

超配（维持）

坚守初心，稳中求进

消费者服务行业 2024 年下半年投资策略

2024 年 7 月 12 日

## 投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

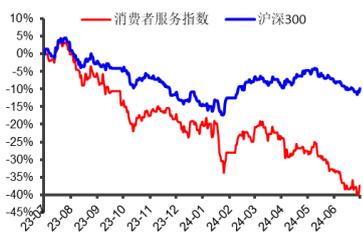
S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

## 消费者服务指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 相关报告

- **行业回顾：**截至2024年6月30日，消费者服务板块下跌23.89%，涨跌幅居第二十九位，跑输沪深300指数。行业指数波动较大，在2024年春节节前大幅回调，而后随大盘一同快速回升修复跌幅，但二季度持续下滑，已跌破此前低点。2024年消费者服务行业基金持仓比例大幅下降。
- **下半年看点：**2024年国内旅游需求仍强劲，旅游CPI增速有所回落但仍保持领先。2019年后国内资产价格持续下滑，对消费支出产生一定影响。整体来看，当前我国处于消费降级与消费升级并行的阶段，这主要是因为中等及以上收入人口受资产价格下行预期而降低消费能力预期，从而压制了消费水平，在保持较高频的消费习惯的同时更加注重性价比。低收入家庭收入仍处于较快增长阶段，在保持价格敏感性的同时消费频次有所增长。体现在旅游消费等服务消费方面上，则是居民出游频次更高的同时更注重性价比。因此，2024年以来县域旅游等反向旅游方式火爆，淄博、哈尔滨、天水等旅游目的地因低价高质翻红，2024年下半年旅游消费或将保持量增价减趋势。
- **投资策略：**性价比消费大趋势下旅游消费客单价下行但旅游需求不减，只是消费更加理性关注性价比。2024年下半年我们认为行业仍存在相关机会：（1）旅游景区消费刚性，热门旅游目的地业绩稳定，出入境游火热，可关注景区和OTA板块。（2）酒店板块随反向旅行加速低线城市中高端下沉市场布局。（3）教育板块学科类培训政策有望落地，相关业务有望重新合法合规展业等。
- **细分板块看点：**
  - **酒店：**2023年以来酒店供给快速反弹至新高，2024年酒店行业竞争压力增大的同时受到游客反向旅游影响，价格体系难以维系。酒店龙头集团经历了数年的结构调整，中高端酒店占比明显提升，业绩相对稳定。可关注龙头酒店集团在下沉市场扩张带来的相关投资机会。
  - **免税：**免税行业短期内受到汇率和消费偏好变化等因素影响承压，但长期来看口岸免税业务有望逐步修复，消费税改革和市内免税政策值得期待。
  - **景区&OTA：**2024年国内出游整体将延续量增价减趋势，热门自然景区由于承载力有限业绩稳定，有望脱颖而出。反向旅游新潮下低线城市

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

市和县域目的地成为增量市场，作为非传统的旅游目的地相关旅游资源和基础设施或有所欠缺，各大 OTA 平台有望受益于本轮低线城市旅游市场的增长。

- **教育板块：**教育板块学科类培训政策逐渐清晰，非学科类培训和高中阶段学科类培训市场有望重新打开。双减后学科类培训机构基本出清，龙头机构完成业务调整，市场空间广阔。
- **风险提示：**（1）宏观经济波动；（2）行业政策变化；（3）自然灾害影响；（4）行业竞争加剧；（5）市场复苏不及预期。

## 目 录

1. 2024 年上半年消费者服务板块回顾 .....	5
2. 下半年看点：性价比成服务消费新方向，2024 年出游同比量增价减 .....	6
3. 反向旅游火热，自然景区需求稳定，OTA 有望受益 .....	9
4. 酒店：疫后红利期结束，下沉市场中高端领域仍是蓝海 .....	12
4.1 红利期结束，供给快速反弹压制价格 .....	12
4.2 2024Q1 酒店龙头放缓扩张步伐，差异化市场仍有潜力 .....	15
4.3 下沉市场中高端领域仍是蓝海 .....	16
5. 免税：出境免税复苏可期，静候政策利好 .....	18
6. 教育：政策前景明朗，市场空间广阔 .....	23
7. 投资策略 .....	25
8. 风险提示 .....	27

## 插图目录

图 1：中信一级行业年初至今涨跌幅对比沪深 300（截至 2024 年 6 月 30 日） .....	5
图 2：2024 年年初以来中信消费者服务行业指数走势 .....	5
图 3：中信消费者服务板块基金持仓比例变化 .....	6
图 4：CPI 同比变化（%） .....	7
图 5：新建商品房价格指数 .....	7
图 6：二手房价格指数 .....	7
图 7：消费者信心指数 .....	8
图 8：消费意愿指数 .....	8
图 9：中国城镇化率（%） .....	8
图 10：农村居民人均可支配收入及其同比（元，%） .....	8
图 11：农村居民人均消费支出及其同比（元，%） .....	9
图 12：全国居民人均消费支出及其同比（元，%） .....	9
图 13：节假日出游人数及恢复情况（亿人次，%） .....	9
图 14：节假日旅游收入及恢复情况（亿元，%） .....	9
图 15：节假日人均出游消费（%） .....	10
图 16：节假日各类出游目的地占比 .....	11
图 17：五一携程低线市场旅游订单增速更高 .....	11
图 18：国内铁路客运量及同比增速（万人次，%） .....	11
图 19：国内铁路客运平均运距及同比增速（公里） .....	11
图 20：三大酒店集团入住率变化（%） .....	12
图 21：三大酒店集团平均房价变化（元） .....	12
图 22：2023 年旺季结束后三大酒店集团 RevPAR 明显回落 .....	13
图 23：全国住宿业设施供给变化 .....	13
图 24：分类型住宿业设施供给变化 .....	13
图 25：酒店业设施数变化及占比 .....	14
图 26：酒店业客房数变化及占比 .....	14
图 27：酒店业分档次设施数变化（万家） .....	14
图 28：酒店业分档次客房数变化（万间） .....	14

图 29: 锦江、首旅、华住新开业酒店数量 (家)	15
图 30: 锦江、首旅、华住 pipeline (家)	15
图 31: 2021 年前十酒店集团集中度 (按酒店数计算)	16
图 32: 2023 年前十酒店集团集中度 (按酒店数计算)	16
图 33: 分城市等级酒店数量 (家)	16
图 34: 分城市等级连锁化率 (% , 按客房数量计算)	16
图 35: 城镇化率 (%)	17
图 36: 中国酒店连锁化率 (% , 按客房数计算)	18
图 37: 2023 年中国酒店分档次连锁化率 (% , 按客房数计算)	18
图 38: 离岛免税购物额及人次 (亿元, 万人次)	19
图 39: 海南接待过夜游客总人数 (万人次)	19
图 40: 离岛免税日均销售额 (亿元)	19
图 41: 离岛免税客单价 (元)	19
图 42: 欧莱雅 2023H1-2024Q1 分地区收入增速 (%)	20
图 43: 珀莱雅 2019-2024Q1 业绩增速	20
图 44: 美元强势导致日韩等国货币相对人民币贬值 (截至 2024 年 7 月 11 日)	21
图 45: 中间价: 100 日元兑人民币	21
图 46: 中间价: 人民币兑韩元	21
图 47: 2021 年以来韩国免税购买者分布 (百万人次)	21
图 48: 韩国免税购物销售额分布 (百万美元)	21
图 49: 路易威登某款手袋日本官网价 (元)	22
图 50: 路易威登某款手袋中国官网价 (元)	22
图 51: 中国民航国际航班数 (截至 2024 年 7 月 11 日)	23
图 52: 部分 A 股和港股培训龙头走势	24
图 53: 义务教育阶段线下学科类培训机构数量变化	25
图 54: 义务教育阶段线上培训机构数量变化	25

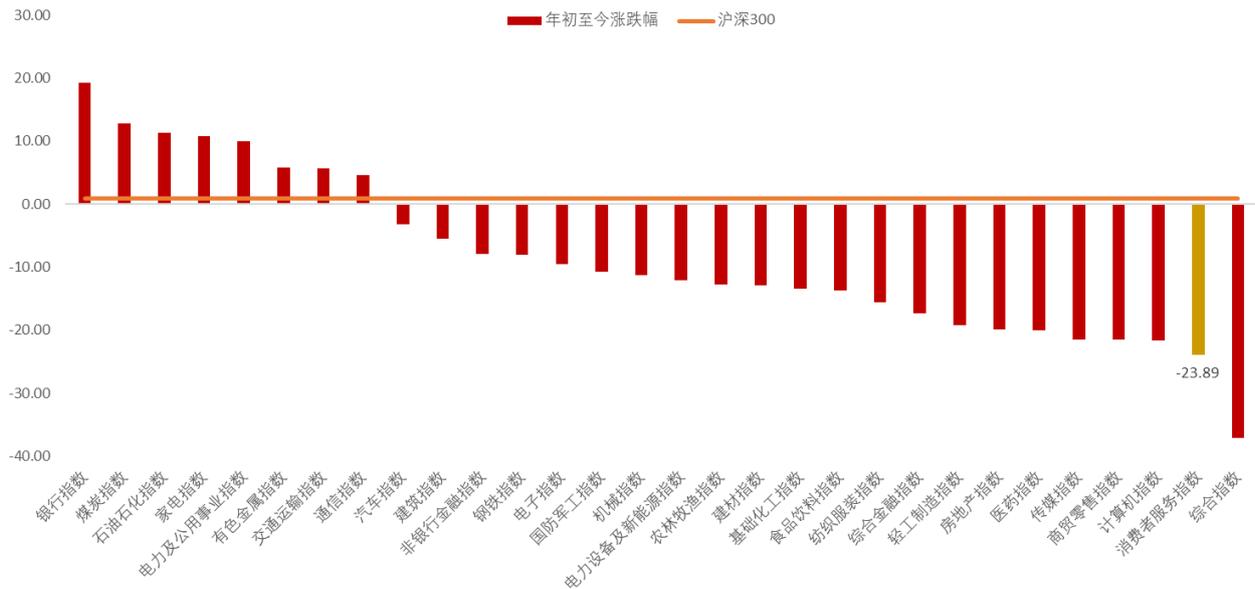
## 表格目录

表 1: 近年来课外培训政策逐渐清晰	24
表 2: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/7/11)	26

