

# 社服行业3月投资策略

## 节后出行链表现波动，把握高景气教育板块

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：节后出行链表现波动，把握高景气教育板块



- **3月观点：**3月进入财报季，目前市场环境下财报表现与股价走势密切相关，从我们的跟踪来看，教育板块中K12教培、公考、高教等细分赛道预计保持高景气或者稳健增长态势；人力资源服务行业依然受大环境扰动。就出行产业链而言，春节黄金周表现亮眼但有部分假期安排因素提振，2月下旬以来有所走弱，在去年疫后回补性出行高基数影响下，今年整体增长态势可能前低后高，但力度可能需要持续跟踪，目前旺季更旺淡季更淡的特征较为显著。
- **投资建议：**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A股学大教育、华图山鼎等，港股携程集团-S、卓越教育集团、天立国际控股、思考乐教育等。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。
- **2月行情复盘：**2024年2月社服板块涨8%，跑输大盘1pct。春节后A股市场迎全线反弹，2月沪深300涨9%，月底再次进入调整态势。其中社服板块累计涨8%，主要系春节出行数据的良好催化以及前期跌幅较深，但节后休闲商旅双重放缓带动板块调整。
- **两会要闻：**1) 扩大服务消费。2013年至2023年，居民人均服务性消费支出占比从39.7%提升到45.2%，下一步将重点推进服务消费工作。2) 全力以赴稳外贸，鼓励企业多参加境内外的各类展会，推动便利商务人员签证申领，支持企业开展贸易促进和供采对接。
- **春运跟踪：**春运40天旅客运输量84亿人次，呈现前高后低态势。根据交通运输部数据，2024年春运40天（1.26-3.5）全社会跨区域人员流动量超84亿人次，略低于此前官方预测（约90亿）。其中铁路与民航数据分别较2019年同期增长18.8%、增长14.5%。8-9天假期下的“返乡+旅游”模式带动，黄金周出行表现良好，但节后出行数据有所回落，我们分析系：1) 春节集中释放后淡季更淡；2) 全国多数区域降温天气，影响出游情绪；3) 今年春节法定节假日结束与寒假结束时间点相近，影响亲子游延续；4) 商旅出行仍跟随经济渐进复苏。
- **旅游：**1) 去年8月以来我国入境签证政策持续优化，新增对瑞士等6国免签政策试运行，中旅部预计2024年入境游有望完全恢复，较此前约恢复5成的预期上调。2) 国内游冰雪延续高景气，1-2月，长白山景区客流共42.9万人次，较2019年同期增长273%。3) 受益于线上化渗透率提升及效能改善，携程2023年业绩验证靓丽，利润较2019年翻倍。4) 宋城演艺：花房已公布复牌指引所需文件，静待审核通过。
- **免税：**根据海口海关数据，春运40天，海南离岛免税销售额实现74亿元，同比下降17%（量+5%，价-21%）。3月1日横琴正式启动封关，其中“二线”参照自澳门进入境内的进境物品适用的有关规定监管、征税。海汽集团调整对价等收购海旅免税，受大环境及免税环境变化，此次收购资产对价、配套融资、业绩承诺等金额均明显下修，公司拟3月6日复牌。
- **酒店：**根据STR数据，春节黄金周8天，境内酒店OCC和ADR分别恢复至2019年同期的115%和105%，RevPAR恢复至121%；其中锦江酒店RevPAR同比2023年春节假期增长45%，领先行业。结合最新数据跟踪，节后RevPAR较疫前出现缺口，预计主要系商旅需求复苏相对渐进有关。锦江酒店、首旅酒店发布“提质增效重回报”及控股股东12个月内自愿承诺不减持公告。
- **其他：**1) 瑞幸咖啡门店与用户规模快速扩张，竞争加剧下Q4门店利润率阶段环比回落，但全年仍获得显著的收入和利润增长表现；海底捞2023年财报盈喜，利润创历史新高，初步探索加盟模式；九毛九2023年业绩预喜，盈利能力环比走低；奈雪的茶放宽加盟政策。2) 澳门博彩恢复放缓，2月澳门博彩毛收入恢复至2019年同期的73%，环比下降5pct，春节后有所调整。
- **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

3月投资建议：教育板块有望维持高景气，节后出行链表现仍需跟踪

02

2月板块复盘：社服板块略跑输大盘，教育、在线旅游公司领涨

03

春运跟踪：春运40天旅客运输量84亿人次，呈现前高后低态势

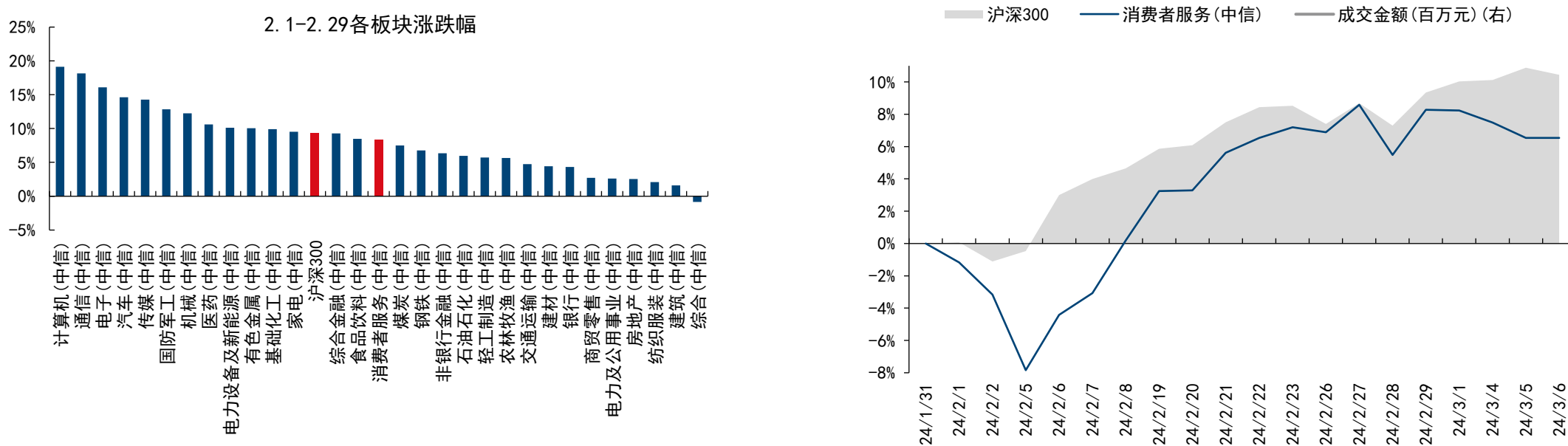
04

子行业：节后免税酒店景区行业经营平稳，2024年入境游有望全面恢复

# 板块复盘：春节后A股全线反弹，社服板块阶段跑赢大盘，但月底有所调整

- 2024年2月社服板块整体涨8%，跑输大盘1pct。A股春节后市场迎来全线反弹，2月沪深300涨9%，月底再次进入调整态势。各板块看，科技板块领涨，消费板块整体处于中游，其中社服板块累计涨8%。
- 在春节出行数据的良好催化下，叠加前期跌幅较深，节后社服板块阶段跑赢大盘，元宵后休闲商旅双重放缓带动板块调整。

