

强于大市

社会服务行业 2025 年度策略

需求恢复明确，坚定布局信心

从 2024 年初至 12 月 16 日，社会服务板块涨幅为 10.99%，上证指数涨幅为 13.83%，社会服务板块跑输大盘，但相较于 24H1 社服板块跌幅 24.05% 来看，已实现良好回补。全年来看，在“消费促进年”强调消费重要性的基调下，多类促消费政策、活动频出，助推消费市场需求有序恢复，全年社零消费数据平稳修复，但社服等消费板块也部分受制于宏观经济恢复较缓、居民收入和资产增长预期不足等因素影响，整体板块表现一般。展望 2025 年，消费仍将是拉动经济的重要因素，进一步提振消费信心也将会将是国家经济发展重要目标，期待促消费政策持续推出。我们维持行业强于大市评级。

行业要点

- 旅游：景气度延续，跨境游贡献增量。** 1) 景区：出行市场景气度较高，后续可关注供给侧存在项目扩容和外部交通改善，以及存在提高分红潜力的企业，同时建议关注冰雪旅游政策利好带来的机遇。建议关注长白山、黄山旅游、西域旅游、宋城演艺等。2) 跨境游：截至 10 月国际航班已恢复至近 8 成，我们预计出境游恢复节奏与航班基本一致；入境游市场受益于免签政策红利以及来华旅游便利程度的提升，实现渐进式复苏，未来有望加速修复。建议关注岭南控股、众信旅游。
- 酒店：龙头扩张延续，商旅出行需求仍在复苏阶段。** 1) 供给侧：三大酒店集团依旧保持门店扩展战略，全年门店开业完成度较好。在地产价格下行背景下，相较于投资传统地产或商业，投资酒店对于部分投资人来说仍具有一定性价比。此外，中高端化升级趋势依旧延续。2) 需求侧：当前商旅出行需求仍处复苏阶段，但受去年同期高基数因素影响，较难实现同比高增，长期来看行业或将转入正常增长区间。建议关注锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店。
- 餐饮：强化竞争能力与下沉战略或成为餐企考量之重。** 24Q1-3 餐饮社零保持稳定恢复和同比增长态势，但增幅环比趋缓，行业走出快速回暖阶段。在增幅放缓之下，部分餐企也在尝试顺应市场，通过价格调整与优惠、下沉、放宽加盟等方式尝试在新环境下获得优势。建议关注同庆楼。
- 人服：数据稳定，但压力存在。** 24 年 1-10 月全国城镇调查失业率区间为 5.0%-5.3%，数据端保持稳定，伴随稳就业政策持续发力，就业形势或同比有所缓和。但 24Q3 的 CIER 指数仍同比略有下降，且就业市场求稳心态延续。对于招聘企业来说，降本增效仍受关注。作为顺周期行业，人力资源服务行业仍有弹性复苏空间。建议关注科锐国际。
- 免税：需求短期承压，关注自贸港与市内新政机遇。** 离岛免税销售短期内仍承压，口岸免税随国际客流的回升加速修复。展望后市，一方面建议关注海南封关给海南市场带来的新机遇；另一方面，建议关注市内免税新政颁布后存量门店的转换和新设带来的增量。建议关注中国中免、王府井。
- 会展：企业出海驱动外展高增，内展集中度提升强化龙头效应。** 23 年境外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足、行业竞争加剧等。

相关研究报告

《社会服务行业双周报》20241223
 《社服与消费视角点评 11 月国内宏观数据》
 20241220
 《社会服务行业双周报》20241209

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
 taimin.jiu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300524040001

证券分析师：宋环翔
 huanxiang.song@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300524080001

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：较 H1 跌幅收窄，但仍跑输大盘	5
板块业绩：前三季度板块业绩稳步修复	5
2 旅游：景气度延续，跨境游贡献增量	7
行业复盘：国内出游景气度延续，跨境游实现渐进式复苏	7
个股复盘：高基数下景区股业绩普遍回落，OTA 与旅行社维持高增	9
行业展望：法定节假日增加提振市场景气度，下沉化趋势显著，体验式消费火热	10
3 酒店：龙头保持扩张，高基数下较难实现同比增长	13
供给侧：龙头企业维持拓店，中高端化仍为行业共识	13
需求侧：去年同期基数较高，24 商旅需求仍在复苏阶段	14
4 餐饮：常态化增长下，竞争与下沉趋势逐步显现	16
5 人服：数据端表现稳定，就业市场压力仍存	18
6 免税：需求短期承压，关注自贸港与市内新政机遇	20
离岛免税：海南客流增速放缓，离岛免税销售持续承压	20
口岸免税：受益于跨境客流修复和同期低基数，机场免税销售加速回暖	21
市内免税：新政靴子落地，期待市场扩容	22
7 会展：企业出海驱动外展高增，内展集中度提升强化龙头效应	23
2025 年投资策略	25
风险提示	26

图表目录

图表 1.申万一级行业累计涨跌幅（2024.1.1-2024.12.16）	5
图表 2.社服各子板块累计涨跌幅（2024.1.1-2024.12.16）	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 9.2023 年以来各季度国内旅游市场同比增速	7
图表 10.2021 年以来假期旅游恢复状况（VS2019 年）	7
图表 11.2023 年以来我国入境游客的恢复水平(VS2019 年)	7
图表 12.我国免签政策梳理	8
图表 13.我国国际&港澳台航线旅客恢复度（VS19 年）	9
图表 14.我国民航国际客运航班量及恢复度（VS19 年）	9
图表 15.2024 年部分国家接待中国大陆游客状况	9
图表 16.我国出境游人数及增速	9
图表 17.2024Q1-3 旅游板块业绩	10
图表 18.近期景区项目扩容状况梳理	11
图表 19.近期景区交通改善状况梳理	11
图表 20.旅游公司近年分红情况	11
图表 21.三大酒店集团门店数量仍处扩张阶段	13
图表 22.三大酒店集团储备店数量保持平稳	13
图表 23. 三大酒店持续中高端化升级（按客房数）	13
图表 24.三大酒店持续中高端化升级（按酒店数）	13
图表 25.全国星级酒店 RevPAR 变动	14
图表 26.全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动	14
图表 27.三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况	14
图表 28.三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况	14
图表 29. 24 年社零餐饮收入整体增长情况	16
图表 30.限额以上餐饮收入同比恢复情况	16
图表 31. 2022-2023 年全国各餐饮品类人均消费情况	16
图表 32. 部分餐企在新环境下竞争策略	17
图表 33. 部分餐企毛利、净利率表现	17
图表 34.失业率及周均工作时长数据	18
图表 35. BCI:企业招工前瞻指数表现	18
图表 36. 我国劳动力人口情况	18

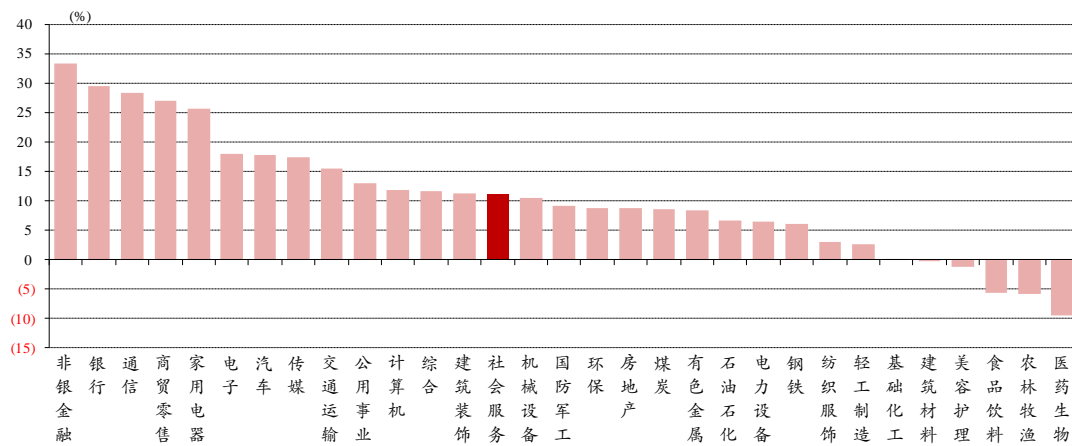
图表 37. 公务员考试人数快速增长.....	19
图表 38. 毕业生求稳心态增重.....	19
图表 39. 我国灵活用工市场稳步增长.....	19
图表 40. 三亚市过夜游客人次.....	20
图表 41. 海口市过夜游客人次.....	20
图表 42. 美兰机场旅客吞吐量.....	20
图表 43. 凤凰机场旅客吞吐量.....	20
图表 44. 海南离岛免税销售额.....	21
图表 45. 海南离岛免税客单价.....	21
图表 46. 三大机场境外航班旅客吞吐量恢复度(VS19 年).....	21
图表 47. 全国机场国际航班执飞总量.....	21
图表 48. 新政前我国市内免税店状况.....	22
图表 49. 市内免税新政细则.....	22
图表 50. 国内出口总值同比好转.....	23
图表 51. 境外会展办展已超出疫前水平.....	23
图表 52. 境内会展行业持续复苏.....	23
图表 53. 中国展览规模前 100 不同类型机构面积占比.....	23

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：较 H1 跌幅收窄，但仍跑输大盘

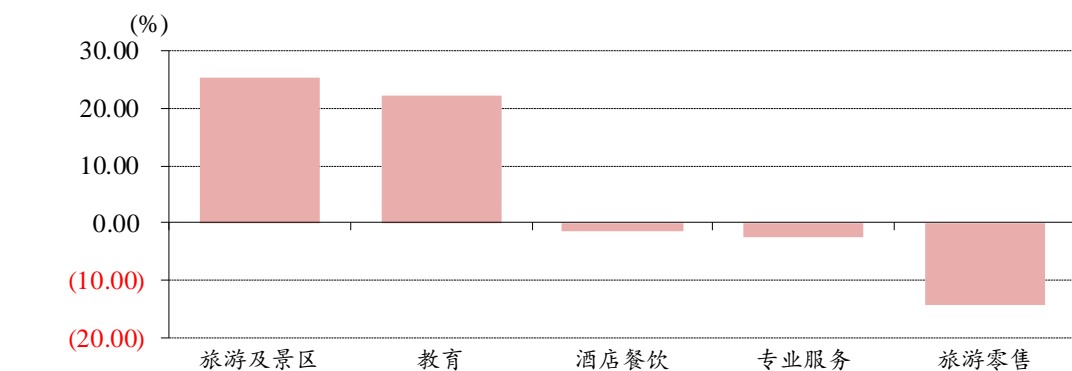
社会服务板块略有下跌，仍跑输大盘。从 2024 年初至 12 月 16 日，申万一级行业中，非银金融、银行、通信、商贸零售、家用电器等行业涨幅居前，社会服务板块该时段涨幅为 10.99%，上证指数涨幅为 13.83%，沪深 300 涨幅为 14.01%，社会服务板块跑输大盘，在申万 31 个一级行业中排名第 14，但相较于 24H1 社会服务板块跌幅 24.05% 来看，已实现良好回补。24H2 居民消费信心仍在修复区间，但行业仍部分受制于宏观经济恢复较缓、居民收入和资产增长预期不足等因素影响，整体板块关注度不高，市场表现一般。