## 1. 2024 年上半年消费者服务板块回顾

2024 年上半年消费者服务板块跑输沪深 300。截至 2024 年 6 月 30 日，消费者服务板块下跌 23.89%，涨跌幅居第二十九位，跑输沪深 300 指数。横向对比中，2024 年上半年业绩和分红稳定性较好的银行等红利股及煤炭等上游资源品实现正收益，涨幅领先。房地产、可选消费、零售等板块受经济周期变动影响收益为负。

图 1：中信一级行业年初至今涨跌幅对比沪深 300（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

行业指数波动较大。2024 年春节前后消费者服务行业指数波动较大，在节前大幅回调，而后随大盘一同快速回升修复跌幅，但二季度持续下滑，已跌破此前低点。

图 2：2024 年年初以来中信消费者服务行业指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2024 年一季度基金持仓大幅下降。2024 年一季度消费者服务板块基金持股比例为 3.80%，环比 2023 年末减少 2.24 个百分点。整体来看，疫情前至 2021 年二季度基金持有消费者服务板块股票持续增长，2021 年三季度起基金持仓比例逐步下降。

图 3：中信消费者服务板块基金持仓比例变化



资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 2. 下半年看点：性价比成服务消费新方向，2024 年出游同比量增价减

2023 年以来以旅游为首的服务消费率先复苏引领支出，但 2024 年旅游 CPI 增势放缓。在经济弱复苏、消费下行的背景下居民强烈的出游需求继续支撑旅游消费上涨。2024 年以来，旅游 CPI 同比增速有所放缓，但仍保持正增长且增长幅度领先。2024 年旅游热度有望延续，但在经济周期位置影响下居民资产增长预期不足，或将暂时压制可选消费支出。

增长中的出游需求与可选消费下降的碰撞下，性价比消费成为可选消费的新趋势。

2019 年后，国内房地产价格持续下降。截至 2024 年 5 月，国内新建商品房价格指数（上年同期为 100）为 95.7，二手房价格指数（上年同期为 100）为 92.51。由于房地产在居民资产中占比较大，资产的下降或影响消费支出意愿。

图 4：CPI 同比变化 (%)

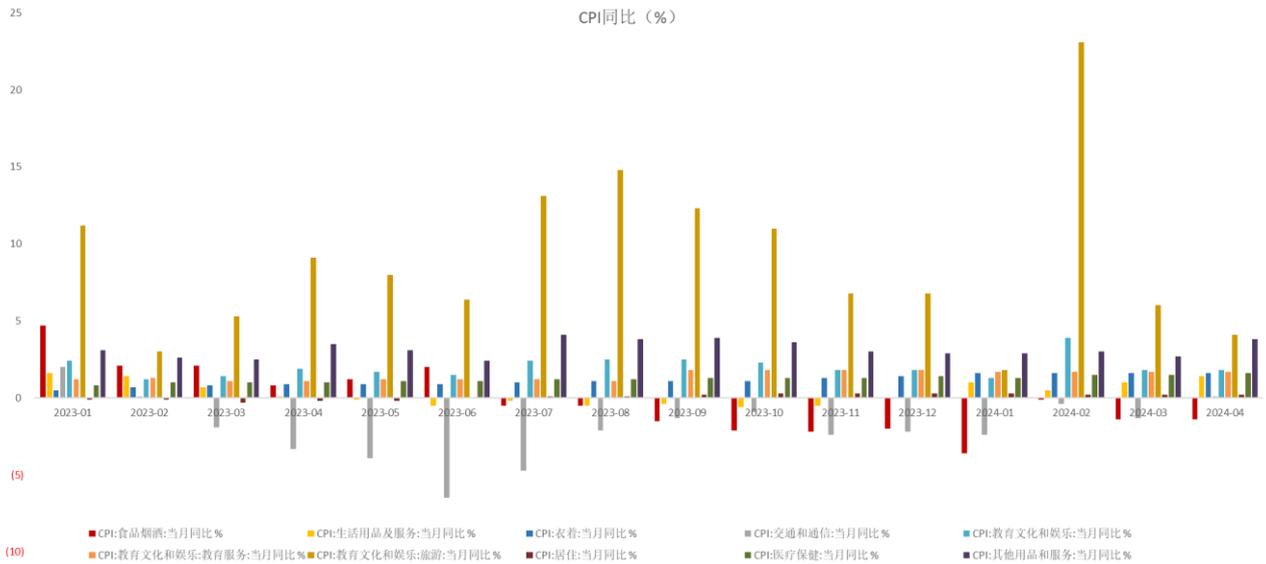


图 5：新建商品房价格指数

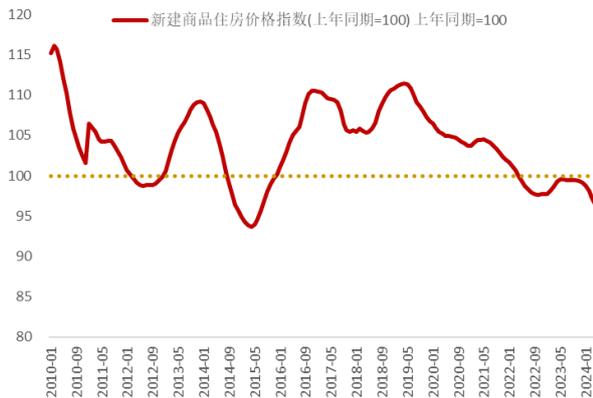
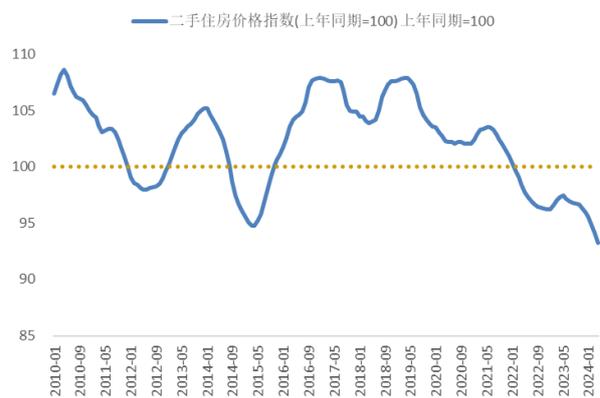


图 6：二手房价格指数



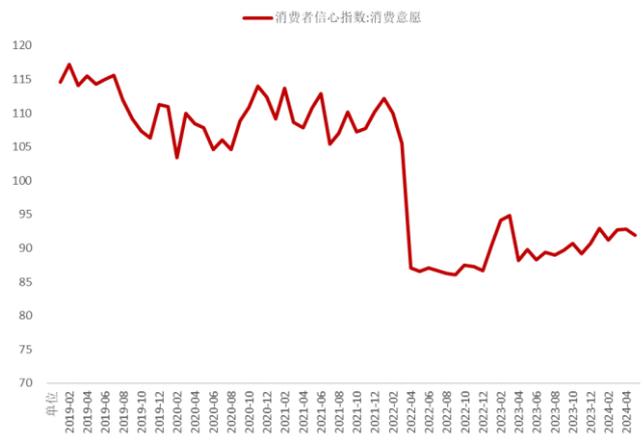
2024 年消费者信心略有改善，消费意愿提升。从旅游人数来看，出游等服务消费需求仍然旺盛，但疫情后受资产价格回落等因素影响，居民家庭财富增长预期收缩压制消费力，带动消费市场下沉，旅游等服务消费同样开始追求性价比。2024 年上半年消费者信心略有改善，消费意愿回暖。

图 7：消费者信心指数



资料来源：iFind，东莞证券研究所

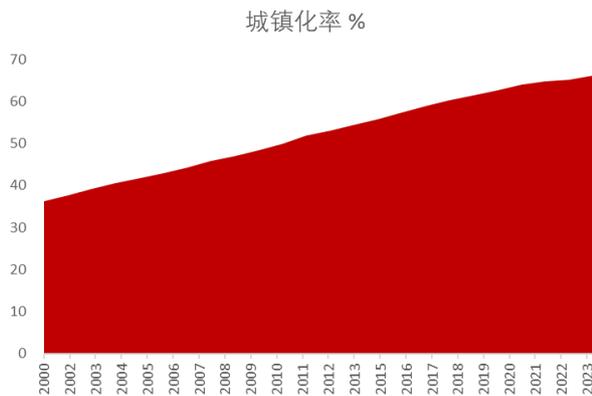
图 8：消费意愿指数



资料来源：iFind，东莞证券研究所

长期来看我国经济仍将保持较快增长，持续城镇化和农村家庭收入快速增长或带动中等收入家庭数量扩大。我们认为性价比消费是经济周期性变化带来的阶段性影响，长期来看我国经济仍将保持较快增长，消费扩大的动能强劲。原因之一是我国仍处于快速城镇化阶段，城镇化率提升趋势未改。二是农村居民人均收入稳定增长，截至 2023 年，农村居民年人均可支配收入达 21690.87 元，同比增长 8%，与城镇居民 2011 年的收入水平相当，带动农村居民年人均消费支出提高至 18175 元。持续扩大的城镇人口和农村居民消费支出，带动全国居民人均消费支出保持较快增长，于 2023 年达到 34964 元，同比增长 10.24%。

图 9：中国城镇化率 (%)



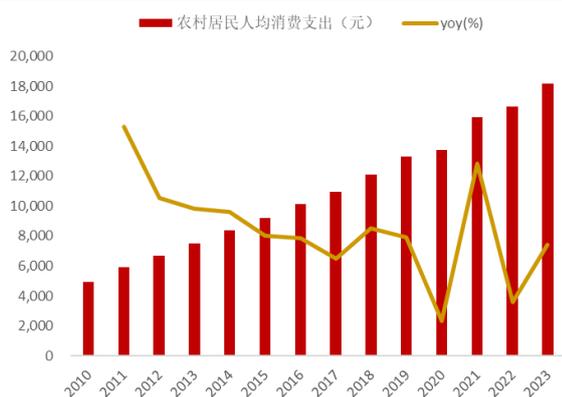
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 10：农村居民人均可支配收入及其同比 (元, %)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 11: 农村居民人均消费支出及其同比 (元, %)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

图 12: 全国居民人均消费支出及其同比 (元, %)



