

# 社会服务行业7月投资策略暨中报前瞻

## 板块预期处于低位，关注暑期趋势与高效能龙头

### 行业研究 · 投资策略

### 社会服务

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

- **7月观点：维持板块“优于大市”评级。**二季度消费增速有所回落，市场预期与现实不断再平衡，季末板块基金持仓与预期处于相对低位。考虑目前外部环境仍需跟踪，供需格局良好赛道及经营效能领先龙头仍有望逆势突出，短期建议配置**携程集团-S、学大教育、天立国际控股、峨眉山A、北京人力**等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、东方甄选、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、王府井、峨眉山A、中教控股、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、海伦司、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶等。
- **6-7月中上旬行情复盘：A股社服板块整体跑输基准，但7月受政策预期升温有所反弹。**6.1-7.19 A股社服板块整体跌9.6%，跑输基准8.5pct。6月板块受出行链走弱相对调整，Q2末板块处于基金低配状态。7月以来板块有所反弹，其中A股免税与出境游相关标的相对领涨。1、消费税改革及离境市内免税店等政策预期升温背景下，免税相关板块阶段反弹；2、出入境游标的受益于中报预喜。此外，港股OTA龙头阶段波动，预计主要系宏观经济与消费数据相对平稳，同时市场对于暑期酒店房价在高基数下的进一步回落等行业层面的担忧。
- **中报前瞻：结合上市公司中报业绩预告及我们对重点公司的持续跟踪，多数基本符合预期，部分不及此前乐观预期。**1、教育板块：K12教培持续受益于供给出清与需求旺盛，学大教育按业绩预告中值计算归母净利润同比增长28%，后续有待中报进一步确认。2、出行链：在线旅游龙头受益出境游加速修复及线上化红利预计收入增速仍好于国内出行链基本盘；大多自然景区经营相对稳健，其中享受内外交通改善及去年同期低基数等公司同比表现更突出；其他权重股方面，锦江酒店预计Q2扣非业绩好于悲观预期，中国中免仍然受制于海南经营压力。
- **出行链趋势：二季度消费增速环比回落，但服务消费仍好于商品消费，暑期“量增价减”格局延续。**Q2社零增速环比有所回落，消费环境有所疲软，4-6月同比增速分别2.3%/3.7%/2.0%，1-6月我国服务零售总额同比增长7.5%。今年暑期预计量增价减趋势延续（截至6月27日，暑期国内航线机票预订量比去年同期增长约23%；FlightAI显示今年暑运境内整体机票票价较去年同期降幅7%左右），短期国内游基数压力相对不低（2023年暑期国内游人次占比达到28%，显著高于2019年同期），结构上亲子游+避暑游、下沉旅游+出境游预计表现更为突出。
- **子行业分析：1、免税：**根据海口海关数据，Q2海南免税销售额同比下滑40%，环比Q1进一步承压。中国中免发布中期快报，Q2收入同比下滑17%、归母净利润同比下滑37%，海南与出入境免税此消彼长预计带来净利率影响。消费税改革预期逐步提升，免税价格优势有望进一步显现；同时伴随出入境客流的复苏，国人离境市内店开放预期升温，但基本面拐点仍需跟踪。2、酒店：根据同程酒店之家，7月前四周酒店行业RevPAR平均同比下滑15%，最新一周边际降幅收窄释放积极信号，继续跟踪后续表现。锦江酒店预告24Q2扣非业绩同比增9-20%，较Q1表现环比改善，公司持续推进内部整合和提质优化。3、餐饮：餐饮行业受需求及供需格局影响表现偏弱，但海底捞翻台表现在上半年弱市中仍相对突出；九毛九公告预计2024H1收入同比增长约6.4%，归母净利润同比下跌不超过69.8%。4、旅游：1) 景区：短期景区旅游消费整体呈现一定韧性，但6月恶劣天气有所扰动。夏季气温偏高背景下，7-8月避暑景区有望受益。2) 宋城演艺：根据公司官网统计，2024年6月宋城演艺直营千古情演出场次共596场，同比增长30%，增速环比不及5月。暑期旺季核心项目表现平稳，西安项目2号剧院启用后表现突出。3) 出入境游：根据航班管家数据，2024年6月国际航班量（包括外航）恢复至2019年的73.2%，暑期恢复有望进一步提速。
- **风险提示：宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。**

- [ 01 ] 7月投资建议
- [ 02 ] 中报业绩前瞻
- [ 03 ] 出行链趋势短&长期展望
- [ 04 ] 行情复盘与基金持仓分析
- [ 05 ] 子行业近况分析

■ 维持板块“优于大市”评级。二季度消费增速有所回落，季末A股社服板块处于基金持仓历史低位，市场预期与现实不断再平衡。考虑目前外部环境，供需格局良好赛道及经营效能领先的龙头仍有望逆势表现突出，短期建议配置**携程集团-S**、**学大教育**、**天立国际控股**、**九华旅游**、**北京人力**等。中线优选**中国中免**、**美团-W**、**华住集团-S**、**学大教育**、**携程集团-S**、**海底捞**、**天立国际控股**、**同程旅行**、**北京人力**、**BOSS直聘**、**科锐国际**、**锦江酒店**、**同庆楼**、**行动教育**、**宋城演艺**、**百胜中国**、**九毛九**、**东方甄选**、**粉笔**、**海南机场**、**米奥会展**、**传智教育**、**君亭酒店**、**王府井**、**峨眉山A**、**中教控股**、**天目湖**、**三特索道**、**黄山旅游**、**广州酒家**、**海伦司**、**首旅酒店**、**中青旅**、**奈雪的茶**等。

### ■ 风险提示

- 一、宏观疫情等系统性风险，政策不及预期等。
- 二、行业竞争加剧。
- 三、国企改革进度节奏等低于预期，激励优化低于预期。
- 四、并购整合风险、商誉减值风险等。
- 五、扩张速度不及预期等。

- [ 01 ] 7月投资建议
- [ 02 ] 中报业绩前瞻
- [ 03 ] 出行链趋势短&长期展望
- [ 04 ] 行情复盘与基金持仓分析
- [ 05 ] 子行业近况分析

# 中报前瞻：二季度业绩预计整体相对平稳，多数基本符合预期



■ 中报前瞻：结合上市公司中报业绩预告及我们对重点公司的持续跟踪，多数基本符合预期，部分不及此前乐观预期。1、教育板块：K12教培持续受益于供给出清与需求旺盛，学大教育按业绩预告中值计算归母净利润同比增长28%。2、出行链：在线旅游龙头受益出境游加速修复及线上化红利预计收入增速仍好于国内出行链基本盘；大多自然景区经营相对稳健，九华旅游（交通改善、客运渗透提升等）、三特索道（去年同期减值）等预计同比表现更突出；其他权重股方面，锦江酒店预计Q2扣非业绩好于悲观预期，中国中免仍然受制于海南经营压力。

表：2024Q2社服板块业绩前瞻（归母净利润系初步预测仅供参考，公布预告公司则取区间中值或快报值，单位：亿元）

行业分类	股票代码	公司名称	总市值	2023Q2	2023H1	2024Q2E	2024H1E	Q2Eyoy	H1Eyoy
免税	601888.SH	中国中免	1423	15.65	38.66	9.82	32.88	-37%	-15%
	600859.SH	王府井	160	2.91	5.18	2.28	4.30	-22%	-17%
酒店	1179.HK	华住集团-S	711	10.68	20.72	11.00	26.90	3%	30%
	600754.SH	锦江酒店	234	3.93	5.23	6.35	8.25	62%	58%
	600258.SH	首旅酒店	141	2.03	2.80	2.25	3.46	11%	23%
	300144.SZ	宋城演艺	208	2.42	3.03	2.67	5.19	10%	71%
	002159.SZ	三特索道	23	0.22	0.51	0.41	0.75	85%	47%
	603199.SH	九华旅游	32	0.49	1.11	0.58	1.10	17%	-1%
景区	600054.SH	黄山旅游	81	1.35	2.00	1.38	1.63	2%	-18%
	603099.SH	长白山	57	0.16	0.12	0.11	0.21	-36%	73%
	002033.SZ	丽江股份	48	0.66	1.21	0.63	1.19	-4%	-2%
	603136.SH	天目湖	27	0.43	0.62	0.38	0.49	-12%	-22%
	000888.SZ	峨眉山A	57	0.75	1.46	0.74	1.48	-2%	2%
	600138.SH	中青旅	72	1.11	1.06	1.28	0.99	15%	-7%
餐饮	603043.SH	广州酒家	89	0.11	0.80	0.10	0.81	-7%	1%
	605108.SH	同庆楼	48	0.73	1.46	0.49	1.15	-33%	-21%
	6862.HK	海底捞	732		22.58		20.75		-8%
	9922.HK	九毛九	48		2.22		0.67		-69.8%
	2150.HK	奈雪的茶	34		0.66		-2.10		-418%
会展	300795.SZ	米奥会展	38	0.75	0.76	0.34	0.39	-55%	-49%
OTA	9961.HK	携程集团-S	2190	34.34	54.99	38.89	87.86	13%	60%
	0780.HK	同程旅行	298	5.92	10.96	6.60	12.80	11%	17%
人服	300662.SZ	科锐国际	0	0.64	0.98	0.72	1.13	12%	16%
	600861.SH	北京人力	88	2.41	2.11	1.89	4.00	-22%	90%
教育	000526.SZ	学大教育	64	0.84	0.89	1.07	1.57	28%	80%
	605098.SH	行动教育	41	0.88	1.05	1.16	1.40	32%	33%

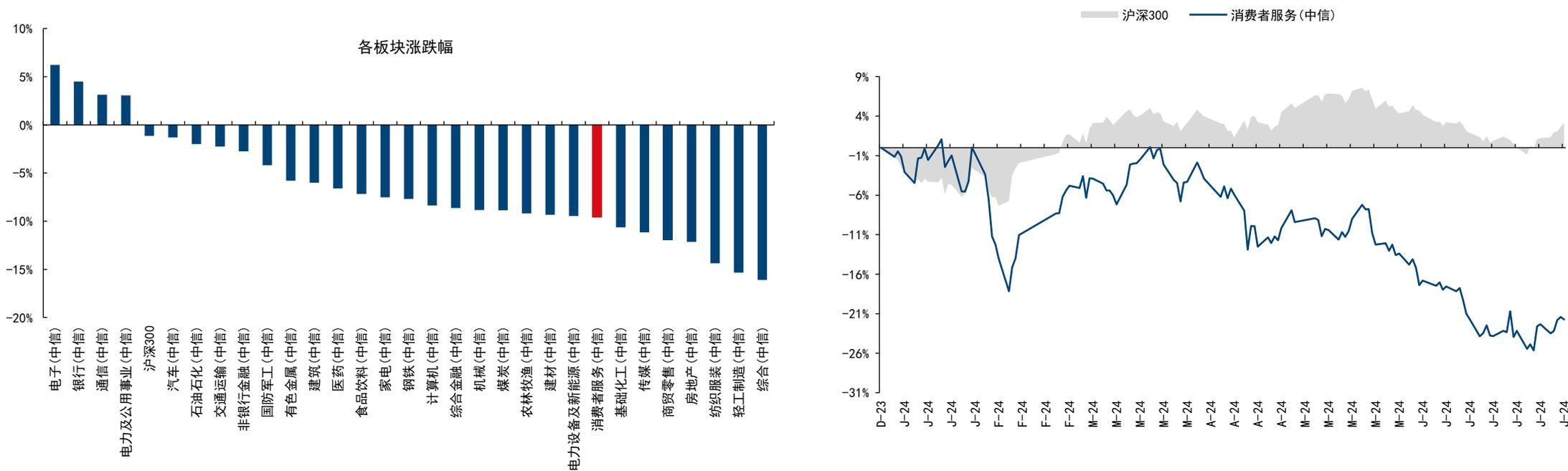
资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究整理预测

- [ 01 ] 7月投资建议
- [ 02 ] 中报业绩前瞻
- [ 03 ] 行情复盘与基金持仓分析
- [ 04 ] 出行链趋势分析
- [ 05 ] 子行业近况分析

# 板块复盘：6月以来板块跑输大盘，7月以来政策预期强化带动板块反弹

■ 2024年6月至今（6.1-7.19）社服板块整体跌9.6%，跑输基准8.5pct。春节前市场担忧回补需求过后出行增长的可持续性，板块回调；春节出行数据靓丽提振市场信心，A股迎来全面反弹，节后板块一度跑赢基准；3月中下旬以来后进入出行淡季，渐进复苏的商旅需求并未能承接节假日旅游需求的良好增长，整体出行相对回落，同时叠加一季报出行板块在去年高基数下相对平稳，板块回调。5月中旬宏观政策暖风频吹，叠加外资资金回流核心资产，板块阶段企稳反弹；此后因数据相对平稳重回调整态势。7月以来板块重回增长态势，免税板块在政策预期强化背景下有所反弹。

图：2024年6月至今（6.1-7.19）各板块涨跌幅及消费者服务指数走势

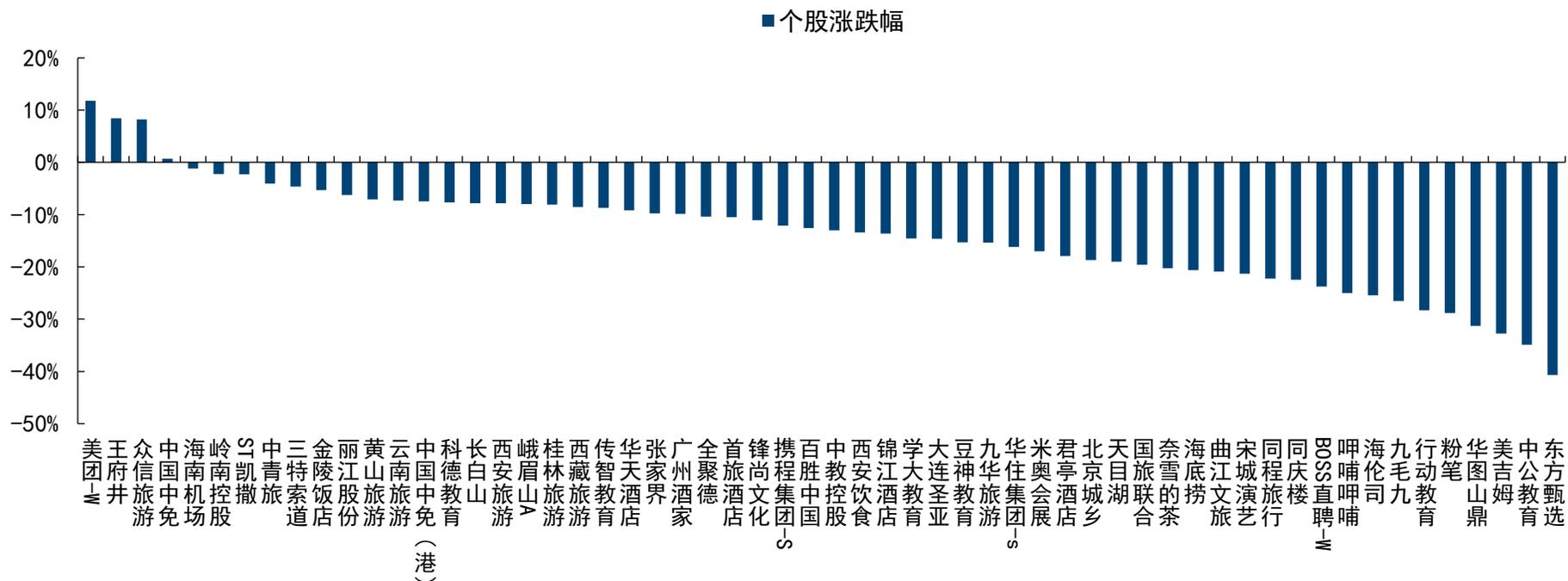


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 个股复盘：免税与出境游相关标的领涨

- 个股总结：6.1-7.19领涨个股中，免税与出境游相关标的相对领涨。1、扩大内需政策预期强化背景下，包括离境市内免税店等政策等，免税相关板块阶段反弹；2、出入境游标的受益于中报超预期预喜公告以及提速恢复的出境游旅客，也表现相对领先。
- 领涨个股：美团-W、王府井、众信旅游、中国中免、海南机场、岭南控股、ST凯撒、中青旅、三特索道、金陵饭店
- 领跌个股：东方甄选、中公教育、美吉姆、华图山鼎、粉笔、行动教育、九毛九、海伦司、呷哺呷哺、BOSS直聘

图：6.1-7.19个股涨跌幅

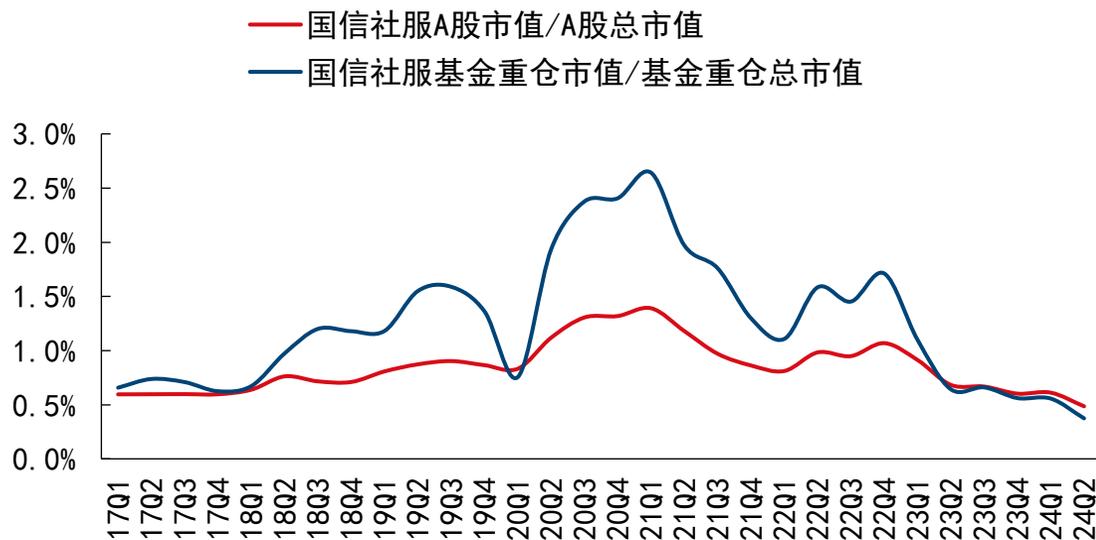


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 基金持仓：2024Q2末社服板块处于基金低配状态，Q2学大首旅获增持

- 由于一季度、三季度基金披露重仓股数据，而非像半年报和年报一样披露全部持仓数据，因此以下测算主要通过重仓股情况进行分析。
- 2024Q2末，社服板块在基金中处于低配状态（相比行业在A股市值占比），配置处2017年以来最低位。2024Q2末国信社会服务板块基金重仓持股比例为0.37%（开发式基金，国信社服板块重仓股票市值/所有基金重仓股票市值），板块市值占A股总市值0.49%，处于低配。
- 前十大基金重仓股：学大首旅获增持，其余均遭减持。24Q2末VS24Q1末，中免与宋城减仓明显，各减持0.070、0.027pct；学大教育、首旅酒店各获增持0.003%、0.003%。

图：社服行业基金配置VS市值占比：目前处于低配状态



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图：前10大基金重仓股持仓情况

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
中国中免	0.471%	0.219%	0.224%	0.180%	0.205%	0.134%
学大教育	0.000%	0.006%	0.008%	0.021%	0.038%	0.041%
宋城演艺	0.092%	0.072%	0.077%	0.065%	0.063%	0.036%
锦江酒店	0.218%	0.101%	0.089%	0.046%	0.033%	0.030%
北京人力	0.025%	0.034%	0.041%	0.036%	0.037%	0.029%
首旅酒店	0.072%	0.043%	0.045%	0.047%	0.025%	0.027%
同程旅行	0.010%	0.005%	0.012%	0.005%	0.044%	0.027%
科锐国际	0.027%	0.025%	0.025%	0.018%	0.012%	0.011%
同庆楼	0.006%	0.005%	0.015%	0.022%	0.027%	0.006%
中青旅	0.013%	0.008%	0.007%	0.002%	0.001%	0.006%

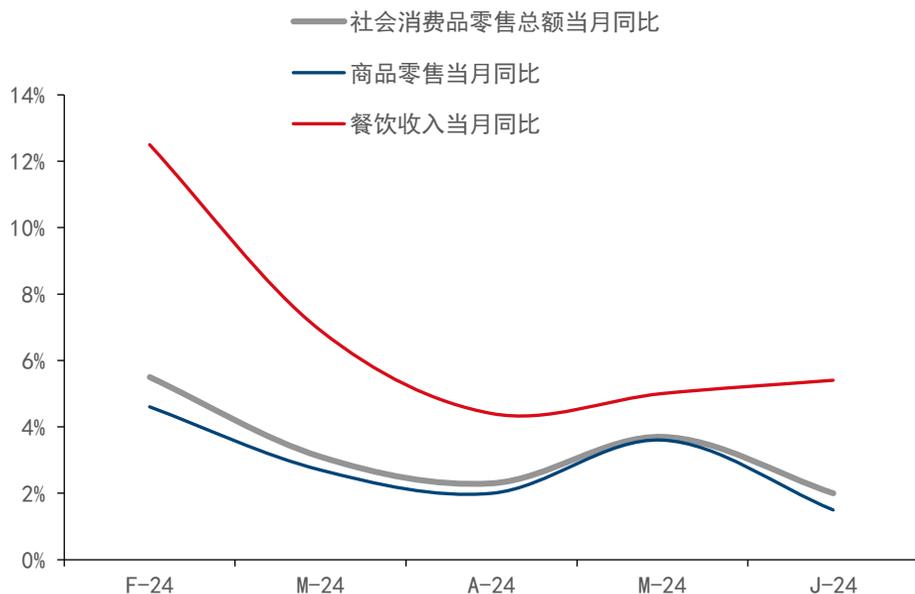
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 7月投资建议
- [ 02 ] 中报业绩前瞻
- [ 03 ] 行情复盘与基金持仓分析
- [ 04 ] 出行链趋势分析
- [ 05 ] 子行业近况分析

# 短期出行链趋势：Q2以来消费增速环比回落，服务消费好于商品消费

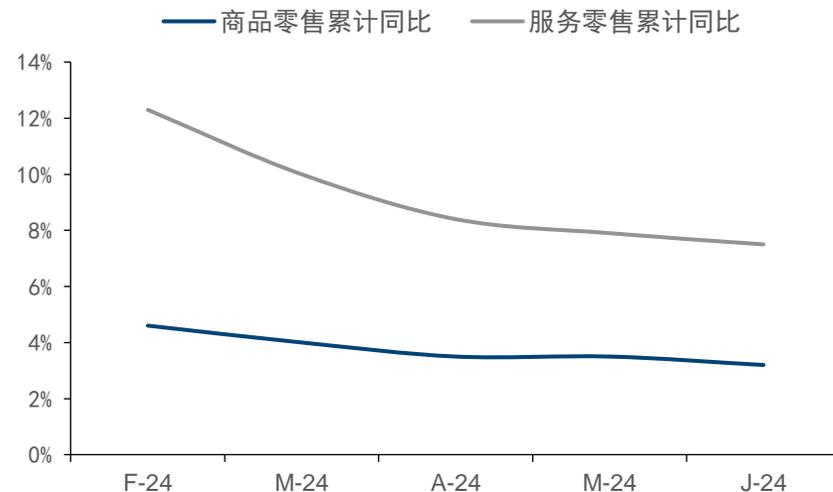
■ **Q2消费增速环比回落，服务消费好于商品消费。**从PMI数据看，6月服务业PMI指数回落至50.2%，新订单连续14个月收缩，消费相关行业景气收缩。从社零数据看，Q2社零增速环比有所回落，消费环境有所疲软，4-6月同比增速分别实2.3%/3.7%/2.0%；1-6月我国服务零售总额同比增长7.5%，1-5月重点监测网络服务消费增长23.2%。Q2以社零总额衡量的消费增速回归至低个位数水平的常态化增长，其中服务消费增速整体好于商品消费，线上化渗透提升助力网络服务消费增速进一步领先。

图：2024年社会零售总额月度同比增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年服务消费累计同比趋势



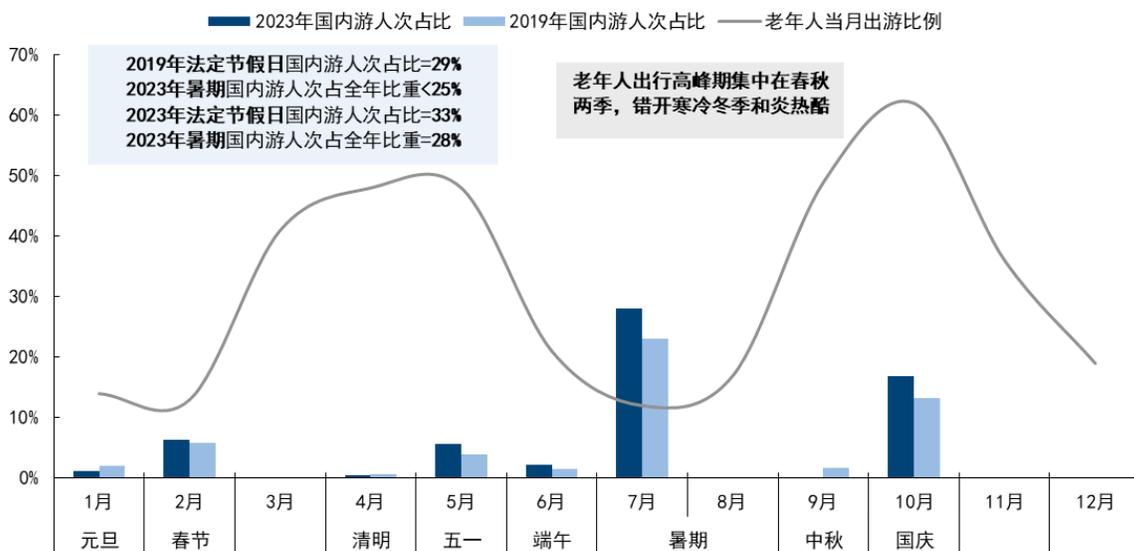
资料来源：商务部，国信证券经济研究所整理

# 短期出行链趋势：今年暑期国内游量价基数不低

## ■ 展望暑期，今年暑期量增价减趋势延续，短期国内游基数压力不低。

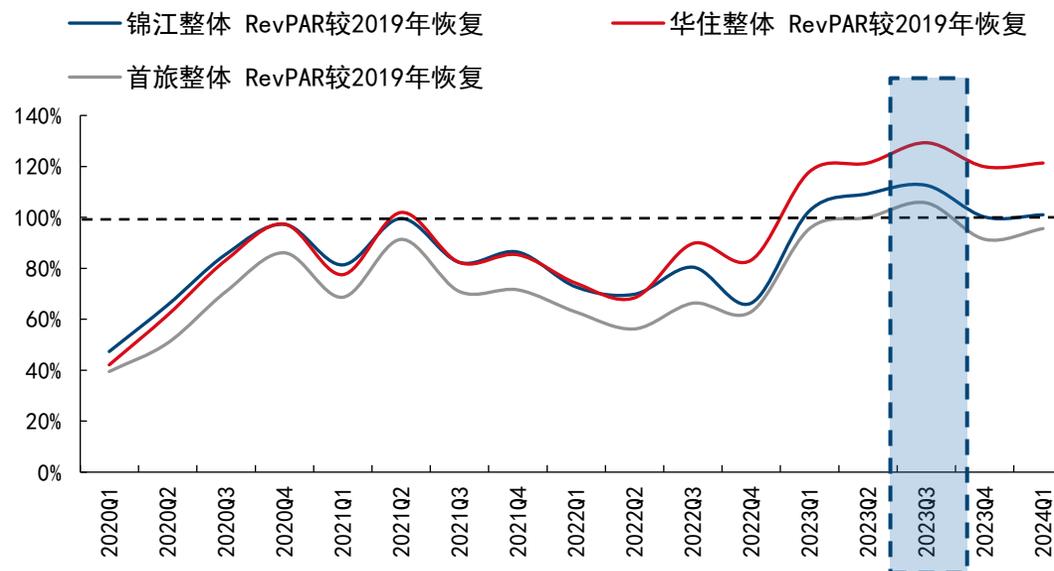
➤ 今年暑期量价基数高。2023年暑期是疫情放开后的首个暑期，亲子游、学生出行呈现报复性现象。2023年暑期国内游人次占比达到28%，显著高于2019年同期。同时以国内酒店集团季度经营数据为例，2023Q3 RevPAR为2023年恢复以来最高，其中ADR普遍较2019年高20-30%。此外，国际航线尚未恢复也有一定影响，去年暑期出境航班架次仅恢复至4-5成，较高的价格也限制了出游意愿，部分中高端以上客群仍选择国内游，进而也支撑价格提振。

图：去年暑期国内游人次占全年比重提升至28%



资料来源：文旅部，数据宝，国信证券经济研究所整理

图：去年以来酒店RevPAR恢复度趋势（2023Q3为高基数）

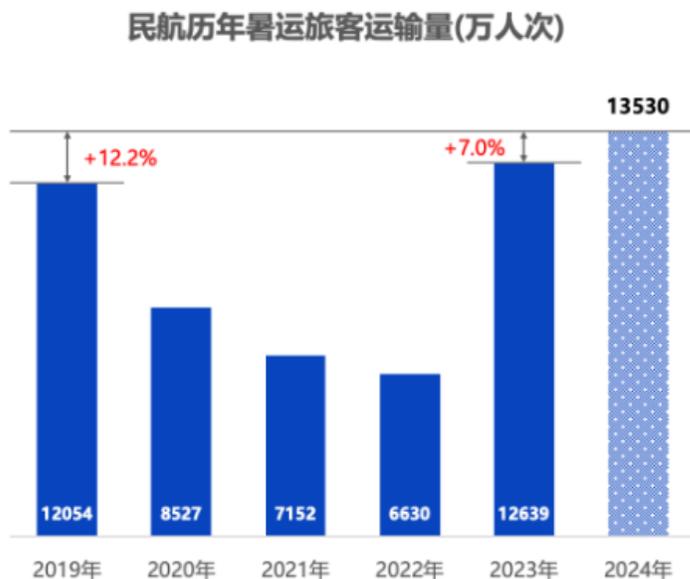


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 短期出行链趋势：今年暑期国内游有望呈现量增价减

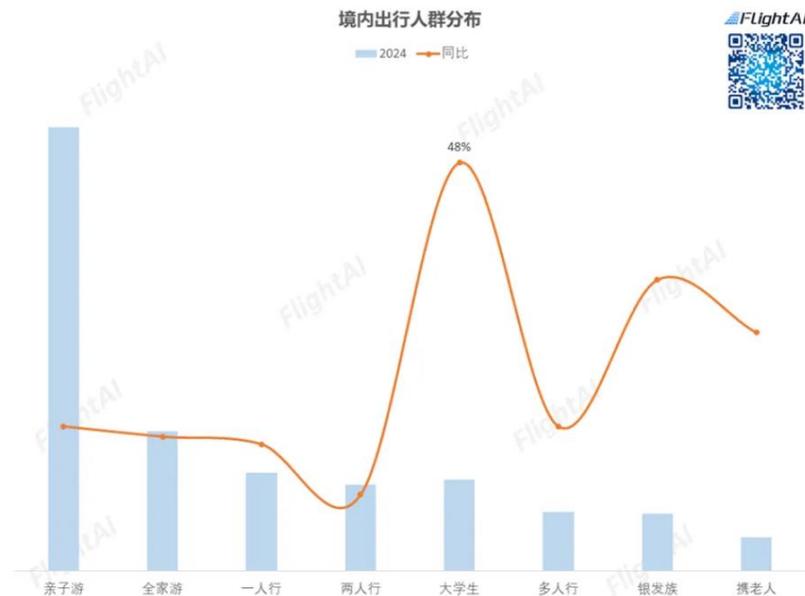
➤ **今年暑期国内游有望呈现量增价减。**携程数据显示暑期预定7成为长途出行：从铁路上看，据国铁集团，暑期全国铁路预计发送旅客8.6亿人次，较2023年同期实际运送客流增长3.6%。从航班上看，据航旅纵横大数据，截至6月27日，暑期国内航线机票预订量比去年同期增长约23%。据携程数据，境内搜索指数较去年同期高出20%。**从结构上看暑期呈现三大亮点：**一方面今年暑期国内游亲子用户占比约48%，消费水平均超过去年同期；另外据中国气象局预测，今年7月全国大部地区气温接近常年同期到偏高，预计避暑游有望表现良好；携程平台预测，暑假期间五线城市旅游订单同比增长34%，县域旅游订单同比增长22%，均高于一线及新一线城市增速。

图：今年暑期民航旅客运输量预测



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

图：今年暑期境内出行人群分布

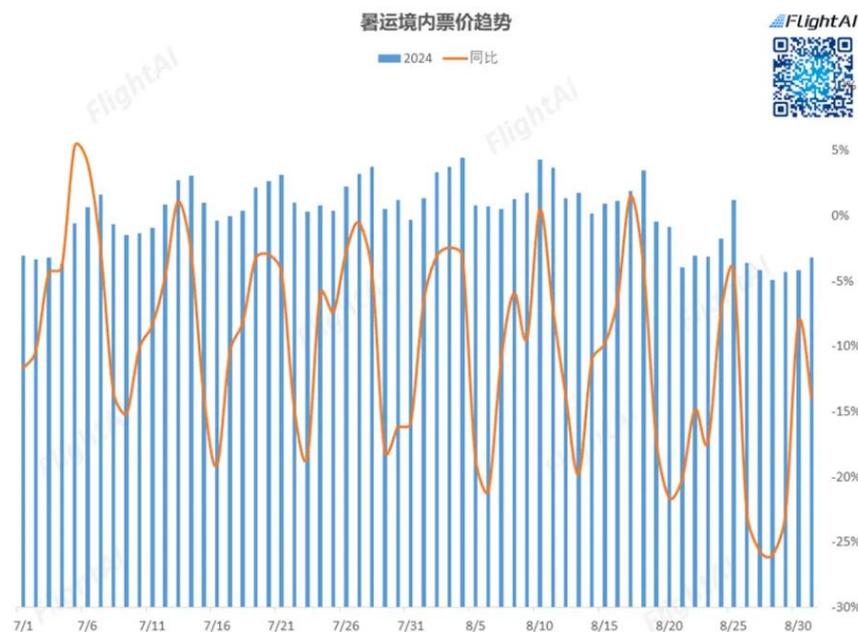


资料来源：flight AI，国信证券经济研究所整理

# 短期出行链趋势：今年暑期国内游有望呈现量增价减

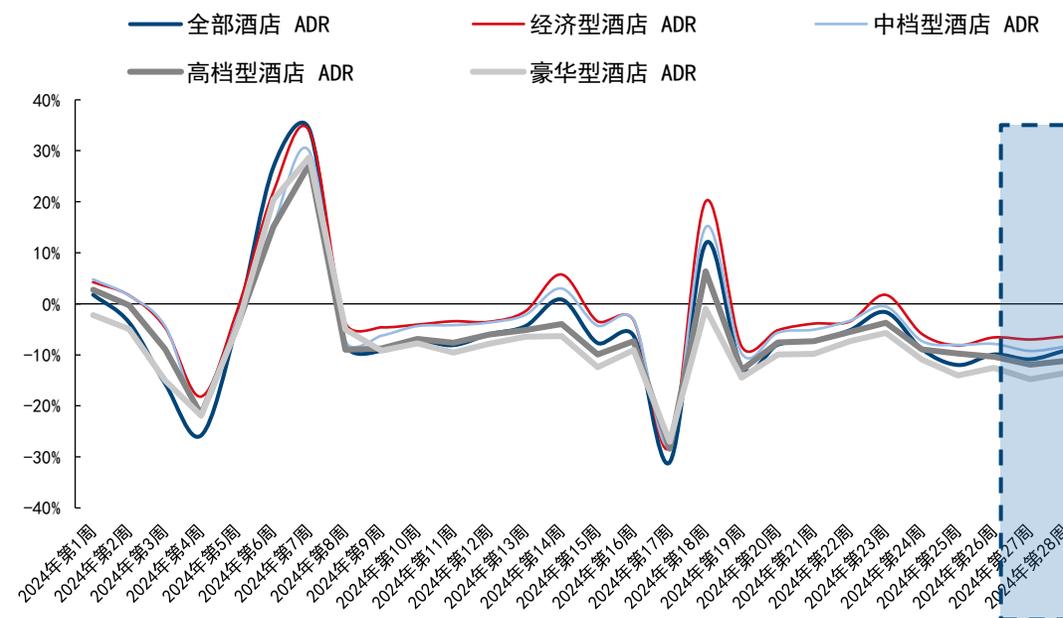
- ▶ **今年暑期国内游有望呈现量增价减。** 机票方面：航旅纵横大数据显示，2024年暑期国内航线平均票价（不含税）约为967元，比去年同期下降约12%；FlightAI数据显示，今年暑运境内整体机票票价较去年同期有所下降，降幅7%左右。酒店方面：结合我们跟踪的7.1-7.14同程驿镜行业数据看，暑期前两周酒店房价同比下滑约10%，其中高档与豪华型相对更为承压。
- ▶ 结合以上现有数据，我们分析供给的增加、出境的分流、下沉提升三重因素影响下，今年暑期国内游有望延续量增趋势。

图：今年暑期境内票价趋势



资料来源：flight AI，国信证券经济研究所整理

图：暑期酒店房价同比变化

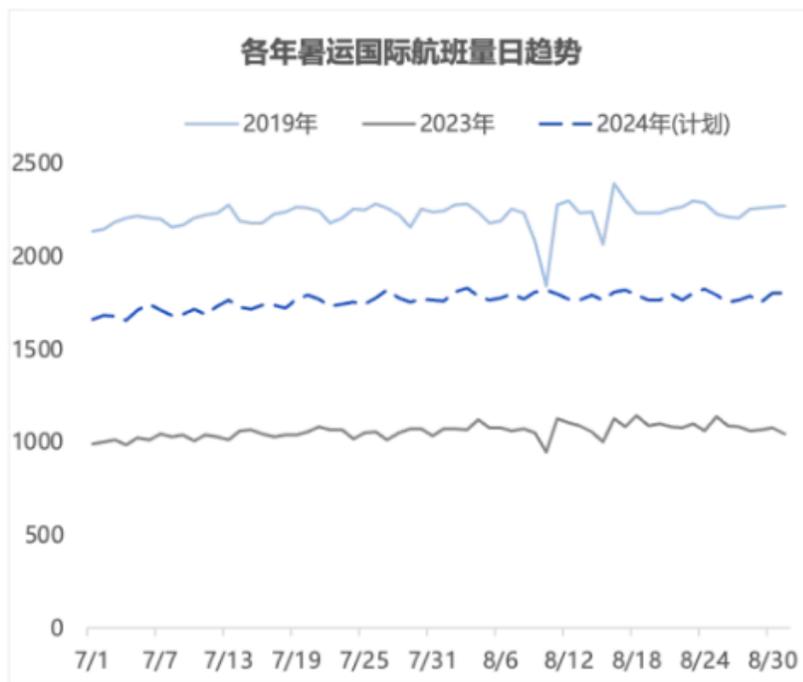


资料来源：同程驿镜数据，国信证券经济研究所整理

# 短期出行链趋势：今年暑期出入境游预计延续高景气复苏

■ 伴随运力恢复，出境游有望延续高景气复苏。根据航班管家数据，2024年暑运，民航国际市场预计恢复至2019年同期的八成左右。东南亚与东亚仍是国际热门目的地，两者航班占比76.2%，不过航班量对比2019年仍有一定差距；西亚、中亚、非洲等小众区域航班预计超过2019年水平；北美洲市场仍低位运行，计划航班量不足2019年同期的2成。从暑运前半个月（7.1-7.15）实际运营来看，出入境航线实际执行客运航班量超过3.1万班次，同比去年增长约58%；出入境旅客运输量同比去年增长约70%。

图：暑运国际市场预计进一步恢复至八成



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

图：2024年暑运不同区域计划量及同比分布

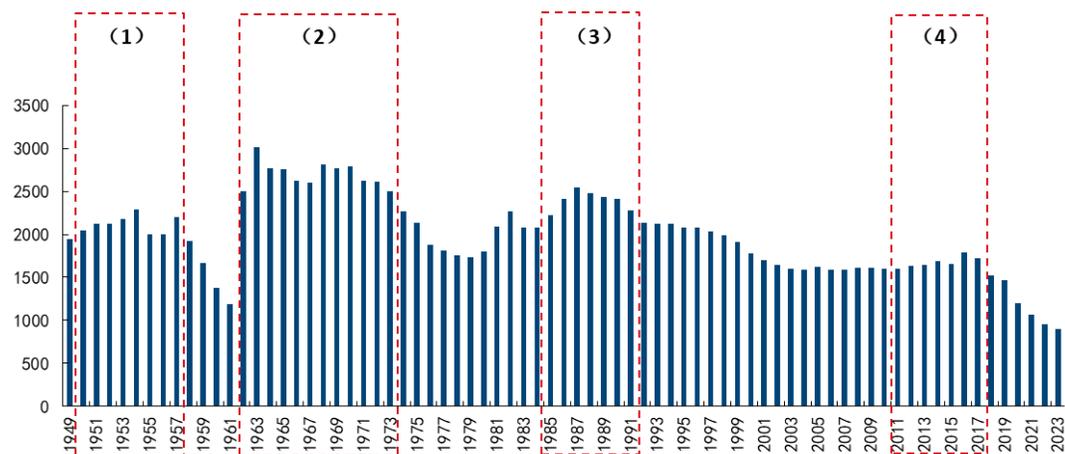


资料来源：同程驿镜数据，国信证券经济研究所整理

# 长期出行链趋势：我国正迈入十年人口结构黄金期，下沉市场结构化升级红利

- 长期视角看，人口是旅游的底层流量基础，入境游或带来第二边际增量，而我国多层次城市发展阶段又带来了结构升级红利。尽管近年来新生人口持续下滑，但当前旅游客流仍有结构性红利，即“一老一小”市场。
- 和2019上半年相比，2024年上半年民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”趋势。以去哪儿大数据为例，和2019上半年相比，2024年民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”趋势。在疫情发生之后，老年人成为易感人群，出行数量和比例都大幅度下降，2023年的老年旅客占比仅仅是2019年的一半左右。进入2024年，老年旅客的出行意愿增强，出行数量和占比不断回升，甚至超过2019年同期。此外，根据flightAI数据，上半年银发族（55岁及以上）出行占比也在不断上升，由19年5.8%→23年6.6%→24年7.2%。

图：新中国成立以来我国出生人口分布



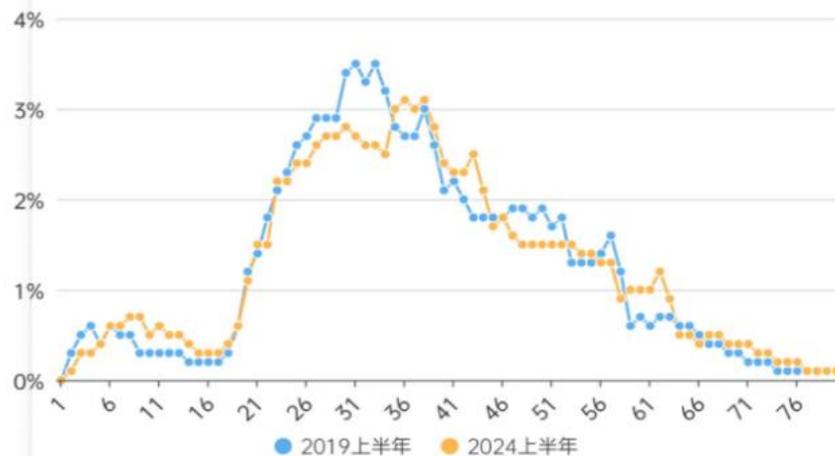
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”的趋势

2019/2024上半年旅客年龄段分布图

单位：百分比



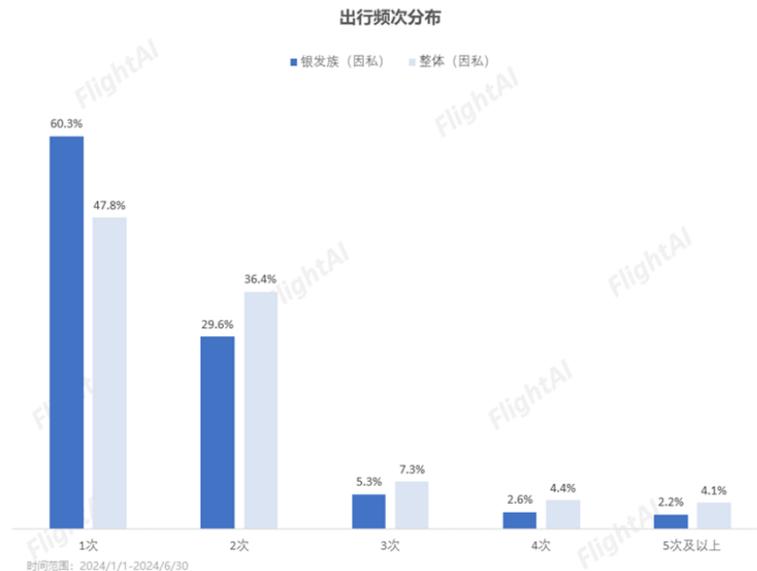
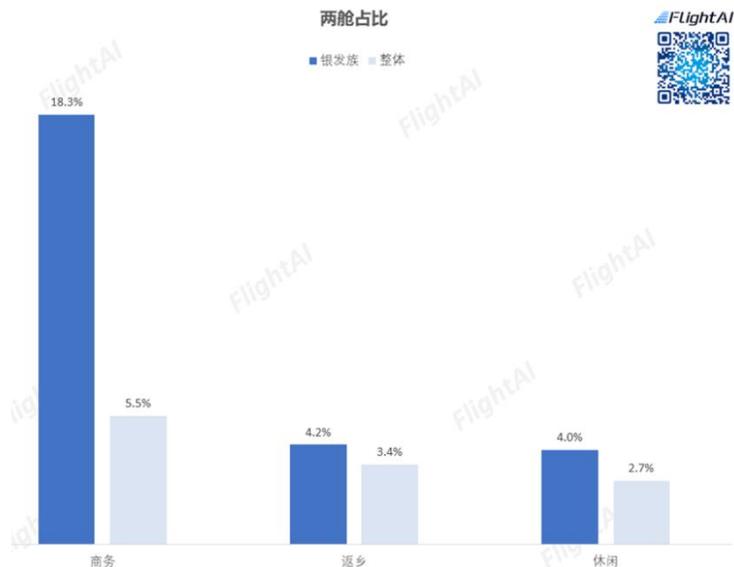
资料来源：去哪儿航旅大数据，国信证券经济研究所整理

# 长期出行链趋势：我国正迈入十年人口结构黄金期，下沉市场结构化升级红利

➤ **一是银发经济市场。**1962年-1973婴儿潮每年出生人口2500多万，目前这一批次的人口正在进入退休期，一直持续到2034年都是人口退休高峰。这部分人群曾经历改革开放经济发展期，拥有较强的资金支配自主性，同时互联网的发展使得他们的消费观念相对开放。**从基数看**，根据第七次人口普查数据，中国60岁到70岁的人口数量约1.6亿，加上55岁到60岁的女性人口0.5亿，合计约2.1亿人，再考虑60岁-70岁基本健康人群占比约9成左右，即约1.9亿参与老年旅游的人口基本盘，随着老龄化提升有望逐步抬升。**从出行上看，老年人出行频次低于年轻人，但消费水平更高。**携程数据上，银发族（55岁及以上）出行频次更低，今年上半年银发族因私出行1-2次占比9成，高于整体因私出行人群；但也更追求品质化出行，购买两舱及辅营产品（接送机、快速安检、休息室）占比明显高于整体。本身携程用户相对偏中高端也有一定影响。

图：新中国成立以来我国出生人口分布

图：民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”的趋势



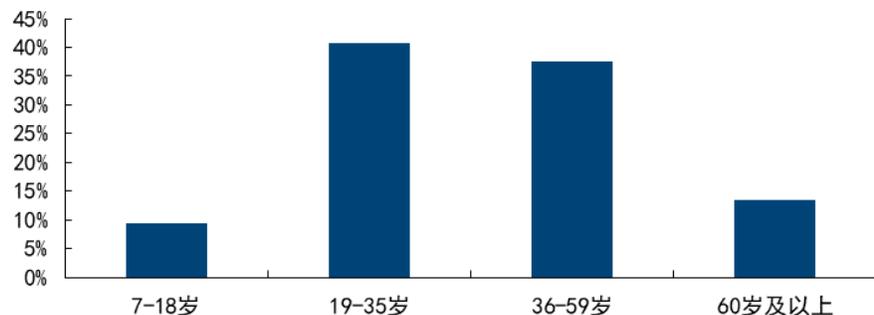
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

资料来源：去哪儿航旅大数据，国信证券经济研究所整理

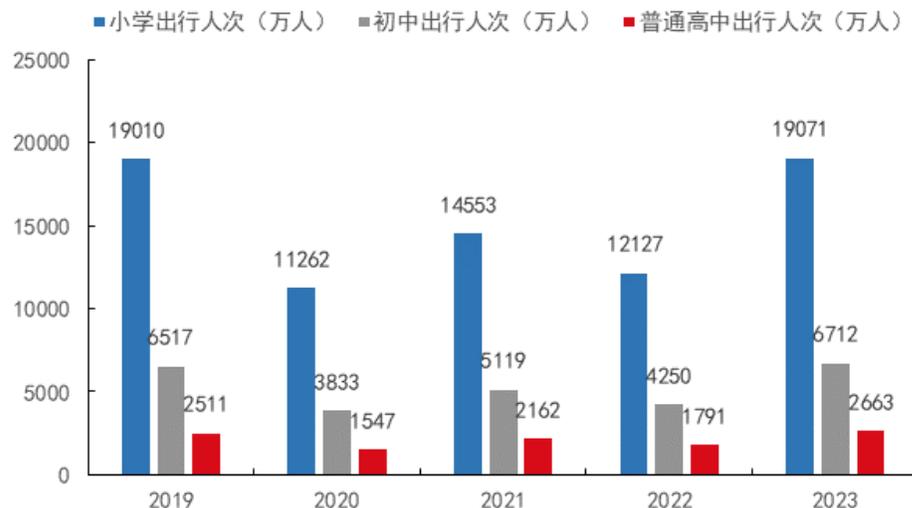
# 长期出行链趋势：我国正迈入十年人口结构黄金期，下沉市场结构化升级红利

- **二是学生群体市场。**复苏首年，景区年轻客群占比显著提升，其中2023年黄山平均年龄为38岁，相比2022年下降4周岁左右。学生群体不同年龄阶段对应不同的市场。2011-2017年单独二胎、全面二胎放开带来的生育高峰，按照3岁-18岁的从幼儿园到高中阶段教育时段，对应了2014-2035年亲子游、学校研学游市场。
- **相关部门鼓励研学游淡季错峰出行，小学生出游渗透率高于初高中。**2013年国务院首次提出“研学旅行”，2016年教育部等11部门印发《关于推进中小学生研学旅行的意见》，指出“学校根据教育教学计划灵活安排研学旅行时间，一般安排在小学四到六年级、初中一到二年级、高中一到二年级，尽量错开旅游高峰期”，研学游行业相关政策红利持续释放。2023年我国中小学在校生人数约1.88亿人，其中小学生研学出游率达到177%，高于初中的128%与高中的95%，后续研学游市场仍然有望受益于2011-2017年人口出生小高峰红利。

图：黄山景区2023年游客年龄结构



图：2019-2023年研学游主要出行群体人次

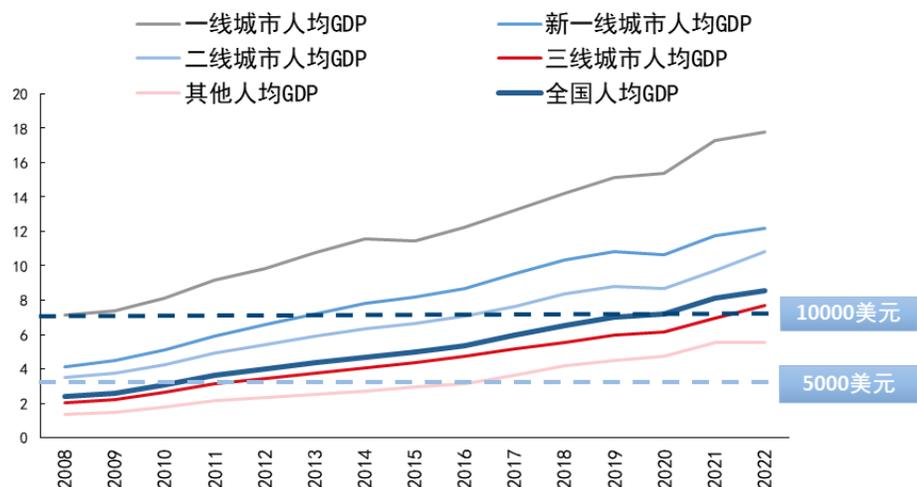


# 长期出行链趋势：我国正迈入十年人口结构黄金期，下沉市场结构化升级红利

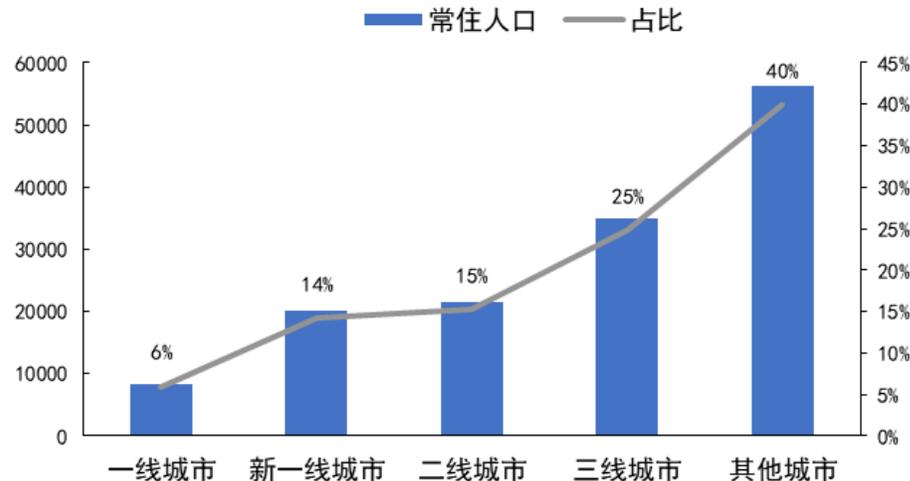


- 其次，城市的结构化升级红利正在逐步演绎。结合世界旅游组织研究，当人均GDP达到5000美元时，一个国家或地区会逐渐出现成熟的度假旅游经济；2011年我国人均GDP超过5000美元，我国旅游总收入占GDP的比重上升至4%。同时日本历史数据也可进一步说明，人均GDP超过1万美元后出境游开始提速。
- 考虑我国不同层级城市发展分化，我们选取第一财经对全国337个地级市2024年版分级（一线4个/新一线15个/二线30个/三线70个/其他）分析：**一线城市在2008-2009年左右迈入人均GDP1万美元关口，旅游行为更为丰富多元，彼时以高线城市居民为主要用户的携程也开始逐步发力出境游业务；此后新一线、二线城市人均GDP先后在2013、2016年突破1万美元。2021年三线城市人均GDP逐步突破1万美元，其他城市则处于5000-1万的发展过程中，这两部分客群占我国总人口约65%，一定程度上也助力了今年以来县域旅游增速持续快于行业整体。**

图：下沉市场人均GDP逐步提升（万元）



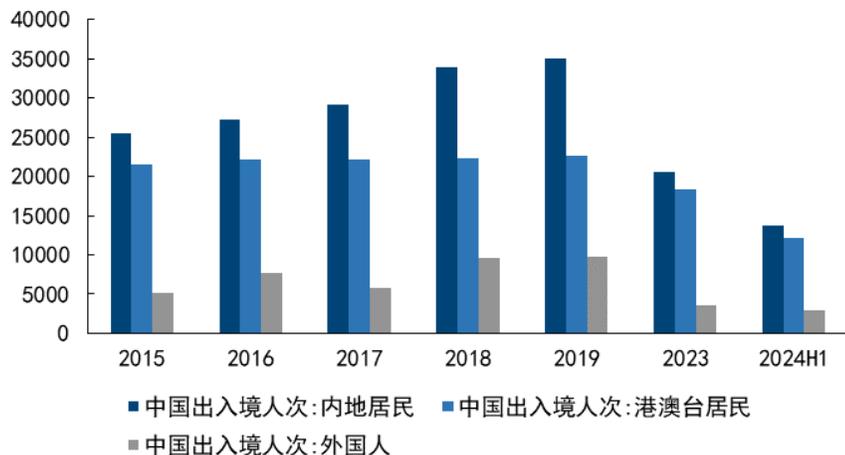
图：不同城市常住人口占比（万人，%）



# 长期出行链趋势：我国正迈入十年人口结构黄金期，下沉市场结构化升级红利

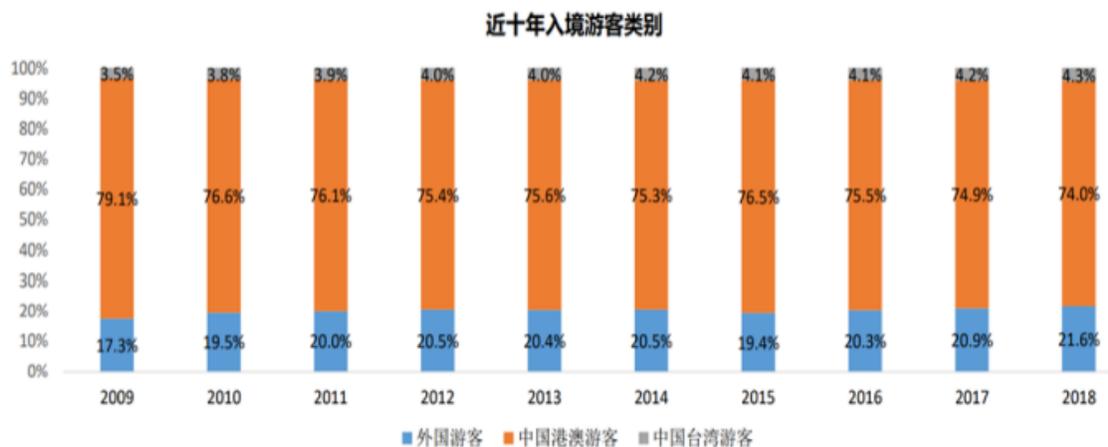
- 最后，在入境游角度，国家积极放开免签政策，有望激发相关旅游经济。为促进入境游的进一步复苏，目前我国互免国家已扩大至新加坡、马来西亚、泰国等25个国家，单方面免签国家范围扩大至法国、德国、意大利等15个国家。此外，近期我国大范围实施144小时过境免签政策，自2016年1月30日起该政策首先在上海、江苏、浙江三省市开始试行，目前已经覆盖37个适用口岸、54个国家，近期国际社交媒体上“China Travel”成为热点话题。
- 低基数下免签效果显著。国家移民管理局统计数据显示，上半年入境外国人1463.5万人次，同比增长152.7%。其中，通过免签入境854.2万人次，占比52%，同比增长190.1%。伴随中国旅行在海外短视频平台走热，文旅部预计下半年外国人到中国来旅游的人数会超过1500万人次，全年数据可能会恢复到2019年的80%以上。

图：出入境人次趋势变化



资料来源：公安部，国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：我国入境游人次及分类



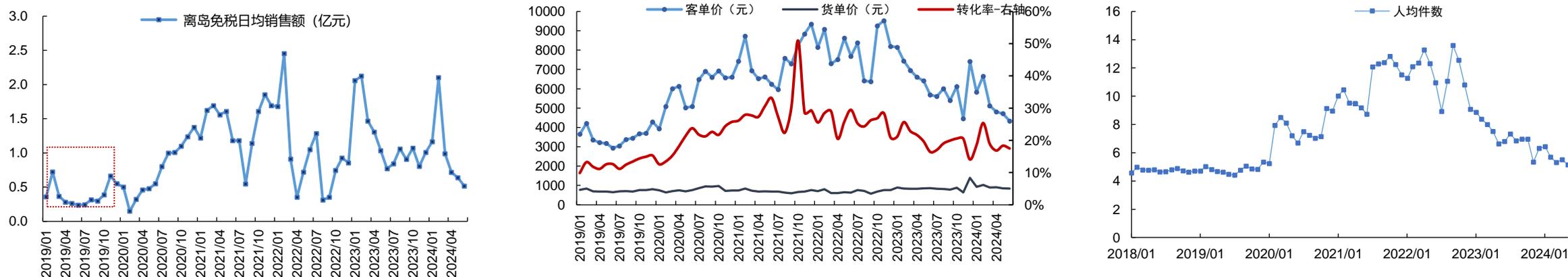
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

- [ 01 ] 7月投资建议
- [ 02 ] 中报业绩前瞻
- [ 03 ] 行情复盘与基金持仓分析
- [ 04 ] 出行链趋势分析
- [ 05 ] 子行业近况分析

# 免税：Q2海南免税相对承压，港澳出入境额度提升，市内免税店政策值得期待

- 二季度以来，随着整体消费环境相对平稳，海南免税进一步承压。Q2海南免税销售额为56.9亿元，同比下滑40%，环比Q1进一步承压（-24%）；其中购物人次为同比下降18%，进出岛客流同比下降9.5%/转化率下降1.8pct；客单价为4636元/-26%，量价均承压。
- 中免发布中期快报，海南与出入境免税此消彼长。2024年上半年，公司实现营业收入人民币312.65亿元，同比下降12.81%；实现归属于上市公司股东的净利润人民币32.88亿元，同比下降14.94%；24Q2的营收同比下滑17.4%（24Q1则为-9.5%），归母净利润估算同比下滑37.3%（24Q1则为+0.3%）。此外，从合并报表的营业利润和净利润下滑幅度超过营收幅度可以看出，综合毛利率的改善可能一部分原因来自于海南免税和出入境免税的收入占比的此消彼长（海南业务毛利率低于出入境毛利率，但是净利润率角度则相反）。
- 港澳出入境额度提升，市内免税店政策值得期待。此前居民往返中国港澳出入境免税额度提升（出入境整体从8000元提升到15000元），市场对离境市内免税店的预期逐步强化。考虑京沪出境人群消费力相对较强，在未来若15000元的出入境免税额度下（能覆盖一定的精品和香化品类），离境市内免税店若政策落地，仍有望带来一定的增量成长，继续跟踪相关政策情况。

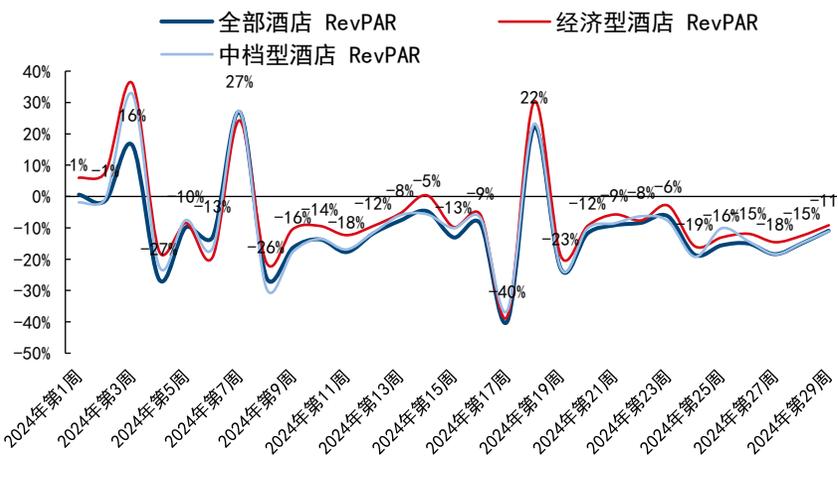
图：海南离岛免税日均销售额、客单价、转化率、件数等变化



# 酒店行业：暑期酒店行业经营数据降幅边际收窄，跟踪龙头激励改善

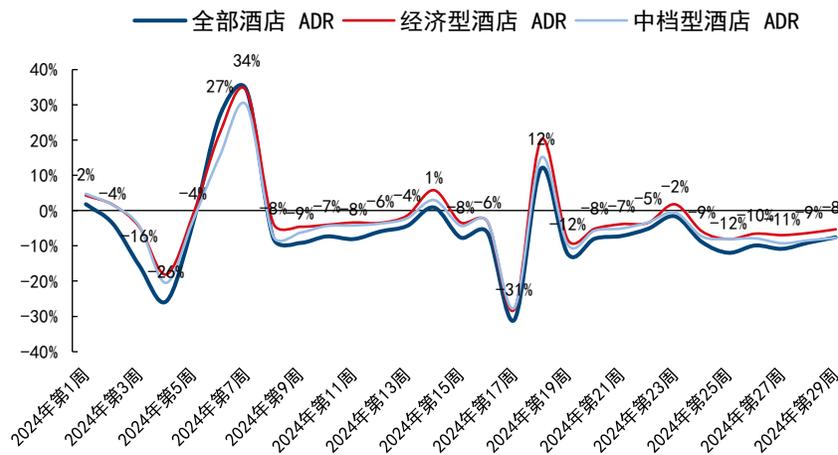
- 2024年以来酒店行业延续波动恢复态势，尚未出现趋势性改变，暑期在高基数下边际降幅收窄。根据酒店之家数据，春节以来酒店行业RevPAR同比呈现回落态势，仅节假日期间落差收窄或略有反超，其他时间尚未出现显著的趋势性改变，供需均有影响。按4周平均估算月度变化，6月-7月酒店行业RevPAR较2019年同比分别-12%/-15%，暑期旺季本身基数压力较大，但最新一周边际有所改善释放积极信号，持续性继续跟踪。
- 锦江酒店：公司发布中期预告。2024年上半年归母业绩8-8.5亿/同比增长53-62%，扣非业绩3.7-4.0亿/同比-1~+7%，归母业绩大幅增长主要得益于出售时尚之旅带来的4.2亿元税前收益。24Q2扣非业绩同比增9-20%，较Q1表现环比改善，考虑外围环境变化下属于难得。细分来看，核心在于境外酒店业务边际改善显著，而境内酒店也能实现稳健经营。公司持续推进内部整合和提质优化，虽然需要一定的时间周期但也逐渐显露出积极效应，跟踪治理改善与外围环境变化的β机会。

图：今年以来，各不同定位酒店RevPAR同比增长



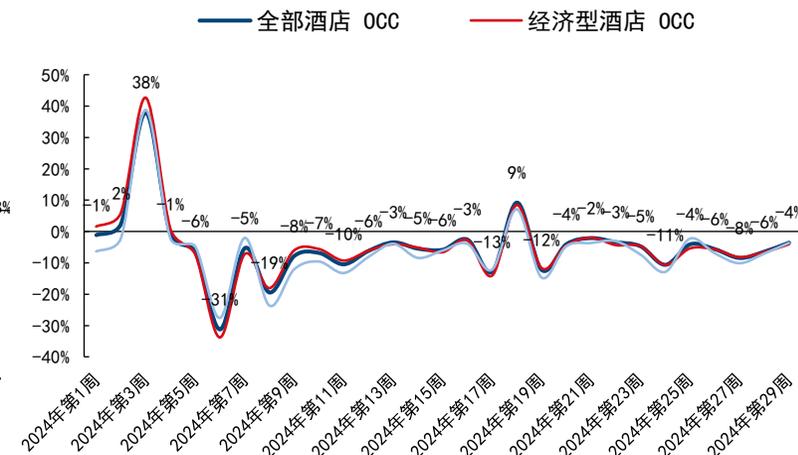
资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：今年以来，各不同定位酒店ADR同比增长



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：今年以来，各不同定位酒店OCC同比变化

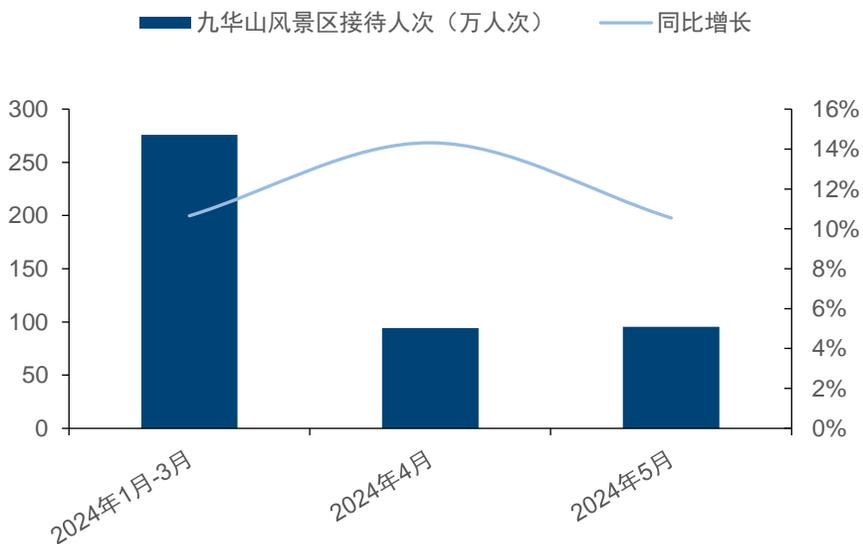


资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

# 景区：跟踪客流表现，关注旺季利润释放

- 短期景区旅游消费呈现一定韧性，但6月恶劣天气有所扰动，7-8月避暑景区有望受益。以长白山与九华山为例，2024Q2以来景区接待客流延续双位数以上增长。但景区旅游表现与天气变化强相关，6月南方区域性暴雨过程频繁带来阶段扰动。
- 长白山发布中期预告，Q2扣非净利润同比-9%~+10%。2024上半年预计归母净利润为2000万元-2300万元，同比增加63.27%-87.76%；扣非净利润预计2600万元-2900万元，同比增长128.71%-155.10%。2024Q2公司归母净利润预计930-1230万元，同比-43%~-25%（23Q2的净利润体量在1639万元）；扣非归母净利润预计1439-1739万元，同比-9%~+10%。而根据官方的客流显示，24Q2长白山景区客流同比增长33%，2024Q2收入增长29%。我们分析公司今年积极扩充交通产能，提升Q3旺季接待瓶颈。考虑Q2本身处于千万利润，成本增加对利润波动影响较大，Q3旺季避暑仍有期待。

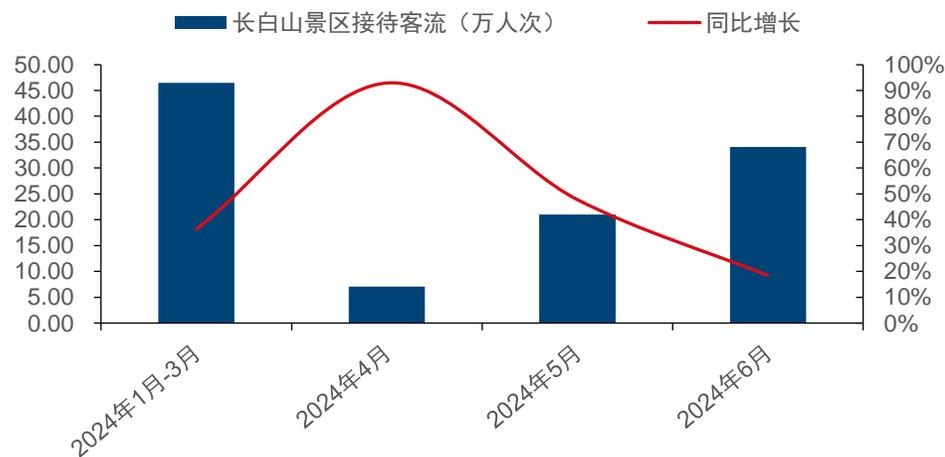
图：九华山风景区2024年1月至今客流跟踪



资料来源：九华山风景区官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：长白山2024年1月至今客流跟踪

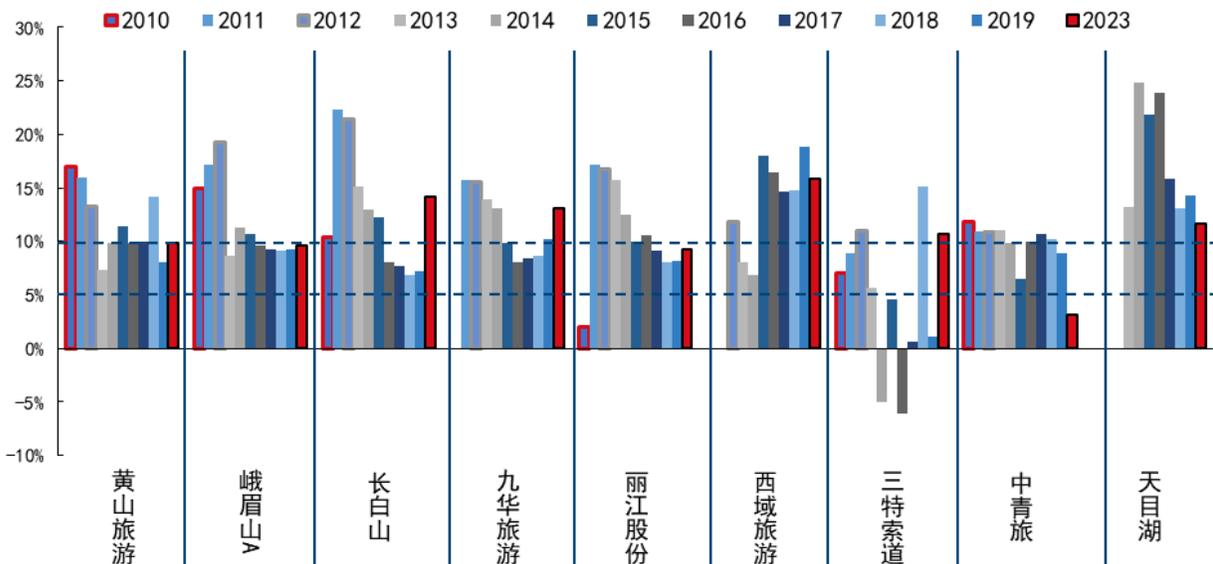


资料来源：长白山管委会，国信证券经济研究所

# 景区：疫后盈利改善，股息上行

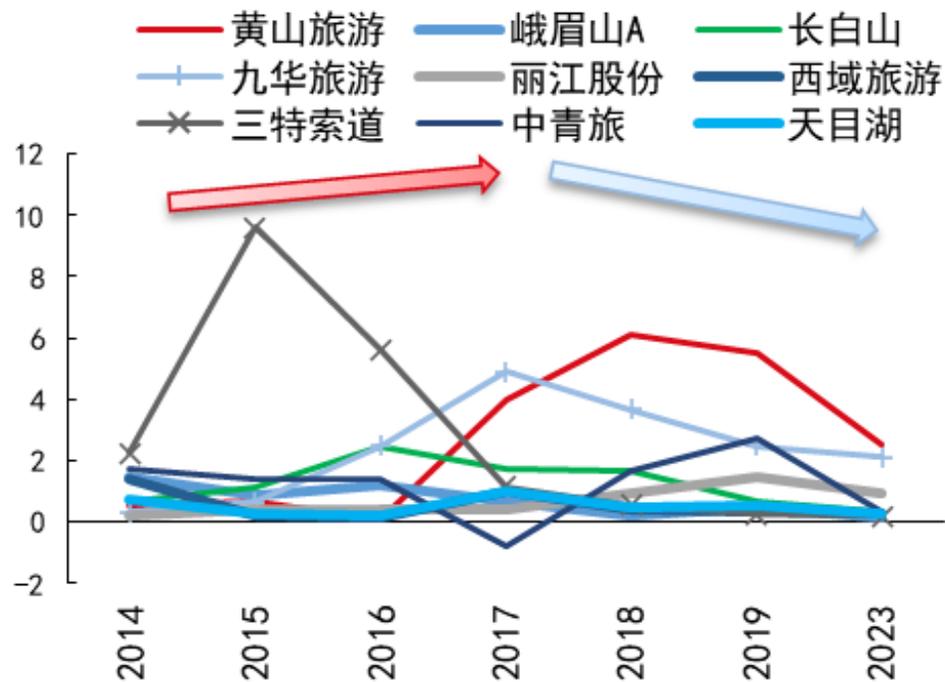
- **疫后景区新亮点：盈利改善，股息上行。**疫前自然景区公司寻求多元扩张，带来更高的资本开支、逐年下行的ROE。2023年自然景区ROE大多回升至10%左右甚至更高、资本开支较疫前收窄、分红率中枢上移、股息率普遍位于2%左右甚至更高。整体上景区对投资回报重视度提升，国企改革效果初步验证。

图：重点景区ROE趋势变化（此处未展示2020-2022年异常情况）



资料来源：九华山风景区官网，国信证券经济研究所整理

图：景区资本开支/经营净现金流比重



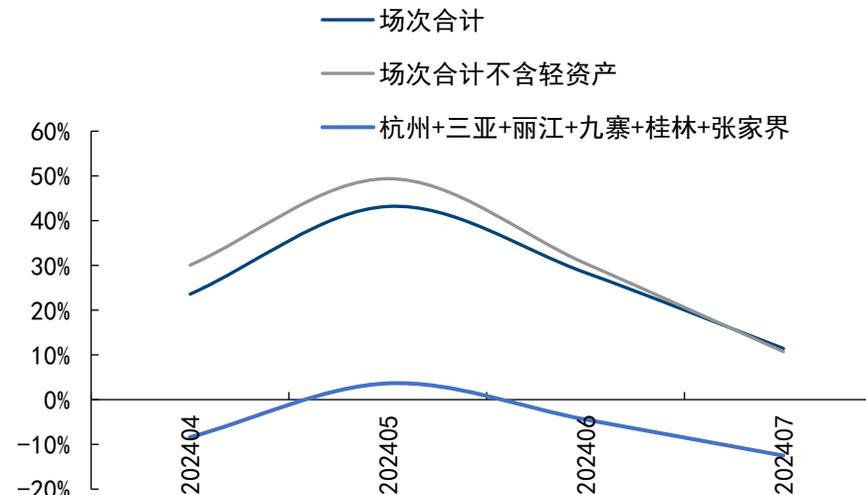
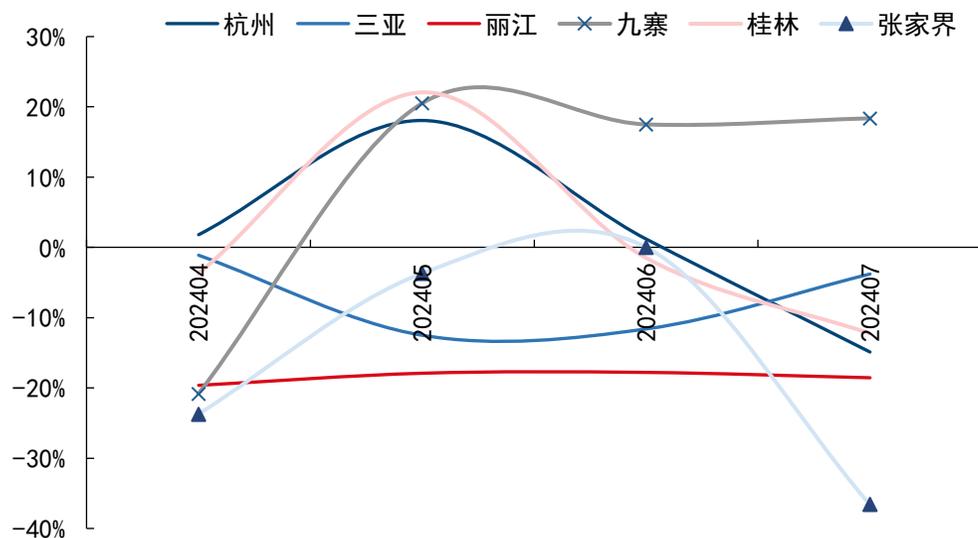
资料来源：长白山管委会，国信证券经济研究所

# 宋城演艺：6月自营千古情项目同增近30%，暑期表现相对平稳

- 2024年6月宋城演艺千古情演出场次约715场，其中重资产项目共596场，同比增长30%，增速环比不及5月。2024年6月宋城共演出千古情场次715场，重资产项目共596场，同比增长30%（对比5月为同比增长49%）。从可比存量项目看，其中九寨、西安项目同比双位数正增长；三亚、丽江项目同比有所下降；杭州、桂林、张家界同比平稳。此外，新项目上海项目表现平稳、佛山项目相对突出（Q1即盈利）。总体来看，公司成熟项目也受消费大环境制约，新项目爬坡期、盈利略有分化。
- 暑期旺季核心项目表现平稳，西安项目2号剧院启用后表现突出。进入暑期，公司演出场次低基数周期已过，7月前三周重资产项目场次同比增长11%，其中2019年的存量项目（杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界）演出场次同比下滑13%，新项目（西安、上海、佛山）项目合计同比增长78%，其中西安项目2号剧院已经启动、周末曾单天演出15场，表现突出。轻资产项目中，郑州项目表现良好，湖北三峡项目即将于7月26日开业。

图：宋城演艺核心项目演出场次较2019年恢复情况

图：宋城演艺场次跟踪情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：7月数据为前三周

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理 注：7月数据为前三周

# 餐饮行业：行业复苏渐进，海底捞弱势验证经营能力

■ 2024年1-5月，海底捞旗下门店整体翻台率及同店翻台率保持20%以上的同比增长，6月即使在高基数背景下整体翻台率及同店翻台率依然保持10%的同比增长，经营阿尔法属性依旧明显。但客观而言，短期公司扩张节奏仍较谨慎，且23年H1非经常损益带来的高基数影响，也会影响公司利润同比增速，我们后续会积极关注公司经营思路的动态调整。

表：餐饮行业高频数据跟踪

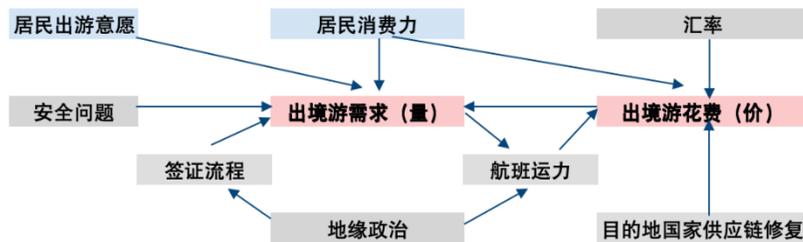
	太二	九毛九	怂	海伦司	海底捞	呷哺呷哺	湊湊	特海国际	奈雪的茶
2023/01	106%	104%		96%	100%	136%	103%	125%	80%
2023/02	97%	91%		107%	~98%	107%	90%	120%+	100%
2023/03	80% (同比19年)	76% (同比19年)		104%	130%+	131%	134%	118%	115%
2023/04	133%	131%	128%	101%	140%+	144%	122%	104%	120%
2023五一	126%	121%	112%	91%	~140%	232%	116%	-	130%
2023/05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

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

# 出入境游：6月民航国际客运航班量恢复至73%，众信旅游中报表现突出

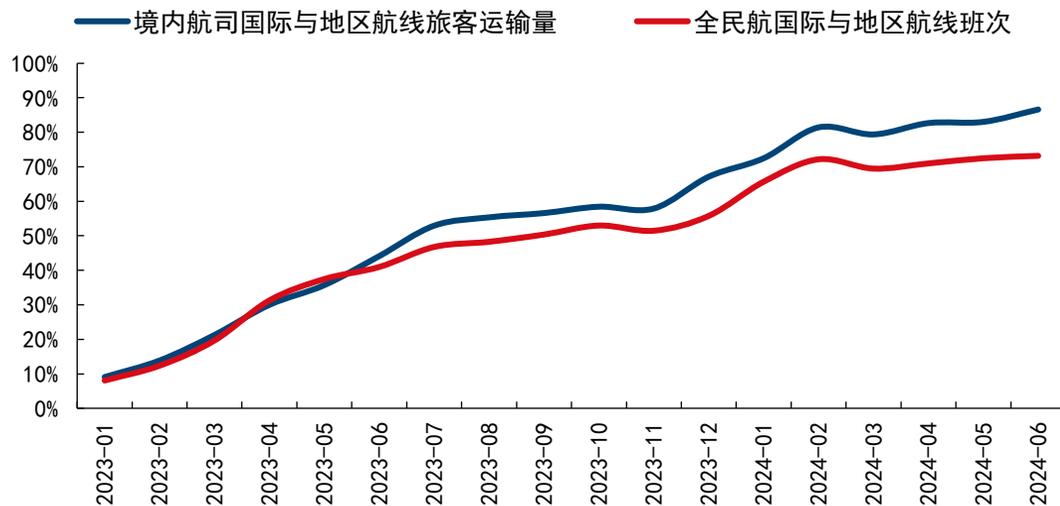
- 聚焦国内，2023年出境游复苏渐进，出境旅游人数恢复至2019年的56%，文旅部预计2024年有望恢复至84%，人次提升至1.35亿。
- 6月我国民航国际客运航班量恢复至2019年同期的73.2%。根据航班管家数据，2024年6月国际航班量（包括外航）恢复至2019年的73.2%，环比5月下降0.8pct，整体逐步恢复中。
- 众信旅游：公司预计2024年中报归母业绩0.65-0.8亿元，预计实现归母扣非业绩0.60-0.75亿元；同比均扭亏为盈。一季度公司业绩0.28亿元，Q2为归母业绩0.37-0.52亿元，主要来自公司出境游业务尤其东欧线等长途线路恢复。

图：出境游需求影响因素拆解



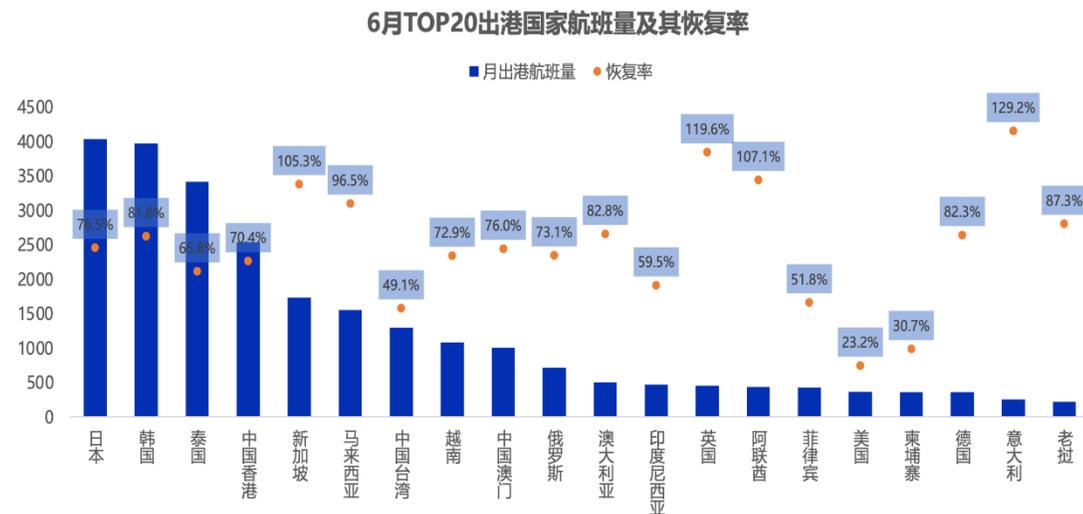
资料来源：国信证券经济研究所整理

图：国际与地区旅客运输量及航班运力恢复情况



资料来源：中国民航局，航班管家，国信证券经济研究所整理

图：2024年6月国际出港航班量恢复情况



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

# 重点公司盈利预测及估值

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	收盘价 24-7-22	EPS			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601888.SH	中国中免	69	3.25	3.74	4.53	21	18	15
600859.SH	王府井	13	0.62	0.74	0.85	21	18	16
600515.SH	海南机场	3	0.08	0.10	0.12	37	30	25
600754.SH	锦江酒店	24	0.94	1.55	1.63	25	15	15
600258.SH	首旅酒店	13	0.71	0.80	0.90	18	16	14
1179.HK	华住集团-S	22	1.28	1.38	1.56	17	16	14
301073.SZ	君亭酒店	18	0.16	0.62	0.88	110	28	20
605108.SH	同庆楼	17	1.17	1.30	1.65	15	13	11
603043.SH	广州酒家	16	0.97	1.08	1.23	16	15	13
9922.HK	九毛九	3	0.32	0.44	0.54	9	7	5
0520.HK	呷哺呷哺	1	0.30	0.41	0.57	4	3	2
6862.HK	海底捞	12	0.81	0.93	1.03	15	13	12
9869.HK	海伦司	2	0.25	0.32	0.43	8	6	5
9987.HK	百胜中国	222	15.56	16.20	17.65	14	14	13
2150.HK	奈雪的茶	2	0.19	0.06	0.14	9	30	13
9961.HK	携程集团-S	337	19.12	20.77	24.43	18	16	14
0780.HK	同程旅行	14	0.95	1.18	1.46	15	12	10
3690.HK	美团-W	113	3.74	5.89	7.89	30	19	14
300144.SZ	宋城演艺	8	-0.04	0.47	0.57	-	17	14
603136.SH	天目湖	10	0.54	0.59	0.69	18	17	14
000888.SZ	峨眉山A	11	0.43	0.54	0.60	25	20	18
002159.SZ	三特索道	13	0.72	0.85	0.97	18	15	13
600138.SH	中青旅	10	0.27	0.48	0.62	37	20	16
603199.SH	九华旅游	29	1.58	1.77	1.95	18	16	15
002033.SZ	丽江股份	9	0.41	0.43	0.49	21	20	18
600054.SH	黄山旅游	11	0.58	0.65	0.72	19	17	15
603099.SH	长白山	22	0.52	0.67	0.79	42	32	27
300662.SZ	科锐国际	15	1.02	1.39	1.78	15	11	8
600861.SH	北京人力	15	0.97	1.65	1.88	16	9	8
BZ.O	BOSS直聘	15	2.40	2.96	3.98	6	5	4
6100.HK	同道猎聘	2	0.00	0.24	0.36	1149	9	6
1797.HK	东方甄选	11	0.94	0.98	1.13	12	11	10
0839.HK	中教控股	4	0.51	0.78	0.89	8	5	4
003032.SZ	传智教育	8	0.27	0.31	0.37	30	26	21
605098.SH	行动教育	34	1.85	2.44	3.06	18	14	11
000526.SZ	学大教育	50	1.25	2.24	2.94	40	22	17
002607.SZ	中公教育	2	0.09	0.17	0.24	17	9	6
0667.HK	中国东方教育	2	0.20	0.28	0.37	11	8	6
2469.HK	粉笔	3	0.08	0.25	0.32	36	12	9
300795.SZ	米奥会展	16	0.82	1.16	1.58	20	14	10

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032