

# 社服行业2月投资策略暨2023年业绩前瞻

## 春运开局良好，震荡中坚守优质龙头

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

## 摘要：春运开局良好，震荡中坚守优质龙头

- **2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、米奥会展、携程集团-S、中国中免、宋城演艺等。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。
- **2023年社服板块业绩前瞻：四季度出行恢复略有放缓，但部分景区、OTA及教育龙头相对突出。**1) 权重股层面：中国中免2023年最终业绩快报好于市场悲观预期；国企酒店龙头四季度平稳，锦江酒店因海外拖累表现相对欠佳；宋城演艺2023Q4相对平平（淡季+新项目+改造升级影响），且花房计提大额减值拖累；但港股华住集团-S、携程集团-S、同程旅行等我们整体展望较积极。2) 中小市值个股层面：同庆楼、学大教育、九华旅游、米奥会展等2023年四季度表现良好，全年经营表现较突出。
- **1月行情复盘：受内外围环境不确定性及资金面扰动影响，开年大盘表现偏淡，1月社服板块下跌11%，跑输基准（沪深300）5pct。**春节超长假期良好出行预期下，景区公司及在线旅游龙头领涨，冰雪题材股一马当先。权重股中国中免跌5%，录得相对收益。
- **央国企全面强化市值考核，2024年春运开局良好。**1) 央国企市值考核全面强化，有望加速社服行业国企未来激励优化和效能提升。2) **2024年春运跟踪：前10天（1.26-2.4）社会跨区域人员流动量超19亿人次/+11%，较2019年同期增长2%。**其中铁路、民航客流较2019年增长22%、18%，趋势良好（铁路、民航预期2024年春运客流各增18.0%、9.8%）。春节8-9日假期叠加返乡、探亲、旅游等诸多需求仍可期。
- **旅游：1) 出境游持续恢复。**据UNWTO，2023年亚太区域国际游客仅恢复至2019年的65%，在全球居末位。据第三方平台统计，2024年1月国际航班量恢复至2019年同期65%左右，各地区有所分化；其中韩、日、泰航班量居我国出境目的地前三，但泰国恢复度仅为51%，伴随签证互免推进，预计游客量有望复苏。国家移民管理局预测今年春节假期全国口岸日均通关人数与2019年同期相当（与元旦一致）。2) **国内游冰雪延续高景气，中旅院预计2023-2024年冰雪季参与人数有望首次突破4亿人次，长白山景区1月客流较2019年同期增长191%。**3) **宋城演艺2024年各项目全年正常运营、基数压力不大，西安项目春节期间日均基础场次安排超7场，佛山项目大年初一正式开业。**
- **免税：海南省明确2024年免税店销售额10%增速目标。**春运首周海南免税日均1.37亿元，同比2023年春运首周-6%（量+46%、价-36%）。
- **酒店：据STR，元旦境内酒店RevPAR恢复至102%，其中ADR仍下降5%，呈现2023年以来少见的价格差距，1月整体估算恢复度与元旦接近。**
- **其他：1) 星巴克中国FY24Q1同店正增长，但客单价承压：星巴克中国FY2024Q1（2023Q4）实现收入7.35亿元，同比增长18.2%，表现低于彭博一致预期；同店+10%（量+21%，价-9%），同比增长15%至6975家门店。公司将FY24Q2-Q4中国业务同店增长由4-6%下调至低个位数。**2) **澳门博彩继续提速恢复：1月中国澳门博彩实现毛收入193亿澳元，恢复至2019年同期的87%，环比+6pct，复苏进一步提速。**
- **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

2月投资建议：春运开局良好，坚守优质龙头，兼顾市值考核强化

02

2023年社服板块业绩前瞻：四季度出行恢复略有放缓，部分细分龙头表现突出

03

1月板块复盘：社服板块整体跑输大盘，景区、在线旅游公司领涨

04

行业要闻：国企市值考核强化，利好社服国企未来成长

05

春运跟踪：铁路民航前10日客流增长好于预测，出境游恢复提速

06

子行业：免税酒店核心赛道经营平稳，旅游出行高景气

# 2023年社服板块业绩前瞻：四季度出行恢复略有放缓，但部分细分龙头相对突出



- **行业跟踪：四季度出行恢复略有放缓**（2023Q1-Q4，国内旅游人次恢复恢复至68%/90%/85%/81%，Q4出行淡季略放缓），但部分教培等细分领域相对刚需表现仍良好，同时部分龙头受益于自身经营优化预计经营也相对突出。
- 结合我们的持续跟踪和部分公司最新预告，我们预计社服重点公司2023年业绩表现如下表所示。权重股层面：**中国中免**2023年最终业绩快报好于市场悲观预期；**国企酒店**龙头四季度平稳，**锦江酒店**因海外拖累表现相对欠佳；**宋城演艺**2023Q4相对平平（淡季+新项目+改造升级影响），且**花房计**大额减值拖累；但**港股华住集团-S**、**携程集团-S**、**同程旅行**（效率提升、集中度提升等）等我们整体展望较积极。中小市值个股方面，**同庆楼**、**学大教育**、**九华旅游**、**米奥会展**等2023年四季度表现相对突出。

表：社服板块重点公司2023年业绩预告总览

子行业	公司名称	总市值 (亿)	归母净利润 (亿元)			PE 2023E	2023年业绩预告	
			2019A	2023E	较2019年恢复		归母净利润 (亿)	扣非归母净利润 (亿元)
免税	中国中免	1606	46.3	67.2	145%	24	67.2	66.6
	王府井	153	9.6	7.3	76%	21	6.5-7.8	5.7-6.8
酒店	锦江酒店	242	10.9	10.2	93%	24	9.5-10.5	7.4-8.4
	首旅酒店	153	8.8	7.9	90%	19	7.7-8.3	7.0-7.6
	君亭酒店	36	0.7	0.4	53%	93	-	-
	宋城演艺	231	13.4	-1.4	-10%	-	亏损0.97-1.82	亏损0.85-1.70亿元, 预计花房计提8.6-9.0亿减值
景区与演艺	三特索道	24	0.1	1.1	937%	23	1-1.5	1.2-1.7
	九华旅游	35	1.2	1.6	140%	22	1.75	1.66
	黄山旅游	66	3.4	4.3	126%	15	3.6-4.6	3.4-4.3
	长白山	71	0.8	1.4	184%	51	1.4-1.5	1.3-1.4
	丽江股份	49	2.0	2.4	117%	21	2.2-2.4	2.3-2.5
	天目湖	32	1.2	1.5	120%	21	1.4-1.6	1.3-1.5
	峨眉山A	47	2.3	2.2	99%	21	2.0-2.5	2.1-2.6
	中青旅	73	5.7	1.8	32%	39	1.8	1.4
	广州酒家	95	3.8	5.5	144%	17	5.54	-
	同庆楼	69	2.0	3.0	150%	23	2.7-3.2	2.3-2.7
其他	米奥会展	48	0.7	1.9	280%	26	1.6-2.2	1.6-2.2
	科锐国际	22	0.6	2.0	318%	11	-	-
	北京人力	93	0.1	5.1	5141%	18	4.6-5.5	2.3-2.7
酒店	华住集团-S	737	17.7	43.5	246%	17	-	-
OTA	携程集团-S	1810	65.3	118.8	182%	15	-	-
	同程旅行	325	15.4	21.9	142%	15	-	-
餐饮	百胜中国	1017	7.1	58.2	816%	17	-	-
	海底捞	636	23.4	46.6	199%	14	-	-
	九毛九	59	1.6	4.9	300%	12	-	-
	海伦司	35	0.8	3.1	394%	11	-	-
	奈雪的茶	40	-0.4	0.7	-187%	55	-	-

