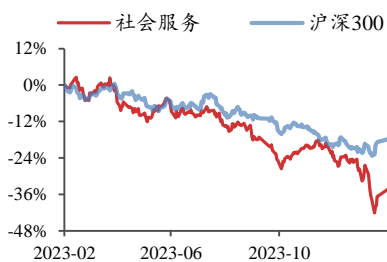


## 社会服务

2024年02月21日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《关注景区交通改善，多省省考延续扩招——行业周报》-2024.2.4

《互免签政策催化春节出入境需求，供需缺口下教培景气度持续上行——行业周报》-2024.1.28

《Vision Pro 预售催化 XR 内容生态开发，关注春节假期度假型酒店集团表现——行业周报》-2024.1.21

## 春节假期社会服务专题：超额储蓄+高感知需求支撑体验式消费，交通供给助力低线居民释放旅游潜力

——行业点评报告

初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

### ● 超额储蓄支撑服务消费，体验经济时代旅游价值凸显

2023年居民服务类支出同比增长14.4%；占居民消费支出比重为45.2%，同比上升2.0个pct，支撑作用显著。城镇居民投资退潮下，买房、开店等居民投资下降，国内超额储蓄持续增长，有望促进消费力进一步释放，而根据马斯洛需求理论，体验经济兴起下消费者供需矛盾已向满足消费者需求终点“自我实现”价值演变，高感知需求和情绪消费价值凸显，旅游经济有望充分受益。对比海外，国内旅游市场仍具备长期增长空间：供给层面看，国内交运基建优化不断推动大众旅游下沉，以旅游提振消费动机下，政府加码市文旅有望引导行业流量的持续生成；从消费者结构看，下沉市场居民和新中老年群体为市场长期繁荣提供客源增量。

### ● 春节旅游：海内海外两开花，文旅消费延续韧性

**（1）国内游：**春节假期旅游市场复刻元旦高热度，根据文旅部测算，国内游客流和收入按可比口径各恢复至2019年同期的119%/107.7%，两项指标均创历史新高；推算客单价按可比口径恢复至2019年同期91%，恢复度环比较弱主要系消费场景下沉、自驾短途游主导所致。**景区：**春节假期高景气度获验，多公司经营数据创历史新高，整体表现亮眼，当前视角下兼具内外交运优化和项目扩容预期、客流兑现力度强的成长性个股值得关注。受益标的：**九华旅游、三特索道、丽江股份**。**（2）出境游：**春节假期整体恢复至疫前94%水平，互免签政策利好释放，出境恢复趋势确定性相对较高，关注积极出海、业务领先大盘的头部OTA。受益标的：**携程旅行、同程旅行**。

### ● 春节免税：海南旺季客流高增，免税销售表现亮眼

海南旅游厅数据显示，春节假期全省累计接待游客951.45万人次/yoy+48.8%，将有助于部分修正市场对赴岛客流的悲观预期。海南免税春节日均销售额3.11亿元/yoy+40%，创历史最高纪录；日均购物人次3.72万人次/yoy+66%，增速显著高于岛内容流表现，实际转化率亦有提升；客单方面，人均免税消费8361元/yoy-16%，关注后续淡季增长持续性。受益标的：**中国中免，海汽集团**。

### ● 春节酒店/餐饮：春节期间酒店高景气，餐饮表现弱于旅游

疫情以来储蓄余额持续上升，储蓄意愿增加主要源自投资意愿减少，消费意愿保持韧性，超额储蓄有望支撑体验式消费热度持续。此外买房、开店等居民投资下降，有望促进消费力进一步释放。**酒店：**受益于探亲返乡及旅游度假，县城和旅游区酒店市场春节迎来高景气，多家酒店集团预喜。假期前，锦江酒店和华住酒店2024年春节假期预订率分别是2023年同期的近4倍和近3倍；截至初六，君亭酒店直营酒店RvePar较2019年增长21.3%，较2023年春节同期大幅增长45%。受益标的：**华住集团、君亭酒店、锦江酒店**。**餐饮：**因餐饮属性偏日常消费，且上市公司门店仍以一二线城市为主，表现弱于旅游；**海底捞**同比数据较优，关注业绩预告催化。

● **风险提示：**项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

## 目 录

1、观点：买房、开店等投资减少，超额储蓄支撑服务消费.....	4
1.1、镜鉴海外，体验经济时代下旅游具备长期增长空间.....	5
1.2、交通改善、城市流量、新兴人群共振，旅游景气度有望贯穿全年.....	6
2、出行：春节客流高位运行，结构性特征凸显.....	9
3、旅游：海内海外两开花，文旅消费延续韧性.....	11
3.1、国内游特点：假期旅游指标创新高，景区高景气持续验证.....	11
3.2、出境游：免签政策献东风，有望开启加速修复通道.....	14
4、免税：海南旺季客流高增，离岛免税销售表现亮眼.....	15
5、酒店：春节高景气，县城市场大有可为.....	17
6、餐饮：偏日常消费，表现弱于旅游.....	18
7、风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：疫情以来，居民投资意愿下降、储蓄意愿上升，消费意愿保持稳定（单位：%）.....	4
图 2：截至 2023 年 12 月，中国民间固定资产投资完成额累计同比-0.4%（单位：%）.....	4
图 3：2022 年 2 月起，中国商品房销售面积累计同比增速持续为负（单位：%）.....	4
图 4：2023 年注销、吊销餐饮企业数量为新注册量的 43%（单位：万家）.....	4
图 5：截至 2023 年 12 月储蓄存款余额为 137 万亿元，较 2022 年末增加 16.7 万亿元.....	5
图 6：中国国民总储蓄率远高于美国、日本（单位：%）.....	5
图 7：2018 年中国国内旅游频次位列第 2 梯队.....	6
图 8：中国旅游收入占 GDP 比重与美国差距有所收窄.....	6
图 9：2023 年底中国汽车保有量较 2019 年底增长 29.2%.....	6
图 10：2022 年中国公路里程数较 2019 年增长 6.8%.....	6
图 11：2022 年中国高铁密度较 2019 年增长 19.4%.....	7
图 12：2022 年中国民用航空机场较 2019 年增长 6.8%.....	7
图 13：农村居民人均可支配收入增速快于城镇居民.....	7
图 14：2023 年城市和乡村居民出游率差距逐月收窄.....	7
图 15：中老年群体消费需求按年龄分层.....	8
图 16：2021 年 45-64 岁人群国内旅游人次占比 27.8%.....	8
图 17：第二波婴儿潮（1962-1975 年）出生人口近年逐步迈入养老阶段.....	8
图 18：城镇职工人均月养老金持续提升.....	9
图 19：老年群体拥有更高的付费能力.....	9
图 20：2024 年春运期间全社会跨区域人员流动量 yoy+16%（万人次）.....	9
图 21：2024 年春运期间 9 城日均地铁客流量整体高于往年同期（万人次）.....	9
图 22：2024 年春节假期自驾出行占比 86%.....	11
图 23：2024 年春节假期自驾、铁路、民航出行增速领先.....	11
图 24：2024 年春节假期国内执行航班日均较 2019 年同期+20.1%.....	11
图 25：2024 年春节假期民航经济舱平均票价较 2019 年同期+16%.....	11
图 26：2024 年春节假期国内旅游人次恢复至 2019 年同期 119%.....	12
图 27：2024 年春节假期国内旅游收入恢复至 2019 年同期 108%.....	12
图 28：2024 年春节假期国内旅游人均消费恢复至 2019 年同期 91%.....	12
图 29：2024 年春节假期游客出游半径较 2019 年降低 16.3%.....	12

图 30: 2024 年春节假期日均出境 169 万人次, 恢复至 2019 年 94%.....	15
图 31: 2024 年春节假期内地访澳可比口径恢复至 2019 年同期 101.3% (人) .....	15
图 32: 2024 年春节假期内地访港可比口径恢复至 2019 年同期 78.3% (人) .....	15
图 33: 2024 年春节国际航班日均恢复至 2019 年同期 70.8% (架次) .....	15
图 34: 2024 年春节假期美兰机场执行航班同比+30.53%.....	16
图 35: 2024 年春节假期美兰机场客流同比+51.43%.....	16
图 36: 2024 年春节假期凤凰机场执行航班同比-5.9%.....	16
图 37: 2024 年春节假期凤凰机场客流同比+5.6%.....	16
图 38: 华住待开业酒店中 55%位于三线及以下城市 .....	18
表 1: 2024 年春节假期旅游目的地气温较往年更高, 雨雪天气较少 .....	10
表 2: 北方冰雪游省市春节假期旅游接待人次/收入增速相对领先.....	12
表 3: 各 OTA 平台 2024 年春节假期国内出游报告一览.....	13
表 4: 2024 年春节假期多个上市景区运行数据创历史新高.....	14
表 5: 2024 年春节假期日均离岛免税销售额 3.11 亿元/yoy+40% .....	16
表 6: 春节期间海底捞、太二、喜茶销售额分别同比+7.5%/5.6%/187.9% .....	18

