

2023 年年报及 24 年一季报业绩总结：23 年板块整体收入超越疫情前，出境游&餐饮利润超越疫情前。 1) 2023 年社服板块实现收入 2325 亿元/yoy+51.41%，较 2019 年增长 22%；归母净利润为 114.53 亿元/yoy+825%，恢复至 2019 年的 84%，板块利润显著改善。2) **2023 年出行板块基本实现扭亏，人服持续韧性增长，教育板块结构性改善。** 2023 年，旅游休闲、酒店餐饮整体恢复较好，其中景区板块收入同比增 93%，归母净利润扭亏；旅游服务收入同比增 294%，归母净利润实现扭亏，且超越 2019 年利润水平；酒店板块 23 年收入同比增 39%，归母净利润实现扭亏；餐饮板块收入同比增 60%，归母净利润扭亏，且超越 2019 年利润水平。2023 年，人力资源板块实现持续增长，收入同比增长 177%/较 2019 年增长 602%，归母净利润同比增长 115%/较 19 年增长 423%。教育板块 K12 相关的基础教育及培训整体收入实现增长。3) 24Q1 板块收入利润持续增长，景区/餐饮/人服实现收入利润同比双增长，收入增速分别为 19%/17%/158%，利润增速分别为 34%/74%/140%。4) 2023 年社服板块分红率为 50%，同比提升 9pcts，较 2019 年提升 5pcts，板块分红率提升；景区/K12 培训/高等及职业教育/服务综合分红率相对较高，23 年分别为 70%/64%/54%/66%。

行业观点：1) 旅游行业：23 年名山大川类景区表现良好且整体分红比例高（黄山旅游/丽江股份/峨眉山 A/九华旅游分红比例分别为 36.05%/84.57%/46.30%/50.06%）；出境游恢复态势佳。24Q1 出境游及寺庙游/冰雪游标的（峨眉山 A、长白山）表现佳；**2) 酒店行业：**酒店板块 23 年总体反映放开后的经营修复，但受到供给修复及消费力方面的影响，Q4 季度经营表现走低；24Q1 锦江/首旅（不含轻管理）/君亭直营 RevPAR 恢复至 19 年同期的 101%/107%（96%）/121%，后续公司资产质量优化为主要看点。**3) 餐饮行业：**23 年各餐饮上市公司业绩均有较好表现，餐饮业 23 年以来景气度持续推高，我们认为餐饮业整体服务质量提升、数字化应用程度加深、多元化/线上流量结合程度提升三因素共同作用的结果；**4) 免税行业：**离岛免税客流超越往年，客单价受多方因素影响有所下滑，出入境修复向好下口岸免税弹性大；**5) 人服行业：**招聘仍待修复，龙头依托外包等优势业务实现逆势增长；**6) 教育行业：**产业调整后 K12 相关板块收入增长良好，高等及职教利润大幅增长；个股层面，学大教育&昂立教育&豆神受益于教培行业合规发展 24Q1 业绩亮眼，管理培训龙头行动教育 24Q1 业绩持续超预期叠加高分红，K12 基础教育凯文教育 24Q1 业绩显著减亏接近盈亏平衡，公考赛道华图山鼎 24Q1 业绩大幅改善。

投资建议：1) 推荐宋城演艺、九华旅游、长白山、天目湖，建议关注丽江股份、峨眉山、众信旅游、中青旅。2) 重点推荐君亭酒店，推荐锦江酒店、首旅酒店、华住集团、金陵饭店，建议关注美股亚朵集团；3) 推荐招录培训需求旺盛的华图山鼎，推荐企业管理培训龙头行动教育，建议关注中公教育、中国东方教育；4) 海南离岛免税客流超预期，重点推荐中国中免、王府井，建议关注海南机场等；5) 推荐 OTA 龙头同程旅行；6) 人服主线推荐北京人力，建议关注科锐国际、外服控股；7) 推荐外展业务高景气、成长空间较大的米奥会展，建议关注兰生股份。8) 推荐奈雪的茶、海底捞、同庆楼、广州酒家、九毛九，建议关注餐饮龙头呷哺呷哺、海伦司。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争加剧风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024	2025E	
601888.SH	中国中免	74.90	3.25	3.81	4.62	23	20	16	推荐
600859.SH	王府井	13.64	0.62	0.92	1.17	22	15	12	推荐
300662.SZ	科锐国际	20.73	1.02	1.34	1.77	20	15	12	推荐
301073.SZ	君亭酒店	24.95	0.16	0.65	1.01	156	38	25	推荐
600754.SH	锦江酒店	28.91	0.94	1.63	1.79	31	18	16	推荐
600258.SH	首旅酒店	15.34	0.71	0.91	1.02	22	17	15	推荐
601007.SH	金陵饭店	7.09	0.15	0.24	0.28	47	30	25	推荐
1179.HK	华住集团	31.80	1.25	1.34	1.52	25	24	21	推荐
603043.SH	广州酒家	18.30	0.97	1.48	1.78	19	12	10	推荐
9922.HK	九毛九	5.52	0.31	0.62	0.90	18	9	6	推荐
0520.HK	呷哺呷哺	1.86	-0.19	0.37	0.63	/	5	3	推荐
9869.HK	海伦司	3.43	0.14	0.21	0.32	25	16	11	推荐
605108.SH	同庆楼	26.95	1.17	1.59	2.07	23	17	13	推荐
300144.SZ	宋城演艺	10.86	-0.04	0.51	0.61	/	21	18	推荐
603136.SH	天目湖	18.38	0.79	0.90	1.08	23	20	17	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价，华住集团/海伦司/九毛九/呷哺呷哺股价单位均为港元，4 月 30 日，1 港币=0.9255 人民币）

推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

邮箱：dengyichen@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

1. 旅游行业专题研究系列之年轻化趋势观察：把握年轻化趋势，探寻旅游热点长期维系脉络-2024/04/30
2. 社服周观点：“五一”假期旅游城市及味蕾游高热度，旅游人次有望超越 23 年同期-2024/04/29
3. 社服周观点：五一假期国内长线游&出境游火热，北京加快实现非学科类机构“应批尽批”-2024/04/21
4. 社服周观点：“五一”旅游高热度，热点挖掘+流量赋能有望促旅游人次高增-2024/04/15
5. 社服周观点：清明假期国内旅游高景气延续，旅游人均消费超越 19 年同期水平-2024/04/07

目录

1 社服行业 23 年年报及 24 年一季报总结：23 年板块整体收入超越疫情前，出境游&餐饮利润超越疫情前	3
2 旅游景区行业：24Q1 旅游人次及收入恢复度显著提升，部分景区受外部因素影响经营短期承压	6
2.1 行业总览.....	6
2.2 个股表现：24Q1 整体表现符合预期，关注资产优化成效.....	9
3 酒店行业：经营表现有所分化，关注后续资产质量优化	13
3.1 行业总览：经营数据有所分化.....	13
3.2 个股表现：24Q1 整体表现符合预期，关注资产优化成效.....	19
4 餐饮行业：恢复态势良好，多企业加盟模式拓展带来新增量	21
4.1 行业总览.....	21
4.2 个股表现.....	22
5 免税行业：离岛免税客流增长向好客单下滑，出入境恢复向好有望带动口岸免税增长	26
5.1 行业概况.....	26
5.2 个股表现.....	27
6 人服行业：招聘仍待修复，龙头逆势增长	31
6.1 行业概况.....	31
6.2 个股财务表现.....	31
7 教育行业：K12 板块收入增长，高等及职业教育利润显著增长	35
7.1 行业概况.....	35
7.2 个股表现.....	36
8 投资建议	38
9 风险提示	39
插图目录	40
表格目录	40

1 社服行业 23 年年报及 24 年一季报总结：23 年 板块整体收入超越疫情前，出境游&餐饮利润超越 疫情前

社服板块 2023 年收入及利润增长显著。2023 年社服板块实现收入 2325 亿元，同比 2022 年增长 51.41%，同比 2019 年增长 22%；归母净利润为 114.53 亿元，同比 2022 年增长 825%，恢复至 2019 年的 84%，板块利润显著改善。

表 1：2019-2023 年社服板块业绩（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023
收入（合计）	1904.84	1442.96	1759.19	1535.59	2325.09
yoy		-24.25%	21.92%	-12.71%	51.41%
归母净利润（合计）	136.72	9.91	44.62	12.38	114.53
yoy		-92.75%	350.46%	-72.25%	824.89%

资料来源：Ifind，民生证券研究院

从细分板块来看，2023 年出行相关板块基本实现扭亏，人力资源持续韧性增长，教育板块结构性改善。2023 年，出行相关的旅游休闲、酒店餐饮整体恢复较好，其中景区板块收入同比 22 年增长 93%，归母净利润扭亏；旅游服务收入同比 22 年增长 294%，归母净利润实现扭亏，且超越 2019 年利润水平；酒店板块 23 年收入同比 22 年增长 39%，归母净利润实现扭亏；餐饮板块收入同比 22 年增长 60%，归母净利润扭亏，且超越 2019 年利润水平。2023 年，人力资源板块实现持续增长，收入同比 2022 年增长 177%/同比 2019 年增长 602%，归母净利润同比 22 年增长 115%/同比 19 年增长 423%。教育板块表现各异，K12 相关的基础教育及培训整体收入实现增长。

表 2：23 年社服板块营收/归母净利润增速明细

二级细分板块	三级细分板块	收入同比 22 年增速	归母净利同比 22 年增速	收入同比 19 年增速	归母净利同比 19 年增速
旅游及休闲	景区	92.72%	扭亏	-15.64%	-60.49%
	旅游服务	294.17%	扭亏	-72.70%	56.25%
	旅游零售	24.08%	33.46%	40.81%	45.04%
	休闲综合	20.88%	亏损扩大	-55.78%	亏损扩大
酒店及餐饮	酒店	39.01%	扭亏	-2.36%	-19.03%
	餐饮	59.91%	扭亏	32.62%	17.53%
教育	早幼教	-30.17%	亏损扩大	-82.94%	-892.92%
	K12 基础教育	47.78%	亏损收窄	-68.05%	-231.01%
	K12 培训	9.15%	-84.67%	-43.66%	扭亏
	高等及职业教育	-30.28%	亏损收窄	-62.30%	-122.11%
综合服务	教育信息化及在线教育	-5.18%	-13.96%	1.32%	-1.17%
	人力资源服务	177.42%	114.60%	602.06%	422.50%
	服务综合	13.70%	-222.84%	24.87%	-111.69%

资料来源：Ifind，民生证券研究院

24Q1 板块收入利润持续增长，景区/餐饮/人力资源板块实现收入利润同比双增长。

24Q1 社服板块整体实现收入 597 亿元/yoy+28%，归母净利润为 37.5 亿元/yoy+15%。从细分板块来看，出行链中景区板块 24Q1 收入同比 23Q1 增长 19%，旅游服务同比 23Q1 增长 202%，酒店和餐饮各同比增长 12%/17%。教育板块中，K12 基础教育亏损持续收窄，K12 培训 24Q1 收入同比 23Q1 增长 33%。人力资源服务板块 24Q1 收入同比 23Q1 增长 158%，利润同比增长 140%，实现收入利润双增长。

表 3: 19Q1-24Q1 社服板块业绩 (单位: 亿元)

	19Q1	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1
收入 (合计)	427.71	243.12	381.02	391.37	466.75	597.13
yoy		-43.2%	56.7%	2.7%	19.3%	27.9%
归母净利润 (合计)	40.19	-18.32	23.06	12.65	32.57	37.50
yoy		-145.58%	扭亏	-45.17%	157.51%	15.16%

资料来源: Ifind, 民生证券研究院

表 4: 24Q1 社服板块营收/归母净利润增速明细

二级细分板块	三级细分板块	收入同比 23Q1	利润同比 23Q1	收入同比 19Q1	利润同比 19Q1
旅游及休闲	景区	18.95%	33.9%	-9.39%	-19.26%
	旅游服务	201.79%	扭亏	-65.68%	-81.69%
	旅游零售	-9.45%	0.2%	37.36%	0.03%
	休闲综合	2.18%	亏损扩大	-22.38%	亏损扩大
酒店及餐饮	酒店	11.72%	55.1%	1.76%	-10.09%
	餐饮	17.11%	74.2%	29.74%	-42.27%
教育	早幼教	-69.16%	亏损扩大	-92.63%	-333.27%
	K12 基础教育	12.93%	亏损收窄	-4.27%	亏损收窄
	K12 培训	33.14%	-31.8%	-28.33%	94.08%
	高等及职业教育	-14.55%	180.0%	-42.94%	-24.22%
综合服务	教育信息化及在线教育	11.50%	-31.1%	10.37%	-36.22%
	人力资源服务	158.34%	139.7%	702.35%	132.63%
	服务综合	5.33%	亏损扩大	241.14%	-216.45%

资料来源: Ifind, 民生证券研究院

板块分红比例提升，景区板块分红比率整体较高。2023 年社服板块分红率为 50%，同比 2022 年提升 9pcts，较 2019 年提升 5pcts，板块分红率提升。从细分板块来看，景区/K12 培训/高等及职业教育/服务综合四大细分板块分红率相对较高，23 年分别为 70%/64%/54%/66%。

表 5：2019-2023 年消费者服务板块分红比率（单位%）

	2019	2020	2021	2022	2023
消费者服务	45	47	38	41	50
旅游及休闲	41	49	32	37	52
景区	58	-22	58	-608	70
旅游服务	31	--	--	--	--
旅游零售	30	32	30	31	48
休闲综合	32	10	--	--	--
酒店及餐饮	33	73	74	77	44
酒店	33	109	89	105	45
餐饮	41	43	51	21	35
教育	60	34	50	47	52
早幼教	197	--	--	--	--
K12 基础教育	--	--	--	--	--
K12 培训	--	--	--	--	64
高等及职业教育	79	30	89	213	54
教育信息化及在线教育	31	34	45	39	50
教育综合	--	--	--	--	--
综合服务	52	106	70	39	48
人力资源服务	31	--	63	35	44
服务综合	69	106	535	100	66

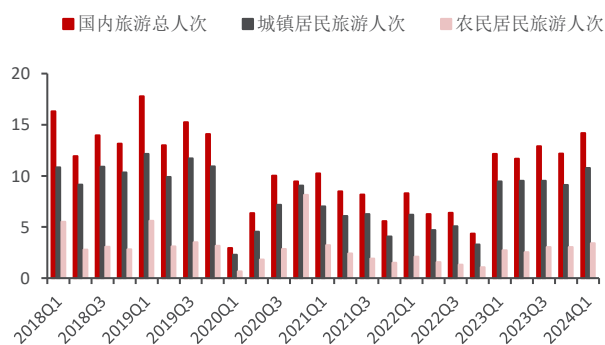
资料来源：Ifind，民生证券研究院

2 旅游景区行业：24Q1 旅游人次及收入恢复度显著提升，部分景区受外部因素影响经营短期承压

2.1 行业总览

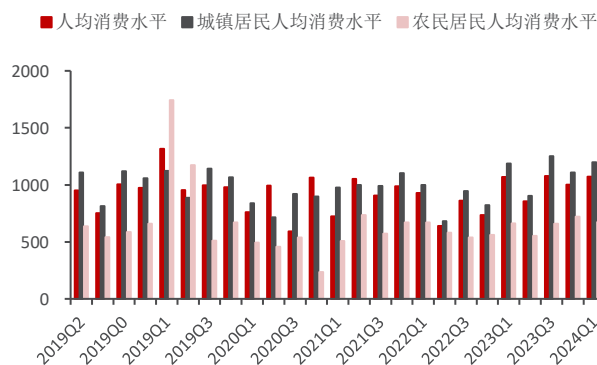
24Q1 旅游数据较 23Q1 整体回暖，旅游人次 14.19 亿人/同比+16.69%，恢复至 19 年同期的 79.85%；旅游收入 1.52 万亿元/同比+16.92%，恢复至 19 年同期的 64.94%；人均消费 1071 元/同比+0.2%，恢复至 19 年同期的 81.33%。从季度旅游数据表现来看，24Q1 旅游人次/收入恢复度提升但较 19 年同期仍有差距，人均消费表现则与 23 年同期基本持平。从 24 年以来各节假日旅游数据表现来看，24 年元旦/春节/清明日均旅游人次分别恢复至 19 年同期 109.40%/119.00%/111.50%，日均旅游收入分别恢复至 19 年同期 105.60%/107.70%/112.70%，人均旅游消费恢复至 19 年同期 96.53%/90.50%/101.08%；旅游人次/收入已恢复并超越 19 年同期水平；人均消费恢复度接近 19 年同期，清明人均消费超越 19 年同期表现。24Q1 季度旅游数据与 24 年以来节假日表现明显相异，我们认为**是消费趋势变化所致**，23 年 2 月/3 月企业就业人员周平均工作时间为 48.0/48.6 小时，19 年同期为 44.9/46.0 小时，周平均工作时间的增加，叠加快节奏生活和旅游行业年轻化趋势（作为旅游行业主流年轻群体的 90 后多已步入工作，00 后部分步入工作），使居民工作日/周末的旅游出行决策更为保守，倾向于节假日出游，使日常出行人次恢复承压，导致 24Q1 旅游人次/收入较 19Q1 年恢复较慢。**此外，季度恢复程度的差异同样是上述趋势的体现**，以 23 年为例，列示各季度旅游人次较 19 年同期恢复率，23Q1-Q4 旅游人次较 19 年同期恢复率分别为 68.43%/89.85%/84.65%/86.34%，旅游人均消费较 19 年同期恢复率分别为 81.17%/89.73%/108.17%/102.51%，23Q1 恢复率明显低于其他三个季度，主要因元旦/春节两大节假日在每年 Q1 集中，居民旅游出行决策集中于两大节假日所致。从另一视角来看，旅游收入/人次恢复度提升释放的积极信号同样不容忽视，24Q1 旅游人次/收入同比增速较高，我们认为**是旅游行业“线上-线下”流量渠道逐步打通后线上流量对旅游行业赋能作用大幅增强的体现**，在线上流量宣传赋能下，居民旅游出行积极性快速提升，促日常出行人次/出行收入快速恢复，随“线上-线下”流量渠道成熟，后续旅游行业每年 Q1 出行人次/收入均有望超越 19 年同期水平。

图 1：国内旅游人次季度数据（单位：亿人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：国内旅游人均消费水平季度数据（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

聚焦 23 年细分标的表现，旅游收入整体恢复情况佳，多家旅游上市公司归母净利润扭亏为盈，具体来看，九华旅游、黄山旅游、长白山、丽江股份、峨眉山 A、三特索道等围绕名山大川景区进行业务布局的旅游上市公司恢复态势佳，景区资源知名度相对一般的天目湖凭借景区优势区位、酒店业务布局及强经营管理能力脱颖而出，*ST 西域在景区高景气催化下利润扭亏为盈并超越 19 年同期，众信旅游/岭南控股在出境游放开后业务快速恢复促业绩扭亏为盈，宋城演艺因花房减值影响，23 年归母净利润为负，西藏旅游在部分业务尚未恢复情况下归母净利润扭亏为盈反映高景气与经营结构改善。

聚焦 24Q1 细分标的表现，24Q1 旅游行业上市公司归母净利润相对下滑的公司共有 12 家，业绩下滑原因多归因于以下两点，1) 春节时间影响：一季度是大部分观光类景区传统经营淡季，需通过春节提振景区整体景气度以开启旺季，而 24 年春节时间较 23 年/19 年更晚；2) 气候因素：24 年部分景区受气候因素影响较大。从归母净利润相对增长旅游上市公司来看，宋城演艺 23 年多数景区于 3 月开业，低基数下 24Q1 收入归母净利润增长态势明显；众信旅游/岭南控股在出境游恢复且景气度拔高的趋势下持续受益；三特索道受益于华山/梵净山等景区景气度提升收入/归母净利润表现向好；峨眉山 A 在寺庙游+成都旅游城市高景气催化下收入/归母净利润稳步上行；长白山受益于冰雪游高景气，归母净利润首次扭亏为盈。

展望后续发展，我们关注 1) 索道缆车为主营业务的景区：以索道/缆车为主盈利点、景区知名度极高、周边及景区内交通持续优化改善景区的长期成长能力，这类景区索道/缆车通常卡位景区内关键交通节点，索道缆车消费对多日游客群及观光游览为主的客群而言属偏硬性需求，在宏观环境优化、客流需求充足情况下更具发展潜力；2) 具备长期高热度潜力的景区：寺庙游/冰雪游两大旅游形式受年轻群体偏好、可拓展业务丰富、供给充足，看好相关标的长期热度维持。

表 6：旅游行业 23 年年报/24 年一季报收入/归母净利润情况 (单位：亿元)

证券代码	证券简称	2023 年				2024Q1			
		收入	YoY	归母净利润	YoY	收入	YoY	归母净利润	YoY
600054.SH	黄山旅游	19.29	141.21%	4.23	420.45%	3.36	-0.43%	0.25	-60.51%
600138.SH	中青旅	96.35	50.15%	1.94	158.16%	19.22	15.96%	-0.29	亏损扩大
600358.SH	国旅联合	5.43	-3.82%	-0.13	-267.69%	1.23	-3.68%	-0.04	亏损扩大
600593.SH	大连圣亚	4.68	197.75%	0.34	144.04%	0.92	31.80%	0.01	-30.60%
600706.SH	曲江文旅	15.04	68.80%	-1.95	亏损减少	4.01	22.74%	0.02	-76.82%
600749.SH	西藏旅游	2.13	76.51%	0.15	149.36%	0.23	-9.82%	-0.20	亏损扩大
603099.SH	长白山	6.20	218.73%	1.38	340.59%	1.28	83.73%	0.11	358.73%
603136.SH	天目湖	6.30	70.90%	1.47	623.90%	1.07	-11.33%	0.11	-42.82%
603199.SH	九华旅游	7.24	117.94%	1.75	1374.94%	1.80	-6.13%	0.52	-15.80%
000430.SZ	张家界	4.20	217.02%	-2.39	亏损减少	0.59	-8.48%	-0.46	亏损扩大
000524.SZ	岭南控股	34.04	229.02%	0.69	138.67%	9.01	89.02%	0.24	176.89%
000610.SZ	西安旅游	5.50	38.85%	-1.54	-8.08%	1.31	-6.10%	-0.30	亏损扩大
000796.SZ	*ST 凯撒	5.82	89.90%	6.07	158.68%	1.61	109.51%	-0.14	亏损减少
000888.SZ	峨眉山 A	10.45	142.33%	2.28	256.09%	2.53	6.64%	0.74	6.08%
000978.SZ	桂林旅游	4.67	260.89%	0.16	105.81%	0.88	3.18%	-0.12	亏损减少
002033.SZ	丽江股份	7.99	152.37%	2.27	6071.85%	1.80	-0.05%	0.56	1.11%
002059.SZ	云南旅游	7.19	33.56%	-4.27	亏损扩大	1.26	20.36%	-0.32	亏损扩大
002159.SZ	三特索道	7.19	180.67%	1.28	265.58%	1.42	-11.37%	0.34	17.67%
002707.SZ	众信旅游	32.98	558.96%	0.32	114.58%	10.25	643.38%	0.28	174.79%
300144.SZ	宋城演艺	19.26	320.76%	-1.10	亏损扩大	5.60	138.70%	2.52	317.33%
300859.SZ	*ST 西域	3.05	198.46%	1.06	1235.17%	0.16	44.42%	-0.12	亏损减少

资料来源：iFind，民生证券研究院 (注：若归母净利润 22 年/23Q1 同期为负数，23 年/24Q1 归母净利润增速取增速计算公式的绝对值)

聚焦股利分配情况，23 年旅游行业每股股利（含税）最高的三只个股为九华旅游、天目湖和丽江股份，对应每股股利 0.79 元/0.54 元/0.35 元，其中天目湖每股股利较 19 年同期有所减少，九华旅游/丽江股份每股股利较 19 年同期大幅提升。除九华旅游/丽江股份外，黄山旅游、长白山、峨眉山 A、*ST 西域每股股利均较 19 年同期有较大幅度提升。从分红占归母净利润比例来看，**天目湖**除现金股利外还通过资本公积金转增股本的形式向全体股东转增股份，因此分红占归母净利润比例超 100%，若单以现金分红计算，分红占归母净利润比例为 67.93%；**宋城演艺**因花房集团的资产减值损失导致本年度归母净利润为负值，若以不计算资产减值损失的归母净利润（7.51 亿元）计算，23 年分红占归母净利润比例为 34.89%。除天目湖/宋城演艺外，丽江股份、峨眉山 A、九华旅游位居 23 年分红占归母净利润比例前三，黄山旅游位居前列，旅游行业内名山大川类景区分红比例普遍居高。

表 7：旅游行业上市公司 2018-2023 年每股税前股利（单位：元）

证券代码	证券简称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
600054.SH	黄山旅游	0.13	0.11	--	0.10	--	0.21
600138.SH	中青旅	0.14	0.04	--	--	--	0.09
600358.SH	国旅联合	--	--	--	--	--	--
600593.SH	大连圣亚	--	--	--	--	--	--
600706.SH	曲江文旅	0.05	0.02	--	--	--	--
600749.SH	西藏旅游	--	--	--	--	--	--
603099.SH	长白山	0.03	0.04	--	--	--	0.08
603136.SH	天目湖	0.75	--	0.30	--	--	0.54
603199.SH	九华旅游	0.17	0.22	0.15	0.17	--	0.79
000430.SZ	张家界	--	--	--	--	--	--
000524.SZ	岭南控股	0.23	0.12	--	--	--	--
000610.SZ	西安旅游	0.02	--	0.01	--	--	--
000796.SZ	*ST 凯撒	--	--	--	--	--	--
000888.SZ	峨眉山 A	0.10	0.10	--	0.06	--	0.20
000978.SZ	桂林旅游	0.08	0.02	--	--	--	--
002033.SZ	丽江股份	0.15	0.12	0.20	--	0.25	0.35
002059.SZ	云南旅游	0.07	0.03	0.02	--	--	--
002159.SZ	三特索道	--	--	--	--	--	0.22
002707.SZ	众信旅游	0.02	--	--	--	--	--
300144.SZ	宋城演艺	0.12	0.20	0.05	0.05	0.05	0.10
300859.SZ	*ST 西域	0.10	--	--	0.10	--	0.30

资料来源：iFind，民生证券研究院

表 8：旅游行业上市公司 2018-2023 年分红占当年归母净利润比例（单位：%）

证券代码	证券简称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
600054.SH	黄山旅游	16.53	23.37	--	171.14	--	36.05
600138.SH	中青旅	16.96	5.10	--	--	--	31.72
600358.SH	国旅联合	--	--	--	--	--	--
600593.SH	大连圣亚	--	--	--	--	--	--
600706.SH	曲江文旅	57.79	8.13	--	--	--	--
600749.SH	西藏旅游	--	--	--	--	--	--
603099.SH	长白山	10.25	15.24	--	--	--	15.07
603136.SH	天目湖	93.01	--	175.57	--	--	124.96
603199.SH	九华旅游	20.43	20.81	30.43	31.09	--	50.06
000430.SZ	张家界	--	--	--	--	--	--
000524.SZ	岭南控股	73.61	30.77	--	--	--	--
000610.SZ	西安旅游	5.66	--	7.56	--	--	--
000796.SZ	*ST 凯撒	--	--	--	--	--	--
000888.SZ	峨眉山 A	25.18	23.30	--	174.82	--	46.30
000978.SZ	桂林旅游	35.83	13.09	--	--	--	--
002033.SZ	丽江股份	43.01	32.41	155.91	--	3,728.25	84.57
002059.SZ	云南旅游	10.05	32.07	10.17	--	--	--
002159.SZ	三特索道	--	--	--	--	--	30.59
002707.SZ	众信旅游	85.80	--	--	--	--	--
300144.SZ	宋城演艺	13.54	108.42	-7.46	41.49	-273.81	-238.38
300859.SZ	*ST 西域	22.80	--	--	57.51	--	44.04

资料来源：iFind，民生证券研究院

2.2 个股表现：24Q1 整体表现符合预期，关注资产优化

成效

长白山：1) 收入/利润表现：24Q1，公司营业收入 1.28 亿元/同比+83.72%，较 19 年同期+159.52%；归母净利润 0.11 亿元/22 年同期为-0.04 亿元，19 年同期为-0.25 亿元。2) 各项费用率表现：24Q1，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.62%/9.89%/0.39%，同比 +0.62pcts/-3.58pcts/-0.99pcts，较 19 年 -0.58pcts/-9.20pcts/+0.03pcts。3) 毛利率/净利率表现：24Q1，公司毛利率 28.22%/同比+15.07pcts，19 年同期为-24.07pcts；净利率 8.37%/22 年同期为-5.95%，19 年同期为-50.97%。此外，24Q1 长白山主景区总接待人次 46.5 万人/同比+138.50%，其中 1 月/2 月接待人次 23.00/19.90 万人，同比+146.10%/+182.70%。24 年 1-2 月，受益于社媒平台宣传赋能，全国冰雪游景气度大幅提振，长白山在行业高景气催化接待人次大幅提升，促 24Q1 营业收入同比大幅增长/归母净利润扭亏为盈。公司毛利率水平同比增幅明显，我们认为根本原因是 1) 公司主营的观光车业务成本以固定成本（折旧）较高、变动成本（燃油费用）较低，因此接待游客提升带来收入增长时，运营成本占收入比例会减小；2) 日常运营成本较低且主要与运输频次有关；两大因素所致。未来若景区接待人次提升，毛利率也将进一步拔高。

定增预案相关项目：温泉部落二期定位亲子游强化获客能力，车辆采购提振客流优化毛利率水平。公司于 24 年 4 月 24 日发布定增预案二次修订稿，募集金额不超过 5 亿元，扣除发

行费用后的募集资金将用于长白山火山温泉部落二期项目、长白山旅游交通设备提升项目、补充流动资金三项，三大项目拟使用募集资金分别为 3.50/1.00/0.50 亿元，总投资额分别为 5.36/1.14/0.50 亿元。此外，公司在定增预案申请文件审核问询函中就部分问题展开回复，其中核心要点包括两项：1) 温泉部落二期项目：二期项目将以温泉主题亲子客房为主，可填补景区内亲子游服务体系空缺；此外，二期项目与温泉皇冠假日酒店/蓝景国际生态交流中心共处北景区最优区位，此区位已与周边各类项目逐步组合形成度假村业态，引流能力逐年上行，而皇冠假日酒店产能已达瓶颈，二期项目落地将强化供给端，提升公司在此区位的获客能力，促业绩表现向好。2) 车辆采购：公司计划 22-24 年采购车辆共 274 辆，其中 156 辆已在 22-23 年采购，24 年公司预计采购车辆 118 辆，其中用于北景区运力的 23 座中型客车 6 辆、12 座中型客车 40 辆、50 座大型客车 28 辆，用于西景区运力的 23 座中型客车 24 辆，公司预计购置成本共 0.43 亿元。我们认为，1) 问询函回复及我们过往深度报告研究中均有分析，公司现有景区内运力结构实际较难满足高峰期客流，需通过外部租车方式满足运营需求；2) 我们在深度报告分析中提及，在客流量足够情况下租车成本会高于购车成本，因此在客流有增长预期情况下购置车辆可有效减少成本。因此，若定增预案落地，新增运力将通过提升客流、优化毛利率的方式促公司业绩向好。

风险提示：项目落地不及预期风险，政策催化作用不及预期风险

九华旅游：聚焦 23 年全年表现：从营收/利润表现来看，2023 年公司营业收入 7.34 亿元/同比+117.94%，较 19 年同期+34.70%；归母净利润 1.75 亿元/同比扭亏为盈，较 19 年同期+49.26%；对应 ROE 为 13.12%/19 年同期为 10.17%。从各项费用率表现来看，2023 年公司销售费用率 5.36%/同比-1.85pcts，较 19 年同期+0.08pcts；管理费用率 13.00%/同比-8.07pcts，较 19 年同期-1.17pcts；财务费用率-0.26%/23 年同期为-0.23%，19 年同期为-0.12%。从毛利率/净利率表现来看，2023 年公司毛利率 49.62%/同比+23.18pcts，较 19 年同期+1.49pcts；净利率 24.14%/同比+28.26pcts，较 19 年同期+2.35pcts。聚焦 24Q1 表现，24Q1 收入 1.80 亿元/同比-6.13%，较 19 年同期+34.69%；归母净利润 0.52 亿元/同比-15.80%，较 19 年同期+34.40%。我们认为，从 23 年公司业绩表现来看，1) 高固定成本/低变动成本使归母净利润增速与收入增速比大于 1，带来业绩高弹性；2) 销售及管理费用绝对值提升，但销售费用率/管理费用率把控能力强劲，促净利率上行；3) 公司 23 年 ROE 水平较高，展现强盈利能力。从 24Q1 公司业绩表现来看，24Q1 公司收入/归母净利润较 23 年同期有所下滑，我们认为主要是气候因素所致，24 年 2 月 21 日以来数日雨雪冰冻天气导致景区暂停开放，使 24Q1 可接待游客天数少于 23 年同期。

分红计划与新项目预期：分红远超 19 年同期水平，计划于 24 年 12 月动工建设狮子峰景区。从分红计划来看，公司 23 年计划每 10 股派发现金股利 7.9 元（含税）（19 年为每 10 股 2.2 元），共派现金股利 0.87 亿元；股利占归母净利润比例为 50.06%（19 年为 20.81%），以 4 月 18 日收盘价计算，股息率为 2.04%。23 年派发股利远超 19 年同期水平。从未来投资计划来看，公司预计狮子峰景区索道客运项目 24 年 12 月动工，26 年 11 月交付使用，其中包括索道项目及高山游览步道项目项目；新增总投资 3.26 亿元，其中索道约 2.95 亿元，高山游览步道约 0.31 亿元，24 年公司预计投资额 8000 万元；公司预计索道单向运输能力 1600 人/小时，游览步道实际长度约 3415 米，宽度控制在 1.5-2 米。狮子峰位处九华山周边，索道项目提上议程将为其带来中长期新逻辑。

风险提示：景区热点风向转移风险，交通优化项目落地时间不及预期风险

天目湖：23 年经营情况：1) 收入/利润表现：23 年公司营收 6.30 亿元/同比+70.90%，较 19 年同期+25.18%；归母净利润 1.47 亿元/同比+623.78%，较 19 年同期+18.83%。2) 各项费用率表现：23 年公司销售费用率/管理费用率分别为 7.58%/13.69%，同比-3.62pcts/-7.37pcts，较 19 年同期-5.83pcts/-1.05pcts。3) 毛利率/净利率表现：23 年公司毛利率 54.34%/同比+18.09pcts，较 19 年同期-10.98pcts；归母净利率 26.72%/同比+20.98pcts，较 19 年同期-1.42pcts。24Q1 经营情况：24Q1，公司营业收入 1.07 亿元/同比-11.33%，较 19 年同期+20.00%；归母净利润 0.11 亿元/同比-42.79%，较 19 年同期-27.00%；24Q1，公司毛利率 38.17%/同比-4.25pcts，较 19 年同期-19.96pcts；净利率 13.01%，同比-5.05pcts，较 19 年同期-4.91pcts。23 年公司销售费用率/管理费用率较 22 年/19 年同期均有下滑，控费能力逐步增强。