图：2024年2月各板块涨跌幅及消费者服务指数走势



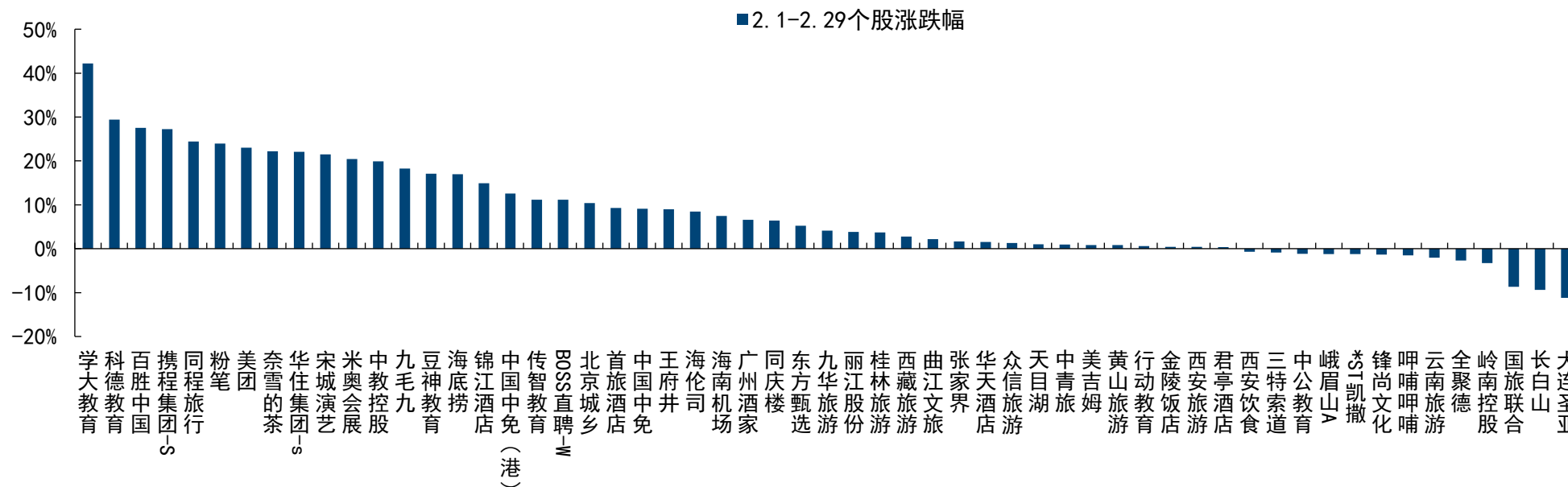
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 基本面景气与AI催化的教育板块、财报验证突出与效能改善的OTA板块领涨



- 个股总结：A股AI利好+基本面高景气的教育板块领涨，港股出行链在春节效应和部分公司2023年财报预喜催化下领涨。
- 领涨个股TOP10：学大教育、科德教育、百胜中国、携程集团-S、同程旅行、粉笔、美团、奈雪的茶、华住集团-S、宋城演艺。
- 领跌个股TOP10：大连圣亚、长白山、国旅联合、岭南控股、全聚德、云南旅游、呷哺呷哺、锋尚文化、\*ST凯撒、峨眉山A。
- 权重股方面，出行中的预订和住宿环节涨幅良好：携程、同程领涨，主要系财报表现突出上修2024年预期及外围流动性压力相对缓解。华住、首旅、锦江分别涨22%、15%、9%，此前相对超跌，春节经营数据良好带动板块有所修复。宋城演艺涨21%，春节期间核心项目表现突出，且花房复盘有望逐步推进。中国中免录得相对收益，主要系春节黄金周数据相对平稳缓和前期悲观情绪。

图：2024年2月个股涨跌幅



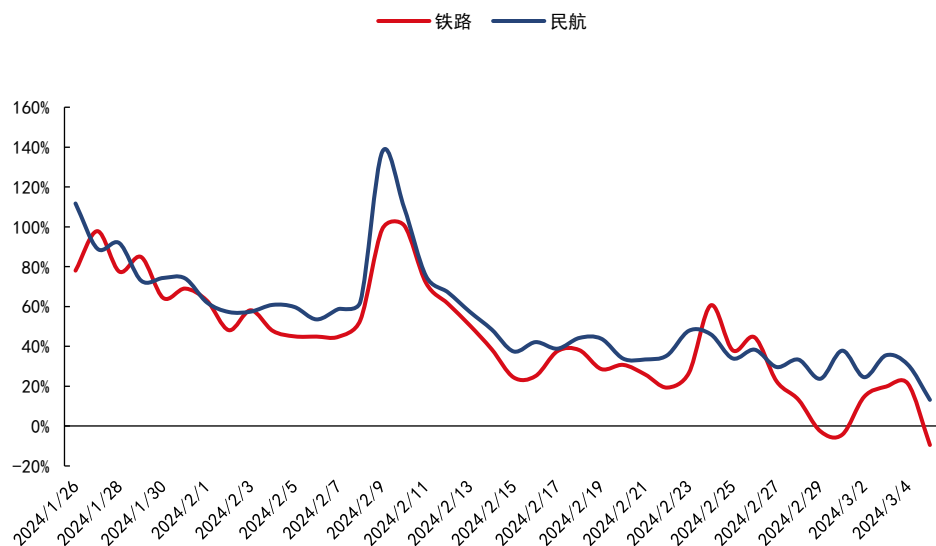
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 十四届全国人大二次会议、全国政协十四届二次会议将分别于3月5日、3月4日在北京开幕。我们整理社服板块相关信息如下：
- 扩大服务消费。商务部指出，今年促消费有两项重点工作，一是推动汽车、家电、家装厨卫等消费品以旧换新，一是提振服务消费。近几年，我国服务消费快速发展。2013年至2023年，居民人均服务性消费支出占比从39.7%提升到45.2%，提高了5.5个百分点。未来一段时期，服务消费的空间和潜力还很巨大。下一步，我们将会同有关部门重点推进服务消费工作。
  - 相关标的：整体社服板块。
- 全力以赴稳外贸。针对外贸面临的困难和不确定性，我们在政策上靠前发力，提前做足了准备，全力以赴稳外贸。主要从三个方面加大支持力度：一是金融服务方面，我们将进一步加强对外贸企业特别是中小微企业的金融服务保障，打出提前量。二是贸易促进方面，我们将继续办好广交会、进博会、服贸会、消博会、数贸会等这些展会，发布贸易促进信息和国别贸易指南，同时鼓励企业多参加境内外的各类展会。三是人员往来方面，中外航班往来在进一步恢复，我们将会同相关部门持续加以推进，推动便利商务人员签证申领，支持企业开展贸易促进和供采对接。从中长期来看，关键是要培育外贸新动能，推动外贸高质量发展，重点从拓展中间品贸易、促进跨境电商出口、提高贸易数字化水平、推进贸易绿色发展四个方面发力。
  - 相关标的：米奥会展、兰生股份等。

