

社服行业2024年1月投资策略

景区开年高景气，掘金基本面确定性

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1月策略：景区开年高景气，掘金基本面确定性

- **1月观点：维持板块“超配”评级。**短期综合考虑资金风格、估值和业绩确定性，我们建议配置学大教育、长白山、峨眉山A、天目湖、三特索道、米奥会展、携程集团-S。中线优选中国中免、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、北京人力、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、东方甄选、海底捞、百胜中国、中公教育、粉笔、海南机场、同程旅行、米奥会展、BOSS直聘-W、传智教育、君亭酒店、王府井、峨眉山A、中教控股、三特索道、黄山旅游、广州酒家、海伦司、天目湖、九毛九、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶等。
- **行情复盘：**社服板块2023年继续下跌5.5%，跑输大盘3.7pct，主要系部分投资者对四季度及明年出行预期相对谨慎影响，仅月末资金风格变动部分权重股略企稳。个股方面：学大教育上涨21%整体领涨，主要系供给出清和需求复苏下经营改善显著；重整推进下豆神涨10%。
- **2023年全年国内游较2019年恢复8成+，2024年预计有望同比增长20%+、实现完全复苏，出境游有望较2019年恢复8成+。**据中旅院，2023年我国国内游人次和收入分别较2019年同期恢复80%、85%，其中Q1-Q4国内旅游人次分别恢复至68%/90%/85%/81%，Q4较Q2和Q3略有放缓。展望2024，中旅院预计全年国内游人数和收入较2019年各恢复100%/105%，同比2023年仍增长20%+，出境游整体有望恢复8成+。
- **2024年元旦假期整体出游表现良好，旅游人次和收入恢复节奏略高于十一恢复，自然景区表现尤其突出。**2024年元旦假期国内游人次和收入较2019年各恢复109%/106%，整体好于十一的恢复节奏（2023年十一国内游人次和收入各恢复104%/102%）。国内游方面，自然景区表现突出，冰雪游等较火爆，长白山、三特索道、峨眉山（大景区）元旦客流恢复领先行业，分别较2019年同期增长122%、120%、85%；天目湖受益于温泉度假也表现靓丽；同时，元旦出入境口岸客流已恢复至2019年同期水平，好于国家移民管理局此前恢复90%的预测，较十一恢复85%的水平也明显提速，其中仍然中国港澳游恢复主导，但国际航线层面，上海两机场国际航线元旦较2019年恢复79%，较此前60-70%的恢复也有所提速。
- **免税：中免与京沪机场重签租金协议，2024年元旦海南免税增长13%。**1) 2023年海南免税销售增长25%，客单价下降22%，香化承压。2) 元旦假期，海南免税日均销售1.6亿元/+13%，客单价同比下降超2成拖累；3) 中国中免与京沪机场重签租金协议，海棠湾一期C区开业。
- **酒店：十一后阶段回落，11月中旬后逐步企稳。**12月中端和经济型相对企稳，第1/2/3周二者RevPAR分别恢复至105%/105%/105%、109%/109%/113%。短期淡季行业景气度仍待跟踪，但中线酒店龙头规模卡位会员等优势突出，连锁化提升和收益管理等增强带来看点。
- **茶饮龙头加速港股IPO，宋城演艺元旦表现良好，澳门博彩加速复苏。**1) 茶饮：近期国内现制茶饮龙头蜜雪冰城、古茗相继提交港股招股书（按门店规模排名第一、第二），此前茶百道赴港上市推进中，三者均以加盟为主，赚取供应链及管理费收入，盈利能力相对突出；2) 演艺：存量恢复与增量项目助力，宋城演艺元旦场次较2019年增长约51%；3) 博彩：12月中国澳门博彩实现毛收入185.67亿港元，恢复至2019年同期的81%，环比+11pct，复苏提速。
- **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

1月投资建议：景区开年高景气，掘金基本面确定性

02

板块复盘：2023年12月社服板块整体跑输大盘，学大教育领涨

03

元旦总览：2024年元旦国内客流和收入均超疫前，恢复情况略好于十一

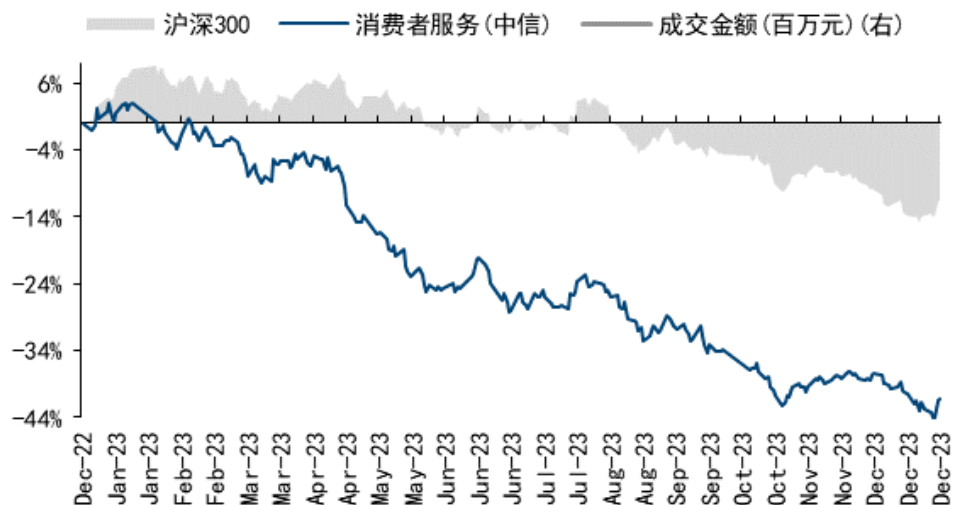
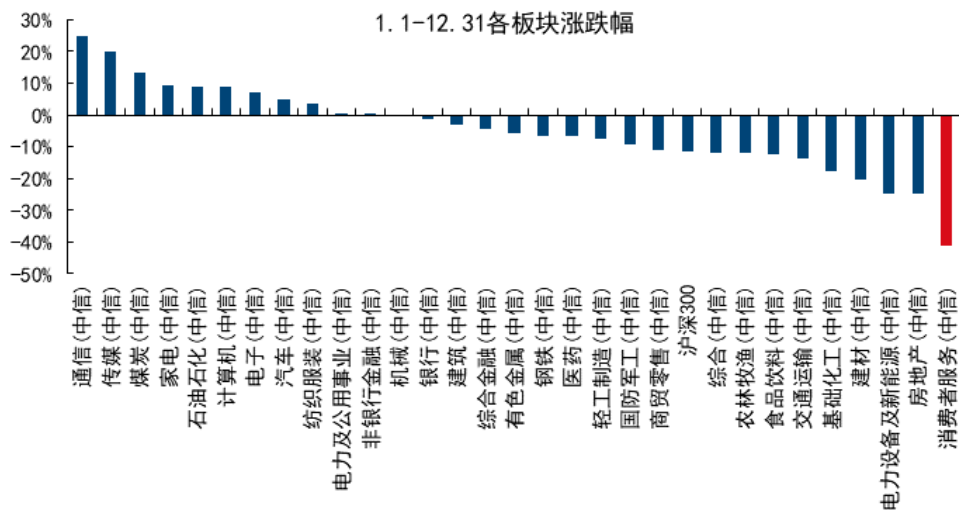
04

子行业：假期冰雪相关景区公司客流增速靓丽，出境游提速

板块复盘：2023年12月社服板块整体跑输大盘，月末权重股略有企稳

- 2023年板块显著跑输大盘，消费渐进复苏及业绩兑现预期差异影响权重股表现。2023年社服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。2023.1.1-12.31社服板块累计下跌41.2%，跑输沪深300指数29.8pct，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，11-12月仍然震荡承压。个股层面主要系部分中小市值个股表现较好。
- 2023年12月板块跌5.5%，跑输大盘3.7pct，仍然承压。主要系市场部分投资者担忧2023年休闲出游热度较高，在消费渐进复苏下担忧2024年休闲出游面临高基数压力，此外也兼有资金风格扰动影响。12月底，部分权重股企稳略反弹。
- 总体来看，2023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：2023.1.1-12.31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，权重股普跌，仅部分业绩靓丽的白马股相对抗跌

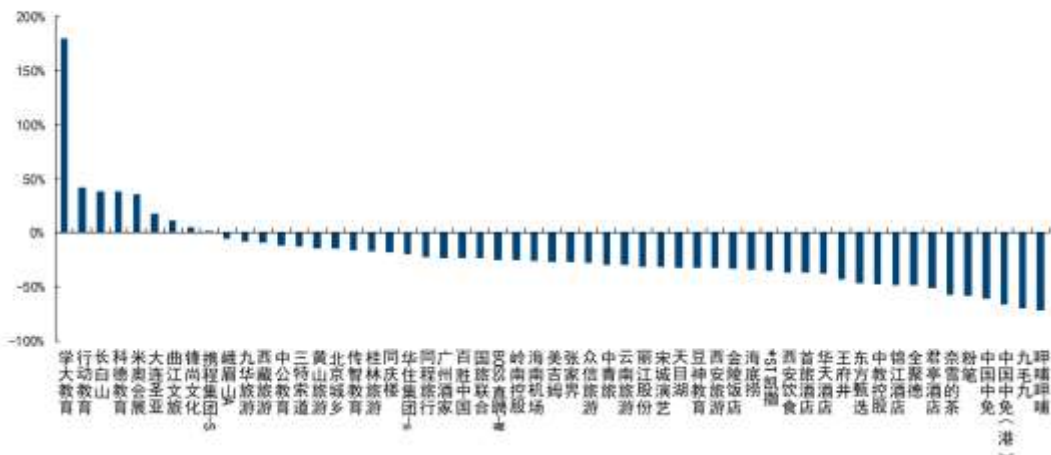


- 2023全年维度，教育股领涨，自然景区相对收益良好，权重白马股整体回调明显，仅部分业绩靓丽的白马股相对抗跌
- 个股层面：学大教育领涨，受益于行业供给出清与需求的强势复苏，经营复苏显著；行动教育依靠自身经营高确定性实现正收益。
- 自然景区“补偿性需求支持”+“国企改革”支持下多数显著超疫前，板块整体录得相对收益，长白山一枝独秀。长白山涨幅超40%，在今年以来在客流稳定增长下业绩验证突出，峨眉山A、九华旅游、三特索道、黄山旅游相对抗跌。
- 出海链米奥会展相对领涨。公司系出海受益标的，政府补贴支持外贸企业出海寻找增量市场，航班及签证优化进一步催化。
- 经营效能领先的龙头公司在业绩支撑下相对抗跌。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。

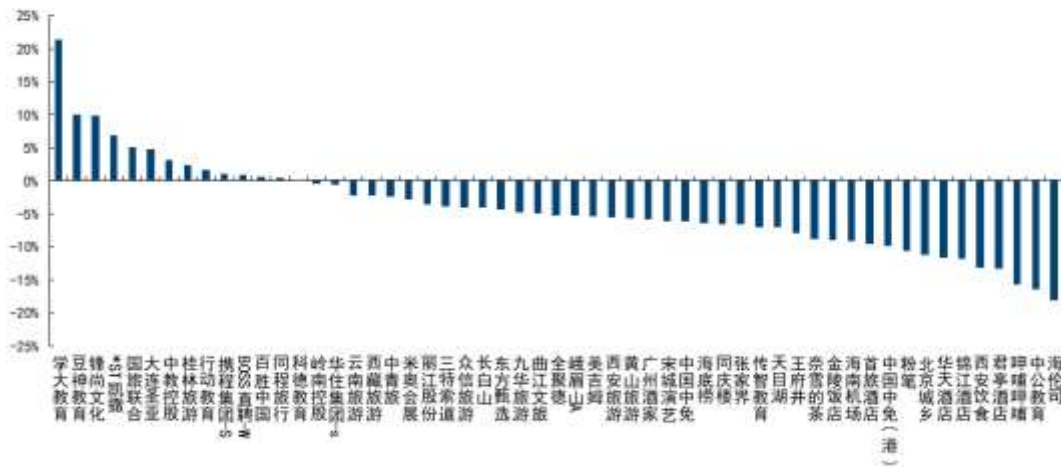
图：2023. 1. 1-12. 31个股涨跌幅

图：2023. 12. 1-12. 31个股涨跌幅

1. 1-12. 31个股涨跌幅



12. 1-12. 31个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

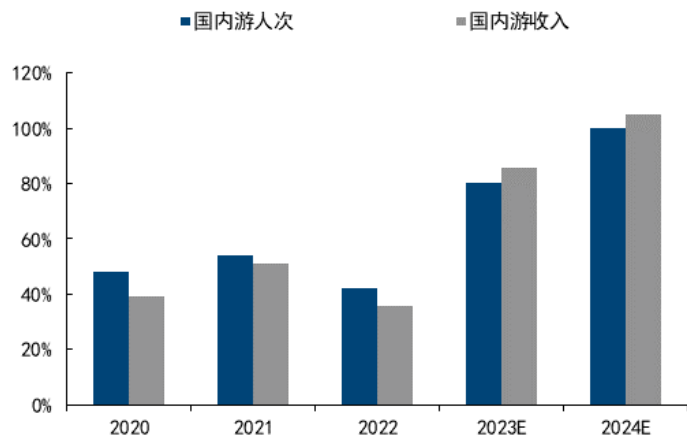
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

旅游行业总结与展望：国内游2023年恢复约8成，中旅院预计2024年国内游同增20%+



- 2023年，国内游人次和收入整体恢复80%/85%，淡旺季分化更显著。结合中旅院最新预计，2023年我国国内游人次和收入分别较2019年同期恢复80%、85%，其中Q1-Q4国内旅游人次分别恢复至68%/90%/85%/81%，Q4较Q2和Q3略有放缓。从特点来看：1) 节假日效应更突出，假期国内游数据基本均超疫前，但淡季相对更淡；2) 居民对文娱方面的体验式支出仍呈现显著韧性，但收入预期约束带来更为理性旅游方式，如性价比、小众出游受追捧，淄博烧烤、贵州“村超”爆火，同时旅行者趋于深度游，出行半径增加。
- 中旅院预计2024年国内游人数和收入将恢复到2019年同期水平或以上，出境游整体恢复8成。展望2024年，中旅院预计国内旅游人次和收入分别恢复至2019年同期的100%、105%，同比2023年仍增长超20%，其中Q1和Q4基数相对更低。与此同时，民航局预计2024年旅客吞吐量同比增长11%，客流保持稳定良好增长。出入境游方面，中旅院预计2024年入出境旅游人次和国际旅游收入将分别超过2.64亿人次、1070亿美元，较2019年恢复88%、81%，多国免签及航线增加助力入出境市场恢复。

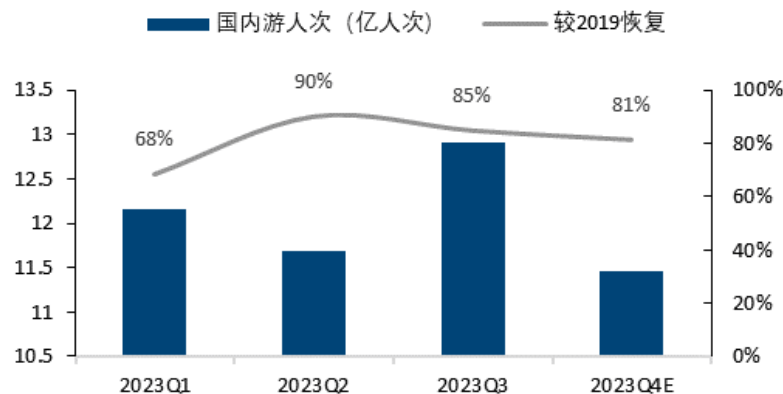
图：2020-2024E年度国内游人次与收入较2019年同期恢复度



资料来源：文旅部，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：2023年各季度旅游人次恢复情况



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图：居民出游半径及休憩半径变化



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

元旦假期总览：2024年元旦国内客流和收入均超疫前，恢复情况略好于十一



- **2024年元旦假期：国内旅游人次和收入较2019年恢复109%/106%，整体取得开门红。**据文旅部，元旦假期3天，全国国内旅游出游1.35亿人次/+155.3%，按可比口径较2019年同期增长9.4%；实现国内旅游收入797.3亿元/+200.7%，较2019年同期增长5.6%，整体取得开门红，其中结构上继续延续“量增价减”趋势。
- **与2023年国庆中秋双节相比：今年元旦国内游客流恢复进一步改善，客单价保持平稳，整体收入恢复快于十一。**与2023年重点节假日相比（五一客流/收入各恢复119%/101%、十一国内游客流/收入各恢复104%/102%），量的角度：元旦客流较十一仍有改善；价的角度：客单价延续十一恢复度，考虑国庆双节中出途出行占比提升和停留时间略有增加，其客单价的恢复相对此前节假日明显提速，元旦国内游客单价展现较高韧性。综合来看，由于十一后出行相对谨慎，但元旦出行数据仍然显示节假日休闲出游的韧性。
- **出行方式：民航航班量较疫前增3%，高铁较疫前恢复领先，自驾延续向好态势。**2024年元旦假期，全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量1.3亿人次，同比2023年增78.4%，较2022年增33.1%。其中民航航班量数据预计同比增长85.5%，较2019年同期增长约2.7%，超60%机票价格低于2023年元旦；估算铁路客流较2019年同期增长30%+（五一、国庆铁路为20%+）；自驾游同比增长1.5倍。

图：2021年以来各节假日旅游人次、旅游收入和客单价恢复情况



资料来源：文旅部，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

元旦旅游结构亮点：自然景区领先，冰雪游火爆



- **国内游：自然景区表现良好，东北冰雪热度领先。**2023年补偿性需求释放下景区板块经营业绩领先，2024年元旦假期延续高景气，其中如下表所示，自然景区>休闲景区。同时，因当前系疫后首个正常雪季经营期，且冬奥会后冰雪游普及提高，东北热度高企。假期哈尔滨接待游客305万人次，旅游收入达59亿元，创历史新高；哈尔滨和长春机场旅客吞吐量分别为20.5万人次/13.7万人次，较2019年分别增长27%/34%。同时，相比此前长白山主要以西坡滑雪为主（万达/融创等），伴随北坡滑雪、温泉酒店配套逐步完善，景区接待客流人次自12月以来呈现翻倍式增长，元旦期间较2019年增长122%，领先其他景区公司，上市公司长白山也有望直接受益。
- **本地消费：线下服务消费仍好于商品消费。**据各地公布的数据，餐饮销售额较2019年同期增幅领先商品零售额。湖南省、陕西省、山东省的餐饮业销售额较2019年同期分别增长30.2%/53.75%/46.2%，商品零售额较2019年同期分别增长13.4%/16.18%/8.4%。

表：2024年元旦假期部分重点景区接待旅客数及收入表现

重点景区	接待旅客（万人次）	接待旅客同比yoy	旅客较19年恢复	收入（亿元）	收入同比yoy	收入较19年恢复
长白山	2.2	96.53%	222.00%			
三特索道		86.75%	219.65%		50.42%	192.98%
海昌海洋公园旗下公园板块	上海公园总人次超6万；新开业郑州公园单日最高接待量达2万 300%+（除新开业郑州公园外） 200%+（除新开业郑州公园外）					
九华旅游	8.4	46.00%	195.00%			
祥源文旅		145.98%	188.23%		63.25%	224.78%
峨眉山	10.69，其中主景区客流8.72万人次（门票区域，但包括免票客流）	11.20%	185.00%	693	19.98%	
黄山	4.25	93%	165.00%			
天目湖			160%+			180%+
古北水镇	2.1	16.00%	111.00%		13.00%	114.00%
乌镇	5.7	167.00%	82.00%		165.00%	110.00%
杭州西湖	77.78					
ClubMed地中海俱乐部中国区度假村					154%+	185%+
三亚·亚特兰蒂斯					12%+	112%+

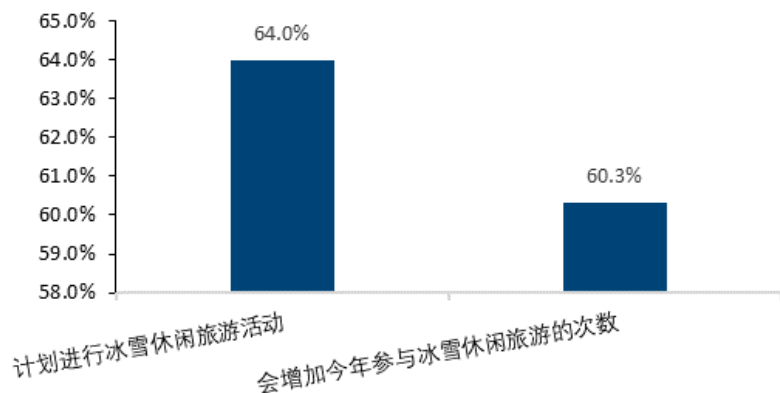
资料来源：公司官网，各地文旅局，国信证券经济研究所整理

景区：元旦假期冰雪与跨年两大人气主题的加持下，景区公司经营增速靓丽



- 冰雪与跨年两大人气主题的加持下，今年元旦假期国内景区公司恢复亮眼，其中冰雪游与温泉度假领先。
- **自然景区：冰雪游推动名山大川类景区热度高企，长白山领先。**2024年元旦期间长白山景区共接待游客约2.2万人，较2019年元旦增长122%，延续12月倍增态势，在自然景区中领先。1月1日-1月10日长白山景区调整单日放票量至12500张，同时公司积极调度运力资源承接冰雪季需求。**三特索道元旦假期3天接待游客、收入分别较2019年增长120%、93%，表现靓丽；其华山项目在免票带动下营业收入较2019年同期增长78%。****峨眉山主景区客流元旦接待客流8.72万人次（门票区域，但包括免票客流），较2019年增85%，预计滑雪场与温泉带动良好。黄山风景区迎客4.25万人，比2018、2019年同期分别增长38%、65%。**
- **休闲景区：滑雪与周边温泉度假需求领先。**Club Med地中海俱乐部中国区度假村可比口径总营业额超过2019年同期约84%，其冰雪及城市度假村火热。**天目湖假期客流较2019年增长60%+，收入增长80%+，温泉相对火爆。乌镇逐步复苏、古北平稳增长，乌镇收入同比增长165%，较2019年增长10%，游客数量同比2023年增加167%，同比2019年下降18%。游客人均消费比2019年增长超过30%。古北水镇景区营业收入同比2023年增长13%，同比2019年增长14%。游客数量2.1万，同比2023年增加16%，同比2019年增长11%。**

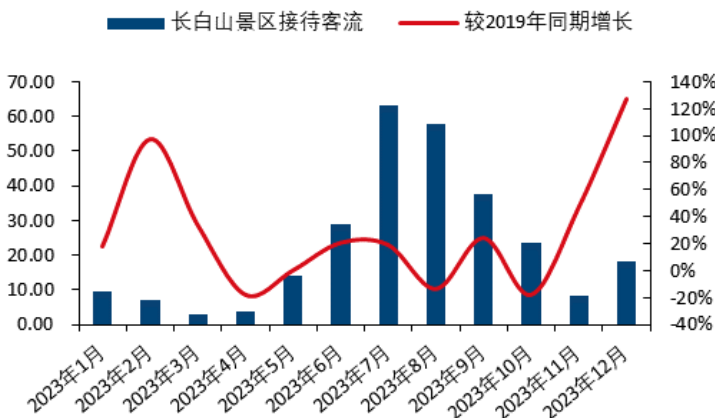
图：国内冰雪旅游热度提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

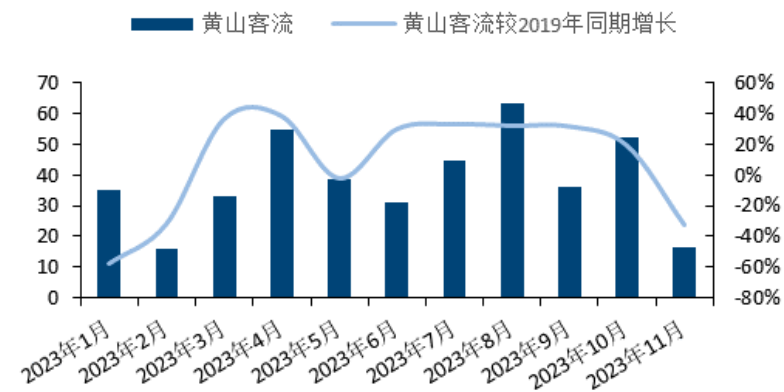
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：长白山月度客流跟踪



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：黄山旅游月度客流跟踪

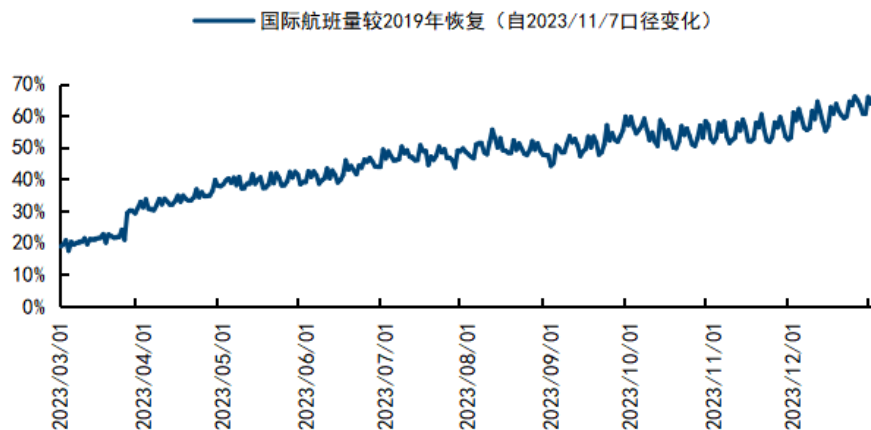


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

出境游：国际航班运力提升和签证政策持续优化，元旦出境游提速修复

- 口岸客流恢复到2019年同期水平，较十一恢复进一步提速。据民航局数据，2023年国际航线旅客周转量从年初的8.6%提升至年末53.7%。另外，元旦假期出入境人数已恢复至2019年同期水平。据国家移民管理局，元旦假期出入境旅客已恢复至2019同期，好于其前期90%的预测，较十一恢复85%明显提速。其中中国港澳等陆路口岸占主导，恢复程度最高；国际航线层面，元旦上海浦东、虹桥两机场口岸出入境总量预计恢复至79%，较此前60-70%左右的恢复也明显提速。
- 国际航班恢复态势良好，出行目的地以亚洲等近程区域为主。航班运力方面，根据民航局数据，2023年国际/地区航线日均1077班次，较2019年下降59.1%。在航班结构上，国际/地区航班仅占比8.0%，较2019年下降10.2个百分点。另外，2023年国际客运航班持续恢复，2023/2024年冬春航班计划量回升至上一航季的70.7%。携程报告显示，元旦期间，出境机票预订量环比上月增长11%，同比去年增长265%，机票平均单价较2023年元旦假期下降了近四成。出行目的地看，同程旅行发布的《2024中国居民出境游需求趋势前瞻》显示，出境游的热门选项以亚洲周边的中国港澳地区、新加坡和泰国为主。随着国际航班增密票价下降，航空运力将进一步提升。

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：2023年民航旅客运输量情况



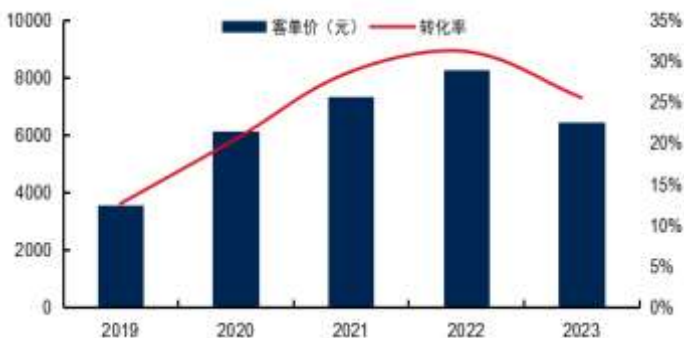
数据来源：前瞻数据库，实际值以民航局发布为准

资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

免税：2023年海南离岛免税低基数下同增25%，2024年元旦同比增长13%

- 2023年海南免税整体表现平平，主要系消费渐进复苏、严控代购、香化品类自身周期影响。2023年海口海关共监管离岛免税销售金额436.4亿元（2021/2022年各为495/349亿元），同比2022年增长25%，较2021下降约12%。相应客单价同比2022年下降22%，相较于2019上升81%。各品类来看，2023年前三季度海南免税的香化品类在低基数下仅同增约5%，明显低于其他精品类增速，主要系前两年价格战影响下囤货等透支需求，且受制整体消费渐进复苏情况，进而拖累整体表现。
- 2024元旦假期期间，海南免税日均销售1.6亿元，同比环比国庆降5%，客单价继续下探。元旦3天，海口海关共监管离岛免税购物金额4.75亿元/+13%，免税购物人数6.57万人次/+53%，人均消费7228元/-26%，低基数下表现相对平稳。日均销售约1.6亿元，较今年国庆双节下降5%；日均购物人数约2.2万人次，较国庆双节提升3%；人均消费较国庆双节降8%，客单价承压系主因。
- 韩国免税：2023年11月韩国免税销售额同比降17%，恢复至45%。11月韩国免税消费同比下滑17%，较疫情前恢复45%，其中韩国人64%、外国人42%，环比进一步承压。1-11月免税同比下滑25%，较疫情前恢复49%，其中韩国人58%、外国人47%，客单价下滑显著。

图：海南离岛免税客单价与转化率情况



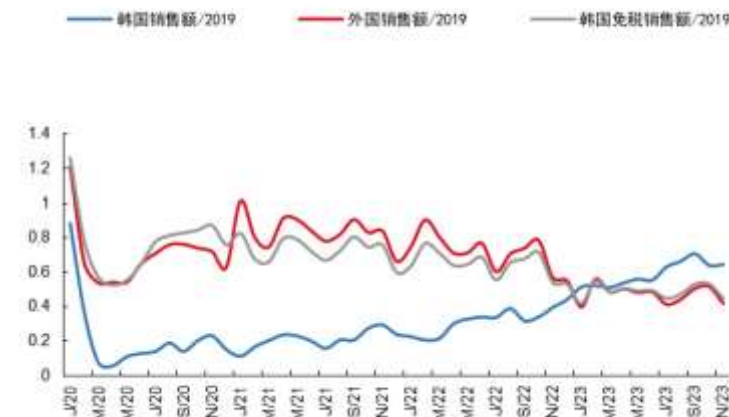
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

图：韩国免税销售情况



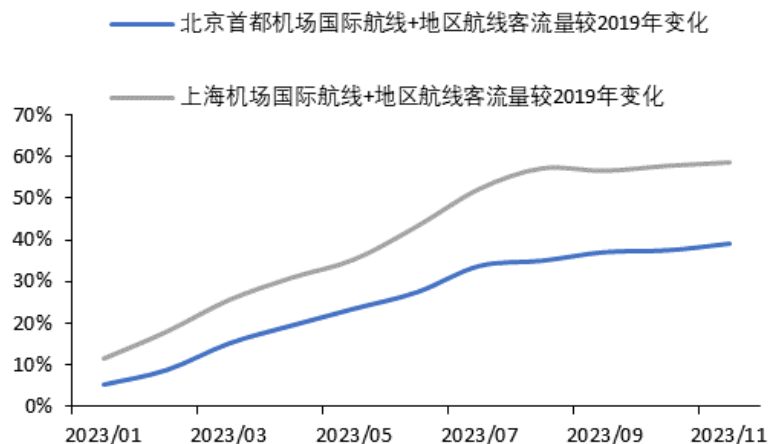
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

免税：中免重签租金协议彰显产业链议价能力，海南三亚海棠湾C栋新项目开业



- 11月出入境机场客流恢复渐进。2023年11月上海机场、首都机场国际客流分别恢复至2019年同期的59%、39%，前11个月累计恢复至41%、26%。
- 中国中免重签京沪机场租金协议，未来机场刚性租金压力有效缓解。2023年12月，中免与京沪机场重签租金补充协议，下修下限保底基准和优化扣点率，降低刚性租金压力，再次验证中免在产业链上下游的议价能力。1) 月保底销售额挂钩国际客流基数明显下调（下降43-65%），推算可比人均消费贡献基准（月保底租金/月客流基准）也明显下调；2) 按香化、烟酒、百货等品类区分扣点率，分别为18-36%（预计烟酒提点率较高，香化已经明显下修），显著低于疫情前（42.5%-47.5%）；3) 提高机场营销推广支持，鼓励引入有竞争力的新品和设置超额奖励等；4) 京沪机场补充协议分别从24. 1. 1和23. 12. 1开始实施，有望有效降低中免未来机场免税刚性租金压力。
- 海南三亚海棠湾C栋新项目开业。2023年12月28日，中国中免三亚海棠湾国际免税城一期二号地（C区）正式开业，主要高端香化为主，配合各类以香化为中心的体验业态及餐饮服务。与此同时，中免与太古里合作的海棠湾项目三期项目仍在积极推进中。综合来看，中免未来一期ABC栋、二期河心岛顶奢和三期太古里等有望协同发展，强化其海棠湾项目综合竞争力，持续巩固其在海南免税购物中的绝对领先地位。
- 目前来看，消费渐进复苏等制约免税龙头股价表现，未来核心建议跟踪可选消费恢复节奏及海南封关政策进展等。

图：上海机场与首都机场月度国际客流恢复度



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中国中免与首都机场、上海机场签订补充协议

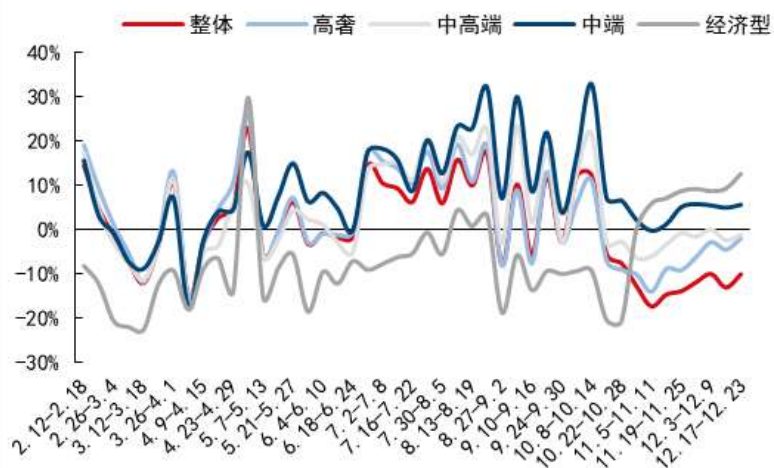
月实销售额提成	上海/首都机场	实际销售额（剔除部分鼓励新品）*扣点率（18-36%，按品类划分鼓励设定超额奖励等
月实收费用 = 月保底销售提成和月实销售提成二者取孰高	上海机场	(1) 如月实际国际客流量 > 2023Q3月均国际客流量的80% 浦东/虹桥机场：月保底销售提成各为5245.46/647.35万元，合计年保底销售提成成为7.07亿 (2) 如月实际国际客流量 ≤ 2023Q3月均客流量的80%：浦东/虹桥机场：月保底销售提成 = 5245.46/647.35万元 × (月实际客流量 ÷ 2023Q3月均客流量的80%) × 调节系数 调节系数 < 1，根据实际情况协商
	首都机场	(1) 如年实际国际客流量 > 960万人次 5.58亿元 (2) 如年实际国际客流量 ≤ 960万人次 年保底经营费 = 5.58亿元 × (年实际客流量 ÷ 960万人次) × 调节系数。调节系数 < 1，由双方根据实际情况协商。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

酒店：十一回落后近期经营企稳，龙头价格驱动仍有支撑

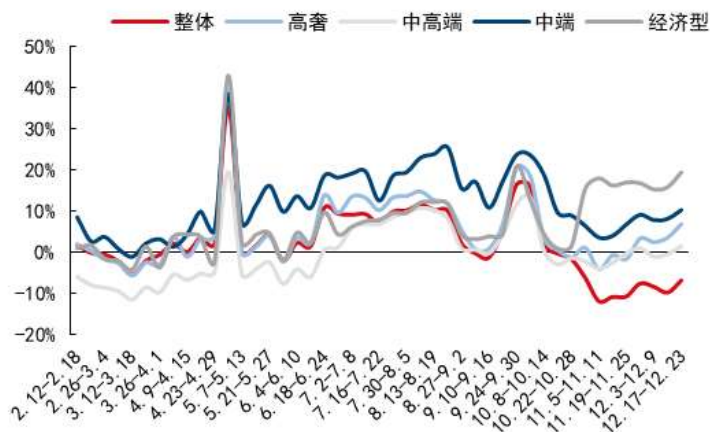
- 2023年国内酒店量价表现规律：价格恢复相对领先，出租率恢复相对滞后。结合STR数据，今年以来，国内酒店行业房价恢复较领先，多数超2019年同期水平（下图11月后数据有差异，主要系因第三方STR统计中经济型样本增加拖累整体价格影响，但分酒店各类型来看，多数定价仍超疫前）；但量的恢复相比价格恢复多数程度更低，部分时期在疫情前水平下。同时，今年酒店需求更多是休闲需求带动，淡旺季波动相对更大。总体来看，今年以来酒店价格恢复突出，这一方面与结构升级、门店改造等相关，另一方面预计也与连锁集中提升下，酒店龙头收益管理能力提升相关。
- 国庆假期后酒店行业阶段回落，2023年11月中旬至今相对企稳。经过十一后阶段调整后，11月中旬以来酒店行业RevPAR相对企稳。从各档次恢复度看，国内酒店连锁龙头主要侧重的经济型、中端、中高端本周RevPAR恢复度均呈企稳改善状态，主要是价格支撑。12月第3周经济型和中端RevPAR恢复维持超疫情前，分别恢复至113%、105%（上周为109%、105%），中高端、高端分别恢复99%、98%（上周为97%、95%）。
- 尽管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突出，仍有望领先行业表现；同时，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预计仍可能逐步企稳改善。

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



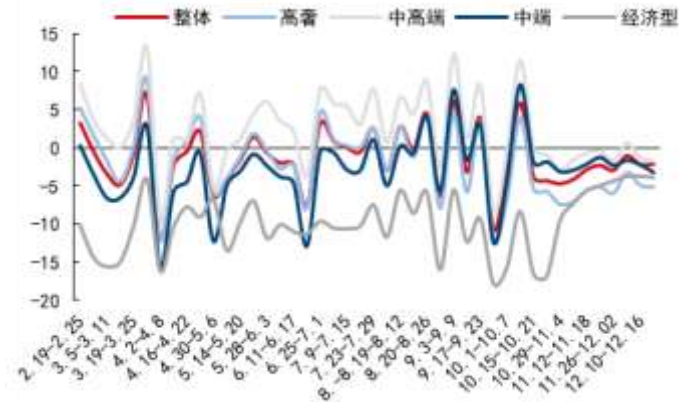
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

餐饮：2023年11月餐饮收入同比增长26%，低基数下稳步复苏



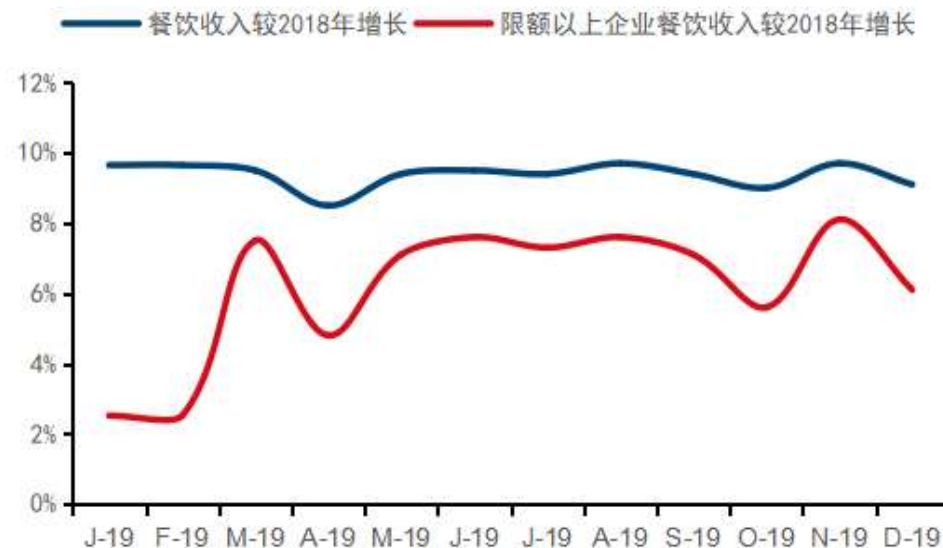
■ 行业整体：2023年11月餐饮收入同比增长26%，较2019年增长12%；2023年前11个月，全国餐饮收入累计同比增长19%，在去
年低基数下逐步复苏。与2019年相比，限额以上餐饮企业收入增速相对好于餐饮行业整体，与疫情前趋势明显差异（2018-
2019年限额以上餐饮企业收入增速低于整体）。我们认为，主要是餐饮龙头过去几年逆势扩张成长，抗风险能力高于普通
餐饮企业，相对更趋强者恒强。从趋势来看，近两月，餐饮行业收入对比2019年增速有所放缓，预计与整体消费环境相关。

图：餐饮收入当月同比增速与较2019年增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：疫情前限额以上餐饮及餐饮行业整体增速差异



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

餐饮：茶饮龙头资本化进程提速，一张表对比三大玩家基本面



■ 近期茶饮龙头蜜雪冰城、古茗先后提交港股招股书，此前茶百道也提交港股招股书，并处于推进中。我们梳理对比如下：

表：三大茶饮龙头对比

行业排名	1	2	3
公司名称	蜜雪冰城	古茗	茶百道
成立时间	1997年	2010年	2008年
定位	6-10元	10-18元	10-18元
门店规模	截至2023年9月30日，门店数36000+家，覆盖中国所有线城市以及海外11个国家	2023年底公司门店数量9001家，覆盖中国15个省份，约79%的门店位于二线及以下城市	截至2023年8月8日，门店7117多家，覆盖中国境内所有省份及各线城市，门店全国各线城市分布较均衡
模式	加盟门店超99.8%，加盟商伙伴16000+个	区域集中发展，大加盟商连锁加盟为主，直营店6家，其余8995家均为加盟店。加盟店单店经营利润率达20.2%	连锁加盟为主，单体加盟商相对更多，加盟费收费标准相对更低。加盟门店占比均在99%以上，直营店整体不超过10家
供应链	生产基地：河南、海南、广西、重庆、安徽（五大生产基地，总占地面积67万平方米），年综合产能约143万吨 仓储体系：26个仓库，总面积30多万平方米 配送服务：截至2023年9月30日，在全国超过90%的县级行政区划实现了12小时内触达	仓储体系：21个仓库，总建筑面积超过20万平方米 冷链基础设施：逾4万立方米，可支持不同的温度范围的冷库 配送服务：逾75%的门店位于仓库的150公里范围内，向超过97%的门店提供两日一配的冷链配送服务	仓储体系：22个多温仓库，包括17个中心仓和5个前置仓，总面积8万平方米 前置仓服务：设立前置仓，为与中心仓的距离超过300公里的门店提供补充
收入构成	销售货品和设备、加盟管理服务费等，占比分别为98%左右、2%左右	销售货品和设备、加盟管理服务费等，占比分别为81%左右、19%左右	销售原材料和设备、特许加盟费收入及设计费其他等，其中原材料和设备等收入占比94-95%
门店终端GMV	2021-2023Q1-Q3，门店终端GMV为200亿、300亿、370亿	2021-2023Q1-Q3年，门店终端GMV为106亿元、140亿、138亿元	2021-2023年Q1，门店终端GMV分别为99.84亿元、133.32亿元、37.3亿元
公司收入及增速	2021年-2023年Q1-Q3，营业收入分别为104亿（+121.18%）、136亿（+31.2%）、154亿（+46.0%）	2021年-2023年Q1-Q3，营业收入分别为43.8、55.6（+26.8%）、55.7（+33.9%）亿元	2021年-2023年Q1，营业收入分别为36.44亿元（+237.41%）、42.32亿元（+16.14%）、12.46亿元（+53.0%）
归母业绩及增速	2021年-2023年Q1-Q3，净利润分别为19亿（+202.53%）、20亿（+5.3%）、25亿（+51.1%）；对应净利润率9%、15%、16%	2021年-2023年Q1-Q3，公司经调整利润分别为7.7、7.9（+2.4%）、10.4（+32.5%），对应净利率18%、14%、19%	2021年-2023年Q1，净利润分别为7.79亿元（+227.31%）、9.65亿元（+23.88%）、2.85亿元（+50.7%），对应净利率21.4%、22.8%、22.9%

资料来源：公司公开招股书，国信证券经济研究所整理

演艺：宋城演艺2023全年总演出场次恢复良好，2024元旦继续超疫前

- 2023年线下演出行业恢复性增长，龙头宋城演艺Q2\Q3加速复苏，2024年新项目潜力释放和相对低基数下成长可期。
- 宋城演艺：公司核心项目2023年3月8日陆续复园，2023年全年演出场次较2019年增长约20%，主要系存量项目恢复和西安、上海等新项目等助力。各项目来看，丽江/杭州/三亚/桂林/张家界项目场次恢复到2019年的106%/78%/74%/91%/96%。（丽江、三亚等2023年初即恢复运营，而杭州、张家界等项目3月后才逐步恢复运营，故运营时间较2019年更短）。2024年元旦假期，受元旦出游人次增长驱动，宋城演艺演出场次恢复势头强劲。元旦三天演出场次各为17/22/17场，总场次56场，较2019年增长约51%，存量项目恢复和新项目等推动。
- 2024年元旦档票房和场次双双刷新中国影史纪录。据国家电影局，2023年我国电影总票房为549.15亿元，观影人次为12.99亿。其中，国产影片年度票房460.05亿元，同比2019年增长11.7%。猫眼专业版显示，2024年元旦档（12月30日-1月1日）总票房为15.33亿元，超2021同期的13.03亿，与2019年同期相比增加约51.2%，创下中国影史元旦档票房和场次的新纪录。

表：宋城演艺演出场次2023年Vs2021年

项目	2023总场次	2023最高场次	2023日均场次	2021总场次	2021最高场次	2021日均场次
杭州	1373	21	3.8	997	20	2.7
三亚	975	5	2.7	782	4	2.1
丽江	1159	10	3.2	579	4	1.6
九寨	474	4	1.3	293	3	0.8
桂林	948	9	2.6	655	10	1.8
张家界	488	4	1.3	276	5	0.8
西安	915	8	2.5	284	5	0.8
上海	485	5	1.3	306	4	0.8
炭河	399	4	1.1	272	5	0.7
宜春	429	4	1.2	275	4	0.8
郑州	545	5	1.5	451	5	1.2
藏谜	178	1	0.5	0	0	0.0
合计	8368			5170		

资料来源:公司官网,公司官微,猫眼专业版,国信证券经济研究所整理 注:各项目数据为每日公开演出场次,临时场次微调使得实际合计值与披露数存在差异。

图：2011-2024年元旦总票房（亿）



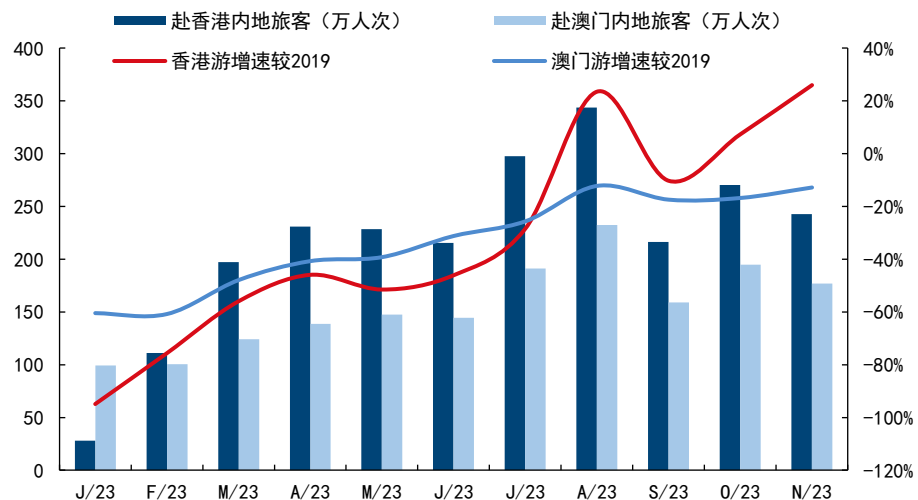
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

博彩：2023年12月澳门博彩收入复苏强劲，恢复至2019年同期81%



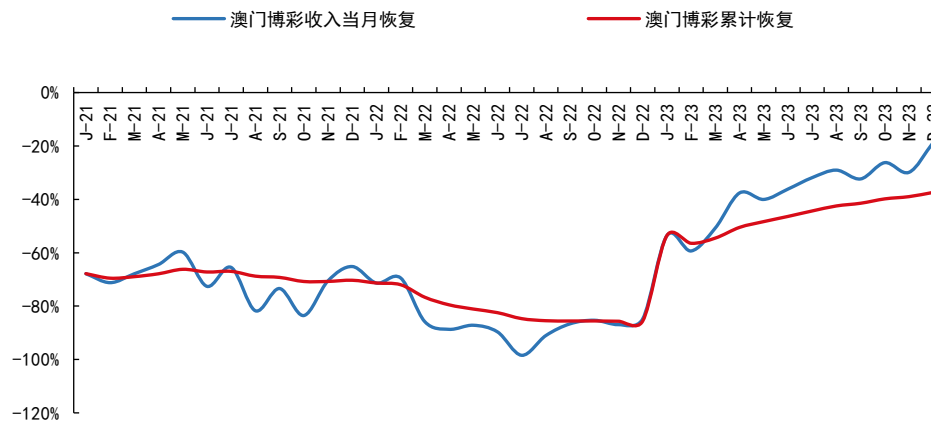
- 赴港澳游在出境游中恢复继续领先。跨年烟火表演吸睛，港澳地区成元旦出境游最热目的地。携程报告显示，中国香港和中国澳门位列元旦期间出境游热门目的地前五，其中中国香港位列第一，元旦前往中国香港的订单量同比增长603%。据中国澳门特区旅游局，2023年入境旅客约2823万人次，日均量7.7万人次，恢复至2019年七成水平。另外，2023年12月31日入境旅客175030人次，为2023年及疫情后单日入境旅客新高。
- 随着中国澳门入境游客渐进恢复，博彩收入2023全年稳步回升。根据中国澳门博彩监察协调局数据，2023年12月中国澳门博彩实现毛收入185.67亿港元，同比+433.3%，环比+15.7%，恢复至2019年同期的81%，环比+11pct，复苏显著。2023年，受出行放松、旅游需求释放等因素影响，澳门博彩收入稳定逐步恢复。累计来看，2023年实现累计毛收入1830.59亿港元，同比+334%，恢复至2019年的63%。

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

图：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

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 24-01-04	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601888.SH	中国中免	买入	80	3.09	3.78	4.76	26	21	17
600859.SH	王府井	买入	16	0.93	1.17	1.37	17	14	12
600515.SH	海南机场	增持	4	0.10	0.14	0.17	36	26	22
600754.SH	锦江酒店	买入	30	1.13	1.45	2.03	27	21	15
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	23	1.30	1.38	1.65	18	17	14
301073.SZ	君亭酒店	增持	23	0.23	0.67	1.06	100	35	22
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	13	11
9922.HK	九毛九	买入	5	0.37	0.64	0.99	14	8	5
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	16	14	12
9869.HK	海伦司	买入	3	0.25	0.32	0.42	14	10	8
9987.HK	百胜中国	增持	302	15.78	19.64	22.61	19	15	13
2150.HK	奈雪的茶	增持	3	0.19	0.37	0.56	15	8	5
300144.SZ	宋城演艺	买入	10	0.29	0.54	0.67	34	18	15
603136.SH	天目湖	买入	20	0.79	1.12	1.37	25	18	14
600138.SH	中青旅	买入	11	0.41	0.62	0.75	27	18	15
002159.SZ	三特索道	买入	16	0.64	0.85	0.97	25	19	17
002033.SZ	丽江股份	增持	8	0.39	0.45	0.49	22	19	17
000888.SZ	峨眉山A	买入	10	0.58	0.63	0.74	16	15	13
600054.SH	黄山旅游	增持	11	0.53	0.60	0.66	21	19	17
603099.SH	长白山	增持	18	0.58	0.67	0.78	31	27	23
002707.SZ	众信旅游	增持	7	0.02	0.21	0.34	365	36	22
9961.HK	携程集团-S	买入	256	17.12	18.23	20.51	15	14	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	26	1.05	1.40	1.78	25	19	15
600861.SH	北京人力	买入	18	1.19	1.79	2.06	15	10	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	25	0.94	1.19	1.43	27	21	17
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	14	0.27	0.31	0.37	52	45	37
605098.SH	行动教育	增持	39	1.92	2.44	3.06	20	16	13
002607.SZ	中公教育	买入	4	0.09	0.17	0.24	46	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	38	1.20	1.75	2.37	31	22	16

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.GSI）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、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