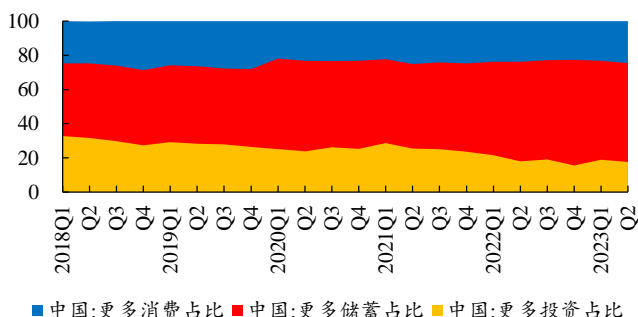
## 1、观点：买房、开店等投资减少，超额储蓄支撑服务消费

储蓄意愿增加主要源自投资意愿减少，消费意愿保持韧性。2023 年第二季度，中国人民银行城镇储户问卷调查显示，消费、储蓄和投资意愿方面，倾向于“更多储蓄”的居民占 58.0%，较 2019Q2 提升 12.6pct；倾向于“更多投资”的居民占比 17.5%，较 2019Q2 减少 10.7pct；倾向于“更多消费”的居民占比 24.5%，较 2019Q2 减少 1.9pct。2023 年下半年国内投资活动进入大规模退潮期：

(1) 商品房销售持续下行，2022 年 2 月起，中国商品房销售面积累计同比增速持续为负，2023 年 12 月，累计同比增速为-8.5%，呈扩大趋势。

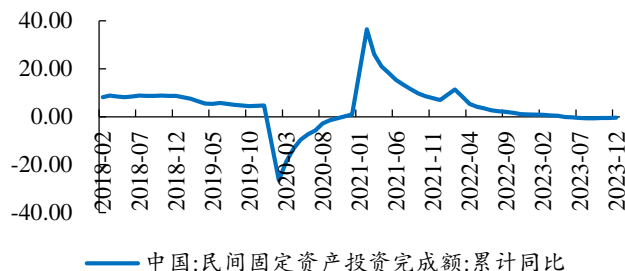
(2) 餐企倒闭潮减缓创业投资，企查查数据显示，2023 年国内餐饮企业新增注册量为 318.69 万家，同比增长 24.24%，是近几年增速最快的一年。但与此同时，吊销、注销的数据是 135.9 万，是 2022 年全年餐饮企业注吊销量的 2 倍多，创下 2020 年以来餐企注吊销量新高。2023 年 4 月以来，新开餐厅数量呈下降趋势，倒闭潮延缓居民开店类的创业投资。

图1：疫情以来，居民投资意愿下降、储蓄意愿上升，消费意愿保持稳定（单位：%）



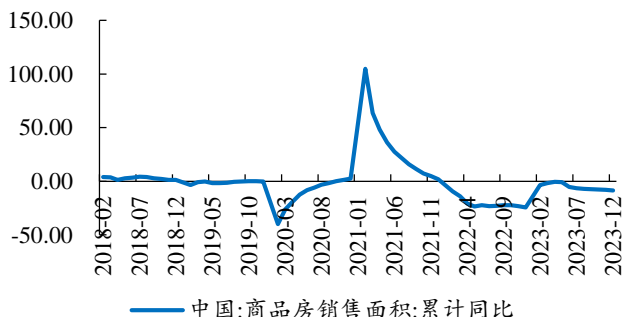
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：截至 2023 年 12 月，中国民间固定资产投资完成额累计同比-0.4%（单位：%）



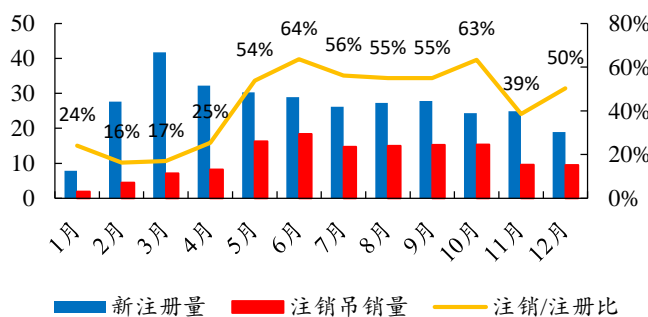
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年 2 月起，中国商品房销售面积累计同比增速持续为负（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023 年注销、吊销餐饮企业数量为新注册量的 43%（单位：万家）



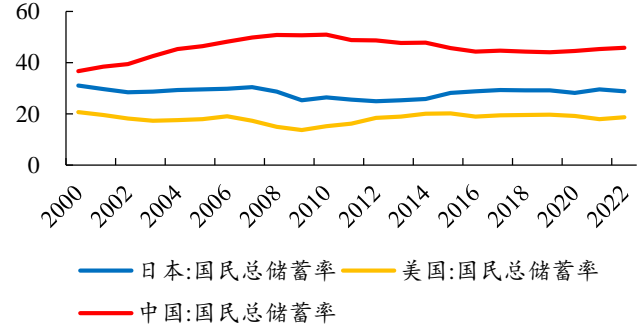
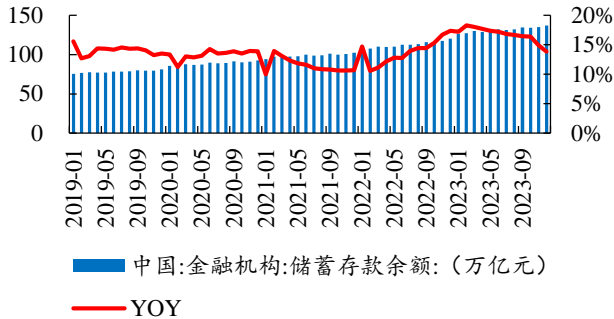
数据来源：餐饮老板内参公众号、开源证券研究所

疫情以来储蓄余额持续上升，后续超额储蓄有望支撑消费。疫情以来，中国金融机构储蓄余额保持 10% 以上的同比增速，截至 2023 年 12 月储蓄存款余额为 137 万亿元，较 2022 年末增加 16.7 万亿元，同比增加 13.8%。2022 年中国国民总储蓄率

为 45.78%，远高于日本的 28.77%和美国的 18.74%。我们预计投资退潮下，超额储蓄后续释放有望支撑消费增长。

图5：截至 2023 年 12 月储蓄存款余额为 137 万亿元，较 2022 年末增加 16.7 万亿元

图6：中国国民总储蓄率远高于美国、日本（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

消费结构上看，超额储蓄或向体验型服务类消费进一步倾斜。2023 年，全国居民人均服务性消费支出 12114 元，同比增长 14.4%；占居民消费支出比重为 45.2%，同比上升 2.0 个 pct，服务消费支撑作用显著。而从马斯洛需求层次理论出发，基础的生理和安全供需缺口消解后，传统服务类消费满足深层次的社交和情绪需求，而体验经济兴起则代表供需矛盾已向满足消费者需求终点“自我实现”价值演变，包含两个层面：一是以科技手段搭配文化内容以强化消费者外界感知控制，二是让消费者以生产者身份参与商品和服务的创造和传递，而能够提供以上两种价值的休闲文娱类产品本身具备一定稀缺性，因此优质的体验型经济通常带有较大的流量效应。

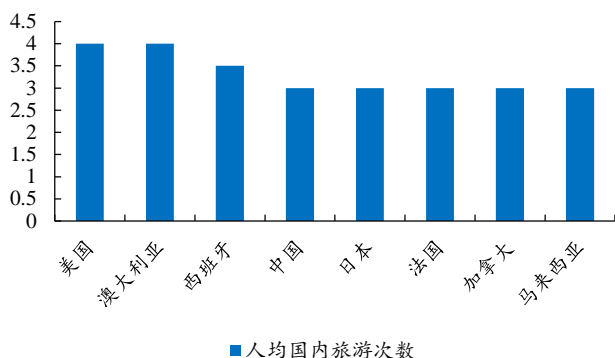
### 1.1、镜鉴海外，体验经济时代下旅游具备长期增长空间

旅游行业是体验经济主场。回顾 2023 年“寺庙经济”、“淄博烧烤”、“天津跳水大爷”等热门旅游概念的形成过程，不难发现旅游作为体验性消费的定位升级。过去旅游更偏向于自然的探索和求知现象，这个背景下承载游客的景区类似独立的第三空间，旅游和生活的界限相对清晰；而当前旅游除精神疗愈的基础功能属性外，传统旅游场景限制的突破使游客可以生产者视角参与异地空间“景”的创造，旅游消费逐步从建立“人-物”交互关系过渡到“人-人”情感纽带。优质的旅游产品核心在于让游客收获深度参与感和身份认同，第四消费时代下旅游将是情绪价值的主要消费来源之一，刚需属性有望进一步加强。

同时长期视角看，对标 2018 年美国国内旅游人均频次 4 次（中国 3 次），2019 年旅游业 GDP 贡献值 12.1%（中国 5.8%），同时考虑到中国出境游渗透率低（2019 年渗透率约 11%），中国旅游行业成长空间较大。