# 2024年春运跟踪：春运40天旅客运输量84亿人次，呈现前高后低态势

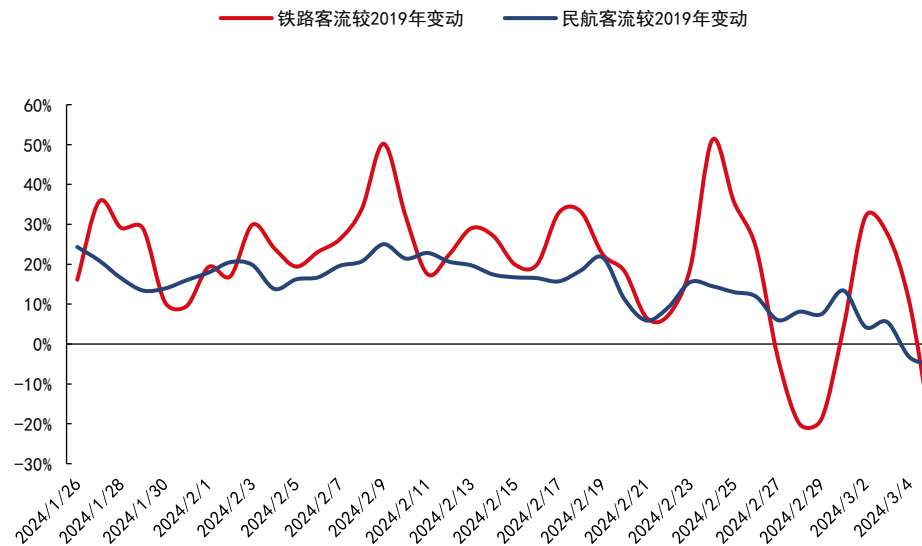
- 根据交通运输部数据，2024年春运40天（1.26-3.5）全社会跨区域人员流动量超84亿人次，略低于此前官方预测（约90亿）。其中，铁路与民航运输旅客人次好于官方预测。2024年春运期间铁路、自驾、民航、公路营业性客流、水路分别为4.8、67.2、0.8、11.1、0.3亿人次，其中铁路与民航数据分别较2019年同期+18.8%、增长14.5%，略好于此前官方预测（18%、9.8%）。
- 8-9天超长假期的“返乡+旅游”模式带动下，整体表现良好，但趋势上呈现出前高后低，我们分析主要原因为：1、春节集中释放后淡季更淡；2、全国多数区域降温天气，影响出游情绪；3、今年春节法定节假日结束与寒假结束时点相近，影响亲子游延续。4、商旅出行仍然跟随经济周期渐进复苏。

图：2024年春运铁路与民航客流较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：2024年春运铁路与民航客流较2019年同期变动

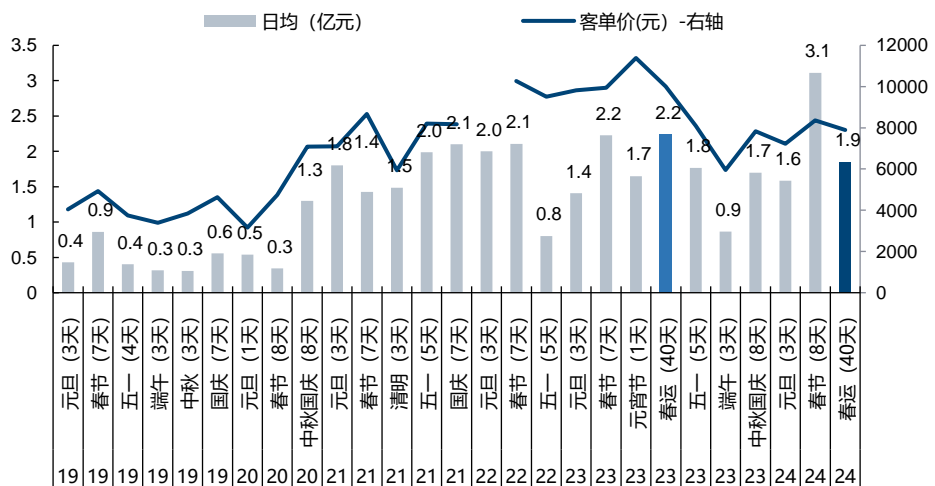


资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

# 免税：春运40天海南免税销售同比表现平稳，横琴正式封关运行

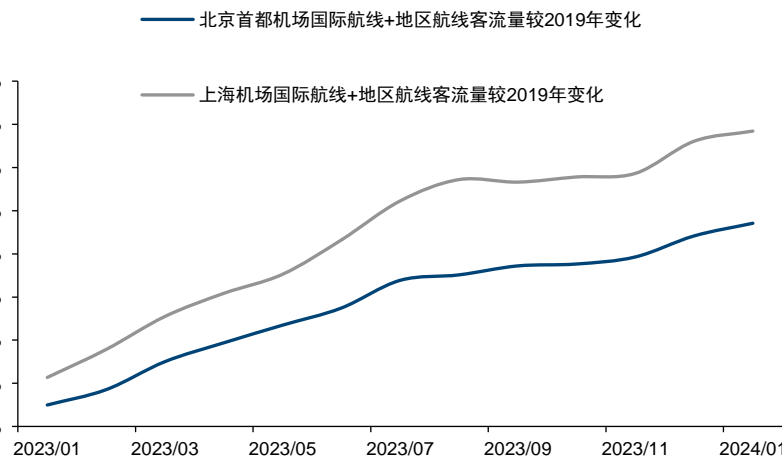
- 根据海口海关报道，春运40天，海南离岛免税销售额实现74亿元，同比下降17%，日均销售额约1.9万元，继续呈现量增价减态势。
  - 客流量同比提升：春运40天，海南三大机场进出岛旅客吞吐量超765万人次，同比增长23%。
  - 转化率同比下降：春运40天，海南离岛免税购物人次93.8万，同比增长5%，转化率同比下降2pct。
  - 客单价同比下降：春运40天，海南离岛免税客单价约7900元，同比下降21%，但环比Q4仍呈现上升态势。
- 出入境免税：2024年1月上海机场、首都机场国际客流分别恢复至2019年同期的68%、47%，上月为66%、44%，呈现渐进复苏态势。
- 3月1日横琴正式启动封关，实施“一线”放开、“二线”管住的税收政策及监管模式，其中“二线”对人员进出不作限制，参照自澳门进入境内的进境物品适用的有关规定监管、征税，主要指对免税物品海关进行监管和税收征免。