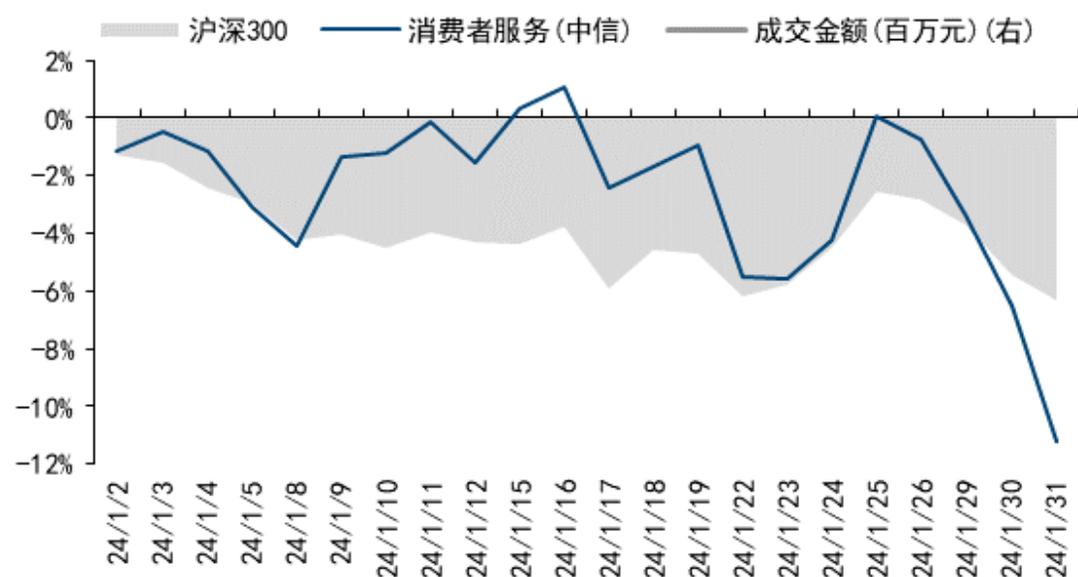
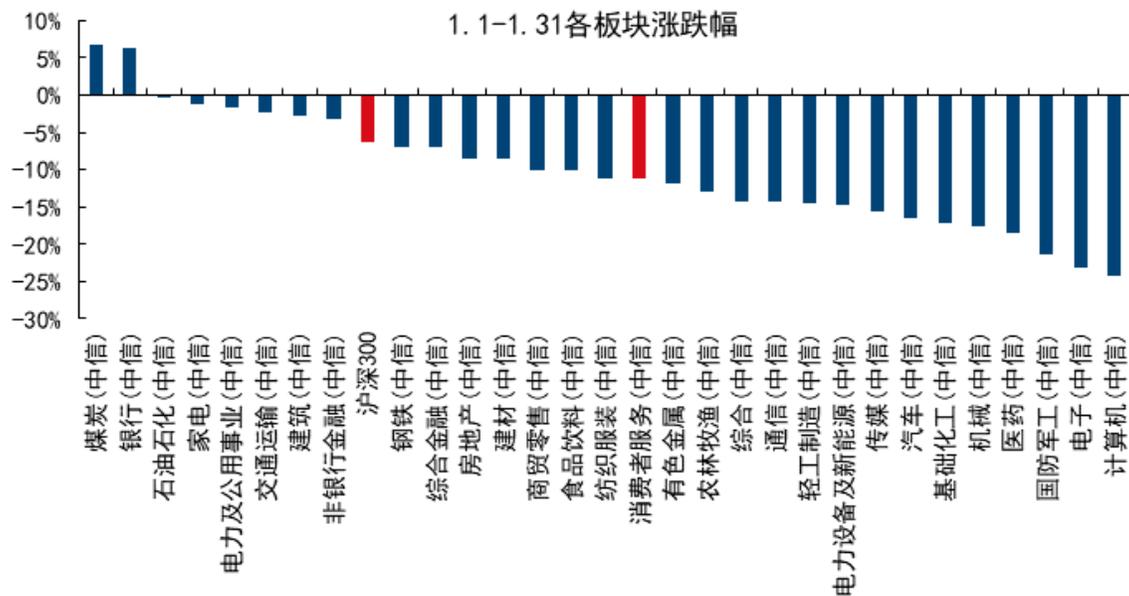
资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理 注：浅蓝色是A股，黄棕色是港股

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 板块复盘：1月整体仍跑输大盘，中旬景区推动板块领涨但月末有所调整

- 2024年1月社服板块整体下跌11%，跑输大盘5pct。受内外围环境不确定性及资金面波动等因素影响，2024年开年以来大盘整体表现相对偏淡，其中1月社服板块下跌11%，跑输基准（沪深300）5pct。
- 1月中旬超额收益显著，但月末权重股带动调整。1月上中旬，因东北等区域旅游火热及春节前的良好预期催化，景区板块阶段领涨。同时，权重股中国中免业绩预告好于市场悲观预期，央企市值考核强化，带动社服板块整体反弹，阶段录得超额收益。月末，部分权重股业绩弱于预期拖累板块表现。

图：2024. 1. 1-1. 31各板块涨跌幅及消费者服务指数走势



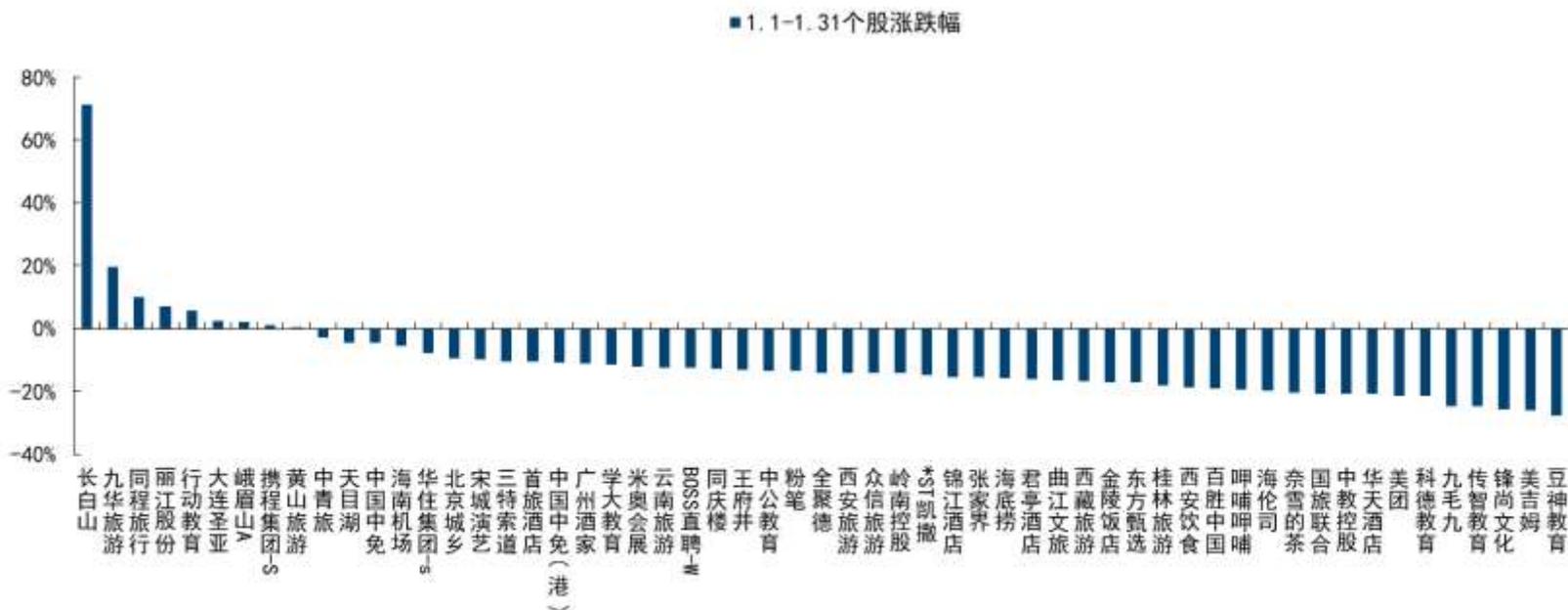
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 板块复盘：景区、OTA等龙头阶段领涨，出行预期改善、假期来临和题材等催化



- 个股总结：春节超长假期良好出行预期下，1月景区、OTA等公司领涨，冰雪题材股一马当先，业绩预告平淡公司领跌。
- 领涨个股TOP10：长白山、九华旅游、同程旅行、丽江股份、行动教育、行动教育、大连圣亚、峨眉山A、携程集团-S、黄山旅游。
- 领跌个股TOP10：\*ST豆神、美吉姆、锋尚文化、传智教育、九毛九、科德教育、美团、华天酒店、中教控股、国旅联合。
- 权重股：中国中免跌5%，录得相对收益，主要系2023年业绩快报相对利好、前期悲观情绪有所企稳及央企市值考核等强化，后续年一季度高基数下的经营趋势值得关注。华住、首旅、锦江分别跌8%、10%、15%，核心在于担忧2023年酒店价格相对不低后，2024年品牌持续提价表现，同时也与部分公司业绩预告相对逊于预期相关。宋城演艺跌10%，2023Q4经营平稳及花房减值与复牌节奏等扰动。

图：2024. 1. 1-1. 31个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 央企市值考核强化，有望加速行业国企激励优化与管理强化



