

强于大市

社会服务行业 2024 年中期策略

H1 板块延续下探，关注细分赛道景气度

从 2024 年初至 6 月 30 日，社会服务板块 24H1 跌幅为 24.05%，社会服务板块跑输大盘，在申万 31 个一级行业中排名第 28，延续了去年的下行趋势。当前行业受累于宏观经济恢复速度较缓、居民收入增长预期不足，以及对后续消费信心不足，整体消费行业关注度下降，市场表现欠佳。但行业已经过充分下探，风险已得到部分释放，建议关注结构性机遇，我们维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **旅游：景气度持续高企，跨境游有望贡献增量。**1) 景区：出行市场持续高景气，政策利好落地有望推动供给迭代升级。国内市场重回内生式增长，后续可关注供给侧存在项目扩容和外部交通改善的企业，以及存在高分红潜力的企业。建议关注黄山旅游、长白山、宋城演艺、丽江股份、中青旅、天目湖。2) 跨境游：国际航班已恢复至疫前 7 成左右，暑期有望恢复至 8 成左右；免签朋友圈持续扩容，政策红利不断释放，跨境游供应链逐步回归正轨，后续有望加速修复。建议关注众信旅游、岭南控股。
- **酒店：中高端转型趋势延续，行业逐步走出复苏区间。**1) 供给侧：扩张依旧持续，龙头门店数稳步增长，各大酒店集团延续中高端化转型升级，并在前期品牌矩阵构建后，不断完善并发力其核心品牌。2) 需求侧：24Q1 同比仍处复苏区间，三大酒店品牌 RevPAR 基本皆完成复苏，Q2 或将进入正常增长期。建议关注锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店。
- **餐饮：“性价比”消费时代来临。**24H1 餐饮社零保持良好恢复和增长态势，但消费者心态更加理智，多品类消费金额有小幅下探，市场低价促销活动也较为常见。建议关注同庆楼。
- **人服：数据端表现稳定，但压力仍存。**24 年 1-6 月全国城镇调查失业率区间为 5.0%-5.3%，数据端有所修复。但 CIER 指数仍有待提升，且就业市场求稳心态仍存，多类就业偏好也表现出当前市场压力仍存，作为顺周期行业，长期来看仍有弹性复苏空间。建议关注科锐国际。
- **免税：关注税制改革，把握底部机遇。**消费税潜在改革有望拉大免税和有税渠道价差，免税品价格凸显。离岛免税销售短期仍然承压，口岸免税随着国际客流的回归进入加速恢复阶段，市内免税新政在即，也有望贡献新的增量。建议关注中国中免、王府井。
- **会展：企业出海驱动外展高增，内展集中度提升龙头受益。**23 年境外展数量和面积均已超出疫前水平，企业出海需求高涨，有望推动境外办展参展。内展方面单展面积规模较疫前出现明显增长，行业集中度呈增长趋势，行业资源逐步向头部机构集中。建议关注米奥会展、兰生股份。

评级面临的主要风险

- 居民收入增长不及预期、消费意愿及能力复苏不及预期、行业竞争加剧等。

相关研究报告

《社会服务行业双周报》20240729

《社服与消费视角点评 6 月国内宏观数据》
20240717

《社会服务行业双周报》20240715

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

证券分析师：纠泰民

(8621)20328498

taijin.jiu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524040001

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

目录

1 板块复盘：24 年复苏节奏同比放缓，板块整体下跌	5
股价表现：以跌为主，跑输大盘	5
板块业绩：Q1 板块业绩延续复苏	5
2 旅游：景气度持续高企，跨境游有望贡献增量	7
上市公司业绩：景区增速表现分化，旅游服务商加速修复	7
景区：需求侧景气延续，关注供给侧迭代	8
跨境游：政策、供应链持续优化，跨境游加速修复	11
3 酒店：中高端转型趋势延续，行业逐步走出复苏区间	13
供给侧：扩张依旧持续，龙头门店数稳步增长	13
需求侧：24Q1 同比仍处复苏区间，Q2 或将进入正常增长期	15
4 餐饮：“性价比”消费时代	18
5 人服：数据端表现稳定，就业市场压力仍存	20
6 免税：关注税制改革，把握底部机遇	22
消费税改革：征税环节有望后移，免税渠道价格优势凸显	22
离岛免税：海南客流略有下滑，离岛免税销售承压	23
口岸免税&市内免税：机场免税加速修复，市内免税潜力可期	24
7 会展：企业出海驱动外展高增，内展集中度提升龙头受益	26
2024 年投资策略	28
风险提示	29

图表目录

图表 1. 申万一级行业累计涨跌幅（2024.1.1-2024.6.30）	5
图表 2. 社服各子板块累计涨跌幅（2024.1.1-2024.6.30）	5
图表 3. 申万社会服务板块营收及增长	6
图表 4. 申万社会服务板块归母净利润及增长	6
图表 5. 社会服务子板块及旅游零售营收同比增速	6
图表 6. 社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速	6
图表 7. 社会服务及子板块毛利率水平	6
图表 8. 社会服务及子板块净利率水平	6
图表 9. 24Q1 各上市公司营收部分已恢复至疫前同期水平	7
图表 10. 24Q1 各上市公司归母净利润半数已恢复至疫前同期水平	7
图表 11. 旅游上市公司 24H1 业绩预告汇总	8
图表 12. 2021 年以来各季度国内旅游市场状况	8
图表 13. 2021 年以来假期旅游恢复状况（VS2019 年）	8
图表 14. 近期文旅行业政策梳理	9
图表 15. 近期景区项目扩容状况梳理	9
图表 16. 近期景区交通改善状况梳理	9
图表 17. 旅游公司近年分红情况	10
图表 18. 我国国际旅客运输量恢复水平（VS2019 年）	11
图表 19. 我国国际航班执飞量及恢复水平（VS2019 年）	11
图表 20. 2024 年上半年通航国家航班量 TOP15 及其恢复率	11
图表 21. 我国对外国免签国家整理	12
图表 22. 三大酒店集团总门店持续增长	13
图表 23. 三大酒店集团储备店数量仍较充足	13
图表 24. 三大酒店持续中高端化升级（按客房数）	13
图表 25. 三大酒店持续中高端化升级（按酒店数）	13
图表 26. 月度签约酒店数变动情况	14
图表 27. 锦江酒店净增品牌 TOP5 及占比	14
图表 28. 华住净增品牌 TOP5 及占比	14
图表 29. 全国星级酒店 RevPAR 变动	15
图表 30. 全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动	15
图表 31. 三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况	15
图表 32. 三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况	15
图表 33. 首旅酒店营收及归母净利润变化	16
图表 34. 君亭酒店营收及归母净利润变化	16
图表 35. 锦江酒店营收及归母净利润变化	16
图表 36. 锦江酒店境外营收及归母净利润变化	16

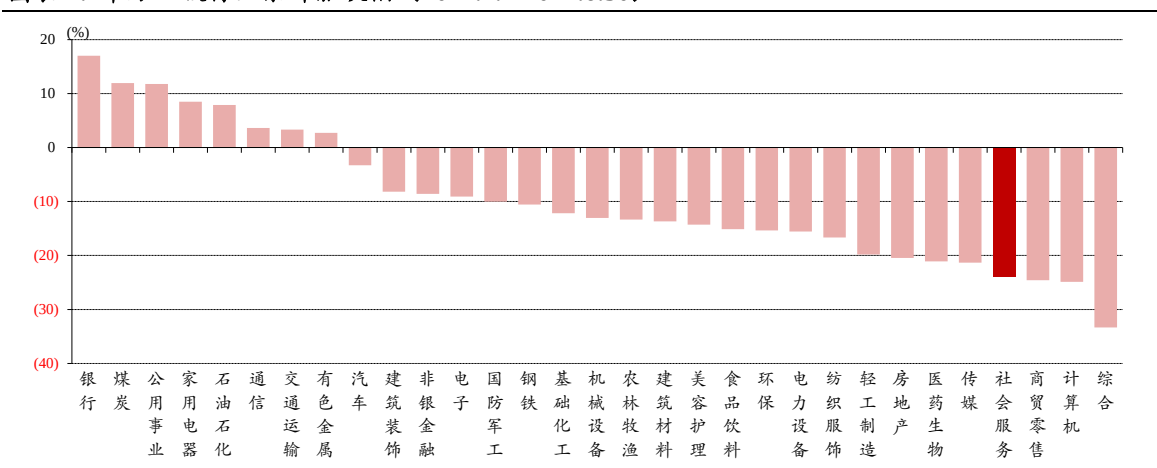
图表 37. 24 年上半年社零餐饮收入整体增长.....	18
图表 38. 限额以上餐饮收入同比恢复情况.....	18
图表 39. 2021-2024 年全国新中式餐饮市场规模变化	18
图表 40. 2024 年全国新中式茶饮人均消费价位占比分布.....	18
图表 41. 2022-2023 年全国各餐饮品类人均消费情况	19
图表 42. 失业率及周均工作时长数据.....	20
图表 43. BCI:企业招工前瞻指数表现	20
图表 44. 24 届毕业生“慢就业”趋势.....	20
图表 45. 求稳心态下，国企更受毕业生青睐.....	20
图表 46. 我国当前消费税税目税率表.....	22
图表 47. 海南省过夜游客人次.....	23
图表 48. 海南省旅游收入.....	23
图表 49. 美兰机场旅客吞吐量.....	23
图表 50. 凤凰机场旅客吞吐量.....	23
图表 51. 海南离岛免税销售额.....	24
图表 52. 海南离岛免税客单价.....	24
图表 53. 三大机场境外航班旅客吞吐量.....	24
图表 54. 三大机场境外航班旅客吞吐量恢复程度（VS2019 年）	24
图表 55. 三大机场境外航班执飞总量.....	25
图表 56. 全国机场国际航班执飞总量.....	25
图表 57. 国内出口总值同比好转.....	26
图表 58. 境外会展办展已超出疫前水平.....	26
图表 59. 境内会展行业持续复苏.....	26
图表 60. 中国展览规模前 100 不同类型机构面积占比.....	26
图表 61. 会展企业 24H1 业绩预告.....	27

1 板块复盘：24 年复苏节奏同比放缓，板块整体下跌

股价表现：以跌为主，跑输大盘

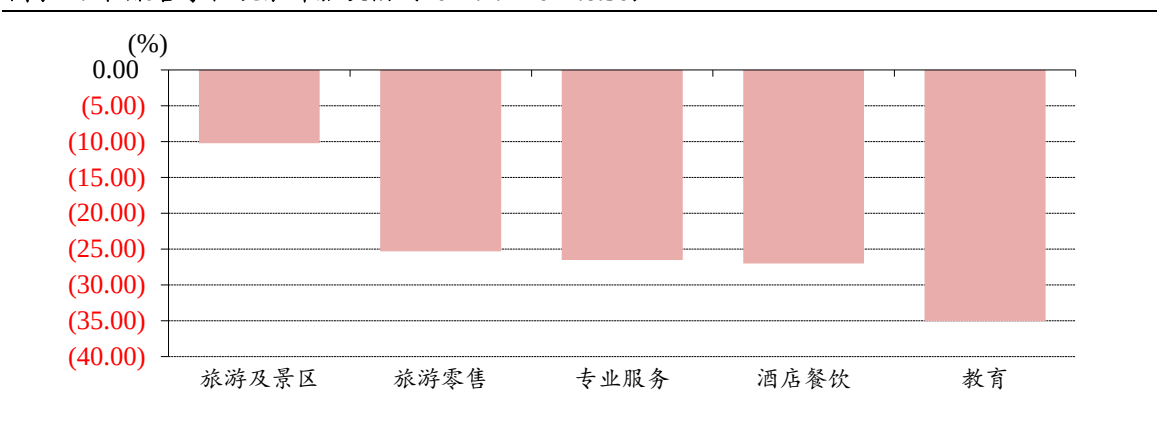
社会服务板块延续下跌，跑输大盘。从 2024 年初至 6 月 30 日，申万一级行业中，银行、煤炭、公用事业等行业涨幅居前。社会服务板块 24H1 跌幅为 24.05%，上证指数跌幅为 0.25%，沪深 300 涨幅为 0.89%，社会服务板块跑输大盘，在申万 31 个一级行业中排名第 28，延续了去年的下行趋势。当前行业受累于宏观经济恢复速度较缓、居民收入增长预期不足，以及对后续消费信心不足，整体消费行业关注度下降，市场表现欠佳。

图表 1. 申万一级行业累计涨跌幅（2024.1.1-2024.6.30）



资料来源：ifind，中银证券

图表 2. 社服各子板块累计涨跌幅（2024.1.1-2024.6.30）



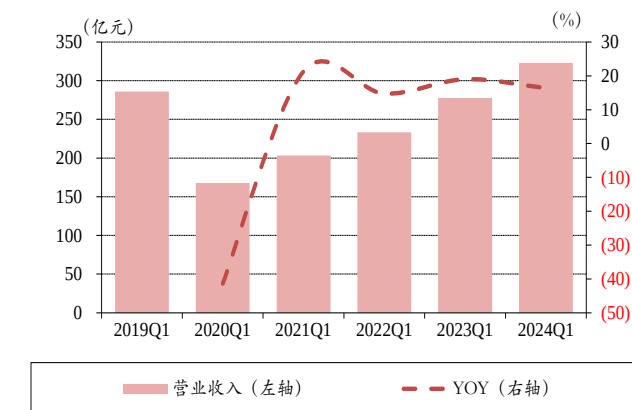
资料来源：ifind，中银证券

社服行业子板块全线继续下探。从年初至 6 月 30 日，社服各子板块及旅游零售延续去年的下跌态势，依次涨跌幅为旅游景区(-10.22%)、旅游零售(-25.33%)、专业服务(-26.52%)、酒店餐饮(-27.01%)、教育(-35.04%)。