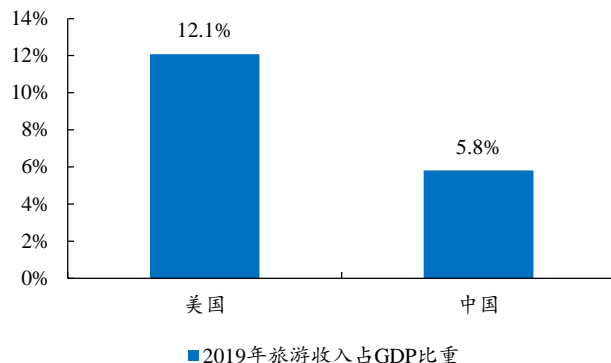


图7：2018年中国国内旅游频次位列第2梯队



数据来源：北京商报、《世界旅游经济趋势报告（2019）》、开源证券研究所

图8：中国旅游收入占GDP比重与美国差距加大



数据来源：Wind、美国旅游协会、开源证券研究所

## 1.2、交通改善、城市流量、新兴人群共振，旅游景气度有望贯穿全年

疫情期间旅游行业在客源、出行、目的地三个供需环节均有积极变化，或将支撑旅游市场中期景气：

从旅游供给看，出行交通便利提升和旅游城市运营升级刺激旅游需求释放：

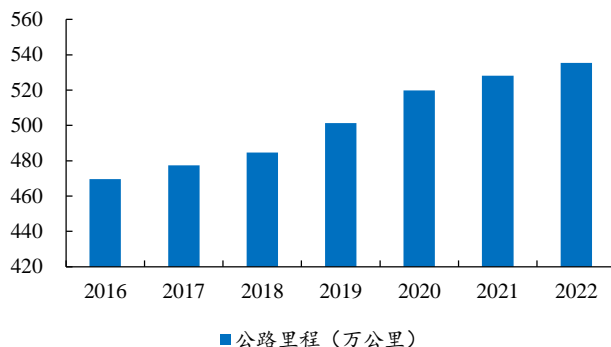
(1) 近年国内高铁网络加密、机场新扩建等交运设施建设持续推进，特别是下沉区域交通完善进一步释放长途行需求。**公路**：2023年中国汽车保有量已达到3.36亿辆，较2019年底增长29.2%；同时全国公路里程超过535万公里，其中高速公路通车里程17.7万公里，2012年后我国新改建农村公路里程达到近270万公里，大幅改善县域级市场的交通便捷性，并为本地旅游开发提供有利条件。**铁路**：2022年国内高铁密度、高铁客运量占比较2019年提升19.4%、12pct；**民航**：2023年全国民用航班机场个数达253个，高铁、机场新建扩容缩短全国范围时空距离。

图9：2023年底中国汽车保有量较2019年底增长29.2%



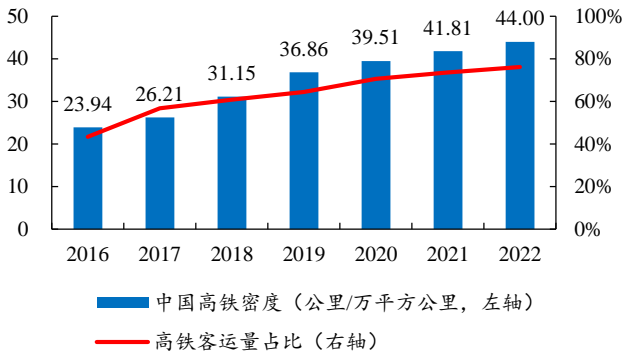
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2022年中国公路里程数较2019年增长6.8%



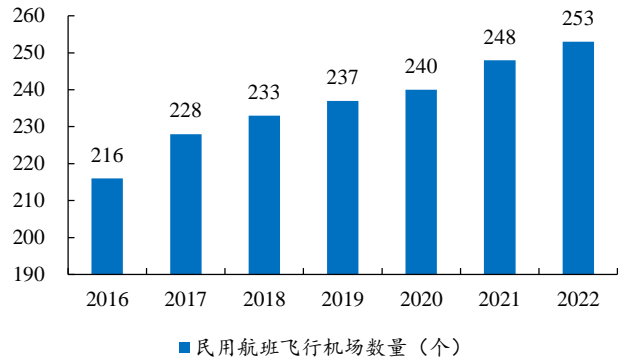
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 2022年中国高铁密度较2019年增长19.4%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2022年中国民用航空机场较2019年增长6.8%



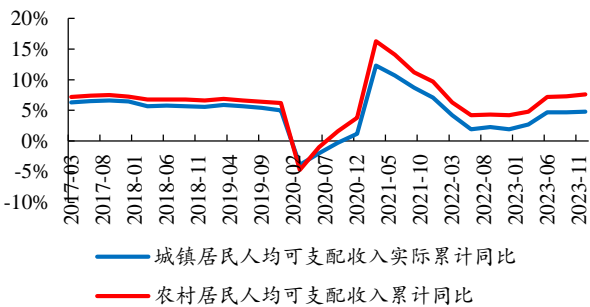
数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 旅游本质是流量经济，我们在节前行业跟踪报告中已强调城市级文旅运营升级带来的新变量：即各地方文旅局通过深耕本地内容、体验型文旅创新、多平台线上赋能等组合拳打法精准引导流量，叠加主流官媒下场宣传，社媒流量覆盖范围更广、热度更高、时间更长。一方面是西安/哈尔滨/重庆等文化底蕴厚、承载能力强的传统旅游城市依托文旅创新维持高热度，持续外溢流量带动周边省市旅游消费；同时一批小众城市借助差异化的资源禀赋和区域特色配套设施建设，交通优化、基础服务与文旅产品打造上都有明显进步，配合流量平台传播，逐步成为新兴旅游打卡地。其底层逻辑在于政府以旅游经济提振内需，即借助旅游客流增长带动餐饮、酒店、零售等关联业态繁荣（以文化旅游部公布的旅游业 GDP 贡献值和国家统计局旅游业及相关产业增加值计算，2019年中国旅游业乘数效应为2.7左右）。我们认为在有目的性的流量引导下，未来新兴旅游目的地或将持续产生。

**从消费者结构看，下沉市场居民和新中老年群体为市场长期繁荣提供客源增量：**

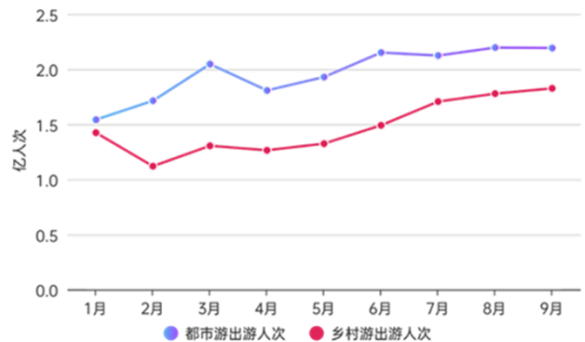
(1) 大众旅游加速下沉。受益于旅游在线化率、人均可支配收入提升以及县域级交通基建完善，中小城市、中心城镇和发达地区重点乡村的“反向旅游”风潮，逐步反哺下沉市场居民旅游消费，转向日渐增长的旅游客源地。根据中旅院数据，低线城市和乡村 2023 年国内都市和乡村居民出游率差距呈现逐月收窄态势，2024 年春节农村居民出游率达 24.6%，出游人数占国内出游人数 24.7%。同时随农村和城镇居民人均可支配收入差距缩小，预计未来农村居民出行频次及消费金额向城镇居民靠拢，为整体旅游行业的增长提供支撑。

图13: 农村居民人均可支配收入增速快于城镇居民



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2023年城市和乡村居民出游率差距逐月收窄



资料来源: 中国旅游研究院公众号

**(2) 新老年旅游群体处于增量周期。根据文化和旅游部，2021年45-64岁/65**

岁以上国内旅游客源占比 27.8%/9%，较 2019 年提升 3.6/4.2pct，存量市场规模有望超过万亿。当前国内第二代婴儿潮（1962-1975 年，年均出生人口超 2500 万）人群（对应 48 岁至 61 岁）已逐渐步入养老阶段，其中 2023 年国内将迎来近年最大退休潮，预计将有 1488 万男性（60 岁）和 1385 万女性（55 岁）进入离退休阶段，大规模的适龄退休人群旅游需求将快速释放。

图15：中老年群体消费需求按年龄分层

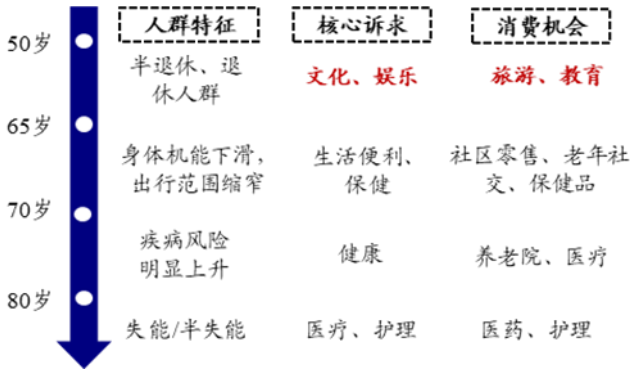
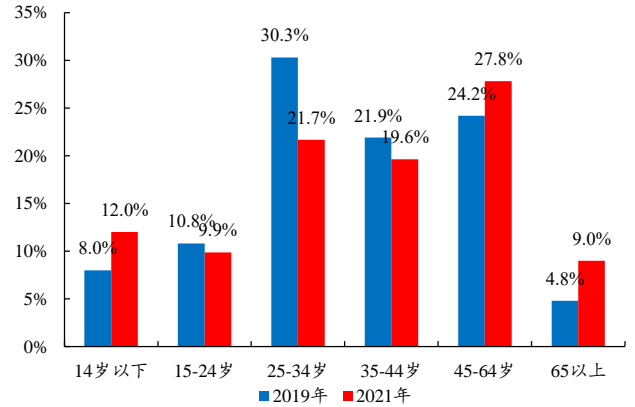


