

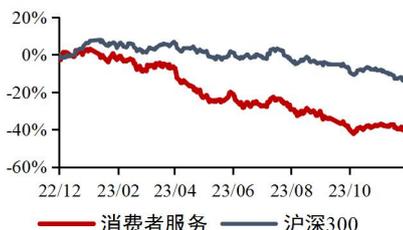
消费者服务

2024 年社会服务行业年度策略 同步大市-A(维持)
性价比与体验感碰撞，把握业绩拐点机会

2024 年 1 月 16 日

行业研究/行业年度策略

消费者服务板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票	评级
601888.SH 中国中免	买入-B
600754.SH 锦江酒店	增持-A
600258.SH 首旅酒店	增持-A
600138.SH 中青旅	增持-B
300144.SZ 宋城演艺	增持-A
603136.SH 天目湖	增持-A
603043.SH 广州酒家	增持-A
605108.SH 同庆楼	增持-A
002707.SZ 众信旅游	增持-B

相关报告：

【山证社服】2023 年社服行业中期策略：看好旅游需求释放，提升出行相关市场景气度（2023-8-11）

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点：

➢ **2023 年社会服务行业整体表现：**行业回调显著，估值充分消化。2023 年全年申万社会服务行业指数下跌 22.01%，跑输沪深 300 指数 8.47pct，在 31 个申万一级行业中涨跌幅位列第 29 位。行业估值水平受经营情况好转，2023 年末行业整体估值为 49.58 倍（TTM，整体法），低于年初 119.32 倍，低于近 5 年均值 80.15 倍。目前行业内成长标的股价回调显著、估值基本回归合理区间、投资性价比逐渐提升。

➢ **2024 年社服行业各子板块展望：**前期市场对政策变化之后消费行业复苏预期较高，板块估值处于较高水平与基本面情况背离。1) 社服行业子板块在疫情三年均实现逆势扩张，如酒店、餐饮、免税行业开店加速，连锁化率提升、头部效应显现。2) 在出行预期具有较大不确定性情况下，基于对消费市场重启的预判在疫情得到控制的阶段性回暖中抬升行业整体估值。2024 年我们预计居民出行需求将谨慎释放、消费相关选择更加理性。基于不同消费偏好和承受能力：1) 极具性价比的低客单价消费有望延续增长势头；2) 注重当下体验的服务性消费吸引中高群体继续消费结构升级。

➢ **投资建议：**展望 2024 年，我们认为低客单价更注重性价比、高端产品聚焦于服务消费和体验消费升级。**景区出行：**2023 年国内旅游市场全面回暖，特种兵打卡带动大众旅游市场景气度持续提升；小众旅游市场不受淡旺季限制，延续高客单价快速增长势头。**酒店：**酒店行业预计 1) 轻资产加盟模式盛行，在扩张的同时不给酒店集团带来更多成本负担；2) 旅游度假区的高端酒店快速发展，以酒店为主的住宿成为核心度假产品，其他业态和产品围绕住宿展开。**免税：**2024 年离岛免税购物市场继续扩容，高客单价精品上新带动整体销量恢复。与各机场新约减轻中免减租成本，若机场客流量不及中免与机场分别约定人次，租金有继续下降空间。**餐饮：**2024 年预计更多餐企通过出海开启二次增长曲线；低客单价大众消费仍是主流，本土餐饮品牌在行业复苏和市场竞争加剧情况下积极寻求规模化发展。**出入境：**签证和航班供给是制约出入境游市场发展的主要因素。与 2019 年同期相比，中国国际航班较 2019 年尚有四成恢复空间；免签政策带动，多个国家于近期修改入境免签政策，预计 2024 年内地居民出境热度将持续升温。

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

风险提示：居民消费意愿不及预期风险；免税政策变化风险；酒店行业供需变化风险；突发事件或不可控灾害风险



目录

1. 2023 年社会服务行业整体表现：行业回调显著，估值充分消化.....	6
2. 2024 年社服行业趋势展望.....	9
2.1 景区出行：大众市场竞争激烈，小众市场延续高客单价基调.....	10
2.2 酒店：轻资产加盟占比继续提升，高端度假酒店增速不减.....	13
2.3 免税：消费场景丰富带动客流回升，补充协议减轻租金压力.....	17
2.4 餐饮：餐企出海进程提速，小吃小喝性价比为王.....	21
2.5 出入境：免签政策、航班供给增加带动出入境游市场持续复苏.....	26
3. 投资建议及重点公司推荐.....	29
3.1 投资建议.....	29
3.2 重点公司推荐.....	30
3.2.1 中国中免.....	30
3.2.2 锦江酒店.....	30
3.2.3 首旅酒店.....	30
3.2.4 中青旅.....	31
3.2.5 宋城演艺.....	31
3.2.6 天目湖.....	31
3.2.7 广州酒家.....	31
3.2.8 同庆楼.....	32
3.2.9 众信旅游.....	32
4. 风险提示.....	33

图表目录

图 1： 2023 全年申万社会服务行业指数下跌 22.01%，涨跌幅位列申万一级行业第 29 位.....	6
图 2： 2023 全年申万社会服务行业指数与上证指数、沪深 300 涨跌幅.....	7



图 3: 社会服务行业年末估值 49.58 倍.....	7
图 4: 社会服务行业相对于沪深 300 估值 4.57.....	7
图 5: 2023 年社会服务行业各子板块估值.....	8
图 6: 2023 年社会服务行业各子板块涨跌幅情况.....	8
图 7: 2023 全年社会服务行业个股涨跌幅.....	8
图 8: 2024 元旦旅游人次恢复至 2019 年同期 109%.....	10
图 9: 2024 元旦旅游收入恢复至 2019 年同期 105.6%.....	10
图 10: 小长假人均消费 (单位: 元)	10
图 11: 小长假日均旅游人次 (单位: 万人次)	10
图 12: 2023 年中秋国庆假期消费者计划出游时间.....	11
图 13: 五一、中秋国庆假期国内出游安排对比情况.....	11
图 14: 2023 年暑期学生客群占比超过 2019 年同期.....	12
图 15: 中国研学游行业市场规模变化及预测.....	12
图 16: 2023 年旅游意义的变化 (vs2019)	13
图 17: 2023 年旅游路线选择变化 (vs2019)	13
图 18: 不同星级酒店平均房价恢复情况.....	13
图 19: 国内酒店行业整体 RevPAR 情况 (元/每间)	13
图 20: 不同星级酒店供给量较 2019 年同期缺口.....	14
图 21: 不同星级酒店入住率恢复情况.....	14
图 22: 2023 新开业中高端及以上酒店数量客房分布.....	15
图 23: 2023.1-11 新开业酒店及占比.....	15
图 24: 三大酒店集团 2023 年估值大幅回落.....	15
图 25: 三大酒店集团 ROE 变化情况.....	15



图 26: 三大酒店集团、万豪酒店直营店占比情况.....	16
图 27: 锦江酒店境内、境外加盟店占比情况.....	16
图 28: 首旅酒店新开门店直营/加盟数量.....	17
图 29: 华住集团待开业加盟酒店数量及占比.....	17
图 30: 离岛免税销售额变化情况.....	18
图 31: 离岛免税购物人次变化情况.....	18
图 32: 离岛免税购买件数变化情况.....	18
图 33: 离岛免税客单价变化情况.....	18
图 34: 离岛免税客单价与 2020.7-2021.6 均价相比.....	19
图 35: 节假日离岛免税客单价（元）.....	19
图 36: 小长假离岛免税销售日均销售额（亿元）.....	19
图 37: 小长假离岛免税销售日均购物人次（万人次）.....	19
图 38: 海南接待游客人次变化情况.....	20
图 39: 海口三亚机场航班起降架次与 2019 年相比.....	20
图 40: 餐饮相关法人企业数.....	21
图 41: 国内餐饮行业收入与增速.....	21
图 42: 国内餐饮行业品牌趋势.....	22
图 43: 国内餐饮行业开关店情况.....	22
图 44: 国内餐饮业态整体连锁率.....	23
图 45: 连锁品牌线级城市分布.....	23
图 46: 国内餐饮连锁品牌数变化.....	23
图 47: 国内餐饮非连锁品牌数变化.....	23
图 48: 2013-2023 年 1-8 月国内餐饮领域融资情况.....	24

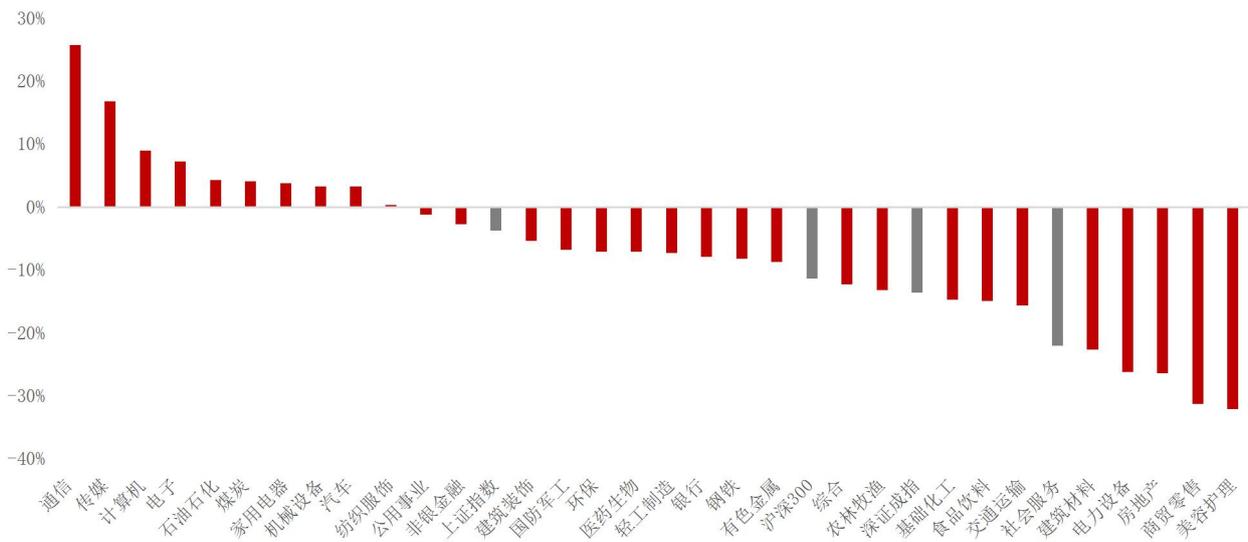


图 49: 近两年国内餐饮相关各领域融资轮次平均单笔融资金额 (单位: 千万元)	24
图 50: 国内餐饮行业消费区间与客单价.....	25
图 51: 不同业态餐饮品类连锁率情况.....	25
图 52: 民航总客运量 2023.11 恢复至 2019 年 92.45%.....	26
图 53: 2023.11 国际航线客运恢复至 2019 年 53.51%.....	26
图 54: 2023.11 全球民航恢复至 2019 年同期 89.1%.....	28
图 55: 2023.11 中国民航恢复情况好于亚洲整体.....	28
图 56: 中国国际航班较 2019 年尚有四成恢复空间.....	28
图 57: 三大航恢复率位于全球 Top 航司中上游.....	28
表 1: 社会服务行业 2023Q3 基金重仓个股概览.....	9
表 2: 2023 年中秋国庆出行数据对比 (单位: 万人次)	11
表 3: 三大酒店集团布局高端酒店市场情况.....	17
表 4: 海南离岛免税市场新增免税购物场所.....	20
表 5: 中餐品牌出海情况概览.....	25
表 6: 2023 年以来出入境政策变化概览.....	27
表 7: 重点推荐公司盈利预测.....	32

