

深巷烟火藏故事，万国风华汇一堂

——2024 年中期社会服务行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024 年 06 月 14 日

行业核心观点:

2024 年一季度，社会服务板块业绩增长亮眼，领跑市场，但行情整体承压，板块面临外部经济不确定性增加与内部需求疲软的双重挑战。在消费分层加剧，高性价比与悦己、品质型消费观并存以及内容形式多样、鼓励用户自发创造和分享的新媒体平台迅猛发展的大背景下，旅游底层逻辑正在面临从资源服务延伸到内容服务，由“权威推荐”转向“真实分享”，由“热门旅游城市”转向“小众目的地”，由“游山玩水”转向“深度体验”的更新迭代。一方面，小众目的地逐渐兴起，游客们逐渐不满足于热门旅游城市的计划内打卡，转而开始挖掘“深巷烟火”的旅游体验，追求不期而遇的惊喜感。另一方面，旅游内容更加多元，游客的出游行程不再是千篇一律的游山玩水，深度体验以美食、自然资源等为代表的“万国风华”成为许多人出游的主要目标，淄博的烧烤、天水的麻辣烫、哈尔滨的冰雪文化都是热点事件中旅游体验的核心内容。

旅游行业覆盖面广、融合度高、拉动力强，涵盖了吃住行玩多个领域，具有“一业兴百业旺”的综合效应，行业的发展新趋势为文旅产业链上的相关行业带来利好。建议持续关注政策支持效果及市场需求的实质性恢复情况，并重点关注以下受益于目的地下沉化与需求多元化的优质标的：

1) 积极布局下沉市场、高端增值服务空间广阔的酒店龙头；2) 规模效应降低成本、客流增长可期的连锁餐饮企业；3) 内容形式丰富多样、有效满足个性化与多元化需求的景区与演艺公司；4) 受益于可选消费逐渐复苏、静待业绩拐点的免税零售商。

投资要点:

酒店：双重利好加持，行业前景广阔。随着旅游需求回暖，提前落子布局下沉市场的连锁酒店龙头有望享受旅游目的地下沉化带来的业绩增长红利。市场对酒店行业的关注重点将从量转向质，集中度提升和结构升级是长期趋势，酒店龙头优势将进一步凸显。

餐饮：连锁餐饮发展空间较大，旅游餐饮成为促进餐饮发展新动能。餐饮行业回暖复苏趋势明显，在餐饮业竞争激烈的背景下，具有成本、价格、服务、品牌优势的连锁餐饮企业发展空间较大。“淄博烧烤”“天水麻辣烫”等旅游餐饮流行，特色美食刺激旅游业发展，带动餐饮业增长。

景区：自然景区复苏亮眼，人工景区业绩恢复空间与成长性更大。预计下半年各类鼓励旅游消费的政策仍将持续，入境游在政策加持下强劲复苏，旅游产品的供给也更加丰富，旅游人次和旅游收入有望继续保持增长，部分景区上市公司业绩仍有复苏空间。

免税：离岛免税及机场免税有序恢复，市内免税拥有较大的发展空间。海南离岛免税市场持续增长；机场免税预计客流持续恢复；市内免税政策仍然存在较大发力空间。

风险因素：1. 自然灾害和安全事故风险；2. 政策风险；3. 宏观经济增长不及预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

端午假期旅游业稳步恢复，国潮文化引领出游体验

“中国旅游日”出台利好措施，旅游市场注入新活力

免签政策利好，入境旅游有望持续回暖

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

02032255207

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

叶柏良

执业证书编号:

S0270524010002

电话:

18125933783

邮箱:

yebli@wlzq.com.cn

正文目录

1 一季度社服行业回顾	5
1.1 业绩回顾：社服业绩领跑，酒店餐饮率先复苏.....	5
1.2 行情回顾：板块整体承压，复苏充满挑战.....	6
2 行业发展趋势展望	8
2.1 消费分层加剧，高性价比与悦己、品质型消费观并存.....	8
2.2 新媒体平台发展推动行业逻辑更新迭代.....	9
2.3 关注下沉化与多元化两条主线.....	10
3 精选赛道	12
3.1 酒店：双重利好加持，行业前景广阔.....	12
3.1.1 三大酒店集团业绩大幅改善，各项经营指标回暖.....	12
3.1.2 下沉化趋势显著，提前布局奠定增长良基.....	15
3.1.3 高品质服务需求增加，中高端酒店市场空间广阔.....	16
3.1.4 长短期皆有看点，行业未来可期.....	16
3.2 餐饮：连锁餐饮发展空间较大，旅游餐饮成为促进餐饮发展新动能.....	17
3.2.1 经济承压叠加旅游偏好变化，连锁餐饮发展空间大.....	17
3.2.2 旅游餐饮相互促进，特色美食刺激旅游业发展，带动餐饮业增长.....	20
3.3 景区：自然景区复苏亮眼，人工景区业绩恢复空间与成长性更大.....	22
3.3.1 旅游需求持续释放，自然景区业绩超额修复.....	22
3.3.2 一季度旅游市场高开稳增，供需两端齐发力.....	23
3.3.3 需求多元化背景下人工景区长期发展空间更大.....	27
3.4 免税：离岛免税及机场免税有序恢复，市内免税拥有较大的发展空间.....	28
3.4.1 离岛免税有序恢复.....	28
3.4.2 机场免税客流稳步恢复.....	30
3.4.3 市内免税静待政策东风.....	31
4 投资建议与风险提示	32
4.1 投资建议.....	32
4.2 风险提示.....	33
图表 1：申万一级行业 2024Q1 营收增速（%）.....	5
图表 2：申万一级行业 2024Q1 归母净利润增速（%）.....	5
图表 3：2018Q1-2024Q1 社会服务板块营收及同比.....	6
图表 4：2018Q1-2024Q1 社会服务板块归母净利润及同比.....	6
图表 5：2018Q1-2024Q1 旅游及景区板块营收及同比.....	6
图表 6：2018Q1-2024Q1 酒店餐饮板块营收及同比.....	6
图表 7：年初至今社会服务指数行情走势.....	7
图表 8：社会服务子板块年初至今涨跌幅（%）.....	7
图表 9：居民人均可支配收入及同比增速.....	8
图表 10：居民人均消费支出及同比增速.....	8
图表 11：居民边际消费倾向（%）.....	8
图表 12：按五等分收入划分人均可支配收入同比增速.....	9
图表 13：抖音旅游兴趣用户性别分布.....	10

图表 14: 抖音旅游兴趣用户年龄分布	10
图表 15: 2023 年至今部分旅游热点事件	10
图表 16: “五一”假期不同城市旅游订单同比增速	11
图表 17: 旅游业态不断翻新迭代	11
图表 18: 旅游行业发展趋势及相关赛道	12
图表 19: 锦江酒店营收及增速	13
图表 20: 锦江酒店归母净利润及增速	13
图表 21: 首旅酒店营收及增速	13
图表 22: 首旅酒店归母净利润及增速	13
图表 23: 华住集团营收及增速	13
图表 24: 华住集团归母净利润及增速	13
图表 25: 锦江酒店经营数据	14
图表 26: 首旅酒店经营数据	14
图表 27: 华住酒店经营数据	15
图表 28: 2019-2023 年全国酒店客房数	15
图表 29: 2019-2021 年一线城市酒店客房数	15
图表 30: 2019-2021 年副省级及省会城市酒店客房数	16
图表 31: 2019-2021 年其他城市酒店客房数	16
图表 32: 2023 年新开业中高端及以上酒店、客房数量	16
图表 33: 2019-2023 年三大酒店龙头中高端酒店占比	16
图表 34: 全国各地酒店分布 (家)	17
图表 35: 2019-2023 锦江新开店、净增店及净增房量	17
图表 36: 2019-2023 首旅新开店、净增店及净增房量	17
图表 37: 2019-2023 华住新开店、净增店及净增房量	17
图表 38: 社零餐饮收入月度同比增速及恢复进度	18
图表 39: 消费者信心指数	18
图表 40: 2021 与 2023 年茶饮品牌人均消费价位分布	19
图表 41: 2021 与 2023 年咖饮品牌人均消费价位分布	19
图表 42: 传统餐饮行业“三高一低”的困境	19
图表 43: 2021 年餐饮行业各项成本在营收中的占比	19
图表 44: 2018-2023 中国餐饮连锁化率	20
图表 45: 2021 年中国和美国、日本餐饮企业连锁化率	20
图表 46: 2023 年起“淄博”百度指数	20
图表 47: 2024 年起“天水”百度指数	21
图表 48: 淄博市接待游客人数与旅游收入	21
图表 49: 淄博市社零总额和餐饮业营业额	21
图表 50: 居民出游率呈“S”型曲线变化	22
图表 51: 自然、人工景区 2020Q1-2024Q1 收入及恢复比例	23
图表 52: 自然景区各上市公司 2024Q1 恢复比例 (按 24Q1 营收恢复比例排序)	23
图表 53: 人工景区各上市公司 2024Q1 恢复比例 (按 24Q1 营收恢复比例排序)	23
图表 54: 全国国内旅游人次及同比	24
图表 55: 全国国内旅游收入及同比	24
图表 56: 2024 年节假日国内旅游人次及恢复比例	24
图表 57: 2024 年节假日国内旅游收入及恢复比例	24
图表 58: 节假日国内旅游客单价及恢复比例	25
图表 59: 节假日旅客平均出游半径	25
图表 60: 2024 年我国出入境相关政策	25

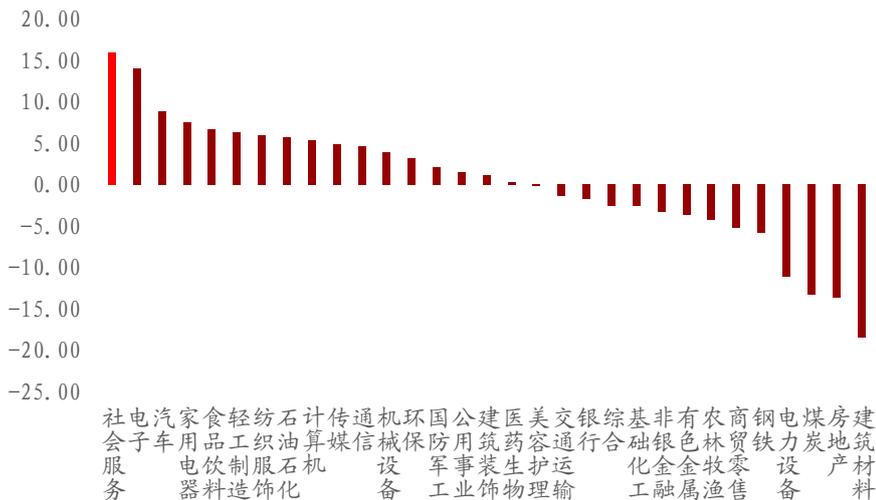
图表 61: 2023 年各地方政府推动建设旅游行业的措施	26
图表 62: 自然、人工景区 2014-2019 年收入情况	27
图表 63: 自然、人工景区 2014-2019 年收入增速情况	27
图表 64: 海南离岛免税累计销售情况	28
图表 65: 海南离岛免税购物实际人次	28
图表 66: 海南离岛免税购物件单价 (元/件)	28
图表 67: 海南离岛免税购物客单价 (元/人)	28
图表 68: 海南“封关”后进出口管理制度	29
图表 69: 商品进口税收政策对比	29
图表 70: 部分机场出入境航班情况	30
图表 71: 部分机场出入境客流情况	30
图表 72: 中国中免不同渠道收入规模 (亿元)	31
图表 73: 2020 年以来市内免税相关政策	31
图表 74: 中国市内免税店市场规模 (亿元)	32

1 一季度社服行业回顾

1.1 业绩回顾：社服业绩领跑，酒店餐饮率先复苏

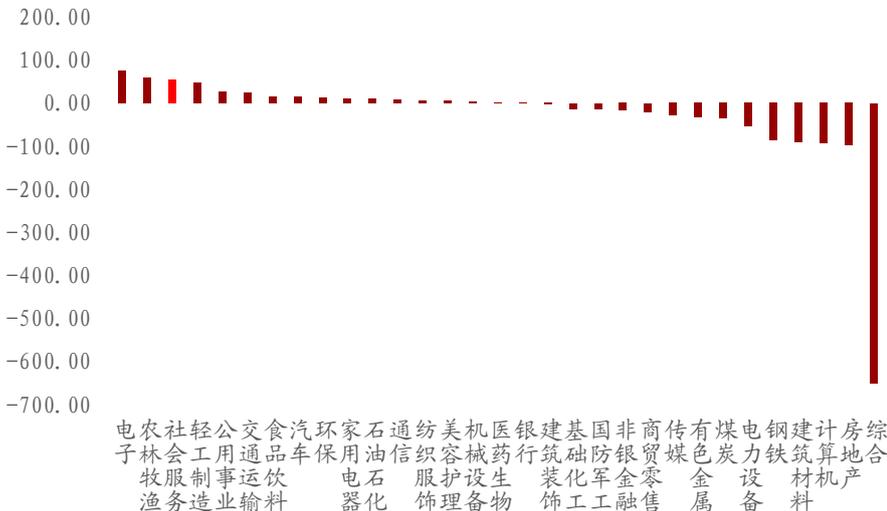
社服需求持续回暖，营收净利润实现双增长。2024Q1社会服务行业需求持续回暖，板块业绩明显改善，营业收入合计321.92亿元，同比增长15.99%，在申万一级行业中排名第1；归母净利润合计13.44亿元，同比增长53.70%，在申万一级行业中排名第3。

图表1: 申万一级行业2024Q1营收增速 (%)



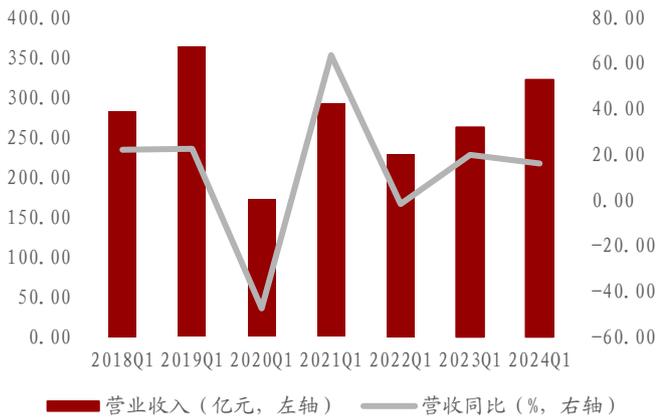
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表2: 申万一级行业2024Q1归母净利润增速 (%)



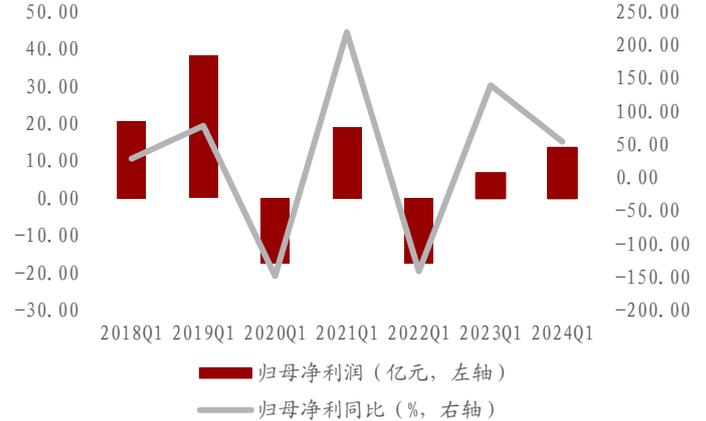
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表3: 2018Q1-2024Q1社会服务板块营收及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

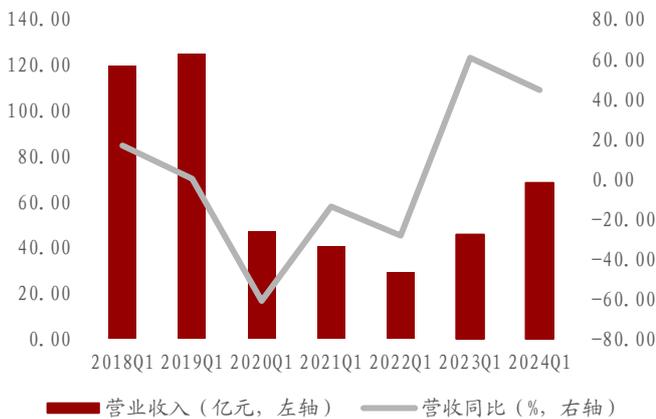
图表4: 2018Q1-2024Q1社会服务板块归母净利润及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

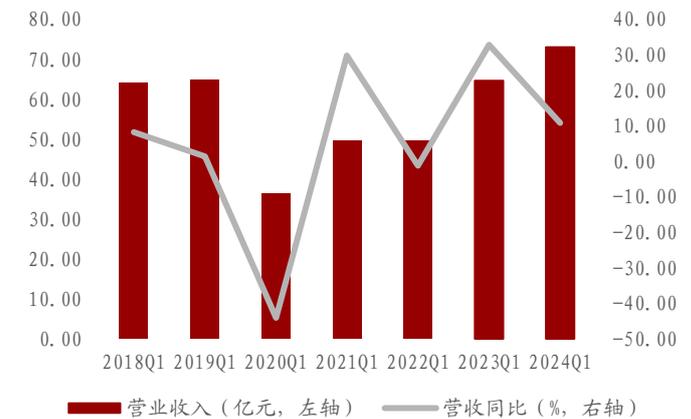
酒店餐饮率先复苏, 旅游及景区营收尚处修复中。分子板块来看, 一季度酒店餐饮恢复情况良好, 24Q1营收为19年同期的112.67%; 旅游及景区营收尚未恢复至疫情前水平, 与19年同期相比, 24Q1营收恢复比例为54.82%。随着疫情防控措施的优化和经济活动的逐步恢复, 商务出行和会议活动增加, 带动了酒店住宿需求。同时, 人们对于餐饮体验的需求上升, 家庭聚餐和朋友聚会场景增加, 拉动酒店餐饮板块营收率先恢复。相较之下, 尽管国内游有所恢复, 但跨境游市场复苏仍需时间, 拖累景区及旅行社业绩表现; 此外, 相较于餐饮等日常消费, 旅游属于非必需支出, 消费者在经济不确定性较高的环境下更加谨慎, 导致旅游及景区板块营收恢复进程较慢。

图表5: 2018Q1-2024Q1 旅游及景区板块营收及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表6: 2018Q1-2024Q1 酒店餐饮板块营收及同比



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

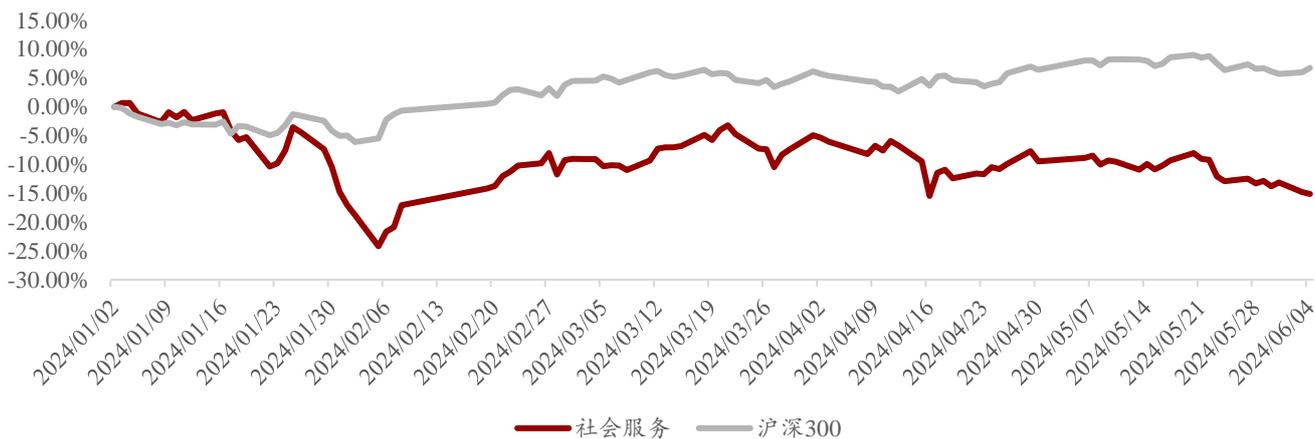
1.2 行情回顾: 板块整体承压, 复苏充满挑战

年初至今, 申万社会服务指数整体承压, 跑输沪深300指数。截至6月4日, 申万社会服务指数较年初下跌15.10%, 跑输沪深300指数21.88个百分点。各子板块全部下跌, 其中教育板块跌幅最大。在居民出游意愿回暖和消费刺激政策的驱动下, 今年年初市场对社会服务业复苏抱有乐观预期。然而近半年来, 社服板块面临着外部环境严峻考验和内部结构调整的双重挑战。一方面, 全球经济不确定性增加, 国际环境变化对跨境旅游复苏构成挑战。另一方面, 国内经济面临需求疲软、消费信心不

足等压力，直接制约了餐饮、旅游、教育等社会服务细分行业的回暖速度，尤其是教育板块仍处于转型调整阶段，拖累了社会服务指数的表现。

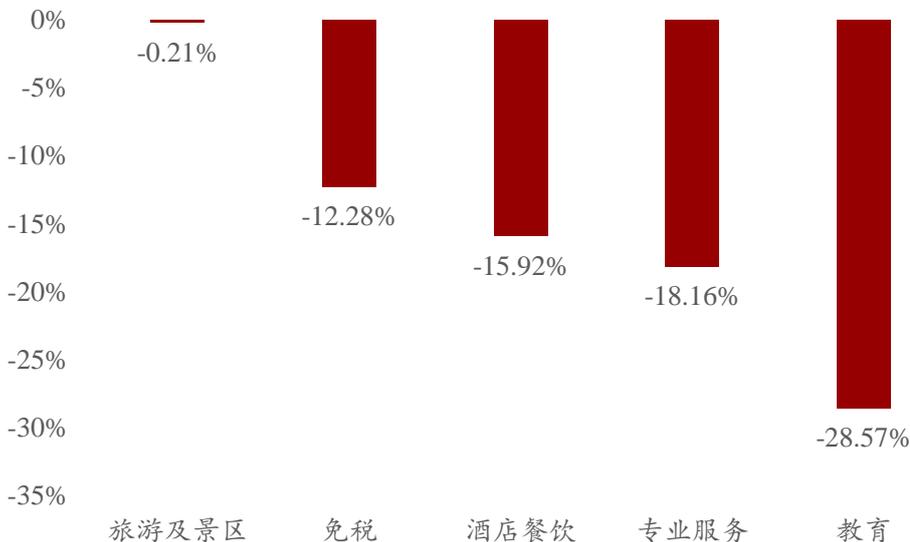
尽管整体行情偏弱，但在局部时段和细分领域仍显现积极信号。五一假期期间，出游需求的旺盛显示出消费者对于旅游的热情依旧高涨，尤其是出境游与县域旅游成为新热点，给旅游及景区板块带来阶段性提振。此外，随着免签政策的利好出台，入境旅游市场显露回暖迹象，为行业带来一丝曙光。行业复苏之路依旧充满挑战，需要持续关注政策支持效果及市场需求的实质性恢复情况。

图表7: 年初至今社会服务指数行情走势



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 行情数据截至6月4日。

图表8: 社会服务子板块年初至今涨跌幅 (%)



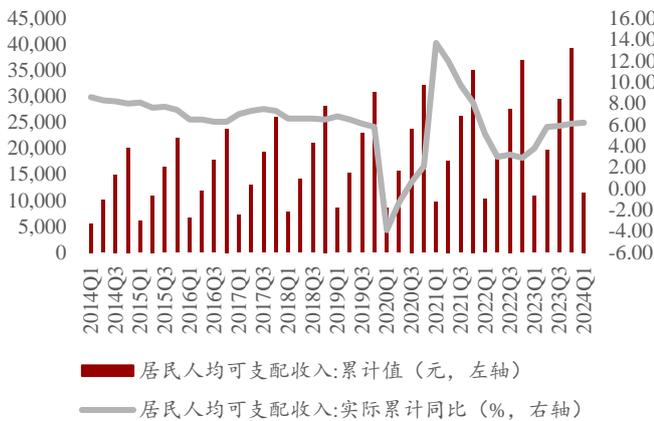
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所
注: 行情数据截至6月4日。

2 行业发展趋势展望

2.1 消费分层加剧，高性价比与悦己、品质型消费观并存

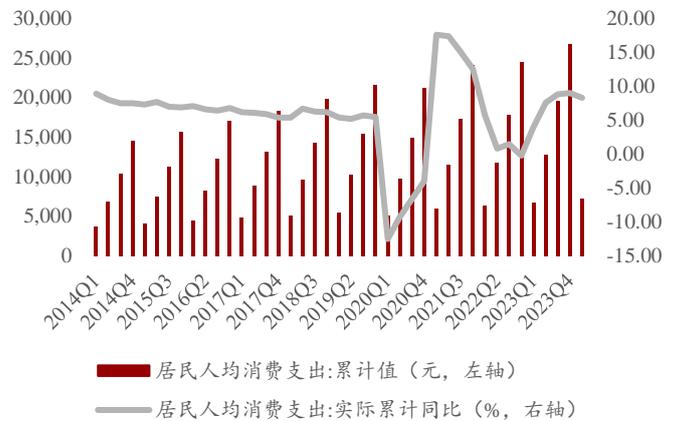
消费能力缓慢修复，消费意愿仍然较低。疫情期间至今，国内居民财富虽然名义值仍在增长，但同比增速经历了一段大幅下滑再逐渐恢复的过程。**收入端：**经济面临下行压力，居民人均可支配收入增速自2023年起逐渐缓慢恢复，但今年一季度同比增速仍低于2019年同期水平。**支出端：**疫情后在“报复性消费”心理的刺激下民众消费意愿高涨，人均消费支出同比增速触底反弹，2023Q2-2024Q1一年间维持在7.5%-9%的高位水平。**边际消费倾向：**2020年起居民边际消费倾向急剧下滑，“黑天鹅”因素导致民众倾向于储蓄以备不时之需；虽然2023年边际消费倾向有所回升，但今年一季度重新回落至63.26%，居民消费意愿相对较低。

图表9：居民人均可支配收入及同比增速



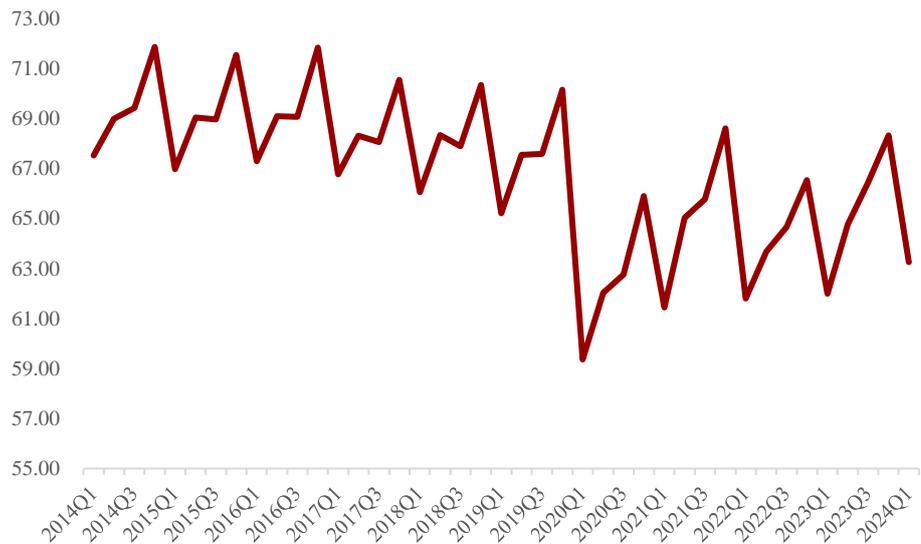
资料来源：国家统计局，同花顺，万联证券研究所

图表10：居民人均消费支出及同比增速



资料来源：国家统计局，同花顺，万联证券研究所

图表11：居民边际消费倾向（%）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

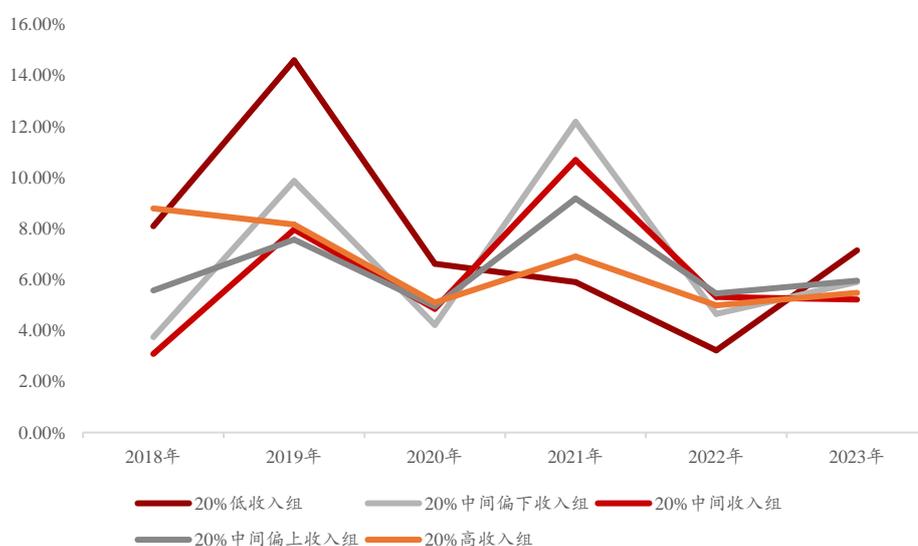
注：居民边际消费倾向=居民人均消费支出/居民人均可支配收入

消费分层加剧，高性价比与悦己、品质型消费观并存。疫情期间居民收入增速放缓，医疗支出增加导致财富效应下降，房贷等刚性负债高企挤压消费。根据五等分收入划分，低收入人群受疫情冲击影响最大，2019年-2022年收入同比增速持续下滑；其

余人群收入同比增速均有一定波动，总体而言收入越高波动率越小。对于居民整体特别是低收入人群而言，收入增速下滑使得民众更加关注消费性价比；对于中高收入人群而言，疫情冲击对收入增速影响相对较小，以及疫情后及时行乐的消费心理抬头，使得这部分人群开始更加关注个人健康与生活品质，悦己、品质型消费迎来快速发展。我们认为，当前消费升级与降级结构性并存，催生了“高性价比”与“悦己、品质”两大消费观。在未来一段时间内，消费仍将加剧分层。

两大消费观的兴起都在一定程度上为旅游行业的发展提供了新的机遇。一方面，追求性价比的“大学生特种兵”等成为游客主力为许多非旅游热门城市及目的地提供了新的需求，促进行业及各地政府挖掘开发旅游新市场；另一方面，旅游消费的属性仍更偏向悦己、享受型的可选消费，游客对个性化与体验感的追求为旅游产业链上的酒店、景区等行业高端化打开了成长空间。

图表12: 按五分收入划分人均可支配收入同比增速

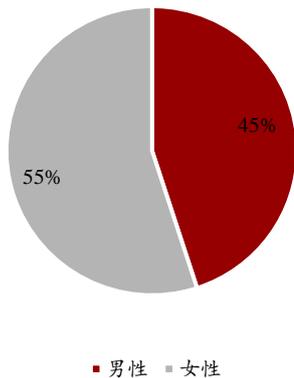


资料来源: 国家统计局, 同花顺, 万联证券研究所

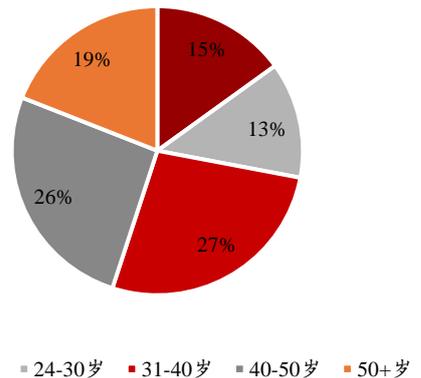
2.2 新媒体平台发展推动行业逻辑更新迭代

互联网技术的快速发展使得人们获取旅游信息的渠道越来越丰富。尽管在线旅游网站仍是消费者获取旅游信息的主要渠道，但抖音、小红书等新媒体平台凭借丰富生动的内容以及来自消费者的真实体验分享，已经成为人们制定出游计划的重要信息渠道。据巨量引擎城市研究院调研，2023年一季度，抖音平台“旅行”相关内容发布人数占全行业比重居第二位，对比2022年同期比重同比提升7.3%；旅游相关内容分享量同比增长62%，视频代替文字和图片成为分享的主要方式。抖音旅游兴趣用户数量超过4亿，同比增长13%，其中女性为主力，占比达到55%，年龄段分布上以80-90初用户群体为主，70后-80初的用户群体次之，这类人群既是社会的中流砥柱，又是养娃大军，二者占比之和超过半数。