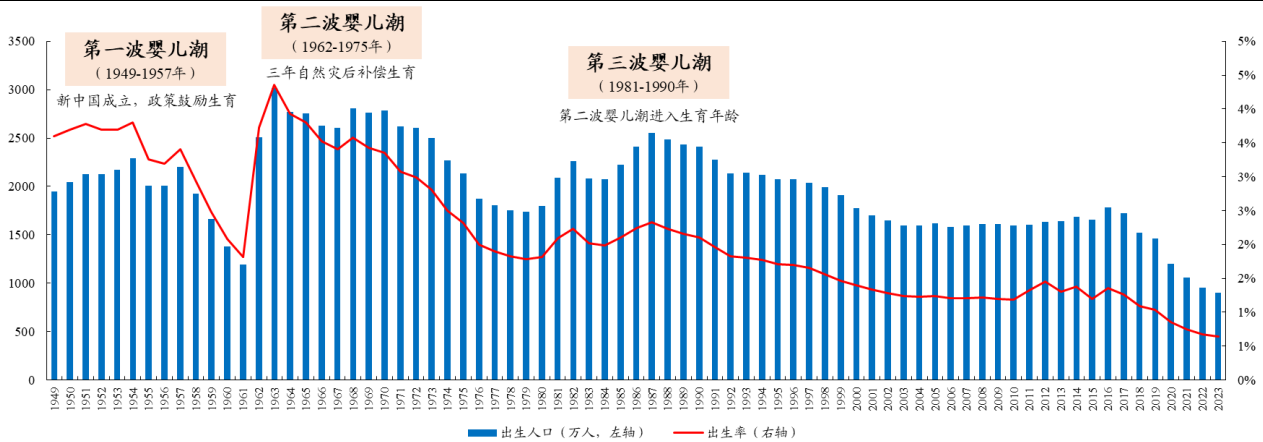
图16：2021年45-64岁人群国内旅游人次占比27.8%



资料来源：灼识咨询、开源证券研究所

数据来源：中国旅游研究院公众号、开源证券研究所

图17：第二波婴儿潮（1962-1975年）出生人口近年逐步迈入养老阶段

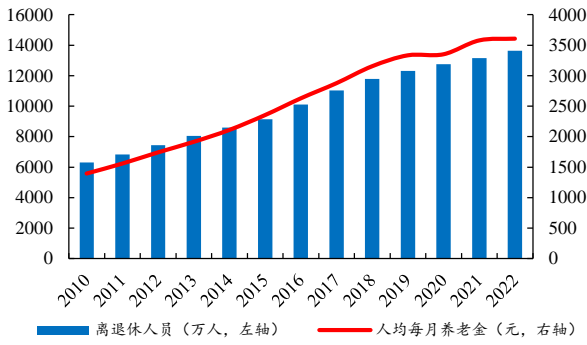


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

**新老年群体有钱有闲有经历，旅游需求迫切升级。**区别于传统老年群体，新老年人群包含 1980 年代后政府机关增员产生的大量公务员群体，同时国家积极应对老龄化的政策倾斜下，城乡基本养老保险覆盖率和人均养老退休金近年保持稳步提升态势，消费能力较强。基于相对稳定的收入和较强的资金支配自主性带来较高的边际消费倾向，叠加当前新老年群体普遍具备一定旅行经历，需求进一步向高品质、高单价体验游过渡，市场中低价购物游产品将有望逐步出清。

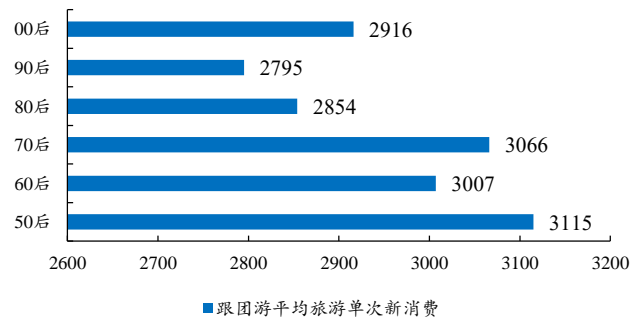


图18: 城镇职工人均月养老金持续提升



数据来源: 人力资源和社会保障部、开源证券研究所

图19: 老年群体拥有更高的付费能力 (元)

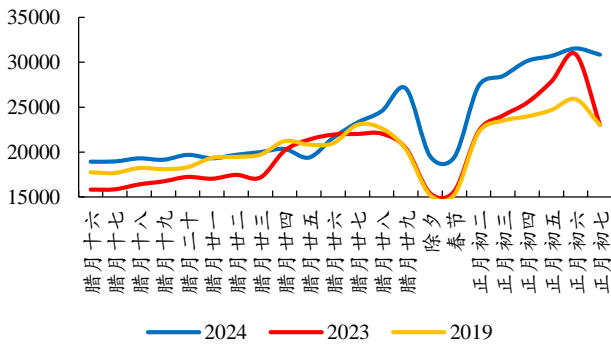


数据来源: 携程、中国新闻网、开源证券研究所

## 2、出行: 春节客流高位运行, 结构性特征凸显

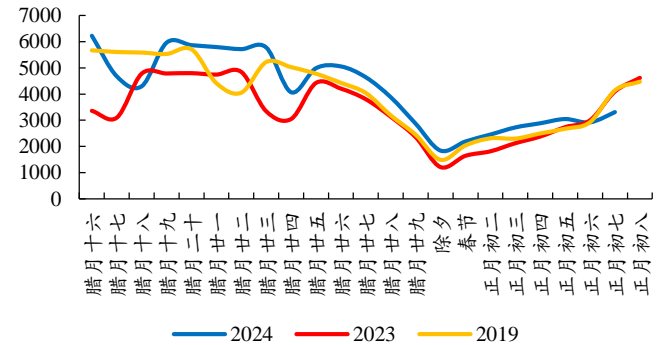
2024年春运期间跨区域客流创新高, 市内交通较往年亦更为活跃。据交通运输部, 1月16日至2月17日, 春运前二十二日累计全社会跨区域人员流动量 54.02 亿人次/yoy+16%, 较 2019 年同期增长 14%, 客流分布上节前雨雪天气延后返乡探亲节奏, 同时春节假期居民出行旅游热度显著提升, 春节期间 (2月10日-17日) 全国跨区域流动量持续高位运行, 预计实现总人次 23.11 亿, 日均约 2.89 亿人次/yoy+25%, 较 2019 年同期增长 34%, 高于春运整体。市内交通方面, 假期前 7 日九大城市 (上海、北京、广州、深圳、成都、武汉、南京、郑州、西安) 日均地铁客流量 2796 万人次/yoy+57%, 较 2019 年同期增长 32%, 显示春节返乡潮下一二线城市维持较高的旅游热度。

图20: 2024 年春运期间全社会跨区域人员流动量 yoy+16% (万人次)



数据来源: 交通运输部公众号、开源证券研究所

图21: 2024 年春运期间 9 城日均地铁客流量整体高于往年同期 (万人次)



数据来源: Wind、开源证券研究所

(1) **超长黄金周助推出行需求释放**, 根据国务院《关于 2024 年部分节假日安排的通知》, 调休后 2024 年春节假期天数扩增至 8 天, 叠加鼓励各单位结合带薪年假安排除夕休息, 实际“8+1”超长假期充分利用了节假日资源, “节前返乡、节中出游、节后返程”模式成为主流, 推动出行半径显著增加, 利好中长线出行需求释放。根据携程, 2024 年春节跨省游占比 57%, 同比 2023 年翻倍增长, 同时异地探亲叠加节中携亲出游潮, 平台 2 个及以上城市多段出游订单占比超过 20%/yoy+3pct。

(2) **暖冬天气为出行保驾护航**。根据中国气象, 2024 年春节假期全国大部地区

平均气温较常年同期偏高，且无大范围雨雪冰冻及持续性雾、霾等灾害天气，国内主要城市和旅游目的地雨雪天数较往年减少，尤其假日前期全国大部地区天气晴好利于长短途出行，后期返程周期部分地区进入降温雨雪过程，但对整体假期出行和景区旅游数据影响较小。