图表 1. 申万一级行业累计涨跌幅（2024.1.1-2024.12.16）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 2. 社服各子板块累计涨跌幅（2024.1.1-2024.12.16）



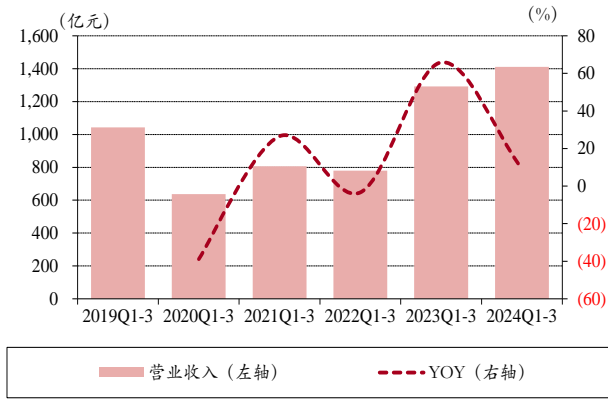
资料来源: ifind, 中银证券

社服行业子板块表现略有分化。从年初至 12 月 16 日，社服各子板块及旅游零售依次涨跌幅为旅游景区 (+25.61%)、教育 (+22.17%)、酒店餐饮 (-1.51%)、专业服务 (-2.45%)、旅游零售 (-14.21%)。

板块业绩：前三季度板块业绩稳步修复

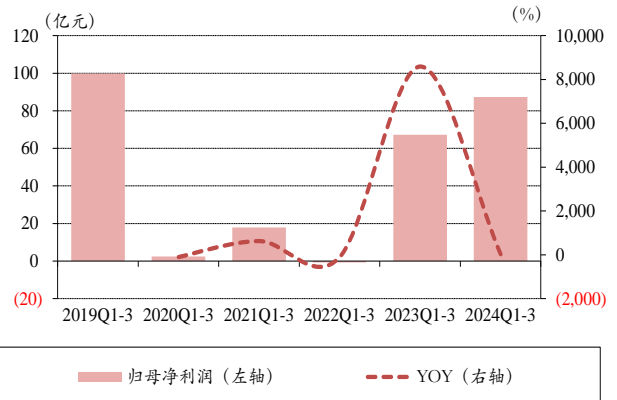
板块业绩稳步复苏，23 年报复性恢复后 24 年增幅收窄。申万社会服务板块 24Q1-3 共实现营业收入 1411.44 亿元，同比增长 9.25%，较 19 年同期增长 35.30%；实现归母净利润 87.33 亿元，同比增长 29.86%，为 19 年同期 87.50% 水平。收入体量上，在 23 年全年行业报复性恢复的基数下，依然保持了稳健的正增长。归母净利润方面，同比增长幅度良好，但较疫情前仍有待提升。

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) 前三季度营收同比增速方面, 体育(+24.13%) > 旅游及景区(+18.25%) > 专业服务(+11.28%) > 酒店餐饮(-0.10%) > 教育(-5.59%) > 旅游零售(-15.38%)。 (2) 归母净利润同比增速方面, 体育(+100.44%) > 旅游及景区(+11.39%) > 酒店餐饮(+3.46%) > 教育(-1.12%) > 专业服务(-8.00%) > 旅游零售(-24.72%)。

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(%)	2022Q1-3	2023Q1-3	2024Q1-3
体育	(19.02)	(15.20)	24.13
专业服务	27.94	90.40	11.28
酒店餐饮	(7.57)	42.25	(0.10)
旅游及景区	(29.84)	105.01	18.25
教育	(31.98)	(10.30)	(5.59)
旅游零售	(20.47)	29.14	(15.38)

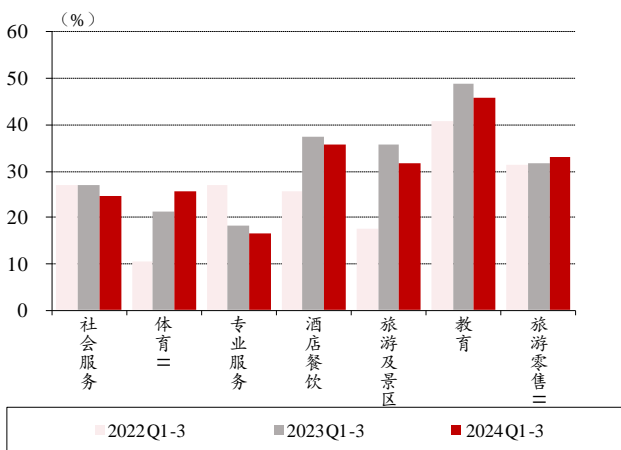
资料来源: ifind, 中银证券

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(%)	2022Q1-3	2023Q1-3	2024Q1-3
体育	(355.65)	(203.25)	100.44
专业服务	11.67	29.44	(8.00)
酒店餐饮	(1,129.56)	369.91	3.46
旅游及景区	(1,201.50)	287.78	11.39
教育	35.12	240.22	(1.12)
旅游零售	(45.49)	12.49	(24.72)

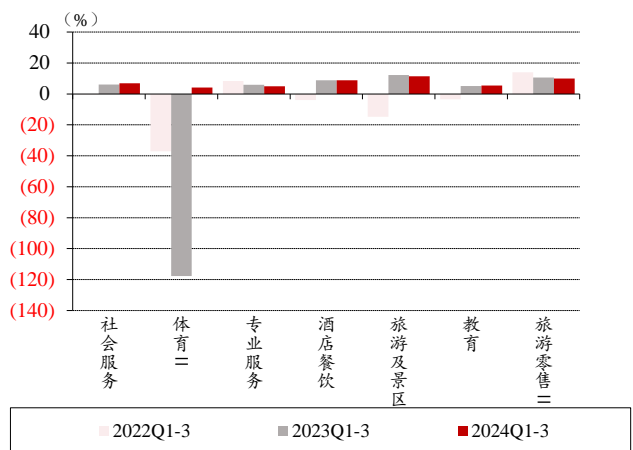
资料来源: ifind, 中银证券

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



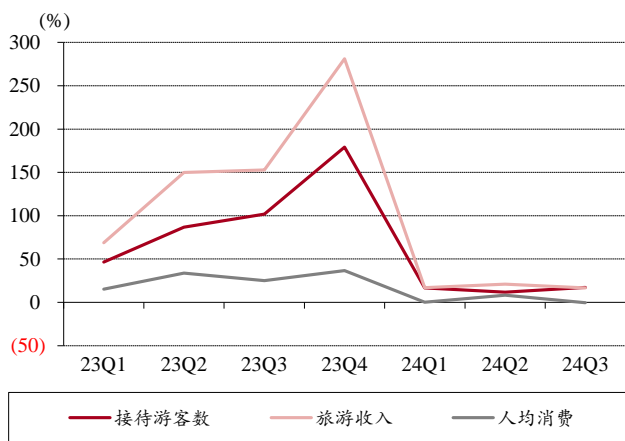
资料来源: ifind, 中银证券

2 旅游：景气度延续，跨境游贡献增量

行业复盘：国内出游景气度延续，跨境游实现渐进式复苏

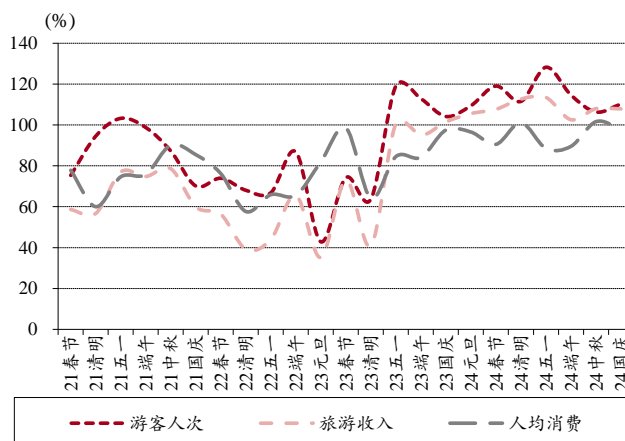
国内游：高基数下出游景气度延续，人次恢复度持续领先收入。从国内各季度旅游市场来看，在23年的高基数下，24年各季度的旅游人次和旅游收入增速放缓，但仍然实现稳健增长，出游市场韧性凸显。2024年前三季度，国内出游人次42.37亿人次，同比增长15.3%；出游总花费4.35万亿元，同比增长17.9%。据文旅部数据，24年国庆假期期间全国国内旅游出游共7.65亿人次，恢复至19年同期的110.2%；实现旅游收入7008.17亿元，恢复至19年同期的107.9%；人均消费为916.10元，恢复至19年同期的97.9%。各假期基本呈现出人次恢复度领先收入的特征，客单恢复仍有压力。

图表 9.2023 年以来各季度国内旅游市场同比增速



资料来源：文旅部，中银证券

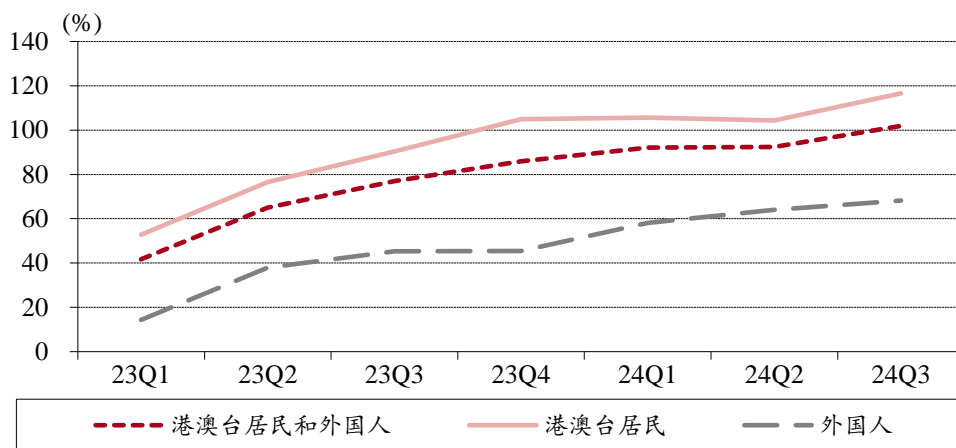
图表 10.2021 年以来假期旅游恢复状况 (VS2019 年)



资料来源：文旅部，中银证券

入境游：签证政策红利凸显，入境游实现渐进式复苏。截至11月底，我国已对38个国家实行免签政策，对54个国家实施144小时过境免签政策；受益于我国的免签“朋友圈”不断扩大，以及住宿、支付等便利度程度逐步提高，“China Travel”成为海内外的热点话题。据国家移民管理局消息，Q3全国各口岸入境外国人818.6万人次，同比增长48.8%；其中通过免签入境488.5万人次，同比增长78.6%。Q3港澳台居民和外国人的出入境人次分别恢复至19年同期的117%、68%，且恢复水平逐季提升。携程数据显示，1-10月携程平台上入境游订单同比增长2倍，其中来自免签国的游客订单占比近3成以上，政策红利效应逐步释放。

图表 11.2023 年以来我国入境游客的恢复水平 (VS2019 年)