图表13: 抖音旅游兴趣用户性别分布



图表14: 抖音旅游兴趣用户年龄分布



资料来源: 巨量引擎城市研究院, 万联证券研究所

资料来源: 巨量引擎城市研究院, 万联证券研究所

信息传播渠道的发展及旅游业的全面复苏推动行业的底层逻辑更新迭代, 从资源服务延伸到内容服务, 年轻群体在“悦己”需求的驱动下寻求更加独特、符合个人喜好的旅游体验, 目的地价值与需求多元化为许多新兴旅游城市提供了新的机遇, 从而带动当地旅游发展。回顾2023年以来的几次旅游热点事件, 我们发现行业逻辑已经逐渐转变, 由“权威推荐”转向“真实分享”, 由“热门旅游城市”转向“小众目的地”, 由“游山玩水”转向“深度体验”。①新媒体平台作用显著: 旅游热点的起源不再由OTA平台进行“出游推荐”, 取而代之的是抖音等新媒体平台充满生活化的视频爆火出圈, 为热点事件带来了大量流量。②小众目的地逐渐兴起: 近期旅游热点所在城市都是非传统旅游城市, 游客们逐渐不满足于热门旅游城市的“计划内打卡”, 转而开始挖掘小众目的地的独特旅游体验, 追求不期而遇的惊喜感。③关注内容更加多元: 游客的出游行程不再是千篇一律的“游山玩水”, 深度体验以美食、自然资源等为代表的当地特色文化成为许多人出游的主要目标, 淄博的烧烤、天水的麻辣烫、哈尔滨的冰雪文化都是热点事件中旅游体验的核心内容。

图表15: 2023年至今部分旅游热点事件

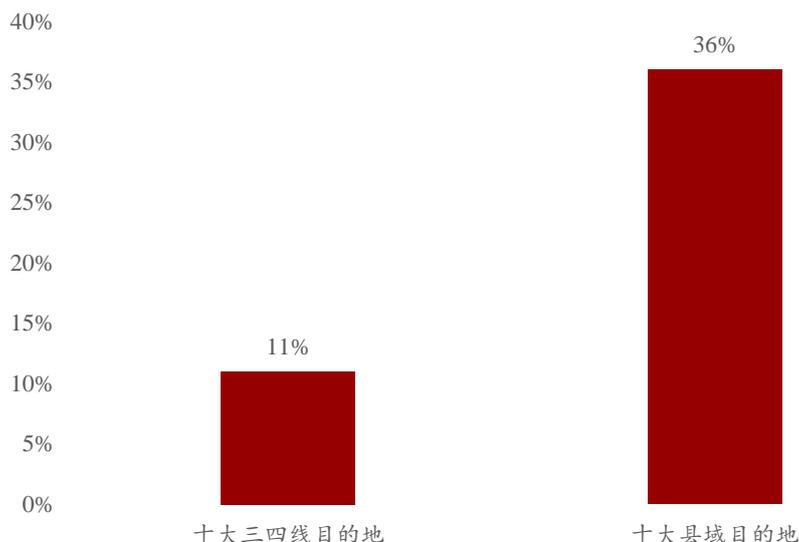
时间	旅游热点	起源平台	城市	关注内容
2023年3月-6月	“进淄赶烤”	抖音	山东省淄博市	烧烤
2023年12月-2024年2月	“尔滨”	抖音	黑龙江省哈尔滨市	冰雪旅游
2024年2月-4月	“建议全国普及甘肃麻辣烫”	抖音	甘肃省天水市	麻辣烫

资料来源: 澎湃新闻, 环球旅讯, 万联证券研究所

2.3 关注下沉化与多元化两条主线

目的地下沉化: 低线城市旅游业增长速度更快。从“五一”假期旅游数据来看, 根据携程旅行, 一二线城市旅游订单同比增速小于三四线城市, 三四线城市小于县域市场。其中, 扬州、洛阳、秦皇岛等十大热门三四线目的地旅游订单平均增长11%。安吉、桐庐、都江堰等热门县域旅游目的地旅游订单平均增长36%。**从需求端来看,**游客避免“人山人海”、向往小众目的地的需求比以往更加强烈, 更具性价比和松弛感的县域市场, 成为消费者旅游的新选择; **从供给端来看,**随着基建完善及旅游接待能力的提升, 县域独特的风土人情与文化习俗为游客提供更多选择和更好的旅游体验, 住宿、餐饮、娱乐和购物消费的高性价比开始引起了各年龄段旅游者的关注。

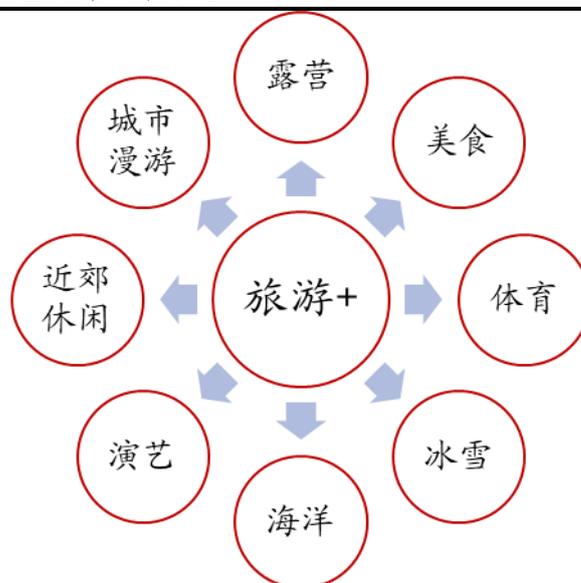
图表16: “五一”假期不同城市旅游订单同比增速



资料来源: 澎湃新闻, 携程旅行, 万联证券研究所

需求多元化: 旅游业态不断翻新迭代。从需求侧来看, 游客对旅游内容的期望不再局限于传统的自然风光, 个性化体验、文化素养提升、新玩法尝试以及高品质服务等都是更贴近当前消费群体, 特别是年轻群体的需求。从供给侧来看, 文旅加速融合, 新业态、新模式不断涌现, 露营旅游、冰雪旅游、美食旅游、体育旅游、海洋旅游、旅游演艺, 以及近郊休闲、城市漫游等业态不断翻新迭代, 旅游产品供给不断丰富, 推动人们的潜在旅游需求转变为有效旅游需求。

图表17: 旅游业态不断翻新迭代



资料来源: 中国旅游研究院, 万联证券研究所

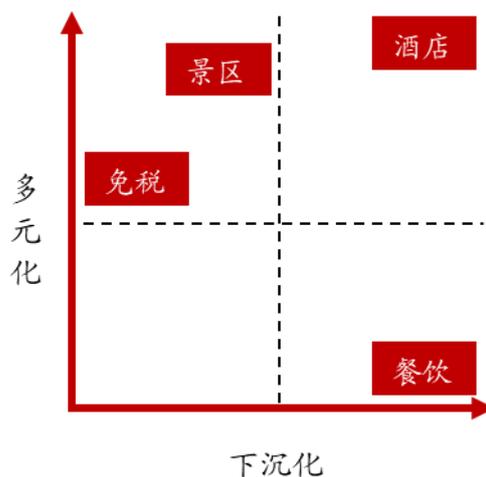
旅游行业覆盖面广、融合度高、拉动力强, 涵盖了吃住行玩多个领域, 具有“一业兴百业旺”的综合效应, 行业的发展新趋势为文旅产业链上的相关行业带来利好:

- **酒店:** 酒店赛道同时受益于目的地下沉化与需求多元化。一方面, 连锁酒店龙头在疫情期间积极布局下沉市场, 随着小众目的地旅游需求的增加, 连锁酒店

有望迎来业绩增长；另一方面，需求多元化为酒店高端品牌提供了广阔市场，悦己消费观的流行使得游客更愿意为高端酒店增值服务付费。

- **餐饮：**餐饮赛道主要受益于目的地下沉化。连锁餐饮门店凭借规模效应与标准化供应有效降低了门店扩张的成本，下沉市场客流量增长为连锁餐饮企业带来充足客源，品牌效应与口味一致性也使得游客更倾向于选择熟悉的连锁餐饮门店就餐。
- **景区：**旅游景区，特别是形式丰富、内容多样的人工景区主要受益于旅游需求多元化趋势，与当地文化深入结合的演艺、娱乐服务更好地满足游客体验当地文化、享受视听盛宴的个性化需求。此外，新业态与新市场的崛起也可能为景区业务注入新的发展动力。
- **免税：**随着客流日渐恢复与可选消费需求逐渐复苏，免税商品件单价预计将延续上涨趋势，为免税零售商打开业绩成长空间。但当前行业利润主要依赖离岛免税，免税商品性价比的优势也受到消费降级和电商平台的冲击，仍需静待政策东风与业绩拐点。

图表18：旅游行业发展趋势及相关赛道



资料来源：万联证券研究所

3 精选赛道

3.1 酒店：双重利好加持，行业前景广阔

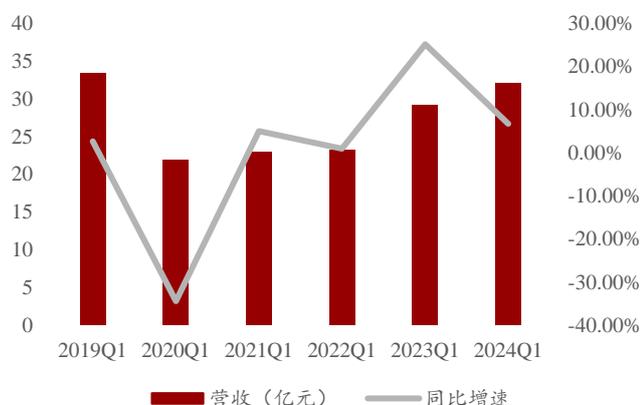
3.1.1 三大酒店集团业绩大幅改善，各项经营指标回暖

三大酒店集团营收及盈利持续改善。随着线下出游和商务出行需求回暖，国内酒店入住率逐步提高，叠加行业供给出清，驱动今年一季度业绩恢复。国内三大酒店龙头业绩均有显著改善，其中锦江酒店及首旅酒店营收恢复至2019年同期九成左右，华住集团业绩已超过疫前。具体来看：

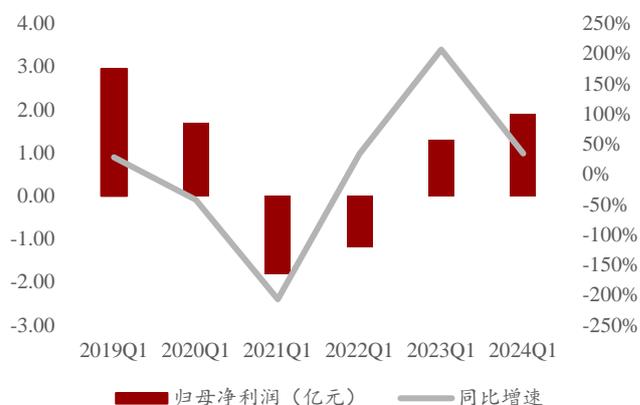
- **锦江酒店：**2024Q1公司实现营业收入32.06亿元（同比+6.77%），恢复至2019年同期96.08%；归母净利润1.90亿元（同比+34.56%），恢复至2019年同期64.29%。
- **首旅酒店：**2024Q1公司实现营业收入18.45亿元（同比+11.47%），恢复至2019年同期94.95%；实现归母净利润1.21亿元（同比+49.83%），已超过2019年同期。

- **华住集团**：2023全年公司实现营业收入30.82亿美元（同比+53.35%），归母净利润5.75亿美元（同比+117.92%），扭亏为盈，营收及净利润均已超过2019年同期。

图表19: 锦江酒店营收及增速



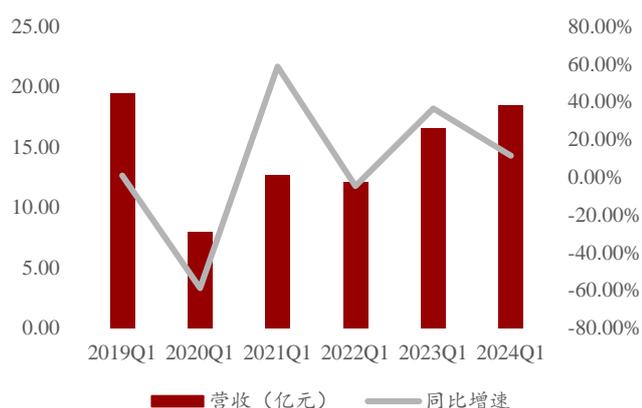
图表20: 锦江酒店归母净利润及增速



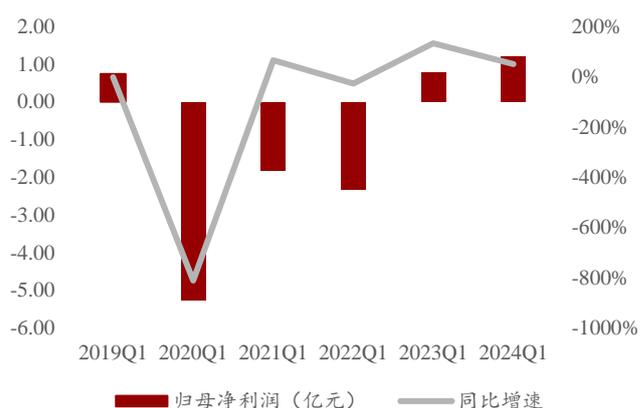
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表21: 首旅酒店营收及增速



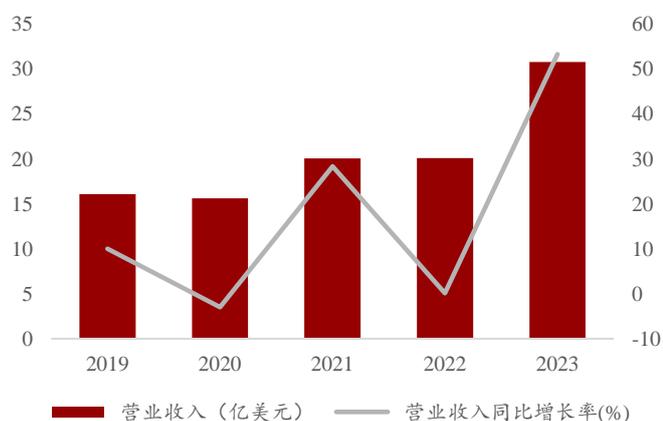
图表22: 首旅酒店归母净利润及增速



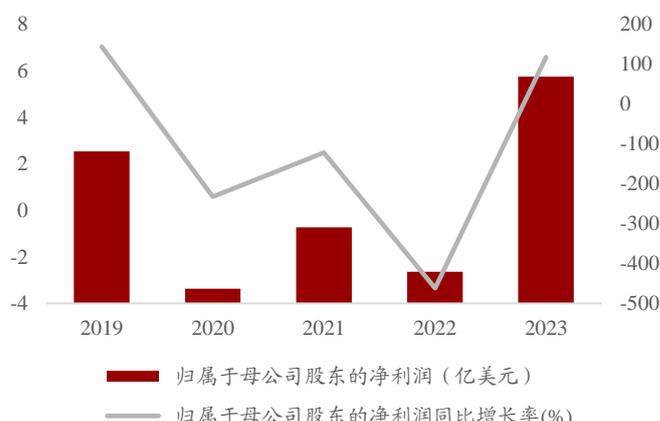
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表23: 华住集团营收及增速



图表24: 华住集团归母净利润及增速

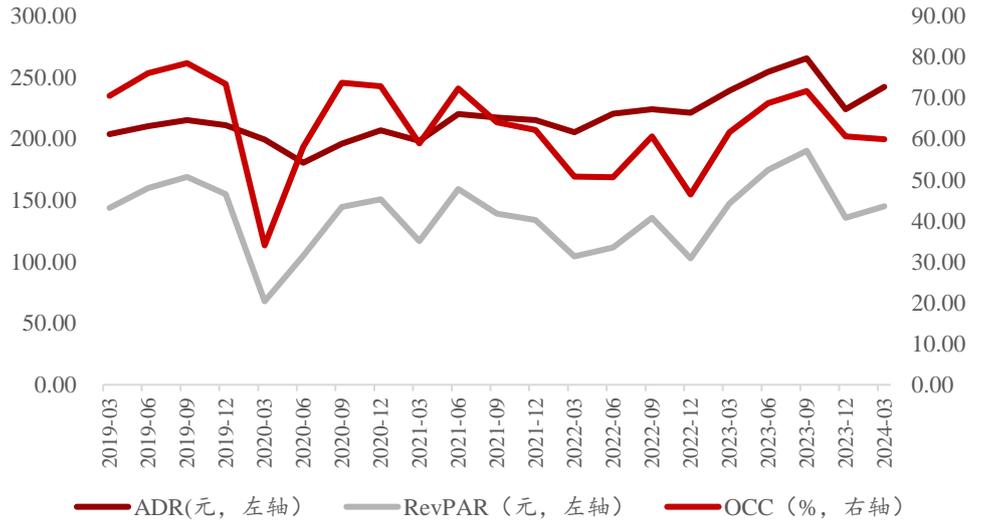


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

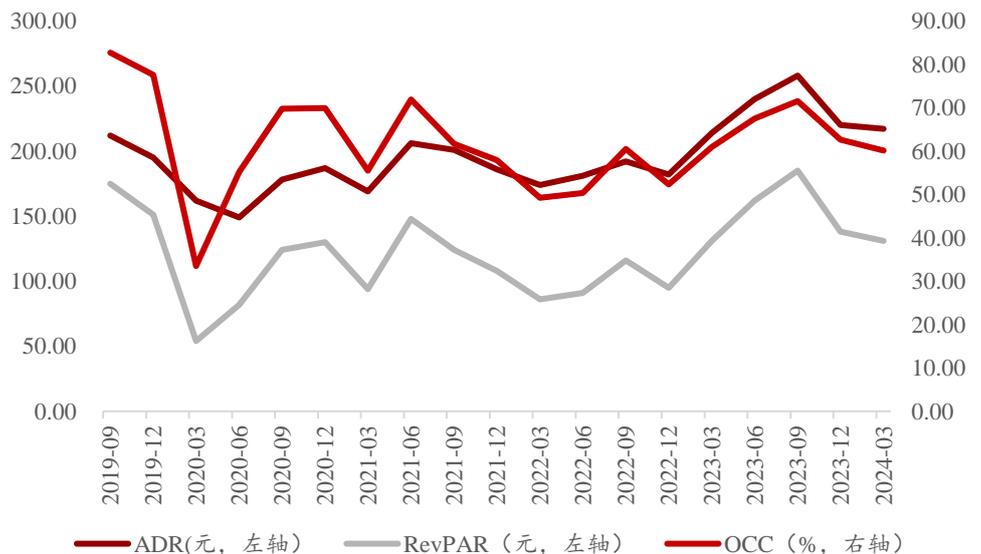
酒店龙头经营数据明显改善，ADR恢复情况优于OCC。①入住率：2024Q1锦江/首旅/华住三大龙头OCC分别为59.92%/60.10%/77.20%，恢复至2019年同期的85%/78.36%/95.78%，接近疫前水平；②客单价：三大龙头2024Q1ADR分别为锦江酒店242元、首旅酒店217元、华住集团280元，均超过2019年水平；③营收：2024Q1三大龙头锦江、首旅和华住RevPAR分别为145.25元/131.00元/216.00元，其中锦江酒店、华住集团RevPAR已超过2019年同期，首旅酒店恢复2019年同期95.62%。

图表25: 锦江酒店经营数据



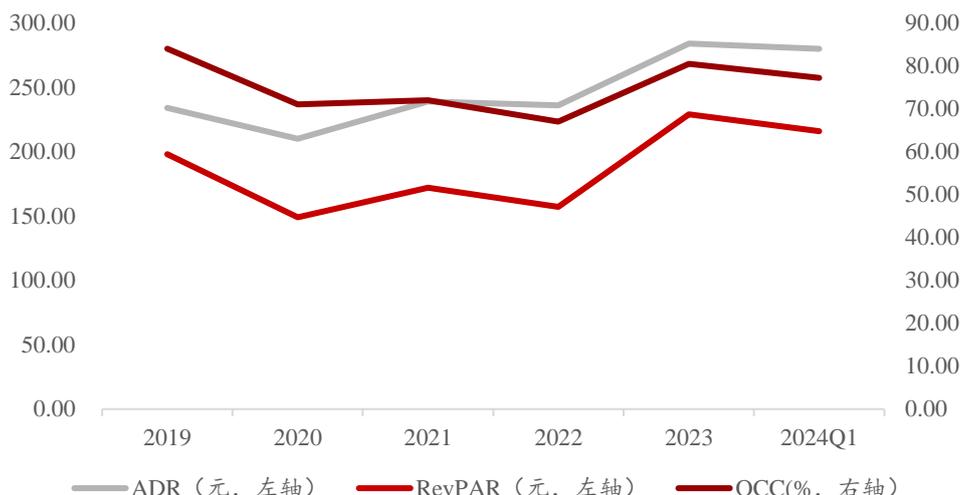
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表26: 首旅酒店经营数据



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表27: 华住酒店经营数据



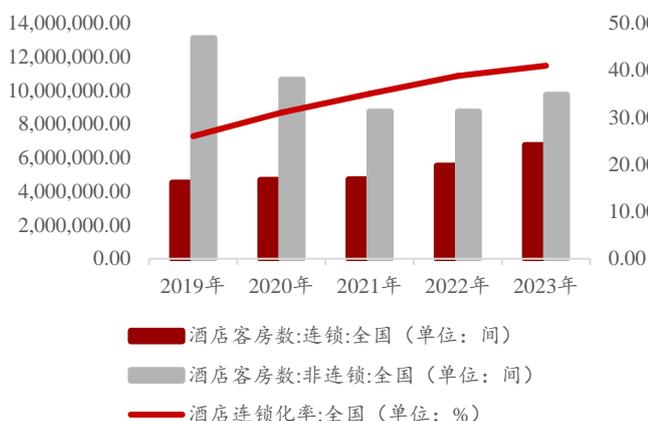
资料来源: 公司公告, 同花顺, 万联证券研究所

3.1.2 下沉化趋势显著, 提前布局奠定增长良基

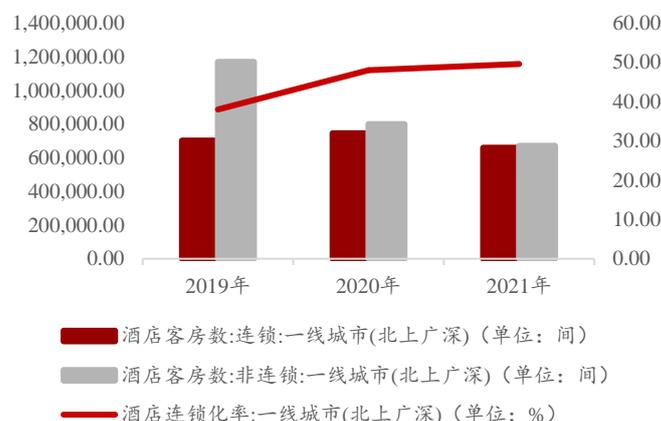
新冠疫情爆发以来, 酒店业受到巨大冲击, 全国酒店数量和客房数量较疫情前大幅减少。盈利韧性较弱的单体酒店或中小酒店在疫情冲击下大量关停, 客房数量也随之减少。2021年中国酒店共拥有客房1346.86万间, 较2019年减少了415.11万间, 减少23.56%。随着疫情结束, 2023年情况有所好转, 全国酒店拥有客房数量同比增长15.66%至1649.80万间, 恢复至2019年的93.63%。

连锁酒店逆势扩张, 积极布局下沉市场。分类型: 连锁酒店疫情期间逆势扩张, 2023年客房数量较2019年增长了近50%; 非连锁酒店则大幅出清, 2023年客房数量较2019年减少了约26%。相对于酒店连锁集团, 中小型单体酒店从产品本身到产品定价以及分销渠道都不及大企业的实力, 在行业及市场中, 知名度和关注度都比较低, 处于酒店行业的弱势地位。分城市: 一线城市与副省级城市酒店连锁化率增速均有所放缓, 其中2021年北上广深酒店连锁化率接近50%, 较2020年仅提升不到2pct; 副省级及省会城市酒店连锁化率水平约为40%, 同比有所下降。其他低线城市连锁化率增长较快, 2021年达30%左右, 与2019年相比提升了约13pct。行业下沉化趋势显著, 连锁酒店积极布局低线市场, 为需求恢复后业绩增长奠定良好基础。

图表28: 2019-2023年全国酒店客房数



图表29: 2019-2021年一线城市酒店客房数



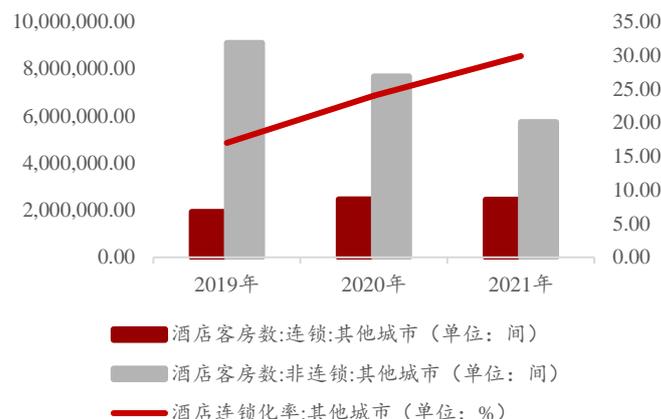
资料来源: 同花顺, 中国饭店业协会, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 中国饭店业协会, 万联证券研究所

图表30: 2019-2021年副省级及省会城市酒店客房数



图表31: 2019-2021年其他城市酒店客房数



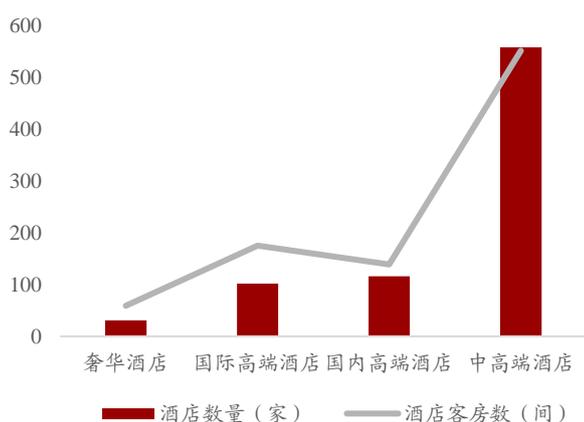
资料来源: 同花顺, 中国饭店业协会, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 中国饭店业协会, 万联证券研究所

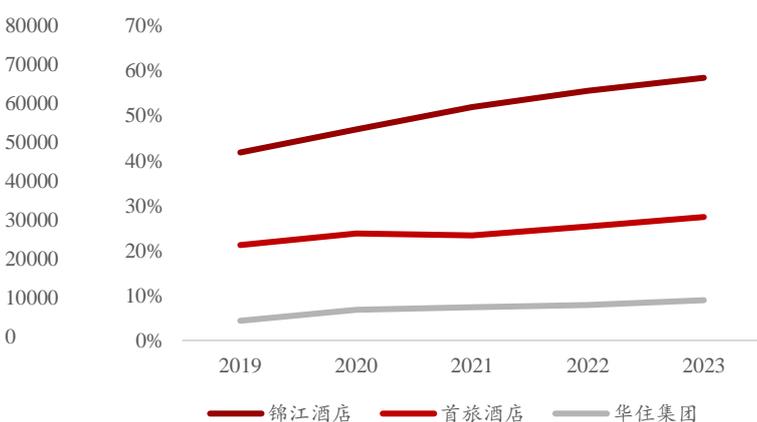
3.1.3 高品质服务需求增加, 中高端酒店市场空间广阔

受益于消费升级和中产消费群体的快速扩大, 近年来中高端酒店迎来行业红利时代, 连续多年保持快速发展态势, 各大酒店集团向中高端品牌聚焦和倾斜。随着新世代对产品和服务提出更高的要求, 提升品牌质感成为酒店差异化竞争的方式之一。2023年全国新开业的中高端酒店(包括中高端、高端和奢华)共808家, 新增客房量123,437间。2019年以来三大酒店龙头中高端酒店占比持续提升, 其中锦江酒店中高端布局相对领先, 2023年中高端酒店数量占比达58.47%; 首旅酒店与华住集团中高端也分别提升至27.48%/8.95%。从目前国内酒店市场结构来看, 中高端酒店仍有极大发展空间, 中高端酒店目前依然没有饱和, 而需求量却在不断上升, 未来中国中高端酒店将迎来中长期的快速发展阶段。

图表32: 2023年新开业中高端及以上酒店、客房数量



图表33: 2019-2023年三大酒店龙头中高端酒店占比



资料来源: 迈点研究院, 万联证券研究所

资料来源: 锦江、首旅、华住财报, 万联证券研究所

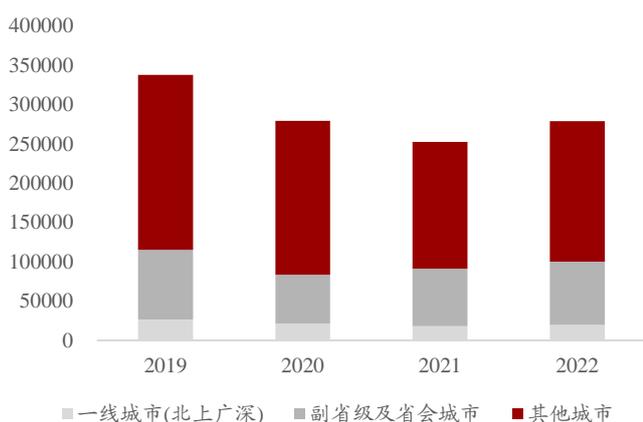
3.1.4 长短期皆有看点, 行业未来可期

行业龙头持续发力, 加速下沉布局。近几年来, 与全国一线城市、副省级城市及省会城市相比, 低线城市酒店数量占比虽有略微下滑, 但仍稳在60%以上。三大龙头酒店集团在疫情逆境中大力拓展市场, 加速下沉市场布局。2023年度锦江/首旅/华住

集团新开店数分别为1407家/1203家/1647家，净增店数分别为888家/280家/859家，在疫情加速行业整合，连锁化率加速提升，下沉市场增长潜力较大的背景下，龙头酒店持续发力抢占低线城市市场。

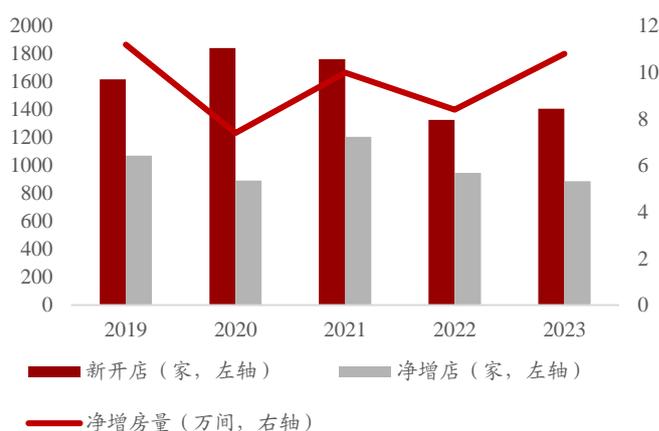
行业结构性升级，供给从规模化向品质化过渡。短期来看，随着休闲旅游需求的报复性增长和商务出行需求的平稳性回暖，国内酒店行业将迎来显著复苏，连锁酒店龙头已提前落子布局下沉市场，下半年有望享受旅游目的地下沉化带来业绩增长红利。**中长期来看**，市场对酒店行业的关注重点将从量转向质，集中度提升和结构升级是长期趋势，在量增基础上运营效率高、盈利能力能得到提升的酒店龙头优势将进一步凸显，重点关注龙头企业连锁化经营、品牌矩阵打造、中高端化的竞争力。

图表34: 全国各地酒店分布(家)



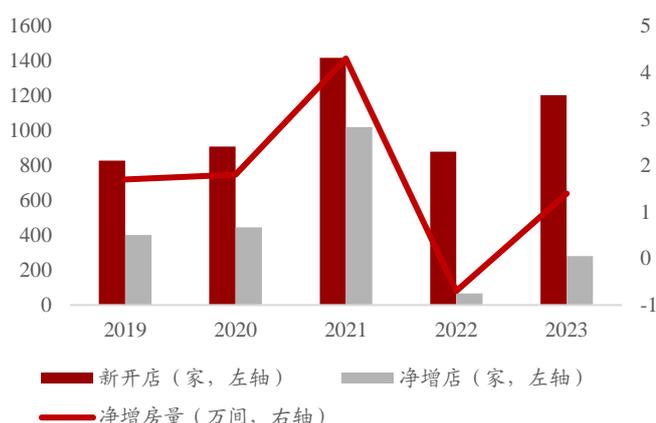
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表35: 2019-2023锦江新开店、净增店及净增房量



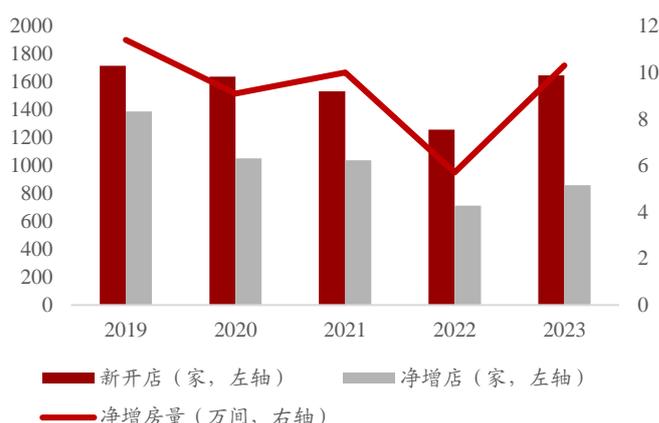
资料来源: 锦江财报, 万联证券研究所

图表36: 2019-2023首旅新开店、净增店及净增房量



资料来源: 首旅财报, 万联证券研究所

图表37: 2019-2023华住新开店、净增店及净增房量



资料来源: 华住财报, 万联证券研究所

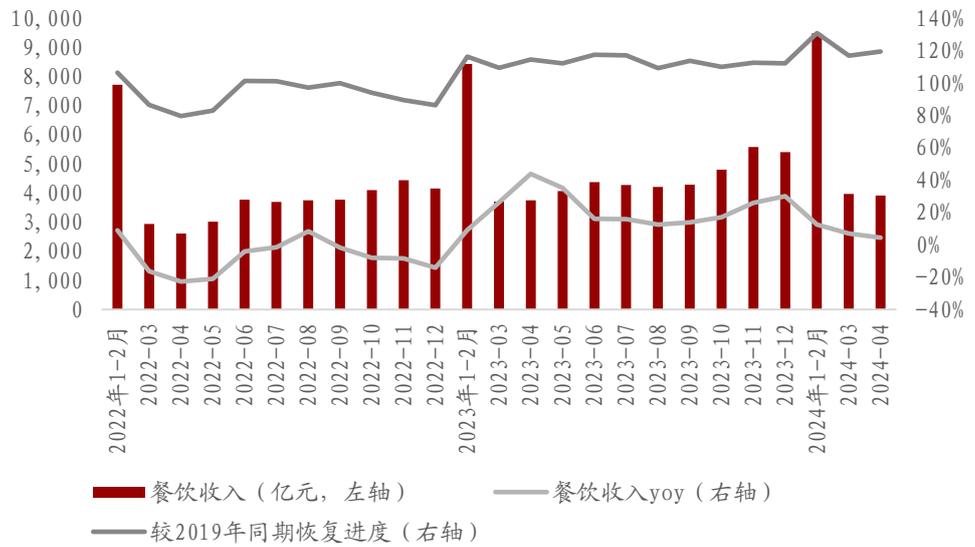
3.2 餐饮: 连锁餐饮发展空间较大, 旅游餐饮成为促进餐饮发展新动能

3.2.1 经济承压叠加旅游偏好变化, 连锁餐饮发展空间大

社零餐饮收入增速回暖, 疫情后行业恢复势能强劲。2022年受疫情反复扰动影响, 餐饮需求走弱, 社零餐饮收入明显下滑, 仅为43,940.8亿元, 同比下滑6.30%。疫情防控放开, 餐饮行业复苏, 23年社零餐饮收入达52,889.70亿元, 同比增长20.40%,

超过疫情前的收入规模。24年1-4月社零餐饮收入达17,360.30亿元，同比增长9.27%，是2019年同期124.67%，回暖复苏趋势明显。

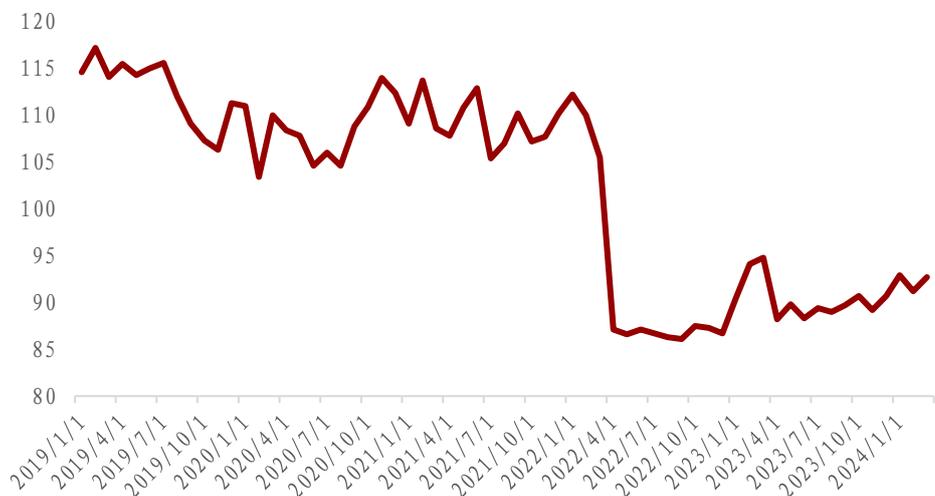
图表38: 社零餐饮收入月度同比增速及恢复进度



资料来源: 同花顺iFinD, 万联证券研究所

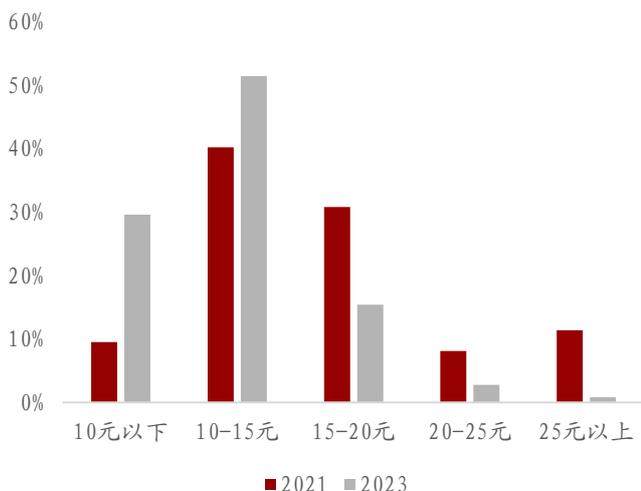
行业洗牌加速，“价格战”盛行。22年由于疫情反复以及经济恢复不及预期，消费者信心指数下跌；之后随着疫情放开经济缓慢复苏，消费者信心指数也呈现出缓慢上升的态势，但是仍未恢复到疫情前水平。外部环境的不确定性对餐饮业的影响十分显著，与2021年相比，2023年茶饮市场上人均消费15元以上的品牌占比从50.3%降低到19%，人均消费10元以下的品牌占比从9.5%上升到29.6%；咖饮市场上人均消费30元以上的品牌占比从68.3%降低到35.3%，人均消费10元以下的品牌占比从0.8%上升到8.5%。行业洗牌加速，企查查数据显示，今年1-5月，四大一线城市新注册餐饮企业数为5.3万家，同比下降5.8%，注吊销数为3.1万家，同比增长3.7%。其中高端餐饮承压，近两个月里，就有包括维Chú MODERN CUISINE、KOR Shanghai、TIAGO、Opera BOMBANA等高端餐饮品牌相继被曝暂停营业或倒闭。面对激烈竞争的外部环境，商家内卷加剧，“价格战”盛行。瑞幸、库迪推出9.9元咖啡，西少爷、和府捞面等品牌将部分30多元的产品降到10元左右，小龙坎四人餐团购价降到177元。

图表39: 消费者信心指数



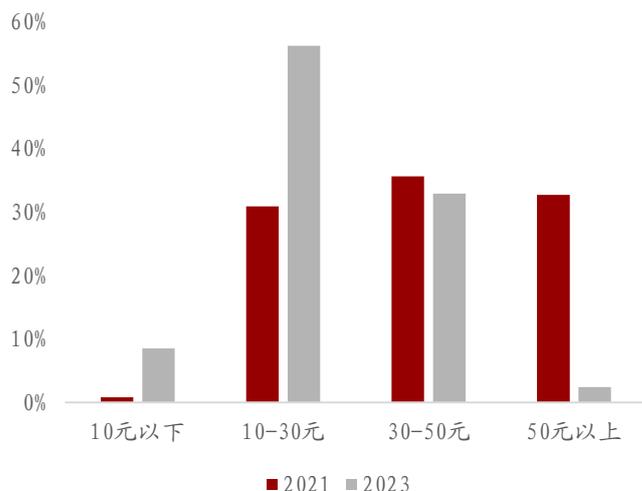
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表40: 2021与2023年茶饮品牌人均消费价位分布



资料来源: 红餐网, 万联证券研究所

图表41: 2021与2023年咖饮品牌人均消费价位分布



资料来源: 红餐网, 万联证券研究所

连锁餐饮具有成本、客源优势，发展空间大。与传统餐饮相比，连锁经营不仅是餐饮企业提高效率、降低成本的经营方式，还能帮助企业突破发展中的管理瓶颈，在餐饮业的激烈竞争中，连锁餐饮更具有发展优势。根据艾瑞咨询调研，2021年单店平均息税折旧前利润率在20%-30%，众多餐饮商家面临着房租高、人力成本高、原料进货成本高、利润低的“三高一低”的困境。餐饮企业食材成本、租金成本、人力成本占据营收的55%-75%。连锁经营顺应餐饮工业化趋势，能充分发挥产业链协同效应和规模效应，构建成本优势、价格优势、服务优势以及品牌优势，更符合餐饮业整体发展规律，将是我国餐饮业经营模式的主要发展方向。据英国品牌评估机构Brand Finance发布的全球最有价值25家餐厅品牌榜单，星巴克、麦当劳、肯德基高居前三，达美乐、赛百味等其余品牌也多有连锁化、零售化特征。

图表42: 传统餐饮行业“三高一低”的困境



资料来源: 万联证券研究所

图表43: 2021年餐饮行业各项成本在营收中的占比

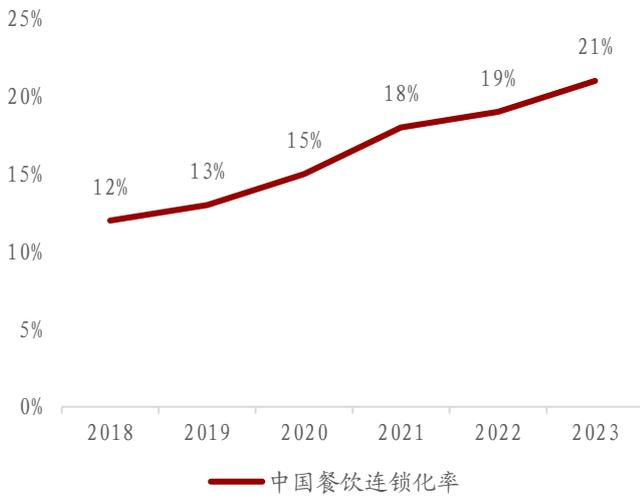


资料来源: 艾瑞咨询, 万联证券研究所

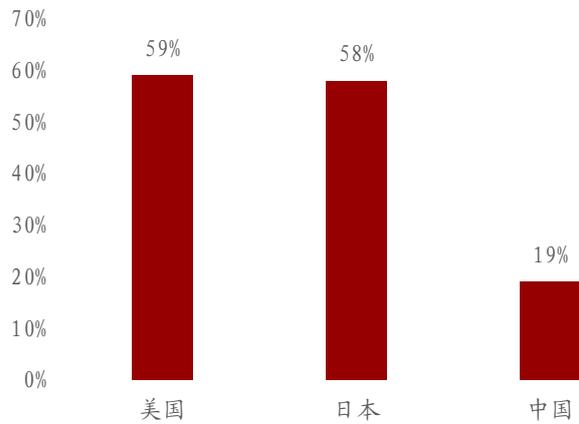
我国餐饮行业连锁化进程加速，较成熟市场仍有提升空间。连锁化扩张是餐饮行业实现收入快速增长的重要路径，中国餐饮市场连锁化进程不断加速。美团数据显示，从2018年到2023年，中国餐饮市场连锁化率从12%提高到21%，六年增长了9个百分点。

但我国餐饮连锁化率较成熟市场仍有较大差距，规模化程度不足，2022年，美国和日本的餐饮连锁化率已经达到59%和58%。

图表44: 2018-2023中国餐饮连锁化率



图表45: 2021年中国和美国、日本餐饮企业连锁化率



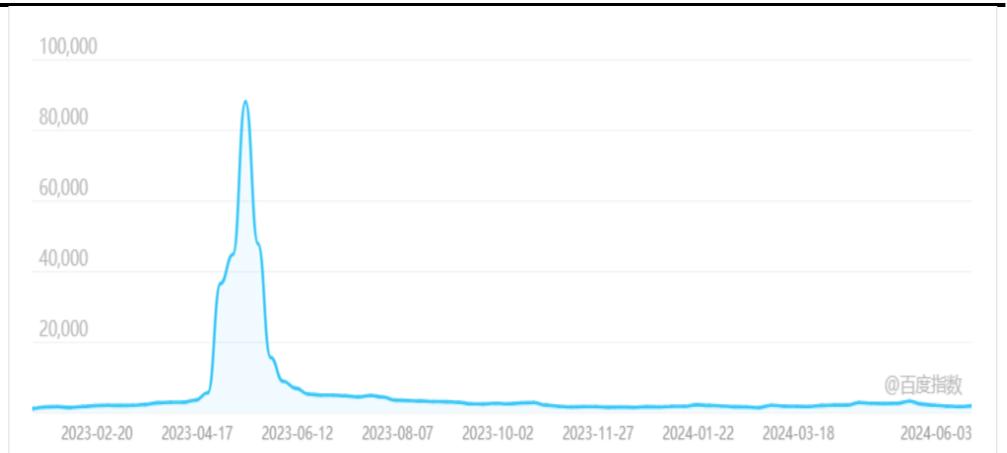
资料来源: 美团餐饮研究院, 2024中国餐饮加盟行业白皮书, 万联证券研究所

资料来源: 中国连锁经营协会, 万联证券研究所

3.2.2 旅游餐饮相互促进, 特色美食刺激旅游业发展, 带动餐饮业增长

地方特色美食吸引游客, 带动旅游业发展。“民以食为天”, 地方特色美食既贴近大众生活, 也是当地文化的生动展现, 逐渐成为吸引外地游客探索游玩的契机。2023年, 淄博烧烤火爆出圈, “淄博”一词的百度指数在4到6月达到峰值。在此期间淄博旅游人数大幅增长, 2023五一假期, 去哪儿网报告显示淄博热度环比增长最高, 涨幅为605%; 美团、大众点评数据显示淄博旅游订单同比增长2000%; 淄博市委宣传部预估将有超12万人前往淄博。2024年3月, 天水麻辣烫同样在网络上掀起讨论, “天水”一词的百度指数在3到5月显著升高。甘肃文旅局统计, 3月1日到4月30日, 天水市已累计接待游客1047.8万人次, 旅游花费达到60.8亿元。

图表46: 2023年起“淄博”百度指数



资料来源: 百度指数, 万联证券研究所

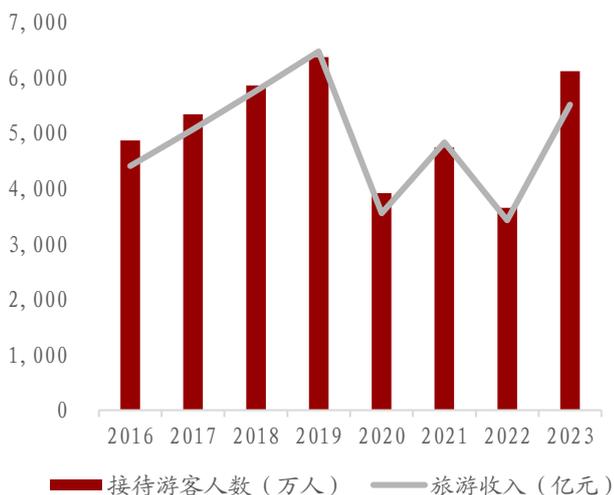
图表47: 2024年起“天水”百度指数



资料来源: 百度指数, 万联证券研究所

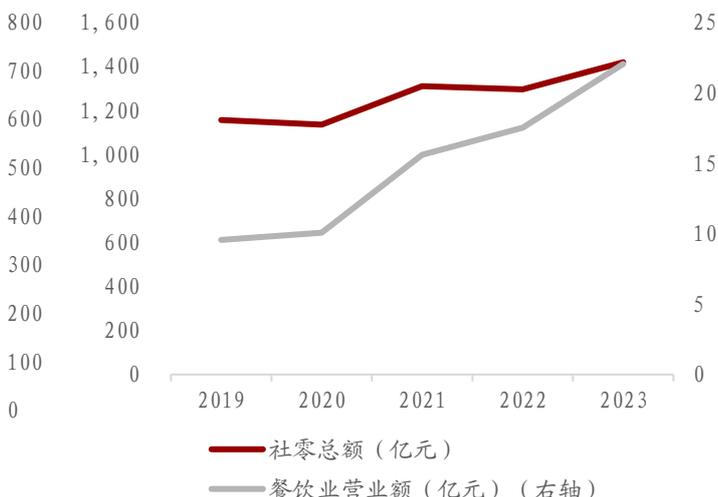
旅游业发展带动餐饮收入增长。旅游业的蓬勃发展同样带动了消费市场特别是餐饮市场的发展, 实现了旅游与餐饮的“双向奔赴”。根据淄博市统计局数据, 2023年淄博共接待国内游客6114.9万人次, 比上年增长67.6%; 实现国内旅游收入630亿元, 增长68.4%。全年实现社会消费品零售总额1418.1亿元, 比上年增长9.6%; 限额以上餐饮业营业额增长25.8%。企查查数据显示, 2023年1月1日至今, 新增“淄博烧烤”相关企业928家。根据甘肃统计局数据, 24年一季度受“天水麻辣烫”火爆出圈效应的辐射带动, 全市社会消费品零售总额99.18亿元, 同比增长7.9%; 餐饮收入15.72亿元, 增长14.5%。企查查数据显示, 2024年1月1日至今, 新增“天水麻辣烫”相关企业307家。

图表48: 淄博市接待游客人数与旅游收入



资料来源: 淄博市统计局, 万联证券研究所

图表49: 淄博市社零总额和餐饮业营业额

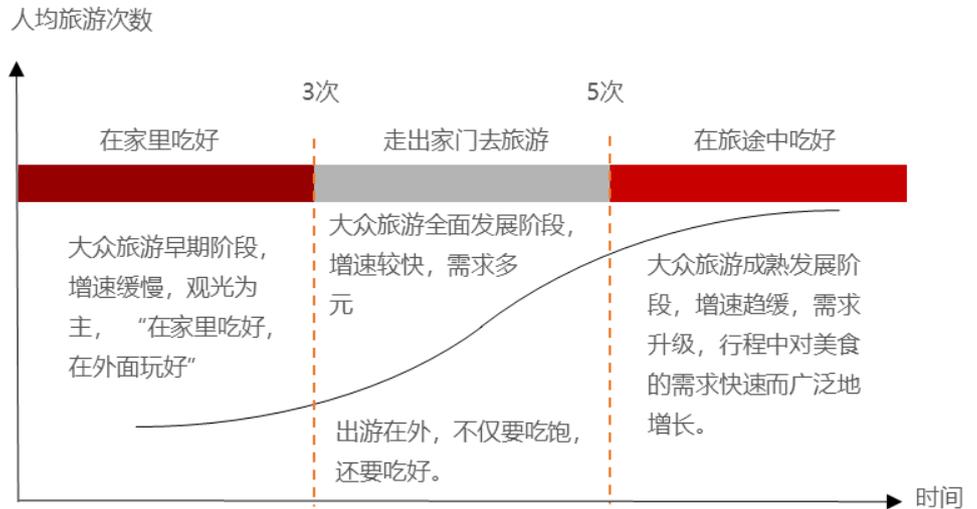


资料来源: 淄博市统计局, 万联证券研究所

旅游餐饮具有发展潜力, 成促进餐饮发展新动能。从国际国内旅游发展历程来看, 居民出游率呈“S”型曲线变化。人均年出游低于3次的大众旅游早期阶段, 旅游业增速缓慢, 游客以观光为主, 对于餐饮的需要停留在吃饱的初级阶段, “在家里吃好, 在外面玩好”。人均年出游3-5次的大众旅游全面发展阶段, 旅游业增速较快, 游客需求多元, 出游在外, 不仅要吃饱, 还要吃好。人均年出游超过5次的大众旅游成熟

发展阶段，旅游业增速趋缓，游客需求升级，行程中对美食的需求快速而广泛地增长，广大游客既要领略行程中的美丽风景，也要体验旅游目的地的美好生活。据文旅部数据，2023年我国内出游人次48.91亿，入出境出游人次1.9亿，人均出游次数约3.6，处于大众旅游全面发展阶段。旅游业增速较快，游客对于美食的需求逐渐显现；未来随着人均可支配收入的增长和旅游业的进一步发展成熟，旅游餐饮需求有望快速广泛增长，成为餐饮行业发展的新动能。

图表50: 居民出游率呈“S”型曲线变化



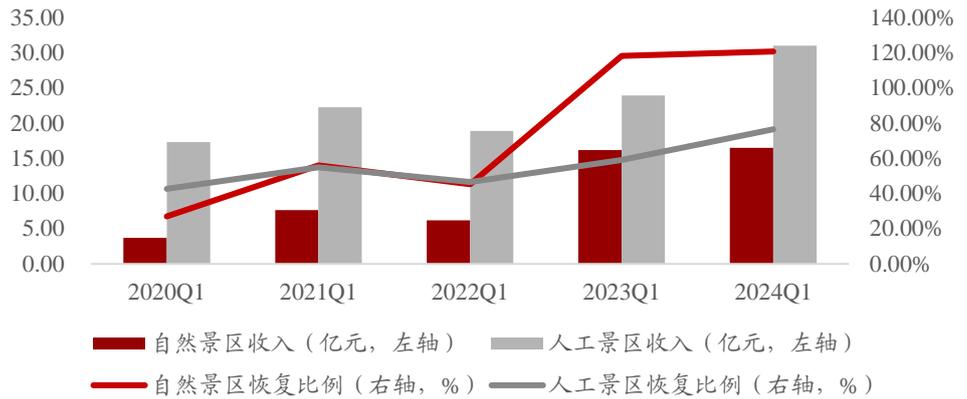
资料来源: 中国旅游研究院, 万联证券研究所

3.3 景区：自然景区复苏亮眼，人工景区业绩恢复空间与成长性更大

3.3.1 旅游需求持续释放，自然景区业绩超额修复

旅游需求持续回暖，2024年自然景区业绩表现优异，营收超越疫情前，人工景区仍有恢复空间。2023年，随着防疫硬约束解除叠加暑期和节假日刺激，过去三年积累的居民出行意愿快速释放，旅游需求快速回暖，旅游市场复苏迅猛，上市景区公司业绩快速恢复，其中自然景区客流率先行修复，业绩弹性更大。2024年，国内旅游市场繁荣发展，县域旅游火爆出圈，尔滨冰雪、天水麻辣烫走红点燃人们出行热情，国内出行旅游意愿明显提高；入境游方面，免签“朋友圈”持续扩容并延期，国际航班班次增加，加速入境游市场复苏发展。按可比口径看，24Q1自然景区和人工景区营业收入的恢复比例分别为123.63%、76.44%，其中自然景区的营收已经超过疫情前的水平，人工景区仍有恢复空间。

图表51: 自然、人工景区2020Q1-2024Q1收入及恢复比例

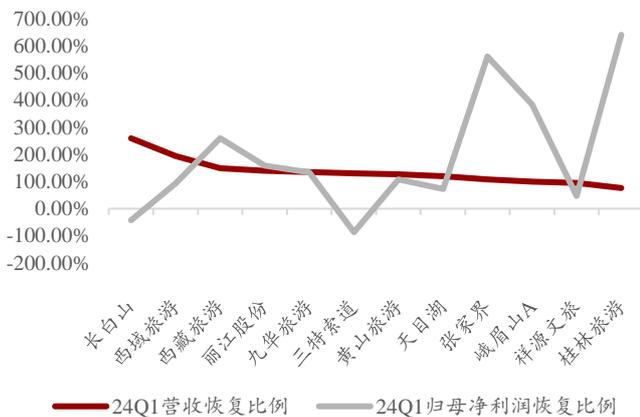


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 自然景区、人工景区均为申万三级行业; 恢复比例为与19年同期比较

一季度多个景区公司业绩恢复态势强劲，自然景区公司超额修复。景区公司成本多为刚性成本，利润变动主要取决于客流量。今年一季度，由于积压的旅游需求持续释放，旅游市场回暖，上市景区公司的业绩水平迅速回升，其中，部分头部自然景区公司业绩超额修复，表现优异。自然景区上市公司中，除桂林旅游外，其他上市公司24Q1营收水平平均超过或接近2019年同期，过半数归母净利润已超越19年。人工景区上市公司中，大连圣亚、曲江文旅营收超2019年同期但利润表现不佳，相较自然景区而言，人工景区一季度恢复水平未达预期，仍有改善空间。

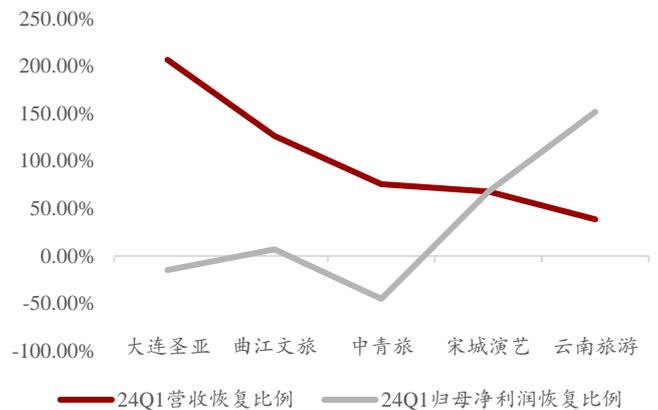
图表52: 自然景区各上市公司2024Q1恢复比例 (按24Q1营收恢复比例排序)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

注: 恢复比例为与19年同期比较, 下同。

图表53: 人工景区各上市公司2024Q1恢复比例 (按24Q1营收恢复比例排序)

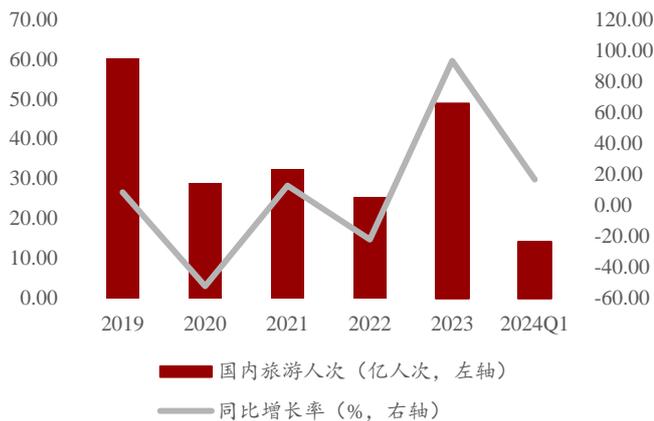


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

3.3.2 一季度旅游市场高开稳增，供需两端齐发力

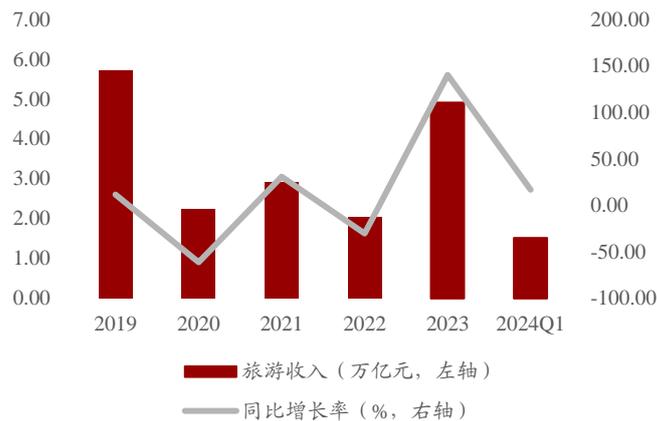
旅游需求持续释放，24Q1旅游人次及收入同比较快增长。积压的旅游需求持续释放对一季度旅游淡季的提振弹性较大，叠加政策利好频现，2024Q1整体出行维持高热度，旅游市场快速复苏，国内旅游人次及旅游收入同比较快增长。据文旅部数据中心测算，2024Q1国内旅游总人次为14.19亿，同比增长16.70%；实现旅游收入1.52万亿元，同比增长17.00%。

图表54: 全国国内旅游人次及同比



资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

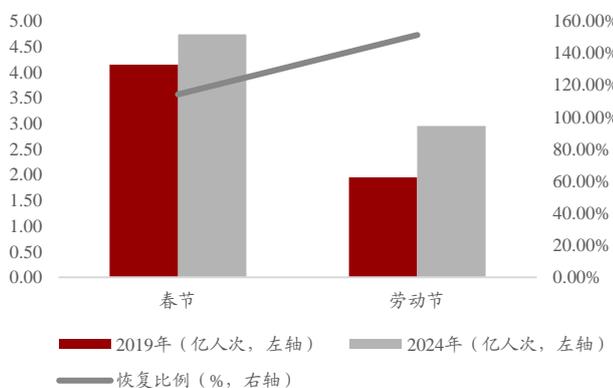
图表55: 全国国内旅游收入及同比



资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

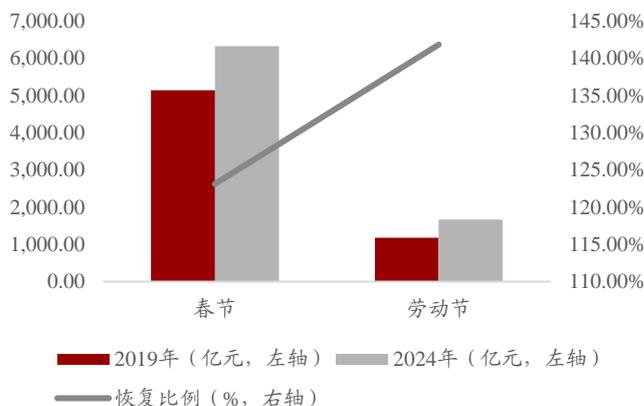
2024年假期旅游人次和收入均创新高, 旅游市场跑出复苏加速度。据文旅部数据中心测算, 2024年春节假期全国国内旅游出游4.74亿人次, 同比增长53.90%, 恢复至2019年同期的114.22%; 实现国内旅游收入6326.87亿元, 同比增长68.34%, 恢复至2019年同期的123.11%。劳动节旅游市场延续春节、清明增长趋势, 全国国内旅游出游合计2.95亿人次, 同比增长7.66%, 按可比口径恢复至2019年同期的151.28%; 实现国内旅游收入1668.90亿元, 同比增长12.72%, 按可比口径恢复至2019年同期的141.83%, 出游人次和旅游收入持续向好, 且均超过2019年同期数据。节假日旅游市场景气度进一步上行, 旅游人次及收入恢复比例均大幅提升。

图表56: 2024年节假日国内旅游人次及恢复比例



资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

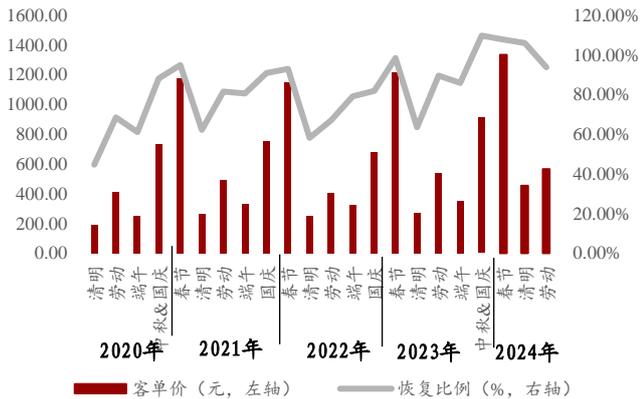
图表57: 2024年节假日国内旅游收入及恢复比例



资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

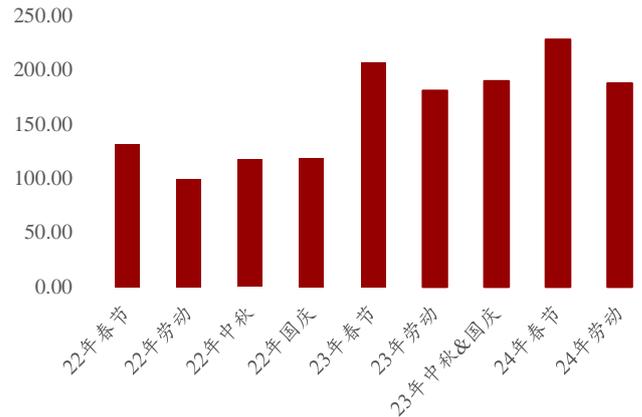
出游意愿高涨, 客单价恢复向好。在政策、供给、宣传等因素催化下, 今年以来城乡居民出游意愿高涨, 客单价持续提升, 2024年春节/清明节/劳动节国内旅游客单价相较于2019年同期恢复度分别为107.79%/106.03%/93.75%, 随着利好旅游行业政策和扩消费政策持续发力, 预计客单价仍有提升空间。受益于政策持续松绑及交通基础设施不断完善, 23年至今节假日旅游出游半径对比22年显著扩大。

图表58: 节假日国内游客单价及恢复比例



资料来源: 文旅部, 同花顺, 万联证券研究所

图表59: 节假日旅客平均出游半径



资料来源: 中国旅游研究院, 万联证券研究所

出入境政策持续加码。2024年我国在出入境政策方面采取了一系列措施以促进国际旅游业发展。1月28日, 中国与泰国签署了互免持普通护照人员签证协定, 两国公民持有指定的有效护照或国际旅行证件可以在对方国家或地区享有通常为30天的免签证停留权。2月9日, 中国政府扩大了部分国家人员免签入境海南的事由, 允许部分国家人员因商贸、访问、探亲、医疗、会展、体育竞技等需要(工作、学习事由除外)免签入境海南停留不超过30天。3月7日, 中国对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡6个国家持普通护照人员试行免签政策, 以上国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过15天可免签入境。4月29日, 中国与格鲁吉亚签署了关于互免持普通护照人员签证的协定, 免签“朋友圈”进一步扩大。

政策加持下入境游强势复苏。出入境免签政策持续加码, 有利于提高我国旅游业的发展水平, 吸引更多外国游客来华旅游观光。根据国家移民管理局数据, 今年一季度我国出入境人员超1.41亿人次, 同比上升117.8%, 其中外籍人员1307.4万人次, 同比上升305.2%。随着各项政策的推出与服务质量的提升, 入境游有望成为推动我国服务业发展的重要力量。在经济上, 入境旅游的繁荣能在旅游服务、酒店管理、交通运输等领域创造大量直接和间接就业机会, 有效带动交通、住宿、餐饮、购物等多个领域相关产业链发展; 在文化上, 大量外籍游客的涌入促进了文化的交流与传播, 有助于提升我国的国际形象, 增进世界各国人民对中国文化的了解和认识。预计未来入境游将得到签证便利化、旅游产品多样化、国际营销策略的升级等更多政策支持和市场创新, 提升中国作为国际旅游目的地的吸引力, 促使入境旅游市场迎来新一轮的快速增长期, 进一步巩固和提升中国在全球旅游经济中的地位。

图表60: 2024年我国出入境相关政策

时间	政策	内容
1月28日	中国与泰国签署互免持普通护照人员签证协定	本国公民持协定规定的有效护照或国际旅行证件, 可以在对方国家或地区享有通常为30天的免签证停留
2月9日	扩大部分国家人员免签入境海南事由	允许俄罗斯、英国、法国、德国等国家人员因商贸、访问、探亲、医疗、会展、体育竞技等需要(工作、学习事由除外)免签入境海南停留不超过30天。
3月7日	对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡6个国家持普通护照人员试行免签政策	2024年3月14日至11月30日期间, 上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过15天, 可免签入境。

4月29日	中格关于互免持普通护照人员签证的协定	持有有效的格鲁吉亚普通护照或有效的中华人民共和国普通护照，在缔约另一方入境、出境或者过境，单次停留不超过30日，每180日累计停留不超过90日，免办签证。
5月7日	延长对法国等12国公民短期来华免签政策	延长对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡12个国家免签政策，至2025年12月31日，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过十五天，可免办签证入境。

资料来源：新华社，人民网，央视新闻，万联证券研究所

各地政府持续加码文旅投资，文旅产品供给更为丰富。旅游产业是一个覆盖面广、融合度高、拉动力强的综合性产业，涵盖了吃住行玩多个领域，可以创造大量就业岗位，具有“一业兴百业旺”的综合效应。各级地方政府越来越重视旅游业的发展，“万亿产业”、“经济支柱”、“世界级旅游目的地”在各省市地方政府的旅游业“十四五”规划中成为高频关键词。2023年，全国多个省市相继发布一系列旨在促进文化旅游产业发展的政策，通过“真金白银”的政策激励，提振文旅消费，为文旅产业注入强劲动力。政策发力主要分为三大方向：一是项目带动引领。如浙江省重点推进泰顺华东大峡谷、龙泉瓯江文化休闲康养中心等项目建设，培育省级以上生态旅游示范区20个以上，并优先保障文旅重大项目土地、资金等要素；福建省重点支持各地各部门系统性谋划开发一批主题鲜明、具有地方特色、产业整合度高、示范性强的文旅产业项目。二是培育优质市场主体，壮大区域发展。如湖南省在培育本土文旅“千亿企业”和“百亿企业”目标的基础上，鼓励世界500强旅游企业或中国旅游集团20强企业投资湖南，给予每家最高不超过500万元的一次性资金奖补。三是重视“旅游+”发展。通过“旅游+”融合演艺、体育、非遗等，推出一系列体验丰富、备受游客青睐的活动和产品。

图表61: 2023年各地方政府推动建设旅游行业的措施

省份	措施
山东省	3月31日，山东省发布《关于促进文旅深度融合推动旅游业高质量发展的意见》，提出实施重大项目引领工程，推进文化“两创”、红色文旅、数字文旅、海洋旅游、工业旅游、乡村旅游、黄河文旅、生态旅游、文旅康养、基础设施等十大类工程。到2027年，实施300个以上重大文旅项目，累计投资超过5000亿元，形成25个以上“雁阵形”文旅产业集群。
云南省	策划推出100个以上省级重大文旅项目，推动文化旅游与医疗、教育、体育、养老、科技等产业深度融合发展，推出医疗健康、中医药养生、户外运动、科普研学、旅居养老等康养旅游新业态，对年度投资2亿元以上的省级重大文旅项目，按其实际完成投资额的3%给予奖励。深入推进“文化润滇”，推进景迈山古茶林景观申遗，规划建设大理太和城、晋宁石寨山古墓群等国家考古遗址公园和云南非遗博览园，开发文博和非遗体验消费项目。
浙江省	重点推进泰顺华东大峡谷、龙泉瓯江文化休闲康养中心等项目建设，培育省级以上生态旅游示范区20个以上，并优先保障文旅重大项目土地、资金等要素。
河南省	加大对黄河文化产品、休闲度假产品、乡村康养等四季重点文旅产品的宣传推介力度，对工作开展较好的省辖市（济源示范区、航空港区）给予宣传营销经费补贴。提出统筹开展多领域、多层次的消费促进活动，筹办大型演艺活动、赛事、展会，举办或参加消费促进月、国际消费季、双品购物节、老字号嘉年华、全球文旅创作者大会、体育产业博览会等活动，省财政给予奖补。壮大夜购、夜食、夜游、夜娱、夜宿、夜展、夜读等规模，打造多业态融合发展的夜经济场景。

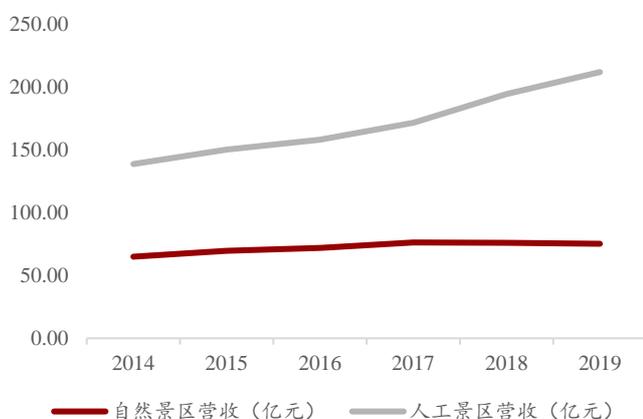
江苏省	安排 9000 万元支持文旅融合建设、产业融合新业态、文旅产业平台等项目，安排 1.16 亿元文化和旅游发展资金，支持消费提振、产业融合、数字赋能等项目。
福建省	重点支持各地各部门系统性谋划开发一批主题鲜明、具有地方特色、产业整合度高、示范性强的文旅产业项目。在支持境外文旅市场拓展方面，福建加大文旅品牌境外宣传推广力度，每年安排 300 万元人民币支持交流推广工作。
湖南省	加快下达 2 亿元省级文化和旅游发展专项资金，围绕建设世界旅游目的地，打造“五张名片”，重点支持消费提振、文旅融合等项目。在培育本土文旅“千亿企业”和“百亿企业”目标的基础上，鼓励世界 500 强旅游企业或中国旅游集团 20 强企业投资湖南，给予每家最高不超过 500 万元的一次性资金奖补。
辽宁省	推出旅游消费券、景区免费打折、旅游助老助残、公益性文艺演出等多项文旅惠民措施，举办梨花节、樱花节、山花节、赏槐会等活动 40 余场。辽宁省沈阳市向市民和来沈游客发放消费券 1000 万元，覆盖宾馆酒店、旅游景区、旅游线路、演出场所、休闲娱乐、民宿等六大类文旅场景。

资料来源：山东省、云南省、河南省、江苏省、福建省、湖南省、辽宁省人民政府，万联证券研究所

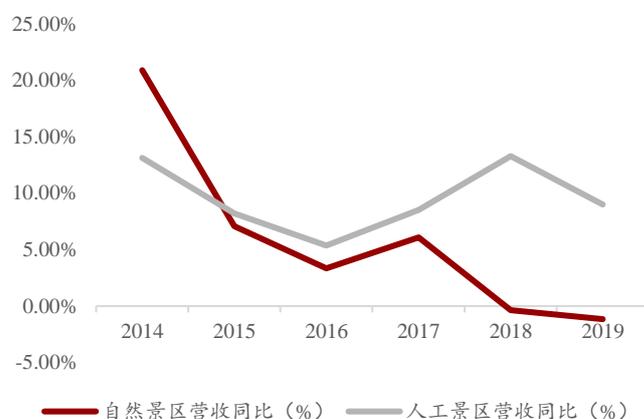
3.3.3 需求多元化背景下人工景区长期发展空间更大

从疫情前上市公司收入来看，人工景区维持较快增速，自然景区一度陷入增长瓶颈。2014-2019年，自然景区增长有限，营业收入仅由64.90亿元提升至75.04亿元，CAGR仅为2.94%，其中2018年后同比增速转负。同一期间，人工景区收入爬坡上涨，由122.47亿元增长至211.69亿元，CAGR为8.85%，人工景区收入年复合增速明显高于自然景区。从近年年度收入增速看，除了14年自然景区增速高于人工景区外，15-19年人工景区增速始终高于自然景区，凸显更强成长能力。

图表62：自然、人工景区2014-2019年收入情况



图表63：自然、人工景区2014-2019年收入增速情况



资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：自然景区（852112.SL）、人工景区（852111.SL）营收为板块上市公司营收加总。

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：自然景区（852112.SL）、人工景区（852111.SL）营收为板块上市公司营收加总。

短期来看，在经济弱复苏背景下，各地政府将发展旅游行业作为提振经济的重要抓手，预计各类鼓励旅游消费的政策仍将持续，旅游产品的供给也更加丰富，居民的旅游消费习惯有望得到进一步培养，旅游人次和旅游收入将继续保持增长，部分景区上市公司业绩仍有复苏空间。长期来看，人工景区具备更大的成长性。供给端：自然景区依托稀缺的自然资源，缺乏异地复制的能力，而人工景区可多地复制，随着居民财富增长和休闲旅游意识提升，业绩增长空间更大。需求端：自然景区位置固定且多偏远，依赖于全国客流，所提供的旅游产品内容较为单一，而人工景区依托城市周边游的兴起和旅客消费习惯的改变，丰富灵活的内容安排能够满足游客多元化、个性化的体验需求，经济复苏后业绩弹性更加可期。

3.4 免税：离岛免税及机场免税有序恢复，市内免税拥有较大的发展空间

3.4.1 离岛免税有序恢复

2024年一季度海南离岛免税市场持续增长，件单价上扬、客单价下行。2024Q1海南离岛免税购物金额127.64亿元，同比增长3.55%；购物件数1322万件，同比减少6.85%；购物人数达213.32万人次，同比增加34.85%。一季度为海南传统旅游旺季，旅游需求集中释放，境内跨省游迅速恢复，同时出境游尚未完全恢复，对赴岛客流的分流作用尚不显著，带动海南离岛旅游人次增加，助力海南离岛免税销售额增长。均价方面，2024Q1离岛免税件单价为965.19元，同比增长12.58%，延续较快回升趋势；客单价为5983.38元，同比下滑20.69%。消费分层现象明显，全球旅游零售业复苏带来的报复性消费导致部分高单价精品（如腕表、箱包）爆款，件单价持续上行；同时消费者购物金额受到经济下行收入压力限制，影响了销售额及客单价。

随着出境游逐步恢复，海南离岛免税面临口岸免税和境外免税的竞争，规模仍未恢复至2021年水平。长期以来，因地理、气候环境相似，海南与东南亚旅游市场“互为对手”。随着出境游的有序恢复，消费者的旅游热情被重新点燃，海南离岛免税业务面临口岸免税和境外免税竞争。数据显示，虽然疫情放开后消费复苏，但离岛免税业务由于分流影响，规模仍低于疫情期间的2021年。2024Q1，离岛免税购物金额为2021年同期的94.05%，购物件数为2021年同期的74.51%。

图表64：海南离岛免税累计销售情况



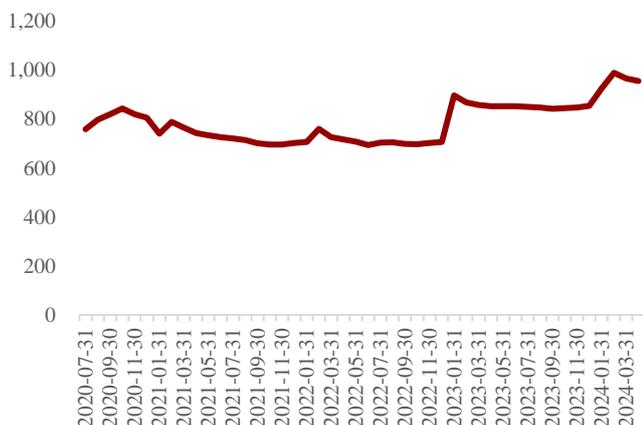
图表65：海南离岛免税购物实际人次



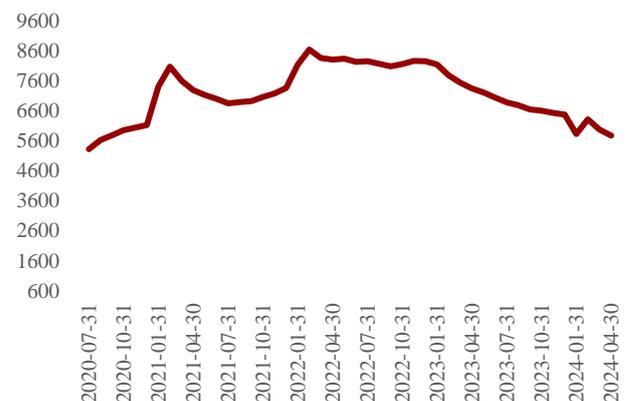
资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

图表66：海南离岛免税购物件单价（元/件）



图表67：海南离岛免税购物客单价（元/人）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

海南封关后，岛内居民可以按免税价格进行购物。“封关”是指让海南全岛成为一个“境内关外”区域，海南岛内可以享受零关税等优惠政策，实行“一线放开、二线管住、岛内自由”货物进出口管理制度。到2025年，海南岛将初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港制度体系，实行全岛封关，执行大部分进口货物零关税政策。对消费者而言，岛内消费者可以以较低价格购买国际商品，人员开放也将面向更多国家实行更加开放的免签政策，为海南带来更多高素质人才和就业岗位。

图表68: 海南“封关”后进出口管理制度

原则	定义
一线放开	指境外及区内的货物可以不受海关监管自由出入境，即自贸区（港）与境外实现货物、资金和人员等要素自由流动。
二线管住	指从自贸区（港）出入国境内其他区域的货物，纳入全国海关通关一体化，实行常规监管，要征收相应的税收，并纳入贸易统计。

资料来源：央视新闻，万联证券研究所

免税牌照或将仍是稀缺资源，长期深耕有望受益政策东风。海南与香港所处地理位置较近，为了维持海南自贸港的吸引力，不排除封关政策参考香港的情况进行制定。参考香港每人每年5000元入境免税额度，免除关税、增值税和消费税。此时，保持离岛免税特许经营牌照，离岛免税牌照仍然为10万额度，免征三项税收，离岛免税牌照不具价格优势，但额度优势仍在。此时持牌免税零售商依然可以凭借额度优势吸引大批来岛旅客的消费，享受海南自贸港建设的红利。假设出现了最悲观的情况，离岛免税牌照的价格和额度优势全都失去，免税行业龙头依旧具有规模优势和关键商圈的渠道优势，有望吸引高端奢侈品牌与精品配饰等高值产品入驻免税店，海南地区业务可能会被分流，但依旧可以保持相当的盈利能力。

- **情况一：**参考香港每人每年5000元入境免税额度，免除关税、增值税和消费税。此时，保持离岛免税特许经营牌照，离岛免税牌照仍然为10万额度，**免征三项税收，离岛免税牌照不具价格优势，但额度优势仍在。**
- **情况二：**海南封关后，购物免征关税，消费税与增值税等税费合并简化，整体税率高于三税全免，购物额度提升至与离岛免税相同额度。此时，仍然保持离岛免税特许经营牌照，**离岛免税仍然免征三税，额度优势不再仅剩价格优势。**
- **情况三：**取消离岛免税特许经营牌照，所有岛内消费免征关税，**消费税与增值税等税费合并简化，购物限制一定额度，离岛免税不再具备任何优势。**

图表69: 商品进口税收政策对比

	当前离岛免税政策	跨境电商政策	香港入境大陆政策
免税额度	离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元人民币，不限次数。	跨境电子商务零售进口商品的单次交易限值为人民币5000元，个人年度交易限值为人民币26,000元。超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次交易，以及完税价格超过5000元限值的单个不可分割商品，均按照一般贸易方式全额征税。	进境居民旅客携带在境外获取的个人自用进境物品，总值在5000元人民币以内（含5000元）的；非居民旅客携带拟留在中国境内的个人自用进境物品，总值在2000元人民币以内（含2000元）的，海关予以免税放行

所免税费	关税、进口环节增值税和消费税	在限值以内进口的跨境电子商务零售进口商品，关税税率暂设为 0%；进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70%征收。	关税、进口环节增值税和消费税
------	----------------	--	----------------

资料来源：海关总署，财政部，万联证券研究所

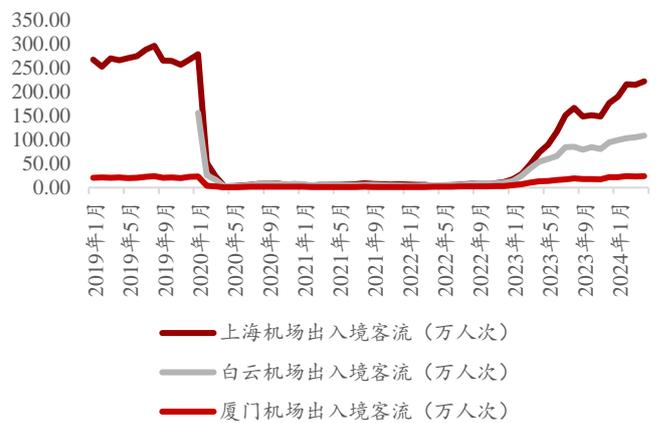
3.4.2 机场免税客流稳步恢复

出入境航班数及客流量均大幅回升，机场免税客流有望恢复。2024年一季度上海机场、白云机场和厦门机场出入境航班分别为42,673.00架/23,209架/4810架，同比增长177.35%/133.02%/170.22%；出入境客流分别为620.56万人次/307.72万人次/69.09万人次，同比增长544.80%/285.52%/203.03%，出入境航班数及客流量恢复迅猛。对比2019年一季度，出入境航班数及客流量已恢复至80%左右，预计2024年底能够完全恢复，为机场免税带来客流恢复。

图表70：部分机场出入境航班情况



图表71：部分机场出入境客流情况

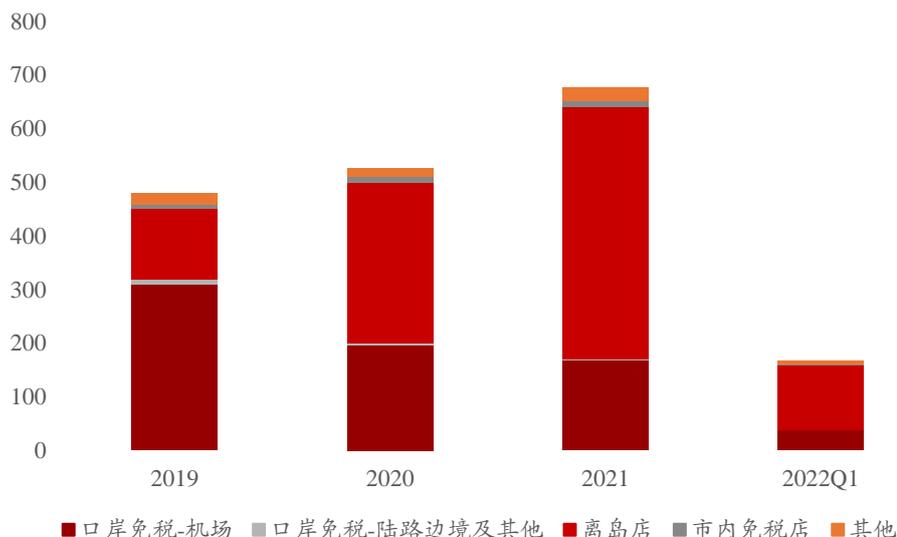


资料来源：同花顺，万联证券研究所

资料来源：同花顺，万联证券研究所

机场租金上行短期内带来经营压力，随着客流增加压力有望缓解。疫情流行以来，出行受限致机场等渠道免税店客源同比大幅萎缩，租赁协议中根据销量或客流量调整的可变佣金也随之下降，此外部分机场特许经营租金有所减免。疫情形势转好后，在出入境客流还未完全恢复的情况下，机场租金上行，在短时间内对免税公司会造成一定的经营压力。但随着出入境航班和客流的逐渐恢复，机场免税将为口岸免税企业贡献业绩增量。如免税板块龙头企业中国中免2019年机场口岸免税收入为310亿元，占比高达64.58%，但因为疫情期间出行受限叠加离岛免税政策出台，其机场渠道收入同比大幅下降，2020和2021年分别同比下降36.45%/14.32%至197/169亿元。后续随着出入境航班和客流增加，中国中免机场口岸免税收入也会逐渐恢复，带动整体业绩相应增长。

图表72: 中国中免不同渠道收入规模 (亿元)



资料来源: 中国中免港股招股说明书, 万联证券研究所

3.4.3 市内免税静待政策东风

静待政策落实, 未来发展空间较大。当前, 市内免税牌照主要针对外国人离境和出境人员归国的免税品消费, 对于离境国人的市内免税政策暂未放开。2020年国家发改委等23部门发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》, 提出完善市内免税店政策, 建设一批中国特色市内免税店, 鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持。2022年年初, 国务院发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》, 意见中再度提及“完善市内免税政策, 规划建设一批中国特色市内免税店”, 如果政策落实, 国内市内免税渠道规模将迎来指数型增长。伴随免税消费刺激政策持续发力, 市内免税牌照的类型、数量和限购金额或将放宽, 未来国内出境游客也有望参与市内免税购物。目前, 我国市内免税政策仍然存在较大发力空间, 未来随着政策的进一步放开, 市内免税店将迎来更广阔的成长空间。

图表73: 2020年以来市内免税相关政策

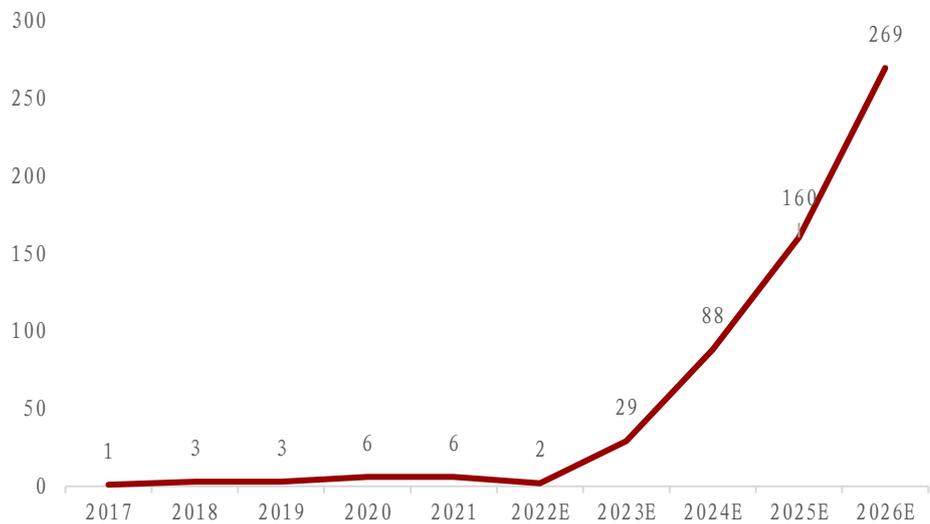
时间	部门	政策文件	主要内容
2020.3	财政部、商务部、海关总署、税务总局	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策, 建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持。
2020.4	上海市人民政府	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	支持免税品经营企业增设市内免税店。在免税店设立一定面积的国产商品销售区, 推动国产自主品牌走向国际市场。
2020.9	国务院	《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》	优化市内免税店布局, 统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点, 落实免税店相关政策。
2021.3	广州市推进粤港澳大湾区建设领导小组	《粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案》	在广州北站商务区(T4航站楼)依照规定设置离境退税办理点, 争取在花都区文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。
2021.7	深圳市人民政府	《关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案(2021-2023年)》	推动免税消费扩围提速。探索建立大湾区国际免税城, 推动设立市内免税店,

2022.4 国务院办公厅 《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》 完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

资料来源：各级政府官网，万联证券研究所

中国市内免税尚处于起步阶段，若政策松绑，市场规模有望较快增长。自韩国开设第一家市内免税店以来，韩国政府不断放宽免税政策，增加购买限额，免税市场规模增长迅猛，2019年市内免税销售总额已经达到韩国整体免税收入的85%，约180亿美元。相比于韩国市场，我国市内免税市场依然处于起步阶段，根据弗若斯特沙利文的统计数据显示，2020年我国内地市内免税市场规模为6亿元，占比仅为2%。为引导消费回流，我们认为当前市内免税政策存在三大松绑空间：首先，当前市内免税仅对离境外国人和归国人员开放，国人离境的市内免税购物牌照仍未放开，第二，市内免税购物的商品品种和额度有限制，第三，目前我国经营市内免税的门店数量较少。如果政策能松绑，预计我国市内免税渠道规模有望较快增长。

图表74：中国市内免税店市场规模（亿元）



资料来源：中国中免港股招股书，弗若斯特沙利文，万联证券研究所

4 投资建议与风险提示

4.1 投资建议

2024年一季度，社会服务板块业绩增长亮眼，领跑市场，但行情整体承压，板块面临外部经济不确定性增加与内部需求疲软的双重挑战。在消费分层加剧，高性价比与悦己、品质型消费观并存以及内容形式多样、鼓励用户自发创造和分享的新媒体平台迅猛发展的大背景下，旅游底层逻辑正在面临从资源服务延伸到内容服务，由“权威推荐”转向“真实分享”，由“热门旅游城市”转向“小众目的地”，由“游山玩水”转向“深度体验”的更新迭代。一方面，小众目的地逐渐兴起，游客们逐渐不满足于热门旅游城市的计划内打卡，转而开始挖掘“深巷烟火”的旅游体验，追求不期而遇的惊喜感。另一方面，旅游内容更加多元，游客的出游行程不再是千篇一律的游山玩水，深度体验以美食、自然资源等为代表的“万国风华”成为许多人出游的主要目标，淄博的烧烤、天水的麻辣烫、哈尔滨的冰雪文化都是热点事件中旅游体验的核心内容。

旅游行业覆盖面广、融合度高、拉动力强，涵盖了吃住行玩多个领域，具有“一业兴百业旺”的综合效应，行业的发展新趋势为文旅产业链上的相关行业带来利好。**建议持续关注政策支持效果及市场需求的实质性恢复情况，并重点关注以下受益于目的地下沉化与需求多元化的优质标的：**1) 积极布局下沉市场、高端增值服务空间广阔的**酒店龙头**；2) 规模效应降低成本、客流增长可期的**连锁餐饮企业**；3) 内容形式丰富多样、有效满足个性化与多元化需求的**景区与演艺公司**；4) 受益于可选消费逐渐复苏、静待业绩拐点的**免税零售商**。

4.2 风险提示

- 1.自然灾害和安全事故风险。**游客流动性和异地性，造成旅游行业面临自然灾害和安全事故时应对更加复杂困难，游客接待量是影响旅游行业的主要因素，自然灾害、重大疫情、大型活动、安全事故等因素将会对旅游行业经营业绩产生负面影响。
- 2.政策风险。**主要包括免税专营政策变化、签证政策变化风险。口岸进境免税店通过招标方式确定经营主体，进境免税业务的争夺进入了市场化阶段，免税行业面临国家免税专营政策逐步放开的风险、签证政策变化的风险，给免税企业预期经营收益带来不确定性。如果签证政策收紧，可能影响免税和出境游业务。
- 3.宏观经济增长不及预期风险。**如果宏观经济增速不及预期，会导致居民收入增长不及预期，并负面影响旅游、餐饮、免税等消费服务行业的景气度。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳福田区深南大道2007号金地中心
广州天河区珠江东路11号高德置地广场