

消费者服务

社会服务行业 2024 年中期策略 同步大市-A(维持)

需求分层、理性消费、体验为王，文旅新玩法促进旅游消费释放

2024 年 7 月 4 日

行业研究/行业中期策略

消费者服务板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
601888.SH	中国中免	买入-B
600754.SH	锦江酒店	增持-A
600258.SH	首旅酒店	增持-A
600138.SH	中青旅	增持-B
300144.SZ	宋城演艺	增持-A
002707.SZ	众信旅游	增持-B
603043.SH	广州酒家	增持-A

相关报告：

【山证社服】2024 年社会服务行业年度策略：性价比与体验感碰撞，把握业绩拐点机会（2024-01-16）

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点：

➢ **2024H1 社会服务行业整体表现：行业回调显著，估值充分消化。**2024H1（数据统计截至 2024 年 6 月 24 日），申万社会服务行业指数下跌 24.57%，在 A 股 31 个申万一级行业中涨跌幅位列第 29。居民消费恢复进度整体放缓，需求复苏和个股业绩兑现引领年内行业主线。受限于消费需求恢复进程有所放缓、市场情况逐渐回归理性，以及宏观经济波动等因素影响，目前行业出现较大程度回调、整体仍在底部区间震荡、估值下修。

➢ **2024H2 社会服务行业展望：文旅新潮玩法促进旅游需求释放。**1) **需求分层：大众化与个性化并存。**中产及以上阶层随着收入提升、认知提高，单纯的观光旅游已经无法满足需求；但国内人口基数庞大，旅游观光客群依然占据市场主要组成部分，这类消费群体出门旅游需求仍以景点观光为主。旅游需求分层趋势显著，例如主打性价比的“反向旅游”“特种兵旅游”成为市场热点，同时高端旅游产品也备受青睐。2) **理性消费：主打性价比，县域旅游崛起。**大众居民消费行为由“支付更高的价格、以获得更好的商品和服务”，转变为“支付相同、更低的价格，获得更好、相同的商品和服务。”更多消费者回归理性实用主义，尽量减少非理性消费和非必需性支出，旅游市场中县域旅游崛起。3) **体验为王：情绪价值是核心。**中国旅游市场经过过去几十年的发展，旅游总体供大于求。旅游行业逐渐走向体验时代，体验为王的核心在于满足消费者的情绪价值。情绪价值盛行源于社会中普遍存在的心理压力和焦虑问题，情感舒缓成为年轻消费的主要驱动力。

➢ **投资建议：1) 出入境游：免签政策带动出入境游持续恢复。**2024 年以来各航司也在加码国际航班班次恢复，机票价格下降明显，消费者出游热情被点燃。2) **酒店：中端酒店继续增长，下沉市场成为主要开拓方向。**酒店行业存量市场最大、连锁化率最低的低线城市呈现供需两旺，反向旅游等出行方式带动下下沉市场住宿需求增长；同时酒店行业整体连锁化率和产品结构仍有较大提升和优化空间。3) **餐饮：小吃小喝、小聚、小店、小城，小而美备受青睐，**餐饮进入理性品质消费的新周期，“小而美”的餐饮业态和模式迎来发展时刻。4) **免税：离岛免税商品销售结构改善；市内免税店静待政策东风；**出入境客流恢复带动机场免税业务增长。重点公司推荐：中国中免、锦江酒店、首旅酒店、中青旅、宋城演艺、众信旅游、广州酒家。**风险提示：**居民消费意愿不及预期风险；免税政策变化风险；酒店行业供需变化风险；出入境旅游恢复不及预期风险；突发事件或不可控灾害风险。



目录

1. 2024H1 社会服务行业整体表现：行业回调显著，估值充分消化.....	6
2. 2024H2 社会服务行业展望：文旅新潮玩法促进旅游需求释放.....	9
2.1 出入境：免签政策带动出入境游持续恢复.....	13
2.2 酒店：中端酒店继续增长，下沉市场成为主要开拓方向.....	15
2.3 餐饮：小吃小喝、小聚、小店、小城，小而美备受青睐.....	19
2.4 免税：出入境游恢复带动销量增长.....	22
3. 投资建议及重点公司推荐.....	25
3.1 投资建议.....	25
3.2 重点公司推荐.....	26
3.2.1 中国中免.....	26
3.2.2 锦江酒店.....	26
3.2.3 首旅酒店.....	26
3.2.4 中青旅.....	27
3.2.5 宋城演艺.....	27
3.2.6 众信旅游.....	27
3.2.7 广州酒家.....	27
4. 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 2024 年初至今社会服务行业整体下跌 24.57%，涨跌幅位列申万一级行业第 29.....	6
图 2： 2024 年初至今申万社服行业与上证指数、沪深 300 涨跌幅.....	7
图 3： 社服行业整体估值自 2023 年 4 月起回落.....	7
图 4： 社会服务行业相对沪深 300 估值 1.89.....	7
图 5： 2024 年初至今社服行业各子板块估值.....	8

图 6: 2024 年初至今社服行业各子板块涨跌幅统计.....	8
图 7: 2024 年初至今社会服务行业个股涨跌幅.....	8
图 8: 2023 年因私出行旅游频次（跨省游）个人年收入分布（调查样本=3302）.....	9
图 9: 2023 年因私出行旅游频次（欧美等长线游）个人年收入分布（调查样本=3301）.....	9
图 10: 2020 年以来旅游市场恢复情况.....	10
图 11: 旅游小长假人均消费水平情况.....	10
图 12: 2024 五一假期热门旅游城市接待人次情况.....	11
图 13: 2024 五一三线及以下城市接待人次情况.....	11
图 14: 民航国内/国际客流同比 2019 年情况.....	11
图 15: 全民航旅客运输量及同比 2019 年情况.....	11
图 16: 国内演出市场规模及增速.....	12
图 17: 演唱会带动消费分析.....	12
图 18: 2024 年 5 月 Top20 通航国家航班量与 2019 年同期对比统计.....	13
图 19: 民航国际客运航班量月趋势.....	13
图 20: 2024 年 5 月国际出港航班目的地区域占比.....	13
图 21: 不同层级酒店连锁化率情况.....	16
图 22: 不同层级酒店入住率情况.....	16
图 23: 2019-2023 年各层级酒店签约量.....	16
图 24: 2019-2023 年各层级酒店签约量占比.....	16
图 25: 2019-2023 各线城市不同层级酒店签约量.....	17
图 26: 2023 年各线城市不同层级酒店签约量占比.....	17
图 27: 2021-2023 年不同签约类型酒店数量.....	17
图 28: 2023 年酒店开发类型分布（按城市层级）.....	17



图 29: 2019-2023 签约酒店管理模式情况.....	18
图 30: 2022-2023 年各层级酒店特许经营模式变化.....	18
图 31: 2022-2023 年餐饮品牌门店数占比分布情况.....	19
图 32: 连锁餐饮品牌门店数量破万时间统计.....	19
图 33: 不同餐饮品类门店数及品牌数（万家）.....	20
图 34: 2021-2023 餐饮品类连锁化率走势.....	20
图 35: 不同代际消费者选择餐饮门店看重因素.....	20
图 36: 2023 年各类型火锅门店数占比分布.....	20
图 37: 2021-2023 年餐饮连锁门店地域分布.....	22
图 38: 2021-2023 年不同城市餐饮门店连锁化率.....	22
图 39: 离岛免税销售金额.....	23
图 40: 离岛免税购物人次.....	23
图 41: 离岛免税人均客单价（元）.....	23
图 42: 离岛免税人均购买件数及购买单件均价.....	23
图 43: 上海浦东机场旅客吞吐量及国际旅客占比.....	25
图 44: 首都机场国内、国外航线客流量占比情况.....	25
表 1: 社会服务行业 2024Q1 基金重仓个股概览.....	9
表 2: 2023 年下半年起颁布多项政策利好入境游.....	14
表 3: “品牌卫星店”优势.....	21
表 4: 目前已开设卫星店餐饮品牌门店基本情况.....	21
表 5: 海南离岛免税市场新增离岛免税购物场所.....	24
表 6: 市内免税店相关政策.....	24

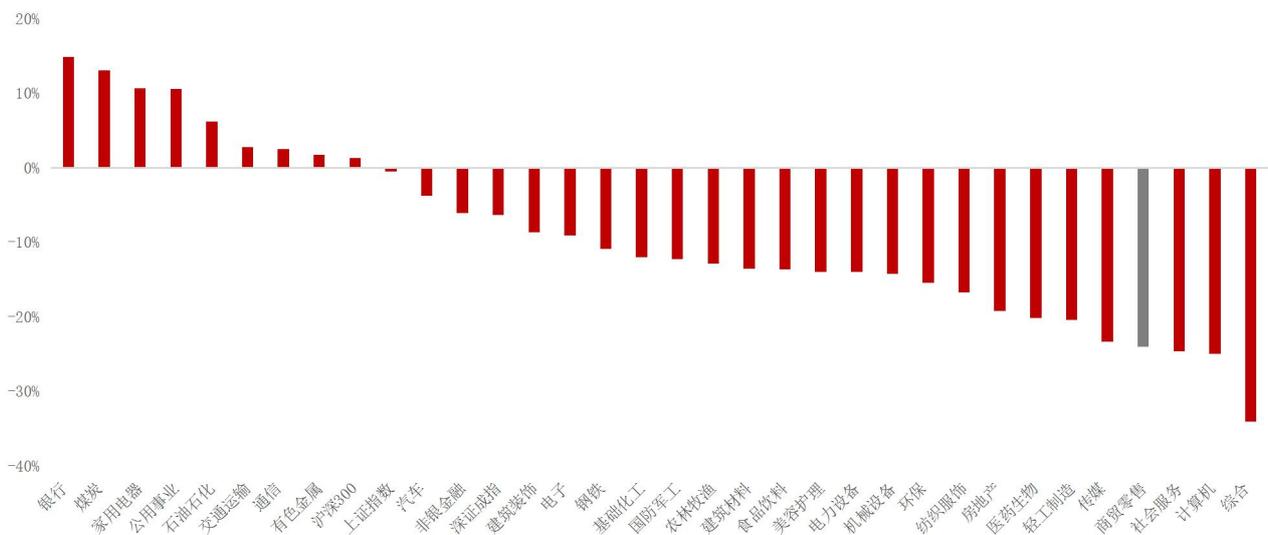


表 7： 重点推荐公司盈利预测.....28

1. 2024H1 社会服务行业整体表现：行业回调显著，估值充分消化

2024H1(数据统计截至 2024 年 6 月 24 日), 沪深 300 指数上涨 1.33%、上证指数下跌 0.4%、深证成指下跌 6.3%，申万社会服务行业指数下跌 24.57%，分别跑输大盘 25.9pct、24.17pct、18.27pct，在 A 股 31 个申万一级行业中涨跌幅位列第 29。