资料来源: iFind, 东莞证券研究所

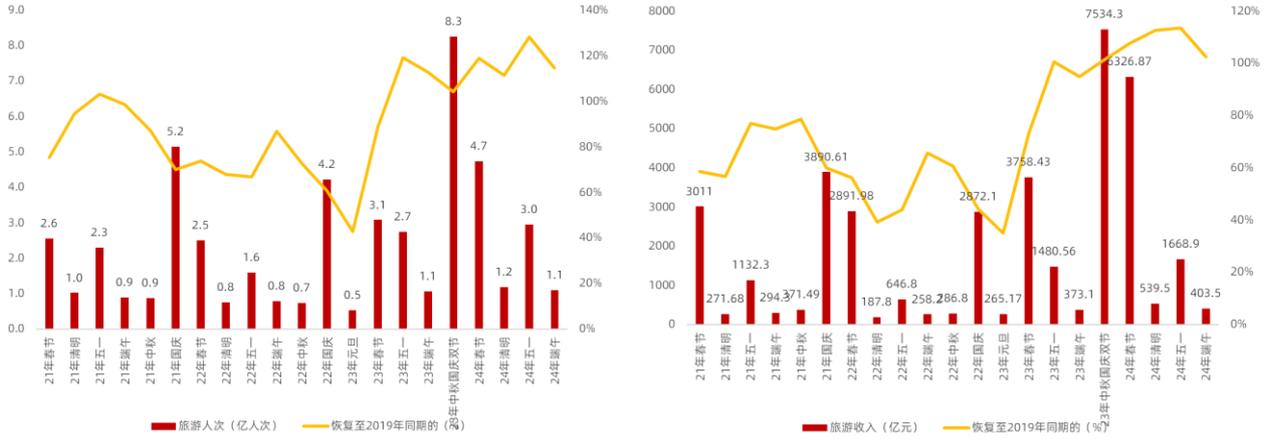
**性价比或成现阶段服务消费的主要考量。**当前我国处于消费降级与消费升级并行的阶段，主要系中等及以上收入人口受资产价格下行预期而降低消费能力预期，从而压制了消费水平，在保持较高频的消费习惯的同时更加注重性价比；受城镇化和农村居民收入增长影响，低收入家庭消费支出仍处于较快增长阶段，在保持价格敏感性的同时消费频次有所增长。体现在旅游消费等服务消费方面，居民出游更注重性价比，2024 年以来县域旅游等反向旅游方式火爆，主要是因为其突出的性价比和躲避节假日热门目的地拥挤的人群。基于性价比消费为主的旅游新趋势，我们预期 2024 年旅游人数保持增长，但人均旅游支出或有所下降。

### 3. 反向旅游火热，自然景区需求稳定，OTA 有望受益。

国内出游人数保持增长，但人均消费承压，同样表现出性价比消费的特征。从节假日出游数据来看，2024 年上半年国内出游人数保持增长，2024 年清明、五一、端午出游人数分别为 1.2 亿人次、3 亿人次、1.1 亿人次，分别恢复至 2019 年同期的 111.5%、128.2%、114.61%。但旅游收入相对承压，清明、五一、端午出游消费分别为 539.5 亿元、1668.9 亿元、403.5 亿元，分别恢复至 2019 年同期的 112.7%、113.5%、102.59%。清明后节假日旅游收入恢复速度慢于旅游人数，人均消费承压，分别为 453.36 元、565.73 元、366.82 元，同样表现出性价比消费的特征。

图 13: 节假日出游人数及恢复情况 (亿人次, %)

图 14: 节假日旅游收入及恢复情况 (亿元, %)



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

注：因2023年清明假期为单休，不具有可比性，未纳入统计

图 15：节假日人均出游消费 (%)

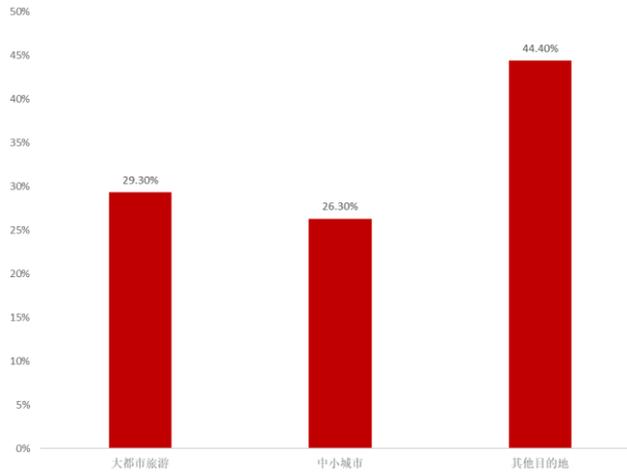


资料来源：文旅部，东莞证券研究所

反向旅游热潮下出游更深入低线城市。一线和新一线大城市交通便利，基础设施完备且旅游资源丰富，是国内出游的主要选择。根据中国旅游研究院的专项调查报告，游客选择目的地时，29.3%的游客因为大都市的便利度和资源丰富度而选择去大都市旅游。而因为在意性价比选择去中小城市的游客在调查中占比达26.3%，选择占比居于第二位。携程报告显示，2024年五一假期期间县域城市的订单增速超越三四线城市和一二线城市，安吉等十大县域目的地订单平均同比增长36%，十大热门三四线目的地平均同比增长11%。相比大都市的“人挤人”和节假日飞涨的旅游成本，低线旅游市场凭借悠闲的旅游体验和性价比的物价逐渐吸引游客。2023年以来新兴的目的地多为低线城市，淄博烧烤、天水麻辣烫、贵州村超、哈尔滨等大热点均以

低价优质和“宠粉”的高服务吸引顾客，拥有同样特质的胖东来商城门店更是成为热门打卡点。

图 16：节假日各类出游目的地占比



资料来源：中国旅游研究院专项调查，东莞证券研究所

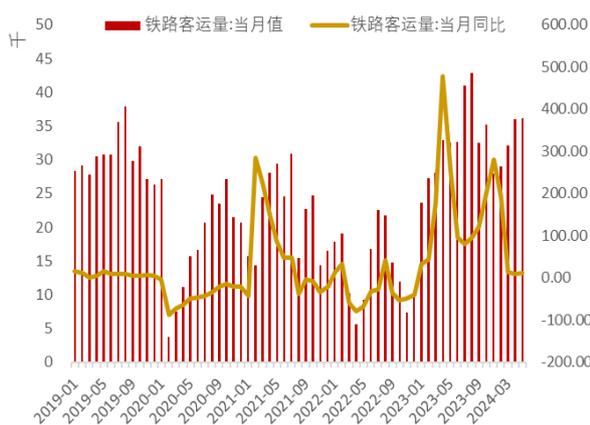
图 17：五一携程低线市场旅游订单增速更高



资料来源：携程黑板报，东莞证券研究所

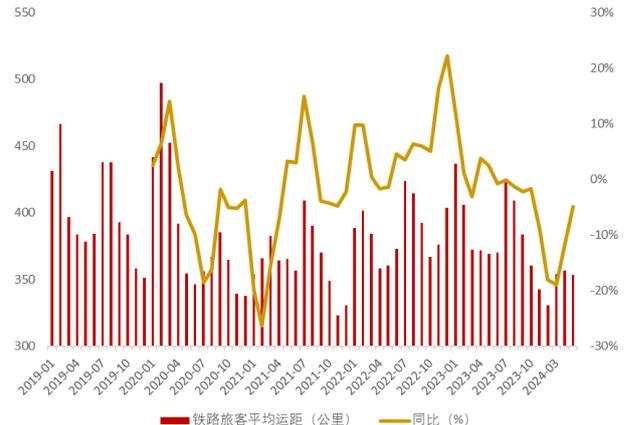
**周边游增长较快。**随着国内高速铁路网络逐渐加密，中短途出行成本下降，通过铁路出行的旅客数量大幅增加。2024 年 5 月，国内铁路客运量达 3.61 亿人次，同比增长 10.8%。铁路客运运距明显下降，2024 年 5 月国内铁路平均运距为 353.52 公里，同比下降 4.98%，通过铁路短途出游的旅客占比明显提升。铁路网络加密使得中短途出行更为便利，在降低出行成本的同时使得更多低线城市成为旅游目的地。此外，人均汽车保有量的增长也带动了短途出游的可及性，周边游快速增长。

图 18：国内铁路客运量及同比增速（万人次，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 19：国内铁路客运平均运距及同比增速（公里）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

**国内出游量增价减，热门自然景区需求价格稳定，OTA 或受益。**受到性价比消费和反向旅游火热的影响，2024 年国内节假日出游人数明显增长，但人均消费承压。综合当前的出游趋势，我们认为游客承载力有限的热门自然景区需求和价格稳定，业绩增长或受影响较小。低线城市和县域目的地成为增量市场，作为非传统的旅游目

的地相关旅游资源和基础设施或有所欠缺，各大 OTA 平台有望受益于本轮低线城市旅游市场的增长。

## 4. 酒店：疫后红利期结束，下沉市场中高端领域仍是蓝海

### 4.1 红利期结束，供给快速反弹压制价格

2023 年三季度出游旺季结束后，国内三大酒店集团经营指标明显回落，疫情后出游爆发式反弹的红利期结束。疫情结束后国内出游爆发式反弹，并在 2023 年三季度旅游旺季达到顶峰，锦江、华住、首旅三大酒店集团 RevPAR 分别恢复至 2019 年第三季度的 113%、132%、106%，主要系需求集中爆发，酒店旺季提价顺畅。此后酒店价格快速回落，2024 年一季度，锦江、华住、首旅三大酒店集团 RevPAR 分别为 145 元/间、216 元/间、131 元/间，环比 2023 年四季度分别下降 6.48%、5.68%、5.07%。其中，需求的超预期下降是主要因素。2024 年一季度，三大酒店集团入住率分别为 59.92%、77.2%、60.1%，锦江、首旅入住率同比仍受疫情部分影响的 2023 年一季度均有所下降，仅华住入住率略有提升；同比 2019 年一季度入住率分别下降 10.6 个百分点、3.4 个百分点、18.3 个百分点，入住率较疫情前仍有明显差距，疫后出游爆发式反弹的红利期结束。

图 20：三大酒店集团入住率变化（%）



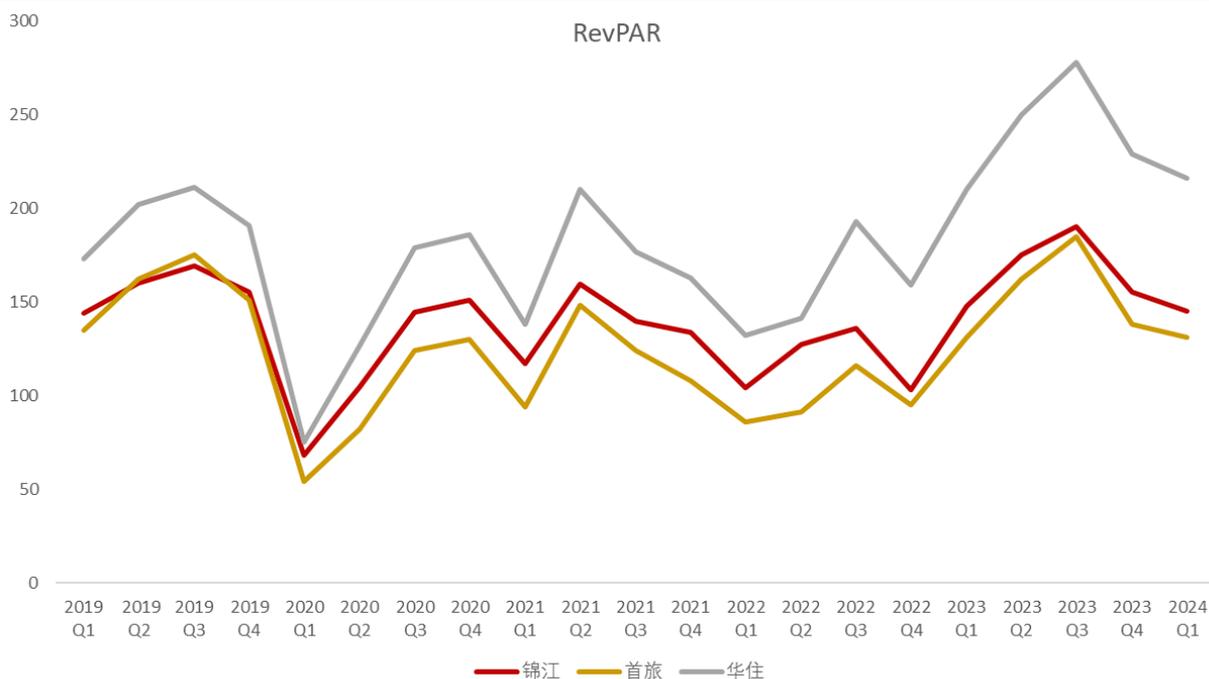
图 21：三大酒店集团平均房价变化（元）



资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团2019年至2024年财报，东莞证券研究所

资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团2019年至2024年财报，东莞证券研究所

图 22：2023 年旺季结束后三大酒店集团 RevPAR 明显回落



资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团 2019 年至 2024 年财报，iFind，东莞证券研究所

**供给压力恢复。**疫情期间酒店供给大幅出清，然而闲置的优质物业在疫情结束、出游需求爆发后经过换牌改造或简单装修后即可营业，因此 2023 年酒店供给快速反弹。截至 2023 年末，全国住宿业设施数达 61.15 万家，客房规模达 1804.91 万间，均超越 2019 年末创下的疫情前最高水平。分类型来看，2023 年酒店业设施数为 32.32 万家，恢复至 2019 年的 95.63%，其他住宿业设施数为 28.83 万家，恢复至 2019 年的 106.78%。疫情期间酒店出清叠加 2023 年出游需求集中释放形成了酒店业的疫后红利期，但可观的利润和现成的物业吸引了大量的酒店投资者造成 2023 年酒店供给的快速恢复甚至形成供给过剩。考虑到 2023 年三季度为酒店大旺季，或吸引了更多酒店投资，预计 2024 年酒店供给将保持较快增长，行业供给压力或加剧。

图 23：全国住宿业设施供给变化

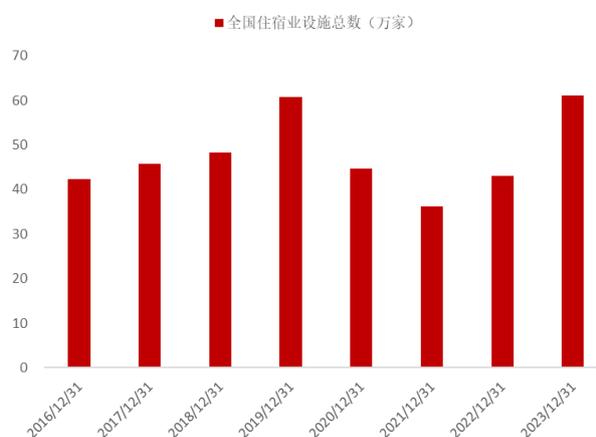
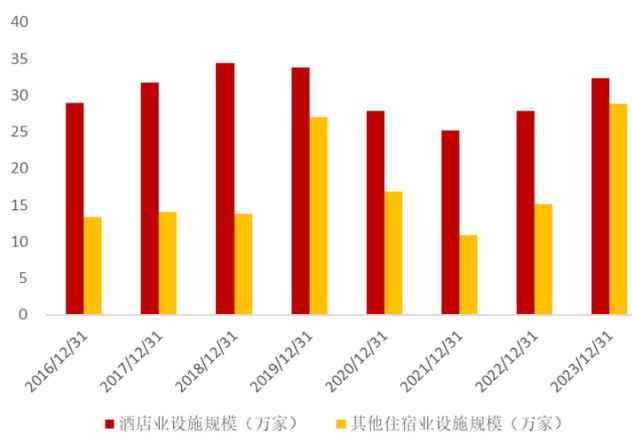


图 24：分类型住宿业设施供给变化



资料来源：《2019-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

图 25：酒店业设施数变化及占比

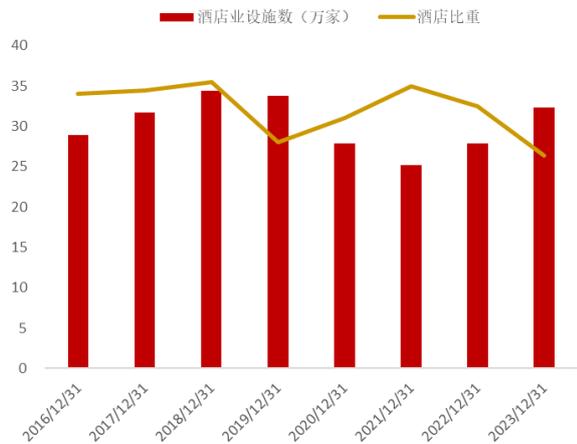
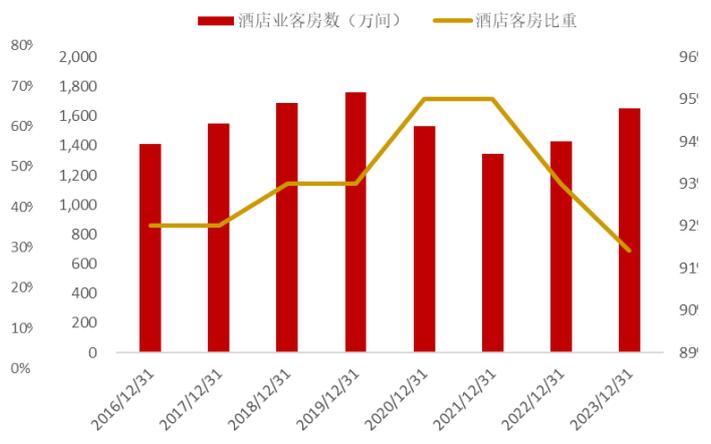


图 26：酒店业客房数变化及占比



资料来源：《2019-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

资料来源：《2019-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

2023 年末各档次酒店供给均有增长。防疫措施取消后出游需求全面爆发，带动全档次酒店需求回暖。分档次来看，经济型酒店受疫情影响最大，因此疫后供给增长最快，恢复至 2019 年同期的 88%；而中档酒店数量达到 4.5 万家，较 2019 年增长 44%；高档酒店为 1.9 万家，较 2019 年增长 25%；豪华酒店约 0.5 万家，较 2019 年增长 24%。

图 27：酒店业分档次设施数变化（万家）

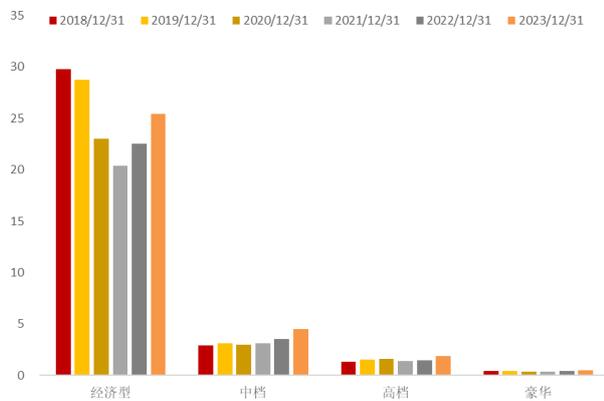
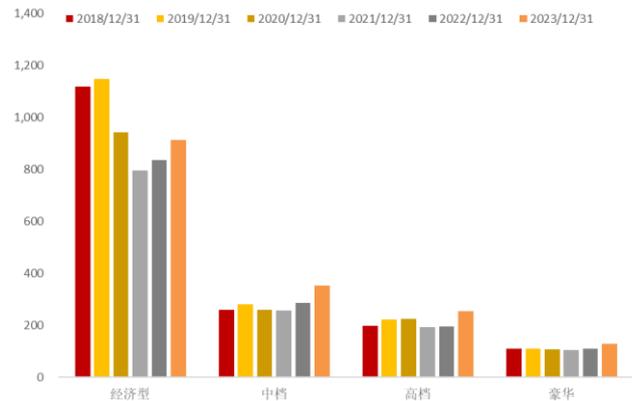


图 28：酒店业分档次客房数变化（万间）



资料来源：《2019-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

资料来源：《2019-2024 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

性价比消费大趋势驱动需求转移，酒店陷入保价还是保量的难题。商家对需求的误判导致 2023 年国庆黄金周假期后半程国内机票酒店价格跳水，颠覆了机票价格“越早买越便宜”的传统思维，更多游客选择缩短出游的决策时间，又反过来导致 2024 年航空公司和酒店更难判断出游需求进行定价。随着性价比消费的兴起和 OTA 带动“囤旅游”模式，大众出游的决策逻辑较疫情前发生重大变化，酒店业主普遍陷入选择保价还是保量的难题。

## 4.2 2024Q1 酒店龙头放缓扩张步伐，差异化市场仍有潜力

三大酒店龙头开店势头有所放缓。锦江、华住、首旅三大酒店龙头在 2024 年一季度新开业酒店 996 家，环比 2023Q4 下降约 24%，龙头酒店集团已提前判断了供给剧增的问题，2024 年拓张速度明显放缓。具体来看，锦江酒店集团 2024 年一季度新开酒店 222 家，净增开业仅 147 家，远低于 2019 年同期水平；华住集团 2024 年一季度新开酒店 569 家，净增开业 421 家，保持较快速度增长，但公司近年来强调精益发展的战略，比起快速扩张更加注重高质量的旗舰店等门店发展；首旅酒店集团 2024 年一季度新开酒店 205 家，净增开业 32 家，仍处于酒店结构调整阶段。整体来看，三大酒店龙头经济型酒店扩店速度大幅放缓，逐渐聚焦于中高端市场，锦江、首旅签约店储备数量有所减少。