■ 央国企市值考核强化，有望加速行业国企激励优化与效能提升。1月29日，国务院国有资产监督管理委员会召开2024年中央企业、地方国资委考核分配工作会议。会议提出，2024年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。央国企市值考核全面强化也有望加速社服行业国企未来激励优化和成长提升。

表：国企市值管理全面强化，社服板块央国企公司一览

属性	代码	名称	总市值	2023年涨跌幅	2024PE	实控人
央企	601888.SH	中国中免	1,611	-61%	20	国资委-央企
	600138.SH	中青旅	67	-30%	12	中央汇金旗下-光大控股
	002059.SZ	云南旅游	43	-30%	-	国资委-央企(华侨城)
	600636.SH	国新文化	42	12%	25	国资委-国新控股
地方国企	600515.SH	海南机场	407	-26%	27	海南省国资
	600754.SH	锦江酒店	251	-49%	18	上海国资
	600258.SH	首旅酒店	153	-37%	17	北京国资
	600859.SH	王府井	146	-43%	16	北京国资
	600185.SH	格力地产	96	-31%	-	珠海市国资
	603043.SH	广州酒家	92	-23%	12	广州国资
	600861.SH	北京人力	91	-15%	10	北京国资
	600662.SH	外服控股	87	-18%	12	上海国资
	600054.SH	黄山旅游	72	-15%	15	安徽黄山市国资
	603099.SH	长白山	65	38%	35	长白山管委会
	002163.SZ	海南发展	57	-20%	8	海南省国资
	000796.SZ	*ST凯撒	46	-36%	-	青岛市市北区国资
	000721.SZ	西安饮食	44	-37%	-	西安曲江管委会
	000524.SZ	岭南控股	43	-26%	20	广州国资
	603069.SH	海汽集团	43	-30%	-	海南省国资
	000888.SZ	峨眉山A	43	-6%	13	四川乐山市国资
	600826.SH	兰生股份	36	-3%	12	上海国资
	603199.SH	九华旅游	34	-9%	17	安徽池州市国资
	300859.SZ	*ST西域	31	-17%	-	新疆昌吉州阜康市财政局
	603136.SH	天目湖	28	-32%	16	江苏溧阳国资
	000428.SZ	华天酒店	28	-38%	-	湖南国资
	600706.SH	曲江文旅	28	11%	32	西安曲江新区管委会
	002186.SZ	全聚德	27	-49%	26	北京国资
	000978.SZ	桂林旅游	26	-18%	-	桂林市国资
	000610.SZ	西安旅游	25	-33%	-	西安曲江管委会
	601007.SH	金陵饭店	23	-34%	21	江苏省国资
	002159.SZ	三特索道	22	-13%	13	武汉东湖区管委会
	000430.SZ	张家界	19	-27%	-	张家界市国资
	002659.SZ	凯文教育	19	-5%	-	北京海淀区国资
	600358.SH	国旅联合	18	-24%	-	江西省国资

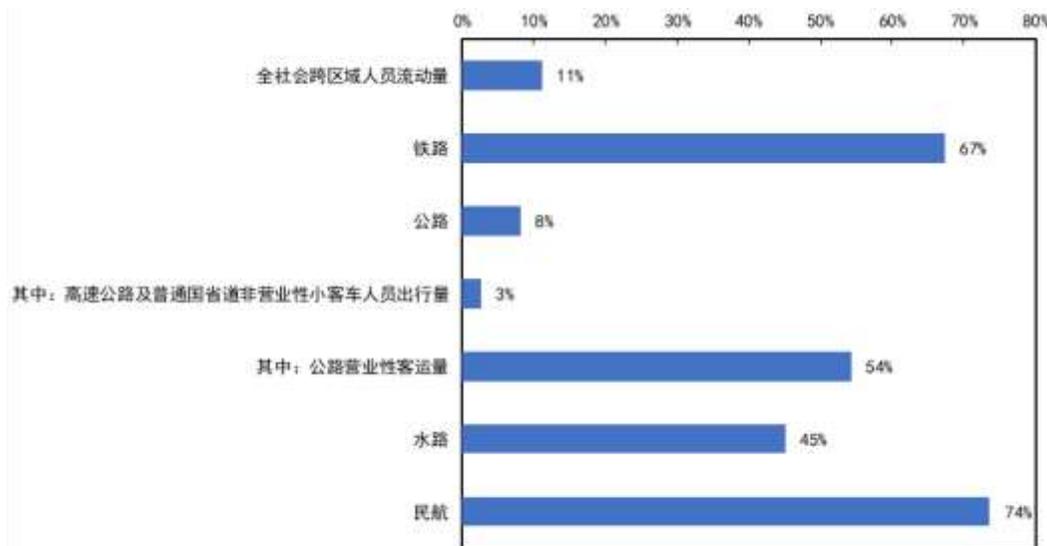
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：总市值单位为亿元，2024PE来自wind一致预期（中免、锦江、首旅、王府井等除外）

# 2024年春运跟踪：前10天铁路、民航客流较2019年增长22%、18%，表现良好



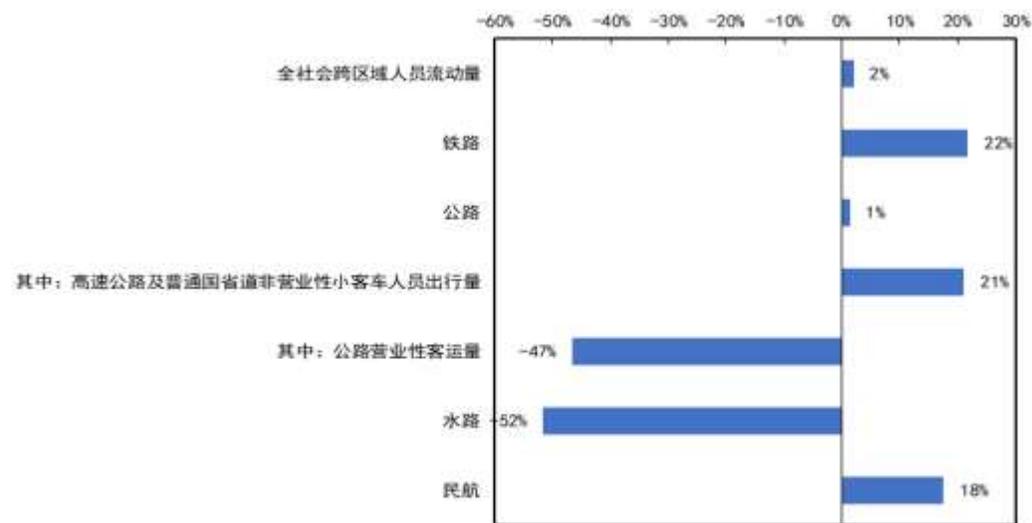
- 2024年春运前10天（1.26-2.4）全社会跨区域人员流动量超19亿人次，同比增长11%，较2019年同期增长2%。
- 其中：铁路、自驾、民航、公路营业性客流、水路分别较2019年同期+22%、+21%、+18%、-47%、-52%，OTA交通业务主要相关的铁路与民航合计较2019年增长21%，整体趋势良好，较2024年春运整体增速预测（结合民航、铁路此前预计，初步预计2024年春运40天铁路、民航旅客运输量较2019年增长18%、9.8%）。
- 2023五一到十一出行景气良好，十一后整体相对走弱。目前来看，2024年春节8-9日假期，相对此前7天假期更加多元，叠加返乡、探亲、旅游等诸多需求，我们预计出行人次有望再次创阶段高峰，带动出行景气回升。

图：春运前10天全社会跨区域人员流动较2023年同期变动



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

图：春运前10天全社会跨区域人员流动较2019年同期变动



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

# 免税：海南省明确2024年免税店销售额10%增速目标，春运首周客流改善客单承压

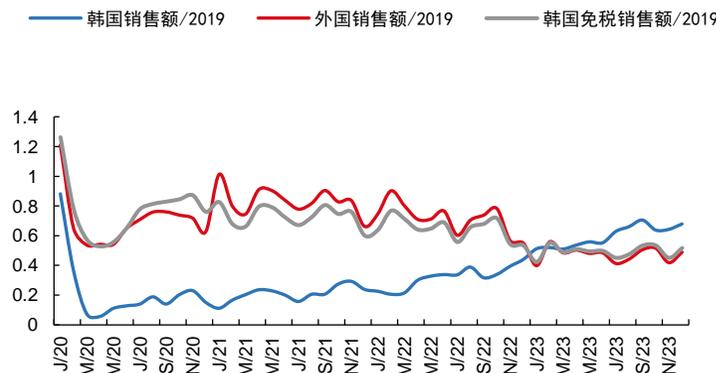


- **海南免税2024年目标增长10%**：据省政府工作报告，2024年力争离岛免税店销售额同比增长10%，估算全口径销售额达到639亿元。
- **海南免税春运首周日均1.37亿元，同比2023年春运首周个位数下滑，客流积极向好**。根据海口海关，春运首周（1月26日-2月1日），海口海关共监管离岛免税购物金额9.6亿元，消费人数15.5万人次，消费件数106.3万件，对应日均1.37亿，客单价6194元。其中三亚春运首周免税销售额6.32亿元，10.87万人次，62.91万件。与2023年春运首周（1.7-1.13）海关数据相比，今年春运首周海南免税销售额下滑6%，客单价下滑36%，消费人次+46%。需要说明的是，2023年春运首周尚在阳康客流修复+部分人群报复性消费中，故客单价和客流对比部分参考。**客流方面积极向好**：春运首周免税购物消费人数与2023年春节数据相当，说明客流趋势积极向好，核心主要系海南总客流增长+海棠湾/新海港供给优化等。**客单价仍有明显压力，但环比Q4持续改善+6%**。
- **出入境**：2023年12月上海机场、首都机场国际客流分别恢复至2019年同期的66%、44%；23年全年累计恢复至43%、27%，渐进复苏。
- **韩国免税**：2023年免税销售额同比-24%，恢复至疫前49%。2023年12月韩国免税销售额同比下降3.21%，恢复至2019年的52%（韩国人68%、外国人49%）。2023年全年累计免税销售额768亿元，同比下降24%，恢复至2019年的49%（韩国人59%、外国人47%）。

图：海南离岛免税销售额情况

海南省免税数据跟踪	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年	2023年春节	2024年元旦	2023年春运第一周	2024年春运第一周
销售额	168.7	94.2	86.5	88.2	437.6	15.6	4.8	10.2	9.6
日均销售额 (亿元)	1.87	1.04	0.94	1.0	1.20	2.23	1.58	1.46	1.37
购物人次(万人次)	223.6	149.7	151.7	150.6	675.6	15.7	6.6	10.6	15.5
客单价 (元)	7545	6291	5704	5857	6477	9936	7230	9623	6194
数据口径：海口海关免税数据（相对不含会员购等）									

图：韩国免税销售情况



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

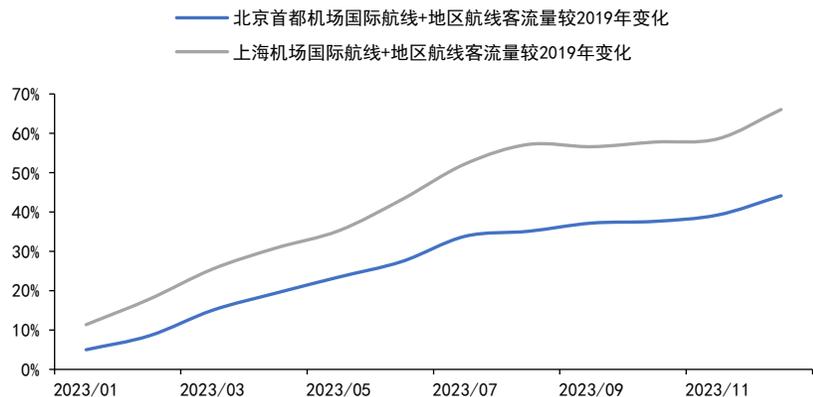
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 免税：中国中免2023年业绩好于悲观预期，短期跟踪2024年春节门店经营趋势



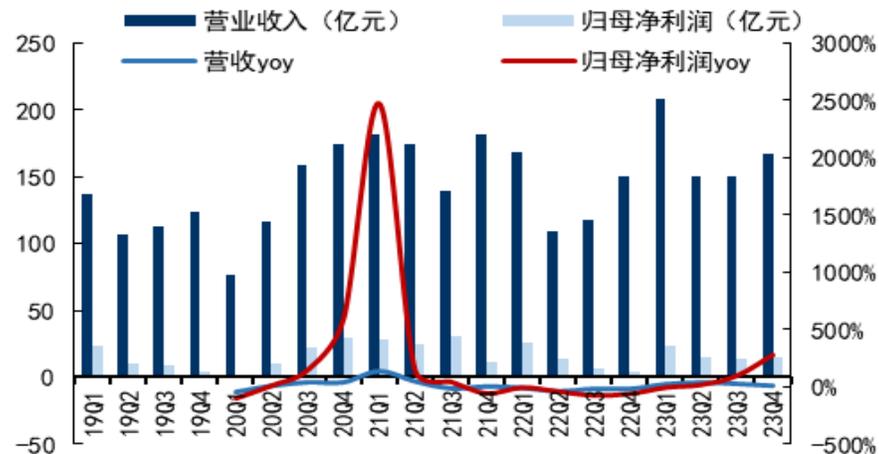
- **中国中免披露业绩快报：2023年归母净利润实现67亿元，同比增长34%。**2023年，公司实现营业收入675.76亿元/+24.15%，实现归母净利润人民币67.17亿元/+33.52%，扣非业绩66.55亿元/+35.78%，EPS为3.25元。由于2023年消费渐进复苏和机场租金等压力，中国中免经营表现在低基数下相对稳定增长。但考虑下半年经营的各种压力和市场预期变化，中免实际业绩相对略好于我们最新业绩预测。2023Q4，公司实现营业收入167.39亿元/+11.09%；实现归母净利润15.10亿元/+275.62%，在消费渐进复苏下整体仍相对良好。
- **公司出入境与离岛免税业务均在逐步优化：**1) **出入境租金优化落地。**伴随2023年底公司与首都、上海机场租金协议重签，中免机场免税刚性租金压力有望缓解，也给予未来机场免税业务更多灵活发展空间。2) **海南仍积极提升精品品类：**海棠湾-2023年10月底河心岛LV开业、12月底C栋香化中心开业；新海港-2024年1月底Prada精品店开业、GUCCI计划于24年开业、新海港GTC投入使用利好客流渗透等。同时，央企考核利润与市值背景下，公司也在积极提升管理能力强化利润增长。
- **短期建议跟踪春节海南门店经营趋势，2023年1月系历史高基数，但从3月中旬开始逐步基数压力有望明显缓解，后续仍需关注可选消费恢复节奏、香化周期、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：2019Q4-2023Q4公司季度收入和归母净利润增长情况

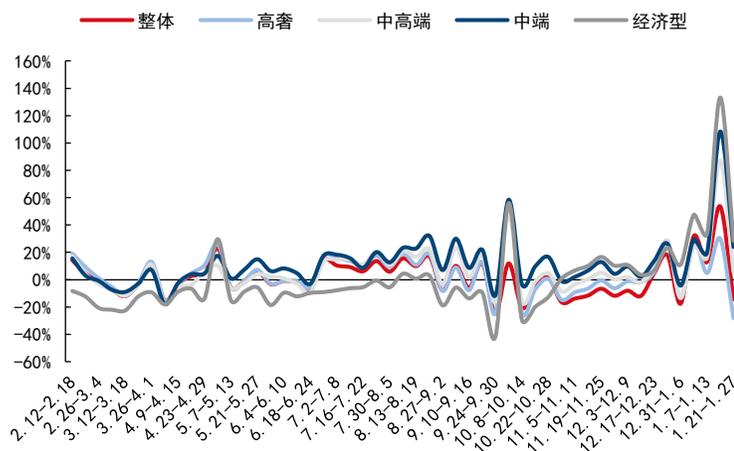


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 酒店：2023年境内行业RevPAR完全复苏，元旦假期客单有所回落

- 2023年酒店经营实现完全恢复，中端与经济型恢复领先，一线城市恢复相对落后。据STR，2023年中国境内酒店RevPAR恢复至2019年的100%（ADR+4%，OCC-3%）。分档次：中端和经济型酒店RevPAR恢复至109%，领先行业；奢华和中高端酒店均恢复至106%；高端仅恢复至94%。分区域：三亚市场一枝独秀，RevPAR较2019年增50%+；而四个一线城市全年RevPAR恢复仍低于2019年同期。
- 元旦经营稳中向好，但ADR有所承压。据STR，与2019年同期相比，元旦假期境内酒店RevPAR恢复至102%，其中ADR仍下降5%，呈现2023年以来少见的价格差距。1月前四周境内酒店RevPAR同比+14%，恢复至2019年同期的102%（ADR+0，OCC+2%）。从各档次看，国内酒店连锁龙头主要侧重的经济型、中端和中高端酒店RevPAR恢复度仍好于整体表现，预计酒店龙头经营延续好于大盘态势。
- 2024年行业RevPAR需跟踪商旅、休闲出行需求及供给结构变化，元旦以来休闲需求景气度良好。连锁酒店龙头规模会员等先发护城河优势突出，过去三年行业供给结构调整带来的核心城市集中度提升为龙头强化收益管理提供有力支撑，有望领先行业表现。

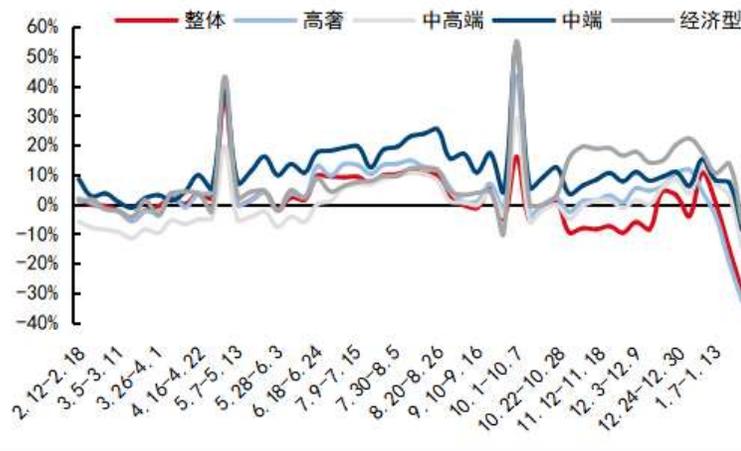
图：今年以来酒店行业恢复：价格恢复较快且多数超疫情前，量次之



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理（注：24年后是同比23变化）

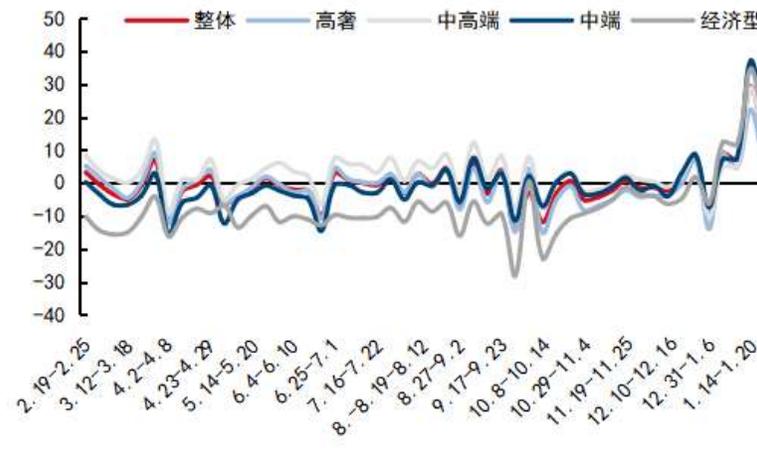
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：23年以来，各不同定位酒店房价较2019年变化情况



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理（注：24年后是同比23变化）

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：STR，国信证券经济研究所整理（注：24年后是同比23变化）

# 酒店：龙头公布2023年业绩预告，锦江受海外拖累业绩受制，首旅符合预期

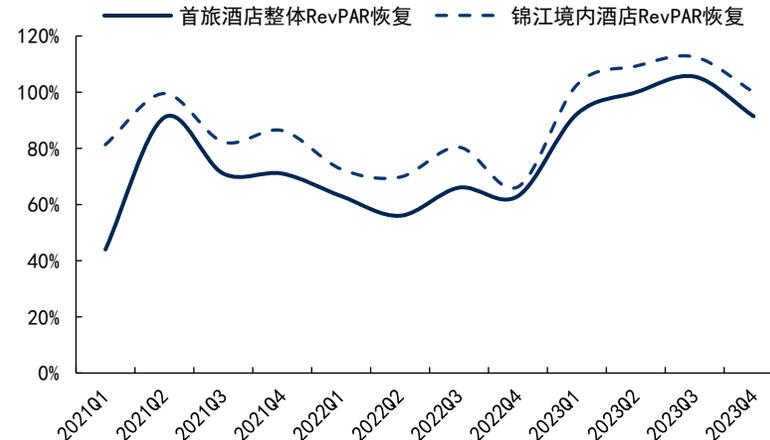
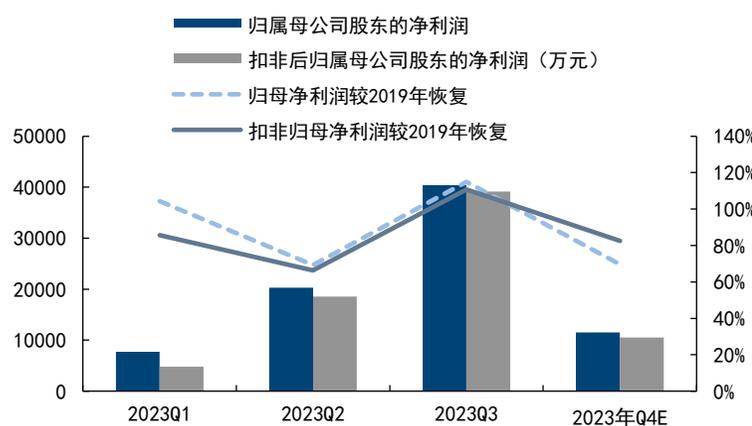
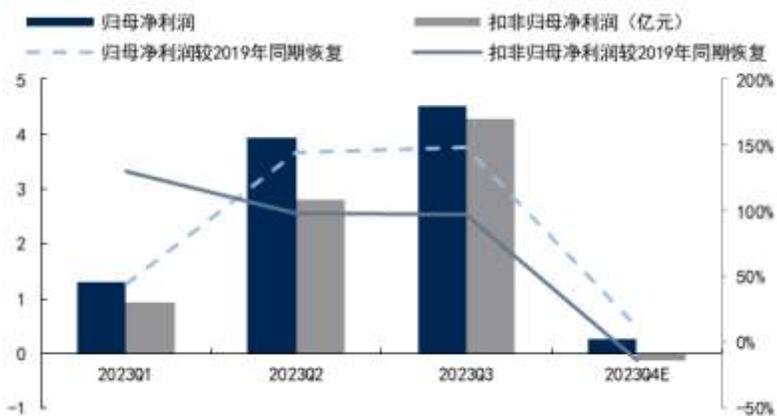


- **首旅2023年归母业绩符合预期，锦江受海外拖累显著影响相对逊于预期。**首旅预计2023年实现归母净利润7.7-8.3亿，较2019年恢复87-94%，整体来看符合预期；2023Q4，公司实现归母业绩0.85-1.46亿元，较2019Q4同期恢复51-88%，主要系各类培育期项目拖累及新租赁准则下租金扰动等影响。2023年，锦江预计实现归母净利润9.5-10.5亿元，恢复至2019年的87-96%；2023Q4，公司预计实现归母净利润-0.3亿元-0.7亿元，2019年同期为2.2亿，预计主要系Q4恢复环比放缓及海外加息、通胀扰动拖累。
- **境内RevPAR恢复节奏：华住>锦江≈首旅，Q4传统淡季RevPAR恢复环比放缓。**2023年Q1/Q2/Q3/Q4，华住境内酒店分别恢复至2019年同期的118%/121%/129%/120%；锦江境内酒店分别恢复至2019年同期103%/109%/113%/100%；首旅境内不含轻管理酒店分别恢复至2019年同期的99.5%/109.1%/116.6%/100.3%。总体来看，国内连锁酒店Q2/Q3恢复加速，Q4恢复环比放缓。受产品提价（强大的收益管理能力）与结构升级综合推动，华住四季度RevPAR淡季不淡，全年整体RevPAR表现强劲，领先行业。首旅境内不含轻管理酒店与锦江境内酒店恢复程度相近，皆超2019年同期，整体领先行业。
- **净增店：华住开店速度行业领先。**华住2023年全年境内新开1641家、关闭789家，净增852家，超额完成全年开店目标；首旅2023年全年共新开门店1203家，关闭门店947家，净增加256家，较年初开店目标稍低。

图：锦江酒店归母、扣非净利润较2019年同期恢复度

图：首旅酒店归母、扣非净利润较2019年同期恢复度

图：首旅酒店、锦江酒店整体RevPAR恢复



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 景区：冰雪游延续高景气，九华旅游Q4业绩中值好于2019年同期



- 中旅院预计2023-2024年冰雪季参与人数有望突破4亿人次，长白山景区客流实现开门红。根据中旅院测算，2022-2023冰雪季我国冰雪休闲旅游人数为3.12亿人次，我国冰雪休闲旅游收入为3490亿元，连续两个冰雪季实现了超过3亿人次的市场规模。同时，2023年11月1日-12月中旬我国冰雪旅游自由行与2019年同期相比，增长了46.37%，团队游与2019年同期相比降低0.14%，中旅院预计2023-2024年冰雪季参与人数有望突破4亿人次，收入规模有望达5500亿元。此外，根据长白山管委会统计，2024年1月长白山主景区共接待游客23万人次，同比增长146%，较2019年同期增长191%，创历史新高。
- 景区公司发布业绩预告，自然景区仅九华旅游Q4业绩中值好于2019年同期。景区公司相继发布业绩预告，天目湖Q4归母净利润较疫前增长领先但与历史高点相当，整体符合预期。自然景区中，九华旅游表现领先，Q4收入、归母净利润分别预计较2019年同期增长34%、137%，受益于佛教名山自然禀赋及重游率支撑，公司业绩较疫前增长显著；其他自然景区因计提减值，及人工、维修费用等增加，Q4业绩尚未恢复至2019年同期，部分受人事换届等影响。

图：国内冰雪旅游规模持续扩大



资料来源：中旅院，国信证券经济研究所整理整理  
注：2016指2016-2017冰雪季

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2023年1月至今客流跟踪



资料来源：长白山管委会，国信证券经济研究所整理

图：景区公司2023年各季度归母净利润较2019年同期增长情况

公司名称	23Q1vs19Q1	23Q2vs19Q2	23Q3vs19Q3	23Q4vs19Q4
天目湖	28%	12%	-6%	213%
九华旅游	60%	18%	52%	137%
丽江股份	56%	5%	5%	-16%
三特索道	174%	1137%	50%	-34%
黄山旅游	174%	-6%	24%	-49%
长白山	84%	905%	32%	-55%
峨眉山A	262%	31%	6%	-191%
中青旅	-107%	-65%	-39%	-197%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理  
注：23Q4取自业绩预告中值

# 演艺：宋城演艺Q4经营平稳，花房计提大额减值，跟踪后续复牌和保留事项进展



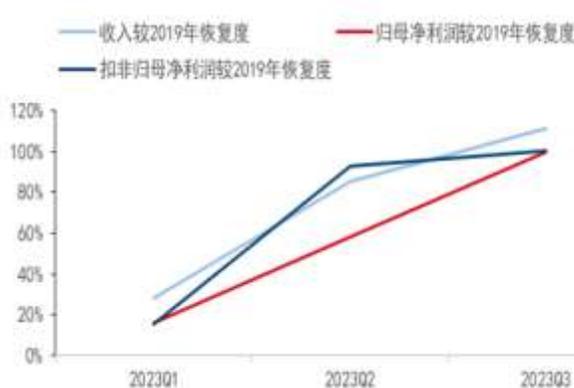
- Q4主业经营恢复相对平稳。**2023年公司预计实现收入18.5-20.5亿元，较2019年可比恢复约83%-92%；受长期股权投资项目花房减值8.6-9.0亿拖累，全年归母净利润预计亏损0.97-1.82亿元。演艺主业归母净利润7.5-9.0亿元，较2019年恢复72-86%，逐步复苏。2023年Q4，演艺主业收入2.32-4.32亿元，中值恢复至2019年同期82%；估算实现归母净利润-0.7-0.8亿元（2019Q4为0.70亿元），较前三季度略有放缓，预计与淡季、存量项目改造、新项目爬坡期等综合相关。需要说明的是，2023年公司预期收入预计达到股权激励要求的目标值18.5亿元，预计第一轮激励有望顺利解锁。
- 花房拟计提减值准备 8.6-9.0亿元，后续风险相对可控。**本次减值后花房集团估值接近净资产，预计未来两年减值风险相对可控。此外，公司复牌相关资料已提交联交所，正在沟通反馈中，不排除2024Q1内复牌。截至目前，花房集团已上缴待结案扣押款，所有被冻结的账户已解冻，相关案件已移交检察院。未来关注花房复牌进度和公司年报保留事项的摘除，同时期待公司对花房集团长期股权投资的后续规划，以期彻底解决花房问题。
- 上半年相对低基数，股权激励和项目扩张升级等有望助力中线成长。**展望2024年，一看经营时间延长：相比2023年，2024年公司各项目恢复全年正常经营，本上半年基数压力较小。二看核心项目升级及新项目逐步爬坡贡献利润：原有存量项目扩容升级后承载量翻倍，西安、上海项整改提升后口碑良好，根据西安千古情春节演出时间表，春节期间日均基础场次超7场，有望成为新的利润增长点。而佛山新项目将于正月初一正式开业，也有望形成新看点。三看激励强化下未来经营优化及轻资产等扩张。

图：宋城演艺较2019年平均月场次恢复度



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺单季度收入、归母、扣非净利润恢复度



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：西安千古情春节演出场次

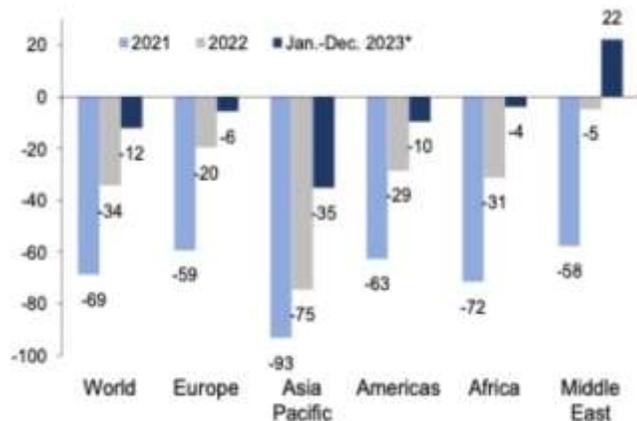
春节演出时间									
2024年2月10日-2月17日									
日期	演出场次	2月10日 (周日)	2月11日 (周一)	2月12日 (周二)	2月13日 (周三)	2月14日 (周四)	2月15日 (周五)	2月16日 (周六)	2月17日 (周日)
开园时间		9:30	9:00	8:00	8:00	9:00	9:00	10:00	10:00
《西安千古情》	第1场	11:00	10:00	8:30	8:30	10:00	11:00	13:00	13:00
	第2场	13:00	11:20	10:00	10:00	11:20	12:20	15:00	15:00
	第3场	15:00	12:40	11:20	11:20	12:40	13:40	16:20	18:00
	第4场	16:20	14:00	12:40	12:40	14:00	15:00	17:40	
	第5场	17:40	15:20	14:00	14:00	15:20	16:20	19:00	
	第6场	19:00	16:40	15:20	15:20	16:40	17:40		
	第7场		18:00	16:40	16:40	18:00	19:00		
	第8场		19:20	18:00	18:00	19:20	20:30		
	第9场			19:20	19:20	20:40			
	第10场				20:40	20:40			

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

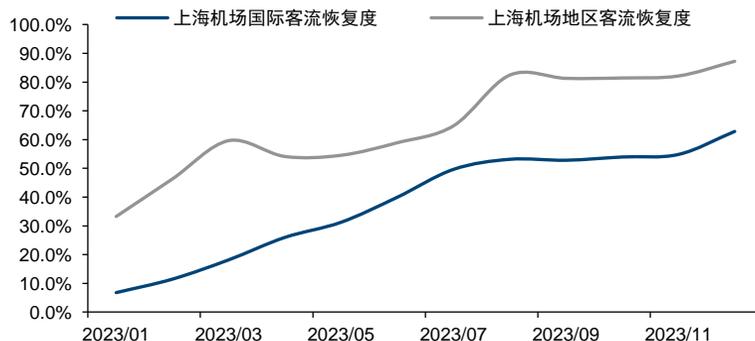
# 出境游：23国全面互免签证，春节期间口岸通关人数有望完全恢复

- **全球观察：**根据UNWTO，2021-2023年全球国际游客人次持续恢复，2023年恢复至88%，2024年国际旅游有望完全恢复，彰显旅游韧性。分地区看恢复度，中东>非洲>欧洲>美洲>亚太。其中亚太区域仅恢复至2019年的65%，航班及签证优化有望助力复苏。
- **我国出境游：**国际航班运力恢复各地区分化，免签利好助力复苏。**航班运力：**根据第三方平台统计，2024年1月国际航班量基本恢复至2019年同期65%左右，恢复逐步提速。从不同目的地看，2024.1.22-1.28，境内→韩国、日本、泰国航班量居前三，分别恢复至80.3%、70.3%、51.5%；新加坡、中国澳门、中东、阿联酋、英国航班恢复度均达9成以上，中美航班恢复度仅20%。**签证政策：**24年1月，中国相继与新加坡、泰国签订免签协定，“新马泰”热度应声高涨。携程数据显示，春节期间出境游订单同比增长10倍，而赴新马泰三国订单更是同比增长超15倍。截至目前，同中国全面互免签证安排的国家已增至23个，遍及五大洲。
- **春节假期出境游有望提速恢复，中旅院预计2024年出境游人次恢复至8成。**据国家移民管理局预测，今年春节假期全国口岸日均通关人数将达180万人次，与2019年春节出入境流量相当（国庆恢复至85%），其中预计恢复更快的各大港澳口岸客流占比超6成。展望全年，中旅院预计我国出境游人次有望突破1.3亿，恢复到2019年的8成左右（2019年我国出境游市场规模为1.55亿人次）。

图：国际游客数量较2019年变化



图：港澳台地区客流好于国际客流恢复度



图：2024年1月主要国家/地区/区域航班量及其恢复度



资料来源：UNWTO，国信证券经济研究所整理

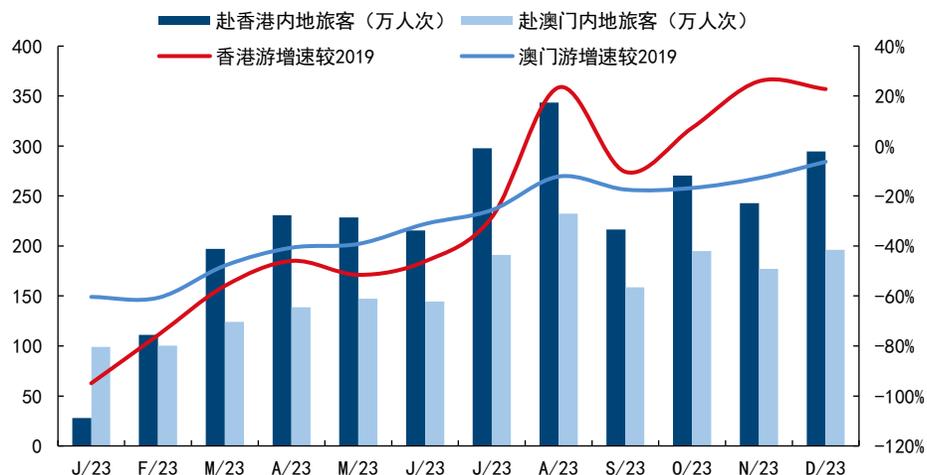
资料来源：飞常准APP，国信证券经济研究所整理

资料来源：航班管家，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87%。

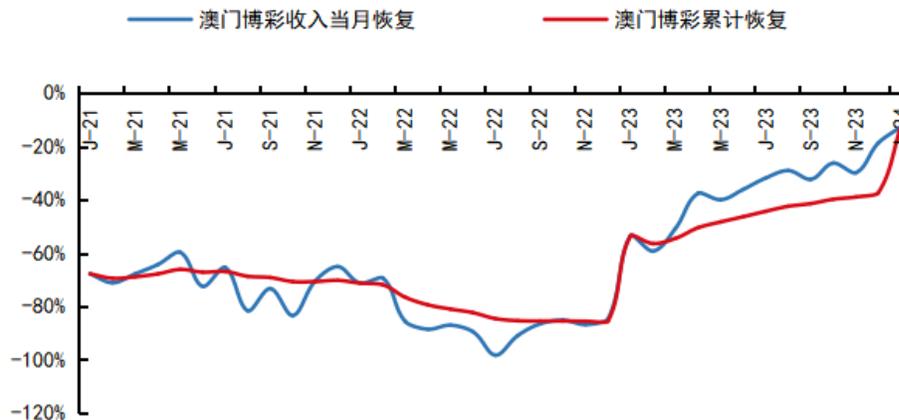
- **赴港澳游在出境游中恢复继续领先。**12月境内赴港旅客较2019年同期增长22.78%；全年入境旅客达2676万人次，恢复至2019年同期约62%。12月境内赴澳游旅客恢复至2019年同期约94%；全年入境旅客达1904万人次，恢复至2019年同期的68%。港澳游全年逐步稳健复苏，四季度赴港游旅客已超疫前。此外，携程、途牛报告显示，春节期间，香港、澳门依旧是出境游热门选择，预定量同比增长显著。
- **访澳旅客持续回升，博彩收入明显回暖。**根据中国澳门博彩监察协调局数据，2023年，受出行放松、旅游需求释放等多因素推动，澳门博彩实现累计毛收入1830.59亿澳门元，同比+334%，恢复至2019年的63%，超此前澳门政府与竞投公司协议的目标值。其中，中场业务表现出色，23年中场和贵宾厅赌收比例达3:1，与疫前各占一半明显差异。2024年1月，受益于旅客量持续增长，博彩业复苏强劲，超市场预期。澳门博彩实现毛收入193.37亿澳门元，同比+67%，环比+4.15%，恢复至2019年同期的87.39%，环比+6pct，创疫情以来单月第二高，仅次于23年黄金周表现强劲的10月。