景区业务收入及毛利率双增，酒店业务成为公司收入核心支柱。山水园业务收入 1.79 亿元/同比+107.23%，较 19 年同期+8.71%；对应毛利率 70.41%/同比+22.20pcts，较 19 年同期+2.36pcts。南山竹海业务收入 1.46 亿元/同比+108.85%，较 19 年同期+7.53%；对应毛利率 72.27%/同比+28.60pcts，较 19 年同期+2.96pcts。水世界业务收入 0.13 亿元/同比-9.50%，较 19 年同期-19.59%；对应毛利率 6.98%/同比-8.65pcts，较 19 年同期-13.58pcts。温泉业务收入 0.47 亿元/同比+47.71%，较 19 年同期-10.87%，对应毛利率 48.41%/同比+11.42pcts，较 19 年同期-10.39pcts。酒店业务收入 2.07 亿元/同比+45.24%，较 19 年同期+116.59%；对应毛利率 29.88%/同比+5.05pcts，较 19 年同期-36.35pcts。旅行社业务收入 0.09 亿元/同比+25.71%，较 19 年同期-28.66%；对应毛利率 7.20%，同比+2.70pcts，较 19 年同期+2.28pcts。分析部分核心业务表现：1) 山水园/南山竹海：23 年公司山水园/南山竹海两大主业恢复态势良好，收入/毛利率均超越 19 年同期水平，反映景区高景气；2) 水世界：仅在暑期开放的水世界业务收入/毛利率水平有所下滑，或是水世界项目暑期旺季受下雨天气影响所致；3) 酒店：酒店业务收入大幅增长但毛利率下滑，我们认为是公司旗下多家高端酒店在 20-23 年开放所致，此类酒店固定成本及日常经营成本较高，导致毛利率短期承压。

23 年度拟分红 1.00 亿元，占归母净利润比例超 2/3，股息率达 2.80%。23 年公司董事会拟定 23 年利润分配预案为每 10 股派发现金股利 5.36 元（含税），同时以资本公积金转增股本形式向全体股东每 10 股转增 4.5 股，现金分红占全年归母净利润比例为 67.93%。以 4 月 26 日收盘价为基础计算，23 年股息率为 2.80%。

风险提示：新项目建设不及预期，酒店盈利结构优化不及预期

宋城演艺：23 年经营情况：1) 收入/利润表现：23 年，公司营收 19.26 亿元/同比+320.77%，较 19 年同期-26.24%；归母净利润-1.10 亿元/22 年同期为-0.48 亿元，19 年同期为 13.39 亿元。23 年度花房计提资产减值损失 8.61 亿元，若不计算资产减值损失影响，23 年归母净利润 7.51 亿元。2) 各项费用率表现：23 年，公司销售费用率 4.59%/同比-0.29pcts，较 19 年同期-0.99pcts；管理费用率 7.61%/同比-78.00pcts，较 19 年同期+0.40pcts；研发费用率 1.56%/同比-2.50pcts，较 19 年同期-0.30pcts。3) 毛利率/净利率表现：23 年，公司毛利率 66.35%/同比+16.21pcts，较 19 年同期-5.05pcts；若以不计算资产减值损失的净利润作为净利率计算基础，23 年净利率 38.99%/22 年同期为-10.43%，较 19 年同期-

12.31pcts。4) 分红情况：公司董事会拟定 23 年利润分配预案为每 10 股派发现金股利 1 元，现金分红总额 2.62 亿元。24Q1 经营情况：1) 收入/利润表现：24Q1，公司营收 5.60 亿元/同比+138.70%，较 19 年同期-32.15%；归母净利润 2.52 亿元/同比+317.33%，较 19 年同期-32.01%。2) 毛利率/净利率表现：公司毛利率 68.75%/同比+17.73pcts，较 19 年同期-1.02pcts；净利率 45.63%/同比+20.72pcts，较 19 年同期-1.76pcts。19 年 4 月 29 日，宋城演艺子公司北京六间房科技有限公司与北京密境和风科技有限公司完成第二次重组交割，自此宋城演艺对六间房不具备控制，六间房收入不再纳入宋城演艺合并报表，而 19 年 4 月 29 日前的收入/利润合并在公司报表中统计，因此 24Q1 收入/利润表现较 19 年同期有所下滑。

桂林/张家界 23 年收入已超越 19 年同期，上海新项目表现亮眼。23 年，公司杭州/三亚/丽江/九寨沟/桂林/张家界/西安/上海千古情景区收入分别为 6.55/1.92/3.22/0.89/1.90/0.69/0.52/0.98 亿元，其中杭州/三亚/丽江/九寨沟/桂林收入同比+214.38%/+251.64%/+277.65%/+323.38%/+499.68%，西安/上海 22 年未开业。从各项目表现来看，23 年 7 月开始营业的上海千古情景区表现最为亮眼，23 年收入已超越九寨沟/张家界等项目，作为宋城演艺旗下唯一“城市演艺”定位景区，获客能力渐显。若与 19 年相比，19 年处开业状态的杭州/三亚/丽江/桂林/张家界五大千古情景区，23 年全年收入分别恢复至 19 年同期的 71.30%/48.94%/96.57%/118.23%/104.71%，桂林/张家界复苏态势明显，23 年收入表现已超越 19 年同期水平。

花房集团当前情况：23 年花房/宋城演艺均已获无保留审计报告。1) 花房商业运作恢复：23 年 7 月 3 日花房集团向有关机关缴纳了待结案扣押款 1.55 亿元，截至 23 年 7 月 25 日花房集团所有被冻结的资金账户已解冻且可用于正常的商业运作。2) 花房/宋城演艺无保留意见出具：截至 24 年 4 月 23 日，花房集团在 2022 年度原有的合并报表基础上追加确认待结案扣押款预计损失 1.55 亿元和被投公司投资公允价值金额减少 0.19 亿元，并由审计机构出具了花房集团 2022 年度带保留意见的审计报告和 2023 年度标准无保留的审计报告；宋城演艺 2023 年同样获审计机构无保留意见审计报告。

风险提示：区域竞争激烈、新项目不及预期、城市演艺渗透率不及预期。

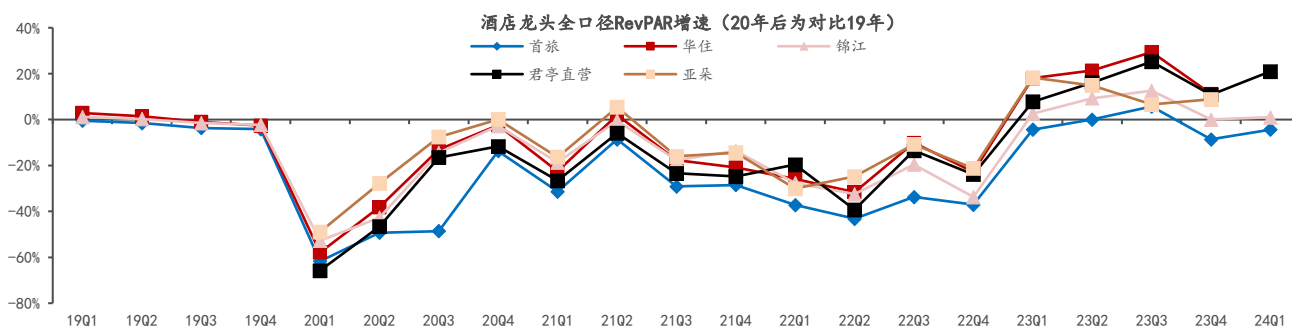
3 酒店行业：经营表现有所分化，关注后续资产质量优化

3.1 行业总览：经营数据有所分化

3.1.1 经营数据：华住/君亭/亚朵经营表现领先较明显

全口径 RevPAR 来看，23Q4 锦江/首旅(不含轻管理)/华住/君亭直营/亚朵分别恢复至 19 年同期的 100%/103% (91%) /111%/111%/109%，较 19 年同期均实现了较明显的修复。恢复情况华住>君亭>亚朵>首旅(不含轻管理)>锦江>首旅(包含轻管理)。24Q1 来看，锦江/首旅(不含轻管理)/君亭直营分别恢复至 19 年同期的 101%/107% (96%) /121%。恢复情况君亭直营>首旅(不含轻管理)>锦江>首旅(包括轻管理)，整体恢复度的差异是结构变化/产品价格带/经营能力三者的结合，华住/君亭/亚朵整体领先优势较明显。

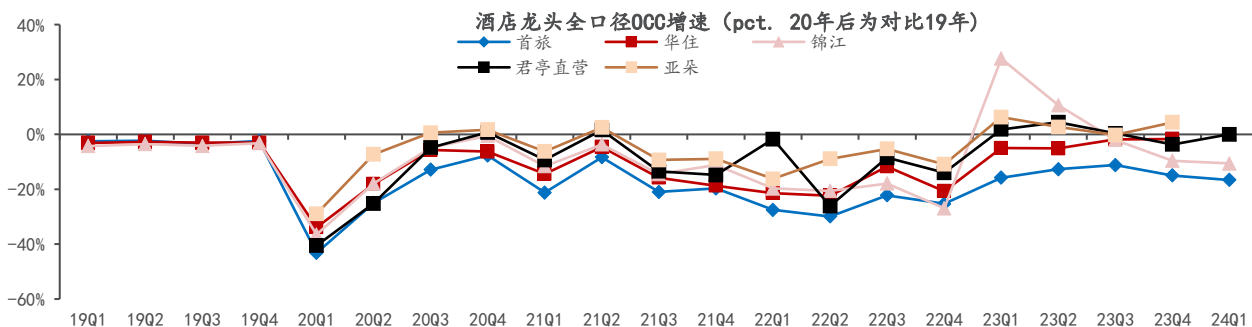
图 3：酒店龙头全口径 RevPAR 增速 (20 年后为对比 19 年) (单位：%)



资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，君亭酒店季报，亚朵酒店季报，民生证券研究院

入住率方面，23Q4 锦江/首旅/君亭直营/亚朵分别较 2019 年-9.6pct/-15.0pct/-1.7%/-3.7pct/+4.4pct。24Q1 锦江/首旅/君亭直营分别较 2019 年+10.6pct/-16.6pct/+0.02pct。整体来看，君亭/亚朵入住率较 19 年同期表现较好，我们认为主要反映了公司在所处价格带的竞争优势。

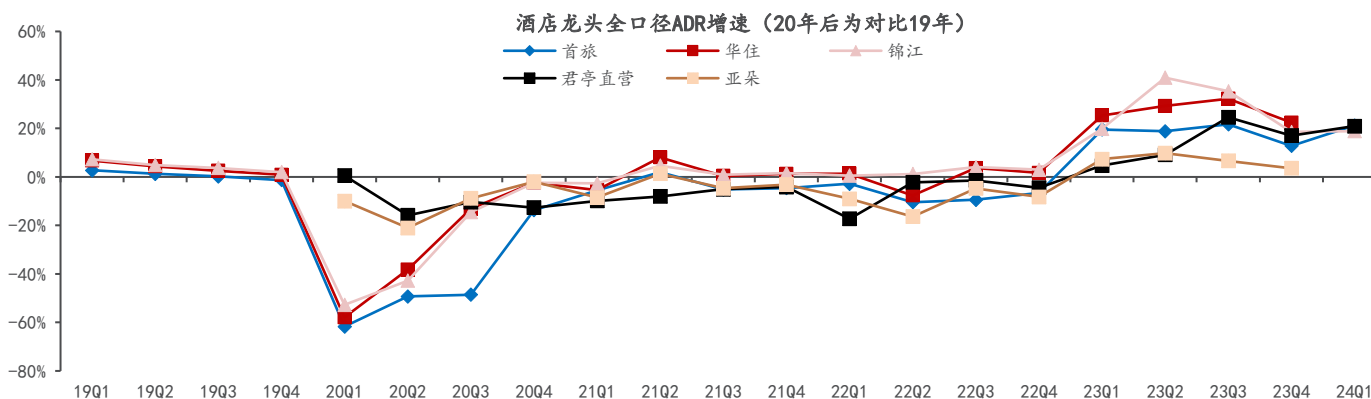
图 4：酒店龙头全口径 OCC 增速 (20 年后为对比 19 年) (单位：%)



资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，君亭酒店季报，亚朵酒店季报，民生证券研究院

ADR 方面，23Q4 锦江/首旅/华住/君亭直营/亚朵分别较疫情前 +18.5%/+12.8%/+22.4%/+17.0%/+3.6%。24Q1 锦江/首旅/君亭直营较 19 年分别 +18.9%/+21.2%/+20.9%，由于锦江/首旅/华住过去三年经历了持续的产品结构提升，因此房价较 19 年的提升幅度最主要受此影响。

图 5：酒店龙头全口径 ADR 增速（20 年后为对比 19 年）（单位：%）



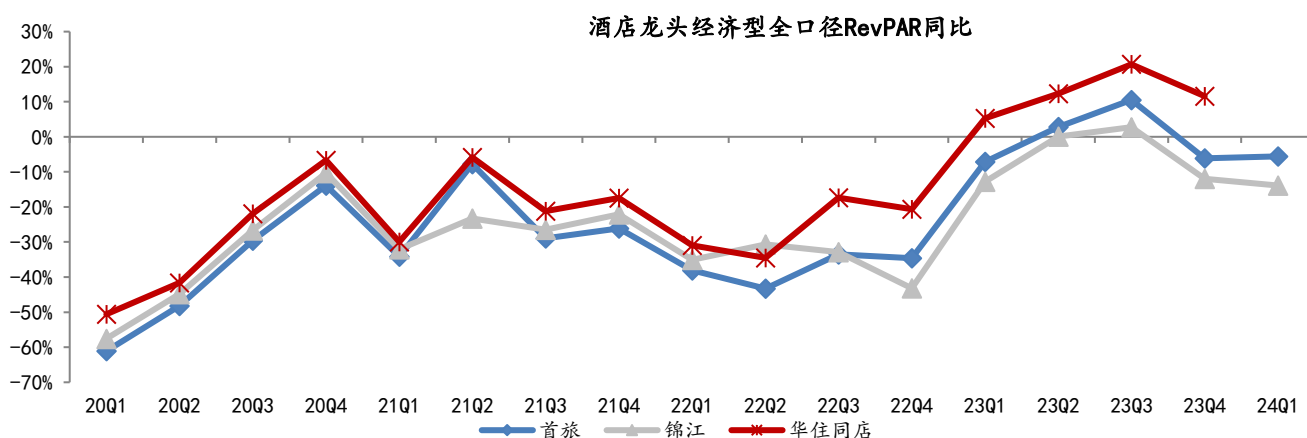
资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，君亭酒店季报，亚朵酒店季报，民生证券研究院

我们区分经济型/中高端看各项数据，以剔除掉结构升级带来的影响：

2.1 经济型：华住依托结构优化、经营能力表现领先

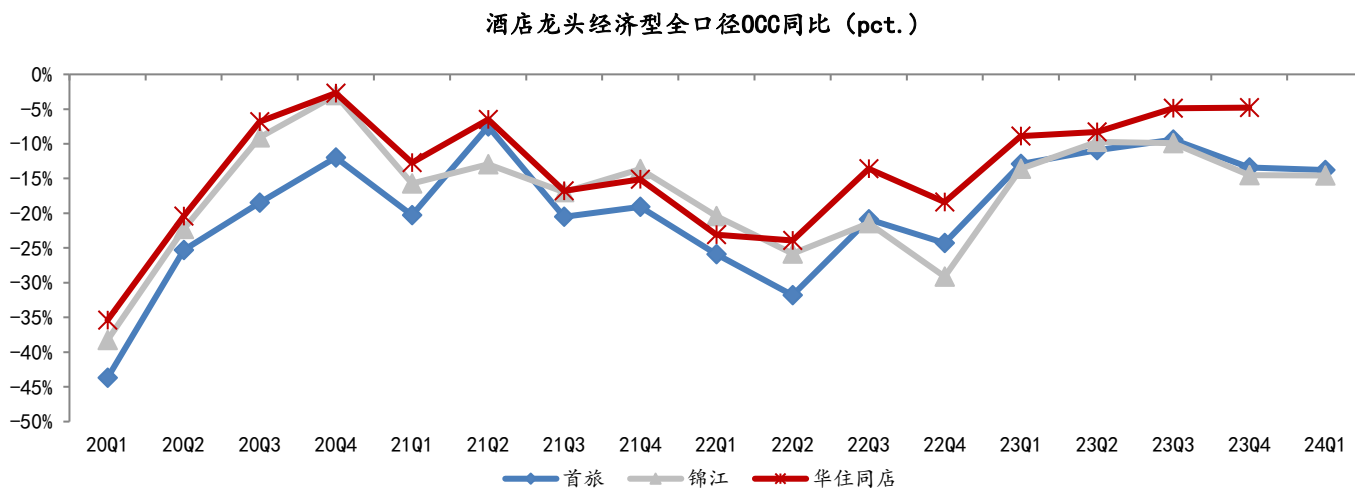
23Q4 RevPAR 锦江/首旅/华住同店分别较 19 年同期-11.97%/-6.15%/+11.61%，24Q1 锦江/首旅分别较 19 年同期-13.91%/-5.56%；华住提升较高反映了其关闭怡莱门店/产品迭代升级的影响，首旅反映了如家直营店升级为 3.0 版本的积极影响。23Q4 OCC 锦江/首旅/华住同店分别较 19 年同期-14.51pct/-13.40pct/-4.80pct，24Q1 锦江/首旅较 19 年分别-14.57pct/-13.80pct。23Q4 ADR 锦江/首旅/华住分别较 19 年+11.32%/+13.04%/+18.44%，24Q1 锦江/首旅较 19 年同期分别+9.64%/+13.75%，主要反映了结构升级上的差异。

图 6：酒店龙头经济型全口径 RevPAR 同比（单位：%）



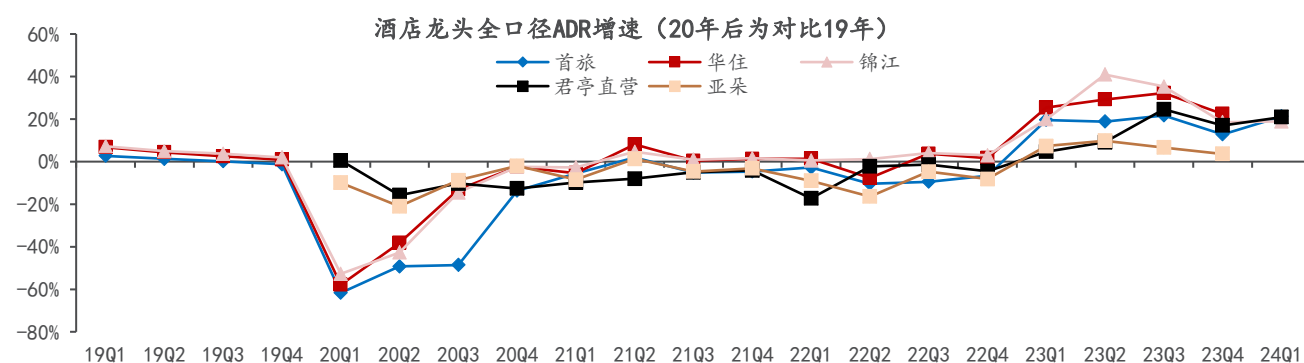
资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，民生证券研究院

图 7：酒店龙头经济型全口径 OCC 同比（单位：%）



资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，民生证券研究院

图 8：酒店龙头经济型全口径 ADR 同比（单位：%）

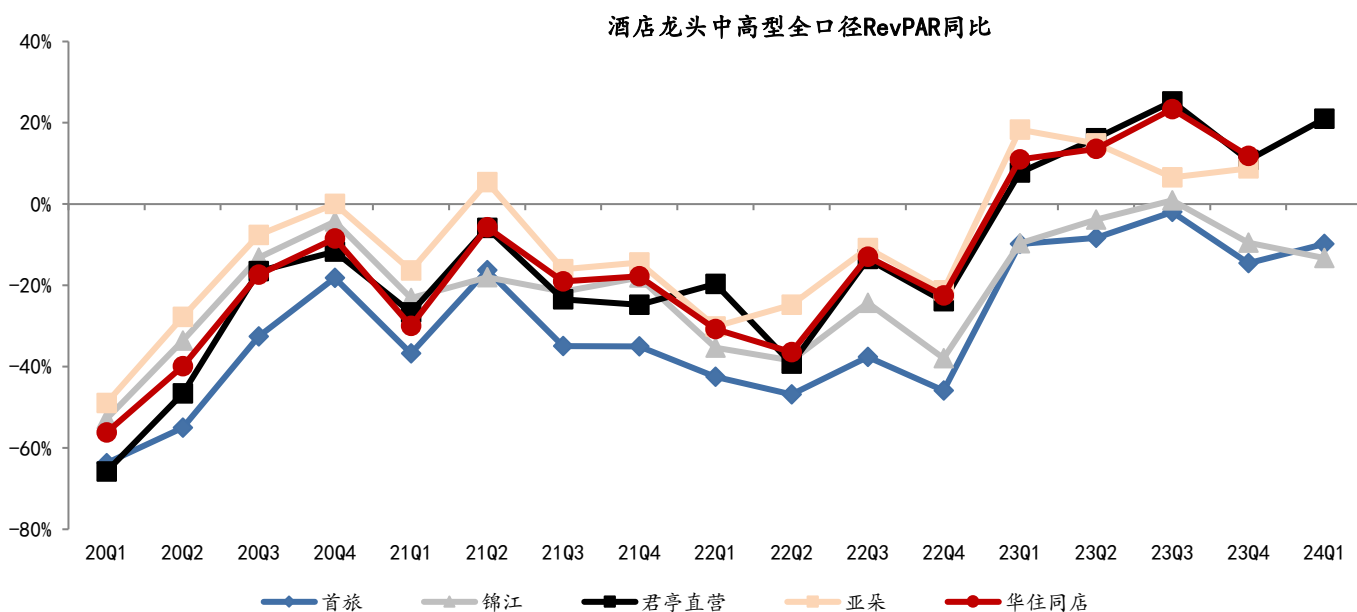


资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，民生证券研究院

2.2 中高端：华住/君亭与锦江/首旅的恢复情况形成明显差异

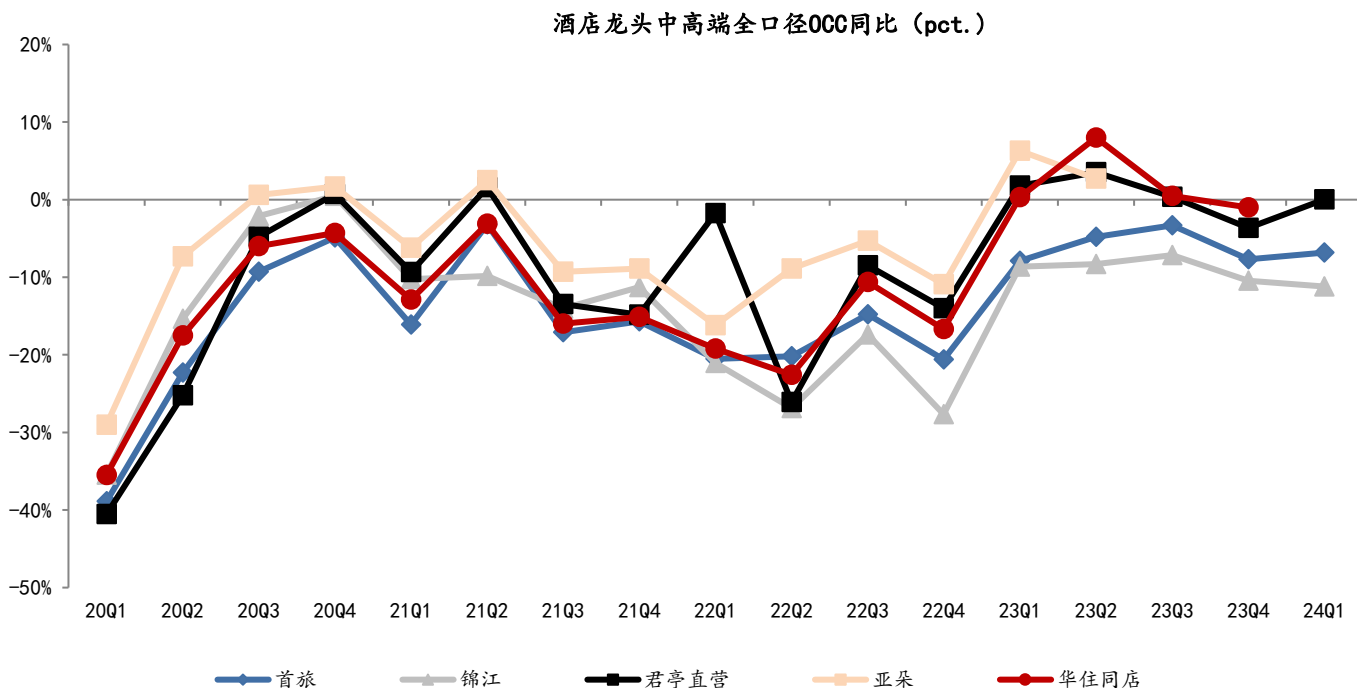
23Q4 RevPAR 锦江/首旅/华住/君亭/亚朵分别较 19 年同期 -9.47%/-14.55%/+11.86%/+10.84%/+8.81%，24Q1 锦江/首旅/君亭分别较 19 年同期 -13.30%/-9.84%/+20.96%，恢复度相当程度反映了品牌经营能力的差距。总体上看，中高端产品提价能力最强，首旅中高端产品提价能力最弱。23Q3 锦江海外业务，即卢浮系酒店 RevPAR 恢复至 19 年 114.5%，达到年内新高，23 年恢复情况环比改善，其中总高端恢复情况优于经济型；23Q3 华住海外业务，即 DH 系酒店 RevPAR 恢复至 19 年 107%，环比 Q2 略有下滑。

图 9：酒店龙头中高型全口径 RevPAR 同比 (单位：%)



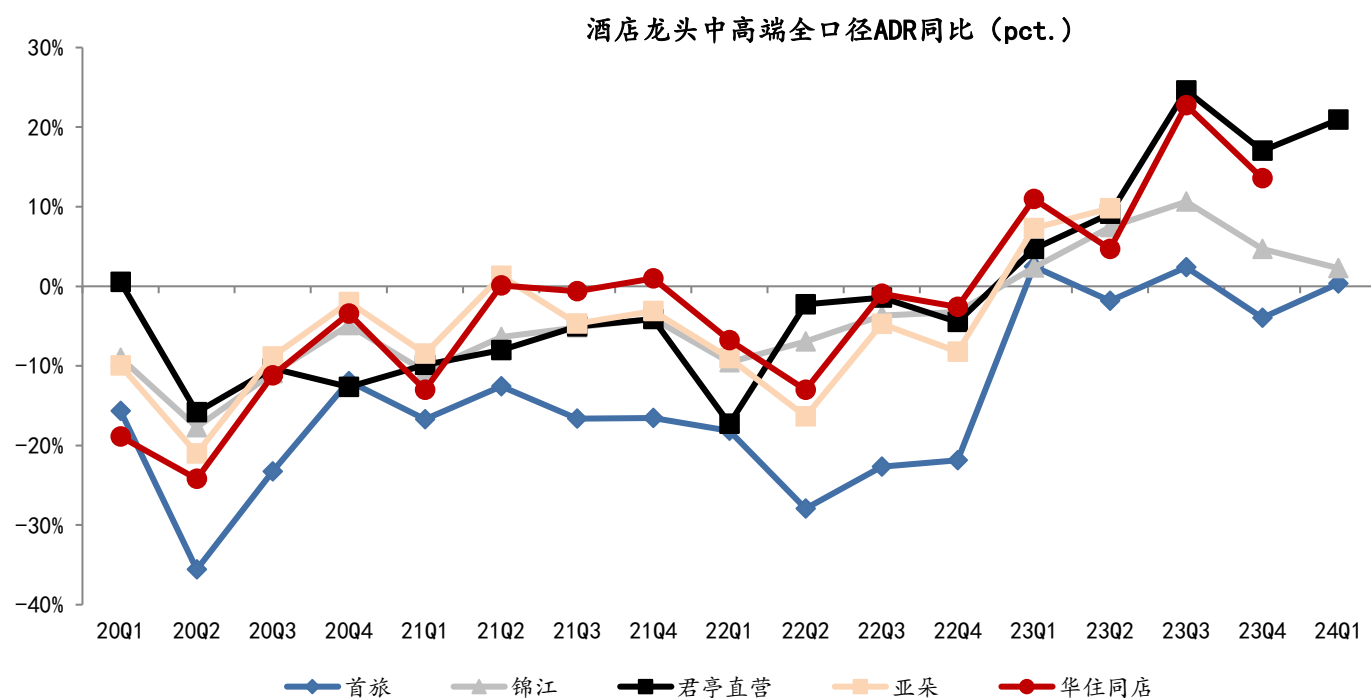
资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，君亭酒店季报，亚朵酒店季报，民生证券研究院

图 10：酒店龙头中高端全口径 OCC 同比 (单位：%)



资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，君亭酒店季报，亚朵酒店季报，民生证券研究院

图 11: 酒店龙头中高端全口径 ADR 同比 (单位: %)

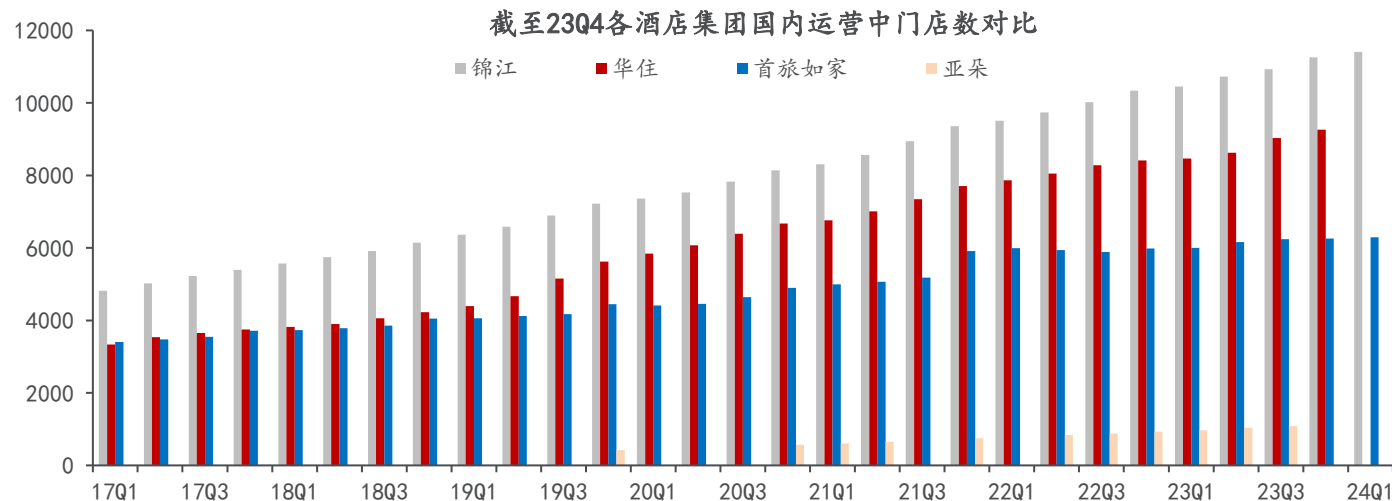


资料来源: 首旅酒店季报、华住集团季报, 锦江酒店季报, 君亭酒店季报, 亚朵酒店季报, 民生证券研究院

3.1.2 拓店情况: 华住拓店强势, 君亭靠直营

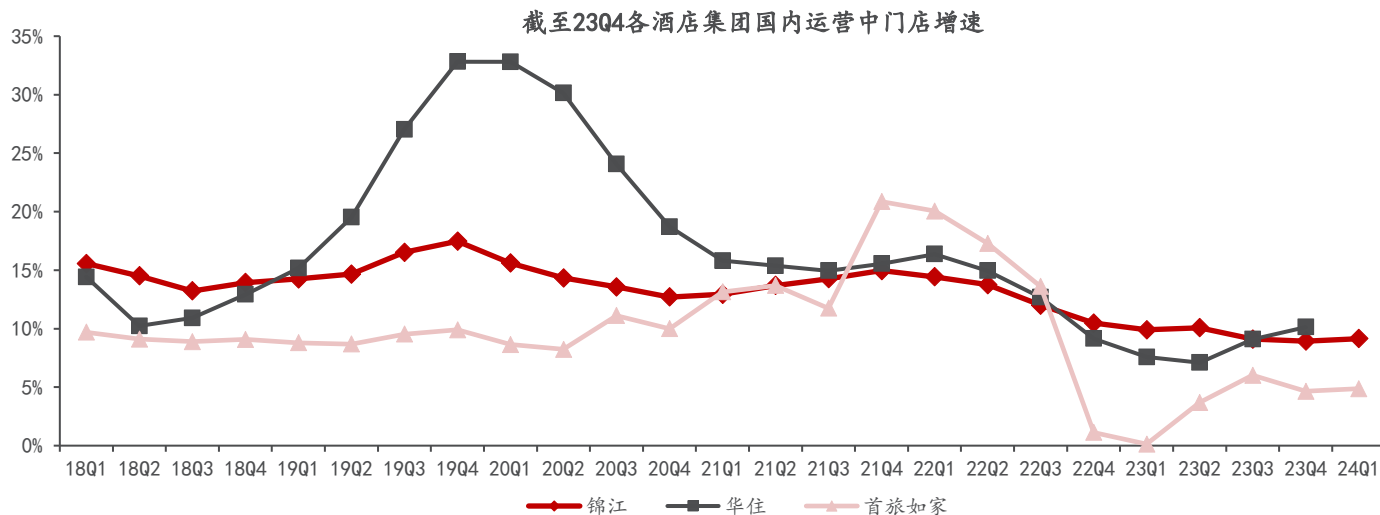
门店情况来看, 截至 23Q4 锦江/首旅/华住门店数分别为 12448/9394/6263 家, 增速来看, 锦江/华住作为主要覆盖经济型和中端的规模龙头, 同比增速在 7%~10%左右, 首旅旗下中高端品牌相对较弱, 经济型品牌老化面临迭代/推出, 因此同比增速在 5%左右。

图 12: 截至 23Q4 各酒店集团国内运营中门店数对比 (单位: 家)



资料来源: 首旅酒店季报、华住集团季报, 锦江酒店季报, 亚朵酒店季报, 民生证券研究院

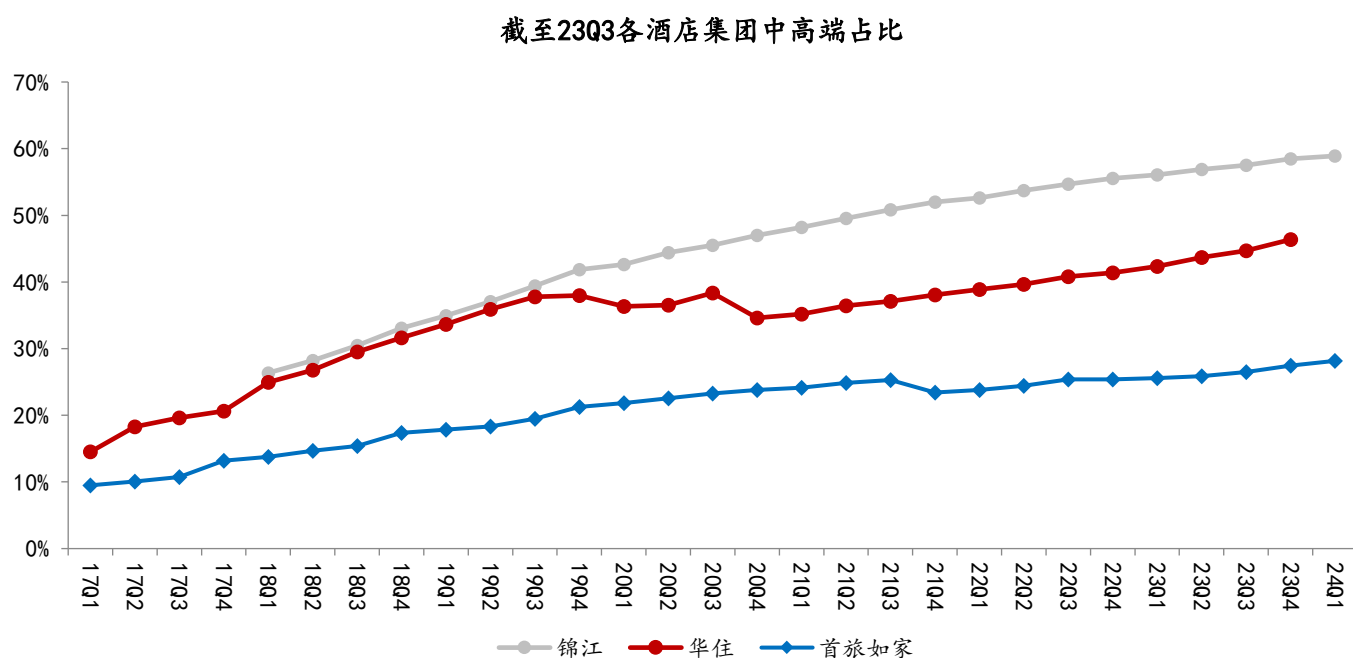
图 13: 截至 23Q4 各酒店集团国内运营中门店同比增速 (单位: %)



资料来源: 首旅酒店季报、华住集团季报, 锦江酒店季报, 民生证券研究院

门店结构来看, 锦江/华住/首旅中高端占比总体维持提升, 23Q4 占比分别达到 58.47%/46.36%/27.44%。

图 14: 截至 23Q3 各酒店集团中高端占比 (单位: %)

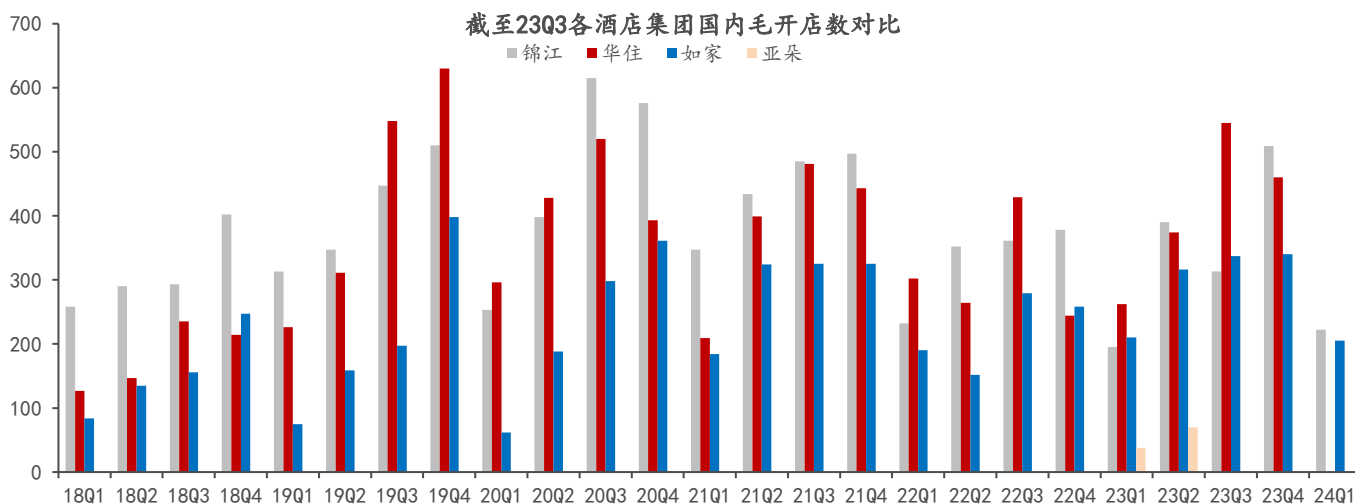


资料来源: 首旅酒店季报、华住集团季报, 锦江酒店季报, 民生证券研究院

开店情况来看, 23Q4 锦江/首旅/华住门店数分别毛开 509/340/460 家, 均

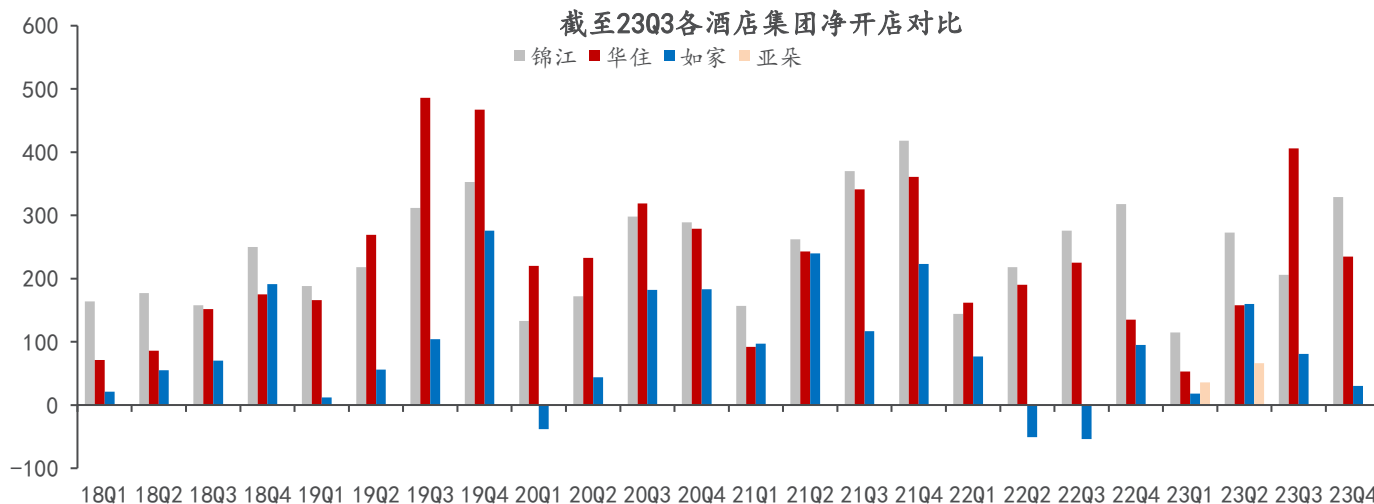
维持加了较好的拓店势头，反映了疫情后加盟商加盟意愿有所回暖/选择品牌连锁的倾向加强。净开店情况来看，23Q4 锦江/首旅/华住净开店 392/30/235。

图 15：截至 23Q4 各酒店集团国内毛开店数对比（单位：家）



资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，亚朵酒店季报，，民生证券研究院

图 16：截至 23Q4 各酒店集团净开店对比（单位：家）



资料来源：首旅酒店季报、华住集团季报，锦江酒店季报，亚朵酒店季报，民生证券研究院

3.2 个股表现：24Q1 整体表现符合预期，关注资产优化成效

锦江酒店：24Q1，公司实现营业收入 32.06 亿元/YoY+6.77pct，较 19Q1 同比-13.3%；实现归母净利润 1.90 亿元/YoY+34.56pct，恢复至 19Q1 的

64.29%；实现扣非归母净利润 6231.9 万元/YoY-31.19pct，较 19Q1 同比-12.03%；非经常性损益达到 1.28 亿元/YoY+235pct，其中包括 1.19 亿非流动性资产处置损益，主要系 24 年 1 月至 3 月卢浮集团处置酒店物业获得收益。

受海外债利率影响，财务费用同比上升明显。24 年 Q1 实现毛利率 35.4%/YoY-1.2%，销售费用率为 7.5%/YoY+0.1pct，管理费用率 18.7%/YoY-1.6pct，财务费用率为 6.7%/YoY+1.7pct，绝对值同比增长 6201 万元；实现归母净利润率 5.9%/YoY+1.4pct，实现扣非归母净利润率 1.9%/YoY-1.3pct。财务费用率上涨主要系欧元银行同业拆放利率比上年同期上涨、导致境外企业的借款利息支出比上年同期增加等共同影响所致。

风险提示：市场恢复不及预期，管理费下降风险，酒店行业竞争加剧。

首旅酒店：首旅酒店发布 2024 年一季报：24Q1 首旅酒店实现营业收入 18.45 亿元/yoy+11.47%，同比 19 年-5.05%，增长原因主要系旅行市场复苏及规模增长实现归母净利润 1.21 亿元/yoy+49.83%，同比 19 年+63.01%；实现扣非归母净利润 9738.61 万元/yoy+102.19%，同比 19 年+73.17%。

酒店业务盈利恢复良好，景区业务净利表现亮眼。24Q1 公司酒店业务实现营业收入 16.39 亿元/yoy+11.54%，同比 19 年-7.58%，实现利润总额 5181.27 万元/yoy+649.8%，同比 19 年-12.37%。景区运营业务实现营业收入 2.06 亿元/yoy+10.90%，同比 19 年+21.31%，实现利润总额 1.22 亿元/yoy+5.65%，同比 19 年+23.24%。休闲旅游市场的需求持续高涨，公司景区业务继续保持良好的经营态势。24 年 Q1 南山景区入园人数 247 万人，较 2023 年同期 yoy+17.3%，再创历史新高。

根据 Wind 数据，锦江/首旅/君亭 2023 年股息率分别为 1.67%/1.41%/0.66%，股利支付率分别为 53.41%/30.90%/95.57%。

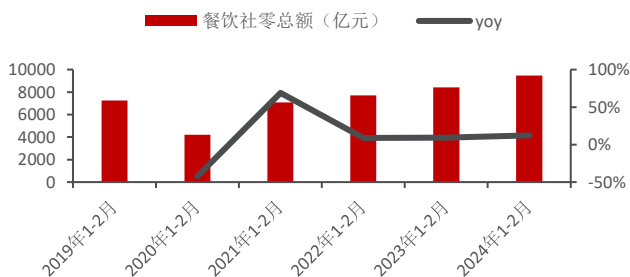
风险提示：扩张速度不及预期风险，酒店集团竞争加剧风险。

4 餐饮行业：恢复态势良好，多企业加盟模式拓展带来新增量

4.1 行业总览

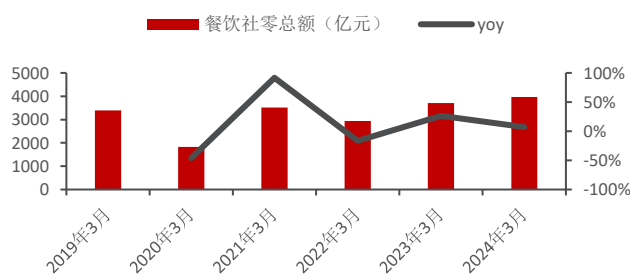
从社零总额表现来看，24Q1 餐饮业恢复态势良好，24 年 1-2 月、24 年 3 月餐饮社零总额均恢复并超越 19 年同期水平，较 23 年同期也有较高幅度提升，我们认为这是餐饮业整体服务质量提升、数字化应用程度加深、多元化/线上流量结合程度提升三因素共同作用的结果。虽餐饮业景气度快速提振，但行业内各细分赛道竞争激烈的态势并未改变，创新、服务、选址、宣传能力、菜品质量仍是餐饮门店能否长期维持的核心考量项。

图 17：2024 年 1-2 月餐饮社零总额恢复表现



资料来源：Wind，国家统计局，民生证券研究院

图 18：2024 年 3 月餐饮社零总额恢复表现



资料来源：Wind，国家统计局，民生证券研究院

从港股餐饮行业各公司表现来看，23 年餐饮行业个股表现显著向好，具体来看，百胜中国经营态势稳健，强品牌力驱动下归母净利润进一步上行；达势股份仍处门店扩张期，经营模式优化促亏损减少；呷哺呷哺 23 年度门店扩张较为谨慎，通过闭店方式持续优化呷哺呷哺/湊湊两大品牌门店经营矩阵，叠加呷哺呷哺主品牌翻台率优化，门店经营表现向好；奈雪的茶/海伦司 23 年度开放加盟模式，其中奈雪的茶加盟模式进展相对较慢，23 年加盟模式对业绩影响较小，主业务在价格带下探获客面提升促进下扭亏为盈，海伦司关闭存量门店并通过新加盟门店优化门店矩阵，新加盟门店高景气度催化下营收减少但归母净利润扭亏为盈；海底捞/九毛九发展态势稳健，通过多渠道品牌力强化与持续创新优化经营格局，2023 年归母净利润恢复态势明显；茶百道门店数快速增长，新店需爬坡，使归母净利润增速略低于收入增速。

表 9：餐饮行业（港股）2023 年年报业绩（单位：亿元）

证券代码	证券简称	2023 年			
		收入 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY
9987.HK	百胜中国	108.52	14.50%	8.27	87.10%
1405.HK	达势股份	30.51	50.97%	-0.27	亏损减少
0520.HK	呷哺呷哺	59.18	25.25%	-1.99	亏损减少
2150.HK	奈雪的茶	51.64	20.33%	0.13	扭亏为盈
6862.HK	海底捞	414.53	19.32%	44.99	227.33%
9869.HK	海伦司	12.09	-22.49%	1.81	扭亏为盈
9922.HK	九毛九	59.86	49.43%	4.53	820.17%
2555.HK	茶百道	57.04	34.80%	11.39	19.37%

资料来源：iFind，民生证券研究院；4 月 30 日汇率为 1 港币=0.9255 人民币

从 A 股餐饮行业各上市公司表现来看，23 年各餐饮个股收入/归母净利润恢复态势佳，其中同庆楼归母净利润增长态势明显，主要受益于 22 年基数相对较低、门店快扩及宴会业务的利润增量贡献；全聚德预制菜业务展开、主营业务稳健经营，营收/利润表现佳；广州酒家零售食品业务持续贡献增量，促营收/利润表现向好。从 24Q1 来看，同庆楼收入增长但归母净利润下滑，可能是新富茂酒店尚处爬坡阶段短期利润承压所致。此外，聚焦分红情况，23 年同庆楼/广州酒家每股股利（含税）分别为 0.41 元/0.48 元，对应分红金额 1.36 亿元/2.73 亿元（含税），占 23 年归母净利润比例 44.74%/49.59%，同庆楼每股股利为 2020 年以来最高，广州酒家每股股利为 2019 年以来最高。

表 10：餐饮行业（A 股）2023 年年报及 2024 年一季报业绩（单位：亿元）

证券代码	证券简称	2023 年				2024Q1			
		收入	YoY	归母净利润	YoY	收入	YoY	归母净利润	YoY
605108.SH	同庆楼	24.01	43.76%	3.04	224.91%	6.91	28.01%	0.66	-8.84%
000721.SZ	西安饮食	7.80	60.94%	-1.18	亏损减小	1.83	3.47%	-0.30	亏损减小
002186.SZ	全聚德	14.32	99.27%	0.60	扭亏为盈	3.58	11.99%	0.15	66.85%
603043.SH	广州酒家	49.00	19.17%	5.50	5.78%	10.12	10.04%	0.71	2.22%

资料来源：iFind，民生证券研究院

4.2 个股表现

同庆楼：23 年经营情况：1) 收入/利润情况：23 年，公司营收 24.01 亿元/同比+43.76%，较 19 年同期+64.17%；归母净利润 3.04 亿元/同比+224.90%，较 19 年同期+53.91%。2) 各项费用率情况：23 年，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.84%/6.13%/0.10%，同比+0.92/-0.76/-0.03pcts。3) 毛利率/净利率情况：公司毛利率 26.62%/同比+8.29pcts；净利率 12.66%/同比+7.06pcts。24Q1 经营情况：从 24Q1 来看，2024Q1，公司营收 6.91 亿元/同比+28.01%，较 19 年同期+65.52%；归母净利润 0.66 亿元/同比-8.84%，较 19 年同期-6.34%。2024Q1，公司毛利率 24.66%/同比-0.28pcts，净利率 9.54%/同比-3.86pcts。

截至 23 年末富茂酒店新增 2 家、筹备开业 3 家，同庆楼餐饮业务支撑+宴会业务为核心的组合经营模式发展前景广阔。酒店业务方面，23 年新开北城富茂/阜阳富茂 2 家酒店，筹备开业高新富茂、肥西富茂、上海富茂 3 家酒店，截至 24 年 4 月 25 日，公司富茂酒店数量已达 6 家。23 年富茂酒店营业收入 4.45 亿元/同比+140.84%，门店逐步度过爬坡期。富茂酒店业务有同庆楼经营优势明显的餐饮/宴会业务支撑，宾馆业务对商务会议及宴会有极佳补充效果，在综合性豪华酒店市场/中高档商务酒店市场中特色明显，且酒店管理业务也在持续发力布局，后续成长空间广阔。

食品业务表现亮眼，预制菜业务或有望突破区域壁垒。食品业务目前已开发并向全国销售大厨菜系列、大厨料汁系列、大厨面点系列等六大系列产品，23 年全面进入江苏/武汉市场，并在南京/武汉建立分仓，截至 23 年末直营商超数量达 133 家，23 年收入 1.67 亿元/同比+77.78%，对应毛利率 35.69%/同比+5.07pcts。鲜肉大包业务方面，截至 24 年 4 月 25 日，

公司已开业鲜肉大包店 80 家，待开业门店 60 家；粽子业务方面，23 年年累计销售达 1,700 多万元，成为同庆楼食品又一个千万级品类。我们认为，公司食品业务线上线下渠道铺设迅速，旗下预制菜/冷冻食品竞争力强且契合各地域消费者饮食口味需求，具备全国市场布局基础，当前预制菜行业仍处发展初期、区域竞争为主，口味契合大众需求、产品质量高、线上线下渠道稳定铺设展开的同庆楼预制菜业务后续有望突破区域壁垒成为全国性品牌。

23 年分红占净利润比例超 40%，股息率达 1.50%。公司董事会拟定 23 年利润分配预案为每 10 股派发现金股利 4.10 元（含税），共派发现金红利 1.06 亿元；此外，公司已实施股份回购金额为 0.30 亿元（不含手续费），因此 23 年年度现金分红总额为 1.36 亿元，占年度归母净利润的 44.74%。不考虑回购金额，按 4 月 26 日收盘价计算，股息率为 1.50%。

风险提示：拓店不及预期风险，行业竞争加剧风险。

海伦司：23 年公司营业收入 12.09 亿元/同比-22.49%，归母净利润 1.81 亿元/22 年为-16.01 亿元，加回以权益结算的股份支付、酒馆优化及调整亏损两项后（23 年酒馆优化及调整亏损 1.00 亿元，没有以权益结算的股份支付；22 年酒馆优化及调整亏损 8.57 亿元、以权益结算的股份支付 5.03 亿元后所得），可得 23 年公司经调整净利润 2.80 亿元/22 年为-2.41 亿元，虽营收缩减但经调整净利润实现扭亏为盈。追溯营收规模缩减原因，主要是 2023 年公司为适应经济环境变化，向平台型公司、轻资产模式转型，发力嗨啤合伙人酒馆拓展，原有酒馆数量减少所致，截至 23 年末，公司酒馆数量 479 家/较 22 年末的 767 家-37.55%；其中直营酒馆 255 家/较 22 年末的 653 家-60.95%；特许合作酒馆 92 家/较 22 年末的 114 家-19.30%；23 年开启嗨啤合伙人计划，截至 23 年末共有嗨啤合伙人门店 132 家。归母净利润扭亏为盈，主要受益于酒馆数量缩减导致的原材料及消耗品支出、使用权资产折旧/物业厂房及设备折旧、短期租赁及其他相关费用、雇员福利及人力服务开支减少，以及财务收入的增加。

嗨啤合伙人酒馆新单店模型优势显现，一二线城市日均销售额/整体店效均优于存量直营及特许合作酒馆。公司嗨啤合伙人新单店模型具备下述优势：1) 新单店模型面积较小，保本点相对较低，因而具备强抗风险能力和更多获利空间；2) 通过调动加盟商资源，在相应城市/地区的门店选址、获客资源、营销渠道上获得优势，提升门店经营业绩。受益于公司与加盟商的优势互补，公司嗨啤合伙人在高速扩张的同时高线城市日均销售额表现优异，一线/二线城市酒馆嗨啤合伙人酒馆日均销售额分别为 0.94/0.77 万元，较同城市线级直营及特许合作酒馆日均销售额+25.33%/+8.45%；较原酒馆模型而言更小的门店面积和更高的日均销售额使嗨啤合伙人单个酒馆日均坪效也远高于原酒馆，23 年嗨啤合伙人酒馆日均坪效为 34 元/平方米，较直营酒馆/特许合作酒馆+78.95%/+70.00%。

风险提示：行业竞争加剧风险，嗨啤合伙人后续经营表现不及预期风险

奈雪的茶：从业绩表现来看，2023 年公司营业收入 51.64 亿元/同比+20.33%，经调整净利润 0.21 亿元/22 年同期为-4.61 亿元。按业态划分收入，2023 年奈雪的茶直营店收入 46.92 亿元/同比+18.19%，瓶装饮料收入 2.67 亿元/同比+69.79%，台盖收入 0.53 亿元/同比-35.22%，其他收入 1.52 亿元/同比+84.40%。聚焦旗下品牌经营利润情况，奈雪的茶直营店经

营利润 8.29 亿元/同比+76.34%，对应门店经营利润率 17.70%/同比+5.90pcts；台盖收入-0.08 亿元/22 年同期为-0.12 亿元，对应门店经营利润率-15.80%/22 年同期为-14.50%。23 年公司主品牌经营态势向好，瓶装饮料业务逐步崛起，但台盖品牌营收表现有所下滑，可能是公司经营全面聚焦主品牌所致；作为主品牌奶茶业务补充项的烘焙产品业务收入减少，可能是主品牌集中精力于奶茶产品的促销/联动/推新，烘焙产品发展相对较为平缓所致。

23 年门店数量快扩，开放加盟业务后截至 2 月底已开加盟店 200 家。2023 年公司净新增直营门店 506 家，其中第一类茶饮店数量新增 334 家，第二类茶饮店数量 172 家；一线/新一线/二线/其他城市新增直营门店数分别为 169/195/86/65 家；截至 2023 年末，公司第一类茶饮店数目共 1230 家，第二类茶饮店数目共 344 家。从门店数量变化情况来看，一线/新一线城市仍是奈雪的茶直营门店扩张主阵地，且第一类茶饮店仍为业务重心，低线城市扩张方向上或以加盟门店为主导。公司 23 年 7 月开放加盟业务，截至 23 年末，公司共有加盟门店 71 家；截至 24 年 2 月底，共有加盟店约 200 家。公司在 24 年 2 月优化对加盟商的要求，开店面型更为灵活、初期投入成本要求有所下降，我们认为此举对后续加盟店模型优化及投资人加盟积极性有正向促进效果，后续加盟业务扩张速度有望进一步加快。

平均单店销售额下滑但门店经营利润率不降反升，受益于原材料成本维稳及人力成本/租金/外卖费用优化。从各线城市平均单店日销售额及经营利润率情况来看，2023 年公司各线城市平均单店日均销售额均有下滑，一线/新一线/二线/其他城市单店销售额分别为 1.27/0.95/0.96/0.97 万元，同比-11.81%/-16.67%/-13.51%/-18.49%；门店经营利润率水平反而有所提升，23 年一线/新一线/二线/三线城市门店经营利润率分别为 19.6%/17.3%/18.1%/19.6%，同比+6.1pcts/+4.7pcts/+5.1pcts/+3.0pcts。公司平均单店日均销售额下滑但门店经营净利润率不降反升，我们认为主要归因于下述三点：**1) 23 年产品价格带下滑但原材料成本率维稳；2) 人力成本/租金占营收比分别为 20.3%/14.5%，同比-3.2pcts/-1.0pcts，优化幅度明显；3) 外卖业务规模减小但外卖成本占比也有优化，23 年外卖费用占比 8.2%/同比-1.2pcts。**

风险提示：扩店速度不及预期风险，行业竞争加剧风险

海底捞：1) 聚焦营业收入及净利润表现，2023 年，公司收入 414.53 亿元/同比+33.55%，其中餐厅经营收入 396.13 亿元/同比+36.19%；除税前利润 58.33 亿元/同比+175.45%，归母净利润 44.99 亿元/同比+174.59%；基本每股盈利 0.83 元/同比+176.67%；归母净利率 10.85%/同比+5.57pcts。23 年下半年营收 225.67 亿元/同比+42.08%，税前利润 30.19 亿元/同比+57.62%，归母净利润 22.40 亿元/同比+43.13%。2) 分业务来看，2023 年，海底捞餐厅经营收入 392.67 亿元/同比+35.67%，外卖业务收入 10.41 亿元/同比-18.64%，调味品及食材销售收入 7.89 亿元/同比+19.10%，其他餐厅经营收入 3.46 亿元/同比+139.79%。2023 年下半年，海底捞餐厅经营收入 213.31 亿元/同比+45.74%，外卖业务收入 5.70 亿元/同比-31.47%，调味品及食材销售收入 4.18 亿元/同比+22.87%，其他餐厅经营收入 2.42 亿元/同比+215.39%。聚焦门店变化情况，截至 23 年年末，公司海底捞国内餐厅数量共 1374 家，其中中国大陆 1351 家/港澳台地区 23 家，23 年新增 9 家/重启 26 家/关闭 32 家。3) 董事会将在即将举办的股东周年大会上建议派发截至 23 年末为止现金股息每股 0.824 港元（相当于人民币

0.748元)，共计派发股息人民币约40.50亿元。2023年收入稳增、归母净利润增长势头明显、归母净利率改善，我们认为可归功于啄木鸟/硬骨头计划对公司门店矩阵、成本结构、经营效率及管理架构的优化效果；外卖业务收入有所下滑，可能是23年以来消费需求回归常态，外卖需求减少所致。

平均翻台率提升，人均消费水平有所回调。截至2023年年末，海底捞平均翻台率为3.8次/天，22年同期为3.0次/天；新开餐厅翻台率为3.7次/天，22年同期为2.3次/天；顾客人均消费为99.1元，22年同期为104.9元。23年平均翻台率增加但人均消费减少，主要是优惠增加所致；新开门店翻台率较22年增长势头明显，我们认为除优惠活动助力外，更多是23年新店开设战略偏于谨慎，新店更注重选址、引流效果及门店模型所致。

24年3月4日引入加盟模式，与机构投资者/企业等专业加盟商牵手打造加盟门店。海底捞于2024年3月4日宣布引入加盟模式，公司采取与传统加盟存在差异的类托管加盟模式运营，加盟店门店运营/绩效考核/人事招聘/供应链等工作均由海底捞负责，加盟对象仅限机构投资者及有经营经验的企业，加盟商合作方式主要在于资金支出、地方物业资源贡献与地方市场相关知识交流，不参与门店管理，以此保证加盟门店质量与直营门店平齐，未来有望在保证经营质量的同时成为公司利润新增长点。

风险提示：行业竞争加剧风险，品牌势能下滑风险

5 免税行业：离岛免税客流增长向好客单下滑，出境入境恢复向好有望带动口岸免税增长

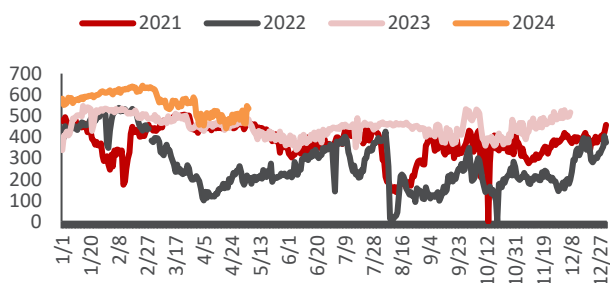
5.1 行业概况

离岛免税：客流恢复向好。从客流方面来看，2024 年美兰机场日均执行航班数年初至今已超越往年水平，对应的年初至今日均旅客吞吐量达 8.9 万人次，2021/2022/2023 年分别为 5.6/4.2/6.9 万人次。凤凰机场因 T3 航站楼建设影响航班架次，整体航班数略低于 23 年水平，24 年年初至今日均航班数为 352 趟，去年同期为 394 趟。

多方因素影响下，离岛免税客单有所下滑。根据海口海关披露的数据来看，2023 年年初至今的元旦和春节客单价分别同比 2023 年下滑 26%和 16%。我们认为客单价下滑或与高净值客群出境、整体消费疲软有关。

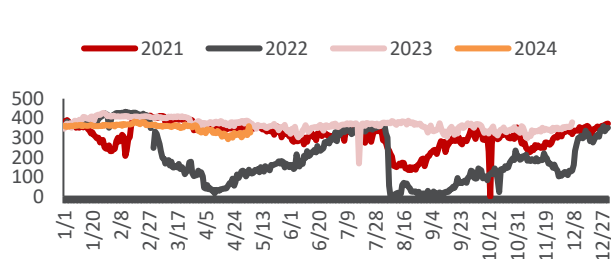
出入境恢复下，口岸免税或为龙头企业全年业绩潜在增量。4 月 18 日，国家移民管理局数据显示，全国移民管理机构累计查验出入境人员超 1.41 亿人次，同比上升 117.8%，其中内地居民 6954.1 万人次、港澳台居民 5911.5 万人次、外籍人员 1307.4 万人次，同比分别上升 114.9%、100.4%、305.2%。出入境恢复向好下，口岸免税或成为龙头企业全年业绩的增长来源。

图 19：海口美兰机场日均执行量（单位：趟）



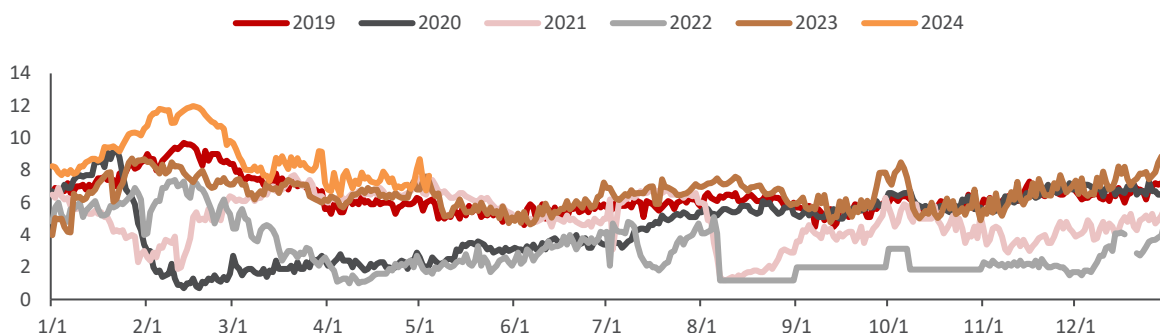
资料来源：飞常准 app，民生证券研究院

图 20：三亚凤凰机场日均执行量（单位：趟）



资料来源：飞常准 app，民生证券研究院

图 21: 海口美兰机场日均客流量 (单位: 万人)



资料来源: 海口美兰国际机场官方微博, 民生证券研究院

图 22: 2022-2024 年节假日离岛免税销售表现情况

	期间	销售金额 (亿元)	日均销售额 (亿元)	购物人次 (万)	日均购物人次 (万)	客单价 (元)	客单价同比	
2022年	元旦	2022/1/1-2022/1/3	6.00	2.00	-	-	9740	12%
	春节	2022/1/31-2022/2/6	14.73	2.10	14.34	2.05	10277	19%
	五一	2022/4/30-2022/5/4	4.01	0.80	4.22	0.84	9500	16%
	端午	2022/6/3-2022/6/5	4.01	0.80	4.22	1.41	9500	16%
	国庆	2022/10/1-2022/10/7	6.13	0.88	7.00	1.00	8761	7%
2023年	元旦	2022/12/31-2023/1/2	4.22	1.41	4.30	1.43	9816	0.78%
	春节	2023/1/21-2023/1/27	15.60	2.23	15.70	2.24	9936	-3.31%
	五一	2023/4/29-2023/5/3	8.83	1.77	10.90	2.18	8101	-14.73%
	端午	2023/6/22-2023/6/24	8.83	1.77	10.90	3.63	8101	-14.73%
	中秋&国庆	2023/9/29-2023/10/6	13.30	1.66	17.00	2.13	7824	-10.70%
2024年	元旦	2023/12/30-2024/1/1	4.75	1.58	6.57	2.19	7230	-26.35%
	春节	2024/2/10-2024/2/17	24.89	3.11	29.77	3.72	8361	-15.86%

资料来源: 海口海关, 民生证券研究院

5.2 个股表现

5.2.1 收入与利润端

中国中免:

2023 年, 中国中免实现收入 675.40 亿元/yoy+24.08%, 归母净利润 67.14 亿元/yoy+33.46%, 扣非归母净利润 66.52 亿元/yoy+35.71%; 23Q4 公司实现收入 167.03 亿元/yoy+10.85%, 归母净利润 15.07 亿元/yoy+274.72%, 扣非归母净利润 14.61 亿元/yoy+358.90%; 整体业绩符合预期。

24Q1, 中国中免实现收入 188.07 亿元/yoy-9.45%, 营业利润为 29.08 亿元/yoy-7.78%, 利润总额为 29.10 亿元/yoy-7.81%, 所得税率为 16%/yoy-5.6pcts, 归母净利润 23.06 亿元/yoy+0.25%, 扣非归母净利润为 22.99 亿元/yoy+0.15%, 非经常性损益为 736 万元。24Q1 公司所得税率有所下降, 带动公司归母净利润同比增长。

王府井:

2023 年, 王府井实现营收 122.24 亿元/yoy+13.19%; 归母净利润 7.09 亿元/yoy+264.14%; 扣非归母净利 6.36 亿元/同比扭亏 (2022 年同期亏损 0.09 亿元)。23Q4, 公司实现营收 29.59 亿元/yoy+26.80%; 归母净利润 0.61 亿元/同比扭亏; 扣非归母净利 0.46 亿元/同比扭亏。

24Q1, 王府井实现营收 33.08 亿元/yoy-1.74%; 营业利润为 3.17 亿元/yoy-8.99%; 利润总额为 3.28/yoy-8.86%; 所得税率为 3.59%/yoy-0.18pcts; 归母净利润 2.02 亿元/yoy-10.86%; 扣非归母净利润为 1.93 亿元/yoy-13.72%, 非经常性损益为 857.50 万元。

表 11: 免税行业公司 2023&24Q1 业绩 (单位: 亿元)

证券代码	证券简称	2023						2024Q1					
		收入	YoY	归母净利润	YoY	扣非归母净利润	YoY	收入	YoY	归母净利润	YoY	扣非归母净利润	YoY
601888.SH	中国中免	675.40	24.08%	67.14	33.46%	66.52	35.71%	188.07	-9.45%	23.06	+0.25%	22.9	+0.15%
600859.SH	王府井	122.24	13.19%	7.09	264.14%	6.36	扭亏	33.08	-1.74%	2.02	-8.99%	1.93	-13.72%
合计		797.64	18.64%	74.23	148.80%	72.88	35.71%	221.15	-5.60%	25.08	-4.37%	24.83	-6.79%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

5.2.2 期间费用率&利润率

王府井:

2023 年王府井毛利率和归母净利率分别为 41.84%/5.8%, 同比各 +3.56/+3.99pcts。2023 年, 有税部分, 王府井百货/购物中心/奥莱/超市/专业店收入分别为 56.09/25.80/20.34/3.75/15.09 亿元, 同比各 +6.22%/+7.69%/+35.09%/-18.51%/+16.35%; 对应毛利率分别为 36.44%/49.39%/68.72%/13.96%/14.99%, 同比各 +4.83pcts/+1.23pcts/+5.49pcts/-0.89pcts/+0.71pcts。整体来看, 2023 年公司购物中心和奥莱带动依旧保持韧性增长, 且收入已经超越 2021 年同期水平, 且拓店方面依旧保持增长态势, 2023 年各开拓 6/1 家; 百货业务整体处于恢复性增长, 恢复至 2021 年的 79%, 近年来百货业态因体验性场景较少, 经营模式相对单一, 面临一定的经营压力, 公司通过“一店一策”加快百货业态转型升级,

2023 年公司百货门店数量减少 5 家，平均店销同比增 17.61%，经营效益有所提升。23Q4，王府井毛利率和归母净利率分别为 43.97%/2.06%，同比各 +6.34pcts/扭亏。23Q4 王府井销售费用率/管理费用率/财务费用率各 19.74%/12.63%/2.77%，各环比-1.99pcts/-4.37pcts/+0.37pcts，期间费用率为 35.14%/yoy-5.99pcts。

24Q1，王府井毛利率为 41.22%/yoy+-1.58pcts，归母净利率 6.10%/-0.63pcts；费用端，24Q1 王府井销售费率/管理费率/财务费率分别为 13.34%/15.21%/-0.51%，各环比 0.07pcts/1.21pcts/-1.76pcts，期间费用率为 28.04%/yoy-0.48pcts。

风险提示：客流恢复不及预期、租金下降、消费者信心不足。

中国中免：

2023 年，中国中免毛利率为 31.82%/yoy+3.43pcts，归母净利率为 9.94%/yoy+0.7pcts。23Q4 中国中免毛利率为 32.04%/环比-2.42pcts，我们认为或与 Q4 促销折扣降低有关，归母净利率为 15.07%/环比+1.66pcts，主要为销售费用率和财务费用率优化带来。23Q4 中国中免销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率各 14.85%/4%/0.29%/-1.72%，各环比 -2.95pcts/+0.44pcts/+0.23pcts/-0.22pcts，其中销售费用率下降显著，我们认为或与 2023 年 12 月公司新签署的租金协议有关，协议自 2023 年 12 月生效，故在 23Q4 租金减免已经开始显现。

24Q1，中国中免毛利率为 33.31%/yoy+4.3pcts，公司盈利能力稳中有升，我们认为或与人民币汇率优化，采购成本下降有关，去年同期受到人民币汇率波动公司采购成本有所提升致使毛利率有所承压，此外 24Q1 随着出入境免税业务的进一步恢复，公司线下业务占比不断回升，商品销售结构持续优化，进一步提升公司毛利率；费用端，24Q1 中国中免销售费率/管理费率/财务费率分别为 12.84%/2.53%/-0.66%，同比各+2.98pcts/+0.38pcts/+0.83pcts，销售费用率增长我们认为或与出入境客流同比去年同期进一步恢复带动租金上涨有关。24Q1 中国中免所得税率同比降低 5.6pcts，综合影响下，24Q1 公司归母净利率为 12.26%/yoy+1.18pcts。

风险提示：客流不及预期，购买力下降等

表 12：2023 免税行业公司毛利率

证券代码	证券简称	毛利率		归母净利率	
		2023	同比 2022 (pct)	2023	同比 2022 (pct)
600859.SH	王府井	41.84%	3.56	5.8%	3.99
601888.SH	中国中免	31.82%	3.43	9.94%	0.7
平均值		36.83%	3.50	7.87%	3.50

资料来源：iFind，民生证券研究院

表 13: 24Q1 免税行业公司毛利率

证券代码	证券简称	24Q1 毛利率		24Q1 归母净利润率	
		24Q1	同比 23Q1 (pct)	24Q1	同比 23Q1 (pct)
600859.SH	王府井	41.22%	-1.58	6.10%	0.7
601888.SH	中国中免	33.31%	4.3	12.26%	1.18
	平均值	37.27%	1.36	9.18%	0.94

资料来源: iFind, 民生证券研究院

表 14: 2023Q4 单季度免税行业公司费用率

证券代码	证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率	
		2023Q4	同比 (pct)	2023Q4	同比 (pct)	2023Q4	同比 (pct)	2023Q4	同比 (pct)	2023Q4	同比 (pct)
600859.SH	王府井	19.74%	-1.99	12.63%	-4.37	/	/	2.77%	0.37	35.14%	-5.99
601888.SH	中国中免	14.85%	-2.95	4%	0.44	0.29%	0.23	-1.72%	-0.22	17.42%	-2.5
	平均值	17.30%	-2.47	8.32%	-1.97	0.29%	0.23	0.53%	0.08	26.28%	-4.25

资料来源: iFind, 民生证券研究院

表 15: 2024Q1 单季度免税行业公司费用率

证券代码	证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率	
		24Q1	同比 (pct)	24Q1	同比 (pct)	24Q1	同比 (pct)	24Q1	同比 (pct)	24Q1	同比 (pct)
600859.SH	王府井	13.34%	0.07	15.21%	1.21	/	/	-0.51%	-1.76	28.04%	-0.48
601888.SH	中国中免	12.84%	2.98	2.53%	0.38	0.06%	/	-0.66%	0.83	14.71%	4.19
	平均值	13.09%	1.53	8.87%	0.80	0.06%	/	-0.59%	-0.47	21.38%	1.86

资料来源: iFind, 民生证券研究院

5.2.3 分红

2023 年, 中国中免计划每股派发现金红利 1.65 元, 合计派发现金红利 34.14 亿元, 现金分红率达 50.85%, 较 2022 年的 32.9% 显著提升。

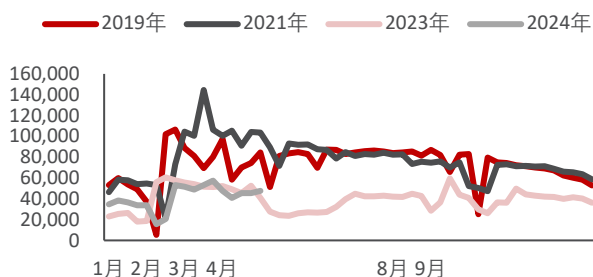
2023 年, 王府井计划向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税), 合计拟派发现金红利 2.27 亿元, 现金分红比例约为 32%; 此外, 公司拟以自有资金回购股份, 回购金额 1-2 亿元, 回购股份价格不高于 17.5 元/股, 本次回购用于减少公司注册资本。

6 人服行业：招聘仍待修复，龙头逆势增长

6.1 行业概况

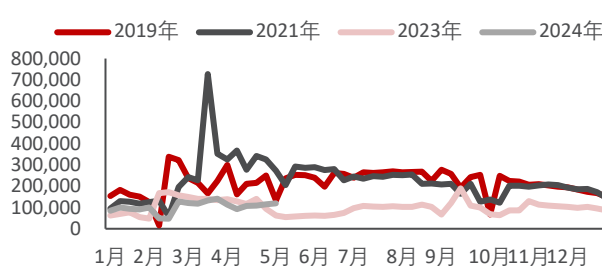
招聘情况同比改善，招聘企业数量恢复至正常年份 46%。从我们跟踪的招聘数据来看，开年因为春节错峰因素，2024 年春节在 2 月，2023 年在 1 月，所以 2024 年 1 月数据好于 23 年同期，2 月低于 2023 年，因此可比情况需要从 3 月开始观察。从 3-4 月招聘数据来看，新增招聘企业数量和新增招聘帖子数量与去年接近，但是最新一周的数据同比改善。从新增招聘公司数量情况来看，4 月 28 日对应这一周的数量为 4.76 万家，同比增加 16%，恢复至 2021 年（正常年份）的 46%。从新增招聘帖子的数量来看，4 月 28 日对应这一周的数量为 11.47 万个，同比增 22%，恢复至 2021 年的 35%。

图 23：新增招聘公司数量（个）



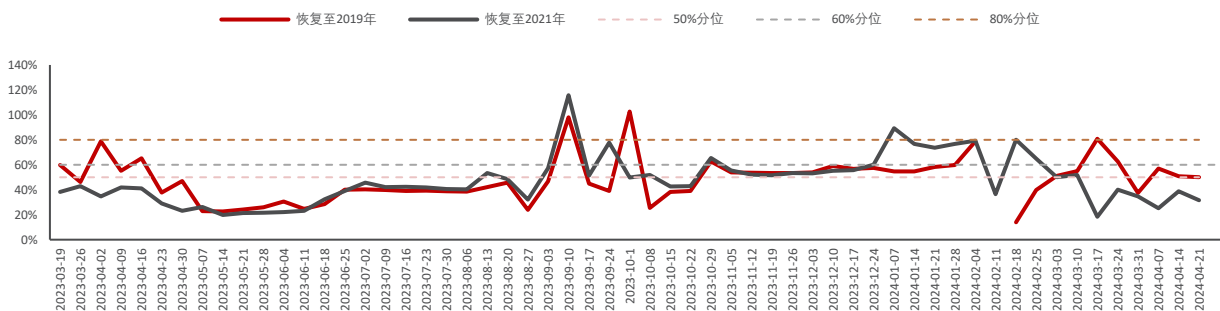
资料来源：Datayes，民生证券研究院

图 24：新增招聘帖数（个）



资料来源：Datayes，民生证券研究院

图 25：新增招聘帖数恢复至 2019/2021 的百分比（%）



资料来源：Datayes，民生证券研究院

6.2 个股财务表现

6.2.1 业绩表现

2023 年，北京人力、外服控股实现正增长，扣非归母净利润增速分别为 228.41%/0.15%，科锐国际猎头业务承压导致业绩下滑。北京人力实现收入

383.12 亿元/yoy+18.47%，归母净利润 5.48 亿元/yoy+32.24%，扣非归母净利润 2.58 亿元/yoy+228.41%。置入资产北京外企全年营业收入为 381.57 亿元/yoy+19.78%，归母净利润为 8.25 亿元/yoy+12.78%，扣非归母净利润为 4.90 亿元/yoy+14.33%。外服控股实现收入 191.56 亿元/yoy+30.64%；归母净利润 5.86 亿元/yoy+7.26%；扣非归母净利润 4.55 亿元/yoy+0.15%。科锐国际实现收入 97.78 亿元/yoy+7.55%，归母净利润 2 亿元/yoy-31.05%，扣非归母净利润 1.34 亿元/yoy-43.03%。

24Q1，北京人力、外服控股实现正增长，扣费归母净利润分别实现 716%/0.75%正增长，科锐国际受用工市场影响，公司猎头业务承压，导致利润负增长。北京人力实现收入 105.5 亿元/yoy+12.87%，归母净利润为 2.1 亿元/yoy-18.92%，扣非归母净利润为 1.86 亿元/yoy+716%，扣非增速高主要为置入资产北京外企在合并日前实现的净损益为非经常性损益。外服控股实现收入为 53.71 亿元/yoy+15.77%；归母净利润 1.94 亿元/yoy+5.99%；扣非归母净利润 1.14 亿元，同比+0.75%。科锐国际实现收入为 26.39 亿元，同比+10.3%；归母净利润 0.41 亿元，同比+22.07%；扣非归母净利 0.23 亿元，同比-10.01%；扣除非限制性股票成本和非净损益后归母利润为 0.26 亿元/yoy+5.09%。

表 16：人服行业公司 2023&24Q1 业绩 (单位：亿元)

证券代码	证券简称	2023				2024Q1							
		收入	YoY	归母净利润	YoY	扣非归母净利润	YoY	收入	YoY	归母净利润	YoY	扣非归母净利润	YoY
600861.SH	北京人力	383.12	18.47%	5.48	32.24%	2.58	228.41%	105.5	12.87%	2.1	-18.92%	1.86	716%
600662.SH	外服控股	191.56	30.64%	5.86	7.26%	4.55	0.15%	53.71	15.77%	1.94	5.99%	1.14	0.75%
300662.SZ	科锐国际	97.78	7.55%	2.00	-31.05%	1.34	-43.03%	26.39	10.3%	0.41	22.07%	0.23	-10.01%
合计		672.46	19.88%	13.34	6.65%	8.47	10.27%	185.6	13.32%	4.45	-6.44%	3.23	100.00%

资料来源：iFind，民生证券研究院

6.2.2 费用率

2023 年北京人力、外服控股、科锐国际期间费用率均有所下降。北京人力期间费用率同比-1.28pct 至 4.39%，销售费用率/管理费用率/研发费用/财务费用率分别为 1.48%/2.59%/0.53%/-0.22%，分别同比变化 -0.49/-0.75/-0.07/0.03pcts，成本整体管控表现较好。外服控股期间费用率同比-0.97pct 至 6.04%。其中，销售费用率/管理费用率/研发费用/财务费用率分别为 3.72%/2.57%/0.39%/-0.63%，分别同比变化-1.02/0.19/-0.09/0.33pcts。科锐国际期间费用率同比-0.12pct 至 4.90%。其中，销售费用率/管理费用率/研发费

用/财务费用率分别为 1.87%/2.61%/0.42%/0.00%，分别同比变化-0.26/0.16/-0.06/0.03pcts。

从整体看，人服龙头企业期间费用率均有所下降。主要由于宏观经济影响业绩承压，更加注重费用的控制。

表 17：2023 年人服行业费用率情况

证券代码	证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率	
		2023	同比 (pct)	2023	同比 (pct)	2023	同比 (pct)	2023	同比 (pct)	2023	同比 (pct)
600861.SH	北京人力	1.48%	-0.49	2.59%	-0.75	0.53%	-0.07	-0.22%	0.03	4.39%	-1.28
600662.SH	外服控股	3.72%	-1.02	2.57%	-0.19	0.39%	-0.09	-0.63%	0.33	6.04%	-0.97
300662.SZ	科锐国际	1.87%	-0.26	2.61%	0.16	0.42%	-0.06	0.00%	0.03	4.90%	-0.12
平均值		2.35%	-0.59	2.59%	-0.26	0.45%	-0.07	-0.28%	0.13	5.11%	-0.79

数据来源：Wind，民生证券研究院

24Q1 北京人力、外服控股期间费用率均有所下降。北京人力期间费用率同比-1.38pct 至 3.20%，销售费用率/管理费用率/研发费用/财务费用率分别为 1.25%/2.11%/0.09%/-0.26%，分别同比变化-0.47/-0.86/-0.02/-0.48pcts，成本整体管控表现较好。外服控股期间费用率同比-0.01pct 至 5.79%。其中，销售费用率/管理费用率/研发费用/财务费用率分别为 3.55%/2.41%/0.42%/-0.59%，分别同比变化-0.22/-0.12/0.13/-1.38pcts。科锐国际期间费用率同比-0.24pct 至 4.88%。其中，销售费用率/管理费用率/研发费用/财务费用率分别为 1.47%/2.44%/0.70%/0.27%，分别同比变化-0.36/0.06/0.03/0.04pcts。

