰动期关注效率优良的有限服务酒店、快餐、饮料等龙头

04

资金面：基金持仓和外资持仓均处历史低位，板块预期较低

03

投资策略：补偿消费阶段已过，聚焦产业变革和效能提升机会

## 子行业：补偿性需求支持板块阶段突出，成长分化下核心看模式与效率优化



■ 今年整体消费渐进复苏，补偿性消费需求演绎下，各子行业呈现以下特点：

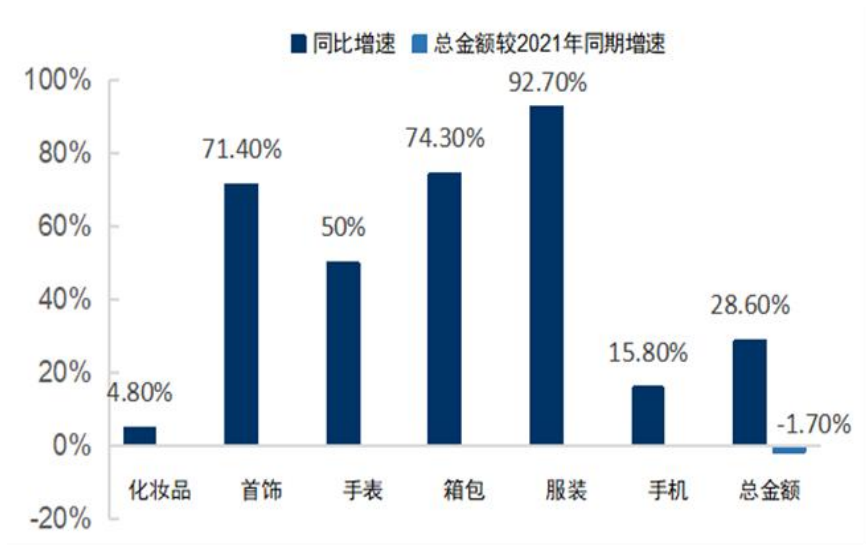
- ✓ 整体：休闲需求旺盛，线下服务类消费恢复相对较强，实物类消费恢复相对欠佳
- ✓ 免税：消费渐进复苏下海南免税承压，精品改善香化承压拖累，出入境恢复较慢租金压力高启，
- ✓ 酒店：价格驱动为主，休闲强商旅弱，连锁化率集中助力龙头进阶，在不确定中寻找相对确定性
- ✓ 餐饮：“性价比”新时代，龙头追求高效增值与规模均衡发展，区域宴会快速扩张
- ✓ 咖啡茶饮：以价换量竞争加剧，龙头加速跑马圈地和效率提升
- ✓ 景区：补偿性需求下多数恢复表现突出，中长途名山大川恢复好于周边休闲游，明年核心看龙头管理优化和扩张潜力
- ✓ 演艺：线下演出行业恢复性增长，龙头宋城演艺Q2\Q3加速复苏，明年新项目潜力释放和相对低基数下成长可期
- ✓ 在线旅游：受益线上化率提升今年业绩表现靓丽，核心关注明年国内休闲游景气、出境游恢复与竞争变化
- ✓ 出境游：今年渐进复苏，关注供给优化下明年恢复表现
- ✓ 出海产业链：关注境外自办展龙头米奥会展——存量做大、新国家拓展、专业展转型
- ✓ 人力资源服务：企业招聘温和复苏，静待后续企稳改善。

# 免税行业：消费渐进复苏下海南免税承压，出入境恢复较慢租金压力高启



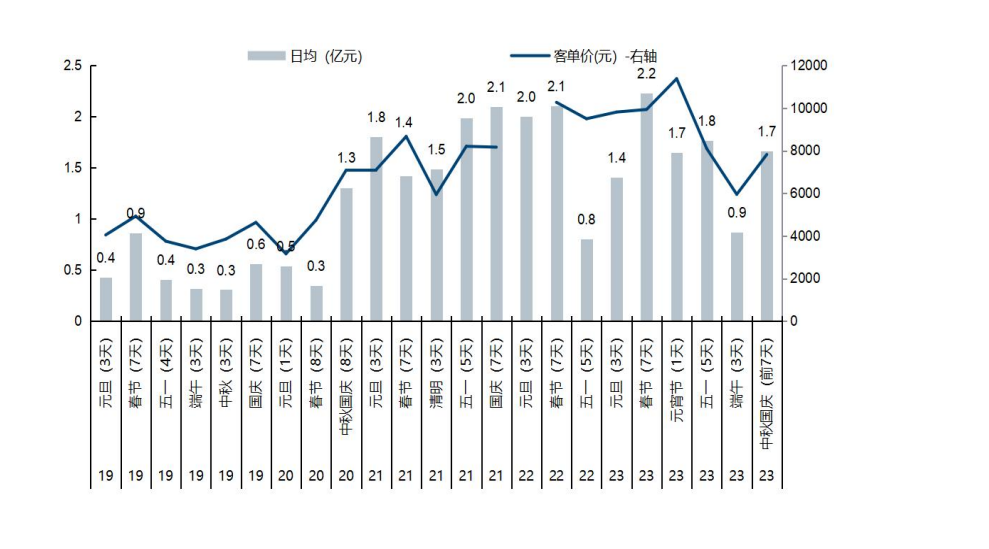
- **海南离岛免税：消费渐进复苏、严控代购、香化产品价格竞争压力下，整体表现平平。**1) 今年前三季度，海口海关共监管海南离岛免税购物金额349亿元/+29%，较2021年同期降2%，相对平稳；2) 各品类来看，香化今年前三季度在低基数下仅同增约5%，明显低于其他精品类增速，与其前两年价格透支及线上线下渠道竞争较大相关，拖累整体表现；3) 中秋国庆8天，离岛免税销售额（纯免税）13.3亿元/+117%；日均约1.7亿元，较今年五一/2021年国庆降6%/10-21%；日均购物人数约2.1万人次，较今年五一/2021年国庆各降3%/9-17%；客单价7824元，较今年五一/2021年国庆各降3%/4%，购物人数承压系主因。十一后海南数据表现平淡。十一后，结合我们持续跟踪，中免海南线上线下含有税的日均销售多在0.85-1.0亿元之间，平稳仍然处于相对低位
- **出入境免税：出入境免税盈利承压：**1) 出境游客流渐进复苏，国际航班恢复情况逐步恢复约5-6成，租金压力提升；2) 消费渐进复苏下出入境免税恢复相对较慢，购物转化率等不及疫情前；3) 香化等在各渠道竞争加剧下毛利率不及此前，导致出入境免税经营承压逐季度加剧。仅珠海免税阶段表现突出（烟酒刚需，毛利率较高，赴澳游恢复良好，门店升级扩容等）。
- 综合来看，今年免税承压，一是消费渐进复苏影响，且线下补偿式消费需求释放也部分压制实物购物需求；二是香化产品尤其国际香化品牌前两年价格战下部分影响品牌溢价，香化渠道利润受损，；三是海南严控代购以及部分海南优质客群分流等综合影响。

图：海南离岛免税前三季度各品类购物金额恢复情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：海南离岛免税节假日表现情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 免税公司：今年以来中免受出境机场租金压力拖累，王府井受新店爬坡期影响



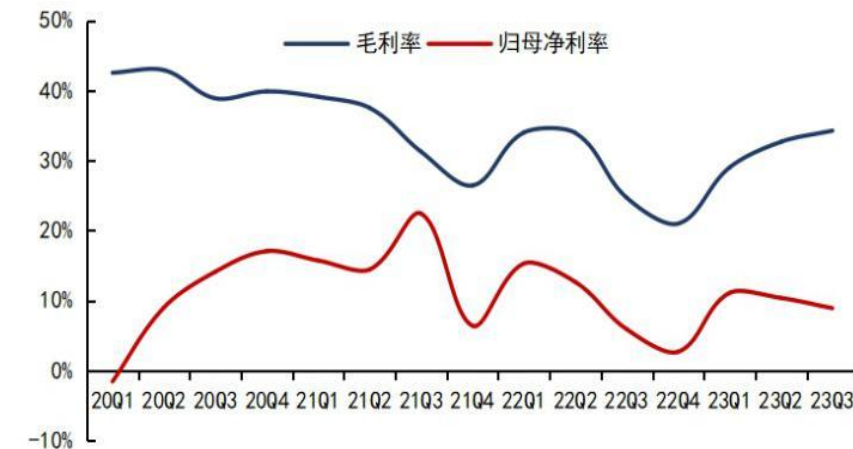
- **中国中免：毛利率逐季改善，但消费承压和机场租金拖累下今年经营整体表现平淡。**公司前三季度收入508亿元/+29%，归母业绩52亿元/+12%，低于2021年同期，主要系消费渐进复苏、香化承压和机场租金拖累（今年前三季度销售费用达69亿元，前两年同期仅20多亿元）。前三季度毛利率为29%、32%、34%，逐步改善，主要系：积分政策调整、线下产品占比提升、营销更趋精细化等贡献。其中Q3公司收入和归母净利润各50/13亿元，与业绩快报一致，租金拖累下业绩环比承压。
- **王府井：上半年稳定复苏，Q3因新项目筹备期费用拖累等承压。**上半年公司同店收入可比增10%，整体归母/扣非净利润各恢复至2019年同期的74%/84%。第三季度净利润环比下滑55%，主要系新开筹开门店爬坡期、万宁项目（今年1-10月收入9.67亿元）拖累及整体环境影响。分品类来看，奥莱业态表现较突出，其他百货超市承压。
- **珠海免税：2023年上半年收入10.81亿元，归母净利润3.08亿元，净利率28%，烟酒为主盈利能力较强。**若重组顺利完成，2023-2025年的净利润将不低于5.02/5.67/6.20亿元；**海旅免税：2023年1-5月收入 and 归母净利润各20.76/1.08亿元，净利率约5%。**若重组今年完成，23-26年业绩承诺1.98/3.26/4.80/5.87亿元。

图：中国中免2020年以来逐季收入和归母业绩情况



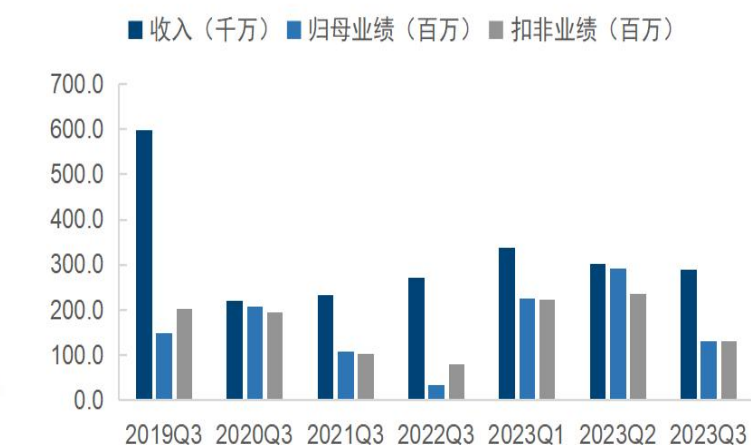
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：中国中免2021年以来逐季毛利率及净利率变化趋势



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：王府井收入和业绩季度表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 免税展望：跟踪消费复苏趋势，中长线看龙头全渠道打通与精细管理变现

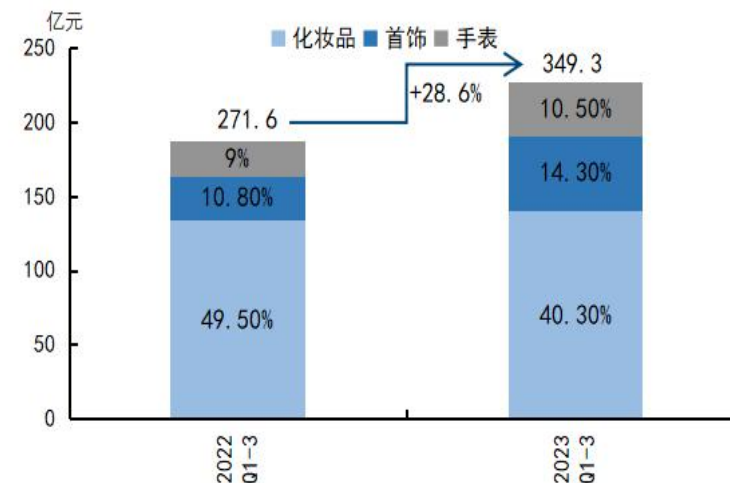
- **免税龙头复盘：消费渐进复苏下经营承压，龙头整体回调显著。**今年以来，消费渐进复苏+机场租金压力，离境市内免税政策节奏不及预期等，加之各种悲观情绪放大加速股价回调，目前中国中免股价已经不及2019年底位置。
- **免税核心制约因素：消费渐进复苏下旅游零售渠道利润压力+海南未来竞争格局不确定。**1) 消费渐进复苏，海南免税和出入境机场免税未来复苏可能仍有压力；2) 香化全渠道竞争下渠道毛利率或难以恢复到疫情前，且未来香化行业增速中枢可能放缓；3) 竞争格局：海南2025年封关时点临近下，目前相关政策尚未颁布，对海南免税未来竞争格局存有不不确定。
- **中国中免：客观而言，公司2023年也积极主动优化管理，但消费贝塔制约下难以充分体现。**1) **品类优化：**今年前三季度海南免税中香化占比已从50%降至40%，预计主要系中免海南精品占比提升贡献；10月底顶奢LVMH入住公司旗下河心岛二期项目，高奢助力；2) **精细化管理：**量价更加均衡，毛利率逆势稳步提升，费用率优化。但在消费贝塔制约下，上述管理优化的成效很难短期体现，影响短期投资情绪。但中线来看，1) 公司系全球免税龙头，**旅游零售全渠道卡位和流量价值仍有支撑；**2) 机场博弈角度，过往机场租金高昂系渠道毛利率较高，但中免此前机场免税率净利率仅个位数，未来若渠道利润收窄，从渠道共赢的角度，机场租金也有望迎来新调整，免税商租金压力可能下调；3) 夯实海南卡位，海棠湾一/二期升级扩容，三期项目推进中，离境市内免税政策仍有期待，“海南+机场+线上+市内”全渠道布局有中线潜力。

图：国内免税龙头近几年股价表现：今年股价已经重回2019年底低点



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图 海南今年前三季度免税各品类构成变化

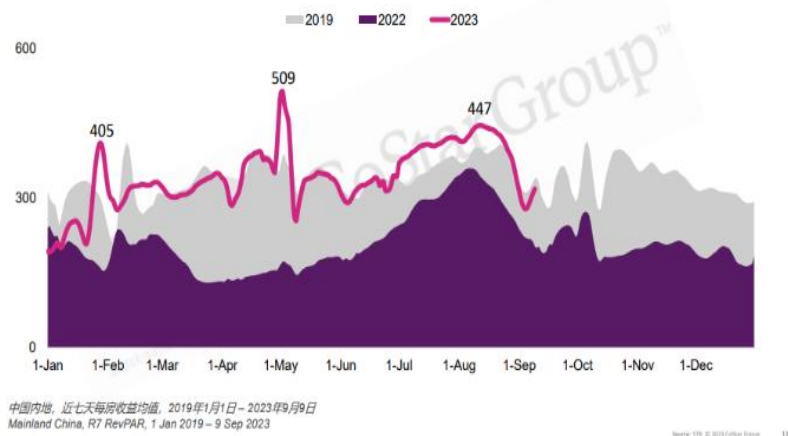


资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

# 酒店——今年行业运行特点：价格驱动，休闲领衔，北强南弱

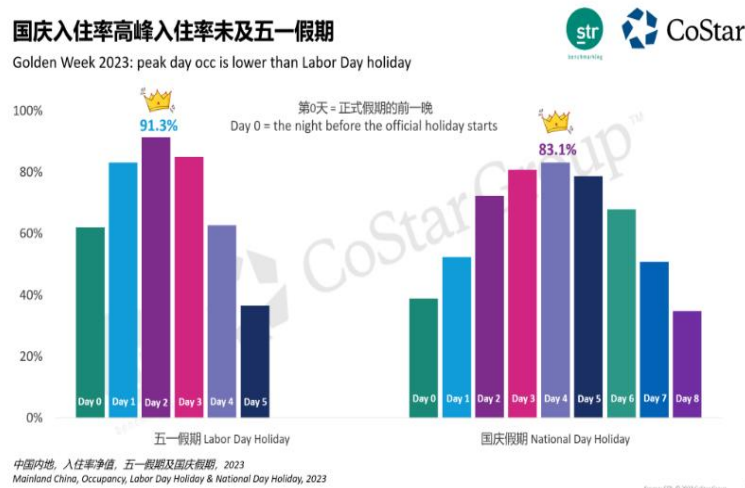
- 酒店行业趋势演绎：价格驱动为主，整体REVPAR恢复多数超疫前，旅游节假日旺季更旺，节后更淡。1) 2023年春节后商旅带动RevPAR较快回升至疫前；此后休闲出游驱动；五一龙头REVPAR恢复均在130%+，节后阶段回落，5月下旬至6月逐步恢复超疫前水平；暑期RevPAR恢复至2019年同期110%+；9月淡季有所回落；国庆酒店行业RevPAR恢复至112%左右，国庆后阶段回落，淡旺季波动更明显。2) 今年酒店复苏房价提价驱动为主，出租率多数尚未完全恢复，仅旅游旺季阶段超疫情前。
- 今年休闲旅游出行恢复较强，商旅恢复则呈现渐进复苏，这与海外酒店复苏节奏也大致一致，不同需求也带来恢复差异。
- 区域特点：今年以来整体“北强南弱”。华北区域酒店REVPAR恢复较强，华东次之，华南区域酒店表现相对偏弱，预计与各地酒店供需结构、旅游资源差异等情况相关。华南如广东系国内旅游客源地，但相对并非最一线旅游目的地，休闲旅游表现偏弱，而华北、华东休闲旅游表现较强。此外各地三年疫情下需求压制及供给结构也有差异，带来区域差异化表现

图：中国境内酒店RevPAR表现



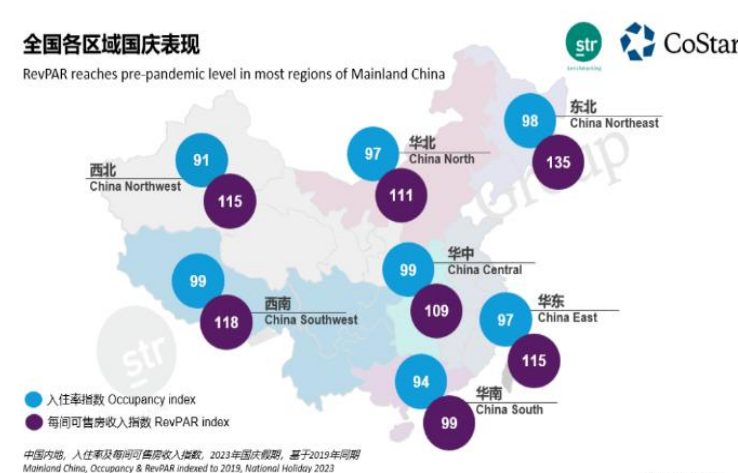
资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图：国庆入住率高峰低于五一假期



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图：全国各区域国庆表现



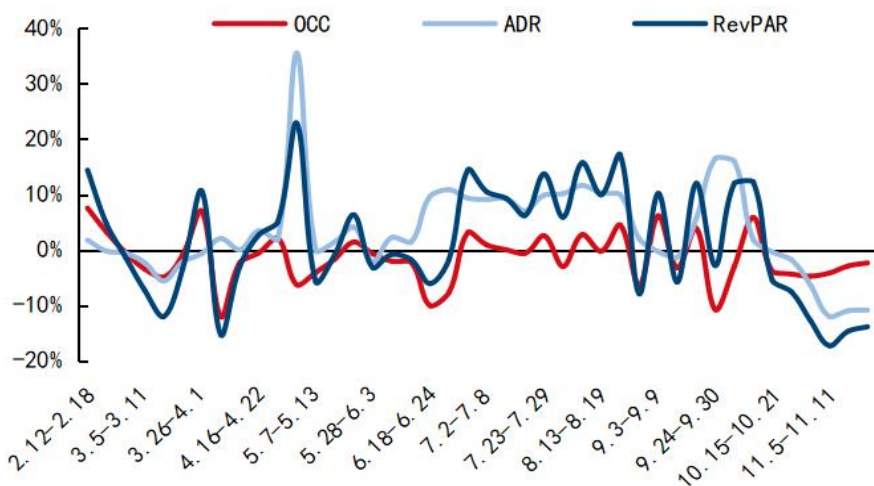
资料来源：STR，国信证券经济研究所整理



# 酒店——量价规律：价格驱动为主，先中端后经济型逐步复苏，十一后阶段回落

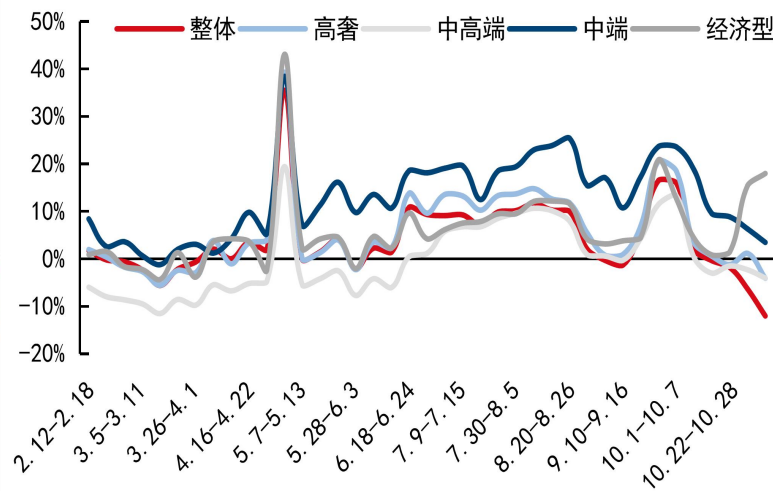
- 今年以来国内酒店量价表现规律：价格恢复相对领先，出租率恢复相对滞后。结合STR的数据，今年以来，国内酒店行业房价恢复较领先，多数超2019年同期水平（11月因STR经济型样本增加有差异，但分类型多数超疫情前）；但量的恢复相比价格恢复多数程度更低，部分时期在疫情前水平下，核心也是与前文所述一致，今年酒店需求更多是休闲需求带动，所以淡旺季波动更大。总体来看，今年以来酒店价格恢复相对较突出，这一方面与结构升级、门店改造等相关，另一方面我们认为也与连锁集中提升下，酒店龙头收益管理能力提升相关。
- 分不同类型酒店来看，上半年中端酒店恢复相对领先，下半年开始经济型酒店恢复逐步上扬。房价来看，各类型酒店房价恢复相对同步，中端型酒店恢复程度强于其他类型，中高端一二季度恢复落后，三季度恢复良好，经济型下半年恢复良好。出租率来看，中高端及以上酒店恢复先行，经济型酒店恢复相对较低。从量价规律来看，经济型酒店领域，尽管其出租率基本都没有恢复到疫情前水平，但房价尤其下半年多数超疫情前水平；中高端房价前低后高，出租率震荡向上；中端酒店出租率恢复基本居中，价格恢复最领先。总体来看，价恢复好于量，但不同定位不同阶段略有差异。

图：今年以来酒店行业恢复：价格恢复较快且多数超疫情前，量次之



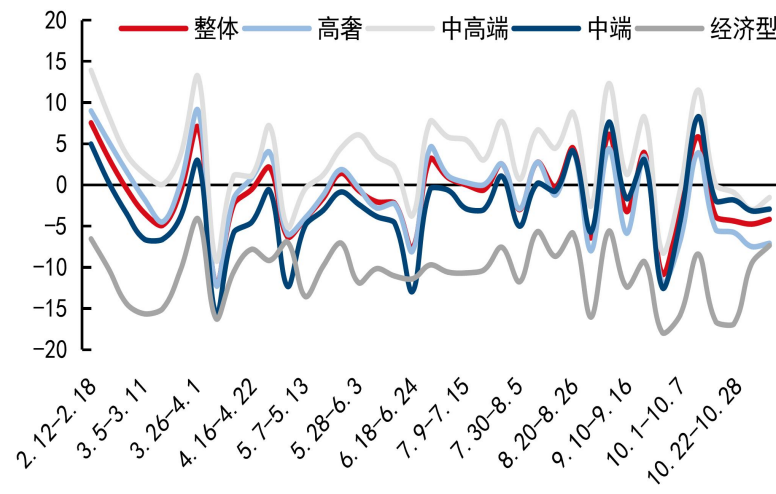
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：今年以来，各不同定位酒店房价较2019年变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：今年以来，各不同定位酒店出租率较2019年变化情况



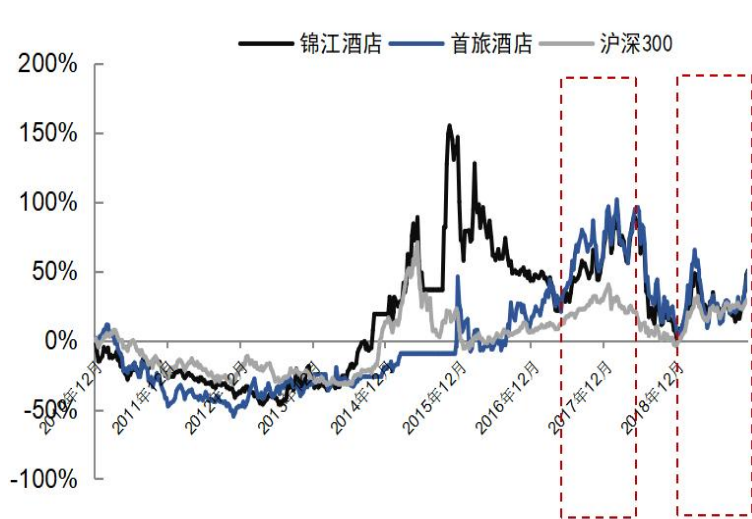
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



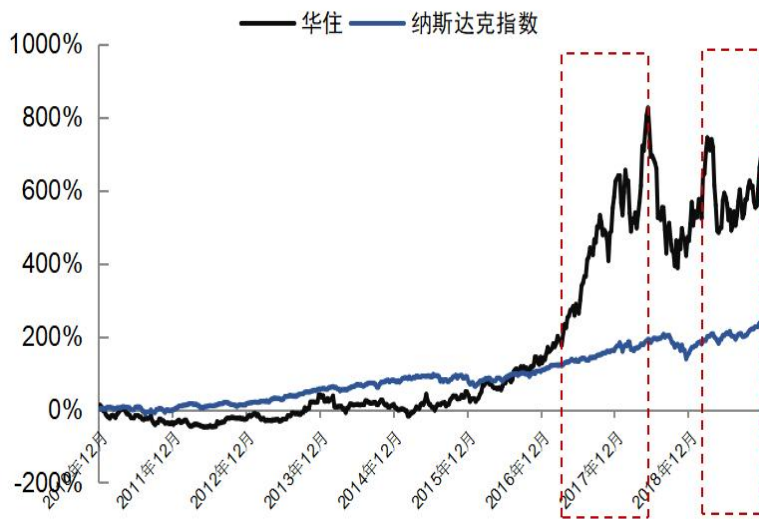
# 酒店股价复盘：震荡期仍有阶段机会，聚焦业务新变化和预期差

- 复盘2011-2019年酒店龙头股价走势，核心来自周期、成长等驱动，但股价先于基本面触底，震荡期仍有阶段投资机会。2017-2018Q1，因酒店行业景气周期上行，且中端酒店升级推动成长，酒店龙头股价上涨超100%甚至数倍；2018Q2到2019年1月初，因RevPAR增速放缓压力，股价承压下行。2019年初，在宏观经济预期低点估值低位后，酒店龙头在2019年仍然迎来两拨反弹机会，一波是2-4月，一波是2019Q4。虽然2019年酒店行业REVPAR4月后确实是逐步走低的（宏观经济+高基数压力），但股价预期先行，在2018年底2019年初股价预期先于基本面触底企稳后，基本面数据企稳或好于悲观预期即迎来一波反弹，此后震荡，随着2019年三季度后基数压力逐步消化，预期好转后，酒店龙头估值和股价又迎来阶段反弹。
- 2020-2023年：疫情三年酒店基本面承压，但酒店龙头股价逆势表现良好，核心在于行业出清，龙头集中及部分龙头自身改善预期；2023年，酒店行业迎来复苏，但龙头股价承压下行，基本重回2019年底或2020年6月起步时的位置。主要系市场对消费渐进复苏下今年底明年行业走势的不确定担忧逐步升温，从去年底今年初的乐观转向对后续的谨慎。
- 总体来看，酒店龙头近几年股价走势与基本面的差异，核心在于预期差异。但过往三年，酒店行业和龙头确有变化，如何立足新行业趋势和龙头变化，客观理性重新认识和判断，对判断其未来投资机会具有重要意义。

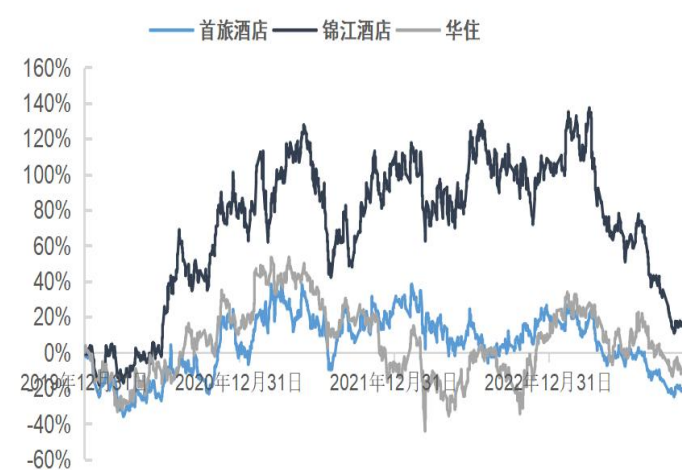
图：2011-2019年国内酒店龙头股价复盘：周期与成长驱动，震荡期仍有机会



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



图：2020-2023年，酒店龙头股价变化

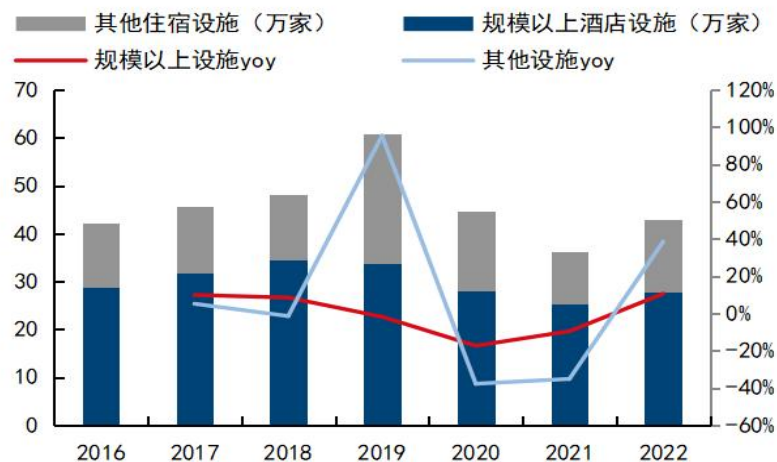


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 国内酒店供需趋势探讨：核心关注后续商旅复苏弹性和供给结构变化

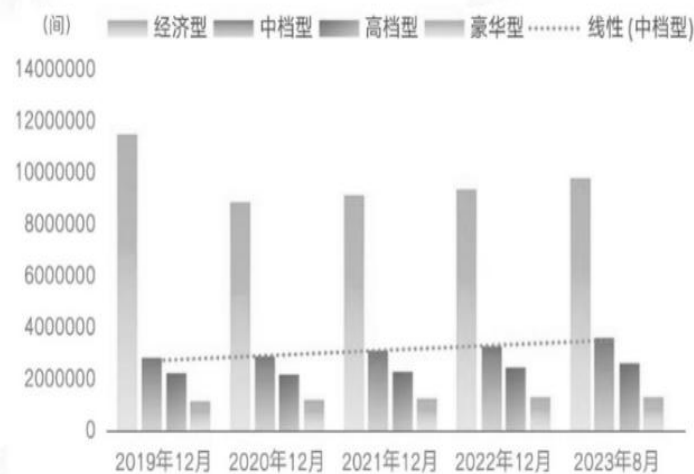
- 住宿需求含商旅出行和休闲出行，今年系“休闲强，商旅弱”。商旅今年仅渐进复苏，而休闲出行因补偿性需求释放，今年Q2Q3基数不低，但今年以家庭为主休闲出游主导下，旺季更旺，淡季更平的特点更突出，使休闲出游相对不均衡。明年若休闲出行全年更均衡释放，考虑连锁酒店龙头商旅需求为主，若商旅复苏，则酒店龙头明年需求端仍有一定改善提升空间。
- 供给层面：按盈蝶网&中国饭店业协会的数据，2022年底国内住宿酒店房量较2019年底减少19%。但据携程数智之家、同程酒店之家等OTA平台数据，今年8月底，国内各类型酒店房量较去年底进一步上升，中档型等酒店已超2019年水平，经济型酒店的缺口也有回补但尚未超过疫情前。我们认为，这一是由于隔离酒店再次投入市场，二是部分中小民宿或单体酒店重新投放市场，三是与线上化率提升，OTA平台运营酒店的渗透率提升，恢复相对较快相关。但考虑三年疫情扰动下，加盟商本身资金也有压力；地产热褪去后，后续新增酒店物业可能也相对趋缓，存量酒店转换会更加凸显；在隔离酒店和部分中小单体酒店一次性重新投放市场后，后续酒店行业整体供给增长情况仍待跟踪，可能会更倾向于稳定渐进增长。
- 需要说明的是，2020-2022年疫情影响下，虽然2020-2021年连锁酒店增速相对放缓，2022年增速又有所回升。但连锁酒店2022年仍较2019年增22%，连锁化率的提升尤其核心城市连锁化率的显著提升趋势仍然明确，从而对酒店龙头定价权提升具有重要支撑。

图：2016-2022年住宿行业变化趋势



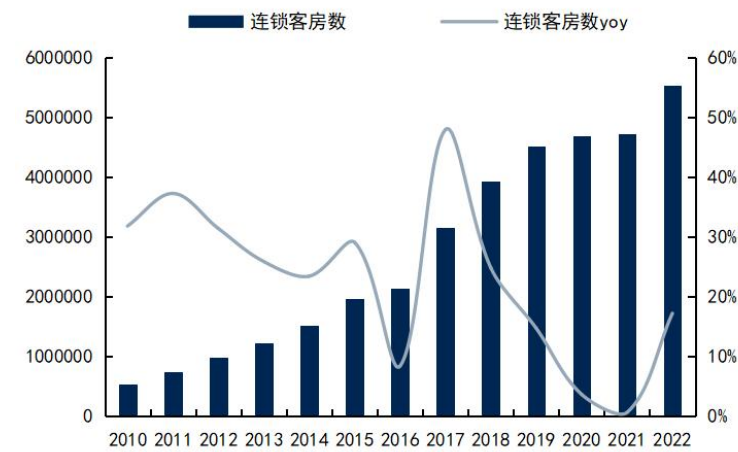
资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业市场房量供给变化（偏OTA平台运行酒店数据）



资料来源：盈蝶网及酒店之家数据，国信证券经济研究所整理

图：国内连锁酒店客房量增长情况



资料来源：盈蝶网及酒店之家数据，国信证券经济研究所整理

# 酒店中线思考（一）：产业链投资迭代，地产红利褪去后，运营收益绝对主导



- 酒店收益的构成：“物业升值收益+租金红利+酒店运营收益”三方面构成，酒店参与主体业主方、加盟方、品牌方（酒店管理公司）共享这一利益链。其中业主方更多看物业收益，加盟方兼顾租金+运营收益，品牌方一般关注运营收益。
- 物业升值收益：地产黄金时代，通过配置高端酒店品牌，提升物业价值提升获益。据空间秘探等报道，在地产黄金期，国内地产商为了提高开发地块价值，与外资品牌的高星级酒店合作，通过其品牌溢价拉动整体地块价值，以带动商业写字楼或住宅销售，以物业价值提升变现获益。这种情况下，酒店运营效率相对弱化，导致国内高端酒店部分供大于求。
- 租金红利：在有限服务酒店加盟扩张中，加盟商赚取长租约锁定的租金红利获益。在租金持续上涨阶段，有限服务酒店加盟商与业主方签订8-10年+长租金协议，提前锁定租金（租约内租金会上涨，但一般每3年按固定比例上调一次，在租金上涨期，长租租金一般相对弱于市场租金涨幅，本质是加盟商签订长期租约协议所承受的风险回报），获得租金红利。

- 运营收益：运营酒店所获得的商业化回报，受区域供求、位置卡位、品牌溢价、酒店管理综合能力综合营销。具体来看，酒店管理者通过经营酒店，以优良的收益管理和良好的成本控制获得收益回报，一般由加盟商和酒店管理品牌方共享上述收益。

图：酒店收益构成：物业升值+租金红利+运营收益

酒店收益构成	收益构成	参与方	高星级酒店	有限服务酒店
	物业升值收益	业主方	过往该收益占绝对主导	跟随地产周期升值
		加盟方		无
		品牌方	高端酒店品牌可提升物业价值	无
	+			
	租金红利	业主方		获取相对稳定租金回报
		加盟方		过往赚取租金长期溢价上涨的红利（长租约下，租约内协议租金上涨幅度低于实际租金上涨幅度
		品牌方		直营模式下过往赚取租金红利
	+			
	酒店运营收益	业主方	地产周期下供需失衡，运营收益较低	
加盟方		较少	重要收益来源，未来占比日益提升	
品牌方		依托给物业方的品牌溢价，以轻资产模式赚取较高管理费收益（固定+提成）	依托品牌管理溢价分享运营收益	
模式说明		多以业主方委托外资品牌管理或加盟外资品牌为主	多以业主方-加盟方-品牌方三方模式，特许加盟模式为主	

资料来源：环球旅讯、盈蝶网、空间秘探、迈点网等媒体报道，国信证券经济研究所整理

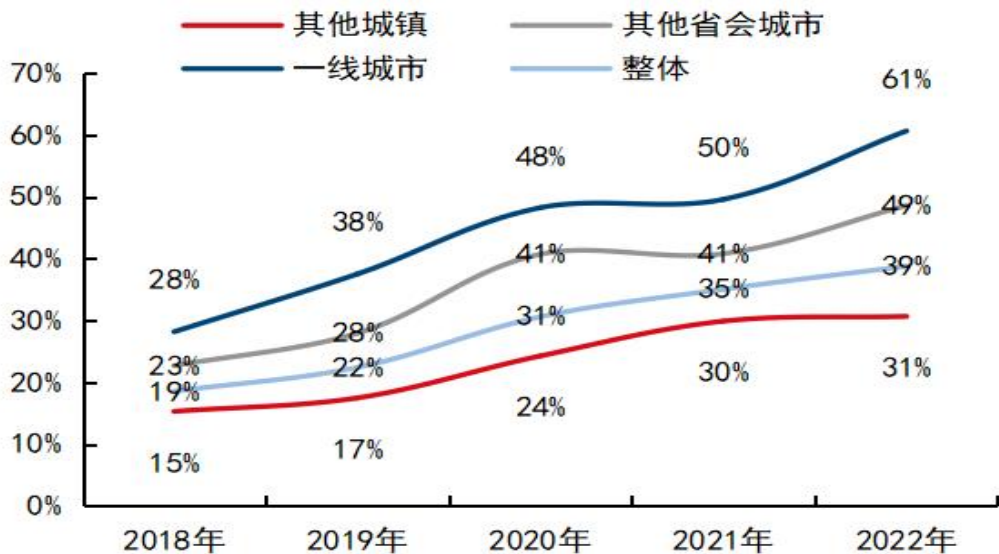
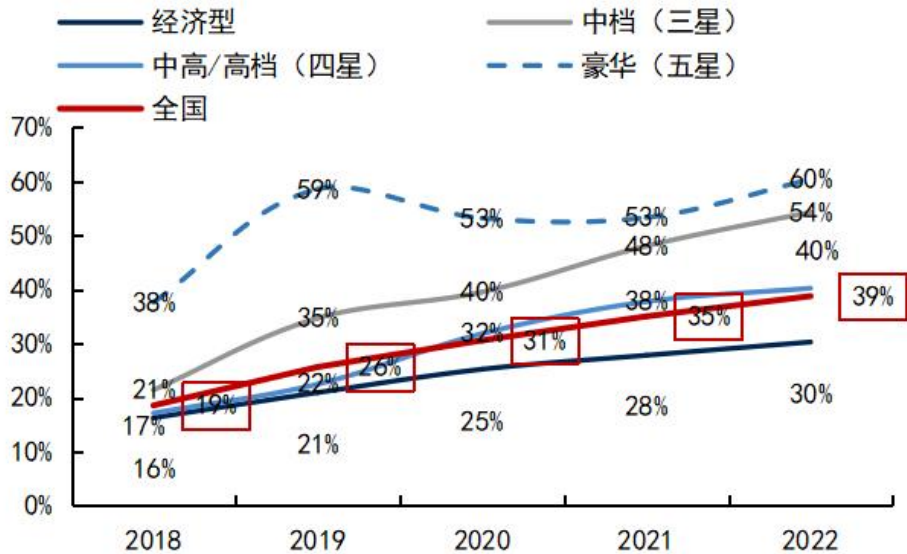


# 酒店中线思考（二）：连锁化率提升与系统和管理升级，助力龙头定价权的跃升



- 疫情前，产品同质+连锁化率低+管理支持相对不足下店长决策困境，导致酒店收益管理偏重出租率，价格管理不足。1) 产品—中低端酒店品牌溢价不足，同质化较明显，较难溢价；2) 2) 竞争格局—连锁化率此前相对不高，2018年经济型酒店连锁化率仅16%，酒店行业整体连锁化率19%，单体较分散；3) 除部分优秀龙头外，大数据系统化管理支持相对不足，酒店运营的高经营杠杆下，店长个体层面更倾向以价换量保经营稳定，分散个体博弈下导致“囚徒困境”，优先出租率。
- 疫情三年后：连锁化率与产品升级迭代明显提升，经营压力倒逼大数据系统管理优化等，加盟商投资更重运营收益，酒店龙头定价能力提升，更偏向区域最优和整体最优。1) 2022年底，国内酒店连锁化率达39%，较疫情前19%显著提升，其中一二线连锁化率从2019年的23%/28%提升至2022年底49%/61%，连锁集中优化显著，有利于酒店龙头相对定价权增强；2) 产品升级：疫情三年酒店龙头中端和中高端占比持续提升，产品差异化也带来一定的品牌溢价空间；3) 大数据定价系统支持和酒店经营管理改变，定价指导可以更精细，店长管理考核调整，区域整体价格协同管理。

图：国内酒店行业连锁化率变化：从2018年不到20%提升至2022年底的39%，经济型酒店连锁化率提升至30%，中端及以上40-60%



资料来源：盈蝶网、中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理



酒店中线思考（三）价值进阶：从门店运营到品牌溢价，从品牌管理到集团优化



- 酒店赛道龙头价值进阶：从门店运营到品牌管理，从品牌溢价到集团运营，助力龙头崛起
- 从门店管理到品牌运营：从经济型时代的成本最优到中端/中高端酒店时代的品牌运营，收益管理全面强化赚取品牌溢价。
- 从品牌管理到集团运营：前端品牌差异+集团会员运营，中台区域管理，运营打通，后台共享集成，兼顾外延扩张成长。
- 最终目标：酒店集团追求规模与质量均衡发展，使集团、品牌与加盟商共赢，打造品牌溢价，助力龙头全面崛起。

图：酒店龙头收益管理的变化

分类	2019年之前	2021年开始，2023年逐步强化
市场竞争	酒店行业连锁化率相对较低	连锁化率尤其核心区域连锁化率显著提升
品牌溢价	品牌溢价尤其经济型酒店品牌力不足	产品升级，中端和中高端升级带来一定品牌溢价空间
系统支持	定价更多依赖店长个体有限决策，大数据等系统支持很有限	大数据等支持定价，优秀龙头尤其突出，店长定价参考维度更详细
店长权限	店长对房价调整权限较大	店长拥有房价的部分定价权，区域总等介入，店长层面“提价易降价难”
酒店经营特点	高经营杠杆，固定成本高，对收入敏感度高，个体分散博弈下保出租率	高经营杠杆，固定成本高，对收入敏感度高，机构区域整体把控下更重整体收益
酒店定价	店长个体最优角度相对更偏“提价难，降价易”，容易以价换量保经营，优先出租率，提价动力不足	区域把控，整体协调，而非店长个体博弈，更追求区域收益整体提升而非各单店，带来加盟商与品牌商的双赢

资料来源：环球旅讯、空间秘探等，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：酒店赛道龙头价值进阶：门店运营——品牌溢价——集团优化

酒店龙头价值进阶	门店管理到品牌运营	效率	全国规模卡位扩张 单店模型效率最优	扩大品牌认知，匹配品牌定位与区位优势效应技术支持下，单房构造、人房比等成本优化
		会员	品牌会员流量运营	培养消费者对品牌的认可与复购
		收益	品牌及时升级迭代 有效价格管理体系	确保品牌认可度 收益管理强化
	品牌运营到集团运营	前端	品牌差异化定位与侧重发展 集团会员流量运营	品牌打造自身特色，与中后台效率平衡 品牌会员打通，培养对集团认可复购 流量互动与多元变现 不同品牌会员适度协同
		中端	分区管理，实现区域收益管理最优 品牌运营协同	更结合各区域情况定价，注重区域整体收益管理 平衡品牌运营个性差异和统一运营中台效率
			后台集成、规模高效 国内外协同	后台财务、人力、供应链等系统打通
		外延扩张	区域互补 品牌定位互补	
		最终目标	规模与质量均衡发展！（收益、效率） 酒店集团与加盟商共赢！	

资料来源：环球旅行、盈蝶网、中国饭店业协会等，国信证券经济研究所整理

# 酒店小结：不确定的周期中寻找相对确定性成长，建议中线底仓配置



- 立足当下，由于酒店龙头过往戴维斯双击/双杀特点，短期对未来周期预期的不确定制约酒店龙头表现，但是：
- 历史来看，即使震荡期，不确定需跟踪，但预期充分筑底后，也不排除阶段机会。复盘2018年底2019年酒店龙头表现（2019年行业承压下行），其股价往往先于基本面筑底，在数据企稳或好于悲观预期时仍反弹25-30%（动态估值从20x以内修复到25x左右。短期市场对后续预期谨慎，担忧高基数，但连锁酒店龙头规模卡位会员等先发护城河优势奠定基础投资价值；今年本质休闲强商旅弱，明年若商旅有所修复，配合升级迭代和收益管理，则行业龙头RevPAR仍可能企稳微增。
- 二论成长：与疫情前相比，酒店行业有无新变化？酒店龙头综合能力是否有成长？有！行业连锁化率的显著提升，龙头主动管理优化下定价权的相对增强；地产周期变化下，酒店产业链投资收益从“业主方物业升值+加盟商租金红利+运营收益”转换为运营收益的全面主导，未来行业投资和酒店集团将产生全新变化等等变化。过往追求成本最优和规模极致的时代逐步淡化，追求品牌溢价管理和酒店集团迭代最优成为未来发展核心。
- 三论长期：1）中国下沉市场的连锁提升仍有广阔空间，核心区域进一步龙头集中迭代，中高端和本土高端酒店机遇等，仍助力国内酒店龙头长期成长；2）即使酒店龙头发展进入成熟期，增长稳健，但以万豪等国际龙头为例，品牌优化和加盟模式优良现金流所支持下的分红回购等仍带来良好股东回报，助力酒店优秀龙头长期仍有溢价；3）即使宏观经济增速中枢未来持续相对稳健，从行业红利贝塔阶段（地产红利等褪去后）到阿尔法管理势能阶段，酒店的商业模式+龙头进取改善仍有助于强者更强（疫情三年龙头的成长优化也侧面验证），酒店龙头仍然具有良好的长期价值。

图：新形势下：酒店周期与成长分析思路图

酒店分析	周期	宏观经济周期	核心影响商旅需求和休闲需求，前者关联度更高
		酒店行业周期	供给变化（总量/结构变化）、行业产品升级（从经济型到中端到未来中高端与高端）
	成长	品牌/会员/集团	综合能力影响，国企/民企机制也有影响
		疫情三年变化	疫情三年的进阶差异（门店质量及升级，中后台整合）
		行业连锁化升级	酒店龙头尤其核心城市定价能力进入新阶段，收益管理能力的蜕变！！

资料来源：环球旅讯、迈点网等，国信证券经济研究所整理

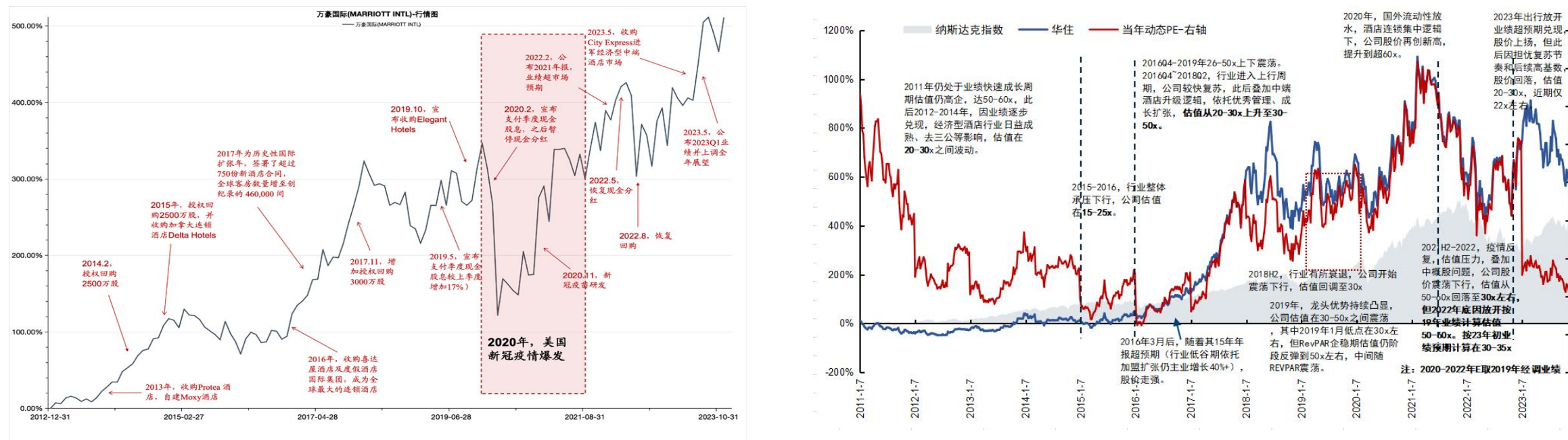
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



# 酒店小结：不确定的周期中寻找相对确定性成长，建议中线底仓配置

- **酒店龙头估值复盘：**1) 国际酒店借鉴，以万豪为例，其成熟期通过管理优化和分红回购（轻资产扩张下现金流优势）仍可带来可观投资回报，2013-2023年10年股价仍上涨5倍；2) 国内酒店：历史来看，酒店龙头估值具有明显的戴维斯双击或双杀特征。2013-2015年经济型酒店平稳震荡期（RevPAR震荡承压，成长预期谨慎）如家、华住最低估值15-18x，多数20-30x，A股仍20-30x+；2017-2019年新一轮周期中，上行周期A股龙头35-40x，华住因管理溢价60-80x以上，下行周期最低17-18x，多数在17-25x震荡，周期与成长共振期估值最高。
- **投资建议：**建议中长线投资者可底仓配置优秀酒店龙头。目前国内酒店龙头除君亭外2024年动态估值在20x上下，处于历史偏低位置。中长线来看，品牌持续升级优化，下沉连锁扩张来看仍带来成长空间，长线成熟期分红回购或有期待。结合酒店产业链投资收益构成演进、连锁集中格局变化、酒店龙头主观管理优化下定价权提升、会员贡献强化，酒店逐步集团作战下“前+中+后台”全面打通提效，我们中长线仍看好酒店龙头尤其华住集团-S、亚朵酒店的未来成长，也关注君亭未来轻重结合扩张下的业绩表现。同时，在国资经营考核强化和同行靓丽表现下，我们也关注国资系的锦江酒店、首旅酒店未来经营改善的巨大潜力，未来若市场激励进一步强化，其成长仍然值得期待，建议中线投资者可底仓配置。

图：万豪酒店、华住酒店估值复盘



资料来源：公司公告，公司官网，彭博、Wind等，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

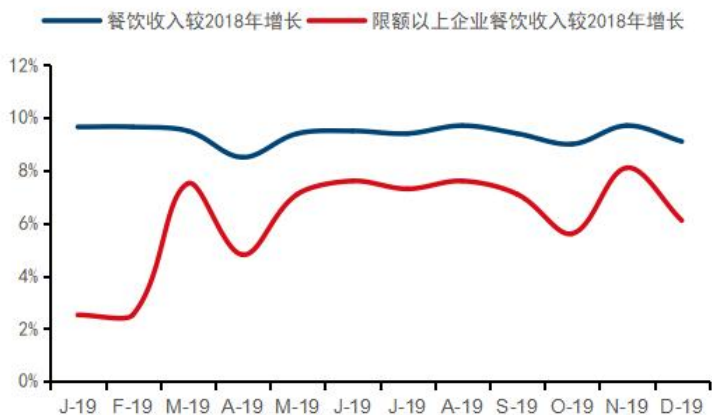
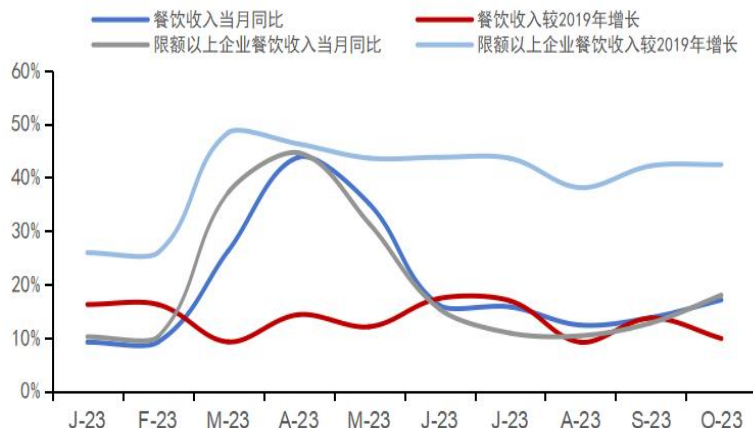
# 餐饮行业：“性价比”新时代，龙头追求高效增值与规模均衡发展

- 今年以来，餐饮板块渐进复苏，不同定位餐饮恢复略有分化。2023年前11个月，全国餐饮收入累计同比增长18.5%，在去年低基数下逐步复苏。与2019年相比，限额以上餐饮企业收入增速相对好于餐饮行业整体，与疫情前趋势明显差异（2018-2019年限额以上餐饮企业收入增速低于整体）。我们认为，餐饮龙头过去几年逆势扩张成长，抗风险能力高于普通餐饮企业，相对更趋强者恒强。从趋势来看，近两月，餐饮行业收入对比2019年增速有所放缓，预计与整体消费环境相关。
- 餐饮行业新阶段特点分析：追求性价比，龙头仍逆势规模扩张，但以高效运营提升为基础。据中国饭店协会《2023年中国餐饮消费趋势》报告，中国餐饮消费正明显呈现性价比趋势。红餐大数据指出，在2022年10月至2023年4月的半年期间，高端餐饮门店（人均300元以上）的数量占比下降，而中端餐饮门店（人均100-300元、50-100元）的数量占比上升。当然，一二线城市与三四线城市，同样性价比，价格定位仍有差异，从而也带来各类定位餐饮成长空间。面对性价比趋势，瑞幸推出9.9元咖啡、和府捞面提供10元套餐、喜茶、奈雪的定价下移等等，均为顺应新环境。其间，餐饮龙头自身运营效率是否足够强大，单店模型是否给力，成为其在消费渐进复苏中仍能持续扩张成长的核心。不同定位的“性价比”价格竞争下，龙头经营管理高效和扩张能力成关键。

图：餐饮收入当月同比增速与较2019年增速

图：疫情前限额以上餐饮及餐饮行业整体增速差异

图：高端餐饮门店占比逐步减少



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

资料来源：红餐大数据、盛初咨询、红餐产业研究院等，国信证券经济研究所整理



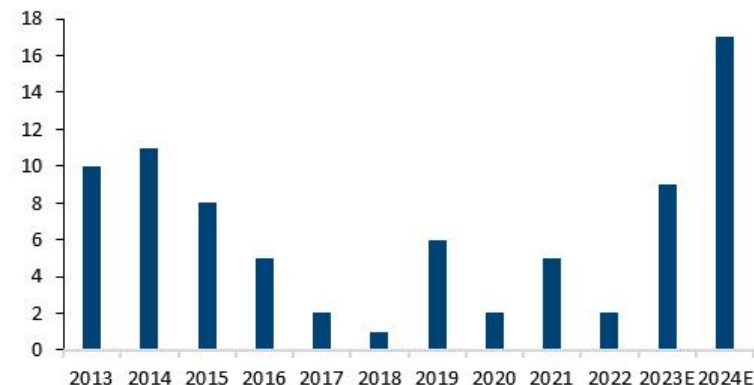
# A股餐饮宴会龙头——同庆楼：短期旺季预计趋势良好，明年扩张有望提速

- **同庆楼：区域宴会龙头，积极快速扩张，前三季度业绩较2019年同期增33%，表现良好。**公司立足安徽、江苏等，以一站式宴会服务为特色，“餐饮+宾馆+食品”三轮驱动成长。疫情3年新增经营面积近20万m<sup>2</sup>，以盈利能力更强的大店为主。今年全年预计开业9家，新增经营面积近16万m<sup>2</sup>；2023Q3末公司核心门店共52家，总面积44万m<sup>2</sup>，扩容显著。前三季度，公司收入16.8亿元，较2019年同期恢复158.8%；归母和扣非净利润各2.0/1.6亿元，恢复150%/133%，在新店开业费用增加和整体消费大盘稳健复苏下表现良好。
- **短期旺季预订趋势良好，明年计划新开门店15-21家，轻重扩张有望提速。**Q4以来，伴随宴会行业等逐步进入旺季，公司立足安徽、江苏等区域经济活跃市场，整体预订趋势预计良好。公司明年计划新开门店15-21家，经营面积预计超10万方，扩容显著。其中，“餐饮+酒店”新富茂模型目前验证良好，明年异地扩张有望开启，且上海、浙江均有储备项目，若新模型异地扩张验证，有望进一步提振公司成长空间。同时，富茂模式未来预计也尝试托管模式，进而尝试轻重结合扩张。需要说明的是，部分投资者担忧明年整体婚宴预订趋势，但考虑宴会尤其婚宴行业各区域分散，公司品牌影响力逐步提升且处于快速扩张期，未来成长预计仍有一定支撑。2016年、2019年无春年公司同店分别下降2.1%、2.9%，但合肥核心门店同比仍增长。此外，食品业务是潜在成长极，目前快速放量，前三季度收入同比增长118%，明年目标进一步翻倍。

图：公司“餐饮+宾馆”业务拓展思路

图：无春年同庆楼核心门店利润持续增长

图：公司新开门店加速



- 2023年以来上市餐饮品牌恢复节奏较为温和，上市公司多从提升自身管理效能角度着手优化经营业绩。但多数港股餐饮龙头未披露三季报。
- 百胜中国：三季度收入及利润率低于市场乐观预期，但上调全年开店指引。2023Q3公司营收 29.1 亿美元/+9%；经调整净利润2.48亿美元/+19%。同店销售额同比+4%（KFC/必胜客分别同比+4%/+2%），同店销售额增速放缓主要系客单价同比下滑较多（KFC/必胜客客单价分别同比-5%/-9%）。2023年前三季度净增1155家门店，23Q3净增500家门店，公司上调全年开店指引从1100-1300家至1400-1600家。
- 海底捞：利润表现优于我们业绩前瞻，但开店策略依旧谨慎。2023H1，公司实现持续经营业务营收188.86亿元/+24.6%；归母净利润22.58亿元/+2981.7%，啄木鸟计划以来公司积极修炼内功，单店模型保本点持续优化下行，利润率强势反弹。但近期公司承接集团度假村资产事件致市场对公司未来战略规划有所担忧，未来核心观测点在于能否重启批量开店。

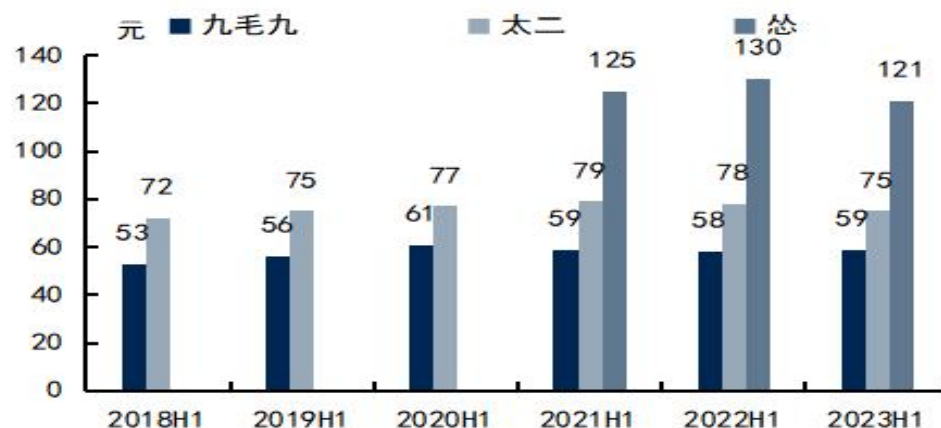
表x：港股上市餐饮行业数据跟踪

	太二	九毛九	怂	海伦司	海底捞	呷哺呷哺	湊湊	特海国际	奈雪的茶
2023春节	103%	100%		100%	90%+	124%	100%	120%	90%
2023/01	106%	104%		96%	100%	136%	103%	125%	80%
2023/02	97%	91%		107%	~98%	107%	90%	120%+	100%
2023/03	80% (同比19年)	76% (同比19年)		104%	130%+	131%	134%	118%	115%
2023/04	133%	131%	128%	101%	140%+	144%	122%	104%	120%
2023五一	126%	121%	112%	91%	~140%	232%	116%	-	130%
2023/05	108%	105%	105%	100%	~130%	160%	~100%	94%	110%
2023端午	90% (同比19年)				120%	169%	~100%	-	~100%
2023/06	105%	97%	104%	80%	120%	77% (同比21年)	72% (同比21年)	100%	~100%
2023/07	110%	99%	104%	70%	120%	84% (同比21年)	73% (同比21年)	-	~100%
2023/08	107%	97%	93%	70%	130%			-	85%
2023/09	104%	100%	84%	90%	128%			-	85%
2023中秋国庆	103%	92%	78%	85%	125%+	105%	65%(同上)	-	-
2023-10	109%	98%	77%	90%	140%	100%	55%(同上)	略有提升	80%
2023/11	116%	133%	80%	90%	160%	135%	62.5%(同上)	略有提升	100%

资料来源：国信证券经济研究所整理  
 注：2022年恢复程度的比较基准为2021年，2023年恢复程度比较基准为2022年；其中海伦司口径为同店日销，九毛九/太二/奈雪/呷哺呷哺/湊湊为同店收入，特海国际、海底捞为同店翻台率。

- **九毛九：**2023H1经营符合预期，总上调全年开店指引。公司实现营收28.79亿元/+51.6%；归母净利润 2.22亿元/+285.1%，与业绩预告一致符合预期；经调净利润2.48亿元/+258.8%。太二且维持全年120家店指引（不含2022年递延至2023年开业的13家）；而怂火锅全年开店指引由年初25家上修至35家（年初指引为25家）。
- **海伦司：**2023H1公司收入7.1亿元/-19%，净利润1.6亿元（22H1亏损3亿元），经调整净利润1.8亿元（22H1亏损1亿元）。公司通过整合供应链资源、优化物流模式和菜品创新等举措推进降本增效，后续关注合伙人计划门店（加盟模式）签约进展。

图：2018-2023H1太二/九毛九/怂品牌客单价



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 咖啡茶饮：以价换量竞争加剧，龙头加速跑马圈地和效率提升

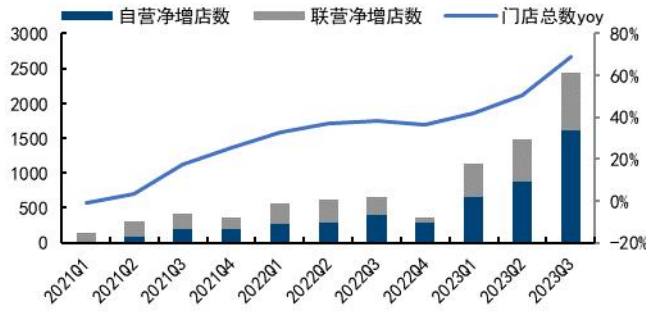
- 今年以来，在消费渐进复苏下，咖啡茶饮赛道整体趋于以价换量，平价化特征日益显著。与此同时，“高性价比”日益考验咖啡茶饮龙头经营效率和供应链水平，强规模和强管理成为核心，鉴于此，龙头一方面直营或加盟扩张均有提速，另一方面也在不断打磨优化运营水平。
- 咖啡龙头—瑞幸咖啡：Q3门店扩张及用户增长维持高位，以价换量成效显著。2023Q3公司实现收入72亿元/+84.9%，Non-GAAP净利润11.4亿元/+122.2%；净利率15.9%、环比下降1.2pct。三季度直营店经营利润率23.1%/-3.8pct，9.9元促销增加下环比降4.6pct，但仍相对良好，彰显其经营效率。2023Q3，公司同店增长19.9%，增速环比基本持平。同时，Q3末公司门店达到1.3万家/+69%，其中自营/联营各为0.9/0.4万家，月均交易用户超5848万人，创历史新高。
- 咖啡龙头—星巴克中国：门店扩张提速，同店持续渐进恢复。FY2023Q4中国区收入8.4亿美元/+8.4%，剔除汇率变动影响同比增长15%。其中同店增长5%，同店交易量增长8%，平均客单价下降3%，竞争下仍相对稳定；估算与2019年同期相比分别-20%/-18%/-2%，尚处于恢复中。FY23Q4新增门店326家，创历史记录，季末达到6806家/+13%；目标2025年实现9000家门店。
- 茶饮龙头—奈雪的茶：单店模型优化，定价下移，直营加速扩张同时下半年开启加盟。1) 公司自动化系统上线后，单店模型优化改善；2) 适应消费情况变化，定价更加平价化，量平稳，客单价下移；3) 在直营店保持较快扩张同时7月开启加盟，未来拟核心城市直营扩张+低线城市加盟扩张协同发展战略。由于消费环境变化等影响，今年公司同店收入部分阶段不及去年。

图：瑞幸咖啡增长情况



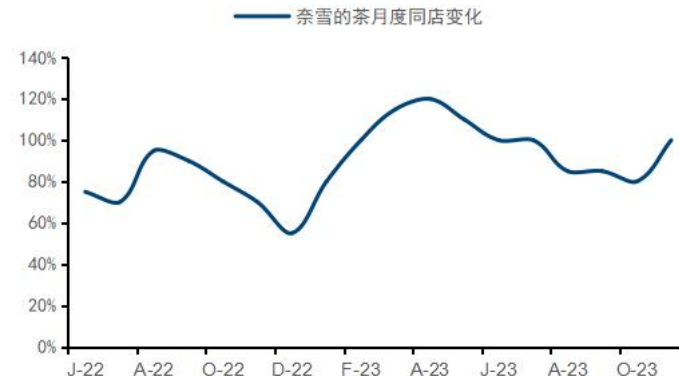
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：瑞幸咖啡门店扩张



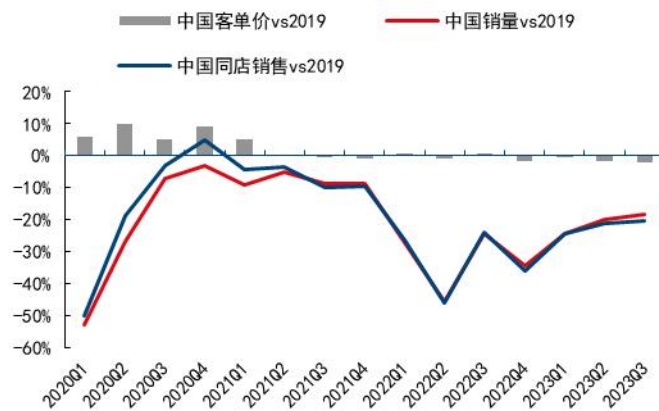
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：奈雪的茶月度同店较去年同期恢复情况



资料来源：公司公告、公司官网等跟踪、国信证券经济研究所整理

图：星巴克同店经营表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



# 景区：补偿性需求释放下，多数前三季度恢复表现靓丽，自然景区尤其突出



- 今年以来，Q1补偿性需求释放，景区在低基数下较2019Q1增速靓丽；Q2增速环比有所放缓，Q3高基数下恢复节奏仍较Q2略有提升，多数景区公司今年Q3旺季归母净利润创历史新高，整体来看在出行链中表现较突出。
- 中长途客源为主的自然景区尤其名山大川表现尤其领先，周边休闲景区则部分面临客流分流影响表现相对次之。
- 收入端：新项目或产能扩容公司领先。九华旅游因新项目推动、长白山受益于山门下移客单价提升及交通改善，天目湖受益于项目扩容及景区改造升级，收入恢复相对领先。此外，部分景区门票价格优惠增加，但整体客流强复苏下收入表现仍可观。
- 利润端：景区内外交通优化，经营改善的公司净利润恢复尤其可观。其中三特索道今年伴随国资入主发展进入新阶段，且近两年陆续处置部分亏损项目、积极改善资产结构等，利润改善最为显著；九华旅游、长白山、黄山旅游等Q3表现也较为突出。前三季度累计看，三特索道、长白山、九华旅游、峨眉山A、黄山旅游等业绩增长最突出。

表：景区公司收入和归母净利润季度表现

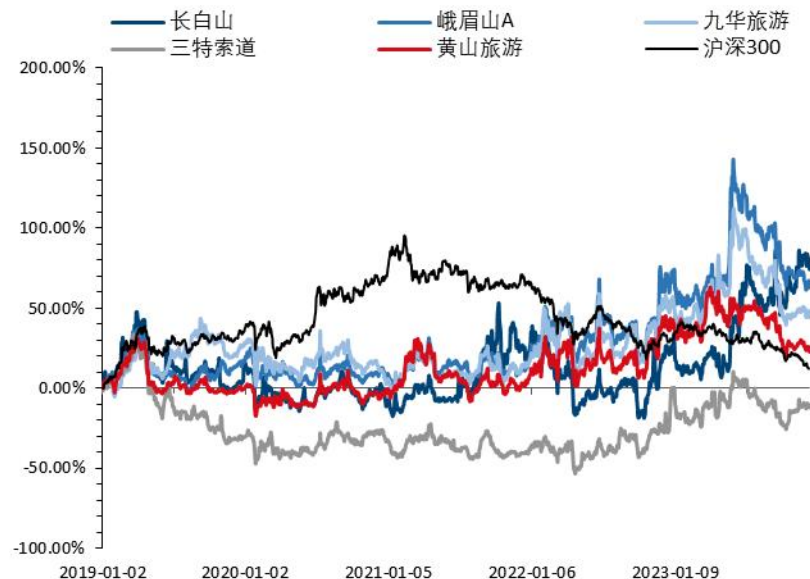
代码	公司名称	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q1-3	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-3	23Q1vs19Q1	23Q2vs19Q2	23Q3vs19Q3	23Q1-3vs19Q1-3
收入（百万元）													
002159.SZ	三特索道	109	175	239	523	160	180	239	579	47%	3%	0%	11%
603099.SH	长白山	49	80	257	385	70	98	330	497	41%	23%	29%	29%
603199.SH	九华旅游	134	156	127	417	192	188	181	562	43%	20%	43%	35%
000888.SZ	峨眉山A	255	274	344	873	238	254	330	822	-7%	-7%	-4%	-6%
600054.SH	黄山旅游	264	464	510	1239	338	499	597	1435	28%	8%	17%	16%
603136.SH	天目湖	89	131	167	387	120	163	192	475	35%	24%	15%	23%
600138.SH	中青旅	2543	3310	3692	9545	1658	2521	2556	6734	-35%	-24%	-31%	-29%
归母净利润（百万元）													
002159.SZ	三特索道	(39)	2	55	18	29	22	83	134	174%	1137%	50%	643%
603099.SH	长白山	(25)	2	106	82	(4)	16	139	152	84%	905%	32%	85%
603199.SH	九华旅游	39	42	27	107	62	49	40	152	60%	18%	52%	42%
000888.SZ	峨眉山A	19	58	109	186	70	75	116	261	262%	31%	6%	40%
600054.SH	黄山旅游	24	145	168	336	65	135	208	408	174%	-6%	24%	21%
603136.SH	天目湖	15	39	61	115	19	43	58	120	28%	12%	-6%	4%
600138.SH	中青旅	64	318	163	545	(5)	111	100	206	-107%	-65%	-39%	-62%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 景区：未来更看景区个股阿尔法变化，核心看内生外延成长潜力和管理优化

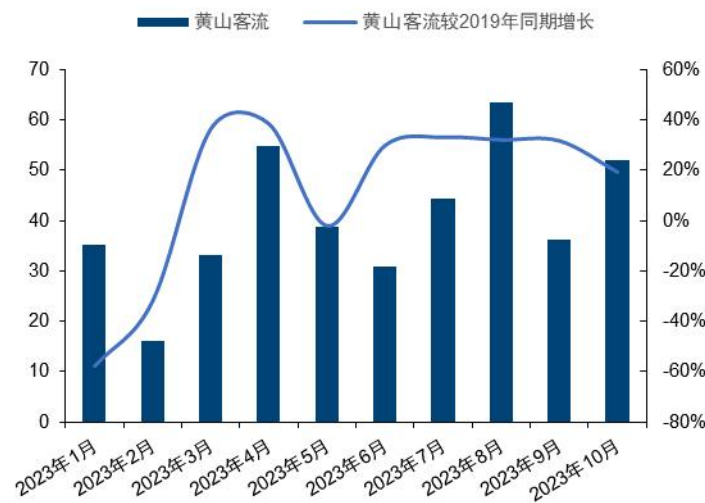
- 补偿性需求释放下的良好业绩表现，景区个股今年5-6月多数上涨，全年来看相对抗跌。个股层面，今年以来长白山、峨眉山A、黄山旅游等阶段表现最突出。
- 展望明年，预计休闲出游可能更趋多元和均衡，更看重景区自身内生外延成长能力、国企改革下的管理优化和区域交通改善。考虑今年景区公司部分客流恢复良好，明年基数相对不低，核心更看公司自身管理优化和未来成长潜力。从中秋十一来看，相比今年五一、暑期等相对更集中名山大川，今年十一出游开始更加分散，名山大川增长稳定，小众目的地积极兴起。展望明年，综合基数压力等，我们预计明年景区公司可能更加分化，更看重公司自身阿尔法成长逻辑，核心关注景区龙头门票经济全面转型，景区二次开发及外延扩张潜力、交通改善情况及国企改革下的管理优化等。

图：今年以来自然景区个股涨跌幅



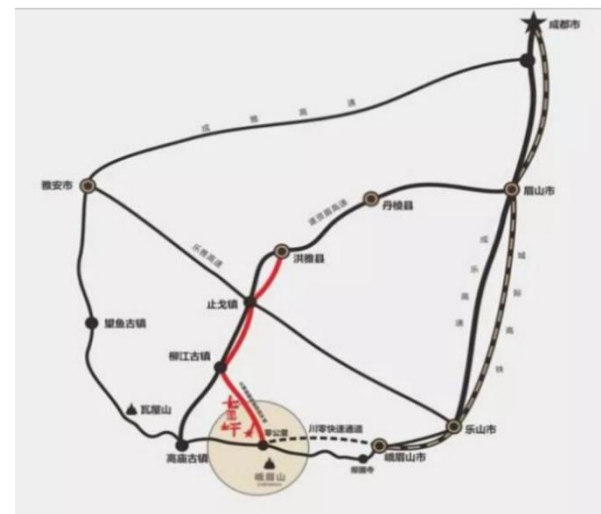
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：黄山客流今年整体明显超疫前



资料来源：黄山市，国信证券经济研究所整理

图：大峨眉西环线



资料来源：公司官网，峨眉山旅游局，国信证券经济研究所整理

# 景区：未来更看景区个股阿尔法变化，核心看内生外延成长潜力和管理优化



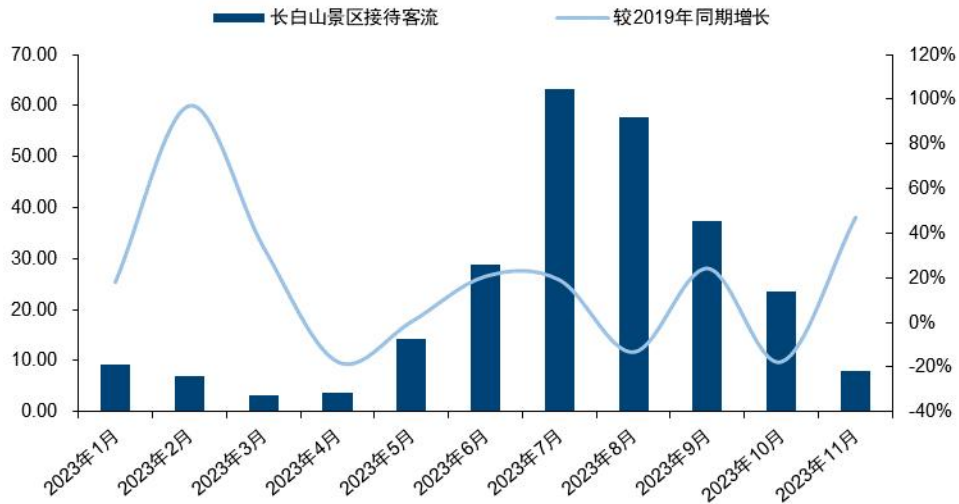
- 具体来看，我们梳理主要景区公司成长看点如下表所示，核心看公司自身未来持续成长潜力
- 三特索道：关注国资入股后的持续成长。公司近几年处置部分亏损资产，积极降低杠杆降本增效，并优化存量六大核心盈利项目今年经营业绩弹性已初步显现，后续关注国资系入主后，未来进一步成长布局。
- 天目湖：国资支持下关注景区内持续挖潜扩张。过往三年景区内持续扩容升级，南山小寨等推进中，国资支持下进一步扩张。
- 长白山：积极开发冬季产品，淡季挖潜，再融资等助力中线成长。公司主营天池往返交通车等，过往主要依赖暑期旺季盈利，其余三个季度持平或亏损。公司拟通过打造冰雪产品等，优化管理，淡季不淡，具有良好经营提升空间。今年Q2已实现盈利，Q3创新高。同时，考虑今年系疫后冰雪游首个完整经营期，趋势良好，公司旗下长白山景区11月客流淡季不淡，较2019年11月增长47%，表现良好。交通改善和再融资项目继续打开公司中长期淡季成长空间。

表：部分景区公司未来看点

公司名称	主要看点
长白山	过往依赖Q3旺季，其余季度均承压，今年客流稳定增长+北山门下移带来票价提升助力业绩大幅超疫情前，现在通过打造冰雪产品等力求淡季不淡，再融资助力，未来交通改善和景区内进一步开发助力新成长
三特索道	优化存量六大核心项目，收购东湖海洋公园，处置部分亏损资产，积极降低杠杆降本增效
天目湖	景区内持续深耕扩张及国资支持下周边外延等扩张
峨眉山A	市区到景区双线进山已通车，未来核心看金顶索道审批建设节奏、西环线&南环线全面打通等及金顶万佛顶打造；
黄山旅游	关注东黄山开发和东大门索道建设推进（预计2025年6月建成）
三特索道	优化存量六大核心项目，收购东湖海洋公园，处置部分亏损资产，积极降低杠杆降本增效
中青旅	关注乌镇经营业绩表现、古北恢复节奏及未来公司进一步扩张进展

资料来源：公司公告，公司官网、国信证券经济研究所整理

图：长白山客流月度数据



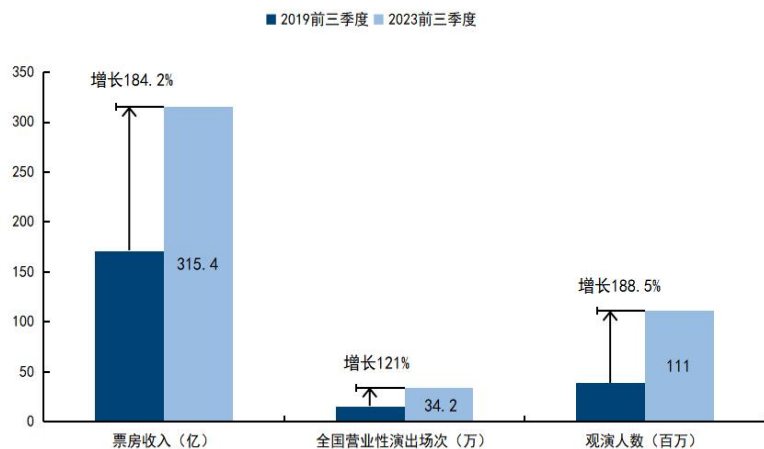
资料来源：长白山管委会，国信证券经济研究所整理



# 演艺：线下演出行业恢复性增长，龙头宋城演艺Q2\Q3加速复苏

- 国内营业性演出行业人次和收入恢复显著超疫情前，但以大型演唱会、音乐节为主。今年前三季度，全国营业性演出场次（不含娱乐场所演出）34.2万场、票房收入315.4亿元、观演人数1.11亿人次，比2019年同期增长121%、84%、188%，主要系大型演唱会、音乐节等爆发（明星IP+补偿性需求释放），同时演艺聚集街区等新模式也贡献增量。
- 旅游演艺行业：不同区域不同产品恢复有所分化。区别于强IP属性的演唱会、音乐节以及名山大川景区，旅游演艺产品由于知名度的差异，对其营销运营和产品与时俱进等方面要求较高，并非直接受益补偿需求，更看消费渐进复苏中定价管理、产品适配、营销运营等，此外还看区域景气等因素。
- 聚焦宋城演艺：渐进复苏，Q2以来逐步提速。公司核心项目今年3月8日陆续复园，前11月在核心项目恢复和新项目推动下累计场次已超疫前。今年以来到11月底，公司所有项目（含新增上海、西安、九寨、郑州）演出场次7936场，恢复到2019年水平的123%。前三季度，公司收入16.18亿元，较2019年恢复73%；归母业绩7.87亿元，恢复38%；剔除花房扰动恢复67%，较中报恢复5成+也明显提速。其中，2023Q3公司演艺主业收入和归母净利润均超2019年同期。2023Q3，公司营收8.77亿元，较2019Q3增11%；归母净利润4.84亿元（扣非4.80亿元），较19Q3持平；剔除花房影响，归母净利润较19Q3增约11%。丽江、桂林恢复超疫前，杭州项目逐步会到疫前水平，三亚恢复相对滞后，上海、西安、九寨等贡献收入增量。

图：今年前三季度国内营业性演出较疫前大幅增长



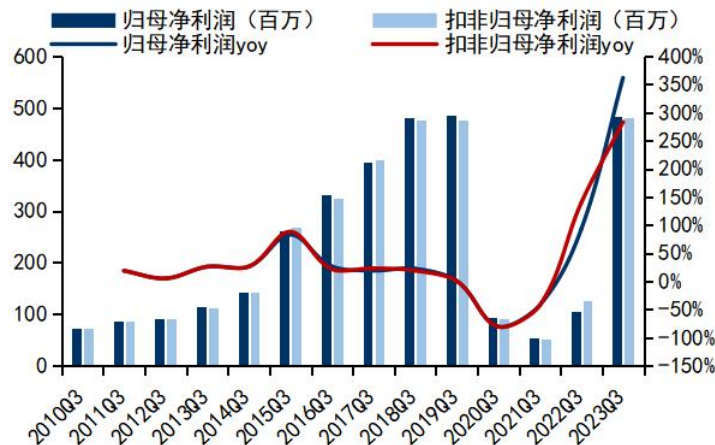
资料来源：文化旅游部、国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺2023Q3单季度收入表现



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺2023Q3单季度归母及扣非净利润表现



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

# 宋城演艺展望：明年上半年相对低基数，股权激励和项目扩张升级助力中线成长



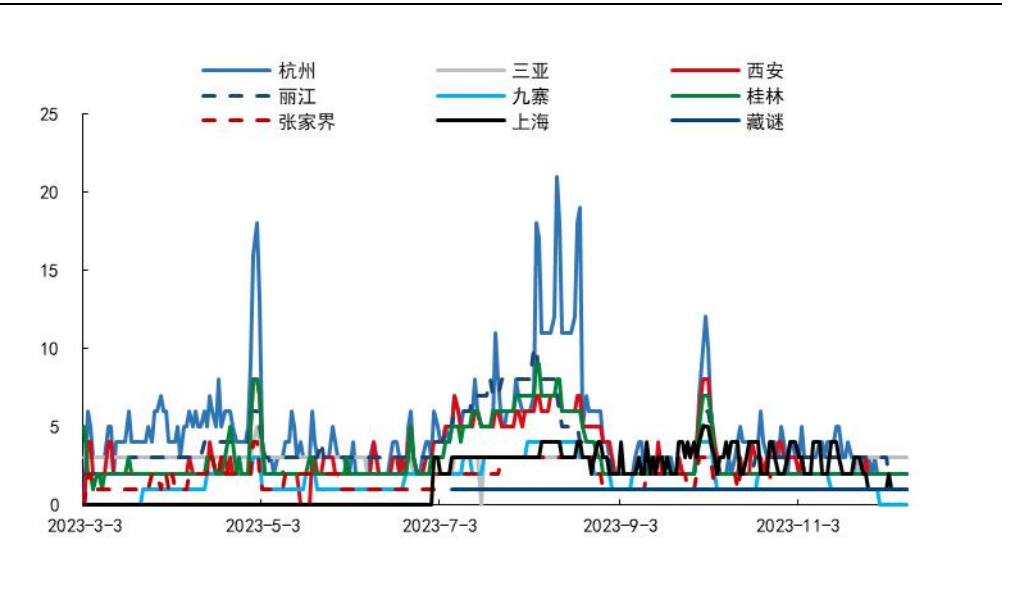
- 公司今年经营的主要亮点：1、西安、上海项目重新升级后品质突出，验证公司“改项目”的能力；2、虽行业团队游恢复滞后，但公司用抖音、小红书等方式配合各类园区活动营销推广，有效吸引散客，杭州本部恢复逐步提速，今年3月复园后，Q2以来场次逐步接近疫情前，2023Q3收入/盈利预计也基本恢复到疫情前，验证公司与时俱进调整项目营销和运营策略的能力。3）定价更加灵活，接近市场环境变化，上海等项目定价相对更具性价比。
- 明年上半年相对低基数，股权激励和项目扩张升级助力中线成长。1）相对其他中长途自然景区今年前三季度的高基数，宋城演艺明年上半年基数压力相对较小（今年中报演艺主业扣非业绩仅恢复至2019年同期的56%），且新项目今年仍在爬坡期，明年若佛山等开业贡献，杭州本部全年营业等，有望助力公司明年较快增长（估算50%以上）；2）**股权激励落地**，有望持续调动管理层积极性；且创始人2023年8月底承诺未来半年内不减持，也有望提振市场信心；3）公司自营项目有望从2019年的“3（成熟）+2（培育）”项目增至2024年“5（成熟）+4（培育）”，且存量项目承载量翻倍，股权激励有望调动管理层积极性，存量扩容成长仍可期。并且，**伴随后续文旅项目需求增加+景区升级需求**，为公司进一步外延扩张尤其轻资产扩张创造一定机遇。此外，花房问题今年底或明年上半年能明确解决，也有助于公司聚焦演艺谋成长。

图：公司股权激励方案要点

股权激励方案要点			
股权激励对象	公司高管和核心骨干不超过 365 人，包括总裁商总、黄鸿鸣（董事）、张建坤（执行总裁）、赵雪璿、陈胜敏等 5 位高管以及中层管理及其他核心人员。		
股权激励总股数	不超过 1270 万股，占公司目前总股本的 0.49%。（首次授予 1130 万股，占比 0.43%，预留 140 万股，占比 0.05%。）		
股权激励价格	6.36 元/股		
激励有效期	60 个月		
考核基数	2022 年营收		
考核目标	2023 年、2023-2024 年、2023-2025 年营业收入增长率		
触发值	相应各区间累计收入增长率		
解锁条件	按收入完成比例解锁		
解锁节奏	若 2023 年三季报前完成授予，则按首次授予起 12 个月后 24/36/48 个月解锁 40%/40%/20%；若 2023 年三季报后完成授予，则按首次授予起 12 个月后 24/36 个月各解锁 50%、50%。		
解锁条件		2023	2024
	营收目标值（亿元）	18.5	23.9
	营收触发值（亿元）	14.8	19.1
	营收目标增长率	304%	825%
	营收触发增长率	223%	640%
	2019 年参考目标值	83%	107%
	2019 年参考触发值	66%	86%
		2025	
	营收目标值（亿元）	31.2	
	营收触发值（亿元）	25	
	营收目标增长率	1506%	
	营收触发增长率	1185%	
	2019 年参考目标值	140%	
	2019 年参考触发值	112%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司主要项目每日演出场次变化

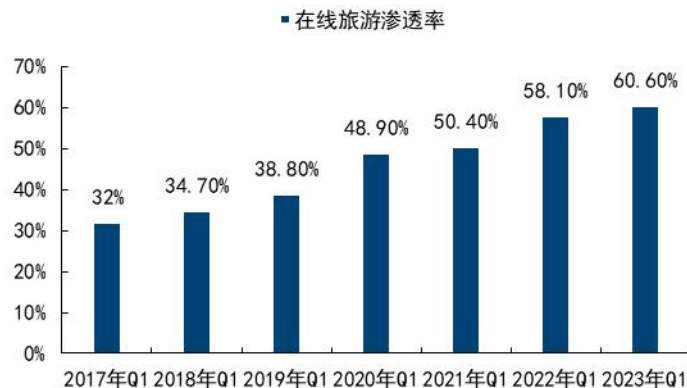


资料来源：宋城演艺官微，国信证券经济研究所整理

# 在线旅游平台：受益在线渗透率提升和补偿性需求释放，龙头业绩表现突出

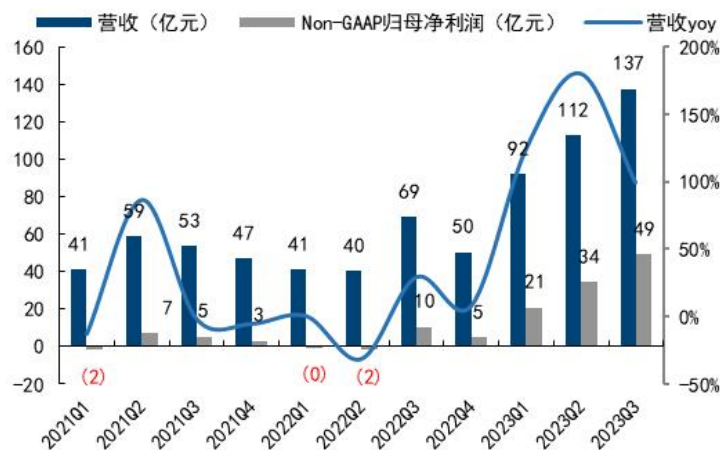
- 受益过往三年在线旅游渗透率提升+补偿性需求释放等，在线旅游龙头携程、同程今年经营业绩表现靓丽。1) 疫情三年，国内旅游在线渗透率从2019Q1的39%左右提升至2023Q1的61%，提升显著；2) 今年补偿性需求释放下，在线旅游龙头收入受益显著，国内旅游相关收入恢复均远超行业平均水平；3) 疫情三年部分龙头经营效率提升，也加速其业绩恢复和增长。
- 携程集团：出境游业务尚未完全恢复下，公司前三季度整体经调整业绩较2019年同期增长93%。补偿性需求+在线渗透率提升+疫情期间产品丰富，2023Q1-3公司收入341.9亿元、Non-GAAP归母净利润104.0亿元，较2019年同期分别增长25.1%、93.3%，Q3旺季环比上半年进一步提速。前三季度，携程利润率创当季新高，Q3达到35.6%，一是由于疫情期间优化客服成本成效显著，二是收入提升摊薄固定成本，三是上半年补偿性需求释放下，公司营销端有限，整体呈现低成本运营特征，利润增长显著好于收入。
- 同程旅行：下沉市场渗透提升推动公司收入较疫情增长超6成，但净利润恢复不及收入端，主要系营销投放增加扩大份额。公司持续扩大下沉市场渗透积累用户规模、交叉销售率稳步提升下付费用户数量，公司前三季度收入87.5亿元，经调净利润17.2亿元，较2019年同期分别增长61%、42%。

图：在线旅游渗透率明显提升



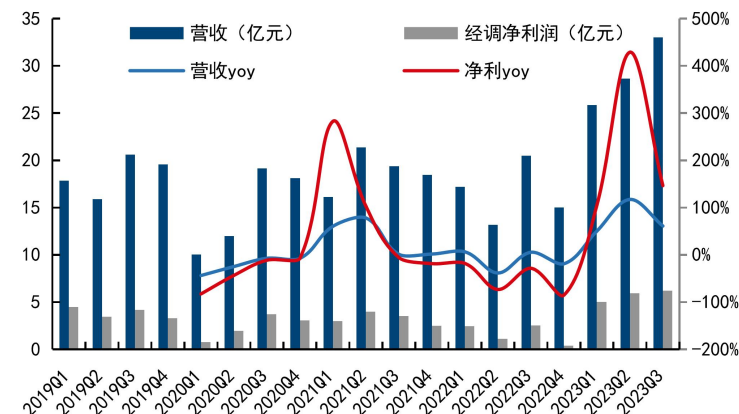
资料来源：Fastdata，国信证券经济研究所整理  
注：在线旅游渗透率=在线预订GMV/国内旅游收入

图：携程集团2021Q1-2023Q3收入及Non-GAAP业绩变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行2019-2023Q3单季度收入及业绩变化

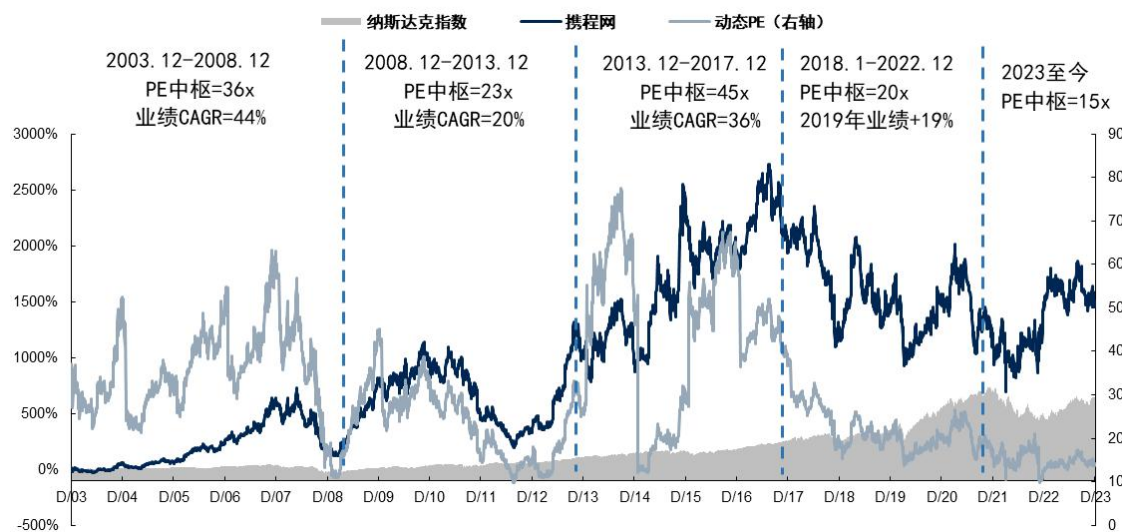


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



- **在线旅游股价复盘：业绩表现与竞争变化是影响股价的核心因素。**如下图所示，携程和同程历史估值波动，与竞争格局和业绩表现直接相关。竞争加剧期或业绩承压期动态估值在15-20x左右；竞争稳定期携程估值可达到30x以上，同程在20-25x左右。今年以来，两大龙头股价前高后低，最初因复苏预期及经营业绩超预期表现上涨，但5月后尤其下半年，由于对后续出行趋势的担忧和竞争格局的不确定，龙头股价调整。
- **未来展望：关注明年国内休闲景气，但线上化率提升、出境游逐步复苏和龙头集中变化是核心。**结合我们对酒店等行业跟踪，今年四季度以来出行恢复相对放缓，且考虑明年休闲旅游相对高基数，部分市场投资者对明年出行链相对谨慎。与此同时，在线旅游平台明年竞争情况也需要持续跟踪。但从中线来看，考虑疫后线上化渗透提升，龙头国内外供给端逐步丰富和经营效率逐步提升，其成长仍有看点。其中携程明年可关注出境游复苏可能带来的推动，而同程拟收购的出境游度假业务也有望带来增量。

图：携程集团股价复盘



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行股价复盘

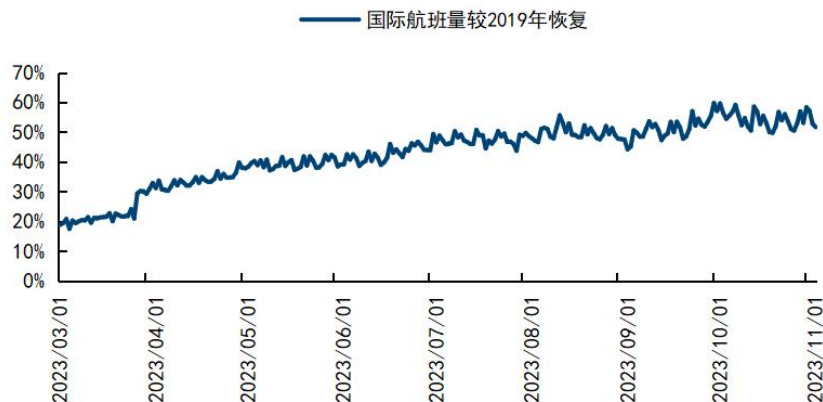


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

## 出境游：航班运力恢复5-6成后进入平台整理期，近程区域恢复领先

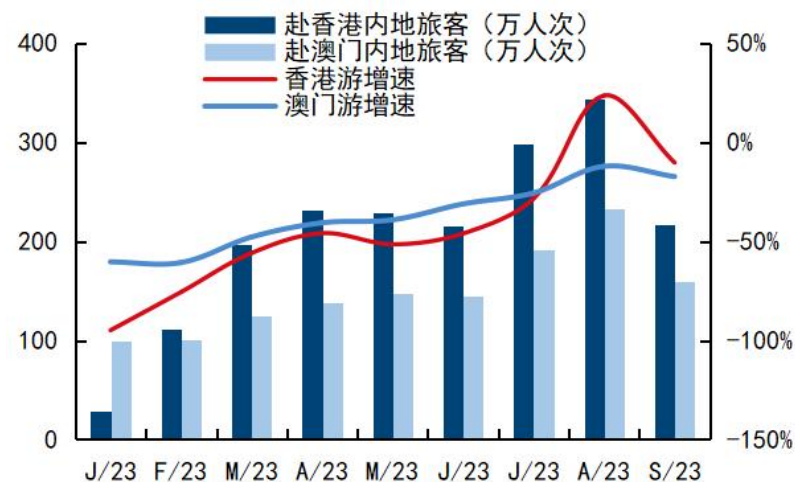
- **出境游渐进复苏，航空运力及签证仍有影响。**今年以来，文旅部分别于2023年2月6日、3月10日、8月10日，公布三批出境团队游国家名单，其中第一批第二批国家名单中传统旅游目的地较少，至第三批基本恢复了主要旅游线路国家（日韩、北美、西欧），但因受国际航班运力、签证周期等因素影响，出境游仍然渐进修复。航班运力方面，双节假期期间国际航班量日均执行量约1540班次，恢复至疫情前的57.31%（暑期恢复近5成），此后一直延续恢复50%-60%；2023年冬航委国际、地区航线分别较2019年同期-30.4%、-7.3%，航空运力改善下，预计出境游有望持续渐进恢复。
- **双节期间，进出境人次恢复85%，出行目的地以亚洲等近程区域为主。**进出境人员根据国家移民管理局数据，今年中秋、国庆假期全国边检机关共查验出入境人员1181.8万人次，日均147.7万人次，较去年同期增长约2.9倍，**为2019年同期的85%（五一恢复至59%）**。从出行目的地看，“十一”期间，热门机票目的地仍集中在中国港澳地区及泰国、新加坡、日韩等亚洲国家，其中假期前7日，境内赴中国澳门游旅客日均9.48万人次，恢复至2019同期的84%；赴港游预计已超疫前水平。同时，根据10月6日，携程发布的《中秋国庆旅游总结报告》：“十一”假期，出境游同比增长8倍多，增长较快。

图：国际航班恢复情况



资料来源：飞常准APP，国信证券经济研究所整理

图：赴港澳游恢复情况

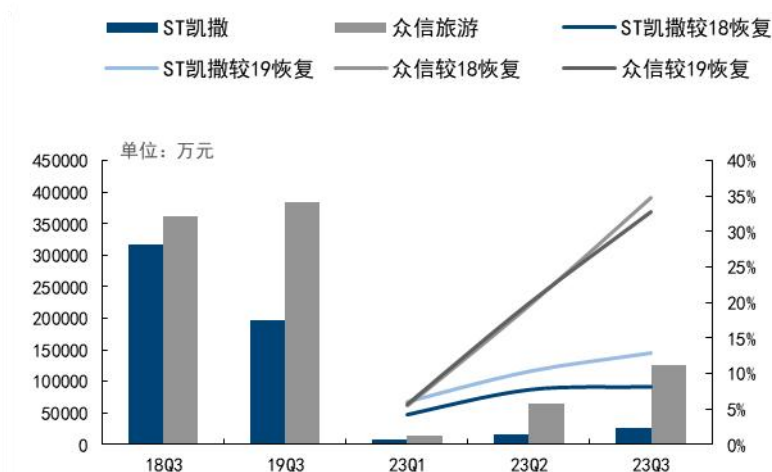


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 出境游旅行社：逐步复苏中，众信旅游前三季度盈利开始转正

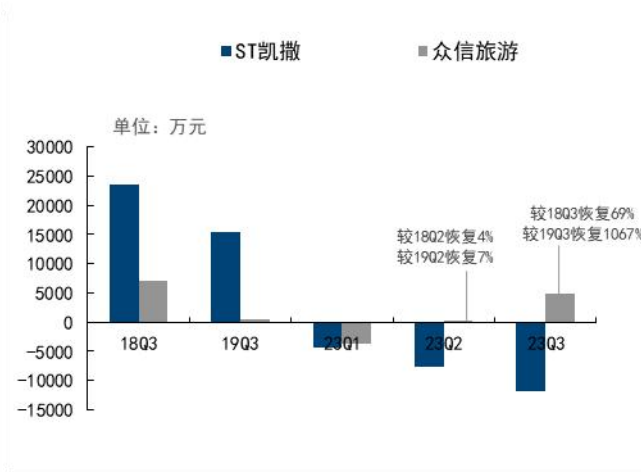
- 众信旅游第三季度业绩扭亏为盈，超2019年同期水平。2023Q3公司实现收入12.6亿元/+748.28%，恢复至2019年Q3的33%；归母净利润4866万元/+195.51%，同比扭亏为盈，较2019Q3增加967%；扣非净利润4699万元（+191.06%），较2019Q3增加1627%（2019Q3相对低基数），较2018Q3恢复69%，Q3归母业绩开始进一步改善。公司今年前三季度收入20.53亿元/+647%，归母净利润1413万元/+110%，扣非净利润1022万元/+108%。整体来看，公司今年前三季度盈利开始转正，其中Q3出境游行业逐步复苏带动盈利明年改善。
- \*ST凯撒前三季度收入部分恢复，归母业绩仍亏损拖累。凯撒旅业2023Q1-3收入4.83亿元/+69%，归母净利润-2.36亿元/+9%，扣非净利润-1.5亿元/+46%。2023Q3收入2.55亿元/+169%，归母净利润-1.18亿元/-25%，扣非净利润-0.45亿元/+50%，仍然亏损。

图：今年以来众信旅游与ST凯撒营业收入



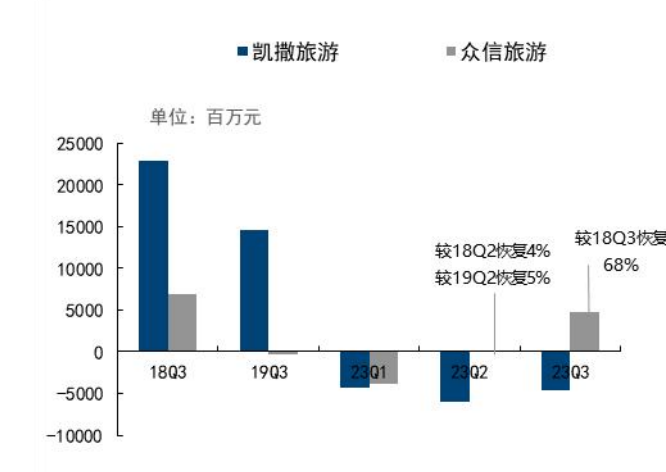
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：今年以来众信旅游与ST凯撒归母净利润



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：今年以来众信旅游与ST凯撒扣非归母净利润



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理



# 出海：关注境外自办展龙头米奥会展——存量做大、新国家拓展、专业展转型



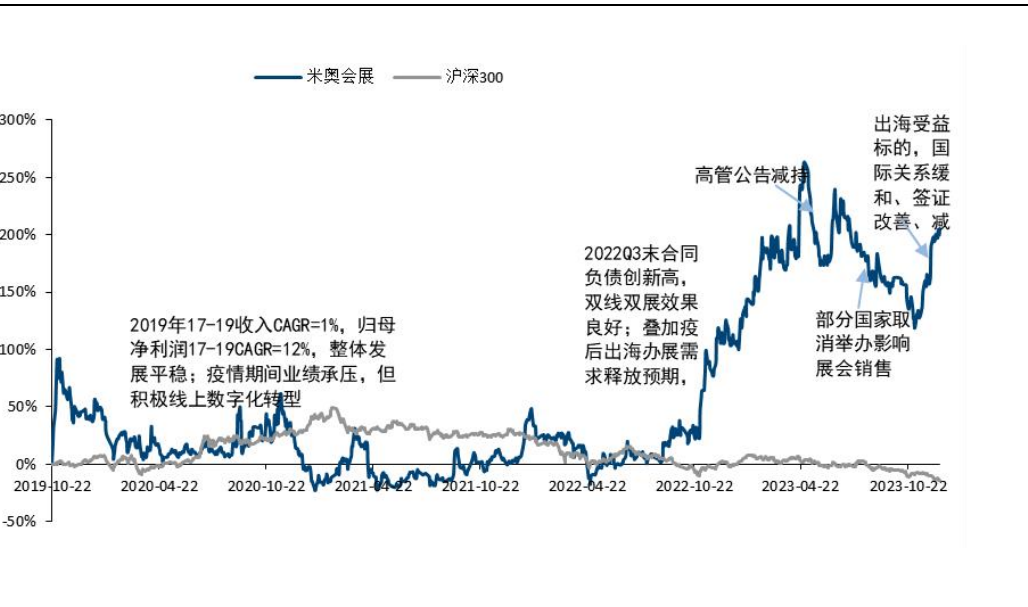
- 出海探索增量市场大势所趋，米奥会展作为服务出海企业的办展平台有望受益。今年以来，在内需相对渐进复苏而海外通胀上升背景下，各类跨境平台商和品牌商受资金追捧，而米奥会展则是其中最特殊的一个细分赛道——出境自办展展会龙头，为出海企业提供签约洽谈订单的平台，在阿联酋迪拜经过10多年耕耘已具有相当口碑，有望受益于出海信心提升，标的具有绝对稀缺性。
- 2023年线下出海办展需求回补，公司核心区域销售良好，但签证因素影响部分国家举办，股价一度承压。公司原计划在12个国家办展，实际在10个国家举办约16场展会。尽管签证及国际地缘等影响，美国、印度展会临时取消，德国销售数量相对承压。基本面因素叠加高管公布减持等，股价一度承压下行。但核心区域阿联酋迪拜仍然凭借多年口碑销售超4000个、贡献超30%，印尼、日本合计也贡献约近40%，整体全年仍能销售约1.3-1.4万个展位数，Q3末合同负债与前三季度收入已超股权激励考核（营收≥6亿）。
- 11月以来公司触底反弹，2024年核心看存量做大、新目的地拓展、专业展转型成效。受益于出海红利，且减持等负面扰动已无需担忧，公司股价触底反弹。2024年公司一看在出口继续成为企业重要依托背景下的存量展会的规模扩大；二看签证政策持续优化及航班恢复下新目的地拓展；三看内部运营、销售端组织架构的重新梳理后专业展强化。此外，新一轮股权激励推出值得期待。

表：2023年米奥会展境外自办展情况

展会月份	国家	展会名称	展会时间
3月	印尼	2023 年第三届中国（印尼）贸易博览会	3.16-3.18
4月	日本	2023 年日本亚洲纺织成衣展（大阪）	4.11-4.13
5月	印尼	2023 年第四届中国（印尼）贸易博览会	5.24-5.26
	波兰	2023 年第十二届中国（波兰）贸易博览会	5.31-6.2
6月	德国	2023 年第一届中国（德国）贸易博览会	6.5-6.7
	阿联酋	2023 年第十四届中国（阿联酋）贸易博览会	6.13-6.15
	越南	2023 年第二届中国（越南）贸易博览会	6.15-6.17
	巴西	2023 年第九届中国（巴西）贸易博览会	6.19-6.21
	墨西哥	2023 年第七届中国（墨西哥）贸易博览会	6.27-6.29
9月	土耳其	2023年第八届土耳其国际纺织展	9.7-9.9
	日本	2023 年日本亚洲纺织成衣展（东京）	9.20-9.22
	南非	2023 年第七届中国（南非）贸易博览会	9.20-9.22
11月	印尼	2023年第五届中国（印尼）贸易博览会	11.23-11.25
12月	墨西哥	第八届中国（墨西哥）贸易博览会	12.5-12.7
	巴西	第十届中国（巴西）贸易博览会	12.11-12.13
	阿联酋	第十五届中国（阿联酋）贸易博览会	12.19-12.21

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司股价复盘



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表：2024年米奥会展境外自办展规划

展会月份	国家	展会时间
3月	印尼	3.13-3.15
	越南	3.27-3.29
4月	日本	4.9-4.11
6月	印尼	6.4-6.6
	日本	6.5-6.7
	阿联酋	6.12-6.14
9月	墨西哥	9.4-9.6
	美国	9.11-9.13
	巴西	9.17-9.19
	南非	9.24-9.26
10月	日本	10.22-10.24
11月	波兰	11.6-11.8
	德国	11.12-11.14
	日本	11.27-11.29
	印尼	11.28-11.30
12月	阿联酋	12.17-12.19
	印度	12.18-12.20

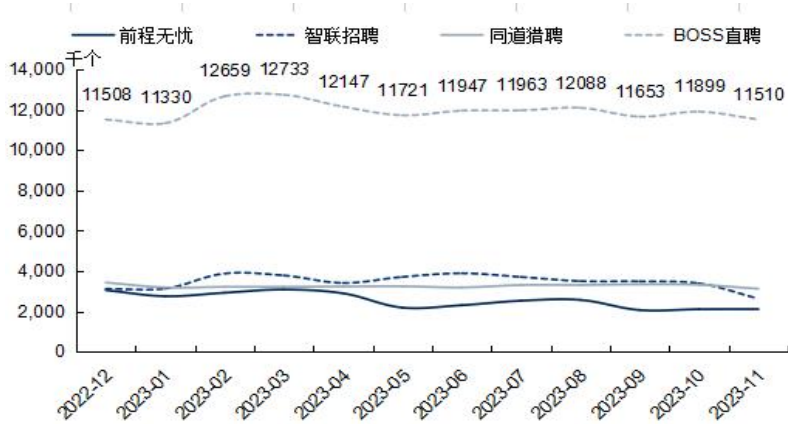
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 人力资源：企业招聘意愿复苏偏温和，静待行业触底企稳



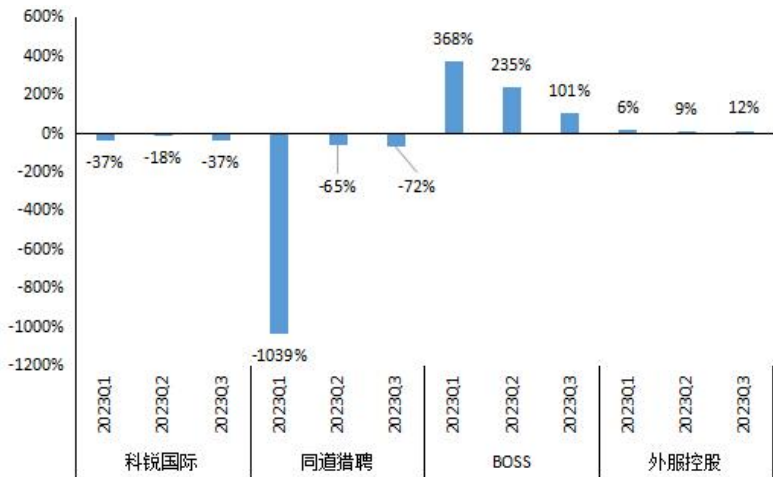
- **企业招聘意愿复苏节奏偏温和，人服公司经营表现分化。**久谦数据显示，2023年11月前程无忧/智联招聘/同道猎聘/BOSS直聘职位数分别约211/263/312/1151万，同比-29%/-9%/-1%/-5%，月度数据显示目前B端招聘意愿较之去年同期仍有差距。
- **科锐国际：短期经营依旧承压，股权激励稳定中期信心。**2023Q1-3，公司营业收入71.70亿元/+5.2%；归母净利润1.52亿元/-30.25%；扣非归母净利润1.15亿元/-40.05%。2023三季度末，岗位外包时点员工数约35100人，同比+9.3%，环比二季度末（3.27万）净增约2400人；2023Q3外包业务累计派出104092人次，同比+13.4%。12月公司推出新一轮股权激励，有助于稳定市场对公司中线成长的预期。
- **北京人力：第三季度利润表现逊于预期。**2023Q3，北京外企（FESCO）营收95.55亿元/+14.33%；归母净利润1.36亿元/-18.97%；扣非归母净利润0.95亿元/-33.16%。第三季度利润表现逊于前瞻预期（归母净利润同增21%），分析系人服行业景气度仍较低以及自身业务特点（如低毛利率的外包业务确认时点）综合所致。
- **BOSS：2023Q3收入增长超预期，净利润及经营利润达历史新高。**2023Q3，公司收入16.07亿元/+36.3%，超出前期管理层指引（同比增长29.8%~32.3%）；净利润4.26亿元/+101.1%；经调净利润（Non-GAAP）7.14亿元/+89.6%。2023Q3公司现金收款16.36亿元/+32.1%，维持快速增长。
- **外服控股：2023Q3收入47.49亿元/+31.0%、归母净利1.31亿元/+11.6%、扣非净利1.13亿元/+1.3%，经营表现彰显经营韧性。**23Q3公司经营现金流净额为6.37亿元（vs. 23Q1/Q2分别为-0.85/-3.72亿元），环比大幅改善主要受回款周期等因素影响。

图：四大在线招聘平台数据月度招聘数据



资料来源：公司公告、公司官网等跟踪、国信证券经济研究所整理

图：人力资源上市公司2023Q3归母净利润同比增速数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

01

总回顾：性价比消费加速龙头成长，出行链整体“量增价减”

02

子行业：补偿性需求支持板块阶段突出，成长分化下核心看模式与效率优化

03

美日借鉴：经济扰动期关注效率优良的有限服务酒店、快餐、饮料等龙头

04

资金面：基金持仓和外资持仓均处历史低位，板块预期较低

03

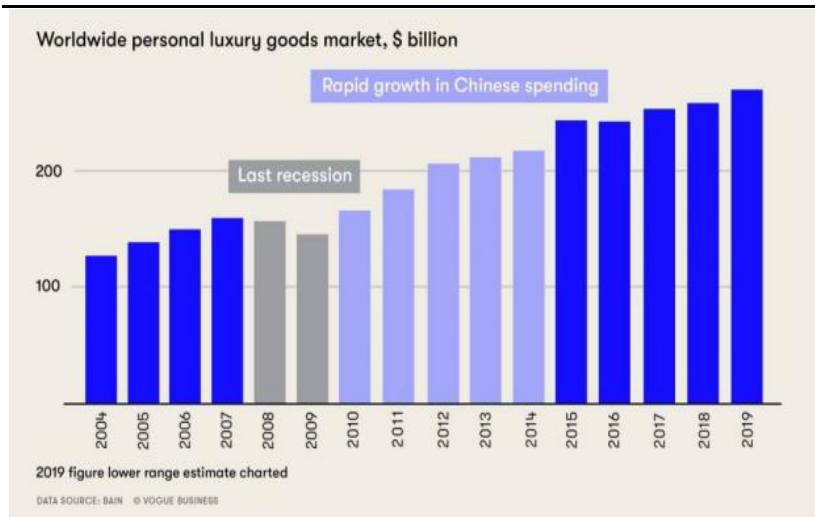
投资策略：补偿消费阶段已过，聚焦产业变革和效能提升机会



# 全球奢侈品：经济下行期奢侈品消费亦承压但影响相对可控，且后续复苏较快

- **奢侈品消费相对有一定韧性。**奢侈品核心在于品牌力保持与提升，其需求曲线并非呈下滑态势（不会一直随价格的下降而增加），主要受众为中高端人群，过往来看虽然不能完全不受经济危机等影响，但抗周期能力相对较强，经济承压时降幅相对可控，主要可以通过提价和多元价格策略和产品创新迭代追求成长。结合贝恩分析，2008-2009年的经济低迷使全球奢侈品市场的价值下降了9%。但是危机后经历了快速复苏和销售激增，恢复的主要原因系奢侈品牌地域扩张（包括中国市场的较快复苏）。
- **疫情三年影响：**如下图所示，头部奢侈品龙头（如LVMH、历峰Richemont、爱马仕HERMES）营收及归母净利润在2021年已超2019年水平，2021到2023年上半年表现均相对强势，主要通过产品提价支撑成长，销售量则相对稳健。
- **横向比较：顶奢>高奢>轻奢，品牌力系核心。**综合过去2-3年各集团表现，顶奢集团LVMH、Hermès、Richemont增速相对强于高奢集团Kering（包含Gucci、YSL等）与轻奢集团Tapestry（包含Coach等）、Capri（包含Michael Kors等），主要与各自品牌力以及由此带来的保值能力、提价能力差异相关。顶奢品牌因强大的品牌溢价能力，其客群定位相对最高端，可通过提价等推动收入增长并实现其保值增值能力，故表现最强，增长较快。

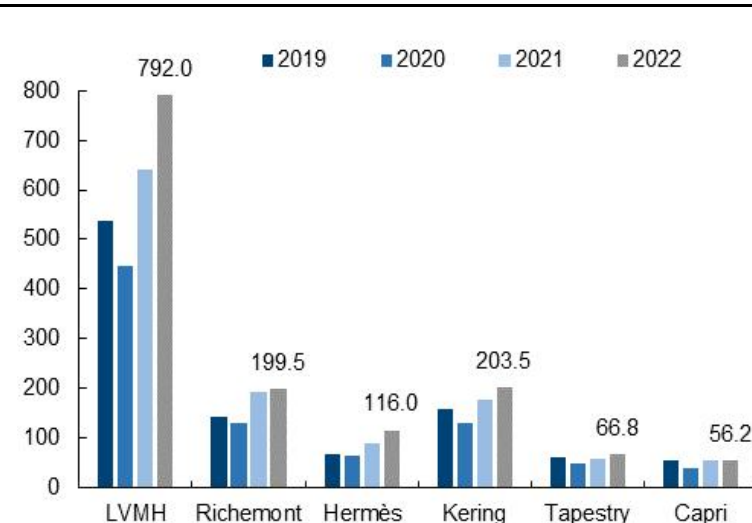
图：全球奢侈品消费：2008-2009年经济下行期仍承压，但此后复苏较快



资料来源：贝恩，国信证券经济研究所整理

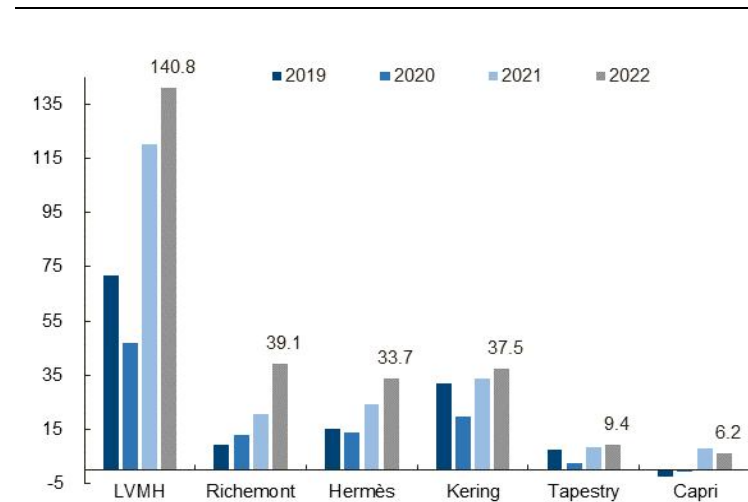
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：各奢侈品集团2019-2022年收入趋势



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：各奢侈品集团2019-2022归母净利润变化趋势



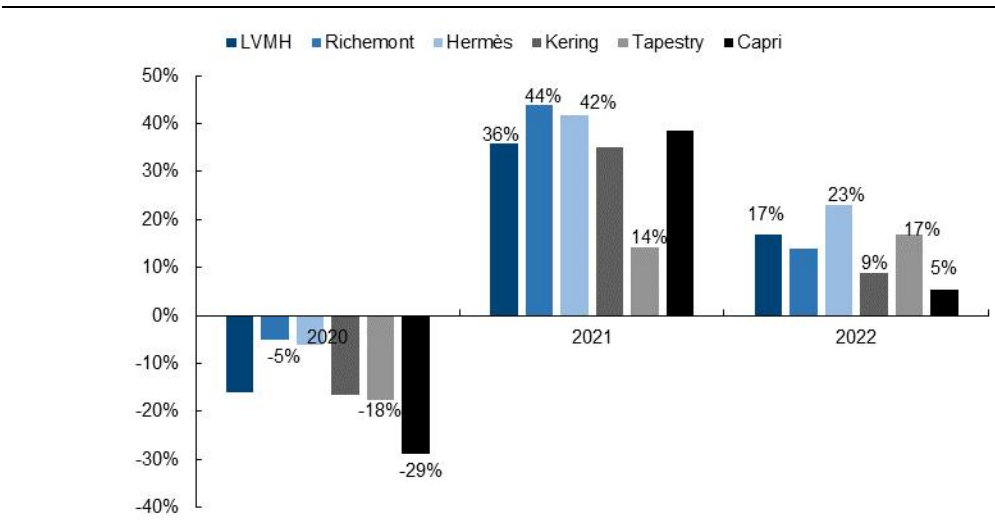
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

# 全球奢侈品：顶奢>高奢>轻奢，整体两年强势后今年Q3收入增速略放缓



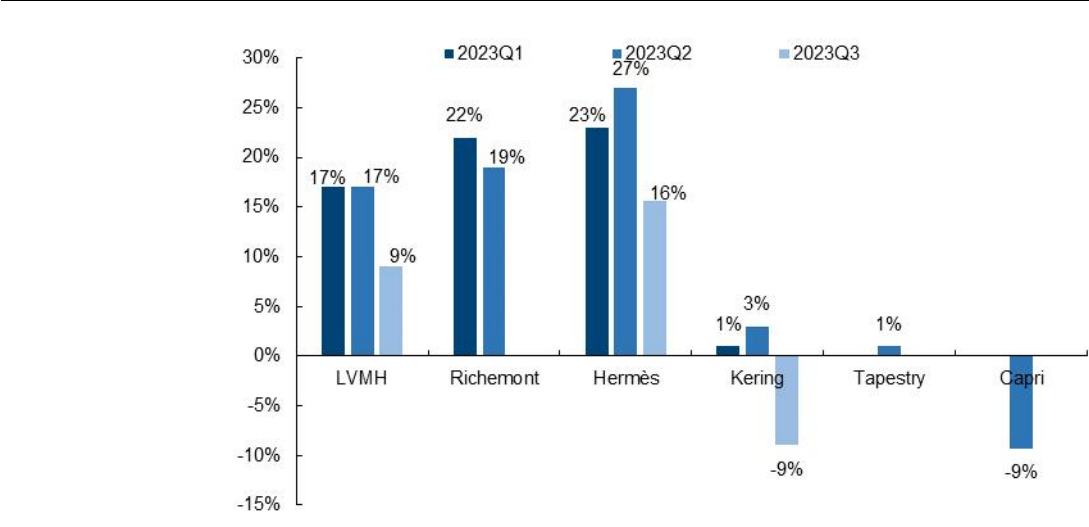
- 2023第三季度，奢侈品集团增速边际有所放缓，主要与海外整体宏观经济环境等相关。
- 顶奢集团LVMH、Hermès23Q3收入199.64亿元，LVMH前三季度营收同比增加17%/17%/9%。Hermès集团前三季度营收同比增加23%/27%/16%。Richemont集团23Q2收入53.22亿，前两季度同比增加22%/19%。
- 高奢集团Kering 23Q3收入44.64亿元，前三季度同比营收同比变化+1%/+3%/-9%，核心品牌Gucci增长疲弱。目前旗下主要品牌Gucci、Alexander McQueen 2023年已更换创意总监寻求增长。
- 轻奢集团Tapestry、Capri 23Q2增速分别同比+1%/-9%，业绩承压，两公司积极并购整合抱团取暖。
- 综合来看，顶奢仍然是消费皇冠上的明珠，虽然经济周期波动中边际可能也有起伏，但总体来看仍较强势，且未来若经济和消费预期好转，其复苏弹性也仍然可观。

图：各奢侈品集团2019-2022收入增速变化趋势



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：各奢侈品集团2023年前三季度收入增速比较



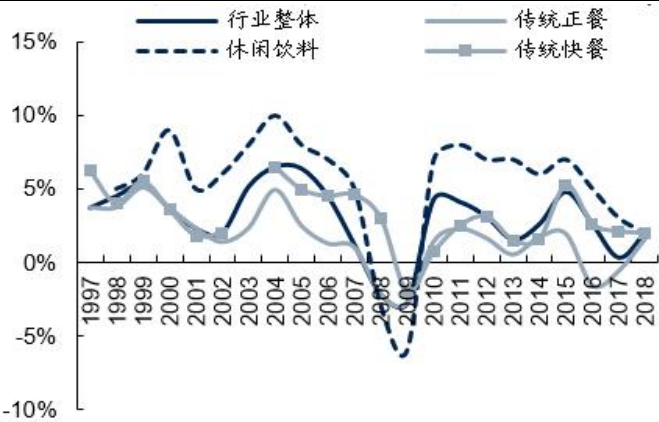
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

# 美国借鉴：经济扰动期快餐相对有韧性，正餐和休闲饮料波动，兼顾品牌发展阶段



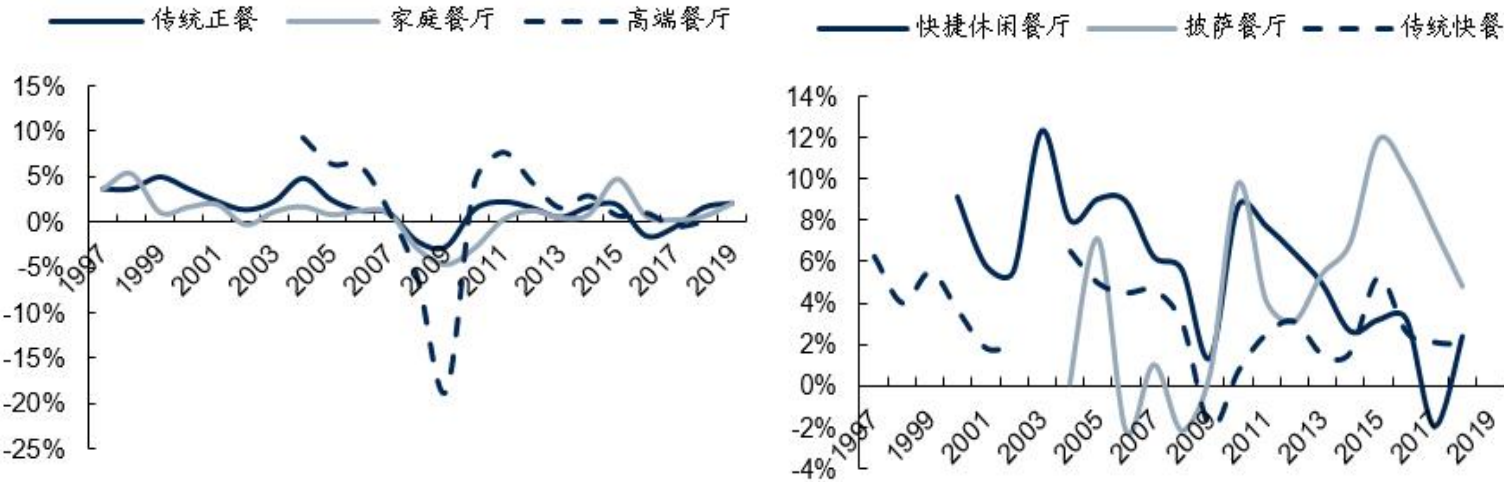
- 欧睿咨询数据显示，剔除2007-2009年经济危机区间，1997-2019年美国餐饮行业整体同店销售增速保持平稳，基本维持在2-3%年复合增速水平左右（发展前期增速在5-6%）。各子行业同店增速有所分化，休闲饮料业增速最快，快餐次之，正餐业相对平平。
- 从2007-2009年经济危机时期来看，美国快餐表现相对良好，其中品牌势能仍处于上升期的快捷休闲餐厅表现相对突出，仍基本录得正增长；传统汉堡等快餐业相对次之；正餐降幅相对大于快餐，其中高端餐厅承压更为显著；休闲饮料因高基数压力及龙头个股自身发展问题，2008-2009年承压显著，但2010年后逐步恢复较快增长，且增速领衔快餐和正餐，相对强势。
- 从股价复盘来看，传统快餐龙头麦当劳、百胜在经济扰动期股价表现最平稳，快捷休闲餐厅阶段波动但此后复苏期较快反弹；休闲饮料龙头因自身发展问题等阶段承压更现在。

图：美国餐饮行业及子行业同店增速数据



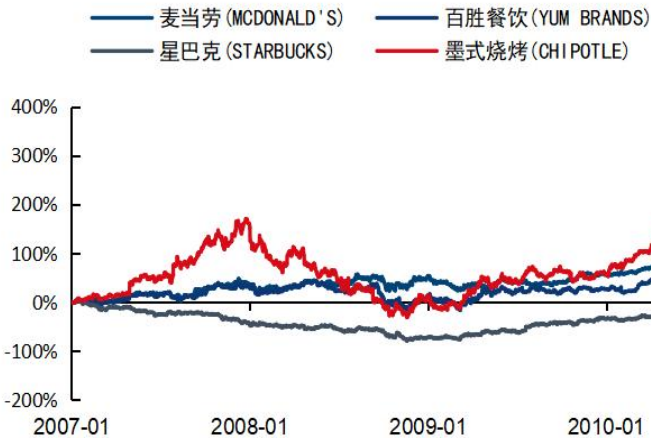
资料来源：欧睿数据，国信证券经济研究所整理

图：美国正餐及快餐细分赛道同店增速



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

图：美国代表餐饮龙头2007-2010年股价走势



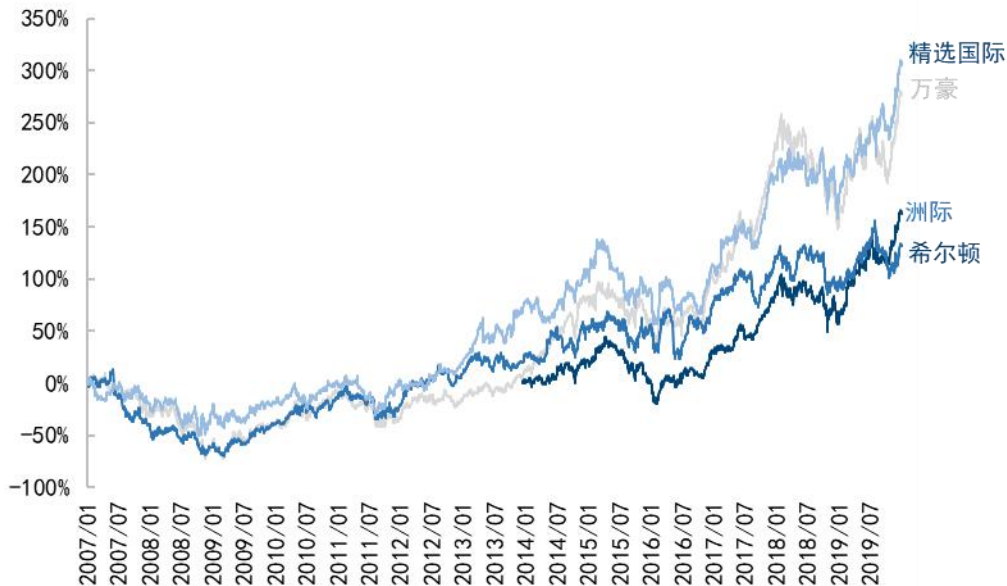
资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理



# 美国借鉴：经济波动期中高端精选酒店龙头相对良好，复苏加速期高端酒店龙头领先

- 复盘美国酒店龙头2001年以来成长：加盟占绝对主导，定位中高端和高端的酒店龙头表现整体可观，模式良好和龙头品牌管理溢价系核心。具体来看：1) 酒店龙头依托规模卡位先发优势，构筑壁垒，会员强化后助力护城河；2) 品牌力较强，管理高效、加盟连锁扩张助力成长；3) 成熟期依托加盟模式良好的现金流支持，分红回购等带来良好股东回报，助力龙头估值溢价和良好的股价表现，总体虽然也有周期波动但长期表现可观。
- 2008-2009年经济危机期间，美国定位中高端有限服务酒店（精选服务模式），以特许加盟扩张主导的精选国际酒店相对跌幅有限，且复苏初期反弹最可观，但若复苏趋势明确上行加速，万豪等高端龙头表现阶段反弹相对更可观。
- 2020-2023年疫情扰动、复苏验证及通胀扰动期间：疫情一旦边际企稳，精选国际酒店阶段反弹相对最快，核心在于中高端有限服务酒店复苏较快，但此后反弹相对不及希尔顿和万豪等，核心在于后者通胀下品牌溢价提价能力等相对较强，其中特许加盟占比越高，品牌和经营效率越强的龙头股价表现越可观。

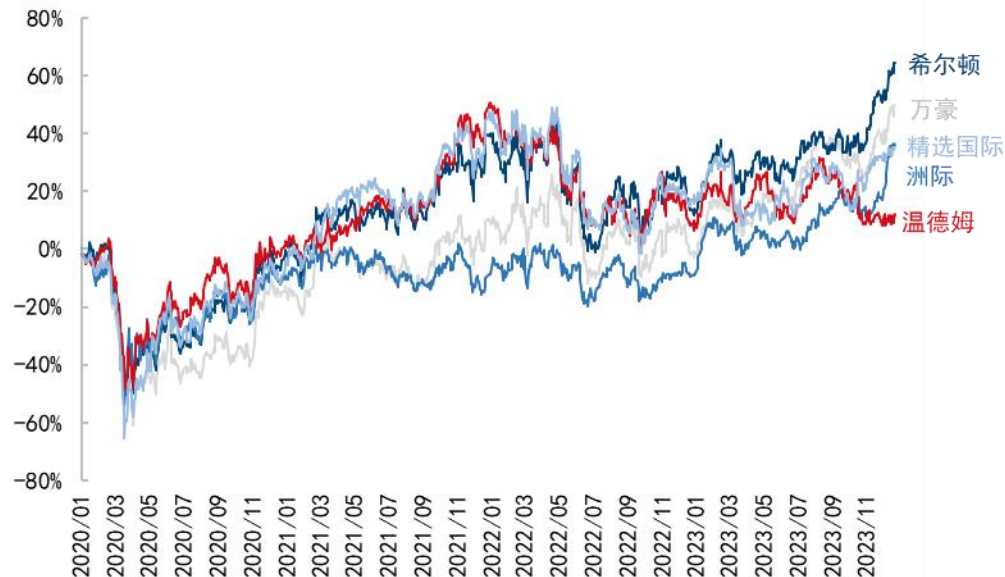
图：美国酒店业龙头2007-2019年股价复盘



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：美国酒店业龙头2020年以来股价复盘

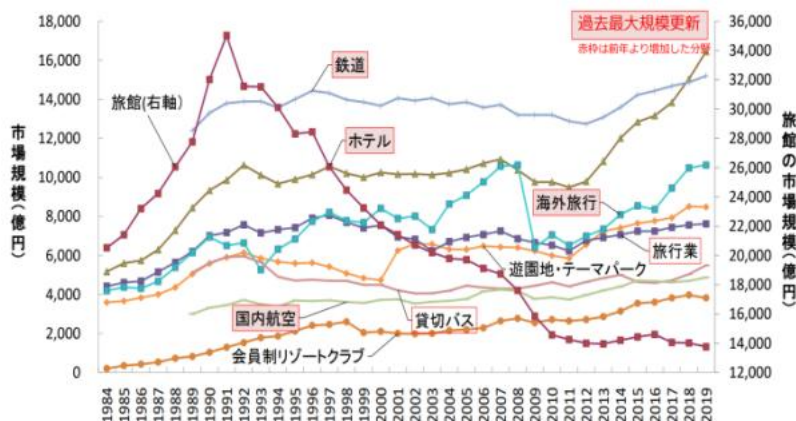


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

# 日本借鉴：经济承压期国内强IP主题公园和有限服务酒店相对良好，出境游花费降低

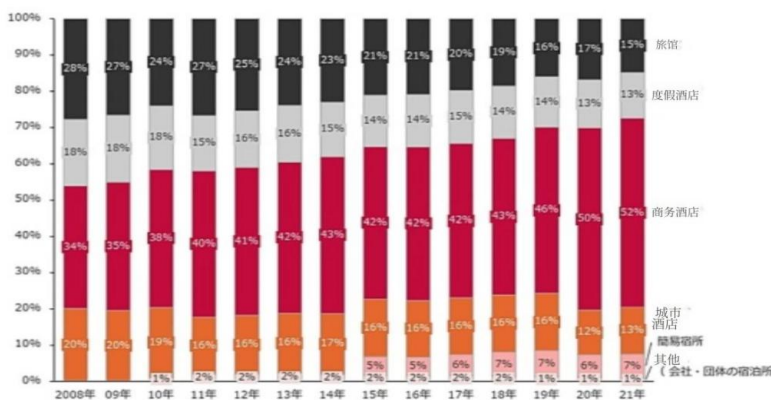
- 日本90年代后出行链表现整体分析：根据日本《休闲白皮书》，1) 国内游增速平稳，海外旅行兴起但此后花费相对谨慎；2) 住宿业结构迭代，日式旅馆衰落，酒店尤其有限服务酒店兴起；3) 出游目的地：强IP主题公园良好，其他则分化，滑雪逐年下滑。
- 1) 90年代后，因泡沫破灭，日本国内过夜游人次阶段有所下滑，主要系滑雪旅行下降所致，其他温泉、自然、美食和主题公园旅游仍良好，海外旅行阶段高增长，1996年达到峰值后震荡略上行，同时，“安·近·短”趋势下，海外旅行费用下降，更偏东亚等目的地。
- 2) 住宿方面：日本住宿业包括日式旅馆（单体、非标、多数带餐）和酒店行业。泡沫经济破灭后，日式旅馆数量逐步承压，酒店整体兴起，但酒店内部，包括宴会厅和餐饮部等高端豪华酒店仍有一定经营压力，模式精简的有限服务酒店（主营住宿业务）以性价比取胜，开店数量成倍增长。
- 3) 旅游目的地层面：主要以强IP的东京迪士尼乐园的运营商Oriental Land表现突出(1996年上市，至今股价上涨11-12x，经营东京迪士尼乐园、东京迪士尼海洋公园、迪士尼酒店等)，核心在于迪士尼IP授权（但收费比例相对较低），商品、餐饮及住宿等多元收入丰富，门票收入占比不到5成，商品销售占比近2成，餐饮和住宿25%左右，其他10%左右，且产品持续更新迭代。但日本其他区域主题公园表现平平。

图：日本餐饮业客单价同比1993年



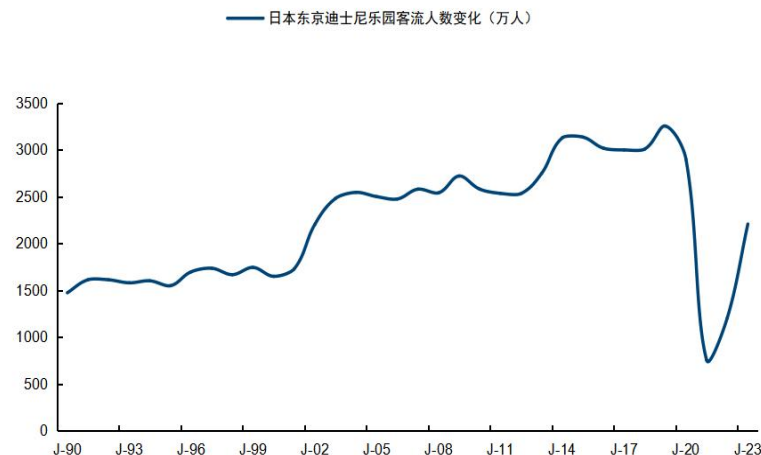
资料来源：日本《休闲白皮书》，国信证券经济研究所整理

图：日本住宿业构成变化：有限服务商务酒店占比提升，日式旅馆衰落



资料来源：日本国土交通省观光厅，国信证券经济研究所整理

图：日本东京迪士尼乐园客流量变化



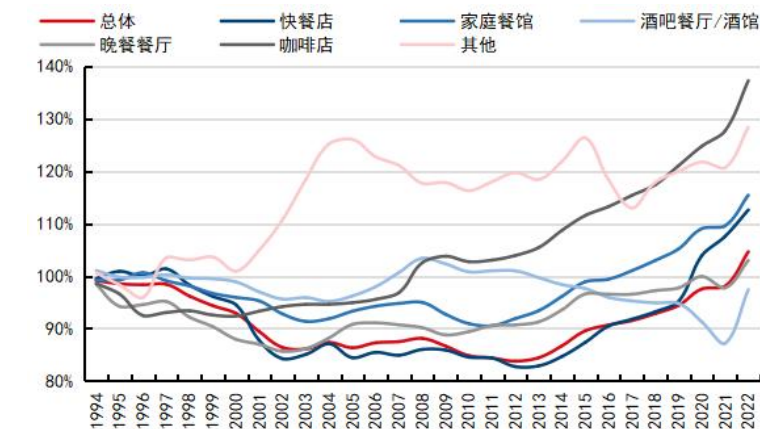
资料来源：公司公告及IR资料，国信证券经济研究所整理



# 日本借鉴：日本经济承压期各餐饮业态对比，咖啡和快餐业态表现相对领先

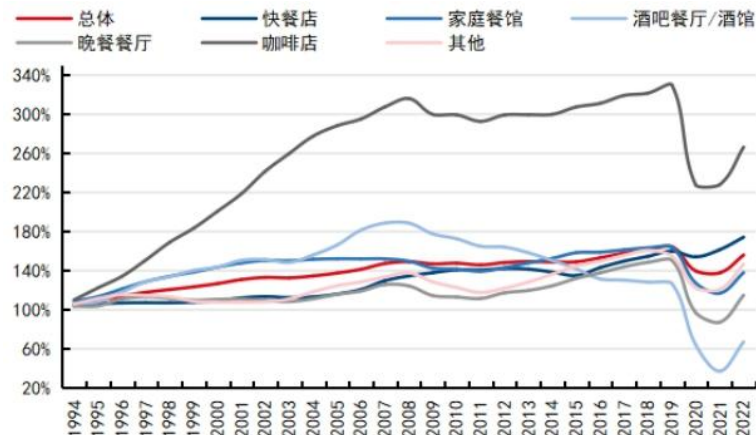
- 复盘日本90年代以来餐饮各业态成长来看：聚焦销售额，咖啡业成长最快，快餐业最稳定，酒吧类2007年之前一度增长较快，此后下行，疫情下冲击最大。
- 门店数：1993-2019年，门店扩张比例为咖啡店>家庭餐馆>酒馆>晚餐餐厅>快餐店，咖啡店整体在经济发展平稳或者下行期增长较快（除疫情期间），其他表现有分化。疫后影响看，酒馆关店最多、快餐店最有韧性；此外，除快餐店外，其他类型业态开店扩张均在2008年后开始趋于平缓，而快餐店门店增长始终稳健，追求大单品和极致高效。
- 客单价：90年代末多数承压下行后反弹，快餐店/家庭餐馆/晚餐厅在1993-2013年均有一定程度的下行，此后呈攀升趋势，且疫后客单价仍有上行，2022年客单价均超1993年水平；咖啡店客单价1993-2000年下行，此后波动上行；酒馆客单价承压波动较大，疫情下承压最显著；各业态1993年以来，客单价下行空间均不超过20%，相对有承托。
- 综合来看，在日本1990s经济泡沫破灭后，咖啡和快餐业态表现领先，咖啡增长最快，快餐最稳健（包括疫情期间），而其他餐饮业态则不同程度承压。

图：日本餐饮业客单价同比1993年



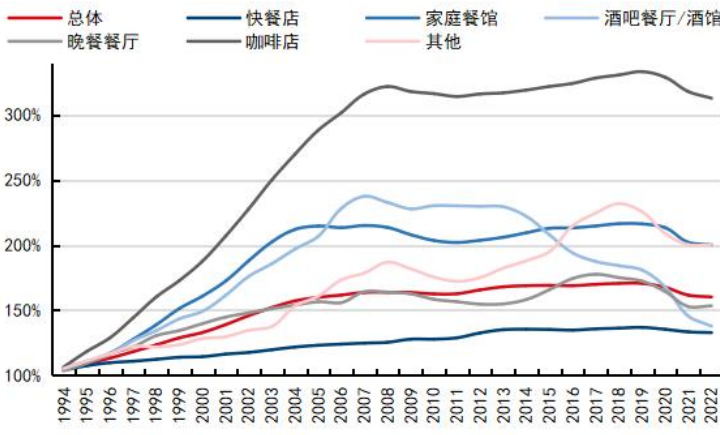
资料来源：日本外食产业协会，国信证券经济研究所整理

图：日本餐饮业销售额同比1993年



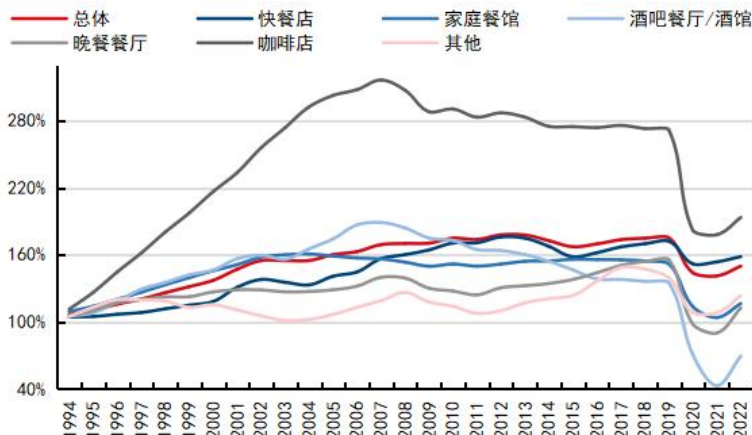
资料来源：日本外食产业协会，国信证券经济研究所整理

图：日本餐饮业门店数同比1993年



资料来源：日本外食产业协会，国信证券经济研究所整理

图：日本餐饮业客流量同比1993年



资料来源：日本外食产业协会，国信证券经济研究所整理

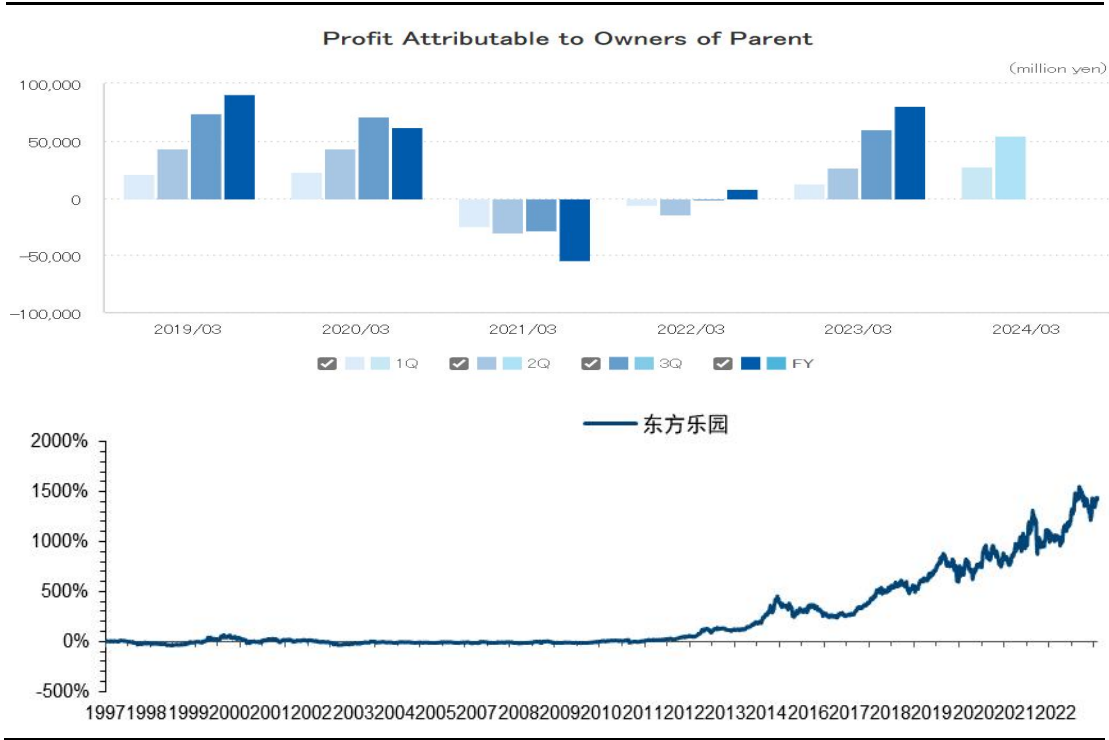


# 日本借鉴：主题公园与快餐集团过往十年孕育十倍牛股



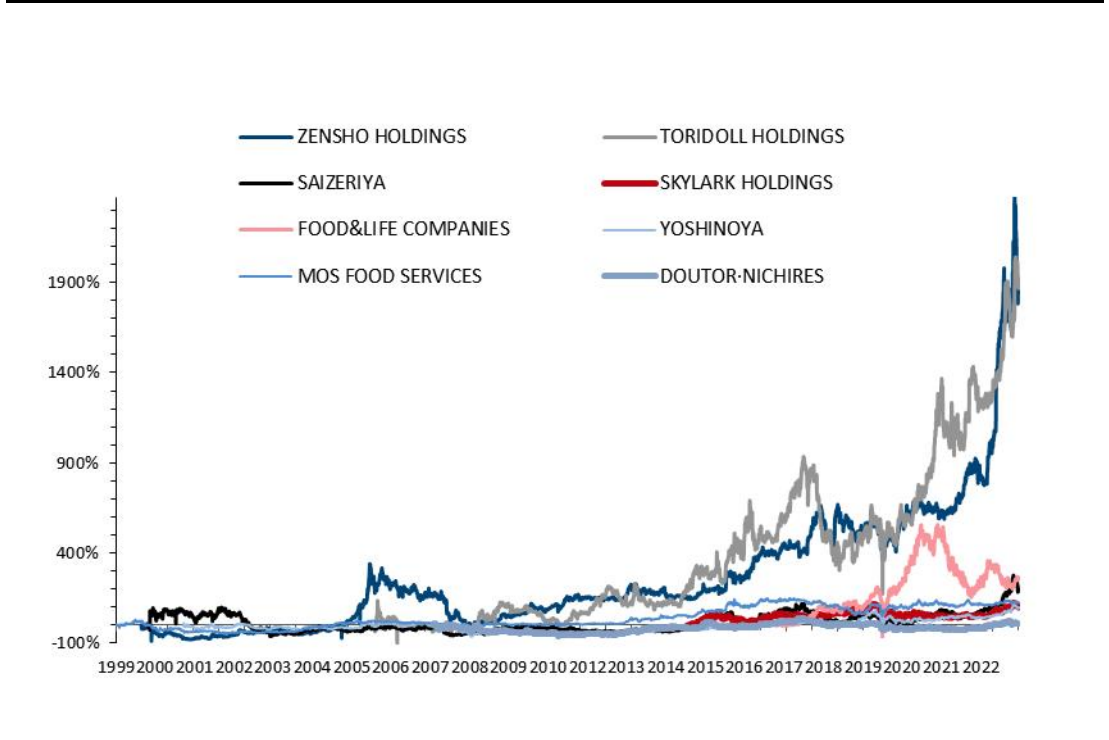
- 复盘日本出行链代表股价：东京迪士尼乐园的运营商Oriental Land、快餐集团ZENSHO、TORIDOLL股价自90年代以来成10倍牛股。
- Oriental Land（东方乐园）受益于高效本土化乐园运营，复游率及二消占比突出，盈利能力良好，股价持续抬升。疫情后公司跳出追求入园人数增长的常规逻辑，充分挖掘既有客群的消费潜力，FY2024Q1/Q2公司收入与归母净利润均超疫前同期水平，恢复领先，继续支撑股价向上突破。
- 性价比快餐集团国内构筑内生基本盘，依托并购及出海扩张，股价持续向上。复盘日本代表性餐饮企业，ZENSHO（代表品牌：食其家）、TORIDOLL（代表品牌：丸龟制面）依托性价比刚需定位（背后是高效供应链与门店运营支撑）及内生与外延的多品牌平台运作模式，业绩持续抬升。而因产品推新等不足与管理体系问题品牌相对老化及偏高端定位的公司股价走势相对平淡。

图：东方乐园股价复盘



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：日本餐饮品牌股价复盘



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

01

总回顾：性价比消费加速龙头成长，出行链整体“量增价减”

02

子行业：补偿性需求支持板块阶段突出，成长分化下核心看模式与效率优化

03

美日借鉴：经济扰动期关注效率优良的有限服务酒店、快餐、饮料等龙头

04

资金面：基金持仓和外资持仓均处历史低位，板块预期较低

03

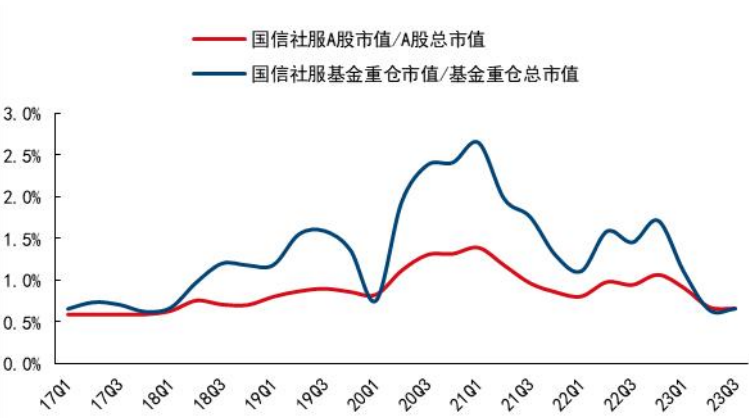
投资策略：补偿消费阶段已过，聚焦产业变革和效能提升机会

# 基金持仓：板块目前处于中性配置状态，权重股持仓较此前高点减仓显著



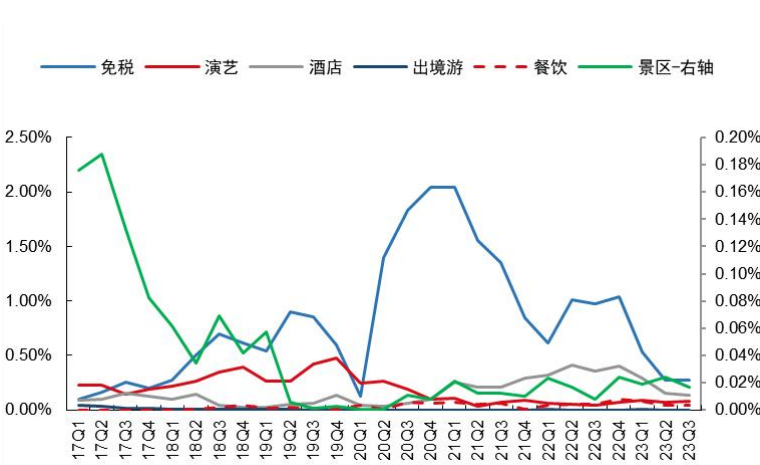
- 由于一季度、三季度基金披露重仓股数据，而非像半年报和年报一样披露全部持仓数据，因此以下测算主要通过重仓股情况进行分析。
- 2023Q3末，社服板块在基金中按中性配置（相比行业在A股市值占比），配置处2017年以来最低位。2023Q3末国信社会服务板块基金重仓持股比例为0.66%（开发式基金，国信社服板块重仓股票市值/所有基金重仓股票市值），国信社服板块占A股市值0.67%，中性配置。
- 子板块：国内线下出行板块遭减持，人资与在线旅游获增持。前三季末较去年底，人资、OTA、演艺获增持，持仓比各增0.016、0.008、0.006pct，出境游持平，教育、酒店、免税、餐饮、景区遭减持。**Q3末演艺、教育、人资处超配状态，其余基金持仓小于市值占比。**
- 前十大基金重仓股：过往基金偏好的免税酒店已低配。中免锦江首旅居减持前三，人力宋城同庆楼同程旅行获增持。前三季末VS去年底，权重股减仓明显，中免、锦江、首旅各减持0.742、0.168、0.083pct；北京人力、同庆楼、同程旅行、宋城演艺各获增持0.023%、0.010%、0.006%、0.004%。权重股方面，基金自17年起开始增配中国中免，于20Q4达到最高点（2.04%），此后回落，23Q3末为0.22%；锦江、首旅于22Q4达到最高点，此后回落至0.1%之下；宋城持仓19Q4底达到0.47%，疫情期间回落，目前变动至0.08%，均处历史低位。

图：社服行业基金配置与市值占比：目前处于17年来最低位



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图：社服子行业基金重仓持股市值比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图：前10大基金重仓股持仓情况

	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q2	23Q3
中国中免	0.599%	2.039%	0.844%	0.966%	0.219%	0.224%
锦江酒店	0.109%	0.076%	0.234%	0.257%	0.101%	0.089%
宋城演艺	0.473%	0.102%	0.091%	0.073%	0.072%	0.077%
王府井	0.001%	0.001%	0.003%	0.077%	0.053%	0.052%
首旅酒店	0.031%	0.020%	0.059%	0.127%	0.043%	0.045%
北京人力	0.000%	0.000%	0.000%	0.018%	0.034%	0.041%
科锐国际	0.011%	0.021%	0.039%	0.030%	0.025%	0.025%
海底捞	0.004%	0.031%	0.000%	0.027%	0.013%	0.017%
同庆楼	0.000%	0.000%	0.000%	0.005%	0.005%	0.015%
同程旅行	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.012%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

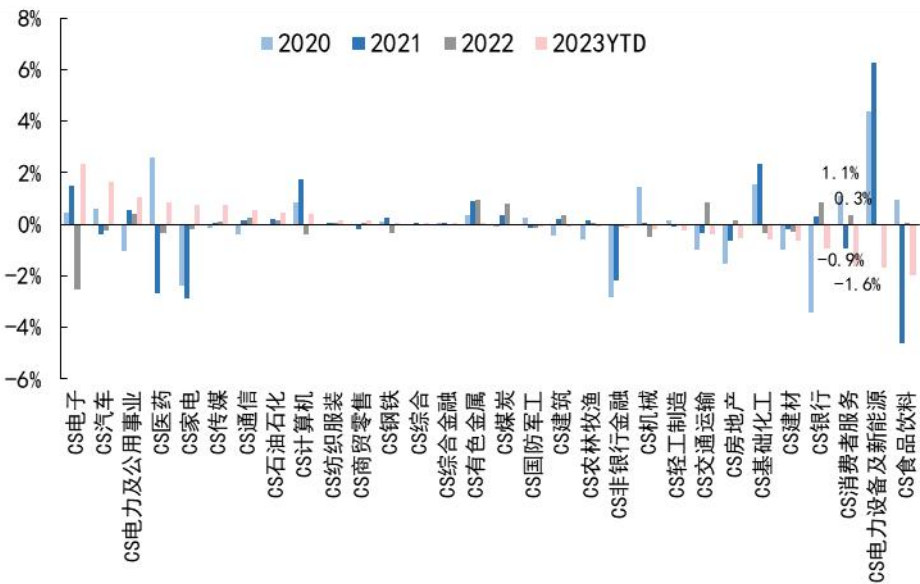


# 外资持仓：社服权重股减持显著，龙头外资持仓处2020年以来低位



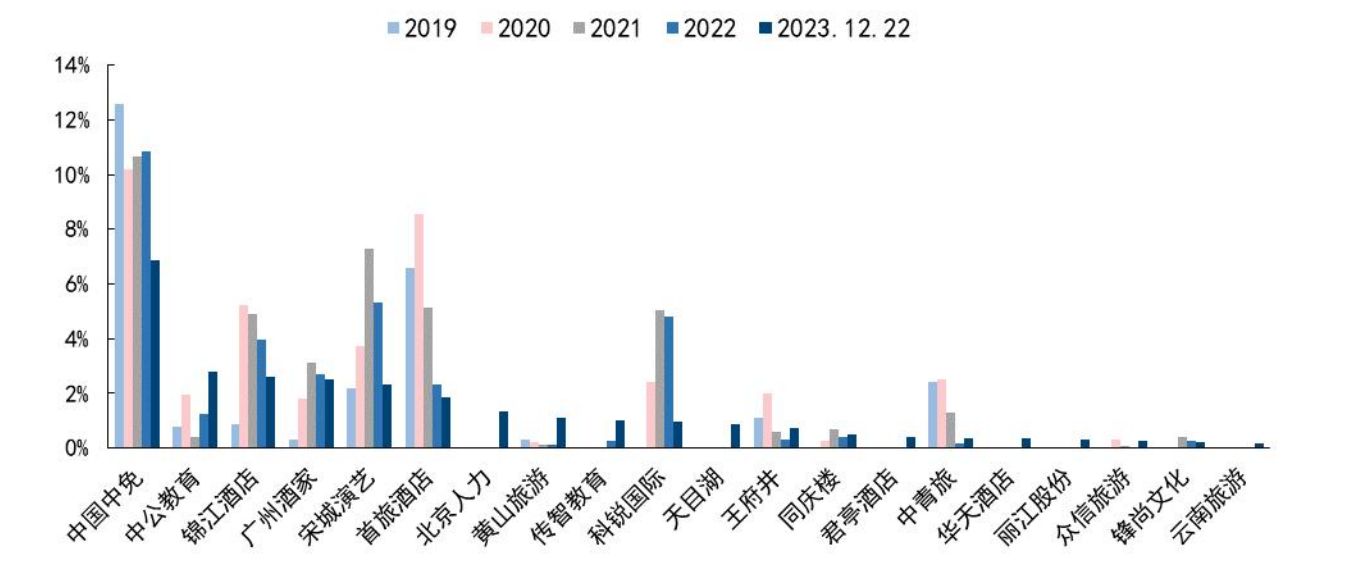
- 今年以来外资对A股消费股青睐度有所下降，以中信行业分类看，消费者服务板块外资流出大于过去三年，权重股持仓处于历史低位。
- 行业层面，消费者服务板块陆股通净卖出1.6%，呈流出态势。消费者服务板块2020、2022年获陆股通净买入，今年以来（截至12月22日）陆股通净卖出占行业总市值比重为1.6%，由于国内消费需求验证不及预期与对后续担忧，外资今年以来呈现流出态势。
- 个股层面，权重股外资流出显著，处于2020年以来低位，业绩表现稳健有支撑的个股获外资增持。截至2023.12.22，前十大陆股通持仓个股为中国中免、中公教育、锦江酒店、广州酒家、宋城演艺、首旅酒店、北京人力、黄山旅游、传智教育、科锐国际。其中权重股如中国中免、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店陆股通持股占流通市值比重下降显著，较去年底分别下降4.0%、3.0%、1.4%、0.4%；中公教育、黄山旅游、传智教育、王府井、同庆楼、中青旅、丽江股份、众信旅游、峨眉山A获外资增持，较去年底均有所增加。

图：各行业陆股通持股变动



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：社服板块前20大股票陆股通持股比例情况



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

01

总回顾：性价比消费加速龙头成长，出行链整体“量增价减”

02

子行业：补偿性需求支持板块阶段突出，成长分化下核心看模式与效率优化

03

美日借鉴：经济扰动期关注效率优良的有限服务酒店、快餐、饮料等龙头

04

资金面：基金持仓和外资持仓均处历史低位，板块预期较低

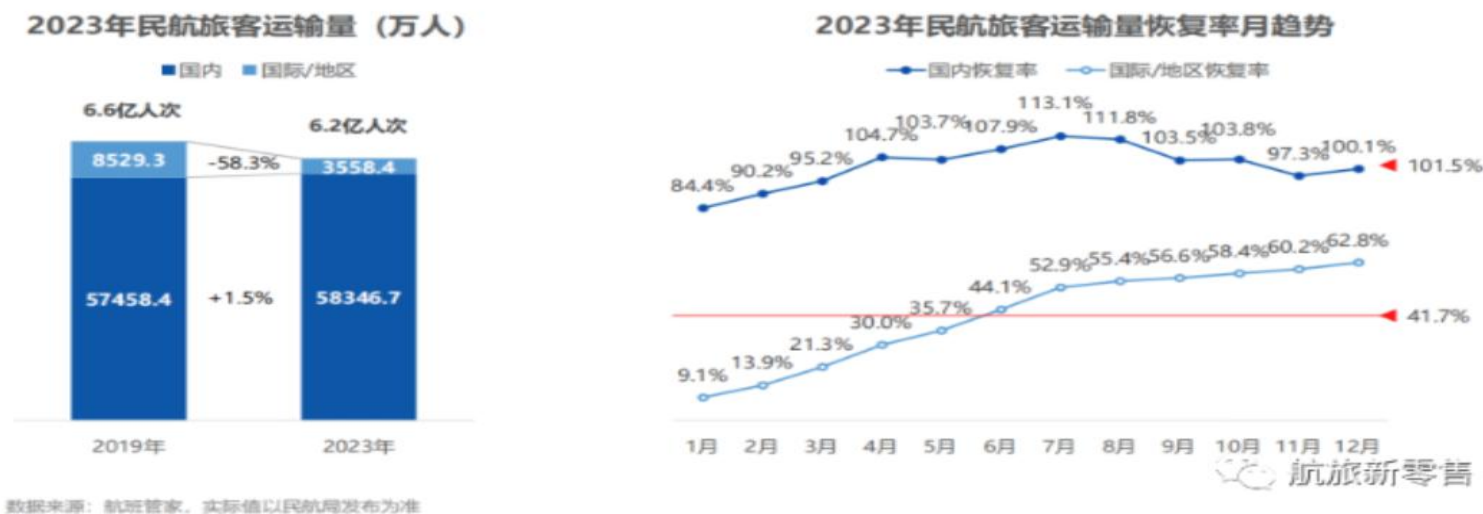
03

投资策略：补偿消费阶段已过，聚焦产业变革和效能提升机会

# 总结与展望：渐进复苏，补偿性需求红利与性价比消费为主，权重股承压

- 综合今年以来消费渐进复苏下的行业和板块走势，整体呈现以下特点：
- 基本面：补偿性出游需求释放带来阶段亮点，出游整体“量增价减”，但季节分化、区域分化显著。今年出行复苏整体“休闲强商旅弱”，但休闲出游系渐进复苏，且季节分化、区域分化、景区分化明显。1) 如下图航空数据所示，今年休闲出游主要系Q2\Q3的假期恢复较强，但淡旺季更分化，淡季更平；2) 今年景区恢复主要为名山大川等核心目的地，周边休闲恢复相对不足。
- 基本面：性价比消费日益成为主导。1) 咖啡茶饮龙头竞争下产品定价下移（瑞幸9.9元促销、喜茶、奈雪等定价下移，客单价下滑），部分餐饮龙头如海底捞等定价更均衡；2) 酒店：亚朵承担部分高端酒店客人降级等；3) 景区演艺等门票优惠阶段有所增加；4) 标品线上线下渠道价格竞争强化。综合来看，消费者的价格敏感倒逼龙头提供更多元、品质可控且高性价比的产品。
- 基本面：酒店量价恢复相对差异：因产品升级迭代+连锁化率提升+龙头收益管理强化，其“价”恢复多超疫前，“量”滞后。
- 基本面：疫情三年线上消费习惯培养，线上渗透率提升，线上和线下流量的打通变现更为关键。
- 资金面：结合前文，从去年底的强复苏预期到今年底对未来的谨慎预期，出行链权重股今年回调显著，目前预期和配置处低位。

图：中国民航客运量恢复情况



资料来源：航旅新零售、民航总局、航班管家、环球旅讯等，国信证券经济研究所整理



## 总结与展望：目前预期相对谨慎，稳中求进下明年仍有望差异化机会

- 目前来看，市场对明年出行链尤其龙头的预期相对谨慎，核心在于担忧消费渐进复苏环境与今年休闲出游相对高基数压力。但是：
- 明年宏观经济定调“稳中求进”，预计仍提供稳定良好的宏观经济基础。根据最新中央经济工作会议精神，核心强调“坚持稳中求进工作总基调”、“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”。若后续促就业和消费的政策进一步加码，企业用工/商旅活动等仍有望进一步改善，进而可能好于目前谨慎预期，带来差异化机会。同时，随着上述需求改善，居民消费需求有望逐步企稳上升，进而带来中线机会。
- 今年休闲出行恢复相对不均衡，淡旺季分化、区域分化甚于往年，从而带来明年差异化机会。在明年宏观经济整体“稳中求进”的主基调下，若明年商旅出行整体稳中略好（如下图，2023年初国内出游量系渐进复苏，Q1和Q4较2019年同期皆有缺口）、休闲出游淡旺季表现更加均衡，龙头通过自身实力的提升和经营优化，有效抓住每个市场机会，则仍有一定的优化提升成长空间。

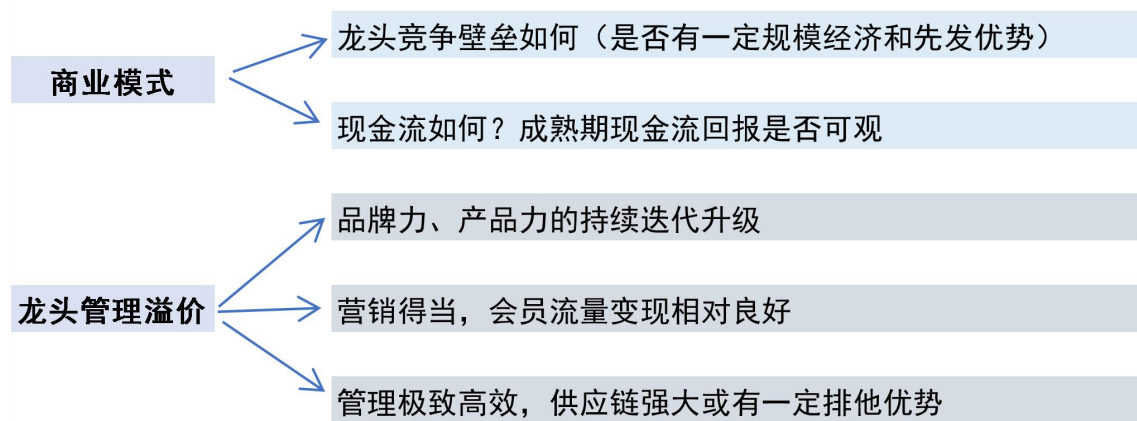
图：中国民航客运量恢复情况



资料来源：航旅新零售、民航总局、航班管家、环球旅讯等，国信证券经济研究所整理

- 美国和日本发展借鉴：经济扰动期关注效率优良的有限服务酒店、快餐、饮料等龙头；商业模式优良（可支持加盟，现金流良好）、品牌效率领先的龙头更能穿越周期
- 美国2008-2010年：1) 餐饮中快餐相对有韧性，正餐和休闲饮料有波动，整体环境和品牌发展阶段综合影响；2) 酒店阶段承压，但中高端精选酒店（加盟主导）相对抗跌且复苏初期有弹性，此后高端酒店复苏弹性更高。
- 日本1990s-2010s出行链：1) 国内游平淡，但强IP主题公园表现良好；2) 出境游“安·近·短”，花费降低；3) 住宿业迭代：有限服务酒店增加/日式旅馆减少；4) 餐饮：快餐和咖啡表现相对良好，韧性相对更足，公司分化。
- 鉴于此，立足中线经济稳定增长的假设，在消费者日益理性，线上线下渠道价格竞争加剧，核心仍然关注细分赛道商业模式优良和品牌效率领先的龙头：1) 保持产品力下经营管理高效；2) 供应链极致优化；3) 规模效应和会员流量的充分变现。其中，赛道模式相对优良，现金流良好的龙头，在增速放缓的成熟期也可以通过现金流回报提振投资回报，从而带来估值溢价。我们倾向于认为；未来预计逐步从细分行业红利时代到龙头管理溢价时代，核心仍然看好优秀龙头成长，如酒店龙头（加盟扩张商业模式优良），免税龙头，部分品牌、规模和效率皆优的餐饮龙头等。

图：国际借鉴与国内展望：中长期商业模式优良、品牌效率领先的龙头更能穿越周期



- **投资建议：维持板块“超配”评级。**立足当下，在消费渐进复苏下，出行链后续趋势仍待跟踪，但板块整体估值也已逐渐反映悲观预期，资金配置也处于历史低位。基于短中长期的不同维度，借鉴国内外龙头表现及未来展望，我们核心建议配置三条主线：
- **中长线聚焦商业模式和管理效率优良的龙头：**伴随消费者日益理性成熟，线上线下渠道多元，信息更加透明的情况下，性价比趋势预计仍然系主导，但不同区域，不同经济水平的人群，其“性价比”定义各有差异，在国内各线城市不同市场，不同龙头预计仍有差异化机会。核心建议关注商业模式优良，产品迭代领先且经营效能提升的公司：如华住集团-s、携程集团、中国中免、锦江酒店、海底捞、九毛九等；
- **跟踪周期复苏节奏和中线成长逻辑，顺势而为静待经济企稳β属性强的公司：**伴随后续政策加码和经济复苏预期改善，此前贝塔受制明显的板块可能反弹，结合公司自身考核激励变化（国企利润考核强化和股权激励变化），建议可底仓逢低配置人服行业龙头科锐国际等（最新股权激励已落地）、酒店龙头华住酒店锦江酒店（国企改革经营优化）、君亭酒店、首旅酒店等。同时，伴随商旅和企业用工逐步改善，居民消费预期有望向好，据此也可以结合机场租金谈判节奏和海南免税和出入境免税恢复情况，中长期投资者可考虑底仓配置中国中免等。
- **短期来看，寻找不确定性中相对确定：**关注出海受益股米奥会展，快速门店扩张期的同庆楼，明年基数压力较小且有内外成长动能的公司如宋城演艺等。



# 重点公司盈利预测及估值



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 23-12-25	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601888.SH	中国中免	买入	80	3.33	4.36	5.82	24	18	14
600859.SH	王府井	买入	16	0.93	1.17	1.37	17	13	11
600515.SH	海南机场	增持	4	0.10	0.14	0.17	37	27	22
600754.SH	锦江酒店	买入	29	1.13	1.45	2.03	25	20	14
600258.SH	首旅酒店	买入	16	0.68	0.80	0.98	23	19	16
1179.HK	华住集团-S	买入	24	1.30	1.38	1.65	19	18	15
301073.SZ	君亭酒店	增持	22	0.23	0.67	1.06	93	32	20
605108.SH	同庆楼	买入	31	1.06	1.45	1.89	29	21	16
603043.SH	广州酒家	买入	19	0.96	1.54	1.81	20	12	11
9922.HK	九毛九	买入	5	0.37	0.64	0.99	15	9	6
0520.HK	呷哺呷哺	增持	2	0.30	0.41	0.57	7	5	4
6862.HK	海底捞	买入	13	0.82	0.95	1.09	15	13	11
9869.HK	海伦司	买入	3	0.25	0.32	0.42	14	11	8
9987.HK	百胜中国	增持	292	15.74	19.59	22.55	19	15	13
2150.HK	奈雪的茶	增持	3	0.19	0.37	0.56	14	7	5
300144.SZ	宋城演艺	买入	10	0.29	0.54	0.67	33	18	14
603136.SH	天目湖	买入	17	0.79	1.12	1.37	22	15	13
600138.SH	中青旅	买入	10	0.41	0.62	0.75	25	17	14
002159.SZ	三特索道	买入	15	0.64	0.85	0.97	23	17	15
002033.SZ	丽江股份	增持	8	0.39	0.45	0.49	20	17	16
000888.SZ	峨眉山A	买入	9	0.58	0.63	0.74	15	14	12
600054.SH	黄山旅游	增持	11	0.53	0.60	0.66	20	18	16
603099.SH	长白山	增持	14	0.58	0.67	0.78	25	21	19
002707.SZ	众信旅游	增持	7	0.02	0.21	0.34	341	33	20
9961.HK	携程集团-S	买入	241	17.12	18.23	20.51	14	13	12
0780.HK	同程旅行	增持	13	0.93	1.16	1.39	14	11	9
300662.SZ	科锐国际	增持	28	1.05	1.40	1.78	26	20	16
600861.SH	北京人力	买入	19	1.19	1.79	2.06	16	11	9
BZ.O	BOSS直聘	买入	14	2.30	2.70	3.75	6	5	4
1797.HK	东方甄选	买入	26	0.94	1.19	1.43	28	22	18
0839.HK	中教控股	买入	4	0.54	0.83	0.94	8	5	5
003032.SZ	传智教育	增持	12	0.27	0.31	0.37	46	39	33
605098.SH	行动教育	增持	37	1.92	2.44	3.06	19	15	12
002607.SZ	中公教育	买入	4	0.09	0.17	0.24	45	23	17
0667.HK	中国东方教育	买入	3	0.20	0.28	0.37	13	9	7
300795.SZ	米奥会展	增持	39	1.20	1.75	2.37	33	22	17

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

- 一、宏观疫情等系统性风险，政策不及预期等。
- 二、行业竞争加剧。
- 三、国企改革进度节奏等低于预期，激励优化低于预期。
- 四、并购整合风险、商誉减值风险等。
- 五、扩张速度不及预期等。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

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。

### 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  
GUOSEN SECURITIES

## 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楼

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