图：海南离岛免税销售额情况



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图：出入境客流较2019年恢复度



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：横琴封关



资料来源：广东普法公众号，国信证券经济研究所整理

# 免税公司：中国中免重视利润考核，海旅集团再次调整对价收购海旅免税



- **中国中免**：2023年1月系历史高基数，同比稍显平稳本在预期范围内，从3月中旬开始逐步基数压力有望明显缓解。此外在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，同时在经营层面出入境租金优化落地及航班持续恢复，以及海南积极提升精品品类均有助于改善利润率水平。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。
- **海汽集团**：调整对价等收购海旅免税，公司拟3月6日复牌。公司公告，拟向海南旅投发行股份及支付现金购买其持有的海旅免税100%股权。同时，上市公司拟以向不超过三十五名符合条件的特定对象发行股份的方式募集配套资金。受大环境及免税环境变化，本次收购资产对价、配套融资、业绩承诺等金额均明显下修。

图：海汽集团收购海旅免税新旧方案对比

海汽集团收购海旅免税新旧方案对比		
调整项目	前次方案(2023年4月)	本次调整方案 (2024年3月)
交易作价	海旅免税100%股权的交易作价为40.80亿元。	海旅免税100%股权的交易作价 为20.37亿元
发行股份购买资产 发行价	发行股份购买资产发行价格为11.09元/股	发行股份购买资产发行价格为 12.86元/股
发行数量	股份支付合计为34.68亿元，向海南旅投发行 312,743,282股。本次发行股份的数量以上交所审核并 经中国证监会注册确定的股份数量为准。	股份支付合计为17.32亿元，向海南旅投发行134,649,650 股。本次发行股份的数量以上交 所审核并经中国证监会注册确定 的股份数量为准。
股份支付 对价及现金支付 对价	交易作价为40.80亿元，其中以发行股份的方式支付交易对价的85%；以现金方式支付交易对价的15%，即6.12亿元。	交易作价为20.37亿元，其中以发行股份的方式支付交易对价的85%，以现金方式支付交易对价的 15%，即3.06亿元。
募集资金的 金额、发行 数量及用途	拟募集配套资金总额不超过14亿元，发行股份数量及价格按照中国证监会 和上交所的相关规定确定。 募集配套资金中6.12亿元用于支付本次交易的 现金对价，其余用于补充流动资金以及支付本次交易相关税费及中介机构费用等（补流不超交易对价25%）。	拟募集配套资金总额不超过 7.38亿元。发行股份数量及价格按照中 国证监会和 上交所的相关规定确定。 募集配套资金中3.06亿元 用于支付本次交易的 现金对价， 其余用于补充流动资金 以及支付本次交易相关税费及中介机构费用等（补流不超交易对价25%）。
业绩承诺	标的公司扣非净利润：2023/2024/2025 年度净利润不低于1.98/3.26/4.80亿元； 如果业绩承诺期顺延至2026 年，则2026 年度净利润不低于5.87亿元。以上净利润指扣非净利润	剔除华庭项目，标的资产扣非净利润： 2024/2025/2026年度净利润各不低于 1.61/1.82/2.02亿元；如果业绩承诺期 顺延至2027年，则2027年度净利润不低 于2.21亿元。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

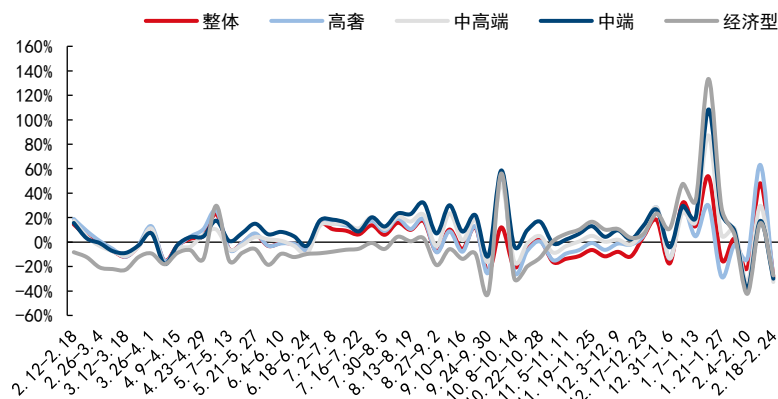
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 酒店：近期酒店行业数据回落，国企酒店龙头相继发布“提质增效重回报”公告



- 春节良好出游表现带动酒店行业增势尚可，龙头同比趋势突出。根据STR数据，春节黄金周8天，境内酒店OCC和ADR分别恢复至2019年同期的115%和105%，RevPAR恢复至121%，主要是返乡+超长假期助力下，居民整体呈现出较强的出游意愿。同比来看，RevPAR同比增长25%，其中OCC+28%、ADR-2%，价格延续了元旦假期的趋势。从不同酒店级别的层面来看平均房价，经济型酒店增长幅度最为明显，预计与返乡有关。其中龙头表现尤其突出，根据锦江酒店BI数据，2024年春节假期公司旗下境内有限服务酒店整体RevPAR同比2023年春节假期增长45%，其中境内经济型酒店RevPAR同比增长54%，境内中端酒店RevPAR同比增长40%。
- 近期酒店行业同比表现相对平淡，我们预计系去年同期节后报复性商旅需求释放带来的高基数及今年商旅需求恢复渐进影响。结合STR最新数据跟踪，境内酒店整体RevPAR同比-28.8%，OCC-18.9pct，ADR-2.8%（2023年同期较2019年分别+4.7%/+3.2pct/-0.2%），即RevPAR较疫前出现缺口，结合近期航班数据相对平稳的情况，我们预计主要系商旅需求复苏相对渐进有关。
- 锦江、首旅发布“提质增效重回报”及控股股东12个月内自愿承诺不减持公告，有望维护市场投资者信心。

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

图：今年以来，各不同定位酒店出租率较2019年变化情况

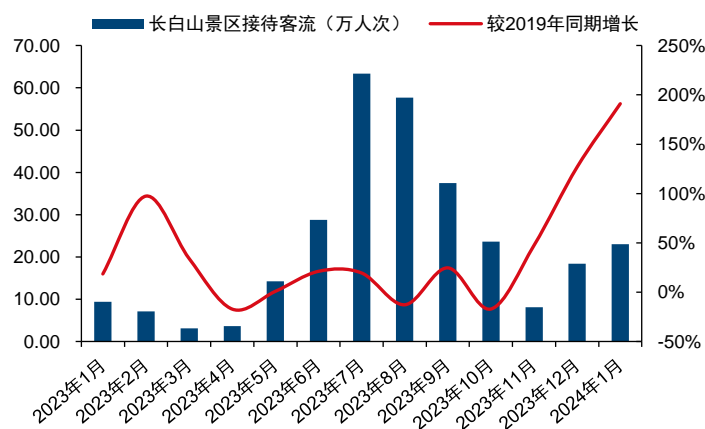


资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

# 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

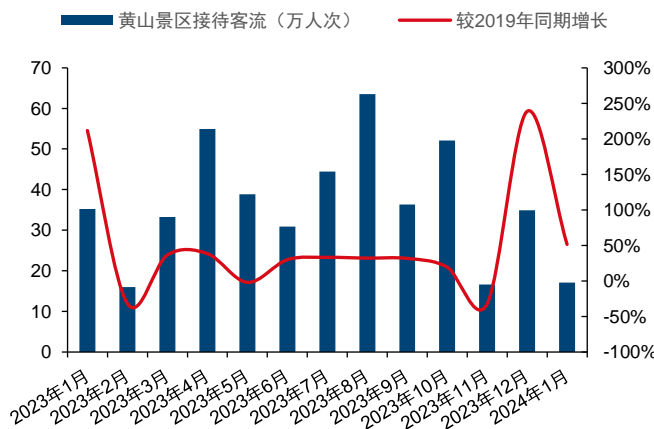
- **东北高热度旅游带动下，冰雪游维持较高景气度。** 1-2月，长白山景区客流共42.9万人次，同比增长162%，较2019年同期增长273%。2023年Q1-4分别实现20、47、159、50万人次，其中一季度客单价通常为四个季度最高，温泉等贡献。
- **自然景区仍是自带IP属性的旅游首选目的地，春节后景区客流同比表现预计相对平稳。** 2024年1月，黄山风景区接待客流较2019年同期增长51%，表现良好。受春节集中释放及全国多数区域降温天气扰动，节后景区客流增长预计相对平稳。整体旅游仍是人们追求美好精神体验的优先选择，根据中国青年报社社会调查中心，旅游出行、健美健身、国潮元素是年轻人消费热情最高的三方面。
- **在消费力渐进复苏背景下，旺季和淡季延续反差态势。** 2023年以来，整个旅游市场呈现出“旺季更旺、淡季更淡”的特征，我们分析在消费力渐进复苏背景下，作为旅游消费的核心客群之一的中产家庭预计仍会把亲子游作为必选支出，从而使得旺季表现良好；同时，考虑到旅行团是平滑淡旺季的有效抓手，但疫后的恢复度也显著低于自由行，进一步使得淡季更淡。

图：长白山2023年1月至今客流跟踪



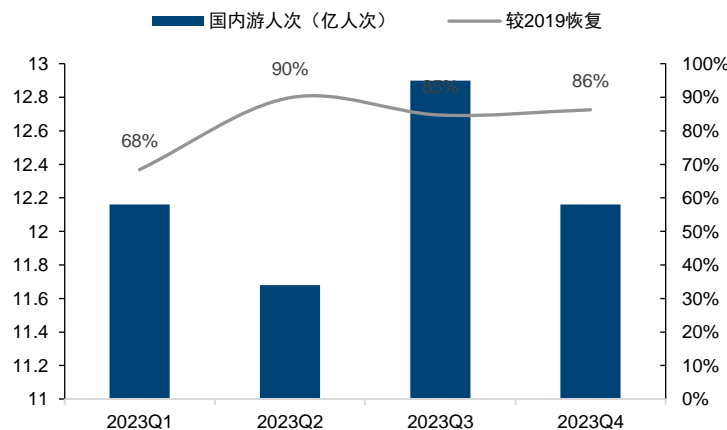
资料来源：长白山管委会，国信证券经济研究所

图：黄山2023年1月至今客流跟踪



资料来源：黄山市人民政府官网，国信证券经济研究所整理

图：2023年各季度国内游旅游人次及恢复度



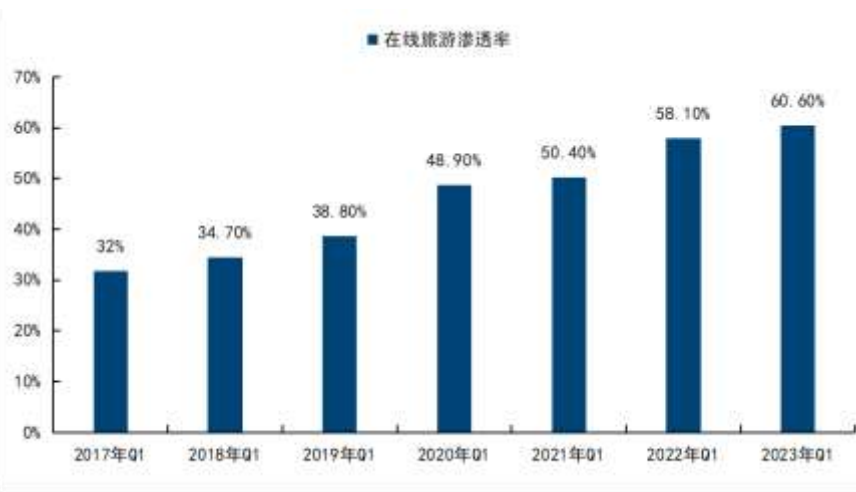
资料来源：文旅之声，国信证券经济研究所整理

# OTA：受益于线上化渗透率提升及效能改善，携程2023年业绩验证靓丽

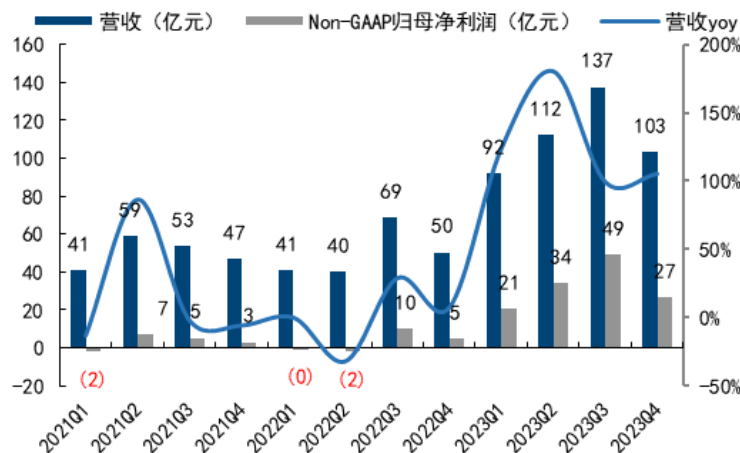


- 预约出行习惯养成带动线上化渗透率显著提升。根据中国旅游研究院与深大智能游憩场景科技联合实验室面向8000余家景区开展数据监测并结合专项调研数据，2023年预约出游人次增速显著，景区在线预约人次同比2019年增长170%，从细分类别看，各类旅游景区预约规模均有大幅增长，其中国家5A级旅游景区持续占据市场客源优势，旅游预约增速高于其他景区。
- 携程集团2023年业绩验证靓丽，当年Non-GAAP净利润较2019年翻倍。2023年公司收入445亿元、归母净利润99亿元、Non-GAAP净利润131亿元，较2019年分别增长25%、41%、100%。全年Non-GAAP净利率29%，较2019年增加11pct，创新高。业绩显著超预期的原因分析：公司Q4国内游增速虽然环比Q3有所回落回到Q2水平，但是出境游业务逐季恢复截至Q4已恢复到80%以上（春节已基本恢复100%），而且国际业务持续强劲增长。此外，在强劲回补性出游需求之后，Q4淡季营销性支出占比仍然维持相对良好水平，使得盈利能力表现强劲。

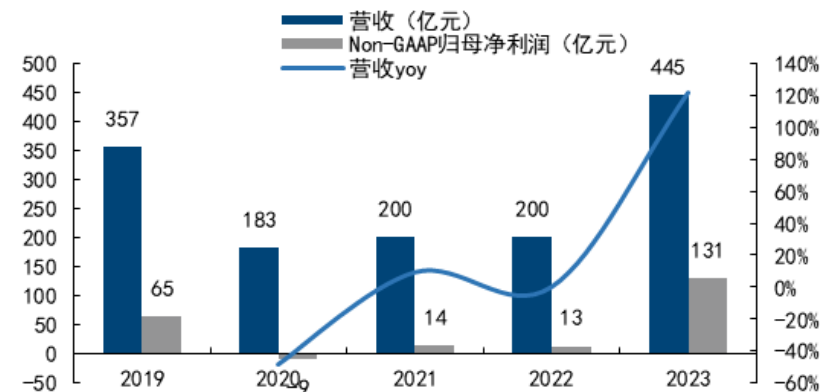
图：2017年以来国内在线旅游渗透率变化



图：携程集团2021Q1-2023Q4收入及Non-GAAP业绩变化



图：携程集团2019-2023年收入及Non-GAAP业绩变化



资料来源：Fastdata极数：《2023年中国旅游业复苏趋势报告》，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

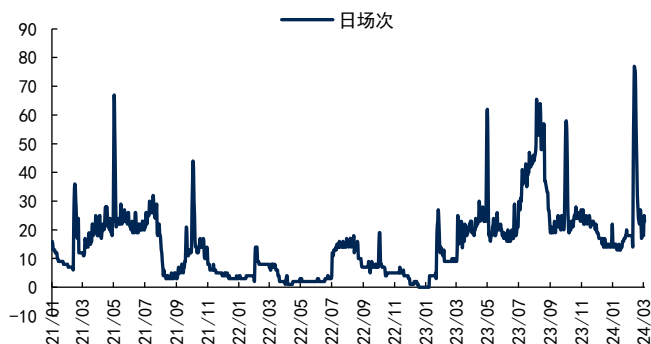
资料来源：公司公告、Wind、证券经济研究所整理

# 演艺：花房完成复牌指引，宋城演艺核心项目基本面表现良好



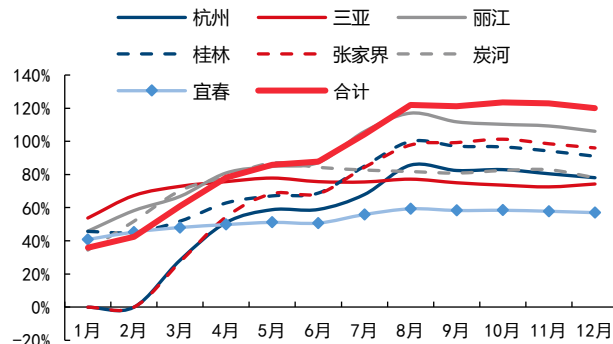
- **花房集团公告2022年及2023H1财报，至此复牌指引所需必要材料均已公告。**据此公司后续可以向联交所申请复牌程序，待联交所正式审核同意后预计即可复牌。同时，目前花房财报及独立调查报告中已说明：1) 除在2022年财报中确认的约1.55亿元人民币拨备及被投公司投资的公允价值减少约0.19亿元人民币外，冻结账户并未对集团的财务状况及业务运营产生任何其他重大影响。2) 截止2023年9月底，此前花房投资子公司涉及刑事案件，刑事调查已结束，相关政府机构未将花房集团任何成员公司列为犯罪嫌疑人。截至2024年2月29日，花房集团并未接获有关政府机关将其列为犯罪嫌疑人的通知。
- **预计宋城演艺后续花房减值可控，等待年报保留事项消除推进。**从宋城演艺角度，此前公告对花房计提减值，减值后对应花房集团估值接近其净资产（截至2023H1末，花房集团总资产25.7亿元，其中18.7亿元现金；总负债4.5亿元，净资产21.2亿元），短期进一步减值风险预计可控。后续若花房顺利复牌、同时深交所对关于更换会计师事务所事宜的回复函审核同意后，我们预计宋城演艺年报保留事项也有望得以解决。
- **基本面方面：**1月、2月演出总场次分别为476场、942场，同比增长121%、251%。其中春节后佛山项目维持在平日2-3场，周末5-8场，表现良好。伴随跟团游的进一步复苏，预计核心项目在去年Q1相对低基数背景下获得良好增长。

图：宋城演艺日均演出场次（场）



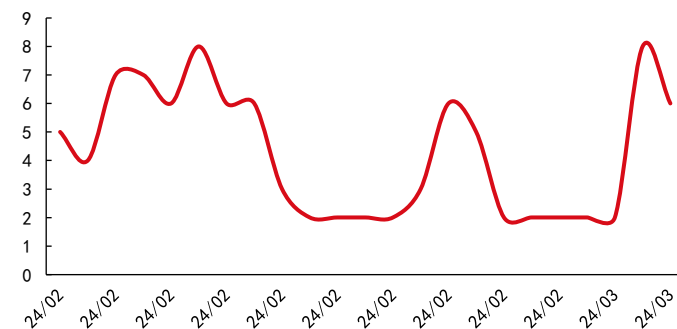
资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺较2019年平均月场次恢复度