**表1：2024年春节假期旅游目的地气温较往年更高，雨雪天气较少**

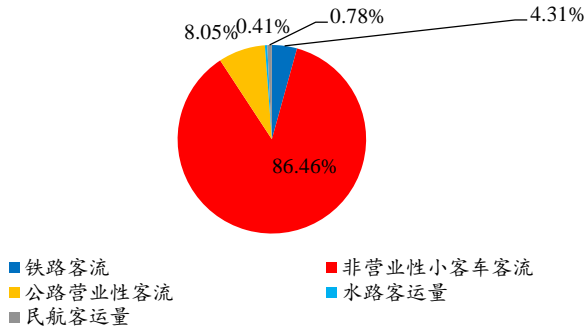
城市/景区	平均气温	较 2023 年同期	较 2019 年同期	雨雪/霾天数	较 2023 年同期	较 2019 年同期
北京	4.1°C	高 10.1°C	高 7.1°C	0	少 1 天	少 2 天
上海	10.7°C	高 7.4°C	高 3.4°C	2	少 1 天	少 4 天
广州	16°C	高 2°C	低 5.3°C	0	少 1 天	少 5 天
丽江	8.1°C	低 2.4°C	低 1.5°C	1	多 1 天	少 1 天
哈尔滨	-5.2°C	高 19°C	高 12°C	0	持平	少 1 天
淄博	6.6°C	高 10.3°C	高 7°C	1	持平	持平
西安	6.8°C	高 6.4°C	高 3.9°C	0	持平	少 3 天
杭州	11.7°C	高 8.3°C	高 4.5°C	2	少 1 天	少 5 天
三亚	23.1°C	高 1°C	低 2.9°C	0	持平	持平
昆明	11.5°C	高 2°C	低 1.9°C	0	持平	持平
峨眉山	1.6°C	高 9.9°C	基本持平	1	少 4 天	持平
九华山	5.9°C	高 7°C	高 3.6°C	3	持平	少 3 天
长白山	-4.50°C	高 13.9°C	高 12°C	0	少 3 天	少 2 天
梵净山（铜仁）	12.7°C	高 8°C	高 4.9°C	2	少 1 天	少 3 天
张家界	12.3°C	高 8.2°C	高 6°C	2	持平	少 4 天
乌镇	10.9°C	高 7.7°C	高 4.1°C	3	多 1 天	少 3 天
玉龙雪山（丽江）	8°C	低 2.4°C	低 1.5°C	1	多 1 天	少 1 天
天目湖	10°C	高 8°C	高 5°C	3	持平	少 2 天
桂林	14.4°C	高 6.5°C	高 3.1°C	3	多 1 天	少 3 天
华山	7°C	高 7.4°C	高 5.7°C	0	持平	少 3 天

数据来源：2345 天气网、开源证券研究所（假期前 7 天数据）

**(3) 自驾出行占据主导，铁路、民航增速领先。**分出行方式看，据交通运输部，春节假期公路网非营业性小客车客流量累计 19.98 亿人次/yoy+22%，较 2019 年同期+56%，出行客流占比达到 86%，一方面由于近年国内机动车保有量（2023 年底中国汽车保有量较 2019 年底增长 29.2%）和公路里程（截至 2022 年底我国公路总里程达到 535 万公里）的持续增长，另一方面受益于春节假期“家庭返乡+自由行”趋势强化。

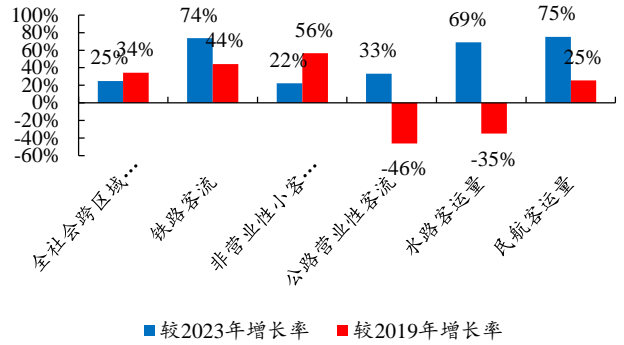
公共营运性交通客流中，公路/水路/铁路/民航日均客运客运量 yoy+33%/+69%/+74%/+75%，较 2019 年同期-46%/-35%/+44%/+25%，其中核心渠道铁路和民航客运量均大幅超越疫前水平，是近年国内高铁网络加密、机场新扩建等交运设施建设推进成果的集中兑现。营业性公路客流下降原因主要来自于高铁分流及自驾出行的快速增长。民航方面，春节假期国内总执行航班达 11.3 万架次，日均 yoy+34.5%，日均同比 2019 年增长 20.1%，与旅客运量基本匹配；经济舱平均票价较 2019 年同期+16%，日趋势上呈现阶梯式增长，量价变化合理，反映当前民航供给已进入精细化阶段。

图22：2024年春节假期自驾出行占比86%



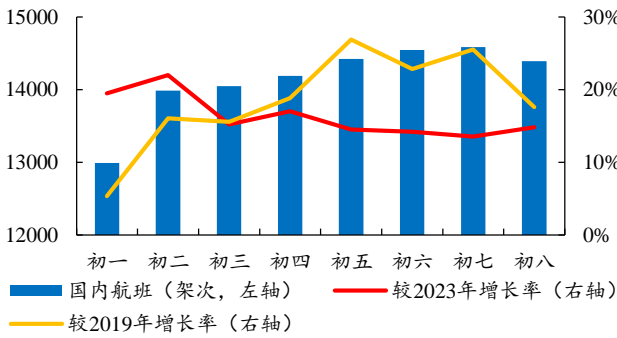
数据来源：交通运输部公众号、光明网、开源证券研究所

图23：2024年春节假期自驾、铁路、民航出行增速领先



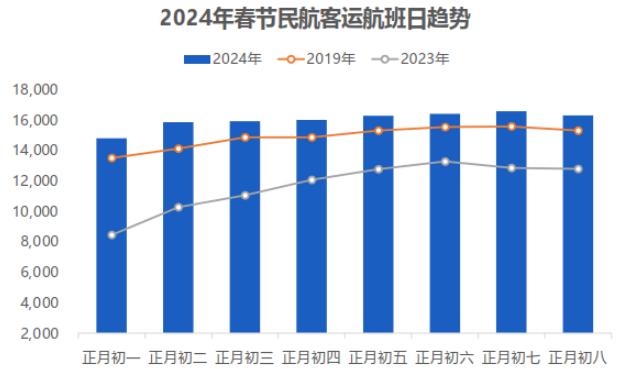
数据来源：交通运输部、光明网、开源证券研究所

图24：2024年春节假期国内执行航班日均较2019年同期+20.1%



数据来源：航班管家、开源证券研究所

图25：2024年春节假期民航经济舱平均票价较2019年同期+16%



资料来源：交通运输部

## 3、旅游：海内海外两开花，文旅消费延续韧性

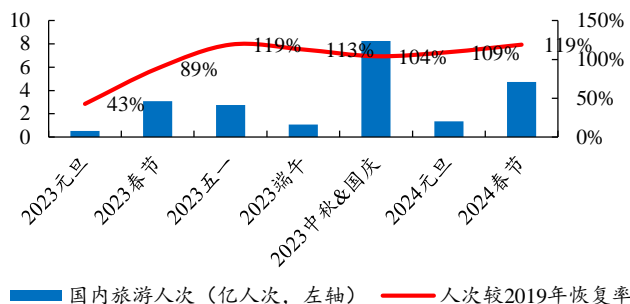
### 3.1、国内游特点：假期旅游指标创新高，景区高景气持续验证

**2024年春节假期国内旅游双指标均创历史新高。**根据文旅部测算，2024年春节假期(8天)国内出游4.74亿人次/yoy+34.3%，按可比口径恢复至2019年同期119%；实现旅游收入6326.87亿元/yoy+47.3%，按可比口径较2019年同期增长7.7%，整体延续2024年元旦假期良好复苏态势。与2023年中秋国庆/2024年元旦假期相比，春节假期出游人次恢复相对更陡峭，从供需视角看，或区别于2023上半年补偿性需求释放，假期城乡居民出游意愿高涨一方面直接受益于假期政策调整、天气适宜、交运优化等客观条件改善，旅游目的地积极创新文旅场景和体验(如携程平台春节灯会等民俗活动搜索量同比翻倍)、节前官方宣传预热和流量引导、悦己性精神消费盛行等因素亦助推了居民出游热情。

**人次/收入恢复度剪刀差环比走阔，客单价仍待复苏。**从人均消费看，2024年春节假期客单价1335元，可比口径较2023年同期增长9.7%，主要依托于中长线游占比提升(据携程，假期跨省游订单占比57%，同比翻倍)、停留时间延长、游客出行距离提升(2024年春节假期居民出游半径227.9公里/yoy+10.1%)。考虑到2024年

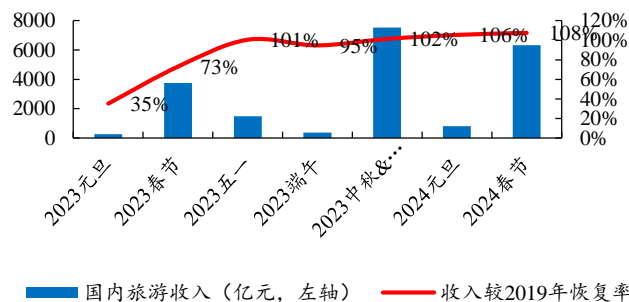
居民失业与薪资预期下消费力的约束持续、乡村居民出游占比高、自驾出行主导下出行距离较 2019 年同期（272.2 公里）仍有差距，综合影响下客单价恢复至 2019 年同期 90.5%，较 2023 年中秋国庆/2024 年元旦假期有所下滑。