图 29：锦江、首旅、华住新开业酒店数量（家）

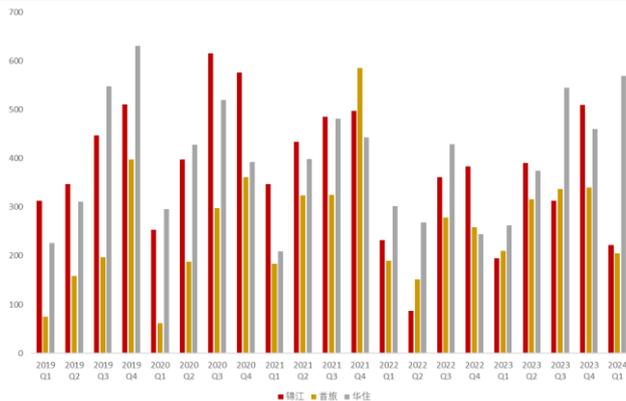
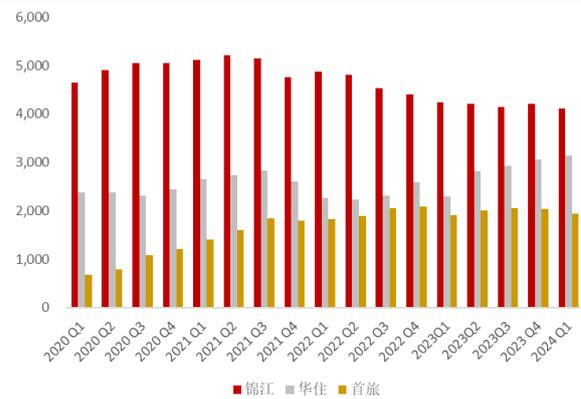


图 30：锦江、首旅、华住 pipeline（家）

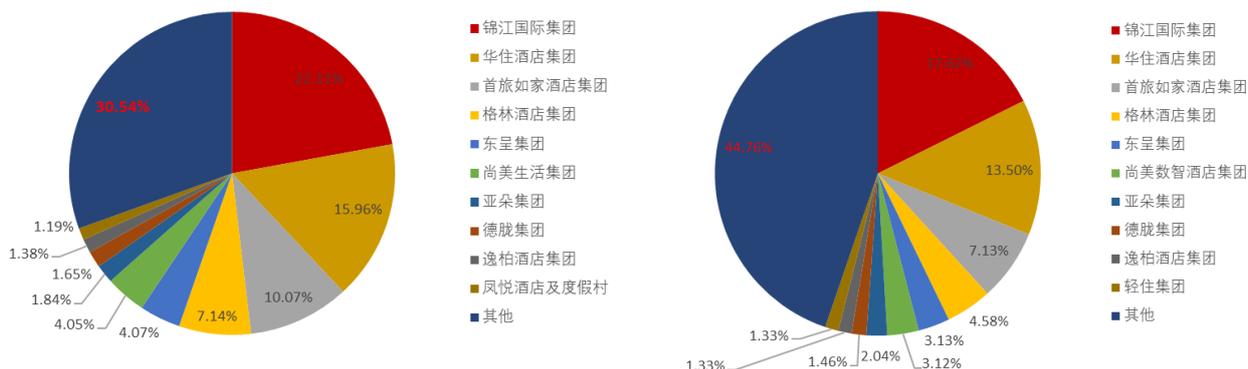


资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团2019年至2024年财报，东莞证券研究所

资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团2019年至2024年财报，东莞证券研究所

2024 年 Q1 酒店供给保持高速增长，三大龙头选择放缓扩店转向差异化竞争，专注提升酒店品质特色与开发下沉市场。受行业供给迅速恢复和自身扩张放缓影响，龙头酒店市占率下降。2023 年前十家酒店集团按酒店数计算的市占率 CR10 为 55.24%，较 2021 年下降 14.22 个百分点。三大酒店集团锦江、华住、首旅 2023 年市占率分别为 17.62%、13.5%、7.13%，分别较 2021 年下降 4.49 个百分点、2.46 个百分点、2.94 个百分点。龙头酒店集团多数选择放缓扩店转向差异化竞争。

图 31：2021 年前十酒店集团集中度（按酒店数计算） 图 32：2023 年前十酒店集团集中度（按酒店数计算）



资料来源：《2019-2024年中国酒店集团发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

资料来源：《2019-2024年中国酒店集团发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

### 4.3 下沉市场中高端领域仍是蓝海

**快速城镇化带来的下沉市场机会。**根据《中国酒店业发展报告》，2023 年初我国一线城市共有酒店 1.96 万家，副省级及省会城市共有酒店 8.06 万家，其他城市酒店合计 17.88 万家。一线城市、副省级及省会城市酒店数量占我国酒店总数的比重达到 35.91%，低线城市拥有的酒店数量仍较少。从连锁率来看，一线城市、副省级及省会城市、其他城市连锁酒店客房数量比重分别为 60.64%、48.58%、30.67%。低线城市酒店数量少、连锁化率低，以中小单体酒店为主，增长空间广阔。城镇化率保持增长，低线城市持续扩张创造增量市场。目前我国仍处于快速全面城镇化阶段，低线城市规模持续扩大，仍处于消费升级阶段。对于低线城市而言，中档酒店数量稀缺，符合低线城市消费升级带来的体验升级需求，连锁酒店下沉市场布局大有可为。

图 33：分城市等级酒店数量（家）

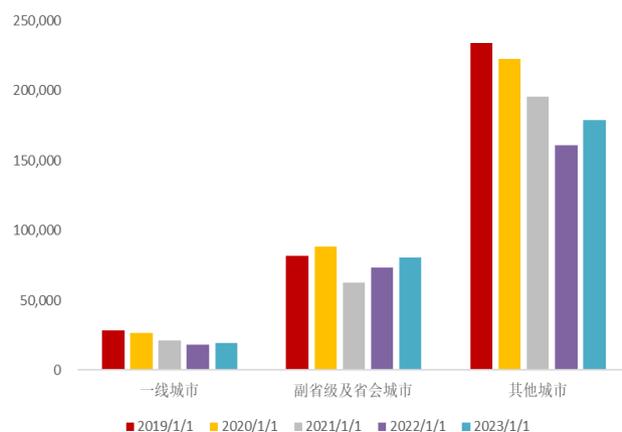
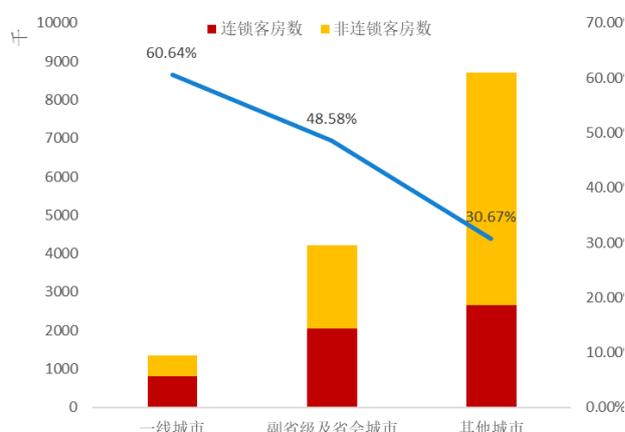


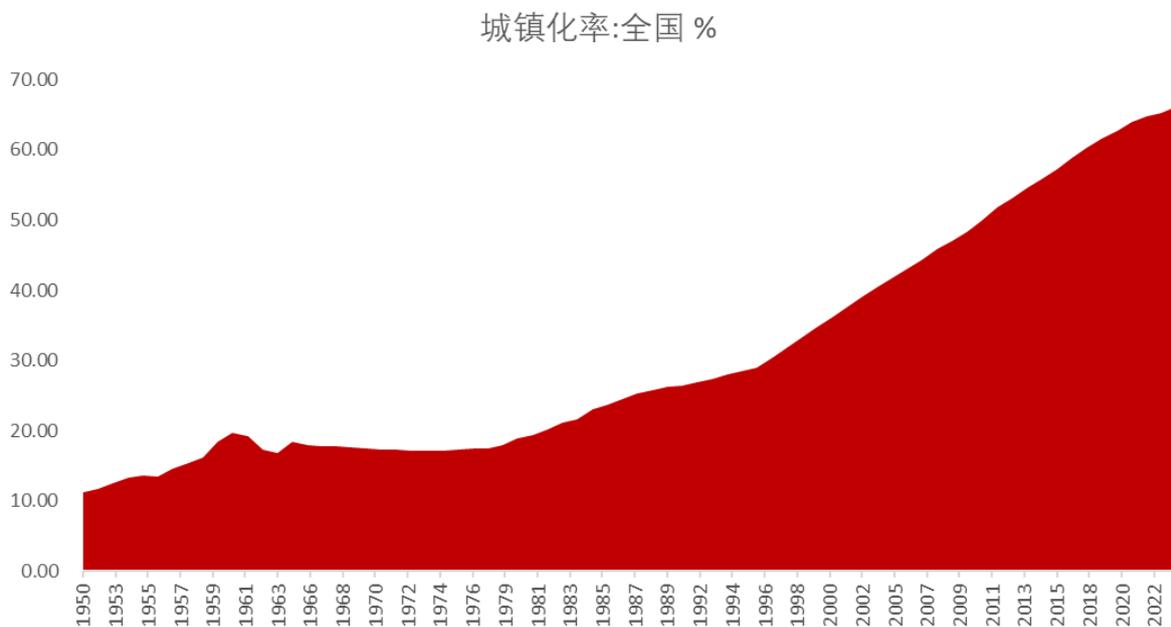
图 34：分城市等级连锁化率（%，按客房数量计算）



资料来源：《2019-2023年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

资料来源：《2019-2023年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

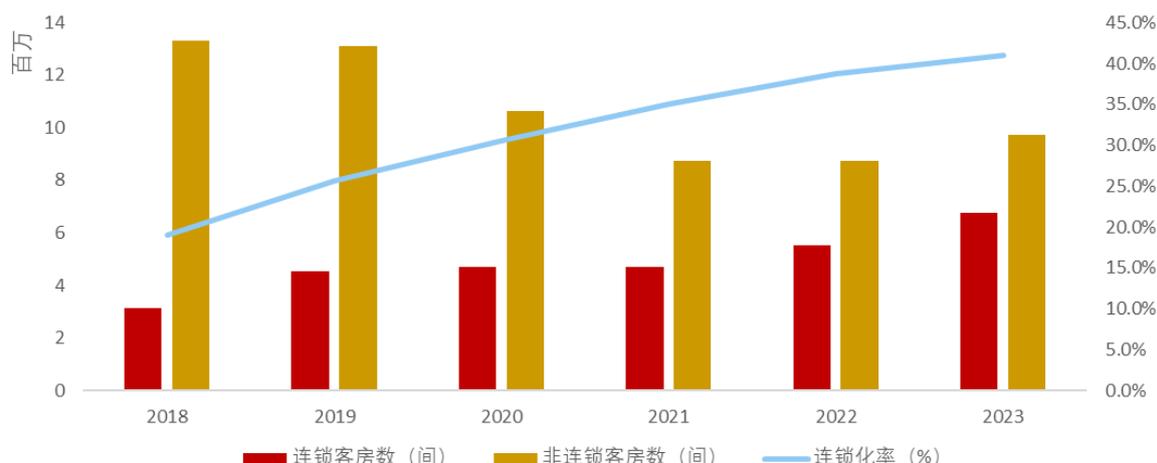
图 35：城镇化率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

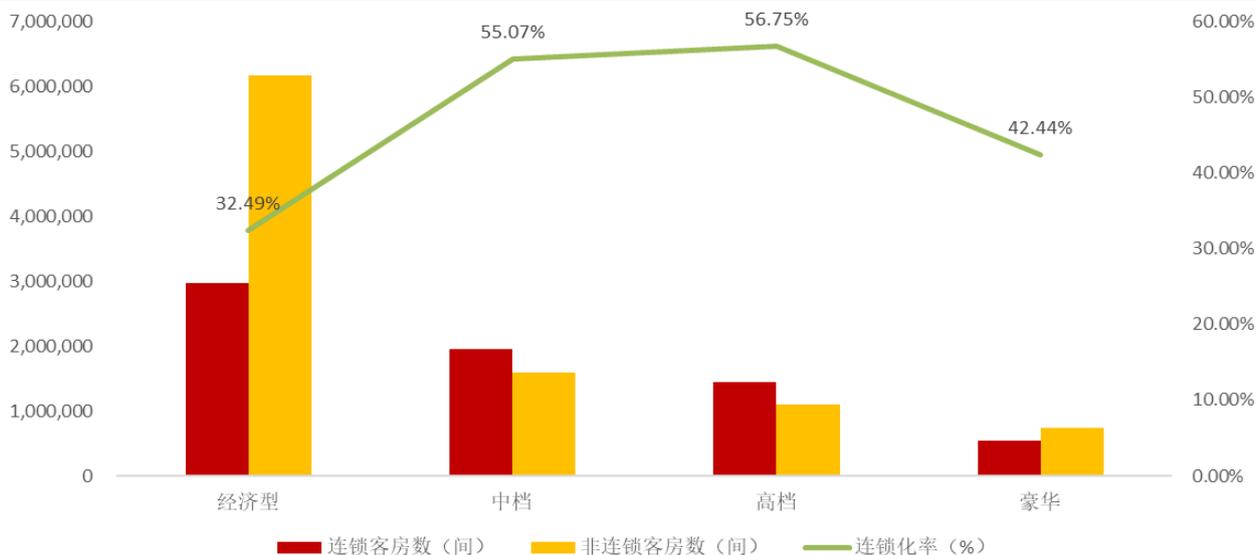
**连锁酒店仍是游客品质首选，长期仍看好龙头加盟扩张。**2023 年酒店供给大幅反弹，龙头市占率有所下降，但酒店连锁化率不降反升。2023 年末，中国酒店行业连锁客房数达 675.64 万间，连锁化率达 40.95%，同比提高 2.17 个百分点。新增酒店客房仍以连锁酒店客房为主，原因之一是近几年新增中高端酒店数量较多，而中高端连锁酒店连锁化程度较高，客房数远超经济型酒店和其他住宿业设施，导致连锁客房数量占比较高；二是疫情以来游客对酒店的卫生、安全和服务等隐性要求提升，而连锁酒店的高标准和品牌信用更易吸引游客，在面对区域竞争时相对单体酒店更易产生溢价，因此也更受投资者的青睐。长期来看，连锁酒店集团若能维系优质品牌力和高标准，更易实现高端市场和下沉市场的加盟扩张。

图 36: 中国酒店连锁化率（%，按客房数计算）



资料来源：《2019-2023 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

图 37: 2023 年中国酒店分档次连锁化率（%，按客房数计算）



资料来源：《2023 年中国酒店业发展报告》盈蝶咨询、中国饭店协会，东莞证券研究所

## 5. 免税：出境免税复苏可期，静候政策利好

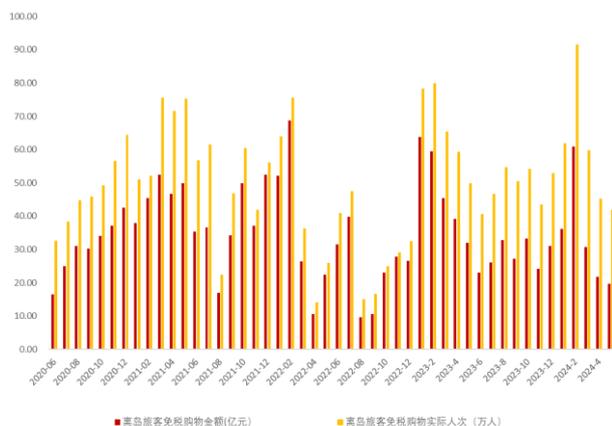
**回顾：**2024 年二季度以来免税行业上市公司股价再次调整，我们认为原因主要系当前免税行业受到国内消费者消费行为变化、出境游处于复苏阵痛期和日元、韩元等邻国货币相对人民币大幅贬值吸引代购分流等影响。

### （1）国内消费愈发重视性价比，不再盲目追求大牌。

**离岛免税购物人数减少。**2024 年前 5 个月，海南接待过夜游客总数为 2968.51 万人次，同比 2023 年 1-5 月增长 9.5%，较 2019 年 1-5 月过夜游客数增长 10.8%，主要

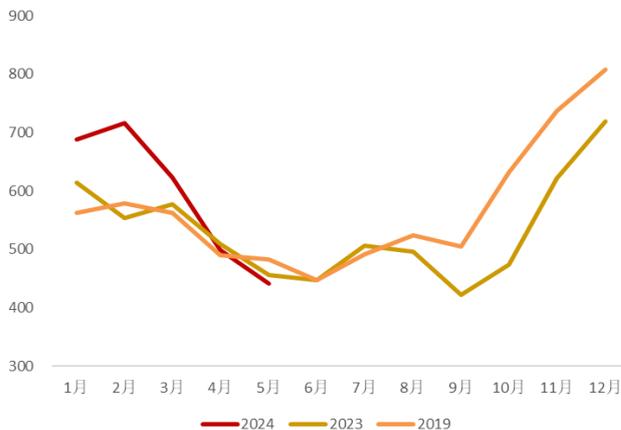
系一季度海南过夜游客总数大幅增长。但大幅增长的游客总数未能转化为离岛免税购物游客。2024 年 1-5 月离岛免税购物人数约为 300 万人次，同比下降 9.72%，购物总额降幅较大，2024 年前五个月离岛免税购物额为 169.1 亿元，同比下降 29.49%。

图 38：离岛免税购物额及人次（亿元，万人次）



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

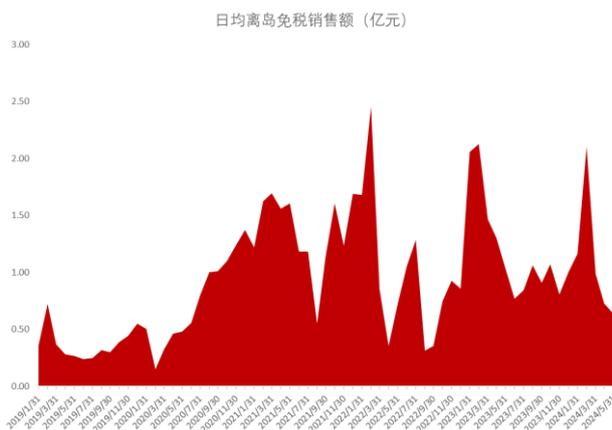
图 39：海南接待过夜游客总人数（万人次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

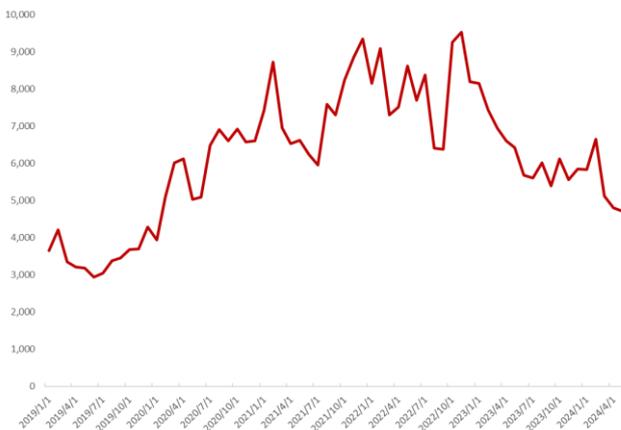
**客单价大幅下降。**受购物额和购物人次大幅下降影响，2024 年以来海南离岛免税日均销售额和客单价持续下滑。海南离岛免税日均销售额在 2024 年 2 月大旺季中一度达到 2.10 亿元，其后快速回落，2024 年 5 月淡季日均销售额仅为 0.64 亿元。离岛免税客单价降幅更为明显，自 2022 年末达到 9521 元的峰值后明显下滑，2024 年 5 月平均客单价为 4714.45 元。

图 40：离岛免税日均销售额（亿元）



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

图 41：离岛免税客单价（元）



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

**中产家庭出现阶段性的理性消费现象或是免税消费减少的主要原因。**疫情以来国内消费者行为发生明显变化。受国内资产价格下降压制消费预期影响，消费者更加理性，不再简单追逐大牌或奢侈品。这一现象在疫情期间被国内外免税商的大力度折扣促销所遮盖，但 2023 年免税折扣浪潮消退后愈发明显。我们选取免税商品中占比

较大的香化品类龙头欧莱雅分地区业绩表现为参考，2023 年上半年，欧莱雅北亚地区收入同比基本持平，表现明显弱于全球其他地区；到了 2023 年四季度，欧莱雅北亚地区收入同比下降 9.9%；在 2024 年一季度则为同比下降 3.9%。同品牌销售增速出现地域性差异，主要系消费者偏好发生变化。2023 年以来香化品龙头欧莱雅在北亚地区收入明显下降，或系更多消费者选择平价高质的国产平替。国产香化品龙头珀莱雅营业总收入在疫情期间快速增长，2023 年实现总营收 89.05 亿元，同比增长 39.45%，2024 年一季度实现总营收 21.82 亿元，同比增长 34.56%。在免税商品的消费结构中，国际大牌旗下的香水、化妆品等品类占比较大，消费降级影响下中国免税商及香化龙头收入均出现明显下滑。

图 42：欧莱雅 2023H1-2024Q1 分地区收入增速 (%)



图 43：珀莱雅 2019-2024Q1 业绩增速



资料来源：欧莱雅 23H1、2023 及 24Q1 财报，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## (2) 亚洲货币遭遇贬值危机，出国购物热潮重燃，压制境内免税店。

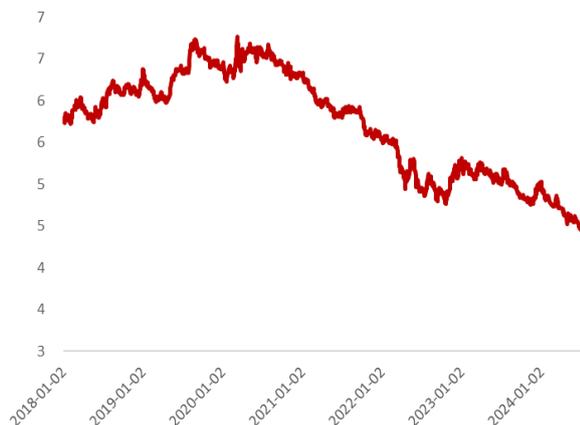
2022 年，美国为了应对高通胀开启了罕见的快速加息周期，自 2022 年 3 月开启加息周期计算，累计加息幅度达到 525 个基点。快速的加息推动美国资产收益率升高和美元升值，巨大的息差下亚洲多国货币遭遇贬值危机。以美元兑人民币中间价为例，2022 年 3 月美国加息前汇率约为 6.30，在经历了 2022-2023 年美国大幅加息后，截至 2024 年 7 月 11 日，美元兑人民币中间价约为 7.13。而日韩等亚洲其他国家货币贬值幅度更大，造成相对人民币的大幅贬值。截至 2024 年 7 月 11 日，100 日元兑人民币中间价为 4.47，较近三年高点下降三分之一；人民币兑韩元为 192.02，保持近五年的较高水平。

图 44：美元强势导致日韩等国货币相对人民币贬值（截至 2024 年 7 月 11 日）



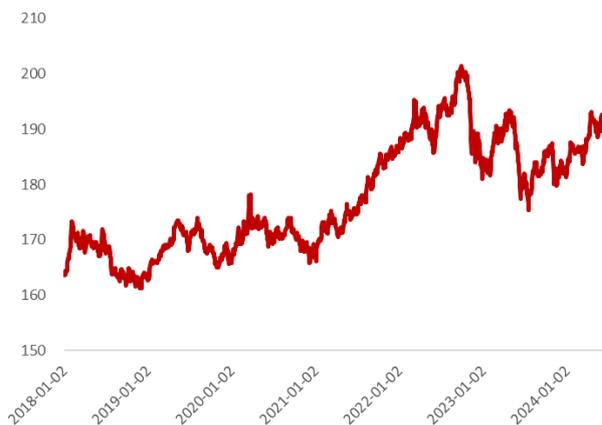
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 45：中间价:100 日元兑人民币



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 46：中间价:人民币兑韩元



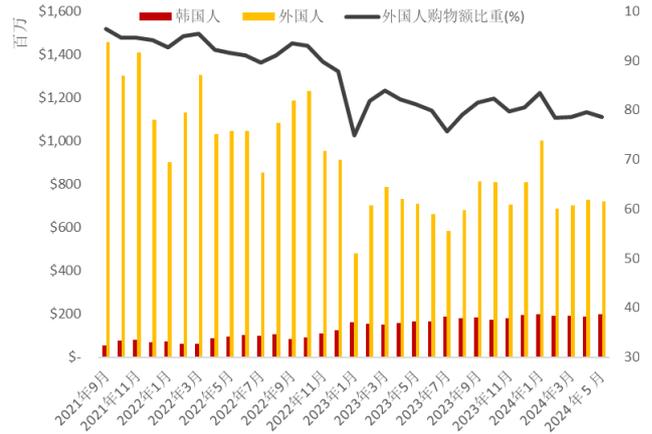
资料来源：iFind，东莞证券研究所

韩国个人代购客流增多，大量游客赴日购物旅游。受汇率波动影响，国内游客出国游玩的成本明显下降，叠加代购等获利行为后出境游逐渐具备吸引力。2023 年起韩国免税购买者中外国人占比快速回升，截至 2024 年 5 月，韩国免税购物额中，外国人消费达 7.22 亿美元，占韩国免税购物额的比重为 79%。日本游同样受到中国游客的欢迎，尤其在日元大幅贬值后以奢侈品购物在小红书等平台热度高涨。我们以路易威登某款手袋为例，近期该款手袋在中国的官网价格为 2.19 万元人民币，而日本官网价格为 41.25 万日元，按 7 月 11 日汇率中间价换算约合人民币 1.84 万元，折价超 16%，叠加最高可达 10%的奢侈品退税后优惠力度巨大。受汇率影响，出境游客逐渐增多，或对离岛免税存在一定的分流影响。

图 47：2021 年以来韩国免税购买者分布（百万人次）图 48：韩国免税购物销售额分布（百万美元）

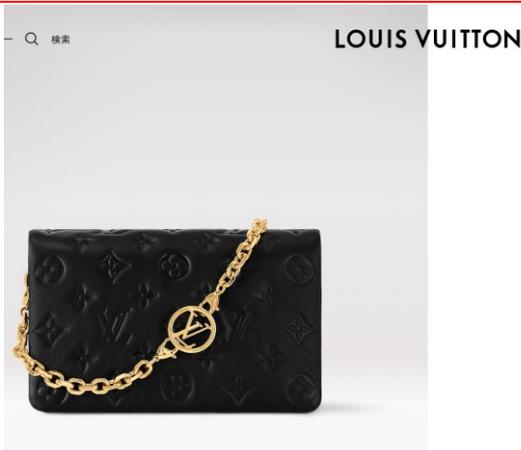


资料来源：KDFA，东莞证券研究所



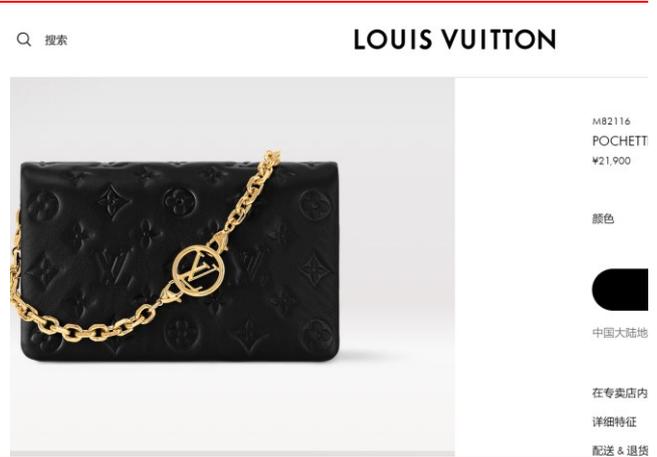
资料来源：KDFA，东莞证券研究所

图 49：路易威登某款手袋日本官网价（元）



资料来源：路易威登日本官网，东莞证券研究所

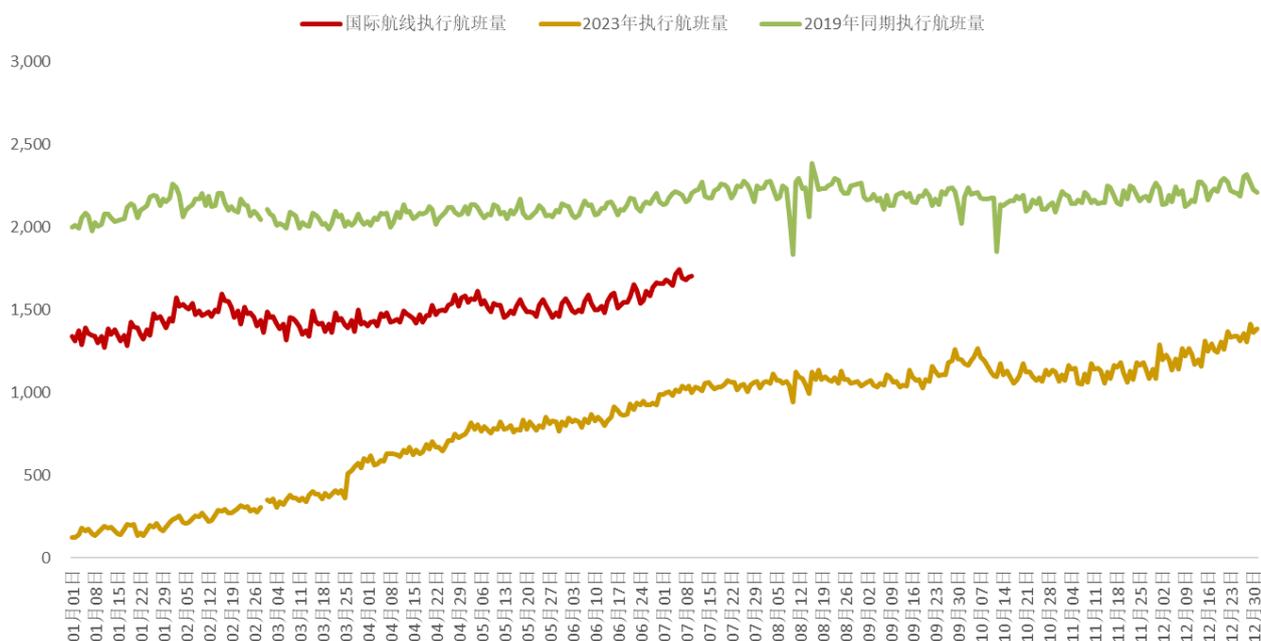
图 50：路易威登某款手袋中国官网价（元）



资料来源：路易威登中国官网，东莞证券研究所

**出境免税复苏可期。**2024 年以来多国对我国实行免签政策，免签朋友圈持续扩容，入出境游加速复苏，而出入境免税仍待修复。整体来看，国际航班数量相较疫情前仍有较大差距，北京、上海等中免旗下多个口岸免税店并未“满血”营业，但截至 2024 年 7 月 11 日，中国国际航班数量达 1660 架次，入出境游逐步复苏，有望带动出境免税业务修复。