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：佛山千古情春节演出场次（场）



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

# 出入境游：新增6国入境免签政策，2024年入境游有望全面恢复



- **出境游**：2月出境游国家中亚洲占比近8成，赴韩、泰、日航班量排列前三，新加坡、阿联酋、英国等地超2019年水平。根据第三方平台统计，2024年2月国际航班量基本恢复至2019年同期72%左右，恢复较1月的65%进一步提速。从不同目的地看，2月境内→韩国、泰国、日本航班量居前三，分别恢复至86%、62%、74%；新加坡、阿联酋、英国航班已实现完全恢复，其中新马泰免签后境内游客增长显著。
- **入境游**：新增6国入境免签政策，2024年入境游有望全面恢复。去年8月以来我国入境签证政策持续优化，新增对瑞士等6国在2024年3月14日至11月30日期间的免签政策。同时，文化和旅游部正积极出台“入境旅游促进计划”，为入境游客提供更多高质量旅游产品和更多便利化服务。从实际恢复表现看，2023年，全国移民管理机构查验中国港澳台居民和外国人出入境总人次恢复到2019年的67%。分季度来看，Q1-4分别恢复约42%、65%、77%、86%。2024年春节期间入境游订单总量较2019年大幅增长，新增可免签入境中国的国家游客增长明显。根据中国旅游研究院国际研究所，伴随国际航线不断恢复、入境便利度进一步提升、入境旅游供应链的持续修复以及今年各级旅游目的地及市场主体的积极推广，2024年我国入境旅游的恢复前景较为乐观，放眼全年整个入境旅游市场很有可能恢复到疫前水平。

图：国际游客数量较2019年变化



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：2月国际出港航班目的地区域占比



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

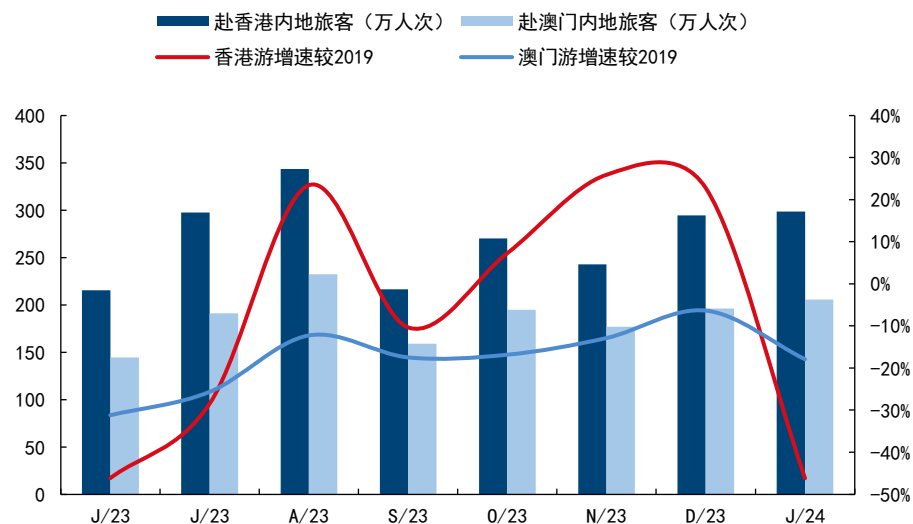
图：新增免签国家航班恢复度



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

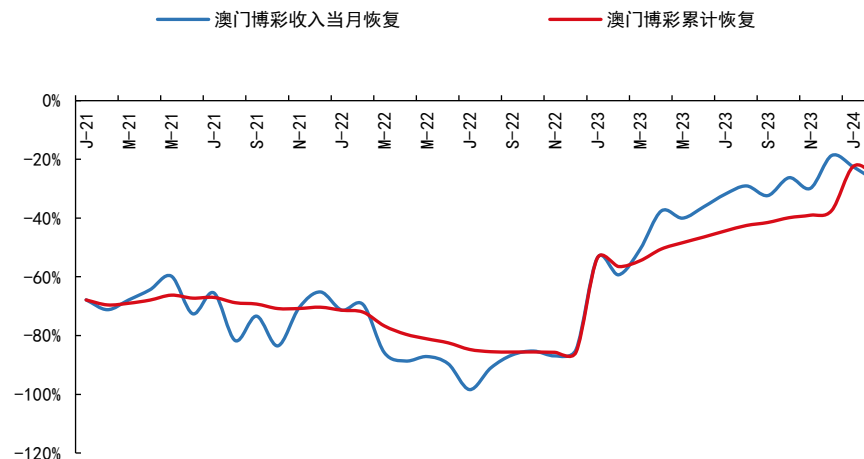
- 1月港澳游恢复度环比放缓，西安被纳入港澳“个人游”城市。1月境内赴港旅客较2019年同期恢复54%；赴澳游旅客恢复至2019年同期的82%。3月6日起，西安被纳入赴港澳“个人游”城市，是国家移民管理局丰富境内居民往来港澳政策的又一具体举措。
- 2月博彩收入恢复放缓。根据中国澳门博彩监察协调局数据，2月澳门博彩毛收入为184.9亿澳门元，恢复至2019年同期的73%，环比下降5pct，预计与节后需求相对回落及2019年同期贵宾中介人举办春茗晚宴博彩收入高基础影响。1-2月博彩毛收入共378.2亿澳门元，恢复至2019年的75%。

图：赴港澳游恢复情况



资料来源：旅游官网，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

## ■ 近期，多家公司餐饮公司发布2023年业绩情况，汇总如下：

- **海底捞：海底捞2023年财报盈喜，利润创历史新高。**2023年，公司预计实现持续经营收入（剔除特海国际业务）超414亿元，同比增超33%；预计净利润超44亿元，同比增超168%。2023H2，公司预计实现持续经营收入超225亿元，同比增超58%；预计实现净利润将不低于人民币21.4亿元，同比增超12%。2023年有近30家硬骨头门店复开，全新选址的新店共9家，在北京探索了2家高性价比的子品牌“嗨捞火锅”。
- **九毛九：2023年业绩预喜，盈利能力环比走低。**2023年，九毛九预计实现收入超59.86亿元，同比增超49.4%；预计净利润超4.5亿元，同比增超812.8%。2023H2净利率约7.3%，环比2023H1（7.7%）边际走低，若剔除汇率贬值一次性因素影响（2023H1产生汇兑亏损4580万元，下半年预计部分冲回）利润率环比同样走低，核心系1）同店表现23H2边际走低；2）Q4加大促销力度；3）Q4门店密集开出开办费用较大综合所致。
- **瑞幸咖啡：2023Q4门店与用户规模快速扩张，门店利润率环比回落。**2023全年，公司实现收入249亿元，同比增长87.3%；Non-GAAP归母净利润31.8亿元，同比增长203%，对应净利率12.8%，同比增加4.9pct。2023年在不确定性的外部环境以及激烈的市场竞争中，瑞幸获得显著的收入和利润增长表现；门店数翻倍，月均交易用户数翻倍；也是首个自营门店超过10000家的咖啡茶饮品牌；得益于优秀的产品创新能力，其自营门店同店增长每个季度均保持了两位数增长；Q4在行业淡季以及主动性应对部分新锐品牌的竞争，公司进行了万店同庆的优惠活动且不少主打产品均可9.9元，在扩大市场占有率的情况下也给对手造成了明显经营压力。2024年1-2月9.9元活动力度明显收窄，公司计划2024年通过提高杯单价、优化租金、加强供应链管理等方式提升门店利润水平。

# 餐饮：奈雪的茶加盟政策更新，海底捞初步探索加盟模式



- 多品牌加盟模式再探索，加盟模式之所以目前被品牌商大力推崇，主要是由于占用资金少、扩张快、加盟商租金成本低、当地资源丰富，可以更好地将品牌扩展到未曾覆盖的区域，从加盟商角度的单店模型可能优于品牌商自己租后的单店模型。
- 奈雪的茶：根据咖门报道，公司公布2024年加盟新政，单个加盟店投资金额从原来的100万+调整至58万元起，2024年6月30日前完成签约的门店，可享受单店6万元营销补贴。同时，在坚持“茶饮+烘焙”双品类经营的基础上，加盟商可根据所在市场的实际消费需求灵活选择咖啡机、裱花间等开店配置。本次政策调整有望提高加盟商本地经营的灵活性，也反映了下沉市场竞争现状。截至2月底，奈雪已开业的加盟门店超200家，完成选址的门店超300家，有1000多人缴纳10万意向金。
- 海底捞：公司公告将着手推行海底捞餐厅的加盟特许经营模式，以多元化经营模式进一步推动餐厅网络的扩张步伐；目标是助力海底捞品牌拓展至更多区域，为更广泛顾客提供服务；公司将对加盟商采取多项标准甄选，认同公司价值，统一标准的运营和供应链服务，公司将通过严谨而系统化的标准探索新商业模式。海底捞是继海伦司、奈雪的茶、太二（九毛九）之后又一家由直营扩张转向“直营+加盟”并举的餐饮公司，目前处于探索初期。

图：奈雪的茶2024年加盟政策

前期投入 INITIAL INVESTMENT		58万起 (不含租金及转让费)
品牌合作费	60000	
开业综合服务费	40000	选址服务费，设计费，开业辅导费
培训费	30000	5名员工
保证金	30000	合作期满后无违约情况，无息退款
设备及道具	250000起	含操作设备，室内外家具，招牌等，根据门店实际情况而定
装修费	120000起	自行装修，具体根据门店实际情况而定
首次配货	50000起	以门店实际情况为准
营运管理费	营业额满6万实收抽取1%	次月10号前扣取

资料来源：咖门，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 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 24-03-08	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601888.SH	中国中免	买入	81	3.25	3.91	4.79	25	21	17
600859.SH	王府井	买入	14	0.93	1.17	1.37	15	12	10
600515.SH	海南机场	增持	4	0.10	0.14	0.17	35	26	22
600754.SH	锦江酒店	买入	26	0.97	1.58	1.69	27	17	15
600258.SH	首旅酒店	买入	14	0.68	0.80	0.98	21	18	14
1179.HK	华住集团-S	买入	25	1.30	1.38	1.65	19	18	15
301073.SZ	君亭酒店	增持	20	0.23	0.67	1.06	87	30	19
605108.SH	同庆楼	买入	29	1.14	1.45	1.89	25	20	15
603043.SH	广州酒家	买入	18	0.96	1.54	1.81	18	11	10
9922.HK	九毛九	买入	5	0.37	0.64	0.99	13	7	5
0520.HK	呷哺呷哺	增持	2	0.30	0.41	0.57	6	4	3
6862.HK	海底捞	买入	13	0.82	0.95	1.09	16	14	12
9869.HK	海伦司	买入	3	0.25	0.32	0.42	11	8	6
9987.HK	百胜中国	增持	298	14.95	16.52	17.98	20	18	17
2150.HK	奈雪的茶	增持	3	0.19	0.37	0.56	14	7	5
300144.SZ	宋城演艺	买入	11	-0.05	0.45	0.57	-	23	18
603136.SH	天目湖	买入	18	0.79	1.12	1.37	23	16	13
600138.SH	中青旅	买入	10	0.41	0.62	0.75	25	17	14
002159.SZ	三特索道	买入	14	0.64	0.85	0.97	22	16	14
002033.SZ	丽江股份	增持	9	0.39	0.45	0.49	24	21	19
000888.SZ	峨眉山A	买入	9	0.58	0.63	0.74	16	15	13
600054.SH	黄山旅游	增持	11	0.53	0.60	0.66	21	18	17
603099.SH	长白山	增持	25	0.58	0.67	0.78	44	37	33
002707.SZ	众信旅游	增持	6	0.03	0.19	0.31	234	33	21
9961.HK	携程集团-S	买入	314	19.17	20.77	24.43	16	15	13
0780.HK	同程旅行	增持	18	0.92	1.15	1.39	19	15	13
300662.SZ	科锐国际	增持	20	1.05	1.40	1.78	19	14	11
600861.SH	北京人力	买入	18	1.19	1.79	2.06	15	10	9
BZ.O	BOSS直聘	买入	16	2.30	2.70	3.75	7	6	4
1797.HK	东方甄选	买入	21	0.95	0.99	1.15	22	21	19
0839.HK	中教控股	买入	4	0.54	0.83	0.94	7	5	4
003032.SZ	传智教育	增持	11	0.27	0.31	0.37	41	35	30
605098.SH	行动教育	增持	44	1.92	2.44	3.06	23	18	14
000526.SZ	学大教育	增持	62	1.21	1.51	1.84	51	41	34
002607.SZ	中公教育	买入	3	0.09	0.17	0.24	34	17	13
0667.HK	中国东方教育	买入	2	0.20	0.28	0.37	12	9	7
2469.HK	粉笔	增持	4	0.18	0.24	0.31	23	18	14
300795.SZ	米奥会展	增持	40	1.20	1.75	2.37	33	23	17

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 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