**图26：2024 年春节假期国内旅游人次恢复至 2019 年同期 119%**



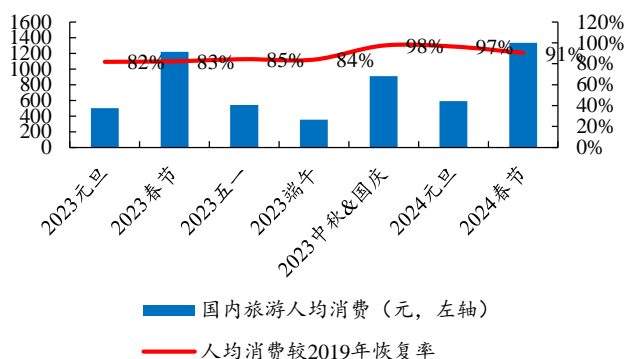
数据来源：文化和旅游部、开源证券研究所

**图27：2024 年春节假期国内旅游收入恢复至 2019 年同期 108%**



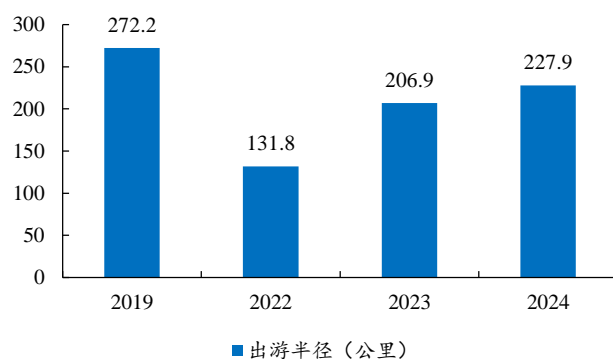
数据来源：文化和旅游部、开源证券研究所

**图28：2024 年春节假期国内旅游人均消费恢复至 2019 年同期 91%**



数据来源：文化和旅游部、开源证券研究所

**图29：2024 年春节假期游客出游半径较 2019 年降低 16.3%**



数据来源：中国旅游研究院公众号、开源证券研究所

结合 OTA 平台和重点旅游省市数据，假期国内旅游消费存在较多结构性亮点：  
 一是定制化出行快速渗透，根据携程，客单价更高的定制游，凭借自由、个性化的旅行体验订单量价增长亮眼，春节假期平台定制游订单同比增长超 5 倍，同时人均消费达 5300 元，同比增长 21%。

二是城市文旅流量的成功落地变现。元旦后新晋网红城市哈尔滨旅游热度贯穿春节假期始终，累计接待游客 1009.3 万人次/yoy+81.7%，实现旅游收入 164.2 亿元/yoy+235.4%，已成为国内城市文旅 IP 引导线上流量向实际客流转化的成功范例。同时由冰雪游话题裂变的旅游流量在春节窗口期内充分演绎，较早出圈的淄博，内蒙古、沈阳、吉林等受益于哈尔滨冰雪游流量外溢的周边省市、后续以古风国潮 IP 出圈的河南省等春节数据增长亦较为亮眼。

**表2：北方冰雪游省市春节假期旅游接待人次/收入增速相对领先**

省市	游客人次 (万人)	较 2023 年同期	较 2019 年同期	旅游收入 (亿元)	较 2023 年同期	较 2019 年增长
内蒙古	3140.55	476%		221.22	663%	

省市	游客人次 (万人)	较 2023 年同期	较 2019 年同期	旅游收入 (亿元)	较 2023 年同期	较 2019 年增长
沈阳	1112.13	124.20%		151.47	254.85%	
哈尔滨	1009.3	81.70%		164.2	235.40%	
广东	7606.9	68.40%	20.20%	693.6	160.80%	40.20%
吉林	2051.71	55.48%	22%	200.61	57.03%	22.88%
河南	5021.6	48.80%	56.30%	297.7	69.90%	65.10%
上海	1675.95	50%		191.22		
海南	951.45	44.80%	52.6%	151.27	62.70%	76.70%
湖北	1402.26	40.05%	70.38%			
北京	1749.5	37.40%	25.70%	286.5	40.60%	27.40%
福建	3257.47	36.50%	34.80%	277.18	77.6%	82.70%
湖南	3686.17	31.50%		651.61	40.80%	

数据来源：界面新闻、中国青年网、央广网、哈尔滨新闻网、南方新闻网、大河网、湖北文旅微信公众号等、开源证券研究所

**表3: 各 OTA 平台 2024 年春节假期国内出游报告一览**

OTA	OTA-2024 年春节假期旅游总结
携程	<p><b>出行半径上</b>，春节假期，跨省游订单占比 57%，同比 2023 年翻番增长；同时春节返乡潮带动中小城市旅游热潮，本地游占比达 24%，淄博、景德镇、大同、威海、泉州、洛阳、喀什、唐山、延边、开封等旅游订单增长较高，均超过 100%；2 个及以上城市多段出游订单占比超过 20%，较 2023 年提升 3 个百分点。</p> <p><b>客群分布上</b>，家庭游为主流出游方式，亲子订单、父母同行订单分别占比 45% 和 16%；境外游亲子门票订单占比高达 58%；机票订单中，亲子订单占比 42%，同比增长 8 成。</p> <p><b>旅游产品上</b>，自由、个性化旅行体验增长明显，平台定制游订单均价 2.8 万元，同比增长 24%；人均 5300 元，同比增长 21%，订单量同比增长超 5 倍。</p>
同程	<p>春节假期国内热门城市的机票、火车票、酒店预订同比涨幅均超过 3 成；山东淄博，春节假期旅游热度同比上涨 137%，威海、喀什、迪庆、锦州等城市旅游热度涨幅均超过 100%。</p>
去哪儿	<p>去哪儿平台上热门城市酒店预订同比 2023 年增长达 1.2 倍，三线及三线以下城市高星酒店预订同比增幅达 1 倍以上，单日预定高峰超 2019 年峰值；<b>春节假期（2.10-2.17）以“小机场”为目的地的机票预订量同比增近 2 倍，同时带动“小机场”城市景区预订量同比增长 1.8 倍。</b></p>
飞猪	<p>春节假期出游平均时长、预订客单价在 2023 年基础上提升约 10%，中长线游同比 2023 年大增超 3 倍，自由行的平均旅行日期较 2023 年提升 30%，订单大幅超越 2019 年同期。</p>

数据来源：携程黑板报公众号、同程旅行发言人公众号、航旅新零售公众号、红网、开源证券研究所

**景区：名山大川高景气度持续验证，休闲景区弹性凸显。**一线中远途自然景区客流在 2023 年相对高基数下整体依旧取得亮眼表现，其中峨眉山、九华旅游等寺庙游主题景区在春节假期具备刚需属性，单日客流均已接近景区承载上限；长白山天池景区因天气因素多日关闭拖累下客流实现翻倍增长，一季度冰雪游景气度持续获验证。人工景区受益于 2023 年开工延迟的低基数客流，假期经营弹性整体更优，其中天目湖、Club Med 等中高端休闲度假目的地在春节亲子游需求渗透下表现较为突出；春节灯会、庙会等传统民俗节事获热捧，乌镇等古镇类景区热度明显大幅攀升。**演艺方面**，曲江文旅旗下大唐不夜城因春晚西安分会场国风实景表演再度出圈，彰显西安文化 IP 生命力和公司创新能力，后续关注流量加持下业绩表现；宋城演艺春节假期佛山千古情项目取得开门红，期间 11 台“千古情”合计演出 506 场，较 2019 年同期+251%；总接待游客 272 万人次，较 2019 年同期+207%；总营业收入 2.2 亿元，较 2019 年同期+189%；“千古情”单日最高上演 81 场，较 2019 年同期的 203%。



**表4：2024年春节假期多个上市景区运行数据创历史新高**

景区上市公司	春节假期景区运行情况
黄山旅游	累计接待游客 20.8 万人次/yoy+26.78%，较 2019 年同期+44%。
九华旅游	累计接待游客 47.18 万人次/yoy+50%，较 2019 年同期+10%，创历史新高，实现旅游收入 4.73 亿元/yoy+47%，正月初五单日接待量 8 万人次，触及接待上限。
峨眉山 A	累计接待游客 40.03 万人次/yoy+44.03%；实现门票收入 3085.13 万元/yoy+54.05%，较 2019 年同期+7%。
丽江旅游	三条索道共计接待游客 19.13 万人次，较 2023 年春节增长 48.02%，其中，玉龙雪山索道接待游客 8.33 万人次，同比增长 76.61%；云杉坪索道接待游客 9.14 万人次，同比增长 21.59%；牦牛坪索道接待游客 1.66 万人次，同比增加 140.46%。演出业务方面，印象丽江接待游客数量 6.35 万人次，同比增长 67.41%。
三特索道	三特索道旗下项目累计接待游客 48.41 万人次/yoy+32.12%，较 2019 年同期+45.47%；营业收入 yoy+22.24%，可比口径较 2019 年黄金周+29.42%。
长白山	累计接待游客 7.61 万人次，按可比口径同比+127.84%。
天目湖	总接待人次 112.06 万，较 2023 年同期+127.69%；实现旅游营业收入 10401.5 万元，较 2023 年同期+72.92%，平均客房出租率达 76.29%。
中青旅	游客实购门票人数超过 50 万人次，比 2023 年同期翻番，综合收入突破亿元大关。
宋城演艺	11 台“千古情”合计演出 506 场，较 2019 年同期+251%；总接待游客 272 万人次，较 2019 年同期+207%；总营业收入 2.2 亿元，较 2019 年同期+189%；“千古情”单日最高上演 81 场，较 2019 年同期的 203%。
曲江文旅	曲江新区累计接待游客 789.73 万人次，登上春晚话题热榜第一。
复星旅文	Club Med 地中海俱乐部中国区总营业额(含境内及出境游)较 2023 年同期增长 48%，丽江度假村的七日平均入住率更达到接近满房的 99%；三亚亚特兰蒂斯于 2024 年春节假期再创新高，营业额较 2023 年同期增长 21%，超越 2019 年同期 34%；酒店平均入住率达 98%，平均每日房价达 5,786 元；度假区七日累计接待游客 28 万人次，较 2023 年同期增长 32%，较 2019 年同期增长 46%。