表 18：24Q1 人服行业费用率情况

证券代码	证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率	
		24Q1	同比 (pct)	24Q1	同比 (pct)	24Q1	同比 (pct)	24Q1	同比 (pct)	24Q1	同比 (pct)
600861.SH	北京人力	1.25%	-0.47	2.11%	-0.86	0.09%	-0.02	-0.26%	-0.48	3.20%	-1.38
600662.SH	外服控股	3.55%	-0.22	2.41%	-0.12	0.42%	0.13	-0.59%	-1.38	5.79%	-0.01
300662.SZ	科锐国际	1.47%	-0.36	2.44%	0.06	0.70%	0.03	0.27%	0.04	4.88%	0.24
平均值		2.09%	-0.35	2.32%	-0.31	0.40%	0.05	0.19%	-0.60	4.62%	-0.39

数据来源：Wind，民生证券研究院

6.2.3 利润率

用工市场恢复不如预期，毛利率、净利率仍待修复。2023 外服控股的毛利率为 10.05%，同比-0.98%；科锐国际毛利率为 7.31%，同比-2.37%；北京人力毛利率维 6.90%，同比-0.98%。**24Q1**，外服控股的毛利率为 9.36%，同比-0.16%；北京人力的毛利率为 6.35%，同比-0.91%。

表 19：2023 年人服行业公司毛利率&净利率

证券代码	证券简称	毛利率		归母净利率	
		2023	同比 2022	2023	同比 2022
600861.SH	北京人力	6.90%	-0.98%	1.43%	0.15%
600662.SH	外服控股	10.05%	-1.88%	3.06%	-0.67%
300662.SZ	科锐国际	7.31%	-2.37%	2.05%	-1.15%
平均值		8.09%	-1.74%	2.18%	-0.56%

资料来源：iFind，民生证券研究院

净利率方面，2023 北京人力的净利率为 1.43%，同比+0.15%；外服控股的净利率为 3.06%，同比-0.67%；科锐国际净利率为 2.05%，同比-1.15%。**24Q1** 北京人力的净利率为 2.00%；外服控股的净利率为 3.61%，同比-0.33%；科锐国际的净利率为 1.54%，同比-0.15%，主要系整体上国内招聘需求弱于去年同期。

表 20：24Q1 人服行业公司毛利率&净利率

证券代码	证券简称	24Q1 毛利率		24Q1 归母净利率	
		24Q1	同比 23Q1	24Q1	同比 23Q1
600861.SH	北京人力	6.35%	-0.91%	2.00%	-0.78%
600662.SH	外服控股	9.36%	-0.16%	3.61%	-0.33%
300662.SZ	科锐国际	6.30%	-0.87%	1.54%	0.15%
平均值		7.34%	-0.65%	2.38%	-0.32%

资料来源：iFind，民生证券研究院

6.2.4 分红

2023 年，北京人力全年拟派发现金红利 2.74 亿元（含税），现金分红比例为 50.00%。外服控股以每 10 股派发现金红利 1.30 元（含税）合计分红 2.97 亿元（含税）。

2023 年，科锐国际以每 10 股派发现金红利 0.80 元（含税），合计分红 1574 万元，分红率 8%。

7 教育行业：K12 板块收入增长，高等及职业教育利润显著增长

7.1 行业概况

2023 年教育板块整体收入有所下滑，K12 培训板块和 K12 基础教育收入实现增长。2023 年教育板块实现收入 323 亿元/yoy-7.76%，归母净利润为 1.02 亿元/yoy-60%。从细分板块来看，K12 基础教育和 K12 培训实现收入增长，2023 年收入分别为 2.5/42.8 亿元，同比各增 48%/9%；利润端，K12 基础教育以及职教板块亏损收窄，其余板块均利润有不同程度下滑。

24Q1 教育板块收入实现增长，K12 培训、K12 基础教育及教育信息化实现收入增长，K12 基础教育亏损收窄，高等及职业教育利润大幅增长。24Q1 教育板块整体收入为 73 亿元/yoy+9.86%，归母净利润为 3.35 亿元/yoy-19%。细分板块方面，K12 基础教育、K12 培训、教育信息化及在线教育实现收入增长，收入分别增长 12.93%/33.14%/11.5%；利润端，K12 基础教育亏损收窄，归母净利润从 23Q1 的-0.11 亿元收窄至-0.04 亿元，高等及职业教育利润大幅增长，24Q1 归母净利润为 1.05 亿元/yoy+180%。

表 21：19Q1-24Q1 教育板块营业收入情况（单位：亿元）

年份	2019	2020	2021	2022	2023	19Q1	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1
早幼教	6.3	3.6	3.4	1.5	1.1	1.2	0.6	0.8	0.4	0.3	0.1
YOY		-43.41%	-5.61%	-54.26%	-30.17%		-53.52%	39.31%	-44.20%	-33.90%	-69.16%
K12 基础教育	7.9	3.2	2.8	1.7	2.5	0.8	0.8	0.9	0.1	0.7	0.8
YOY		-59.61%	-11.44%	-39.57%	47.78%		1.80%	15.33%	-88.91%	551.05%	12.93%
K12 培训	75.9	60.8	60.2	39.2	42.8	18.0	14.0	17.3	11.5	9.7	12.9
YOY		-19.9%	-1.0%	-34.9%	9.2%		-21.97%	23.42%	-33.56%	-15.87%	33.14%
高等及职业教育	112.0	125.3	85.0	60.6	42.2	17.0	14.3	23.7	15.1	11.3	9.7
YOY		11.88%	-32.17%	-28.75%	-30.28%		-15.80%	65.90%	-36.46%	-24.78%	-14.55%
教育信息化及在线教育	231.4	215.7	254.0	247.2	234.4	45.0	32.7	43.6	48.8	44.5	49.7
YOY		-6.77%	17.73%	-2.66%	-5.18%		-27.30%	33.18%	11.92%	-8.65%	11.50%
教育板块合计	433.6	408.7	405.5	350.3	323.1	82.0	62.4	86.3	75.9	66.5	73.1
YOY		-5.75%	-0.79%	-13.61%	-7.76%		-23.86%	38.31%	-12.12%	-12.33%	9.86%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 22：19Q1-24Q1 教育板块归母净利润情况（单位：亿元）

年份	2019	2020	2021	2022	2023	19Q1	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1
早幼教	1.20	-4.78	-1.98	-4.40	-9.49	0.17	-0.05	0.08	-0.12	-0.13	-0.39
YOY		-499%	亏损收窄	亏损扩大	亏损扩大		-128%	扭亏	-254%	亏损扩大	亏损扩大
K12 基础教育	0.38	-1.30	-1.21	-0.97	-0.50	-0.21	-0.17	-0.16	-0.38	-0.11	-0.04
YOY		-441%	亏损收窄	亏损收窄	亏损收窄		亏损收窄	亏损收窄	亏损扩大	亏损收窄	亏损收窄
K12 培训	-2.24	-0.45	-20.49	2.96	0.45	0.50	-0.13	0.90	0.52	1.41	0.96
YOY		亏损收窄	亏损扩大	扭亏	-85%		-127%	扭亏	-42%	169%	-32%
高等及职业教育	12.10	16.64	-26.45	-10.44	-2.68	1.39	-0.05	0.63	-5.05	0.38	1.05
YOY		37%	-259%	亏损收窄	亏损收窄		-104%	扭亏	-901%	扭亏	180%
教育信息化及在线教育	13.38	-9.91	7.04	15.37	13.23	2.77	0.61	2.00	3.03	2.57	1.77
YOY		-174%	-扭亏	118%	-14%		-78%	230%	52%	-15%	-31%
教育板块合计	24.82	0.20	-43.10	2.53	1.02	4.62	0.20	3.45	-1.99	4.12	3.35
YOY		-99%	-21855%	扭亏	-60%		-96%	1586%	-158%	扭亏	-19%

资料来源：Wind，民生证券研究院

7.2 个股表现

7.2.1 重点个股业绩情况

1) 传智教育：2023 年公司实现营收 5.34 亿元/yoy-33.43%，归母净利润 0.16 亿元/yoy-91.26%，扣非归母净利 0.23 亿元/yoy-83.90%。23Q4，公司实现营收 0.89 亿元/yoy-50.73%，归母净利润-0.86 亿元/yoy-797.83%；扣非归母净利-0.50 亿元/yoy-1624.68%。全年公司业绩下滑，主要受整体宏观经济影响，公司培训主业收入下滑 33.91%，公司主打就业培训，上游培训需求受下游企业招聘需求牵引，叠加公司培训赛道为 IT 培训，近两年 IT 行业调整人员有所收缩，综合因素下公司主业收入承压。同时公司降本增效下，年末支出退租违约金、离职补偿金等抬升公司整体成本。此外，公司所持信托产品逾期兑付，公允价值变动损失 5000 万，列支为非经损益；非学历高等教育业务停止招生以及中职学校业务招生预期调整下，公司对相应校区计提减值准备 2487 万元。

风险提示：招生人数不及预期、政策风险等

2) 行动教育：2023 年公司实现收入 6.72 亿元/yoy+49.08%；归母净利润 2.19 亿元/yoy+97.95%；扣非归母净利润 2.15 亿元/yoy+116.04%。23Q4：公司收入 2.11 亿元/yoy+91.45%，归母净利润 5878.52 万元/yoy+250.95%，扣非归母净利润为 5854.54 万元/yoy+309.29%。24Q1 公司实现收入 1.41 亿元/yoy+28.11%，归母净利润 0.24 亿元/yoy+34.42%，扣非归母净利润 0.26 亿元/yoy+67.05%，非经损益为-155.82 万元/23Q1 为 255.25 万元。

风险提示：解禁减持、招生人数不及预期、关键业务人员流失、学员报到率低于预期等

3) 学大教育：2023年公司实现营收22.13亿元，同比增长23.09%；实现归母净利润1.54亿元，同比增长1035.24%；扣非归母净利润1.41亿元，同比扭亏。24Q1，公司实现营收7.05亿元，同比增长35.97%；实现归母净利润0.50亿元，同比增长886.44%；扣非归母净利润0.46亿元，同比增长322.31%。

风险提示：政策风险、招生人数不及预期等

4) 昂立教育：2023年，公司实现收入9.66亿元/yoy+27%，归母净利润-1.88亿元/yoy-211.89%，扣非归母净利润为-1.58亿元/yoy-21.35%；公司毛利率为41.73%/yoy-3.86pcts，归母净利率为-19.46%/去年同期为22.11%。23Q4公司收入为2.52亿元/yoy+17.57%，归母净利润-1.01亿元，扣非归母净利润为-0.99亿元。24Q1公司实现收入2.79亿元/yoy+47.42%，归母净利润为0.11亿元/同比扭亏，扣非归母净利润为0.11亿元/同比扭亏。公司毛利率为48.30%/yoy+0.93pcts，归母净利率为3.94%/同比扭亏。

风险提示：政策风险、招生人数不及预期等

5) 凯文教育：23年，公司实现营收2.54亿元，同比+47.78%；归母净利润-0.5亿元，同比+48.48%；扣非归母净利-0.52亿元，同比+47.48%。23Q4，公司实现营收0.63亿元，同比+12.33%；归母净利润-0.24亿元，同比+33.34%；扣非归母净利-0.24亿元，同比+34.08%。24Q1，公司实现营收0.77亿元，同比+12.93%；归母净利润-0.04亿元，同比+66.66%；扣非归母净利-0.04亿元，同比+61.18%。

风险提示：政策风险、招生人数不及预期等

6) 豆神：2023，公司实现收入9.93亿元/yoy-2.03%，归母净利润0.32亿元/同比扭亏，扣非归母净利润-5.05亿元/亏损同比收窄。2024Q1，公司实现收入1.91亿元/yoy+22%，归母净利润为0.22亿元/同比扭亏，扣非归母净利润为0.18亿元/同比扭亏。

风险提示：政策风险、招生人数不及预期等

7.2.2 重点个股分红表现

行动教育：秉持高分红策略回报股东。2021/2022年公司分红率分别为108.63%/213.03%。2023年半年度公司分红每10股派8元，合计9446.29万元，2023年末公司计划分红每10股派10元，合计1.18亿元，2023年全年公司拟分配现金红利总额为2.13亿元（含税），全年分红率为96.85%，维持较高水平。

8 投资建议

1) 推荐经营表现超预期中长期景区标的宋城演艺, 推荐基本面扎实的景区标的九华旅游、长白山、天目湖, 建议关注丽江股份、峨眉山、众信旅游、中青旅。2) 酒店回调较多, 核心标的估值处于历史较低位置, 重点推荐度假酒店持续发力、项目落地稳步推进君亭酒店, 推荐锦江酒店、首旅酒店、华住集团、金陵饭店, 建议关注美股亚朵集团; 3) 教育板块景气度上行, 推荐招录培训需求旺盛的华图山鼎, 推荐企业管理培训龙头行动教育, 建议关注中公教育, 中国东方教育; 4) 海南离岛免税客流超预期, 重点推荐中国中免、王府井, 建议关注海南机场、海汽集团、海南发展等; 5) 推荐扎根下沉市场客群、旅游业务发展迅速的 OTA 龙头同程旅行; 6) 人服主线重点推荐商业模式存在防御属性的北京人力, 建议关注科锐国际、外服控股; 7) 推荐外展业务高景气、成长空间较大的米奥会展, 建议关注兰生股份。8) 推荐疫后同店有望修复、成长性基本面较强、新品牌&新业态正在孵化的奈雪的茶、海底捞、同庆楼、广州酒家、九毛九, 建议关注餐饮龙头呷哺呷哺、海伦司。

9 风险提示

1).宏观经济波动风险: 经济增速放缓、通货膨胀加剧、居民可支配收入增长不及预期导致整体消费需求增长势头下滑的风险。

2).行业竞争加剧风险: 餐饮、旅游等行业竞争者众多、短期市场总量难以出现较大增长,为争夺市场份额加大营销投入甚至出现价格战的风险。

插图目录

图 1: 国内旅游人次季度数据 (单位: 亿人)	6
图 2: 国内旅游收入季度数据 (单位: 亿元)	6
图 3: 酒店龙头全口径 RevPAR 增速 (20 年后为对比 19 年) (单位: %)	13
图 4: 酒店龙头全口径 OCC 增速 (20 年后为对比 19 年) (单位: %)	13
图 5: 酒店龙头全口径 ADR 增速 (20 年后为对比 19 年) (单位: %)	14
图 6: 酒店龙头经济型全口径 RevPAR 同比 (单位: %)	14
图 7: 酒店龙头经济型全口径 OCC 同比 (单位: %)	15
图 8: 酒店龙头经济型全口径 ADR 同比 (单位: %)	15
图 9: 酒店龙头中高端全口径 RevPAR 同比 (单位: %)	16
图 10: 酒店龙头中高端全口径 OCC 同比 (单位: %)	16
图 11: 酒店龙头中高端全口径 ADR 同比 (单位: %)	17
图 12: 截至 23Q4 各酒店集团国内运营中门店数对比 (单位: 家)	17
图 13: 截至 23Q4 各酒店集团国内运营中门店同比增速 (单位: %)	18
图 14: 截至 23Q3 各酒店集团中高端占比 (单位: %)	18
图 15: 截至 23Q4 各酒店集团国内毛开店数对比 (单位: 家)	19
图 16: 截至 23Q4 各酒店集团净开店对比 (单位: 家)	19
图 17: 2024 年 1-2 月餐饮社零总额恢复表现	21
图 18: 2024 年 3 月餐饮社零总额恢复表现	21
图 19: 海口美兰机场日均执行量 (单位: 趟)	26
图 20: 三亚凤凰机场日均执行量 (单位: 趟)	26
图 21: 海口美兰机场日均客流量 (单位: 万人)	27
图 22: 2022-2024 年节假日离岛免税销售表现情况	27
图 23: 新增招聘公司数量 (个)	31
图 24: 新增招聘帖数 (个)	31
图 25: 新增招聘帖数恢复至 2019/2021 的百分比 (%)	31

表格目录

表 1: 2019-2023 年社服板块业绩 (单位: 亿元)	3
表 2: 23 年社服板块营收/归母净利润增速明细	3
表 3: 19Q1-24Q1 社服板块业绩 (单位: 亿元)	4
表 4: 24Q1 社服板块营收/归母净利润增速明细	4
表 5: 2019-2023 年消费者服务板块分红比率 (单位: %)	5
表 6: 旅游行业 23 年年报/24 年一季报收入/归母净利润情况 (单位: 亿元)	7
表 7: 旅游行业上市公司 2018-2023 年每股税前股利 (单位: 元)	8
表 8: 旅游行业上市公司 2018-2023 年分红占当年归母净利润比例 (单位: %)	9
表 9: 餐饮行业 (港股) 2023 年年报业绩 (单位: 亿元)	21
表 10: 餐饮行业 (A 股) 2023 年年报及 2024 年一季报业绩 (单位: 亿元)	22
表 11: 免税行业公司 2023&24Q1 业绩 (单位: 亿元)	28
表 12: 2023 免税行业公司毛利率	29
表 13: 24Q1 免税行业公司毛利率	30
表 14: 2023Q4 单季度免税行业公司费用率	30
表 15: 2024Q1 单季度免税行业公司费用率	30
表 17: 2023 年人服行业费用率情况	33
表 18: 24Q1 人服行业费用率情况	33
表 19: 2023 年人服行业公司毛利率&净利率	34
表 20: 24Q1 人服行业公司毛利率&净利率	34
表 21: 19Q1-24Q1 教育板块营业收入情况 (单位: 亿元)	35
表 22: 19Q1-24Q1 教育板块归母净利润情况 (单位: 亿元)	36

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026