

# 社会服务行业6月投资策略

## 关注需求韧性，优选旅游与教育

行业研究 · 投资策略

社会服务

投资评级：优于大市（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

## 6月策略：关注需求韧性，优选旅游与教育

- **6月观点：维持板块“优于大市”评级。**在目前经济环境和市场风格下，建议关注能够长期穿越周期的赛道以及竞争壁垒更高的龙头，同时综合公司短期景气度边际变化与估值水平，建议配置携程集团-S、海底捞、学大教育、九华旅游、行动教育、科锐国际等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、同程旅行、北京人力、BOSS直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、东方甄选、中公教育、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、王府井、峨眉山A、中教控股、三特索道、黄山旅游、广州酒家、海伦司、天目湖、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶等。
- **5月行情复盘：2024年5月社服板块跌4.4%，跑输基准。**5月中旬宏观政策暖风频吹，叠加外资资金阶段回流核心资产，板块权重股阶段企稳；此后因行业高频数据跟踪相对平稳，板块重回调整态势。个股来看，A股教育、景区领涨，在出行链整体仍然温和复苏背景下，市场风格更偏好业绩相对确定性；港股一季报验证靓丽的个股获得相对收益，如携程集团-S、BOSS直聘-W，而财报后管理层Q2趋势展望扰动股价表现。
- **端午假期展望：短途周边游为主，航旅纵横预计国内客运量同比平稳增长，下沉市场机场客运量增长预计继续领先。**2024年端午假期为6.8-6.10三天，与高考时间（6.7-6.8）略有重合，预计整体出行增长平稳，短途周边游为主。根据航旅纵横，端午假期预计全民航预计日均发送旅客比2019年端午假期日均增长9.9%，比2023年端午假期日均增长10.2%；预计180家支线机场2024年端午假期总计旅客吞吐量同比2023年增长约53%，同比2019年增长约55%，下沉市场增长继续领先行业整体。
- **旅游：国内景区同比增速有所改善，出入境游持续向上修复，一季报OTA龙头不同投资周期营销投放分化。**1) **景区：**九华山2024年4月景区客流同比增长14.3%，环比一季度改善，预计5月有望延续4月表现；长白山2024年4月景区客流同比增长93.5%，淡季潜力持续挖潜。2) **宋城演艺：**根据公司官网统计，2024年5月重资产项目千古情场次共演出约840+场，同比增长约40%+（对比4月为同比增长30%），杭州、桂林、九寨、西安项目同比正增长。3) **出入境游：**根据航班管家，2024年5月国际航班量恢复至2019年的72.5%，环比4月提升1.5pct。暑期出境游有望提速，据携程平台，二季度办签量同比2023年增长翻倍，较2019年增长20%。4) **OTA：**携程一季度经调净利润同比增长96%，成熟期营销效率自主把控力凸显；同程一季度经调整净利润同比增长10.9%，国际销售投放增加。Q2在高基数下预计增速均相对平稳。
- **餐饮：餐饮行业延续平稳复苏，海底捞弱市验证经营能力。**6月1日，海底捞全国门店共计接待顾客超过220万人次，较去年大增近50%，超越今年5月1日成为年内的新高点，我们认为本质系公司强供应链支撑下综合运营创新的外化表现；5月奈雪的茶同店店效同比恢复至78%。
- **酒店：5月酒店行业平均RevPAR恢复趋势尚未出现明显变化，龙头二季度经营数据在高基数下预计同比有所波动。**根据酒店之家，5月酒店行业RevPAR较2019年均恢复至87%（按4周平均估算），与4月基本相当，短期仍需跟踪周期拐点。华住集团一季度业绩表现超公司指引，门店扩张领先行业，管理层在公开业绩会上表示二季度预计RevPAR高基数下同比波动，规模扩张支撑收入同比增长7-11%。
- **免税：4月海南离岛免税销售额同比下降45%，中免海口国际免税城GUCCI门店开业。**根据海口海关数据，4月海南离岛免税销售额21.7亿元，同比下降45%，降幅较3月有所放大。其中免税购物人次下降24%，客单价同比下降27%。6月2日，中免海口国际免税城GUCCI门店开业。
- **风险提示：宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。**

- [ 01 ] 6月投资建议
- [ 02 ] 端午暑期展望
- [ 03 ] 5月行情复盘
- [ 04 ] 5月子行业分析

■ **投资建议：**维持板块“优于大市”评级。在目前经济环境和市场风格下，建议关注能够长期穿越周期的赛道以及竞争壁垒更高的龙头，同时综合公司短期景气度边际变化与估值水平，建议配置携程集团-S、海底捞、学大教育、九华旅游、行动教育、科锐国际等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、同程旅行、北京人力、BOSS直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、东方甄选、中公教育、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、王府井、峨眉山A、中教控股、三特索道、黄山旅游、广州酒家、海伦司、天目湖、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。

# 端午暑期趋势展望：端午预计短途周边游为主，暑期出境游有望提速

- 2024年端午假期为6.8-6.10三天，预计整体出行增长平稳，短途周边游为主。今年端午放假时间较去年（2023年6月22-24日）提前近两周，与暑期间距拉长，同时与高考时间（6.7-6.8）有所重合，预计整体出行整体呈现平稳态势。根据航旅纵横，端午假期预计全民日均客运航班量比2019年增长6.0%，和2023年同期基本持平；全民航预计日均发送超180万人次，比2019年端午假期日均增长9.9%，比2023年端午假期日均增长10.2%。**国际航班与低线城市预计增长显著**，航旅纵横预计假期国际航班客运航班同比2023年增长约72%，约恢复至2019年的75%。预计180家支线机场2024年端午假期总计旅客吞吐量同比2023年增长约53%，同比2019年增长约55%。小长假周边游为主，携程数据显示，端午假期国内周边游预订量同比增长20%，预期端午期间本省客源将超过50%，仅住一天的订单占比将超过80%。
- **暑期出境游恢复有望提速**。结合同程旅行出境游趋势报告，居民在暑期出境的人次占比21.6%、国庆假期占比13.7%，显著高于其他节假日，预计下半年出境游有望提速。伴随出境游复苏，份额占比较大的携程集团有望领先受益。**根据携程平台数据，二季度办签量同比2023年增长翻倍，较2019年也实现了20%的增长。**

图：端午错峰出行花费相对更低

目的地	端午酒店单均花费	较五一便宜	目前较暑期便宜
西安	1287	36%	18%
烟台	1000	30%	34%
威海	1102	35%	27%
厦门	1406	37%	20%
青岛	1461	26%	25%

截至目前，端午假期多条国内、国际热门航线往返机票价格低于千元

资料来源：携程黑板报，国信证券经济研究所整理

图：航旅纵横关于2024年端午假期出行旅客运输量

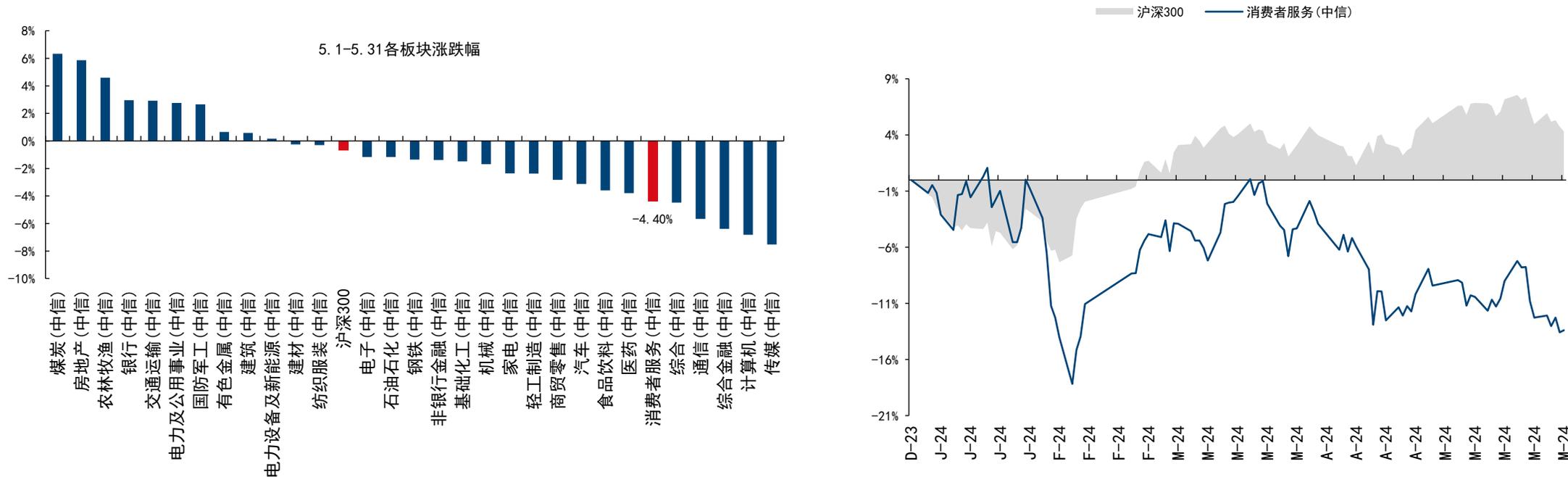


资料来源：中国民航，国信证券经济研究所整理

# 板块复盘：5月社服板块跑输基准3.7pct，中旬阶段反弹后重回调整区间

■ 2024年5月社服板块整体跌4.4%，跑输基准3.7pct，先扬后抑。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。5月中旬宏观政策暖风频吹，叠加外资资金回流核心资产，板块阶段企稳反弹；此后因数据相对平稳重回调整态势。

图：2024年5月各板块涨跌幅及消费者服务指数走势



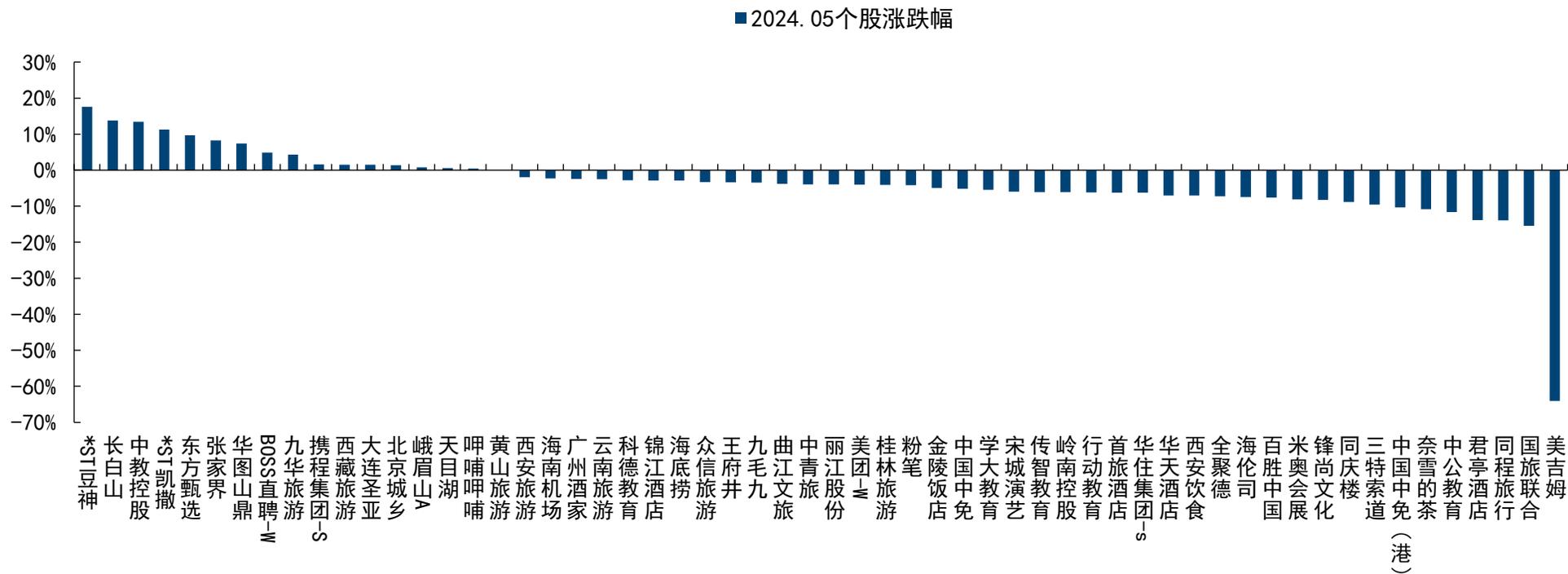
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 个股复盘：A股教育景区领涨，港股一季报业绩靓丽个股录得相对收益



- 个股总结：A股教育景区个股领涨，在出行链整体仍然温和复苏背景下，市场风格更偏好业绩相对确定性；港股一季报验证靓丽的个股获得相对收益，如携程集团-S、BOSS直聘-W，而财报后管理层Q2趋势展望主导股价表现。
- 领涨个股TOP10：\*ST豆神、长白山、中教控股、\*ST凯撒、东方甄选、张家界、华图山鼎、BOSS直聘-W、九华旅游、携程集团-S。
- 领跌个股TOP10：美吉姆、国旅联合、同程旅行、君亭酒店、中公教育、奈雪的茶、中国中免（港）、三特索道、同庆楼、锋尚文化。

图：2024年5月个股涨跌幅

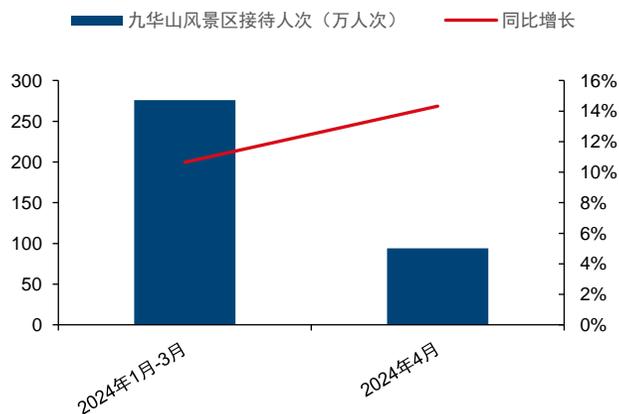


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

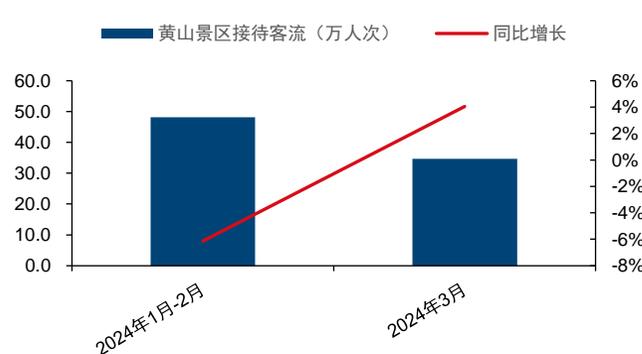
# 景区：一季度在高基数及天气扰动下表现平稳，最新跟踪环比有所改善

- 景区客流一季度在高基数及天气扰动下增速放缓，最新跟踪4月景区客流增速环比有所改善。
- 九华山2024年4月景区客流同比增长14.3%，环比一季度改善。1-4月九华山风景区共接待游客369.98万人次，同比增长11.56%，其中单4月景区接待客流估算同比增长14.31%，环比一季度（同比增长10.65%）改善。
- 长白山2024年4月景区客流同比增长93.5%，1-4月累计客流增长距离全面目标进一步缩短。1-4月长白山景区共接待客流53.5万人次，同比增长131.5%，同比增加30.3万人次。其中单4月，长白山主景区共接待游客7.04万人次，同比增长93.5%。根据长白山政府工作报告，2024年景区接待客流目标实现320万人次，同比增加约45万人次；并力争达到350万人次，即同比增加75万人次。
- 黄山2024年1-3月景区客流同比下降2.1%，较1-2月降幅收窄。2024年1-3月，黄山风景区进山客流82.7万人次，同比下降2.1%，较2019年同期增长39.7%；其中单3月景区接待客流34.6万人次，同比增长4.1%，较2019年同期增长41.9%。根据黄山旅游集团2024年度工作会议，2024年黄山风景区目标进山人数突破500万，同比增长9%，即同比增加43万人次。

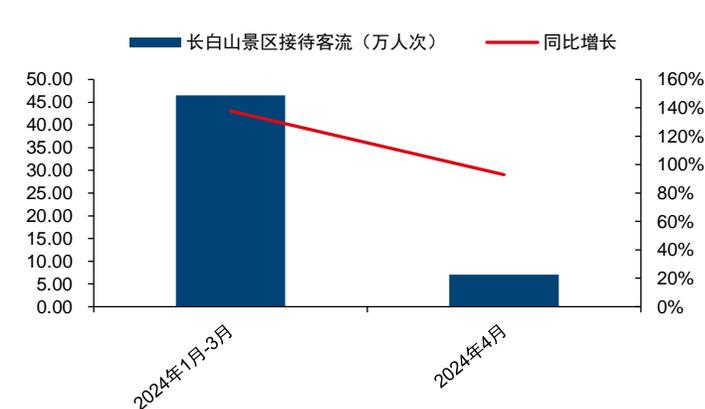
图：九华山风景区2024年1月至今客流跟踪



图：黄山2024年1月至今客流跟踪



图：长白山2024年1月至今客流跟踪



资料来源：九华山风景区官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：黄山市人民政府官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：长白山管委会，国信证券经济研究所

# 景区：安徽大黄山一体化战略稳步推进，池黄高铁首月日均运送旅客超1万人次

- 安徽“大黄山”区域旅游联动发展逐步推进。继2022年2月安徽省发布《皖南国际文化旅游示范区“十四五”建设发展规划》首次明确提出“大黄山”概念包括黄山、池州、宣城、安庆4市的28个县(市、区)后。2024年5月，由大黄山区域4市28县(市、区)共40多家联盟会员单位参加的“安徽旅游高地精品景区暨文旅业高质量发展联盟”在黄山市正式成立，区域联动发展逐步推进。
- 池黄高铁首月日均运送旅客超1万人次，预计交通改善效应有望逐步显现。池黄高铁是武汉至杭州高速铁路通道的重要组成部分，于2019年12月开工建设，于2024年4月26日开通运营，全线设池州、九华山、黄山西、黟县东4座车站，其中九华山、黄山西为本线新建车站，自此由黄山、宣城、池州、安庆四市构成的“大黄山”迈入高铁时代，结束了安徽沿江地区的安庆、池州等地与黄山无高铁直达的历史。截止5月28日，沿线车站31天安全输送旅客超30万人次，日均运送旅客超1万人次，此次满月客流数据中，九华山和黄山西两座新建车站输送旅客近13万人次。
- 我们认为，大黄山区域景区（黄山、九华山、太平湖）有望受益于区域一体化战略规划推进，同时交通改善有望逐步发挥效应。

图：池黄高铁线路走向



资料来源：界面，国信证券经济研究所整理

图：大黄山景区高质量发展联盟成立



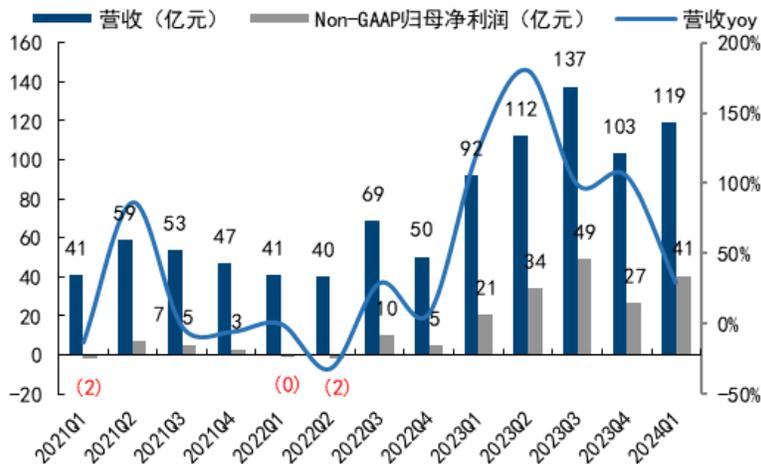
资料来源：黄山日报，国信证券经济研究所整理

# OTA：携程一季度经调净利润同比增长96%，出境游复苏核心受益龙头

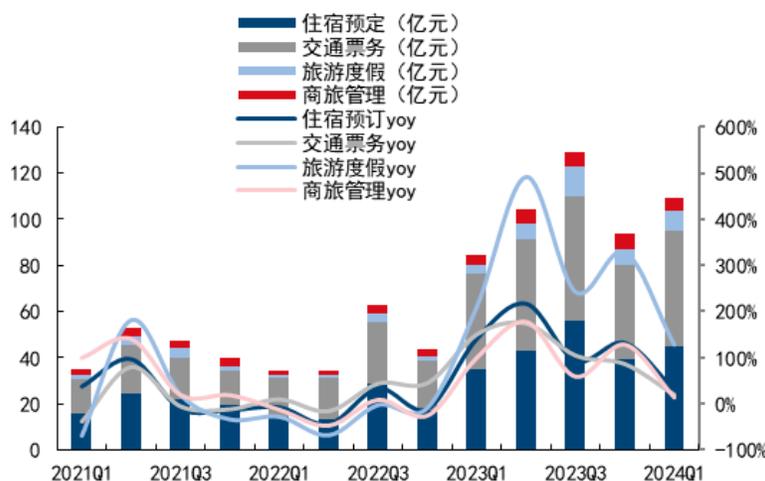


- 2024年一季度公司净利润增势强劲。2024Q1公司实现收入119.1亿元、归母净利润43.1亿元、Non-GAAP净利润40.6亿元，同比分别增长29%/28%/96%，调整前后净利润增速差异主要系公允价值变化扰动。Q1实现经调整净利率34%，同比增加12pct，环比增加8pct，预计主业系高利润率出境游景气修复及固定人员费用的经营杠杆作用，加之投资收益同比增长7倍助力。
- 二三季度国内业务高基数下预计有所放缓，暑期出境游有望进一步升温。补偿性需求过后的一季度，公司主业利润率仍然同比改善，显示公司高毛利出境游景气恢复带来的利润弹性以及良好的营销效率的自主把控。展望后续，从行业看当前酒店行业房价有所回落，加之去年同期国内休闲旅游基数相对不低，预计公司国内游业务增速环比放缓但仍然受益于在线化渗透而继续好于行业整体。公司当前出境游份额较疫前提升，在国际航班运力恢复、票价回落、签证流程改善、亚洲部分货币贬值多重推动下，出境游有望延续高景气，后续暑期有望进一步升温，同时对公司利润率有结构性促进作用。

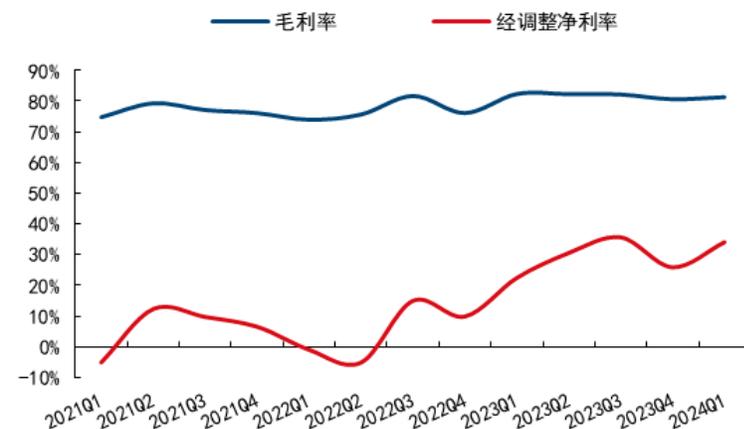
图：携程集团季度收入及Non-GAAP业绩变化



图：携程集团季度业务拆分



图：携程旅行季度毛利率和经调净利率变化



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

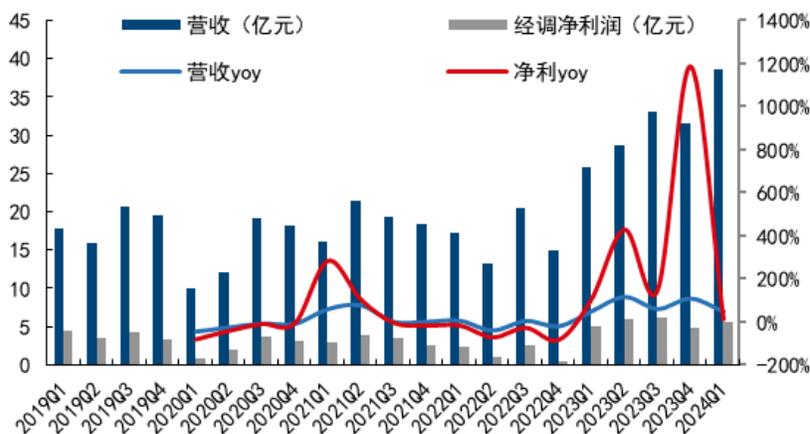
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# OTA：同程下沉市场变现能力强化，但出境游投放加码扰动短期利润率表现



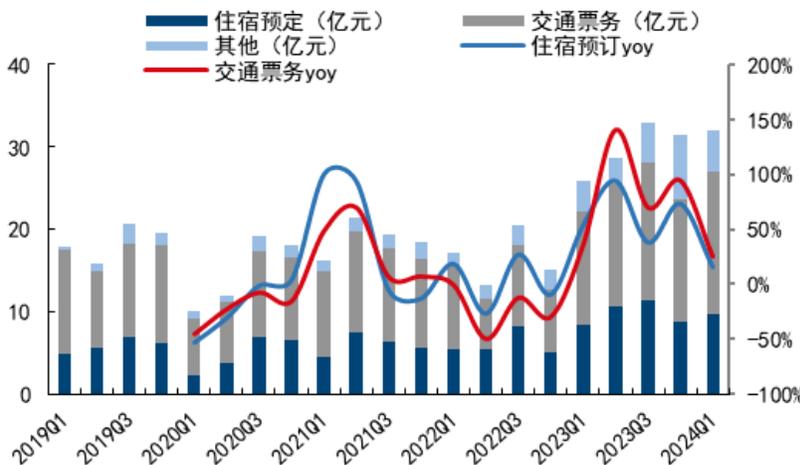
- **同程旅行：2024年一季度OTA业务收入维持良好增长，利润率同比有所回落。**2024Q1公司实现收入38.7亿元、归母净利润4.0亿元、经调整净利润5.6亿元，同比分别增长49.5%/5.0%/10.9%。其中：1) OTA平台收入实现32.1亿元，同比增长23.9%，国内下沉市场线上化渗透仍在持续演绎；盈利能力同比下滑，主要系公司自去年下半年起逐步进入海外投资周期，同时国内APP端获客营销增加，Q1 OTA平台经营性利润率为22.6%，同比下降3.7pct。2) 度假业务实现6.6亿元，主要系去年12月并表的线下旅行社及景区运营，预计受益于出境游趋势的恢复，一季度相对旺季对应经营性利润率为6.6%。
- **受益于下沉市场旅游景气，海外扩张周期阶段扰动利润率水平。**尽管目前酒店行业价格相对平淡，但平台中低星级表现仍然呈现一定韧性，整体仍然受益于下沉市场在线渗透红利和旅游多点开花的消费景气度。但同时公司也积极加码海外产业链开拓国际市场，提高国内APP营销投放，预计可能对利润率有一定影响。趋势上，去年Q2为常态化的首个完整季度，预计有回补性出行需求带来高基数影响（23Q2公司经调整净利润为19Q2的171%），下半年基数相对回落，同时营销与销售投放渐进提升，OTA主业收入与利润同比增速不排除前低后高。

图：同程旅行单季度收入及业绩变化



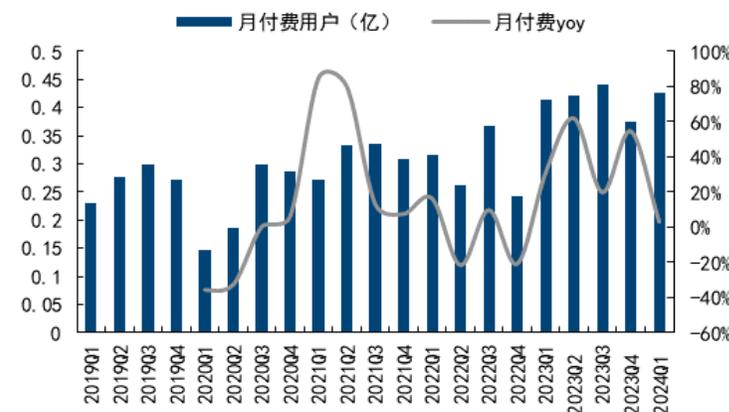
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行单季度业务拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行各季度月付费用户

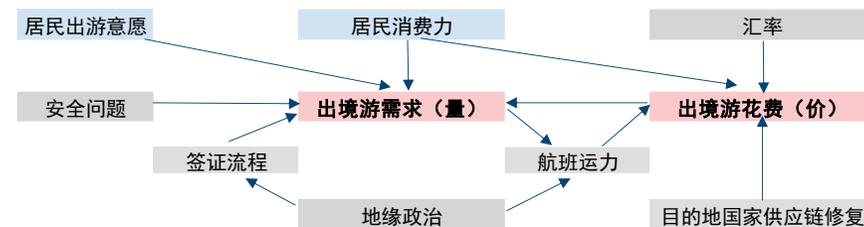


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 出入境游：5月民航国际客运航班量恢复至72.5%，环比4月提升1.5pct

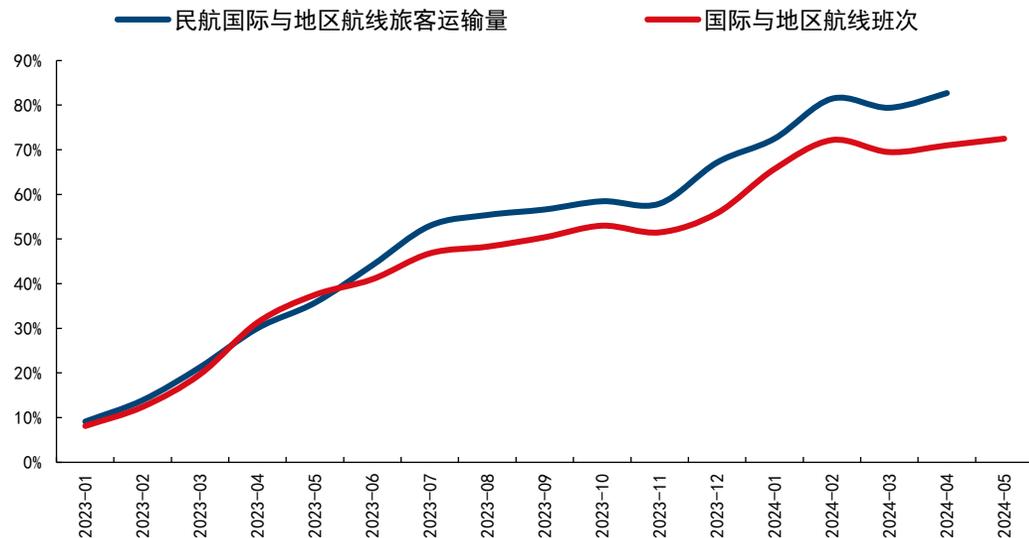
- 聚焦国内，2023年出境游复苏渐进，出境旅游人数恢复至2019年的56%，文旅部预计2024年有望恢复至84%，人次提升至1.35亿。
- 5月我国民航国际客运航班量恢复至2019年同期的72.5%。根据航班管家数据，2024年5月国际航班量恢复至2019年的72.5%，环比4月提升1.5pct，呈现逐步修复状态。我们预计旅客人次有望延续此前月份恢复度高于航班量的规律。
- 亚洲占总出境航班量约8成，分区域看赴日、韩、泰航班量排列前三，新加坡、阿联酋、英国等地超2019年水平。从不同目的地看，5月亚洲跨境航班量占比约8成。分国家级区域看，境内→日本、韩国、泰国航班量居前三，分别恢复至75%、79%、67%；新加坡、阿联酋、英国、意大利、卡塔尔、土耳其航班超2019年同期，美国航班恢复仍处于较低水平，仅22.7%。

图：出境游需求影响因素拆解



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：国际与地区旅客运输量及航班运力恢复情况



资料来源：中国民航局，航班管家，国信证券经济研究所整理

图：2024年5月国际出港航班量恢复情况



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

# 出入境签证政策跟踪：6月起泰国免签可停留60天

- **签证政策方面**，今年以来免签朋友圈持续扩大，截止2024年5月中旬，与我国互免签证的国家提升至25个，单方面免签的为24个，单方面允许落地签的46个。其中亚洲、南美洲部分国家或地区对我国公民签证政策友好力度相对更大。
- **6月起泰国免签可停留60天**。根据环球旅讯报道，泰国总理赛塔5月28日在曼谷透露，内阁已经批准了一系列有关签证的政策，以进一步促进旅游、推动经济发展。相关政策包括免签入泰国可停留最长60天、设立新的针对“数字移民”的“泰国目的地”签证、来泰国攻读本科以上学历的留学生在毕业后可多留一年找工作、针对退休人士的长期居留签证等。泰国总理府发言人柴·瓦查隆在新闻发布会上透露：“这一计划分为三个阶段，特别是短期措施将于2024年6月开始实施，此次短期措施的重点在于扩大免费签证的适用范围，将原先仅限57个国家扩大至93个国家，并将单次停留期限从30天延长至60天。”

图：全球各目的地区域旅游产品提前预订周期



表：签证优化政策

资料来源：携程，国信证券经济研究所整理

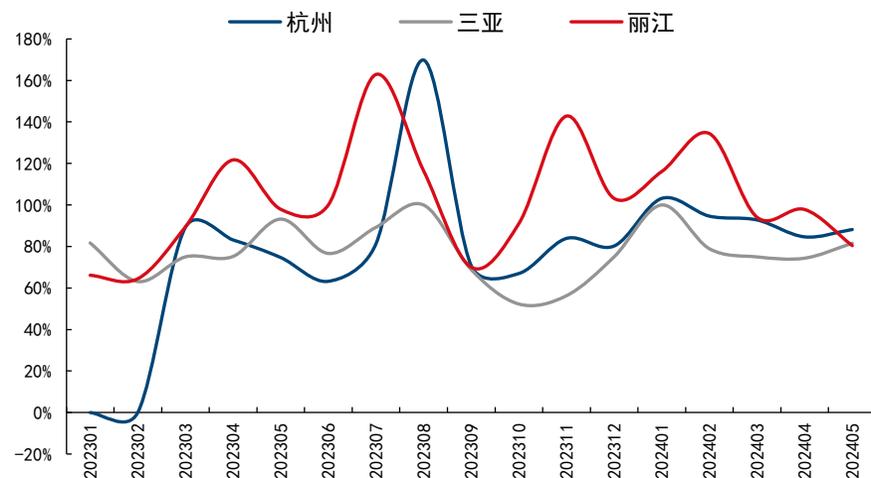
	互免普通护照签证的国家 (25个)	单方面允许中国公民免签入境国家或地区 (24个)	单方面允许中国公民办理落地签证国家和地区 (46个)	中国单方面允许免签入境国家或地区 (12个)
亚洲	阿联酋、马尔代夫、卡塔尔、亚美尼亚、阿尔巴尼亚、哈萨克斯坦、新加坡、泰国、格鲁吉亚、马来西亚	乌兹别克斯坦、韩国（济州岛等地）、阿曼、伊朗	阿塞拜疆、巴林、东帝汶、印度尼西亚、老挝、黎巴嫩、缅甸、尼泊尔、斯里兰卡、土库曼斯坦、文莱、约旦、越南、柬埔寨、孟加拉国、塔吉克斯坦、叙利亚、伊拉克	文莱
非洲	毛里求斯、塞舌尔	摩洛哥、法属留尼汪、突尼斯、赞比亚、莫桑比克、安哥拉、贝宁、马拉维	埃及、多哥、佛得角、科摩罗、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、毛里塔尼亚、圣多美和普林西比、坦桑尼亚、乌干达、津巴布韦、几内亚比绍、博茨瓦纳、加蓬、布隆迪、赤道几内亚、吉布提、尼日利亚、塞拉利昂、索马里	
美洲	巴巴多斯、巴哈马、多米尼克、厄海地、南乔治亚和南桑威奇群岛（英国海外领地）、格林纳达、苏里南、安提瓜和巴布达	圣基茨和尼维斯、特克斯和凯科斯群岛（英国海外领地）、牙买加、圣卢西亚、古巴	圭亚那、圣赫勒拿（英国海外领地）、玻利维亚	
大洋洲	斐济、汤加	美属北马里亚纳群岛（塞班岛等）、萨摩亚、法属波利尼西亚、基里巴斯、密克罗尼西亚联邦	帕劳、图瓦卢、瓦努阿图、巴布亚新几内亚	
欧洲	波黑、圣马力诺、塞尔维亚、俄罗斯			法国、意大利、德国、荷兰、西班牙、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡

资料来源：国家移民管理局，国信证券经济研究所整理 注：更新至2024年5月

# 宋城演艺：5月自营千古情项目同比增长近50%，增速环比4月改善

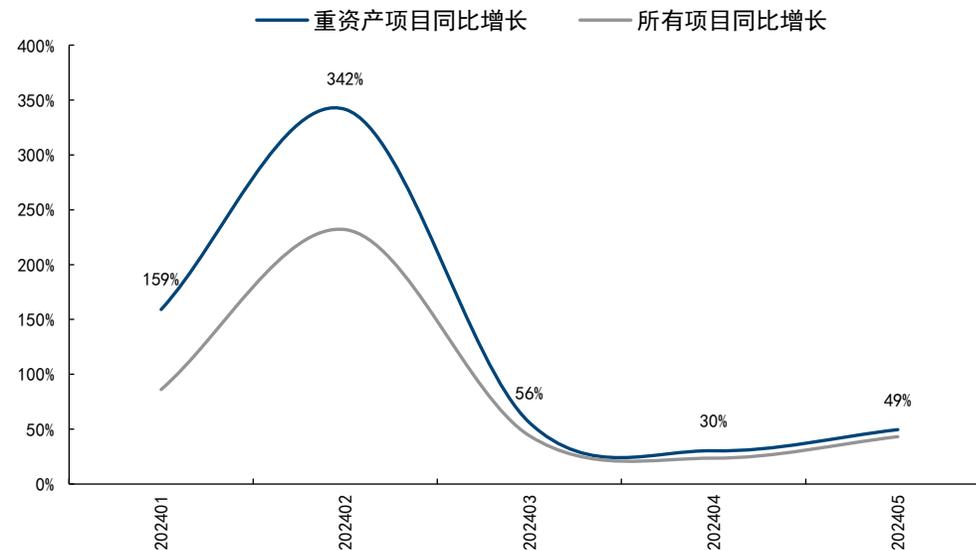
- 2024年5月宋城演艺千古情演出场次约988场，其中重资产项目共847场，同比增长49%，增速环比改善。2024年5月宋城共演出千古情场次988场，重资产项目共847场，同比增长49%（对比4月为同比增长30%）。从可比存量项目看，其中杭州、桂林、九寨、西安项目同比实现双位数正增长；三亚、丽江、张家界项目同比有所下降。此外，公司新项目上海项目表现平稳、佛山项目表现相对突出。
- 与2019年同期相比，核心项目杭州恢复至88%，三亚、丽江项目恢复至八成出头，杭州与丽江项目恢复度环比4月有所回落。

图：宋城演艺三大核心项目演出场次较2019年恢复情况



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

# 餐饮行业：行业复苏渐进，海底捞弱势验证经营能力



■ 海底捞6月1日，全国门店共计接待顾客超过220万人次，超越了今年5月1日成为了年内的新高点。从增幅来看，今年“六一”这天的客流较去年大增近50%，远高于“五一”“十一”等节假日的同比增幅，本质系公司强供应链支撑下综合运营创新的外化表现。

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%			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%
2024/05									78%

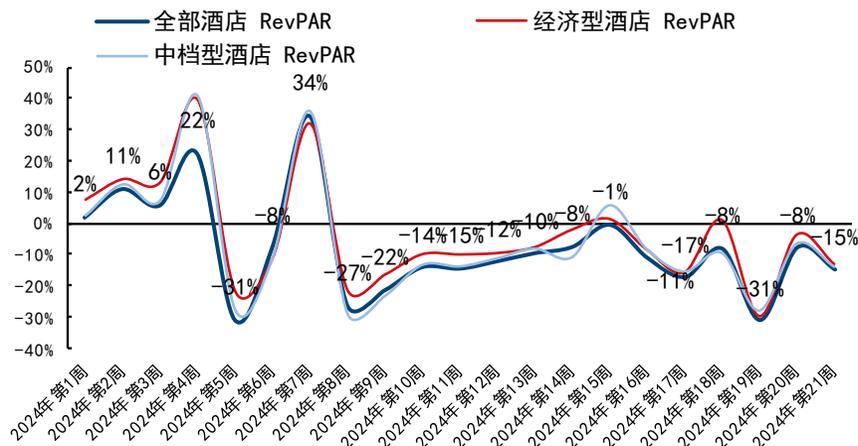
注：N年的比较基准为N-1年，除非特别申明特定年份；其中海伦司口径为同店日销，九毛九/太二/奈雪/呷哺呷哺/湊湊为同店收入，特海国际、海底捞为同店翻台率。

# 酒店行业：2024年以来酒店经营数据尚未出现趋势性改变，华住集团发布一季报



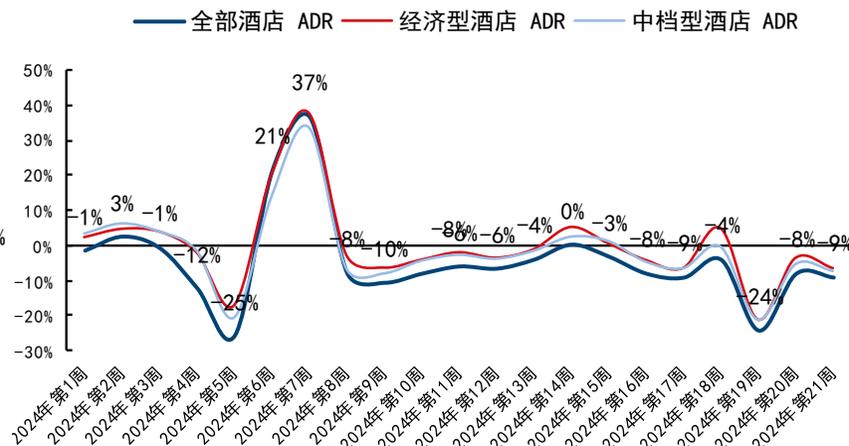
- 2024年以来酒店行业延续波动恢复态势，尚未出现趋势性改变，短期继续跟踪。根据酒店之家数据，春节以来酒店行业RevPAR同比呈现回落态势，仅节假日期间落差收窄或略有反超，其他时间尚未出现显著的趋势性改变，主要系商旅需求仍然复苏渐进。根据酒店之家数据，按4周平均估算月度变化，4月和5月酒店行业RevPAR较2019年均恢复至87%，基本相当，短期经营趋势仍需跟踪。
- 华住集团一季度业绩超预期，门店扩张领先行业，二季度预计Revpar高基数下同比波动。2024Q1，公司收入52.78亿元/+17.80%，超此前指引（+12-16%）；实现归母/经调整净利润6.59/7.71亿元，同比约-33%/+101%；归母净利润下滑主要系汇兑损益波动和2023Q1处置雅高股权带来投资收益5.16亿元影响，主业增长强劲。因去年五一补偿需求释放影响，公司近期RevPAR在高基数下同比可能有所波动；但依托门店规模扩张，公司预计Q2收入同增7-11%（预计全年收入增速为8-12%），高基数下稳定增长。

图：今年以来，各不同定位酒店RevPAR同比增长



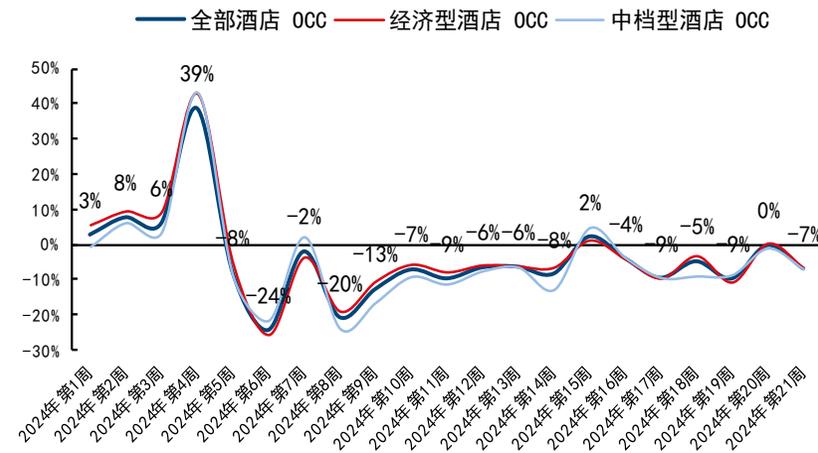
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

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



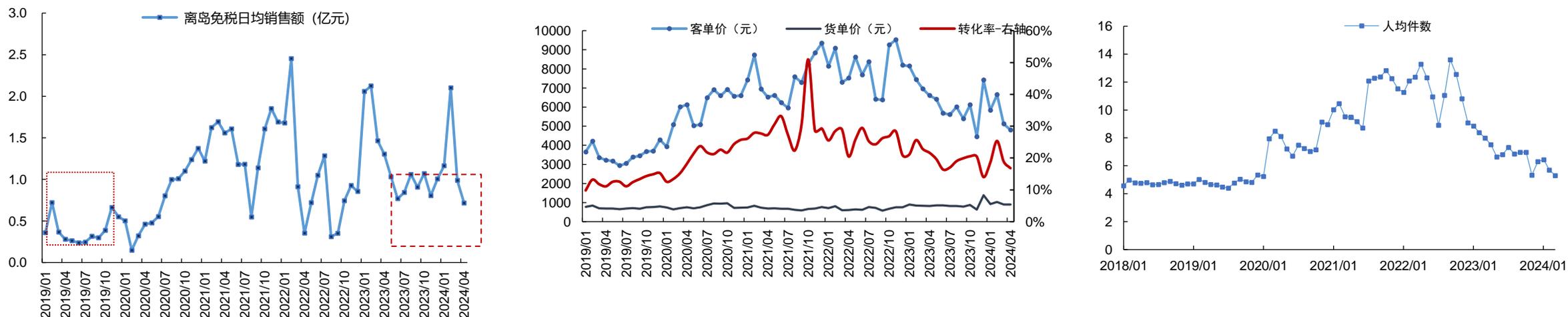
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

# 免税行业：4月海南离岛免税销售额同比下降45%，购物转化率及人均消费均回落



- **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：**根据海口海关数据，4月海南离岛免税销售额21.7亿元，同比下降45%，降幅较3月有所放大。其中免税购物人次下降24%，客单价同比下降27%。进一步拆分，4月机场轮渡进出岛合计客流同比下降2%，免税转化率同比下降5pct，环比下降2pct；货单价同比提升9.5%，人均件数同比下降3件。

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

# 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	收盘价 24-6-3	EPS			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601888.SH	中国中免	71	3.25	3.74	4.53	22	19	16
600859.SH	王府井	13	0.62	0.74	0.85	21	18	16
600515.SH	海南机场	3	0.08	0.10	0.12	38	30	26
600754.SH	锦江酒店	28	0.94	1.55	1.63	30	18	17
600258.SH	首旅酒店	14	0.71	0.80	0.90	20	18	16
1179.HK	华住集团-S	26	1.28	1.41	1.64	20	19	16
301073.SZ	君亭酒店	21	0.16	0.62	0.88	135	35	24
605108.SH	同庆楼	23	1.17	1.30	1.65	19	17	14
603043.SH	广州酒家	17	0.97	1.08	1.23	18	16	14
9922.HK	九毛九	4	0.32	0.43	0.53	14	10	8
0520.HK	呷哺呷哺	2	0.30	0.41	0.57	6	4	3
6862.HK	海底捞	16	0.81	0.93	1.03	20	17	16
9869.HK	海伦司	3	0.25	0.32	0.43	10	8	6
9987.HK	百胜中国	251	15.41	17.03	18.54	16	15	14
2150.HK	奈雪的茶	2	0.19	0.06	0.14	12	39	17
9961.HK	携程集团-S	97	3.73	5.82	7.91	26	17	12
0780.HK	同程旅行	363	19.12	22.62	27.34	19	16	13
300144.SZ	宋城演艺	18	0.97	1.20	1.49	18	15	12
603136.SH	天目湖	10	-0.04	0.47	0.57	-	22	18
000888.SZ	峨眉山A	12	0.54	0.77	0.95	23	16	13
002159.SZ	三特索道	12	0.43	0.54	0.60	28	22	20
600138.SH	中青旅	14	0.64	0.85	0.97	22	16	14
603199.SH	九华旅游	10	0.27	0.48	0.62	39	21	17
002033.SZ	丽江股份	35	1.58	1.77	1.95	22	20	18
600054.SH	黄山旅游	9	0.41	0.43	0.49	22	21	19
603099.SH	长白山	0	0.58	0.65	0.72	-	-	-
300662.SZ	科锐国际	22	0.52	0.67	0.79	42	32	27
600861.SH	北京人力	22	1.02	1.39	1.78	21	16	12
BZ.O	BOSS直聘	20	0.97	1.65	1.88	20	12	11
6100.HK	同道猎聘	20	2.42	3.00	4.02	8	7	5
1797.HK	东方甄选	2	0.00	0.24	0.36	1248	10	7
0839.HK	中教控股	17	0.94	0.98	1.13	18	17	15
003032.SZ	传智教育	5	0.53	0.81	0.92	9	6	5
605098.SH	行动教育	9	0.27	0.31	0.37	33	29	24
000526.SZ	学大教育	48	1.85	2.44	3.06	26	20	16
002607.SZ	中公教育	61	1.26	2.26	2.96	48	27	21
0667.HK	中国东方教育	2	0.09	0.17	0.24	26	14	10
2469.HK	粉笔	2	0.20	0.28	0.37	11	8	6
300795.SZ	米奥会展	4	0.08	0.25	0.32	51	17	13

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	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
	弱于大市	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