板块业绩：Q1 板块业绩延续复苏

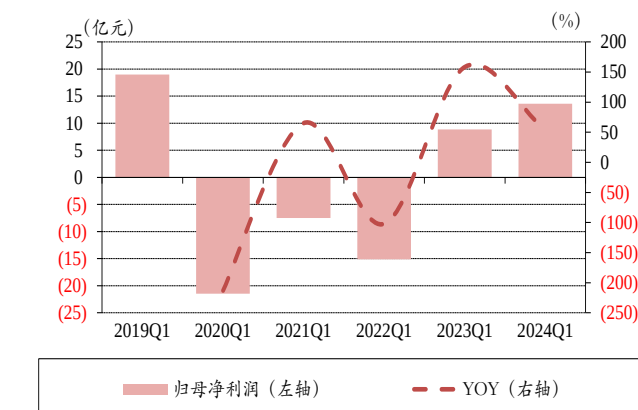
板块业绩延续复苏，利润水平同比提升。申万社会服务板块 24Q1 共实现营业收入 323.07 亿元，同比增长 16.39%，较 19 年同期增长 12.95%；实现归母净利润 13.59 亿元，同比增长 53.97%，为 19 年同期 71.68%水平。收入体量上，经过 23 年全年行业复苏，已实现复苏，开始步入新增长阶段。归母净利润方面，则较疫情前仍有待提升。

图表 3. 申万社会服务板块营收及增长



资料来源: ifind, 中银证券

图表 4. 申万社会服务板块归母净利润及增长



资料来源: ifind, 中银证券

营业收入普遍同比修复, 多板块利润持续改善。(1) 一季度营收同比增速方面, 旅游及景区(+45.46%)>酒店餐饮(+12.23%)>专业服务(+9.88%)>教育(+0.79%)>旅游零售(-9.45%)。(2) 归母净利润同比增速方面, 教育(+472.16%)>体育(+112.84%)>旅游及景区(+80.79%)>酒店餐饮(+66.69%)>旅游零售(+0.25%)>专业服务(-15.96%)。

图表 5. 社会服务子板块及旅游零售营收同比增速

营业收入 同比增速(%)	2022Q1	2023Q1	2024Q1
体育	17.64	(29.29)	78.56
专业服务	87.76	16.32	9.88
酒店餐饮	(1.47)	31.65	12.23
旅游及景区	(20.17)	63.41	45.46
教育	(33.19)	(13.50)	0.79
旅游零售	(7.45)	23.76	(9.45)

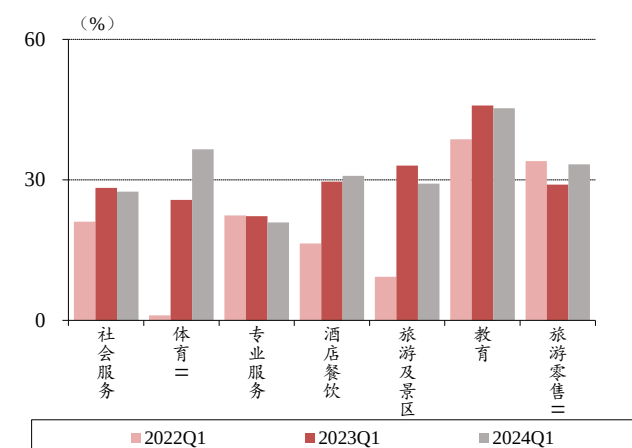
资料来源: ifind, 中银证券

图表 6. 社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速

归母净利润 同比增速(%)	2022Q1	2023Q1	2024Q1
体育	(17.31)	(9.44)	112.84
专业服务	200.19	19.14	(15.96)
酒店餐饮	7.33	133.84	66.69
旅游及景区	(111.37)	128.91	80.79
教育	(327.95)	104.46	472.16
旅游零售	(10.02)	(10.25)	0.25

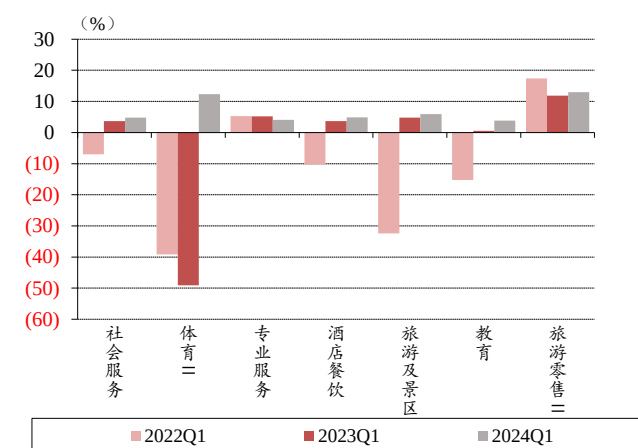
资料来源: ifind, 中银证券

图表 7. 社会服务及子板块毛利率水平



资料来源: ifind, 中银证券

图表 8. 社会服务及子板块净利率水平



资料来源: ifind, 中银证券

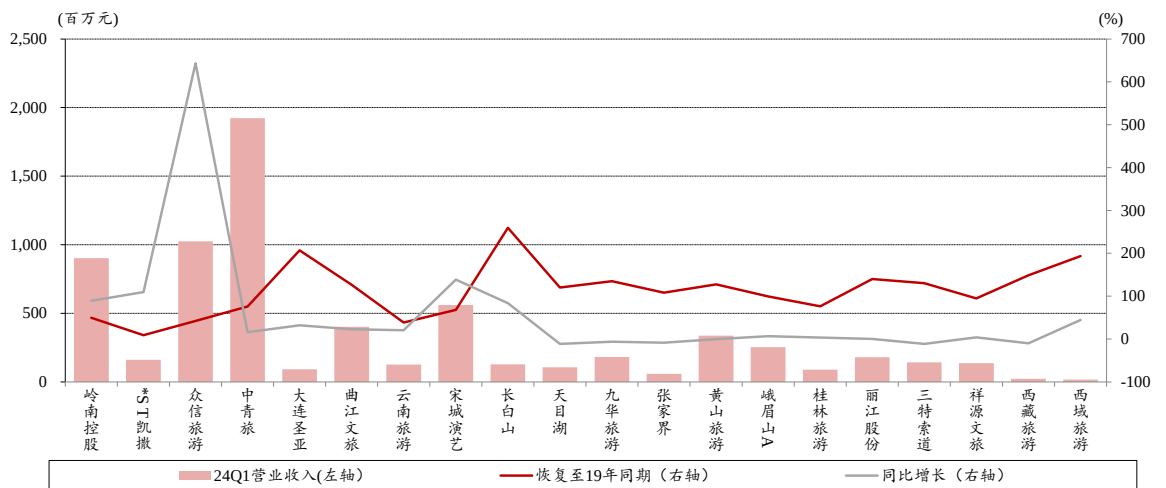
2 旅游：景气度持续高企，跨境游有望贡献增量

上市公司业绩：景区增速表现分化，旅游服务商加速修复

1) 营收端：自然景区中，除峨眉山、桂林旅游和祥源文旅以外，营收均已超出 19 年同期水平；部分景区如天目湖、九华旅游、张家界、三特索道、西藏旅游等，由于去年面临着较高基数，且受到气候等非常规因素影响，营收同比 23Q1 略有下滑；长白山受益于冬季冰雪游旅游热度，营收再创新高。**人工景区中**，大连圣亚同样受益于 Q1 冬季哈尔滨旅游旺季，子公司营收表现亮眼，24Q1 营收恢复至 19Q1 的 206.73%；宋城演艺由于 23Q1 大部分演艺项目尚未开演基数较低，营收同比实现较大幅度增长，恢复至 19Q1 的 67.85%。**综合旅游服务商中**，受益于跨境游供给链的修复和签证政策的优化，整体营收加速修复，如岭南控股、众信旅游 24Q1 营收分别恢复至 19Q1 的 49.59%、41.93%。

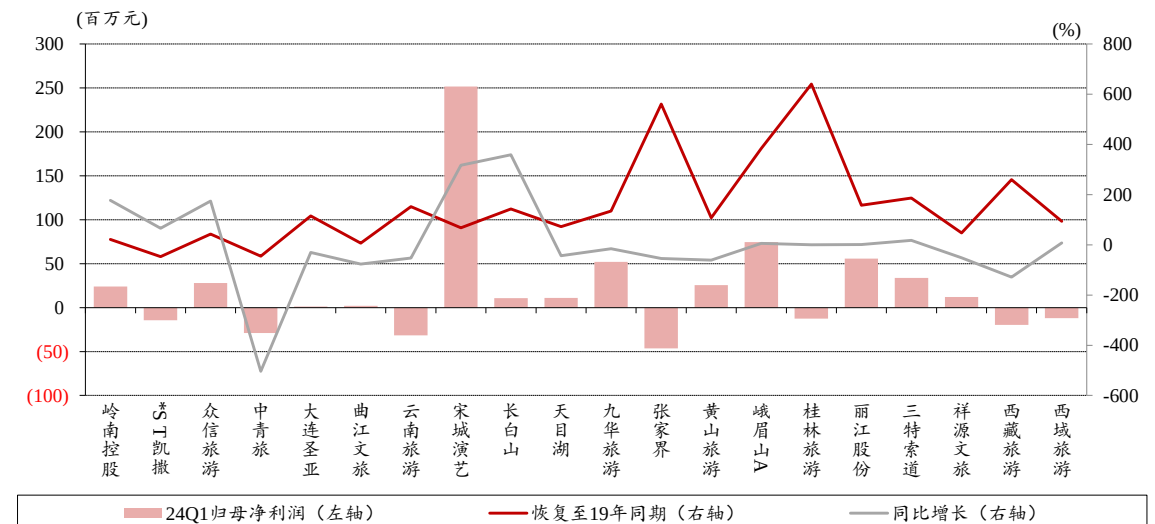
2) 利润端：多数景区公司 23Q1 的利润基数较高，其中，长白山受益于冬季游热度表现尤为优异，24Q1 归母净利润同比+358.73%；另外宋城演艺由于去年同期基数较低也实现较大幅度增长，同比+317.33%。综合旅游服务商受益于跨境游的加速修复，业绩均实现较大涨幅，岭南控股、众信旅游 24Q1 归母净利润同比分别+176.89%、+174.79%。根据各公司披露的业绩预告，24H1 众信旅游、三特索道、长白山、岭南控股的归母净利润同比均实现增长。

图表 9. 24Q1 各上市公司营收部分已恢复至疫前同期水平



资料来源：iFinD，中银证券

图表 10. 24Q1 各上市公司归母净利润半数已恢复至疫前同期水平



资料来源：iFinD，中银证券

图表 11. 旅游上市公司 24H1 业绩预告汇总

上市公司	23H1 归母净利润(元)	24H1 归母净利润(元)	同比
张家界	亏损 4101.29 万	亏损 5800 万-6300 万	亏损增加
西安旅游	亏损 5025.79 万	亏损 5100 万-6960 万	亏损增加
桂林旅游	盈利 75.51 万	亏损约 2000 万	由盈转亏
西藏旅游	盈利 297.40 万	亏损 260 万	由盈转亏
曲江文旅	盈利 1291.28 万	亏损 1.5 亿-1.8 亿	由盈转亏
云南旅游	亏损 6266.95 万	亏损 4000 万-6000 万	亏损减少
ST 凯撒	亏损 1.18 亿	亏损 2000 万-3800 万	亏损减少
大连圣亚	盈利 1933.26 万	盈利 1015.14 万-1522.72 万	盈利减少
众信旅游	亏损 3452.33 万	盈利 6500 万-8000 万	由亏转盈
三特索道	盈利 5089 万	盈利 6000 万-9000 万	盈利增加
长白山	盈利 1302.85 万	盈利 2000 万-2300 万	盈利增加
岭南控股	盈利 2977.35 万	盈利 3600 万-4500 万	盈利增加

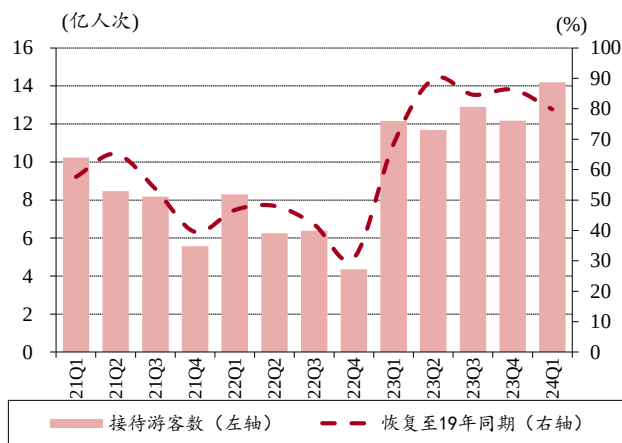
资料来源：公司公告，中银证券

景区：需求侧景气延续，关注供给侧迭代

行业现状：出行市场高景气，政策面持续催化

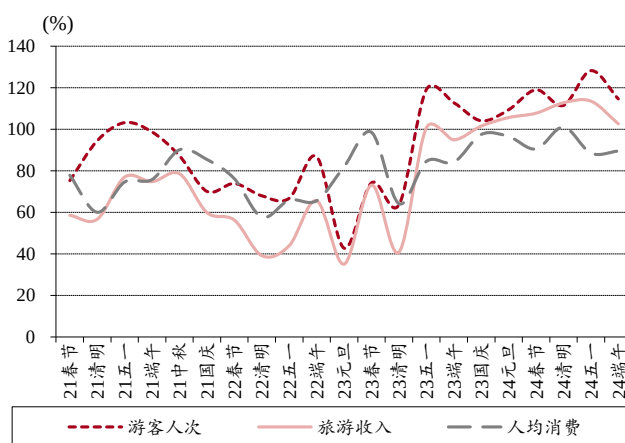
出行市场持续恢复，人次恢复领先客单。旅游市场持续回暖，居民出行需求进一步释放。24Q1 国内旅游总人次为 14.19 亿人次，同比增长 16.7%，恢复至 19Q1 的 79.8%；实现旅游收入 1.52 万亿元，同比增长 17.0%。据文旅部数据，24 端午假期期间全国国内旅游出游共 1.10 亿人次，按可比口径同比增长 6.30%，恢复至 19 年同期的 114.61%；实现国内旅游收入 403.50 亿元，按可比口径同比增长 8.10%，恢复至 19 年同期的 102.59%；客单价 366.82 元，恢复至疫前同期的 89.52%。国内文旅市场基本已恢复至疫情前的水平，总体呈现出客流恢复领先于客单价的特征。

图表 12. 2021 年以来各季度国内旅游市场状况



资料来源：文旅部，中银证券

图表 13. 2021 年以来假期旅游恢复状况 (VS2019 年)



资料来源：文旅部，中银证券

旅游行业战略地位提升，文旅设备更新政策落地，助力供给侧迭代升级。24 年 3 月国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出要推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升。5 月国家改委和文旅部等相关部门根据该文件联合出台《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》，方案指出要对游客运载设备、观光设备进行更新升级、对智慧文旅进行提升改造。该方案的出台有望推动文旅行业供给侧的迭代升级，加速索道、演艺设备等设施的更新，景区承载量有望进一步提升，产业链上游设备商也有望受益。此外，5 月份习近平总书记对旅游工作做出重要指示：着力完善现代旅游业体系加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展行稳致远，此次发言也充分肯定了旅游行业的重要地位。

图表 14. 近期文旅行业政策梳理

时间	文件/发言	相关内容
2024 年 3 月 13 日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	提升教育文旅医疗设备水平。推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升。
2024 年 5 月 17 日	习近平对旅游工作作出重要指示	改革开放特别是党的十八大以来，我国旅游发展步入快车道，形成全球最大国内旅游市场，成为国际旅游最大客源国和主要目的地，旅游业从小到大、由弱渐强，日益成为新兴的战略性支柱产业和具有显著时代特征的民生产业、幸福产业，成功走出了一条独具特色的中国旅游发展之路。 要着力完善现代旅游业体系加快建设旅游强国，推动旅游业高质量发展行稳致远。
2024 年 5 月 21 日	《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》	力争到 2027 年，引导推动全国文化和旅游领域更新一批设施设备，保持相关投资规模持续稳定增长，全面提升服务质量，推动文化和旅游高质量发展。实施观光游览设施更新、游乐设施更新、演艺设备更新、智慧文旅改造提升、文物保护利用能力提升行动；实施电影产业高新促进、高清超高清设备更新提升、历史文化名城和街区保护行动

资料来源：国务院，新华社，发改委，中银证券

后续展望：关注供给侧优化贡献业绩弹性+分红比例提升

从上半年行业表现来看，旅游出行符合当前性价比、情绪化消费趋势，整体景气度仍然较高。短期内建议关注暑期旺季旅游市场的表现，中长期内可重点关注具有以下逻辑的企业：

1) 供给侧优化：项目扩容和交通改善

疫后旅游市场呈现出“旺季更旺、淡季更淡”的趋势。旺季景区一票难求、摩肩接踵的状况时常发生，也对景区的承载能力提出了更高的考验。自然景区享受资源的天然优势和垄断性，但也对其扩张和承载量造成限制，供给端的优化扩容可以带来较高的业绩弹性，建议关注发力项目扩张和存在外部交通改善的公司。

图表 15. 近期景区项目扩容状况梳理

公司	项目增量
长白山	募资 5 亿元，3.5 亿元用于建设长白山火山温泉部落二期，1 亿元用于旅游交通设备提升
天目湖	南山小寨二期预计于 2025 年底投入使用，政企合作的动物王国正在紧密筹备
九华旅游	狮子峰景区内索道计划 2024 年 12 月动工，2026 年 11 月完工交付使用
黄山旅游	东黄山索道加速推进，预计明年 6 月进入调试阶段；三大主峰之一天都峰重新开放
宋城演艺	《三峡千古情》于 7 月 13 日开演
丽江股份	泸沽湖英迪格酒店将于 7 月末对外开放营业

资料来源：长白山、天目湖、九华旅游、丽江股份公司公告，中国黄山，湖北文旅，酒店度假行业观察，央广网，中银证券

图表 16. 近期景区交通改善状况梳理

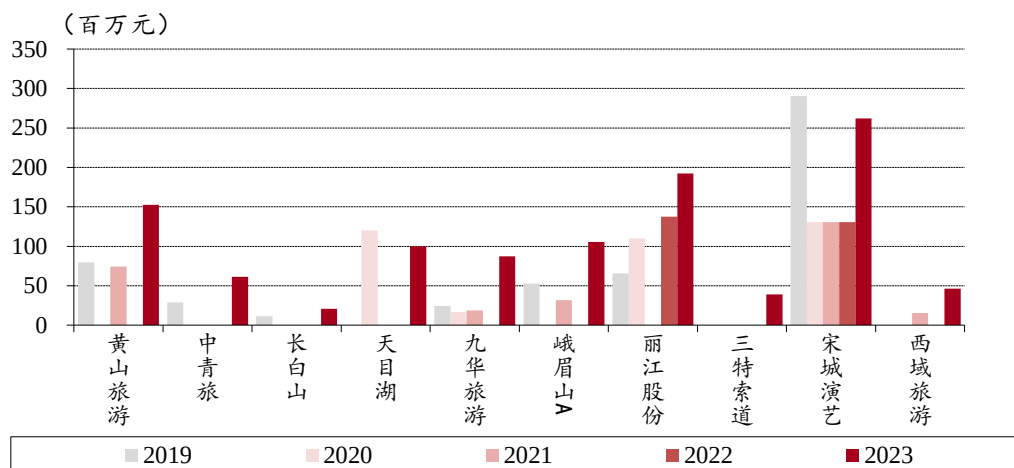
公司	交通改善
黄山旅游	2024 年 4 月 26 日，池黄高铁通车，成为串联皖南“两山一湖”（九华山、黄山、太平湖）核心景点的黄金旅游线路，线路起始地分别为武汉和杭州，也有助于打开华中客源市场 2023 年 12 月 27 日，昌景黄高铁全线贯通运营，联通黄山和南昌
九华旅游	2024 年 4 月 26 日，池黄高铁通车，成为串联皖南“两山一湖”（九华山、黄山、太平湖）核心景点的黄金旅游线路，线路起始地分别为武汉和杭州，也有助于打开华中客源市场
长白山	沈白高铁预计 2025 年底前竣工通车，届时沈阳至长白山最短运行时间将从近 4 小时压缩至 1.5 小时
天目湖	沪苏湖高铁预计于 2024 年年内通车，届时溧阳至上海最短 1 小时可达

资料来源：安徽日报，江西发布，凤凰网，长白山公司公告，中银证券

2) 激励机制优化：国企改革提升分红

2024 年 4 月份，国务院印发新“国九条”，强化上市公司现金分红监管，对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示，加大对分红优质公司的激励力度。23 年大部分旅游企业分红金额实现了较大幅度的提升，如天目湖、九华旅游、丽江股份分红比例均超过 50%，分别为 67.93%、50.06%、84.57%。部分景区现金流充足，为后续提高分红比例奠定基础，有望提升股息收益，提振整体估值。

图表 17. 旅游公司近年分红情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

建议关注：

黄山旅游：天都峰时隔 5 年之后重新开放，有望吸引部分登山客重游。Q3 延续常规的周三免票政策，充分抓取旺季客流。池黄高铁于 4 月 26 日正式运营，此线路开通后，将连通九华山、黄山、太平湖，形成“两山一湖”的黄金旅游路线，新建的黄山西站至池州站仅需 30 分钟，有望吸引更多优质客源。

长白山：24H1 长白山主景区共接待游客 108.7 万人次，同比+64.3%，主要受益于 1-2 月冬季旅游人次的增长。作为避暑旅游胜地，暑期客流有望持续高增。公司拟向特定对象发行股票募集约 5 亿元资金，其中 3.5 亿元用于长白山火山温泉部落二期，1 亿元用于长白山旅游交通设备提升项目。沈白高铁预计于 25 年底完工，届时北京-长白山的通行时间将缩短至 4 小时。公司的优质冰雪旅游项目构筑核心优势，冰雪第二旺季打造初具成效，逐步贡献业绩，看好外部交通改善叠加公司积极推进项目建设改造对客流的吸引。

宋城演艺：公司的成熟项目中，丽江、桂林 Q1 营收超出 19 年同期；佛山项目自大年初一开业后，连续多天单日上演 9 场，打破新开业“千古情”多项纪录，截至 3 月末日均场次超 5 场，反响热烈。作为一线旅游休闲目的地和重点商业城市之外布局的项目，佛山千古情景区的优秀表现为后续的项目拓展提供了更多借鉴之处。公司成熟项目容纳能力提升，重回快速恢复车道，新项目开业后反响热烈有望快速爬坡，中长期增长潜力可期；花房减值落地，短期风险得以消除。

中青旅：景区业务方面，乌镇主打“会展+小镇”的模式，人次和收入均实现稳步增长；古北水镇受到长线游的分流，表现稍稍逊色。在免签、通关便利和航线恢复等利好政策推动下，出入境旅游稳步向好，公司的旅行社业务有望受益。短期内乌镇的新增酒店折旧摊销导致公司成本提升，后续建议关注景区业务的持续恢复和跨境游恢复对于公司旅行社业务的催化。

天目湖：短期内，公司的漂流项目将在夏季投入运营；沪苏湖高铁即将开通，有望缩短溧阳与上海的交通时长。展望长期，政企合力打造的动物王国项目正紧密筹备，南山小寨二期及御水温泉改造项目持续优化推进，预计 2025 年底可达预定使用状态，有望为公司贡献业绩增量。

丽江股份：暑期旅游旺季来临，公司旗下旅游资源优质，有望受益于高增的避暑需求。公司新项目建设稳步推进，甘海子集散中心项目投入运营，配合玉龙雪山游客综合服务中心保证游客多方旅行体验；泸沽湖英迪格酒店预计将于 7 月末投入运营，共有客房 190 间；牦牛坪旅游索道改扩建稳步推进，有望提升旺季承载量，看好景区、酒店等供给侧优化带来的增量。

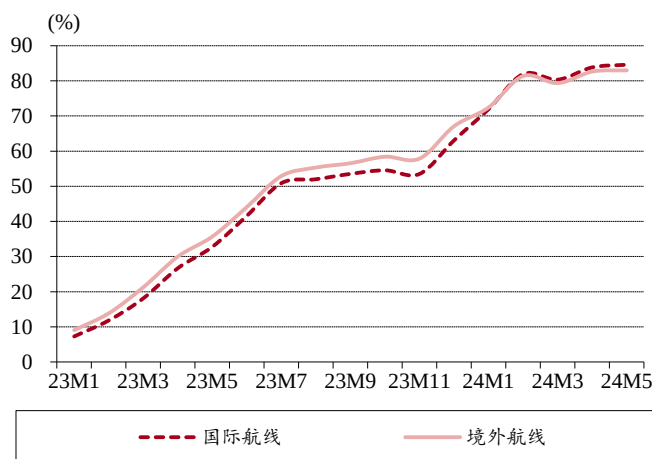
大丰实业：公司的文体装备业务奠定基本盘，增速较为稳健，并有望受益于文旅设备更新政策的支持。公司借助在装备领域的优势，逐步向商业附加值更高的数艺科技和文旅运营转型。目前数艺科技业务已经进入放量阶段；文旅运营方面，PPP 剧院项目于 23 年逐步投入运营，文旅演艺项目《今夕共西溪》也成功开演，后续建议关注公司业务转型对于业绩的贡献和估值水平的提振。

锋尚文化：公司一季度顺利交付系第十四届全国冬季运动会项目，业绩同比有所改善。截至 2024Q1 累计在手订单额达 9 亿元，全年来看，伴随唐岛湾、湘湖等重要项目的释放，也给全年公司业绩表现一定支撑力度。此外，公司已被认定为高新技术企业，将按照 15% 的税率缴纳企业所得税，有望提升公司净利润表现。

跨境游：政策、供应链持续优化，跨境游加速修复

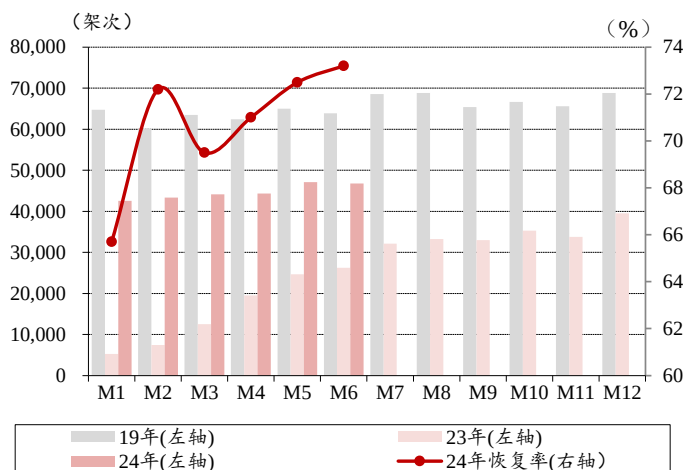
国际航班执飞量已恢复至疫前 7 成水平，暑期有望加速修复。据航班管家数据，全国国际航班执飞量整体恢复水平不断提升，6 月全国国际航班执飞量为 46765 架次，已恢复至 2019 年同期的 73.2%。上半年以来国际航班量 TOP15 国家中，中国往返阿联酋、英国航班量已超过 2019 年；中国往返韩国、新加坡、马来西亚、俄罗斯、澳大利亚、德国航班量恢复率超 8 成。2024 年暑期，民航国际市场预计将恢复至 2019 年同期的 8 成左右。

图表 18. 我国国际旅客运输量恢复水平（VS2019 年）



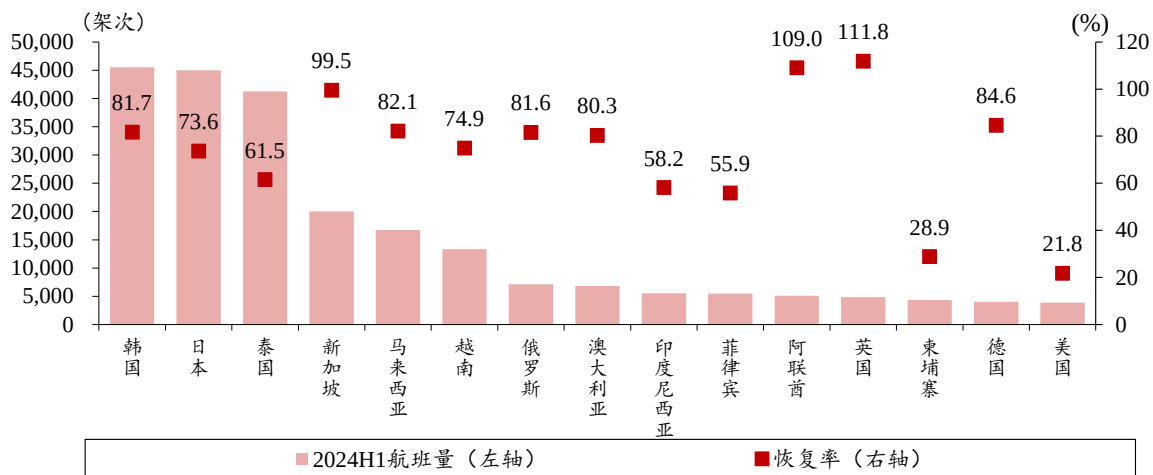
资料来源：航班管家，中银证券
注：境外航线还包括港澳台地区航班

图表 19. 我国国际航班执飞量及恢复水平（VS2019 年）



资料来源：航班管家，中银证券
注：不包含港澳台地区航班

图表 20. 2024 年上半年通航国家航班量 TOP15 及其恢复率



资料来源：航班管家，中银证券

免签“朋友圈”有序扩容，助力入境游升温。自 2023 年 3 月 15 日起，我国恢复各类入境签证申请，恢复口岸签证、海南入境免签、上海邮轮免签、港澳地区外国人组团入境广东免签和东盟旅游团入境广西桂林免签，标志着入境游在疫情三年之后全面重启。此后，从恢复新加坡、文莱免签入境政策，72/144 小时过境免签政策适用国家范围增至 54 国、到中方对瑞士等 6 国试行免签政策、延长对法国等 12 国免签政策、新增 7 个邮轮口岸为中国过境免签政策适用口岸、以及对新西兰等 3 个国家试行免签政策等，我国的免签“朋友圈”持续扩容。其中 72/144 小时的过境免签政策效果尤为显著，ChinaTravel 在海外掀起热潮，助力入境游升温。

图表 21. 我国对外国免签国家整理

协议国	单方免签			协议国	互免		
	生效时间	截止时间	停留天数		生效时间	截止时间	停留天数
文莱	2023.7.26	无	15	新加坡	2023.7.26	无	30
法国、意大利、德国、荷兰、西班牙	2023.12.1	2025.12.31	15	哈萨克斯坦	2023.11.3	无	30
意大利	2023.12.1	2025.12.31	15	马来西亚	2023.12.1	2025.12.31	30
瑞士、爱尔兰、卢森堡、奥地利、比利时、卢森堡	2024.3.14	2025.12.31	15	泰国	2023.3.1	无	30
新西兰、澳大利亚、波兰	2024.7.1	2025.12.31	15	格鲁吉亚	2024.5.28	无	30
72/144 小时过境免签							
奥地利、比利时、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、冰岛、意大利、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、马耳他、荷兰、波兰、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、瑞士、摩纳哥、俄罗斯、英国、爱尔兰、塞浦路斯、保加利亚、罗马尼亚、乌克兰、塞尔维亚、克罗地亚、波黑、黑山、北马其顿、阿尔巴尼亚、白俄罗斯、挪威、美国、加拿大、墨西哥、巴西、阿根廷、智利、澳大利亚、新西兰、韩国、日本、新加坡、文莱、阿联酋、卡塔尔							

资料来源：中国外交部，中国政府网，新华社，国家移民局，中银证券

建议关注：

众信旅游：伴随签证政策持续优化、国际航班持续修复、境外旅游资源供给增长出行成本有所下修、以及“五一”等节假日催化，出入境游市场持续恢复性增长。在此背景下，公司积极开发旅游产品，据公司 24H1 业绩预告，上半年有望实现归母净利润 6000-7500 万元，达成扭亏，随市场持续良性修复，全年业绩有望实现同比良好改善。

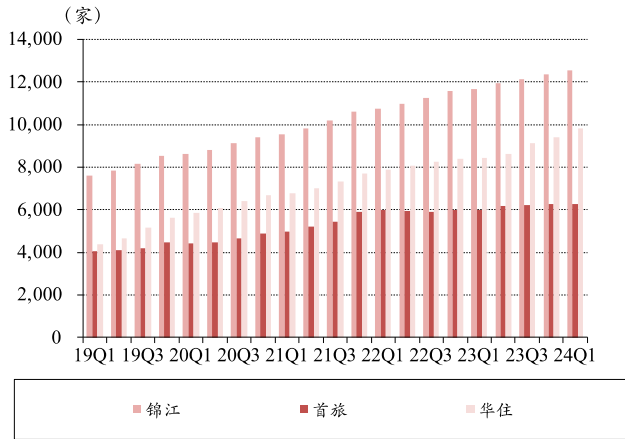
岭南控股：商旅出行方面，公司出境游业务仍具备较好修复弹性，24H1 出入境游修复推动公司业绩持续增长。此外，近年来广之旅已达成“华南总部+华北、华中、西北、华东、西南运营中心”的全国战略性布局，有望在复苏阶段迎来更大修复弹性。出行业务外，酒店、景区、会展等业务也为公司提供了一定利润支撑，使得后续公司发展更为稳健。

3 酒店：中高端转型趋势延续，行业逐步走出复苏区间

供给侧：扩张依旧持续，龙头门店数稳步增长

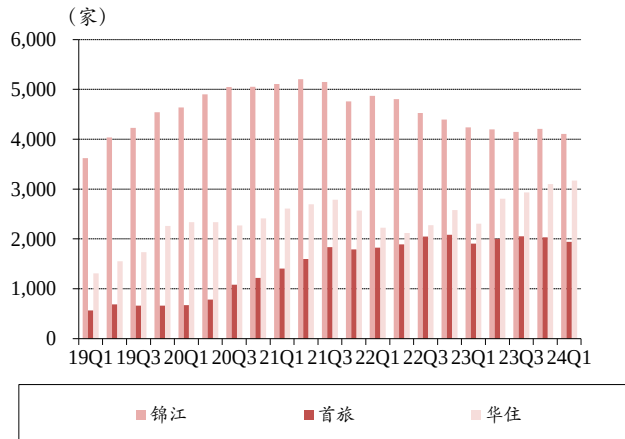
三大酒店集团门店持续扩张，储备店增速放缓。截至 24Q1，锦江、首旅、华住的总门店数分别为 12595/6295/9817 家；24 年全年新开店目标为 1200/1200-1400/1800 家，Q1 新开门店 222/205/574 家，开店目标稳步推进；净增门店 147/32/423 家；签约但尚未开业的门店数分别为 4106/1940/3172 家，储备店数量仍足以支撑开店目标。

图表 22. 三大酒店集团总门店持续增长



资料来源：公司公告，中银证券

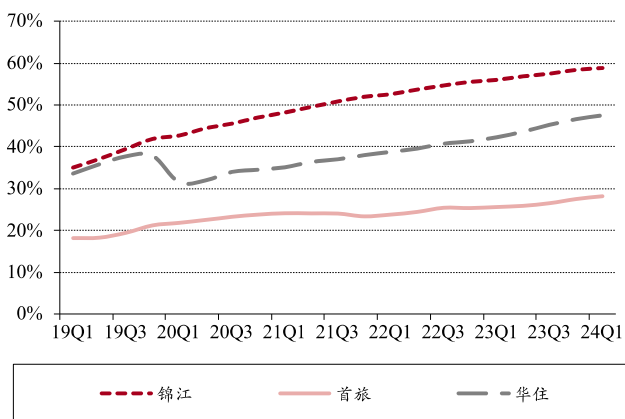
图表 23. 三大酒店集团储备店数量仍较充足



资料来源：公司公告，中银证券

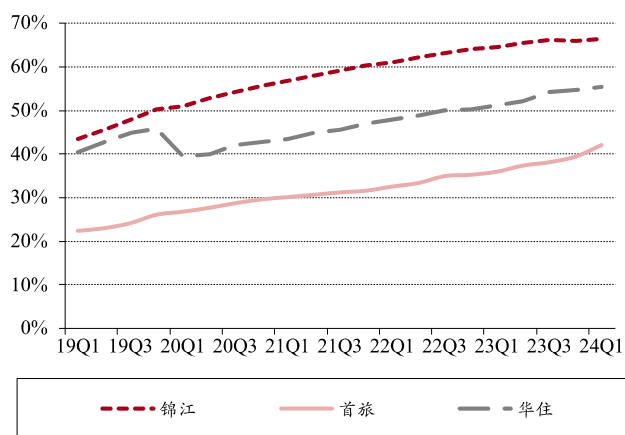
中高端化升级趋势延续，中端及以上酒店仍为签约主流。三大酒店集团均长期且持续推进中高端转型，截至 24Q1，锦江、首旅、华住的中高端酒店数占比分别为 59%、28%、48%，中高端客房数占比分别为 66%、40%、55%。锦江和华住中高端化进程显著快于首旅，首旅因前期经济型酒店占比较重以及云酒店布局战略导致中高端化程度最低。据迈点研究院不完全统计，各月度新开业以及新签约酒店中，中端及以上酒店占比较高，结合海外酒店行业发展历程，持续向上开拓中高端酒店市场，已成为行业的集体共识，各大酒店集团预计将持续向中高端酒店市场聚焦和倾斜。

图表 24. 三大酒店持续中高端化升级（按客房数）



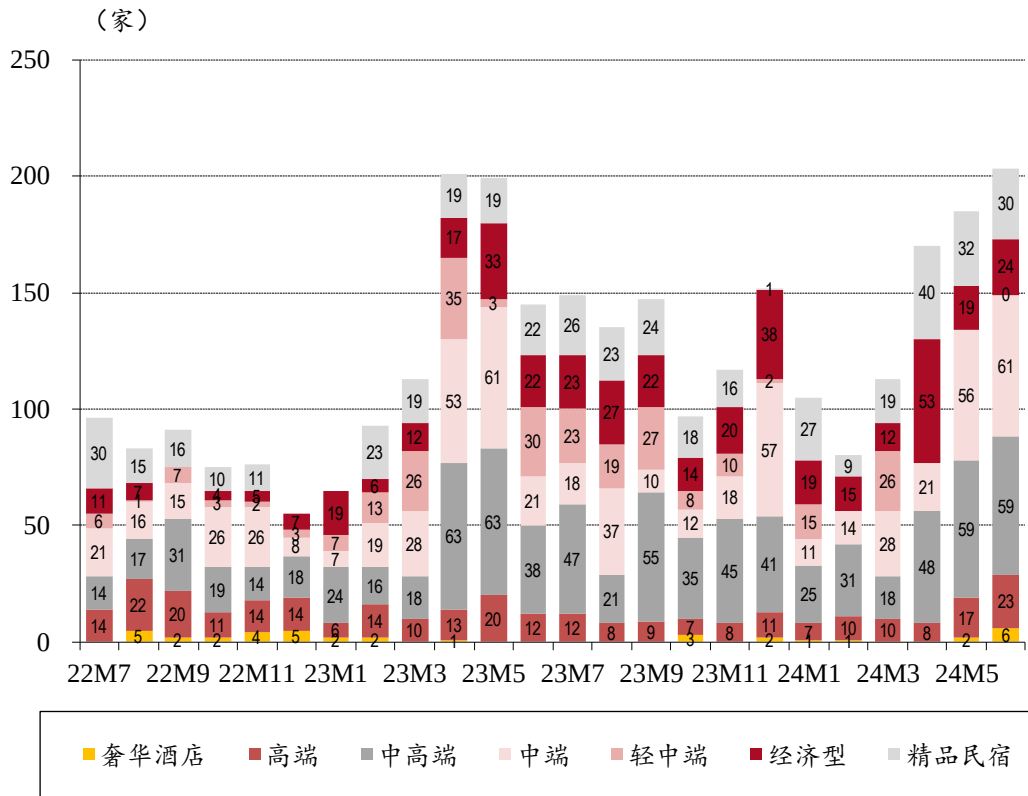
资料来源：公司公告，中银证券

图表 25. 三大酒店持续中高端化升级（按酒店数）



资料来源：公司公告，中银证券

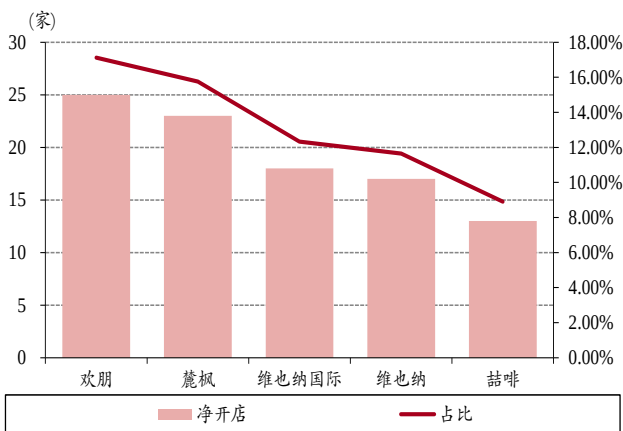
图表 26. 月度签约酒店数变动情况



资料来源：迈点，中银证券

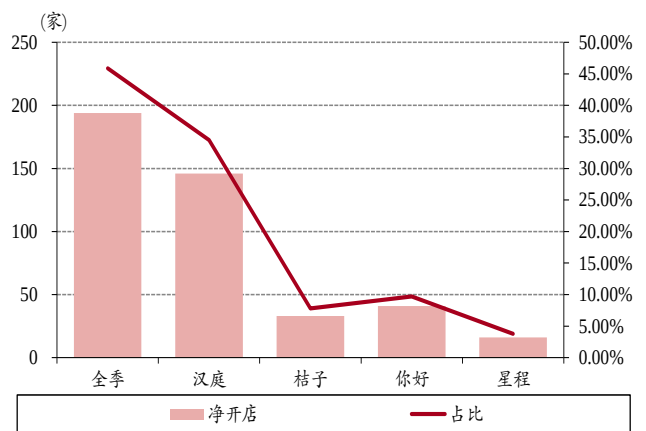
三大酒店集团完善并聚焦其核心品牌矩阵。锦江持续拓展维也纳系列、麓枫、欢朋等主力中端产品，继续稳固自身在中端酒店市场较高的占有率，同时旗下锦江丽笙酒店加入“丽亭”、“郁锦香”等品牌，优化高端品牌矩阵。首旅聚焦中高端酒店产品升级迭代，推出如家酒店 4.0 产品，持续提升产品吸引力、公司品牌力。华住方面，各季度汉庭、全季新开业数均位列集团旗下品牌前两名。华住形成了以汉庭、全季为核心，桔子为互补的主力品牌梯队，汉庭、全季两大主力品牌势能不减，规模经济持续显现。

图表 27. 锦江酒店净增品牌 TOP5 及占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 28. 华住净增品牌 TOP5 及占比

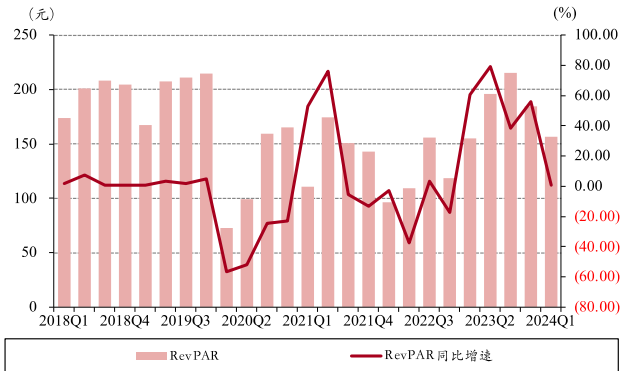


资料来源：公司公告，中银证券

需求侧：24Q1 同比仍处复苏区间，Q2 或将进入正常增长长期

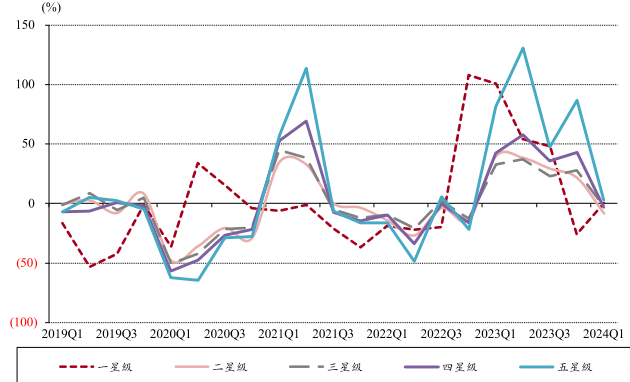
23 年复苏阶段已初步完成，或逐步迈入正常发展周期。据文旅部最新一期数据，2024Q1 全国星级酒店经营状况持续回暖，ADR、OCC、RevPAR 同比+0.68/0.16/0.85%，分别恢复至 19 年水平的 105.53%/88.63%/93.54%，在产品提质升级、中高端化转型的背景下，ADR 已完全恢复并超过 19 年水平，OCC、RevPAR 存在未修复缺口。据三大酒店集团 24Q1 数据，锦江、首旅、华住混合店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 101.02%、95.62%、121.35%，同店分别恢复至 2019 年同期的 104.16%、100%、130.68%。24Q1 受益于春节、商旅出行需求持续修复的延续，头部酒店经营数据良好，随着复苏阶段逐步结束，行业将迎来正常增长发展区间。

图表 29. 全国星级酒店 RevPAR 变动



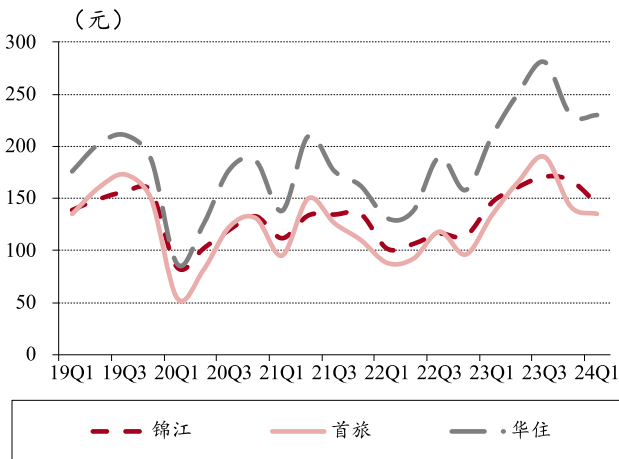
资料来源：文旅部，中银证券

图表 30. 全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动



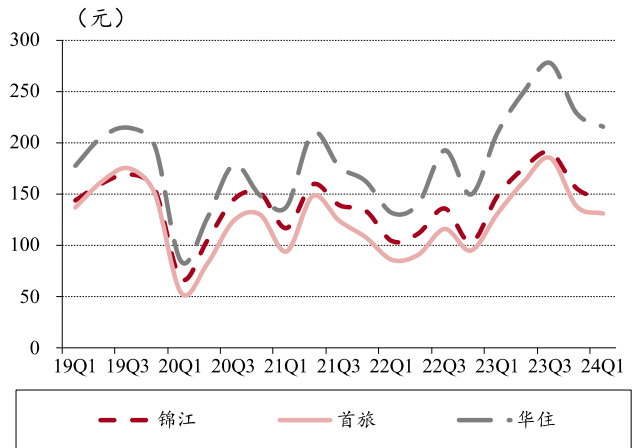
资料来源：文旅部，中银证券（注：纳入统计的一星级饭店数量过低）

图表 31. 三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，中银证券
注：锦江为境内酒店累计值

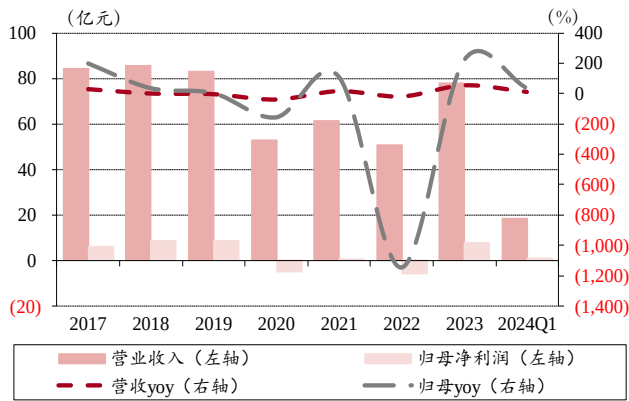
图表 32. 三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，中国饭店协会，中银证券
注：锦江为境内酒店

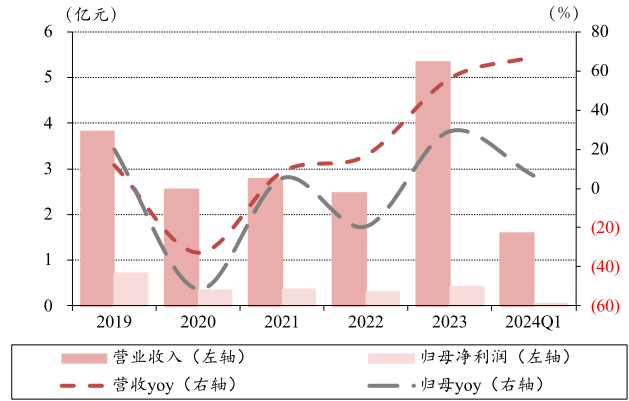
上市公司营收实现同比增长，利润仍有进一步释放空间。首旅酒店 23 年、24Q1 分别实现营收 77.93 亿元、18.45 亿元，对应 yoy+53.1%/+11.47%，实现归母净利润 7.95 亿元、1.21 亿元，23 年同比实现扭亏为盈，24Q1 利润同比改善明显；君亭酒店 23 年、24Q1 分别实现营收 5.34 亿元、1.60 亿元，对应 yoy+ 56.16%/+67.28%，但受新开店费用和租赁准则影响，利润端未实现完全释放；锦江酒店 23 年、24Q1 分别实现营收 146.49 亿元、32.06 亿元，对应 yoy+29.53%/+6.77%，另外境外财务和利息费用支出增长，对公司利润表现造成一定影响。

图表 33. 首旅酒店营收及归母净利润变化



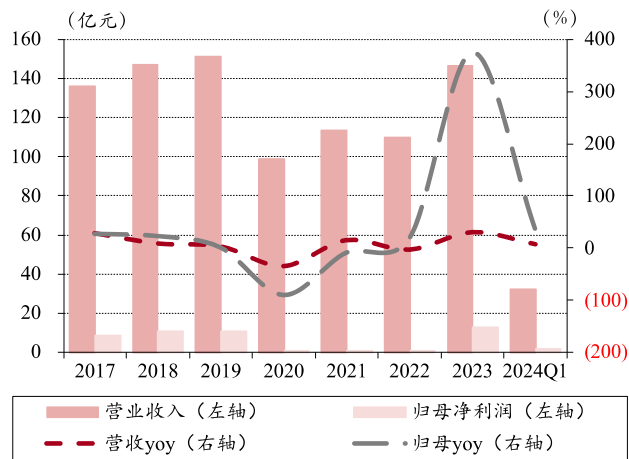
资料来源：公司公告，中银证券

图表 34. 君亭酒店营收及归母净利润变化



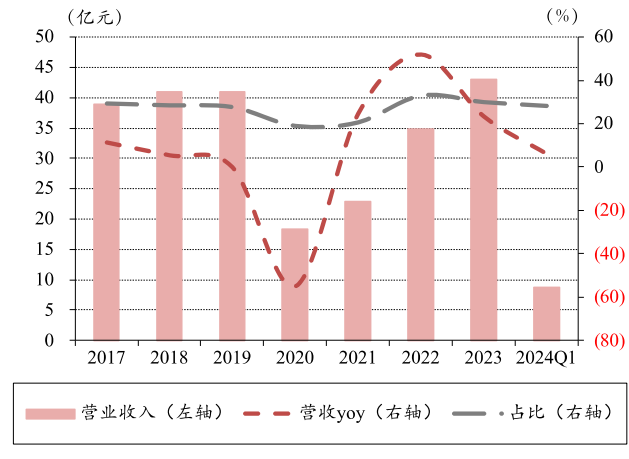
资料来源：公司公告，中银证券

图表 35. 锦江酒店营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 锦江酒店境外营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

建议关注：

首旅酒店：经营持续优化改善有望构筑后续增长动力。24Q1 首旅如家新开店数量为 205 家，其中直营店 2 家，特许加盟店 203 家。分品牌类型划分，经济型酒店 36 家，中高端酒店 66 家，轻管理酒店 103 家，以云系列品牌为代表的特许加盟酒店仍是拓店主力。在酒店行业向中高端升级的大背景下，首旅中高端酒店占比在不断提升。旗下的建国铂萃酒店，主打东方文化和管家式服务；璞隐酒店注重“一店一设计”；和颐至尚酒店和康缦酒店聚焦商务休闲人群；几条产品线基本覆盖中高端酒店的细分市场。在公司经营持续优化、轻管理模式拓店和中高端品牌矩阵扩张战略背景下，公司有望降低经营成本，优化盈利能力。

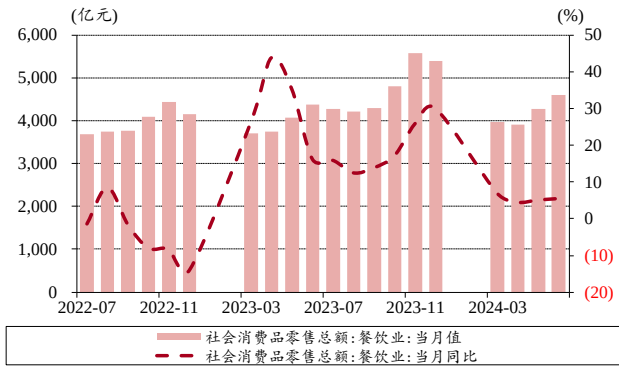
锦江酒店：全年开店目标稳步推进，多元化品牌协同发展。24Q1 锦江新开门店 222 家，全年新开店目标稳步推进。截至 Q1 期末，锦江中高端酒店数占比为 59%，中高端客房数占比达到 66%，中高端酒店数和客房数稳步提升。在中端酒店市场，2022 年维也纳系列市场占有率达 25%，排名第一，麓枫酒店以 6.7% 市占率位居第三位，希岸和喆啡品牌也位居前十之列。锦江主打中端主力产品，带动旗下其他品牌协同发展，以满足消费者个性化、差异化需求，有望带来持续性竞争优势。此外基于现有成熟的有限服务型酒店品牌矩阵，公司还将业务扩展至全服务型酒店，加入“丽亭”、“郁锦香”等高端奢华品牌，实现全品类覆盖，进一步提升品牌价值和影响力。

君亭酒店：高端品牌矩阵持续丰富，会员互通拓展目标客群。君亭深耕中高端精选酒店领域，旗下品牌层次丰富，定位鲜明。23 年君亭酒店新增签约酒店 55 家，新开业酒店 34 家，其中君亭 pagoda 设计酒店系列，在产品设计、服务特色和投资回报上，取得了良好的市场口碑和投资效益。截至 24Q1 期末，公司旗下开业酒店数量达 219 家，客房数达 43102 间，待开业酒店和客房数分别达到了 177 家和 38507 间。23 年 11 月 7 日，君亭酒店与中旅酒店宣布正式达成会员合作，即成为一方会员即可享受双方会员权益。两个集团旗下共有近 600 家酒店，超 13 万间客房。中旅“心享”计划目前拥有 695 万会员，君亭的“四季澜嘉会”拥有 570 万会员，合作将形成近 1300 万用户量的会员系统。此次合作将为消费者提供更丰富的产品选择，或助力君亭酒店拓展更多潜在客户群体并带来业绩增量。

4 餐饮：“性价比”消费时代

餐饮市场整体增长良好，近几月增速环比上升。24Q1、Q2 餐饮收入分别为 1.34 万亿元、1.28 万亿元，对应 $yoy+10.78/+4.96\%$ ；限额以上餐饮收入分别为 3551 亿元、3641 亿元，对应 $yoy+15.86\%/+15.06\%$ ，餐饮市场消费需求恢复良好。

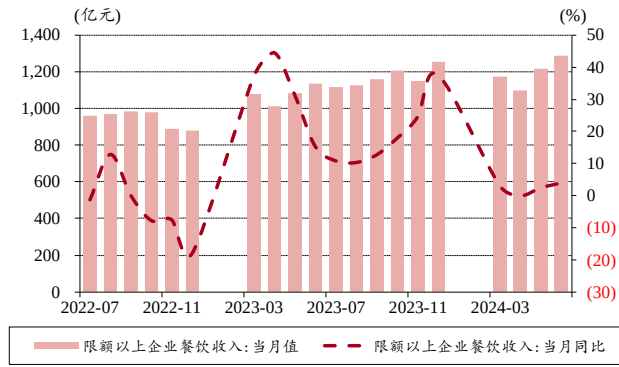
图表 37. 24 年上半年社零餐饮收入整体增长



资料来源：国家统计局，中银证券

注：23、24 年 1-2 月数据为两月累计值 未计入图表

图表 38. 限额以上餐饮收入同比恢复情况

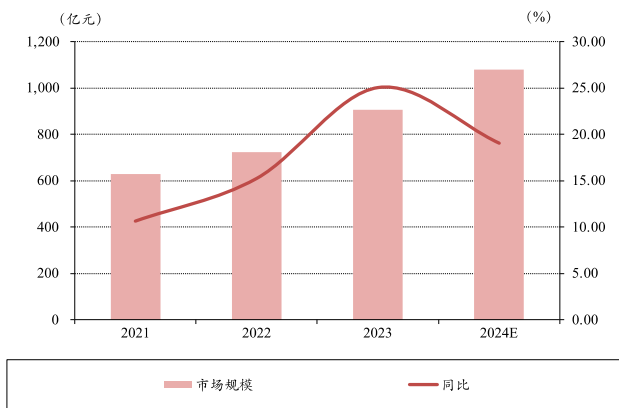


资料来源：国家统计局，中银证券

注：23、24 年 1-2 月数据为两月累计值 未计入图表

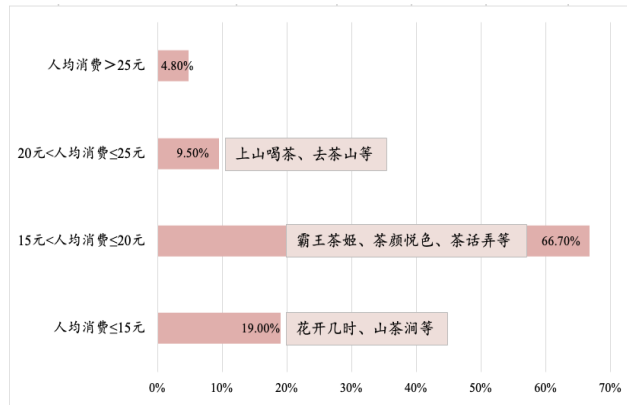
新中式餐饮市场快速扩容。新中式餐饮指的是在传统中、西式餐饮的基础上，通过对食材、烹饪方法、设计风格等元素进行创新，或者通过对西式餐饮进行中式改良的方式，重塑符合现代消费者口味和需求的餐饮品类。近年来“新中式”迅速走红，相关的餐饮领域也得到了很多消费者的青睐，市场规模也快速扩容，从 2021 年的 629 亿元增长至 2023 年的 907 亿元。进入 2024 年，新中式餐饮仍然保持着高速增长的态势。据红餐产业研究院测算，2024 年我国新中式餐饮的市场规模有望超过 1,000 亿。在此背景下，一批新中式茶饮品牌开始冒头，亲民品牌迅速占领市场。红餐大数据显示，在全国的新中式茶饮门店中，人均消费处于 15~20 元区间的门店占比为 66.7%，霸王茶姬、茶颜悦色、茶话弄等品牌均位于此区间内；人均消费高于 25 元的新中式茶饮门店占比仅为 4.8%，上山喝茶、去茶山等品牌则位于此消费区间。

图表 39. 2021-2024 年全国新中式餐饮市场规模变化



资料来源：红餐大数据，中银证券

图表 40. 2024 年全国新中式茶饮人均消费价位占比分布

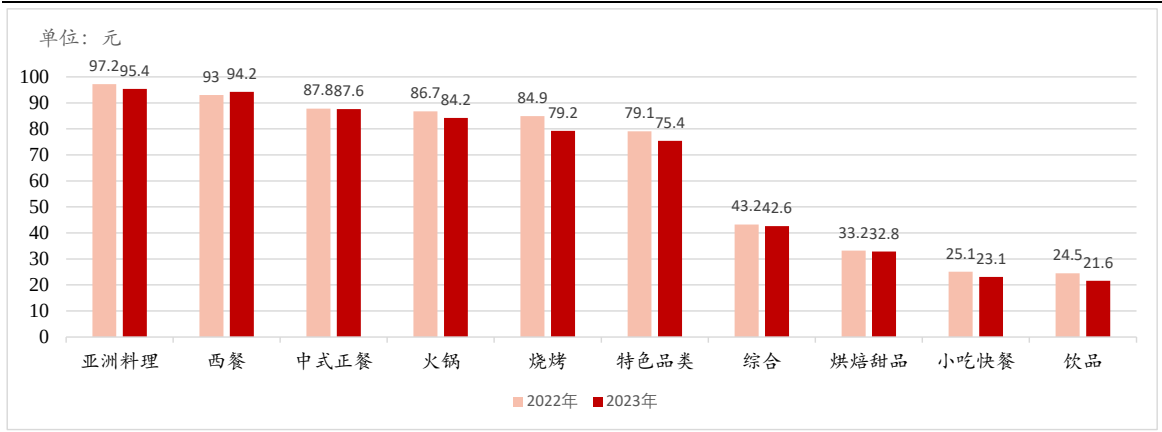


资料来源：红餐产业研究院《新中式餐饮洞察报告 2024》，中银证券

注：数据统计时间截至 2024 年 6 月

餐饮市场人均消费金额微弱下滑，低价促销活动愈加普遍。进入 2023 年以来，全国餐饮市场的人均消费呈现出了下降趋势，除西餐品牌的人均消费有轻微上升之外，其余各餐饮赛道的人均消费均出现了不同程度的下滑，消费者更青睐性价比餐饮消费。与此同时，诸多头部餐饮品牌上半年的客单价亦有所下滑，伴随着餐饮人均消费的下滑以及行业竞争的加剧，一些低价促销活动开始兴起。近期呷哺呷哺上线新菜单，多类套餐价格有所降低；必胜客推出新句型‘Pizza Hut Wow’，相较常规句型，整体价格有了较大幅度下调。

图表 41. 2022-2023 年全国各餐饮品类人均消费情况



资料来源：红餐产业研究院《中国餐饮产业生态白皮书 2024》，中银证券

建议关注：

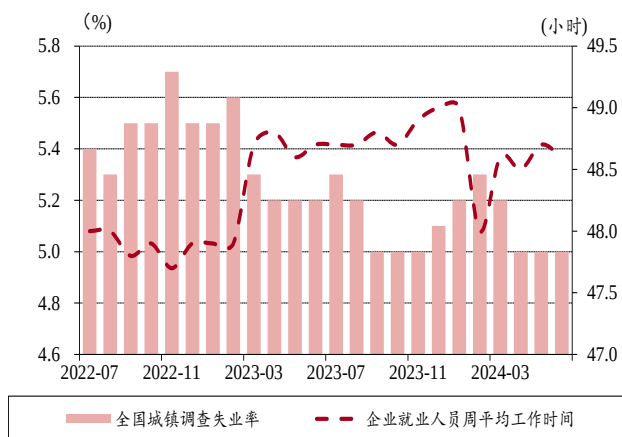
同庆楼：三轮驱动战略已见成效，协同效应有望逐步显现。公司 2023 年实现营收 24.01 亿元，yoy+43.76%；归母净利润 3.04 亿元，yoy+224.91%；扣非归母净利 2.53 亿元，yoy+240.03%，23 年全年业绩实现同比高增。2024 年一季度，公司实现营业收入 6.91 亿元，yoy+28.01%；归母净利润 6589.91 万元，yoy-8.84%；扣非归母净利 6449.86 万元，yoy+5.32%，受去年获得部分补偿款、新开门店一次性投入影响、资产折旧摊销、新门店爬坡期、营销和数字化费用投入增长等因素影响，24 年一季度利润同比表现低于营业收入表现，但据公司公告，如剔除此类因素，公司扣非净利润表现与营收增长幅度或趋同。公司餐饮+宾馆+食品的三轮驱动战略初步成型，未来有望发挥协同效应赋能业绩增长。23 年全年新开门店 8 家，2024 年公司预计餐饮门店拓展 8-12 家，宾馆拓店 4-6 家。24 年第一季度，公司已新开两家富茂宾馆和一家餐饮门店。

5 人服：数据端表现稳定，就业市场压力仍存

24H1 公布失业数据表现稳定。据国家统计局数据，24 年 1-6 月全国城镇调查失业率区间为 5.0%-5.3%，均值为 5.12%，较 23 年同期 5.33% 有所下降。且 24Q2 全国城镇调查失业率每月表现均为 5.0%，较去年同期水平进一步改善。伴随经济持续复苏、稳就业政策持续发力，就业形势或同比有所缓和。

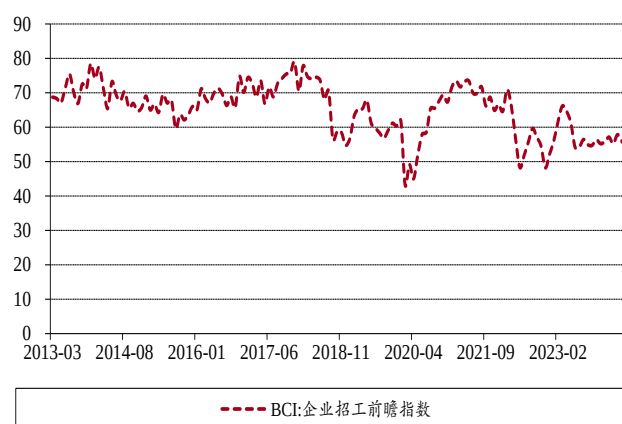
同比有所改善，但就业压力仍存。据中国就业研究所 2024 年第一季度中国就业季度分析会，2024Q1 CIER 指数环比下降，同比上升，但低于 2019-2022 同期，预计 2024Q2 该指数表现或将在周期、季节等因素影响下与 Q1 持平或略降。分行业来看，专业服务、咨询、娱乐、体育、休闲、餐饮酒店等行业就业景气度较高。此外，据长江商学院企业招聘前瞻指数，当前指数表现仍较疫情前有一定缺口，企业招工意愿仍待提升，求职者就业压力仍存。

图表 42. 失业率及周均工作时长数据



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

图表 43. BCI:企业招工前瞻指数表现



资料来源：长江商学院，iFind，中银证券

“慢就业”、“大厂平替”等成就就业市场热词，求稳心态延续。据智联招聘《2024 大学生就业力调研报告》，2024 届高校生直接单位就业占比有所减少，而慢就业、从事自由职业、继续学习等选项人数占比皆有所增长，“慢就业”或成新趋势。此外，在就业公司类型中，期待进入国有企业的比例持续增长，且求职看重因素中“稳定”一项占比同比提升约 10pct，也反映了当前市场求稳心态仍占据重要位置。脉脉高聘《2024 职场生存洞察》中提到，在人才供需比仍处高位、求职压力不轻的背景下，“大厂平替”这一词或标志着职场进入“性价比”时代。

图表 44. 24 届毕业生“慢就业”趋势



资料来源：智联招聘

图表 45. 求稳心态下，国企更受毕业生青睐



资料来源：智联招聘

建议关注：

科锐国际：公司作为顺周期行业，且业务具备一定弹性，有望在市场招聘需求复苏趋势逐步验证后迎来良好增长。据公司一季度报告，国内市场招聘需求同比来看有所回暖，24Q1 营业收入实现 26.39 亿元，同比增长 10.30%，实现归母净利润 4,065.06 万元，同比增长 22.07%。公司整体灵活用工业务增长 12.08%，且国内业务复苏快于海外。展望全年，如就业招聘市场延续复苏态势，公司业务有望实现同比良好弹性增长。

6 免税：关注税制改革，把握底部机遇

消费税改革：征税环节有望后移，免税渠道价格优势凸显

图表 46. 我国当前消费税税目税率表

税 目	税 率		
	生产（进口）环节	批发环节	零售环节
一、烟			
1. 卷烟			
(1) 甲类卷烟	56%加0.003元/支	11%加0.005元/支	
(2) 乙类卷烟	36%加0.003元/支		
2. 雪茄烟	36%		
3. 烟丝	30%		
4. 电子烟			
二、酒	36%	11%	
1. 白酒	20%加0.5元/500克（或者500毫升）		
2. 黄酒	240元/吨		
3. 啤酒			
(1) 甲类啤酒	250元/吨		
(2) 乙类啤酒	220元/吨		
4. 其他酒	10%		
三、高档化妆品	15%		
四、贵重首饰及珠宝玉石			
1. 金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品			5%
2. 其他贵重首饰和珠宝玉石	10%		
五、鞭炮、焰火	15%		
六、成品油			
1. 汽油	1.52元/升		
2. 柴油	1.20元/升		
3. 航空煤油	1.20元/升		
4. 石脑油	1.52元/升		
5. 溶剂油	1.52元/升		
6. 润滑油	1.52元/升		
7. 燃料油	1.20元/升		
七、摩托车			
1. 气缸容量（排气量，下同）为250毫升	3%		
2. 气缸容量在250毫升以上的	10%		
八、小汽车			
1. 乘用车			
(1) 气缸容量（排气量，下同）在1.0升（含1.0升）以下的	1%		
(2) 气缸容量在1.0升以上至1.5升（含1.5升）的	3%		
(3) 气缸容量在1.5升以上至2.0升（含2.0升）的	5%		
(4) 气缸容量在2.0升以上至2.5升（含2.5升）的	9%		
(5) 气缸容量在2.5升以上至3.0升（含3.0升）的	12%		
(6) 气缸容量在3.0升以上至4.0升（含4.0升）的	25%		
(7) 气缸容量在4.0升以上的	40%		
2. 中轻型商用客车	5%		
3. 超豪华小汽车	按乘用车和中轻型商用客车的规定征收		10%
九、高尔夫球及球具	10%		
十、高档手表	20%		
十一、游艇	10%		
十二、木制一次性筷子	5%		
十三、实木地板	5%		
十四、电池	4%		
十五、涂料	4%		

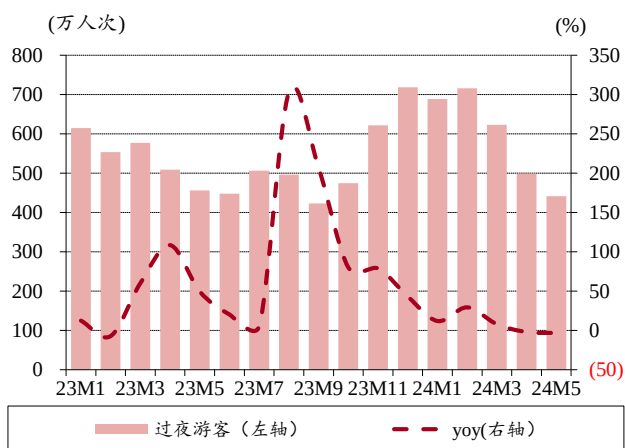
资料来源：国家税务总局，中银证券

消费税改革值得期待，免税渠道价格优势进一步凸显。当前我国的消费税共有 15 个税目，针对的是高污染、高能耗、奢侈品等特殊消费品。在地方财政收支矛盾不断加大之下，近期消费税改革再度引发关注。关于具体的改革方向，“十四五”规划中要求调整优化消费税征收范围和税率，推进征收环节后移并稳步下划地方。新一轮财税改革中消费税改革主要看点为扩大征收范围、后移征收环节和稳步下划地方。当前消费税征收多数在生产环节，若后移至零售、批发环节，品牌商会将税负转嫁给消费者，进而提升零售价格。在此基础上，免税渠道和有税渠道的价差将扩大，免税品的价格优势将进一步凸显，有望提升对消费者的吸引力。

离岛免税：海南客流略有下滑，离岛免税销售承压

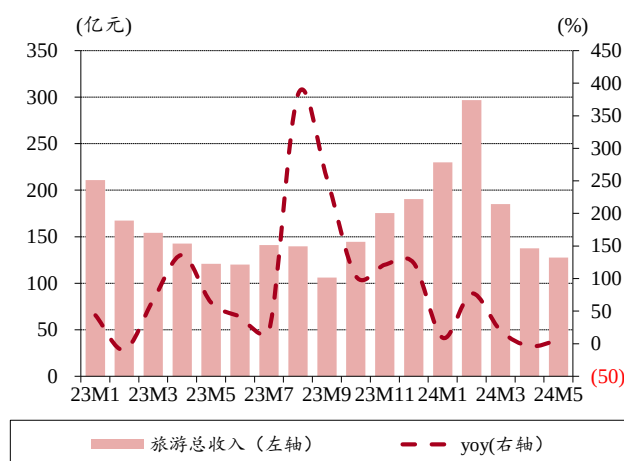
海南客流略有波动。由于出境游便利度提升，对国内长线出行形成分流，海南旅游热度略有下滑，Q2 进入海岛旅游淡季之后尤为明显。24 年 1-5 月海南全省接待过夜游客 2968.5 万人次，同比+9.5%，4/5 月接待过夜游客人次同比分别-2.0%/-3.2%。从重点机场来看，海口美兰机场 24 年 1-5 月旅客吞吐量 1274.0 万人次，同比+23.5%；三亚凤凰机场 24 年 1-5 月旅客吞吐量 944.9 万人次，同比-2.3%。

图表 47. 海南省过夜游客人次



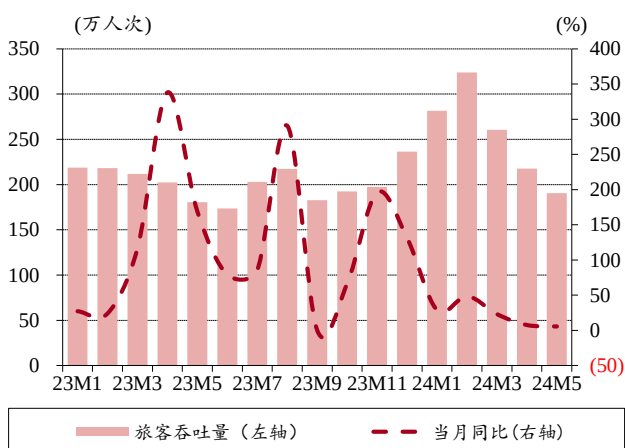
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 48. 海南省旅游收入



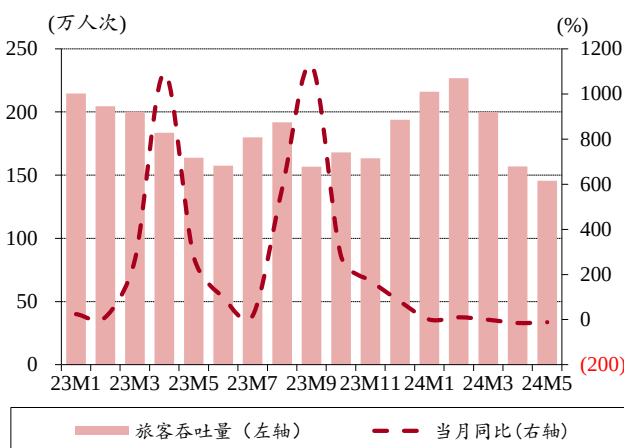
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 49. 美兰机场旅客吞吐量



资料来源：美兰机场官网，中银证券

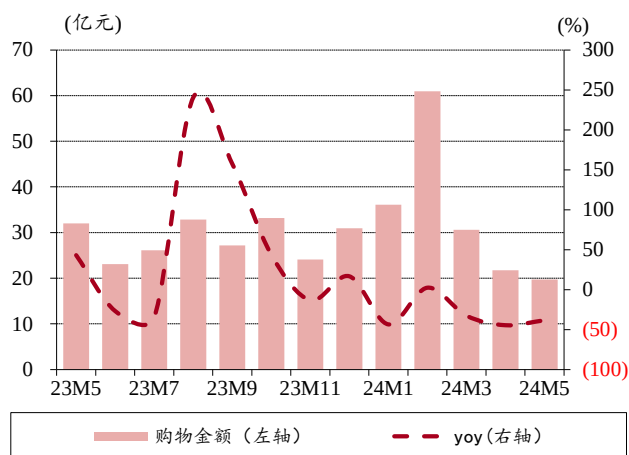
图表 50. 凤凰机场旅客吞吐量



资料来源：三亚市旅游局，海南机场公司公告，中银证券

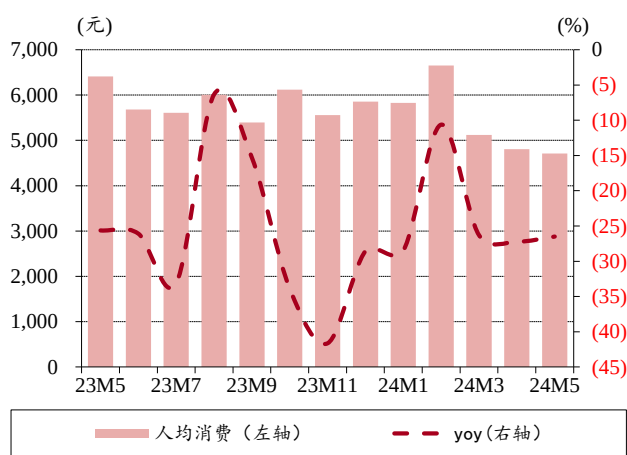
多重因素叠加下，离岛免税销售承压。受海南政府打击代购、整体消费力恢复不足、日元贬值奢侈品价格相对下滑等因素影响，海南离岛免税销售额下滑较为明显。24 年 1-5 月离岛免税销售额为 169.1 亿元，yoy-29.5%；客单价为 5629.1 元，总体呈下滑趋势。据海口海关数据，五一和端午期间海口海关分别监管离岛免税销售额 5.47/2.05 亿元，同比分别-38.05%/-21.15%；客单价分别为 6378.0/5310.9 元。（23 年五一和端午分别为 8100.9/5949.7 元）。

图表 51. 海南离岛免税销售额



资料来源：海口海关，中银证券

图表 52. 海南离岛免税客单价

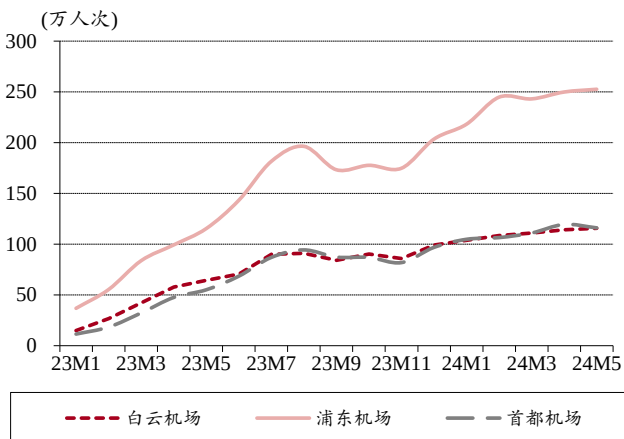


资料来源：海口海关，中银证券

口岸免税&市内免税：机场免税加速修复，市内免税潜力可期

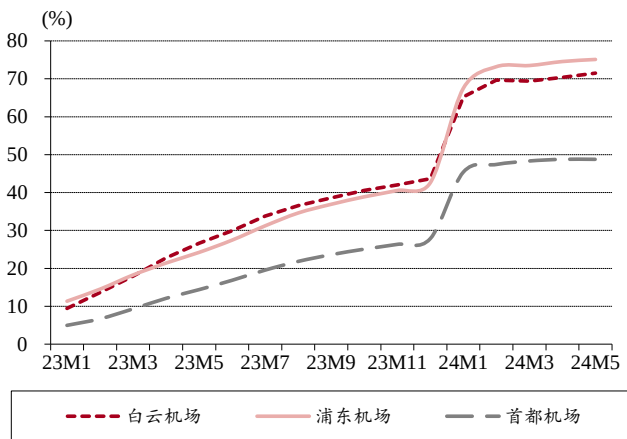
境外航班客流量持续修复，机场免税销售加速回暖，市内免税新政呼之欲出。国际航班班次和旅客吞吐量均呈现加速恢复态势。从重点机场来看，自年初截至5月末，广州白云机场、上海浦东机场、北京首都机场的境外航线旅客累计吞吐量分别已恢复至19年同期的71.52%/75.09%/48.77%。据航班管家数据，全国国际航班2024年7月8日-7月14日周度执飞量为11998架，已恢复至2019年同期的77.77%。此外，我国的免签“朋友圈”持续扩容，跨境游便利度不断提升，也有利于国际客流的恢复。随着国际客流的逐步回升，有望带动机场免税销售回暖。市内免税新政也有望随着国际客流恢复而加速出台，为免税市场贡献新的增量。

图表 53. 三大机场境外航班旅客吞吐量



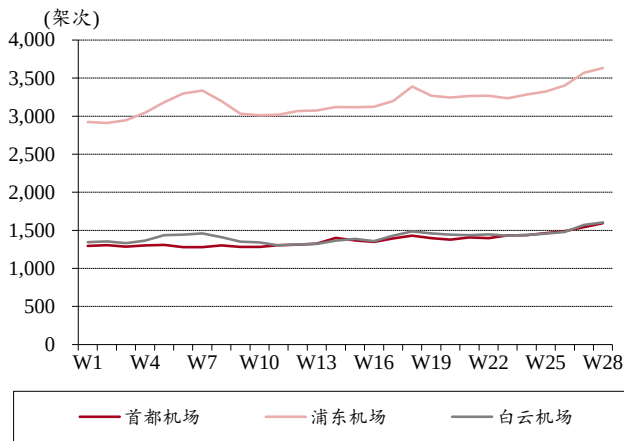
资料来源：首都机场官网，上海机场、白云机场公司公告，中银证券

图表 54. 三大机场境外航班旅客吞吐量恢复程度 (VS2019年)



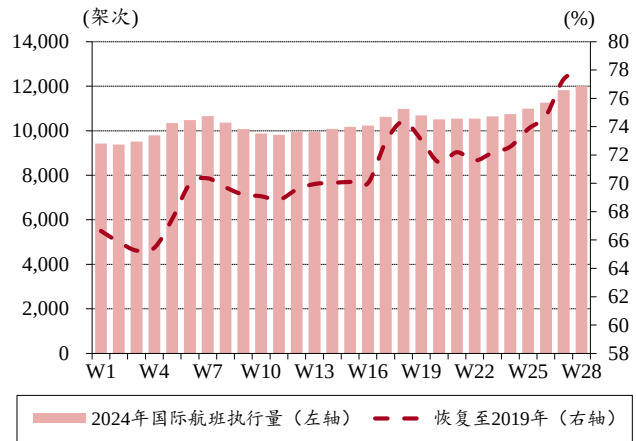
资料来源：首都机场官网，上海机场、白云机场公司公告，中银证券

图表 55. 三大机场境外航班执飞总量



资料来源：航班管家，中银证券

图表 56. 全国机场国际航班执飞总量



资料来源：航班管家，中银证券

建议关注：

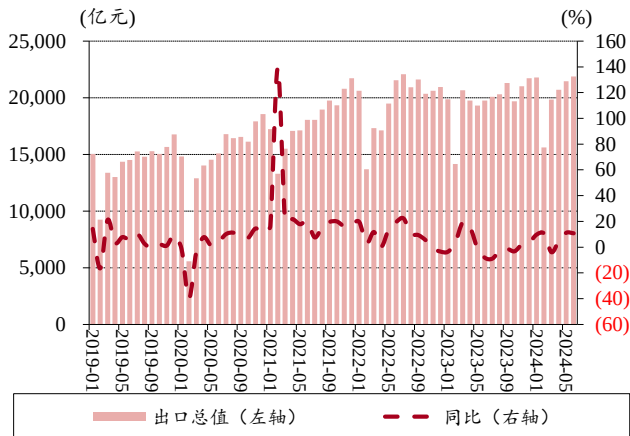
中国中免：主营业务毛利持续改善，机场免税业务显著回暖。24H1 公司实现营收 312.65 亿元，同比-12.81%；归母净利润 32.88 亿元，同比-14.94%。公司致力于改善营收结构，主营业务毛利率持续改善，24H1 主营业务毛利率为 32.94%，同比+2.62pct。受益于国际航班和客流的不断恢复，24H1 公司境内出入境免税门店收入同比增长超过 100%，且北上广重点机场租金协议较疫前显著优化，盈利能力持续改善。短期建议关注口岸渠道的快速恢复以及降租对利润的增厚；中长期仍看好公司作为龙头企业在各渠道的完善布局，并建议关注市内免税新政的催化。

王府井：奥莱业态韧性凸显，免税业态持续放量。24Q1 公司的购物中心/奥莱/免税业态营收同比分别+3.52%/+9.45%/+116.78%；毛利率同比分别-4.15/-5.29/+3.37pct。奥莱业态符合当前高性价比、重服务体验的趋势，展现出较强的经营韧性；免税业态方面，海南免税门店持续爬坡，后续市内免税新政落地有望拓宽想象空间。

7 会展：企业出海驱动外展高增，内展集中度提升龙头受益

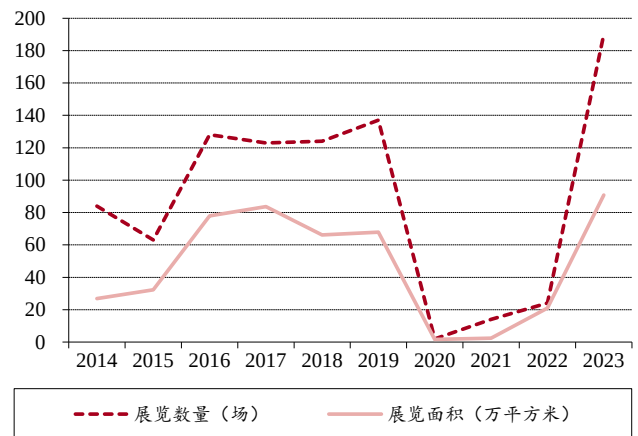
国内出口总值同比回升，出海景气驱动外展。自年初以来，除 3 月以外，其他月份我国出口总值同比均实现正增长。企业出海需求高涨，有望推动境外办展参展。2023 年我国共主办境外展 190 个，展览总面积为 90.72 万平方米，均已经超过 2019 年的水平，办展机构数量也有了显著回升。2024 年贸促会拟组织 10 个出国经贸展览会项目，涉及洪都拉斯、斐济、法国、德国、西班牙、阿联酋、泰国、印尼、南非 9 个国家。截至 3 月底已审批 60 个组展单位赴 46 个国家和地区开展出国展览计划 779 项，计划展出面积 43.6 万平方米，帮助企业拿订单、拓市场。

图表 57. 国内出口总值同比好转



资料来源：海关总署，中银证券

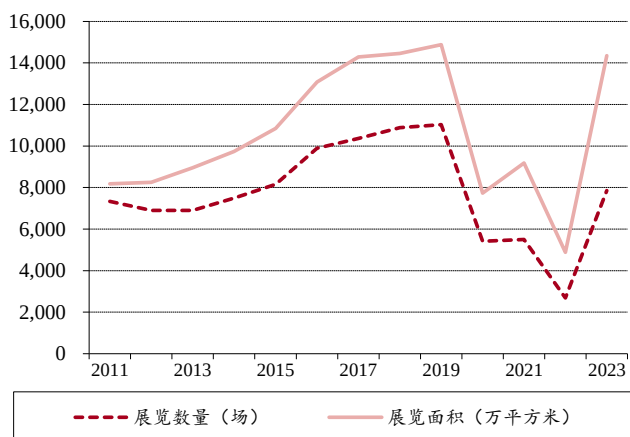
图表 58. 境外会展办展已超出疫前水平



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

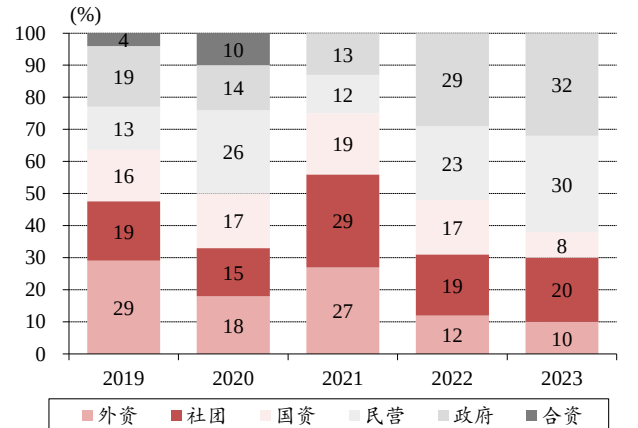
境内展览行业持续复苏，疫后集中度逐步提升。2023 年全国线下展览总数为 7852 个，展览总面积为 14345 万平方米，分别恢复至 2019 年的 71%和 96%，平均单展面积规模较疫前出现明显增长。疫情之前，我国的会展行业由外资企业和政府机构主导，疫后民企占比迅速提升，有赶超外企之势；按面积来看 2023 年展览规模前 100 名的主办机构中，政府机构占比仍然最高。从各企业市占率来看，无论是数量还是面积均有所提升，行业集中度呈增长趋势，行业资源逐步向头部机构集中。

图表 59. 境内会展行业持续复苏



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

图表 60. 中国展览规模前 100 不同类型机构面积占比



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

会展排期及非经常性因素导致 24H1 业绩下滑。据米奥会展和兰生股份的业绩预告，两家公司上半年的归母净利润均出现下滑。米奥会展利润下滑主要受展会排期影响，23H1 公司共在 8 个国家举办了线下自办展，而 24H1 有 4 个国家的展会调整至下半年举行，下半年展会数量有望高增。兰生股份的业绩下滑则主要受非经常性因素影响，其他经常性损益方面，24H1 取得金融资产的分红收益同比减少。非经营性损益方面，公司持有的金融资产公允价值变动收益同比减少；且 23H1 收到上海华铎股权投资基金合伙企业投资分配款及上海文泰运动鞋厂房屋征收补偿款导致基数较高。主营业务同比仍然有所增长。

图表 61. 会展企业 24H1 业绩预告

		24H1	23H1	同比变动
兰生股份	归母净利润（万元）	3700-4100	7619.49	下降 51.44%-46.19%
	扣非归母净利润（万元）	3400-3800	7346.56	下架 53.72%-48.28%
米奥会展	归母净利润（万元）	7500	19299.49	下降 61%
	扣非归母净利润（万元）	8700	11003.56	下降 20%

资料来源：公司公告，中银证券

建议关注：

米奥会展：国内企业出海参展需求旺盛，公司作为外展行业的龙头企业充分受益。公司重点布局 RCEP 和“一带一路”等外贸相对景气的国家，构筑业绩基本盘，同时积极拓展新兴市场国家和发达国家，进一步完善全球布局，向专业展、数字化转型为打造优质 IP 奠定基础，单展规模扩大有望带动毛利水平提升。

兰生股份：公司坐拥会展行业全产业链资源，业务生态完备，国资背景下资源禀赋突出。存量会展赛业务增长稳健；此外公司聚焦高端制造、文体赛事、医疗大健康三大景气领域，通过内生培育、外延收购持续贡献业绩增量，持续提升数字化能力有望提升效能。且公司注重股东回报，历年来现金分红比例均达 30% 以上，近 4 年更是超过 50%，在手现金充沛也为后续提高分红奠定基础。

2024 年投资策略

旅游：景气度持续高企，跨境游有望贡献增量。1) **景区：**出行市场持续高景气，政策利好落地有望推动供给迭代升级。国内市场重回内生式增长，后续可关注供给侧存在项目扩容和外部交通改善的企业，以及存在提高分红潜力的企业。**建议关注黄山旅游、长白山、宋城演艺、丽江股份、中青旅、天目湖。**2) **跨境游：**国际航班已恢复至疫前 7 成左右，暑期有望恢复至 8 成左右；免签朋友圈持续扩容，政策红利不断释放，跨境游供应链逐步回归正轨，后续有望加速修复。**建议关注众信旅游、岭南控股。**

酒店：中高端转型趋势延续，行业逐步走出复苏区间。1) **供给侧：**扩张依旧持续，龙头门店数稳步增长，各大酒店集团延续中高端化转型升级，并在前期品牌矩阵构建后，不断完善并发力其核心品牌。2) **需求侧：**24Q1 同比仍处复苏区间，三大酒店品牌 RevPAR 基本皆完成复苏，Q2 或将进入正常增长期。**建议关注锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店。**

餐饮：“性价比”消费时代来临。24H1 餐饮社零保持良好恢复和增长态势，但消费者心态更加理智，多品类消费金额有小幅下探，市场低价促销活动也较为常见。**建议关注同庆楼。**

人服：数据端表现稳定，但压力仍存。24 年 1-6 月全国城镇调查失业率区间为 5.0%-5.3%，数据端有所修复。但 CIER 指数仍有待提升，且就业市场求稳心态仍存，多类就业偏好也表现出当前市场压力仍存，作为顺周期行业，长期来看仍有弹性复苏空间。**建议关注科锐国际。**

免税：关注税制改革，把握底部机遇。消费税潜在改革有望拉大免税和有税渠道价差，免税品价格凸显。离岛免税销售短期仍然承压，口岸免税随着国际客流的回归进入加速恢复阶段，市内免税新政在即，也有望贡献新的增量。**建议关注中国中免、王府井。**

会展：企业出海驱动外展高增，内展集中度提升龙头受益。23 年境外展数量和面积均已超出疫前水平，企业出海需求高涨，有望推动境外办展参展。内展方面单展面积规模较疫前出现明显增长，行业集中度呈增长趋势，行业资源逐步向头部机构集中。**建议关注米奥会展、兰生股份。**

风险提示

居民收入增长不及预期、消费意愿恢复不及预期：若后续宏观经济增速较为疲软，居民的收入水平增长乏力，可能会导致未来收入预期下降，消费者信心和消费意愿恢复放缓，进而导致出行消费和相关行业整体表现不及预期。

行业竞争加剧：当前消费多注重性价比，且疫后市场供给端恢复增速若超出需求端，可能会加剧行业竞争。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371