图 1：2024 年初至今社会服务行业整体下跌 24.57%，涨跌幅位列申万一级行业第 29



资料来源：wind，山西证券研究所

居民消费恢复进度整体放缓，需求复苏和个股业绩兑现引领年内行业主线。社会服务行业整体在春节前随大盘整体走势调整较多；春节后冬季旅游、冰雪主题爆发，长白山、大连圣亚等题材性标的有阶段性行情；五一小长假人均消费首次超越 2019 年同期水平，大众旅游市场持续升温。受限于消费需求恢复进程有所放缓、市场情况逐渐回归理性，以及宏观经济波动等因素影响，目前行业出现较大程度回调、整体仍在底部区间震荡、估值下修。

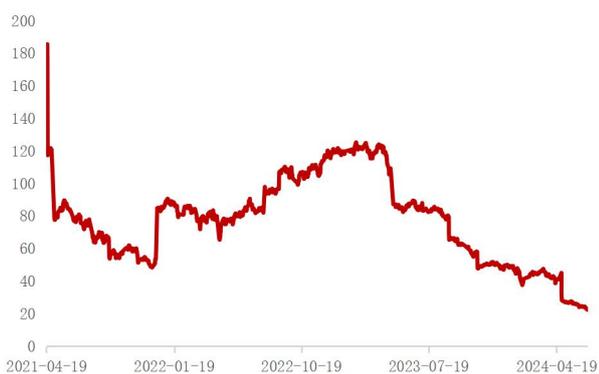
图 2：2024 年初至今申万社服行业与上证指数、沪深 300 涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

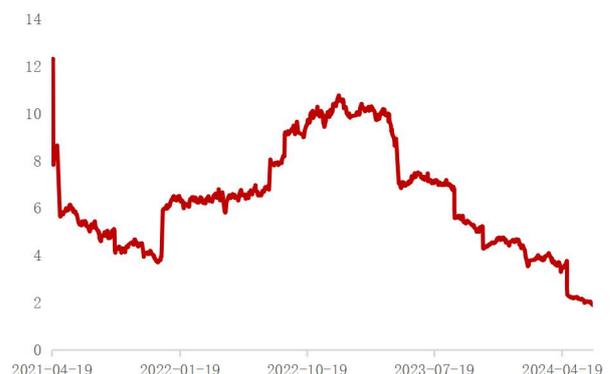
投资风格切换、业绩兑现带动行业估值水平持续回落。社服行业经营情况持续好转，2024Q1 行业超三分之一公司利润同比增长，行业估值自 2023 年 4 月起逐渐回落，2024H1 社服行业整体估值为 22.3 倍（TTM，整体法）。远低于去年同期 83.65 倍以及年初 49.6 倍，低于行业近三年均值 77.97 倍。2024H1 行业整体相对于沪深 300 估值为 1.89，低于去年同期 7.23 以及年初 4.6。

图 3：社服行业整体估值自 2023 年 4 月起回落



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：社会服务行业相对沪深 300 估值 1.89

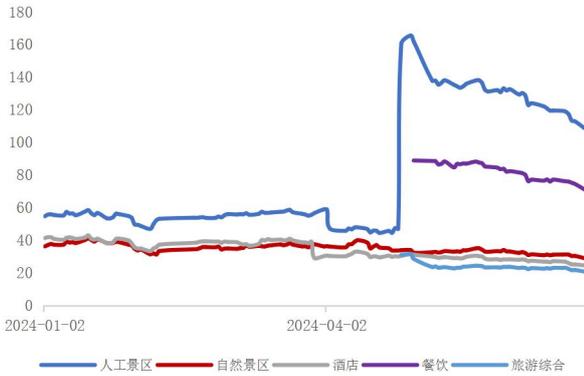


资料来源：wind，山西证券研究所

年初至今，行业各子板块均有不同程度下跌。跌幅分别为：自然景区（-6.07%）>人工景区（-17.25%）>旅游综合（-18.7%）>酒店（-20.69%）>餐饮（-40.01%）。估值方面，人工景

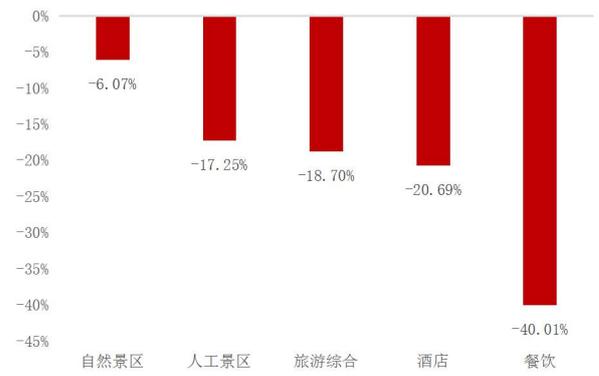
区、餐饮部分公司经营情况尚未恢复，业绩表现不佳影响估值仍偏离正常范围；自然景区（28.94倍）、酒店（24.55倍）、旅游综合（20.74倍）估值基本修复至正常区间。

图 5：2024 年初至今社服行业各子板块估值



资料来源：wind，山西证券研究所

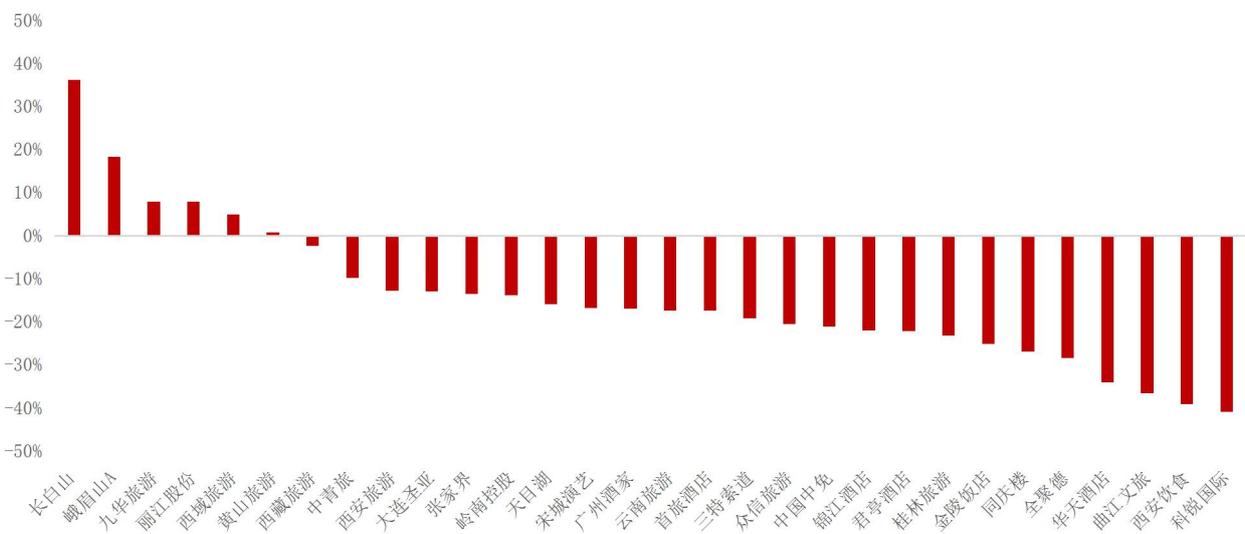
图 6：2024 年初至今社服行业各子板块涨跌幅统计



资料来源：wind，山西证券研究所

自然景区标的涨幅亮眼，题材性个股有阶段性行情。年初冰雪旅游火热带动长白山以 36.2% 涨幅领涨板块；自然景区以其独特性和高性价比表现亮眼，峨眉山 A (+18.37%)、九华旅游 (+7.96%)、丽江股份 (+7.96%)、西域旅游 (+4.88%)、黄山旅游 (+0.83%) 表现居前。板块内基金重仓标的股价回调，估值基本回归合理区间、投资性价比提升。

图 7：2024 年初至今社会服务行业个股涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

2024Q1 基金持仓居前标的中，景区板块获较多新增持仓机构。与 2023Q4 相比，三特索道、长白山、天目湖、丽江股份进入行业持仓前十序列；酒店标的持仓机构减少，锦江酒店、首旅酒店分别减少 4 家、17 家。