数据来源：中国黄山公众号、九华融媒公众号、四川经济网、丽江旅游公司公告、长白山管委会、天目湖旅游度假区公众号、乌镇景区公众号、三特旅游公众号、宋城演艺公众号、复星旅文公众号、开源证券研究所

### 3.2、出境游：免签政策献东风，有望开启加速修复通道

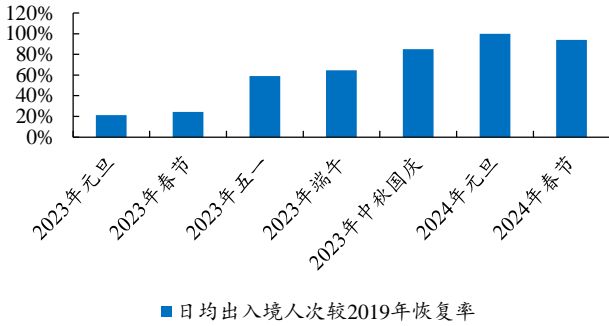
**春节假期出入境整体恢复至 2019 年同期 94%**。根据国家移民管理局数据，2024 年春节假期全国边检机关共从查验出入境人员 1351.7 万人次，日均 169 万人次，较 2023 年春节同期增长 2.8 倍，恢复至 2019 年春节同期 94%，低于节前官方预期，恢复度较 2024 年元旦假期有所下降。其中春节假期内地访澳累计 103.45 万人，可比口径较 2023 年和 2019 年同期+242%、+1.3%；内地访港累计 125.45 万人，可比口径较 2023 年和 2019 年同期+1056.9%、-21.7%。按照文旅部披露数据，春节假期入出境游约 683 万人次，其中入境游约 323 万人次，根据携程，平台假期入境游订单较 2019 年增长 48%。

**国际航班恢复至 2019 年同期七成水平，OTA 出境恢复度领先行业**。航班运力供给上，2024 年春节假期民航国际出港客运航班 6051 班次，日均恢复至 2019 年春节的 70.8%，出港区域主要集中在东亚与东南亚，泰国、韩国、日本位列前三；恢复率上 TOP1 泰国仅 6 成，新加坡、阿联酋、英国、德国、意大利等国航班恢复率已超 100%，美国航班仍维持在 2 成左右。根据携程数据，假期出境携程用车订单较 2019 年增长 53%，境外景区门票订单较 2019 年增长超 130%，“新马泰”等近程免签国家旅游订单较 2019 年增长超 30%；飞猪平台出境游预订量创下近 4 年峰值，同比 2023 年大增近 10 倍。排名前三十的海外目的地中，春节假期预订量超越 2019 年同期的已过半。

根据中旅院预测，出入境市场可能还需 4-5 个季度恢复到上一个周期峰值，当

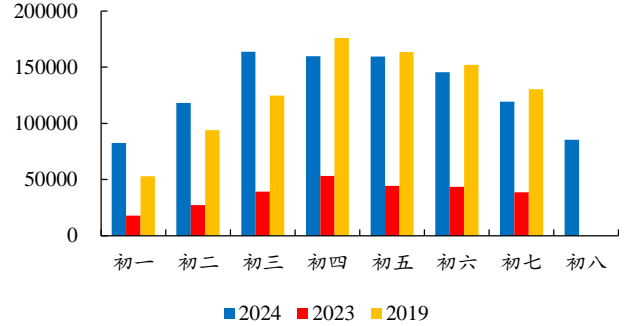
前签证层面释放较多利好下，2024年内出境游复苏趋势预计确定性较强，关注积极出海、业务领先大盘的头部OTA。

图30：2024年春节假期日均出境169万人次，恢复至2019年94%



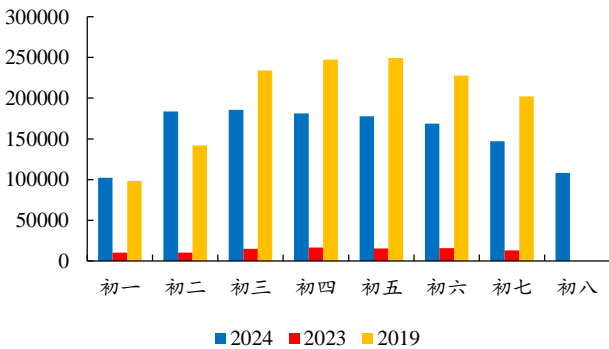
数据来源：国家移民管理处、开源证券研究所

图31：2024年春节假期内地访澳可比口径恢复至2019年同期101.3%（人）



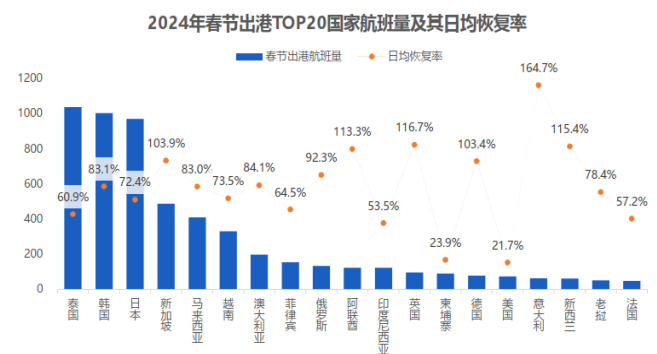
数据来源：澳门特别行政区旅游局、开源证券研究所

图32：2024年春节假期内地访港可比口径恢复至2019年同期78.3%（人）



数据来源：香港特别行政区政府入境事务处、开源证券研究所

图33：2024年春节国际航班日均恢复至2019年同期70.8%（架次）

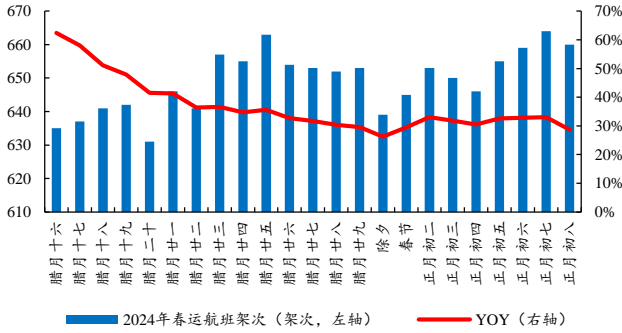


数据来源：航班管家

## 4、免税：海南旺季客流高增，离岛免税销售表现亮眼

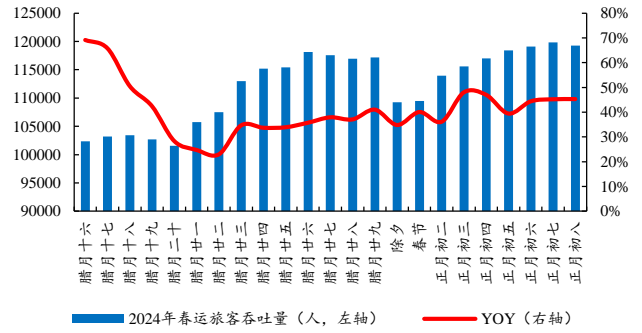
海南冬季度假客流增长超预期。2024年春运美兰机场客流持续高位运行，日均客流人人超11万人，春节假期保障航班5227架次，运送旅客92.95万人次，可比口径下分别同比增长+30.53%、+51.43%；凤凰机场假期累计执行航班3037架次，运送旅客65.1万人次，可比口径下分别同比-5.9%、+5.6%；博鳌机场保障航班起降413架次，运送旅客近6.4万人次，可比口径同比+45.42%、+90.63%。机场进岛客流整体超节前预期，互免签政策利好释放下，东南亚近程海岛度假型目的地对海南游客分流效应并不明显，将有助于部分修正市场对出境复苏下赴岛客流的悲观预期。同时凤凰机场因其部分机位处于维修状态，严重运力约束下，客座率整体达到93%，意味着未来承载运力补充后客流仍有增长潜力。

图34：2024年春节假期美兰机场执行航班同比+30.53%



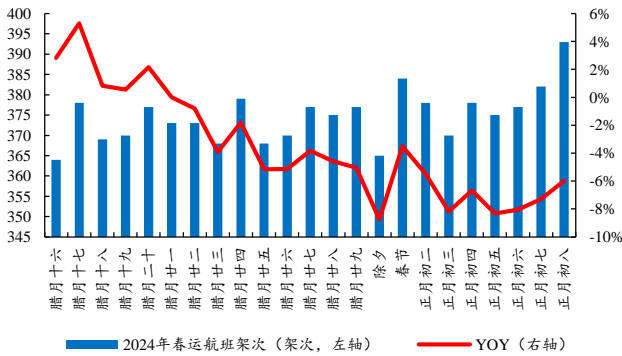
数据来源：海口美兰机场官方微博、开源证券研究所

图35：2024年春节假期美兰机场客流同比+51.43%



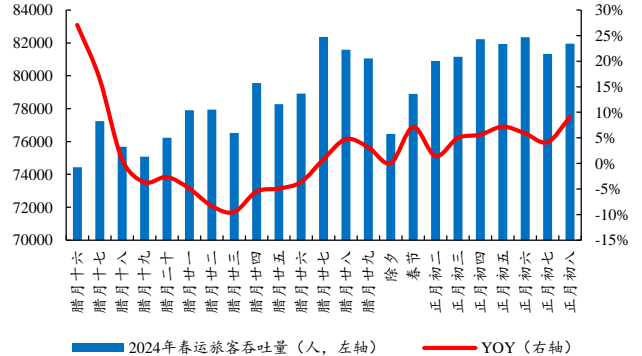
数据来源：海口美兰机场官方微博、开源证券研究所

图36：2024年春节假期凤凰机场执行航班同比-5.9%



数据来源：三亚凤凰机场官方微博、开源证券研究所

图37：2024年春节假期凤凰机场客流同比+5.6%



数据来源：三亚凤凰机场官方微博、开源证券研究所

**旺季客群买单能力平稳增长，利好岛内文旅+免税消费。**海南旅游厅数据显示，春节假期全省累计接待游客 951.45 万人次/yoy+48.8%，较 2019 年同期+52.6%；实现旅游收入 151.27 亿元/yoy+62.7%，较 2019 年同期+76.7%，整体收入端增速快于人次。从人均消费出发，全省过夜游客客单 4166 元/yoy+2.3%，全省一日游游客客单 592 元/yoy+25.7%。

**离岛免税销售表现亮眼，淡季持续性仍需跟踪。**据海口海关统计，春节假期（8 天）海南离岛免税销售额累计达 24.89 亿元，日均销售额 3.11 亿元/yoy+40%，创历史最高纪录；日均购物人次 3.72 万人次/yoy+66%，增速显著高于岛内客流表现，预计进店购物实际转化率较往年有所提升；客单方面，人均免税消费 8361 元/yoy-16%，主要系自 2023 年 5 月后海南加大代购打击力度，但较 2023 年中秋国庆、2024 年元旦假期环比上行。

表5：2024年春节假期日均离岛免税销售额 3.11 亿元/yoy+40%

统计口径	免税店数	免税店销售金额 (亿元)	销售金额 (亿元)	购物人次 (万人)	购物件数 (万件)	客单价 (元)	日均销售额 (亿元)	日均购物人次 (万人)	
2019年春节	7天	4家	6.00	6.01	12.2	64.3	4926	0.86	1.74
yoy									
2020年春节	7天	4家		2.76	5.82	35.08	4743	0.35	0.73
yoy							-4%	-60%	-58%

	统计口径	免税店数	免税店销售 额 (亿元)	销售金额 (亿元)	购物人次 (万人)	购物件数 (万件)	客单价(元)	日均销售额 (亿元)	日均购物人次 (万人)
2021年春节	7天	-0.30%	15	9.97	11.5	114	8670	2750.00	1.64
yoy							83%	796490%	126%
2022年春节	7天	10家	21.31	14.73	14.34		10277	2.10	2.05
yoy			42%				19%	-100%	25%
2023年春节	7天	12家	25.72	15.6	15.7		9936	2.23	2.24
yoy			20.69%				-3%	6%	10%
2024年春节	8天	12家		24.89	29.77		8361	3.11	3.72
yoy							-16%	40%	66%
2023年中秋 国庆节	8天	12家		13.3	17		7824	1.66	2.13
yoy							-14%	96%	129%
2023年元旦	3天	12家		4.75	6.57		7230	1.58	2.19
yoy							-14%	96%	129%

数据来源：海口海关、海南商务厅、开源证券研究所

## 5、酒店：春节高景气，县城市场大有可为

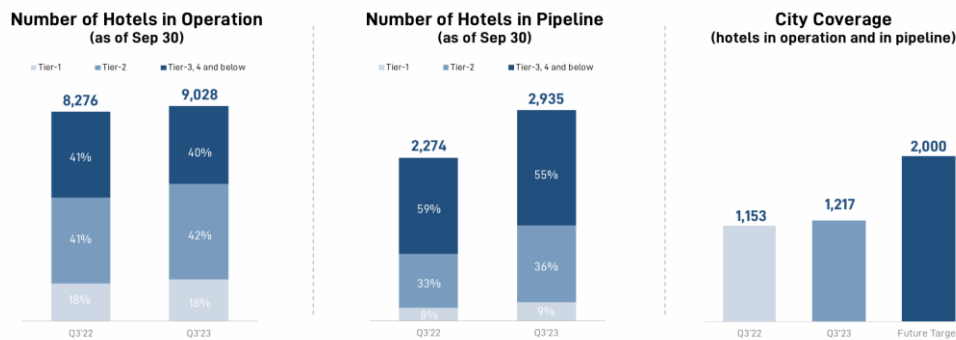
受益于旅游度假及探亲返乡，酒店市场春节迎来高景气，多家酒店集团预喜。

- (1) **同程旅行平台**：初一至初四，全国主要县城的酒店预订量同比增长超120%。从人群结构上看，回乡探亲客流、短途旅游客流构成了县城酒店的主要消费人群。
- (2) **锦江酒店**：截至2月1日，其2024年春节假期旗下酒店整体预订率是2023年同期的近4倍，有大幅提升。因“一南一北”趋势，东北、海南地区酒店预订率处于高位，其中哈尔滨的综合预订率已近70%。
- (3) **华住集团**：截至1月29日，2024年春节假期的酒店预订率是2023年春节假期期间预订率的近3倍，2024年春节假期不少三四线城市迎来酒店预订高峰，北海、文昌等城市预订率超60%，并持续升高。
- (4) **君亭酒店**：截至初六，集团旗下酒店经营业绩均全面超过2019年，其中直营酒店RvePar较2019年增长21.3%，较2023年春节同期大幅增长45%，平均房价和出租率大幅提升。全部酒店营业收入超过1亿元，累计接待超过60万人次，集团半数以上酒店春节同期经营业绩均创历史新高。
- (5) **岭南控股**：除夕至初六，岭南控股酒店业务实现总体收入同比2023年增长约30%，其中城央酒店收入全面超越2019年同期，客房收入同比2019年大涨超60%。

春节返乡映射县城市场大有可为，关注高性价比、积极布局低线市场的华住集团。华住集团创始人季琦也表示，酒店业将迎来又一个黄金机遇期，尤其是在三四线城市市场。县城市场拥有近300个地级市，2800多个县城，近10亿的人口规模，目前，中国一线、二线、三线及四线以下城市的连锁化率依次是44%、36%、25%及

14%，相对于发达国家的 70% 以上，我国三四线城市的酒店业有着更大的增长空间。

图38：华住待开业酒店中 55% 位于三线及以下城市



资料来源：华住 2023Q3 业绩会 PPT

## 6、餐饮：偏日常消费，表现弱于旅游

因餐饮属性偏日常消费，且上市公司门店仍以一二线城市为主，受春节拉动相对有限，表现弱于旅游。海底捞同比数据较优。

- (1) **海底捞**：根据久谦数据，2024 春节期间（除夕至初七），实现销售额 10.07 亿元，同比增长 7.5%，翻台率 5.4，同比增长 4.8%，客单价 99.5 元，同比下降 0.5%。
- (2) **太二（九毛九）**：根据久谦数据，2024 春节期间（除夕至初七），实现销售额 0.89 亿元，同比增长 5.6%，翻座率 3.0，同比下滑 20%，客单价 76.8 元，同比增加 3.2%。
- (3) **喜茶**：根据久谦数据，2024 春节期间（除夕至初七），实现销售额 3.21 亿元，同比增长 187.9%，主因 2023 年大举开店，店均日销杯数 683 杯，同比下滑 27.1%，客单价 38.6 元，同比下降 2.9%。
- (4) **奈雪的茶**：可比口径下，2024 年春节同店-20%，较 1 月同店-29%提升 9 个百分点，公共假日口径下(2024 年除夕不是公假)，同店-14%。

表6：春节期间海底捞、太二、喜茶销售额分别同比+7.5%/5.6%/187.9%

品牌	销售额 (亿元)		翻台率/翻座率/ 店均日销杯数		客单价	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
海底捞	9.37	10.07	5.2	5.4	100.0	99.5
YOY		7.5%		4.8%		-0.5%
太二	0.84	0.89	3.7	3.0	74.4	76.8
YOY		5.6%		-20.0%		3.2%
喜茶	1.12	3.21	938	683	39.8	38.6
YOY		187.9%		-27.1%		-2.9%

数据来源：久谦咨询、开源证券研究所（区间为除夕至初七，数据为久谦抓取，与实际有所偏差，以上市公司口径为准）



## 7、风险提示

项目落地不及预期、出行不及预期、行业竞争加剧等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn