

## 强于大市

## 社会服务行业 2024 年度策略

## 全年复苏预期兑现后，性价比消费值得关注

年初至12月22日，申万社服板块跌幅较明显，累计下跌23.21%。但在上市公司业绩端，多数出行产业链公司实现业绩快速修复，复苏预期得到一定兑现。但当前市场消费信心和意愿仍有待提振，我们建议关注结构性机会，布局高景气行业龙头，或布局顺应当前发展趋势并实现高增长的细分行业。我们维持行业强于大市评级。

## 支撑评级的要点

- **总述：**板块复苏预期兑现，市场表现不佳，消费信心尚待提振。基本面上，23年前三季度以出行产业链为代表的公司多实现较好的业绩修复，其中Q3暑期出行旺季修复速度进一步加速，全年复苏预期基本兑现。市场面上，复苏预期兑现后，当前市场对于后市消费信心恢复预期仍不足，全年至今板块跌幅较大，后续消费信心、政策刺激、宏观经济修复需持续关注。
- **旅游：**国内游关注企业内生增长，跨境游静待供给优化。1) 国内游：预计24年出游需求将趋于理性，板块企业将由恢复性增长转向内生性增长，建议关注供给侧有增量和符合文旅融合趋势的企业，推荐长白山、宋城演艺、海昌海洋公园、天目湖，建议关注中青旅、黄山旅游、曲江文旅、丽江股份。2) 跨境游：预计24年跨境游将延续修复，建议关注供应链修复和行业出清给龙头企业带来的机会。推荐众信旅游、岭南控股。
- **演艺：**演出市场供需两旺，高景气度有望延续。23年演出市场供需两旺，板块的高景气度有望延续。推荐锋尚文化、大丰实业。
- **酒店：**中高端化转型趋势持续，品牌效应值得期待。1) 供给侧：三大酒店集团龙头门店持续扩张，持续优化核心品牌矩阵。行业中高端化转型趋势不变，带动ADR稳步增长。2) 需求侧：受益于商旅出行需求复苏、多类客群回归，RevPAR修复良好，展望后市，OCC的修复将助推RevPAR持续增长。推荐锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店。
- **餐饮：**修复速度快，消费回归理性。23年餐饮收入实现同比较快修复，餐饮消费修复完成后或将进入行业正常增长趋势。此外，消费者观念更加理性，消费回归餐饮本质，质价比将成为未来主要关注点，推荐同庆楼。
- **人服：**当前就业数据整体稳定，但企业端招聘意愿仍有待提高。23年城镇调查失业率整体稳定，但就业景气度低于去年水平。对于企业端降本增效的需求致使招聘需求未完全释放，对于就业者求稳心态较重。当前市场情况下灵活用工、人力外包等用工方式或能在短期内满足企业用工需求，长期来看招聘市场完全修复仍需政策和宏观经济发力，推荐科锐国际。
- **会展：**全球市场恢复提速，外展有望持续受益。疫后展会需求快速释放，24年全球会展市场恢复预计将加速，企业出海需求旺盛，出境难点逐步缓解，外展有望持续受益。推荐米奥会展，建议关注兰生股份。
- **免税：**离岛免税持续修复，市内免税增量可期。23年免税需求短期承压，24年建议关注离岛渠道高奢入驻的催化和价格体系的持续优化，市内免税新政推出在即，有望贡献新的增量。推荐王府井、中国中免。
- **其他零售：**名品折扣零售领先恢复，相对具有抗周期性。随着消费者购买决策趋于理性，性价比成为重要关注点，折扣零售进入发展快车道，奥莱业态再度翻红，头部公司持续领跑，短期内预计趋势仍将持续。
- **跨境电商：**海外线上购物需求旺盛，跨境电商供应链优势凸显。23年在海外高通胀、海运费下行和人民币贬值背景下，跨境电商迎来快速发展期。海外电商渗透率仍有增长空间，国内品牌出海需求犹存，我国跨境电商供应链优势凸显，发展前景广阔。

## 评级面临的主要风险

- 居民收入增长不及预期、消费意愿恢复不及预期，行业竞争加剧。

## 相关研究报告

《社会服务行业周报》20231224  
《社会服务行业周报》20231219  
《社服与消费视角点评11月国内宏观数据》  
20231218

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 社会服务

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：纠泰民

taimin.jiu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030002

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

## 目录

<b>1 板块复盘：23 业绩复苏预期兑现，市场表现欠佳 .....</b>	<b>6</b>
股价表现：跌幅显著，跑输大盘 .....	6
板块业绩：Q3 板块业绩加速复苏，全年预期完成初步复苏 .....	6
<b>2 消费环境：消费信心低位回升，理性体验需求扩充 .....</b>	<b>9</b>
消费信心低位回升，社零增速恢复良好 .....	9
服务类消费占比提升，理性体验需求扩充 .....	10
<b>3 旅游：国内游关注企业内生增长，跨境游静待供给优化 .....</b>	<b>12</b>
国内游：复苏阶段初步完成，后续关注企业内生增长 .....	12
跨境游：跨境游修复加速中，静待供给端持续优化 .....	16
<b>4 演艺演出：演出市场供需两旺，高景气度有望延续 .....</b>	<b>18</b>
<b>5 酒店：中高端转型趋势保持，品牌效应值得期待 .....</b>	<b>20</b>
酒店行业：营收实现良好增长，中高端酒店客房占比持续提升， .....	20
酒店公司：三季度出行旺季推动业绩加速修复，展望 24 或回归行业稳健增长 .....	23
<b>6 餐饮：消费者更注重质价比，关注预制菜万亿级别赛道 .....</b>	<b>24</b>
<b>7 人服：就业市场压力仍存，关注灵活用工市场 .....</b>	<b>26</b>
<b>8 会展：全球市场恢复提速，外展有望持续受益 .....</b>	<b>29</b>
2023 年复盘：疫后展览需求集中释放，会展企业业绩快速恢复 .....	29
2024 年展望：全球会展市场恢复提速，出海需求旺盛外展受益 .....	29
<b>9 免税：离岛免税持续修复，市内免税增量可期 .....</b>	<b>31</b>
离岛免税：海南客流稳定增长，免税销售略有承压 .....	31
口岸免税&市内免税：机场免税有望加速回暖，市内免税潜力可期 .....	32
<b>10 其他零售：名品折扣零售领先恢复，相对具有抗周期性 .....</b>	<b>34</b>
<b>11 跨境电商：海外线上购物需求旺盛，跨境电商供应链优势凸显 .....</b>	<b>35</b>
2023 年复盘：海外高通胀下需求向好，低运费叠加人民币贬值助推出口 .....	35
后续展望：海外电商渗透率持续提升，中国跨境电商供应链优势凸显 .....	36
<b>12 2024 年投资策略 .....</b>	<b>37</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>38</b>

## 图表目录

图表 1. 申万一级行业累计涨跌幅（2023.1.1-2023.12.22）	6
图表 2. 社服各子板块累计涨跌幅（2023.1.1-2023.12.22）	6
图表 3. 申万社会服务板块营收及增长	7
图表 4. 申万社会服务板块归母净利润及增长	7
图表 5. 社会服务子板块及旅游零售营收同比增速	7
图表 6. 社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速	7
图表 7. 社会服务及子板块毛利率水平	8
图表 8. 社会服务及子板块净利率水平	8
图表 9. 消费者信心低位回升	9
图表 10. 我国居民消费意愿稳定，投资意愿小幅回升	9
图表 11. 23 年社零增速提升	9
图表 12. 23 年餐饮收入增长迅速	9
图表 13. 限额以上分类品社会消费品零售总额增速	10
图表 14. 消费品类结构变动	10
图表 15. 消费者频繁使用的购物软件	11
图表 16. 频繁使用某购物平台的原因	11
图表 17. 23Q1-3 主要景区游客数量及恢复状况	12
图表 18. 23Q1-3 各上市公司营收大部分已恢复至疫前同期水平	12
图表 19. Q1-3 各上市公司归母净利润大部分已恢复至疫前同期水平	13
图表 20. 20-23 年我国节假日旅游人次和收入与恢复状况	13
图表 21. 国庆&中秋假期重点景区客流量&收入状况	14
图表 22. 文旅部出境游恢复安排	16
图表 23. 入境免签政策恢复情况	16
图表 24. 港澳台及国际航线旅客运输量变动情况（月）	17
图表 25. 全国演出票房收入	18
图表 26. 全国旅游演出场次	18
图表 27. 全国旅游演艺票房收入	18
图表 28. 三大酒店集团总门店持续增长	20
图表 29. 三大酒店集团储备店增速放缓	20
图表 30. 三大酒店持续中高端化升级（按客房数）	20
图表 31. 三大酒店持续中高端化升级（按酒店数）	20
图表 32. 月度开业酒店数变动情况	21
图表 33. 月度签约酒店数变动情况	21
图表 34. 三大酒店集团各季度新开业品牌数量 TOP5（单位：家）	21
图表 35. 全国星级酒店 RevPAR 变动	22
图表 36. 全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动	22

图表 37.三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况 .....	22
图表 38.三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况 .....	22
图表 39.首旅酒店营收及归母净利润变化 .....	22
图表 40. 君亭酒店营收及归母净利润变化 .....	22
图表 41.锦江酒店境内营收及归母净利润变化 .....	23
图表 42 锦江酒店境外营收及归母净利润变化 .....	23
图表 43. 23 年末社零餐饮同比增速上升 .....	24
图表 44.限额以上餐饮收入同比恢复情况同样良好 .....	24
图表 45.2026 年预制菜市场有望达到万亿级别 .....	24
图表 46.节省时间是 C 端消费者购买预制菜的最主要目的 .....	24
图表 47. 21-23 年全国茶饮人均消费呈现递减趋势 .....	25
图表 48.餐饮消费更加追求质价比 .....	25
图表 49.整体失业率较稳定，4 月青年失业率突破 20% .....	26
图表 50.高校毕业生 CIER 指数仍处低位 .....	26
图表 51. 新增招聘公司数量、新增招聘帖数变动情况（周） .....	26
图表 52. 国家公务员考试参考与过审人数快速增长 .....	27
图表 53. 23 年 H1 企业离职率相较于去年同期下降 .....	27
图表 54.灵活用工市场增长空间较大 .....	27
图表 55. 新型灵活就业求职者比例不断提升 .....	27
图表 56.2023 年前三季度境内展览市场规模 .....	29
图表 57.会展企业 23 年各季度业绩表现 .....	29
图表 58.全球会展行业市场规模 .....	30
图表 59.海南省过夜游客人次 .....	31
图表 60.海南省旅游收入 .....	31
图表 61.美兰机场旅客吞吐量 .....	31
图表 62.凤凰机场旅客吞吐量 .....	31
图表 63.海南离岛免税销售额 .....	32
图表 64.海南离岛免税客单价 .....	32
图表 65.免税新政后节假日离岛免税销售状况 .....	32
图表 66.北上广重点机场国际&境外航线旅客吞吐量 .....	33
图表 67.三大机场境外航班执飞总量 .....	33
图表 68.全国机场国际航班执飞总量 .....	33
图表 69. 2022 年限额以上单位零售分业态增长率 .....	34
图表 70.上市公司 23Q1-3 分业态收入增速 .....	34
图表 71. 我国跨境电商出口额规模 .....	35
图表 72. 我国跨境电商出口额前十国家及地区 .....	35
图表 73. 疫后海外国家面临高通胀 .....	35
图表 74. 美国网络零售销售额、渗透率及增速 .....	35
图表 75. CCFI 综合指数进入低位区间 .....	36

---

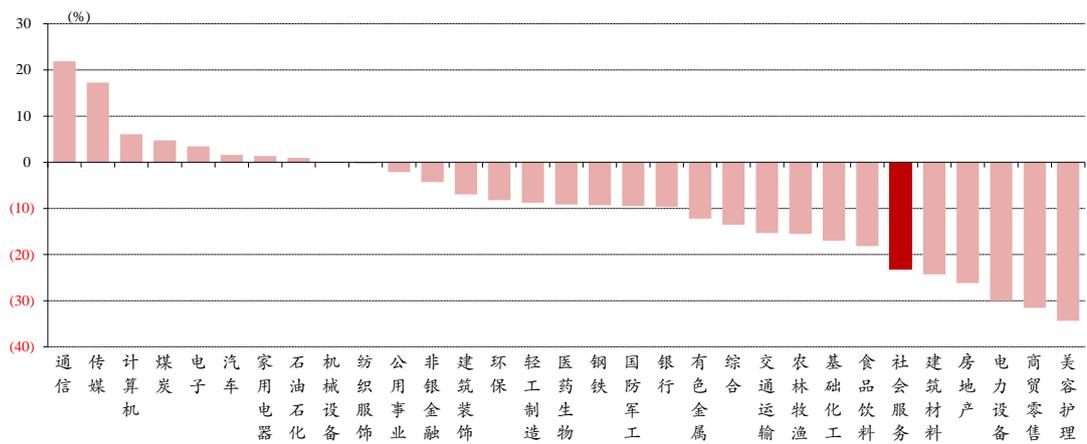
图表 76. 人民币对美元贬值.....	36
图表 77. 全球电商市场规模预测.....	36
图表 78. 2023 年各地区电商市场规模及渗透率预测.....	36

## 1 板块复盘：23 业绩复苏预期兑现，市场表现欠佳

### 股价表现：跌幅显著，跑输大盘

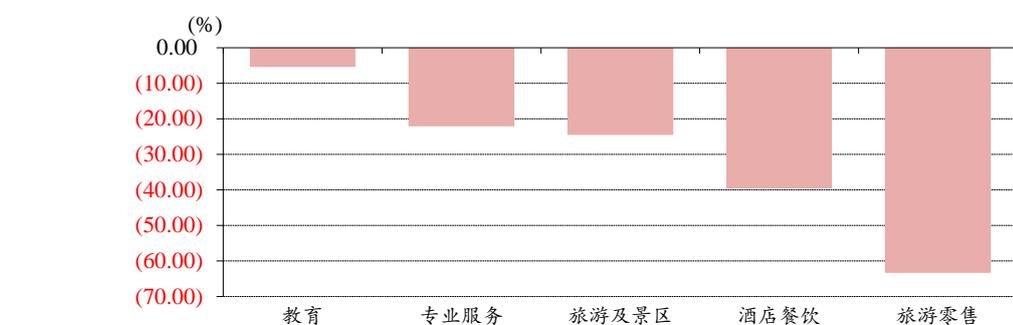
社会服务行业跌幅显著，整体跑输大盘。从年初至 12 月 22 日，申万一级行业中，通信、传媒、计算机产业链代表行业涨幅居前。消费产业中，仅家用电器实现较小正收益。社会服务板块公司在疫情管控宽松后，复苏预期逐步兑现。但受累于宏观经济恢复速度较缓、居民收入增长预期不足，以及对后续消费信心不足，整体消费行业配置幅度下降，市场表现欠佳，申万社服指数累计下跌 23.21%，在申万 31 个一级行业中排名第 26，总体跑输沪深 300 指数（累计跌 13.80%）。

图表 1. 申万一级行业累计涨跌幅（2023.1.1-2023.12.22）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 2. 社服各子板块累计涨跌幅（2023.1.1-2023.12.22）



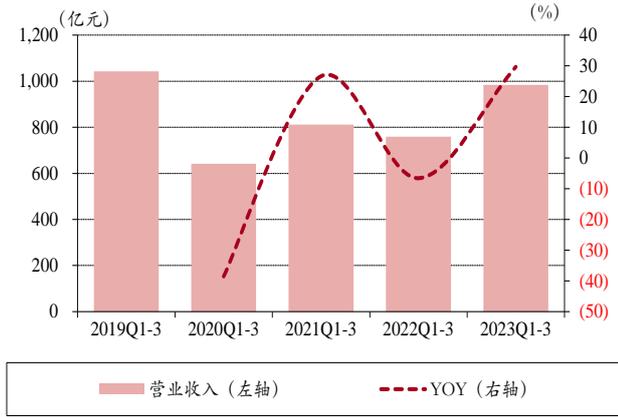
资料来源: ifind, 中银证券

社服行业子板块全线下跌，旅游零售跌幅显著。从年初至 12 月 22 日，社服各子板块全部下跌，依次涨跌幅为教育(-5.43%)、专业服务(-22.09%)、旅游景区(-24.50%)、酒店餐饮(-39.63%)；此外，旅游零售板块累计跌 63.38%。

### 板块业绩：Q3 板块业绩加速复苏，全年预期完成初步复苏

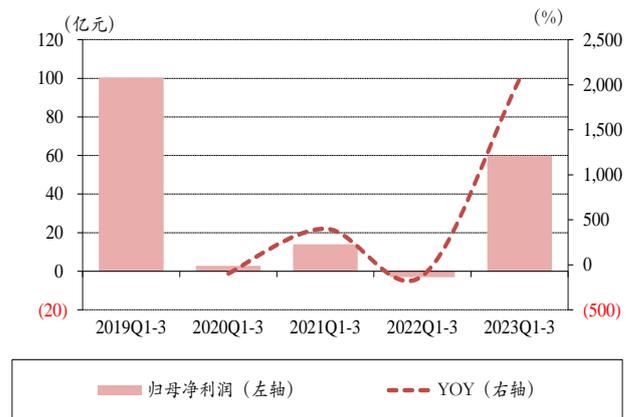
板块业绩逐步复苏，净利水平同比提升。申万社会服务板块 23Q1-3 共实现营收 984.05 亿元，同比增 29.68%，恢复至 19 年同期的 94.36%；实现归母净利润 59.84 亿元，同比增长 2065.14%，恢复至 19 年同期的 59.67%。全年来看，疫情管控放开后积压已久的商旅、文旅需求迅速释放，且在 Q3 传统出行旺季复苏趋势进一步加速，全年板块整体修复态势良好。

图表 3. 申万社会服务板块营收及增长



资料来源: ifind, 中银证券

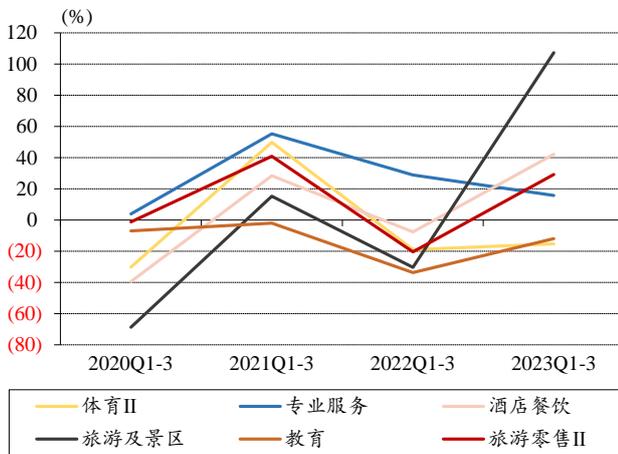
图表 4. 申万社会服务板块归母净利润及增长



资料来源: ifind, 中银证券

**出行板块强势增长, 多板块净利率改善。** (1) 前三季度营收同比增速方面, 旅游及景区、酒店餐饮、旅游零售等出行相关板块同比 22 年同期转降为增, 教育、体育板块仍为负增长: 旅游及景区 (+107.36%) > 酒店餐饮 (+42.19%) > 旅游零售 (+29.14%) > 专业服务 (+15.74%) > 教育 (-11.93%) > 体育 (-15.20%)。 (2) 归母净利润同比增速方面, 整体呈现改善态势, 旅游及景区、教育、酒店餐饮等板块较 22 年同期均有较大提升: 酒店餐饮 (+331.00%) > 旅游及景区 (+304.80%) > 教育 (+172.51%) > 旅游零售 (+12.49%) > 专业服务 (+12.08%) > 体育 (-203.25%)。

图表 5. 社会服务子板块及旅游零售营收同比增速



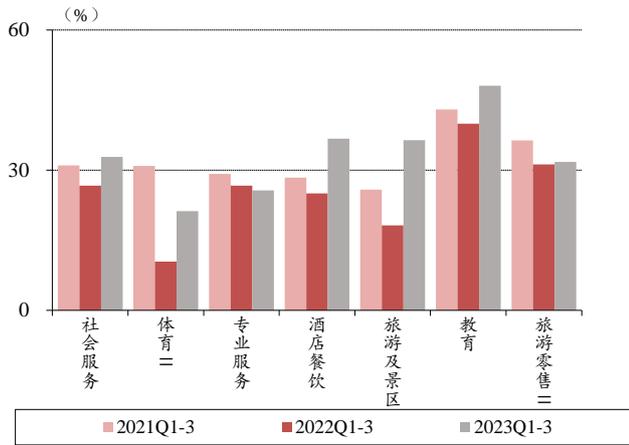
资料来源: ifind, 中银证券

图表 6. 社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速

归母净利润同比增速 (%)	2021Q1-3	2022Q1-3	2023Q1-3
体育	88.98	(355.65)	(203.25)
专业服务	33.24	15.55	12.08
酒店餐饮	87.93	(742.53)	331.00
旅游及景区	93.51	(1,711.06)	304.80
教育	(141.13)	21.93	172.51
旅游零售	168.35	(45.49)	12.49

资料来源: ifind, 中银证券

图表 7. 社会服务及子板块毛利率水平



资料来源: ifind, 中银证券

图表 8. 社会服务及子板块净利率水平



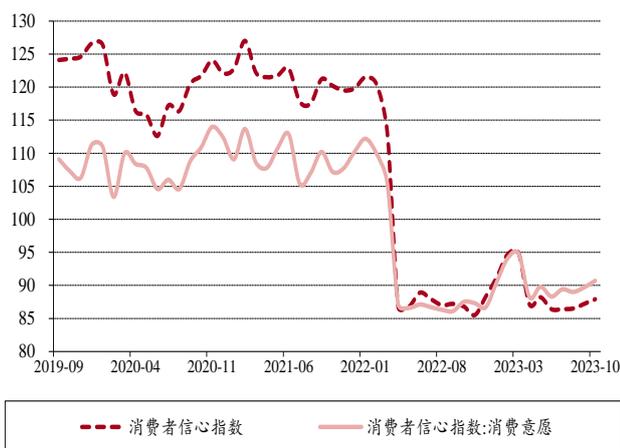
资料来源: ifind, 中银证券

## 2 消费环境：消费信心低位回升，理性体验需求扩充

### 消费信心低位回升，社零增速恢复良好

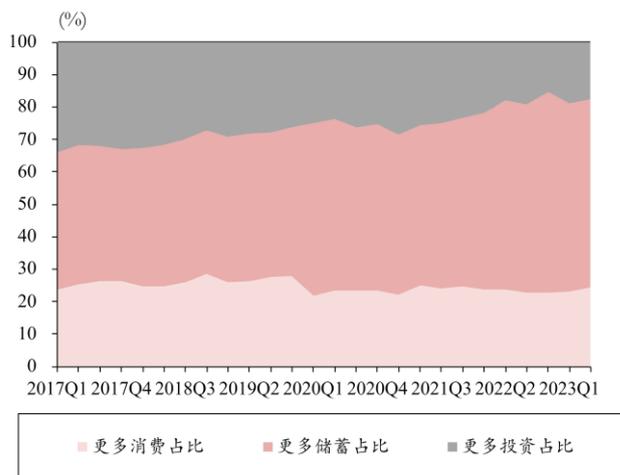
消费者信心低位回升，储蓄倾向仍处高位。自疫情防控措施放松以后，消费信心和消费意愿指数快速回升，3月达到阶段高峰后再度下滑，当前呈现出波动上升趋势但仍处于低位，10月分别达到87.9/90.7。此外，据央行的调查报告显示，23Q2愿意进行更多消费的居民占24.5%，同比增0.7pct，环比23Q1增1.3pct，呈现缓慢恢复趋势；愿意进行更多储蓄的居民占58.0%，同比下降0.3pct，处高位水平但初具下降趋势。

图表 9. 消费者信心低位回升



资料来源: ifind, 国家统计局, 中银证券

图表 10. 我国居民消费意愿稳定，投资意愿小幅回升



资料来源: ifind, 中国人民银行, 中银证券

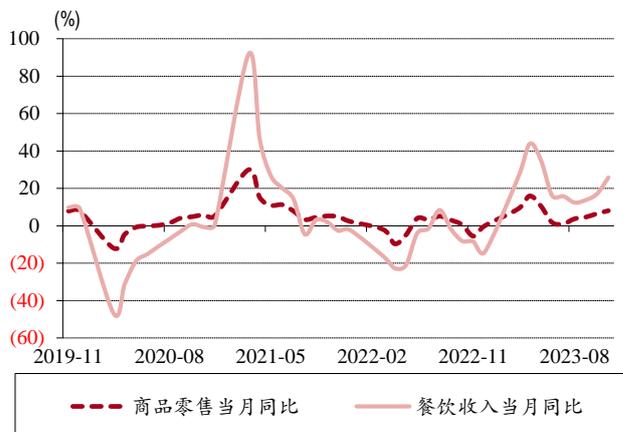
疫后社零增速恢复良好，部分可选消费恢复较快。疫后国内消费稳步恢复，叠加去年同期低基数影响，10、11月社零总额同比分别+7.6%、+10.1%。商品零售总额10、11月份同比分别+6.5%、+8.0%，餐饮收入增长显著，同比分别+17.1%、+25.8%。从限额以上单位表现来看，较22年实现强势恢复，23年1-11月，限额以上累计零售额增速前三行业分别为金银珠宝、服装与纺织品、烟酒，同比分别+11.9%、11.5%、10.9%；文化办公、建筑装潢等品类增速为负。

图表 11. 23 年社零增速提升



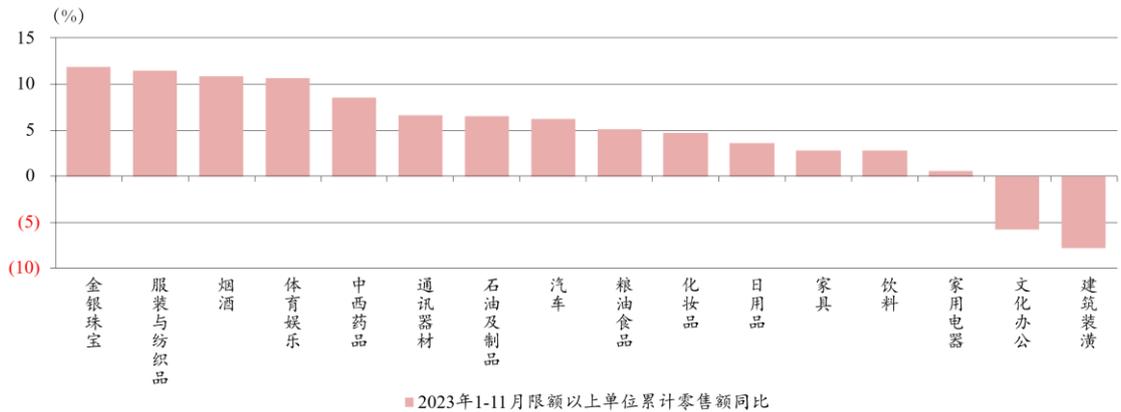
资料来源: ifind, 国家统计局, 中银证券

图表 12. 23 年餐饮收入增长迅速



资料来源: ifind, 国家统计局, 中银证券

图表 13. 限额以上分类品社会消费品零售总额增速

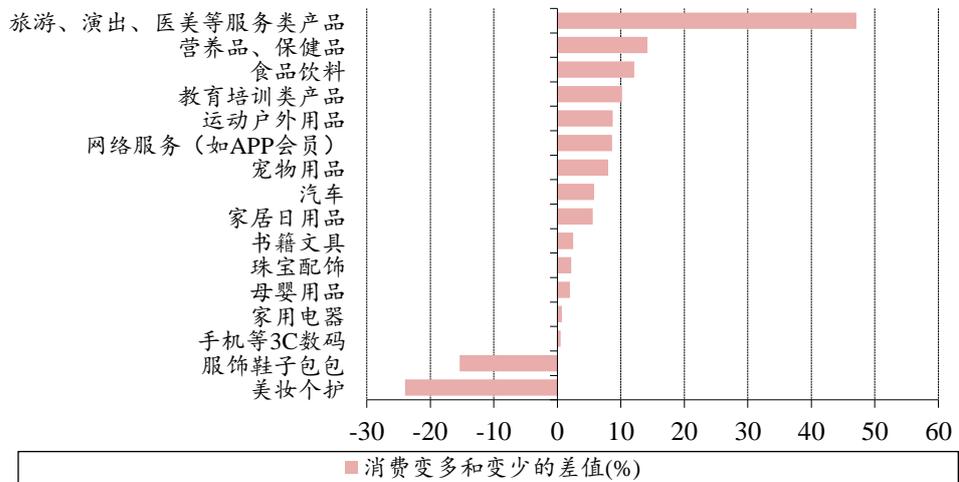


资料来源: ifind, 国家统计局, 中银证券

### 服务类消费占比提升，理性体验需求扩充

服务类消费占比提升，消费者倾向为体验买单。据 DT 商业观察最新发布的《2023 青年消费调研》，大城市青年人的消费结构发生了较大变化，以旅游、演出、医美类产品为代表的服务类产品开支明显增加，近一半人为情绪价值付费。年初时出行火爆更多是源于疫后的报复性出游，而后期则逐渐演变为情绪和体验性消费。

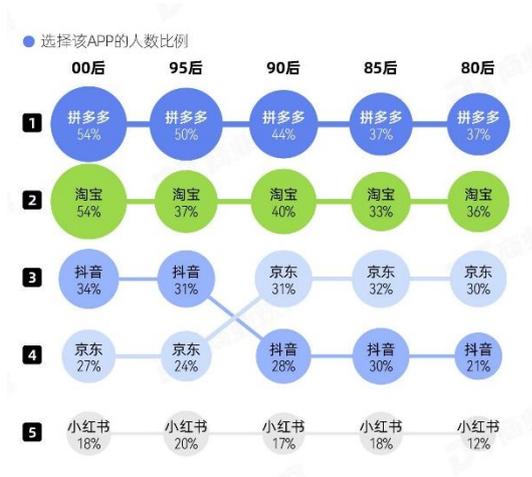
图表 14. 消费品类结构变动



资料来源: DT 商业观察《2023 青年消费调研》，中银证券

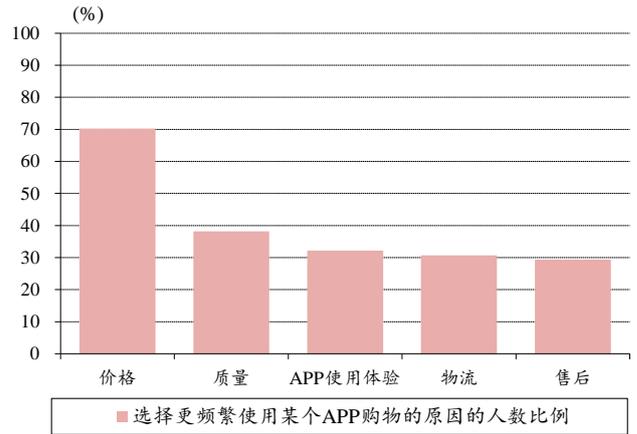
低价平替成为首选，消费行为更加理性。一方面，消费者对于价格的敏感程度提高，据 DT 商业观察最新发布的《2023 青年消费调研》2023 年消费者更频繁使用的购物软件 TOP5 为: 拼多多(45.8%)、淘宝(40.3%)、抖音(29.9%)、京东(28.1%)和小红书(17.5%)，拼多多以低价、平替等优势成为众多消费者的首选。另一方面，消费行为愈发理性，部分消费者对折扣逐渐脱敏，减少了在大促期间的冲动消费行为。今年双十一大部分电商平台均没有公布具体成交总额，淘宝更是直接取消了双十二活动。

图表 15.消费者频繁使用的购物软件



资料来源: DT 商业观察《2023 青年消费调研》, 中银证券

图表 16.频繁使用某购物平台的原因



资料来源: DT 商业观察《2023 青年消费调研》, 中银证券

## 3 旅游：国内游关注企业内生增长，跨境游静待供给优化

国内游：复苏阶段初步完成，后续关注企业内生增长

2023 年复盘：Q1-3 出行市场强劲恢复，景区业绩显著释放

出行市场恢复势头强劲，人次恢复领先客单。23 年以来旅游市场持续回暖，居民旅游需求集中释放。23Q1-3 国内旅游总人次 36.74 亿人，恢复至 19 年同期的 79.92%；实现旅游收入 3.69 万亿元，恢复至 19 年同期的 64.4%。出行市场总体上仍呈现出人次恢复领先于客单恢复的特征。

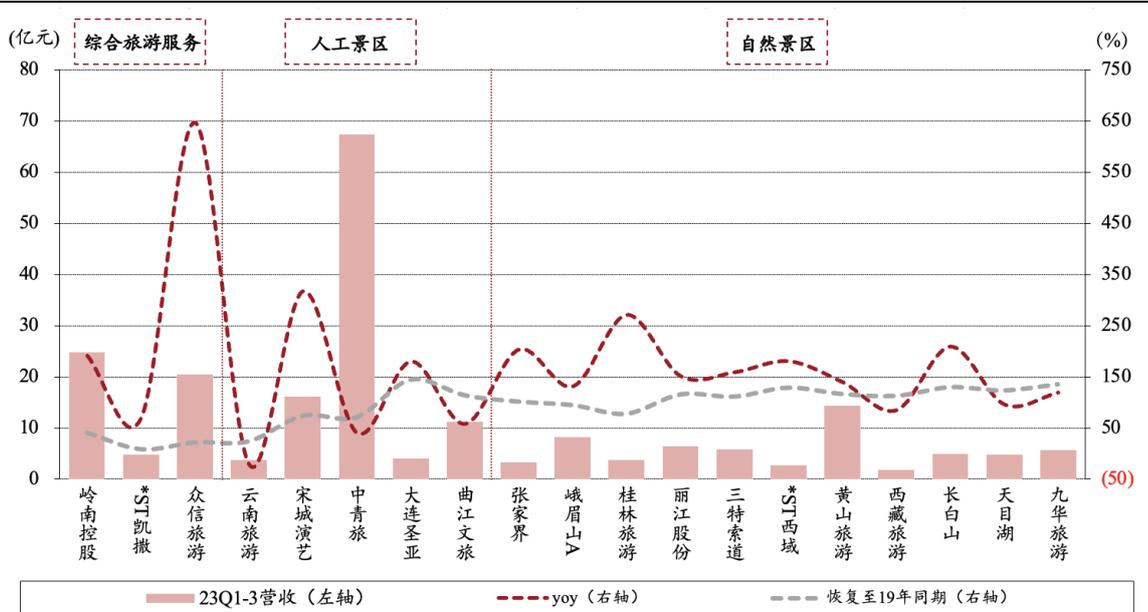
图表 17. 23Q1-3 主要景区游客数量及恢复状况

景区	接待游客数量 (万人)	同比 2022 年 (%)	恢复至 2019 年 (%)
长白山	224.60	+255.30	107.50
玉龙雪山	482.50		
乌镇	615.87	+631.26	84.31
古北水镇	112.07	+26.18	58.57
黄山	353.36	+221.35	

资料来源：公司公告，中银证券

营收端：山岳型自然观光景区及长线游景区恢复较好，综合旅游服务商营收加速回暖。假期作用下长途旅行需求得到释放，营收构成主要是门票、索道等，山岳型自然观光景区延续前期的高速增长，黄山旅游、长白山、九华旅游 23Q1-3 的营收分别恢复至 19Q1-3 的 115.82%、129.09%、134.77%。人工景区中度假型景区以及团客业务占比较大的景区相对恢复速度较缓，如宋城演艺、中青旅 23Q1-3 的营收分别恢复至 19Q1-3 的 73.35%、70.55%，其中天目湖由于疫情期间酒店扩容增效明显，表现较为亮眼，23Q1-3 营收恢复至 19Q1-3 的 122.74%。综合旅游服务商受益于出境团队游目的地国家的放开，营收恢复提速，同比实现大幅增长。但由于整体恢复存在滞后效应，出境客群未完全回归，较 19 年同期仍有一定差距。未来随着出境游供应链的持续修复，后续有望加速改善。

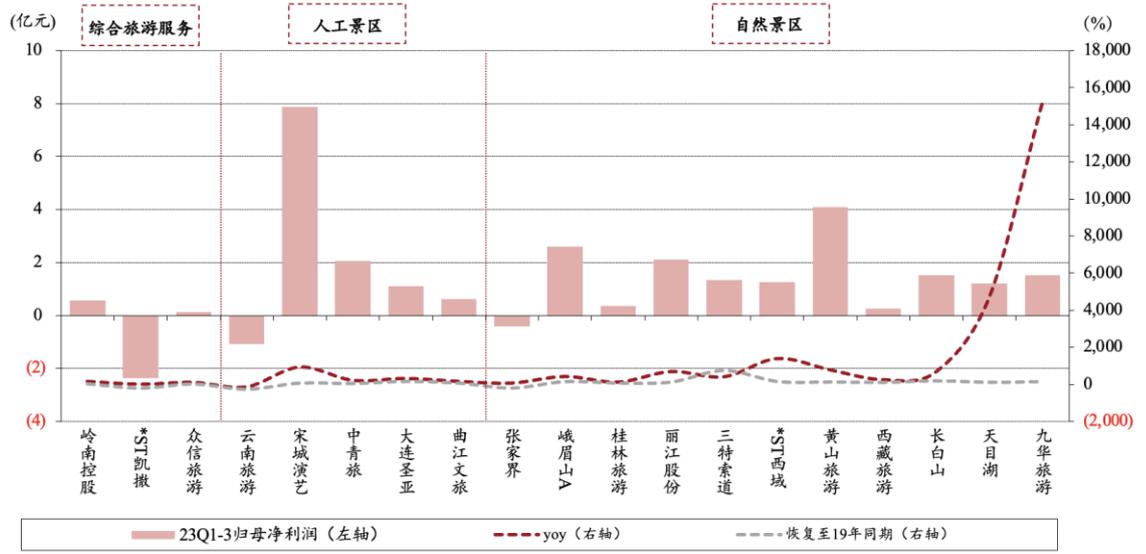
图表 18. 23Q1-3 各上市公司营收大部分已恢复至疫前同期水平



资料来源：Wind，中银证券

利润端：板块内超半数的上市企业 23Q1-3 利润超越 19 年同期，且得益于疫后旅游需求的报复性增长，部分公司业绩创历史新高。如大连圣亚、峨眉山、丽江股份、\*ST 西域、长白山、天目湖与九华旅游均创下上市以来 Q1-3 业绩新高，分别恢复至 19 年同期的 150.68%、140.32%、114.59%、148.81%、185.37%、104.35%、142.06%。除云南旅游外，各上市公司 23Q1-3 利润端同比均存在大幅增长。

图表 19. Q1-3 各上市公司归母净利润大部分已恢复至疫前同期水平



资料来源: Wind, 中银证券

双节假期国内旅游需求全面释放，按可比口径已恢复至疫情前水平。国庆中秋双节假期时长较长，旅游需求加速释放。根据文旅部数据，今年中秋国庆假期期间全国国内旅游出游共 8.26 亿人次，按可比口径同比增长 71.3%，恢复至 2019 年的 104.1%；实现国内旅游收入 7534.3 亿元，按可比口径同比增长 129.5%，恢复至 2019 年的 101.5%。从前三季度以及双节假期的表现来看，国内文旅市场基本均已经恢复至疫情前的水平。

图表 20. 20-23 年我国节假日旅游人次和收入与恢复状况



资料来源: 文旅部, 中银证券

图表 21. 国庆&中秋假期重点景区客流量&收入状况

景区	客流&收入
黄山	共接待游客超 19 万人次，同比+48.52%。
九寨沟	共接待游客 19.758 万人次，10 月 1 日、2 日连续两天达到景区最大游客接待量 4.1 万人。
天目湖	共接待游客 77.73 万人次，同比 2019 年增长 46.97%；实现直接营收 1.31 亿元，同比 2019 年增长 62.25%。
长白山	共接待游客 16.65 万人次，同比+141.80%，恢复至 19 年同期的 83.9%。
张家界	武陵源核心景区接待游客 166171 人，同比增长 127.41%；天门山景区接待游客 198831 人，同比增长 284.77%；大峡谷景区接待游客 97770 人，同比增长 87.59%；茅岩河接待游客 17388 人，同比增长 157.68%。
玉龙雪山	共接待游客 19.46 万人次，同比+191.21%，恢复至 19 年同期水平。
乌镇	共接待游客超 41 万人次，较去年同期增长 254.71%；实现营业收入同比增长 143.83%，较 2019 年同期增长 8.46%。
古北水镇	共接待游客 18 万人次，同比增长 16.14%；酒店入住率连续六天满房，创下历史最好成绩。
上海海昌海洋公园	共接待游客近 18 万人次，迎来客流新高。
峨眉山	共接待游客 22.83 万人次，同比 2019 年增长 59.14%；实现门票收入 2117.73 万元，同比 2019 年增长 14.43%。

资料来源：各景区管委会、公司官网、公司公众号，中银证券

## 2024 年展望：预期消费趋于理性，关注企业内生增长

总体而言，得益于疫后的报复性出行需求，23Q1-3 和双节期间景区板块公司业绩恢复亮眼，自然山岳型景区和长线游表现尤为突出。24 年预计出游需求将由“恢复性增长”转向“内生性增长”，文旅消费将趋于理性，高基数背景下景区板块公司业绩增速将存在一定压力。后续可重点关注具有以下逻辑的企业：

### 1) 大众平价旅游&文旅、IP 融合新趋势

一方面，当前国内消费相对疲软，从淄博烧烤出圈，“特种兵”式旅游兴起，五一、中秋国庆双节假期旅游客单消费尚未完全恢复等现象可以看出，疫后由于居民的消费力受损，短期内平价消费或将更受青睐，建议关注景区内的刚性消费。另一方面，随着旅游消费客群的年轻化，小众、创新、独特成为旅游新风尚，文旅融合、IP 融合等成为新趋势。建议关注发力内容创新和 IP 打造的公司，如海昌海洋公园与奥特曼、海贼王等知名 IP 达成合作协议；曲江文旅打造沉浸式体验项目“盛唐密盒”。文旅融合有望带动景区内的二次消费，而二消占比提升有助于打破景区门票经济受限的弊端。

### 2) 国企改革优化效率

国内大部分上市景区公司都是国资控股，或处于向国资改变的过程中，如天目湖、三特索道等。当前国企改革不断深化，更加强调利润增长，国资委将中央企业主要经营指标由原来的“两利一率”调整为“一利五率”，有望助力景区公司提升运营效率、优化成本费用。

### 3) 供给侧改革贡献业绩增量和成长性

自然景区享受资源的天然优势和垄断性，但也对其扩张和承载量造成限制，供给端的优化扩容可以带来较高的业绩弹性，建议关注疫情期间发力项目扩张和交通升级改造的公司。1) **黄山旅游**：花山谜窟与太平湖目前均处于爬坡阶段，有望未来逐步放量；池黄高铁预计于 2024 年 6 月建成通车，项目建成通车后，将成为串联“两山一湖”（九华山、黄山、太平湖）核心景点的黄金旅游线路。2) **长白山**：吉林省加速交通建设，沈白高铁预计 2025 年底通车；长白山机场二期建设完成，吞吐量升至 180 万人次。3) **宋城演艺**：西安、上海等项目在疫情后重新开业，经过内容整改升级后演出场次快速提升；另外佛山项目预计将于 2024 年一季度开业，有望贡献新增量。4) **天目湖**：政企合力打造的动物王国项目正紧密筹备，南山小寨二期及御水温泉改造项目持续优化推进，预计 2025 年底可达使用状态，有望为公司贡献业绩增量。5) **丽江股份**：甘海子集散中心项目投入运营，配合玉龙雪山游客综合服务中心保证游客多方旅行体验；泸沽湖摩梭小镇二期演艺项目节目初步设计已完成，截至 23H1 总体项目进度已达 10.73%；省级重大项目牦牛坪旅游索道改扩建项目推进望助力主营增收。

## 自然景区

**天目湖**：双节假期景区表现优异，静待项目扩张贡献增量。中秋国庆假期期间，天目湖旅游度假区成功登上《长三角旅游休闲热门度假区榜单》，共接待游客 77.73 万人次，同比 19 年+46.97%，实现直接营收 1.31 亿元，同比 19 年+62.25%；御水温泉度假酒店、遇·天目湖酒店等假期连续三日满房。短期内，冬季公司的温泉业务或将成为增长点。展望长期，政企合力打造的动物王国项目正紧密筹备，南山小寨二期及御水温泉改造项目持续优化推进，预计 2025 年底可达使用状态，有望为公司贡献业绩增量。

**黄山旅游：主景区客流量望再创新高，新业务发展井然有序。** 受益于假日旅游需求的推动，23Q3 黄山景区接待进山游客 144.20 万人，yoy+88.25%。其中 8 月份接待游客 63.5 万余人，刷新单月接待量新高。Q1-3 景区累计接待进山人数为 353.35 万人，yoy+221.36%，提前 3 个月超过了 2019 全年的游客接待量，成为历史上突破 300 万人日期最早的一年，景区全年接待人数有望突破 400 万人。目前太平湖、花山迷窟两个新景区仍处于爬坡期，后续有望逐步贡献业绩；随着池黄高铁的建设，后续还有望与九华山形成联动。

**丽江股份：新项目建设稳步推进，高质量服务打开新增量。** 暑期客流显著提升，索道演出业务稳步恢复，23Q1-3 公司三条索道共计接待游客 482.50 万人次，同比+193.19%。酒店业务加速放量，丽江和府酒店有限公司实现营收 1.16 亿元，同比+67.01%。迪庆香格里拉旅游投资有限公司实现营收 0.30 亿元，同比+68.88%。公司新项目建设稳步推进，甘海子集散中心项目投入运营，配合玉龙雪山游客综合服务中心保证游客多方旅行体验；泸沽湖摩梭小镇二期演艺项目节目初步设计已完成，截至 23H1 总体项目进度已达 10.73%；省级重大项目牦牛坪旅游索道改扩建项目推进望助力主营增收。

**长白山：外部交通改善下客流稳步增长，冬季冰雪项目上线有望贡献增量。** 据长白山管委会数据，23M1-11 主景区接待游客人次同比 19 年同期+5.5%。客流增长主因外部交通改善，叠加疫后旅游需求的集中释放。公司自身也积极拓展业务，带动整体客单水平提升。短期看，2023 年雪季提前，公司的冬季产品野雪公园和雪地摩托项目有望逐步贡献增量。长期来看，吉林省政府在《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023-2025 年）》中提及，省财政每年将安排 1 亿元资金用于冰雪产业发展，其中每年投放冰雪消费券不低于 3000 万元，将长白山建成全国首个接待游客量突破 300 万的冰雪景区，后续公司有望受益于财政层面的资金支持。此外，外部交通的改善也有望对客流持续提振。

## 人工景区

**宋城演艺：假期景区场次快速恢复，静待新项目持续爬坡。** 暑期公司旗下景区演出场次约 2600 余场。国庆中秋假期，公司旗下的千古情景区合计演出 338 场，恢复至 19 年同期的 125.19%，单日最高演出场次达 59 场。根据旗下景区场次来看，杭州、丽江、三亚等成熟项目的场次逐步恢复，其中丽江项目表现尤为亮眼；西安、上海等项目在疫情后重新开业，经过内容整改升级后演出场次快速提升；另外佛山项目预计将于 2024Q1 开业，有望贡献新增量。

**中青旅：两镇景区稳步恢复，旅行社业务呈向好态势。** 乌镇景区紧抓暑期经营旺季，挖掘“文化小镇”发展潜力，23Q1-3 共接待游客 615.87 万，实现营收 13.85 亿元，已超出 19 年同期水平。古北水镇受本地客流疫后出京、出境旅行需求高反弹等影响，短期客流承压，23Q1-3 接待游客 112.07 万，实现营收 5.46 亿元，净利润 1,047.97 万元。中秋国庆双节假期期间，乌镇景区接待游客超 41 万人次，同比+254.71%，营收同比+143.83%，较 19 年同期+8.46%。古北水镇接待游客 18 万人次，同比+16.14%。随着我国跨境游政策限制的整体逐步放宽以及多条国际航线的陆续开通和恢复，公司根据目的地市场复苏情况和游客消费特点谋划产品布局，打造独家路线。随着外部环境的改善，业绩弹性可期。

**曲江文旅：市场回暖带动业绩增长，利润同环比改善明显。** 在文旅需求加速复苏的暑期背景下，三季度西安和公司的旅游数据皆表现良好。据携程数据，今年暑期西安城市热度达全国第六，目的地为西安的暑期订单量同比增长 164%。受益于旅游市场持续复苏，公司所管理大唐芙蓉园、海洋极地公园等景区收入，及酒店餐饮、体育赛事等业务收入均较上年同期增加，带动公司前三季度和第三季度利润均同比实现扭亏为盈，且三季度利润环比增长明显。23 年 Q1-3 公司实现营收 11.21 亿元，同比+57.35%；实现归母净利 0.62 亿元；实现扣非归母净利 0.40 亿元。Q3 实现营收 4.33 亿元，同比+64.31%；实现归母净利 0.49 亿元。在掌握众多优质旅游资源的背景下，公司持续加强文化和旅游业态融合，公司持续推进演绎剧目，致力于实现“吃、住、行、游、购、娱”等要素的协同发展，业务稳定性强且具备较好增长潜力。

**海昌海洋公园：主题公园供需两旺，海外拓展夯实转型。** 国内主题公园行业目前呈现出供需量两旺的特征，受益于旅游复苏和亲子游市场火热，公司业绩显著改善。重资产业务方面，郑州公园一期于国庆前开业；轻资产业务方面，后续上海公园二期、北京公园及精品海洋馆项目将持续贡献业绩增量，与沙特阿拉伯合作打造项目标志着公司成功踏出国际化布局步伐。短期内看好客流复苏下存量公园业绩的持续改善，中长期看好公司的项目拓展以及 IP 和轻资产运营转型带来的业绩增量。

## 跨境游：跨境游修复加速中，静待供给端持续优化

**出境游：团体游目的地分批开放，出境游市场热度持续高涨。**文旅部于23年2月6日及3月15日分别放开20、40个国家的出境游业务，并进一步在8月10日恢复包括日本、韩国及欧洲各国在内的第三批国家和地区出境团队旅游及“机票+酒店”业务。第三批出境团队游名单共新增78个国家，相比前两批名单，此次名单放开的国家数量更多，并更集中在欧美及东亚地区。自此，出境团队游国家由60个扩展至138个，全球主要旅行目的地国家基本已开放，出境游进入加速恢复阶段。

图表 22. 文旅部出境游恢复安排

恢复批次	恢复时间	国家及地区数量	国家及地区名单
第一批	2月6日	20	泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷
第二批	3月15日	40	尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马
第三批	8月10日	78	阿曼、巴基斯坦、巴林、韩国、卡塔尔、黎巴嫩、孟加拉国、缅甸、日本、土耳其、以色列、印度、阿尔及利亚、埃塞俄比亚、贝宁、博茨瓦纳、赤道几内亚、佛得角、加纳、喀麦隆、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、马拉维、马里、摩洛哥、莫桑比克、塞舌尔、圣多美和普林西比、突尼斯、爱尔兰、爱沙尼亚、安道尔、奥地利、白俄罗斯、保加利亚、北马其顿、比利时、波黑、波兰、德国、芬兰、荷兰、黑山、捷克、拉脱维亚、立陶宛、列支敦士登、卢森堡、罗马尼亚、马耳他、摩纳哥、挪威、瑞典、塞浦路斯、斯洛伐克、英国、安提瓜和巴布达、巴巴多斯、格林纳达、哥斯达黎加、美国、墨西哥、特立尼达和多巴哥、牙买加、秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚、圭亚那、苏里南、委内瑞拉、澳大利亚、巴布亚新几内亚、库克群岛、密克罗尼西亚联邦、北马里亚纳群岛联邦、法属波利尼西亚、法属新喀里多尼亚

资料来源：文旅部，中银证券

**入境游：免签政策持续优化，入境游有望加速复苏。**9月27日，国务院办公厅印发《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》。随后，公安部、国家移民管理局宣布恢复实施原有区域性入境免签政策。自2023年11月17日起，我国对挪威公民实施72/144小时过境免签政策。11月24日，中方决定试行扩大单方面免签国家范围，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员实行单方面免签政策。后续免签国家的范围有望继续扩大，免签时长也有望突破一年的期限。

图表 23. 入境免签政策恢复情况

颁布时间	政策内容
9月27日	国务院办公厅印发《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》，提出加大优质旅游产品和服务供给、加强入境旅游工作等5个方面30条工作措施。
10月2日	公安部、国家移民管理局宣布恢复实施原有区域性入境免签政策，包括上海外国旅游团邮轮入境15天免签、海南59国入境旅游30天免签等政策。
11月17日	自2023年11月17日起，我国对挪威公民实施72/144小时过境免签政策。至此，中国72/144小时过境免签政策适用国家范围增至54国。
11月24日	中方决定试行扩大单方面免签国家范围，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员实行单方面免签政策。2023年12月1日至2024年11月30日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过15天，可免办签证入境。

资料来源：中国政府网，国家移民局，央视网公众号，中银证券

港澳台及国际航线旅客运输量增长显著，双节期间出入境客流恢复至疫前 85%。(1) 跨境航班持续恢复，暑期过后，全国每周实际执行的国际客运航班量稳定在疫情前的 50% 左右，10 月执行量已恢复至 19 年同期水平的 53%，并且今年冬春航季国际客运航班计划量约恢复至 2019 年同期的 7 成以上。11 月 9 日起，中美间定期直飞客运航班开始逐步增班，2023/2024 冬春航季，有望每周从目前 48 班增至 70 班，双方航空公司每周各运营 35 班。(2) 中秋国庆长假刺激出境游需求集中释放。携程数据显示，中秋国庆假期出境游订单同比增长超 8 倍，热门目的地仍集中在港澳地区及亚洲国家。据飞猪数据，境外当地玩乐服务的履约规模同比增长近 9 倍，跨洲长线国家旅客在政策宽松下增长速度最快。据国家移民管理局数据，假期期间，全国边检机关查验出入境人员 1181.8 万人次，日均 147.7 万人次，同比增长约 2.9 倍，恢复至 19 年同期 85.1%，出境游整体复苏势头较好，但实现完全恢复仍需时间。

图表 24. 港澳台及国际航线旅客运输量变动情况（月）



资料来源：中国民用航空局，中银证券

得益于供应链持续修复成本下行以及行业出清集中度提升，预计 24 年跨境游将加速修复。恢复节奏一方面取决于供给端的修复程度，另一方面 24 年刚需属性提升，需求端消费力限制犹存。后续可重点关注：

**众信旅游：出境游修复潜力仍较大。**23 年前三季度在政策宽松和出行需求加速修复影响下，公司业绩实现同环比高增。前三季度公司共实现营收 20.53 亿元，yoy+647.46%；实现归母净利润 1413.27 万元；实现扣非归母净利润 1021.54 万元。三季度实现营收 12.61 亿元，yoy+748.28%；实现归母净利润 4865.60 万元；实现扣非归母净利润 4699.32 万元。四季度是传统旅游淡季，但随着公司积极运营冬季旅游产品，四季度业绩有望推动全年实现盈利。前三季度国际航班供给初步回暖，出境游修复仍处进行时。此外，当前在供需关系未实现均衡、出境客群未完全回归、疫后行业出清、产品创新和提升等多因素作用下，公司 Q3 毛利率、净利率均表现较好，分别为 11.84%/4.00%，表现好于疫情前 17-19 年 Q3 水平。在此基础上，公司仍在不断创新旅游产品，积累目的地资源、客户画像，未来有望结合 AI 或其他智能化应用，或能进一步夯实行业龙头地位。

**岭南控股：业绩复苏得到阶段性验证。**公司 23 年前三季度实现营收 24.85 亿元，同比增长 190.93%；实现归母净利润 5727.91 万元，同比增长 159.88%；实现扣非归母净利润 5217.04 万元，同比增长 137.48%。在商旅出行和住宿业务快速恢复的背景下，公司业绩修复预期得到阶段性验证，且受益于暑期出行旺季影响，单三季度恢复情况环比加速。公司在今年的双节黄金周表现亮眼，商旅出行行业营收、出团人数同比分别增长 8 倍和 2.4 倍；住宿业整体营收同比增长近 5 成，较 2019 年同期增长近 4 成，其中，广州花园酒店、中国大酒店和东方宾馆营收同比增长超过 9 成，较 2019 年同期增长近 8 成，均创国庆假期营收历史新高。出境游业务在疫情前是公司主要收入来源，且目前仍有较大修复空间。

## 4 演艺演出：演出市场供需两旺，高景气度有望延续

**演出市场供需两旺，演唱会经济助力撬动文旅消费。**据中国演出行业协会数据，23Q1-3 全国营业性演出场次达 34.24 万场，同比增 278.76%；演出票房收入 315.41 亿元，同比增 453.74%，已超出 19 年全年收入。十一假期全国营业性场次达 4.42 万场，同比增 227.68%，票房收入 20.05 亿元，同比增 322.14%。其中演唱会、音乐节等市场十分活跃，23Q1-3 国内共举办大型演唱会、音乐节演出 1137 场，观演人次 1145 万，平均跨城观演率超过 60%；十一假期期间大型演唱会、音乐节演出场次 121 场，票房收入 5.41 亿元，观演人次 83.66 万人。而知名歌手的演唱会除了门票热销以外，对当地的文旅消费撬动作用非常显著，如周杰伦在海口开办 4 场演唱会，带动当地旅游收入近 10 亿元；TFBOYS 在西安举办十周年演唱会，带来 4.16 亿元的旅游收入。

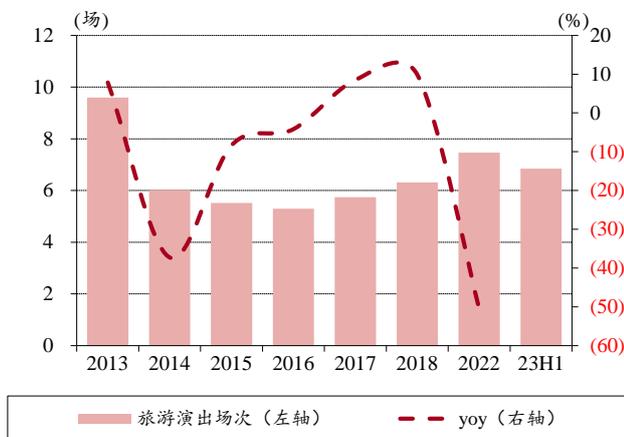
图表 25. 全国演出票房收入



资料来源：Wind，中国演出行业协会，中银证券

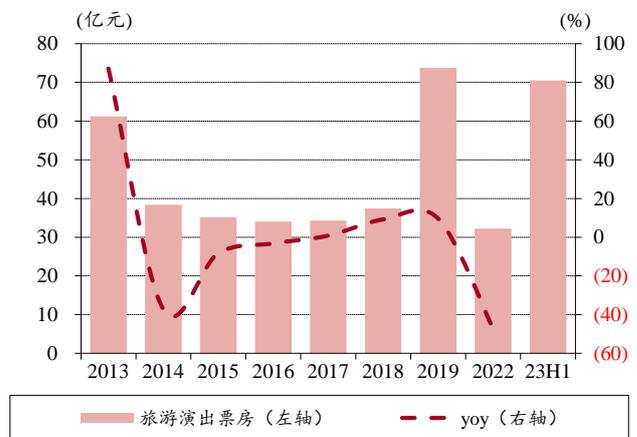
**旅游演艺渐成新风尚，具备较高经济价值。**据中国演出行业协会数据，十一假期期间旅游演艺演出 2.14 万场次，票房收入 10.31 亿元，观演人数 851.32 万人次，该类演出票房在总量中的占比为 51%。根据同程旅行与中国演出行业协会发布的《2023 中国“演出+旅游”消费趋势报告》，23Q1-3 旅游演艺的客均收益贡献是同期景点大门票客均收益贡献的 5 倍，演艺项目对景区效益贡献显著，当前优质供给仍然较为稀缺，众多景区也开始加码布局。

图表 26. 全国旅游演出场次



资料来源：Wind，中国演出行业协会，中银证券

图表 27. 全国旅游演艺票房收入



资料来源：Wind，中国演出行业协会，中银证券

建议关注演艺创意优势公司锋尚文化和逐步向文旅运营转型的大丰实业。

**锋尚文化：三四季度亚运会收入集中释放，后续增长值得期待。**受益于亚运会开幕式项目的收入确认，三季度业绩环比增长显著，单三季度实现营业收入 3.16 亿元，占一至三季度营业收入的 85.48%。单三季度实现归母净利 5827.83 万元，同比增长 516.73%；实现扣非归母净利 4946.72 万元，同比增长 1153.58%。公司项目收入确认方式为完工后一次性确认，根据亚运会安排，亚运会闭幕式、亚残运会开幕、闭幕式分别安排在 10 月 8 日、22 日、28 日，在项目结束后预计仍会对公司 Q4 业绩带来较多增量。此外，公司仍在积极扩展业务并获得项目，Q3 公司获得唐岛湾文化艺术中心配套项目、长安乐舞台秀项目、第十四届冬季运动会开闭幕式仪式和文艺演出等项目，10 月公司与杭州萧山区正式签约，计划推出实景演艺《湘湖 雅韵》，并宣布集团区域总部即将落户萧山。后续项目收入确认对于公司业绩的拉升值得期待。

**大丰实业：文体装备构基石，转型运营焕新机。**公司的文体装备业务奠定基本盘，增速较为稳健。且公司借助在装备领域的优势，逐步向商业附加值更高的数艺科技和文旅运营转型。目前数艺科技业务已经进入放量阶段；文旅运营方面，PPP 剧院项目今年基本投入运营，文旅演艺项目《今夕共西溪》也成功开演，后续建议关注公司业务转型对于业绩的贡献和估值水平的提振。

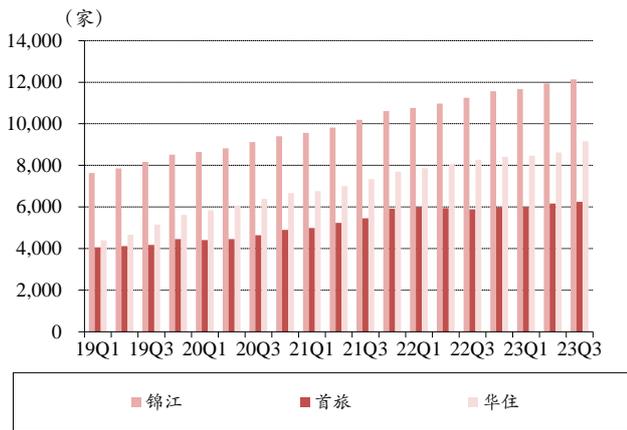
## 5 酒店：中高端转型趋势保持，品牌效应值得期待

酒店行业：营收实现良好增长，中高端酒店客房占比持续提升，

供给侧：龙头持续扩张，各集团精心打造品牌矩阵

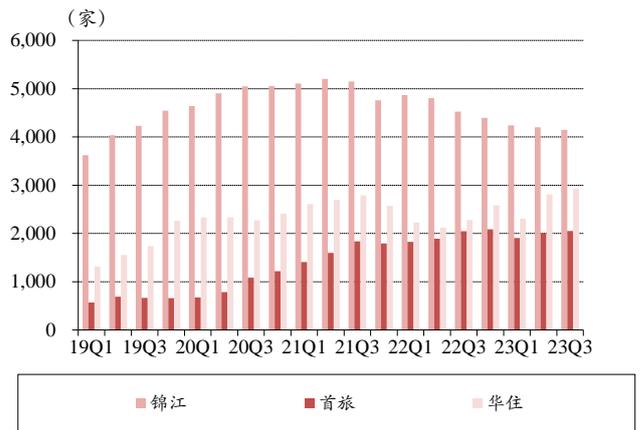
三大酒店集团门店持续扩张，储备店增速放缓。截至 23Q3，锦江、华住、首旅的总门店数分别为 12138/6242/9157 家，Q3 净增门店 197/81/406 家；签约但尚未开业的门店数分别为 4,146/2,051/2,935 家，储备店数量近几个季度持续增长但增速放缓。23Q1-3 锦江、首旅、华住新开门店 898/863/1183 家，新开酒店数分别完成全年新开店目标的 74.83%/53.94%~57.53%/84.50%。

图表 28.三大酒店集团总门店持续增长



资料来源：公司公告，中银证券

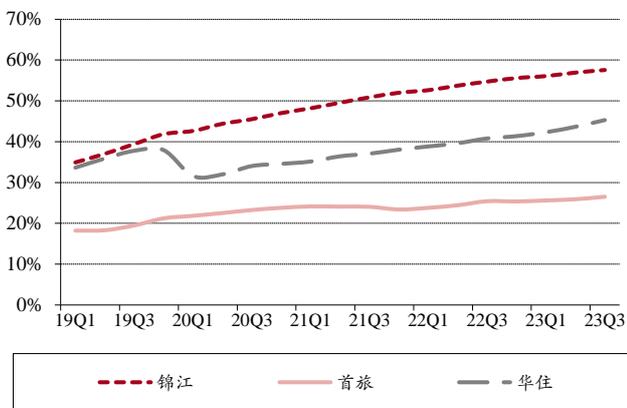
图表 29.三大酒店集团储备店增速放缓



资料来源：公司公告，中银证券

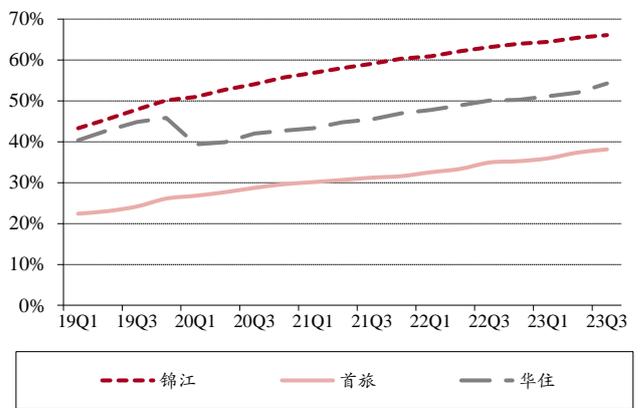
中高端化整体趋势不变，新开业新签约中端及以上酒店占比较高。三大酒店集团均积极推进中高端转型，截至 23Q3，锦江、首旅、华住的中高端酒店数占比分别为 56%、26%、42%，中高端客房数占比分别为 66%、38%、54%。锦江中高端化进程显著快于首旅和华住，而首旅因前期经济型酒店占比较重导致中高端化程度最低。据迈点研究院不完全统计，各月度新开业以及新签约酒店中，中端及以上酒店占比较高，结合海外酒店行业发展历程，今后酒店行业中高端化升级的总体趋势或将持续。

图表 30. 三大酒店持续中高端化升级 (按客房数)



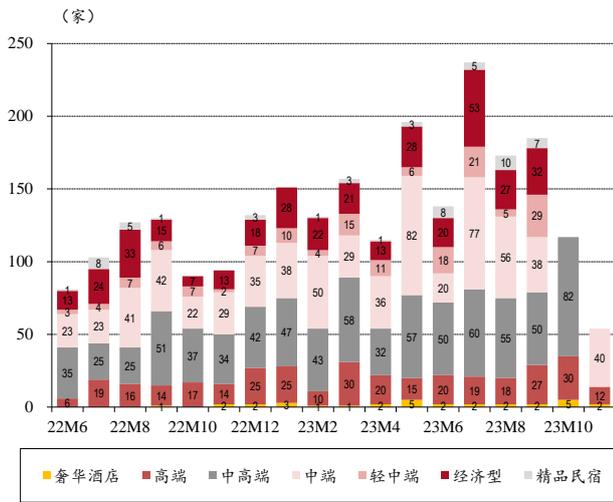
资料来源：公司公告，中银证券

图表 31.三大酒店持续中高端化升级 (按酒店数)



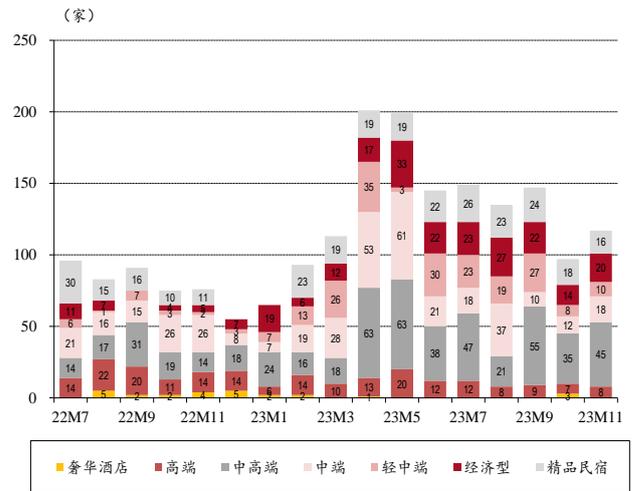
资料来源：公司公告，中银证券

图表 32.月度开业酒店数变动情况



资料来源：迈点研究院，中银证券

图表 33. 月度签约酒店数变动情况



资料来源：迈点研究院，中银证券

三大酒店集团完善各自品牌矩阵。锦江持续拓展维也纳系列、麓枫、喆啡等主力中端产品，继续稳固自身在中端酒店市场较高的占有率。首旅旗下睿柏云、派柏云各季度开业数均跻身TOP5，以云系列品牌为代表的特许加盟酒店逐渐成为拓店主力之一。华住方面，各季度汉庭、全季新开业数均位列集团旗下品牌前两名。华住形成了以汉庭、全季为核心，桔子为互补的主力品牌梯队，汉庭、全季两大主力品牌势能不减，规模经济持续显现。

图表 34.三大酒店集团各季度新开业品牌数量 TOP5 (单位：家)

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
<b>锦江</b>					
维也纳国际	43	麓枫	26	维也纳	32
维也纳	36	维也纳国际	25	维也纳国际	23
麓枫	31	维也纳	19	7天	16
7天	15	喆啡	14	维也纳3好	15
希岸	15	IU	13	白玉兰	15
<b>首旅如家</b>					
如家	19	睿柏云	17	如家	16
如家精选	17	派柏云	16	如家精选	13
派柏云	16	如家	11	睿柏云	16
如家商旅	12	如家商旅	11	如家商旅	13
睿柏云	11	如家精选	6	如家精选	9
<b>华住</b>					
汉庭	129	全季	59	汉庭	72
全季	109	汉庭	58	全季	61
你好	31	你好	13	桔子	29
桔子	28	桔子	13	你好	22
海友	16	海友	12	海友	13
				全季	81
				汉庭	80
				桔子	36
				你好	32
				海友	29

资料来源：酒店之家，中银证券

### 需求侧：商旅出行全面复苏，酒店业 RevPAR 完成修复

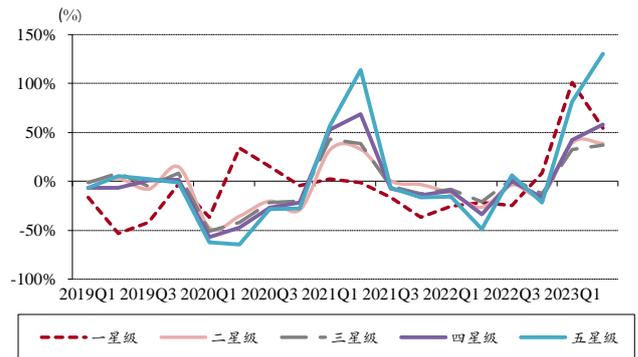
商旅需求全面复苏背景下，酒店经营数据复苏强劲。据文旅部最新一期数据，23Q2 全国星级酒店 ADR、OCC、RevPAR 同比+25.47%/+42.69%/+79.05%，分别恢复至 19 年水平的 102.41%/92.11%/94.34%。ADR 已完全恢复至 19 年水平，OCC 存在未修复缺口。据三大酒店集团 23Q3 数据，锦江、首旅、华住混合店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 112.59%、105.71%、129.30%，同店分别恢复至 2019 年同期的 109.32%、109.83%、133.18%。23Q3 受益于暑期旺季商旅需求高涨以及低基数等因素的影响，头部酒店经营数据复苏强劲，期待未来线下商旅场景进一步拓展带来 OCC 的全面修复。

图表 35.全国星级酒店 RevPAR 变动



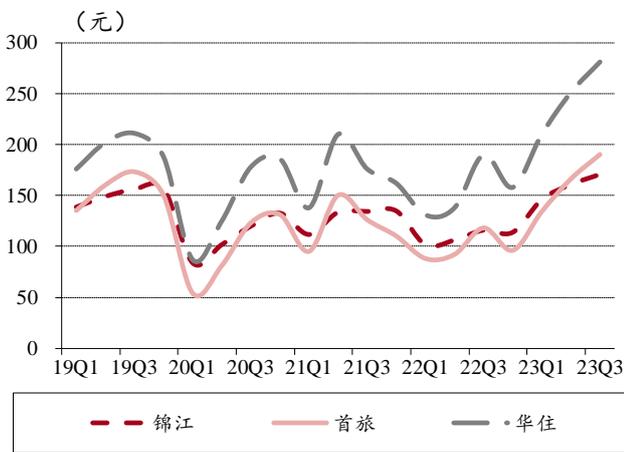
资料来源：文旅部，中银证券

图表 36.全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动



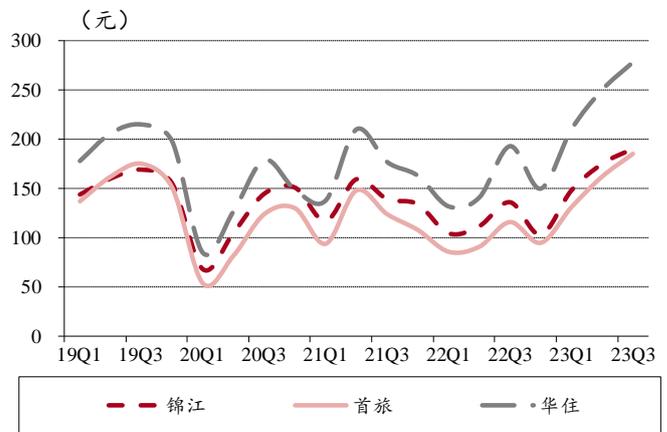
资料来源：文旅部，中银证券（注：纳入统计的一星级酒店数量过低）

图表 37.三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，中银证券  
注：锦江为境内酒店累计值

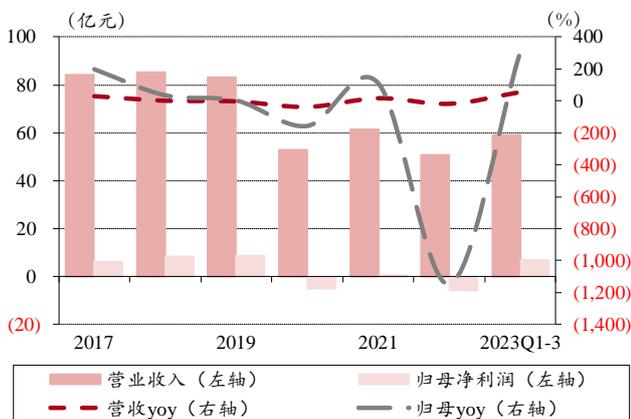
图表 38.三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，中国饭店协会，中银证券  
注：锦江为境内酒店

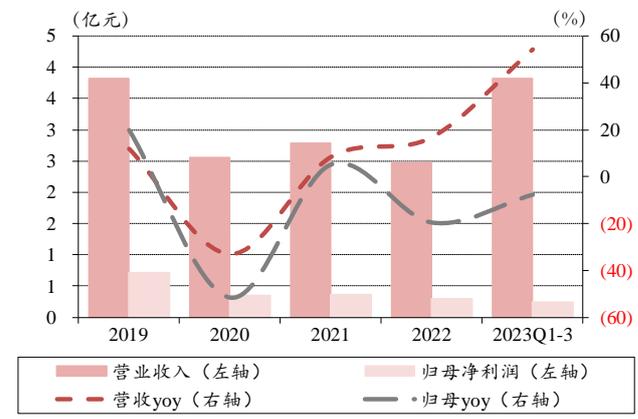
出行链复苏叠加客源属性趋于多元，上市公司营收实现良好增长。23Q1-3 首旅酒店实现营收 59.11 亿元，yoy+53.98%，实现归母净利润 6.85 亿元，同比扭亏为盈；23Q1-3 君亭酒店实现营收 3.82 亿元，yoy+54.14%，但受直营酒店投资力度扩张而导致的费用增长影响，利润端未实现完全释放；23Q1-3 锦江酒店实现营收 109.62 亿元，yoy+32.71%；实现归母净利润 9.75 亿元，yoy+1783.69%。

图表 39.首旅酒店营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 40.君亭酒店营收及归母净利润变化



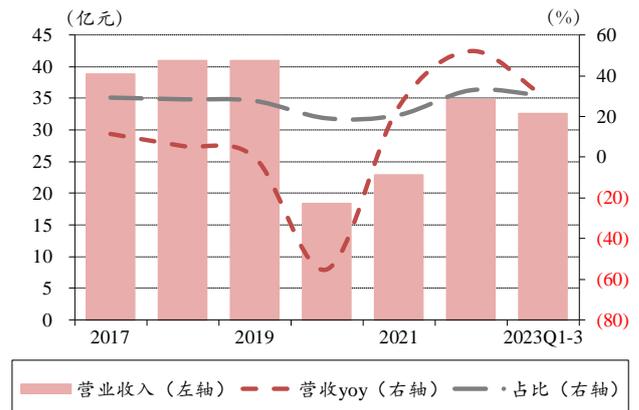
资料来源：公司公告，中银证券

图表 41. 锦江酒店境内营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 42 锦江酒店境外营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

## 酒店公司：三季度出行旺季推动业绩加速修复，展望 24 或回归行业稳健增长

**首旅酒店：轻管理模式与中高端战略双管齐下。**23Q3 首旅如家新开店数量为 337 家，其中直营店 4 家，特许加盟店 333 家。分品牌类型划分，经济型酒店 47 家，中高端酒店 94 家，轻管理酒店 196 家。截至 Q3 期末，今年首旅轻管理酒店新开业 552 家，以云系列品牌为代表的特许加盟酒店成为拓店主力。在酒店行业向中高端升级的大背景下，首旅中高端酒店占比在不断提升。旗下的建国铂萃酒店，主打东方文化和管家式服务；璞隐酒店注重“一店一设计”；和颐至尚酒店和靡缦酒店聚焦商务休闲人群；几条产品线基本覆盖中高端酒店的细分市场。在轻管理模式拓店和中高端品牌矩阵扩张战略背景下，公司有望降低经营成本，优化盈利能力。

**锦江酒店：全年开店目标稳步推进，多元化品牌协同发展。**23Q1-3 锦江新开门店 898 家，新开酒店数已完成全年新开店目标的 74.83%。截至 Q3 期末，锦江中高端酒店数占比为 58%，中高端客房数占比达到 66%，中高端酒店数和客房数稳步提升。此外锦江已形成了中高端为主、多元化的品牌矩阵。2022 年国内前 10 大酒店品牌锦江占据 4 席（维也纳、7 天、锦江之星、麗枫）。在中端酒店市场，2022 年维也纳系列市场占有率达 25%，排名第一，麗枫酒店以 6.7% 市占率位居第三位，希岸和喆啡品牌也位居前十之列。锦江主打中端主力产品，带动旗下其他品牌协同发展，以满足消费者个性化、差异化需求，有望带来持续性竞争优势。

**君亭酒店：高端品牌矩阵持续丰富，会员互通拓展目标客群。**君亭深耕中高端精选酒店领域，旗下品牌层次丰富，定位鲜明。23Q3 君亭酒店新增签约酒店 15 家，新开业酒店 17 家，其中君亭品牌 3 家直营店（杭州滨江 Pagoda 君亭设计酒店、杭州紫金港 Pagoda 君亭设计酒店、深圳罗湖东门君亭尚品酒店）如期开业并展现出良好的爬坡期业绩。截至 Q3 期末，公司旗下酒店数量达 388 家，客房数达 80154 间，其中待开业酒店和客房数分别达到了 175 家和 38369 间。23 年 11 月 7 日，君亭酒店与中旅酒店宣布正式达成会员合作，即成为一方会员即可享受双方会员权益。两个集团旗下共有近 600 家酒店，超 13 万间客房。中旅“心享”计划目前拥有 695 万会员，君亭的“四季澜嘉会”拥有 570 万会员，合作将形成近 1300 万用户量的会员系统。此次合作将为消费者提供更丰富的产品选择，或助力君亭酒店拓展更多潜在客户群体并带来业绩增量。

## 6 餐饮：消费者更注重质价比，关注预制菜万亿级别赛道

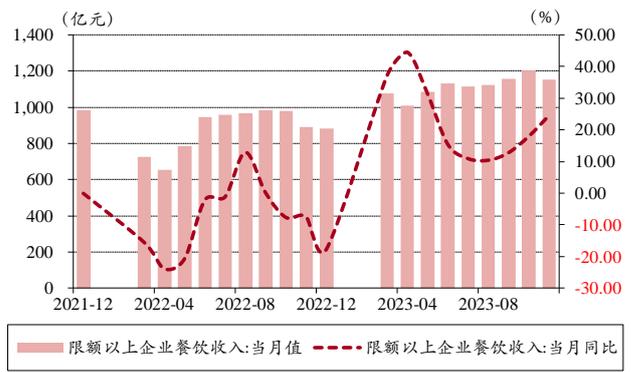
餐饮市场整体复苏较快，近几月增速环比上升。23Q3 餐饮收入 1.28 万亿元，yoy+13.98%；限额以上餐饮收入 3399.0 亿元，yoy+ 16.88%。23 年 10 月和 11 月餐饮收入分别为 4,799.6 /5579.9 亿元，yoy+ 17.1%/ 25.8%；限额以上餐饮收入分别为 1205 / 1152 亿元，yoy+ 18.0%/ 24.6%。餐饮市场消费需求恢复较快，此外 8 月起受出行旺季催化餐饮收入和限额以上餐饮收入增速环比上升。

图表 43. 23 年末社零餐饮同比增速上升



资料来源：国家统计局，中银证券

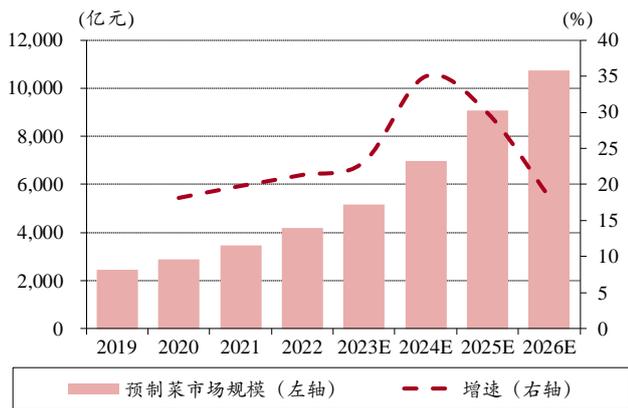
图表 44. 限额以上餐饮收入同比恢复情况同样良好



资料来源：国家统计局，中银证券

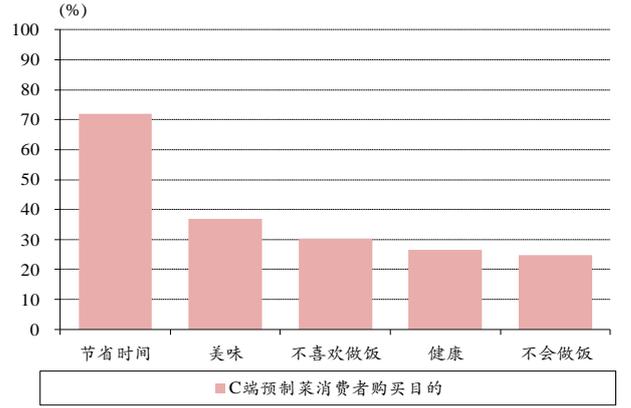
预制菜契合 B 端餐饮企业降本增效核心诉求，C 端消费者呈现年轻化。据艾媒咨询数据，2022 年我国预制菜市场规模达到 4196 亿元，2019 年-2022 年预制菜市场 CAGR 为 19.73%，预计在 2026 年突破万亿规模。据中国连锁经营协会发布的《2022 年中国连锁餐饮行业报告》数据显示，餐饮企业使用预制菜后可以减少后厨面积和员工数量，从而节约租金成本和人力成本。从 C 端来看，节省时间是普通消费者购买预制菜的一个主要原因，并且在购买预制菜人群中，年轻人所占比例较高，接受度较高。综上所述预制菜模式契合餐饮企业降本增效根本诉求和部分年轻消费者的生活消费习惯，未来市场潜力值得关注。

图表 45. 2026 年预制菜市场有望达到万亿级别



资料来源：艾媒咨询，中银证券

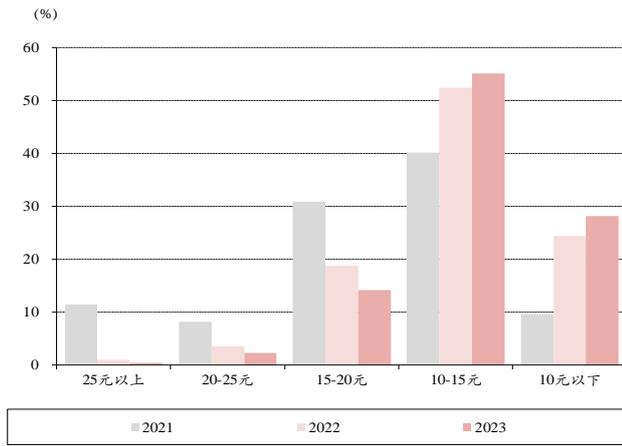
图表 46. 节省时间是 C 端消费者购买预制菜的最主要目的



资料来源：人民网舆情数据中心《2023 年预制菜产业发展观察》，中银证券

餐饮消费回归理性，并更加注重质价比。据红餐数据，从餐饮门店结构上看，23 年 3 月至 7 月人均消费 100-300 元和 300 元以上门店占比逐月下降，相应的人均消费 50-100 元和 50 元以下门店占比逐月上升。此外，茶饮市场客单价 15 元以下茶饮消费占比从 2021 年的 49.7% 上升至 2023 年 1-9 月的 83.2%，客单价 15 元以上茶饮消费占比从 2021 年的 50.3% 下降至 2023 年 1-9 月的 16.8%。以上两项数据均可以反映消费者需求的变化情况，餐饮消费或更加追求质价比。在控制成本的前提下保障产品品质的餐饮企业或将在这种消费趋势的变化中更具备市场竞争力。

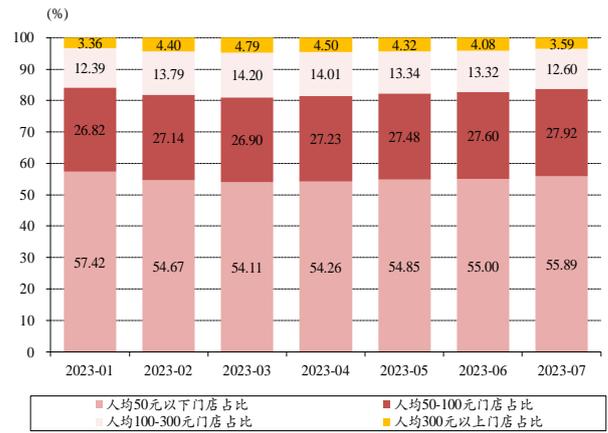
图表 47. 21-23 年全国茶饮人均消费呈现递减趋势



资料来源：红餐大数据，中银证券

注：23 年数据统计时间截至 2023 年 9 月

图表 48. 餐饮消费更加追求质价比



资料来源：红餐大数据，中银证券

**同庆楼：三季度增长趋势延续，拓店计划稳步推进。**公司 23Q1~3 实现营收 16.83 亿元，yoy+34.95%，实现归母净利润 2.03 亿元，yoy+131.19%，实现扣非归母净利 1.60 亿元，yoy+121.68%。Q3 实现营业收入 6.01 亿元，yoy+19.78%；实现归母净利 0.57 亿元，yoy-13.88%；实现扣非归母净利 0.55 亿元，yoy-8.50%。去年三季度为去年上半年受疫情影响后需求的集中释放期，基数偏高，但在此基础上公司依然实现较好营收增长，并大幅超过疫情前水平。23 年前三季度，公司餐饮+宾馆+食品的三轮驱动战略初步成型，未来有望发挥协同效应赋能业绩增长。23 年全年公司计划开店数为 10 家，截至 11 月 24 日，公司已开门店 8 家，公司明年计划新开门店 15-21 家。旗下小品牌方面，2024 年公司重点发展鲜肉大包品牌。除夕年夜饭可以视作餐饮业风向标之一，12 月以来，上海、广东、湖南、陕西等地餐厅年夜饭预订已经启动，许多热门餐厅的预订热潮提前到来，公司主营业务餐饮宴席有望在节假日迎来预订热潮，并快速兑现业绩预期。

## 7 人服：就业市场压力仍存，关注灵活用工市场

**23 年就业形势总体稳定。**23 年 1-11 月份，城镇调查失业率平均值为 5.2%，相比去年同期水平下降 0.7pct，就业形势总体稳定。其中 9、10、11 月份，全国城镇调查失业率连续三个月维持在 5.0% 的水平，同比去年分别下降 0.5/0.5/0.7pct。经济恢复向好、产业结构优化、稳就业政策对冲等多重积极因素叠加推动我国就业形势总体改善。

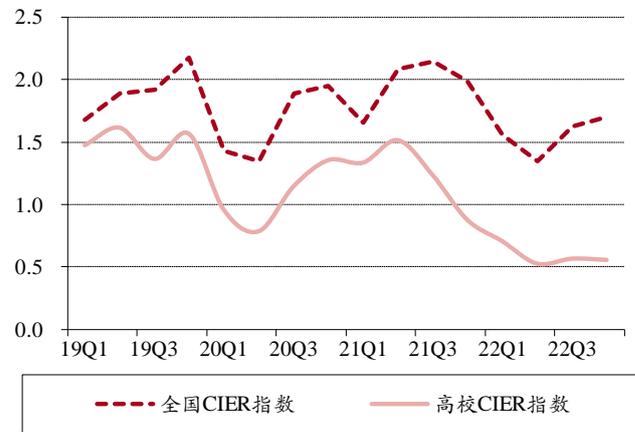
**23Q3 就业景气度环比上升，低于去年同期水平。**根据中国就业研究所《2023 年第三季度就业形势分析——基于智联招聘网络大数据》报告，Q3CIER 指数环比上升，但低于去年同期水平。分行业和职业来看，本季度不同行业间就业景气极化程度有所扩大，专业服务/咨询、保险、中介服务等行业就业景气程度相对较高。分区域来看，长三角、珠三角地区的二线城市 CIER 指数相对较高，部分北方城市就业竞争仍然十分激烈。分企业规模和性质来看，大、中、小和微型企业 CIER 指数依次递减，均环比上升，但除了大型企业外，均同比下降。本季度，上市公司和股份制企业的 CIER 指数相对较高，国企 CIER 指数最低。

图表 49.整体失业率较稳定，4 月青年失业率突破 20%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 50.高校毕业生 CIER 指数仍处低位



资料来源：中国人民大学新闻网，中银证券

注：CIER 指数=市场招聘需求人数/市场求职申请人数

**降本增效压力仍存，企业招聘意愿未完全恢复。**Datayes 数据显示 23 年每周新增招聘公司数量、新增招聘帖数仍处于较低区间，未恢复至 2019 年同期水平。受宏观经济不确定性、降本控费压力等因素影响，企业招聘需求还未完全复苏。但相关政策持续支持企业吸纳就业，未来随着促就业政策持续加码与经济基本面的企稳，企业招聘需求有望逐步恢复。

图表 51. 新增招聘公司数量、新增招聘帖数变动情况（周）



资料来源：Datayes，中银证券

**考公大热叠加离职率下降，就业者求稳心态加重。**24年国考参考人数和过审人数分别为225.2万人/303.3万人，相比于23年参考人数和过审人数分别增加了72.7万人/43.5万人。根据美世调研结果，中国企业离职率由2022H1的6.0%下降至2023年H1的4.9%。受疫情后经济下行压力、企业招聘缩减等不确定性影响，企业员工离职成本加大、离职预期降低，23年广大就业群体呈现出考公大热叠加离职率下降的保守状态。

图表 52. 国家公务员考试参考与过审人数快速增长



资料来源: iFind, 中银证券

图表 53. 23年H1企业离职率相较于去年同期下降



资料来源: 美世, 中银证券

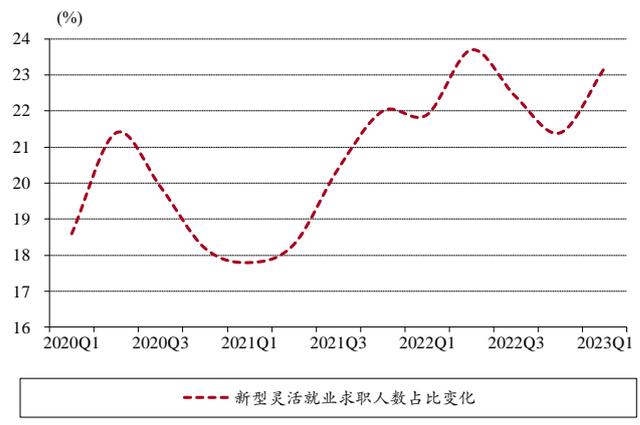
**灵活用工市场空间广阔，灵活就业求职者比例不断提升。**据艾瑞咨询测算，中国灵活用工市场规模近些年进入快速增长阶段，2017-2021年CAGR为30.53%，预计市场规模在2024年达到1.77万亿元。灵活用工模式相较传统用工模式更加灵活并能帮助企业降低用工成本，且具备一定逆周期属性，经济的不确定性、劳动力成本攀升、用人单位降本增效诉求等都将持续推动灵活用工市场的发展。此外据智联招聘数据，新型灵活就业求职者在全职求职者中的比例不断提高，由20Q1的18.6%上升至23Q1的23.2%。对于人服机构而言，疫情后灵活用工、促就业政策推动的灵活就业、人力外包等业务领域发展空间广阔。

图表 54. 灵活用工市场增长空间较大



资料来源: 艾瑞咨询, 中银证券

图表 55. 新型灵活就业求职者比例不断提升



资料来源: 智联招聘, 中银证券

**科锐国际：灵活用工带动营收规模增长，利润有所缩窄。**2023 年 Q1-3 公司实现营收 71.7 亿元，yoy+5.17%；实现归母净利 1.52 亿元，yoy-30.25%；实现扣非归母净利 1.15 亿元，yoy-40.05%，毛利率和净利率分别为 7.77%/2.38%，而去年同期分别为 10.00%/4.04%。收入的增长主要来源于灵活用工业务的持续增长，前三季度公司整体灵活用工业务营收增加 9.64%，灵活用工业务累计派出 30.85 万人次，单三季度派出 10.41 万人次，三季度灵活用工毛利率恢复至去年水平。但整体招聘市场与去年同期对比，市场化招聘需求仍处在比较低的水平，部分高毛利业务受市场需求影响恢复不足。此外，公司 Q1-3 技术投入金额 1.46 亿元，yoy+27.27%，实现技术服务收入 3381 万元，yoy+21.55%。受益于持续的技术进步，外部数字化产品也收获较好成果。长期来看，“技术+平台+服务”全产业链生态逐步完善及国际化战略有望推动公司获得新增长点。

## 8 会展：全球市场恢复提速，外展有望持续受益

### 2023 年复盘：疫后展览需求集中释放，会展企业业绩快速恢复

外贸韧性较强，“一带一路”仍为外展热门区域。在全球经贸增长乏力的背景下，我国外贸展现出较强韧性，并支持企业在境内外参展办展。据贸促会数据，截至 8 月底，中国贸促会已审批组展单位全年赴 59 个国家和地区出国展览项目计划 1209 项，计划展出面积 74.6 万平方米。其中，1-8 月实际执行出国展览项目 453 项，实际展出面积 28.8 万平方米，参展企业超过 1.8 万家。据中贸智库的抽样调查，共建“一带一路”国家和地区成为中国企业的热门参展区域。

境内展览市场需求旺盛，展览规模大幅增长。商务部统计显示，23 年 1-9 月，境内专业场馆共举办各类展会 3248 场，同比增长 1.8 倍，较 2019 年同期增长 32.4%。其中，大型展会 1908 场，同比增长 2.3 倍，较 2019 年同期增长 56.9%；展览总面积 7686 万平方米，同比增长 1.7 倍，较 2019 年同期增长 51.5%，已超 2019 年全年展览面积。第六届进博会按年计意向成交创历届新高，金额达 784.1 亿美元，较上届增长 6.7%；第二届数贸会现场签约项目 32 个，总签约金额 1558.5 亿元，其中外商投资项目 11 个，总投资额 17 亿美元；第 134 届广交会实现线下出口成交 223 亿美元，较上届增长 2.8%，呈恢复性增长态势。

图表 56.2023 年前三季度境内展览市场规模

	展会数量 (场)	展览面积 (平方米)	大型展会数量 (场)
23M1-9	3284	7686	1908
yoy(%)	180	170	230
同比 19 年 (%)	56.9	51.5	56.9

资料来源：商务部，中银证券

会展企业业绩快速恢复。米奥会展业务主要集中在海外，恢复较为领先，23 年各季度营收和业绩同比均实现大幅增长。三季度作为会展传统淡季，增速略有放缓。兰生股份的会展主业恢复良好，赛事方面逐步孵化新赛事，同时理财收益和拆迁补偿款等非经常性损益也带来较大业绩贡献，总体业绩实现快速恢复。

图表 57.会展企业 23 年各季度业绩表现

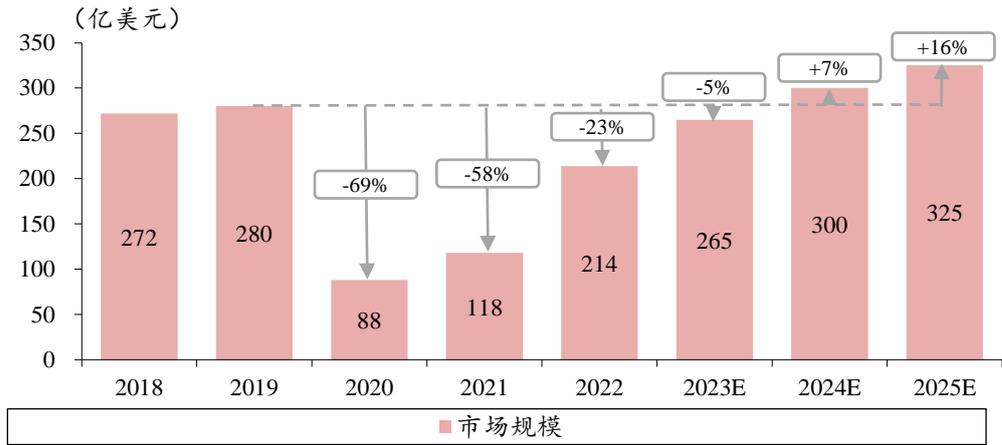
公司	米奥会展			兰生股份		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
收入 (亿元)	0.68	2.86	1.16	0.54	5.12	3.98
yoy(%)	129.77	333.74	162.97	34.43	595.84	306.77
yoy(vs19 年) (%)	200.09	95.34	27.42	(93.09)	(35.48)	(59.33)
归母净利润 (亿元)	0.01	0.75	0.06	(0.09)	2.02	0.49
yoy(%)	106.13	2,904.80	154.84	88.93	368.79	56.57
yoy(vs19 年) (%)	104.83	93.81	(43.17)	(107.01)	428.01	2,186.92

资料来源：同花顺，中银证券

### 2024 年展望：全球会展市场恢复提速，出海需求旺盛外展受益

2024 年全球会展市场规模预计恢复提速。国际展览业协会报告显示，2023 年全球展览业全年收入预计达 2019 年的 97%。根据 Stax 近期发布的展览业年度报告 Globex 2023，预计到 2023 年底，美国、中国、英国、德国、法国、意大利等 19 个主要展览业市场的规模将达到 265 亿美元，恢复至 19 年的 95%；预计 2024 年将比 2019 年增长 7%，较其年初预测值大幅提升。

图表 58.全球会展行业市场规模



资料来源: Statx, 中银证券

注: 仅包含 19 个主要会展市场

**出海需求旺盛，出境难点缓解，外展有望持续受益。**一方面，拼多多 23Q3 收入和 Non-GAAP 归母净利润同比分别+94%/+37%，预计很大程度上源于出海业务高增，海外对中国商品需求旺盛，外贸需求高增也有望催生相应企业的参展需求。另一方面，自 11 月 9 日起，中美间定期直飞客运航班开始增班，且对中国游客实行免签的国家范围逐步扩大，企业出境参展面临的困难逐步减少，外展企业有望受益。

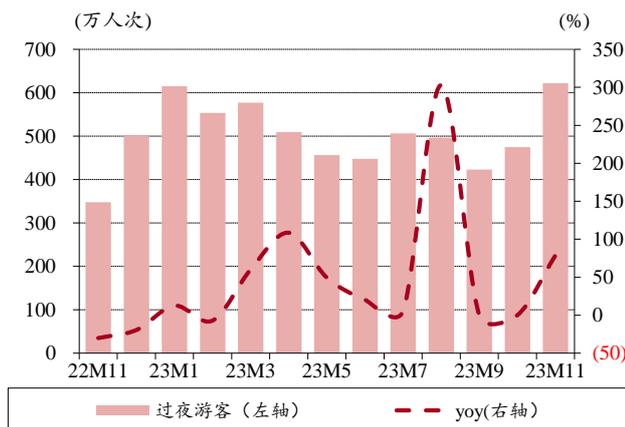
**米奥会展：合同负债大幅增加，专业展转型持续推进。**根据公司公布的 2023 年专业展排期，多数展会的时间均在 Q4。截至 23Q3 末，公司的合同负债为 2.70 亿元，环比 Q2 增加 1.01 亿元，业绩增长确定性较强。专业展转型持续推进，品牌效应初现。10 月 26 日，AFF 日本秋季展会圆满收官，3 天共吸引了 3193 位专业买家，期间展商的预期成交和意向成交比重高达 90%；2024 年计划开启四国七展。公司专业展转型已初显成效，静待后续品牌 IP 影响力逐步扩大，推动复购率提升，加速业绩释放。

## 9 免税：离岛免税持续修复，市内免税增量可期

### 离岛免税：海南客流稳定增长，免税销售略有承压

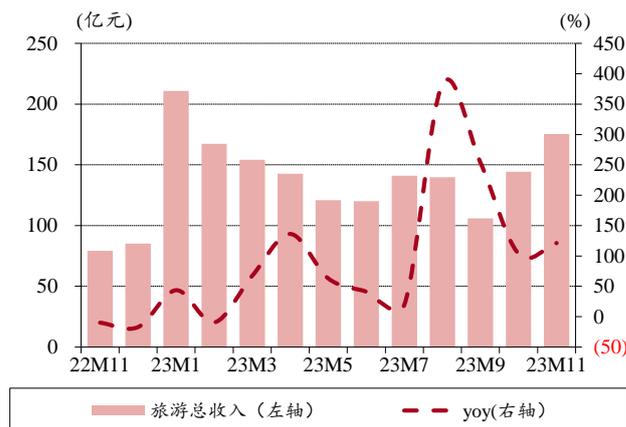
**海南客流稳定增长。**受益于疫后文旅消费需求的持续回升，海南旅游热度高涨，23年1-11月海南全省接待过夜游客 5681.08 万人次，yoy+50.45%，恢复至 19 年同期的 94.42%。从重点机场来看，海口美兰机场 23 年 1-11 月旅客吞吐量同比+116.74%，恢复至 19 年同期的 99.67%；三亚凤凰机场 23 年 1-11 月旅客吞吐量同比+134.90%，恢复至 19 年同期的 108.99%。

图表 59.海南省过夜游客人次



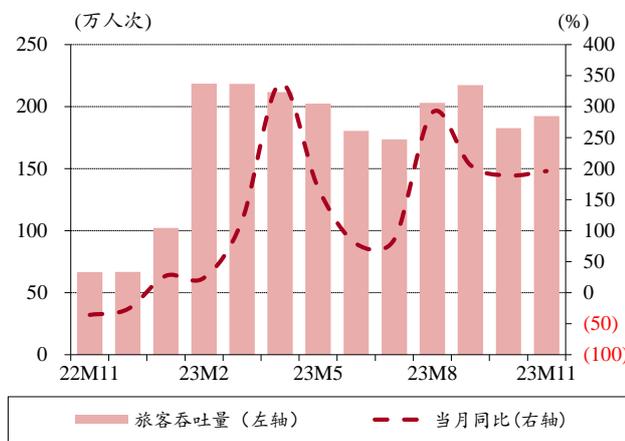
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 60.海南省旅游收入



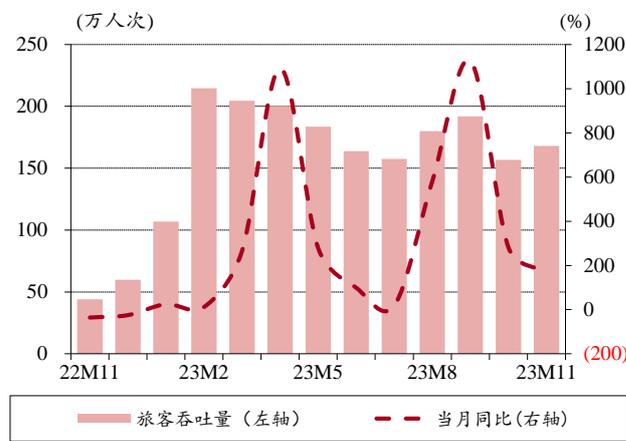
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 61.美兰机场旅客吞吐量



资料来源：美兰机场官网，中银证券

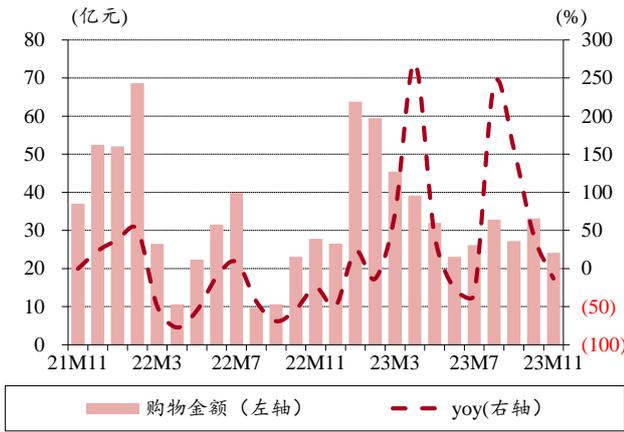
图表 62.凤凰机场旅客吞吐量



资料来源：三亚市旅游局，海南机场公司公告，中银证券

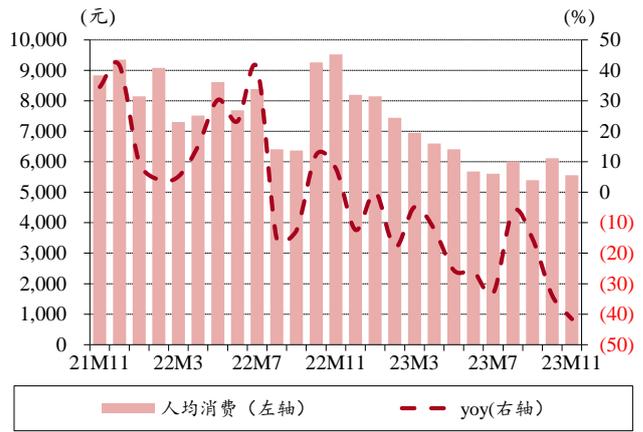
**免税销售总额修复略缓，客单价尚有提升空间。**受中高端消费力较弱、折扣幅度收窄、海南政府打击代购等因素影响，离岛免税销售恢复力度略显疲弱。23年1-11月离岛免税销售额为 406.66 亿元，yoy+26.1%；客单价 6530.55 元，恢复至 21 年同期的 90.87%。23Q3 销售额、客单价同比+1.34%、-26.06%。据海南机场集团数据，中秋国庆双节期间，海南三家机场的旅客吞吐量为 115.8 万人次，同比 22 年/19 年分别+255%/+22%，三家机场日均旅客量均创历年国庆假期新高。据海口海关统计，双节期间海口海关共监管离岛免税销售额 13.3 亿元，同比+117%；购物人数 17 万人次，同比+143%；客单价为 7824 元，客单水平尚未完全修复（22 年国庆为 8761 元，23 年五一假期为 8101 元）。

图表 63.海南离岛免税销售额



资料来源：海口海关，中银证券

图表 64.海南离岛免税客单价



资料来源：海口海关，中银证券

图表 65.免税新政后节假日离岛免税销售状况

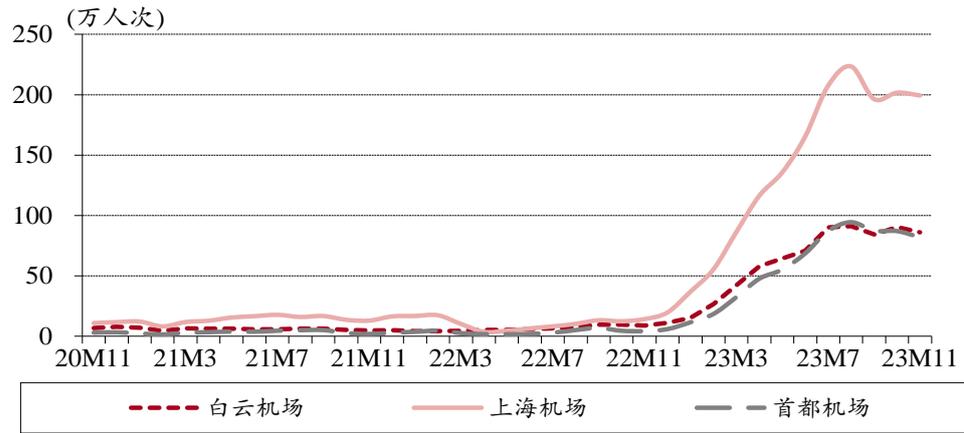
	21 元旦	21 春节	21 五一	21 国庆	22 元旦	22 春节	23 元旦	23 春节	23 五一	23 国庆
购物金额 (亿元)	5.4	9.97	9.93	14.7	6	14.73	4.22	15.6	8.83	13.3
日均销售额 (亿元)	1.8	1.4	2.0	2.1	2.0	2.1	1.4	2.2	1.8	1.7
yoy (%)	195.16	261.00	248.00	66.90	9.70	47.78	(29.67)	5.88	120.00	117.00
购物人数 (万人次)	7.6	11.5	12.1	18.0	6.2	14.3	4.3	15.7	10.9	17.0
yoy (%)	80.90	97.50	141.00	61.60	(49.09)	18.48	(30.20)	9.51	158.00	143.00
客单价 (元)	7105.3	8669.6	8206.6	8166.7	9740.0	9740.0	9816.0	9959.0	8100.9	7823.5
购物件数 (万件)	66.9	114.0	134.5	200.0	73.9	181.6	47.6			
yoy (%)	200.00	225.00	229.00	136.00	9.74	59.28	(35.59)			
天数	3	7	5	7	3	7	3	7	5	8

资料来源：海口海关，中银证券

## 口岸免税&市内免税：机场免税有望加速回暖，市内免税潜力可期

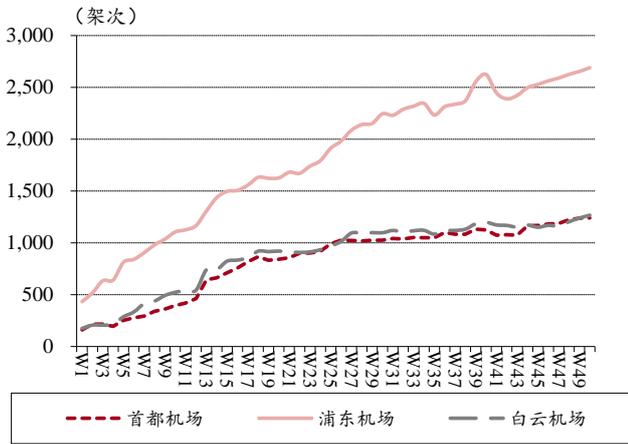
境外航班客流量持续修复，机场免税有望加速回暖，市内免税新政呼之欲出。从重点机场来看，截至 11 月末，广州白云机场、上海机场、北京首都机场境外航线吞吐量已恢复至 19 年同期的 41.24%/45.82%/26.37%，执行航班总量呈现持续恢复态势。据航班管家数据，全国国际航班 2023 年 12 月 11 日-12 月 17 日周度执飞量恢复至 8647 架，已恢复至 2019 年同期的 56.15%。随着冬春航季航班计划开始执行，各大航司也在持续加密热门目的地的国际航线。民航局数据显示，共有 116 家航空公司的 13004 架次客运航班计划申请获得批复，涉及 65 个境外国家，航班计划量约为 2019 年冬春航季的 70.7%。11 月 9 日起，中美间定期直飞客运航班开始逐步增班，2023/2024 冬春航季，有望每周从目前 48 班增至 70 班。随着航班运力的恢复，机场国际客流有望逐步回升，带动机场免税销售回暖。市内免税新政也有望随着国际客流恢复而加速出台，为免税市场贡献新的增量。

图表 66.北上广重点机场国际&境外航线旅客吞吐量



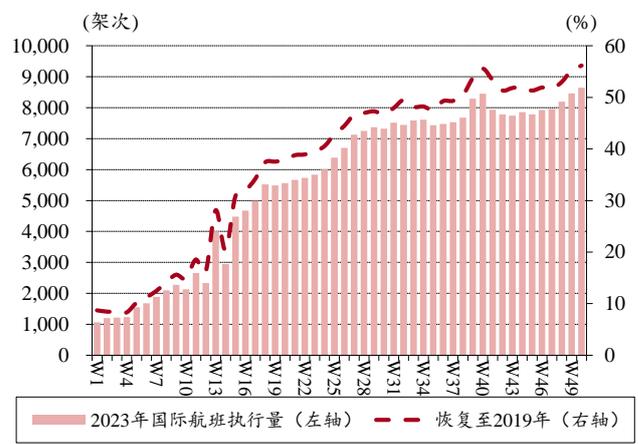
资料来源: Wind, 公司公告, 中银证券

图表 67.三大机场境外航班执飞总量



资料来源: 航班管家, 中银证券

图表 68.全国机场国际航班执飞总量



资料来源: 航班管家, 中银证券

## 中国中免: 高奢入驻+项目扩容, 期待多渠道持续修复

**前三季度业绩稳步回升, 毛利环比持续修复。**23Q1-3 公司实现营收 508.37 亿元, 同比+29.14%; 归母净利润 52.06 亿元, 同比+12.49%。随着公司积极调整营销策略, 改善品类销售结构, 主营业务毛利率环比持续修复, 23Q1/Q2/Q3 分别为 28.75%/32.47%/34.27%。

**项目扩容持续推进, 机场市内渠道增量可期。**自 9 月底升级以来, 海棠湾二期项目迎来了 LV、Alexander Wang、Buccellati、Celine、Dior、Fred 及其它 13 家有税商店的开业, 未来还将陆续引入超 90 个国际国内知名品牌, 一期二号地于年末开业, 顶奢入驻和门店扩容有望为海棠湾免税销售注入活力, 带动客单提升, 并有望优化未来的商品结构。另外随着出入境客流的恢复, 市内免税新政有望加速推出, 机场渠道也有望加速修复。

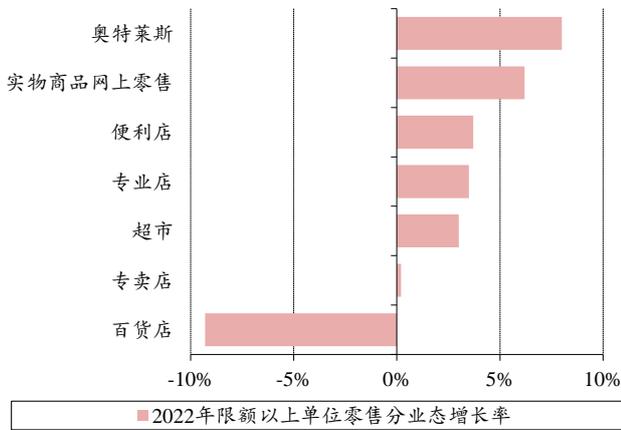
## 王府井: 奥莱业态领先增长, 免税板块逐步放量

**多业态协同发展, 奥莱业态领先增长, 免税板块逐步放量。**23Q1-3 公司实现营收 92.65 亿元, 同比+9.44%; 归母净利润 6.48 亿元, 同比+56.13%; 扣非归母净利润 5.90 亿元, 同比+144.71%。公司深耕主业, 并发力多业态经营, 总体业绩恢复较为稳健。分板块来看, 奥莱业态受益于消费者注重高性价比、社交环境体验, 保持了较好的增势和盈利水平。23Q1-3 板块实现营收 1.50 亿元, 同比+33.24%; 毛利率为 64.38%, 同比+0.99pct。免税业务方面, 据万宁发布厅消息, 王府井国际免税港自 4 月正式开业以来, 截至 10 月底项目整体营业额达 9.67 亿元, 同比增长 93%。展望后市, 公司的奥莱业务仍切合当下性价比消费的趋势, 有税板块稳健修复, 市内免税新政预计将对业绩有较大催化。

## 10 其他零售：名品折扣零售领先恢复，相对具有抗周期性

消费者购买决策趋于理性，奥莱复苏领先其他业态。当前居民消费信心仍处于修复过程中，短期购买决策趋于理性，购物已经从简单追求折扣和促销的阶段过渡到更谨慎、更注重品质、更关注性价比的阶段。在此背景下，折扣零售进入发展快车道，奥特莱斯业态再度翻红。BCG 发布的 2023 上半年中国消费者调研显示，未来 12 个月，中产和以下的消费者群体持续向物美价廉的渠道倾斜，其中，对比过去 6-12 个月，奥莱店/折扣店作为首选渠道指数增长了 68%。根据中国百货商业协会发布的《2022-2023 中国奥特莱斯行业白皮书》，2022 年奥特莱斯销售在零售业态中增长最快。23H1 奥莱销售额已超过 1300 亿元，完成了去年销售额的 62%。从 2023 年前三季度上市公司表现来看，百联股份的奥莱业务营收增速达 46.36%，超过百货、购物中心、超市等其他业务；王府井旗下的奥莱业务营收同比增长 33.24%，同样领先于其他业态。

图表 69. 2022 年限额以上单位零售分业态增长率



资料来源：国家统计局，中国百货商业协会，中银证券

图表 70. 上市公司 23Q1-3 分业态收入增速

百联股份		王府井	
业态	营收增速 (%)	业态	营收增速 (%)
奥特莱斯	46.36	奥特莱斯	33.24
其他	43.25	专业店	12.83
专业专卖	34.94	购物中心	6.04
购物中心	30.30	百货	-0.27
百货	25.00	超市	-16.20
便利店	9.87		
超市	-2.55		
大型综合超市	-22.76		

资料来源：公司公告，中银证券

线下奥莱表现优异，头部公司持续领跑。23 年中秋国庆假期期间，首创奥莱全国 15 家奥特莱斯累计吸引数百万客流，8 天销售额近 6 亿元，日均客流增幅达 25%；王府井奥莱 14 店规模销售额达 7 亿元，同比增 53%；友阿奥莱销售额突破 1.1 亿元，同比增 46%，假期多日单日销售同比翻倍，创 5 年同期新高；百联青浦奥特莱斯销售额 3.13 亿元；砂之船长沙奥莱客流量达 130 万人次；杉杉更是在 9 月 28 日连开两家奥莱，天津、太原奥莱 8 天销售额分别突破 1.2 亿元、2.2 亿元。

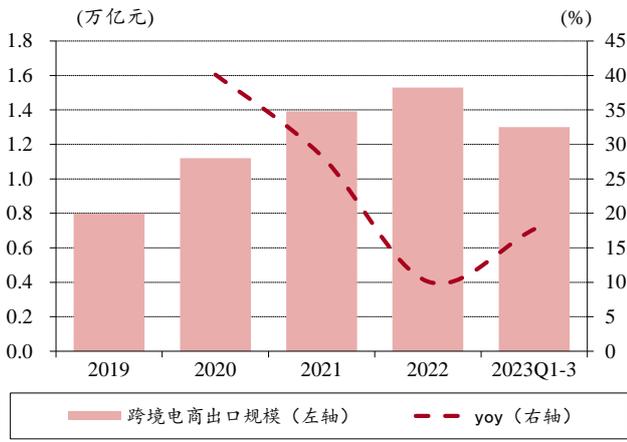
线上折扣零售业绩稳健增长，持续满足用户高性价比消费需求。线上奥莱唯品会业绩稳健增长，高价值用户规模持续攀升。唯品会 23Q3 实现净营收 228 亿元，同比增 5.3%；Non-GAAP 净利润 18 亿元，同比增 15.5%。Q3 的 GMV 为 425 亿元，同比增 13.1%；活跃用户数 4250 万，同比增 3.5%。拼多多同样表现亮眼，凭借平价优势及海外平台 Temu 实现迅速扩张，23Q3 实现营收 688.40 亿元，同比增 94%，Non-GAAP 净利润 170.27 亿元，同比增 37%。

## 11 跨境电商：海外线上购物需求旺盛，跨境电商供应链优势凸显

### 2023 年复盘：海外高通胀下需求向好，低运费叠加人民币贬值助推出口

疫后海外通胀水平居高不下，消费者价格敏感度提升。近年来我国跨境电商出口规模快速增长，出口的主要国家和地区中，无论欧美地区还是东南亚地区，疫后均面临着高通胀的问题，消费者购买力下行，价格敏感度提升，中国商品性价比优势凸显。从跨境电商的最大出口市场美国来看，2023Q3 美国网络零售销售额为 2716.53 亿美元，环比+0.90%/同比+7.75%，渗透率达到 14.9%，线上渠道景气度仍较高。2023Q1-3 我国跨境电商出口规模达到 1.3 万亿元，同比+17.7%。

图表 71. 我国跨境电商出口额规模



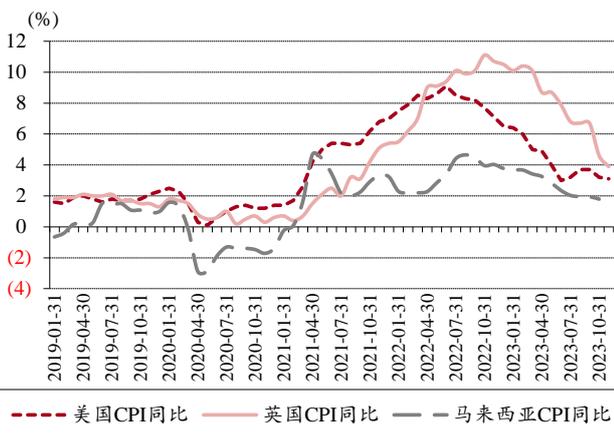
资料来源：海关总署，中银证券

图表 72. 我国跨境电商出口额前十国家及地区

排名	2020 年	2021 年	2022 年
1	马来西亚	美国	美国
2	美国	马来西亚	马来西亚
3	新加坡	英国	新加坡
4	英国	韩国	澳大利亚
5	菲律宾	日本	越南
6	荷兰	加拿大	韩国
7	法国	新加坡	泰国
8	韩国	荷兰	菲律宾
9	中国香港	菲律宾	印度
10	沙特阿拉伯	澳大利亚	日本

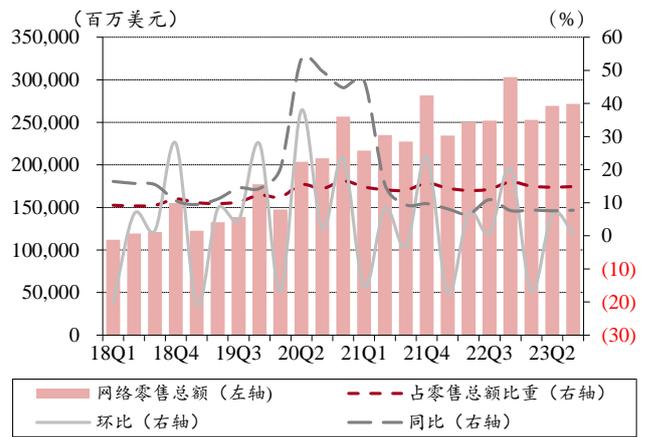
资料来源：商务部，中银证券

图表 73. 疫后海外国家面临高通胀



资料来源：ifind，中银证券

图表 74. 美国网络零售销售额、渗透率及增速



资料来源：ifind，美国人口普查局，中银证券

海运费用下行叠加人民币贬值，利好中国商品出口。随着全球物流供应链持续修复，根据 CCFI 综合指数来看，全球海运价格自 2022 年下半年起开始下行，2023 年已逐步恢复至疫情前的低位水平，跨境电商的运输成本大幅下滑，有利于提振毛利水平；同时年内人民币对美元贬值，一定程度上也促进了国内商品的出口。

图表 75. CCFI 综合指数进入低位区间



资料来源: ifind, Freightos, 中银证券

图表 76. 人民币对美元贬值



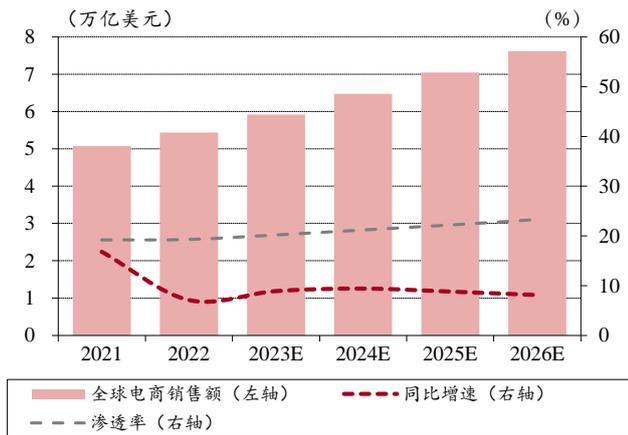
资料来源: ifind, 中国外汇交易中心, 中银证券

## 后续展望：海外电商渗透率持续提升，中国跨境电商供应链优势凸显

**出口仍为重要增长引擎，国内产品供应链优势凸显。**一方面，预计 2024 年出口仍为经济增长的重要引擎，在内需增长稍显疲弱的环境下，品牌出海是获取更大发展空间的重要途径。另一方面，产品端，全球消费降级趋势下，中国产品凭借丰富齐全的产业链和领先的生产效率，性价比优势更加凸显。运输端，我国的国际物流基础设施全球领先。据交通运输部数据，海运承担了国内约 95% 的对外贸易运输量，中国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量连续多年位居世界第一，世界港口吞吐量、集装箱吞吐量排名前十位的港口中，中国分别占 8 席和 7 席。

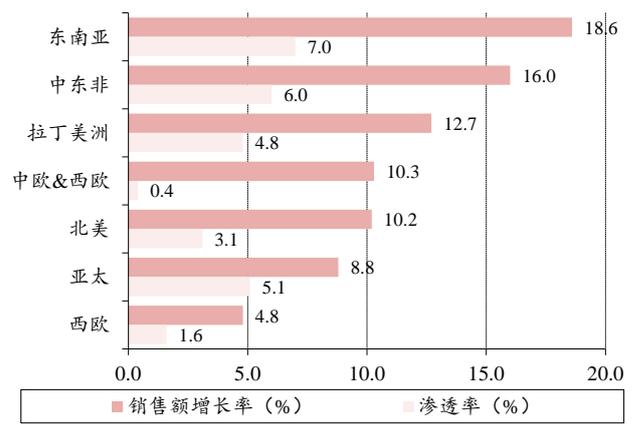
**海外电商渗透率增长趋势不改，跨境电商颇具发展前景。**根据 eMarketer 数据，2022 年全球电商渗透率为 19.3%，预计 2026 年将达到 23.3%，销售规模预计将达到 7.6 万亿美元，CAGR 为 8.8%，全球电商市场规模仍在持续增长。从全球各地区的电商渗透率和增速来看，欧美地区增速相对放缓，但当地居民消费力较强，后续仍为重要市场。东南亚、拉美地区等新兴市场后续增长潜力相对较高，未来渗透率有望快速提升。

图表 77. 全球电商市场规模预测



资料来源: eMarketer, 中银证券

图表 78. 2023 年各地区电商市场规模及渗透率预测



资料来源: eMarketer, 中银证券

## 12 2024 年投资策略

**旅游：国内游关注企业内生增长，跨境游静待供给优化。**1) **国内游：**预计 24 年出游需求将趋于理性，板块企业将由恢复性增长转向内生性增长，建议关注供给侧有增量和符合文旅融合趋势的企业，**推荐长白山、宋城演艺、海昌海洋公园、天目湖，建议关注中青旅、黄山旅游、曲江文旅、丽江股份。**2) **跨境游：**预计 24 年跨境游将延续修复，建议关注供应链修复和行业出清给龙头企业带来的机会。**推荐众信旅游、岭南控股。**

**演艺：演出市场供需两旺，高景气度有望延续。**23 年演出市场供需两旺，板块的高景气度有望延续。**推荐锋尚文化、大丰实业。**

**酒店：中高端化转型趋势持续，品牌效应值得期待。**1) **供给侧：**三大酒店集团龙头门店持续扩张，持续优化核心品牌矩阵。行业中高端化转型趋势不变，带动 ADR 稳步增长。2) **需求侧：**受益于商旅出行需求复苏、多类客群回归，RevPAR 修复良好，展望后市，OCC 的修复将助推 RevPAR 持续增长。**推荐锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店。**

**餐饮：修复速度快，消费回归理性。**23 餐饮收入实现同比较快修复，餐饮消费修复完成后或将进入行业正常增长趋势。此外，消费者观念更加理性，消费回归餐饮本质，质价比将成为未来主要关注点，**推荐同庆楼。**

**人服：当前就业数据整体稳定，但企业端招聘意愿仍有待提高。**23 年城镇调查失业率整体稳定，但就业景气度低于去年水平。对于企业端降本增效的需求致使招聘需求未完全释放，对于就业者求稳心态较重。当前市场情况下灵活用工、人力外包等用工方式或能在短期内满足企业用工需求，长期来看招聘市场完全修复仍需政策和宏观经济发力，**推荐科锐国际。**

**会展：全球市场恢复提速，外展有望持续受益。**疫后展会需求快速释放，24 年全球会展市场恢复预计将加速，企业出海需求旺盛，出境难点逐步缓解，外展有望持续受益。**推荐米奥会展，建议关注兰生股份。**

**免税：离岛免税持续修复，市内免税增量可期。**23 年免税需求短期承压，24 年建议关注离岛渠道高奢入驻的催化和价格体系的持续优化，市内免税新政推出在即，有望贡献新的增量。**推荐王府井、中国中免。**

**其他零售：名品折扣零售领先恢复，相对具有抗周期性。**随着消费者购买决策趋于理性，性价比成为重要关注点，折扣零售进入发展快车道，奥莱业态再度翻红，头部公司持续领跑，短期内预计趋势仍将持续。

**跨境电商：海外线上购物需求旺盛，跨境电商供应链优势凸显。**23 年在海外高通胀、海运费下行和人民币贬值背景下，跨境电商迎来快速发展期。海外电商渗透率仍有增长空间，国内品牌出海需求犹存，我国跨境电商供应链优势凸显，发展前景广阔。

## 风险提示

**居民收入增长不及预期、消费意愿恢复不及预期：**若后续宏观经济增速较为疲软，居民的收入水平增长乏力，可能会导致未来收入预期下降，消费者信心和消费意愿恢复放缓，进而导致出行消费和相关行业整体表现不及预期。

**行业竞争加剧：**当前消费多注重性价比，且疫后市场供给端恢复增速若超出需求端，可能会加剧行业竞争。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371