表 1：社会服务行业 2024Q1 基金重仓个股概览

证券代码	证券简称	2024 年初至今涨幅	流通市值 (亿元)	持仓数量 (万股)	持仓变动 (万股)	持仓市值 (亿元)	占流通股比	持有机构数	机构增减数量
601888.SH	中国中免	-21.12%	1259.0	5598.3	657.35	47.82	2.87%	76	29
300144.SZ	宋城演艺	-16.85%	184.2	13500	-1015.88	13.83	5.93%	29	14
605108.SH	同庆楼	-26.97%	57.8	2536.06	517.26	7.37	9.75%	15	3
600754.SH	锦江酒店	-21.97%	213.2	2479.49	-231.38	6.76	2.71%	36	4
600258.SH	首旅酒店	-17.41%	144.0	2615.59	-3950.01	3.73	2.34%	18	17
000888.SZ	峨眉山 A	18.37%	54.7	1260.85	-69.05	1.30	2.39%	19	4
002159.SZ	三特索道	-19.20%	17.1	454.34	454.34	0.73	3.28%	10	10
603099.SH	长白山	36.20%	54.2	230.09	187.22	0.53	0.86%	4	1
603136.SH	天目湖	-15.95%	27.9	203.17	5.86	0.41	1.09%	3	1
002033.SZ	丽江股份	7.96%	46.3	141.18	73.18	0.14	0.26%	3	2

资料来源：wind，山西证券研究所（数据统计截至 2024 年 6 月 24 日）

2. 2024H2 社会服务行业展望：文旅新潮玩法促进旅游需求释放

一、需求分层：大众化与个性化并存。旅游消费正在逐步由观光消费向休闲度假、深度体验转变。中产及以上阶层随着收入提升、认知提高，单纯的观光旅游已经无法满足需求，这类消费者对于文旅产品的需求也逐渐精细化，追求品质化、高端化。

图 8：2023 年因私出行旅游频次（跨省游）个人年收入分布（调查样本=3302）

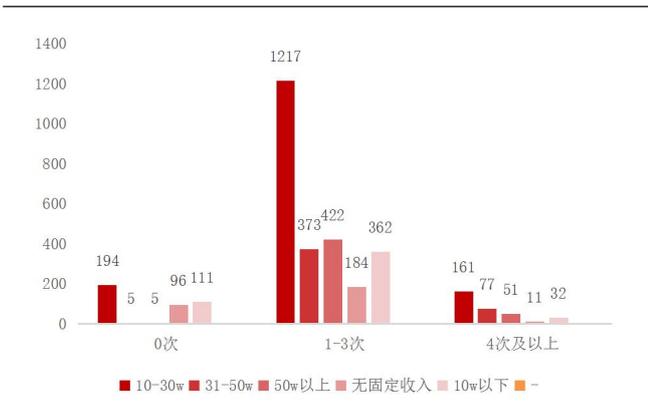
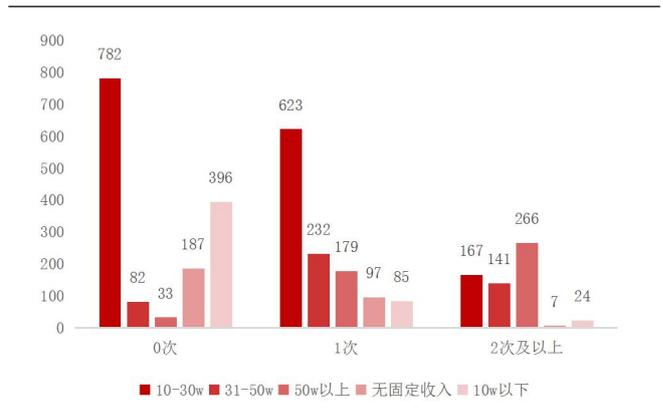


图 9：2023 年因私出行旅游频次（欧美等长线游）个人年收入分布（调查样本=3301）



资料来源：环球旅讯《2024年Q1中国旅游消费趋势洞察报告》，山西证券研究所

资料来源：环球旅讯《2024年Q1中国旅游消费趋势洞察报告》，山西证券研究所

境内因私旅游来看，消费者多为过去一年旅游频次在1-3次之间，个人年收入集中在10-30万区间。从出境游来看，多集中在年收入50万元的收入群体当中，年出境次数在2次或以上占比较高；同时个人年收入对赴日韩/东南亚短线或欧美长线游的频次影响也比较显著。

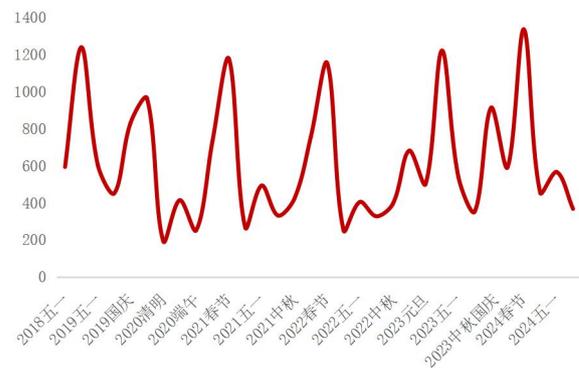
但国内人口基数庞大，旅游观光客群依然占据市场主要组成部分，这类消费群体出门旅游需求仍以景点观光为主。在此背景下，旅游需求分层趋势显著，例如主打性价比的“反向旅游”“特种兵旅游”成为市场热点，同时高端旅游产品也备受青睐。

图 10：2020 年以来旅游市场恢复情况



资料来源：文旅部，山西证券研究所

图 11：旅游小长假人均消费水平情况

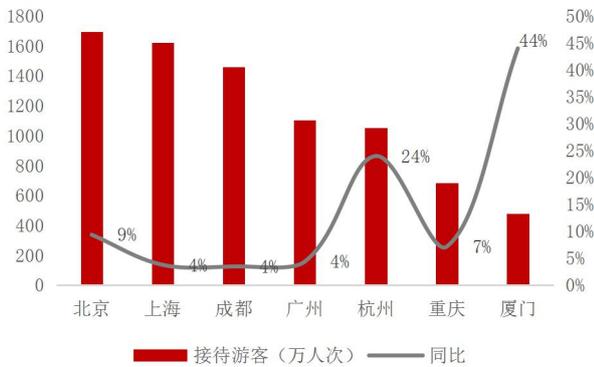


资料来源：文旅部，山西证券研究所

二、理性消费：主打性价比，县域旅游崛起。受宏观环境和对未来收入规划的影响，大众居民消费行为由“支付更高的价格、以获得更好的商品和服务”，转变为“支付相同、更低的价格，获得更好、相同的商品和服务。”更多消费者回归理性实用主义，尽量减少非理性消费和非必需性支出，旅游市场中县域旅游崛起。县城经济发展为县域旅游提供便捷的交通和配套的餐饮、住宿等基础设施和服务。2024年五一小长假，县域市场酒店均价仅为一二线热门城市均价的一半，突出性价比。

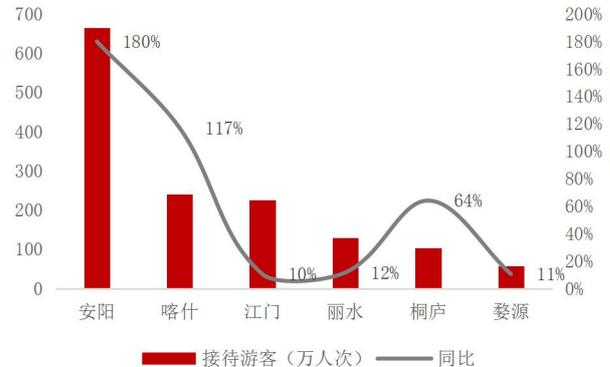
从2023年最先火爆全国的现象级旅游目的地山东淄博、到2023年末引领全民冰雪热潮的黑龙江哈尔滨、以及2024年初寻味甘肃天水麻辣烫之旅，上述火遍全国旅游目的地共同特点为当地物价较低，可以在短时间内快速吸引不同消费能力的游客、同时形成巨大的二次传播效应，通过社交平台对当地文化旅游及相关产业产生较强带动作用。

图 12：2024 五一假期热门旅游城市接待人次情况



资料来源：北京日报、北京市人民政府、解放日报、上海市人民政府、成都市文化广电旅游局、成都日报、南方都市报、杭州网、重庆市文化和旅游发展委员会、厦门市文化和旅游局，山西证券研究所

图 13：2024 五一三线及以下城市接待人次情况



资料来源：安阳市人民政府、喀什零距离、江门市文化广电旅游体育局、丽水市人民政府、我们大杭州、婺源旅游，山西证券研究所

2024Q2 民航细分市场分化明显，因私旅游强于商务出行，下沉市场和多元化目的地选择促进旅游市场复苏。尤其是年轻群体旅游消费倾向增强，下沉旅游市场表现为“旺季更旺”。同时旅客对机票价格敏感度提升，体现在航空旅客人数上升、机票价格下滑。商务航线虽保持增长，但价格波动较大，供给过剩导致价格难以支撑，商务出行市场“淡季更淡”。目前国际航班恢复度为 3/4 左右，中东市场恢复率超过 100%，北美市场恢复率低，欧澳、日韩东南亚恢复度在 70%-80%之间。