图 51：中国民航国际航班数（截至 2024 年 7 月 11 日）



资料来源：航班管家，东莞证券研究所

**消费税改和市内免税政策可期。**可选消费为后周期行业，受当前经济周期位置及大众消费偏好影响较大。整体来看国内中高收入家庭基本盘稳固，需求保持稳定，但受到性价比消费影响和出境购物分流，导致中国中免等免税龙头持续回调。后续消费税改及市内免税政策若落地有望提振情绪，长期来看免税行业估值提升仍需等待国内资产价格回升、美元进入降息周期和国际关系改善等。

## 6. 教育：政策前景明朗，市场空间广阔

**回顾：双减后教培龙头大幅回调。**受到 2021 年民办教育促进法和双减政策落地影响，学科类教培等教育股龙头股价大幅回调。《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》规定，要求各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，对线上学科类培训机构改为审批制，学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作，已违规的，要进行清理整治。双减落地后，龙头纷纷关停学科类培训业务开启转型。随着教育政策的逐渐明朗和业务转型成功，2023 年来部分龙头调整业务结构再出发，股价有所回升。

图 52：部分 A 股和港股培训龙头走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

**政策逐渐明朗，龙头有望率先占领高中教培市场。**双减落地引致行业动荡，但 2023 年来行业相关政策逐渐明朗，推动对学科类培训和非学科培训体系的准入条件及管理进行立法明确。2024 年 2 月教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》，其中，针对学科类培训，明确培训机构须取得许可、面向义务教育阶段的学科类校外培训机构应当登记为非营利性法人，明确校外培训是指“学校教育体系外，面向社会开展的，以中小学生和至岁学龄前儿童为对象，以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的，有组织或系统性的教育培训活动。”，高中阶段学科类培训或能合法合规展业。针对非学科类培训，《意见稿》提出正视家长的合理培训需求，提出鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，引导非学科类校外培训机构参与学校课后服务等举措。待后续政策落地，教育龙头有望基于此前经验和师生资源快速恢复高中阶段学科类培训业务，非学科类培训业务得到政策鼓励支持或加速扩张。

表 1：近年来课外培训政策逐渐清晰

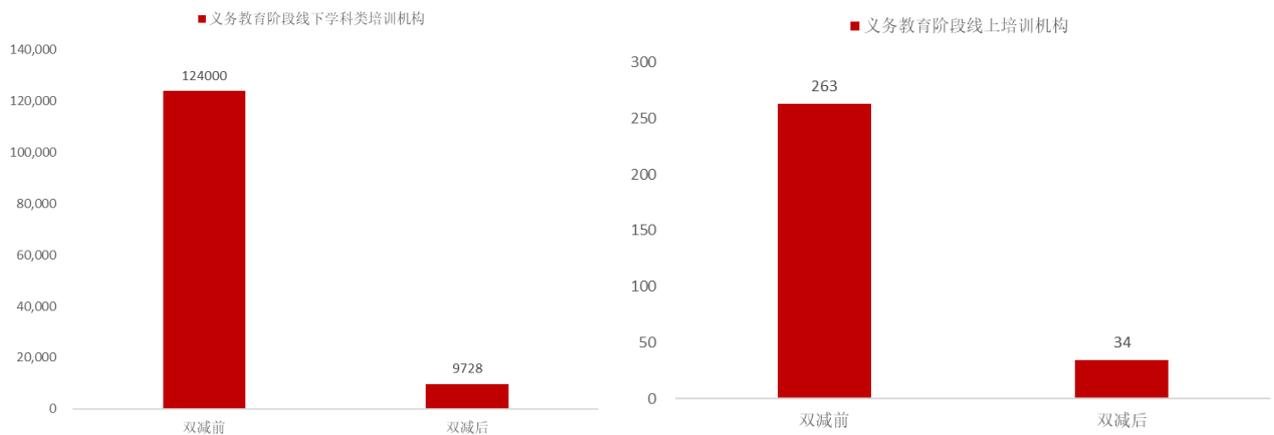
发文单位	日期	文件名	要点提炼
中共中央办公厅 国务院办公厅	2021/7/24	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 减少作业总量提高作业质量</li> <li>2. 各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构，对线上学科类培训机构改为审批制</li> <li>3. 对非学科类培训机构，要求各地区分体育、文化艺术、科技等类别，明确相应主管部门，分类制定标准、严格审批</li> <li>4. 学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作</li> </ol>
教育部等十三部门	2022/12/29	《关于规范面向中小学生的非学科类校外培训的意见》	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 加快解决非学科类培训出现的问题，全面规范非学科类培训行为</li> <li>2. 各地要明确非学科类培训主管部门、设置标准和准入流程</li> <li>3. 非学科类机构须依法取得有关主管部门的行政许可后，再依法进行法人登记。要对现有机构进行全面排查、对标整改</li> </ol>

教育部	2024/2/8	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	<p>1. 明确本条例所称校外培训是指学校教育体系外，面向社会开展的，以中小学生和至岁学龄前儿童为对象，以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的，有组织或系统性的教育培训活动。</p> <p>2. 正视家长的合理培训需求，提出鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，引导非学科类校外培训机构参与学校课后服务等举措。</p> <p>3. 开展校外培训活动，应当依法取得相应的校外培训办学许可，具备法人条件。面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。</p>
-----	----------	-------------------	---

资料来源：国务院、教育部等多个部门官方网站，东莞证券研究所

**双减后行业大规模出清，市场空间广阔。**2021 年双减政策落地后行业开启大规模出清，截至 2022 年 2 月底，原来的 12.4 万个义务教育阶段线下学科类培训机构已经压减到 9728 个，减少约 92.14%；线上学科类培训机构从 263 个压缩到 34 个，压减率为 87.07%。当前我国 K12 在校生人数维持高位，随着校外培训政策落地，行业有望逐步规范开展业务，校外培训市场广阔。

图 53：义务教育阶段线下学科类培训机构数量变化 图 54：义务教育阶段线上培训机构数量变化



资料来源：教育部，东莞证券研究所

资料来源：教育部，东莞证券研究所

## 7. 投资策略

**维持对行业的超配评级。**性价比消费大趋势下旅游消费客单价下行但旅游需求不减，只是消费更加理性关注性价比。2024 年下半年我们认为行业仍存在相关机会：（1）旅游景区消费刚性，热门旅游目的地业绩稳定，入出境游火热，可关注景区和 OTA 板块。（2）酒店板块随反向旅行加速低线城市中高端下沉市场布局。（3）教育板块学科类培训政策有望落地，相关业务有望重新合法合规展业等。

**细分板块投资要点：**

- **酒店：**2023 年以来酒店供给跟随需求出现爆发式反弹，2024 年酒店行业竞争压力增大的同时受到游客反向旅游影响，价格体系难以维系。酒店龙头集团经历了数年的结构调整，中高端酒店占比明显提升，业绩相对稳定。可关注龙头酒店集团在下沉市场扩张带来的相关投资机会。个股可关注：锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258）、君亭酒店（301073）。
- **免税：**免税行业短期内受到汇率和消费偏好变化等因素影响承压，但长期来看口岸免税业务有望逐步修复，消费税改革和市内免税政策值得期待。个股可关注：中国中免（601888）、王府井（600859）。
- **景区&OTA：**2024 年国内出游整体将延续量增价减趋势，热门自然景区由于承载力有限业绩稳定，有望脱颖而出。反向旅游新潮下低线城市和县域目的地成为增量市场，作为非传统的旅游目的地相关旅游资源和基础设施或有所欠缺，各大 OTA 平台有望受益于本轮低线城市旅游市场的增长。建议关注：长白山（603099）、峨眉山（000888）、三特索道（002159）、众信旅游（002707）、黄山旅游（600054）。
- **教育板块：**教育板块学科类培训政策逐渐清晰，非学科类培训和高中阶段学科类培训市场有望重新打开。双减后学科类培训机构基本出清，龙头机构完成业务调整，市场空间广阔。建议关注：行动教育（605098）、学大教育（000526）、盛通股份（002599）。

表 2：重点公司盈利预测及投资评级（2024/7/11）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
601888	中国中免	67.33	3.25	3.52	4.72	20.72	19.13	14.26	买入	维持
600754	锦江酒店	22.62	0.94	1.42	1.65	24.06	15.93	13.71	增持	下调
600258	首旅酒店	12.59	0.71	0.82	0.90	17.73	15.35	13.99	增持	下调
301073	君亭酒店	17.92	0.16	0.61	0.94	112.00	29.38	19.06	增持	维持
603099	长白山	23.30	0.52	0.72	0.88	44.81	32.36	26.48	买入	上调
002707	众信旅游	6.60	0.03	0.13	0.25	220.00	50.77	26.40	买入	上调
000888	峨眉山 A	11.18	0.43	0.54	0.62	26.00	20.70	18.03	增持	维持
002159	三特索道	13.00	0.72	0.91	1.05	18.06	14.29	12.38	持有	首次
600054	黄山旅游	11.19	0.58	0.65	0.73	19.29	17.22	15.33	增持	维持
002599	盛通股份	4.87	0.01	0.19	0.25	487.00	25.63	19.48	买入	上调
000526	学大教育	51.03	1.26	2.00	2.72	40.50	25.52	18.76	增持	上调
605098	行动教育	37.11	1.86	2.4	3.00	19.95	15.46	12.37	增持	维持
600859	王府井	13.35	0.63	0.78	0.95	21.19	17.12	14.05	增持	首次

资料来源：iFind，东莞证券研究所

## 8. 风险提示

- (1) **自然灾害风险**。消费者服务板块受自然灾害等影响较大，可能产生阻断客流等风险。
- (2) **政策风险**。景区、教育等板块受政策监管影响较大。可能产生政策变动强制要求降价或免门票导致收入下降等情况，或产生政策限制 K12 学历教育培训等情况。
- (3) **市场竞争加剧**。市场竞争加剧可能导致行业价格战等，进而导致盈利能力下降。
- (4) **市场复苏不及预期**。国内国际旅游出行修复可能不及预期等。
- (5) **宏观经济波动**。宏观经济波动可能影响居民消费意愿，从而导致旅游消费形式变化等。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn