

餐饮旅游财报总结暨5月投资策略 一季报板块结构性增长，关注顺势迭代的细分龙头

行业研究 · 行业专题

社会服务

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

联系人：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

- **行业回顾：2023年以来旅游繁荣与理性共存，2024年量增价减趋势延续。** 经历2023年回补需求释放，2024年国内出行回归常态化增长，同时伴随供给端逐步修复，量增价减趋势延续；而出境游伴随供应链逐步重构及签证政策边际改善，呈现较高景气。我们总结出行需求呈现以下特点：1) **线上渗透提升。** 2023年末我国在线旅游大众普及率较2019年增加6pct，消费客群结构变迁和过去三年线上预订习惯强化，平台更强的消费洞察和供应链调整有望推动进一步提升。2) **消费理性化。** 注重性价比与情绪价值，服务消费继续领先商品消费，旅游目的地更多元，下沉市场旅游订单增速更快。3) **文旅营销出圈。** 旅游热点此起彼伏，新时代对旅游城市和旅游产品运营提出了全新考验。
- **财报总结与行情复盘：2023年权重股龙头公司渐进复苏，OTA及自然景区增长好于年初预期。** 2023年A股餐饮旅游板块收入恢复97%，扣非净利润恢复略超2019年水平；若剔除中国中免，2023年A股餐饮旅游板块收入与扣非净利润各恢复74%、49%。其中头部自然景区、OTA龙头表现好于年初市场预期，背后反映居民疫后更理性的消费方式及出游习惯变化。**2024年一季报板块增长平稳，出境游与演艺修复期表现突出。** 2024年一季报A股餐饮旅游板块收入同比增长3%，扣非净利润同比增长9%。补偿性需求过后，整体出行公司业绩实现稳定增长，其中仍处于低基数修复期的出境游、演艺公司增长突出。**行情方面，年初以来自然景区及港股核心消费资产领涨。** 3月中下旬以来出行平稳，出行链预期回落，加之一季报板块在去年高基数下多数平稳，指数回调，Q1末板块处于基金低配状态。但休闲旅游相对韧性背景下，景区个股仍然领涨。**港股：**年初以来龙头公司基本面边际改善及竞争趋缓，加之港股估值吸引力显现，OTA、本地生活、餐饮龙头等核心消费资产领涨。
- **子行业分析与展望：免税：**2024Q1中国中免在高基数下收入同比回落，但利润同比持平，央企考核强化助推龙头经营管理动能提升，后续跟踪可选消费复苏和政策节奏。**演艺：**宋城演艺年报保留事项已摘除，Q1核心项目低基数下业绩增长靓丽，估算主业归母净利润恢复近9成，未来2-3年迎来第二轮扩张项目利润释放周期，后续关注新项目爬坡节奏。**酒店：**2023龙头收益管理差异下业绩分化，Q1首旅直营店改造效果有所显现。后续密切跟踪经济周期和商旅出行变化，同时国企考核强化下跟踪公司后续激励改善情况，以及产品升级与效率优化。**在线旅游：**受益于旅游在线化渗透提升及公司自身供应链与效率迭代，2023年龙头业绩增速亮眼。今年以来行业竞争格局更趋稳定，龙头有望享受更强的业绩确定性，核心关注出境游与下沉市场等结构增量。**餐饮：**具备强大供应链基础的餐饮企业可通过控制成本、丰富产品SKU度过行业低谷期，龙头公司2023年经营业绩证明自身弱势环境下经营能力，核心关注同店趋势与开店节奏。**景区：**自然景区消费符合当前需求趋势，关注项目扩张及交通改善，以及国企改革下主观动能强化。**出海：**米奥会展为出海特色标的，跟踪展会销售趋势和展会升级效果。
- **投资建议：维持板块“超配”评级。** 消费需求变迁，板块增速逐步平稳，对供给端产品质价比与经营效能提出更高要求，我们预计优质细分龙头仍能顺势向管理要增长和效益，推动格局进一步集中，从而在盈利能力与股东回报上有望更加积极。此外，国企考核强化下经营动能提升和激励改善也值得关注。出行产业链（不含教育人服）中，短期建议配置**海底捞、携程集团-S、宋城演艺、同程旅行、峨眉山A**等；中线优选中国中免、华住集团-S、携程集团-S、海底捞、同程旅行、锦江酒店、同庆楼、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、米奥会展、君亭酒店、王府井、峨眉山 A、三特索道、黄山旅游、九华旅游、广州酒家、海伦司、天目湖、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶等。
- **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。

重点公司财报增速一览

表：2023年重点餐饮旅游公司收入与扣非（经调整）净利润排序（单位：亿元，%）

	收入		扣非（经调整）归母净利润	
	2023	VS2019	2023	VS2019
三特索道	7.2	6.3%	1.4	6321.1%
米奥会展	8.3	96.1%	1.8	189.0%
华住集团-S	218.8	95.2%	41.2	163.5%
九毛九	59.9	123.1%	5.0	130.9%
海伦司	12.1	114.0%	1.8	128.1%
携程集团-S	445.1	24.8%	130.7	100.3%
海底捞	416.2	56.4%	45.0	91.9%
长白山	6.2	32.8%	1.4	87.9%
中国中免	675.4	40.8%	66.5	73.7%
九华旅游	7.2	34.7%	1.7	55.4%
同程旅行	119.0	60.8%	22.0	42.4%
同庆楼	24.0	64.2%	2.5	41.7%
广州酒家	49.0	61.8%	5.1	35.9%
黄山旅游	19.3	20.1%	3.9	24.9%
丽江股份	8.0	10.5%	2.4	15.7%
天目湖	6.3	25.2%	1.4	14.9%
百胜中国	109.8	25.1%	8.4	7.4%
峨眉山A	10.4	-5.7%	2.3	3.8%
奈雪的茶	51.6	106.4%	0.2	扭亏
海南机场	67.6	-41.3%	4.7	扭亏
首旅酒店	77.9	-6.2%	7.2	-11.9%
锦江酒店	146.5	-3.0%	7.7	-13.2%
王府井	122.2	-54.4%	6.4	-30.9%
君亭酒店	5.3	39.9%	0.3	-57.3%
中青旅	96.3	-31.4%	1.3	-69.9%
宋城演艺	19.3	-26.2%	-0.9	-107.2%
呷哺呷哺	59.5	-1.8%	-2.0	-169.2%

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理 注：百胜中国单位为亿美元

表：2024年一季度重点餐饮旅游公司收入与扣非（经调整）净利润排序（单位：亿元，%）

	收入			扣非（经调整）归母净利润		
	2024Q1	VS2023Q1	VS2019Q1	2024Q1	VS2023Q1	VS2019Q1
宋城演艺	5.6	138.7%	-32.1%	2.49	349.1%	-30.8%
米奥会展	0.8	12.2%	236.7%	0.02	311.6%	扭亏
首旅酒店	18.5	11.5%	-5.0%	0.97	102.2%	73.2%
君亭酒店	1.6	67.3%	94.7%	0.05	52.4%	-25.3%
峨眉山A	2.5	6.6%	-0.7%	0.74	7.0%	309.1%
同庆楼	6.9	28.0%	65.5%	0.64	5.3%	-8.3%
广州酒家	10.1	10.0%	90.1%	0.67	1.1%	59.1%
中国中免	188.1	-9.4%	37.4%	22.99	0.2%	44.7%
长白山	1.3	83.7%	159.5%	0.12	扭亏	扭亏
丽江股份	1.8	0.0%	40.1%	0.55	-0.7%	64.0%
王府井	33.1	-1.7%	-53.8%	1.93	-13.7%	-51.0%
九华旅游	1.8	-6.1%	34.7%	0.49	-17.9%	31.7%
三特索道	1.4	-11.4%	30.4%	0.33	-21.9%	扭亏
锦江酒店	32.1	9.7%	-3.9%	0.62	-32.4%	-12.0%
海南机场	11.9	-5.3%	-42.3%	1.19	-39.7%	-66.5%
天目湖	1.1	-11.3%	20.0%	0.09	-44.7%	-36.9%
黄山旅游	3.4	-0.4%	27.3%	0.22	-62.8%	-4.8%
中青旅	19.2	16.0%	-24.4%	-0.28	增亏	-150.9%

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

01

行业&行情回顾：旅游繁荣与理性共存，OTA、自然景区板块领涨

02

年报&一季报总结：2023年权重股渐进复苏，2024Q1板块呈现结构性增长

03

子板块分析：在线旅游竞争边际改善，演艺低基数修复良好，景区增速平稳

04

资金面：基金持仓和陆股通持仓均处低位，OTA景区获增持

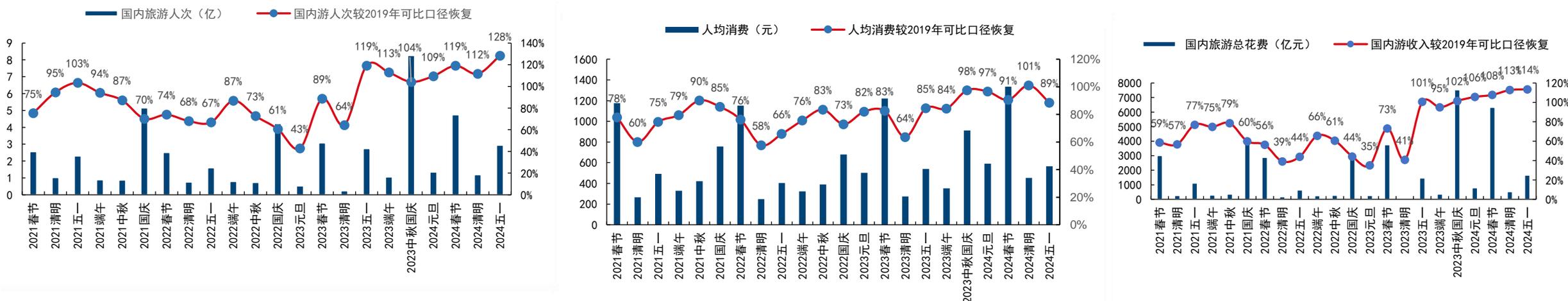
05

投资策略：需求变迁，关注顺势迭代的细分龙头

旅游行业总览：2023年以来繁荣与理性共存，体现为量增价减

- 2023年国内旅游行业持续复苏，旅游人次恢复尤其领先。2023年，居民出行旅游逐步复苏，2023年我国国内游人次和收入分别较2019年同期恢复80%、85%，其中Q1-Q4国内旅游人次分别恢复至68%/90%/85%/81%。其中，五一和十一，国内旅游人数和收入均超过2019年同期水平，表现突出。
- 2024年以来出游景气持续向好，中旅院预计国内游人数收入恢复超2019年，较2023年有望增长超20%。今年以来，元旦、春节、清明等假期，国内出游仍然维持较高景气度。春节8天超长假期，国内游客流和收入按可比口径各恢复至2019年同期的119%/108%，创历史新高；清明假期国内旅游收入较2019年恢复2020年来首次超过旅游人数的恢复节奏；五一假期国内游客流和收入按可比口径各恢复至2019年同期的128%/114%，估算人均消费仅恢复至2019年近九成。整体上，经过了2023年旅游的补偿性释放，2024年国内居民出游人次热度仍相对良好，呈现出较强的出游意愿；但消费渐进复苏背景下，理性追求性价比的出游方式也成为优先选择。

图：2021年以来各节假日旅游人次恢复情况



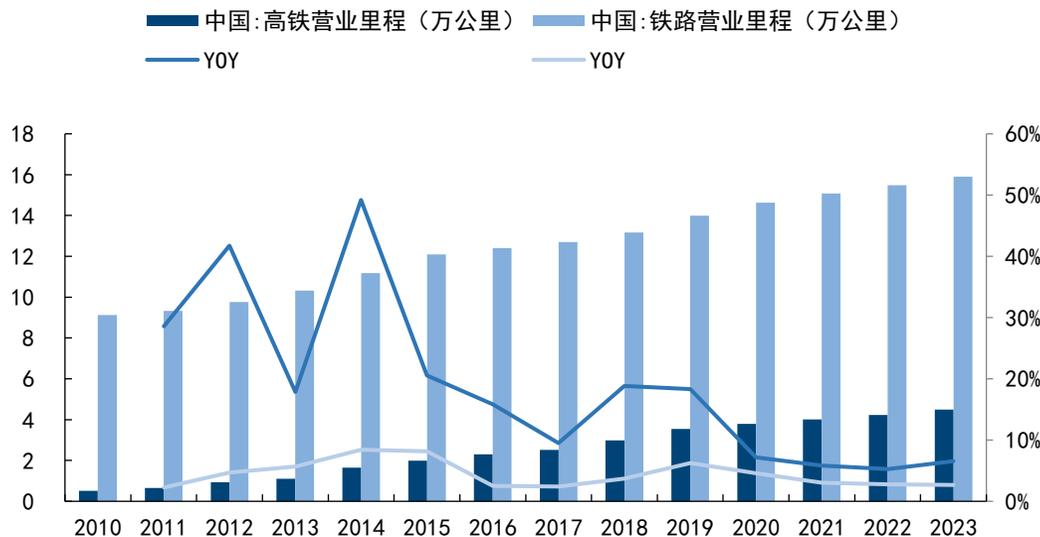
资料来源：国家文旅部，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

趋势1——供给持续修复：交通、住宿运力均反超或接近2019年水平

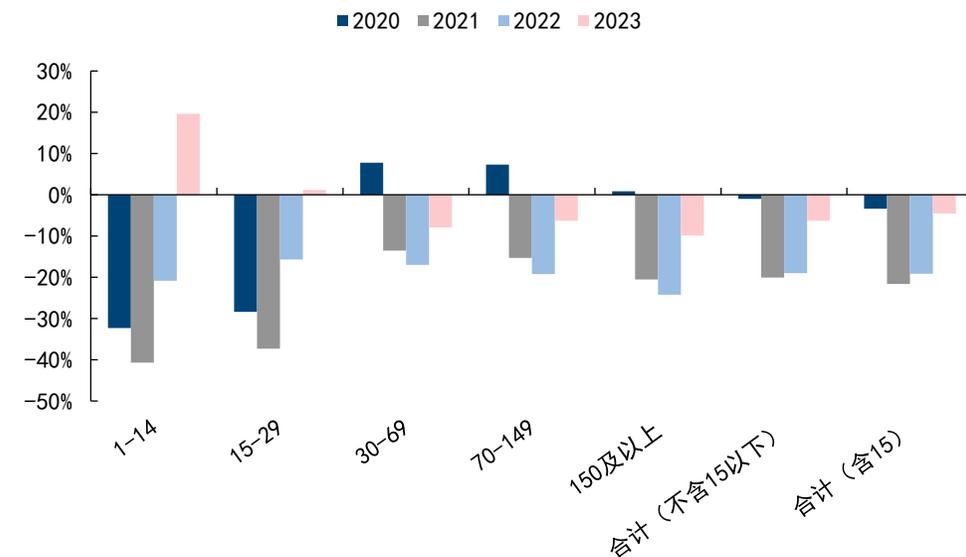
- 疫后供给端逐步修复，高铁航班运力均已超过2019年水平，酒店经历骤减后也逐步恢复至接近2019年水平。
- 2023年国内高铁、民航运力超2019年：据航班管家统计，2023年国内航线日均12437班次，同比2019年增长5.2%，运力实现反超。同时，根据中国铁路报道，2023年我国高铁营运里程达到4.5万公里，较2019年增长27%，高铁网络系统持续强化。
- 2023年酒店供给缺口修复至个位数：按盈蝶网&中国饭店业协会数据，2022年底国内住宿酒店房量较2019年底减少19%，2023年底该缺口缩减至5%，其中疫后受损较严重的中小民宿或单体酒店重新投放市场，30间以下酒店房量已超2019年水平。
- 我们认为过往节假日体现出的“量增价减”一定程度上受到供给端提升的影响。

图：我国高铁营业里程



资料来源：中国铁路，国信证券经济研究所整理

图：我国酒店行业市场房量供给较2019年变动



资料来源：盈蝶咨询，国信证券经济研究所整理

趋势2——消费线上化：2023年末我国在线旅游用户规模较2019年增超23%

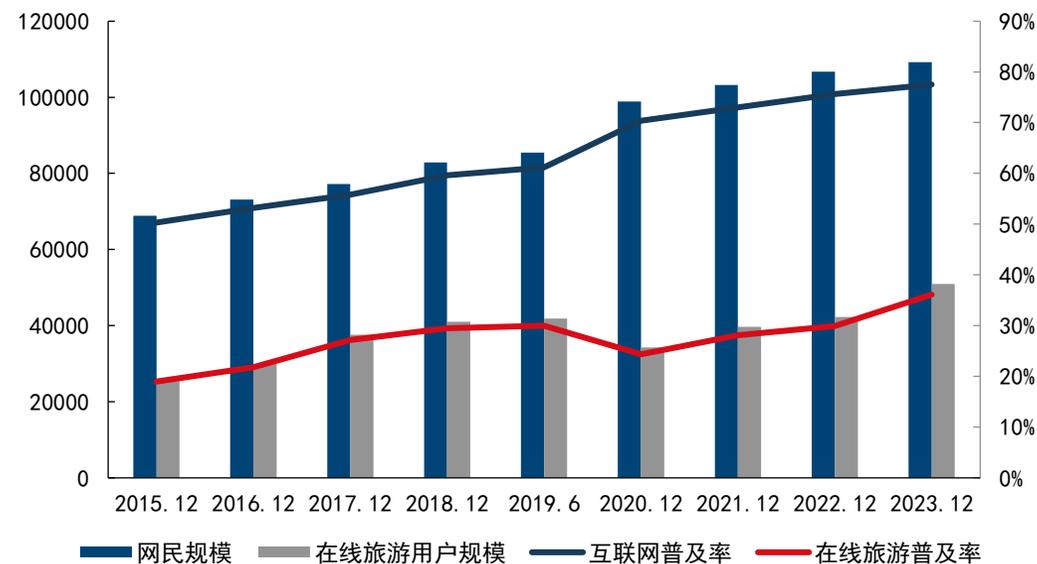
- 首先参考全球旅游市场，2022年近7成旅游销售来自线上，较2017年提升8个pct。根据Market Insight by Statista的统计，全球在线旅游渗透率持续提升。2017年，在全球旅游市场中，线上渠道销售收入占比为60%，线下为40%。2022年，线上占比进一步提升至68%，较2017年提升8pct。结合Statista预测，2023-2027年，全球旅游市场线上渗透率将持续提升，2027年进一步提升至74%。
- 2023年末我国在线旅游预订用户较2019年增长23.2%，大众普及率增加6pct。根据《中国互联网络发展状况统计报告》，截至2023年12月，我国在线旅行预订的用户规模达到5.09亿人，较2019年同期增长23.2%，占网民整体的46.6%，大众普及率（即在线旅游用户数/总人口规模）达到36%，较2019年增加约6pct。

图：全球2017-2022年旅游市场线上线下销售占比：2022年线上旅游销售占比达68%。



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

图：2015年以来我国网民规模及在线旅游用户规模情况（单位：万人，%）



资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理 注：普及率分母为全国人口

趋势2——消费线上化：背后原因在于消费主力客群年轻化

- 我们分析背后核心原因在于消费主力客群年轻化。从客群结构看，出行用户更加年轻，参考航旅纵横，2023年80后、90后仍然是航空市场出行的主力军，2023年其旅客量占比达到67.7%，略高于疫前水平(66.2%)；“90后”旅客占比已超过三分之一，较2019年提高了4.1个百分点。这些客群是互联网原住民，无论行前、行中还是行后决策都高度依赖线上渠道，网络口碑影响较大：1) 根据线上个性化信息推荐，选择旅游目的地；2) 线上预订大交通；3) 综合口碑与性价比确定当地旅游景点或城市打卡点。

图：2019、2023年航空出行各年龄段占比



资料来源：航旅纵横，国信证券经济研究所整理

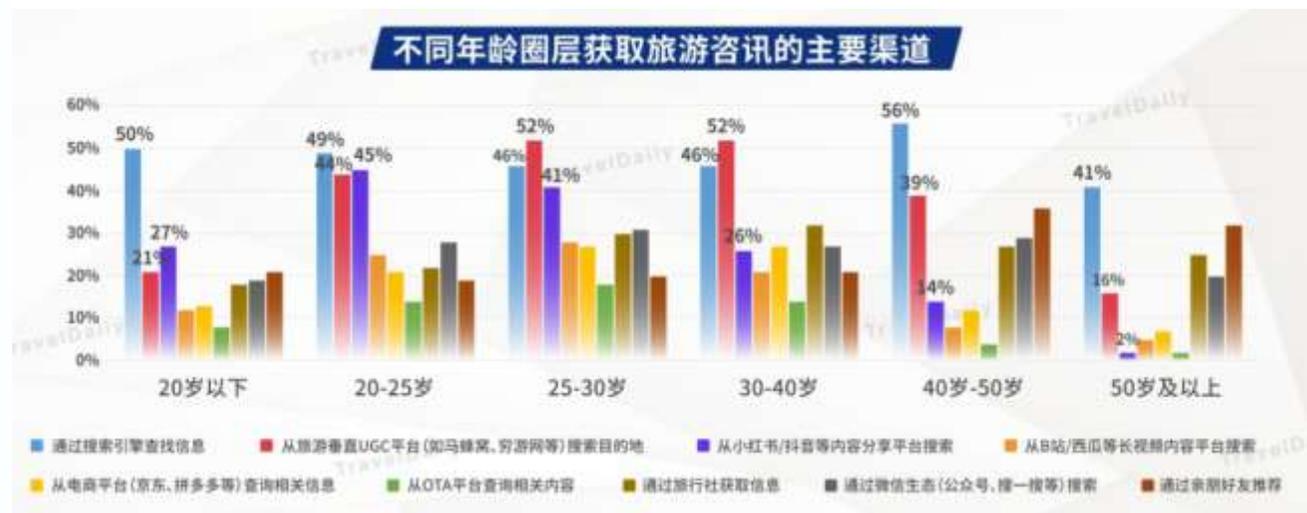
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：出行信息决策：行前、行中、行后都更依赖线上

行前	行中	行后
<p>出行前信息搜集和决策：更依赖线上信息获取，OTA及抖音、小红书等成为重要媒介</p> <p>出行前的行程预订：1、线上预订产品更丰富，自由度更高；2、OTA可参考大数据用户偏好推荐合适性价比产品</p>	<p>灵活自由的产品组合和调整：OTA的调整、补充和反馈更高效</p> <p>不仅仅在于景点，还在于体验当地美食、文化、娱乐特色等</p>	<p>偏好线上媒介进行记录和分享</p>

资料来源：环球旅讯等，国信证券经济研究所整理

图：不同年龄圈层获取旅游资讯的主要渠道



资料来源：环球旅讯，国信证券经济研究所整理

趋势3——消费理性化：目的地更多元，情绪价值为王

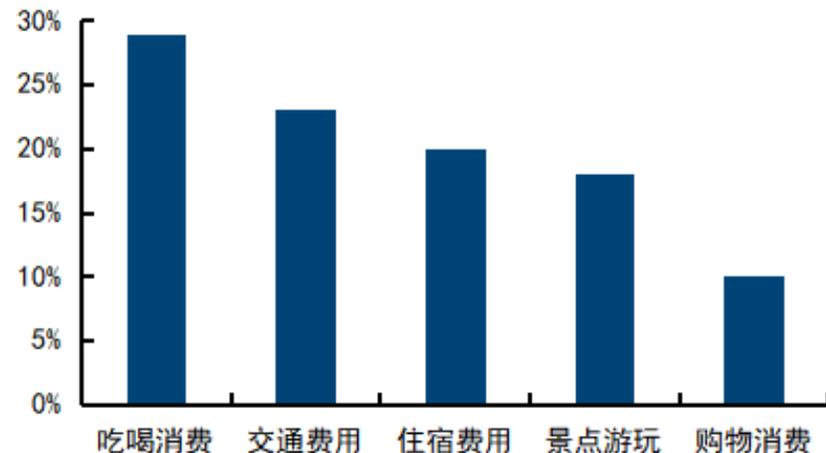
- 2024年五一假期国内县域旅游订单预计好于行业整体，背后反映了更多元的目的地与更理性的出游方式：根据携程平台，五一假期期间，旅游订单同比增速上呈现明显下沉特征，一二线城市<三四线城市<县域市场；其中数十个三线及以下城市酒店预订热度同比增长超过100%，增速高于行业整体。我们分析县域旅游的良好增速背后反映了更趋于理性的出游方式，即游客不再聚焦于传统老牌旅游城市，而是综合性价比与体验后选择更多元的目的地，追求真实的精神放松；此外大众旅游渗透率也在持续提升，下沉居民出游逐步增加，根据文化旅游部统计，五一假期农村居民出游率为10.5%。
- 景区内刚需消费恢复领先，也可进一步说明。疫后自然景区迎良好客流增长，其中门票、索道、环保车等支出相对刚性、属于出游必要开支，且整体占出游预算比例相对不高（占比在20%以内），恢复良好；而景区内配套演艺等可选消费更考验运营和营销能力。

图：2024年五一假期下沉市场订单增速领先



资料来源：携程平台，国信证券经济研究所整理

图：游客旅游的各项花销占比

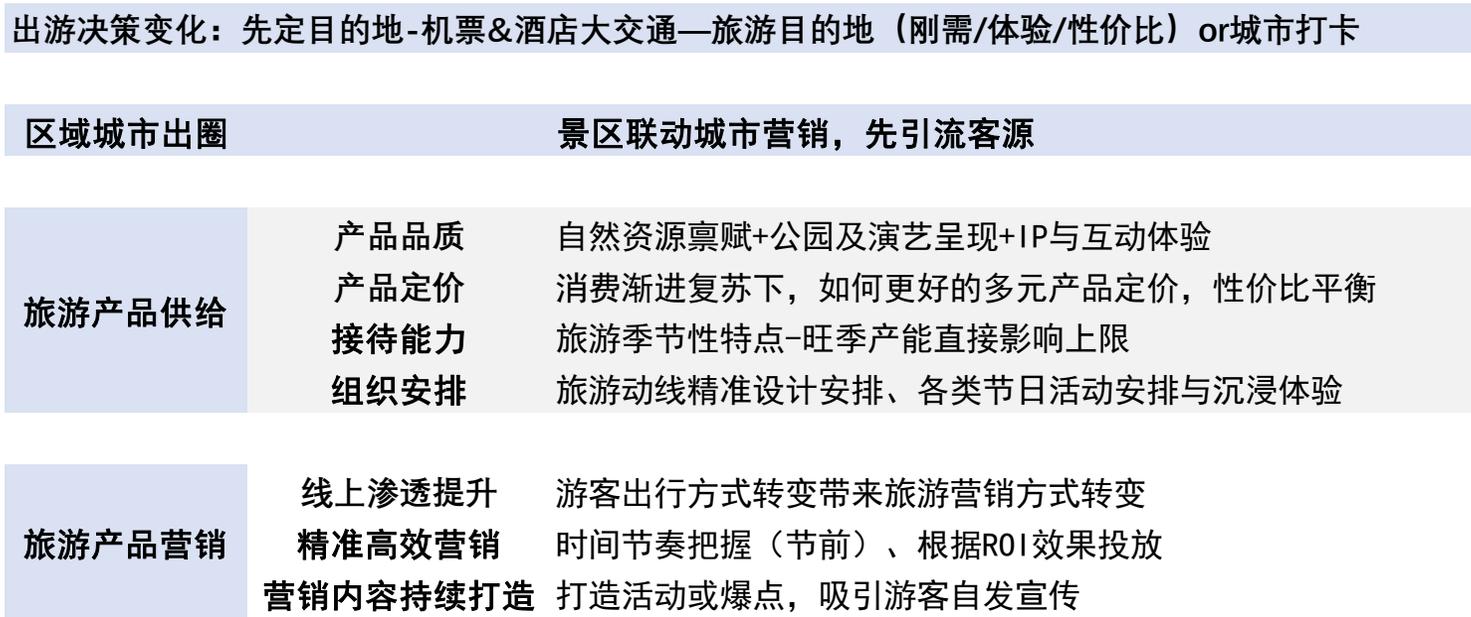


资料来源：携程平台，国信证券经济研究所整理

趋势4——文旅营销出圈：消费新趋势下，倒逼旅游产品营销运营提升

- 2023年以来低线城市旅游消费热点此起彼伏，地方文旅单位借力当地美食玩乐、文化习俗、热门题材概念等发展全渠道营销并打造网红目的地，吸引更多旅游经营者参与其中，以不断改善的交通设施网络为基础，吸引全国流量。这其中有以下几点变化：
 - **区域引流变化**：除了部分名山大川自带流量外，近几年城市整体的营销出圈日益重要，利用自媒体等多元化广泛传播。
 - **旅游产品供给**：核心看旅游产品品质（口碑）、产品定价、接待能力、组织安排（线路安排等）。旅游产品的体验是硬件设施+软性服务的综合（活动、体验等等），愉快的旅游氛围营造也构成旅游产品的软实力。
 - **旅游产品营销**：一是营销方式的转变，注重线上传播与推广（用好抖音、小红书、美团等平台）；二是结合出游节奏和流量入口精准营销投放，注重ROI效果；三是营销内容的持续打造，结合产品及活动策划，引爆热点，低成本高效引流。
- **综合来看，对旅游城市和旅游产品运营提出了全新的考验和要求，更关注其线上线下联动，高效运营和精准营销能力。**

图：旅游产品趋势演绎



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图：消费整体变化趋势：龙头从贝塔时代到阿尔法时代强管理的

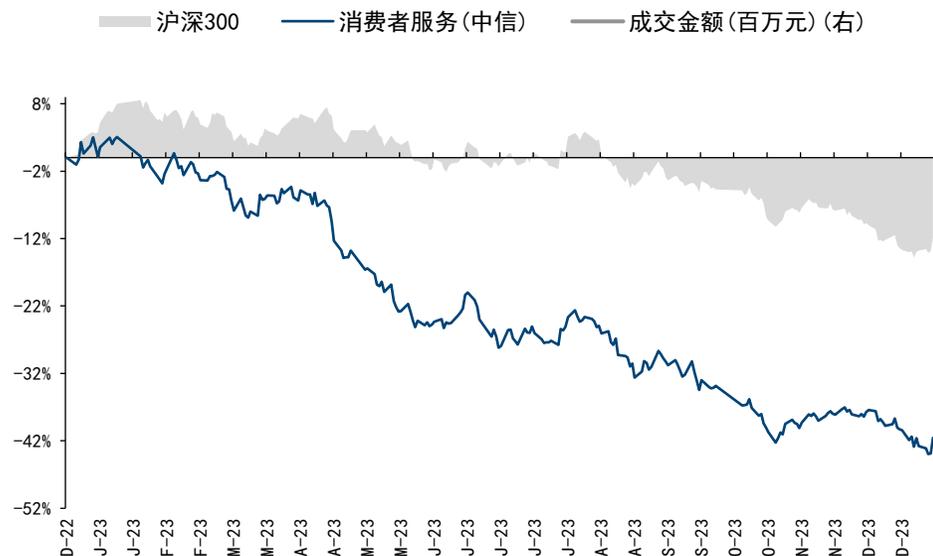


资料来源：环球旅讯、文旅部等，国信证券经济研究所整理

行情复盘：2023年板块大幅跑输基准，自然景区板块与OTA龙头领涨

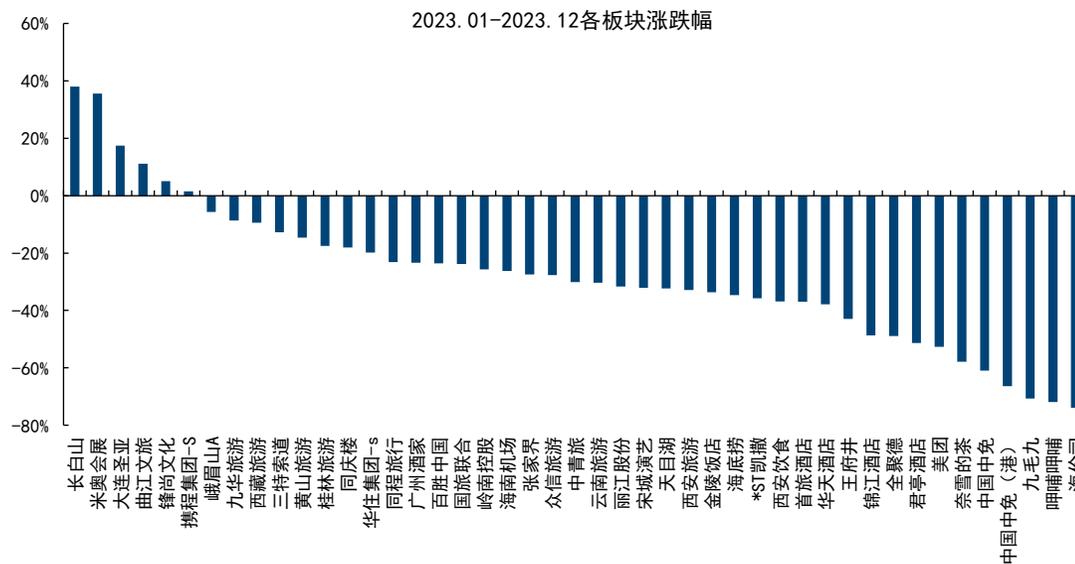
- 2023年行情总览：参考中信消费者服务指数，2023年板块跌40.6%，大幅跑输基准（沪深300指数）28.8pct。
- 子板块方面，自然景区板块、OTA龙头相对领涨，A股权重股相对垫底。2023年疫后复苏以来，板块行情进入业绩验证期。出行产业链中，自然景区和OTA基本面恢复最有亮点，业绩表现好于市场预期。而其它权重股在疫情结束之前的“剩者为王”的短期预期太高，而实际表现不及预期，股价回调显著。因此整体上看，出行产业链中股价能走出阶段或者历史新高的基本来自A股自然景区和港股OTA。

图：2023年中信消费者服务板块行情变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2023年以来个股涨跌幅表现



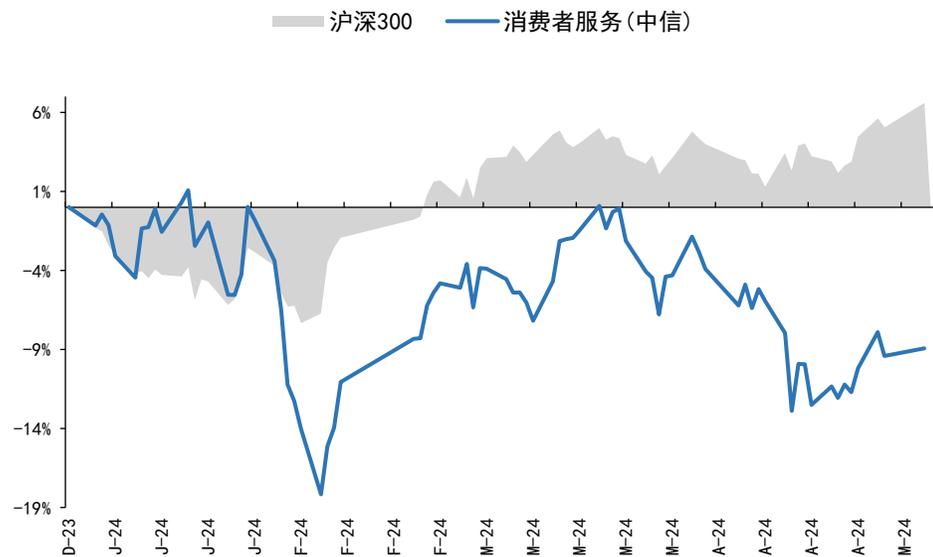
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行情复盘：2024年1-4月指数继续跑输基准，港股核心消费资产、景区&演艺领涨



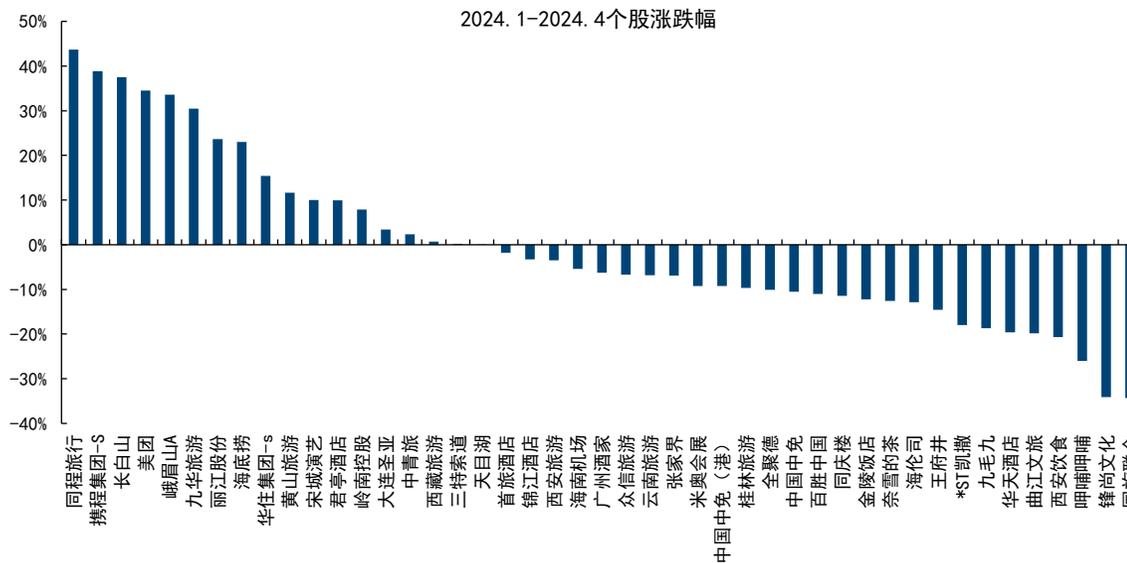
- 2024年1-4月，板块整体跌9.41%，跑输基准（沪深300）14.5pct，整体仍然承压。
- 趋势上看，呈现“倒N”型走势。其中春节前市场担忧回补需求过后出行增长的可持续性，板块回调；春节出行数据靓丽提振市场信心，A股迎来全面反弹，节后板块一度跑赢基准；3月中下旬以来后进入出行淡季，渐进复苏的商旅需求并未能承接节假日旅游需求的良好增长，整体出行相对回落，同时叠加一季报出行板块在去年高基数下相对平稳，板块回调。
- 子板块层面，港股OTA与其他核心消费资产、A股自然景区领涨。港股方面，国内经济基本面与政策面相对筑底回暖，同时外围环境波动而港股性价比凸显，外资增配核心消费资产动力提升，支撑效能领先的龙头公司估值持续修复。其中考虑节假日旅游持续高景气，加之互联网公司竞争格局的持续改善，OTA、美团等公司领涨。A股在休闲旅游相对高景气背景下，景区&演艺领涨板块。

图：2024年以来中信消费者服务板块行情变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年以来个股涨跌幅表现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

01

行业&行情回顾：旅游繁荣与理性共存，OTA、自然景区板块领涨

02

年报&一季报总结：2023年权重股渐进复苏，2024Q1板块呈现结构性增长

03

子板块分析：在线旅游竞争边际改善，演艺低基数修复良好，景区增速平稳

04

资金面：基金持仓和陆股通持仓均处低位，OTA景区获增持

05

投资策略：需求变迁，关注顺势迭代的细分龙头

2023年：A股餐饮旅游板块扣非业绩恢复超过2019年水平，但Q4扣非承压明显



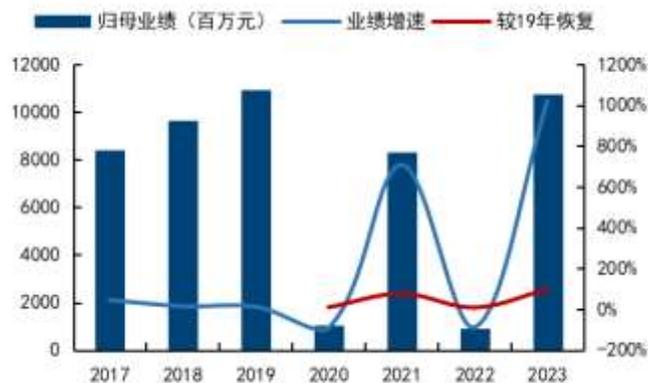
- 2023年全年A股餐饮旅游板块收入恢复97%，扣非净利润恢复略超2019年同期水平。2023年A股餐饮旅游板块实现收入1335.62亿元/+40.96%，较2019年恢复97.05%；实现归母净利润107.55亿元/+1022.10%，较2019年恢复98.15%；实现扣非归母净利润90.64亿元/+3004.51%，较2019年恢复104.04%，整体恢复到疫情前水平。线下出游补偿性消费需求助力部分景区、酒店等龙头公司经营复苏，中免2023年虽较2019年仍有较大增长，但相比2021年高点下滑，此后受消费环境影响承压。
- 剔除中国中免2023年贡献，2023年A股餐饮旅游板块收入/归母净利润/扣非净利润各恢复74%、64%、49%，尚未恢复到2019年水平，主要系出境游相关公司尚未恢复以及云南旅游、曲江文旅、张家界等公司亏损拖累以及部分公司旗下子公司计提减值等影响。
- 季度趋势：收入层面，2023Q1板块恢复最快，2023Q2-Q4恢复相对次之；归母净利润层面，2023Q1-Q3逐季度加速，但恢复Q4放缓；扣非业绩层面，2023Q4板块录得亏损，主要系云南旅游、曲江文旅、张家界等亏损拖累，同时部分公司Q4计提大额减值或海外拖累等影响；在2019Q4相对较低的扣非业绩表现下，整体下滑明显，直至2024Q1才趋于改善。

图：2006年以来板块收入表现以及近几年较2019年恢复



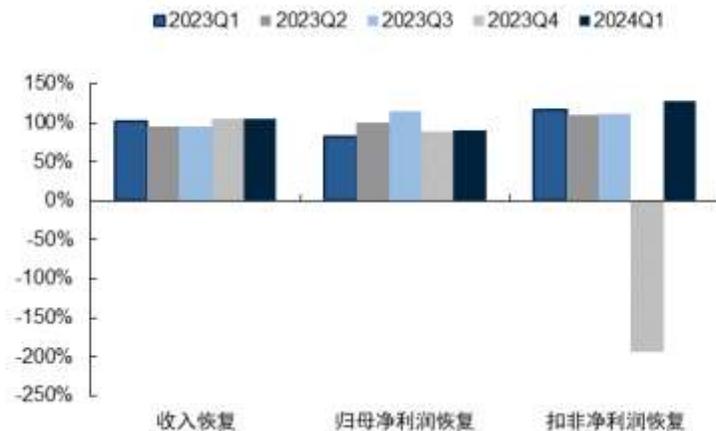
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2017-2023年归母业绩表现及较2019年恢复情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2023年以来逐季度板块收入和业绩恢复表现



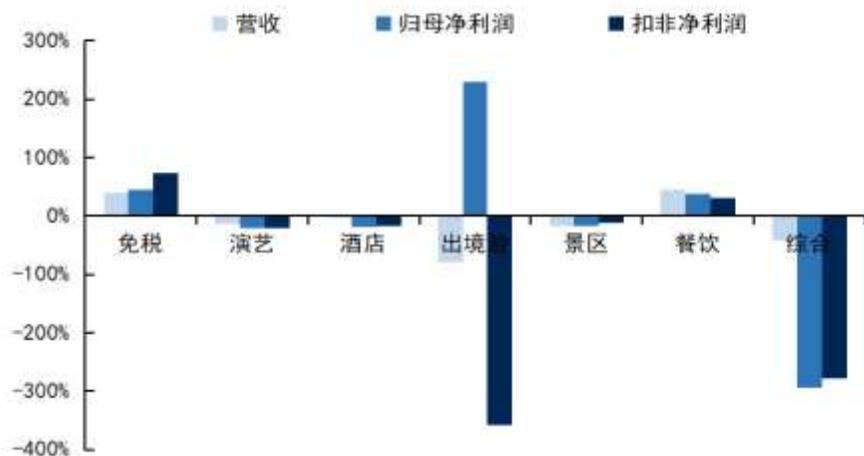
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2023年较2019年各子板块表现：国内渐进复苏，扩张助成长，综合与出境游板块承压

2023VS2019，A股餐饮旅游各子板块收入、业绩、扣非业绩增减情况如下（演艺剔除花房影响）：

- 收入：A股餐饮（+45%）>免税（+39%）>酒店（-2%）>演艺（-14%）>景区（-17%）>综合（-43%）>出境游（-79%）
- 归母业绩：出境游（+229%）>免税（+45%）>A股餐饮（+38%）>景区（-17%）>酒店（-19%）>演艺（-21%）>综合（-295%）
- 扣非业绩：免税（+74%）>A股餐饮（+31%）>景区（-11%）>酒店（-17%）>演艺（-21%）>综合（-279%）>出境游（-357%）。
- 与2019年同期相比：A股餐饮板块收入、净利润增速整体突出，主要系同庆楼（门店较快扩张）、广州酒家（食品&餐饮扩张）等较2019年明显增长所致；免税收入和净利润均超疫情前，但相对不及2021年高点；景区、酒店和演艺扣非业绩较2019年同期有10-20%左右的下滑，其中景区主要受张家界亏损等拖累，剔除后景区扣非净利润较2019年同期增长5%；A股酒店则受华天酒店、锦江海外等亏损拖累；演艺主要系公司旗下核心项目2023年渐进开业，新项目爬坡影响。此外，出境游2023归母业绩恢复较高，但其中主要是部分龙头重整有影响，扣非来看，承压仍然最显著。综合板块受云南旅游、曲江文旅等公司亏损拖累，整体承压显著。
- 季度趋势来看：免税逐步承压；演艺前三季度提速，Q4略放缓；酒店Q2恢复最高，Q3/Q4略平稳；景区Q1恢复最高，Q2回落后又渐进复苏；出境游渐进复苏，但整体较2019年差距较大，餐饮均超2019年；综合板块渐进恢复。Q4归母/扣非业绩波动较大，主要系部分公司重整、计提大额减值等影响扰动，与前三季度趋势不完全可比。

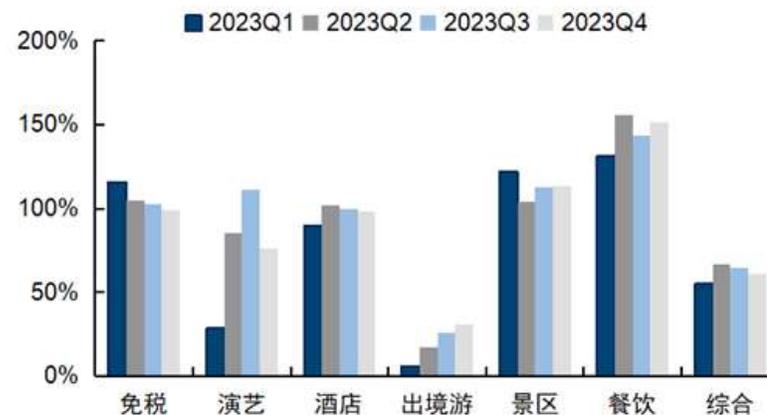
图：2023年旅游各板块收入、归母净利润和扣非净利润较2019年恢复情况



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

图：2023年旅游各板块收入较2019年季度恢复情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

一季报分析：板块平稳增长，演艺与出境游低基数下增长领先，景区同比平稳



- 2024Q1，A股餐饮旅游板块整体实现收入339.72亿元/+3.24%，实现归母净利润30.91/+10.90%；实现扣非净利润29.12亿元/+9.49%，补偿性需求过后，整体出行公司业绩实现稳定增长，其中仍处于低基数修复期的出境游、演艺同比表现突出。
- VS2023Q1，A股餐饮旅游各子板块收入、业绩、扣非净利润增减情况如下：
 - 收入：出境游（+452%）>演艺（+139%）>综合（+27%）>A股餐饮（+15%）>酒店（+12%）>景区（+3%）>免税（-9%）
 - 归母业绩：演艺（+317%）>出境游（+117%）>酒店（+55%）>A股餐饮（+2%）>免税（+0%）>景区（-19%）>综合（-83%）
 - 扣非业绩：演艺（+349%）>出境游（+133%）>酒店（+34%）>A股餐饮（+11%）>免税（+0%）>景区（-24%）>综合（-59%）

表：2024Q1旅游各板块收入、归母净利润和扣非净利润同比及较2019年恢复情况

	收入表现		归母净利润表现		扣非净利润表现	
	2024Q1vs2023Q1增速	2024Q1vs2019Q1增速	2024Q1vs2023Q1增速	2024Q1vs2019Q1增速	2024Q1vs2023Q1增速	2024Q1vs2019Q1增速
免税	-9%	37%	0%	0%	0%	45%
演艺	139%	-32%	317%	-32%	349%	-31%
酒店	12%	0%	55%	-12%	34%	73%
出境游	452%	-68%	117%	-86%	133%	-49%
景区	3%	26%	-19%	318%	-24%	436%
餐饮	15%	51%	2%	5%	11%	5%
综合	27%	-30%	-83%	-149%	-59%	-247%

一季报分析：板块平稳增长，演艺与出境游低基数下增长领先，景区同比平稳



- **收入层面：**与2023Q1相比，出境游和演艺板块同比低基数下高速增长；免税高基数下同比承压下滑9%；景区板块相对高基数下同比增长3%；餐饮板块同比增长，主要系同庆楼新店扩张和去年Q1相对基数不高等综合影响；综合板块增长尚可。与2019Q1相比，餐饮增速最快，同庆楼和广州酒家共同推动；免税次之；景区增长26%，相对良好；演艺仍然下滑，但主要系花房2019Q1基数影响，剔除来看，公司演艺主业收入恢复105%。
- **归母业绩和扣非业绩层面：**与2023Q1相比，出境游、综合等低基数下反弹；酒店增长较快（首旅酒店等推动），但不及2019年同期；景区同比高基数下利润承压，但好于2019Q1；餐饮业绩整体平稳（同庆楼新店扩张带来收入增长较快，但新店费用和去年补贴等影响，业绩个位数增长）；演艺同比增长较快，主要系2019Q1花房基数等影响，剔除后演艺主业恢复9成，考虑轻资产基数和新项目爬坡期拖累，整体仍良好；免税扣非净利润同比持平，较2019Q1仍较快增长。

表：2024Q1旅游各板块收入、归母净利润和扣非净利润同比及较2019年恢复情况

	收入表现		归母净利润表现		扣非净利润表现	
	2024Q1vs2023Q1增速	2024Q1vs2019Q1增速	2024Q1vs2023Q1增速	2024Q1vs2019Q1增速	2024Q1vs2023Q1增速	2024Q1vs2019Q1增速
免税	-9%	37%	0%	0%	0%	45%
演艺	139%	-32%	317%	-32%	349%	-31%
酒店	12%	0%	55%	-12%	34%	73%
出境游	452%	-68%	117%	-86%	133%	-49%
景区	3%	26%	-19%	318%	-24%	436%
餐饮	15%	51%	2%	5%	11%	5%
综合	27%	-30%	-83%	-149%	-59%	-247%

01

行业&行情回顾：旅游繁荣与理性共存，OTA、自然景区板块领涨

02

年报&一季报总结：2023年权重股渐进复苏，2024Q1板块呈现结构性增长

03

子板块分析：在线旅游竞争边际改善，演艺低基数修复良好，景区增速平稳

04

资金面：基金持仓和陆股通持仓均处低位，OTA景区获增持

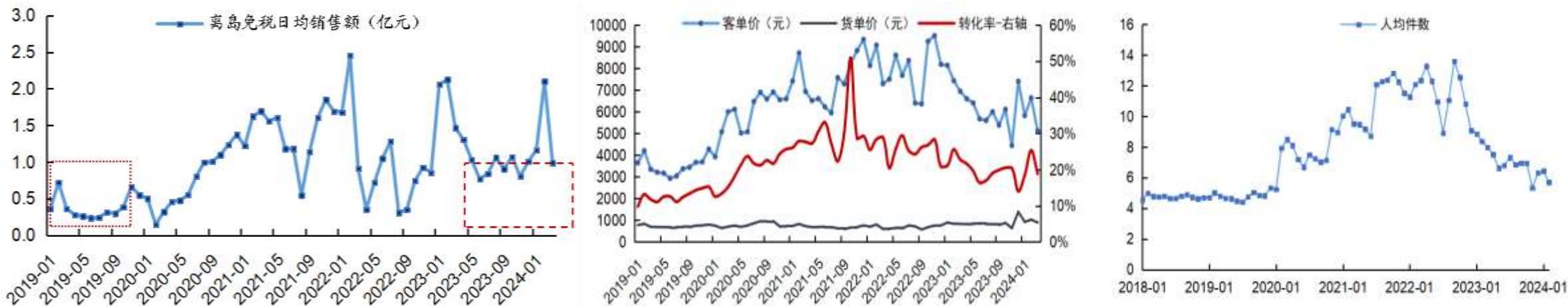
05

投资策略：需求变迁，关注顺势迭代的细分龙头

免税行业：2024年一季度海南免税销售同比回落，客单承压为核心影响

- **海南免税趋势变化：**2023Q2起日均销售额有所回落，其中消费渐进复苏、代购管控趋严及客群结构影响客单价和转化率。2019年春节和年底高峰日均0.6-0.7亿元，其余相对平稳。2020-2022年，日均销售额受出行条件等影响波动相对较大，但政策加持下高峰较2019年显著提升。2023年放开管控后，离岛免税市场消费复苏不及预期，客单价和转化率回落明显；今年春节阶段创新高后，此后又有所回落。分拆来看，**转化率：**政策放宽后整体提升显著，2023年客流恢复后有所回落，当前转化率中枢为20%左右，较2019年仍提升显著。**客单价：**2023年后客单价从平季0.7-0.8万元（海口海关数据估算）降到0.5-0.6万元左右。其中，货单价去年底阶段小幅提升，精品提升影响；人均件数从10件以上回落至6-7件左右。
- **最新跟踪：**2024年一季度海南免税客单价继续承压，销售额同比下降25%。2024Q1海南市场免税总销售额127.64亿元/-24.50%，估算客单价和购物人次各-21%/-5%，客单价拖累明显（2023Q1基数最高，此后受消费环境和香化周期等因素影响逐步承压）。

图：海南离岛免税日均销售额、客单价、转化率、件数等变化



资料来源：海口海关，商务部，国信证券经济研究所整理

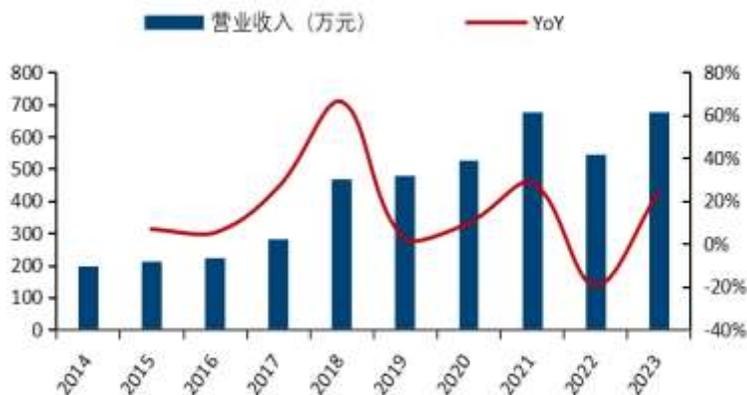
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

免税公司：中免2024年一季度业绩平稳，未来仍需跟踪消费复苏与香化周期

■ 中国中免2023年现金分红率较此前显著提升，2024年一季度业绩平稳。2023年，公司营收675.4亿元/+24.08%；归母净利润67.14亿元/+33.46%；扣非净利润66.52亿元/+35.71%，与此前业绩快报基本一致。2023年公司拟每10股派现16.5元，合计派现34.14亿元，分红率50.85%，较此前30%+的分红率水平明显提升，股息率约2%。2024年一季度，公司实现营收188.07亿元/-9.45%；实现归母净利润 23.06 亿元/+0.25%；实现扣非业绩 22.99 亿元/+0.15%；公司一季度毛利率33.31%，同增4.31pct，预计主要系产品结构变化，高毛利的线下产品销售（含机场免税）占比提升、精品占比提升；同时2023Q1 海南有部分临期产品库存处理影响，通过优化库存管理减少临期库存，助力毛利率改善。

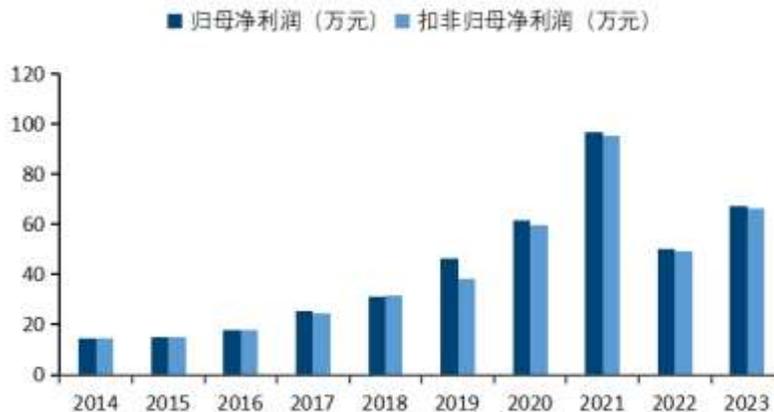
■ 未来展望：虽然消费渐进复苏和香化周期仍需跟踪，但伴随央企考核全面强化，公司聚焦经营利润表现，全面提升经营管理能力：优化品类结构；争取更有利的上下游合作方式；升级供应链和营销定价数字化管理；积极追求资金效率最优、费用率优化，以推动整体可比利润率水平提升改善。同时，年报分红率全面提升，今年一季度高基数下收入承压但业绩同比持平，也彰显公司重视资本市场和经营优化的积极态度。长期来看，贝塔周期起伏难免，品类亦有迭代，但公司也正从单纯免税赛道溢价逐步走向旅游零售为核心，全品类、广渠道、高效率零售巨头，成长仍有期待。

图：中国中免2014-2023年营业收入增速



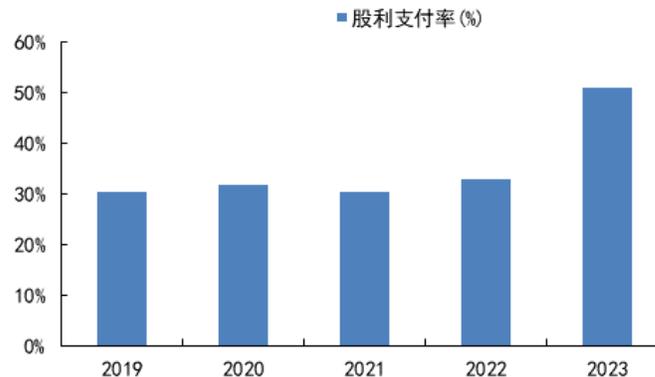
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中国中免2014-2023年归母及扣非业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中国中免分红率变化



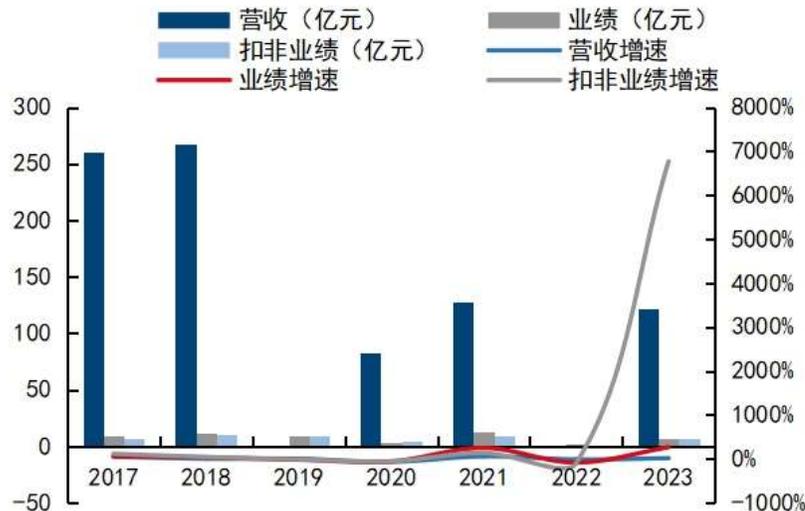
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

免税公司：王府井万宁免税预计爬坡亏损，海旅免税交易对价及业绩承诺下修

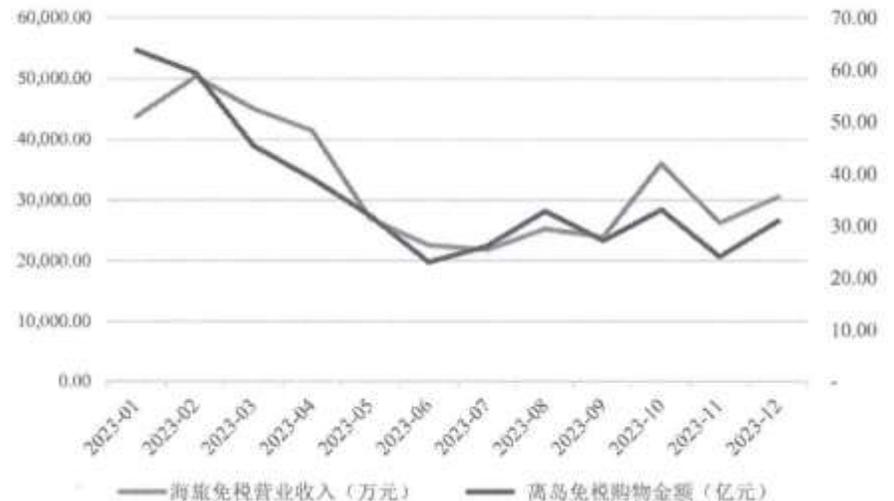


- **王府井：一季报利润同比下滑，有税新项目爬坡及免税项目预计亏损拖累。**2023年公司实现营收122.24亿元/+13.19%；归属于上市公司股东的净利润7.09亿元/+264.14%，扣非业绩6.35亿元/同比扭亏为盈。公司拟每10股派现2.00元（含税），分红率32%，股息率1.60%。同时，公司拟未来一年内以集合竞价方式出资1.0-2.0亿元用于减少注册资本，回购价格不高17.50元/股。公司控股股东、董监高未来3-6个月均无减持计划。2023年1月，公司新开海南万宁离岛免税项目，2023年实现免税收入1.87亿元（占营收1.53%），毛利率19.19%。由于海南免税2023年整体承压，且新项目培育期爬坡，预计2023年公司免税相关项目累计亏损拖累超2亿元。目前商品消费仍在渐进复苏，公司一季度收入持平，归母业绩下滑11%。2024Q1，公司收入33.08亿元/-1.74%，归母业绩2.02亿/-10.86%，扣非业绩1.93亿/-13.72%。
- **海旅免税拟注入方案已过股东大会审批，标的对价及业绩承诺有所下修。**海旅免税2021全年/2022全年/2023年前11月收入为23.60/33.74/36.25亿元，归母净利润为0.04/0.61/1.37亿元。此前，海汽集团发布公告，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。结合3月公告，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。海南免税交易对价为20.37亿元（2022年8月对价为50亿元，2023年4月下调为40.8亿元）。最新业绩承诺：剔除华庭项目，标的资产扣非净利润：2024/2025/2026/2027年度净利润各不低于1.61/1.82/2.02/2.21亿元（此前为2023/2024/2025/2026年不低于1.98/3.26/4.80/5.87亿元）。

图：王府井营业收入和归母业绩增速



图：海南离岛免税市场和海旅免税销售情况



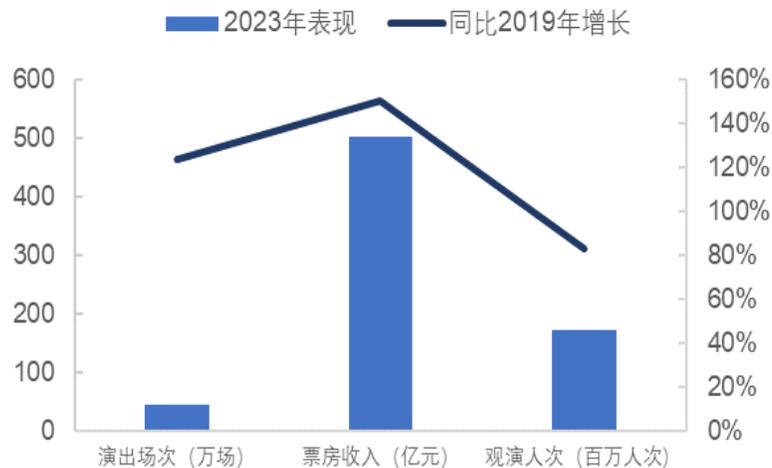
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：海口海关，公司公告，国信证券经济研究所整理

演艺行业：2023年演出场次超2019年，项目不断丰富内容多元

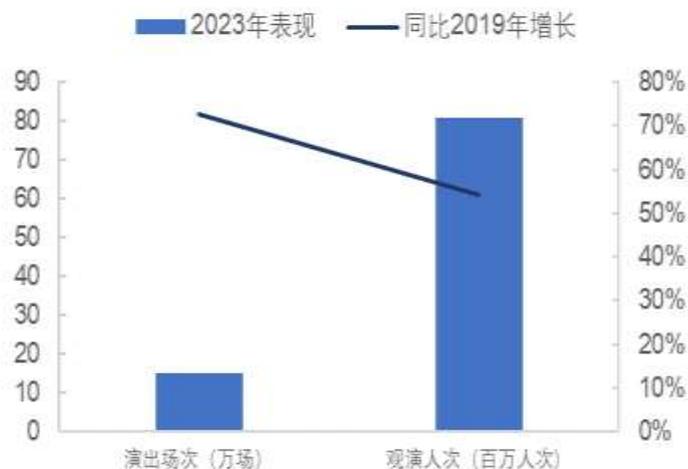
- **2023年全国线下演出市场爆发，较2019年强劲增长。**2023年，结合中国演出协会报道，全国演出场次44.06万场（不含农村演出和娱乐场所演出），与2019年相比增123.55%；票房收入502.32亿元，与2019年相比增150.65%；观演人数1.71亿人次，与2019年相比增83.01%，核心体系线下体验服务消费释放，演唱会、音乐节等各类演出活动爆发。
- **聚焦旅游演艺：核心来自“出游客群”（本地周边+异地客群）+“观演”渗透转换，项目丰富助推2023年旅游演艺场次和观演人数较2019年各增长73%、54%。**根据文化产业评论报道，据不完全统计，2023年上半年旅游演艺剧目即超400场，较2019年同期340场增加60余场。技术迭代，需求良好，旅游演艺结合景区拓展或城市旅游形成多元新模式，共同丰富行业供给。2023年，全年旅游演艺场次15.07万场，与2019年相比增长72.61%；观演人数8055.13万人次，与2019年相比增长54.14%。
- **但需要说明的是，旅游演艺项目客单价相对不低，更依赖各个项目自身的品质、运营水平和营销导流能力。**据同程旅行等数据，2023年Q1-Q3期间，旅游演艺客均收益贡献是同期景点大门票客均收益贡献的5倍。结合前文，供给提升下，2023年全国旅游演艺场次增长超7成，而观演人数增长超5成，可见人次恢复略逊于场次，不同演艺项目之间表现仍有分化，更考验各项目自身的品质和运营、营销能力。

图：2023年全国演出市场较2019年强劲增长



资料来源：中国演出协会，国信证券经济研究所整理

图：2023年全国演出市场较2019年强劲增长



资料来源：中国旅游新闻网，中国演出协会，国信证券经济研究所整理

图：2023年1-9月旅游演艺与景区大门票客均收益对比



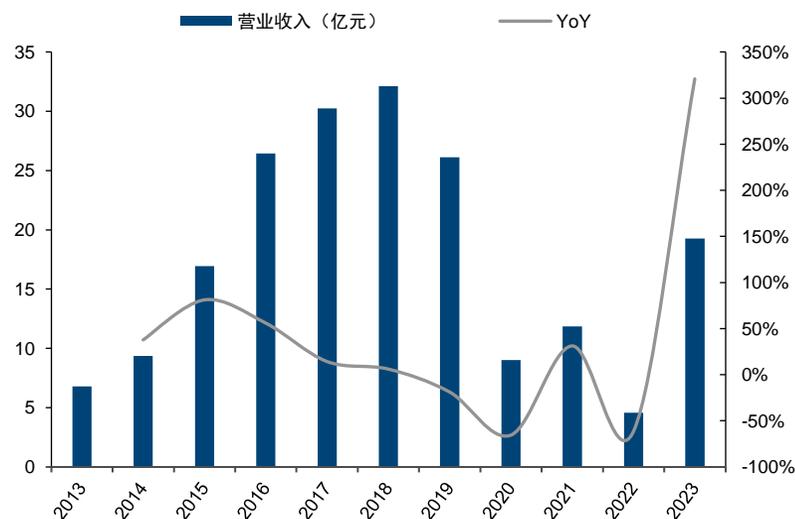
资料来源：中国演出协会，同程旅行，国信证券经济研究所整理

宋城演艺：2023年演艺主业归母净利润较2019年恢复近8成，财报保留事项落定



- 2023年公司演艺主业业绩预计恢复近8成，核心项目渐进复苏且新项目仍有拖累。2023年，公司实现营收19.26亿元/+320.76%，归母/扣非业绩亏损1.10/0.88亿元，处于此前业绩预告区间内，主要系花房减值等拖累。剔除花房集团减值和投资收益波动等影响，公司实现归母业绩8.29亿元。综合看，公司演艺主业2023年较2019年同期收入恢复86%，归母业绩恢复79%。考虑其核心项目2023年3月才陆续复园，三亚业绩仅恢复约50%，部分新项目上海、西安等2023年新项目爬坡期归母亏损合计超8000多万等影响，其他项目表现尚可，丽江项目盈利基本恢复到2019年，九寨沟、张家界项目各盈利0.5、0.1亿元。若剔除存量项目更新带来的0.48亿元非经扰动影响，估算演艺主业恢复更佳。
- 公司财报保留事项摘除，宣布派发现金股利。伴随花房2023年审计报告不带保留事项，公司2023年财报保留事项顺利摘除，并相应调整2022年财报保留事项，前期制约因素逐步解除。同时，虽然2023年公司归母业绩亏损，但仍拟每10股派现1元，股息率约1%。公司2019年/2023年经营净现金流15.7亿/14.19亿元，2023年末货币资金及交易性金融资产32.92亿，未来成熟项目稳定现金流有望助力分红提升。

图：公司年度收入表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润表现



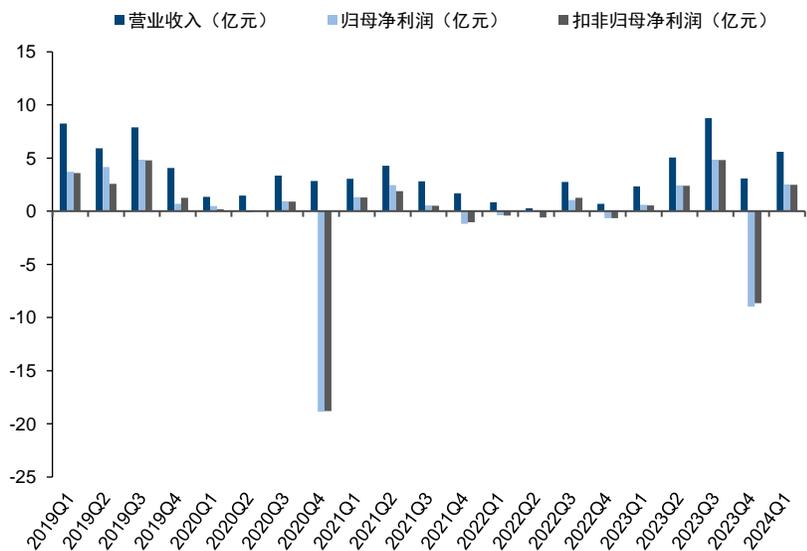
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

宋城演艺：2024年一季度核心项目低基数下增长靓丽，预计主业归母净利润恢复近9成



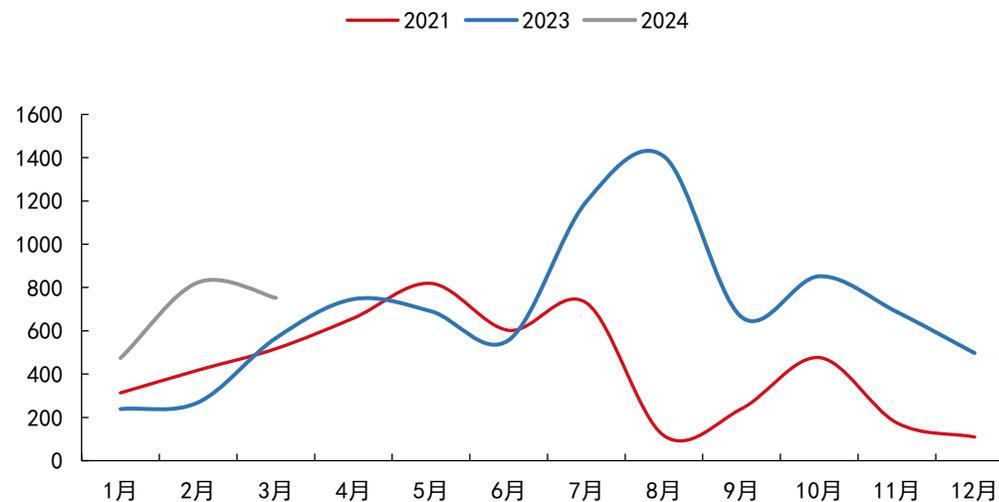
- 2024Q1公司主业归母净利润恢复近9成，表现良好。公司2024年一季度实现收入5.60亿元/+138.70%；实现归母业绩2.52亿元/+317.33%，整体表现良好。与2019年同期演艺主业相比（不计花房影响），公司收入恢复105%，归母业绩恢复近9成，考虑2019Q1轻资产确认带来的收益不低（2024Q1轻资产确认预计低于19Q1）和新项目爬坡期拖累等影响，我们认为今年一季度整体演艺主业经营表现良好。
- 2024Q1宋城演艺千古情演出场次同比翻倍以上，杭州本部项目实现完全复苏，三亚项目仍有拖累。2024Q1宋城千古情演出总场次共计2242场，同比增长109%，预计已超2019年同期。考虑去年同期3月核心项目才陆续复园，今年在相对低基数背景下录得靓丽增长。
- 与2019年同期相比，核心项目除中预计杭州本部已实现完全复苏，丽江、桂林表现良好，而三亚项目旺季Q1恢复依旧不及2019年同期，新项目爬坡期场次贡献良好，但Q1淡季下，估算归母业绩层面仍有亏损拖累。

图：宋城演艺季度业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺场次跟踪情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

宋城演艺：新项目扩张与业绩验证期带来估值提升

- 公司2016-2019年整体动态PE估值水平：20x~48x之间波动，平均在30x左右；旅游演艺主业动态估值26x-48x，平均36x。2020-2022年期间，如按2019年业绩，其整体动态PE估值在30x左右，演艺主业39x。
- 从估值变化阶段来看，其中花房扰动、新项目低于预期，复苏预期较悲观时或其他大股东减持等影响，公司整体动态估值在20x左右，但在复苏预期较高，新项目扩张加速期或者项目表现超预期，驱动股价上升，估值高点在40x出头。2023年4月后回调主要系2022年财报保留事项影响、出行链承压及恢复相对较慢等影响，估值回落到20x左右。

图：宋城演艺股价和估值历史复盘



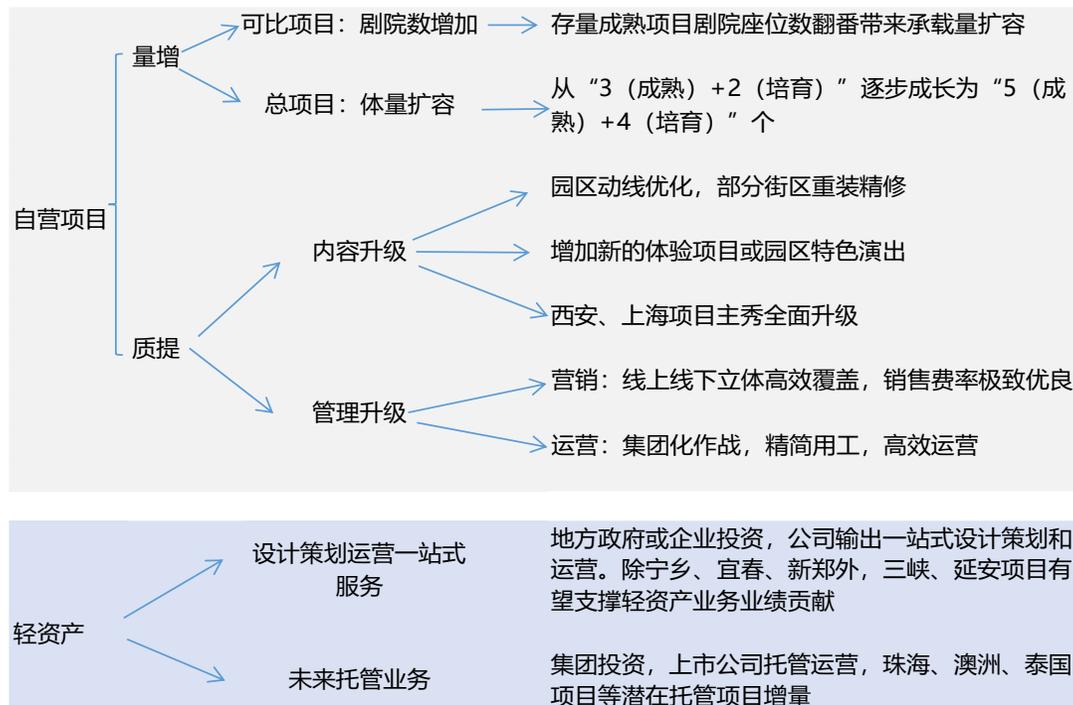
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

宋城演艺：新项目进入盈利释放周期，良好现金流提供分红基础



- 公司基本面看点：1) 未来2-3年，二轮项目开始进入盈利释放期，横向对比有优势：2024-2026年系公司第二轮扩张项目逐步贡献利润的核心周期。综合存量剧院翻倍+新项目逐步爬坡贡献+经营效率优化，我们预计2025年自营项目（不含理财和轻资产等）有望较2019年业绩增55-80%，项目整体成熟期有望较19年增增79-118%。轻资产三峡和延安项目也有望助力近几年归母业绩增长。中线来看，若部分兼顾轻资产中线贡献，未来成熟期演艺主业盈利贡献仍有望较2019年可比增长55-86%左右。
- 2) 未来自营和轻资产项目仍不排除进一步外延扩张，且集团海外等项目未来有望由上市公司托管，带来一定潜在增量看点。
- 总体来看，宋城与时俱进“造项目”和“改项目”能力均突出，商业模式和现金流优良，具备良好的分红基础。当下正处于第二轮扩张项目盈利逐步释放周期，未来2-3年业绩增长相对确定，横向对比相对优势；同时扩张成长不排除有新看点。原有财报保留事项等制约因素已逐步解决，花房复牌节奏继续跟踪。

图：宋城演艺未来自营和轻资产项目成长



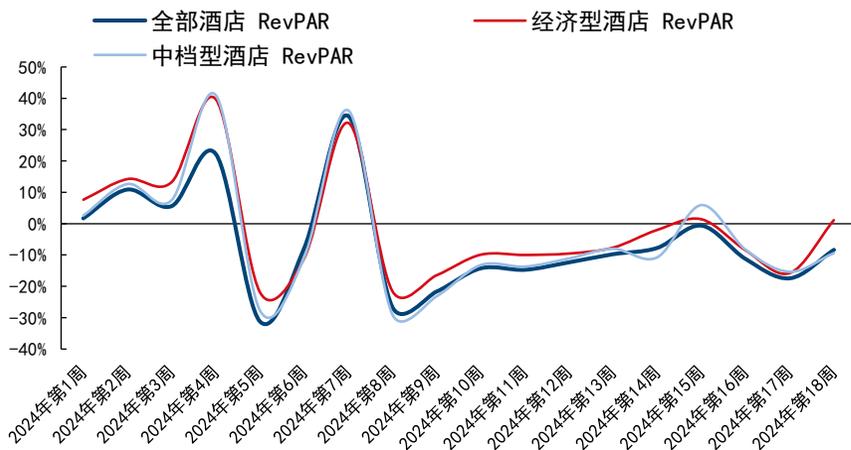
资料来源：公司官网、官方微信号，公司公告，国信证券经济研究所整理

酒店行业：2024年以来商旅修复仍然渐进，节假日下沉市场酒店经营表现突出



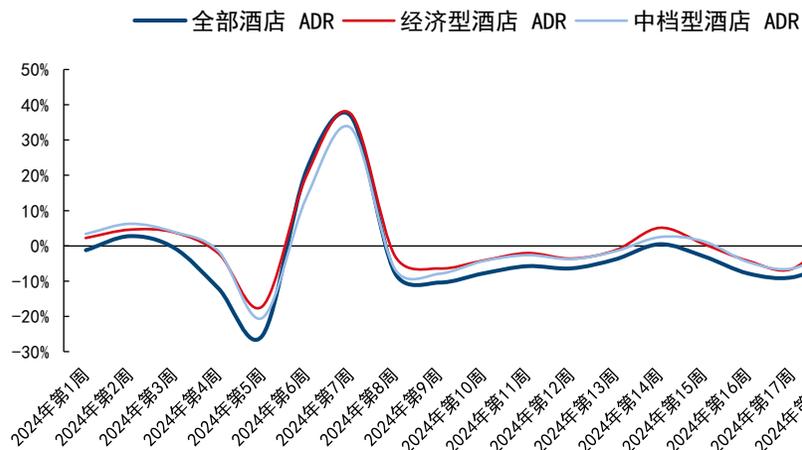
- 2024年以来酒店行业延续波动恢复态势，同比有所回落。根据酒店之家数据，春节以来酒店行业RevPAR同比呈现回落态势，仅节假日期间落差收窄或略有反超，其他时间尚未出现显著的趋势性改变，主要系商旅需求仍然复苏渐进。
- 节假日下沉市场表现突出。旅游下沉化在酒店市场也有所体现，STR数据显示，2024年清明假期徐州、烟台等非一线和新一线城市酒店业绩表现亮眼。其中，徐州市场清明假期期间酒店RevPAR指数达到204，沈阳、烟台、唐山等城市的RevPAR指数均达到120以上，显著好于行业整体。华住集团数据显示，“五一”假期三四线城市如景德镇市、呼和浩特市、汕头市、中卫市等，酒店预订率比去年预订率均增加超10个百分点；对比而言，网红旅游城市成都、重庆酒店的预订率比去年“五一”假期预订率增加3个百分点。

图：今年以来，各不同定位酒店RevPAR同比增长



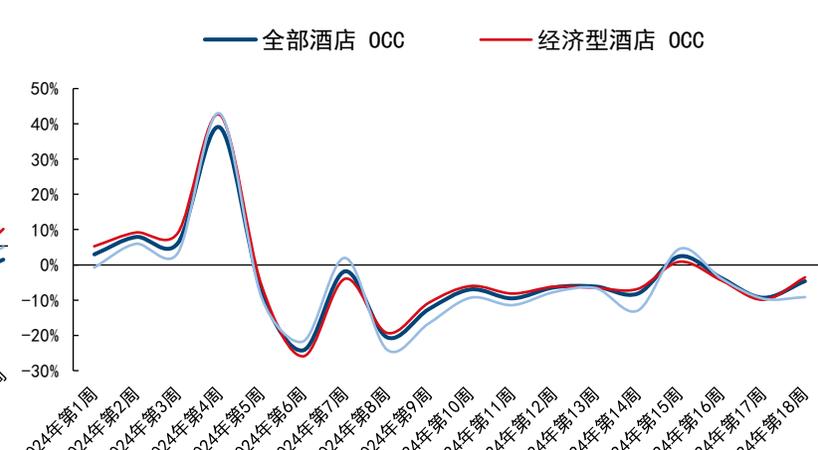
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：今年以来，各不同定位酒店ADR同比增长



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：今年以来，各不同定位酒店OCC同比变化



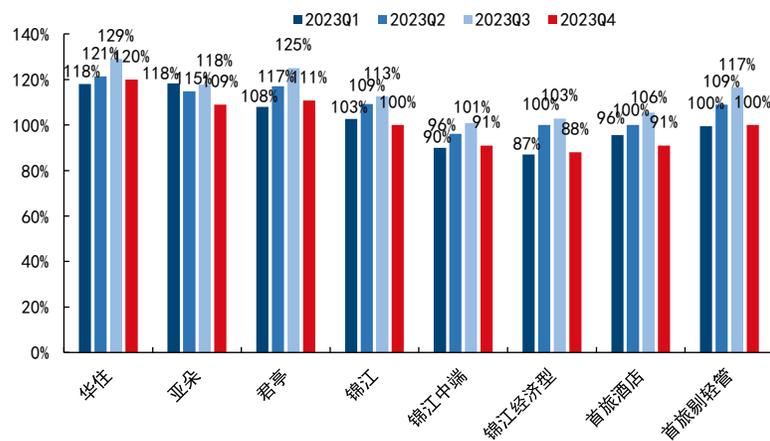
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

酒店公司：龙头2023年业绩表现分化，2024年RevPAR展望平稳但开店提速

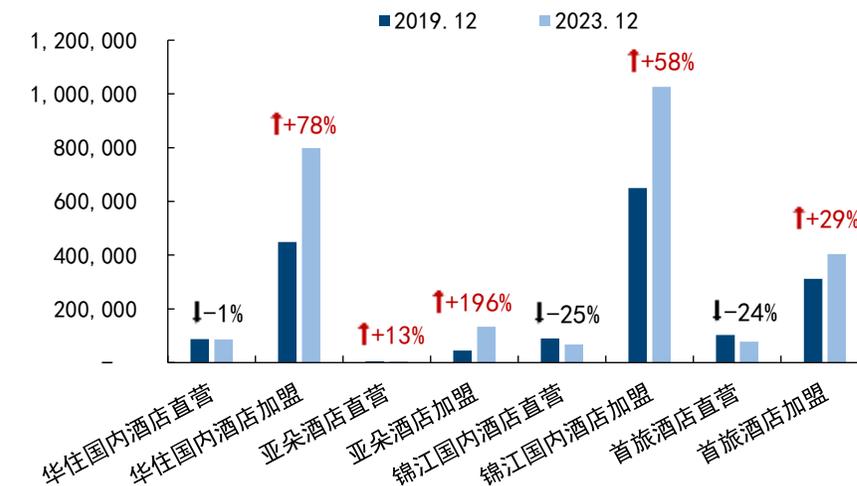


- **2023年龙头收入恢复：亚朵华住显著超疫前，锦江国内、首旅酒店主业恢复约9成。**2023年酒店龙头主业收入恢复度排序：亚朵（298%）>华住国内（156%）>锦江国内酒店（93%）≈首旅酒店业务（93%），其中核心影响因素：1) RevPAR恢复差异；2) 过去三年门店规模扩张（直营/加盟扩张）尤其直营扩张差异；3) 口径因素。其中锦江和首旅收入恢复约9成，主要系直营店净减少和RevPAR恢复平稳。
- **国内酒店主业净利润恢复：华住、亚朵继续领先，锦江国内酒店主业增长良好，首旅新业务拖累扰动利润恢复。**2023年酒店龙头主业利润恢复度排序：亚朵（1480%）>华住国内（280%）>锦江国内（139%）>首旅（90%），具体见下图。
- **公司预计2024年RevPAR平稳但开店提速。**华住预计2024年收入增长 8-12%(国内收入增长8-12%)，在2023年高基数影响下预计保持稳健良好增长；锦江预计2024年收入同增5%-9%（国内酒店收入同增6%-10%）。整体上龙头RevPAR展望平稳，但开店相对积极，其中首旅2024年计划新开1200-1400家，较2023年实际新开（1203家）进一步提速。锦江2024年计划新开1200家，与2023年开店目标相当；新增签约酒店2500家，高于2023年目标（签约2000家）。华住2024年国内计划新开1800家、关店650家，开店较2023年实际开店（1641家）进一步提速。

图：酒店龙头2023年RevPAR恢复情况



图：酒店龙头2023年底与2019年底相比直营和加盟客房增长情况对比



图：酒店龙头2023年国内酒店业务净利润估算较2019年同期增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

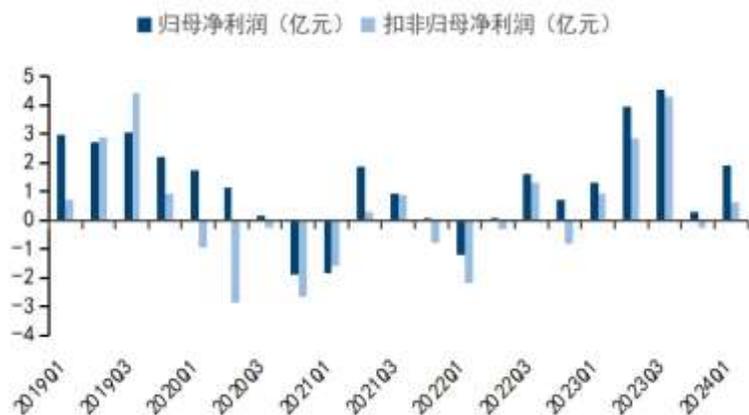
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

酒店公司：一季度锦江海外拖累，首旅直营店释放弹性，君亭首个基金项目落地

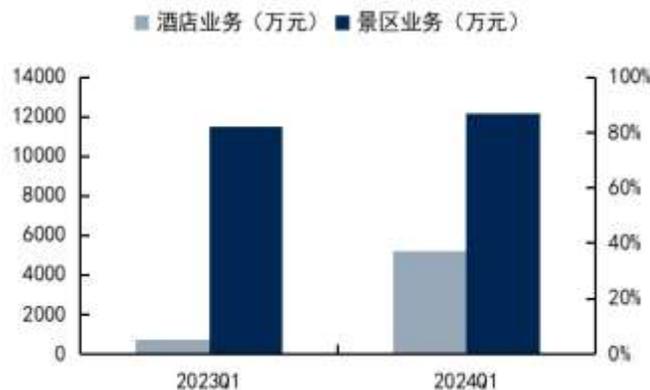


- **锦江酒店：2024Q1收入同比平稳增长，海外利息费用大增影响扣非业绩表现。**一季度，公司归母业绩增长35%，海外利息费用大增拖累扣非业绩表现。2024Q1，公司实现收入32.06亿元/+6.77%；实现归母净利润1.9亿元/+34.56%，扣非后0.62亿元/-31.19%，整体承压，主要系Euribor同比提升，导致海外利息大幅攀升拖累。如剔除增量利息支出影响，公司Q1扣非后归母净利润约为1.1亿元/+22%。
- **首旅酒店：2024年一季度，公司归母净利润增长50%，主因直营店升级效果良好。**2024年一季度，公司实现营收18.45亿元/+11.47%；实现利润总额1.74亿元/+42.10%；实现归属于上市公司股东的净利润1.21亿元/+49.83%，实现扣非业绩0.97亿元/+102.19%，整体好于我们此前业绩前瞻的雨季，核心系酒店主业利润同比优化明显。其中公司Q1直营店RevPAR+7.7%（ADR+3.1%，OCC+2.7pct），是酒店收入增长核心。
- **君亭酒店：Q1收入增长维持强劲，五一期间基金首个项目落地佛山。**2024Q1公司营业收入1.60亿元，同比增长67.28%，较2019年增长95%；归属于母公司所有者的净利润466万元，同比增长13.94%。考虑2024Q1公司核心门店改造后表现良好以及直营店结构升级，集团在营直营店RevPAR同比上升12.23%。公司在国内酒店行业中率先探索出资产管理的新路径，2024年五一假期期间，首个基金项目已落地佛山。

图：锦江酒店Q1利润表现承压



图：首旅酒店一季度景区和酒店业务利润总额对比



图：君亭酒店收入增长良好



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

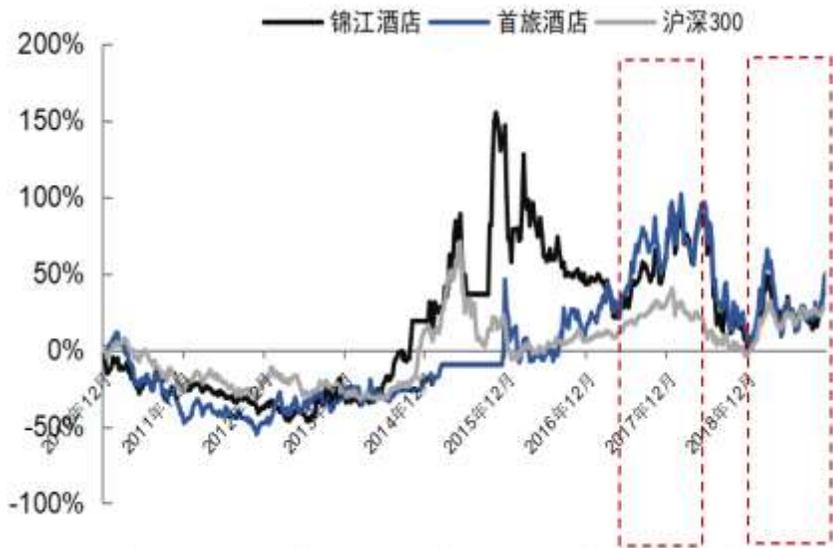
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

酒店股价复盘：震荡期仍有阶段机会，聚焦业务新变化和预期差

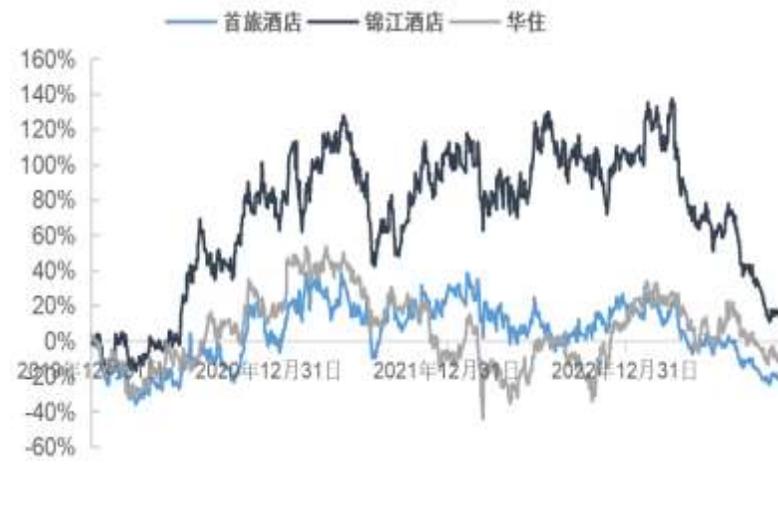
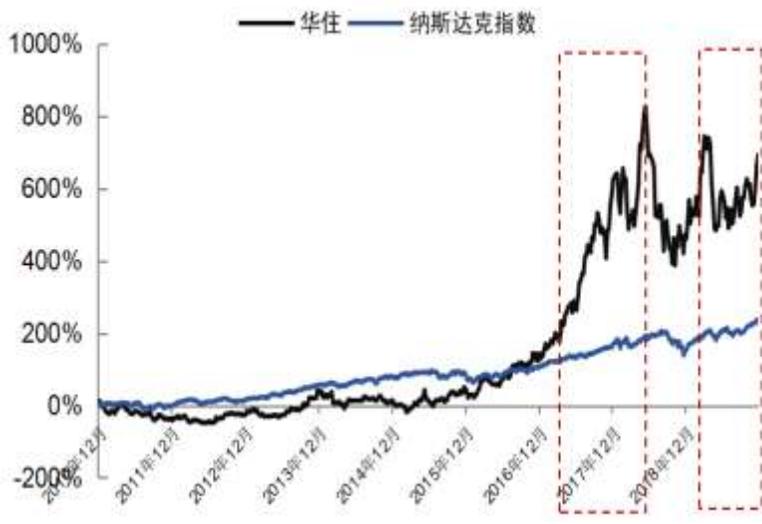
- 酒店龙头股价走势核心来自周期、成长等驱动，但股价先于基本面触底。2020-2023年：疫情三年酒店基本面承压，但酒店龙头股价逆势表现良好，核心在于行业出清，龙头集中及部分龙头自身改善预期；2023年，酒店行业迎来复苏，但龙头股价承压下行，基本重回2019年底或2020年6月起步时的位置。主要系市场对消费渐进复苏下今年底明年行业走势的不确定担忧逐步升温，从去年底今年初的乐观转向对后续的谨慎。
- 短期酒店行业仍然复苏渐进，当期预期也回落至相对低位。后续建议密切跟踪经济周期和出行趋势尤其商旅出行变化，同时在国企利润等考核全面强化下跟踪公司后续激励改善情况，以及产品迭代与效率优化。

图：2011-2019年国内酒店龙头股价复盘：周期与成长驱动，震荡期仍有机会



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2020-2023年，酒店龙头股价变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

OTA行业：疫后复苏靓丽，格局趋于稳定



- **旅游线上渗透提升+OTA龙头自身三年内功修炼，复苏表现在餐饮旅游板块中相对领先。**2023年携程集团、同程旅行平台GMV分别恢复至2019年的127%、145%，收入分别恢复至125%、161%，经调整归母净利润分别恢复至200%、142%。2023年以来，国内OTA龙头业绩表持续超市场预期，其中疫情三年的线上化渗透加速，带来板块红利；同时龙头公司持续修炼内功，通过效率优化、产品供应链扩张丰富调整，实现了收入与利润端的良好表现。
- **当前行业竞争格局趋于稳定：**携程深耕中高端客群，供应链产品覆盖及履约能力领先，在放开后的异地出行中获得良好份额再次验证“高线城市、中长途游、中高星级”环节的深厚壁垒。下沉市场美团与同程旅行消费场景侧重点有差异，其他跨界玩家需平衡投入产出比，在各家重视盈利提升背景下，目前竞争态势相对稳定。

表：全球OTA行业主要上市公司一览

股票	OTA	2023年预定量	较2019年	2023年酒店间夜数	较2019年	2023年收入	较2019年	2023年经调业绩	较2019年
代码	名称	(亿美元)	恢复	(亿间夜)	恢复	(亿美元)	恢复	(亿美元)	恢复
BKNG.O	Booking	1506	156%	10.5	124%	213	142%	56	125%
ABNB.O	Airbnb	733	/	4.5	/	99	206%	29	扭亏
TCOM/9961.HK	携程集团-s	1600	127%	/	/	63	125%	18	200%
EXPE.O	Expedia	1041	96%	3.5	90%	128	106%	14	151%
0780.HK	同程旅行	340	145%	/	/	17	161%	3.1	142%

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

OTA公司：携程集团2023年业绩逐季靓丽验证，盈利能力显著超2019年



2023年是疫后完全复苏的第一年，3年的在线化渗透提升与公司内功修炼效果获得释放，携程集团获得亮眼的业绩表现：2023年携程集团Non-GAAP净利润较2019年翻倍，利润率较2019年增加11pct。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。

- **业绩靓丽原因分析：**1) **收入端**，国内业务：Q1-3收入较2019年同期的增速边际向上，Q4国内游增速环比Q3略回落、回到Q2水平，但全年国内业务估算较疫前增长30-40%，一方面是在线化渗透的提升，另一方面是龙头份额的稳固。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。三者共同支撑在公司在全年出境游尚未完全恢复的情况下，收入已超2019年25%。2) **盈利能力端**，强劲回补性出游需求下及营销效率的提升促进，公司经调整的销售费用率较2019年同期下降5pct；同时公司后端效能提升也在收入释放时获得显现。

表：携程集团2023收入及业绩变化

业务分拆 (万元, %)		2019	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
收入	住宿预订收入 (万元)	1351400	348000	428500	558900	390300	1725700
		较2019年增长	15%	26%	36%	32%	28%
	交通票务 (万元)	1395200	415600	481400	536700	410600	1844300
		较2019年增长	24%	41%	44%	18%	32%
	旅游度假 (万元)	453400	38600	72200	132800	68000	314000
		较2019年增长	-63%	-31%	-19%	-12%	-31%
	商旅管理 (万元)	125500	44500	58400	59100	55950	225400
	较2019年增长	87%	89%	76%	70%	80%	
	其他收入 (万元)	246100	74400	85700	87600	95160	346800
	较2019年增长	44%	64%	27%	35%	41%	
	营业净收入 (万元)	3566600	919800	1124700	1374000	1032500	4451000
	较2019年增长	13%	29%	31%	24%	25%	
成本	毛利 (万元)	2829400	756100	924000	1127300	831500	3638900
	毛利率	79.3%	82.2%	82.2%	82.0%	80.5%	81.8%
期间费用	经调整研发费率	27.3%	27.1%	24.0%	24.0%	26.2%	25.3%
	经调整管理费率	7.4%	7.9%	6.5%	5.9%	6.5%	6.6%
	经调整销售费率	25.7%	18.7%	20.5%	19.8%	22.2%	20.3%
	经调整EBITDA		280000	370000	462000	290000	-5.3%
盈利	经调整EBITDA		31%	33%	34%	28%	
	Non-GAAP OP margin	18.9%	28%	31%	32%	26%	29.6%
	Non-GAAP归母净利润 (万元)	652700	206500	343400	489700	267500	1307100
	较2019年增长	18%	158%	113%	123%	100%	
	Non-GAAP归母净利率	18.3%	22.5%	30.5%	35.6%	25.9%	29.4%

资料来源：公司公告、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

OTA公司：同程旅行2023年收入较2019年同期增长61%，下沉市场在线渗透提升受益者



- **同程旅行：公司早在2019年下半年就把聚焦下沉市场就是同程旅行五大战略中最重要战略，围绕下沉市场，平台产品和服务也进行了一系列改造：1) 流量端，深化微信小程序挖潜+线下扫码获客；2) 供应链端，为下沉市场单体酒店提供PMS系统，为机场提供智能解决方案；3) 平台端，打造一站式平台，丰富出行场景，并推出慧行系统（提供换乘组合方案），满足下沉市场需求。**
- **公司充分分享下沉市场红利，2021年各经营指标已超2019年，2023年公司收入较2019年增长61%，经调净利润增长42%。2023年公司收入119.0亿元，较2019年增长60.9%；经调整净利润22.0亿元，较2019年增长42.4%。整体而言，2023年公司收入增速领先行业表现，彰显下沉市场战略成效良好，同时扩大的市场营销投放也使得利润增速低于收入。**

表：同程旅行业务拆分情况

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
OTA收入（亿元）	60.9	73.9	59.3	75.4	65.8	116.2
增速/yoy		21%	-20%	27%	-13%	76%
毛利率	70.1%	68.6%	71.4%	74.9%	72.6%	74.8%
交通票务服务	40.3	45.2	34.7	44.6	33.8	60.3
增速/yoy		12%	-23%	28%	-24%	78%
住宿预定服务	18.5	23.6	19.5	24.1	24.1	39.0
增速/yoy		28%	-18%	24%	0%	61%
其它产品	2.2	5.2	5.2	6.7	7.9	16.9
增速/yoy		137%	0%	30%	18%	114%
Tourism收入（亿元）						估算 2.8
增速/yoy						
毛利率						17.0%
营业总收入（亿元）	60.9	73.9	59.3	75.4	65.8	119.0
增速/yoy		21%	-20%	27%	-13%	81%
毛利率	70.1%	68.6%	71.4%	74.9%	72.6%	73.5%
开发服务费用率	24%	21%	21%	18%	21%	15%
销售费用率	33%	30%	36%	40%	43%	38%
管理费用率	16%	8%	9%	8%	11%	6%
归母业绩（亿元）	7.5	6.9	3.3	7.2	-1.5	15.5
增速/yoy		-8.8%	-52.4%	120.8%	-120.2%	-1164.4%
经调整业绩（亿元）	9.2	15.4	9.5	13.0	6.5	22.0
增速/yoy		68.6%	-38.2%	35.9%	-50.2%	240.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

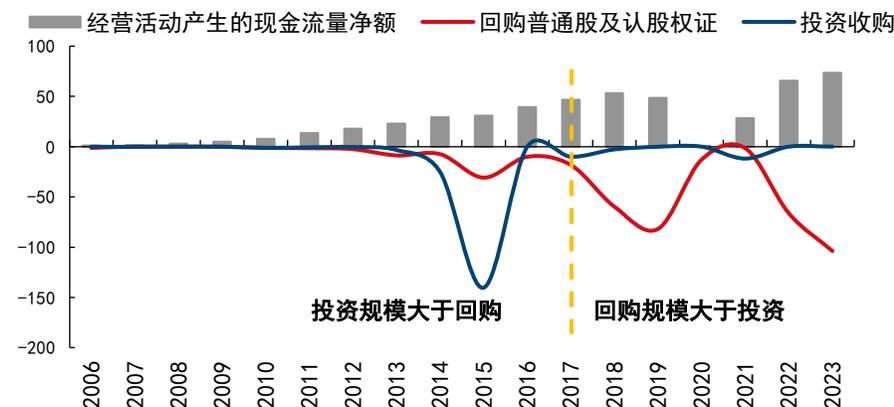
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

股东回报：成熟期良好现金流有望带来丰厚的资本市场回报



- **海外借鉴：OTA系轻资产、高现金流模式，经营净现金流现金流在扩张期主要投资收购优质标的，成熟期则可回馈资本市场。**以2017年为分界点，前期Booking投资规模大于回购，此后回购规模持续扩大，2023年更是上百亿美元，成为股价有效支撑点之一。即使后续收入增速相对减缓，其仍能通过提效及大额回购维持EPS的较高增速，有效支撑股价表现。
- **目前国内OTA龙头公司均通过回购、分红政策回报股东。**2023-2024. 2. 22公司累计回购2. 24亿美元，并宣布新追加3亿美元资本市场回报额度，目前累计5. 8亿美元（含分红与回购），后续国内现金牛业务贡献有望提供基础。同程旅行宣布首次派发股息，每股0. 15港币，分红率约20%。

图：Booking2006-2022年现金流情况（亿美元）



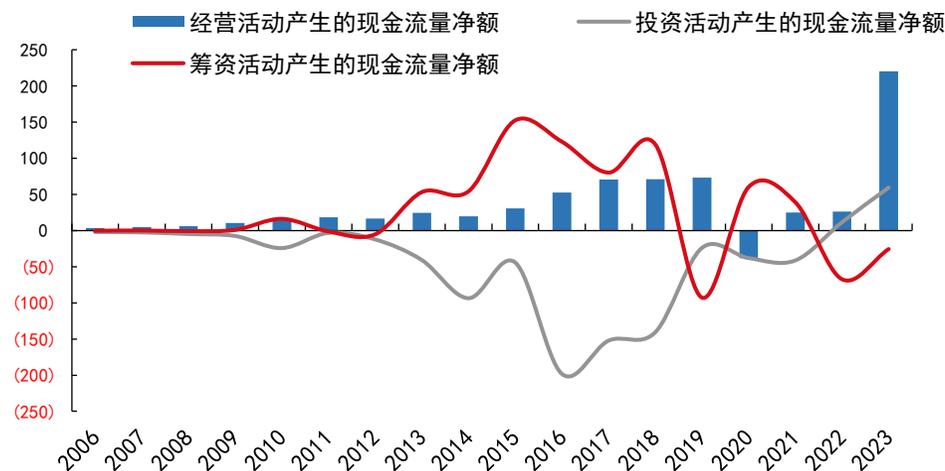
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

表：2023年携程、Booking资产负债表对比

携程集团（亿，人民币）			Booking（亿，美元）		
总资产	2191	100%	总资产	243	100%
流动资产	887	40%	流动资产	170	70%
现金及现金等价物余额	440	20%	现金及现金等价物余额	121	50%
应收与预付资金	447	20%	应收与预付资金等	49	20%
非流动资产	1304	60%	非流动资产	73	30%
固定资产	51	2%	固定资产	15	6%
长期投资	493	23%	长期投资	4	2%
商誉	594	27%	商誉	28	12%
无形资产	126	6%	无形资产	16	7%
其他	39	2%	其他	9	4%
总负债	961	44%	总负债	271	111%
流动负债	724	33%	流动负债	133	55%
非流动负债	237	11%	非流动负债	138	57%
所有者权益	1230	56%	所有者权益	-27	-11%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：携程集团2006-2023年现金流情况（亿元人民币）

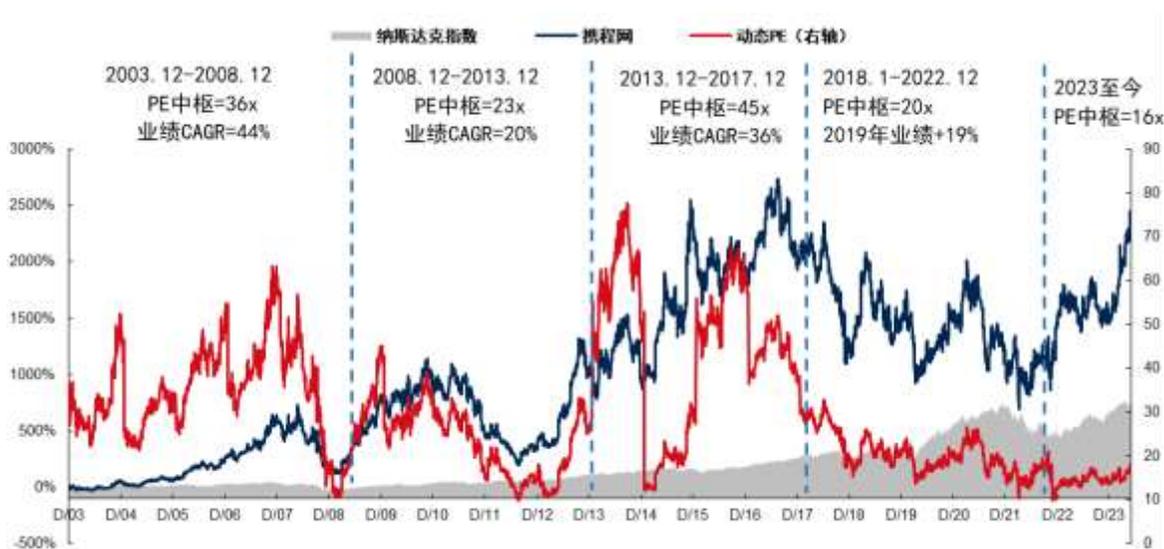


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

国内OTA龙头股价复盘：竞争变化与业绩兑现是影响股价的核心因素

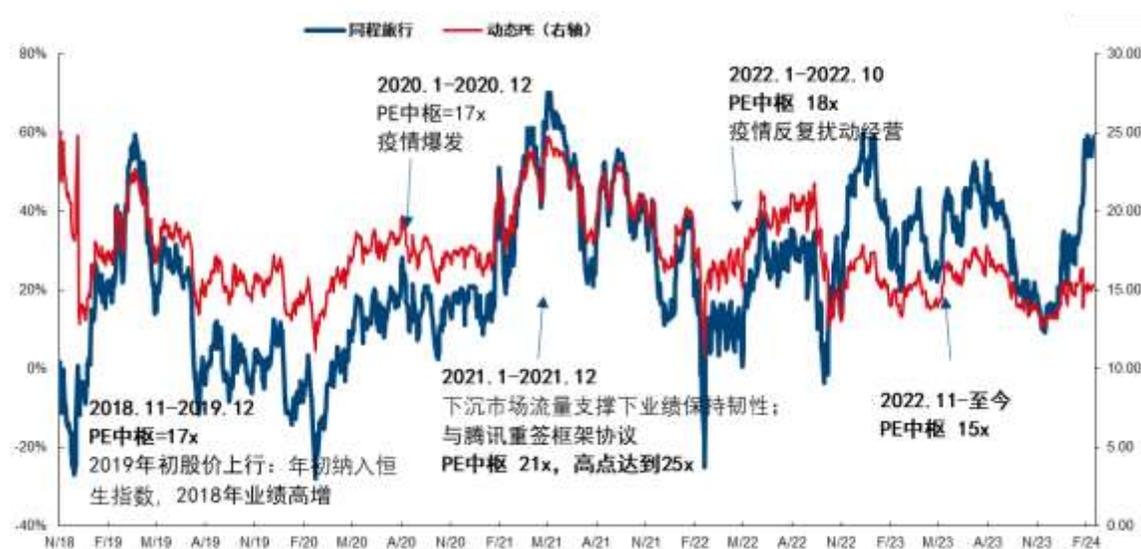
- 国内OTA龙头股价复盘：过往业绩表现与竞争变化是影响股价的核心因素。如下图所示，携程和同程历史估值波动与竞争格局、经营确定性、业绩增长直接相关。竞争加剧或业绩承压期动态估值在15-20x左右；竞争稳定期携程估值可达到30x以上，流量协议明确后同程在20-25x左右。2018年以来，伴随流量红利结束，OTA公司随互联网板块一同估值回落至10-20x。
- 2023年两大龙头股价前震荡后低，下半年出行不确定性担忧加剧。2022年末出行链复苏预期下，OTA龙头表现良好，此后业绩强劲验证支撑股价稳定；但5月后尤其下半年，出于对后续出行趋势的担忧，龙头股价调整。全年携程涨1%（业绩靓丽表现下录得相对收益），同程跌23%（存在竞争担忧）。
- 2024年开年表现靓丽，财报验证期龙头表现突出+旅游高景气+竞争格局改善。回补需求过后，今年以来节假日期间服务型消费表现仍相对良好，缓解前期对旅游持续性担忧，同时在线化渗透率仍在持续演绎；3月在各家互联网平台追求盈利能力的背景下，市场对OTA平台护城河认知进一步深化，整体竞争环境预计放缓，OTA龙头利润率有望进一步改善；同时港股资金面助力估值改善，股价反弹靓丽；年初至今携程涨39%，同程涨44%。

图：携程集团股价复盘



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行股价复盘



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

国内OTA龙头小结：携程出境恢复贡献弹性，同程把握下沉市场红利强化变现



- 总结来看，携程集团国内业务系格局稳定的现金牛，同时作为出境游产业链综合景气指数的代表，出境游复苏有望贡献重要边际增量，未来我国出境游渗透率提升仍有较大提升空间；国际业务中线弹性可期，推进亚洲在线旅游进一步集中。
- 同程旅行受益于国内下沉市场旅游渗透提升及线上化渗透提升的行业红利，自身深耕微信小程序，已积累近3亿的活跃用户，目前积极优化自身变现助力成长。出境游业务方面，公司收购整合线下旅行社分享出境游的景气修复，同时也积极布局海外交通供应链，目前处于初步发展阶段。

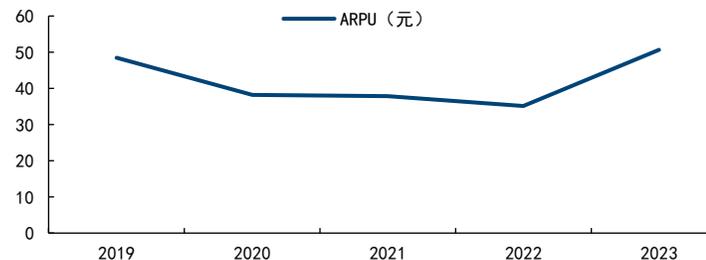
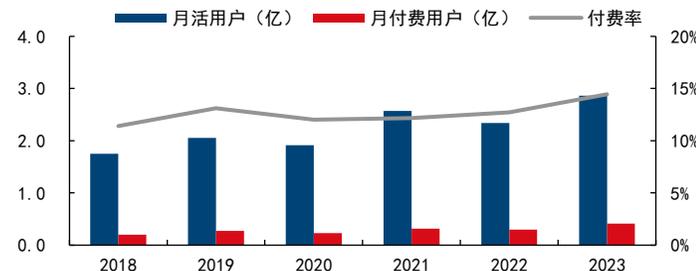
表：携程主营业务看点

三大业务	2019年占比	2023年占比	2023年 VS2019年恢复度	未来展望
1、格局稳定的现金牛				
国内业务	62%	73%	130-140%	增速略好于行业 趋于平稳增长
2、处于恢复期的边际增量业务				
出境业务	25%	11%	50-60%	参考海外跨境业务放开后第2年有望达到9成+恢复度，公司业务同比增速有望60%以上
3、处于投资周期的新成长极				
国际业务	12%	16%	160%左右	Skyscanner成熟期； Trip.com 50%以上同比增速，亚洲海外空间仍在，市场份额扩张期

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

图：同程旅行月活及月付费用户变化

$$\text{收入} = \text{流量} \times \text{付费率} \times \text{ARPU} \quad \text{变现能力}$$



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

景区公司：2023年利润普遍完全复苏，2024一季报表现平稳



- 景区公司2023年归母利润普遍超2019年。从利润较2019年增速看，三特索道、长白山、九华旅游最为突出，黄山旅游、天目湖、丽江股份、峨眉山A也均超2019年水平，中青旅复苏渐进。其中，三特多年摸索后进入经营拐点；长白山疫后交通改善效果释放，积极打造冰雪旺季；九华聚焦核心业务，疫后复苏弹性较大；峨眉山A因计提减值影响利润恢复；天目湖疫后酒店显著扩容带来增量。
- 景区公司2024年一季报同比增长普遍较为平稳，淡季仍有局部亮点。其中长白山冰雪旺季表现最为突出；峨眉山去年演艺减值后轻装上阵、利润总额同比增长30%+；三特因去年同期减值基数不高；丽江在性价比索道带动增长；其他则因天气扰动及爬坡期业务拖累有所承压。

表：景区上市公司2023年以来业绩表现

单位：亿元	公司名称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023A	2024Q1	单位：亿元	公司名称	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023A	2024Q1
收入	长白山	0.70	0.98	3.30	1.23	6.20	1.28	归母净利润	长白山	-0.04	0.16	1.39	-0.14	1.4	0.11
	三特索道	1.60	1.80	2.39	1.40	7.19	1.42		三特索道	0.29	0.22	0.83	-0.06	1.3	0.34
	峨眉山A	2.38	2.54	3.30	2.23	10.45	2.53		峨眉山A	0.70	0.75	1.16	-0.34	2.3	0.74
	丽江股份	1.80	2.12	2.49	1.57	7.99	1.80		丽江股份	0.55	0.66	0.91	0.16	2.3	0.56
	九华旅游	1.92	1.88	1.81	1.62	7.24	1.80		九华旅游	0.62	0.49	0.40	0.23	1.7	0.52
	天目湖	1.20	1.63	1.92	1.55	6.30	1.07		天目湖	0.19	0.43	0.58	0.27	1.5	0.11
	黄山旅游	3.38	4.99	5.97	4.95	19.29	3.36		黄山旅游	0.65	1.35	2.08	0.15	4.2	0.25
	中青旅	16.58	25.21	25.56	29.00	96.35	19.22		中青旅	-0.05	1.11	1.00	-0.12	1.9	-0.29
YOY	长白山	235%	1334%	148%	263%	219%	84%	YOY	长白山	88%	144%	202%	57%	341%	359%
	三特索道	173%	276%	103%	338%	181%	-11%		三特索道	231%	167%	610%	81%	266%	18%
	峨眉山A	60%	207%	165%	198%	142%	7%		峨眉山A	1486%	220%	644%	49%	256%	6%
	丽江股份	332%	470%	41%	161%	152%	0%		丽江股份	295%	362%	13%	168%	6072%	1%
	九华旅游	137%	391%	32%	116%	118%	-6%		九华旅游	1215%	281%	19%	256%	1375%	-16%
	天目湖	114%	400%	24%	23%	71%	-11%		天目湖	189%	234%	3%	51%	624%	-43%
	黄山旅游	161%	489%	55%	148%	141%	0%		黄山旅游	177%	253%	87%	121%	420%	-61%
	中青旅	20%	70%	31%	81%	50%	16%		中青旅	96%	220%	194%	92%	158%	-504%
VS2019	长白山	41%	23%	29%	51%	33%	160%	VS2019	长白山	84%	905%	32%	-97%	83%	143%
	三特索道	47%	3%	0%	-9%	6%	30%		三特索道	174%	1137%	50%	4%	1018%	187%
	峨眉山A	-7%	-7%	-4%	-5%	-6%	-1%		峨眉山A	262%	31%	6%	-184%	1%	284%
	丽江股份	40%	12%	4%	-4%	11%	40%		丽江股份	56%	5%	5%	-17%	12%	58%
	九华旅游	43%	20%	43%	35%	35%	35%		九华旅游	60%	18%	52%	133%	49%	34%
	天目湖	35%	24%	15%	33%	25%	20%		天目湖	28%	12%	-6%	207%	19%	-27%
	黄山旅游	28%	8%	17%	35%	20%	27%		黄山旅游	174%	-6%	24%	259%	24%	8%
	中青旅	-35%	-24%	-31%	-36%	-31%	-24%		中青旅	-107%	-65%	-39%	-152%	-66%	-145%

资料来源：wind，国信证券经济研究整理

景区公司：关注新项目扩容、交通改善，以及国企考核下效率提升



- **景区公司未来成长看点：**收入端一看旺季客流瓶颈打开，主要来自景区的二次开发；二看淡季客群的填补，主要来自专项客流挖潜以及外围高铁辐射圈丰富等交通改善；三看二次消费提升，新项目投运助力；四看主景区外的其他项目孵化。**利润端**核心看国企考核强化下成本费用的管控。**股东回报端**，景区拥有稳健现金流业务，后续看项目投资及股东回报的平衡。

表：重点景区公司未来看点

公司名称	主要看点
峨眉山A	1、新董事长上任，客流、收入、利润增长考核有望更为积极；2、核心利润来源金顶索道提升改建预计2025年完工，届时承载量有望倍增；3、后山打通、川零公路建设完成后景区双线上下山，后续承载量有望提升；4、其他亏损项目的盈利改善，以及集团其他资产潜在整合机会。
长白山	1、过往依赖Q3旺季，其余季度均承压，现在通过打造冰雪产品等力求淡季不淡，Q1已成功扭亏；2、再融资酒店项目推进，规划2025年竣工；3、交通改善：沈白高铁预计2025年年底前通车，缩短沈阳等地到达时间；3、长白山周边景区整合。
黄山旅游	1、交通改善：池黄高铁开车、宣绩高铁开通，提升2H高铁圈覆盖范围；2、关注东黄山开发和东大门索道建设推进（预计2025年6月建成）；3、花山谜窟与太平湖运营提升、盈利改善；4、酒店项目如北海宾馆升级后投运贡献。
九华旅游	1、交通改善：池黄高铁开通，缩短高铁站到景区时间，联通两山一湖；九华山机场扩建预计2024年投运，运力提升；2、春节期间九华山交通转换中心功能升级，打开旺季进山瓶颈；3、新酒店项目爬坡；4、狮子峰索道项目计划于2026年11月竣工。
丽江股份	1、关注未来实控人可能的变化；2、关注索道潜力发挥及后续改造升级节奏；3、酒店爬坡节奏。
三特索道	1、进入国资入主新阶段，考核强化；2、优化挖潜存量项目，处置亏损资产；3、潜在区域内资源整合。
天目湖	1、根据地持续挖潜，酒店项目的继续爬坡，今年暑期拟投运漂流项目，后续推进南山小寨二期项目；2、中线动物王国项目；4、国资背景下周边资源整合
中青旅	1、关注乌镇经营业绩表现，酒店经营爬坡与内容优化；2、古北水镇由上市公司运营后效能的改善；3、潜在的外延输出

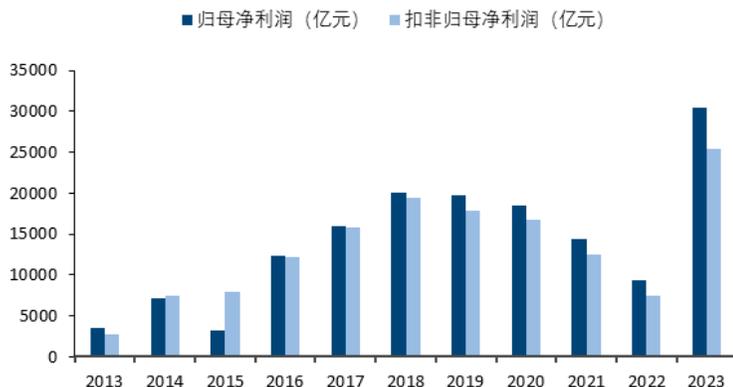
资料来源：公司公告，公司官网、国信证券经济研究所整理

A股餐饮：同庆楼2024年逆势拓店蓄势未来，广州酒家延续稳健发展

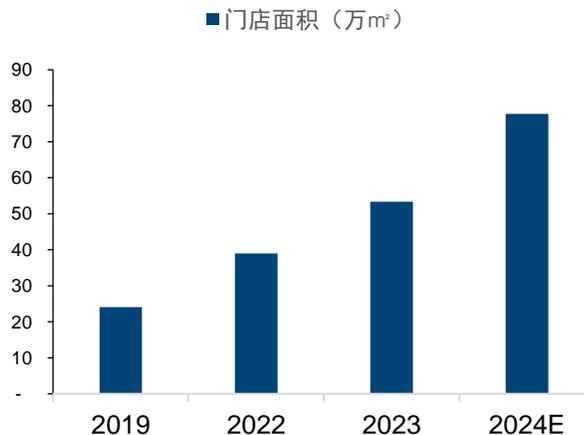
■ **同庆楼：2023年公司有效承接回补需求，2024年宴会景气度同比回落，新店加速扩张预计扰动短期利润。**2023年公司实现收入24.0亿元/+43.8%，较2019年增长64.2%；归母和扣非净利润分别3.0/2.5亿元，同比分别增长224.9%/240.0%，较2019年同期分别增长53.9%/41.7%。整体上，2023年末公司门店经营面积较2019年增长约117%，产能扩充有效承接疫后回补需求，业绩反弹显著。2024年一季度老店经营平稳，新店贡献收入增量，但利润有所拖累。在当前宴会与商务聚餐需求同比相对承压的市场环境下，公司积极迈入提速投资周期，新店的阶段投放或扰动短期利润，对异地经营能力的考验不低；但若门店顺利爬坡验证，则利润规模也可观，细分龙头地位进一步巩固。

■ **广州酒家：2023年餐饮复苏食品放缓，2024年预算目标平稳。**2023年，广州酒家实现营业收入49.01亿元/+19.18%，利润总额7.17亿元/+11.39%，归母净利润5.50亿元/+5.78%，扣非净利润约5.06亿元/+6.62%，整体表现平稳。今年以来餐饮与速冻消费恢复仍然相对渐进，同时传统销售渠道和行业竞争压力尚未出现拐点。大环境承压下，公司2024年预算目标相对平稳（收入、利润总额同比分别增长9.6%、1.8%）。

图：同庆楼2019年以来归母及扣非净利润表现



图：同庆楼门店面积扩容情况



图：广州酒家业务分拆情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

港股餐饮：行业复苏渐进，海底捞弱势验证经营能力

■ 目前消费复苏渐进、餐饮竞争环境也相对承压。复盘90年代日本餐饮行业，我们可以发现具备强大供应链基础的餐饮企业可通过控制成本、丰富产品sku度过行业低谷期。

■ **海底捞：海底捞弱势验证经营能力，2023分红率提升至90%**。2023年，公司实现收入414.53亿元/+33.6%；实现归母净利润44.99亿元/+227.3%，归母净利润率10.9%/+7pct。海底捞2023年经营业绩证明了自身弱势环境下的经营能力。虽然外部环境具有不确定性但2024年以来持续向好的翻台率也表明了相对2019年高基准未来仍有上行空间，此外，我们建议审慎乐观跟踪公司加盟模式和高性价比小店模型的探索，未来或形成超预期的增长点。公司大幅提升分红率带来较高股息率（对应当前股价4.8%），也有助于从另一纬度增强公司投资吸引力。

表：餐饮行业高频数据跟踪

	太二	九毛九	怂	海伦司	海底捞	呷哺呷哺	湊湊	特海国际	奈雪的茶
2023/01	106%	104%		96%	100%	136%	103%	125%	80%
2023/02	97%	91%		107%	~98%	107%	90%	120%+	100%
2023/03	80% (同比19年)	76% (同比19年)		104%	130%+	131%	134%	118%	115%
2023/04	133%	131%	128%	101%	140%+	144%	122%	104%	120%
2023五一	126%	121%	112%	91%	~140%	232%	116%	-	130%
2023/05	108%	105%	105%	100%	~130%	160%	~100%	94%	110%
2023端午	90% (同比19年)				120%	169%	~100%	-	~100%
2023/06	105%	97%	104%	80%	120%	113%	88%	100%	~100%
2023/07	110%	99%	104%	70%	120%	112%	79%	略微下降	~100%
2023/08	107%	97%	93%	70%	130%			略有提升	85%
2023/09	104%	100%	84%	90%	128%	105%	76%	整体恢复情况明显好于去年同期水平	85%
2023国庆	103%	92%	78%	85%	125%				
2023/10	109%	98%	77%	90%	140%	100%	120%	略有提升	80%
2023/11	116%	133%	80%	90%	160%	135%	78%	略有提升	
2023/12	142%	122%	108%	104%	200%	170%	81%	同比提升	106%
2024年元旦				109%	160% (整体)	146%	100%		
2024/01					124%	93%		继续提升	71%
2024/02					140%				66%
2024/03					130%				70%
2024/04					120%				73%

注：N年的比较基准为N-1年，除非特别申明特定年份；其中海伦司口径为同店日销，九毛九/太二/奈雪/呷哺呷哺/湊湊为同店收入，特海国际、海底捞为同店翻台率。

会展：2023年出海参展需求良好兑现，2024年淡旺季特征预计更为显著



■ **米奥会展：2023年出海参展需求回补，签约订单在收入与利润高增长中得到兑现。**2023年公司收入8.3亿元，同比增长139.7%，较2019年增长96.1%；归母净利润1.9亿元，同比增长273.5%，较2019年增长184.7%；归母净利率22.5%。2023年宣布派息7648万元，占可供分配利润（按母公司与合并报表孰低原则）的99%，归母净利润分红率为41%；同时每10股转增5股。公司轻资产、现金流良好，考虑母公司可分配利润填补的时间节奏，不排除后续股东回报更为积极。

■ **2024年企业参展意愿与现金流周转更为理性，淡旺季特征预计更为显著。**2024年公司拟在11个国家举办16场展会，但淡旺季特征预计更为显著。一方面由于春节比去年晚，另一方面由于去年疫情解封后各主体出海相对积极，导致去年上半年基数比较高，预计公司2024年增长主要来自于下半年。2024Q1公司实际举办两场展会，收入同比增长12.2%，淡季利润处于盈亏平衡点附近；季度末公司合同负债同比下降23%，预计主要与企业自身现金流账期考虑有关。

■ **跟踪销售趋势及公司激励改善。**公司是出海主题特色标的，目前正处于销售团队逐步壮大过程中，人均产值的提升则需要依赖人员队伍的成熟、专业展会效果的改善等。从盈利能力角度看，除了展会本身的规模效应之外，过往买方宣传推广成本在展会运营中占比不低，考虑公司过往积累的买方资源数据库逐步发挥效果，预计在毛利率上有望进一步体现。此外，上一轮股权激励已结束，未来优化值得期待。

表：2024年米奥会展境外自办展情况

时间	国家	展会时间
3月	印尼	3.13-3.15
	越南	3.27-3.29
4月	日本	4.9-4.11
	印尼	6.4-6.7
6月	日本	6.5-6.7
	阿联酋	6.12-6.14
	美国	9.11-9.13
	墨西哥	9.17-9.19
9月	巴西	9.17-9.19
	南非	9.24-9.26
	波兰	11.6-11.8
	德国	11.12-11.14
11月	日本	11.27-11.29
	印尼	11.28-11.30
	阿联酋	12.17-12.19
12月	印度	12.18-12.20

资料来源：公司官方公众号、公司官网，国信证券经济研究所整理

01

行业&行情回顾：旅游繁荣与理性共存，OTA、自然景区板块领涨

02

年报&一季报总结：2023年权重股渐进复苏，2024Q1板块呈现结构性增长

03

子板块分析：在线旅游竞争边际改善，演艺低基数修复良好，景区增速平稳

04

资金面：基金持仓和陆股通持仓均处低位，OTA景区获增持

05

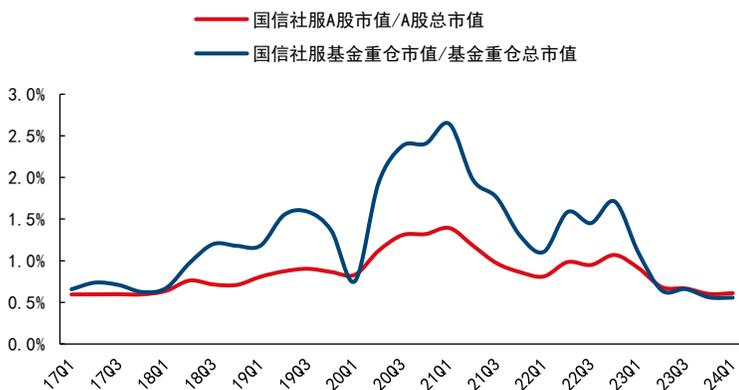
投资策略：需求变迁，关注顺势迭代的细分龙头

消费者服务板块：截止2024Q1末基金处于低配状态，权重股持仓较此前高点减仓显著

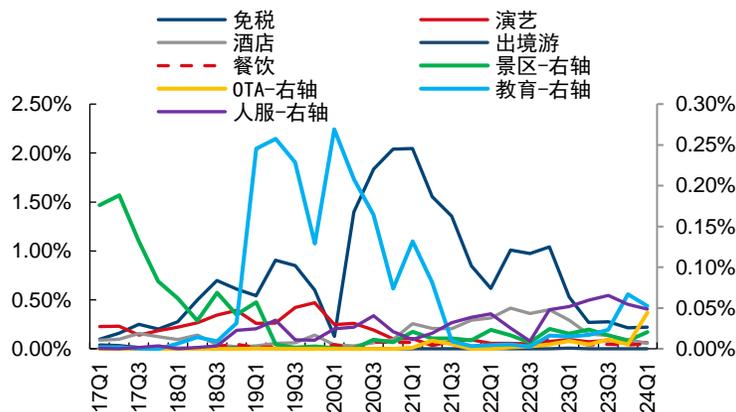


- 由于一季度、三季度基金披露重仓股数据，而非像半年报和年报一样披露全部持仓数据，因此以下测算主要通过重仓股情况进行分析。
- 2024Q1末，社服板块在基金中处于低配状态（相比行业在A股市值占比），配置处2017年以来最低位。2024Q1末国信社会服务板块基金重仓持股比例为0.56%（开发式基金，国信社服板块重仓股票市值/所有基金重仓股票市值），国信社服板块占A股市值0.61%，低配。
- 子板块：OTA、景区、餐饮、免税获增持，酒店、演艺、教育、人服遭减持，2024Q1末各子板块处于低配状态。24Q1末VS23年末，OTA、景区、餐饮、免税获增持，持仓比各增加0.039、0.011、0.008、0.007pct，酒店、演艺、教育、人服遭减持。
- 前十大基金重仓股：同程旅行中国中免学大教育获增持居前，中公首旅王府井锦江减持居前。24Q1末VS23年末，酒店减仓明显，首旅、锦江各减持0.022、0.012pct；同程旅行、中国中免各获增持0.039%、0.025%；学大教育获增持0.017%。权重股方面，基金自17年起开始增配中国中免，于20Q4达到最高点（2.04%），此后回落，24Q1末为0.21%；锦江、首旅于22Q4达到最高点，此后回落至0.1%之下；宋城持仓19Q4底达到0.47%，疫情期间回落，目前变动至0.06%，均处历史低位，居前二。

图：社服行业基金配置与市值占比：目前处于17年来最低位



图：社服子行业基金重仓持股市值比



图：前十大基金重仓股持仓情况

	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q1
中国中免	0.599%	2.039%	0.844%	0.966%	0.180%	0.205%
宋城演艺	0.473%	0.102%	0.091%	0.073%	0.065%	0.063%
同程旅行	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.044%
学大教育	0.000%	0.013%	0.000%	0.000%	0.021%	0.038%
北京城乡	0.000%	0.000%	0.000%	0.018%	0.036%	0.037%
锦江酒店	0.109%	0.076%	0.234%	0.257%	0.046%	0.033%
同庆楼	0.000%	0.000%	0.000%	0.005%	0.022%	0.027%
首旅酒店	0.031%	0.020%	0.059%	0.127%	0.047%	0.025%
海底捞	0.004%	0.031%	0.000%	0.027%	0.010%	0.018%
王府井	0.001%	0.001%	0.003%	0.077%	0.035%	0.016%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

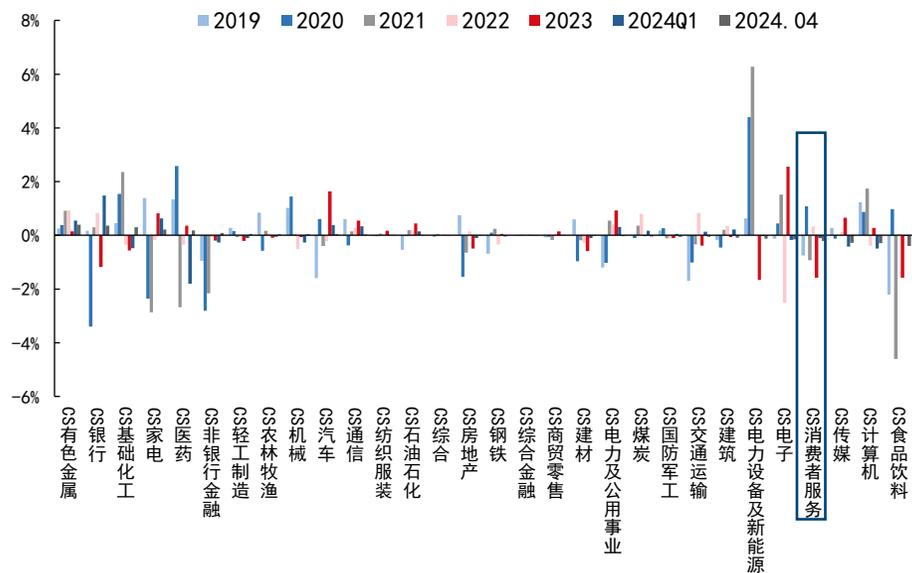
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

消费者服务板块：陆股通资金今年以来截至4月底仍然系净卖出，持仓系历史低位



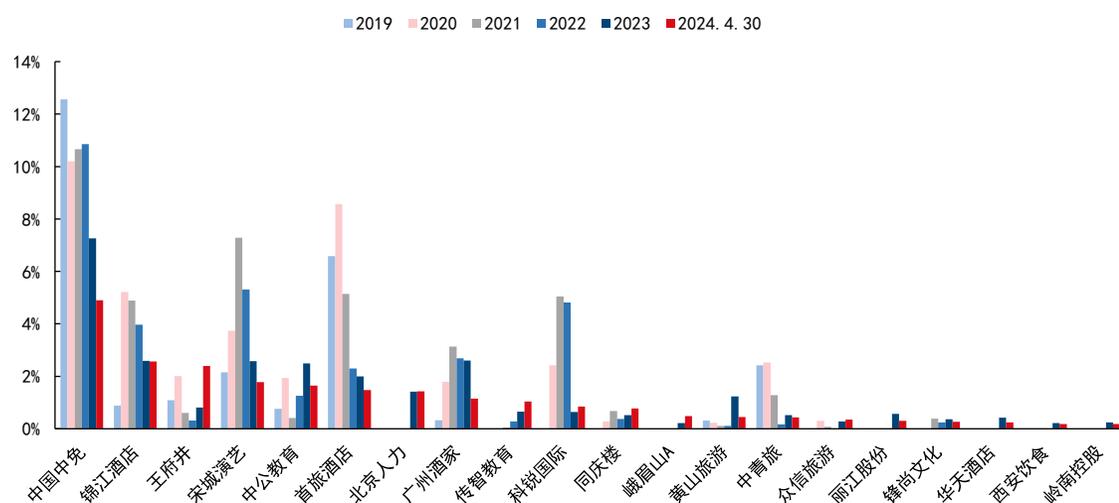
- 今年以来外资延续去年流出消费者服务板块态势。
- 行业层面，4月消费者服务板块陆股通净卖出0.3%，呈流出态势。消费者服务板块2020、2022年获陆股通净买入，2023年净卖出1.6%，今年Q1及最新的4月分别卖出0.1%、0.2%，由于国内消费需求验证不及预期与对后续担忧，外资呈现流出态势。
- 个股层面，权重股外资流出显著，处于2020年以来低位，业绩表现稳健有支撑的个股获外资增持。截至2024年4月，前十大陆股通持仓个股为中国中免、锦江酒店、王府井、宋城演艺、中公教育、首旅酒店、北京人力、广州酒家、传智教育、科锐国际。其中权重股如中国中免、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店陆股通持股占流通市值比重下降显著，较去年底分别下降2.4%、0.8%、0.02%、0.5%；王府井、传智教育、北京人力、科锐国际、同庆楼、众信旅游获外资增持，较去年底均有所增加。

图：各行业陆股通持股变动



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：社服板块TOP20股票陆股通持股比例情况



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

01

行业&行情回顾：旅游繁荣与理性共存，OTA、自然景区板块领涨

02

年报&一季报总结：2023年权重股渐进复苏，2024Q1板块呈现结构性增长

03

子板块分析：在线旅游竞争边际改善，演艺低基数修复良好，景区增速平稳

04

资金面：基金持仓和外资持仓均处低位，OTA景区获增持

05

投资策略：需求变迁，关注顺势迭代的细分龙头

■ **投资建议：维持板块“超配”评级。**消费需求变迁，板块增速逐步平稳，对供给端产品质价比与经营效能提出更高要求，我们预计优质细分龙头仍能顺势向管理要增长和效益，推动格局进一步集中，从而在盈利能力与股东回报上有望更加积极。此外，国企考核强化下经营动能提升和激励改善也值得关注。出行产业链（不含教育人服）中，短期建议配置海底捞、携程集团-S、宋城演艺、同程旅行、峨眉山A等；中线优选中国中免、华住集团-S、携程集团-S、海底捞、同程旅行、锦江酒店、同庆楼、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、米奥会展、君亭酒店、王府井、峨眉山 A、三特索道、黄山旅游、九华旅游、广州酒家、海伦司、天目湖、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶等。

■ 风险提示

- 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。

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 24-05-10	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601888.SH	中国中免	买入	74	3.25	3.74	4.53	23	20	16
600859.SH	王府井	增持	14	0.62	0.74	0.85	22	18	16
600515.SH	海南机场	增持	3	0.08	0.10	0.12	38	31	26
600754.SH	锦江酒店	买入	29	0.94	1.55	1.63	31	19	18
600258.SH	首旅酒店	买入	15	0.71	0.80	0.90	21	19	17
1179.HK	华住集团-S	买入	29	1.28	1.38	1.56	23	21	19
301073.SZ	君亭酒店	增持	23	0.16	0.62	0.88	147	38	26
605108.SH	同庆楼	买入	24	1.17	1.30	1.65	21	19	15
603043.SH	广州酒家	增持	18	0.97	1.08	1.23	19	17	15
9922.HK	九毛九	买入	5	0.32	0.43	0.53	16	11	9
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	18	0.81	0.93	1.03	22	19	17
9869.HK	海伦司	买入	3	0.25	0.32	0.43	13	10	8
9987.HK	百胜中国	增持	271	15.31	15.94	17.36	18	17	16
2150.HK	奈雪的茶	增持	3	0.19	0.06	0.14	14	45	19
9961.HK	携程集团-S	买入	379	19.12	20.77	24.43	20	18	16
0780.HK	同程旅行	增持	21	0.97	1.20	1.49	22	17	14
300144.SZ	宋城演艺	买入	11	-0.04	0.47	0.57	-	23	19
603136.SH	天目湖	增持	18	0.79	0.85	1.00	23	21	18
000888.SZ	峨眉山A	买入	11	0.43	0.54	0.60	27	21	19
002159.SZ	三特索道	增持	15	0.64	0.85	0.97	24	18	16
600138.SH	中青旅	增持	11	0.27	0.48	0.62	39	22	17
603199.SH	九华旅游	增持	33	1.58	1.77	1.95	21	19	17
002033.SZ	丽江股份	增持	10	0.41	0.43	0.49	24	23	20
600054.SH	黄山旅游	增持	12	0.58	0.65	0.72	20	18	16
603099.SH	长白山	增持	19	0.52	0.67	0.79	37	28	24
300662.SZ	科锐国际	买入	23	1.02	1.39	1.78	23	17	13
600861.SH	北京人力	买入	22	0.97	1.65	1.88	22	13	12
BZ.O	BOSS直聘	买入	19	2.42	3.00	4.02	8	6	5
6100.HK	同道猎聘	增持	3	0.00	0.24	0.36	1545	13	8
1797.HK	东方甄选	买入	16	0.94	0.98	1.13	17	16	14
0839.HK	中教控股	买入	5	0.53	0.81	0.92	9	6	5
003032.SZ	传智教育	增持	9	0.27	0.31	0.37	35	30	25
605098.SH	行动教育	买入	52	1.85	2.44	3.06	28	21	17
000526.SZ	学大教育	买入	66	1.26	2.26	2.96	52	29	22
002607.SZ	中公教育	买入	3	0.09	0.17	0.24	30	15	11
0667.HK	中国东方教育	买入	3	0.20	0.28	0.37	12	9	7
2469.HK	粉笔	增持	5	0.08	0.25	0.32	56	18	15
300795.SZ	米奥会展	增持	24	0.82	1.16	1.58	29	20	15

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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