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

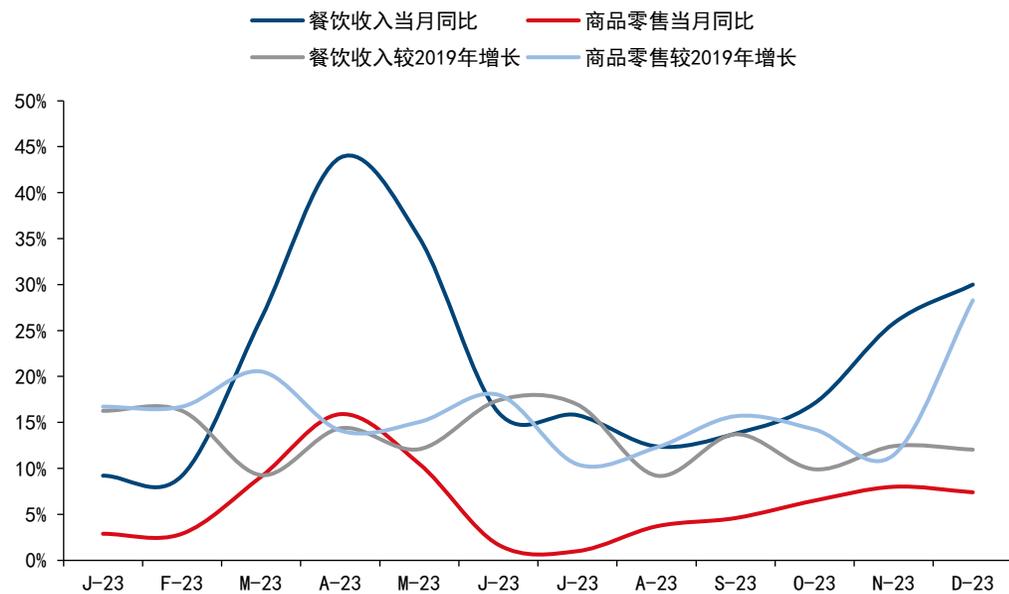


资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

# 餐饮：2023年全年餐饮收入逐步复苏，限额以上增速好于整体

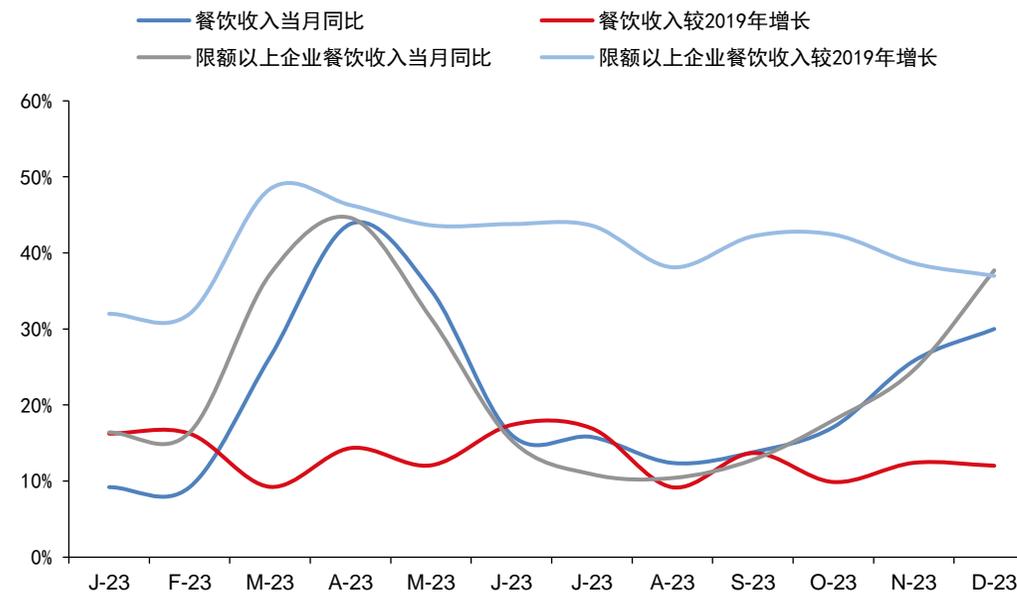
■ 2023年全年餐饮收入创新高，限额以上增速好于整体。2023年12月餐饮收入当月值5405.1亿元，较2019年增长12.03%；限额以上单位餐饮收入1252亿元，较2019年增长36.9%。2023年，餐饮行业在22年低基数基础上逐步复苏。全国餐饮累计收入52889亿元，较2019年增长13.2%；限额以上单位餐饮收入13356亿元，较2019年增长41.41%。与2019年相比，限额以上餐饮企业收入增速表现优于餐饮行业整体，与疫情前趋势明显差异（2018-2019年限额以上餐饮企业收入增速低于整体）。我们认为，主要是餐饮龙头过去几年逆势扩张成长，门店规模相对扩大，连锁提升，抗风险能力高于普通餐饮企业，相对更趋强者恒强。从趋势来看，四季度餐饮行业收入对比2019年增速有所放缓，预计与整体消费环境相关。

图：餐饮收入、商品零售当月同比增速与较2019年增速



资料来源：统计局，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

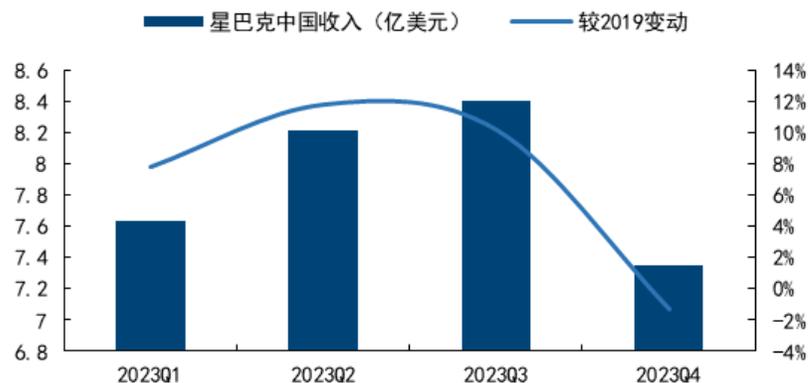


资料来源：统计局，国信证券经济研究所整理

# 餐饮：现制饮品赛道价格竞争激烈，星巴克中国同店实现正增长

- **星巴克中国同店实现正增长，但客单价承压。**星巴克发布FY2024Q1（自然年2023Q4）业绩，报告期星巴克中国实现收入7.35亿元，同比增长18.2%，表现低于彭博一致预期。经营数据方面，与2022年同期相比，星巴克中国同店+10%（量+21%，价-9%）；与2019年同期相比，估算星巴克中国同店-29%（量-21%，价-11%）。需要说明，星巴克中国自2021年以来同店客单价较2019年同期变动维持在1-2%，本次下降超10%预计主要是消费复苏渐进及门店促销影响，我们预计也与竞争加剧相关。公司将FY24Q2-Q4中国业务同店增长下调至低个位数（此前为4-6%）。门店方面，截至2023年底，星巴克中国门店数量达6975家，同比增长15%，季度门店净增169家，2023年星巴克中国净增门店885家，新入驻城市27个，74%是五线城市，同时在3000个县级以上城市中，星巴克已经覆盖了857个。
- **奈雪的茶：**2024年1月奈雪的茶直营门店同店店效同比恢复至71%（量恢复至89%、价恢复至79%），恢复度环比放缓预计主要系去年同期放开后的高基数影响，可看出公司通过产品结构调整和定价调整带来的量>价的恢复。1月底，公司有150家加盟门店。

图：星巴克中国收入及较2019年变动



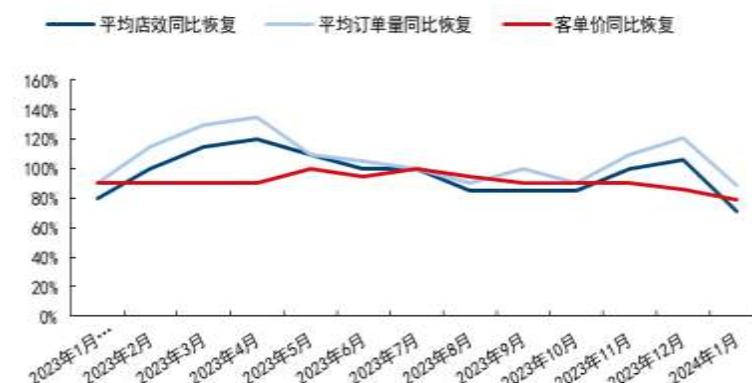
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：星巴克中国同店经营指标较2019年变动（估算）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：奈雪的茶直营店2023年以来月度同比恢复情况



资料来源：公司公告，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 24-02-06	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601888.SH	中国中免	买入	78	3.25	3.78	4.76	24	21	16
600859.SH	王府井	买入	13	0.93	1.17	1.37	14	11	9
600515.SH	海南机场	增持	4	0.10	0.14	0.17	35	26	21
600754.SH	锦江酒店	买入	23	0.97	1.58	1.69	24	15	14
600258.SH	首旅酒店	买入	14	0.68	0.80	0.98	20	17	14
1179.HK	华住集团-S	买入	22	1.30	1.38	1.65	17	16	14
301073.SZ	君亭酒店	增持	15	0.23	0.67	1.06	67	23	15
605108.SH	同庆楼	买入	25	1.14	1.45	1.89	22	17	13
603043.SH	广州酒家	买入	16	0.96	1.54	1.81	17	11	9
9922.HK	九毛九	买入	4	0.37	0.64	0.99	11	6	4
0520.HK	呷哺呷哺	增持	2	0.30	0.41	0.57	5	4	3
6862.HK	海底捞	买入	11	0.82	0.95	1.09	14	12	10
9869.HK	海伦司	买入	3	0.25	0.32	0.42	11	8	6
9987.HK	百胜中国	增持	253	15.94	19.84	22.83	16	13	11
2150.HK	奈雪的茶	增持	2	0.19	0.37	0.56	12	6	4
300144.SZ	宋城演艺	买入	9	-0.05	0.45	0.57	-	19	15
603136.SH	天目湖	买入	15	0.79	1.12	1.37	19	14	11
600138.SH	中青旅	买入	9	0.41	0.62	0.75	23	15	12
002159.SZ	三特索道	买入	12	0.64	0.85	0.97	19	14	13
002033.SZ	丽江股份	增持	9	0.39	0.45	0.49	22	19	18
000888.SZ	峨眉山A	买入	8	0.58	0.63	0.74	14	13	11
600054.SH	黄山旅游	增持	10	0.53	0.60	0.66	18	16	15
603099.SH	长白山	增持	24	0.58	0.67	0.78	42	36	31
002707.SZ	众信旅游	增持	5	0.02	0.18	0.31	258	29	17
9961.HK	携程集团-S	买入	264	17.12	18.23	20.51	15	14	13
0780.HK	同程旅行	增持	14	0.93	1.16	1.39	15	12	10
300662.SZ	科锐国际	增持	18	1.05	1.40	1.78	17	12	10
600861.SH	北京人力	买入	16	1.19	1.79	2.06	13	9	8
BZ.O	BOSS直聘	买入	12	2.30	2.70	3.75	5	5	3
1797.HK	东方甄选	买入	23	0.96	0.99	1.15	24	23	20
0839.HK	中教控股	买入	3	0.54	0.83	0.94	6	4	4
003032.SZ	传智教育	增持	8	0.27	0.31	0.37	31	27	22
605098.SH	行动教育	增持	36	1.92	2.44	3.06	19	15	12
000526.SZ	学大教育	增持	52	1.21	1.51	1.84	42	34	28
002607.SZ	中公教育	买入	3	0.09	0.17	0.24	32	16	12
0667.HK	中国东方教育	买入	2	0.20	0.28	0.37	11	8	6
2469.HK	粉笔	增持	4	0.16	0.24	0.31	24	17	13
300795.SZ	米奥会展	增持	31	1.20	1.75	2.37	26	18	13

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