图 14：民航国内/国际客流同比 2019 年情况

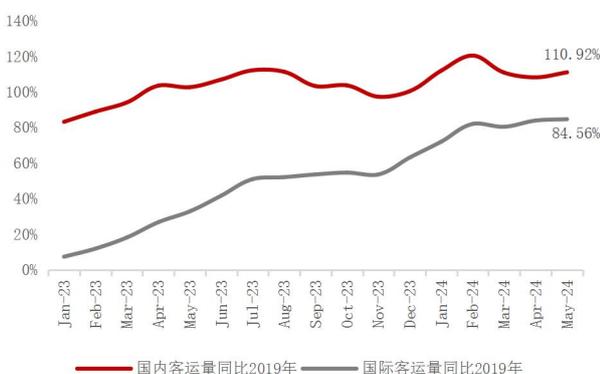


图 15：全民航旅客运输量及同比 2019 年情况



资料来源：wind、中国民用航空局，山西证券研究所

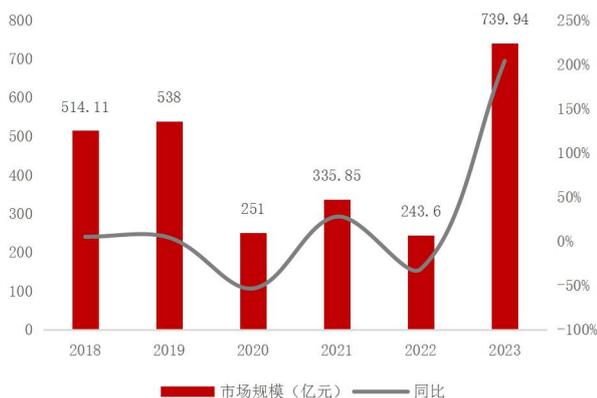
资料来源：wind、中国民用航空局，山西证券研究所

航班管家预测 2024 年 5 月民航旅客运输量约为 5921 万人次，同比 2019 年提升 8.6%。5 月民航国内运力同比 2019 年提升 10.2%，国内客流量同比 2019 年提升 11.7%。

三、体验为王：情绪价值是核心。旅游行业逐渐走向体验时代，体验为王的核心在于满足消费者的情绪价值。中国旅游市场经过过去几十年的发展，旅游总体供大于求。根据美国营销专家菲利普·科特勒消费行为三阶段论：1) 量的消费阶段（处于供不应求的市场环境）；2) 质的消费阶段（处于供应较宽松的市场环境）；3) 感情的消费阶段（处于供全面大于求的市场环境）即情绪价值。情绪价值盛行源于社会中普遍存在的心理压力和焦虑问题，情感舒缓成为年轻消费的主要驱动力。

经历 2023 年大型营业性演出爆发性增长后，2024 年大型营业性演出包括演唱会和音乐节市场热度不减。据中国演出行业协会票务信息采集平台数据监测和测算，2024Q1 全国营业性演出场次 11.9 万场，同比增长 72.71%；票房收入 108 亿元，同比增长 116.87%；观演人数 3886.99 万人次，同比增长 77.88%。

图 16：国内演出市场规模及增速



资料来源：中国演出行业协会、观研天下、文旅观察，山西证券研究所

图 17：演唱会带动消费分析

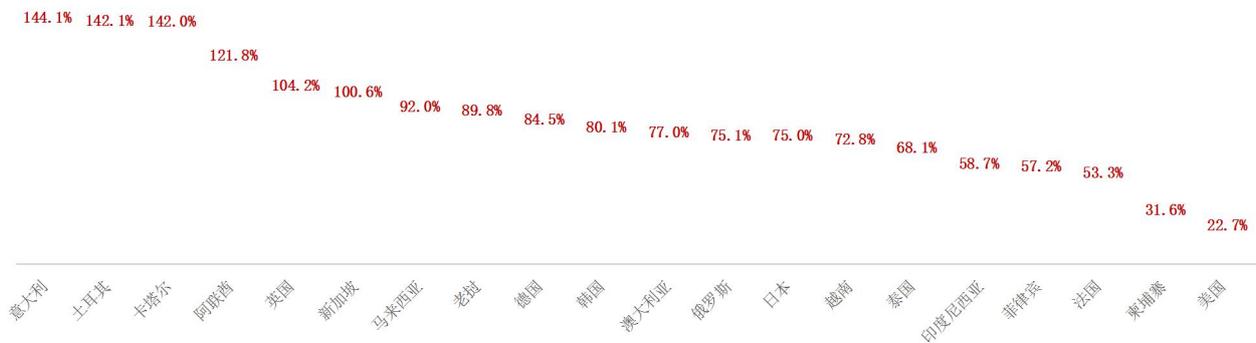


资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

2.1 出入境：免签政策带动出入境游持续恢复

2023年初，随着跨境旅游限制逐步解除、团队游业务相继重新恢复，出境游市场信心大幅提振。进入2024年，一系列政策利好不断。从2024年2月9日起，新加坡对中国游客实施免签入境政策；随后泰国、马来西亚也颁布对中国游客的免签入境政策。经典“新马泰”出境旅游线路开始重新捕获市场热度。同时，2024年以来各航司也在加码国际航班班次恢复，机票价格下降明显，消费者出游热情被点燃。

图 18：2024 年 5 月 Top20 通航国家航班量与 2019 年同期对比统计

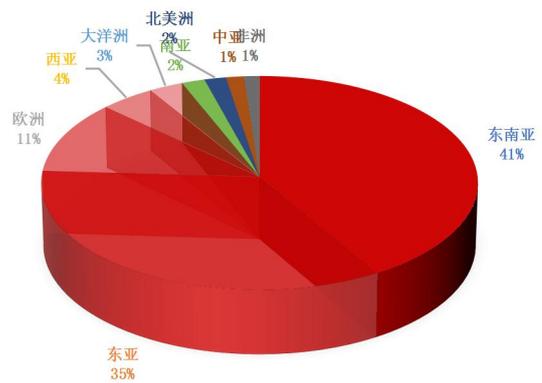


资料来源：航班管家《2024 年 5 月民航运行监测与分析》、国际出港航班，山西证券研究所

Top20 通航国家中，中国大陆赴意大利、土耳其、卡塔尔、阿联酋、英国、新加坡航班超 2019 年同期；日本、韩国、泰国等团队游开放早、上年同期基数较高；美国航班量恢复水平较低。2024 年 5 月民航国际客运航线航班量约 4.7 万班次，恢复至 2019 年同期 72.5%，环比 4 月增长 6.4%。出港目的地区域方面，东南亚与东亚仍是热门区域，占比合计达 75.8%。

图 19：民航国际客运航班量月趋势

图 20：2024 年 5 月国际出港航班目的地区域占比



资料来源：航班管家《2024年5月民航运行监测与分析》、航班管家算法预测，山西证券研究所

资料来源：航班管家《2024年5月民航运行监测与分析》，山西证券研究所

为刺激入境游需求、重振市场信心，国内自2023年下半年起颁布多项刺激政策。如便利外籍人员来华5项措施、推行区域入境免签措施、向多国试行单方面免签待遇，以及144小时过境免签政策等。入境游市场信心在众多利好政策推动下显著攀升。携程发布《2024五一假期旅行总结》显示，五一假期入境游订单同比增长105%，免签政策效应显著，中国单方面免签的12国及相互面前的新加坡、泰国，累计入境游客同比增长约2.5倍。

表 2：2023 年下半年起颁布多项政策利好入境游

颁布时间	颁布单位	标题	主要内容
2023.11.17	国家移民管理局	《中国 72/144 小时过境免签政策适用国家扩展至 54 国》	自 2023 年 11 月 17 日起，我国对挪威公民实施 72/144 小时过境免签政策。至此，中国 72/144 小时过境免签政策适用国家范围增至 54 国。54 国公民凭有效国际旅行证件和限定时间内确定日期及座位的联程客票过境上述城市前往第三国（地区），可免办签证在规定区域内停留不超过 72 小时或 144 小时，停留期间，可从事旅游和临时商务访问等短期活动。
2024.1.11	国家移民管理局	《便利外籍人员来华 5 项措施》	放宽来华外籍人员申办口岸签证条件、外籍人员在北京首都机场等枢纽空港口岸 24 小时直接过境免办查验手续、在华外籍人员可就近办理签证延期换发补发、在华外籍人员需多次出入境可申办再入境签证、简化在华外籍人员签证证件申办材料。
2024.3.7	外交部	《中国对瑞士等 6 国试行免签政策》	中方决定扩大免签国家范围，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。
2024.5.15	国家移民管理局	《关于全面实施外国旅游团乘坐邮轮入境免签政策的公告》	乘坐邮轮并经由境内旅行社组织接待的外国旅游团（2 人及以上），可从天津、辽宁大连、上海、江苏连云港、浙江温州和舟山、福建厦门、山东青岛、广东广州和深圳、广西北海、海南海口和三亚等

颁布时间	颁布单位	标题	主要内容
			13 个城市的邮轮口岸免办签证整团入境，旅游团须随同一邮轮前往下一港，直至本次邮轮出境，在中国境内停留不超过 15 天，活动范围为沿海省（自治区、直辖市）和北京市。

资料来源：国家移民管理局、外交部、新华社、中国政府网，山西证券研究所

入境游客源地展望，亚洲牢固、西欧逐渐恢复、其他地区消费水平优先。亚洲长久以来是中国入境旅游传统客源地和最大的市场。近年来随着一带一路政策不断推进、中国与周边国家和地区联系增强，与新马泰相继达成互免签证协定之后，新马泰游客来华旅游订单同比实现大幅增长。

欧美整体市场景气恢复仍需时日，西欧呈现出积极复苏信号。2023 年下半年起，为进一步促进中外人员往来，中国政府决定对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙等国家持普通护照人员试行单方面 15 天免签政策。这一政策出台较大提升西欧入境客源增长信心。

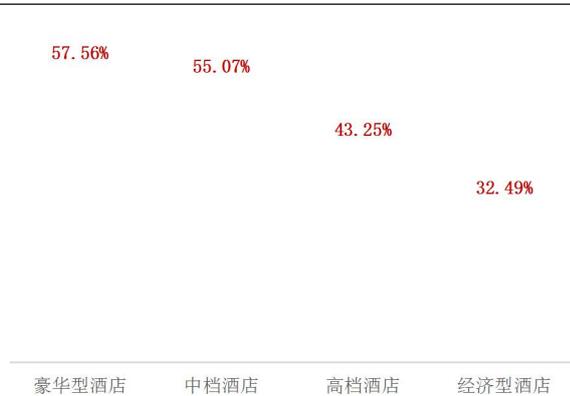
其他地区总体入境需求仍较为有限。受益于援非政策、一带一路等，非洲、南亚、中北亚、西亚等多地入境需求逐渐回升。但受制于上述地区长期以来入境中国旅游消费者量级及消费水平，对入境带动作用较为有限。

2.2 酒店：中端酒店继续增长，下沉市场成为主要开拓方向

中国饭店协会最新发布《2024 中国酒店业发展报告》显示，截至 2023 年底，我国酒店连锁化率由上一年 38.75%提升至 40.95%。酒店行业存量市场最大、连锁化率最低的低线城市呈现供需两旺，反向旅游等出行方式带动下沉市场住宿需求增长；同时酒店行业整体连锁化率和产品结构仍有较大提升和优化空间。中端酒店继续增长、下沉市场成为主要开拓方向将是酒店行业发展主线。

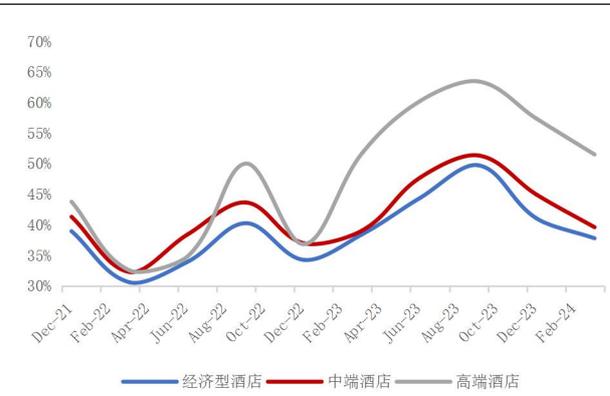
连锁化率提升，产品供给分化。截至 2023 年底，我国住宿业设施总数约 61 万家，酒店业设施约 32 万家；酒店客房总数约 1650 万间，连锁客房数约 676 万间。酒店行业连锁化率由上一年 38.75%提升至 40.95%。从产品结构来看，经济型酒店仍为市场基本盘。经济型酒店客房数约 912.9 万间，占比为 55.33%；但经济型酒店连锁化率在不同酒店产品类型中最低，仅为 32.49%，远低于中端酒店 55.07%、高档酒店 43.25%、豪华酒店 57.56%。

图 21：不同层级酒店连锁化率情况



资料来源：中国饭店协会《2024 年中国酒店业发展报告》，山西证券研究所

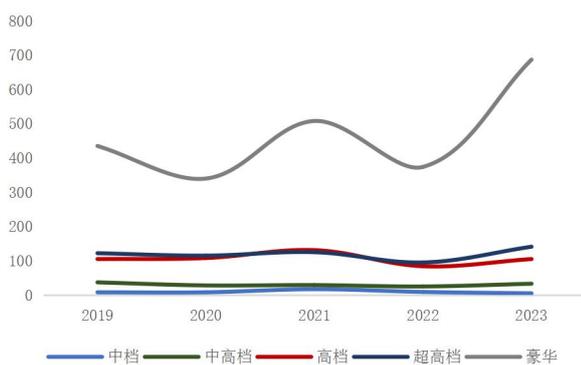
图 22：不同层级酒店入住率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

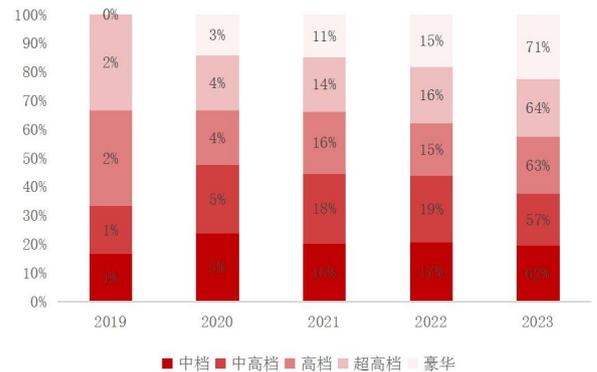
市场复苏主要受中档酒店拉动。2023 年各层级酒店签约数量来看，除奢华酒店外，其他层级签约量同比均实现增长，以中档酒店签约量 687 家、同比增长 84% 领跑酒店签约类型。同时高线和低线城市增长驱动因素有所不同，一二线城市主要受城市中心存量物业更新需求驱动；三线及以下城市，消费升级的趋势仍然存在、推动产品迭代成为主要动力。

图 23：2019-2023 年各层级酒店签约量



资料来源：浩华酒店咨询《2023 年中国大陆地区中档及以上品牌酒店签约报告》，山西证券研究所

图 24：2019-2023 年各层级酒店签约量占比

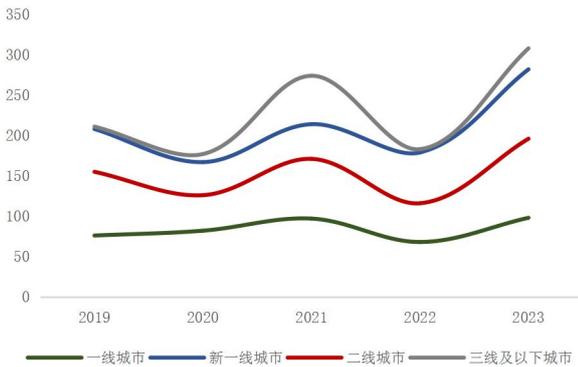


资料来源：浩华酒店咨询《2023 年中国大陆地区中档及以上品牌酒店签约报告》，山西证券研究所

品牌拓展继续向低线市场下沉，高端酒店投资回归一线城市。新一线城市在 2023 年签约量显著提升至 282 家，同比增长 58%。新一线城市具有一线城市存量酒店更新机会，同时也具

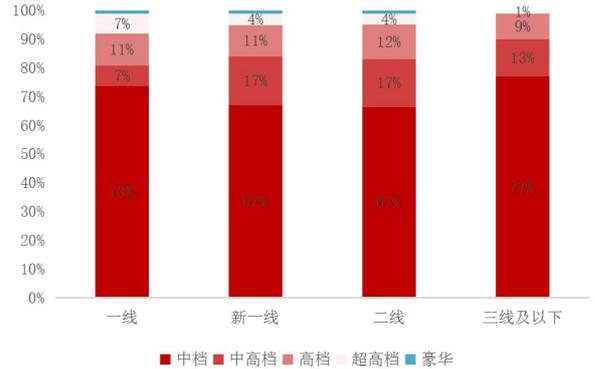
有一定增量投资机会，带动酒店签约数量稳定增长。三线以下城市签约酒店达 308 家，继续领跑各酒店集团主要布局市场。三线城市的签约增长主要来自增量市场，特别是县域经济发展带动旅游相关产业发展。

图 25：2019-2023 各线城市不同层级酒店签约量



资料来源：浩华酒店咨询《2023 年中国大陆地区中档及以上品牌酒店签约报告》，山西证券研究所

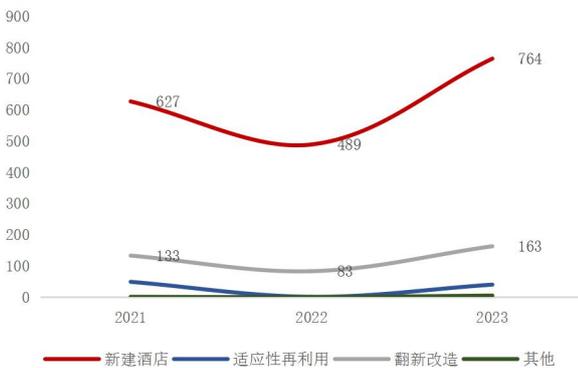
图 26：2023 年各线城市不同层级酒店签约量占比



资料来源：浩华酒店咨询《2023 年中国大陆地区中档及以上品牌酒店签约报告》，山西证券研究所

存量改造模式创新高，与城市等级呈正相关。2023 年新签约酒店项目中，新建类型 764 家、占有酒店签约类型近八成。翻新改造项目继续呈现增长趋势，占比 17%创历史新高。随着城市线级提升，翻新改造的酒店签约类型占比随之上升。例如在一线城市，翻新改造和适应性再利用酒店（物业过去非酒店用途，现在用作酒店）项目合计占比 35%，主要系一线城市酒店市场陆续进入存量竞争市场，翻新改造成为市场主流模式。其他线级城市未来也将陆续进入存量竞争市场，酒店签约中存量翻新改造占比有望继续提升。

图 27：2021-2023 年不同签约类型酒店数量



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

图 28：2023 年酒店开发类型分布（按城市层级）

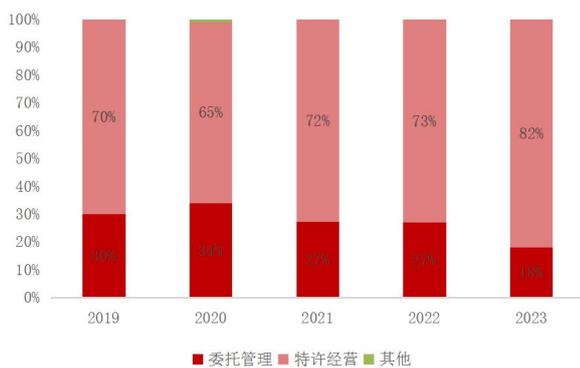


资料来源：浩华酒店咨询《2023年中国大陆地区中档及以上品牌酒店签约报告》，山西证券研究所

资料来源：浩华酒店咨询《2023年中国大陆地区中档及以上品牌酒店签约报告》，山西证券研究所

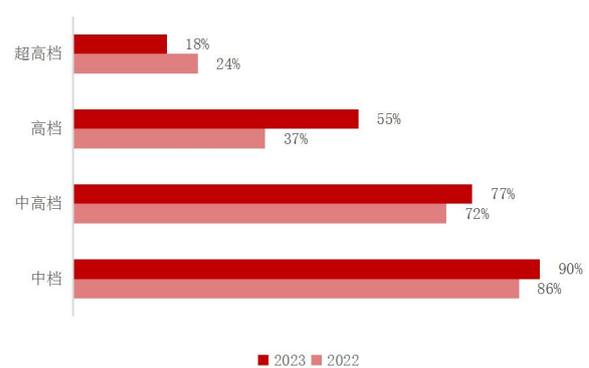
特许经营模式比重持续扩大，高层级酒店渗透率提升。特许经营酒店占比持续扩大，2023年达82%。特许经营已经成为中档、中高档酒店主要管理模式，2023年签约率分别为90%、77%。同时，特许经营的管理模式逐渐向高档及以上酒店渗透。2022-2023年高档层级酒店特许经营模式签约率从37%提升至55%。伴随国内酒店集团运营管理模式逐渐成熟，更多品牌在高档全服务领域放开特许经营的管理模式，未来高层级酒店特许经营占比有望持续提升。

图 29：2019-2023 签约酒店管理模式情况



资料来源：浩华酒店咨询《2023年中国大陆地区中档及以上品牌酒店签约报告》，山西证券研究所

图 30：2022-2023 年各层级酒店特许经营模式变化



资料来源：浩华酒店咨询《2023年中国大陆地区中档及以上品牌酒店签约报告》，山西证券研究所

从定位层级来看，目前市场复苏主要依靠中端酒店推动，经济型酒店连锁化水平空间较大、高端及以上酒店签约数尚未恢复至2019年水平；从城市级别来看，连锁品牌拓展继续向低线城市下沉，高端酒店布局重回一线城市；从开发类型方面，翻新在搞项目占比持续上升，一线城市占比已接近三成；管理模式方面，特许经营模式在签约酒店中比重继续扩大，同时向高端酒店渗透。

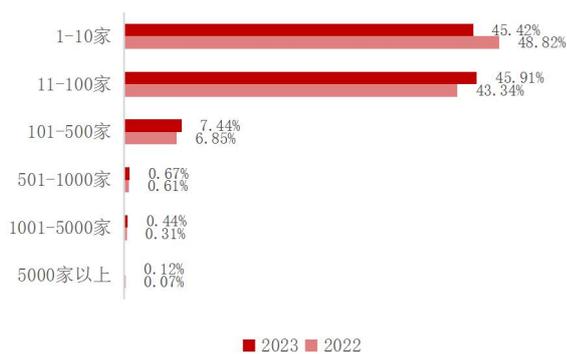
2.3 餐饮：小吃小喝、小聚、小店、小城，小而美备受青睐

餐饮进入理性品质消费的新周期，“小而美”的餐饮业态和模式迎来发展时刻。

小吃小喝：这类型餐饮店扩张速度加快，新茶饮、小酒馆 **bistro** 等品类热度一路走高，迎来新一轮加盟扩张连锁化趋势。高质价比、刚需的餐饮品类会成为市场主流。消费者重新审视需求，不再轻易为溢价买单，更青睐高质价比消费。

红餐大数据显示，2023 年国内门店数在 100 家以上品牌数同比提升 0.8 个百分点。越来越多品牌突破百家门店规模、迈向 1000 家连锁门店。正新鸡排、华莱士、绝味鸭脖、蜜雪冰城等本土连锁餐饮品牌已率先进入万店俱乐部，还有近百个餐饮品牌也达到千店规模。小吃快餐和饮品品类领跑规模化进程。

图 31：2022-2023 年餐饮品牌门店数占比分布情况



资料来源：红餐大数据、红餐产业研究院、央广网，山西证券研究所

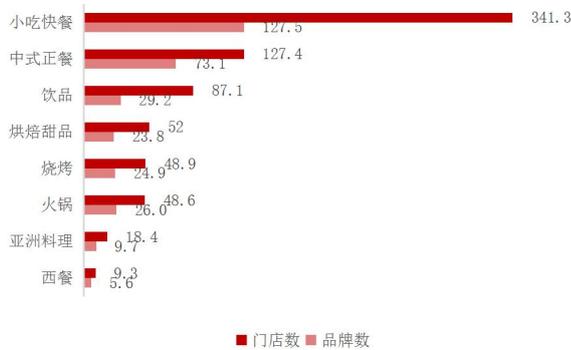
图 32：连锁餐饮品牌门店数量破万时间统计



资料来源：红餐大数据、窄门餐眼、各品牌官网、公司年报、新京报（数据统计截至 2024.3.31），山西证券研究所

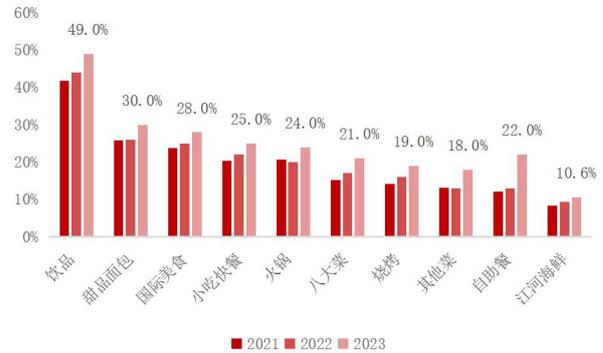
2023 年饮品连锁化率提升至 49%，小吃快餐撑起连锁门店半边天。2023 年，主要餐饮品类连锁化率前三依次为饮品店（49%）、面包甜品（30%）、国际美食（28%）。其中饮品店连锁化率提升 5 个百分点，各大茶饮品牌均快速拓店、筛选优质加盟商、抢占便捷区位物业，扩大品牌的购买便利，通过加盟店触达更多有效用户，完成低线级城市渠道布局。

图 33：不同餐饮品类门店数及品牌数（万家）



资料来源：红餐网、钛媒体 APP，山西证券研究所

图 34：2021-2023 餐饮品类连锁化率走势



资料来源：美团新餐饮研究院《2024 中国餐饮加盟行业白皮书》、中国连锁经营协会、美团，山西证券研究所

小聚：紧跟消费趋势变化，迎合市场大众需求。社交仍是餐饮消费的刚需。但不同于以往较为正规的中式桌餐宴请风格，目前居民消费更集中在家人朋友小范围聚会，在满足社交娱乐需求的同时，控制总体消费支出。部分中式正餐品牌尝试轻正餐路线，提供与正常相匹配的环境和服务，通过精简 SKU 和昂贵食材，将客单价控制在 80-100 元左右。

根据红餐产业研究院针对不同年龄代际餐饮消费调研数据，00 后消费者相较于其他年龄段消费者更加注重餐饮产品的外观和价格。此外，辣味在消费者中受欢迎程度有所提升，非传统吃辣地区人群消费辣味食品的频率也在不断提高。

图 35：不同代际消费者选择餐饮门店看重因素

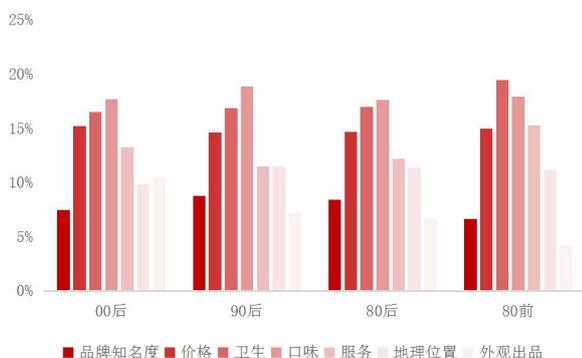
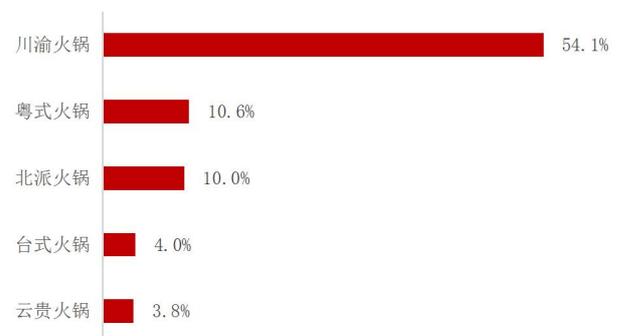


