

社服板块2025年度策略

从人口结构、消费变迁、政策导引中挖潜行业投资机会

行业研究 · 行业专题

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

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

2025年投资策略：从人口结构、消费变迁、政策导引挖潜行业投资机会



- **出行消费回顾及展望：**1) “量增价减”，性价比消费风起：机票、酒店、景区等典型出行赛道在2025年均呈现客流增长、但客单价走低趋势，消费龙头也主动调整以适应消费者性价比偏好；2) 线上流量结构化增长：线上渗透率提升+用户习惯培养，线上流量增速高于整体增长；3) 下沉城市增长动能强劲：VS高线城市，低线城市社零增速更高，系当前消费中更具增长韧性和潜力的方向。2025年出行消费趋势展望，1962-1973年婴儿潮正迎来陆续退休，银发群体空闲时间多且消费能力更强，银发经济有望带动目的地与相关出行服务中介经营改善，此外也可关注冰雪经济、首发经济等政策牵引带动的消费机遇。
- **行情回顾：**2024年1-11月板块大幅跑输沪深300指数18.6pct，其中景区、本地生活平台&OTA，餐饮龙头涨幅居前。自然景区个股领涨系冰雪经济催化+板块防御性推动；本地生活服务龙头/OTA领涨，系线上平台流量优势&议价能力、竞争相对改善及管理效能提升；连锁赛道经营效能领先的龙头如亚朵、华住、百胜中国个股也走出差异化超额收益，其他公司则直接受消费力扰动与行业竞争影响，业绩与股价均较为承压，仅阶段政策预期等带动行情。2024Q3，国信社服板块基金重仓持股比为0.44%，环比Q2提升0.06pct，相较于市值占比0.61%处于低配状态。
- **子行业分析与展望：需求趋势与供给格局带来分化，关注企业模式迭代与效率升级。**OTA：休闲旅游总需求增长+产业链话语权提升+效能提升助力龙头业绩验证优异，国内旅游景气与线上渗透提升有望继续演绎，同时关注免签入境、出海新增量；景区：名山大川客流仍有望平稳增长，关注新项目进展与国企改革效果，兼顾题材催化；演艺：宋城演艺：线下演出行业整体景气增长，旅游演艺龙头宋城演艺聚焦主业发展，关注消费力改善与不同客源渠道复苏表现；连锁餐饮/美团：性价比风起，核心看供应链赋能、管理效能跃升，短期重点关注商务宴请复苏弹性；美团受益于竞争缓和、组织破壁、新业务减亏、新模式迭代，关注餐饮周期弹性、即时零售成长及出海布局；酒店：关注未来供需格局改善的顺周期机遇，供给回补最陡峭阶段已过，重点跟踪商旅复苏传导节奏，以及激励改善下集团管理进阶成效；免税：需跟踪消费趋势与渠道竞争力，关注海南封关变化以及市内免税丰富品类下的机遇；人服：人力是关注经济复苏的风向标，静待企业经营信心回暖。
- **投资建议：**2025年提振内需成为经济发展重中之重，目前已出台的优化节假日制度、各地消费补贴等举措，在对经济数据的提振上已显示一定的积极作用。考虑消费复苏已具备较好的政策土壤，板块资金配置处于历史低位且整体估值已反映诸多悲观预期。短期（3-6月维度）推荐复苏节奏靠前&弹性较大的企业用工、商务出行宴请等场景及当下处消费旺季的冰雪经济题材中且估值仍较为合理的品种，重点推荐科锐国际、同庆楼、海底捞、首旅酒店、君亭酒店、峨眉山A、携程集团-S；中线配置维度（6-12月）建议配置高效能龙头以及业绩确定型品种，继续推荐关注OTA/本地生活赛道、龙头景区以及具备强品牌流量的消费龙头，重点推荐携程集团-S、同程旅行、美团-W、百胜中国、海底捞、华住集团-S、峨眉山A、九华旅游、北京人力、BOSS直聘、亚朵、锦江酒店、中国中免、宋城演艺等。此外，从国家政策牵引来看，冰雪经济、低空经济、首发经济、并购重组等题材标的均可能持续反复被资金重点关注，我们建议关注长白山、米奥会展、祥源文旅、西域旅游等品种的主题弹性。
- **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

国内出行：整体呈现量增价减趋势，线上渗透结构性亮点突出

02

行情复盘：板块持仓处历史低位，在线旅游龙头与自然景区领涨

03

子行业：需求趋势与供给格局带来分化，关注企业模式迭代与效率升级

04

投资策略：从人口结构、消费变迁、政策导引挖潜行业投资机会

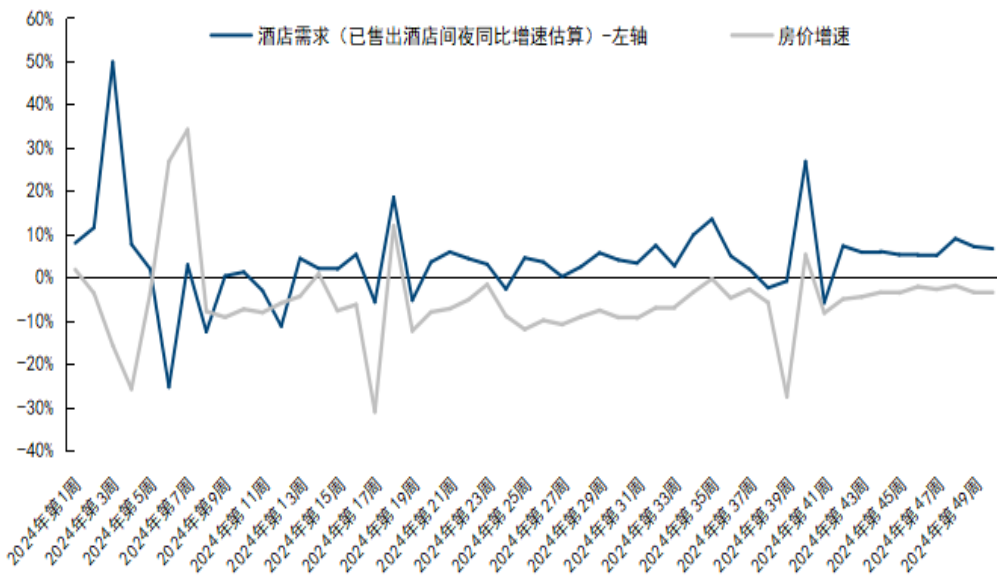
国内出行消费：出行消费赛道更多呈现“量增价减”趋势

■ 2024年国内部分消费赛道呈现“量增价减”趋势，我们选取部分赛道消费趋势展示如下：

1、**机票&酒店**：据民航局数据，截至12月15日，日均旅客运输量超过200万人次，同比增长18.1%、较2019年增长10.7%，创历史新高，但航班管家数据显示，2024年民航经济舱平均票价约767元，同比下降12.1%（票差在百元），同比2019年下降3.8%；酒店同样呈现同样趋势，酒店之家数据显示，2024年酒店需求需求端呈现稳步增长态势（5-10%）；但房价在高基数&供给增加影响下同比下滑趋势较为明显（-0~-10%）。

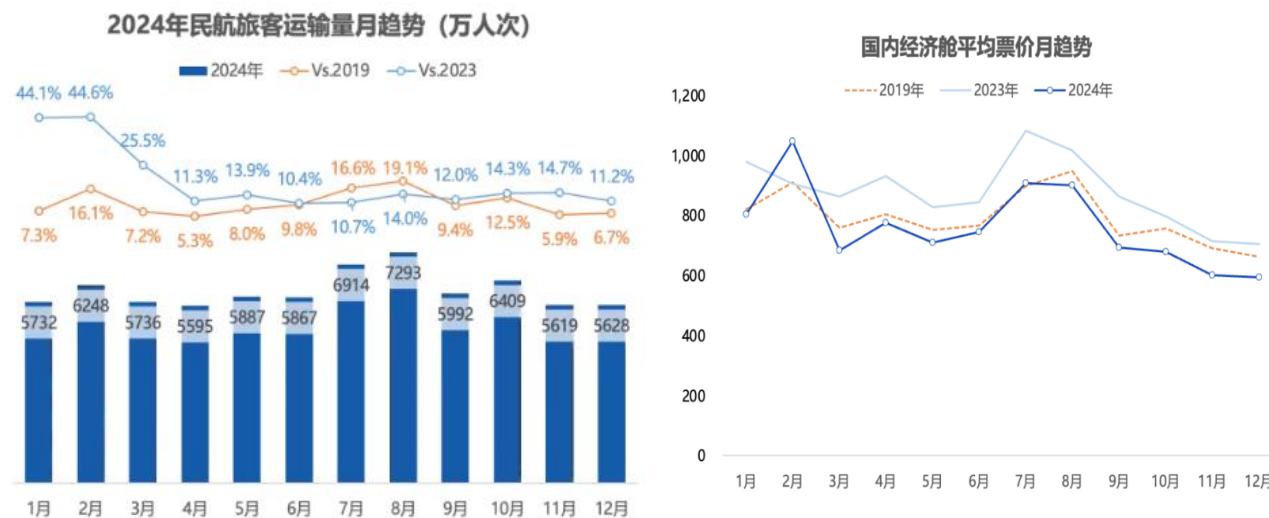
2、**自然景区**：2024年以来名山大川景区在客流层面呈现平稳增长趋势，但二次消费意愿降低以及门票免票活动带动下，客单价则更多呈下滑趋势。2024年前三季度，黄山累计接待进山游客363万人次，同增2.80%，但在“每周三免票5000张”人均支出同比是走低的。

图：2024年初以来酒店间夜增速与房价增速数据



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：2024年国内航空呈现“运输量增长、票价下滑”的趋势

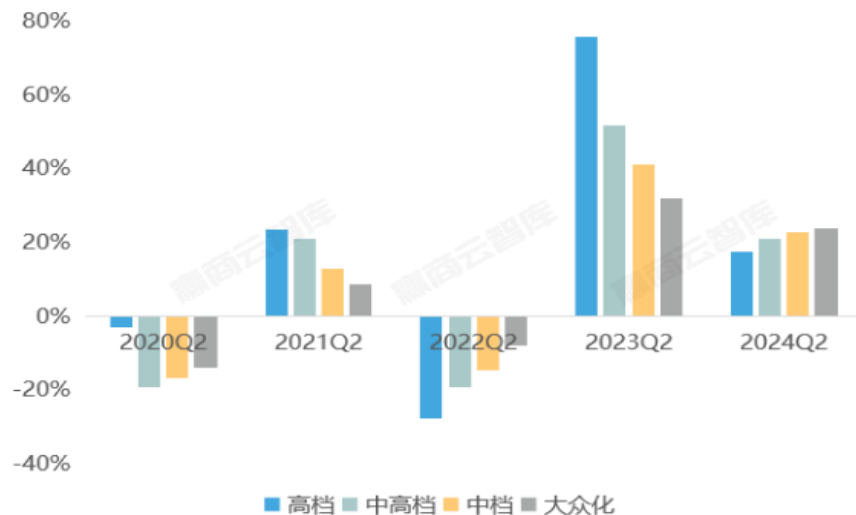


资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

国内出行消费：性价比消费潮流风起

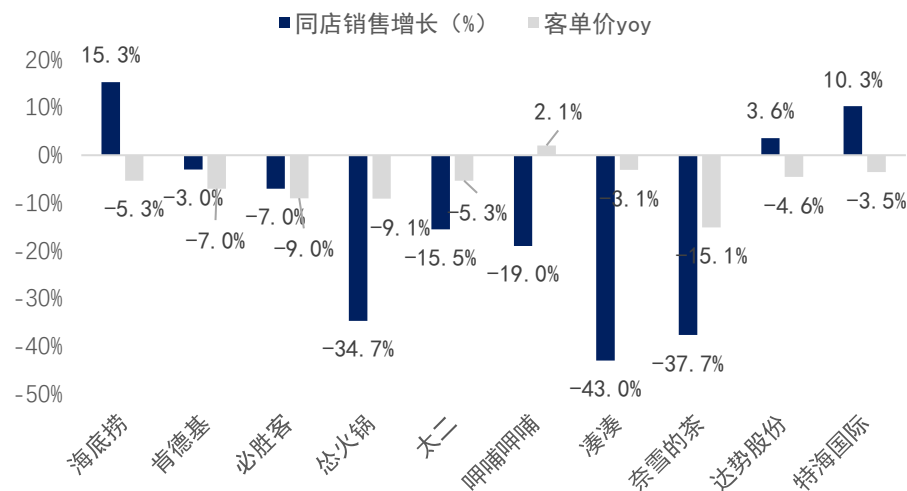
- **性价比消费风潮起，追求价格与质量的双重满足。**据北京师范大学调研数据显示，近七成的年轻消费者在购物时首要考虑的是性价比，即70%年轻人在消费时既追求品质也看重实惠；第一财经发布的《2023消费趋势观察》报告显示，93.69%的消费者倾向于高质价比的产品，而单纯追求低价的仅占4.75%。**消费者需求正在转变，不再盲从低价或品牌溢价，而是寻求价格与质量的双重满足。**
- **大众化定位Mall客流增速快于高端商场，连锁餐饮品牌降价以求提振客流。**据赢商网统计数据显示，2024年开始高档商场的客流增速边际开始出现下滑，增速逐渐低于中高档及以下的购物中心。2024H1，连锁餐饮品牌同店同比2023年有-4%~-28%下滑，同店经营承压背景下，**连锁餐饮品牌大多选择加大折扣力度或推出低价新品以适应外部消费环境变化（如下右图所示）。**但上述举措最终落地效果不一，其中海底捞、达美乐逆势实现同店销售增长。此外还有肯德基、必胜客通过加大促销提振了客流，即同店销售降幅低于客单价降幅，而其他品牌落地效果则仍需观察。

图：2024Q2高档购物中心场日均客流同比增速回落



资料来源：赢商网，国信证券经济研究所整理
数据范围：全国3万方以上已开业购物中心

图：2024H1连锁餐饮品牌同店销售及客单价变化

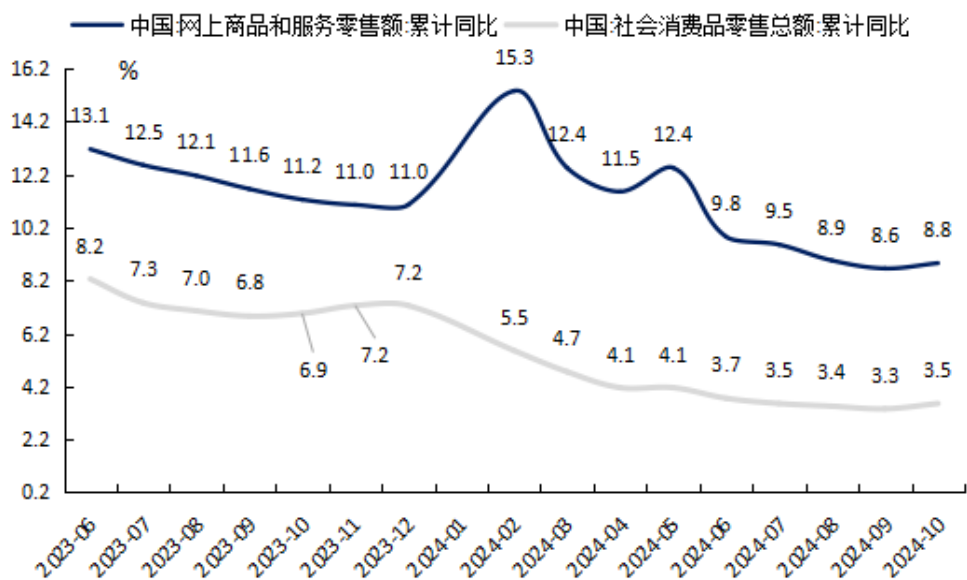


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

国内出行消费：线上流量呈结构化增长亮点

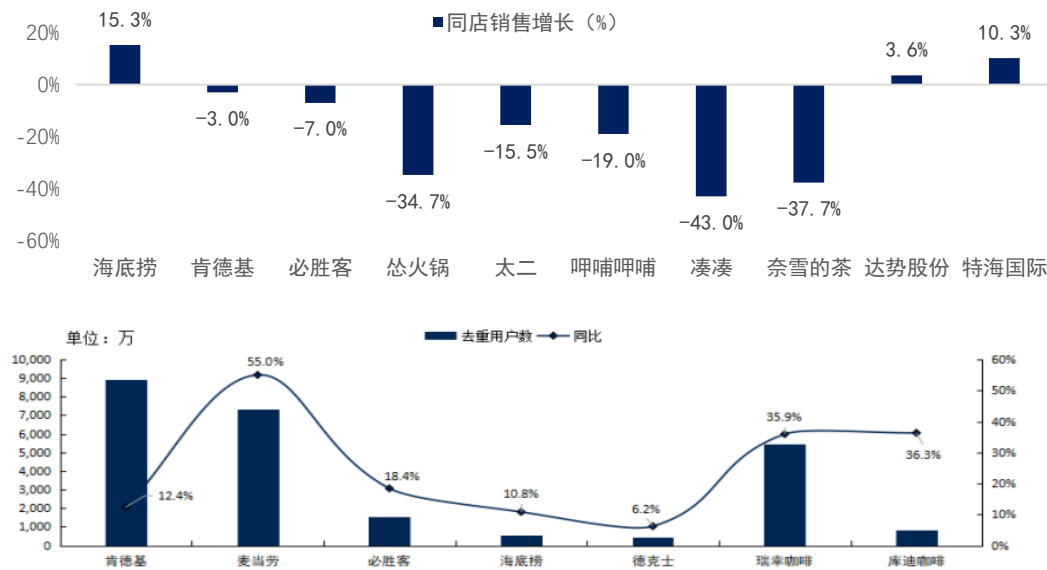
- **线上渗透率不断提升。**据Questmobile数据，中国移动互联网流量仍保持稳步提升的态势，2024年9月同比增长1.7%规模已达12.44亿，随着技术革新和消费者行为的变化，线上消费突破地域限制，拓宽了销售渠道，还通过大数据、人工智能等先进技术，实现了精准营销和个性化服务，提升消费者体验，最终赢得在消费者端的渗透率不断提升。
- **2024年，线上流量呈现结构性亮点。**据国家统计局数据，2024年初至今中国社零总额增速环比逐月走低，但线上流量增长仍呈现结构性亮点，2024年初以来网上商品和服务零售额同比增速仍维持大个位数增长，线上流量的贡献正在由早期的“加分项”，成为消费品牌的“必选项”。据QuestMobile统计数据，2024年5月头部连锁餐饮品牌全景线上流量同比均保持快速增长态势，其中麦当劳、瑞幸咖啡分别录得55.0%、35.9%的涨幅，增速远高于品牌整体流量增长速度。

图：2024年以来线上流量增速高于整体消费品零售增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：2024H1连锁餐饮品牌同店销售（上图）/2024年5月连锁餐饮线上流量同比增速（下图）

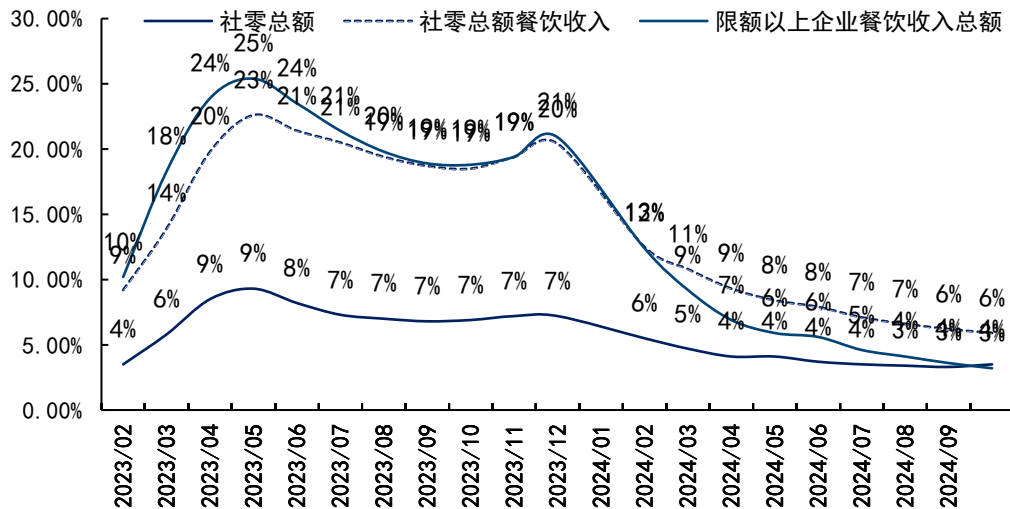


资料来源：公司公告，Questmobile，国信证券经济研究所整理

国内出行消费：下沉城市增长动能更为强劲

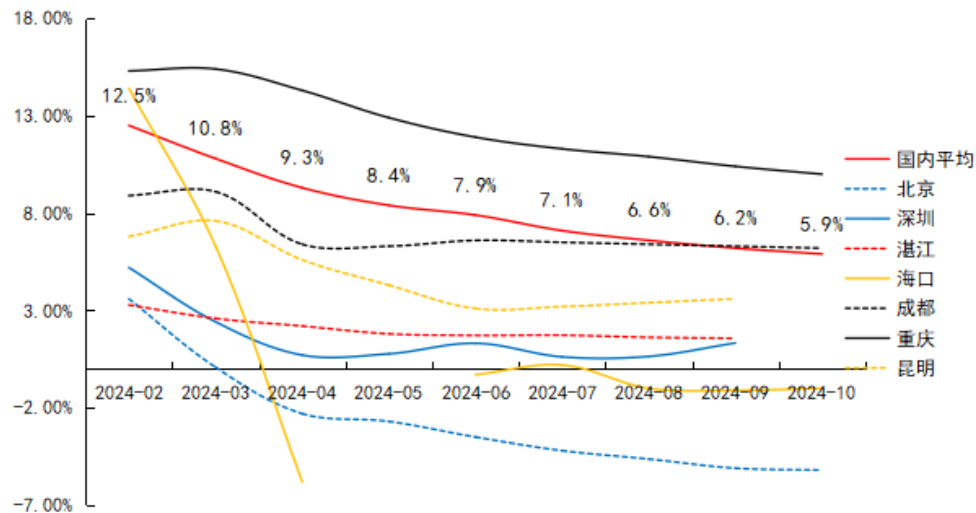
- 2024年餐饮收入同比增速环比逐月走低，但仍领先于社零总额。从社零累计同比数据看，2024年2月累计同比高于去年同期，但自3月起出现明显下滑，考虑系基期处于疫情放开初期，餐饮呈现爆发性复苏的高基数影响。餐饮收入与社零总额累计同比数据差距逐渐缩小，但截至10月，餐饮收入累计同比仍领先于社零总额，分别为6%/4%，增长韧性考虑主要系期间餐饮企业数量增长及连锁品牌新开门店支撑。
- 低线城市是支撑当下餐饮行业收入增长的中坚力量。我们筛选了数据较为完整的地区进行统计，除重庆外，其余城市表现均次于全国平均水平，特大城市北京、深圳受冲击更为明显，北京自3月以来累计同比转负。重庆、成都等一线城市则表现较优。低线城市（三线及以下城市）的社零无论从绝对增速、边际走势，我们认为均为当前消费中相对更具增长韧性和潜力的方向。但就最新边际趋势而言，低线城市同比增速逐月也略有走低。

图：2023年2月以来社零总额增速以及社零餐收增速（累计口径）



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2023年至2024年8月分城市等级餐饮收入累计同比数据

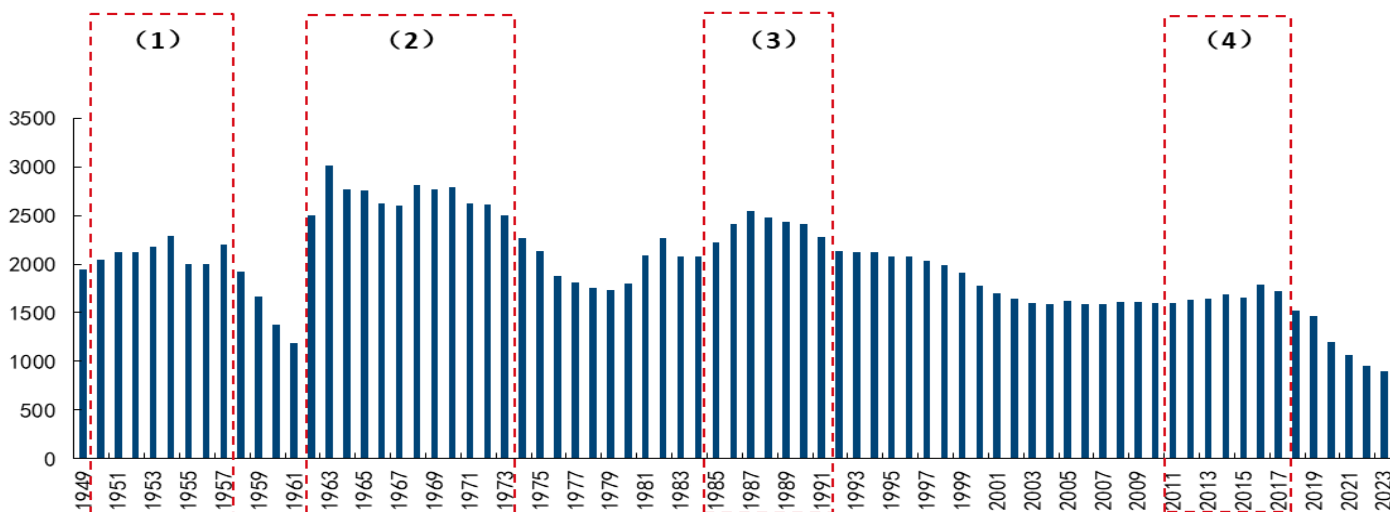


资料来源：各地统计局，国信证券经济研究所整理

国内消费趋势展望：长周期人口视角探讨，关注退休潮银发旅游

- 我国新中国成立后经历4波人口出生高峰，其中1962-1973年婴儿潮正迎来陆续退休。1962年后在刺激生育背景下人口快速恢复，一直到1973年出生人口维持在2500多万的高位。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。
- 从出行上看，老年人出行频次低于年轻人，但消费水平更高。携程平台上，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。
- 老年人错峰出行，青睐自然风光，为名山大川淡季经营带来新增量。老年人退休后旅游出行时间选择自由，选择出行时间存在明显错峰倾向、季节倾向。据老龄产业协会及同程旅游数据显示，老年人群出行高峰期集中在每年3月、4月和5月、以及9月、10月和11月，错开寒冷冬季和炎热酷暑。此外，根据携程统计，目前老年人出行排名前十的旅游产品，目的地大都为以自然风光著称的旅游城市，包括浙江普陀山、新疆天山天池、浙江台州、九寨沟黄龙、重庆五龙、浙西南丽水、江西庐山、贵州荔波以及西江千户苗寨。除外，乐山、峨眉山、丽江和泸沽湖等地的市场份额也较大，有望为旅游市场尤其名山大川的淡季经营带来新增量。

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：2018-2027年中国养老产业市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

01

国内出行：整体呈现量增价减趋势，线上渗透结构性亮点突出

02

行情复盘：板块持仓处历史低位，在线旅游龙头与自然景区领涨

03

子行业：需求趋势与供给格局带来分化，关注企业模式迭代与效率升级

04

投资策略：从人口结构、消费变迁、政策导引挖潜行业投资机会

基金持仓：2024Q3末社服板块基金持仓环比提升0.06pct，港股餐饮OTA增持居前



- 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。
- 2024Q3末，社服板块重仓基金持仓比例较Q2提升0.06pct，继续处于低配状态。2024Q3末国信社会服务板块基金重仓持股比例为0.44%，环比Q2提升0.06pct，相比于国信社服板块市值占A股的0.61%，连续6个季度处于低配状态。
- 子板块：餐饮、OTA增持居前，教育、演艺减持居前，各子板块处于低配状态。2024Q3 VS 2024Q2，餐饮、OTA、免税、酒店、景区、出境游各增持0.073/0.012/0.011/0.003/0.001/0.0002pct，教育、演艺、人服各减持0.024/0.007/0.005pct。
- 前十大基金重仓股：百胜中国、同程旅行增持居前，学大教育、宋城演艺减持居前。2024Q3 VS 2024Q2，港股OTA、餐饮龙头增持居前，如百胜中国、同程旅行、海底捞各增持0.065/0.012/0.008pct，中国中免、首旅酒店增持0.008/0.005pct。