资料来源：国家移民管理局，中国旅游研究院，中银证券

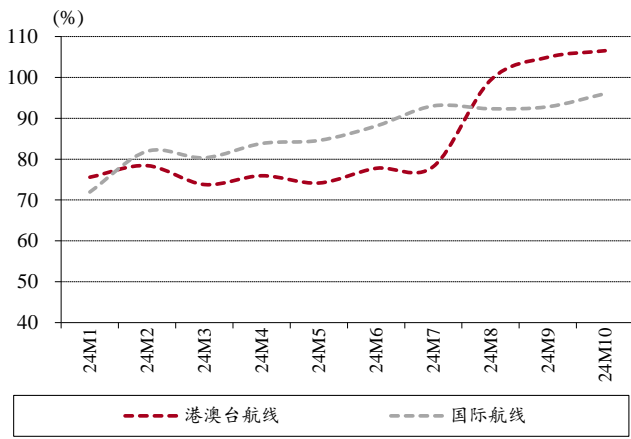
图表 12.我国免签政策梳理

颁布时间	具体细则
2023年3月15日	1) 对来华外国人持2020年3月28日前签发且仍在有效期内签证的, 准予入境。 2) 恢复海南入境免签、上海邮轮免签、港澳地区外国人组团入境广东免签、东盟旅游团入境广西桂林免签政策。
2023年7月24日	自2023年7月26日起, 中国恢复对新加坡、文莱公民单方面免签政策。
2023年9月	自2023年10月1日起, 中俄两国正式实施团体互免签证政策, 持有有效护照和旅行社出具的邀请函的中国公民和俄罗斯公民, 可以在对方国家停留15天以内, 每年最多不超过90天。
2023年11月3日	自2023年11月10日起, 中国和哈萨克斯坦公民双方持普通护照人员可免签入境对方国家停留不超过30日。
2023年11月17日	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。目前, 中国长沙、哈尔滨、桂林等3个城市实施72小时过境免签政策, 北京、天津、石家庄、秦皇岛、上海、南京、杭州、宁波、广州、深圳、揭阳、沈阳、大连、青岛、重庆、成都、西安、厦门、武汉、昆明等20个城市实施144小时过境免签政策。
2023年11月24日	2023年12月1日至2024年11月30日期间, 中国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。
2024年1月25日	自2024年2月9日起, 中国和新加坡双方持普通护照人员可免签入境对方国家停留不超过30日。
2024年1月28日	自2024年3月1日起, 中国和泰国双方持普通护照人员可免签入境对方国家停留不超过30日。
2024年3月14日	2024年3月14日至11月30日期间, 中国将对瑞士、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5月6日	自2024年5月28日起, 中国和格鲁吉亚双方持普通护照人员可免签入境对方国家停留不超过30日。
2024年5月7日	中方决定延长对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡12个国家免签政策至2025年12月31日。
2024年5月15日	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。
2024年6月20日	马来西亚公民访华免签将从原本的15天延长至30天。
2024年6月25日	2024年7月1日至2025年12月31日期间, 对新西兰、澳大利亚、波兰3个国家持普通护照人员试行免签政策, 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年11月1日	2024年11月8日至2025年12月31日期间, 对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行免签政策。
2024年11月22日	2024年11月30日起至2025年12月31日期间, 对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策。此外, 中方决定同步优化入境政策, 将交流访问纳入免签事由, 将免签停留期限自现行15日延长至30日。

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

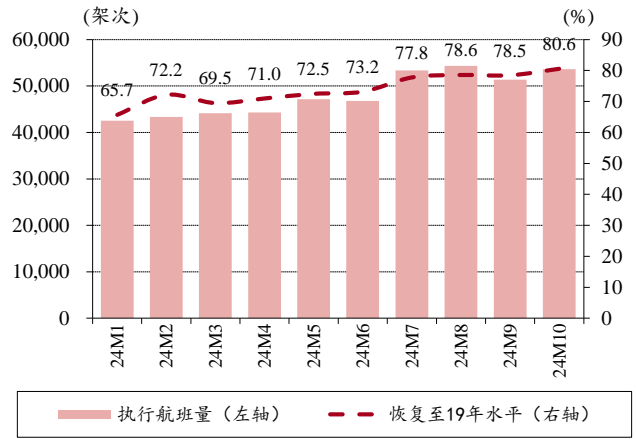
出境游: 出境游市场迅速恢复, 国际航班执飞量为关键影响因素。从境外航班的恢复度来看, 10月我国的国际航线和港澳台航线的旅客运输量分别恢复至19年的106.5%、96.0%; 国际航班执飞量恢复至19年的80.6%, 较年初均有明显提升。据中国旅游研究院预测, 24年我国出境游人次预计将达到1.3亿人次, 大约恢复至19年的84%, 与国际航班的执飞量同步率较高。从目的地来看, 日韩以及泰国、新加坡、越南等东南亚国家接待的中国大陆游客同比均实现了翻倍增长, 出境市场的复苏基本呈现出游近及远的趋势。

图表 13.我国国际&港澳台航线旅客恢复度 (VS19 年)



资料来源: 航班管家, 中银证券

图表 14.我国民航国际客运航班量及恢复度 (VS19 年)



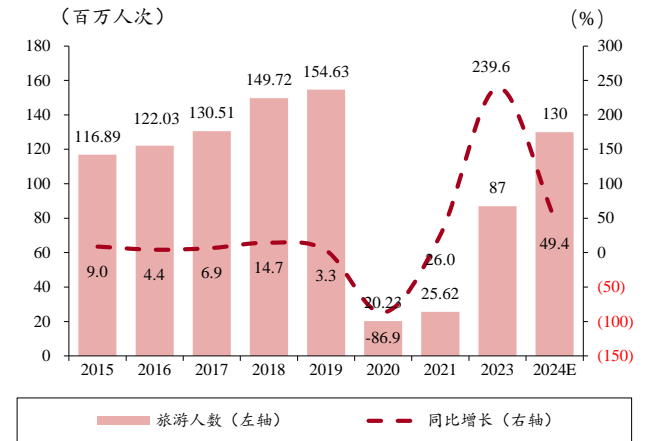
资料来源: 航班管家, 中银证券

图表 15.2024 年部分国家接待中国大陆游客状况

国家	1-9 月接待中国大陆游客 (万人次)	Yoy (%)
泰国	530	112
日本	525	228
韩国	360	179
越南	270	141
新加坡	271(1-10 月)	140
美国	140(1-10 月)	56
英国	64(全年预计)	178

资料来源: 各国旅游局, 知酷文旅, 中银证券

图表 16.我国出境游人数及增速



资料来源: 中国旅游研究院, 中银证券

个股复盘: 高基数下景区股业绩普遍回落, OTA 与旅行社维持高增

Q3 业绩: 1) 高基数下多数自然景区业绩承压, 人工景区业绩分化。多数自然景区 Q3 面临着较高的业绩基数, 且今年暑期雨水灾害等恶劣天气增加, 对景区经营造成扰动, 同时部分景区的所得税可由 2022 年的亏损抵免, 多重因素下, 景区个股的业绩同比下滑, Q3 仅西藏旅游归母净利润同比实现正增长。人工景区中, 云南旅游的归母净利润实现高增, 主要是一次性的营业外收入所致。

2) 受益于出境游的快速恢复, 旅行社业绩实现高增。受制于国际航班和签证等因素, 出境游业务自 23Q3 才开始逐步复苏, 23 年出境游业务基数较低, 24 年各旅行社的业绩普遍增速较高。

3) 跨境业务亮眼, 下沉旅游出圈, 带动 OTA 业绩增长。受益于下沉旅游市场热度提高, 以及旅游线上渠道持续升温, 且跨境游业务贡献业绩增量, 共同带动龙头 OTA 企业业绩增长。

图表 17.2024Q1-3 旅游板块业绩

证券代码	证券简称	营收 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		24Q1-3	yoy(%)	24Q3	yoy(%)	24Q1-3	yoy(%)	24Q3	yoy(%)
人工景区									
600138.SH	中青旅	70.48	4.65	26.97	5.51	1.53	-25.77	0.80	-19.29
600593.SH	大连圣亚	4.27	7.74	2.26	5.57	1.05	-4.49	0.93	2.32
600706.SH	曲江文旅	10.64	-5.04	2.94	-31.98	-1.81	-390.12	0.06	-87.47
002059.SZ	云南旅游	4.48	21.01	1.47	15.99	1.36	226.69	1.82	505.15
300144.SZ	宋城演艺	20.13	24.46	8.36	-4.69	10.08	28.04	4.57	-5.54
自然景区									
600054.SH	黄山旅游	14.12	-1.58	5.78	-3.25	2.85	-30.15	1.53	-26.35
002159.SZ	三特索道	5.53	-4.44	2.42	1.11	1.55	16.13	0.79	-4.61
300859.SZ	西域旅游	2.70	0.46	1.66	-4.29	1.15	-7.53	0.86	-8.56
600749.SH	西藏旅游	1.70	-3.22	0.78	-7.90	0.20	-18.30	0.23	4.92
600576.SH	祥源文旅	6.24	8.64	2.54	-14.37	1.10	-16.22	0.51	-32.50
603099.SH	长白山	5.95	19.55	3.40	3.19	1.48	-2.52	1.27	-9.04
000978.SZ	桂林旅游	3.42	-6.67	1.46	-14.41	0.12	-66.25	0.29	-19.81
603136.SH	天目湖	4.05	-14.77	1.41	-26.35	0.85	-28.84	0.33	-42.96
000888.SZ	峨眉山 A	8.06	-1.97	2.98	-9.87	2.44	-6.61	1.11	-3.70
000610.SZ	西安旅游	4.35	-18.35	1.83	-27.58	-0.87	-34.56	-0.23	-62.33
002033.SZ	丽江股份	6.36	-0.96	2.51	0.56	1.92	-9.22	0.80	-11.89
000430.SZ	张家界	3.10	-5.08	1.36	-7.76	-0.65	-53.36	-0.04	-199.07
603199.SH	九华旅游	5.69	1.31	1.74	-4.15	1.54	1.18	0.39	-2.85
旅行社									
000796.SZ	凯撒旅业	5.08	5.08	1.87	-26.83	-0.18	92.29	-0.01	98.90
002707.SZ	众信旅游	47.23	130.05	21.06	67.06	1.23	773.86	0.52	6.31
000524.SZ	岭南控股	32.70	30.41	13.44	8.25	1.35	133.96	0.95	240.43
OTA									
9961.HK	携程集团-S	405.50	18.62	158.73	15.52	149.10	72.95	67.65	46.59
0780.HK	同程旅行	132.19	47.82	49.91	51.29	16.24	30.50	7.93	55.47

资料来源: Wind, 中银证券

行业展望：法定节假日增加提振市场景气度，下沉化趋势显著，体验式消费火热

法定假期延长，有望提振旅游市场景气度。近期，国务院办公厅发布《关于2025年部分节假日安排的通知》，宣布：1)自2025年1月1日起，全体公民放假的假日增加2天，其中春节、劳动节各增加1天。疫情后假日经济一直呈现出“旺季更旺”的特征，23年法定假日的国内游客人次和旅游收入在全年中的占比分别为32.5%、27.4%，旅游需求在节假日释放较为集中，假日延长有望进一步提振居民的旅游需求，预计将更利于长途出行和拼假出游。