图 36：2023 年各类型火锅门店数占比分布



资料来源：红餐产业研究院、餐饮消费者调研、钛媒体 APP，山西证券研究所

资料来源：红餐大数据、美团、钛媒体 APP，山西证券研究所

小店：消费者对于餐饮价格逐渐敏感，品牌餐饮在自身门店周围拓展的小型外卖店、卫星店等模式，在价格方面与大堂食相比有明显下调。

卫星店是餐饮品牌利用现有门店的品牌影响力和优化后的菜品，借助外卖平台开设的小型分店。由于其投资成本低、效率高，可以帮助品牌加速门店扩张带来新的利润增长点，门店模式具有较高性价比以及增强品牌规模化效应。同时与传统纯外卖店相比，选择品牌卫星店的外卖产品具有品牌信誉背书、食品安全信赖度更高。

表 3：“品牌卫星店”优势

优势	内容
品牌	继承母品牌资产，获得消费者信任、快速扩张品牌力
渠道	可以选择热门商圈冷门位置，面积小、房租成本远低于堂食门店
盈利	投资少，回本周期半年左右
产品	无堂食、精简 SKU，提供更多一人食套餐，降低生产成本
经营	管理、成本方面与堂食没有冲突

资料来源：餐企老板内参，山西证券研究所

连锁餐饮品牌相继布局卫星店，小店打品牌+小店提利润。必胜客、肯德基、老乡鸡、海底捞、木屋烧烤等均尝试品牌“卫星店”新模式。截至 2024 年 5 月，已有 45 个品牌在全国率先跑通卫星店模式，累计开业超 560 家卫星店。

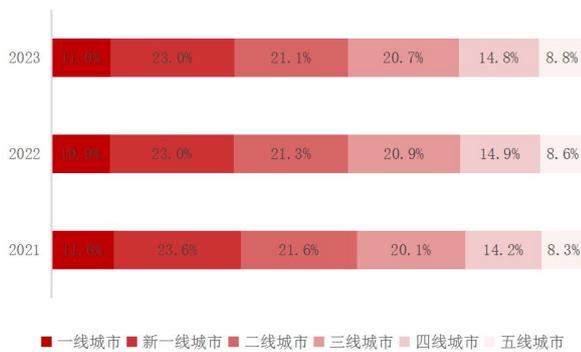
表 4：目前已开设卫星店餐饮品牌门店基本情况

品牌	开设时间	卫星店名称	卫星店主要品类	价格区间
木屋烧烤	2020 年底初次试水	木屋烧烤外卖店、木屋 7 日真鲜啤	基本与堂食相同	80-100 元
老乡鸡	2023 年	老乡鸡品牌卫星店	随心配套餐、超值工作餐、农家小炒肉商务餐等	人均 30 元左右
海底捞	2023 年 7-9 月	下饭火锅菜	切入冒菜赛道，门店提供和牛冒菜等 10 款冒菜+米饭组合套餐	套餐价格 30-40 元之间
太二酸菜鱼	2024 年 5 月	太二老坛子酸菜鱼外卖店	涵盖太二招牌菜、新鲜时蔬、小吃和主食，SKU 接近 20 个	单人餐 35 元起，双人餐 96 元起

资料来源：餐饮老板内参、餐饮界、职业餐饮网，山西证券研究所

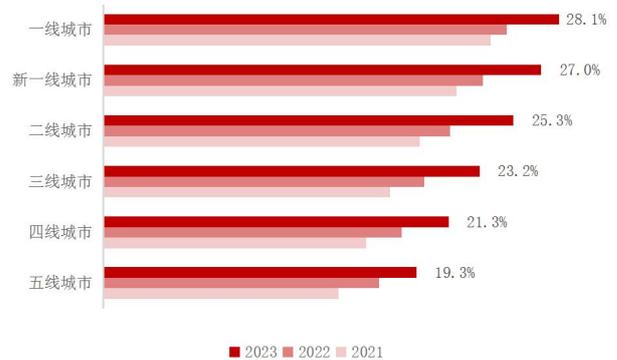
小城：在日渐拥挤的餐饮赛道中，低线级市场凭借增长空间优势逐渐显现。四线及以上城市连锁化率超 20%，44%连锁门店布局下沉市场。

图 37：2021-2023 年餐饮连锁门店地域分布



资料来源：美团新餐饮研究院《2024 中国餐饮加盟行业白皮书》、中国连锁经营协会、美团，山西证券研究所

图 38：2021-2023 年不同城市餐饮门店连锁化率



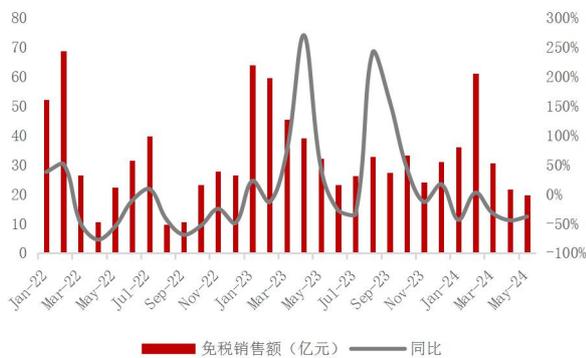
资料来源：美团新餐饮研究院《2024 中国餐饮加盟行业白皮书》、中国连锁经营协会、美团，山西证券研究所

美团数据显示，从连锁门店空间分布来看，近两年有 55%的连锁餐饮门店布局在一线和二线城市，44%门店布局在三四五线城市。与 2021 年相比，一线、新一线、二线城市连锁门店数量占比分别下降 0.6、0.6、0.5 个百分点，三四五线城市占比提升。随着餐饮品牌市场扩张步伐加快，会有更多连锁门店布局中小城市，2023 年四线及以上城市连锁化率均达到 20%以上。

2.4 免税：出入境游恢复带动销量增长

离岛免税业务：2024 年 2 月离岛免税销售额达 60.93 亿元（+2.47%），离岛免税购物人次 91.63 万人次（+14.52%），销售额和购买人次在今年春节传统旺季同比均实现增长。2024 年 5 月人均客单价 4713 元，远低于上年同期 6415 元、以及人员管控尚未放开 2022 年 10 月 9258 元。客单价下滑主要系 1) 消费者购买力下降，2) 境外出游分流部分高客单价人群。

图 39：离岛免税销售金额



资料来源：wind、商务部，山西证券研究所

图 40：离岛免税购物人次

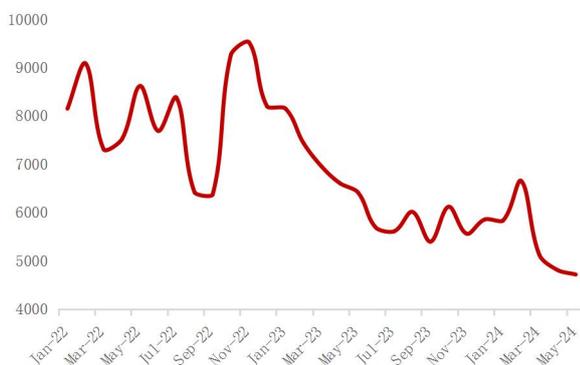


资料来源：wind、商务部，山西证券研究所

离岛免税商品销售结构改善。离岛免税人均购买件数有所下滑，分拆来看，购买单件商品单价有所改善，由 2022 年 4-5 月 600-650 元，提升至今年以来 850-1000 元左右。主要系离岛免税销售商品结构改善，香化类产品占比减少、高毛利精品箱包珠宝手表销售占比提升。

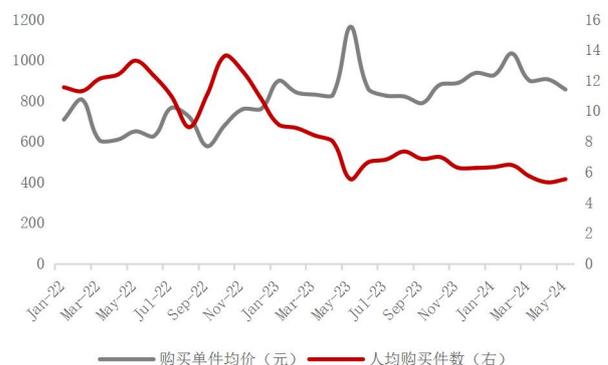
与机场租金新约减轻中免租金压力。在 2021 年初，中国中免相继与国际客流前三的境内机场重新签订“相对低保底且抽成封顶”的补充协定。在此次补充协定中，浦东机场保底费将从 58.57 亿元降至 6.29 亿元，虹桥机场则由 2.96 亿元降至 0.78 亿元，首都国际机场由 22 亿元降至 5.58 亿元，若机场客流量不及中免与机场分别约定的人次，则还有下降空间。

图 41：离岛免税人均客单价（元）



资料来源：wind、商务部，山西证券研究所

图 42：离岛免税人均购买件数及购买单件均价



资料来源：wind、海口海关，山西证券研究所

离岛免税购物场景持续丰富，高奢品类进驻吸引高客单价消费者将消费留在境内。2023年10月27日LV进驻CDF三亚国际免税城二期，升级中免重奢布局；到目前为止，多家国际知名品牌相继进驻三亚国际免税城二期，二期有税商业整体零售业态的重奢领头布局雏形已初步显现，重奢品牌矩阵持续扩充。2023年12月28日三亚国际免税城C区全球美妆广场开业，免税门店品牌数量进一步增加，消费者购物体验将得到持续提升。

表 5：海南离岛免税市场新增离岛免税购物场所

开业时间	新增免税购物场所	开业面积
2023.9	三亚国际免税城一期二号地项目	项目占地面积约 108799.48 m ² (163 亩)，总建筑面积约 21.8 万 m ² ，总投资约 37 亿元。主要包括 1 栋地上 32 层高端酒店与 1 栋地上 3 层独栋商业，拟建设成为高品质的“奢华酒店+免税商业”综合体。项目建成后，将与三亚国际免税城一、二期、三期项目及周边资源形成有机互补、良性互动。
2023-2024	万宁王府井国际免税港项目二期	扩大免税经营面积，引进精品免税品牌、升级有税品类
	万宁王府井国际免税港项目三期	预计 2024 年开业，届时整个免税港全面完成
2023.12.28	CDF 三亚国际免税城 C 区	建筑面积 7.8 万平方米，独栋香化产品综合楼，为消费者提供一站式购物体验

资料来源：新海南、北京商报、三亚日报、海南日报，山西证券研究所

市内免税业务：有望带来政策红利。市内免税政策主要针对为出境归国人员等符合免税规定的旅客提供免税物品消费。《“十四五”现代流通体系建设规划》中提到“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”。2020-2022 年受人员流动管控影响，出入境基本仍处于停滞状态。目前随着刺激消费政策有望落地、国人出境和外国人入境利好政策持续释放，市内免税销售渠道有望带来增量。

表 6：市内免税店相关政策

发文时间	发文机构	文件名称	涉及市内免税店主要内容
2021.3.30	广州市推进粤港澳大湾区建设领导小组办公室	《粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案》	打造跨境旅游购物中心。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，争取在花都空铁文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。
2021.7.16	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）》	推动免税消费扩容提速。探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店，积极争取放宽服务对象、提升免税购物额度等免税政策，支持出境免税店经营国产品实行退（免）税政策，鼓励老字号产品进入免税店，打造服务湾区、辐射全球的国际

发文时间	发文机构	文件名称	涉及市内免税店主要内容
			高端商品和国内精品展销平台。
2022.1.13	发改委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2022.4.25	国务院办公厅	《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》	持续办好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际服务贸易交易会、中国国际消费品博览会。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：广州市发改委、深圳市人民政府、发改委、国务院办公厅、中国政府网，山西证券研究所

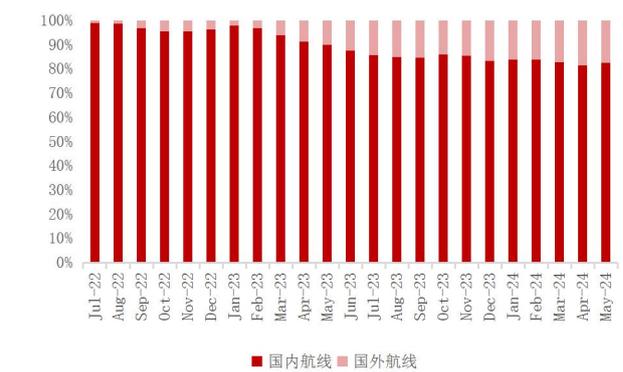
机场免税业务：今年以来随着出入境客流持续恢复，机场等渠道免税业务收入有望持续提升。2024年5月，浦东机场整体旅客吞吐量625.86万人次，其中国际旅客占比由上年同期21.46%提升至34.46%。首都机场国际旅客占比由2023年5月的10.12%提升至2024年5月17.58%。

图 43：上海浦东机场旅客吞吐量及国际旅客占比



资料来源：wind、上市公司公告，山西证券研究所

图 44：首都机场国内、国外航线客流量占比情况



资料来源：wind、上市公司官网，山西证券研究所

3. 投资建议及重点公司推荐

3.1 投资建议

1) 出入境游：免签政策带动出入境游持续恢复。2024年以来各航司也在加码国际航班班次恢复，机票价格下降明显，消费者出游热情被点燃。

2) 酒店：中端酒店继续增长，下沉市场成为主要开拓方向。酒店行业存量市场最大、连锁化率最低的低线城市呈现供需两旺，反向旅游等出行方式带动下沉市场住宿需求增长；同时酒店行业整体连锁化率和产品结构仍有较大提升和优化空间。

3) 餐饮：小吃小喝、小聚、小店、小城，小而美备受青睐，餐饮进入理性品质消费的新周期，“小而美”的餐饮业态和模式迎来发展时刻。

4) 免税：离岛免税商品销售结构改善；市内免税店静待政策东风；出入境客流恢复带动机场免税业务增长。

3.2 重点公司推荐

3.2.1 中国中免

投资建议：出入境客户有序恢复，同时机场租金降低、口岸渠道盈利能力和价格竞争力具有提升空间。继续看好公司作为旅游零售龙头受益于出入境客流恢复和市内免税店政策，维持消费赛道中较高行业增速能力。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 3.94\4.71\5.8 元，对应公司 7 月 3 日收盘价 67.98 元，2024-2026 年 PE 分别为 17.25\14.43\11.72 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；离岛免税政策变化风险；消费者购买力不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

3.2.2 锦江酒店

投资建议：公司预计 2024 年营收 154-160 亿元，同比增长 5%-9%，其中境内营收同比增长 6%-10%，境外营收同比增长 1%-5%。全年预计新开酒店 1200 家，新签约酒店 2500 家。年内商旅出行市场复苏带动酒店行业业绩持续修复，看好公司后续运营效率提升带动业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.44\1.67\1.87 元，对应公司 7 月 3 日收盘价 23.38 元，2024-2026 年 PE 分别为 16.24\14\12.5 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；居民消费需求恢复不及预期风险；市场竞争加剧风险。

3.2.3 首旅酒店

投资建议：公司受益于商旅出行和休闲旅游市场景气度提升有望持续改善业绩。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.83\0.89\0.95 元，对应公司 7 月 3 日收盘价 12.68 元，2024-2026 年 PE 分别为 15.28\14.25\13.35 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；新开店不及预期风险；居民消费恢复不及预期风险。

3.2.4 中青旅

投资建议：国内旅游市场持续复苏，公司南北双镇有效承接商旅出行需求；出入境游政策回暖，目的地国家签证放宽利好公司旅行社批发+零售业务业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.64\0.81\0.97 元，对应公司 7 月 3 日收盘价 9.87 元，2024-2026 年 PE 分别为 15.42\12.19\10.18 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；客流恢复不及预期；门票价格下降风险。

3.2.5 宋城演艺

投资建议：年内旅游市场经营情况持续恢复，公司成熟项目继续贡献主要业绩、新项目改版升级迎来客流口碑双丰，公司盈利能力有望持续恢复。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.5\0.59\0.66 元，对应公司 7 月 3 日收盘价 8.09 元，2024-2026 年 PE 分别为 16.18\13.71\12.26 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：居民消费恢复不及预期风险；新项目业绩不及预期风险。

3.2.6 众信旅游

投资建议：看好年内航班供给量增加、免签政策利好以及带薪休假政策落实带动出入境游水平持续恢复；公司采购能力提升、降本增效等措施以及零售门店数量和旅游顾问人数恢复至疫情前水平，看好公司盈利能力持续提升。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.13\0.29\0.55 元，对应公司 7 月 3 日收盘价 6.1 元，2024-2026 年 PE 分别为 446.92\21.03\11.09 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：居民消费恢复不及预期；出入境政策变化风险；市场竞争风险。

3.2.7 广州酒家

投资建议：继续看好公司食品+餐饮双主业协同发展，餐饮线下业务有序恢复，食品制造业务产能扩张、连锁门店增加、经销商跨区域发展带动公司走出华南、布局全国。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.06\1.2\1.37 元，对应公司 7 月 3 日收盘价 15.93 元，2024-2026 年 PE 分别为 15.03\13.28\11.63 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：居民消费需求恢复不及预期风险；原材料价格上涨风险；线下消费恢复不及预

期风险；行业竞争加剧风险。

表 7：重点推荐公司盈利预测

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
601888.SH	中国中免	67.98	3.25	3.94	4.71	5.80	22.3	17.25	14.43	11.72	买入-B
600754.SH	锦江酒店	23.38	0.94	1.44	1.67	1.87	29.2	16.24	14.00	12.50	增持-A
600258.SH	首旅酒店	12.68	0.71	0.83	0.89	0.95	21.2	15.28	14.25	13.35	增持-A
600138.SH	中青旅	9.87	0.27	0.64	0.81	0.97	40.6	15.42	12.19	10.18	增持-B
300144.SZ	宋城演艺	8.09	-0.04	0.50	0.59	0.66	-258.9	16.18	13.71	12.26	增持-A
002707.SZ	众信旅游	6.1	0.03	0.13	0.29	0.55	199.7	46.92	21.03	11.09	增持-B
603043.SH	广州酒家	15.93	0.97	1.06	1.20	1.37	18.6	15.03	13.28	11.63	增持-A

资料来源：山西证券研究所（数据统计截至 2024 年 7 月 3 日）

4. 风险提示

居民消费意愿不及预期风险：居民根据自身储蓄及对未来收入预期情况进行消费活动，影响可选消费行业发展趋势；

免税政策变化风险：免税品属于国家授权特定机构专营业务，获得免税品经营资质需要获得有关部门批准。如果国家调整免税业管理政策，放宽免税业市场准入政策，新竞争者进入免税市场，加剧免税行业市场竞争；

酒店行业供需变化风险：中小体量、非连锁酒店在疫情期间陆续出清，行业整体供给情况出现空缺。伴随商旅出行、休闲旅游需求持续回暖，行业整体供需可能出现短期不平衡；

出入境旅游恢复不及预期风险：出入境政策和出境国家旅游环境存在变动风险；

突发事件或不可控灾害风险：台风、洪涝、高温、冰雪、地震等极端天气或突发社会灾难性事件影响消费者出行计划和信心。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