图：社服行业各板块基金配置占比

| | 19Q4 | 20Q4 | 21Q4 | 22Q4 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 环比变化 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| 免税 | 0.60% | 2.04% | 0.85% | 1.04% | 0.21% | 0.22% | 0.14% | 0.15% | 0.0106pct |
| 餐饮 | 0.01% | 0.06% | 0.01% | 0.10% | 0.04% | 0.05% | 0.01% | 0.09% | 0.0730pct |
| 酒店 | 0.14% | 0.10% | 0.29% | 0.40% | 0.09% | 0.06% | 0.06% | 0.06% | 0.0035pct |
| OTA | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.01% | 0.01% | 0.04% | 0.03% | 0.04% | 0.0124pct |
| 人服 | 0.01% | 0.02% | 0.04% | 0.05% | 0.05% | 0.05% | 0.04% | 0.03% | -0.0052pct |
| 演艺 | 0.47% | 0.10% | 0.09% | 0.08% | 0.08% | 0.06% | 0.04% | 0.03% | -0.0069pct |
| 教育 | 0.13% | 0.07% | 0.00% | 0.02% | 0.07% | 0.05% | 0.05% | 0.03% | -0.0237pct |
| 景区 | 0.00% | 0.01% | 0.01% | 0.02% | 0.01% | 0.02% | 0.01% | 0.01% | 0.0009pct |
| 出境游 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.0002pct |
| 板块基金重仓比例 | 1.36% | 2.41% | 1.30% | 1.71% | 0.56% | 0.56% | 0.37% | 0.44% | 0.0649% |
| 板块市值占比 | 0.87% | 1.32% | 0.86% | 1.07% | 0.60% | 0.61% | 0.49% | 0.61% | 0.1205% |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

注：1) 本文选取开放式基金；2) 持仓比例计算方式为国信社服板块重仓股票市值/所有基金重仓股票市值

图：前10大基金重仓股持仓情况

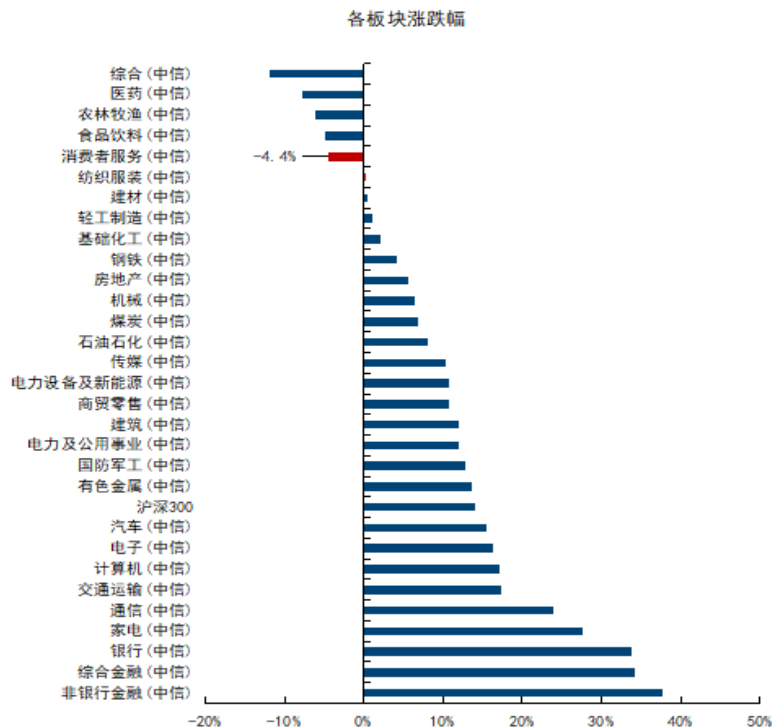
| | 19Q4 | 20Q4 | 21Q4 | 22Q4 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 环比变化 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 中国中免 | 0.599% | 2.039% | 0.844% | 0.966% | 0.180% | 0.205% | 0.134% | 0.142% | 0.008pct |
| 百胜中国-S | 0.000% | 0.000% | 0.000% | 0.001% | 0.005% | 0.001% | 0.000% | 0.065% | 0.065pct |
| 同程旅行 | 0.000% | 0.000% | 0.000% | 0.006% | 0.005% | 0.044% | 0.027% | 0.040% | 0.012pct |
| 首旅酒店 | 0.031% | 0.020% | 0.059% | 0.127% | 0.047% | 0.025% | 0.027% | 0.033% | 0.005pct |
| 宋城演艺 | 0.473% | 0.102% | 0.091% | 0.073% | 0.065% | 0.063% | 0.036% | 0.029% | -0.007pct |
| 锦江酒店 | 0.109% | 0.076% | 0.234% | 0.257% | 0.046% | 0.033% | 0.030% | 0.028% | -0.002pct |
| 学大教育 | 0.000% | 0.013% | 0.000% | 0.000% | 0.021% | 0.038% | 0.041% | 0.022% | -0.019pct |
| 北京城乡 | 0.000% | 0.000% | 0.000% | 0.018% | 0.036% | 0.037% | 0.029% | 0.022% | -0.006pct |
| 海底捞 | 0.004% | 0.031% | 0.000% | 0.027% | 0.010% | 0.018% | 0.005% | 0.013% | 0.008pct |
| 科锐国际 | 0.011% | 0.021% | 0.039% | 0.030% | 0.018% | 0.012% | 0.011% | 0.012% | 0.001pct |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

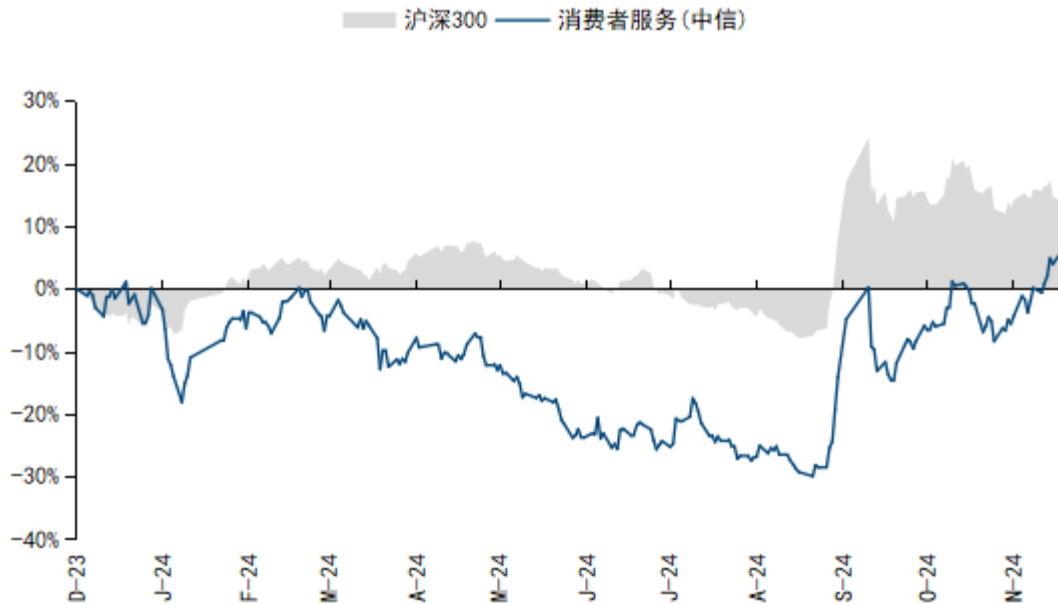
行情复盘：年初至今板块跑输大盘，近期预期改善以及题材共振板块企稳向上

- 年初至今行情总览：参考中信消费者服务指数，2024年1-11月板块**跌4.4%**，大幅**跑输基准18.6pct**（沪深300指数）。
- 年初至今行情趋势：板块在弱现实下，整体震荡下行，仅阶段促内需预期强化下有所反弹。具体而言，春节前市场担忧回补需求过后出行增长的可持续性，板块整体回调，春节出行数据靓丽提振市场信心；3月中下旬后随出行基数逐步增加，出行链基本面边际承压，股价也持续震荡向下；9月下旬关于提振经济的政策方向更显积极，板块跟随大盘大幅上涨。10月中下旬逐步交易三季度承压业绩，此后公众假期优化预期与免签范围扩大以及题材带动下板块企稳。

图：2024年1-11月中信消费者服务板块行情变化



图：2024年初至今消费者服务板块趋势变化



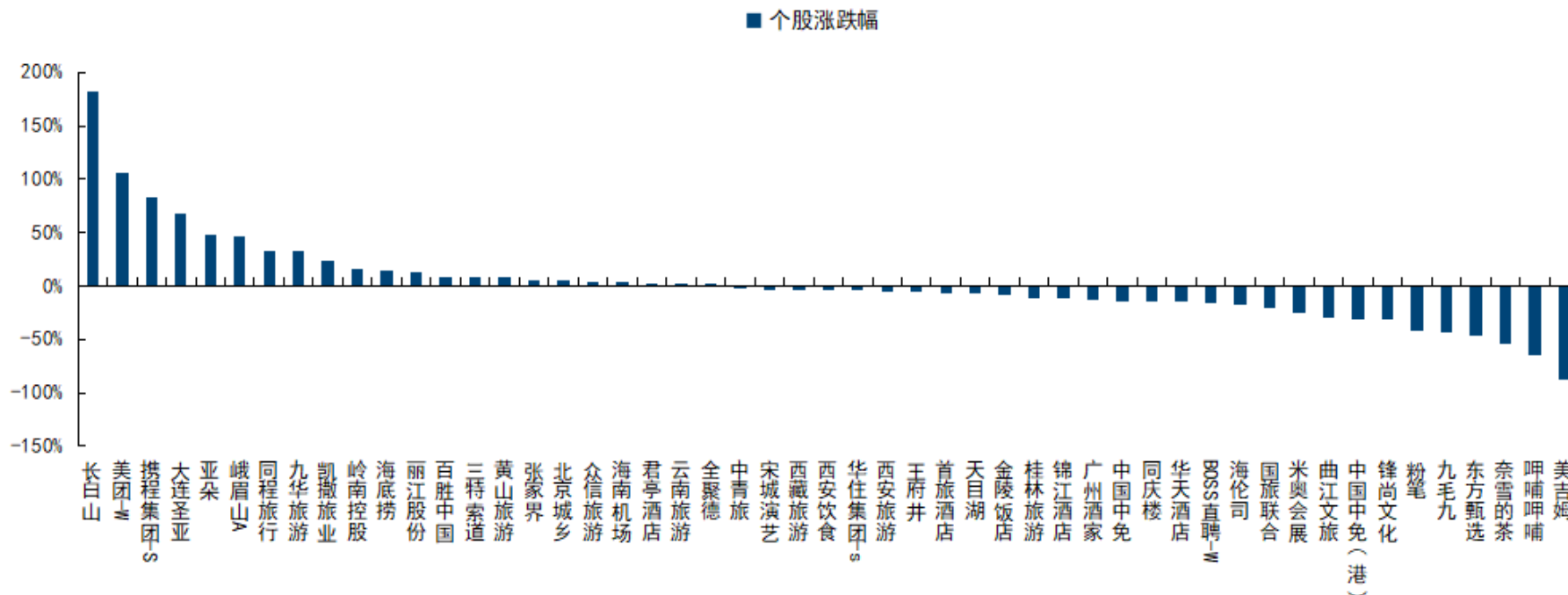
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个股复盘：本地生活及在线旅游龙头、景区、港股餐饮龙头领涨

■ 个股总结：年初至今，**景区**、本地生活平台&OTA，以及经营效能突出的**餐饮龙头**跑出结构化行情。1、年初至今权重股中，**本地生活服务龙头**、**在线旅游板块领涨**，主要系1) 线上平台流量优势；2) 竞争格局相对缓和，在线龙头议价能力突出；3) 经营优化管理效能提升。2、自然景区中小市值个股领涨，主要系国家提倡发展冰雪经济+自然景区本身的防御性+公司主观动能综合推动。3、部分连锁赛道经营效能领先的龙头个股走出差异化超额收益，其中酒店中亚朵、华住表现突出，餐饮中海底捞、百胜中国因更突出的同店增长与业绩表现而股价显现韧性。其他公司则直接受消费力扰动与行业竞争影响，业绩与股价均较为承压。此外，A股其他免税、演艺、酒店等权重股亦相对承压，仅阶段政策预期等带动行情。

图：1.1-11.30板块个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

01

国内出行：整体呈现量增价减趋势，线上渗透结构性亮点突出

02

行情复盘：板块持仓处历史低位，在线旅游龙头与自然景区领涨

03

子行业：需求趋势与供给格局带来分化，关注企业模式迭代与效率升级

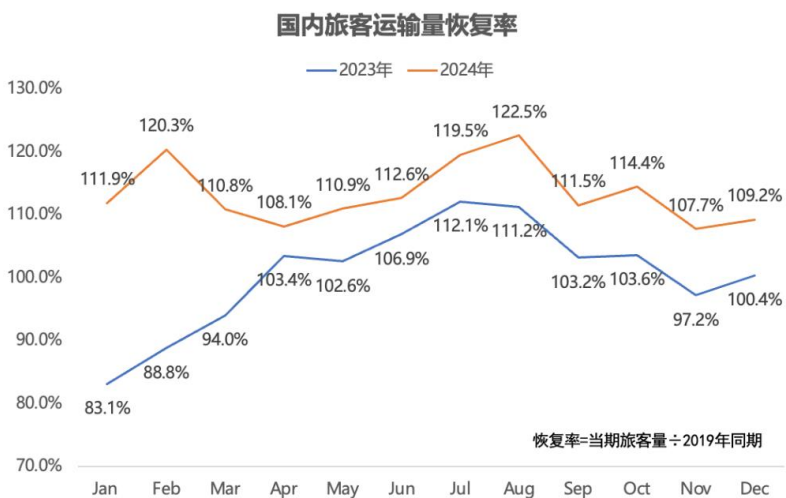
04

投资策略：从人口结构、消费变迁、政策导引挖潜行业投资机会

出行链特点：供需再平衡，休闲强商旅弱，量好于价

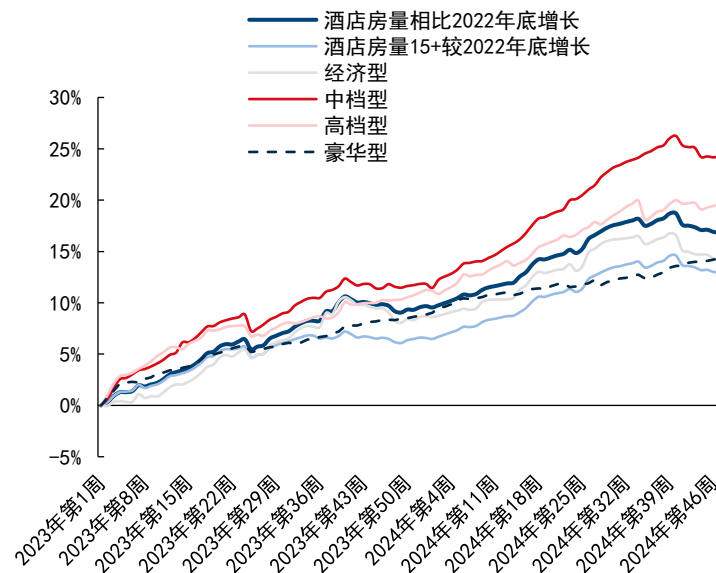
- **酒店供给快速修复。**供给方面，酒店行业供给较快增长，2023年闲置民宿等反弹最快，2024年更偏中档型等酒店为主。1) 按盈蝶网数据，2023年底，国内住宿房量已经恢复到2019年同期的95%，较2020-2022年年（2022年底为2019年底的81%左右）显著复苏，其中2023年休闲需求补偿性释放下各类闲置民宿等供给的恢复和增长；2024年更偏中档型等酒店为主。2) 根据酒店之家数据，2024年以来，小体量住宿设施和经济型酒店增长同比2023年底相对放缓（个位数增长），而中档型酒店数和房量仍较2023年底增长12%、11%，增长较快。
- **休闲强商旅弱，量好于价。**需求方面，休闲出游恢复更快，且以疫后亲子为特征的家庭消费下淡旺季波动更大；商旅出行更受经济周期变化扰动，仍处于相对低迷状态。整体而言，消费力渐进修复、供需再平衡过程中，机酒行业均呈现量好于价。

图：2024年国内航线客流旺季更旺，淡季更均衡



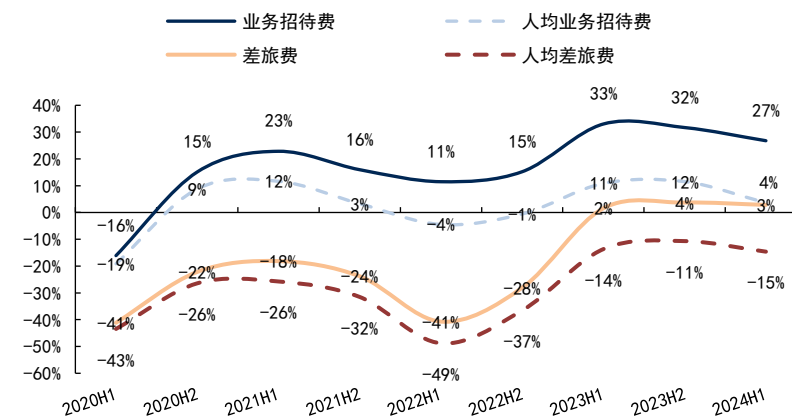
资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

图：2024年酒店供给快速回补



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：A股上市公司商务需求指标（VS2019年变动）

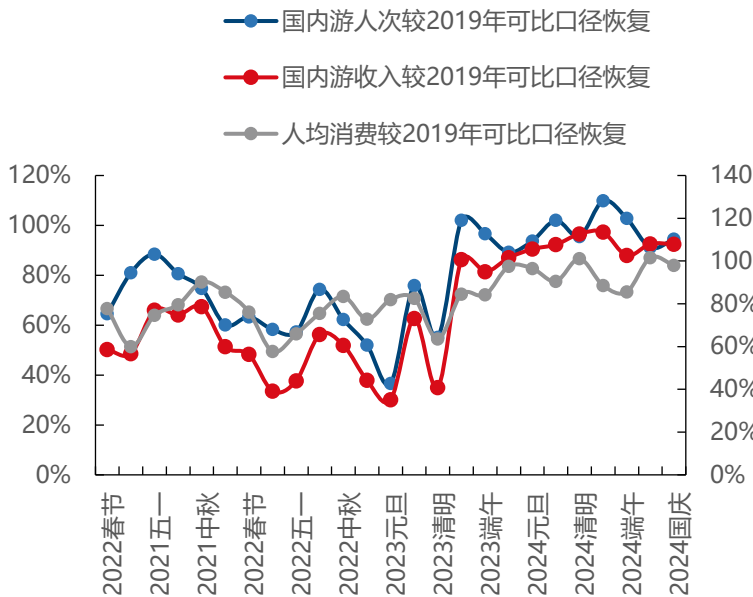


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

出行链特点：供需再平衡，休闲强商旅弱，量好于价

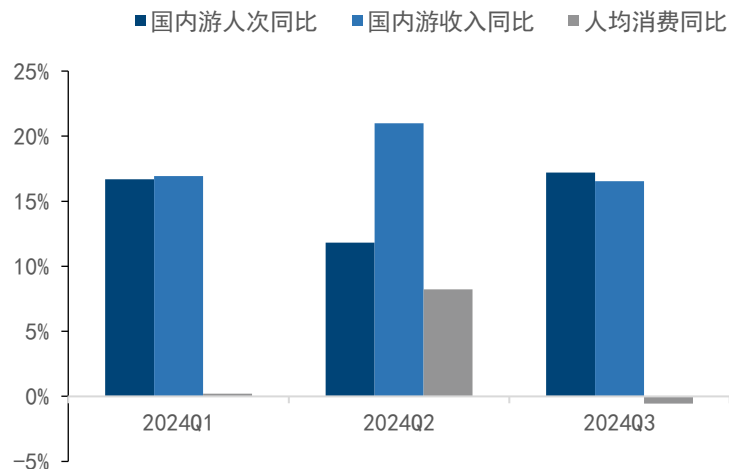
- **旅游消费持续景气，居民追逐精神需求趋势延续，量好于价。**2023-2024年旅游消费成为相对抗周期的重要赛道之一；2024年二三季度国内游总消费均已恢复至2019年同期水平，同比双位数增长；其中节假日旺季在基数不低的背景下平稳增长，以国庆假期为例，国内游总花费可比口径增长6.3%，恢复至2019年同期108%；其中国内游客流按可比口径同比增长5.9%，恢复至2019年同期的110.2%，人均消费同比微增。
- **旅游目的地更多元，情绪价值为王。**社交媒体的蓬勃发展，让越来越多小众旅游目的地被发掘、被传播；游客不再盲目追求热门景点，而是更注重个性化、深度游的体验。地方文旅单位借力当地美食玩乐、文化习俗、热门题材概念等发展全渠道营销并打造网红目的地，吸引更多旅游经营者参与其中，以不断改善的交通设施网络为基础，吸引全国流量。STR数据显示，前三季度部分下沉市场酒店量价增势强劲。

图：国内游趋势变化



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

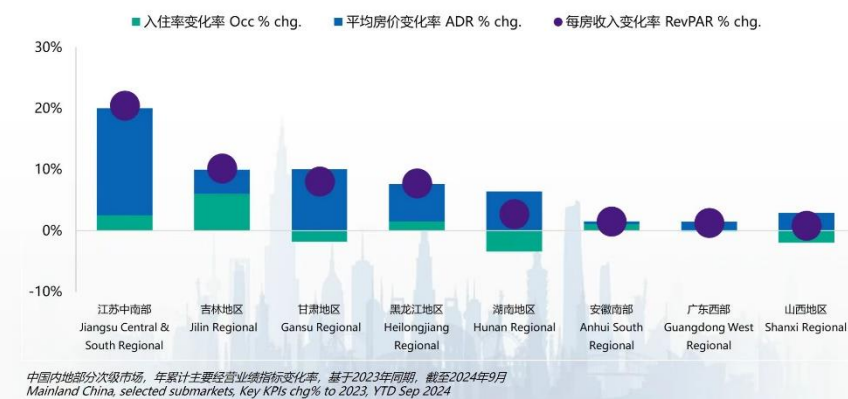
图：国内游趋势变化



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图：2024年前三季度部分下沉市场酒店增势强

部分下沉市场增长势头强劲

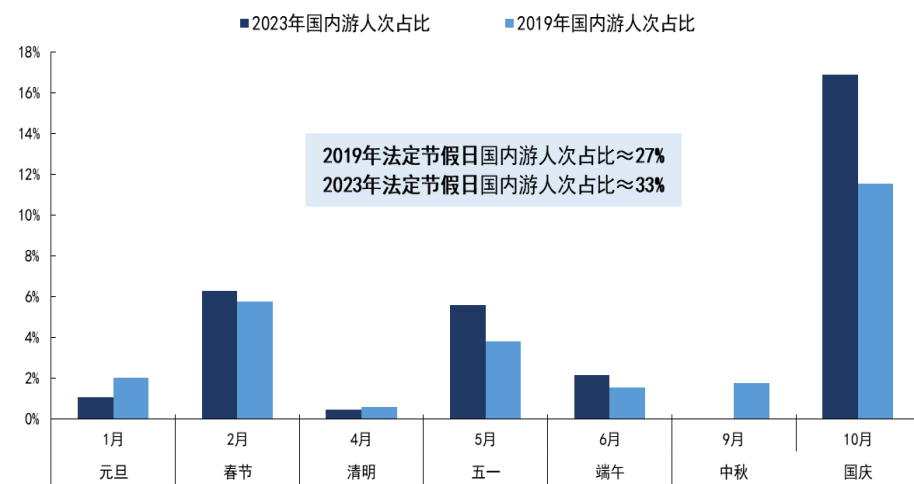


资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

出行链特点：假日消费良好，法定节假日增加对于促进内需意义积极

- 假日优化落地对扩大内需具有现实意义。2025年起我国法定节假日增至13天，将除夕重新纳入放假并减少1天五一调休，同时明确指出除个别特殊情形外，法定节假日假期前后连续工作一般不超过6天。由于外部环境变化，家庭消费更加集中于亲子游乐，同时个人借假期休闲游追逐精神放松。2023年我国自五一后的节假日出游人数均超2019年同期水平，假期总人次在全年占比达到33%，亦较2019年约27%显著提升，预计“旺季更旺”趋势仍将保持。我们认为，时隔17年后法定假日的再度延长在目前消费环境下具备现实意义，也可视为国家将服务业作为扩内需重要抓手的显现，有助于提升市场关于后续促内需政策加码的预期。
- 春节假期延长有望巩固多段出行模式，五一调休减少有利于上班族拼假长途游便利。过往一般春节放假7天，除夕逢周五可实现8天（如2024年）；2025年起春节将放假8天，除夕逢周五可实现9天（如2027年）。我们认为，春节延长有利于民众合理安排探亲与旅游，参考2024年春节“返乡+旅游”多段式行程带动出行高峰延长。同时，假期优化有助于上班族拼假便利，从而带动中长途游与灵活错峰出行。

图：国内旅游人次年内分布图



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

表：我国节假日安排变化

| 发文时间 | 1999 | 2007 | 2013 | 2024 |
|------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| 元旦 | 1天（1月1日） | 1天（1月1日） | 1天（1月1日） | 1天（1月1日） |
| 春节 | 3天（农历正月初一至初三） | 3天（农历除夕、正月初一、初二） | 3天（农历正月初一至初三） | 4天（农历除夕、正月初一至初三） |
| 清明 | / | 1天（农历清明当日） | 1天（农历清明当日） | 1天（农历清明当日） |
| 劳动节 | 3天（5月1日、2日、3日） | 1天（5月1日） | 1天（5月1日） | 2天（5月1日、2日） |
| 端午节 | / | 1天（农历端午当日） | 1天（农历端午当日） | 1天（农历端午当日） |
| 中秋节 | / | 1天（农历中秋当日） | 1天（农历中秋当日） | 1天（农历中秋当日） |
| 国庆节 | 3天（10月1日、2日、3日） | 3天（10月1日、2日、3日） | 3天（10月1日、2日、3日） | 3天（10月1日至3日） |
| 法定天数 | 10 | 11 | 11 | 13 |

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

表：放假安排变化

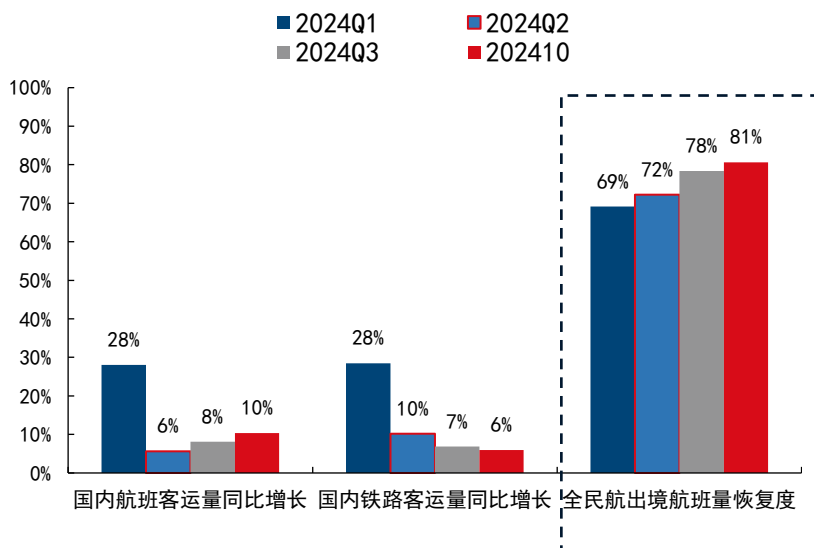
| 年份 | 2018 | 2019 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------|------|------|------|------|------|
| 元旦 | 3 | 3 | 3 | 3 | 1 |
| 春节 | 7 | 7 | 7 | 8 | 8 |
| 清明 | 3 | 3 | 1 | 3 | 3 |
| 劳动节 | 3 | 1 | 5 | 5 | 5 |
| 端午节 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 中秋节 | 3 | 3 | | 3 | |
| 国庆节 | 7 | 7 | 8 | 7 | 8 |
| 放假安排 | 29 | 27 | 27 | 32 | 28 |

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

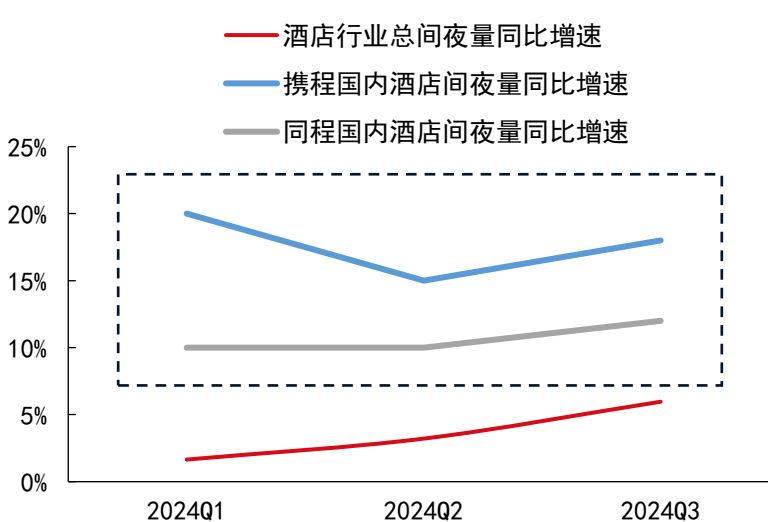
OTA：线上平台直接反映国内休闲旅游总需求增长，产业链话语权提升

- 2024年回顾：1) OTA良好反映国内休闲旅游总需求向上，且上游单店追求休闲流量提升OTA产业链话语权。线上OTA平台受益于旅游稳定增长，平台酒店间夜数主要反映休闲旅游需求的总体增长及线上化渗透率提升。上游酒店行业供给增长大于需求，连锁酒店下沉扩张，单店对休闲流量追求提升，平台在产业链话语权进一步增强，酒店间夜增长持续优于行业大盘，平台净佣金率整体也平稳向上。
- 2) 出境游成为重要增长驱动。携程高利润率出境游市场快速恢复，Q3机票和酒店已恢复至2019年同期的120%，比行业航班恢复速度快近40%；伴随下沉市场用户出境游需求提升，同程相关布局也在提速，上半年国际投放拖累利润后，公司努力通过收益管理和投放精细化减少扰动。
- 3) OTA格局进入稳定区间，龙头盈利能力持续优化。OTA行业格局已经到了相当稳定的阶段，中高端酒店与中高端客群本质上均更追求品质服务，平台借力双边效应有望发挥更显著的先发优势，竞争格局相对更稳定；大众用户以性价比为核心，历史竞争波动更大，获客成本占优系平台成长关键，各家聚焦自身优势追求增长与利润平衡、同时发力其他更有成长性的业务，格局趋于稳定。

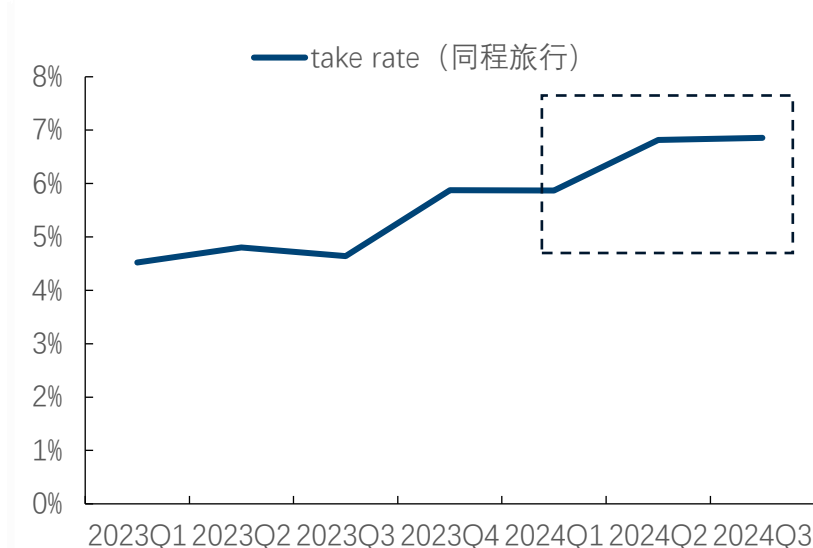
图：出境游快速增长成为重要驱动力



图：OTA国内间夜量增速好于大盘整体



图：以同程为例，平台综合佣金率提升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

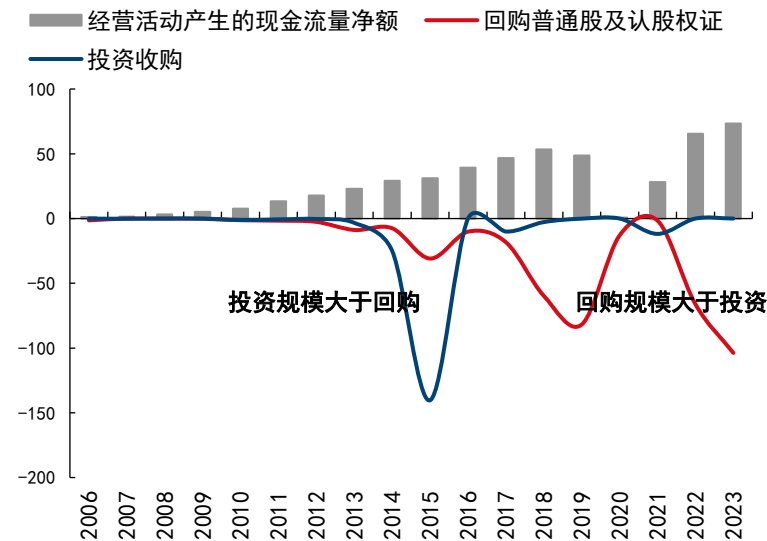
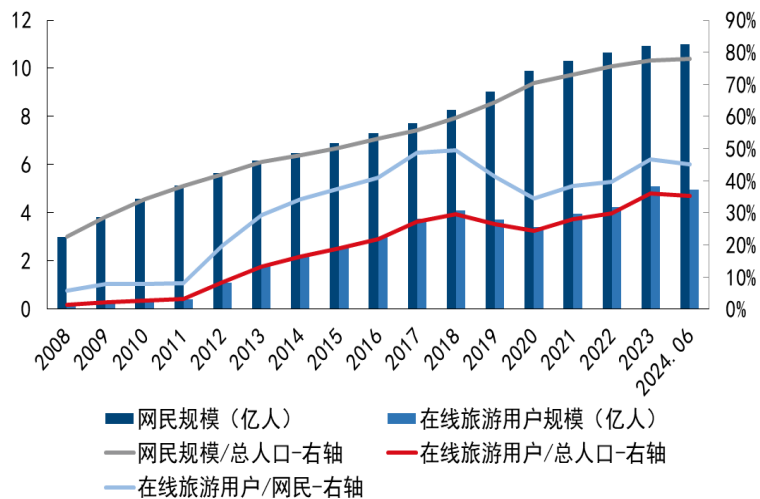
OTA：国内景气有望延续，效率持续驱动盈利能力改善

- **2025年展望：1) 国内用户旅游消费需求仍有望景气延续，精准把握消费趋势的头部平台更为受益。**2023-2024年旅游消费成为较为稀缺的抵抗消费力下行的重要赛道，伴随假期制度优化落地，旅游消费需求仍有望维持良好景气度。上游议价能力强、能够精准捕捉消费趋势变化的龙头平台有望在需求增长中更胜一筹，比如携程通过进一步完善酒店亮点及套餐产品展示提升转化及收益，今年以来平台上套餐酒店ADR(平均房价)提升29%，2024二三季度行业价格回落的情况下携程平台人均GMV贡献同比持平。同程经过前期微信下沉市场用户的高速渗透，目前正在强化供给端旅游场景，丰富出境游业务，不断提升人均消费贡献，Q3末单用户12个月累计购买频率8.1次/+15.9%。
- **2) 效率优化与经营杠杆助力成熟业务盈利改善。**OTA成本构成主力系人员费用、营销投放等，其中刚性成本释放经营杠杆、营销效率优化助力成熟业务盈利改善（如携程国内业务，同程微信渠道），为新业务发展提供更多空间（如携程国际扩张，同程出境游业务、APP拓展等）。
- **3) 资本市场回报有望提升。**携程公开会提及2025年拟扩大资本回报规模，中长线OTA良好现金流可有效回馈资本市场，如下图Booking。

图：在线旅游预订用户趋于平稳增长

图：携程集团细分人群精准营销

图：Booking资本市场投资回报良好



资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理

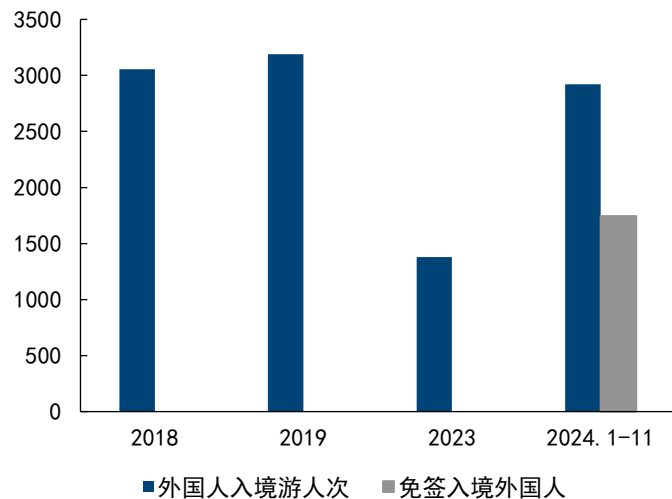
资料来源：公司公开交流会，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

OTA：把握出海新增量，入境游免签红利持续释放，格局变化下OTA平台受益显著

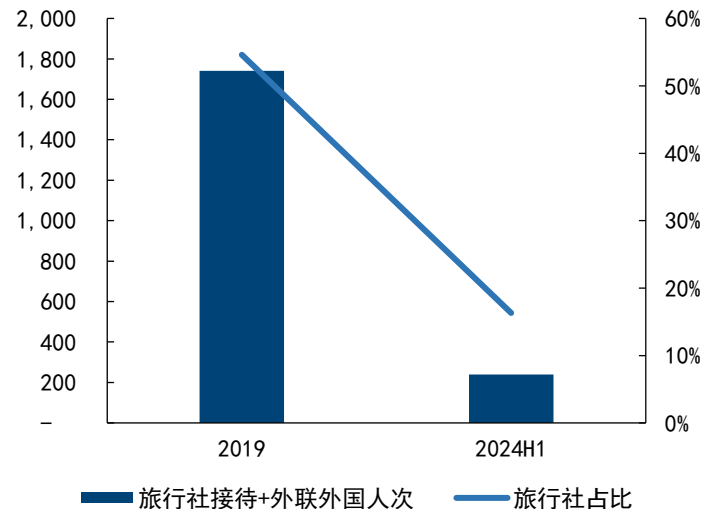
- **海外用户业务：携程国际平台快速拓展，免签入境游政策核心受益。**国内入境游占GDP比重较世界平均仍有提升空间，我国对外免签范围已涵盖东南亚、东亚主要国家，与Trip重点拓展区域相吻合。2024Q2入境游占Trip收入比重超25%，较2019年10%提升显著。
- **国家大力优化入境游签证政策，免签效果成效显著。**自2023年12月1日对法国、马来西亚等6国持普通护照人员试行免签新政以来，对外开放政策持续优化，2024年12月17日起，我国已同25个国家实现全面互免，对38个国家试行单方面免签政策，对54个国家实施过境244小时免签政策。2024年1月至11月，全国各口岸入境外国人2921.8万人次，同比增长86.2%；其中通过免签入境1744.6万人次，同比增长123.3%。
- **传统入境游旅行社恢复偏慢，国际玩家不少退出市场，格局变化下头部OTA平台直接受益。**1、2019年旅行社接待外国人人次占入境游约55%，疫后线下旅行社资源和人才重建需时间，且传统热门线路与目前免签和社交媒体广泛传播下外国友人更多元的旅游需求匹配度也在变化，上半年接待外国人人次中仅16%来自旅行社。2、国际竞争主体不少退出国内市场。3、Trip.com快速发展，在亚太区域用户规模与知名度显著提升，背靠携程国内非常完备的资源优势和热点捕捉不断获得份额，今年前11个月携程平台入境游人次同比增长119%，酒店预订同比增长约

图：我国外国人入境游人数（万人）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：我国旅行社接待和外联外国人人次及占比



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图：Trip.com Google Store子行业下载排名

周三, 2024年12月18日

| | |
|-------------------|----|
| HK-Travel & Local | 1 |
| ID-Travel & Local | 8 |
| JP-Travel & Local | 7 |
| KR-Travel & Local | 1 |
| MO-Travel & Local | 6 |
| MY-Travel & Local | 2 |
| SG-Travel & Local | 1 |
| VN-Travel & Local | 16 |

资料来源：Dada.ai，国信证券经济研究所整理

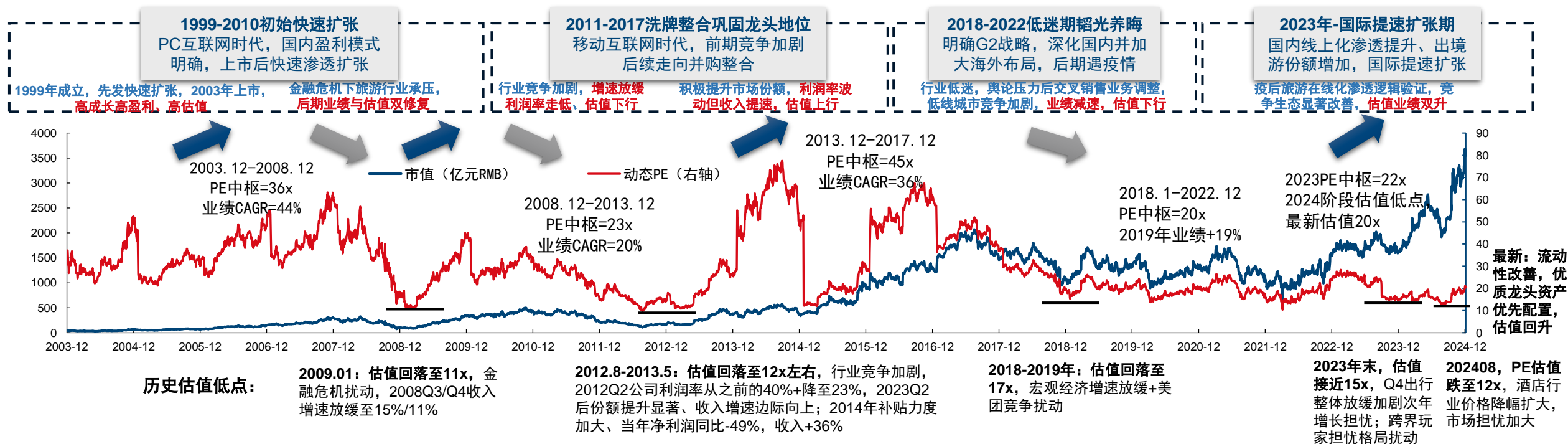
携程集团-S：国内壁垒稳固持续领先行业增长，亚洲海外受益免签入境迎新成长

■ **携程集团：国内用户业务有望持续获得份额，国际业务快速拓市场。**公司系国内外一站式出行服务龙头，国内业务高景气高壁垒、国际业务高成长，有望享估值溢价。平台中高端用户旅游消费景气延续，公司国内增速持续领先大盘，出境机票份额已较疫前提升10%以上，看好公司基本盘业务良好经营壁垒及经营效率不断优化；后续政策刺激下若国内酒店趋势企稳向上，其国内业务增长有望叠加价格贡献弹性。国际平台依托出境游已有供应链布局，凭借一站式APP战略、优质客户服务，目前已跃居中国香港、新加坡行业首位，正在东南亚、东亚等地逐步获取份额，看好海外扩张空间，以及公司模式优势与异地扩张能力，入境免签政策红利直接受益。

图：携程集团2024年业绩情况

| 百万元 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
|---------------|---------|--------|--------|
| 总营收 | 11,905 | 12,772 | 15,873 |
| YoY | 29% | 13.6% | 15.5% |
| Non-GAAP归母净利润 | 4,055 | 4,985 | 5,963 |
| YoY | 96% | 45.2% | 21.8% |
| Non-GAAP归母净利率 | 34.1% | 39.0% | 37.6% |
| YoY | 11.6pct | 8.5pct | 1.9pct |
| 经调整 EBITDA | 3,974 | 4,436 | 5,680 |
| YoY | 41% | 20.6% | 22.9% |

图：携程集团股价复盘（E为当年动态预测值）



同程旅行：下沉市场用户旅游升级核心受益者，出境游等供给丰富助力人均贡献

■ **同程旅行：精细化运营存量用户，供给丰富强化用户留存与转化。**同程聚焦下沉市场，微信用户渗透进入相对稳定阶段，目前在微信生态的营销补贴投放思路从获新客到提升老客消费频次和交叉销售（年累计ARPU值同比提升50%+），三季度OTA利润率显著增长扭转上半年下探趋势；同时探索出境游业务以丰富出游供给、巩固用户平台留存与转化。考虑公司与腾讯、携程战略合作的双赢及稳定性，后续有望继续受益于微信生态低成本流量与下沉市场旅游趋势，存量精细化运营与出境游等新业务盈利改善有望推动利润率优化。

图：同程旅行2024年业绩情况

| 百万元 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|
| 总营收 | 3,866 | 4,245 | 4,991 |
| YoY | 49% | 48% | 51.3% |
| 归母净利润 | 397 | 434 | 793 |
| Non-GAAP归母净利润 | 558 | 657 | 910 |
| YoY | 10.9% | 10.9% | 46.6% |
| Non-GAAP归母净利率 | 14.4% | 15.5% | 18.2% |
| YoY | -5.0% | -5.2% | -0.6% |
| 1、OTA业务收入 | 3,203 | 3,526 | 4,013 |
| YoY | 23.9% | 23.0% | 21.6% |
| 交通票务服务 | 1,737 | 1,743 | 2,027 |
| YoY | 26% | 16.6% | 20.6% |
| 住宿预订服务 | 965 | 1,191 | 1,378 |
| YoY | 16% | 12.8% | 22.2% |
| 其他产品 | 502 | 592 | 609 |
| YoY | 36% | 87% | 23.7% |
| OTA业务经营利润 | 724 | 858 | 1,249 |
| YoY | 7% | 13% | 50.4% |
| 经营利润率 | 22.6% | 24.3% | 31.1% |
| YoY | -3.7% | -2.2% | 6.0pct |
| 2、Tourism收入 | 663 | 719 | 979 |
| Tourism经营利润 | 44 | 0.7 | 24 |
| 经营利润率 | 7% | 0.09% | 2% |
| 毛利率 | 65.0% | 64.6% | 63.4% |
| 销售费率 | 35.4% | 35.4% | 29.4% |
| 研发费率 | 12.6% | 11.6% | 10.1% |
| 管理费率 | 6.9% | 6.4% | 6.6% |
| GMV（亿元） | 659 | 623 | 728 |
| YoY | 15.2% | 4.4% | 2.4% |
| 月付费用户数（百万） | 43 | 43 | 46 |
| YoY | 2.9% | 0.7% | 5.0% |

图：同程旅行股价复盘（E为当年预测值）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

景区：名山大川客流有韧性，利润因扩张周期不同相对分化

- **2024年回顾：**1) 性价比消费叠加免票利好，头部自然景区客流呈现韧性。从主要景区的客流来看，三季度多数同比个位数变动，长白山、峨眉山、黄山客流各+6%、-6%、+3%，其中区域阶段恶劣天气扰动客流释放。2) 人均客单回落，收入增速多数不如客流表现，自然景区由于人造休闲景区。头部自然景区好于人造休闲景区趋势延续，但客单价普遍下滑，比如有效购票客流回落，酒店等二消项目贡献下滑等。3) 国企改革助力利润率改善，扩产能带来阶段扰动。自然景区在去年Q3高基数下普遍利润微降，非刚需业务往往是拖累利润的项目，此外长白山新增产能受天气扰动未完全释放影响利润率，而峨眉山成本管控提升持续显现、九华山本身业务相对精简利润率维持良好。

图：景区收入与业绩情况

| | 收入（亿元） | | | | | | YOY | | |
|------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
| 长白山 | 0.70 | 0.98 | 3.30 | 1.28 | 1.27 | 3.40 | 83.7% | 29.0% | 3.2% |
| 峨眉山A | 2.38 | 2.54 | 3.30 | 2.53 | 2.55 | 2.98 | 6.6% | 0.3% | -9.9% |
| 九华旅游 | 1.92 | 1.88 | 1.81 | 1.80 | 2.15 | 1.74 | -6.1% | 14.2% | -4.1% |
| 黄山旅游 | 3.38 | 4.99 | 5.97 | 3.36 | 4.98 | 5.78 | -0.4% | -0.4% | -3.3% |
| 丽江股份 | 1.80 | 2.12 | 2.49 | 1.80 | 2.05 | 2.51 | 0.0% | -3.5% | 0.6% |
| 三特索道 | 1.60 | 1.80 | 2.39 | 1.42 | 1.70 | 2.42 | -11.4% | -5.7% | 1.1% |
| 西域旅游 | 0.11 | 0.84 | 1.74 | 0.16 | 0.87 | 1.66 | 44.4% | 4.4% | -4.3% |
| 天目湖 | 1.20 | 1.63 | 1.92 | 1.07 | 1.57 | 1.41 | -11.3% | -3.7% | -26.3% |
| 中青旅 | 16.58 | 25.21 | 25.56 | 19.22 | 24.28 | 26.97 | 16.0% | -3.7% | 5.5% |
| 西域旅游 | 0.11 | 0.84 | 1.74 | 0.16 | 0.87 | 1.66 | 44.4% | 4.4% | -4.3% |
| | 归母净利润（亿元） | | | | | | YOY | | |
| 长白山 | -0.04 | 0.16 | 1.39 | 0.11 | 0.10 | 1.27 | 359% | -37% | -9% |
| 峨眉山A | 0.70 | 0.75 | 1.16 | 0.74 | 0.58 | 1.11 | 6% | -23% | -4% |
| 九华旅游 | 0.62 | 0.49 | 0.40 | 0.52 | 0.62 | 0.39 | -16% | 26% | -3% |
| 黄山旅游 | 0.65 | 1.35 | 2.08 | 0.25 | 1.06 | 1.53 | -61% | -21% | -26% |
| 丽江股份 | 0.55 | 0.66 | 0.91 | 0.56 | 0.56 | 0.80 | 1% | -14% | -12% |
| 三特索道 | 0.29 | 0.22 | 0.83 | 0.34 | 0.43 | 0.79 | 18% | 92% | -5% |
| 西域旅游 | -0.13 | 0.44 | 0.94 | -0.12 | 0.41 | 0.86 | 8% | -5% | -9% |
| 天目湖 | 0.19 | 0.43 | 0.58 | 0.11 | 0.42 | 0.33 | -43% | -4% | -43% |
| 中青旅 | -0.05 | 1.11 | 1.00 | -0.29 | 1.02 | 0.80 | -504% | -9% | -19% |
| 西域旅游 | -0.13 | 0.44 | 0.94 | -0.12 | 0.41 | 0.86 | 8% | -5% | -9% |

资料来源：公司公告，酒店之家，国信证券经济研究所整理

2025年展望——基本面角度：

- 1) 天气扰动下今年景区基数相对不高，但休闲需求多元趋势有望延续，景区整体表现预计仍然分化。今年二三季度恶劣天气扰动景区经营，景区基数相对不高，明年阶段有望迎恢复性客流。但错峰、小众成为今年出行趋势方向之一，其中旺季名山大川景区自带流量叠加淡季免票营销，客流有望维持平稳增长；但人造休闲景区更考验上市公司运营与营销能力。
- 2) 性价比趋势延续。消费趋势变化下刚性支出外的其他二次消费预计有一定压力，比如乘索率下降，考验景区营销运营能力。
- 3) 关注新项目扩容、交通改善迎新落地。
- 4) 关注国企改革下的管理优化与利润率改善。
- 5) 股东回报端，景区拥有稳健现金流业务，后续看项目投资及股东回报的平衡。

表：重点景区公司未来看点

| 公司名称 | 主要看点 |
|------|---|
| 峨眉山A | 1、2024年初新董事长上任，客流、收入、利润考核更为积极；2、金顶索道拟于2025年年底完工并于2026年上半年前投入运营；3、后山打通、川零公路建设完成后景区双线上下山，后续承载力有望提升；4、其他亏损项目的盈利改善，以及集团其他资产潜在整合机会。 |
| 长白山 | 1、暑期承载力扩容20%，2024年暑期最旺季景区关闭1周末能充分释放潜力；2、冰雪经济打造一年双旺季；3、再融资酒店项目推进，项目已于2024年6月开工，规划2025年竣工；3、交通改善：沈白高铁预计2025年9月投入运营，沈阳、北京到长白山缩短至1.5h、4h；4、周边景区整合。 |
| 黄山旅游 | 1、北海宾馆预计2025年开业；2、关注东黄山开发和东大门索道建设推进（预计2025年6月建成）；3、徽商故里、花山谜窟与太平湖爬坡和盈利改善 |
| 九华旅游 | 1、跟踪交通改善效果：池黄高铁已开通、九华山机场扩建预计2024年投运；2、狮子峰索道项目计划于2026年11月竣工；3、百岁宫缆车项目推进节奏。 |
| 丽江股份 | 1、关注未来实控人可能的变化；2、牦牛坪索道建设期2年，建设完毕后预计年平均利润3349万元；3、酒店爬坡节奏。 |
| 三特索道 | 1、进入国资入主新阶段，考核强化，关注股权转让节奏；2、梵净山项目扩容，但2024年受天气扰动未充分释放；珠海项目爬坡；3、处置亏损资产节奏；4、牧心谷项目、猴岛项目推进节奏。 |
| 天目湖 | 1、2024年暑期极端天气扰动、出境分流影响景区客流，明年有望恢复性增长；2、交通改善：沪苏湖高铁有望通车，溧阳到上海高铁时间有望从2小时缩短至约1小时；3、跟踪漂流项目、南山小寨二期项目进展；4、签署动物王国文旅综合体一期项目筹开咨询及运营管理，2025-2027年总价3694万元服务费，运营期按营收与奖励管理费收费，每年不低于1500万元。 |
| 中青旅 | 1、关注乌镇经营业绩表现，酒店经营爬坡等；2、古北水镇由上市公司运营后效能的改善；3、潜在的外延输出 |

资料来源：公司公告，公司官网、国信证券经济研究所整理

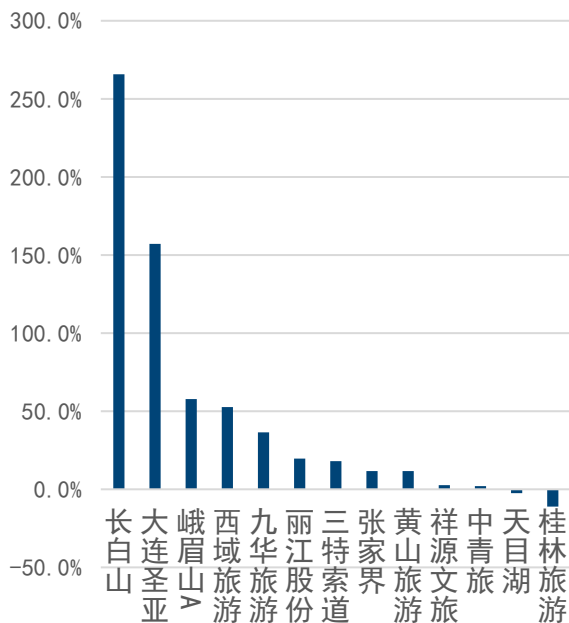
景区：冰雪经济、资产整合、低空经济等供给侧变革有望重塑景区估值



2025年展望——估值角度：景区上市公司疫前经历了量价齐升逻辑下的估值溢价到门票降价后的杀估值，机构持仓降至历史低位；2023年名山大川契合疫后消费趋势+国企改革重视利润考核，景区成为A股出行链难得业绩超预期赛道，机构持仓有所提升，全年录得相对收益；2024年自然景区绝对收益显著，冰雪经济、项目扩容、低空经济等相关个股领涨，供给端产业变革对板块估值重塑，事件和主题题材催化是核心。

- **冰雪经济**：冰雪经济是新的增量市场，带动每年冬、春淡季旅游市场，同时特别对激活东北及其他相关区域经济有很强现实意义。
- **资产整合**：旅游资源区域性较强，高经营杠杆下盈利提升空间大，地方文旅逐步重视文旅产业资产整合，做强省文旅集团，提升投资回报率。
- **低空经济**：景区结合低空飞行有望丰富景区业态供给，顺应消费趋势变化提升体验性、互动性。
- **银发经济**：1962-1973年婴儿潮正迎来陆续退休退休，老年人错峰出行，青睐自然风光，有望为名山大川淡季经营带来新增量。

图：今年以来自然景区个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表：冰雪经济、资产整合、低空经济代表案例

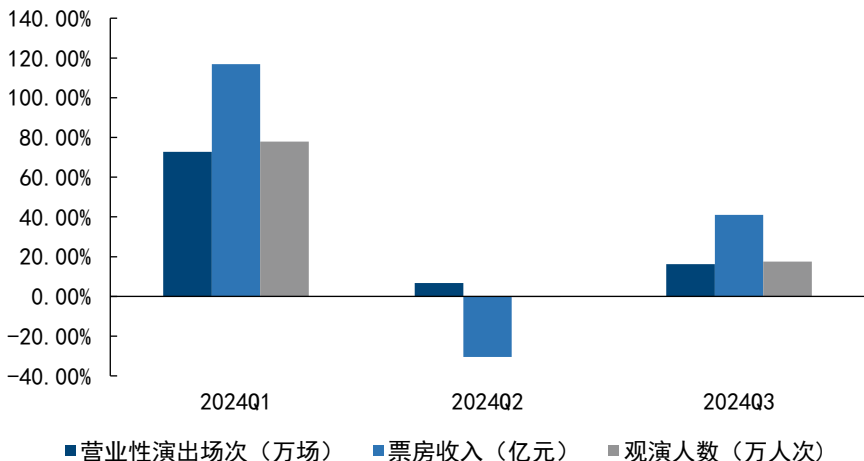
| | 相关政策文件 | 相关上市公司 | 相关布局 |
|------|---|-------------|---|
| 冰雪经济 | 国务院办公厅发布《以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》；中央经济工作会议提出积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济；改委鼓励地方探索设立地方冰雪日和专门假期。 | 长白山 | 公司拥有长白山景区独家旅游客运权、聚龙火山温泉开采权，积极布局冬季淡季市场，打造一年双旺季。 |
| | 吉林省发布《关于推动吉林省冰雪经济高质量发展的实施意见》 黑龙江省发布《黑龙江省关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的实施方案》；开展2024—2025年黑龙江省冬季冰雪旅游“百日行动”，把握哈尔滨第九届亚冬会契机。 | 大连圣亚 | 公司运营哈尔滨极地公园系列等。 |
| 资产整合 | 证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，鼓励上市公司加强产业整合、要求提升重组市场交易效率、进一步提高监管包容度等，支持上市公司通过注入优质资产实现投资价值提升。 | 莱茵体育 | 公司控股子公司成都文化旅游发展股份有限公司依托西岭雪山景区从事景区运营管理，开展索道、滑雪（滑草）、酒店、娱乐项目等文旅相关业务。 |
| | 四川省文化和旅游厅发布《关于发挥省旅投集团龙头企业作用助推四川旅游业高质量发展行稳致远的实施意见（征求意见稿）》， 深化全省文旅资源战略整合 。采取行政划转与市场化相结合的方式， 逐步推进省属相关企业中与主业关联度不强的旅游资产、经营性涉旅资产整合到省旅投集团 。整合全省文旅资源，做大省旅投集团资产规模。 | 西域旅游 | 公司在天山天池景区为游客提供区间车、天池游船观光、索道观光。 |
| 低空经济 | 新疆维吾尔自治区党委常委会近日召开会议，立足资源禀赋和产业基础，做强做优文旅产业， 将文旅产业纳入产业集群序列，把新疆维吾尔自治区原有的“八大产业集群”扩展为“九大产业集群” | 西域旅游 | 实控人变更为新疆文旅投。2024年9月天池控股将23.64%股份对应的表决权，独家、无偿、不可撤销、排他且唯一地委托授予新疆文旅投行使。新疆文旅投作为地方政府批准组建的国有文化旅游产业集团，拥有那拉提、喀纳斯、葡萄沟、江布拉克5A级景区等。 |
| | 国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》（以下简称《意见》），提出六方面20项重点任务。在旅游消费领域，《意见》提出，推进商旅文体融合发展，提升项目体验性、互动性，推出多种类型特色旅游产品，鼓励邮轮游艇、房车露营、 低空飞行 等新业态发展，支持“音乐+旅游”“演出+旅游”“赛事+旅游”等融合业态发展。 | 祥源文旅 | 2022年完成文旅产业重组转型，逐步注入上市公司百龙天梯、凤凰游船、黄龙洞游船观光、齐云山交通酒店等，2023年布局碧峰峡景区资产和茶叶，2024年收购莽山、丹霞山等旅游资产。 |
| | | 莱茵体育 | 2023年资产置换，公司将原有部分房地产销售与租赁业务资产置出，同时置入旅游业务资产，将实现向旅游业务转型，增强资产质量及竞争力，成都文旅股份成为莱茵体育控股子公司。 |
| | | 西域旅游 | 公司低空浏览项目与亿航智能共同出资设立的西域青鸟通用航空有限责任公司负责运营，公司持有其70%的股权，目前西域青鸟到位5架无人驾驶载人飞行器，已进行商业运营前的飞行训练和人员培训。 |
| | | 祥源文旅 | 公司已与亿航智能签署合作框架协议。双方将在景区空中观光游览等方面全面合作，公司将视市场发展需求向亿航智能或其指定主体采购EH216-S型电动垂直起降航空器（eVTOL）或同类载人级自动驾驶飞行器，并利用该类设备在公司旗下旅游目的地探索空中旅游新业态。 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

演艺：线下演出行业整体景气增长，旅游演艺龙头宋城演艺聚焦主业发展

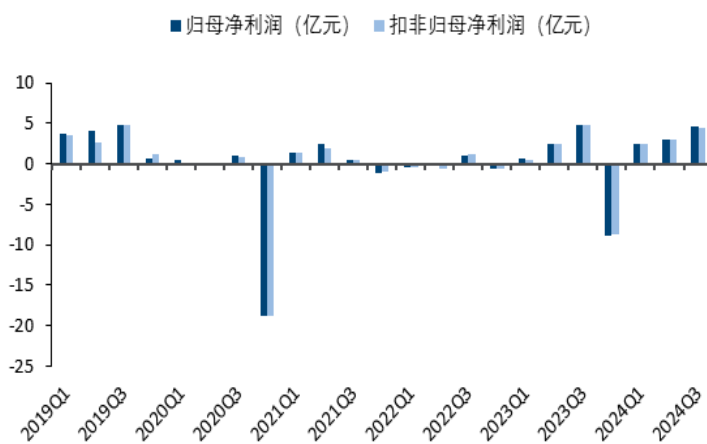
- 2024回顾：1) 前三季度国内营业性演出行业人次和收入同比良好增长，大型演唱会、音乐节景气领先。**今年前三季度，全国营业性演出场次（不含娱乐场所演出）42.5万场、票房收入398.3亿元、观演人数1.36亿人次，同比分别增长24.1%、26.3%、22.9%，其中大型演唱会、音乐节等贡献率较高（以上半年数据为例，上半年行业观演人数和演出场次同比增长27.1%/30.2%，其中演唱会、音乐节观演人数同比增长63.35%；专业剧场、小剧场以及新空间演出场次同比增长32.21%，全国大中型旅游演艺项目演出场次同比增长26.37%）。**旅游演艺行业：不同区域不同产品恢复有所分化。**区别于强IP属性的演唱会、音乐节以及名山大川景区，旅游演艺产品由于知名度的差异，对其营销运营和产品与时俱进等方面要求较高，并非直接受益补偿需求，更看消费渐进复苏中定价管理、产品适配、营销运营等，此外还看区域景气等因素。
- 2) 宋城演艺：上半年恢复性增长，三季度业绩平稳略降。**2024Q1-3公司收入20.1亿元/+24.5%，归母净利润10.1亿元/+28.0%，扣非净利润9.9亿元/+28.1%；其中上半年低基数下恢复性增长，2024Q3公司收入、归母净利润分别-4.7%、-5.5%。Q3宋城旗下自营项目总场次增长约11%。其中培育项目贡献重要增量但价格仍处爬坡期，其中西安、佛山项目上半年已实现盈利，暑期西安项目双剧院并行单日演出场次创新高。五大成熟项目场次同比下降约12%，预计系去年高基数下挑战较大，且目的地多元和出境恢复对一线旅游目的地产生分流。
- 3) 花房退市，宋城演艺更聚焦主业。**港股花房集团11月29日发布公告，香港联交所拟取消公司上市地位；经过此前大额商誉减值等，截止2024年6月底，宋城持股花房对应长期股权投资账面价值为7.77亿，花房净资产为20.87亿（货币现金为19.25亿），宋城按持股比例（35.35%）对应花房净资产7.38亿，账面价值与净资产接近，预计花房减值风险大概率可控，未来有望更聚焦演艺主业发展。

图：今年前三季度国内营业性演出同比变化



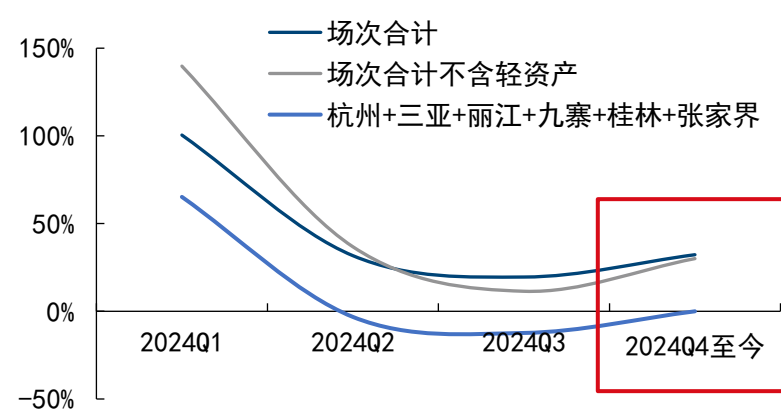
资料来源：文化旅游部、国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺单季度归母及扣非净利润



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺四季度以来成熟项目场次企稳回升



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（2024Q4至今为2024.10.1-2024.12.18）

演艺：国庆后场次同比企稳回升，新项目进入盈利释放周期

- 2025年展望：1) 未来2-3年二轮扩张的项目开始进入盈利释放期：2024-2026年系公司第二轮扩张项目经历爬坡期，逐步贡献利润的核心周期，目前西安、佛山项目2024年上半年已实现盈利并且演出场次表现亮眼。
- 2) 存量成熟项目四季度以来企稳回升，后续需要兼顾消费力变化、新渠道能建设等。存量项目方面，结合目前跟踪，公司成熟项目四季度以来伴随基数回落已呈现企稳回升态势，公司不断推进项目创新及强化线上渠道等散客运营，后续若消费环境上行则效果有望逐步显现。
- 3) 其他自营和轻资产新项目储备和扩张仍待观察，其中轻资产项目推进还需结合地方政府资金情况。
- 4) 在强现金流商业模式和在手现金充裕前提下，公司未来不排除加强分红以实现股东利益一致化。

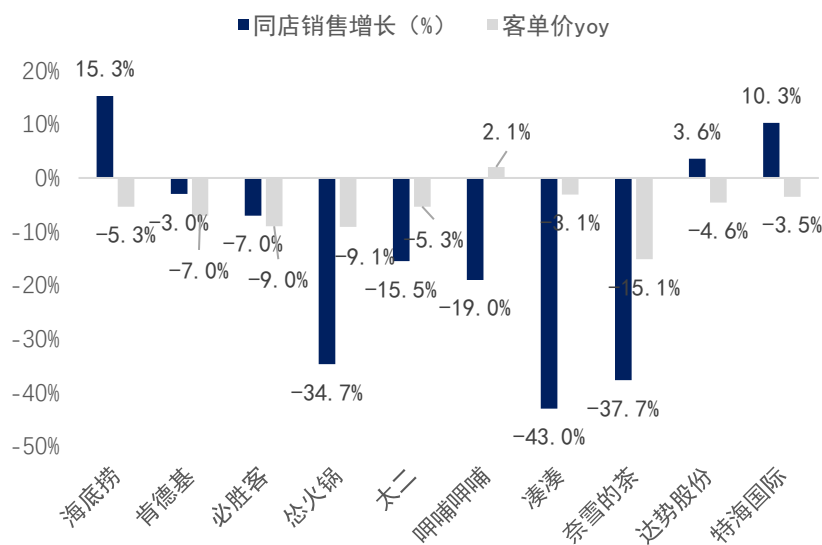
图：宋城演艺股价和估值历史复盘



连锁餐饮板块2024年三大趋势

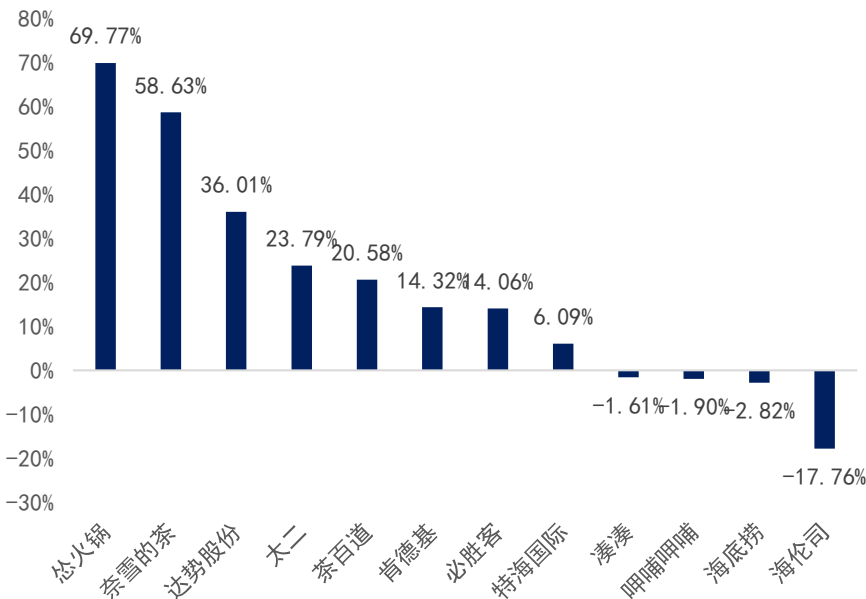
- **趋势一：连锁餐饮同店表现普遍面临压力，商家主动或被动降价以提振客流。**纵观2024年上半年同店数据，餐饮同店销售普遍面临增长压力，降幅在4-43%之间，仅极个别品牌同店能维持增长。在同店承压环境下，除原本在同品类中客单较低的呷哺呷哺外，其余连锁餐饮品牌大多选择加大折扣力度或推出低价新品以吸引客流。
- **趋势二：外延扩张策略回归谨慎，头部品牌借力外部资源开放加盟。**进入到2024年，餐饮品牌外延扩张逐渐趋于谨慎，九毛九边际下调开店指引、海底捞也尚未重启快速开店节奏。另一方面，头部品牌海伦司（2023.06）、奈雪的茶（2023.07）、太二（2024.02）、海底捞（2024.03）宣布开放加盟，百胜中国亦宣布考虑旗下品牌增加新开店中的加盟店占比。基于现有外部经营环境的预期以及自身较为成熟的供应链，2023年开始多数餐饮品牌寻求新品牌孵化的可能，如海底捞推出“红石榴计划”。
- **趋势三：板块估值居历史底部，上市公司加大回购力度。**2024年以来板块PE估值居历史中部偏低位置。截至最新收盘价，港股上市连锁餐饮公司虽经历了阶段伴随大幅上涨，但从PE-BAND角度看，连锁餐饮上市公司估值水平仍处历史中部偏低位置。

图：2024H1连锁餐饮品牌同店销售及客单价变化



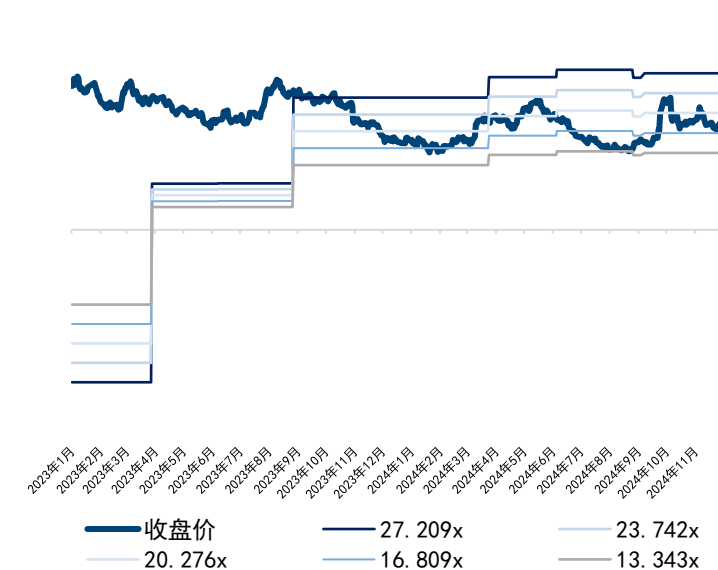
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024H1连锁餐饮品牌门店数同比增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：海底捞PE估值水平居历史中部偏低位置



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

连锁餐饮公司最近一期报告经营数据核心速览

表：A+H连锁餐饮企业2024年三季度核心信息速览

| 品牌 | 收入 | yoy | 归母净利润 | yoy | 期末门店数 | 门店数同比 | 同店销售增长 (%) | 客单价 (元) | yoy | 餐厅利润率 | 餐厅利润率同比变动 (%) | 24Q3股息率 (年化) |
|-----------|------|---------------|-------|---------------|-------|-------|--------------|---------|-----|--------------|----------------|--------------|
| 百胜中国 | 30.7 | +5.4% | 3.69 | +18.3% | 14889 | 3.05% | -3% | / | / | 17.0% | +0.5pct | / |
| 肯德基 | 23.1 | +5.7% | / | / | 11283 | 3.12% | -2% | 38 | -3% | 18.3% | +0.3pct | / |
| 必胜客 | 6.2 | +2.7% | / | / | 3606 | 2.83% | -6% | 82 | -9% | 12.8% | +0.6pct | / |
| 麦当劳 (IDL) | 84.6 | -1.8% | / | / | 7187 | 3.56% | -3.5% | 28 | / | / | / | / |
| 萨莉亚 (中国) | 18.9 | +15.7% | / | / | 505 | 4.55% | / | 48 | / | / | / | / |
| 同庆楼 | 5.9 | -1.2% | 0.83 | -95.7% | / | / | 约-30% | / | / | / | / | 0.00% |
| 广州酒家 | 21.9 | +2.3% | 3.84 | -4.5% | / | / | / | / | / | / | / | 0.00% |

资料来源：公司公告，窄门餐眼、国信证券经济研究所整理

注：股息率假设上下半年分红率一致；肯德基、必胜客客单价数据为三季度数据，麦当劳收入、同店数据来源于公司公告（IDL分部，除中国外还有中东等地区），客单价、门店数量数据来源于窄门餐眼，仅为国内数据；萨莉亚收入、经营利润数据来源于公司公告、门店数、客单价来源于餐眼。百胜中国、麦当劳货币单位为亿美元，萨莉亚为十亿日元，其余为亿人民币。

表：A+H连锁餐饮企业2024年中报核心信息速览（未披露季报的公司）

| 品牌 | 收入 | yoy | 归母净利润 | yoy | 期末门店数 | 门店数同比 | 同店销售增长 (%) | 客单价 (元) | yoy | 餐厅利润率 | 餐厅利润率同比变动 (%) | 24H1股息率 (年化) |
|------|--------|--------|-------|---------------|-------|---------|--------------|---------|------|-------|---------------|---------------|
| 海底捞 | 214.91 | 14.8% | 20.38 | -9.74% | 1343 | -2.82% | 15.3% | 97.4 | -5% | / | / | 5.56% |
| 呷哺呷哺 | 23.95 | -15.9% | -2.73 | 由盈转亏 | 1072 | -2.01% | / | / | / | / | / | 0.00% |
| 呷哺呷哺 | 13.77 | 29.5% | / | / | 826 | -1.90% | -19.0% | 59.6 | 2% | / | / | / |
| 凑凑 | 14.02 | 36.8% | / | / | 245 | -1.61% | -43.0% | 137.8 | -3% | / | / | / |
| 九毛九 | 30.64 | 6.4% | 0.72 | -67.47% | 771 | 24.15% | / | / | / | 12.8% | -7.2 | 0.00% |
| 怂火锅 | 4.31 | 22.7% | / | / | 73 | 69.77% | -34.7% | 110 | -9% | 8.6% | -5.1 | / |
| 太二 | 22.48 | 2.7% | / | / | 614 | 23.79% | -15.5% | 71 | -5% | 13.8% | -7.5 | / |
| 海伦司 | 4.41 | -37.9% | 0.70 | -55.76% | 537 | -17.76% | -28.6% | / | / | / | / | 15.36% |
| 奈雪的茶 | 25.44 | -1.9% | -4.35 | 由盈转亏 | 1894 | 58.63% | -37.7% | 27.5 | -15% | 7.8% | -12.3 | 0.00% |
| 达势股份 | 20.41 | 48.3% | 0.11 | 24.64% | 914 | 36.01% | 3.6% | 83.6 | -5% | 14.5% | 1.0 | 0.00% |
| 特海国际 | 3.71 | 14.5% | -0.05 | 由盈转亏 | 122 | 6.09% | 10.3% | 24.6美元 | -4% | 8.7% | 0.4 | 0.00% |
| 茶百道 | 23.96 | -10.0% | 2.37 | -59.70% | 8385 | 20.58% | / | / | / | / | / | 0.00% |

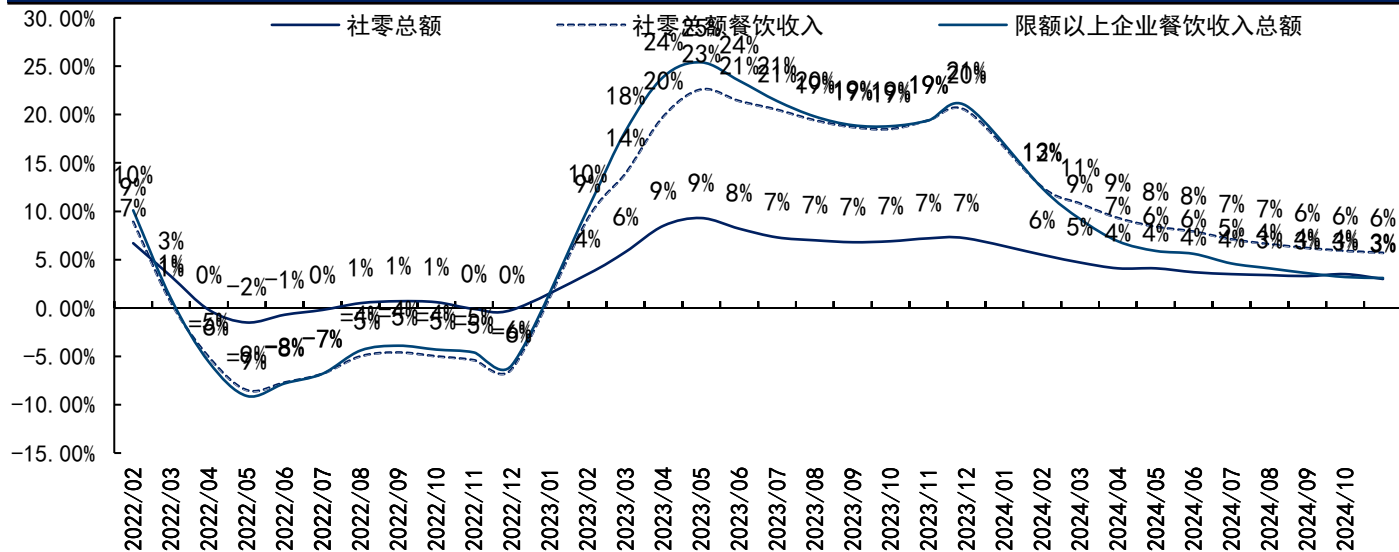
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：股息率假设上下半年分红率一致；肯德基、必胜客客单价数据为二季度数据而非上半年数据

展望后续：政策频发，2025年餐饮收入有望在低基数上实现增速修复

- 政策频发下2025年餐饮收入有望在低基数下恢复高增长。**近期促销费政策包括：1) 存量房贷利率下调，有助于提升居民可用于消费的收入规模进而促进消费。2) 发放消费券，上海9月28日起开始发放申领消费券，其中可用于餐饮板块的消费券总金额达3.6亿元，据悉海底捞上海人民广场门店用餐客户中有10%使用餐饮券进行消费，预计拉动餐饮消费成效显著；10月10日，杭州商务局亦着手启动消费券发放活动，餐饮专项消费券、商超消费券、手机平板等消费电子消费券等合计总额度4.3亿元。3) 财政部发布会加大财政政策逆周期调节力度，结合促消费及保民生，多举措增加居民收入，稳步提升社会保障水平，增强低收入群体的消费能力和意愿。
- 竞争格局略有好转，利润率有望率先出现修复。**考虑系Q1亏损出清部分餐饮企业，同时新增企业数量减少导致竞争格局稍有缓和，如下右图所示，7-10月新增餐企数量仍较高，但相较于3-4月已明显减少。随着尾部餐饮企业持续亏损出清，头部餐饮机构有望受益于竞争格局改善，利润率率先修复。
- 在个股推荐顺序上，我们认为火锅正餐与商务宴请、社交聚餐场景紧密相关，是餐饮中更具顺周期弹性的细分品类，优先推荐经营能力出众的四川火锅龙头海底捞。推荐曾成功穿越多个周期的西式快餐标的百胜中国，关注九毛九、海伦司、呷哺呷哺。**

图：2022年至2024年11月社零及餐饮收入累计同比数据



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年国内注册新增及注销吊销餐饮企业数量

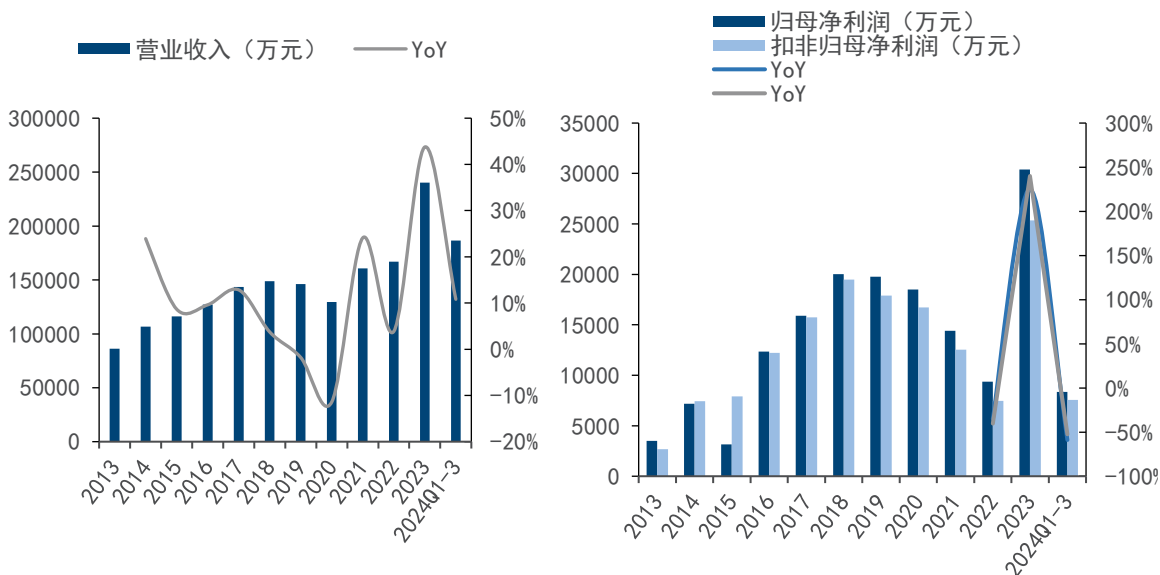


资料来源：天眼查、餐饮老板内参公众号，国信证券经济研究所整理

同庆楼：2025年婚宴需求有望反弹，公司门店扩张望迎收获期

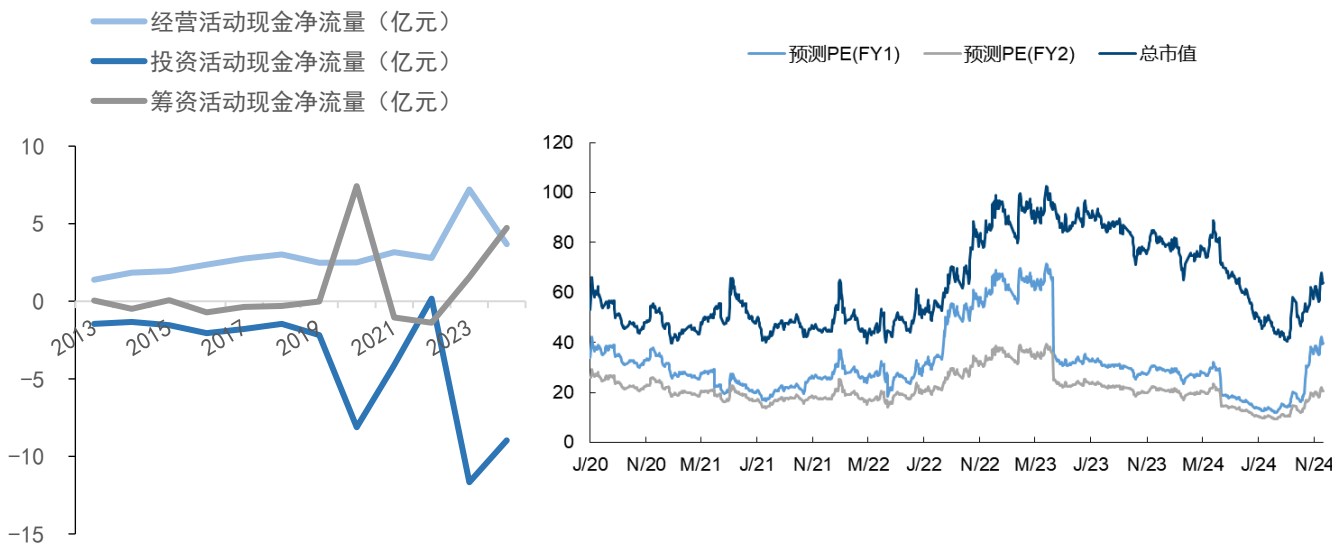
■ 2024回顾：不断突围的老字号民企，近两年行业需求与投资节奏变化下业绩经历从顶峰到谷底。公司是大型宴会和包厢细分赛道民企龙头，在安徽及周边区域品牌势能突出，于2020年7月上市，是近5年唯一一个成功登陆A股的餐饮公司。疫情期间在原有餐饮基本盘上探索出富茂酒店、食品业务三轮驱动成长模式。2024Q1-3公司收入18.65亿元/+10.81%，归母净利润0.83亿元/-58.92%，扣非净利润0.76亿元/-52.51%。整体上业绩承压，主要系：1) 宏观经济呈现渐进复苏态势以及民间对农历习俗的偏好变化，前三季度公司可比门店（2022年底之前开业的门店）较2023年下降13.42%；2) 公司进入快速扩张周期，年初计划新增门店面积26万m²，较2023年的实际开店面积翻倍以上，新店贡献营业收入3.57亿元，但爬坡期亏损约3000万左右，新店增收不增利扰动短期利润率表现；3) 财务费用增加。前三季度资本开支约9亿元，季末长期借款从去年底的1.6亿元增加至6.3亿元，由此带来前三季度财务费用较同比增加近2000万元。

图：同庆楼前三季度收入和归母业绩，以及经营现金流表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同庆楼上市以来股价走势



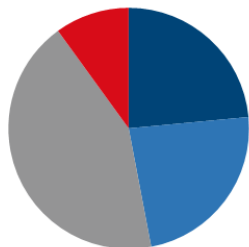
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

同庆楼：2025年婚宴需求有望反弹，公司门店扩张望迎收获期

- 2025展望：初步跟踪2025年婚宴需求有望反弹，同时预计公司更加平衡投资节奏。**目前包厢与宴会各占收入近半，宴会利润贡献更大。今年上半年合肥结婚对数同比增长7.3%，叠加明年“双春年”农俗效应，结合婚宴6-12个月预定周期不排除带动需求回暖。从公司报表看，三季度末其他应付款（主要系订餐押金）2.3亿元/+6.9%，增速较二季度转正。此外，若后续政策持续发力，家庭聚餐、商务宴请等需求好转也值得期待。公司公开投资者交流表示会适当控制投资节奏，我们预计明年资本开支回落有望为存量门店利润释放提供基础。
- “赛道小β+宏观大β”双弹性，有望迎经营拐点。**公司“一半宴会，一半包厢”模式有望优先受益于“2025年农俗偏好改善下婚庆反弹+经济顺周期提振”双重弹性。公司过往经营稳健现金流良好，2019年存量核心酒楼门店接近50家，经营面积24万m²；2020-2024年各业态累计新增约55万m²，重点加速富茂酒店扩张，若明年经济环境+双春年婚宴需求边际改善，新增直营店利润弹性有望逐步显现。后续不同于市场主要高星级酒店的富茂模式有望助力异地份额扩张，打开公司长期叙事空间。

图：同庆楼业务占比

■ 婚宴 ■ 其他宴会 ■ 包厢 ■ 食品



表：富茂业绩估算

| 门店名称 | 开业时间 | 面积 | 物业 | 假设收入（亿元） | 假设净利润（亿元） | 假设净利率 | 城市 | 品牌 |
|---------|--------------|--------------------|----|----------|-----------|-------|------|-------|
| 1、滨湖富茂 | 2020年10月 | 近9万m ² | 自有 | 3.0 | 0.65 | 22% | 安徽合肥 | 富茂大饭店 |
| 2、瑶海富茂 | 2021年10月 | 4万m ² | 自有 | 1.4 | 0.25 | 18% | 安徽合肥 | 富茂大饭店 |
| 北城富茂 | 2023年1月 | 3万m ² | 自有 | 0.9 | 0.17 | 18% | 安徽合肥 | 富茂花园 |
| 阜阳富茂 | 2023年10月 | 1.8万m ² | 租赁 | 0.5 | 0.07 | 15% | 安徽阜阳 | 富茂国际 |
| 高新富茂 | 2024年1月 | 6.5万m ² | 自有 | 2.2 | 0.48 | 22% | 安徽合肥 | 富茂大饭店 |
| 肥西富茂 | 2024年1月 | 8.6万m ² | 自有 | 2.9 | 0.64 | 22% | 安徽合肥 | 富茂大饭店 |
| 安庆富茂 | 2024年5月 | 3.1万m ² | 自有 | 1.0 | 0.14 | 15% | 安徽安庆 | 富茂花园 |
| 上海富茂 | 预计2024年底 | 1.5万m ² | 租赁 | 0.4 | 0.06 | 15% | 上海 | 富茂国际 |
| 9、杭州富茂 | 预计2024年底或次年初 | 2.7万m ² | 租赁 | 0.7 | 0.11 | 15% | 浙江杭州 | 富茂国际 |
| 10、铜冠富茂 | 预计2024年底或次年初 | 4万m ² | 租赁 | 1.4 | 0.25 | 18% | 安徽合肥 | 富茂国际 |

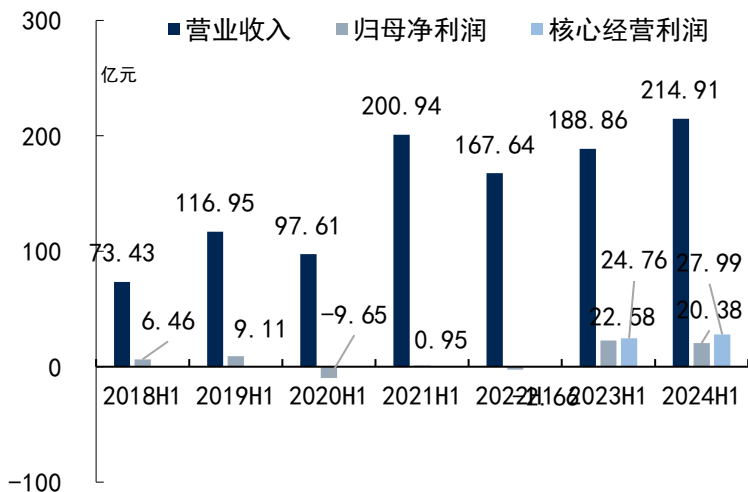
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

海底捞：翻台率维持稳健叠加客单价回暖，新品牌放量贡献新增量

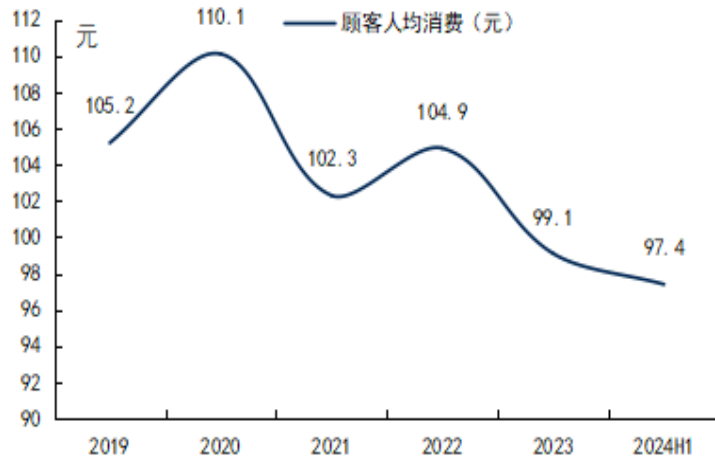
- 2023-2024年公司经营展现出逆行业周期的高水准。**2023年下半年以来，据我们对火锅赛道的跟踪数据，部分火锅品牌如湊湊、怂火锅2023H2同店销售普遍同比仅恢复至2022年的80-90%，但海底捞火锅配合公司性价比定位以及品牌营销出圈，翻台率同比恢复已超出2022年同期的20-100%，展现出逆行业周期的高景气度。翻台率强势复苏下，海底捞2023全年实现收入416.2亿元、归母净利润45.0亿元，均创下上市以来新高。2024年延续优异表现，2024H1实现营收214.9亿元/+14%，核心经营利润28.0亿元/+13%，收入利润继续维持强劲表现。
- 同店经营改善：翻台率维持稳健+客单价回暖。**2023年下半年以来餐饮品牌纷纷降价以获取客流，可以观察到2023H2餐饮公司客单价环比均有不同幅度下调，以适应性价比消费的大趋势，2024H1，海底捞为适应消费环境客单价主动降低至97.4元/-5%。但从2024年9月开始，公司对于折扣的派发更为精准，客单价环比有所提升，12月初海底捞客单价已回升至约100元，环比不断回暖。此外，2024H1公司整体翻台率已达到4.2次，虽距离2019年的4.8次仍有一定距离，但考虑到目前门店接近1400家、较2019年门店数为768家规模已翻倍，中性预期下我们预计翻台率同比水平基本维持稳健。

图：海底捞营业收入/归母净利润/核心经营利润数据



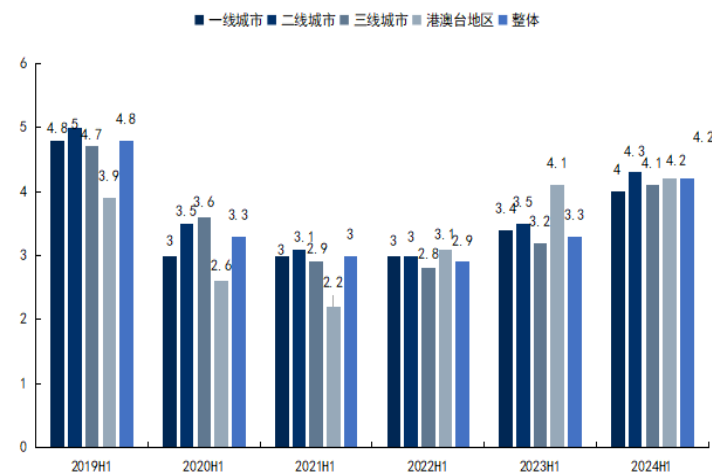
资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图：海底捞客单价数据变化



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

图18：海底捞分城市等级翻台率数据



资料来源：公司公告，国信经济研究所整理

海底捞：翻台率维持稳健叠加客单价回暖，新品牌放量贡献新增量

- “红石榴计划”加持，烤肉品牌领衔。** 焰请烤肉铺子是公司“红石榴计划”计划的重点项目之一。焰请烤肉铺子首店于2023年年底开张，主营融合烤肉品类（即融合中日韩等多国烤肉风格及食材的品类），截至11月底，焰请烤肉铺子在全国拥有12家门店。运营模型上，烤肉及火锅品类的特点在于“新鲜食材，食客自主烹饪”。海底捞基于火锅运营经验，相对快餐（要求出餐效率）、中式正餐（要求厨师厨艺），切入烤肉赛道更容易适应。在用户画像上，焰请烤肉铺子及海底捞客单价均处在100元价格带，瞄准相同消费力人群；且海底捞多年来通过大学生优惠占领了大量年轻消费者群体心智，而焰请烤肉铺子同样瞄准年轻人喜好进行装潢、安排现场音乐表演。高度重合的客群使得自海底捞主品牌向焰请烤肉铺子引流更容易实现。
- 2025年展望：2023-2024年公司向市场证明了自身的弱市环境下领先的运营调节能力，展望2025年客单价回暖、翻台稳健表现下同店有望重回增长通道，且“红石榴计划”赋能下新品牌焰请烤肉铺子扩张有望提速，供应链与门店人工协同下盈利能力有保障。目前海底捞处于同店与新品牌经营拐点期，我们看好经营逻辑扭转后市场给与公司估值溢价。**

表：海底捞/焰请烤肉铺子门店模型对比

| | 海底捞火锅 | 焰请烤肉铺子 |
|------------------------|------------|---------|
| 品类定位 | 川渝火锅 | 融合烤肉 |
| 客单价 | 101.69 | 106.43 |
| 门店数 | 1365 | 9 |
| 门店面积 (m ²) | 800-1200 | 300-400 |
| 单面积支出 (元) | 9000-10000 | 4000 |
| 门店投入 (万元) | 760 | 200 |
| 月营收 (万元) | 268 | 89 |
| 月食材成本 | 107 | 36 |
| 月人工成本 | 80.4 | 160 |
| 月租金 | | 约4% |
| 月能耗 | | 约3% |
| 月摊销 | | 约3% |
| 月营销费用及其他 | | 约2% |
| 月经营利润 (万元) | 48.24 | 18.76 |
| OPM | 18% | 21% |
| NPM | 11% | 14% |
| 月净利润 (万元) | 29 | 13 |
| 现金回收期 (月) | 10 | 8-10 |

资料来源：公司公告、海底捞、西塔老太太、焰请烤肉铺子门店、国信证券经济研究所整理

表：中性与乐观情景下海底捞业绩弹性测算（单位：百万元）

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 中性预期 | | | | |
| 营业收入 | 31,039 | 41,453 | 44,604 | 49,622 | 54,852 |
| yoy | -25% | 34% | 7.6% | 11.3% | 10.5% |
| 翻台率 | 3.0 | 3.8 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |
| 客单价 | 105 | 99 | 98 | 101 | 104 |
| yoy | | -5.5% | -1.1% | 3.0% | 3.0% |
| 火锅门店数 | 1,371 | 1,374 | 1,375 | 1,475 | 1,572 |
| 烤肉门店数 | | | 20 | 100 | 200 |
| 有效门店 | | | 1,382 | 1,508 | 1,639 |
| yoy | | 0.2% | 0.6% | 9.7% | 8.6% |
| 归母净利润 | 1638 | 4499 | 4620 | 5118 | 5617 |
| yoy | -139% | -175% | 2.7% | 10.8% | 9.8% |
| | 乐观预期 | | | | |
| 营业收入 | 31,039 | 41,453 | 44,604 | 54,194 | 65,737 |
| yoy | -25% | 34% | 7.6% | 21.5% | 22.3% |
| 翻台率 | 3.0 | 3.8 | 4.4 | 4.6 | 4.8 |
| 客单价 | 105 | 99 | 98 | 104 | 110 |
| yoy | | -5.5% | -1.1% | 6.5% | 5.5% |
| 火锅门店数 | 1,371 | 1,374 | 1,375 | 1,475 | 1,621 |
| 烤肉门店数 | | | 20 | 120 | 270 |
| 有效门店 | | | 1,382 | 1,515 | 1,711 |
| yoy | | 0.2% | 0.6% | 10.2% | 12.9% |
| 归母净利润 | 1638 | 4499 | 4620 | 5826 | 7158 |
| yoy | -139% | -175% | 2.7% | 26.1% | 22.9% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

美团-W：竞争缓和、组织破壁、新业务减亏，2024年公司业绩强势增长



- **美团：2024年前三季度业绩高增长主要来自核心本地商业收入良好增长、经营利润率同比改善和新业务加速减亏等推动。**
 - 1) **到家业务：外卖：**护城河深厚，受大盘影响更大，但公司通过产品/营销/模式等创新（拼好饭、神枪手、品牌卫星店等），助力外卖量稳定增长（估算24Q2和Q3外卖单量增加均有10%以上，带动更广泛骑手就业机会），虽AOV或有压力，当然由于配送效率和配送成本的优化，推动了美团外卖中1P业务占比的提升带来单均提成增加，这是美团的竞争优势带来的 α 。**闪购：**今年以来社零总额增势平稳，但即时零售1-8月行业规模同比增长26.2%，万物到家仍处于高速渗透期，美团积极闪电仓等拓展，Q3闪购单量增36%+，广告变现率提升和配送效率优化下经营利润连续三个季度为正。
 - 2) **到店业务：**线上流量溢价提升。1) 线上渗透提升加速其合作用户量增显著好于大盘；线上线下全场景运营成商户迎接挑战的重要工具，带动佣金和广告投入等增加。2) 伴随竞争缓和和公司业务整合，到店业务变现率有望渐进企稳回升，助力到店业务收入增长。下沉市场和到店到家转换提升下，Q3单量+50%，高速增长，但AOV因整体环境和结构因素承压，综合看收入增超20%，OPM同比提升。
 - 3) **公司到店与到家、美团平台、研发平台等打通整合，有助于内部经营提效和平台流量效率增强（神会员打通）。**
 - 4) **新业务减亏。**新业务2024年前三季度大幅减亏，这是今年公司业绩弹性非常大的重要原因。

表：美团季度业务拆解情况

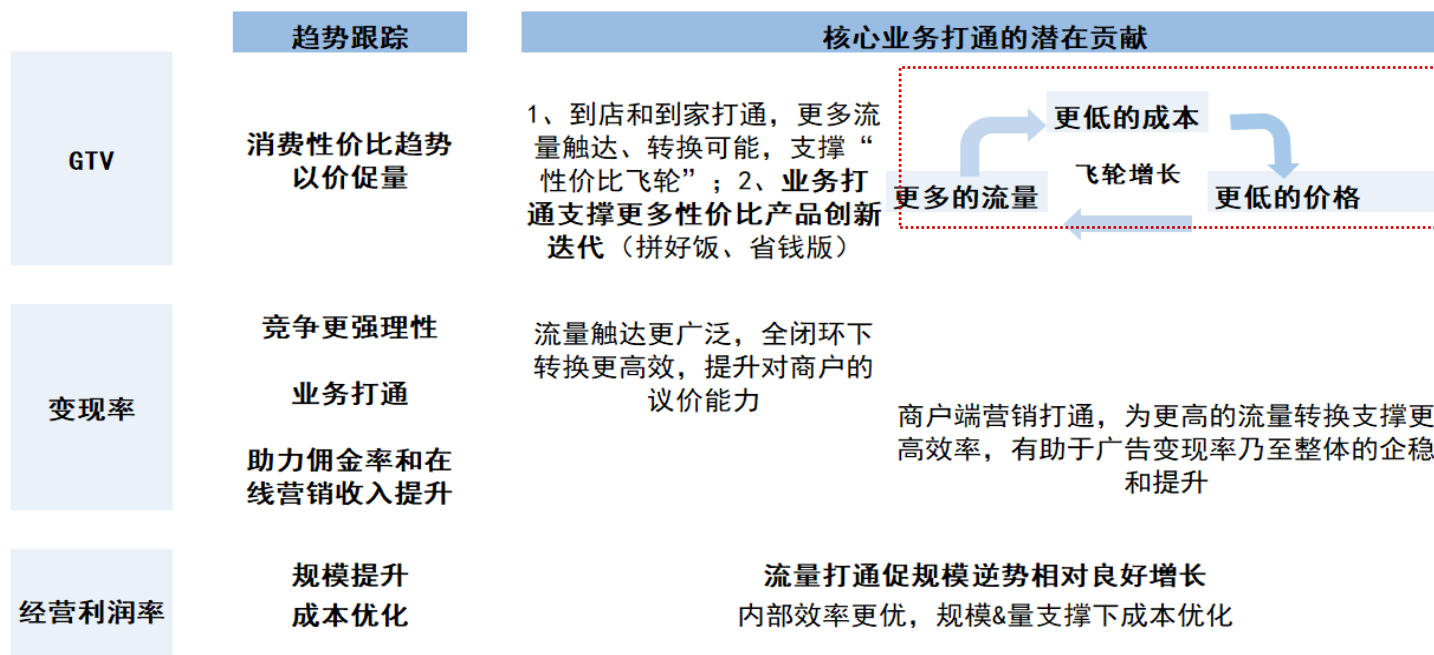
| 单位：百万元 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 核心商业 | | | | | | | |
| 收入合计 | 42,885 | 51,200 | 57,691 | 55,131 | 54,626 | 60,682 | 69,373 |
| 收入yoy | 25.5% | 39.2% | 24.5% | 26.8% | 27.4% | 18.5% | 20.2% |
| 经营利润 | 9,445 | 11,139 | 10,096 | 8,019 | 9,699 | 15,234 | 14,582 |
| 经营利润yoy | 100.7% | 34.8% | 8.3% | 11.1% | 2.7% | 36.8% | 44.4% |
| 经营利润率 | 22.0% | 21.8% | 17.5% | 14.5% | 17.8% | 25.1% | 21.0% |
| 新业务 | | | | | | | |
| 收入合计 | 15,732 | 16,765 | 18,776 | 18,565 | 18,650 | 21,569 | 24,204 |
| 收入yoy | 30.1% | 18.4% | 15.3% | 11.5% | 18.5% | 28.7% | 28.9% |
| 经营利润 | -5,029 | -5,193 | -5,112 | -4,833 | -2,757 | -1,314 | -1,026 |
| 经营利润yoy | -40.5% | -23.5% | -24.5% | -24.1% | -45.2% | -74.7% | -79.9% |
| 经营利润率 | -32.0% | -31.0% | -27.2% | -26.0% | -14.8% | -6.1% | -4.2% |
| 业务汇总 | | | | | | | |
| 总收入 | 58,617 | 67,965 | 76,467 | 73,696 | 73,276 | 82,251 | 93,577 |
| 收入yoy | 26.7% | 33.4% | 22.1% | 22.6% | 25.0% | 21.0% | 22.4% |
| 经调整业绩 | 5,491 | 7,660 | 5,727 | 4,375 | 7,488 | 13,606 | 12,829 |
| Yoy | 253.1% | 272.2% | 62.4% | 427.6% | 36.4% | 77.6% | 124.0% |
| 经调整净利率 | 9.4% | 11.3% | 7.5% | 5.9% | 10.2% | 16.5% | 13.7% |

资料来源：公司财报，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

美团-W：自身经营阿尔法强劲，可兼顾顺周期布局

- **核心业务：**公司本身经营具有良好阿尔法，其到店业务竞争缓和、即时零售高速增长、到店到家等平台业务打通等助力自身成长。当前美团与竞对到店业务边界相对逐步清晰，竞争已趋于缓和；同时公司全面发力即时零售，公司预计即时零售未来将占电商份额10%+，预计2027年美团闪电仓的GTV将超2000亿元RMB+，中长期变现率可观（目前闪购广告变现率估算已超外卖）。
- **新业务：**海外业务加码布局，关注新业务潜在成长。随着新业务减亏进入合理范围，且公司将加速布局海外外卖市场，导致新业务减亏对于上市公司整体利润的拉升作用会显著回落。此外，美团也在自身盈利能力大幅提升之后开始推出”繁盛计划“，助力餐饮等消费生态圈的共荣，这也体现了美团的社会责任，有助于其平台生态长期可持续健康成长和拓展更广阔成长空间。
- **若后续政策利好传导至消费端，公司又可兼具顺周期弹性。**中共中央政治局会议提出，要“实施更加积极的财政政策”以及“适度宽松的货币政策”，以及“要大力提振消费”，“全方位扩大国内需求”，其中美团有望直接受益于本地生活相关消费券等增量。



资料来源：公司公告、公司财报、36kr、虎嗅网，国信证券经济研究所整理

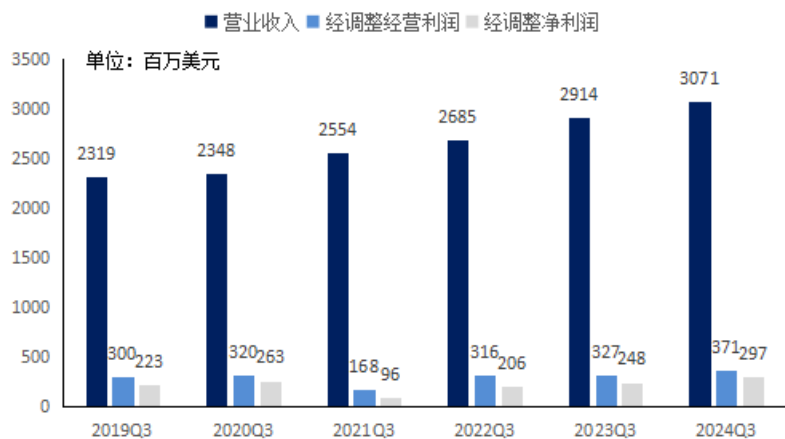
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

百胜中国：降本增效能力突出，维持盈利能力下积极扩张



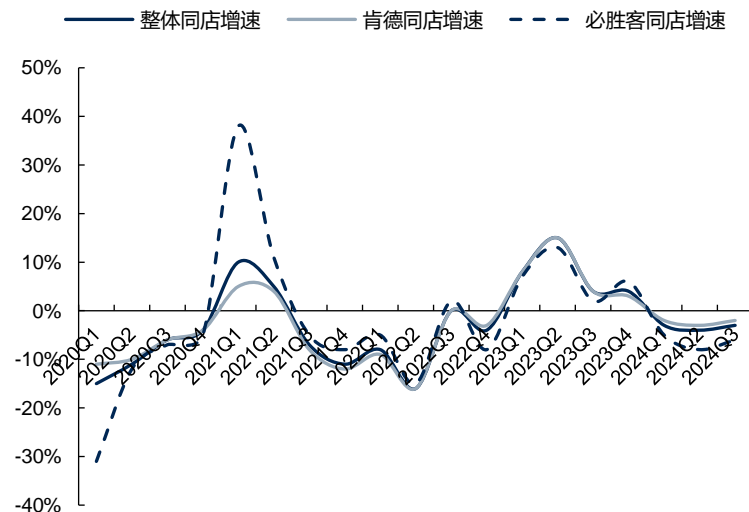
- 2024Q3核心经营利润同增18.3%，环比Q2继续提速。** 2024Q3，公司实现收入30.7亿美元/+5.4%，季度收入创历史新高；核心经营利润3.69亿美元/+18.3%；经调整净利润2.97亿美元/+19.8%，收入利润增速表现环比Q2（收入+1%/核心经营利润+12%/经调整净利润+7%）继续提速。2024年前三季度，公司实现收入87.1亿美元/+2.6%；经调整营业利润10.11亿美元/+1.1%；经调整净利润7.96亿美元/+8.0%，前三季度经营数据同比增速均已转正。
- 2024Q3核心品牌同店表现环比继续企稳。** 2024Q3，系统销售额同增4%，得益于净增门店贡献；整体同店销售同比-3%，环比24Q2（-4%）收窄。分品牌看，肯德基同店销售同比-2%，环比Q2（-3%）收窄，其中客流（+1%）增速连续7个季度实现正增长，折扣降低助力客单价（-3%）环比Q2（-7%）降幅收窄；必胜客同店销售同比-6%，环比Q2（-8%）降幅同样收窄，其中客单价降幅（-9%）环比持平，系必胜客仍执行高性价比策略，客流增速（+4%）环比Q2（+2%）提速继续向好，性价比战略效果继续体现。
- 前三季度开店节奏合预期，维持全年扩张计划。** 2024Q3，公司门店净增438家，其中肯德基/必胜客分别净增352/102家，期末门店数达11283/3606家。公司维持2024年净增1500-1700家门店扩张计划，前三季度公司已经净增1217家，已完成全年目标（以中位数1600家门店计算）的76%

图：2020-2024Q3公司收入、调整前后归母净利润



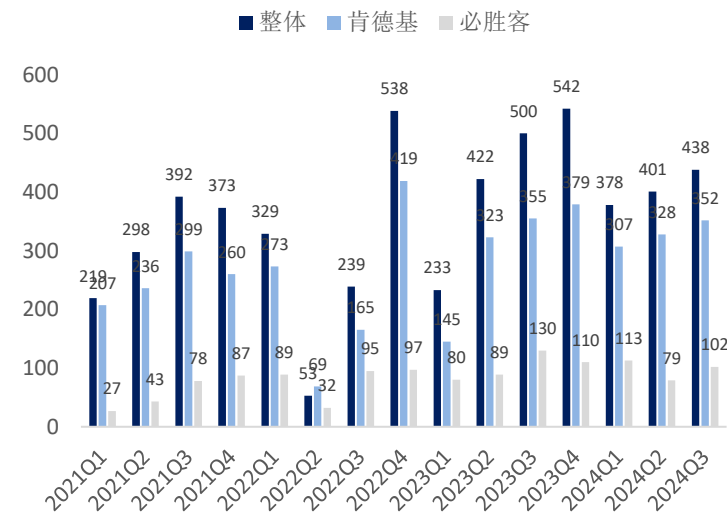
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2022-2024Q3公司层面、KFC、PZH同店收入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2022-2024Q3公司层面、KFC、PZH新开门店数

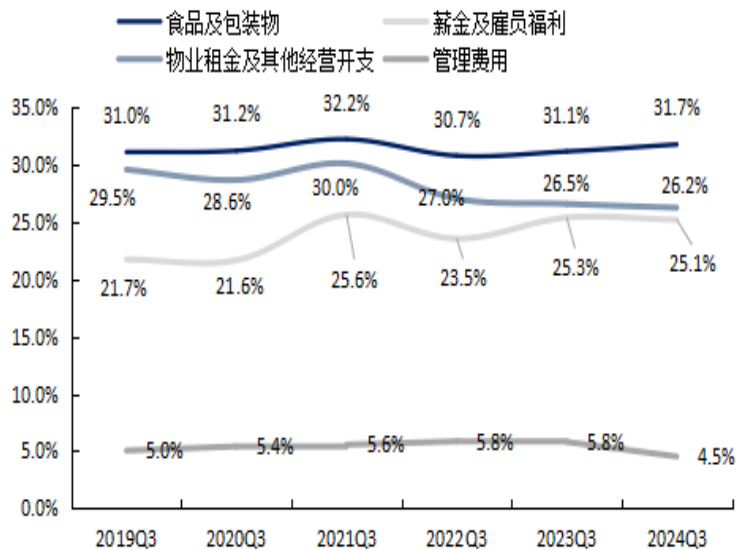


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

百胜中国：降本增效能力突出，维持盈利能力下积极扩张

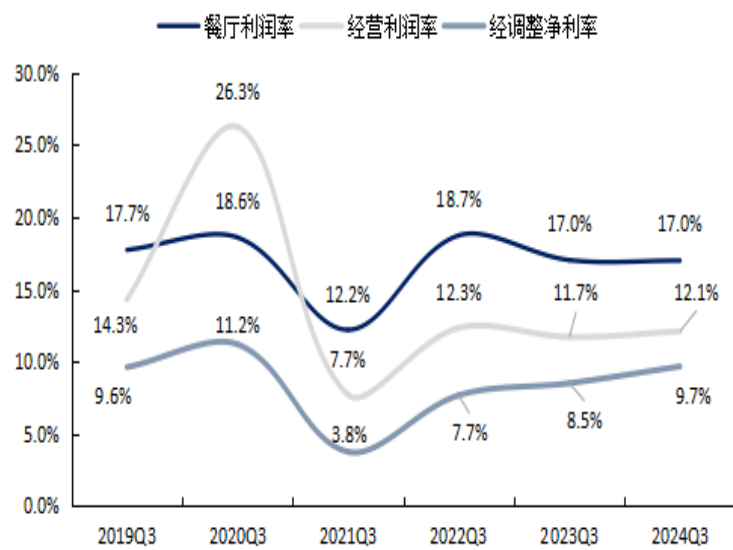
- **创新店型多元创收，加码加盟战略，拟将2024-2026年股东回报提升50%。**公司旗下平价咖啡肯悦咖啡期内销售额与咖啡销售同增超30%，年底预计将超600家；必胜客推出WOW店型主打性价比，目前门店数已达150家。且公司持续加码加盟战略，肯德基未来加盟店净新开门店占比将逐步提至40%-50%，必胜客加盟净开占比将逐步提升至20-30%。前三季度通过股票回购与现金股息累计回馈超12.4亿美元，公司拟将2024-2026年股东回馈金额由30亿美元提升至45亿美元，提升幅度达50%。
- **展望2025年，**公司2024年上半年同店表现以及展店节奏维持强韧表现，且依靠成本费用端的精细化管控，2024Q2经调整净利润增速转正，近期国内促消费利好政策频出，我们分析公司下半年经营端有望继续呈现筑底企稳态势，且公司持续在二级市场加大回购力度，我们认为公司每股盈利双位数年化增长的中线目标具有较高可达成性。且复盘百胜中国历史估值水平（详见后续动态估值表），在经营业绩拐点出现时市场往往会给与公司估值溢价，建议关注促消费政策出台后明年潜在的业绩改善预期。

图25：2020-2024Q3百胜中国各项成本占比



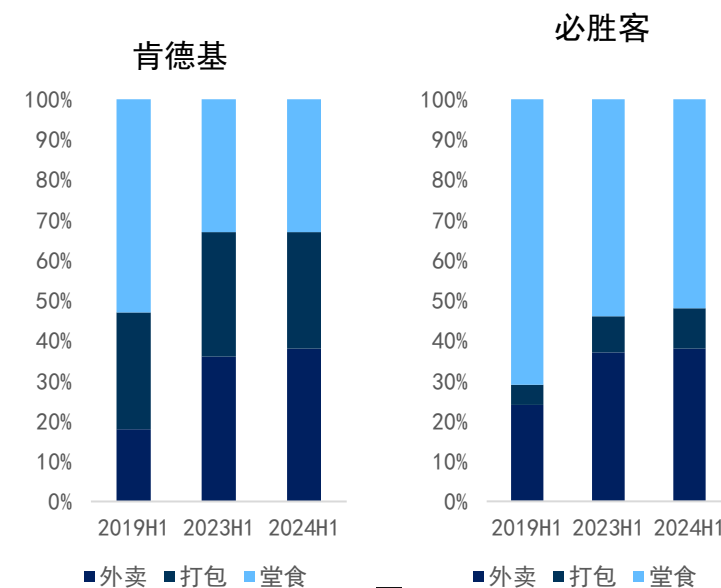
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：2021Q2-2024Q3百胜中国餐厅利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27：肯德基&必胜客堂食、外卖、打包结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

九毛九：扩张计划趋于审慎，静待盈利拐点出现

- **主力品牌均维持稳健扩张，全年目标具备较高可达成性。**截至2024年三季度末，太二/怱/九毛九门店分别为654（直营642/加盟12家）/79/72家，较2023年底净增76/17/-5家。据我们动态跟踪，2024年前三季度，太二/怱/九毛九分别新开68/24/4家门店，考虑2024年中报时公司已将太二/怱全年开店计划调整为新开93（内地80+内地以外13家）/25家，结合品牌开店季节性节奏，我们分析公司全年扩张计划具备较高可达成性。
- **推行性价比，环比小幅下降。**2024年三季度，太二/怱/九毛九客单价分别为69/97/54元，环比二季度分别0/-7/-1元，其中怱客单价环比走低较多，主要系暑期单桌就餐人次增加所致。
- **同店销售降幅筑底，翻台率边际略有走高。**2024年三季度，太二/怱/九毛九自营翻台率分别为3.6/3.0/2.8次，环比二季度（3.6/2.8/2.6次）企稳。同店销售方面，太二/怱/九毛九分别为-18.3%/-32.5%/-10.3%，整体表现仍承压，但环比二季度（-18.1%/-36.6%/-12.6%）降幅已呈现筑底迹象。
- **展望2025年，**公司上半年经营受外部环境原因影响承压，经营杠杆负效应影响经营利润率，公司从中期以来积极调整品牌门店模型，员工薪酬体系，伴随近期消费政策的陆续出台，短期我们建议关注公司太二、怱品牌调整效果后盈利改善的节奏，此外中线看我们仍看好公司的品牌孵化能力及运营能力，关注新品牌孵化与加盟门店的进展。

表：九毛九分季度经营数据概览

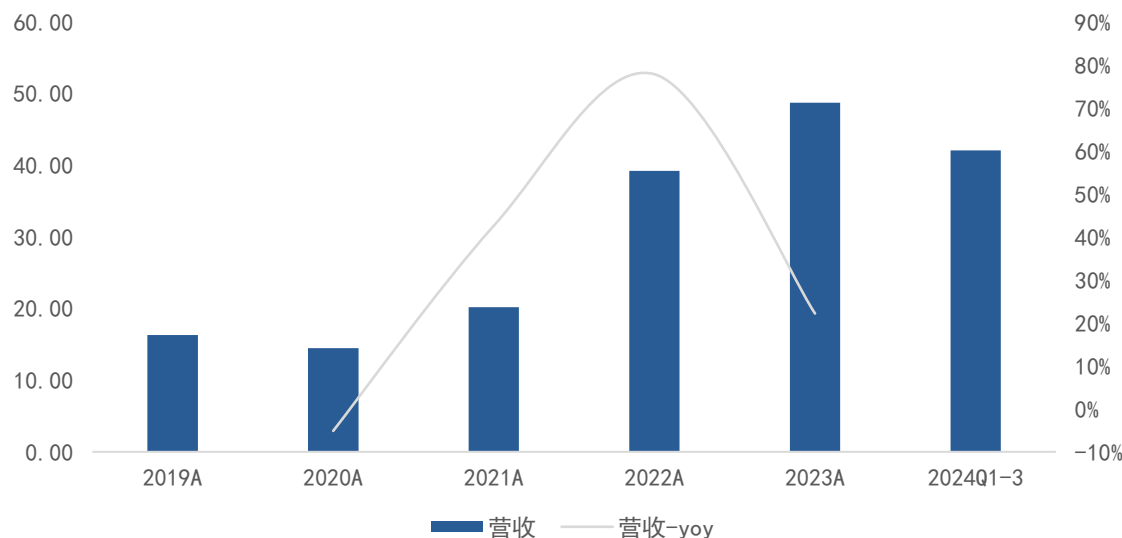
| | 餐厅数量 | | | | 门店新增（直营） | | | 翻台率（仅限自营） | | | 客单价（元） | | | 同店销售 | | |
|--------|------|--------|----|-----|----------|----|-----|-----------|-----|-----|--------|-----|-----|--------|--------|--------|
| | 太二 | 其中：加盟店 | 怱 | 九毛九 | 太二 | 怱 | 九毛九 | 太二 | 怱 | 九毛九 | 太二 | 怱 | 九毛九 | 太二 | 怱 | 九毛九 |
| 2024Q1 | 584 | 0 | 66 | 75 | 8 | 5 | 0 | 3.9 | 3.0 | 3.0 | 73 | 116 | 57 | -13.9% | -34.8% | -4.1% |
| 2024Q2 | 614 | 2 | 73 | 72 | 24 | 8 | 1 | 3.6 | 2.8 | 2.6 | 69 | 104 | 55 | -18.1% | -36.6% | -12.6% |
| 2024Q3 | 654 | 12 | 79 | 72 | 36 | 11 | 3 | 3.6 | 3.0 | 2.8 | 69 | 97 | 54 | -18.3% | -32.5% | -10.3% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

特海国际：布局海外市场，翻台显著增长，期待换帅后经营端提速发展

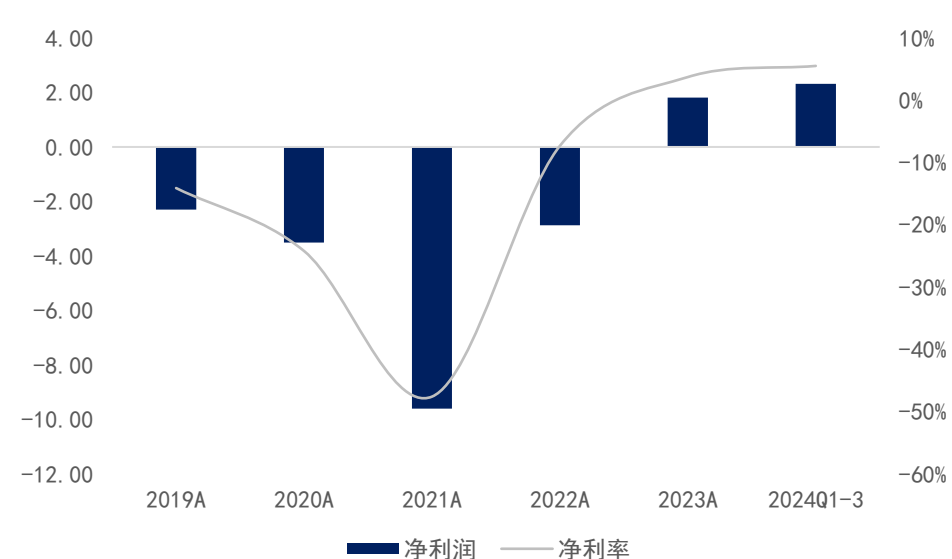
- **2024Q3收入、调整后利润维持强劲增长，东南亚以外区域贡献增量。**2024Q3，公司实现营收1.99亿美元，同比+14.6%，主要系翻台率提升及门店扩张。**客流增长明显，客单价提升明显。**2024Q3，同店销售额同增+5.6%，整体翻台率达到3.8次/天，分地区看，东南亚/东亚/北美/其他地区翻台为3.6/4.3/3.9/3.8次，同比+0.1/+0.4/持平/-0.1次，2024前三季度累计接待21.9百万人次/+13%。客单价为25.8美元，同比+1.9美元。公司提出三表管理计划（经营表、管理表和基础报表）完善门店管理，运营效率有望持续改善。
- **开店节奏较为平稳。**2024年Q3末，餐厅数量合计121家，较去年同期净增加7家，开业8家新店，关闭1家东南亚地区门店。分地区看，东南亚、东亚、北美洲、其他地区各73/18/20/10家，各增加4/1/2/0家，开店节奏仍相对平稳。**经营效率继续改善。**24Q3原材料成本&租金折摊继续优化，24Q1-3经营利润率已达已达6.3%且Q4为火锅旺季，全年目标（中个位数opm）具备较高可达成性。
- **2025年展望，**我们认为火锅行业在国际市场同样具备较为广阔的发展空间，特海国际是中餐出海的领军企业，2023年至2024年三季度，公司翻台率持续向好，且伴随企业对成本费用管控更加精细化，公司顺利扭亏为盈，**2024年海底捞功勋元老杨利娟出任特海国际CEO，公司也在美国纳斯达克实现双重上市，公司运营效率有望驶入成长快车道。**

图32：特海国际营业收入（单位：亿元人民币）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：特海国际净利润及归母净利率（单位：亿元人民币）

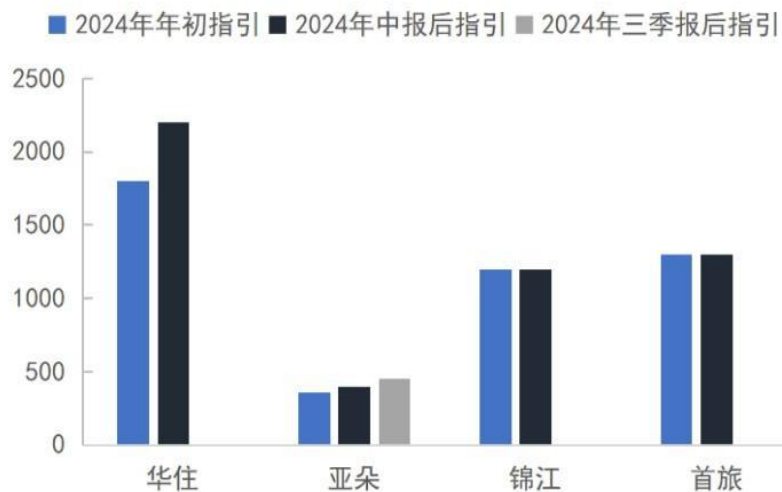


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

酒店：龙头规模提速扩张，收入与利润核心受RevPAR趋势扰动

- 酒店集团龙头RevPAR表现大多相对好于酒店行业大盘，但Q3因去年提价基数不同带来阶段差异。酒店集团龙头依托其会员体系支持和中央预订系统流量贡献，叠加大数据系统化支持强化收益管理能力，其RevPAR表现仍相对好于酒店行业大盘；Q3因去年提价基数不同带来阶段差异，亚朵华住价格降幅加大。展望后续，国庆后行业大盘经营趋势逐步企稳，预计经营效能领先的龙头仍领先行业表现。
- 华住和亚朵份额提速扩张，A股酒店龙头开店尚可。虽然行业承压，但酒店龙头经营仍有一定的相对优势，龙头积极推动其加盟扩张提速。其中华住、亚朵在今年均中报上修其全年开店指引，而亚朵最新三季报还进一步上修开店目标从400家提升至450家，整体均提升其逆周期抗风险能力，夯实其中长线持续成长支撑。A股酒店开店亦尚可，三季度末锦江、首旅和君亭的国内酒店数较去年底各增长6.7%/7.7%/8.8%，客房量同增6.2%、5.6%、10.2%，保持稳定正增长。其中，行业经营承压下，酒店龙头逆势扩张尚可，核心是1、物业租金下降和投资回报率下降，横向比较酒店投资有一定性价比和现金流优势；2、品牌龙头相对较单体酒店，其规模化平台化管理能力仍有一定吸引力（虽然不同品牌因发展阶段和品牌力差异略有区别）。

图：国内酒店龙头开店指引



资料来源：酒店之家，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：酒店龙头今年以来门店拓展对比

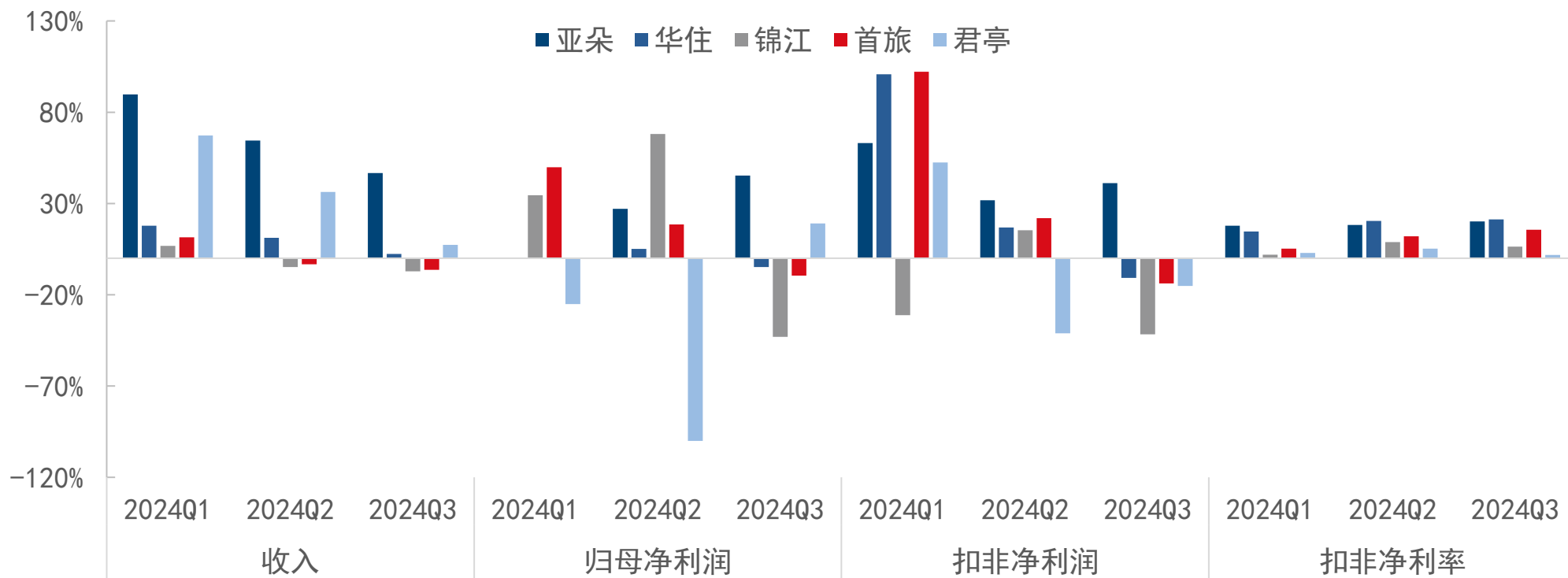
| 核心酒店龙头经营数据对比 | | 亚朵 | 华住 | 锦江 | 首旅 | 君亭 | 酒店行业 |
|--------------|-----------|-------|--------|--------|------|-------|--------|
| 国内酒店数 (家) | 2023年底 | 1210 | 9263 | 11258 | 6263 | 217 | 682568 |
| | 2024H1末 | 1412 | 10150 | 11755 | 6475 | 226 | 727598 |
| | 2024Q3末 | 1,533 | 10,707 | 12,007 | 6748 | 236 | 725240 |
| | Q3末较去年底增长 | 26.7% | 15.6% | 6.7% | 7.7% | 8.8% | 6.3% |
| 国内酒店客房量 (万间) | 2023年底 | 13.8 | 88.6 | 109.4 | 48.2 | 4.2 | 1905.0 |
| | 2024H1末 | 16.2 | 97.4 | 113.6 | 49.2 | 4.5 | 2018.7 |
| | 2024Q3末 | 17.5 | 103.5 | 116.3 | 50.9 | 4.6 | 2061.7 |
| | Q3末较去年底增长 | 27.0% | 16.9% | 6.2% | 5.6% | 10.2% | 8.2% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

酒店：龙头国内基数压力、海外拖累综合扰动业绩表现

- 酒店龙头第三季度收入增速放缓，扣非净利润同比大多数承压。2024Q3首旅和锦江均因RevPAR经营压力和直营店净关店影响，收入同比下滑6-7%，华住开店提速部分抵消RevPAR压力、收入增长2.4%。从扣非净利润来看，华住、首旅和君亭同比下滑11%、14%、15%（华住、首旅主要系高基数影响，且华住海外整合带来一次性重组成本，君亭与直营扩张爬坡期拖累相关）；锦江酒店Q3扣非业绩下滑超4成，除所得税、减值等一次性扰动外，主要与REVPAR承压下的经营压力放大尤其直营店拖累等相关。

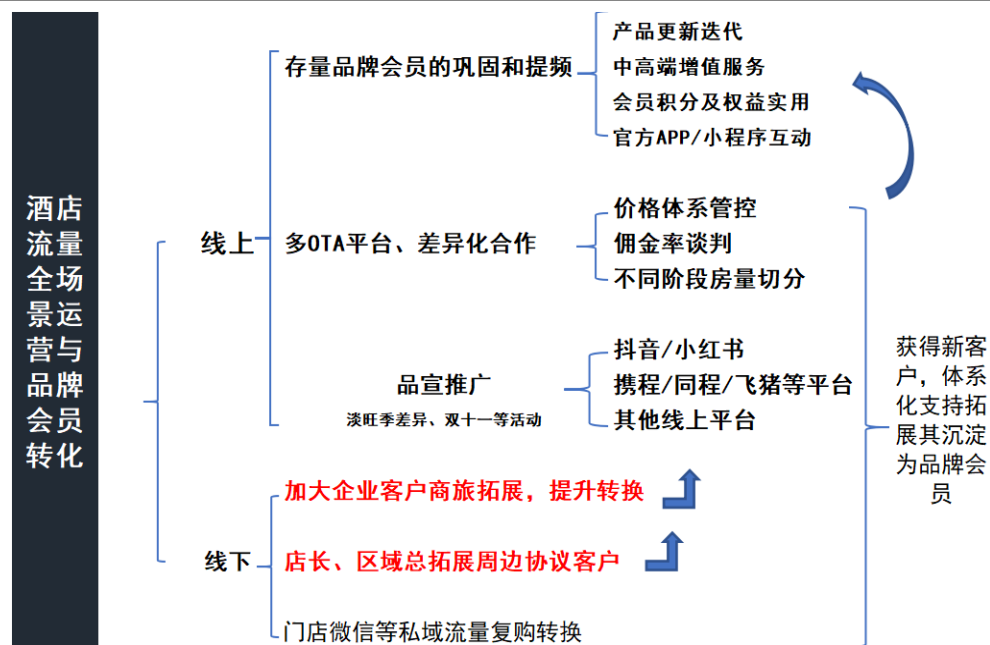
图：酒店龙头今年各季度收入、归母业绩和扣非业绩变化情况



酒店运营典范：线上线下全渠道展客，不断提升会员获得感

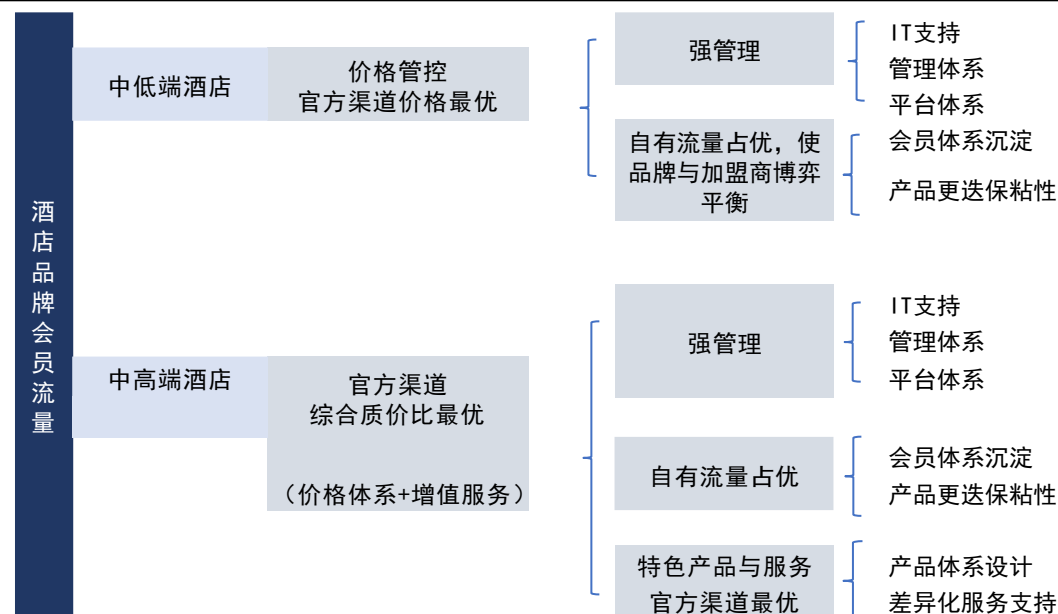
- 在目前线上渗透持续提升的时代，酒店运营核心在于线上线下全场景多渠道流量拓展和运营：与多个不同OTA平台灵活差异化合作，但同时积极拓展企业商旅和其他周边线下获客，并积极推动新获客户向品牌有效会员的转换。
- 在线下全场景运营：1、积极拓展企业协议客户，提高企业协议客户占比，以部分抵消商旅流量承压带来的不利影响。2024Q1和Q2，华住B2B企业协议客户销售间夜同增各34%/31%，企业客户各同增57%/47%。从亚朵来看，今年Q2，公司企业协议销售间夜占比为19.3%，较去年同期进一步提升，也在不断强化自身多元获客尤其商旅获客能力。2、以区域为中心，积极线下周边或区域获客仍然是重要的获客方式，但需要区域有效组织协同，并在考核层面进行相应调整，以推动相关人员的积极性等。
- 进一步分析，酒店品牌能持续提升品牌流量，核心在于持续提高会员获得感：1、价格管理体系的打通；2、会员增值服务差异化。其中对于中低端酒店核心在于价格最优管控，而中高端酒店则侧重品牌会员可以实现综合质价比最优，相对分化。

图：酒店线上线下全场景流量运营与品牌会员转化



资料来源：环球旅讯，36kr，国信证券经济研究所整理

图：不同定位酒店品牌会员流量的核心支撑

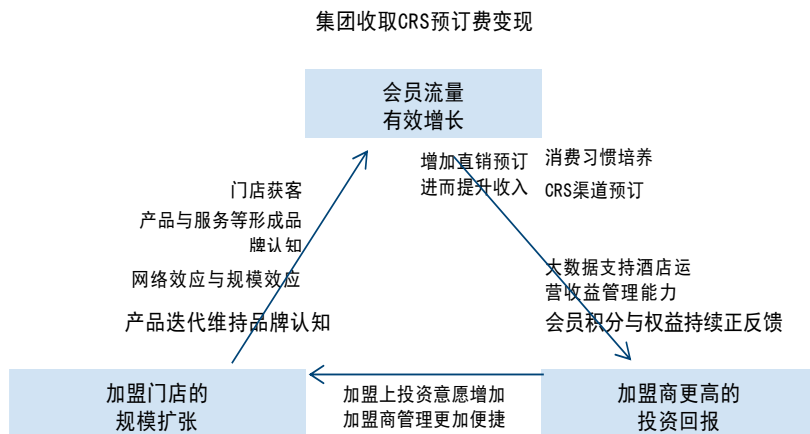


资料来源：公司公告，环球旅讯，国信证券经济研究所整理

酒店运营典范：强产品力支持下“流量-回报-规模”构筑龙头成长飞轮

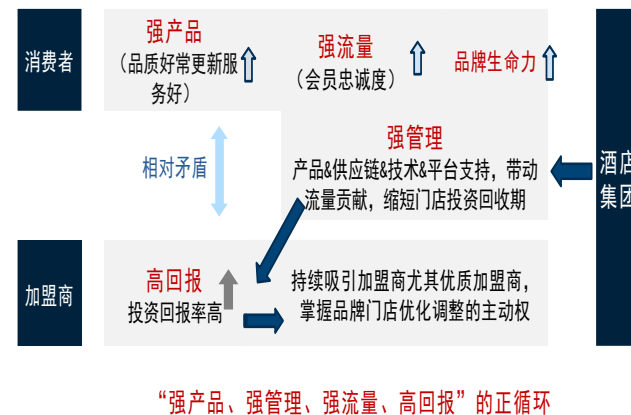
- 酒店品牌力的维系与进阶，关键在于“强产品、强流量、强运营、高回报”正循环，以推动“流量-回报-规模”持续飞轮效应。酒店品牌运营核心需要产品常更新保持生命力，并顺应流量的需求变化或扩容进行产品矩阵的丰富，从而强化品牌会员流量忠诚度和持续复购转化。但这需要能对加盟商带来良好投资回报为支撑。
- 强产品：酒店产品常更新方可强化品牌流量粘性。酒店产品更新改造节奏直接影响品牌生命周期。华住作为国内酒店优秀龙头，其核心的汉庭、全季持续升级：汉庭产品1.0占比已经从2020年的29%降至2023年的4%；而汉庭2.7及以上产品占比从2020年的34%提升至2023年的71%，同时全季4.0以上版本占比也从2020年的30%提升至2024年6月底的71%，主力产品更新及时产品力市场领先，提升品牌整体流量粘性和复购意愿。与之相反，若品牌若整体门店平均装修周期较长，会员流量忠诚度不高，可能面临一定的老化的风险。此外，产品矩阵持续丰富与迭代，扩大品牌流量辐射范围，打造品牌流量持久忠诚度。
- 但对加盟商而言，产品持续升级意味着额外投入！故对加盟商而言，强产品与高回报可能相对矛盾。从理性投资的角度，加盟商最终关注的是投资周期较短，投资回报率较高。高回报要求强运营支撑。鉴于此，要提高加盟商回报，带动再投资热情，倒逼酒店集团有持续强运营的能力：1、能抓住每个价格&收益管理的机会，缩短投资期——强PMS系统支持；2、强供应链和产品设计能力，单房硬件投资更可控更有的放矢；3、单房人工及其他成本可控——成本优化能力较强。

图：酒店品牌会员流量共赢增长的飞轮效应



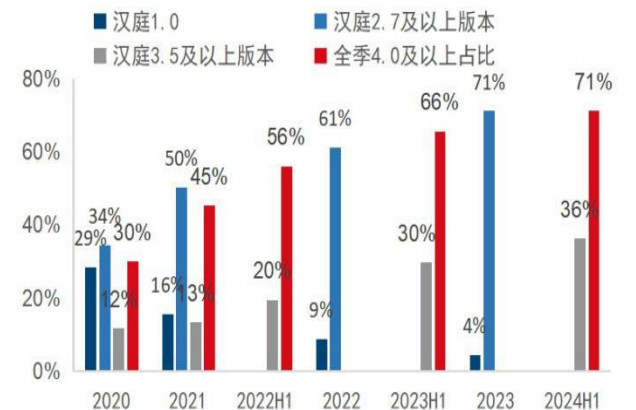
资料来源：公司公告，环球旅讯，国信证券经济研究所整理

图：“强产品、强运营、强流量、高回报”正循环



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图：华住产品持续更新迭代



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

酒店展望：2025年酒店供给增长有望更均衡，把握周期企稳向上时行业贝塔弹性

- **酒店行业展望：**1) 四季度以来酒店行业供需逐步进入相对平衡阶段，入住率先行企稳，明年酒店供给增长不排除相对更均衡；后续需观察国内积极政策对商旅出行的提振效果。结合华住三季报业绩公开交流，管理层表示预计明年整体REVPAR有望不低于今年。
- 2) 高效能龙头已打通“流量-回报-规模”成长飞轮，得流量者得天下，门店签约与开店增速由优于行业平均，持续份额扩张。
- 3) 今年以来国资系龙头多管齐下内部整合改革，后续激励方面有望进一步改善，行业周期企稳时的经营改善效果释放有望享顺周期弹性。
- 4) 中线来看，头部酒店集团产品与品牌持续迭代优化，会员优势进一步巩固，继续推动连锁扩张；成熟期分红回购或有期待。
- **投资建议：**2025年酒店供给增长有望更均衡，把握酒店周期企稳向上时行业贝塔弹性。目前国内酒店龙头除君亭外2025年动态估值在20x上下，仍处于历史偏低位置。短期提振经济政策持续发力先行带动行业估值修复，若周期企稳向上龙头业绩与估值有望迎双击。看好会员流量优异的高效能龙头华住集团-S、亚朵的份额持续扩张以及业绩验证能力；若行业周期企稳向上，叠加国资经营考核与激励强化，首旅酒店、锦江酒店未来业绩改善潜力也值得期待；同时关注君亭直营店业绩弹性释放。

图：锦江酒店、华住集团估值复盘

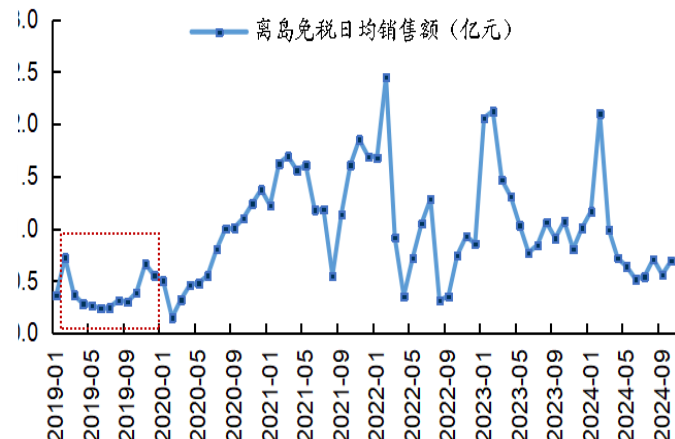
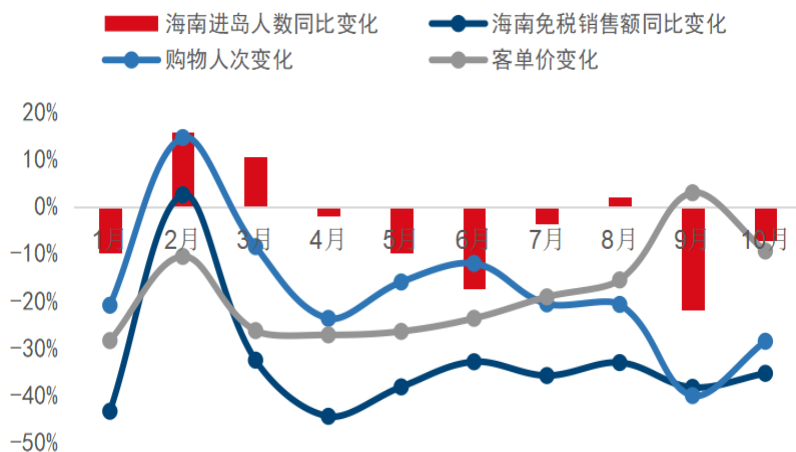


资料来源：公司公告，公司官网，彭博、Wind，国信证券经济研究所整理

免税：海南免税仍受渠道重塑影响，口岸免税盈利突出，市内店政策初步落地

- **海南离岛免税：消费渐进复苏、香化产品价格竞争压力下，前三季度离岛免税销售额同比下降31%。**由于消费需求疲软，今年来海南免税仍持续承压。2024年前三季度海南离岛免税销售额同降31%（购物人次/客单价各-15%/-19%），其中Q3销售额同降36%（购物人次/客单价各-27%/-12%）；据此我们估算中免海南免税收入Q3同比下滑超30%。同时，由于中免促销增加、海棠湾C栋等新项目带来成本费用增加，且其海南经营部成本费用相对刚性，我们预计中免海南免税Q3净利润降幅相对大于其收入降幅，影响其利润表现。10月海南免税销售额21.4亿元/-35.4%，其中购买人次为38.7万人次/-28.6%，客单价5540元/-9%，仍然承压。Q4伴随基数压力降低，海南离岛免税阶段降幅环比有收窄，但仍处相对低位需跟踪。
- **出入境机场免税收入增长，但利润贡献仍有限。**伴随出入境客流恢复，以中免为例，前三季度公司出入境免税销售大幅增长，其中北京/上海机场免税门店收入同增140%+/近60%。我们预计中免Q3京沪机场盈利同比转正，但因净利率较低，对公司整体利润贡献尚有限。
- **口岸免税：受益于珠澳客流良好恢复，口岸收入增长与盈利可观。**参考珠海免税数据，受益于珠澳客流良好增长，今年上半年公司收入增长21%，净利率分别为29%和33%。口岸免税业务盈利能力可观，一方面系部分物业系自持或珠海国资持有，另一方面口岸免税以烟酒为主，毛利率较高。
- **延展离境免税经营时间与空间、丰富销售品类，期待市内免税店新增量。**今年8月底，国内离境市内免税店新政出台，未来国内市内免税店核心将聚焦乘飞机或邮轮出境人群（含本国和外国人）发展。短期来看，旅游零售整体受出境恢复节奏及消费环境影响，且市内免税消费习惯需培养，预计需要一定培育期；但与离岛免税相比，市内店销售品类中酒类预计更加丰富、且更鼓励国潮，有助于满足不同偏好消费者的需求。

图：海南离岛免税月度趋势变化



表：《市内免税店管理暂行办法》核心要点-2024年10月1日起实施

| 分类 | 说明 |
|---------------|--|
| 购买人群 | 即将于 60日内 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； 鼓励市内免税店销售国货“潮品” 。 |
| 免税范围 | 免除进口三税， 国产品视同出口 ，退（免）增值税、消费税，鼓励国潮 |
| 免税额度 | 市内免税店购买商品不设购物限额，但应当符合海关关于旅客携带行李物品进出境应当以自用、合理数量为限的规定。旅客将所购免税商品携带出境后，再次携带进境的，按照进境物品管理，按规定征税。 |
| 提货方式 | 只能出境隔离区提取，并 一次性带离出境，不得进境时提货 。 |
| 提货点费用 | 地方政府应当协调口岸业主为市内免税店在 口岸出境隔离区内设立免税商品提货点 提供便利。口岸业主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的标准 |
| 设立市内免税店的城市、数量 | 由 省级 财政部门会同商务、文化和旅游、海关、税务等部门 提出申请 ，财政部会同商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局提出意见 报国务院审批 |
| 经营主体确立原则 | 由地方政府参照政府采购法中规定的采购方式和程序，采用竞争方式确定 |
| 核心参与资格 | 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。 |
| 股权结构要求 | 市内免税店经营主体可为单一股东或多元股东，可采取参股、合作等方式经营市内免税店。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：海口海关，公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

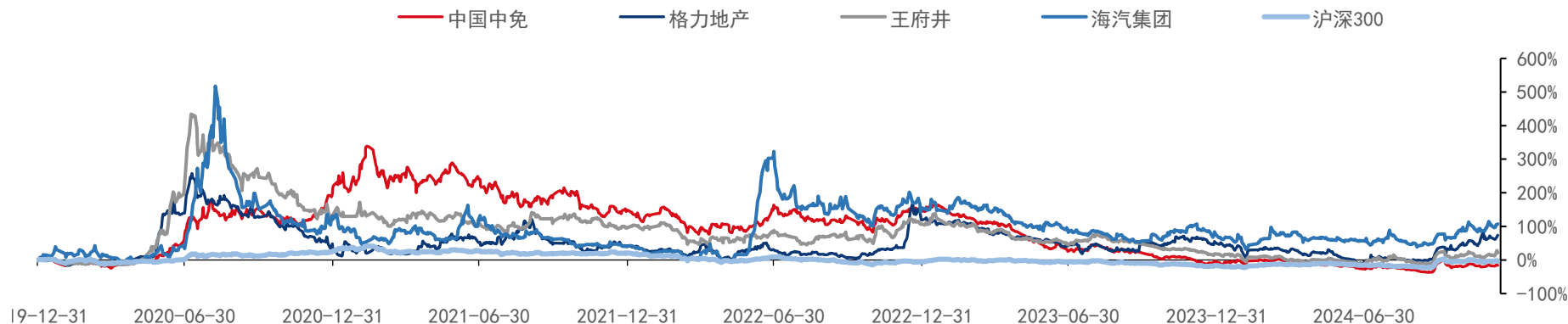
资料来源：中国政府网，东方财富网，国信证券经济研究所整理

免税：2025海南封关在即，跟踪消费趋势与渠道竞争力，关注市内免税丰富品类下的新机遇



- **中国中免：海南免税跟踪消费趋势与国际香化品牌渠道重塑，未来市内免税店仍有较大挖潜空间。**海南方面，受中产消费力承压、国内香化线上下渠道重塑等影响，公司海南销售压力仍待跟踪观察。关于2025海南岛封关，我们初步认为离岛免税的地位不会明显变化，中免海南通过一系列的高端精品独家、品牌旗舰店模式等稳定了自身的竞争格局，后续待需求复苏其日益精细化的努力也有望逐步显现。市内店免税经营面积扩容，从机场口岸离境区延伸至未来22个城市27家市内免税店区域，可提供更丰富的免税品类、SKU等购物机会，进而进一步截留出境人群海外消费。中免旗下6家市内免税店和其拟参股49%的中出服旗下12家市内免税店等有望作为首批门店转型为针对出境人群的市内免税店，覆盖包括北京、上海等15个核心城市；且未来广州、深圳、成都等8个城市有望新设开市内免税店，中免也依托其全国免税牌照优势和旅游零售全产业链布局优势积极争取，从而最大化分享市内免税新政红利。
- **王府井：有税稳健转型，跟踪免税拓展情况。**1、公司经营稳健，国企考核强化下积极转型升级百货业态，并重点发展购物中心与奥莱业态，前三季度各业态总体客流均实现同比小幅增长，自有物业价值有望对估值形成有力支撑。2、免税业务有望带来新增量，公司拥有全渠道免税运营资质，后续依托大股东支持以及有税运营、物业资源等优势有望分享市内免税店政策红利，后续跟踪市内免税店招标情况。
- **格力地产：拟注入口岸免税实现主业转型，跟踪相关审批进展。**公司资产重组珠海免税事项自2020年启动以来多轮修改，最新方案变化：1) 拟置入股权从100%降至51%，维持上轮方案珠免整体估值89.78亿元；2) 新增拟置出公司所持有部分房地产开发业务对应的资产负债，作价净额50.05亿元；差额4.26亿元返还给上市公司；3) 取消发行股份与定增。后续跟踪相关事项审批进展。
- **海汽集团、海南发展：跟踪相关免税资产注入节奏及海南封关节奏。**

图：国内免税龙头近几年股价表现

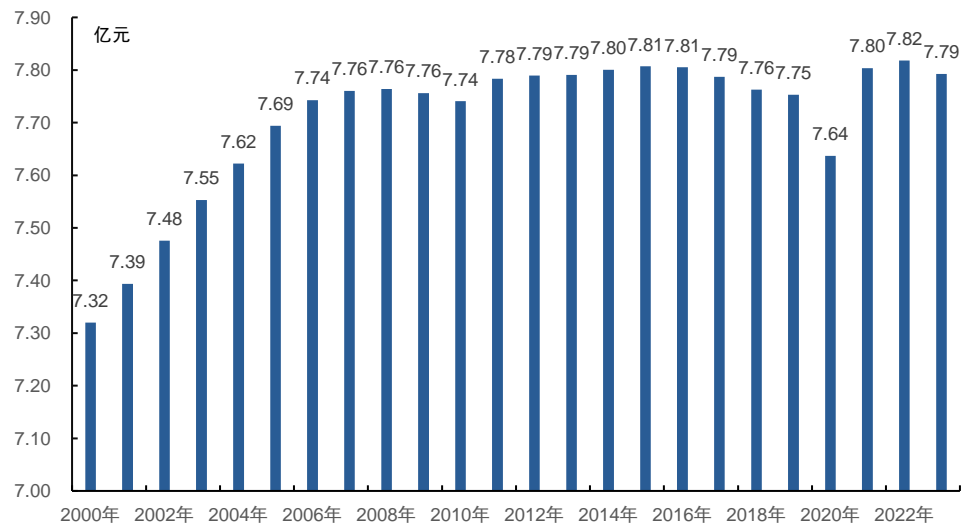


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

人服：劳动力供需结构性错配仍存，稳就业人服机构大有可为

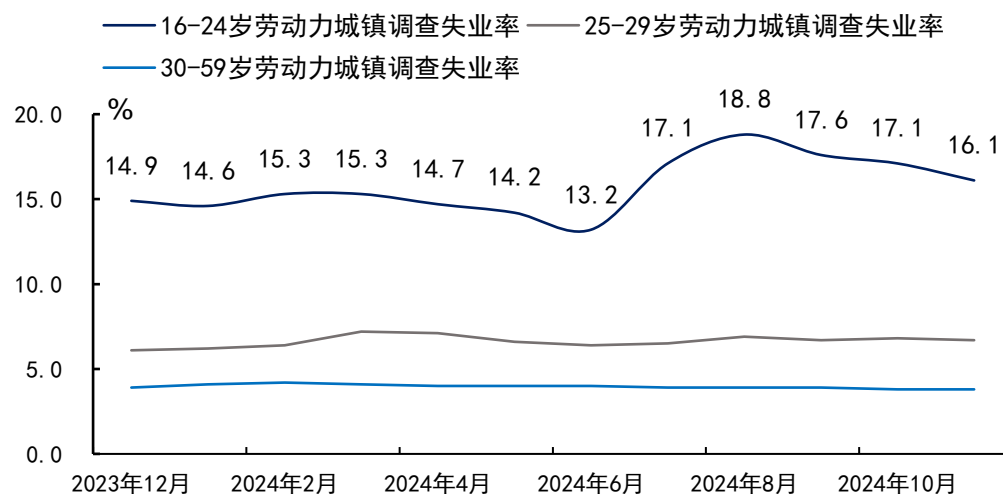
- **我国劳动力市场供需结构性错配问题仍存，为人服机构发挥作用提供巨大舞台。**供需结构性错配问题体现在两方面，一是适龄劳动人口供给收缩，在人口结构老龄化、以及出生人口下滑的双重影响下，根据世界银行统计数据，2023年我国劳动力人数再次出现下滑，至7.79亿人。另一方面，就业压力扩大，在公共卫生事件爆发后，企业招聘岗位数收缩，16-24岁人口就业人员调查失业率波动走高，2023年6月时达到21.3%。我们分析该情况一定程度上反映为供需端的结构性错配，需要人力资源机构提供人、岗匹配服务，减少劳动力市场摩擦。
- **保障高质量就业是扩内需关键，重磅政策出台强调稳就业重要性。**9月25日，《中共中央 国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》发布，对就业的重要性，其中明确“把高质量充分就业作为经济社会发展优先目标，纳入国民经济和社会发展规划”，就人力资源服务机构，提出“推动人力资源服务业创新发展、扩大服务供给。”而在2022年发布的《实施人力资源服务业创新发展行动计划（2023-2025年）的通知》中已明确到2025年重点培育形成50家左右经济规模大、市场竞争力强、服务网络完善的人力资源服务龙头企业。支持龙头企业通过兼并、收购、重组、联盟、融资等方式，调整优化市场结构，提高企业核心竞争力和产业集中度。

图：2023年中国劳动力人数为7.79亿人，再次出现下滑



资料来源：Wind，世界银行，国信证券经济研究所整理

图：2024年16-24岁劳动力城镇调查失业率处在相对高位



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
 注：统计口径不包含在校学生

人服：2024年企业招聘温和复苏，灵活用工韧性突显

■ 回顾2024年前三季度收入业绩情况，人服板块标的呈现较显著的分化特征。

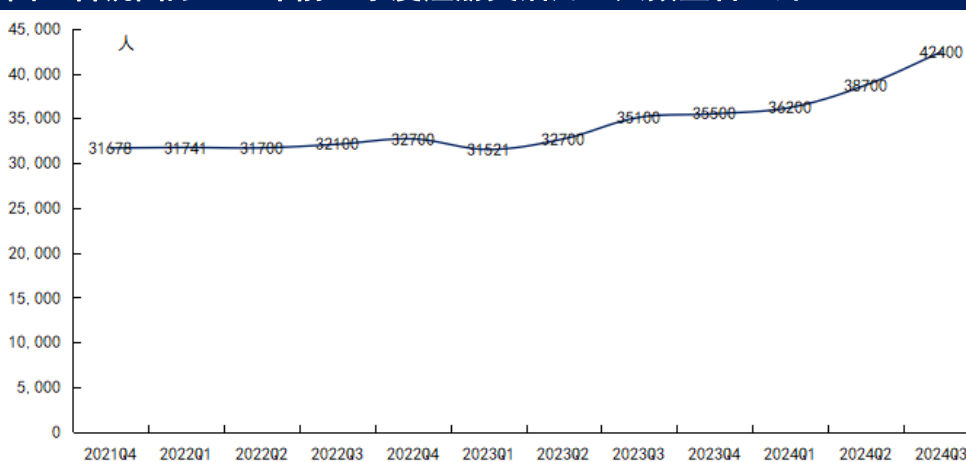
- 互联网人服企业中BOSS直聘收入+27%，而同道猎聘收入-8%。二者差异考虑主要系优势行业不同，同道猎聘更多覆盖金融、地产、互联网行业，招聘岗位集中在白领、金领岗位，2023年注册个人用户平均年薪为19万元，而2023年全国城镇非私营单位就业人员年平均工资为12万元。另一方面，制造业、物流运输等蓝领岗位在BOSS直聘收入构成中占比超过38%。在企业招聘温和复苏背景下，白领金领岗位由于薪酬水平较高，企业为降本提效会降低相关岗位的招聘需求；蓝领人力需求则更为刚性。
- 北京人力、外服控股、科锐国际2024前三季度收入同比增速相差不大，维持14%-19%的增速。考虑灵活用工及人才派遣模式在招聘温和复苏背景下，对企业而言能有效提高人员团队的灵活性，进而呈现突出的韧性。另一方面利润端呈现较大差异，分析相较北京人力及外服控股，科锐国际中高端人才猎头业务2023年利润贡献较为突出，而这部分业务由于非标准化，业务开展情况受企业端招聘需求影响弹性较大。
- 横向比较经调归母净利率，BOSS直聘、同道猎聘作为互联网平台型企业经调归母净利率远优于北京人力、外服控股、科锐国际，考虑前者招聘互联网模式下的招聘业务毛利率较高，而后三者业务结构中业务外包及灵活用工等毛利率较低的业务占比较大

表：人服板块企业前三季度收入业绩情况（亿元）

| | 收入 | | 经调（扣非后） 归母净利润 | | 经调归母 净利率 |
|--------|--------------|-----|------------------|------|--------------|
| | 2024前 三季度 | 同比 | 2024前 三季度 | 同比 | 2024前 三季度 |
| 北京外企 | 331.5 | 16% | 6.5 | 2% | 2.0% |
| 外服控股 | 159.2 | 14% | 5.0 | 5% | 3.2% |
| 科锐国际 | 85.2 | 19% | 1.4 | -11% | 1.6% |
| BOSS直聘 | 55.3 | 27% | 19.9 | 30% | 35.9% |
| 同道猎聘 | 15.2 | -8% | 1.8 | 58% | 11.8% |

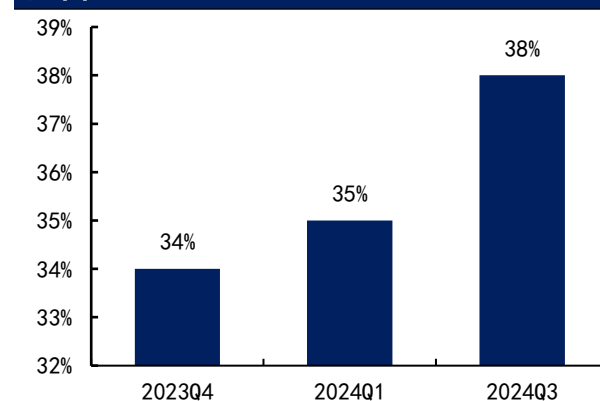
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理
注：北京外企是北京人力旗下的人力资源业务全资子公司

图：科锐国际2024年前三季度注册灵活用工人数显著上升



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：BOSS直聘2023Q4、2024Q1、Q3蓝领收入占比

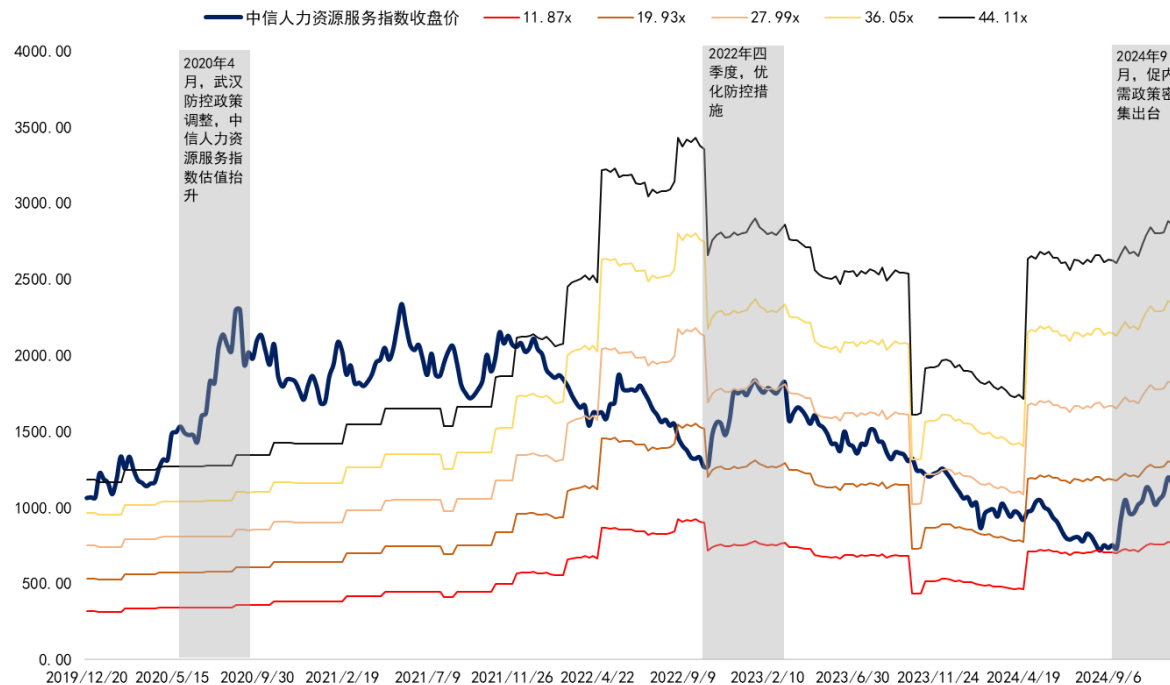


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

人服：穿越周期后，人服板块有望率先释放弹性

- 基于宏观就业环境温和复苏的大背景，人服板块个股估值在2024年经过较充分的调整，为后续修复积攒动能。我们分析倘若后续穿越周期，人服板块有望率先释放弹性。经营端，促内需激发国内经济活力，企业端招聘需求有望回暖。人服企业的业务营收与企业端的招聘需求强相关，若企业经营信心持续修复，提供更多招聘岗位，有望打开人服企业收入和业绩的增长提速通道。同时，企业端积极发展业务为储备高精尖人才，涨薪意愿更强，以成交薪水抽佣的猎头机构有望迎来客单价及毛利率双升。估值端，市场对宏观预期转好时，人力服务标的估值往往会率先修复，2024年9月25日至10月8日期间，人服板块个股实现较大涨幅，科锐国际（+103%）、同道猎聘（+88%）、北京人力（+45%）、BOSS直聘（+36%）>外服控股（+35%）。展望后续，基于穿越周期假设，且结合市值规模，优先推荐开展弹性更大的中高端招聘业务的相关标的科锐国际，推荐关注灵活用工业务较突出的北京人力及蓝领业务比重逐渐走高的BOSS直聘。

图：市场对宏观预期转好时，人力服务标的估值往往会率先修复

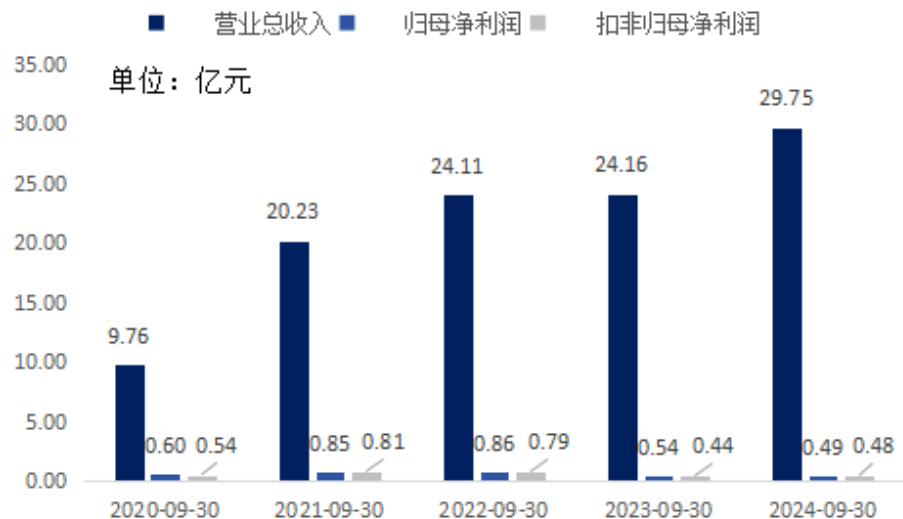


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

科锐国际：猎头业务边际向好，禾蛙平台有望持续减亏

- 2024年前三季度，公司实现收入85.16亿元/+18.77%；归母净利润1.35亿元/-10.96%；剔除股权激励费用的归母净利润为1.22亿元/+6.21%。
 - 前三季度灵活用工业务保持韧性增长，收入同增20.6%，其中三季度收入增速预计环比上半年（+18.7%）边际有所提速。三季度灵活用工累计派出36.08万人，同比+17.0%，保持较高周转效率。期末在册岗位外包员工达4.24万人，环比净增3700人（Q1/Q2分别净增700/2500人），净增人数环比提速。
 - 猎头业务三季度收入同比+2.3%，较之2024Q2已实现收入增速转正。分地区看，前三季度，中国境内营收同增27.1%，快于公司整体增长且环比（2024H1+24.6%）提速；从岗位看，技术研发类岗位时点在职人数占比为66.52%，同比环比均继续提升，公司仍在高端外包领域持续深耕。
 - 禾蛙平台进展显著。2024年以来，禾蛙平台已完成与医脉/数科/零售同道垂类招聘平台的整合，前三季度平台交付岗位量提升明显，截至24Q3累计交付岗位突破10000个，同比增长108%，参与交付顾问近10000人。
- 2025年展望：灵活用工业务韧性支撑后续收入增速，随猎头业务边际改善（主要体现客户放薪意愿增强，公司猎头顾问人均收费有望回升至8万元以上水平），能有效带来收入增量，毛利率也看好回升。禾蛙平台运营处在上升通道，望持续减亏。目前盈利改善还有部分受限于海外业务开展情况，考虑海外业务主要受海外宏观环境阶段性的招聘需求不振影响，长期有望实现扭亏。

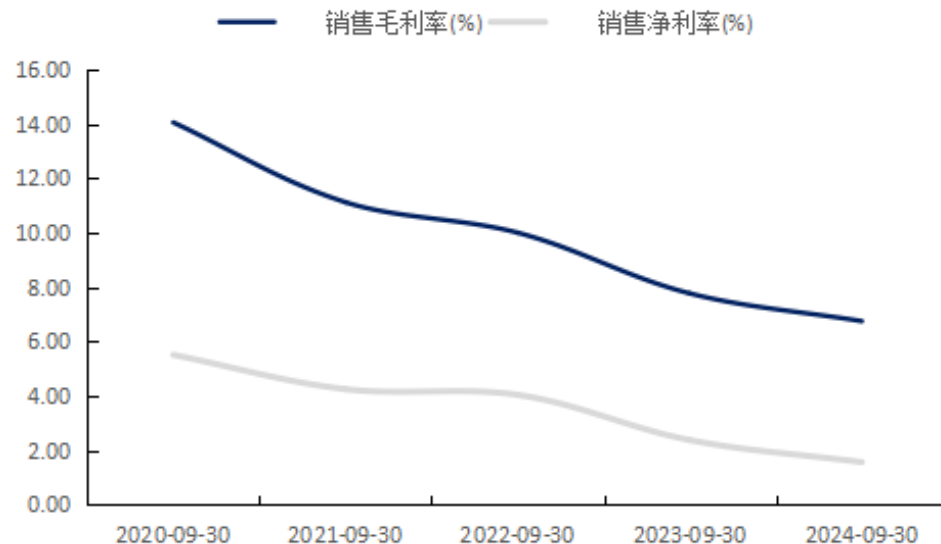
图：科锐国际Q3单季经营表现（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、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：随近年猎头业务比重下降，销售毛利率2020年至2024年间持续下滑

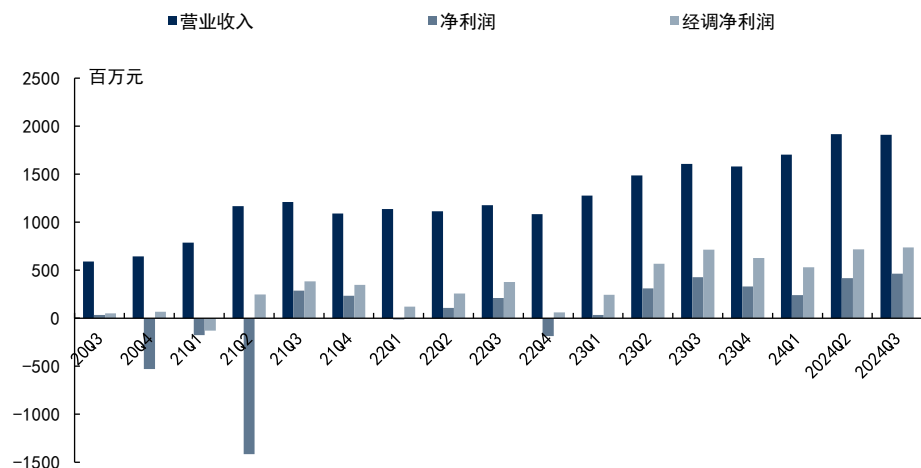


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

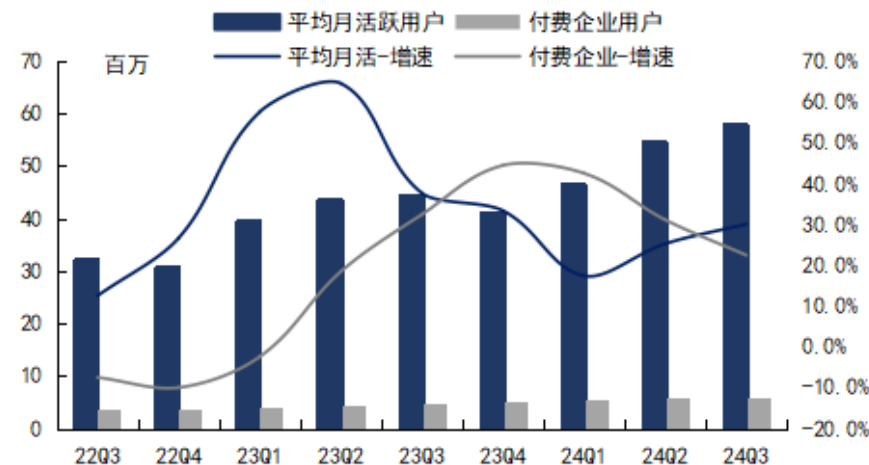
BOSS直聘：政策助力呈现边际改善，看好人服龙头顺周期弹性

- 2024Q3公司收入19.1亿元/+19.0%，符合管理层前期指引（18.2%-19.5%）；剔除股权激励费用影响，实现经调经营利润6.1亿元/+9.0%；经调归母净利润7.4亿元/+4.1%。分业务来看，2024Q3B端收入18.9亿元/+18.7%，C端收入2250万元/+49.0%。分行业来看，Q3蓝领招聘仍好于白领，收入占比提升至38%以上，其中制造业、物流仓储、汽车表现最优，制造业单季收入+45%，城市服务仍较疲软。分规模来看，Q3过万人规模的大客户增速最快，其次为小微企业。
- 付费用户增速放缓，但存量付费用户ARPPU稳步提升。Q3平均月活用户+30%创新高，达到5800万，增速环比+4.8pct。前三季度新增认证用户约4000万，望超额完成全年目标4200万。12个月付费企业客户数达600万/+22%。但招聘市场求职需求与人才需求阶段错配，致付费用户增速环比放缓9pct。近一年ARPPU1172元/+6.5%，增速环比+3pct，体现存量付费客户粘性较高。
- 2025年展望：2024年初至今公司收入及收款呈现增长压力，但此悲观预期已在股价中有所体现。后续一方面蓝领业务有望继续呈现结构性增长亮点，另一方面国内提振经济政策密集出台，11月以来平台新增企业数呈现边际改善，2025年营收增速有望企稳回升，费用投放更趋理性后利润端也有保障，动态估值也处于低位，相对看好公司作为人服行业龙头的顺周期投资弹性。

图：2020Q3-2024Q3公司营收、归母净利润、扣非归母业绩



图：2022Q3-2024Q3BOSS直聘平均月活跃用户及付费企业用户数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

北京人力：国企资源获取优势突显，灵活用工业务韧性突显

- 聚焦人力资源业务子公司北京外企（FESCO），2024年前三季度，北京外企实现收入331.5亿元/+16.0%；实现归母净利润6.5亿元/+1.8%，业绩承诺完成率109.7%；扣非后归母净利润4.1亿元/+3.7%，业绩承诺完成率73.3%（目标为5.63亿元）。
 - 内部降本增效助力&补贴顺利到位综合助力下，公司三季度盈利能力环比上半年改善明显。2024年前三季度，公司归母净利率为1.9%/+0.7pct，扣非后归母净利率为1.2%/+0.6pct，毛利率为5.7%/-0.9pct，毛利率走低系外包业务占比提升结构性拉低毛利率，销售/管理/研发费用率分别为1.2%/2.1%/0.1%，分别同比-0.3pct/-0.5pct/-0.2pct。2024Q3，公司归母净利率率2.2%/+0.2pct，毛利率5.88%/-0.5pct，销售/管理/研发费率分别同比-0.45/-0.01/-0.13pct，规模效率带动下各项成本费用率均有改善。
- 2025年展望：受外部经营环境影响，上半年公司经营尤其是利润端表现呈现一定压力（2024H1归母净利润同比-13%），股价表现也随之走低。但三季度以来公司内部推行降本增效，季度盈利能力边际改善显著，且核心大客户补贴也顺利到位，再度印证了公司“国企的资源获取优势与外企合资市场化机制”的核心竞争力。

表：北京外企（FESCO）年度以及季度数据

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 16,186 | 18,097 | 25,418 | 31,855 | 38,157 | 7,501 | 7,348 | 8,357 | 8,649 | 9,195 | 9,835 | 9,555 | 9,572 | 10,550 | 11,289 | 11,313 |
| yoy | | 12% | 40% | 25% | 20% | | | | | 23% | 34% | 14% | 11% | 15% | 15% | 18% |
| 归母净利润 | 412 | 575 | 615 | 732 | 825 | 215 | 145 | 168 | 204 | 338 | 166 | 136 | 185 | 211 | 227 | 214 |
| yoy | | 40% | 7% | 19% | 13% | | | | | 57% | 15% | -19% | -9% | -38% | 36% | 58% |
| 扣非后净利润 | | 391 | 388 | 429 | 490 | 175 | 40 | 142 | 72 | 180 | 123 | 95 | 92 | 186 | 94 | 133 |
| yoy | | | -1% | 10% | 14% | | | | | 3% | 206% | -33% | 29% | 3% | -24% | 40% |
| 非经收益 含政府补贴 | | 184 | 227 | 303 | 335 | 40 | 105 | 26 | 132 | 158 | 43 | 41 | 93 | 25 | 133 | 82 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

01

国内出行：整体呈现量增价减趋势，线上渗透结构性亮点突出

02

行情复盘：板块持仓处历史低位，在线旅游龙头与自然景区领涨

03

子行业：需求趋势与供给格局带来分化，关注企业模式迭代与效率升级

04

投资策略：从人口结构、消费变迁、政策导引挖潜行业投资机会

总结与展望：2024年经济温和复苏，性价比&线上渗透趋势主导

■ 2024年以来社会服务行业和板块走势，整体呈现以下特点：

1、出行消费市场呈现“量增价减”。1) 景区：人均客单回落，收入增速多数弱于客流表现，系有效购票客流回落，酒店等二消项目贡献下滑等；2) 连锁餐饮：连锁餐饮品牌也多选择降价提振客流，客单水平降幅约0-10%，但最终同店经营提振效果不一，肯德基/必胜客/海底捞客流恢复相对良好。

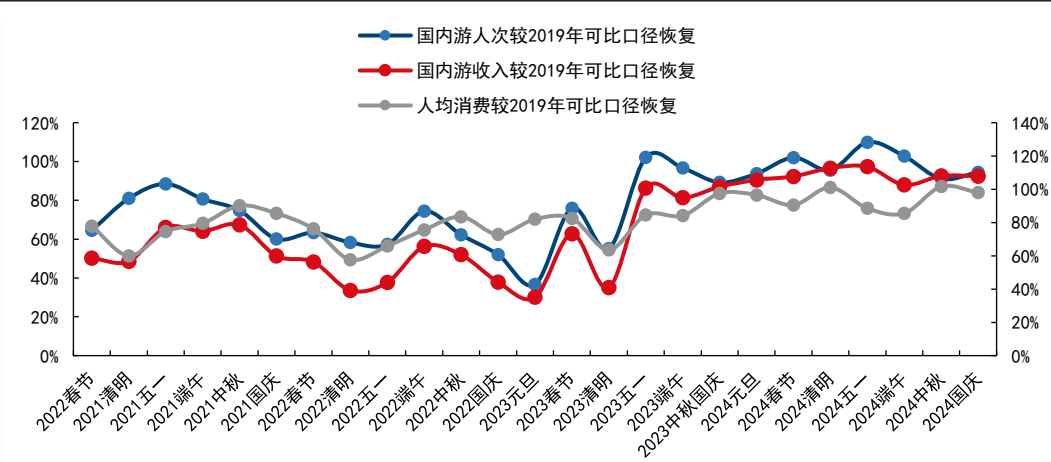
2、性价比趋势主导消费市场。1) 连锁餐饮龙头如海底捞、九毛九等定价更具性价比；咖啡茶饮龙头竞争下产品定价下移（海底捞、九毛九降价、瑞幸9.9元促销、喜茶、奈雪等定价下移，客单价下滑）；2) 酒店：亚朵经营维持高势能运营，承担部分高端酒店客人降级需求等；3) 景区演艺等门票优惠阶段有所增加。消费者价格敏感倒逼龙头提供高性价比的产品，适应当下消费环境。

3、供需经历再平衡过程，部分赛道供给回补。1) 酒店：2024年前三季度，国内酒店行业房量供给增长（8-10%）快于出行间夜需求（估算增2-6%）增长，但国庆后酒店行业需求与供给增长均稳定在6-7%；2) 连锁餐饮：企查查数据，2024上半年餐饮注销&吊销量达到105.6万家，而2023年全年倒闭了135.9万家，截至2024年年底，预计230万家餐饮企业闭店，行业迭代加速。

4、疫情三年线上消费习惯培养，线上渗透率提升，线上和线下流量的打通变现更为关键。

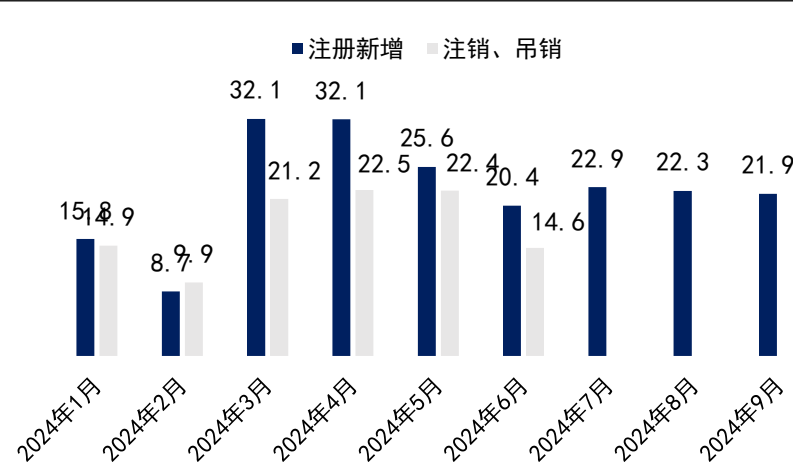
■ 资金面：经济呈现弱复苏现实，权重股延续回调，预期和配置维持低位。

图：2022年以来旅游假期出游数据量价表



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：2024年国内注册新增及注销吊销餐饮企业数量



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

总结与展望：2024年修炼内功提升经营效能，2025年关注触底反弹机会



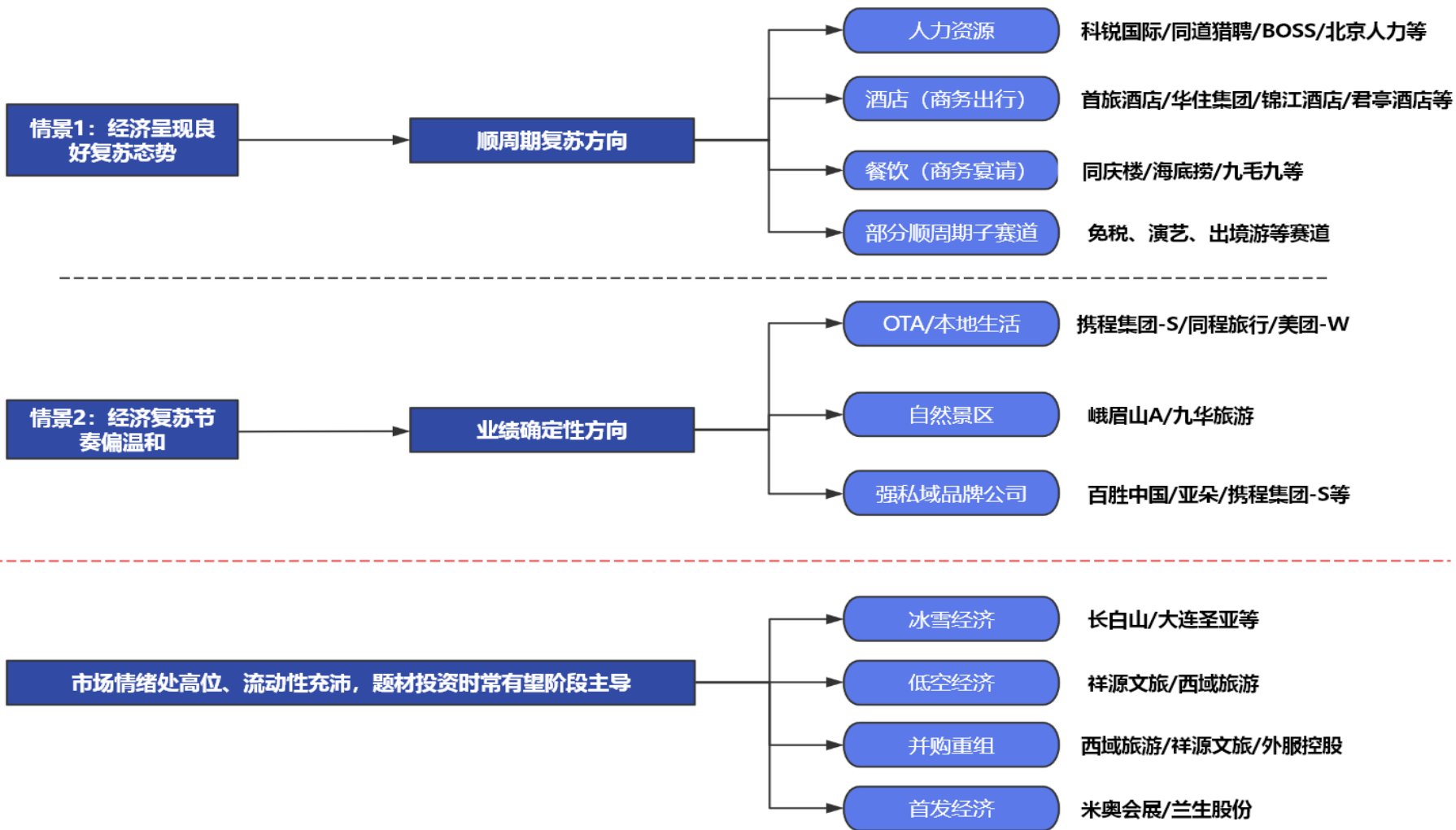
- 2024年是修炼内功的一年，中央定调提振消费后，市场对明年出行链消费复苏有了新的期待：
- 2024年经营主题是修炼内功与提升经营效能。在2024年外部需求弱复苏现实下，消费龙头均把开源节流与内部经营提效放在经营的首要任务，通过对于成本费用的精简以及更为精准的获客营销，消费龙头在改善经营效能方面均实现不错成果。
- 政治局会议定调“大力提振消费”，消费企稳复苏已具备良好的宏观政策基础。2024年12月中央政治局会议、经济工作会议先后召开，两次会议发出明确讯号，将扩大内需列为2025年经济工作的重要着力点，大力提振消费列为明年重点任务之首。会议也提出“积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济”，后续政策预计会陆续推出，2025年内需复苏已具备较好政策环境，企业用工/商旅活动等与宏观关联度较高的子赛道有望触底改善，进而迎来情绪与经营的双重修复。

表：9月24日以来提振消费相关会议及政策文件梳理

| 时间 | 政策 | 相关表述 |
|--------|---|--|
| 9月24日 | 国新办金融支持高质量发展新闻发布会 | 央行首次表述货币政策从三方面着手支持经济高质量发展降低存款准备金率和政策利率、存量房贷利率、创设新的货币政策工具 |
| 9月26日 | 中央政治局会议 | 强调“努力完成全年经济社会发展目标任务”、政策调节上，强调“要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出”、“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”。资本市场方面，“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点”促消费上，“要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构”、“要加强低收入人口救助帮扶” |
| 9月28日 | 上海开始发放总额度5亿元的餐饮、住宿、体育、电影消费券 | |
| 10月8日 | 国新办新闻发布会 | 国家发展改革委表述，将进一步扩大内需 |
| 10月10日 | 杭州开始发放4.3亿元额度的餐饮专项消费券、商超消费券和消费电子产品消费券 | |
| 10月18日 | 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》 | 强调“要健全拖欠企业账款清偿的法律法规体系和司法机制。要加强政府投资项目和项目资金监管。定期检查资金到位情况、跟踪资金拨付情况。完善工程价款结算制度” |
| 11月8日 | 《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》通过人大常委会表决批准 | 在统筹考虑存量隐性债务规模、化债支持政策和地方可用化债资源等因素的基础上，建议增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。 |
| 11月12日 | 国务院办公厅关于2025年部分节假日安排的通知 | 2025年全体公民放假的假日增加2天 |
| 12月4日 | 广州开始滚动发放1亿元“食在广州”消费券 | |
| 12月9日 | 中央政治局会议 | 中共中央政治局会议提出，要“实施更加积极的财政政策”以及“适度宽松的货币政策”，以及“要大力提振消费”，“全方位扩大国内需求” |
| 12月12日 | 中央经济工作会议 | 强调提振消费与扩大内需，2025年首次实施“更加积极的财政政策”，并将连续实施了14年的“稳健的货币政策”改为“适度宽松的货币政策”。要积极开发更加多样化的消费场景，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济 |

资料来源：新华社，国信证券经济研究所整理

图：社会服务行业2025年策略思维导图及潜在受益标的梳理



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2025年投资策略：从政策导引、消费变迁挖潜行业投资机会



- **投资建议：维持板块“超配”评级。**2024年宏观需求呈现温和复苏态势，消费龙头纷纷修炼内功提升经营效能。2024年12月中央经济工作会议提及提振内需已成为重中之重，且目前已出台的优化节假日制度、各地消费补贴等举措，在对经济数据的提振上已显示一定的积极作用。考虑消费复苏已具备较好的政策土壤，且板块整体估值也已反映诸多悲观预期，资金配置处于历史低位：
- **短期（3-6月维度）**我们重点推荐关注企业用工、商务出行宴请等场景复苏修复靠前及弹性较大以及当下处于消费旺季的冰雪经济题材中估值仍较为合理的品种，重点推荐科锐国际、同庆楼、海底捞、首旅酒店、君亭酒店、峨眉山A、携程集团-S；**中线配置维度（6-12月）**建议配置高效能龙头以及业绩确定型品种，继续推荐关注OTA/本地生活赛道、龙头景区以及具备强品牌流量的消费龙头，重点推荐携程集团-S、同程旅行、美团-W、百胜中国、海底捞、华住集团-S、峨眉山A、九华旅游、北京人力、BOSS直聘、亚朵、锦江酒店、中国中免、宋城演艺等。此外，从国家政策牵引来看，冰雪经济、低空经济、首发经济、并购重组等题材标的均可能持续反复被资金重点关注，我们建议关注长白山、米奥会展、祥源文旅、西域旅游等品种的主题弹性。

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 24-12-21 | EPS | | | PE | | |
|-----------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 601888.SH | 中国中免 | 69 | 2.40 | 2.85 | 3.39 | 29 | 24 | 20 |
| 600859.SH | 王府井 | 16 | 0.48 | 0.53 | 0.59 | 33 | 30 | 27 |
| 600515.SH | 海南机场 | 4 | 0.08 | 0.09 | 0.11 | 51 | 44 | 37 |
| 600754.SH | 锦江酒店 | 27 | 1.13 | 1.24 | 1.50 | 24 | 21 | 18 |
| 600258.SH | 首旅酒店 | 15 | 0.74 | 0.84 | 0.96 | 20 | 18 | 16 |
| 1179.HK | 华住集团-S | 24 | 1.23 | 1.40 | 1.62 | 20 | 17 | 15 |
| 301073.SZ | 君亭酒店 | 24 | 0.15 | 0.30 | 0.45 | 161 | 79 | 54 |
| 605108.SH | 同庆楼 | 27 | 0.53 | 1.08 | 1.48 | 51 | 25 | 18 |
| 603043.SH | 广州酒家 | 17 | 0.89 | 1.00 | 1.12 | 19 | 17 | 16 |
| 9922.HK | 九毛九 | 3 | 0.16 | 0.21 | 0.27 | 22 | 16 | 12 |
| 0520.HK | 呷哺呷哺 | 1 | 0.14 | 0.25 | 0.00 | 7 | 4 | 0 |
| 6862.HK | 海底捞 | 16 | 0.83 | 0.92 | 1.01 | 19 | 17 | 16 |
| 9987.HK | 百胜中国 | 354 | 17.37 | 18.95 | 20.58 | 20 | 19 | 17 |
| 2150.HK | 奈雪的茶 | 1 | 0.06 | 0.14 | 0.24 | 23 | 10 | 6 |
| 9961.HK | 携程集团-S | 521 | 25.40 | 28.85 | 33.51 | 21 | 18 | 16 |
| 0780.HK | 同程旅行 | 18 | 1.18 | 1.41 | 1.65 | 15 | 13 | 11 |
| 3690.HK | 美团-W | 149 | 7.11 | 8.65 | 9.70 | 21 | 17 | 15 |
| 300144.SZ | 宋城演艺 | 10 | 0.42 | 0.49 | 0.56 | 23 | 20 | 17 |
| 603136.SH | 天目湖 | 12 | 0.38 | 0.46 | 0.54 | 31 | 26 | 22 |
| 000888.SZ | 峨眉山A | 14 | 0.49 | 0.55 | 0.62 | 28 | 25 | 22 |
| 002159.SZ | 三特索道 | 17 | 0.93 | 1.04 | 1.16 | 18 | 16 | 15 |
| 600138.SH | 中青旅 | 11 | 0.48 | 0.62 | 0.77 | 22 | 17 | 14 |
| 603199.SH | 九华旅游 | 34 | 1.77 | 1.95 | 2.13 | 19 | 17 | 16 |
| 002033.SZ | 丽江股份 | 9 | 0.41 | 0.46 | 0.51 | 22 | 20 | 18 |
| 600054.SH | 黄山旅游 | 12 | 0.43 | 0.49 | 0.56 | 27 | 24 | 21 |
| 603099.SH | 长白山 | 49 | 0.60 | 0.73 | 0.85 | 82 | 67 | 58 |
| 300662.SZ | 科锐国际 | 24 | 1.39 | 1.78 | 2.20 | 18 | 14 | 11 |
| 600861.SH | 北京人力 | 20 | 1.65 | 1.88 | 2.11 | 12 | 11 | 9 |
| BZ.O | BOSS直聘 | 13 | 2.96 | 3.91 | 4.79 | 4 | 3 | 3 |
| 6100.HK | 同道猎聘 | 3 | 0.24 | 0.36 | 0.41 | 12 | 8 | 7 |
| 1797.HK | 东方甄选 | 15 | 0.98 | 1.13 | 1.29 | 16 | 14 | 12 |
| 0839.HK | 中教控股 | 3 | 0.80 | 0.86 | 0.93 | 4 | 4 | 3 |
| 003032.SZ | 传智教育 | 11 | 0.31 | 0.37 | 0.00 | 36 | 30 | 0 |
| 605098.SH | 行动教育 | 35 | 2.30 | 2.85 | 3.49 | 15 | 12 | 10 |
| 000526.SZ | 学大教育 | 46 | 2.05 | 2.70 | 3.52 | 22 | 17 | 13 |
| 002607.SZ | 中公教育 | 4 | 0.17 | 0.24 | 0.00 | 23 | 17 | 0 |
| 2469.HK | 粉笔 | 2 | 0.26 | 0.33 | 0.41 | 10 | 8 | 6 |
| 1773.HK | 天立国际控股 | 4 | 0.27 | 0.37 | 0.50 | 13 | 10 | 7 |
| 300795.SZ | 米奥会展 | 23 | 0.99 | 1.27 | 1.52 | 23 | 18 | 15 |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

- 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。

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