下沉化趋势显著，体验式消费火热。随着消费降级的趋势增强，旅游目的地下沉趋势明显，根据携程、同程等OTA平台的数据，主要节假日下沉市场的旅游、机酒订单增速明显超出大盘，县域旅游热度较高。此外，近年来黑马目的地频出，如23年的淄博、天水，24年的哈尔滨、阿勒泰、山西等地。地方旅游经济的发展，愈发依靠社媒平台的传播和裂变，部分地方文旅也逐步加大了在营销侧的投放力度。此外大热影视、游戏等IP催生了一些网红旅游目的地，演唱会、音乐节、体育赛事等业态也带动了部分地区的旅游热度。当前年轻人逐步成为游客的主要客群，愈发注重体验式消费，文体旅融合、具备内容和体验创新的目的地或将更加受到青睐。

出境游持续修复，入境游增量可期。出境游方面，伴随国际航班等交通运输条件改善、主要旅游目的地的资源价格回归常态等，供给得到补足，需求有望持续释放。入境游方面，随入境免签等政策不断宽松，入境旅游便利度得到良好提升，“China Travel”热度有望延续增长，入境游增长可期。入出境游当前仍具备修复及增长空间，预计将利好岭南控股、众信旅游等旅行社龙头企业以及OTA相关企业。

景区：聚焦供给扩容与分红力度，关注细分领域政策红利

1) 供给侧优化：交通改善、供给扩容

疫后旅游市场呈现出“旺季更旺、淡季更淡”的趋势。一方面，各景区积极“修炼内功”，通过翻修酒店、扩建索道、增设景区设备等方式提升承载力，延长游客的停留时间，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，如长白山、黄山旅游、天目湖等。另一方面，季节性较强的景区也开始发力淡季旅游，如长白山利用其优质冰雪资源，开发漂流、温泉、雪地摩托等项目，平衡淡旺季客源分布，2025年亚冬会有望再度提振冬季旅游热度。

图表 18.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

资料来源：长白山、天目湖、九华旅游、公司公告，中国黄山，央广网，中银证券

图表 19.近期景区交通改善状况梳理

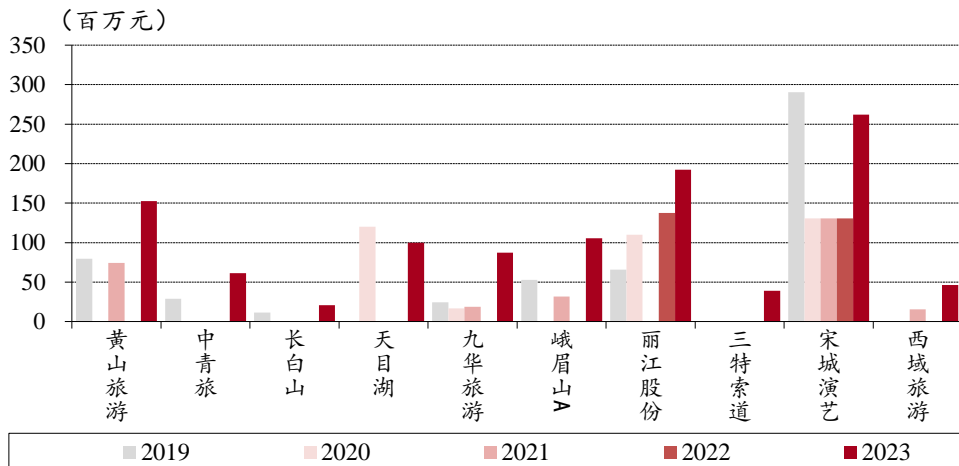
公司	交通改善
黄山旅游	2024 年 4 月 26 日，池黄高铁通车，成为串联皖南“两山一湖”（九华山、黄山、太平湖）核心景点的黄金旅游线路，线路起始地分别为武汉和杭州，也有助于打开华中客源市场 2023 年 12 月 27 日，昌景黄高铁全线贯通运营，联通黄山和南昌
九华旅游	2024 年 4 月 26 日，池黄高铁通车，成为串联皖南“两山一湖”（九华山、黄山、太平湖）核心景点的黄金旅游线路，线路起始地分别为武汉和杭州，也有助于打开华中客源市场
长白山	沈白高铁预计 2025 年底前竣工通车，届时沈阳至长白山最短运行时间将从近 4 小时压缩至 1.5 小时
天目湖	沪苏湖高铁预计于 2024 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。而景区公司，尤其是自然景区多为国资背景，现金流稳健、分红比例较高的公司有望受益。大多景区的营收来源于门票、客运、索道等，现金流相对充足，为后续提高分红比例奠定基础，未来有望进一步提升股息收益，提振整体估值。

图表 20.旅游公司近年分红情况



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

3) 冰雪旅游：万亿市场，潜力无穷

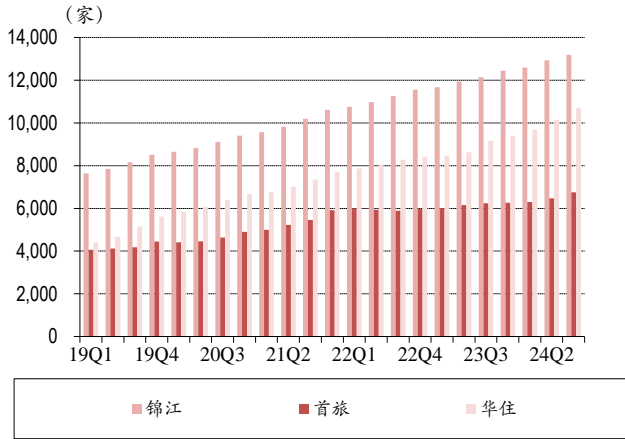
中国旅游研究院发布的《中国冰雪旅游发展报告（2024）》的数据显示，2022-2023年冰雪季全国冰雪游人次达3.12亿人次，旅游收入达3490亿元，连续两个冰雪季实现了超过3亿人次的市场规模，这也彰显出冰雪游市场存在较大的发展潜力。11月6日，国务院发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，意见中提出两大总体发展目标：1) 到2027年，冰雪运动场地设施更加完善，服务水平显著提升，冰雪运动更广泛开展，冰雪经济总规模达1.2万亿元。2) 到2030年，冰雪经济主要产业链条实现高水平协调融合发展，在扩大就业、促进高质量发展等方面的作用更加凸显，冰雪消费成为扩大内需重要增长点，建成一批冰雪运动和冰雪旅游高质量目的地，冰雪经济总规模达到1.5万亿元。且意见强调了要推动冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展。我们预计掌握优质冰雪资源的相关企业有望受益，包括长白山、大连圣亚、西域旅游等。

3 酒店：龙头保持扩张，高基数下较难实现同比增长

供给侧：龙头企业维持拓店，中高端化仍为行业共识

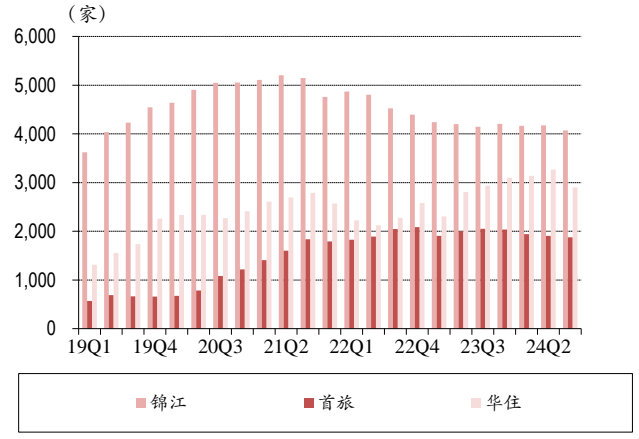
三大酒店集团门店保持扩张战略。截至 24Q3，锦江、首旅、华住的总门店数分别为 13186/6748/10707 家；24 年全年新开店目标为 1200/1200-1400/2200 家，Q3 新开门店 469/385/774 家，开店目标稳步推进；净增门店 248/273/557 家；签约但尚未开业的门店数分别为 4069/1876/2899 家，在地产租金下行背景下，投资酒店对于投资人来说仍具有一定性价比，当前三大酒店储备店数量较为充足。

图表 21.三大酒店集团门店数量仍处扩张阶段



资料来源：公司公告，中银证券

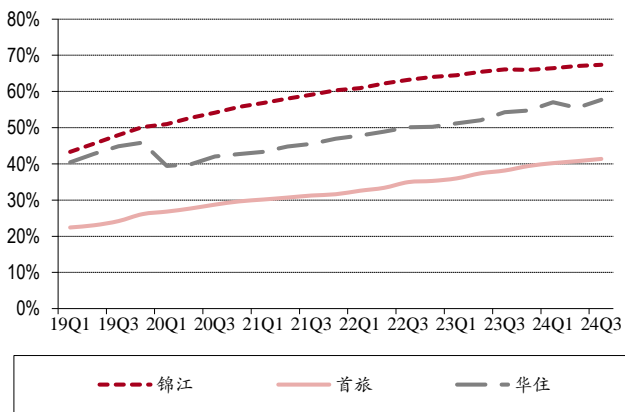
图表 22.三大酒店集团储备店数量保持平稳



资料来源：公司公告，中银证券

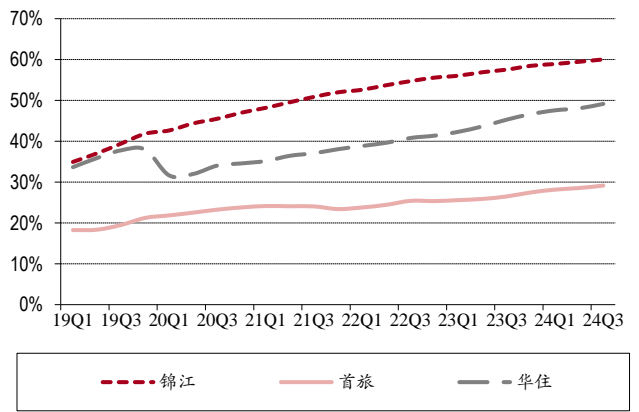
中高端化升级趋势延续，中端及以上酒店仍为签约主流。三大酒店集团均长期且持续推进中高端转型，截至 24Q3，锦江、首旅、华住的中高端酒店数占比分别为 60%、29%、49%，中高端客房数占比分别为 67%、41%、58%。受轻管理模式影响，首旅相较锦江和华住在中高端化进程上略慢。

图表 23. 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 24.三大酒店持续中高端化升级（按酒店数）

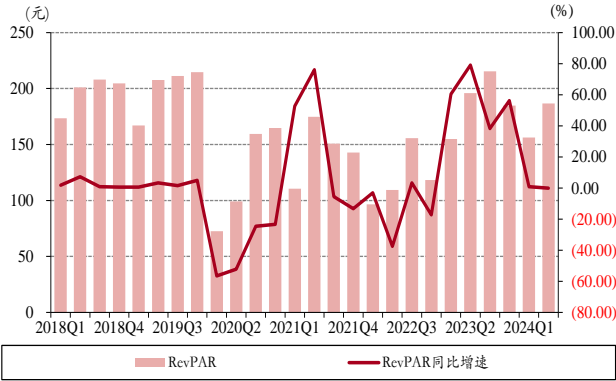


资料来源：公司公告，中银证券

需求侧：去年同期基数较高，24 商旅需求仍在复苏阶段

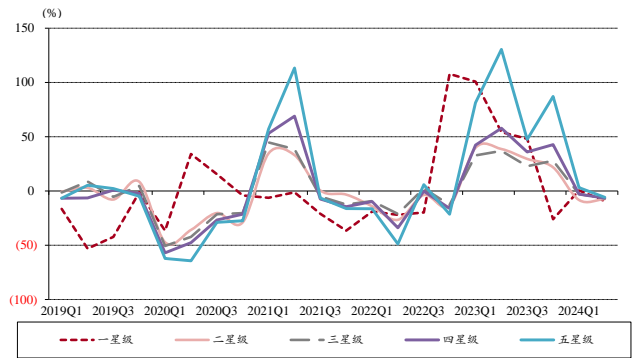
23 年复苏阶段已初步完成，或逐步迈入正常发展周期。据文旅部最新一期数据，2024Q2 全国星级酒店经营状况同比略有回落，ADR、OCC、RevPAR 同比-0.21%/-4.56%/-4.75%，分别是 19 年水平的 91.80%/87.91%/89.85%，二季度数据仍存在未修复缺口。据三大酒店集团 24Q3 数据，锦江、首旅、华住混合店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 103.33%、97.14%、119.07%，同店分别恢复至 2019 年同期的 111.92%、100.58%、122.27%。24 年 Q2-4 季度数据表现来看，酒店市场受到去年同期出行需求集中释放、去年出境游恢复一般，部分出境游需求转向国内游、去年供给未及时匹配需求等原因造就的高基数因素影响，保持同比增长有所难度，长期来看行业将迎来正常增长发展区间。

图表 25.全国星级酒店 RevPAR 变动



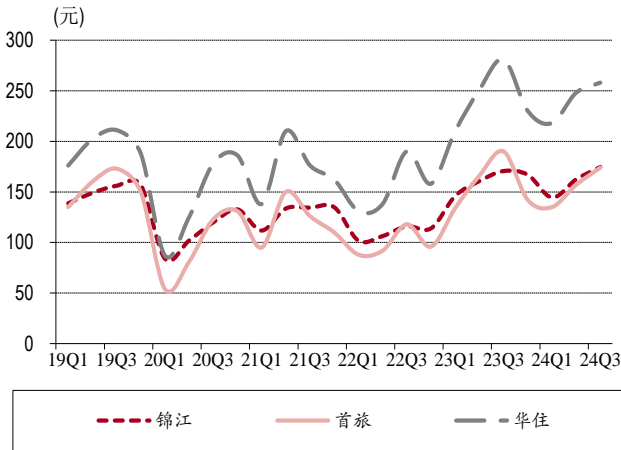
资料来源：文旅部，中银证券

图表 26.全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动



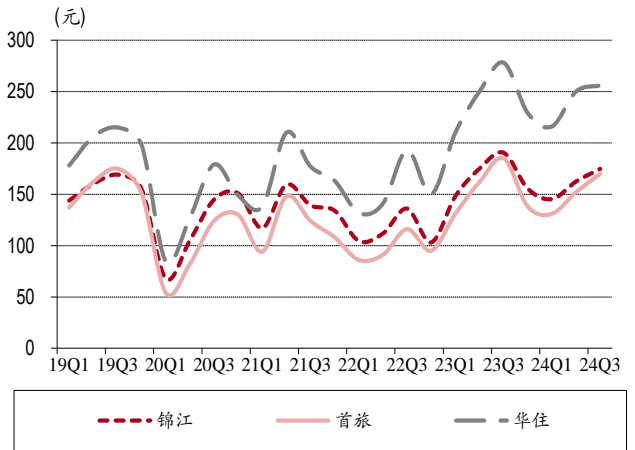
资料来源：文旅部，中银证券（注：纳入统计的一星级酒店样本数量过低）

图表 27.三大酒店集团同店 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 28.三大酒店集团混合店 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

上市公司整体经营较为稳定，期待后续利润释放。首旅酒店 24Q1-3 实现营收 58.89 亿元，yoy+0.37%，实现归母净利润 7.23 亿元，yoy+5.63%；锦江酒店 24Q1-3 实现营收 107.90 亿元，yoy-2.55%；实现归母净利润 11.06 亿元，yoy+12.13%；君亭酒店 24Q1-3 实现营收 5.03 亿元，yoy+31.84%；实现归母净利润 0.18 亿元，yoy-23.59%。

建议关注：

首旅酒店：关注公司新开店质量提升带来的业绩增长。24Q3 首旅如家新开店数量为 385 家，其中标准品牌店 232 家，占比 60.3%，同比+18.4pct；公司 Q3 净开店 273 家，体现了公司对于标准品牌店以及开店质量的重视度逐步提升，新开店质量提升有望帮助公司减少关店数、提高经营质量。此外，新开店中经济型酒店 90 家，同比+91.5%；中高端 142 家，同比+51.1%，截至 Q3 中高端酒店的房量占比继续提升至 41.4%，中高端战略也在稳步推进。

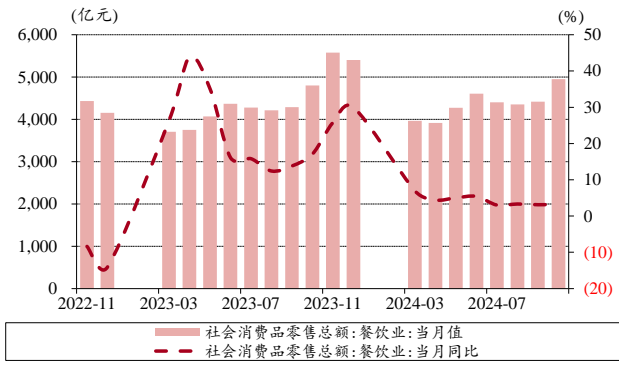
锦江酒店：24 拓店计划完成度较好，期待人事组织改革助力经营。公司 24 年三季度新开酒店 469 家，前三季度共开业 1149 家，数量上较 23 年年报提及的 1200 家全年开业目标已基本完成。当前公司利润仍受境外借款利息等因素掣肘，无法充足释放，期待后续海外经营改善与组织市场化改革带来更多增长潜力。

君亭酒店：全国持续布局，关注新店爬坡情况。君亭深耕中高端精选酒店领域，24Q3 公司再度新签约项目 13 家，其中君亭品牌 2 家，君澜品牌 6 家，景澜品牌 5 家，共计新增客房数近 3000 间，此外公司也开始进入山西和黑龙江等市场，也顺应公司开拓华北的战略。截至 Q3，公司中高端以上项目总数已超 420 家，客房总数超过 87000 间，覆盖商旅+度假两大板块。分地区看，表现存在分化：上海多酒店受益于周中商务需求增长良好；江浙等部分二三线城市地区市场需求稳步增长，但受市场影响，总体爬坡速度较缓，新店后续成长值得进一步关注。

4 餐饮：常态化增长下，竞争与下沉趋势逐步显现

餐饮市场增速趋缓后回归常态。24Q1、Q2、Q3 社零餐饮收入分别为 1.34 万亿元、1.28 万亿元、1.32 万亿元，对应 yoy+10.78%/+4.96%/+3.10%；限额以上餐饮收入分别为 3551 亿元、3641 亿元、3845 亿元，对应 yoy+15.86%/+15.06%/+10.75%。在经历了 23 年市场快速回暖后，24 年餐饮市场增幅放缓，步入常态化增长阶段。

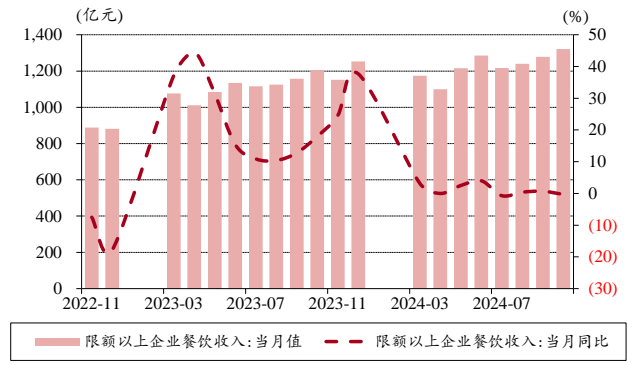
图表 29. 24 年社零餐饮收入整体增长情况



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

图表 30. 限额以上餐饮收入同比恢复情况

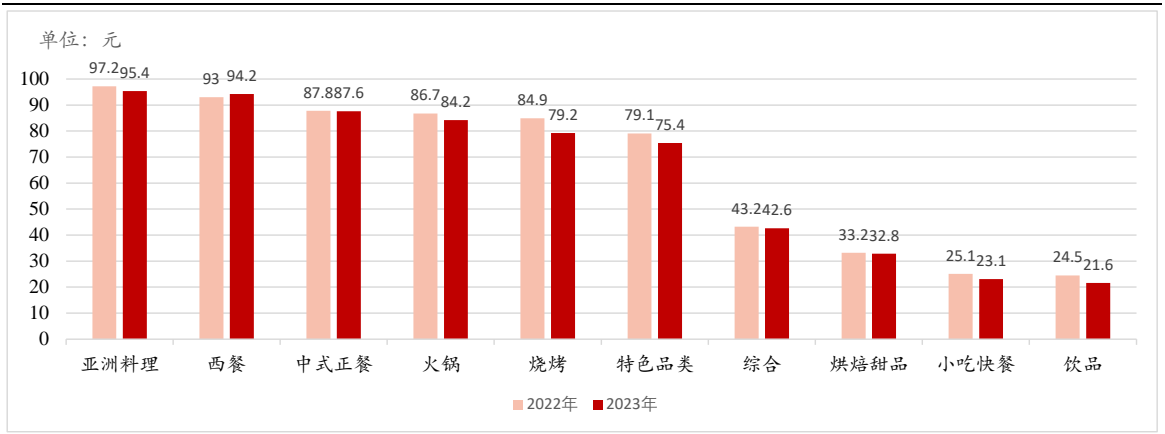


资料来源：国家统计局，中银证券

注：23、24 年 1-2 月数据为两月累计数值 未计入图表

市场增幅放缓背景下，市场竞争+下沉为行业当前应对方法。自 23 年开始，餐饮市场多品类、多品牌人均消费已开始呈现下行趋势，消费者的消费行为表现得更趋于理性和注重性价比。并且据虎嗅智库，24H1 县域市场餐饮消费额和订单量同比增长 21.4% 和 26.6%，低线城市需求表现仍较好。伴随消费者对于更低价格、以及下沉市场需求增长的诉求，部分餐饮企业也顺应市场，逐步在市场竞争中通过调价、布局下沉市场、侧重加盟模式并放低加盟要求等方式尝试在新竞争环境下获得优势。

图表 31. 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

图表 32. 部分餐企在新环境下竞争策略

企业	相关内容
呷哺呷哺	24年5月做出菜单调整，平均客单价不超过60元，餐单价普遍下调10%以上。
乡村基	4款原价16元的产品实行降价，降价幅度为3.01元—4.01元不等，并称让“价格回到2008年”。
海底捞	24H1客单价降至97.4元，同比下降5.3%。24年也在推行加盟特许经营模式。此外，海底捞推出全新性价比子品牌“嗨捞火锅”。
必胜客	24H1，必胜客在全国多地开业多家新模式餐厅（WOW店、Pizzeria），探索平价下沉。
九毛九	逐步开放旗下太二酸菜鱼和山的山外面酸汤火锅的加盟与合作业务。此外，24H1太二和怂火锅等品牌客单价较23年底有所下滑。
肯德基	针对低线城市，肯德基持续推进推出小镇mini门店模式，通过简化菜单和优化设备，使每个店铺的资本支出低至50万元。
奈雪的茶	放低加盟门槛，门店面积上不再坚持“大店”策略。23H2起，已有“9.9元”级产品推出。
海伦司	23年6月开始推出“嗨啤合伙人”，放宽加盟门槛。
美团	加速推广主打提供低价外卖的“拼好饭”。

资料来源：红餐网、连线 Insight、界面新闻、CEO 品牌观察、澎湃新闻、证券日报、财经网、FBIF 食品饮料创新、葡萄酒杂志、中银证券整理

成本短期难以降低，利润或有所承压或分化。在消费者需求更加注重性价比背景下，餐企积极探索新增长之道，部分企业通过降低客单等方式以换取更高客流。但另一方面，据中国饭店协会《2023 年中国餐饮年度报告》，房租、人力、食材这三项支出基本占到了商家总成本的 70-75%，利润空间较为固定，短期内在不影响餐饮服务品质的背景下降本控费有一定难度。因此，在追求性价比的市场背景下，各家餐企的战略导致其各自利润创造能力有所承压或分化。

图表 33. 部分餐企毛利、净利率表现

		毛利率%		净利率%	
		2023H1	2024H1	2023H1	2024H1
九毛九	9922.HK	63.80	64.19	8.28	2.22
百胜中国	9987.HK	70.85	69.62	9.55	9.60
海底捞	6862.HK	59.31	60.97	11.96	9.46
呷哺呷哺	0520.HK	62.58	65.44	0.07	(11.43)
同庆楼	605108.SH	24.73	21.56	13.46	6.37
全聚德	002186.SZ	18.97	18.79	3.99	4.38

资料来源：iFind，中银证券

建议关注：

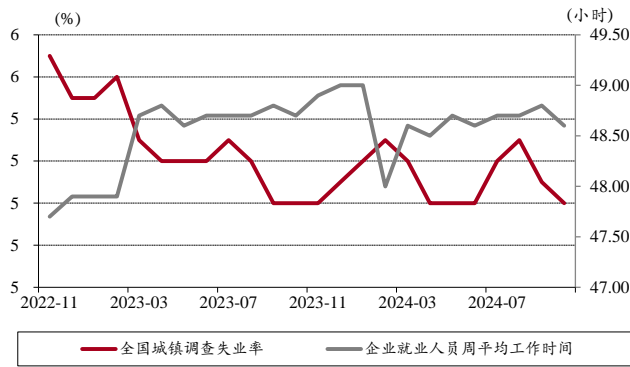
同庆楼:23 同期基数高，新开门店掣肘短期利润表现。公司 2024Q1-3 实现营业收入 18.65 亿元，yoy+10.81%；归母净利润 0.83 亿元，yoy-58.92%；扣非归母净利 0.76 亿元，yoy-52.51%；可比门店收入较 2023 年下降 13.42%，持平 19 年水平。其中单三季度实现营业收入 5.94 亿元，yoy-1.23%；归母净利润 244.86 万元，yoy-95.74%；扣非归母净利 14.70 万元，yoy-99.73%。收入方面，受公司去年同期宴会酒席需求集中释放造成的高基数影响，未实现明显增长。利润方面，公司当前处于扩张周期，受新开门店一次性投入影响、资产折旧摊销、新门店爬坡期、营销和数字化费用投入增长、去年获得部分补偿款等因素影响，同比下滑明显。扩店方面则稳步推进，24 前三季度新开业门店新增营业收入 3.57 亿元，截至 Q3 新开店面积达 22 万平方米。展望后市，24Q4 仍有高基数和开店费用等因素影响，实现高增长较为困难，但随多家酒楼酒店逐步进入成熟期，公司经营规模及业绩有望得到较大提升。

5人服：数据端表现稳定，就业市场压力仍存

24年M1-10失业数据表现稳定。据国家统计局数据，24年1-10月全国城镇调查失业率区间为5.0%-5.3%，均值为5.13%，较23年同期5.25%有所下降。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。

就业压力仍存，但Q4有望延续环比改善。据中国就业研究所2024年第三季度中国就业季度分析会，2024Q3 CIER指数同比下降，但环比有所提升，分行业来看，专业服务、咨询、中介服务等行业就业景气度较高。展望Q4，CIER指数有望延续环比改善态势。

图表 34. 失业率及周均工作时长数据



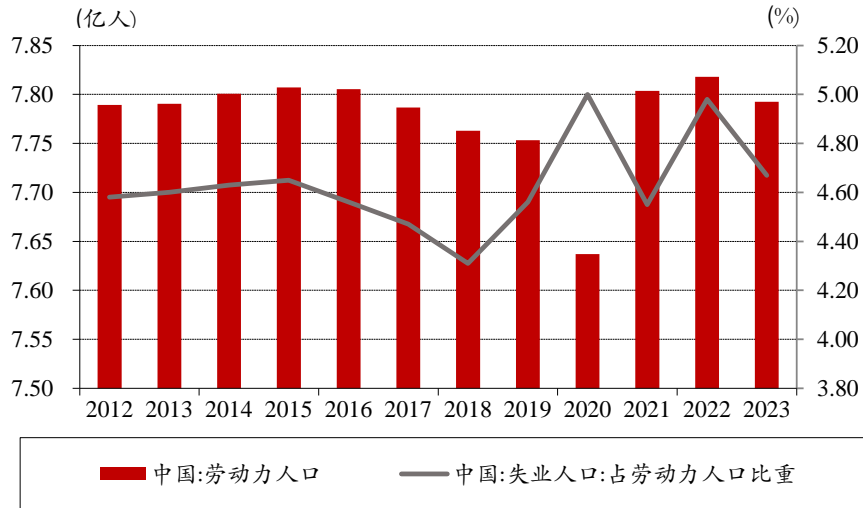
资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

图表 35. 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

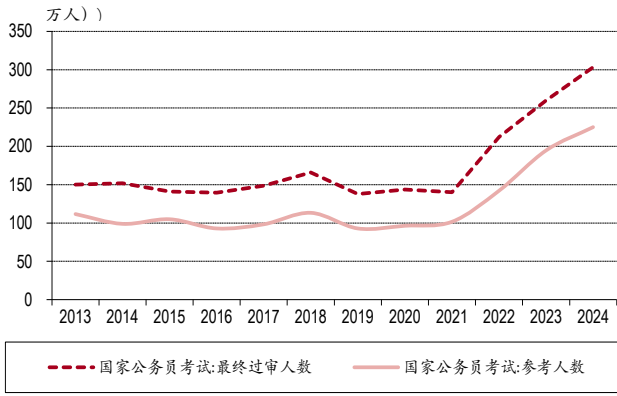
图表 36. 我国劳动力人口情况



资料来源：国家统计局，iFind，中银证券

求职者：考公人数持续增长，求稳心态延续。据中公教育网数据，自2022年开始，国家公务员考试人数快速增长，2022-2024年过审人数同比增幅分别为+51.3%/+22.4%/+16.8%。此外，据智联招聘《2024大学生就业力调研报告》，高校生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，也反映了当前毕业生就业市场求稳心态仍占据重要位置。

图表 37. 公务员考试人数快速增长



资料来源: 中公教育网, iFind, 中银证券

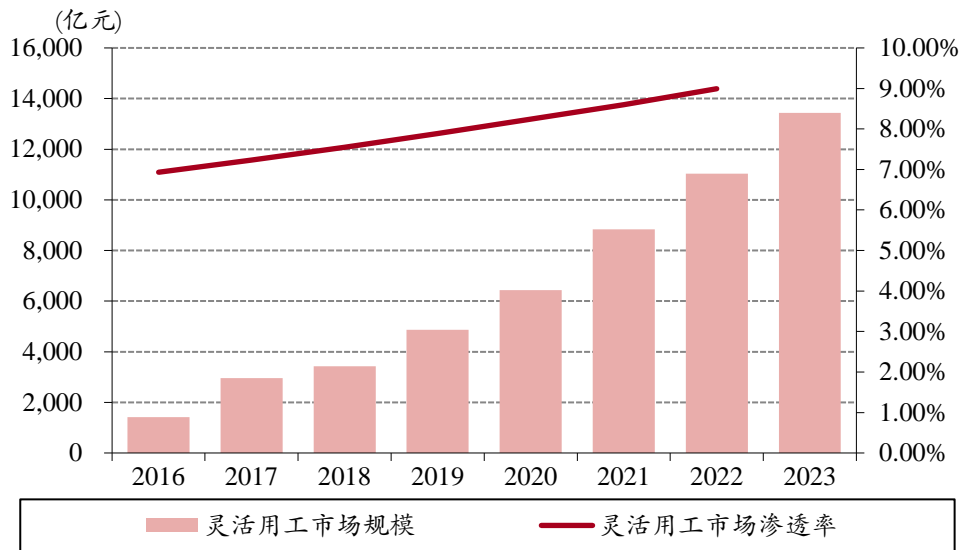
图表 38. 毕业生求稳心态增重



资料来源: 智联招聘

招聘方: 增长计划放缓、降本增效受关注, 短期内使用灵活用工或业务外包过渡。据证券时报, 在上市公司半年报及年报中提及“降本增效”这一关键词的上市公司呈上升态势, 2023 年提及的公司数量超过 3000 家, 再创新高。2024 半年报中也有超过 2100 家提及, 也同样是历史同期最高。在短期降本增效战略的驱动下, 部分公司也开始尝试控制人力成本开支, 通过引入灵活用工、外包等雇员模式以满足现有业务的人员需求, 相应的也带动了灵活用工等需求增长。

图表 39. 我国灵活用工市场稳步增长



资料来源: 君润人力, 中银证券

建议关注:

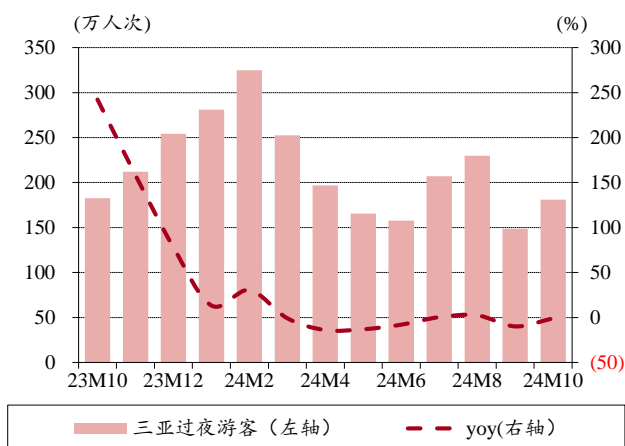
科锐国际: 公司作为顺周期行业, 且业务弹性与韧性兼具, 多类业务有望在市场招聘需求复苏趋势逐步验证后迎来良好增长, 且灵活用工业务也具备逆势增长能力。据公司 2024 三季报, 24Q1-3 共实现营业收入 85.16 亿元, 同比增长 18.77%; 归母净利润 1.35 亿元, 同比减少 10.96%; 扣非归母净利润 1.12 亿元, 同比减少 2.77%; 调整后 (剔除股权激励影响) 后的扣非归母净利润 1.22 亿元, 同比增长 6.21%。此外, 三季度猎头收入实现同比增长 2.33%, 开始呈现边际回暖态势。展望后市, 公司灵活用工业务可以支撑收入良好增长, 且猎头、RPO 等招聘业务有望伴随就业招聘市场复苏而回归增长, 并助推公司毛利、净利率水平提升。

6 免税：需求短期承压，关注自贸港与市内新政机遇

离岛免税：海南客流增速放缓，离岛免税销售持续承压

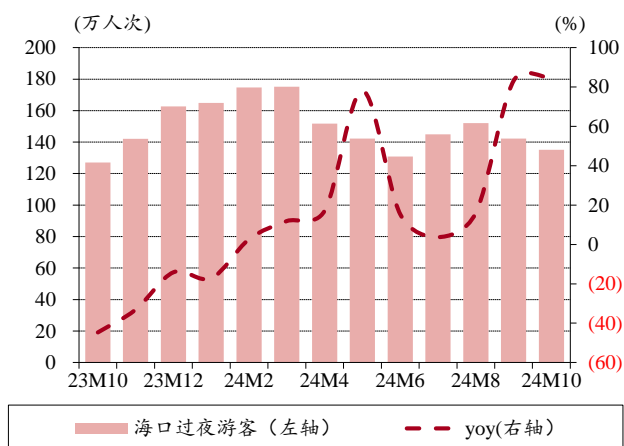
海南旅客客流增速放缓。 24 年 1-10 月海南全省共接待过夜游客 5415.8 万人次，同比+7.0%；其中三亚市、海口市的过夜游客人次同比分别+1.9%、+4.8%。从重点机场来看，海口美兰机场 24 年 1-10 月旅客吞吐量 2260.0 万人次，同比+13.0%；三亚凤凰机场 24 年 1-10 月旅客吞吐量 2036.3 万人次，同比-5.0%。无论是机场还是市域，三亚游客人数增速都弱于海南整体的水平。一方面，东南亚等海岛旅游目的地签证难度降低，且机酒价格存在优势，对海南客流形成分流；另一方面，9 月超强台风也对通航造成较大影响。

图表 40. 三亚市过夜游客人次



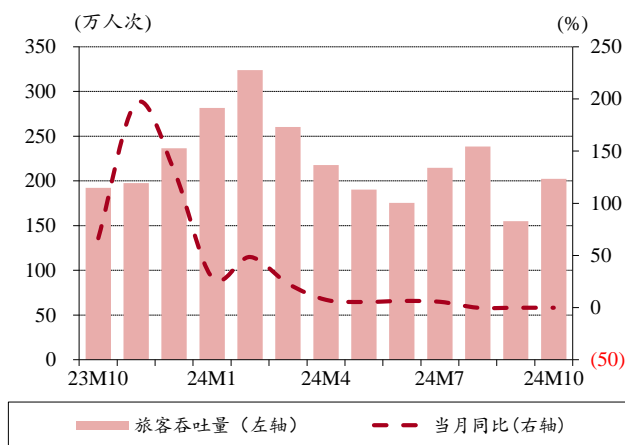
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 41. 海口市过夜游客人次



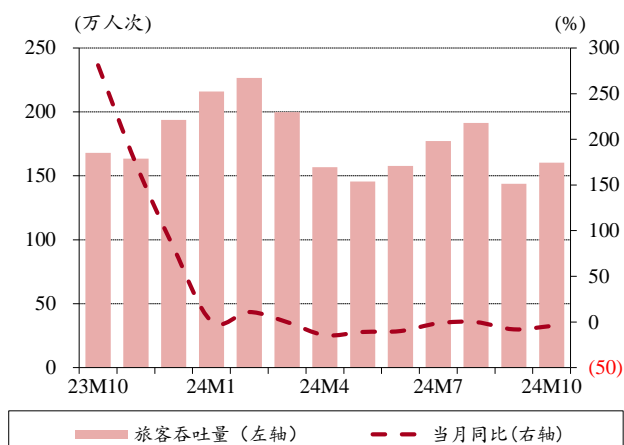
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 42. 美兰机场旅客吞吐量



资料来源：美兰机场官网，中银证券

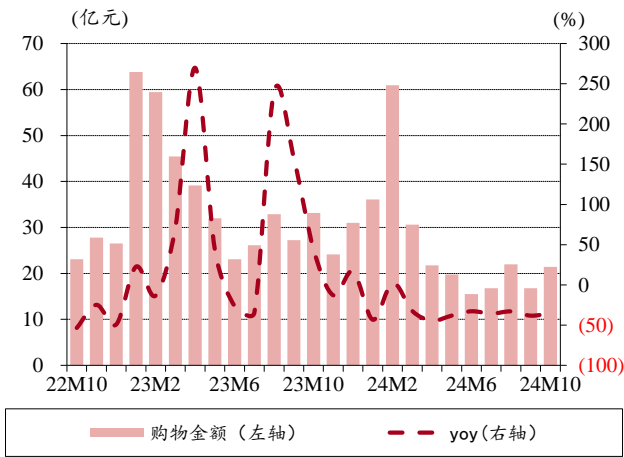
图表 43. 凤凰机场旅客吞吐量



资料来源：三亚市旅游局，海南机场公司公告，中银证券

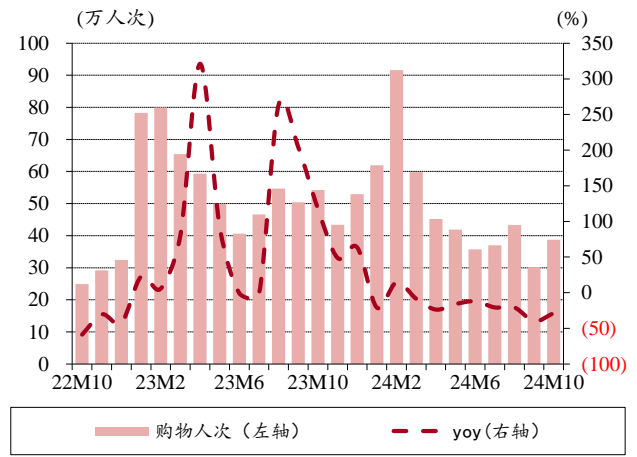
内需不足叠加海外分流，离岛免税销售承压。 受海南客流增速放缓、整体消费力承压、日元阶段性贬值奢侈品价格相对下滑等因素影响，海南离岛免税销售额持续下滑。据海口海关数据，24 年 1-10 月离岛免税销售额为 261.5 亿元，yoy-31.6%；购物人次为 485.4 万人次，同比-16.2%；客单价为 5387.3 元，同比-18.4%。

图表 44.海南离岛免税销售额



资料来源：美兰机场官网，中银证券

图表 45.海南离岛免税客单价



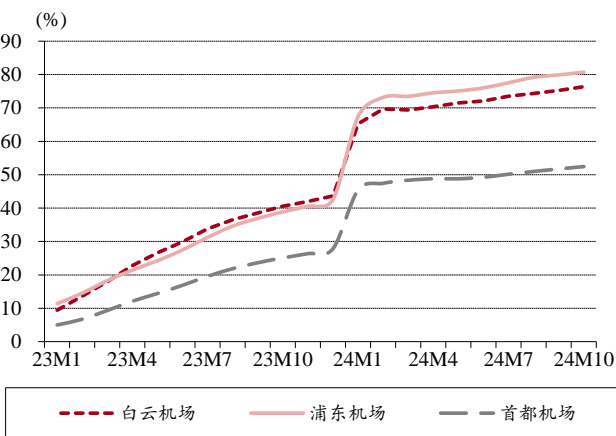
资料来源：三亚市旅游局，海南机场公司公告，中银证券

海南封关进入倒计时，关注自贸港新机遇。根据国务院发布的《海南自由贸易港建设总体方案》要求，2025年将适时全面开展全岛封关运作。近日，外交部已就“相约海南自贸港”主题开启了全球推介活动。从供给层面来看，未来海南封关以后，将落实零关税安排、设置较低销售税率，整体营商环境有望优化，有望吸引更多高端品牌落户海南，助力提升海南自贸港免税零售的整体经营水平。从需求层面来看，海南当前面临着游客人数增速放缓，整体购买力不足的问题。2024年前十月海南接待的游客人数约为7760万人次，其中入境游客仅占1%左右，旅游业是海南自贸港建设的主导产业之一，旅游业的高质量发展有望推动更多的游客前往海南，进而促进更多游客的消费从海外旅游消费目的地回流至国内。

口岸免税：受益于跨境客流修复和同期低基数，机场免税销售加速回暖

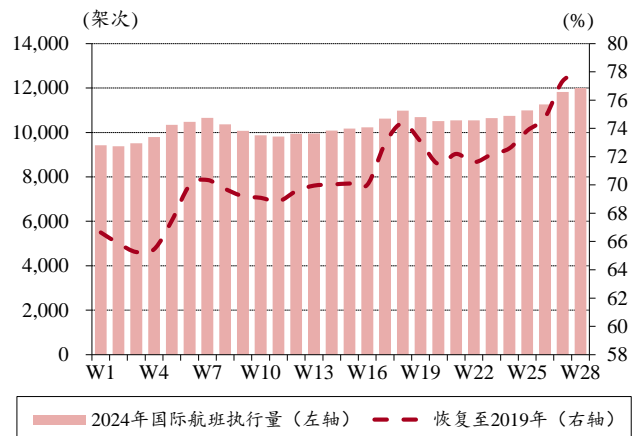
境外航班客流量持续修复，机场免税销售加速回暖。从重点机场来看，自年初至10月末，广州白云机场、上海浦东机场、北京首都机场的境外航线旅客累计吞吐量分别已恢复至19年同期的76.39%/80.73%/52.41%。据航班管家数据，全国国际航班2024年11月18日-11月24日周度执飞量为11722架，恢复至19年同期的76.54%，较年初60%+的恢复度实现了较大提升。同时，免签国家的持续扩容和过境政策的不断优化也带动了口岸免税门店的销售增长。据中国中免公告，前三季度北京机场（含首都国际机场、大兴国际机场）免税门店收入同比增长超过140%，上海机场（含浦东国际机场、虹桥国际机场）免税门店收入同比增长近60%。

图表 46.三大机场境外航班旅客吞吐量恢复度(VS19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 47.全国机场国际航班执飞总量



资料来源：航班管家，中银证券

市内免税：新政靴子落地，期待市场扩容

新政靴子落地，市场扩容可期。近期财政部等部门印发了《关于完善市内免税店政策的通知》，宣布自2024年10月1日起，现有6家市内免税门店实行新政，现有13家外汇商品免税店转型升级为市内免税店，并将在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州8个城市各新设1家门店。

1) 市场增量：相比此前的市内免税政策，新政适用的购物对象拓宽至国人，且无额度限制，并将在相较口岸店租金更低的物业下经营，各免税商有望积极参与经营。短期内，市内渠道作为全新的销售场景，消费者习惯需要经历一定的培育期；中长期来看有望进一步截流海外消费。

2) 竞争格局：新政规定，现有的归国补购门店和离境市内门店均将实行新政，目前已开业门店基本均由中国中免以及参股子公司经营，尤其是北京、上海两大重点城市不会新设门店，中免在市内渠道具有先发优势。此外，新政规定将在8个城市新设门店，且由地方政府牵头招投标，由全国范围内具有免税品经营资质的运营商平等竞标，将利好拥有经营资质的各经营主体。

图表 48. 新政前我国市内免税店状况

类型	适用对象	免税额度	提货方式	经营主体	城市布局
归国补购市内免税店	180天内有入境记录的16周岁以上公民	5000元/人	回国后凭机票和护照现场提货	港中旅（中免为母公司） 中出服（中免持有49%股权）	北京、上海、青岛、大连、 南京、重庆、合肥、南昌、 昆明、杭州、郑州、哈尔滨、 共13家
离境市内免税店	外国离境游客	无额度限制	出境前购物离境口岸提货（机场/港口）	中国中免	北京、上海、青岛、大连、 厦门、三亚，共6家

资料来源：财政部，商务部，文化和旅游部，海关总署，税务总局，中银证券

图表 49. 市内免税新政细则

要点	细则
适用人群	持出入境有效证件即将于60日（含）内搭乘航空运输工具或国际邮轮出境的旅客（包括但不限于中国籍旅客）。
免税额度	无免税额度，若离境后重新带回境内，按照进境物品管理，按规定征税。
商品品类	主要销售食品、服装服饰、箱包、鞋帽、母婴用品、首饰和工艺品、电子产品、香化产品、酒等便于携带的消费品，鼓励销售国货“潮品”，将具有自主品牌、有助于传播中华优秀传统文化的特色产品纳入经营范围。
提货方式	市内提前购买，口岸离境提货并一次性携带出境。
提货点费用	口岸业主动向经营主体收取的免税商品提货点费用标准不得高于同一口岸出境免税店费用标准。
试点城市	除原有门店转换以外，在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州8个城市各新设1家门店。
经营主体	经国务院批准在全国范围内具有免税品经营资质的企业，可平等竞争市内免税店经营权。经营主体必须由经竞争确定并具有免税品经营资质的企业绝对控股（持股比例大于50%）

资料来源：财政部，商务部，文化和旅游部，海关总署，税务总局，中银证券

免税行业主要的消费主力仍为中产消费人群。展望2025年，一方面行业的改善仍取决于居民整体的消费力，建议关注在系列积极财政政策和促消费政策的支持引导下，居民消费信心和消费意愿的修复；另一方面，在行业需求承压的情况下，建议关注龙头企业在供给端的优势是否能持续巩固加深，包括渠道品牌建设、供应链建设、运营能力等。

建议关注：

中国中免：公司今年以来持续优化商品结构和营销策略，前三季度主营毛利率为32.57%，同比提升1.09pct。从各渠道来看，前三季度海南离岛免税销售承压，目前仍处于修复阶段，且构成公司的业绩大盘，造成公司短期业绩低迷。口岸免税受益于出入境游客的增长以及机场租金的减免，在低基数下营收增速较为亮眼。市内免税新政颁布后，公司是最直接的受益者，建议关注现存门店的转型和新门店的竞标进展。

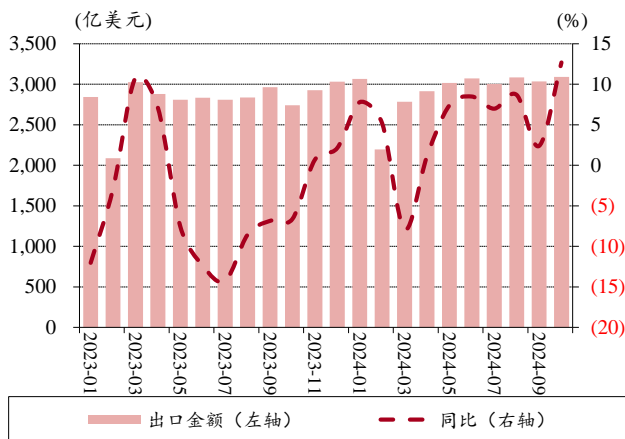
王府井：从前季度的经营状况来看，传统零售市场表现不佳，奥莱业态延续经营韧性，是公司有税业态中营收唯一实现正增长的业务。离岛免税业务由于同期基数较低，不具有参考性，仍依赖于海南整体免税市场的修复。公司具有免税品经营资质，且在全国范围内有较多优质物业，可作为后期转换为市内免税店的经营场所。新政颁布后，建议关注公司的后续布局。

此外建议关注格力地产、海汽集团、海南发展的免税资产注入进展。

7 会展：企业出海驱动外展高增，内展集中度提升强化龙头效应

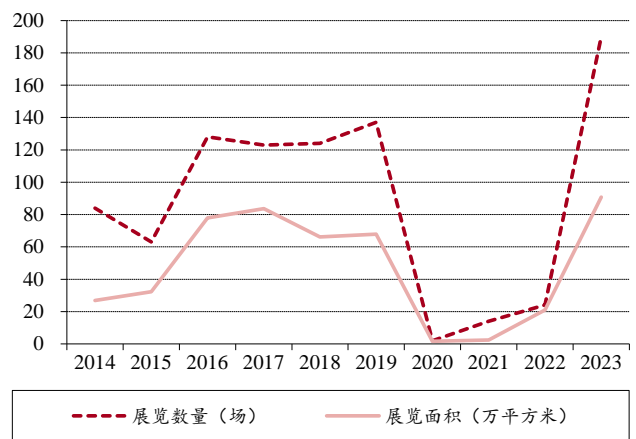
国内出口总值同比回升，跨境电商及出海景气驱动外展。2023 年我国共主办境外展 190 个，展览总面积为 90.72 万平方米，均已经超过 2019 年的水平，办展机构数量也有了显著回升。据海关总署数据，2024 年前三季度，我国跨境电商进出口 1.88 万亿元，同比增长 11.5%，高于同期我国外贸整体增速 6.2pct。其中出口 1.48 万亿元，同比增长 15.2%，占我国同期总出口的 7.95%，跨境电商已成为我国外贸增长的新动能。自年初以来，除 3 月以外，其他月份我国出口总值同比均实现正增长。企业出海需求高涨，有望推动境外办展参展。

图表 50. 国内出口总值同比好转



资料来源：海关总署，中银证券

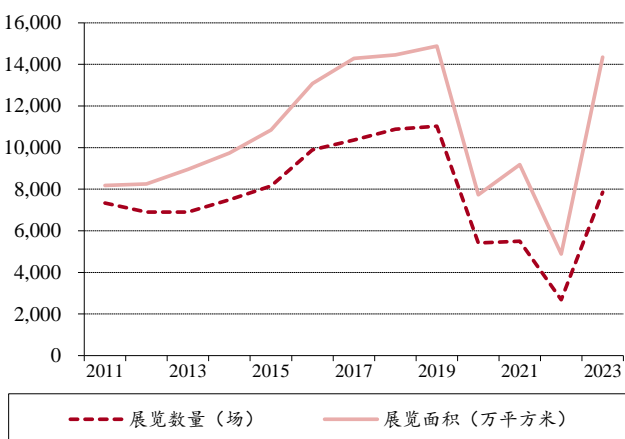
图表 51. 境外会展办展已超出疫前水平



资料来源：中国会展经济研究会，中银证券

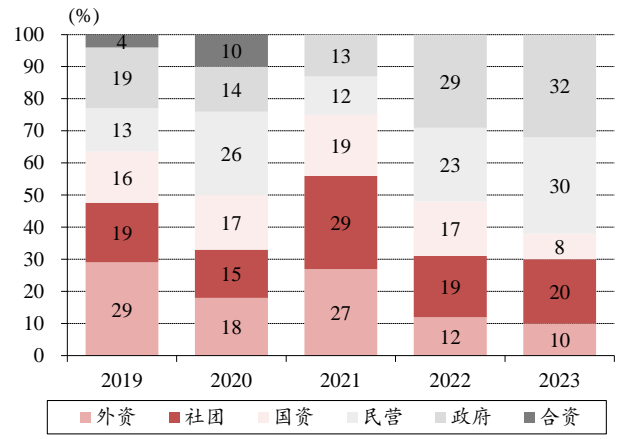
境内展览行业持续复苏，疫后集中度逐步提升。2023 年全国线下展览总数为 7852 个，展览总面积为 14345 万平方米，分别恢复至 2019 年的 71% 和 96%，平均单展面积规模较疫前出现明显增长。疫情之前，我国的会展行业由外资企业和政府机构主导，疫后民企占比迅速提升，有赶超外企之势；按面积来看 2023 年展览规模前 100 名的主办机构中，政府机构占比仍然最高。从各企业市占率来看，无论是数量还是面积均有所提升，行业集中度呈增长趋势，行业资源逐步向头部机构集中。

图表 52. 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 53. 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

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。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。

2025 年投资策略

旅游：景气度延续，跨境游贡献增量。1) **景区：**出行市场景气度较高，后续可关注供给侧存在项目扩容和外部交通改善，以及存在提高分红潜力的企业，同时建议关注冰雪旅游政策利好带来的机遇。**建议关注长白山、黄山旅游、西域旅游、宋城演艺等。**2) **跨境游：**截至 10 月国际航班已恢复至近 8 成，我们预计出境游恢复节奏与航班基本一致；入境游市场受益于免签政策红利以及来华旅游便利程度的提升，实现渐进式复苏，未来有望加速修复。**建议关注岭南控股、众信旅游。**

酒店：龙头扩张延续，商旅出行需求仍在复苏阶段。1) **供给侧：**三大酒店集团依旧保持门店扩展战略，全年门店开业完成度较好。在地产价格下行背景下，相较于投资传统地产或商业，投资酒店对于部分投资人来说仍具有一定性价比。此外，中高端化升级趋势依旧延续。2) **需求侧：**当前商旅出行需求仍处复苏阶段，但受去年同期高基数因素影响，较难实现同比高增，长期来看行业或将转入正常增长区间。**建议关注锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店。**

餐饮：强化竞争能力与下沉战略或成为餐企考量之重。24Q1-3 餐饮社零保持稳定恢复和同比增长态势，但增幅环比趋缓，行业走出快速回暖阶段。在增幅放缓之下，部分餐企也在尝试顺应市场，通过价格调整与优惠、下沉、放宽加盟等方式尝试在新环境下获得优势。**建议关注同庆楼。**

人服：数据稳定，但压力存在。24 年 1-10 月全国城镇调查失业率区间为 5.0%-5.3%，数据端保持稳定，伴随稳就业政策持续发力，就业形势或同比有所缓和。但 24Q3 的 CIER 指数仍同比略有下降，且就业市场求稳心态延续。对于招聘企业来说，降本增效仍受关注。作为顺周期行业，人力资源服务行业仍有弹性复苏空间。**建议关注科锐国际。**

免税：需求短期承压，关注自贸港与市内新政机遇。离岛免税销售短期内仍承压，口岸免税随国际客流的回升加速修复。展望后市，一方面建议关注海南封关给海南市场带来的新机遇；另一方面，建议关注市内免税新政颁布后存量门店的转换和新设带来的增量。**建议关注中国中免、王府井。**

会展：企业出海驱动外展高增，内展集中度提升强化龙头效应。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转载或转发的，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