1. 2023 年社会服务行业整体表现：行业回调显著，估值充分消化

2023 年全年（数据统计截止 2023 年 12 月 31 日，下同），上证指数下跌 3.7%、沪深 300 指数下跌 11.38%、深证成指下跌 13.54%，申万社会服务行业指数下跌 22.01%，分别跑输大盘 18.31pct、10.63pct、8.47pct，在 31 个申万一级行业中涨跌幅位列第 29 位。

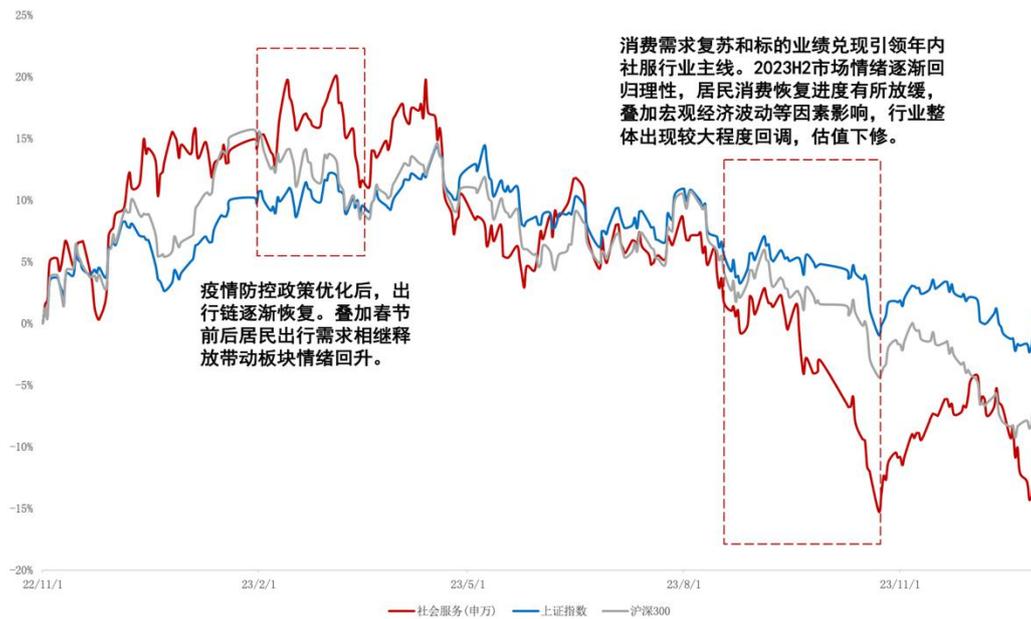
图 1：2023 全年申万社会服务行业指数下跌 22.01%，涨跌幅位列申万一级行业第 29 位



资料来源：wind，山西证券研究所

2023 年社会服务行业整体表现震荡下行趋势。年初随着疫情防控政策放开，春节假期带动居民出行、消费意愿恢复，需求逐渐释放带动板块情绪回升。但受限于消费需求持续修复预期存在较大不确定性、社会服务行业板块权重标的年内经营有所承压、市场资金风格偏好转换等因素拖累板块整体表现，板块指数自 4 月之后震荡下行。6-8 月传统暑期旺季带动出行链阶段性回暖，但由于国际航班年中恢复至 2019 年同期 50%左右以及签证等因素制约，出境游板块仍有较大回升空间。整体来看，消费需求复苏和个股业绩兑现构成年内行业两大主线，国庆小长假之后旅游市场进入相对淡季，消费需求恢复进程有所放缓、行业出现较大程度回调、整体估值持续底部震荡。

图 2：2023 全年申万社会服务行业指数与上证指数、沪深 300 涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

行业估值水平受经营情况好转、投资风格转换等因素有所回落。全年行业经营情况有所好转，25 家公司归母净利润较 2022 年 Q1-3 实现正增长。2023 年末行业整体估值为 49.58 倍(TTM，整体法)，低于年初 119.32 倍，低于近 5 年均值 80.15 倍。年末社会服务行业相对沪深 300 估值为 4.57，低于年初 10.49。4 月之后行业估值明年回落，目前整体估值基本回到 2020 年 5 月左右水平。

图 3：社会服务行业年末估值 49.58 倍

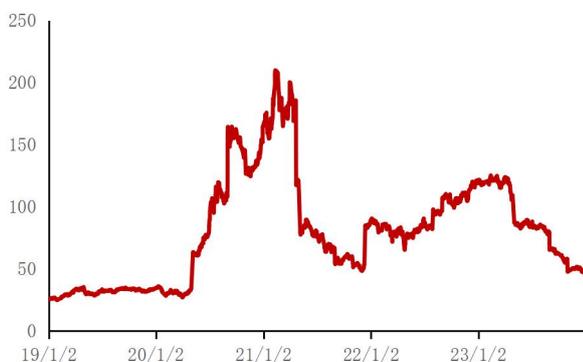
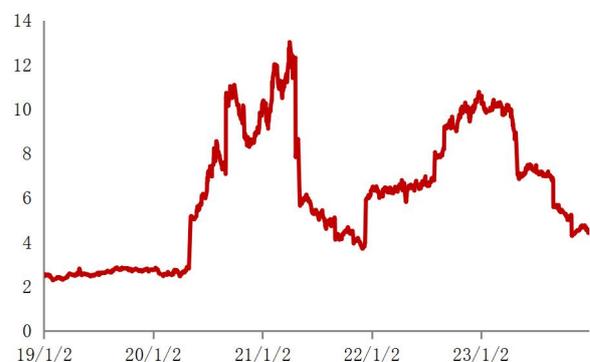


图 4：社会服务行业相对于沪深 300 估值 4.57



资料来源：wind，山西证券研究所

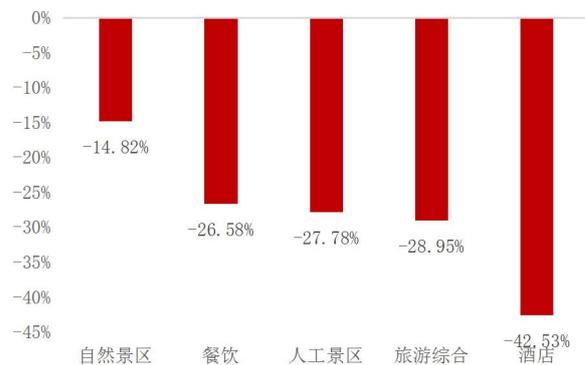
资料来源：wind，山西证券研究所

行业各子板块均呈现不同程度下跌。跌幅分别为：自然景区（-14.82%）、餐饮（-26.58%）、人工景区（-27.78%）、旅游综合（-28.95%）、酒店（-42.53%）。估值方面，部分公司经营情况尚未恢复、业绩表现不佳影响子板块估值偏离正常水平范围。

图 5：2023 年社会服务行业各子板块估值



图 6：2023 年社会服务行业各子板块涨跌幅情况

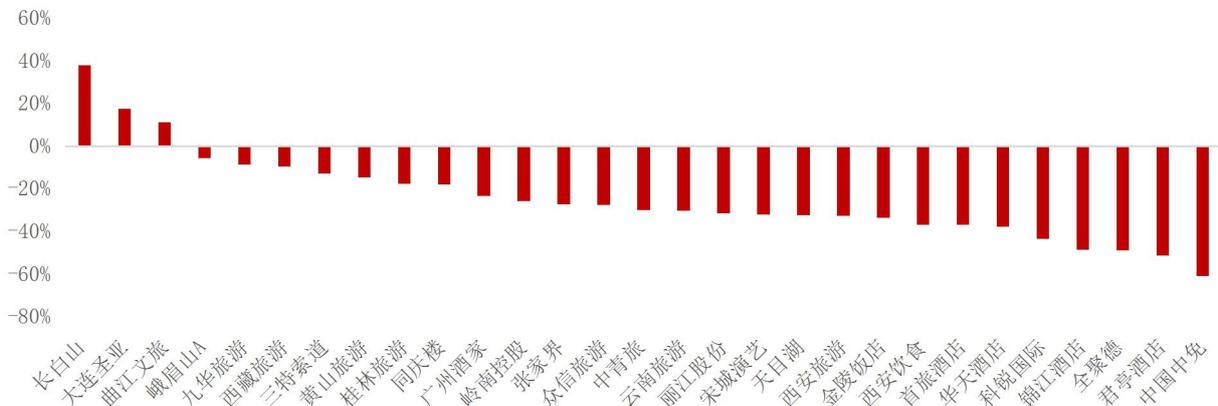


资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

年内行业内个股表现分化，题材性标的有阶段性行情。如冬季旅游升温带动长白山年内涨幅达 37.94%；曲江文旅受电商直播带动年内涨幅 17.44%。行业权重股中国中免（-60.98%）表现不佳，酒店板块首旅酒店（-37.02%）、锦江酒店（-48.69%）、君亭酒店（-51.28%）均大幅回撤。目前行业内成长标的股价回调显著、估值基本回归合理区间、投资性价比逐渐提升。

图 7：2023 全年社会服务行业个股涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

2023Q3 基金持仓居前社会服务行业标的多为各子板块龙头。与 2023Q2 环比来看，出境游标的众信旅游进入行业重仓前十序列；自然景区表现分化，峨眉山机构持仓增加、九华旅游持仓不变；酒店标的持仓机构减少，首旅酒店、君亭酒店分别减少 2 家、9 家。

表 1：社会服务行业 2023Q3 基金重仓个股概览

证券代码	证券简称	2023 年涨跌幅	流通市值 (亿元)	持仓数量 (万股)	持仓变动 (万股)	持仓市值 (亿)	占流通股比	持有机构数	机构增减数量
601888.SH	中国中免	-60.98%	1490.1	5323.11	13.6	56.41	2.73%	63	11
600754.SH	锦江酒店	-48.69%	266.7	5101.68	-707.69	19.18	5.58%	53	8
300144.SZ	宋城演艺	-32.13%	227.2	14200	-1073.16	17.39	6.05%	26	1
600258.SH	首旅酒店	-37.02%	178.8	6137.74	396	10.58	5.50%	27	-2
605108.SH	同庆楼	-18.08%	81.4	1346.52	906.83	4.49	5.18%	8	3
000888.SZ	峨眉山 A	-5.70%	47.6	1338.62	-99.91	1.4	2.54%	17	5
603199.SH	九华旅游	-8.72%	29.4	284.28	-83.96	8457.32	2.57%	7	0
600138.SH	中青旅	-30.09%	76.6	421.88	-683	5108.91	0.58%	7	-5
301073.SZ	君亭酒店	-51.28%	19.6	-302.08	4151.81	138.16	1.62%	4	-9
002707.SZ	众信旅游	-27.73%	49.3	480.85	317.39	3726.55	0.59%	1	0

资料来源：wind，山西证券研究所（统计时间截至 2023.12.31）

2. 2024 年社服行业趋势展望

前期市场对政策变化之后消费行业复苏预期较高，板块估值处于较高水平与基本面情况背离。1) 社服行业子板块在疫情三年均实现逆势扩张，如酒店、餐饮、免税行业开店加速，连锁化率提升、头部效应显现。2) 在出行预期具有较大不确定性情况下，基于对消费市场重启的预判在疫情得到控制的阶段性回暖中抬升行业整体估值。

2024 年我们预计居民出行需求将谨慎释放、消费相关选择更加理性。基于不同消费偏好和承受能力：1) 极具性价比的低客单价消费有望延续增长势头；2) 注重当下体验的服务性消费吸引中高群体继续消费结构升级；3) 关注业绩稳健、有较大业绩弹性标的。

2.1 景区出行：大众市场竞争激烈，小众市场延续高客单价基调

整体来看，2023年国内旅游市场加速回暖。出行和接触性消费政策全面取消、过去三年积累的旅游意愿在第一时间得到快速释放，从需求侧有力推动旅游经济快速复苏。2023年各季度居民出游意愿维持在90%以上，全年平均达91.86%，较2019年高4.52pct。国内旅游人数和收入相较于2019年恢复率不断提速，分别由2023年一季度68.51%、75.17%提升至2023上半年77.55%、82.39%，前三季度进一步提升至79.92%、84.91%。

图 8：2024 元旦旅游人次恢复至 2019 年同期 109%



资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：2024 元旦旅游收入恢复至 2019 年同期 105.6%

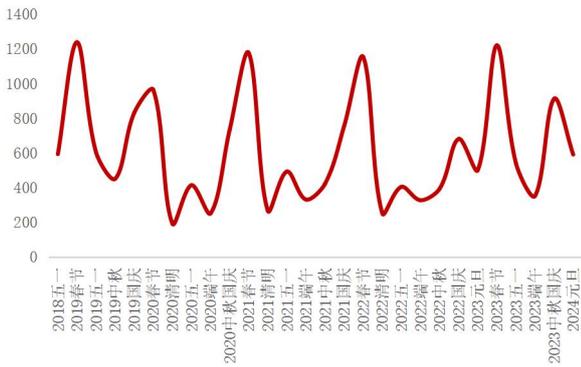


资料来源：wind，山西证券研究所

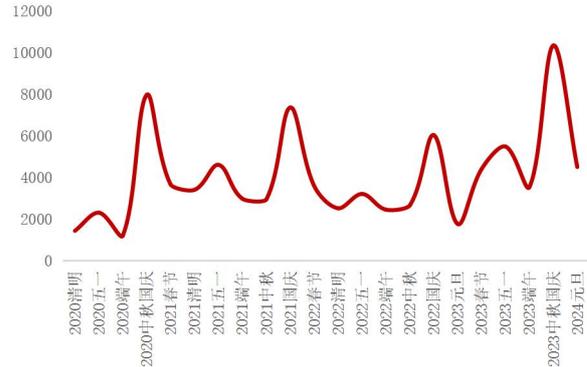
从2023年7个节假日游客出行半径、停留时间、目的地休憩半径来看，国内旅游市场已经恢复正常发展节奏。旅游市场基本度过三年疫情带来的冲击，从极速衰退、萧条、快速恢复进入正常发展阶段。

图 10：小长假人均消费（单位：元）

图 11：小长假日均旅游人次（单位：万人次）



资料来源：wind，山西证券研究所



资料来源：wind，山西证券研究所

中国旅游研究院预测，综合需求侧的先行数据、供给侧的动能积聚和政策面的积极信号，**2024 年国内旅游出游人数、国内旅游收入有望分别超过 60 亿人次和 6 亿元**。假期时间 3 天以上的小长假，如五一、十一假期拉长居民出行半径和出游时间，带动人均消费和日均旅游人次明显提升。2024 年春节假期 8 天，叠加春节返乡人员大范围流动、鼓励带薪休假等政策因素，有望在开年提振旅游市场景气度。

国内旅游市场在疫情后发生较大变化，**2024 年旅游市场分化将进一步加剧**。我们将国内旅游市场划分为大众旅游市场、分众旅游市场、小众旅游市场。

表 2：2023 年中秋国庆出行数据对比（单位：万人次）

出行方式	2019 年(假期前开始纳入统计, 共计 10 天)	日均	2023 年(合计 8 天)	日均	日均同比
铁路	13800	1380	14100	1762.50	27.72%
公路	48000	4800	29000	3625.00	-24.48%
水路	1476	147.6	1018.1	127.26	-13.78%
民航	1090	109	1708.5	213.56	95.93%
合计	52002	5200.2	45826.6	5728.33	10.16%

资料来源：交通运输部、央视新闻，山西证券研究所（注：公路客运量不包含自驾）

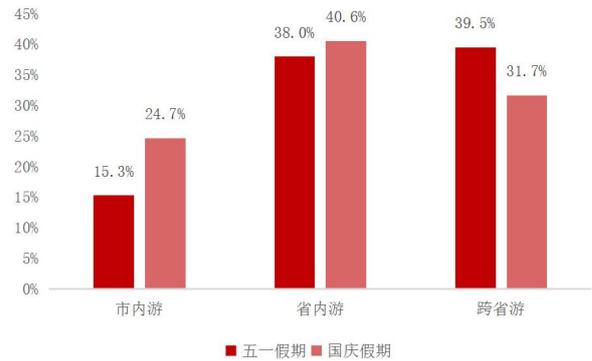
2023 年大众旅游市场呈现出出游半径缩小、人均消费降低的态势。2023 年中秋国庆 8 天假期，200 公里以内的短途游占比达 38%，200-500 公里的中等距离出游占比 32%，500 公里以上长途占比为 30%。从高速公路、铁路、民航数据对比来看，价格较低的出行方式更受青睐。

图 12：2023 年中秋国庆假期消费者计划出游时间

图 13：五一、中秋国庆假期国内出游安排对比情况



资料来源：慧辰，山西证券研究所



资料来源：慧辰，山西证券研究所

2024年大众旅游市场消费趋谨慎将导致市场竞争更加激烈，“物美价廉”将成为消费者追求核心，高性价比将成为旅游目的地和消费产品核心竞争力。

2023年爆火的“特种兵”式旅游侧面反映出消费者追求极致性价比的体验，在集中的时间段内进行较多旅游项目体验。双休日周边游、3-4天假期短途游仍然是大众旅游市场主旋律。

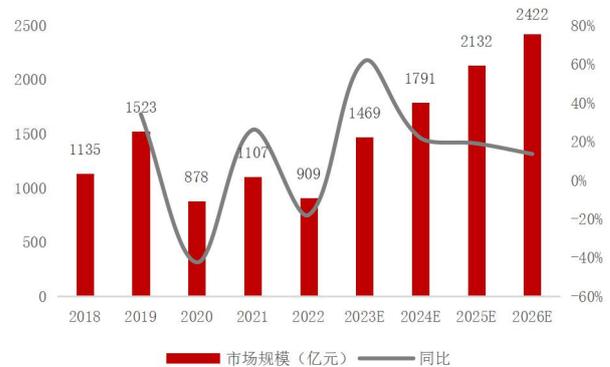
分众旅游市场将继续延续快速增长势头。分众旅游市场主要包括亲子旅游市场、研学旅游市场、自驾旅游市场、老年康养旅游市场等。如研学旅游将学生假期社会综合实践活动与出行旅游相结合，寓教于乐同时进行，丰富素质教育的同时推动分众旅游市场快速发展，链接上游旅行社、营地等产品供应方，下游需求方学校，以及部分教育培训企业和留学中介等积极布局研学游产品。

图 14：2023 年暑期学生客群占比超过 2019 年同期



资料来源：观研报告网，山西证券研究所

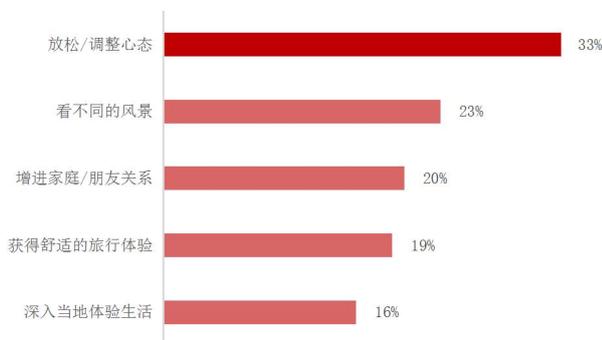
图 15：中国研学游行业市场规模变化及预测



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

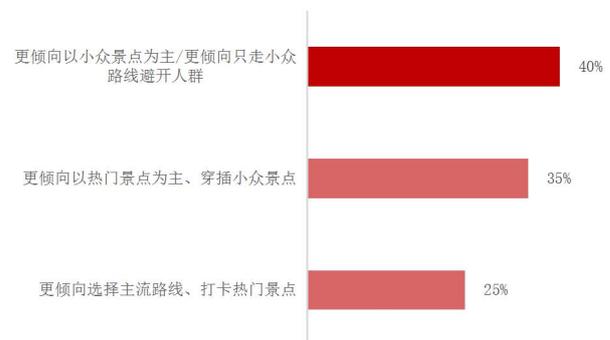
小众旅游市场主要针对“有钱、有闲”的目的地游客。区别于传统旅游的跟团游、景点打卡游，小众旅游的火爆反应出消费者在旅游系消费方面心态转变，自由松弛、独特深度等休闲经济正在崛起。小众旅游市场不受传统旅游市场淡旺季影响，一定程度上会出现目的地和出行时间反淡旺季的情况，消费者对旅游的热情体现不仅在节假日出行，通过错峰安排在全年寻找更多出游机会。

图 16：2023 年旅游意义的变化（vs2019）



资料来源：腾讯&同程研究院《2023 年中国旅行消费趋势洞察白皮书》【数据来源：2023 年腾讯旅游人群需求定量研究（N=2,000+）】，山西证券研究所

图 17：2023 年旅游路线选择变化（vs2019）



资料来源：腾讯&同程研究院《2023 年中国旅行消费趋势洞察白皮书》【数据来源：2023 年腾讯旅游人群需求定量研究（N=2,000+）】，山西证券研究所

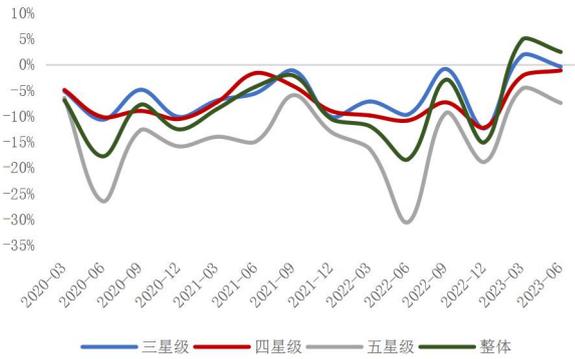
整体来看，大众旅游以周边游、短途游为主市场竞争激烈；分众市场延续行业快速增长势头；小众市场继续高客单价基调。国内旅游市场分层分化加剧，反应出不同消费观和对美好生活追求的方式多样化体现，注重体验感和性价比的消费观念碰撞。

2.2 酒店：轻资产加盟占比持续提升，高端度假酒店增速不减

在疫情影响和多样化市场需求共同作用下，酒店行业加速变革。特种兵旅游和 City walk 成为年轻一代追赶潮流，其背后本质原因主要系疫情三年后居民消费趋于谨慎。这种旅游需求对酒店住宿单位的消费带动作用有限。

图 18：不同星级酒店平均房价恢复情况

图 19：国内酒店行业整体 RevPAR 情况（元/每间）



资料来源：wind，山西证券研究所

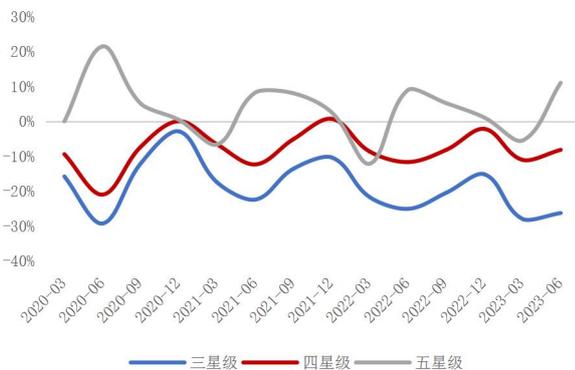


资料来源：wind，山西证券研究所

基于此影响，国内酒店市场表现出强劲的恢复力和成长潜力，星级酒店各项经营指标持续向好发展。2023Q2，国内星级酒店ADR373.79元/间，同比增长25.54%；OCC52.41%，同比增长42.85%；RevPAR195.9元/间，同比增长79.34%。从各项经营指标的变动来看，2023年全国星级酒店ADR、OCC、RevPAR三项指标呈递增趋势。

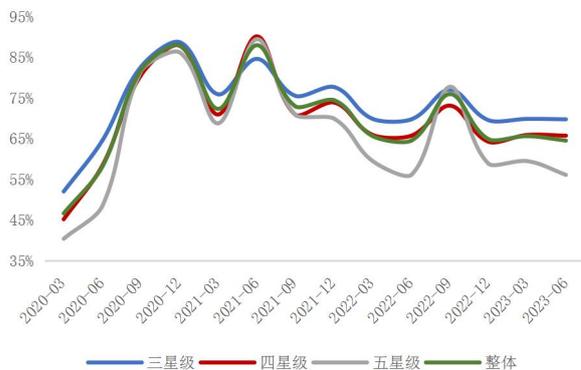
2023年酒店行业整体表现为低星级酒店更具性价比，五星级酒店市场供给增长明显。从不同星级酒店数量较2019年同期水平来看，低星级酒店数量缩减幅度大于高星级酒店，五星级酒店完全恢复至疫情前水平，较2019年同期增长11%，三、四星级酒店仍有26.3%、8.18%的数量缺口。从不同星级酒店入住率来看，三星级酒店基本恢复至2019年同期70%位列首位。

图 20：不同星级酒店供给量较 2019 年同期缺口



资料来源：wind，山西证券研究所

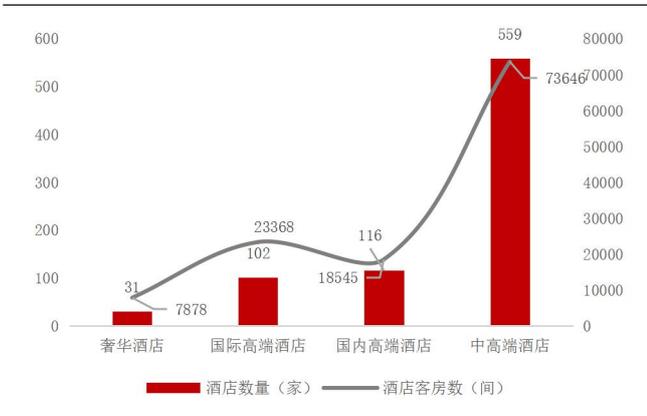
图 21：不同星级酒店入住率恢复情况



资料来源：wind，山西证券研究所

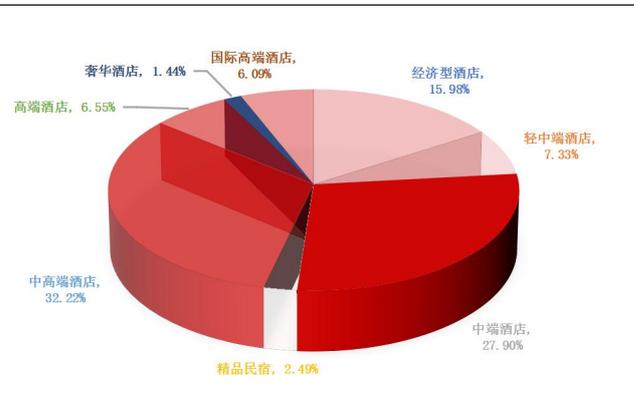
各酒店品牌稳步加快新酒店开业进程，其中以中端、中高端酒店为主。2023年1-11月，我国新开业酒店数量超1500家，其中经济型酒店、中端酒店、中高端酒店占据主要市场份额，新开业酒店分别为244/426/492家，占比分别为15.98%/27.9%/32.22%。随着行业发展和酒店管理体系持续优化升级，中端、中高端酒店仍将占据市场主要地位。

图 22：2023 新开业中高端及以上酒店数量客房分布



资料来源：迈点研究院《2023年度中高端及以上酒店开业统计报告》（数据统计截至2023.12.20），山西证券研究所

图 23：2023.1-11 新开业酒店及占比

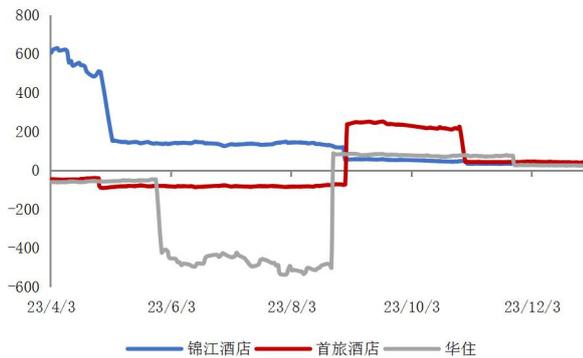


资料来源：智研咨询《2023年中国酒店业发展现状分析》，山西证券研究所

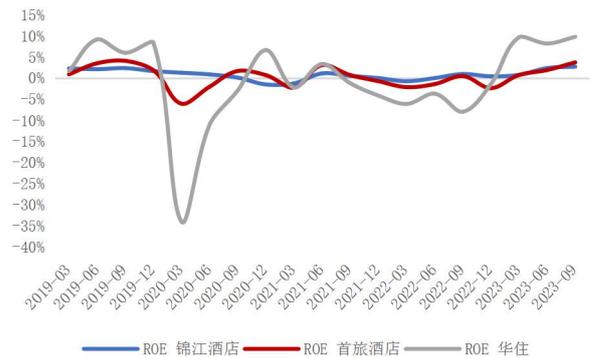
2023Q1之后，受业绩逐渐兑现和股价回落影响，三大酒店集团估值逐渐趋于正常范围。2023年末，锦江酒店、首旅酒店、华住集团估值分别为30.56、40.23、24.36倍；截至2023Q3，ROE分别提升至2.72%、3.74%、9.77%，达到三年内最高水平。

图 24：三大酒店集团 2023 年估值大幅回落

图 25：三大酒店集团 ROE 变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所



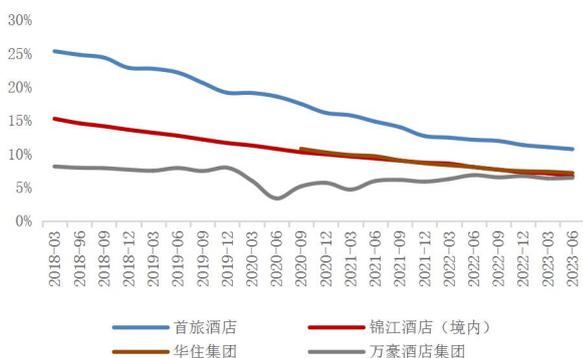
资料来源：wind，山西证券研究所

2023 年酒店行业增长主要系疫情长期压抑后需求集中释放所致。2024 年预计市场发展动力与往年有所不同，更多源于经济本身复苏的内在动能、扩大内需促进消费的供给侧发力，带来消费意愿增长、消费力提升推动酒店消费扩张。

酒店行业的投资逻辑逐渐发生改变，带来商业模式变化。酒店作为房地产项目附属品的时代成为过去式，以酒店本身盈利为前提成为行业发展核心。我们总结酒店行业发展两条主线，1) 轻资产加盟模式盛行，在扩张的同时不给酒店集团带来更多成本负担；在消费者层面更多针对刚需属性、下沉市场、具有高性价比。

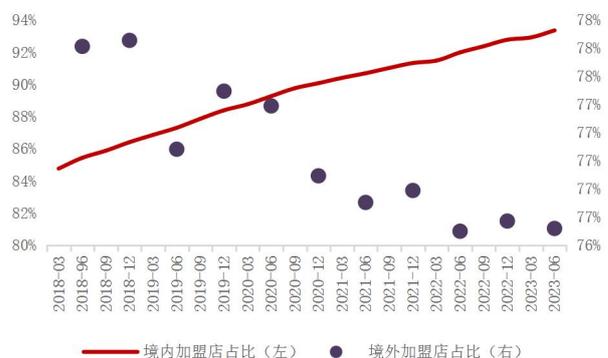
国内直营酒店占比逐步下降主要来自两方面驱动力：1) 加盟店房间数保持快速增长；2) 部分盈利能力不强的直营门店将会逐步关停或转化为加盟店。

图 26：三大酒店集团、万豪酒店直营店占比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：锦江酒店境内、境外加盟店占比情况

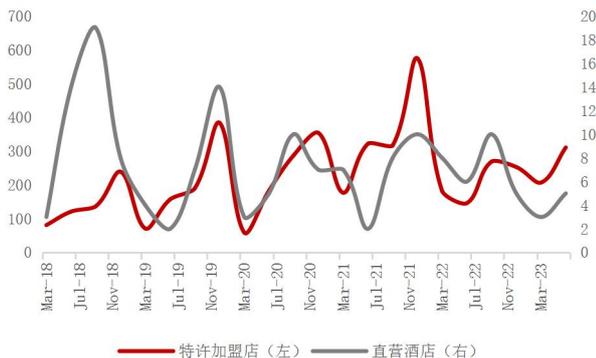


资料来源：wind，山西证券研究所

从三大酒店集团和万豪集团直营/加盟门店结构来看，国内酒店直营门店占比高于万豪集

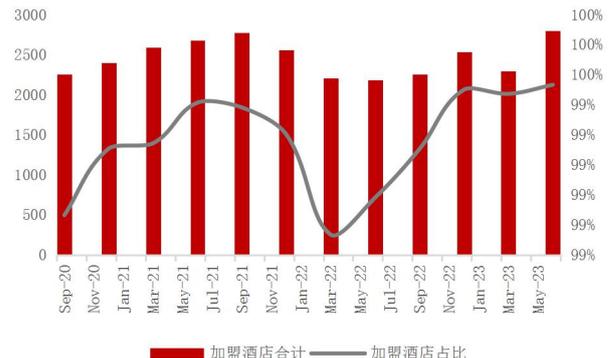
团。从趋势方面来看，首旅、锦江、华住直营门店占比持续降低，锦江酒店 2023Q2 直营门店占比 6.65%，略高于万豪酒店 6.42%。锦江酒店境内加盟店比例持续提升，截至 2023Q2 境内加盟店占比 93.35%，远高于境外加盟店占比 76.52%。

图 28：首旅酒店新开门店直营/加盟数量



资料来源：wind，山西证券研究所

图 29：华住集团待开业加盟酒店数量及占比



资料来源：wind，山西证券研究所

加盟店的扩张速度是决定酒店集团内在价值的关键因素。加盟业务收入稳定，业绩对 RevPAR 的敏感性很低，可以帮助酒店克服周期属性。RevPAR 更依赖于行业景气度、具有周期性且较难预测，酒店集团长期业绩依靠 RevPAR 提升空间有限。

2) 旅游度假区的高端酒店快速发展，以酒店为主的住宿成为核心度假产品，其他业态和产品围绕住宿展开；度假奢华酒店多元发展满足不同需求人群。

表 3：三大酒店集团布局高端酒店市场情况

酒店集团/	高端酒店发展情况
华住集团	2013 年开设自主高端品牌禧玥酒店，现在全国 10 余家门店。后续整合高端板块，相继收购花间堂、施柏阁
锦江酒店	收购丽笙酒店、卢浮宫酒店集团、开设上海 J 酒店
首旅酒店	与凯悦合作、成立首旅安诺公司、发展建国系列

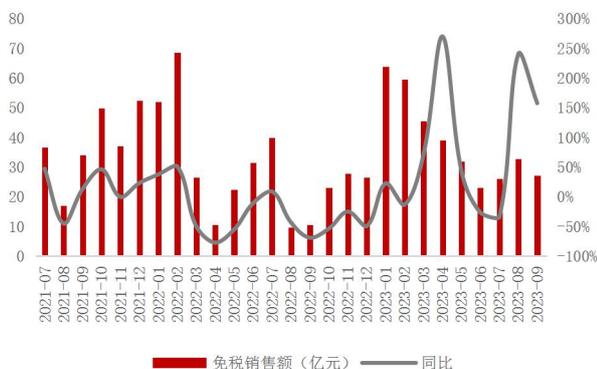
资料来源：HON 酒店观察，山西证券研究所

2.3 免税：消费场景丰富带动客流回升，补充协议减轻租金压力

2023 年离岛免税整体销售情况受中高端消费景气度回落、增强打击代购等走私行为影响，免税销售情况有所回落。海口海关统计，2023 年共监管离岛免税销售金额 437.6 亿元(+25.4%)；

免税购物 675.6 万人次(+59.9%)，免税购物 5130 万件(+3.8%，人均消费金额 6477 元(-21.61%)。

图 30：离岛免税销售额变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 31：离岛免税购物人次变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

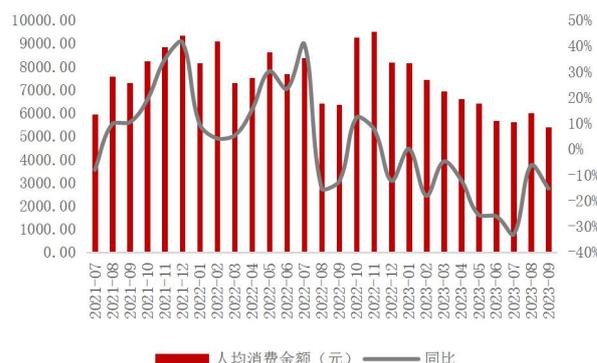
其中 2023 年 12 月离岛免税销售金额 30.06 万(+13.31%)，免税购物 52.6 万人次(+62.45%)，免税购物件数 331 万件 (-5.4%)，人均消费金额 5715 元 (-30.25%)。2024 年元旦假期，海南离岛免税购物金额 4.75 亿元，免税购物人数 6.57 万人次，人均消费 7228 元，免税购物客单价和人均购买件数均有明显回升。

图 32：离岛免税购买件数变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 33：离岛免税客单价变化情况

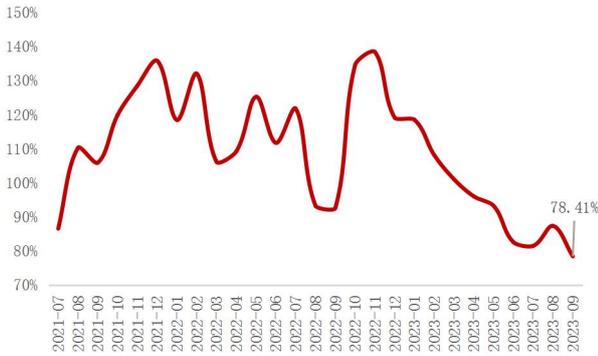


资料来源：wind，山西证券研究所

离岛免税客单价表现回落。客单价方面，我们选择 2020.7-2021.6 离岛免税新政实施一年客单价均值 6878 元作为参考，对比目前客单价表现情况。2023 年 1 月受春节期间入岛客流增

多、海南旅游旺季带动影响，客单价 8151 元 (+0.05%)，为均值水平 118.51%。高客单价水平延续至 3 月，此后相对均值水平基本表现持续下滑。

图 34：离岛免税客单价与 2020.7-2021.6 均价相比



资料来源：wind，山西证券研究所

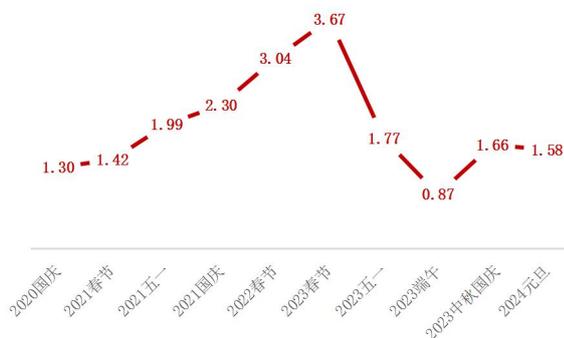
图 35：节假日离岛免税客单价（元）



资料来源：海口海关、新华社、中国新闻网、金融界、北京商报、海南省新闻办公室、环球网，山西证券研究所

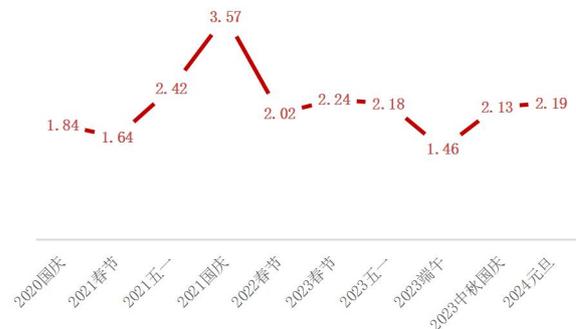
节假日带动客单价和进店人次双提升。我们对比 2020 年国庆之后小长假海南离岛免税进店购物人次和客单价，7 天小长假带动作用明显，假期消费水平明显高于旺季平均水平。2024 年春节 8 天假期有望提振免税消费需求释放。

图 36：小长假离岛免税销售日均销售额（亿元）



资料来源：海口海关、新华社、中国新闻网、金融界、北京商报、海南省新闻办公室、环球网，山西

图 37：小长假离岛免税销售日均购物人次（万人次）



资料来源：海口海关、新华社、中国新闻网、金融界、北京商报、海南省新闻办公室、环球网，山西

证券研究所

证券研究所

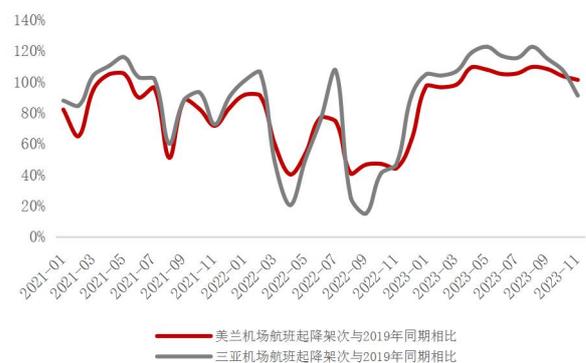
淡季不淡，海南旅游市场持续复苏。海南接待旅游人次在 2023 年 6、7 月打破往年暑假相对淡季市场环境、完全恢复至疫前水平。年内海口、三亚机场航班起降架次较疫情前略有增长，海口机场 2023 年 3 月之后基本较 2019 年同期增长 5-10%，三亚机场增长势头明显，2023 年 8 月较 2019 年同期增长近 23%。

图 38：海南接待游客人次变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 39：海口三亚机场航班起降架次与 2019 年相比



资料来源：美兰机场官网、三亚市统计局，山西证券研究所

2024 年离岛免税购物市场继续扩容，高客单价精品上新带动整体销量恢复。2023 年 4 月 1 日，海南离岛免税“即购即提”“担保即提”提货方式落地，进一步激发旅客购物热情。目前海南离岛免税经营主体共 6 家，离岛免税店增至 12 家。2023 年 10 月 27 日 LV 进驻 CDF 三亚国际免税城二期，升级中免重奢布局；到目前为止，多家国际知名品牌相继进驻三亚国际免税城二期，二期有税商业整体零售业态的重奢领头布局雏形已初步显现，重奢品牌矩阵持续扩充。2023 年 12 月 28 日三亚国际免税城 C 区全球美妆广场开业，免税门店品牌数量进一步增加，消费者购物体验将得到持续提升。

表 4：海南离岛免税市场新增免税购物场所

开业时间	新增免税购物场所	开业面积及主要内容
2023.9	三亚国际免税城一期二号地项目	项目占地面积约 108799.48 m ² （163 亩），总建筑面积约 21.8 万 m ² ，总投资约 37 亿元。主要包括 1 栋地上 32 层高端酒店与 1 栋地上 3 层独栋商业，拟建设成为高品质的“奢华酒店+免税商业”综合体。项目建成后，将与三亚国际免税城一、二期、三期项目及周边资源形成有机互补、良性互动。

开业时间	新增免税购物场所	开业面积及主要内容
2023-2024	万宁王府井国际免税港项目二期	扩大免税经营面积，引进精品免税品牌、升级有税品类
	万宁王府井国际免税港项目三期	预计 2024 年开业，届时整个免税港全面完成
2023.10.27	LV 三亚国际免税城二期	以有税业态入驻海棠湾，店铺两层营业面积超 600 m ²
2023.12.28	CDF 三亚国际免税城 C 区	建筑面积 7.8 万平方米，独栋香化产品综合楼，为消费者提供一站式购物体验

资料来源：新海南、北京商报、三亚日报、海南日报，山西证券研究所

中免减租预期落地。中国中免日前发布公告，与上海机场和首都机场首都机场重新约定扣点比例。与上海机场新约，“月实际销售提成”根据各个品牌的实际净销售额在 18%-36%之间取值结算，香化、烟酒、食品等品类约在 20%-25%之间。与首都机场新约，年销售提成比例在 18%-36%之间取值结算。

新约减轻中免租金压力。在 2021 年初，中国中免相继与国际客流前三的境内机场重新签订“相对低保底且抽成封顶”的补充协定。在此次预定之后，浦东机场的保底费将从 58.57 亿元降至 6.29 亿元，虹桥机场则由 2.96 亿元降至 0.78 亿元，首都国际机场由 22 亿元降至 5.58 亿元，若机场客流量不及中免与机场分别约定的人次，则还有下降空间。

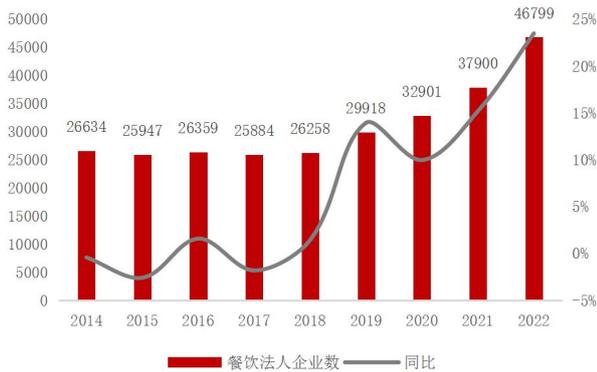
中免作为免税业龙头，2023 年以来股价回调较多、目前估值安全边际较高；2024 年随着经营业态丰富、高奢精品引入，供给端产品线将持续丰富；需求方面，出入境持续恢复带动机场客流回暖；业绩方面，与主要出入境机场签订补充协议缓解租金压力带动业绩释放。

2.4 餐饮：餐企出海进程提速，小吃小喝性价比为王

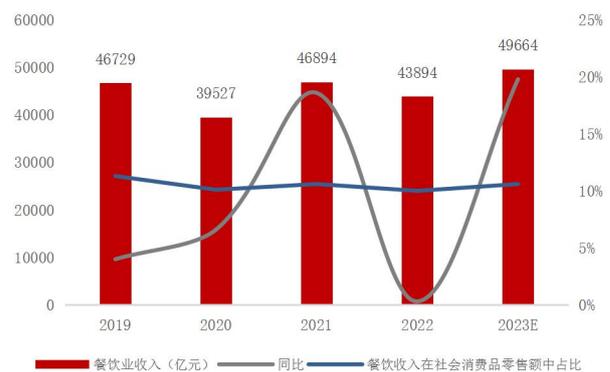
随着旅游、出行等行业催生消费热点带动，2023 年餐饮行业在消费赛道中亮眼复苏表现，吸引较多投资者入场。国家统计局显示，2022 年末我国现存餐饮法人企业 4.68 万家，国内餐饮相关法人企业数呈持续正增长态势，在疫情影响出行和消费环境下表现较强逆势增长能力。

图 40：餐饮相关法人企业数

图 41：国内餐饮行业收入与增速



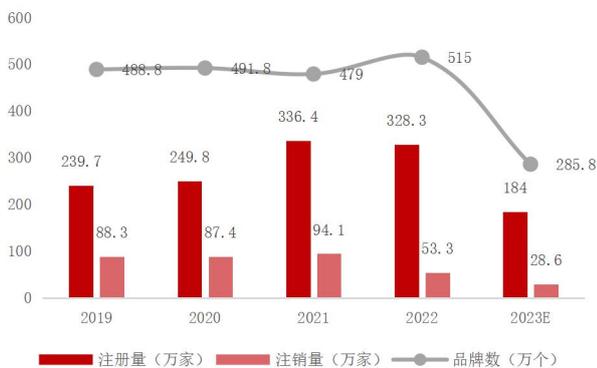
资料来源：国家统计局，山西证券研究所



资料来源：中国烹饪协会·蜀海供应链·百川研究院·国家统计局《2023 中国餐饮供应链白皮书》，山西证券研究所

餐饮业态作为民生基础业态稳定性较强。餐饮业收入从 2019 年底开始受疫情扰动影响有较大幅度波动，但行业收入在社会消费品零售总额占比波动幅度不大，保持在 10% 以上。

图 42：国内餐饮行业品牌趋势



资料来源：中国烹饪协会·蜀海供应链·百川研究院·企查查《2023 中国餐饮供应链白皮书》（统计范围为关键词包含“餐饮”企业），山西证券研究所

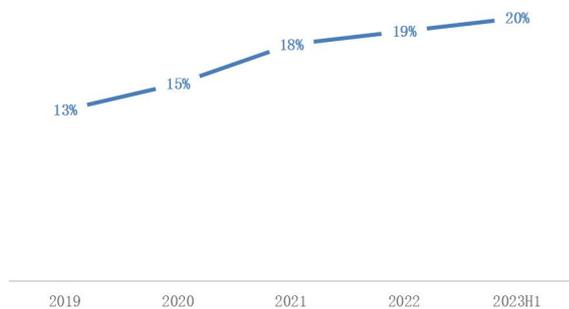
图 43：国内餐饮行业开店情况



资料来源：中国烹饪协会·蜀海供应链·百川研究院·企查查《2023 中国餐饮供应链白皮书》（统计范围为关键词包含“餐饮”企业），山西证券研究所

市场复苏迹象明显。经历 2019-2022 年较为严重的外部不确定因素影响后，2023H1 相比 2022H1 餐饮品牌减少约 9 万家。预计 2023 全年餐饮开店率 35.5%，关店率 30.9%。2023 年较多餐饮企业均有加速开店规划，较多出现同一个品牌在某个区域加密开店的情况。

图 44：国内餐饮业态整体连锁率



资料来源：中国烹饪协会·蜀海供应链·百川研究院·美团《2023 中国餐饮供应链白皮书》，山西证券研究所

图 45：连锁品牌线级城市分布



资料来源：中国烹饪协会·蜀海供应链·百川研究院·美团《2023 中国餐饮供应链白皮书》，山西证券研究所

餐饮行业整体规模化、连锁化进程加快。2023 年国内餐饮品类规模化程度持续提升、行业整体连锁化率有望突破 20%。2022 年底行业连锁化率相比 2019 年提高 6%。同时餐饮行业内连锁品牌、规模化企业逐渐增多。从分布城市线级情况来看，二级及以下市场正在成为品牌餐饮的新蓝海，我国三线以下城市众多，伴随市场下沉、品牌规模化有望进一步提升。

图 46：国内餐饮连锁品牌数变化

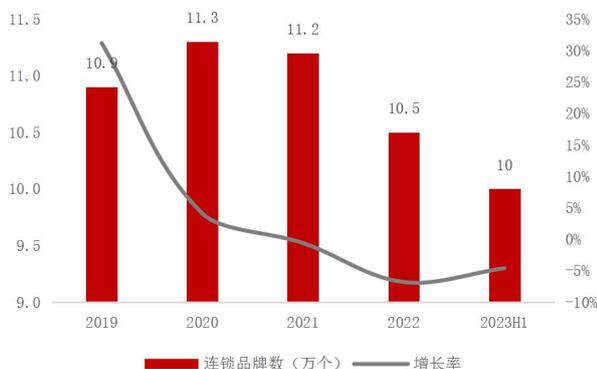
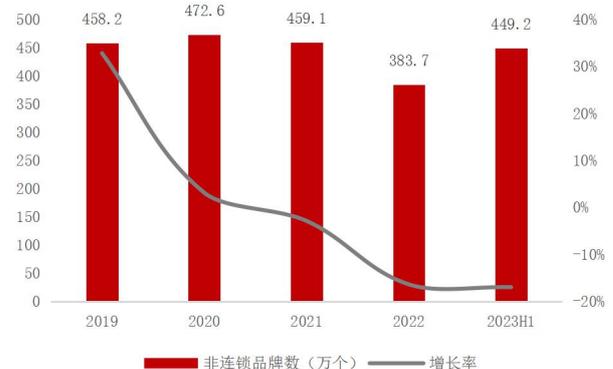


图 47：国内餐饮非连锁品牌数变化

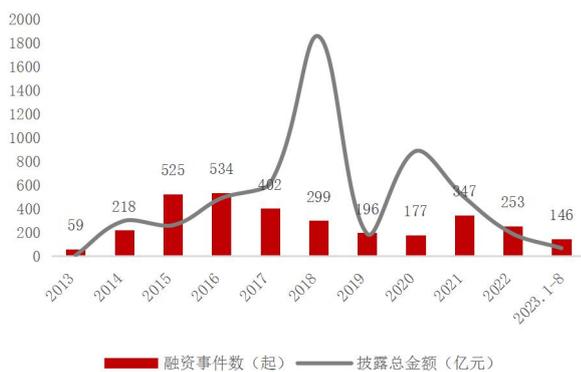


资料来源：中国烹饪协会·蜀海供应链·百川研究院
《2023 中国餐饮供应链白皮书》，山西证券研究所

资料来源：中国烹饪协会·蜀海供应链·百川研究院
《2023 中国餐饮供应链白皮书》，山西证券研究所

餐饮投融资热度下降，资本逐渐趋于理性。2013 年至 2023 年的 10 年间，国内餐饮行业出现三波投融资热潮，其中 2016 年餐饮融资事件多达 534 起，最高披露总金额超过 1800 亿元。目前餐饮的投融资热度已经下降，整体处于理性平淡期。2023 年 1-8 月，餐饮相关领域融资事件数和披露融资金额持续处于低位，分别占 2022 年全年 57.7%、35.9%。2023 年 1-8 月，餐饮相关领域平均单笔融资金额相较 2022 年同期也有所下投资目标已经向中后期产业上游偏移。

图 48：2013-2023 年 1-8 月国内餐饮领域融资情况



资料来源：红餐大数据《中国餐饮品牌力白皮书 2023》，山西证券研究所

图 49：近两年国内餐饮相关各领域融资轮次平均单笔融资金额（单位：千万元）



资料来源：红餐大数据《中国餐饮品牌力白皮书 2023》，山西证券研究所

2024 年餐饮行业发展趋势之一：众多餐饮品牌将发展目光聚焦海外市场，出海进程提速。

1) 国内餐饮行业竞争激烈，出海成为开辟企业二次增长出路。疫情期间国内餐饮行业增长势头不减，降价、跨界联名、上市等多元化竞争使得国内赛道日趋拥挤、内卷现象加剧。

2) 餐饮品牌出海有利于提升品牌影响力。餐饮企业走向海外有助于提升品牌国家影响力，有望反哺国内市场。如以低价出圈的蜜雪冰城开拓日本、澳洲市场后，通过让全球每个人享受高质量评价美味的 slogan，逐渐改善国内对其低端路选的初印象。

3) 国内日益成熟的供应链能力为中餐出海提供保障。对海外市场消费者口味洞察和供应链问题解决，为国内餐饮品牌全球化之路提供保障，推动海外市场规模化快速扩张。

表 5：中餐品牌出海情况概览

品牌	首次出海时间	海外首店地点	发展情况
海底捞	2012.12	新加坡	2023H1 特海国际在迪拜开出中东首店，2023H1 计划开辟菲律宾市场
小龙坎火锅	2017.11	新西兰	小龙坎目前已进入加拿大、美国、新加坡、新西兰等国家
蜜雪冰城	2018.9	越南	2023 年初，蜜雪冰城再次宣布进军日本和澳大利亚。目前海外市场布局上千家门店
喜茶	2018.11	新加坡	2023 年三月，喜茶宣布开放日本、新加坡等东南亚海外市场合伙人申请。2023 年 8 月，喜茶首次布局欧洲市场
霸王茶姬	2019.8	马来西亚	目前门店已经覆盖马来西亚各大城市，海外门店超过 70 家，除现已布局的新马泰市场，未来将逐渐布局北美及欧洲市场
太二酸菜鱼	2021.8	新加坡	太二酸菜鱼已经在新加坡、马来西亚、加拿大等国开设门店
鱼你在一起	2022.7	美国	2023 年鱼你在一起加速海外市场扩张，在美国纽约、迪拜、加拿大等海外城市和国家布局加盟门店
呷哺呷哺	2023.1	新加坡	呷哺呷哺新加坡首店试营业，公司成立海外事业部，计划在中国香港、中国台湾、新加坡、马来西亚进行多品牌布局
瑞幸咖啡	2023.3	新加坡	2023 年 3 月，瑞幸咖啡在新加坡两家门店开始试营业
甜啦啦	2023.8	印尼	甜啦啦预计 2023 年末在印尼开设 60 家门店，并逐步渗透东南亚市场
库迪咖啡	2023.8	韩国	2023 年 8 月，库迪韩国首店开业后，库迪印尼首店也正式开业

资料来源：网上公开信息、红餐品牌研究院整理《中国餐饮品牌力白皮书 2023》，山西证券研究所

2024 年餐饮行业发展趋势之二：小吃小喝前景广阔，性价比为王

在消费渐趋谨慎的大背景下，小分量、选择丰富、人均消费较低的“小餐饮”更具性价比，拥有较大发展空间。

图 50：国内餐饮行业消费区间与客单价

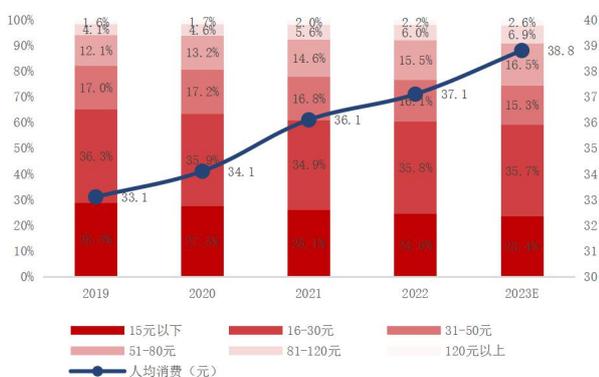
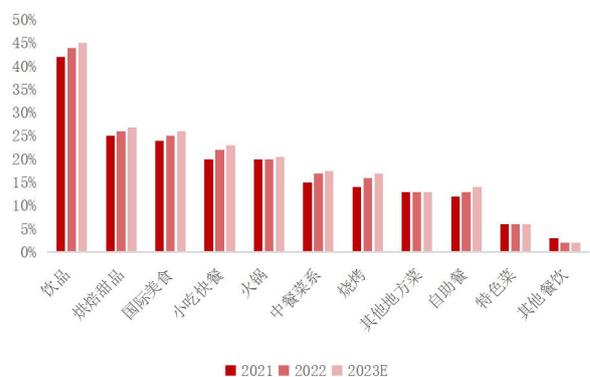


图 51：不同业态餐饮品类连锁率情况



资料来源：中国烹饪协会·蜀海供应链·百川研究院
《2023 中国餐饮供应链白皮书》，山西证券研究所

资料来源：中国烹饪协会·蜀海供应链·百川研究院
《2023 中国餐饮供应链白皮书》，山西证券研究所

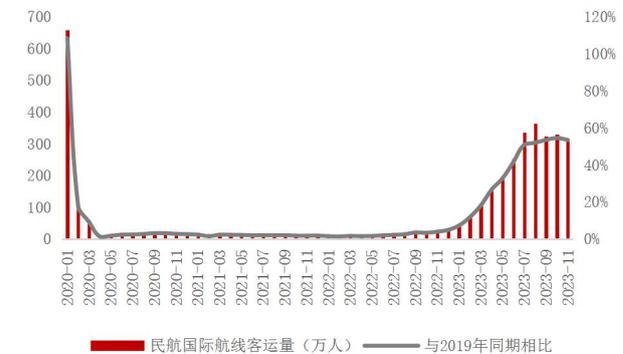
目前整体餐饮门店超 50% 以上门店客单价低于 50 元，近 5 年平均客单价均低于 40 元，大众消费仍是主流。得益于消费业态丰富和消费环境改善，客单价走势整体呈现稳步上升态势，人均消费区间在中高层占比明显提升。从餐饮行业各品类连锁率变化情况来看，饮品店、小吃快餐、八大菜系、烧烤均有明显提升，饮品和小吃快餐在规模化进程上较为领先。本土餐饮品牌在行业复苏和市场竞争加剧情况下积极寻求规模化发展。

2.5 出入境：免签政策、航班供给增加带动出入境游市场持续复苏

签证和航班供给是制约出入境游市场发展的主要因素。2023 年出境游市场整体呈现缓慢增长，市场复苏较为温和。

图 52：民航总客运量 2023.11 恢复至 2019 年 92.45%

图 53：2023.11 国际航线客运恢复至 2019 年 53.51%



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

疫情防控政策调整后最先恢复出入境消费以度假旅游意愿较强的刚需人群和商务出行人群为主，尚未迎来日常性大面积消费者需求复苏。从国内民航客运量来看，国内总客运量基本恢复至疫情前水平，国际航线尚有近四成恢复空间。

免签政策带动，出入境游正在实现双向奔赴。多个国家于近期修改入境免签政策。马来西亚从 2023 年 12 月 1 日开始，对中国公民实施入境 30 天内免签证的便利措施；新加坡 12 月 7 日透露，在新中航班不断增加的基础上，未来有望通过 30 天互免签证安排、加强两国人员往

来；新年伊始，中泰从3月起永久互相免签。“新马泰”免签黄金线路是中国居民出境游传统热门线路，预计2024年内地居民出境热度将持续升温。

表6：2023年以来出入境政策变化概览

时间	发布机构	标题	主要内容	产生影响
2023.5.11	国家移民管理局	《进一步调整优化出入境管理政策措施“问与答”》	内地居民自2023年5月15日起，可以向全国任一公安机关出入境管理窗口提交赴香港、澳门团队旅游签证申请，无须提交其他申请材料。	进一步为游客赴港澳跟团游增加便捷，有利于不在户籍所在地就业的人群赴港澳旅行，尤其是一些港澳签证办理门槛较高的出发城市，极大缓解赴港澳旅游出行者的签证压力；同时为港澳旅游市场复苏注入活力。
2023.8.10	文旅部	《第三批恢复出境团队旅游国家名单》	截至目前，文旅部已恢复138个国家和地区的出境团队旅游和“机票+酒店”业务。	第三批披露名单基本覆盖中国公民出境游的主要目的地。出境游目的地的增加将进一步刺激出境游的需求，在需求的推动下，目的地随之增加优质服务供给，加速产业链修复。
2023.9.27	国务院	《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》	丰富优质旅游供给，释放旅游消费潜力，推动旅游业高质量发展，进一步满足人民群众美好生活需要，发挥旅游业对推动经济社会发展的重要作用。	国内旅游产业有望迎来一轮大规模的发展，这将吸引更多的企业、人才和资金资源涌入该领域，从而推动产业的快速增长。现有的旅游业态和形态可能会经历颠覆性的增长，新业态将不断涌现，以满足不断变化的市场需求，这也将促使现有业者进行转型和升级以适应这一趋势。
2023.11.24	外交部	《中方决定对法德等6国试行单方面免签政策》	为便利中外人员往来服务高质量发展和高水平对外开放，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试行单方面免签政策。	根据国家移民管理局统计，12月1日至3日，相关国家人员入境数量持续上升，6国共有近1.8万人次入境中国，日均入境人次较11月30日增长39%。其中，有近7000人次是通过免签来华，占到6国入境总人次的39%。
2024.1.2	外交部	外交部发言人例行记者会、3月起中泰永久互免签	中泰两国将从3月1日起实施永久互免签证入境政策。中泰进一步加强人文交流、互免签证符合两国人民根本利益。目前，双方主管部门正就具体事宜密切沟通。	去哪儿大数据显示，该政策发布后，平台泰国机票搜索量环比上周同一时间上涨超七成，泰国酒店搜索量环比上涨1倍。

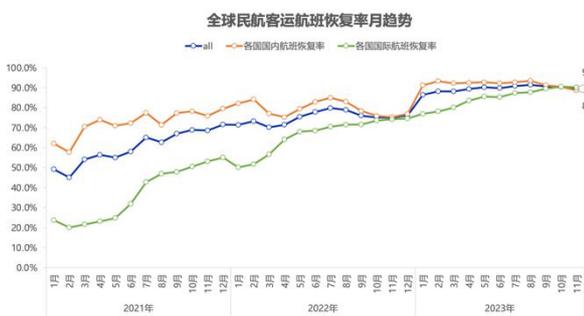
资料来源：国家移民管理局、极目新闻、国务院、第一财经，文旅部、证券日报、外交部、中国政府网、澎湃新闻、新华社，山西证券研究所

2023年9月底，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》，提出要恢复和增加国际航班、加密航班频次、提高航空出行便利性。

与2019年同期相比，中国国际航班较2019年尚有四成恢复空间。2024年全国民航工作

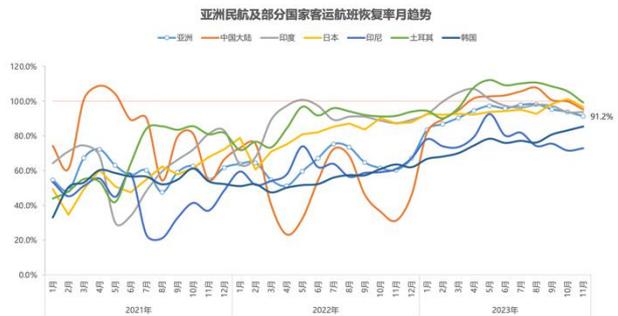
会议提到，2023 年国际客运航班从年初每周不到 500 班恢复至目前 4600 余班，增长 9.6 倍，复航国家数量达到疫情前 89.2%。中欧客运恢复至疫情前六成以上，中美定期直飞客班增至每周 63 班，与一带一路共建国家之间的恢复水平高于国际航线整体水平 6.2pct。2024 年我国国内客运将继续稳定增长，预计全年国内航线旅客运输量将达 6.3 亿人次，超过 2019 年同期 7.7pct；国际客运市场有望加速恢复，全国民航工作会议中预计 2024 年底每周达 6000 班左右、恢复至疫情前约 80%。

图 54：2023.11 全球民航恢复至 2019 年同期 89.1%



资料来源：航班管家《2023 年 11 月全球民航复苏趋势报告》，山西证券研究所

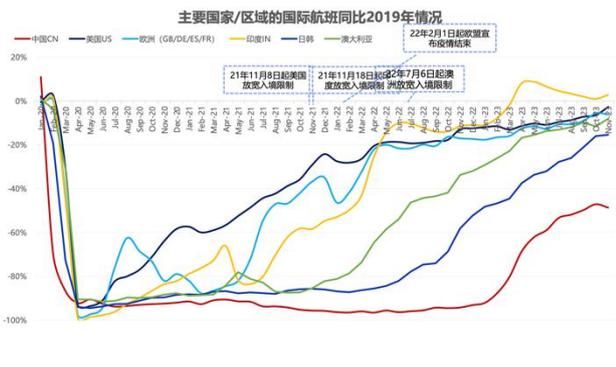
图 55：2023.11 中国民航恢复情况好于亚洲整体



资料来源：航班管家《2023 年 11 月全球民航复苏趋势报告》，山西证券研究所

截至 2023 年 11 月，国航、南航、东航航班分别恢复至 2019 年同期 108.9%/101.7%/93%，在全球 Top 航司中处于中上游水平。

图 56：中国国际航班较 2019 年尚有四成恢复空间



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

图 57：三大航恢复率位于全球 Top 航司中上游



资料来源：航班管家《2023年11月全球民航复苏趋势报告》，山西证券研究所

资料来源：航班管家《2023年11月全球民航复苏趋势报告》，山西证券研究所

展望2024年，亚洲仍为主要出境游热门地。东南亚以飞行距离近、性价比高、出境旅游市场发展成熟通常为国人出境游首站目的地，在新马泰免签政策和航班加密带动下，东南亚出境旅游市场有望继续快速修复。日韩受签证积压和航班数量尚处于恢复中、以及一些国际事件影响旅游市场并未快速恢复至2019年同期水平。欧洲和大洋洲出境市场在团签开放政策推动下，多国串联路线需求有望稳步恢复。

3. 投资建议及重点公司推荐

3.1 投资建议

展望2024年，我们认为低客单价更注重性价比、高端产品聚焦于服务消费和体验消费升级。在2023年社服行业年度策略中，我们通过比较海外国家疫情管控政策放开之后消费行业复苏顺序、以及国内达峰城市疫后复苏情况来看，认为国内消费行业复苏次序为：餐饮>酒店>国内旅游>出境游。从今年社服板块整体表现来看，社零数据中餐饮收入表现强劲；酒店行业入住率先启动、带动平均房价有所提升；国内大众旅游市场表现火爆，旅游人次和收入恢复至疫前水平；出境游受签证和国际航班供给情况表现居后。

景区出行：2023年国内旅游市场全面回暖，特种兵打卡带动大众旅游市场景气度持续提升；小众旅游市场不受淡旺季限制，延续高客单价快速增长势头。

酒店：酒店行业预计1)轻资产加盟模式盛行，在扩张的同时不给酒店集团带来更多成本负担；2)旅游度假区的高端酒店快速发展，以酒店为主的住宿成为核心度假产品，其他业态和产品围绕住宿展开。

免税：2024年离岛免税购物市场继续扩容，高客单价精品上新带动整体销量恢复。与各机场新约减轻中免减租成本，机场客流量不及中免与机场分别约定人次，租金有继续下降空间。

餐饮：2024年预计更多餐企通过出海开启二次增长曲线；低客单价大众消费仍是主流，本土餐饮品牌在行业复苏和市场竞争加剧情况下积极寻求规模化发展。

出入境：签证和航班供给是制约出入境游市场发展的主要因素。与2019年同期相比，中国国际航班较2019年尚有四成恢复空间；免签政策带动，多个国家于近期修改入境免签政策，

预计 2024 年内地居民出境热度将持续升温。

3.2 重点公司推荐

3.2.1 中国中免

投资建议：2024 年在落实与机场签订补充协议减缓租金压力、中免新会员体系实行提升整体毛利率水平、新业态落地提升免税购物环境以及出入境复苏、国际客流恢复，预计中免将在提振毛利率水平、减轻成本压力和提升销售额方面继续改善经营业绩。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.4\4.91\6.59 元，对应公司 1 月 16 日收盘价 82.4 元，2023-2025 年 PE 分别为 24.24\16.78\12.5\倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；离岛免税政策变化风险；消费者购买力不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

3.2.2 锦江酒店

投资建议：近两年公司致力于完善集团酒店资源整合，通过收购锦江联采、WeHotel、11 月底收购锦江酒馆公司等，逐渐将旗下全系列品牌酒店连通各平台资源，通过全球采购平台（GPP）、WeHotel 酒店营销预定平台等，提升门店运营效率、提高会员预定占比、降低费用率等打造更具有国际竞争力的连锁酒店集团。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.16\1.66\2.02 元，对应公司 1 月 16 日收盘价 30.29 元，2023-2025 年 PE 分别为 26.11\18.25\15 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；居民消费恢复不及预期风险；市场竞争加剧风险。

3.2.3 首旅酒店

投资建议：公司持续布局下沉市场，推进中高端、奢华酒店产品结构升级布局、强化会员体系建设及满足消费者多花样需求，持续看好公司业绩修复能力。结合公司战略和市场恢复情况，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.78\0.88\1.03 元，对应公司 1 月 16 日收盘价 15.88 元，2023-2025 年 PE 分别为 20.36\18.05\15.42 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；新开店不及预期风险；居民消费恢复不及预期风险。

3.2.4 中青旅

投资建议：出行市场转暖带动公司古镇景区业务持续复苏，叠加乌镇在疫情期间扩大客房容量、较 2019 年底增长超 15%，景区业务有望加速恢复贡献业绩。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.57\0.92\1.22 元，对应公司 1 月 16 日收盘价 11.03 元，2023-2025 年 PE 分别为 19.35\11.99\9.04 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；客流恢复不及预期风险；门票价格下降风险。

3.2.5 宋城演艺

投资建议：2023 年国内旅游市场经营情况持续恢复，公司成熟项目重新开放之后继续贡献主要业绩，西安/上海新项目升级改版迎来客流口碑双丰，公司盈利能力持续恢复。公司旗下旅游演艺项目老少咸宜、目标市场客群丰富，2024 年春节将迎来 8 天小长假，官方鼓励落实带薪休假等制度、假日经济有望推动景区演艺需求释放。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.32\0.42\0.51 元，对应公司 1 月 16 日收盘价 10.3 元，2023-2025 年 PE 分别为 32.19\24.52\20.2 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：居民消费不及预期风险；新项目进展不及预期风险。

3.2.6 天目湖

投资建议：与疫情前相比公司酒店业务占比持续提升，高毛利率酒店产品有望带动公司整体盈利能力提升。随着国内出行市场全面恢复，继续看好公司辐射全国客群、漂流等新项目投产落地增厚营收；溧阳城发入股公司成为国资企业，后续有望获得政府方面倾斜支持；动物王国规划设计方案有序推进，项目对标迪士尼奥兰多动物王国，预期将包括较多互动性较强的二次消费项目，如动物互动、实景演出、游乐设施等以扩大亲子游、周边游等消费市场。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.06\1.37\1.6 元，对应公司 1 月 16 日收盘价 21.76 元，2023-2025 年 PE 分别为 20.53\15.88\13.6 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：居民消费不及预期风险；新项目进展不及预期风险。

3.2.7 广州酒家

投资建议：继续看好公司食品+餐饮双轮驱动业务发展，速冻产线扩张带动食品制造业务

突破产能瓶颈，连锁门店增加、经销商跨区域发展带动公司走出华南、布局全国。目前公司广州/梅州/茂名/湘潭四大生产基地，2022年梅州基地一期产能加速释放，有望进一步强化供应链产能布局。我们预计公司2023-2025年EPS分别为1.02\1.31\1.49元，对应公司1月16日收盘价19.91元，2023-2025年PE分别为19.52\15.2\13.36倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：居民消费需求恢复不及预期风险；原材料价格上涨风险；线下消费恢复不及预期风险；行业竞争加剧风险。

3.2.8 同庆楼

投资建议：目前公司坚持餐饮、酒店、食品业务三轮驱动。餐饮业务依托老字号品牌同庆楼及宴会中心，在餐饮消费场景复苏环境下加速安徽之外异地扩张；酒店以直营业务和输出富茂宾馆委托管理为主，目前储备项目充足；食品业务规模快速提升，加盟等轻资产连锁经营模式快速复苏有望增厚公司业绩。我们预计公司2023-2025年EPS分别为1\1.4\1.73元，对应公司1月16日收盘价31.5元，2023-2025年PE分别为31.5\22.5\18.21倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：食品原材料价格上涨风险；市场经营风险；消费者需求恢复不及预期风险。

3.2.9 众信旅游

投资建议：目前国际航线运力持续提升，出境跟团游业务重启的初始阶段，包括签证、航班、旅行社公司采购等需要时间逐步复苏；消费者出行方式逐渐发生变化，小团化、定制化、自由行化替代传统大团的特点越发明显，市场提升对出境产品质量和出游体验的要求。公司作为国内出境游批发、零售龙头供应商，继续坚持布局高品质旅游产品，有望率先承接出境需求。我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.04\0.26\0.48元，对应公司1月16日收盘价7.46元，2023-2025年PE分别为186.5\28.69\15.54倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：居民消费恢复不及预期；出入境政策变化风险；市场竞争风险。

表 7：重点推荐公司盈利预测

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
601888.SH	中国中免	82.40	2.43	3.4	4.91	6.59	33.91	24.24	16.78	12.50	买入-B
600754.SH	锦江酒店	30.29	0.11	1.16	1.66	2.02	275.36	26.11	18.25	15.00	增持-A
600258.SH	首旅酒店	15.88	-0.52	0.78	0.88	1.03	-30.54	20.36	18.05	15.42	增持-A

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
600138.SH	中青旅	11.03	-0.46	0.57	0.92	1.22	-23.98	19.35	11.99	9.04	增持-B
300144.SZ	宋城演艺	10.30	0.00	0.32	0.42	0.51	2913.1	32.19	24.52	20.20	增持-A
603136.SH	天目湖	21.76	0.11	1.06	1.37	1.60	197.82	20.53	15.88	13.60	增持-A
603043.SH	广州酒家	19.91	0.91	1.02	1.31	1.49	21.88	19.52	15.20	13.36	增持-A
605108.SH	同庆楼	31.50	0.36	1.00	1.40	1.73	87.50	31.50	22.50	18.21	增持-A
002707.SZ	众信旅游	7.46	-0.23	0.04	0.26	0.48	-32.43	186.50	28.69	15.54	增持-B

资料来源：wind，山西证券研究所（统计时间截至 2024.1.16）

4. 风险提示

居民消费意愿不及预期风险：居民根据自身储蓄及对未来收入预期情况进行消费活动，影响可选消费修复进程；

免税政策变化风险：免税品属于国家授权特定机构专营业务，获得免税品经营资质需获得有关部门批准。如果国家调整免税业管理政策，放宽免税业市场准入政策，新竞争者进入免税行业市场，加剧免税行业市场竞争；

酒店行业供需变化风险：中小体量、非连锁酒店在疫情期间陆续出清，行业整体供给情况出现空缺；商旅出行、休闲旅游需求逐渐回暖，市场供需可能出现短期不平衡；

突发事件或不可控灾害风险：台风、洪涝、高温、冰雪、地震等极端天气或突发社会灾难性事件影响消费者出行计划和信心。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

