

社服板块2025年1月投资策略

短期优选相对确定性，关注春节旺季催化

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

1月投资策略：短期优选相对确定性，关注春节旺季催化



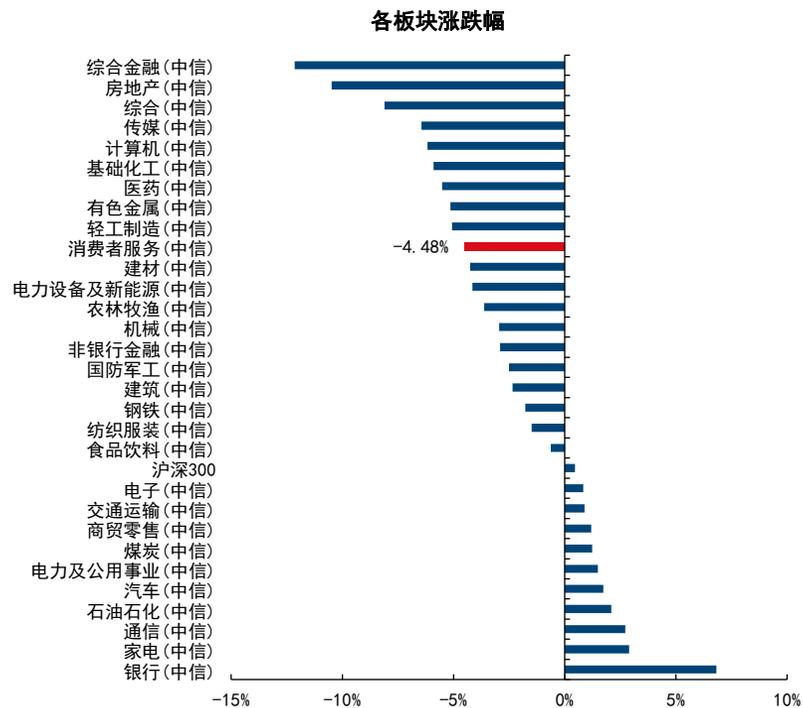
- **12月行情回顾：板块震荡调整，A股热点题材、港股质优个股获相对收益。** 2024年12月消费者服务板块跌4.5%，跑输沪深300 4.9pct，其中A股首发、冰雪经济及AI+等概念题材标的相对跑赢；港股东方甄选受微信蓝包功能催化涨幅居前，OTA、酒店龙头等质优个股表现突出。
- **春节前瞻：春运跨区域客流有望创新高，假期预计呈现“返乡+旅游”多段式出行，韩国人入境游增长突出。** 2025年春运为1月14日-2月22日为期40天，预计全社会跨区域人员流动量同比增长7%，其中铁路、民航分别同比增长5.5%、8.4%。1) 春节假期延长有望巩固“返乡+旅游”多段出行模式，请2休11或请4休13带动出行距离更长。根据携程，今年春节国内游客大交通出行距离同比去年增长43%。2) 免签红利下入境游有望延续高增长。携程数据显示，春节期间入境游订单同比增长203%，韩国入境游预订订单量同比增长452%。
- **出行趋势：2024年国内超2亿人乘机，免签红利下新马出境游恢复度领先，入境游自由行趋势显著。** 1) 国内出行：2024年乘坐飞机旅客人数2.09亿人，人均乘机出行次数为3.3次；国内航线休闲增商旅降，年龄结构上一老一小占比增加。2) 出境游：2024年出境游人次预计修复至超8成，快于国际航班运力恢复。参考各地已披露数据，新马航班与人次恢复度均领先，日韩恢复约7-8成，泰国恢复约6-7成。3) 入境游：前三季度入境游客恢复至9成以上，其中我国港澳台入境已超过2019年，外国人预计恢复至7成左右（其中约22%来自旅行社，2019年为55%）。
- **子行业：景区低空商业化推进，冰雪游人次有望突破5亿，餐饮企业赴港上市热情升温。** 景区：祥源文旅在丹霞山举行eVTOL首飞，推动低空文旅商业化落地；莱茵体育拟变更名称为天府文旅，明确“泛文旅”战略；第九届亚冬会将于2025年2月7日至14日在哈尔滨举行，2024—2025冰雪季我国冰雪休闲旅游人数有望达到5.2亿人次。演艺：宋城新签青岛轻资产项目，拟下调现存轻资产项目委托管理费比例，四季度核心自营项目场次企稳。连锁餐饮：近期餐饮企业赴港上市热情升温，绿茶集团、古茗、沪上阿姨、蜜雪冰城、老乡鸡陆续更新或递交招股书。酒店：四季度以来酒店行业供需相对平衡，除最后一周受去年元旦基数不可比外RevPAR均个位数下滑。免税：12月27日-12月31日中免年终盛典海南区域销售11.4亿元，同比增长近15个百分点。
- **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。短期建议优选相对确定性，关注有边际改善逻辑或业绩确定性强的龙头标的，重点推荐携程集团-S、海底捞、同庆楼、首旅酒店、九华旅游、峨眉山A、同程旅行；中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、王府井、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶、东方甄选等。
- **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。

行情复盘：12月板块跑输大盘，近期市场悲观情绪放大板块震荡向下

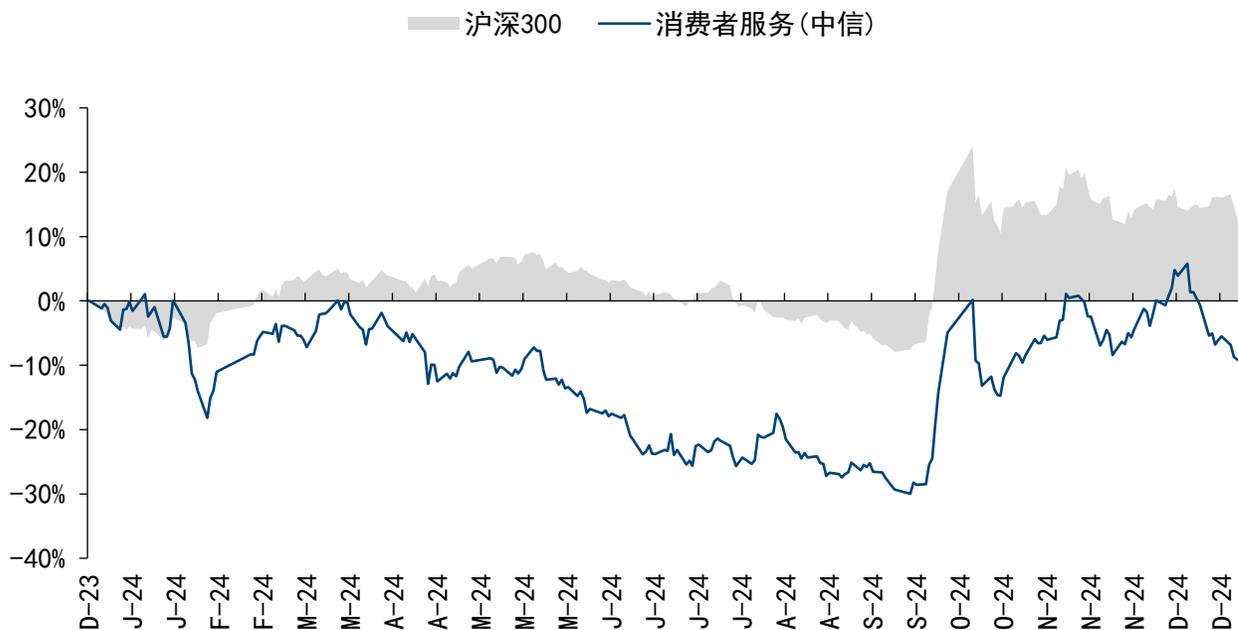
■ 2024年12月行情回顾：参考中信消费者服务指数，2024年12月板块跌4.5%，跑输基准4.9pct（沪深300指数）。

➢ 行情趋势：年初至今板块在弱现实下，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、免签政策利好扩大、冰雪游经济等题材带动下板块企稳震荡；12月下旬政策催化暂告一段落，市场悲观情绪放大，板块持续回调。

图：2024年12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

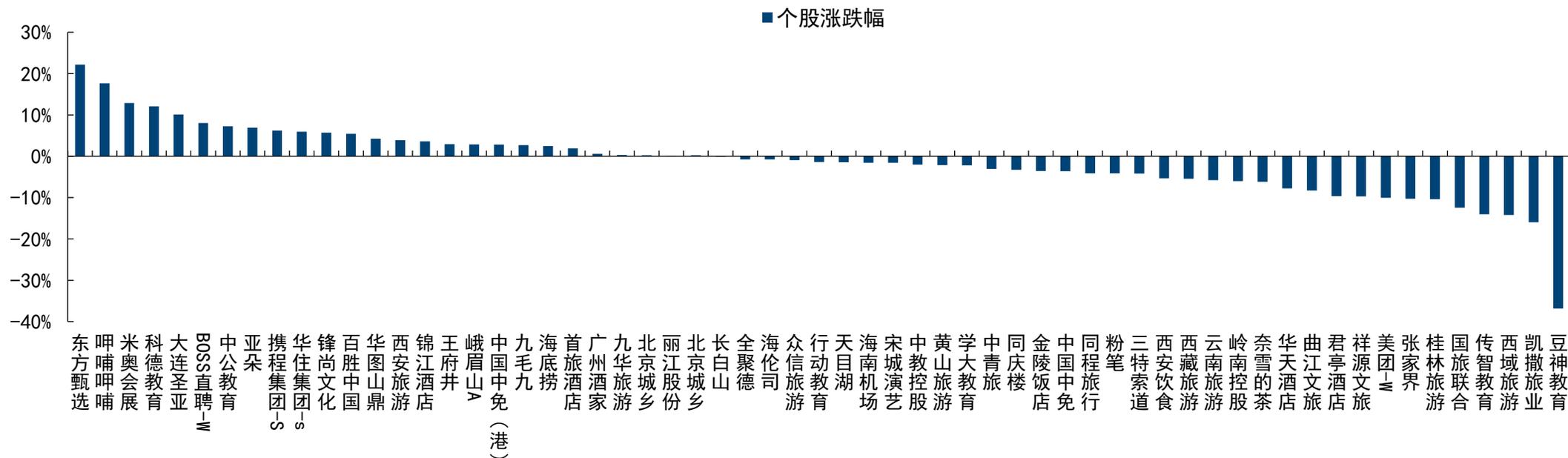
个股复盘：12月A股部分题材相关标的跑赢，港股基本面强势个股表现突出



■ 个股总结：12月A股部分题材相关标的跑赢，港股基本面强势个股表现突出。

- 1、微信小店“送礼物”功能进入灰度测试，东方甄选特色食品、农产品等具备一定送礼属性，微信渠道GMV有望得到助力，12月领涨社服。
- 2、A股中，首发经济、冰雪经济、AI+等概念题材催化，米奥会展、科德教育、大连圣亚、锋尚文化等个股在社服板块领涨；同时存在个股改善逻辑的锦江酒店（收购铂涛系少数股东权益增加回购盘）、首旅酒店（万店目标）录得相对收益，其他免税、演艺等权重股相对承压。
- 3、港股基本面表现优异、有个股阿尔法的个股相对领涨，比如线上OTA平台、部分连锁赛道经营效能领先的龙头，美团因

图：2024. 12. 1-12. 31板块个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

政策跟踪：中央定调“扩大内需”，消费企稳复苏具备良好的宏观政策基础



- 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。

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

春节假期出行前瞻：春运跨区域客流有望创新高，“返乡+旅游”多段式出行巩固

- 2025年春运为1月14日-2月22日为期40天，预计全社会跨区域人员流动量同比增长7%。根据全国春运电视电话会议，2025年春运期间全社会跨区域人员流动量将达到90亿人次左右，同比增长约7%，铁路、民航有望分别突破5.1亿人次和9000万人次，同比增长5.5%、8.4%。
- 春节假期延长有望巩固“返乡+旅游”多段出行模式，出行距离更长。过往春节一般放假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）。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，例如2025年春节请2休11或请4休13带动元旦未出游的需求在春节集中释放，携程平台数据显示，今年春节期间国内游客大交通出行距离同比去年春节增长43%，3小时飞行圈内目的地最受游客欢迎。
- 免签红利下入境游有望延续高增长。最新施行的“240”新政以及2024年以来“免签圈”的持续扩容作用下，携程数据显示，春节期间入境游订单同比增长203%，主要客源地国家为：韩国、马来西亚、新加坡、日本、美国、澳大利亚、泰国、英国、俄罗斯、越南等，春节期间，韩国入境游预订订单量同比增长452%。

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	8	3	8
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

图：2025年春节假期预测

携程	<ul style="list-style-type: none"> 国内游客大交通出行距离同比去年春节增长43%，3小时飞行圈内目的地最受游客欢迎。 冰雪顶流哈尔滨旅游热度依旧，蝉联第五位，旅游预订订单同比增长32%。 预计在2025年春节出游的游客中，亲子家庭的占比将增至49%，订单量相较于24年同期增长75%。 春节期间入境游订单同比增长203%。
同程	<ul style="list-style-type: none"> 春运期间相对集中的探亲客流，以及春节长假期间年轻人对于小众旅游目的地的追捧，三、四线城市机场客流量大幅增长。 2025春运期间的出行需求中，回家探亲占比超过六成，其次是旅游度假。 2025年春运铁路多人同行的出行需求中家庭占比24%，民航的家庭出行占比更是高达36%，较去年有所上升。 中转机票的价格相对便宜，对于时间相对充裕的消费者而言性价比比较高。另外，春节假期期间，通过两次及以上的中转快速“打卡”多个城市的“旅游空降兵”较平日有所增加，也拉动了春运期间的中转出行需求。
众信旅游	<ul style="list-style-type: none"> 春节整体团队体量较2024年同期增加了30%，出游人数增长46%。
广之旅	<ul style="list-style-type: none"> 由于春节假期位于寒假初期，游客出行将呈现“双高峰”态势；今年寒假春节约80%的国内游产品价格有10%-40%下降。 预计2025年寒假春节期间亲子客群占出游人群的80%左右

资料来源：官方公众号，国信证券经济研究所整理

图：春节流行“分段式过年”



资料来源：携程，国信证券经济研究所整理

国内出行：国内航线量增价减，休闲增商旅降，年龄结构一老一小增加

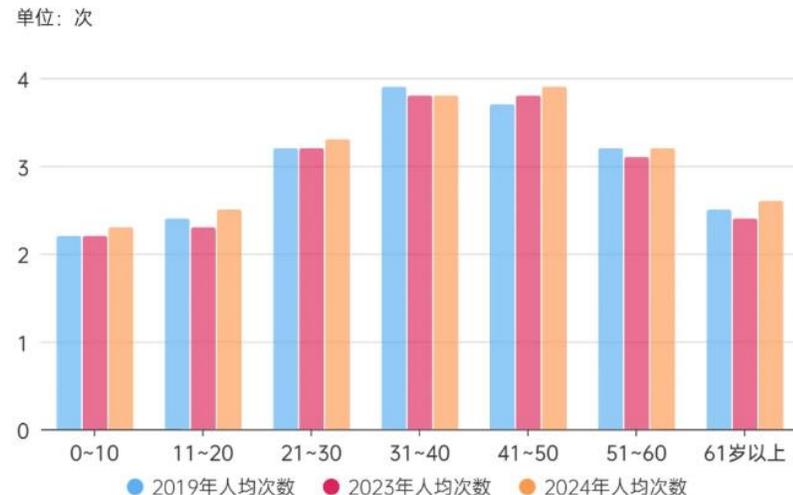
- **2024年国内航线量增价减。**2024年国内航线完成旅客运输量6.5亿人次，同比增长12.2%、同比2019年增长14%；民航经济舱平均票价约767元，同比下降12.1%(票差在百元)，同比2019年下降3.8%。
- **出行人数增加但人均频次较2019年基本持平。**根据去哪儿航旅大数据，全年乘坐飞机的旅客人数达到了2.09亿人，人均乘机出行次数为3.3次。与2019年相比，旅客人数增加了1千万人，而出行频次基本相同。**高频旅客出行频次有所下降，而低频旅客的人均出行频次上升。**
- **商旅减少休闲增加。**根据Chinatradingdesk统计，2024年国内航空中高收益群体减少了3.0%，而对价格更为敏感的休闲旅客增加了2.7%；尤其高敏感度乘客幅度上升了7.0%，进一步压低了票价。
- **儿童旅客和老年旅客的人数上升，而青年旅客人数下降。**和2019年相比，20岁以下的儿童旅客、学生旅客，以及60岁以上的老年旅客群体，在全部旅客当中的占比都在上升。其中20岁以下的旅客是持续上升的趋势，而60岁以上的老年旅客，受到疫情的影响，在2023年的占比还是低位，到了2024年快速反弹，甚至超过了2019年。下

图：航空客运中高频人数与人次占比

年	高频人数占比	高频人次占比
2017	5.2%	25.2%
2018	5.2%	25.1%
2019	5.5%	25.7%
2020	2.8%	13.9%
2021	8.4%	30.8%
2022	3.1%	12.6%
2023	6.5%	28.8%
2024	4.8%	22.8%

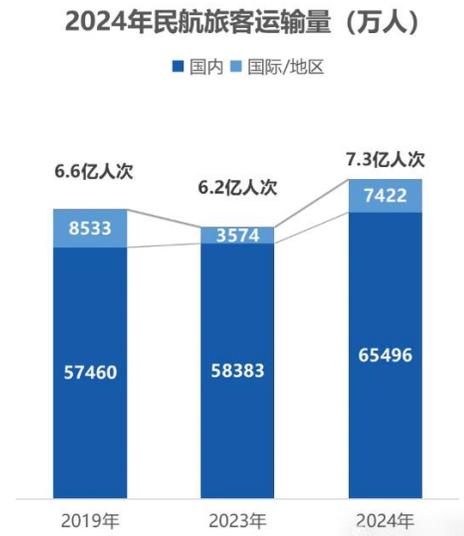
资料来源：去哪儿，国信证券经济研究所整理

图：各年龄段航空旅客出行频次



资料来源：去哪儿，国信证券经济研究所整理

图：民航旅客运输量增幅

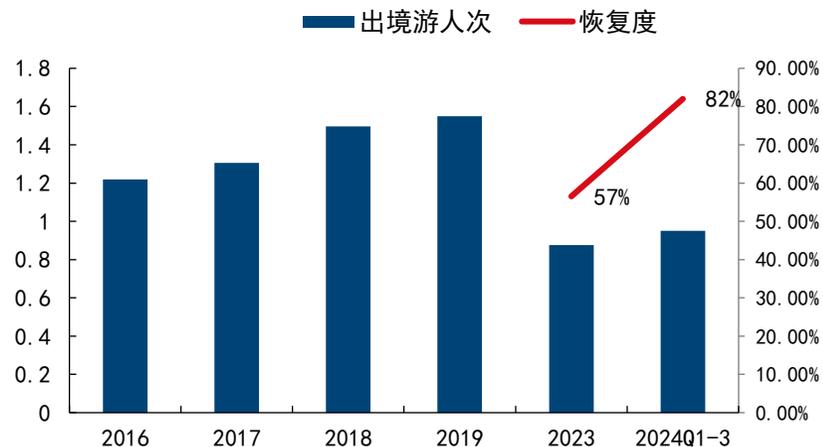


资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

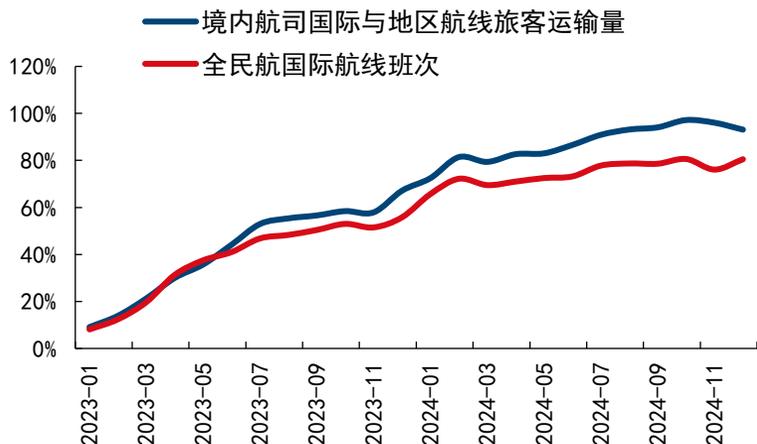
出境游：前三季度出境游恢复超8成，新马恢复度领先，自由行趋势显著

- **2024年出境游快速修复至超8成，快于国际航班运力均恢复。**2024年我国全民航国际客运航班较2023年增长93.4%，恢复至2019年约74.8%，趋势上从2024年1月份的65.6%恢复至12月份的80.5%。随着运力的恢复，整体票价较2023年有所下降，但仍高于2019年同期。前三季度，我国出境旅游人数近9500万人次，同比增长52%，恢复到2019年的82%。
- **新马恢复度领先，日韩签证放宽则仍有进一步上行空间。**我国前几大出境游国家中，新、马旅游人次受益于免签政策恢复度较为领先，后续日韩签证进一步放宽助力出境游恢复。
- **出境游自由行趋势显著。**今年前三季度，中国出境旅游人数近9500万人次，同比增长52%，恢复到2019年的82%；其中全国旅行社出境旅游组织965万人次；对比而言，2019年出境游人次1.55亿，2019年全国旅行社出境旅游组织人次为6288.06万人次。

图：我国境内居民出境游人次（亿人次）



图：我国国际航班运输量与班次变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：国际航班恢复率



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图：我国出境游中旅行社人次及占比

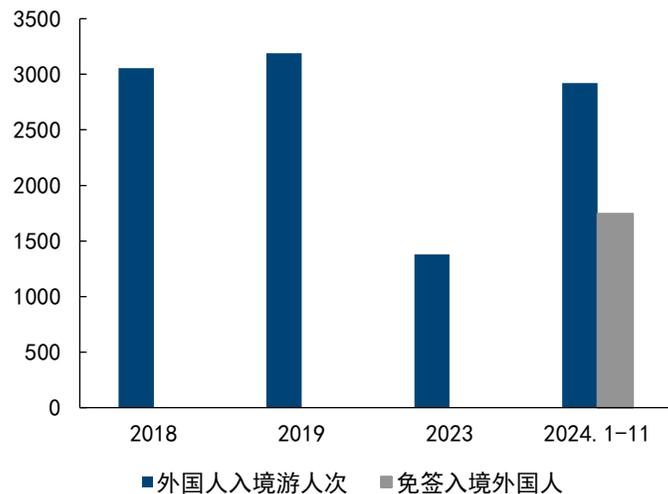
	2024	2019	2024年1-11月	2019年1-11月	2024年1-9月	同口径恢复度
泰国	670	1100	/	/	/	61%
日本	/	959	638	888	/	72%
韩国	/	602	430	551	/	78%
越南	/	580	330	/	/	/
新加坡	/	360	289	/	/	/
马来西亚	/	311	/	/	250	超2019年同期

资料来源：各地统计局，国信证券经济研究所整理

入境游：免签政策优化后效果显著，自由行趋势下OTA核心受益

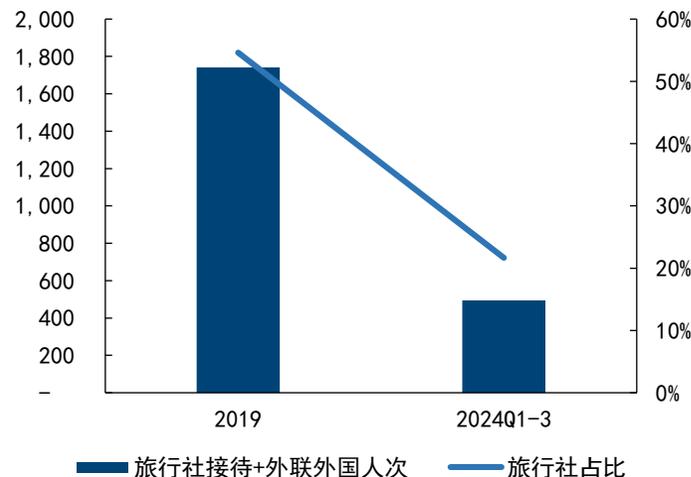
- **海外用户业务：携程国际平台快速拓展，免签入境游政策核心受益。**国内入境游占GDP比重较世界平均仍有提升空间，我国对外免签范围已涵盖东南亚、东亚主要国家，与Trip重点拓展区域相吻合。2024Q2入境游占Trip收入比重超25%，较2019年10%提升显著。
- **国家大力优化入境游签证政策，免签效果成效显著。**自2023年12月1日对法国、马来西亚等6国持普通护照人员试行免签新政以来，对外开放政策持续优化，2024年12月17日起，我国已同25个国家实现全面互免，对38个国家试行单方面免签政策，对54个国家实施过境244小时免签政策。2024年1月至11月，全国各口岸入境外国人2921.8万人次，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，前三季度接待外国人人次中22%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

景区：冰雪经济、并购重组、低空经济等供给侧变革有望重塑景区估值



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。

表：冰雪经济、资产整合、低空经济代表案例

	相关政策文件/赛事	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。 增设西坡雪地摩托车 ，165/人； 恩都里云顶天宫雪雕 。 2024年11-12月冰雪季景区客流同比分别增长40.3%、24.1%。
	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》	大连圣亚	公司运营哈尔滨极地公园系列等。
	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。 2025年第九届亚冬会将于2025年2月7日至14日在哈尔滨举行。	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。
	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。	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。
资产整合	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	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。
	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”	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。 202412，公司公告拟变更公司名称、证券简称，改为天府文旅
低空经济	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，推进商旅文体健融合发展，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。	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，并利用该设备在公司旗下旅游目的地探索空中旅游新业态。 202501，祥源文旅在丹霞山成功举行了电动垂直起降飞行器（eVTOL）首飞，推动低空文旅商业化落地

资料来源：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

演艺：拟下调存量轻资产项目收费，新签约轻资产青岛项目



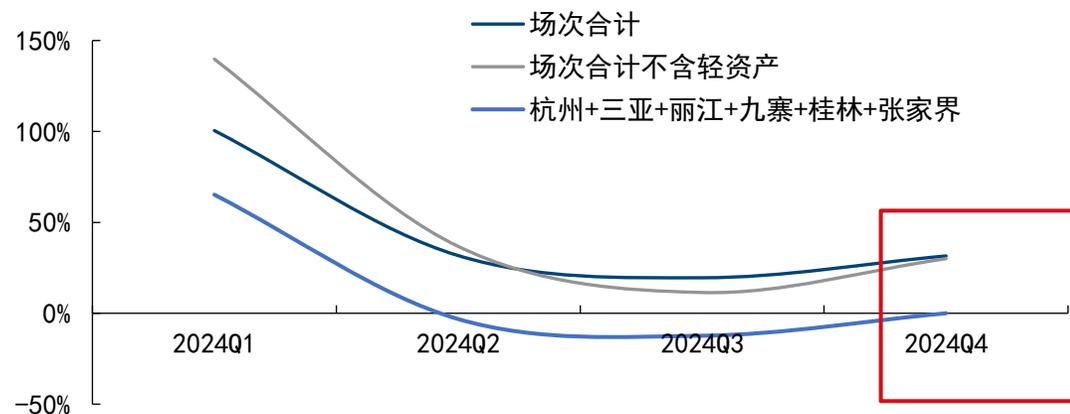
- **宋城演艺跟踪：公司公告拟下调存量轻资产项目收费，新签约轻资产青岛项目。**2017年起公司先后建设宁乡、宜春、新郑、三峡落地轻资产项目，轻资产项目主要在非一线旅游目的扩张布局，也是宋城品牌与管理输出的验证。宋城通过一揽子设计输出等前期收取一次性费用2.6亿元+后续景区经营收入的20%作为委托经营管理费。
- **结合本次公告，我们梳理公司轻资产项目进展如下：**1、拟下调公司目前4个存量所有轻资产项目委托管理费比例，从20%下调至8%，自2025年1月1日起执行。1) 我们认为本次轻资产管理收费调整主要系相关项目受目前消费环境影响部分经营相对不及疫情前，同时预计也是为了与地方政府更好的合作谋求长期发展共赢所致；2) 本次收费比例下调预计会减少公司委托管理项目收费，但后者对公司收入贡献非常低（我们估算2023年相关收费收入仅0.1-0.2亿元，占公司收入比例不到1%），预计整体影响较为有限。
- **2、新签青岛轻资产项目。**2025年1月，宋城签署《“丝路千古情”大型演艺项目合作协议书》，由青岛国资方负责项目的投融资、开发建设、日常运营所有成本费用，委托宋城对进行日常经营管理，宋城收取一揽子设计策划筹备费用2.6亿元+委托管理费（开业每年收入的8%，为期10年）。我们认为，青岛轻资产项目落地一是验证地方政府持续打造新文旅项目的主观诉求，二是彰显公司持续轻资产扩张的经营能动性。考虑项目初步预计2026年7月有望开业，我们预计也有助于公司未来几年轻资产业务的收入和盈利成长。

图：宋城演艺轻资产项目签约与开业情况

	签约时间	开业时间
长沙宁乡炭河千古情	2016.6	2017.7
江西宜春明月千古情	2017.7	2018.12
郑州黄帝千古情	2017.11	2020.9
湖北宜昌三峡千古情	2022.11	2024.7
延安千古情	2020.11	未开业
青岛丝路千古情	2025.1	预计2026.7

资料来源：公司公告、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



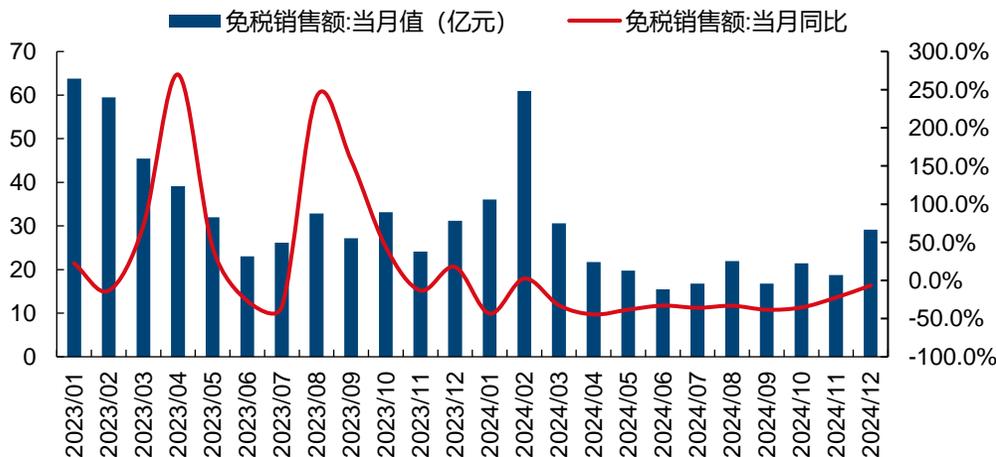
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

免税：海南免税年终大促销售回暖，格力地产重组落地，市内店免税相继公布中标结果



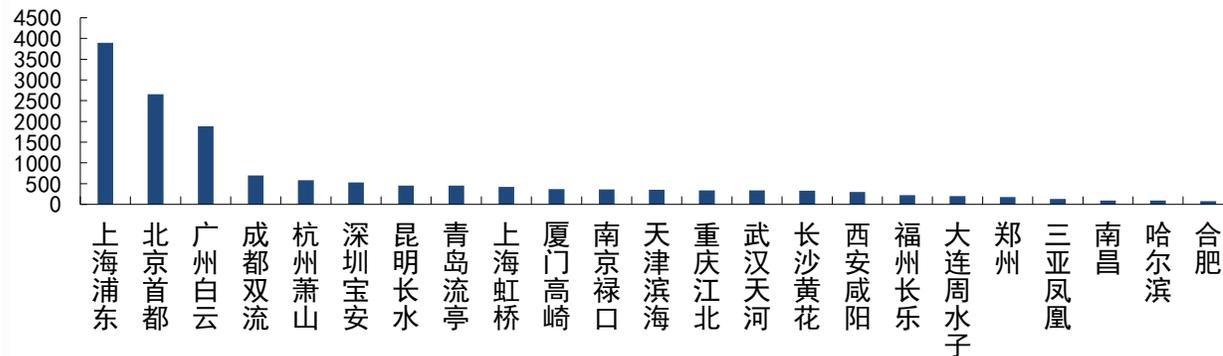
- 海南离岛免税：**2024年全年海口海关共监管海南离岛免税购物金额**309.4亿元/-29%**，其中量：2024年离岛免税购物人次**同比-16%**，其中（三亚、海口机场、琼州海峡）总进出岛人次同比增长3%，对应**转化率为17%/-4pct**。价：2024年离岛免税客单价**同比-16%**，其中人均购买件数**同比-2件**，单件价格**同比+10%**，预计系精品结构占比有一定提升。中免集团于2024年11月21日至1月6日在海南盛大举办年终盛典活动，12月27日—12月31日中免海南区域实现销售**11.4亿元**，同比增长近15个百分点，购买人数超8万人次，优惠力度+多渠道引流共同驱动旺季客流转化。
- 口岸免税：**格力地产重组落地完成；受益于珠澳客流良好恢复，口岸收入增长与盈利可观。2024年12月格力地产发布公告，珠海免税集团51%股权过户至上市公司的相关事宜已办理完毕。通过本次重组，格力地产将逐步退出房地产业务，注入盈利能力较强、现金流情况较好的免税业务。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。
- 市内免税：**近期中国中免先后中标广州、深圳、西安、福州4家市内免税店项目，王府井与武商集团合资公司中标武汉市内免税店项目。首批市内店中标结果有望对相关中标方构成直接利好，但免税板块短期仍需兼顾消费渐进复苏等扰动。中线若消费企稳复苏，考虑市内店相比于机场给予出境人群更灵活的购物时间和丰富SKU选择，有望成为承担消费回流的重要渠道；同时考虑市内免税店经营要求具全国范围内免税经营资质的运营商绝对控股，为中国中免、王府井等免税龙头中线业绩增长提供支撑，中国中免卡位出入境客流超千万的北上广、最直接受益；另外其他地方国资也有望通过合资模式分享市内免税中长线收益。

图：海南离岛免税月度趋势变化



资料来源：海口海关，公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：我国各机场出入境人次

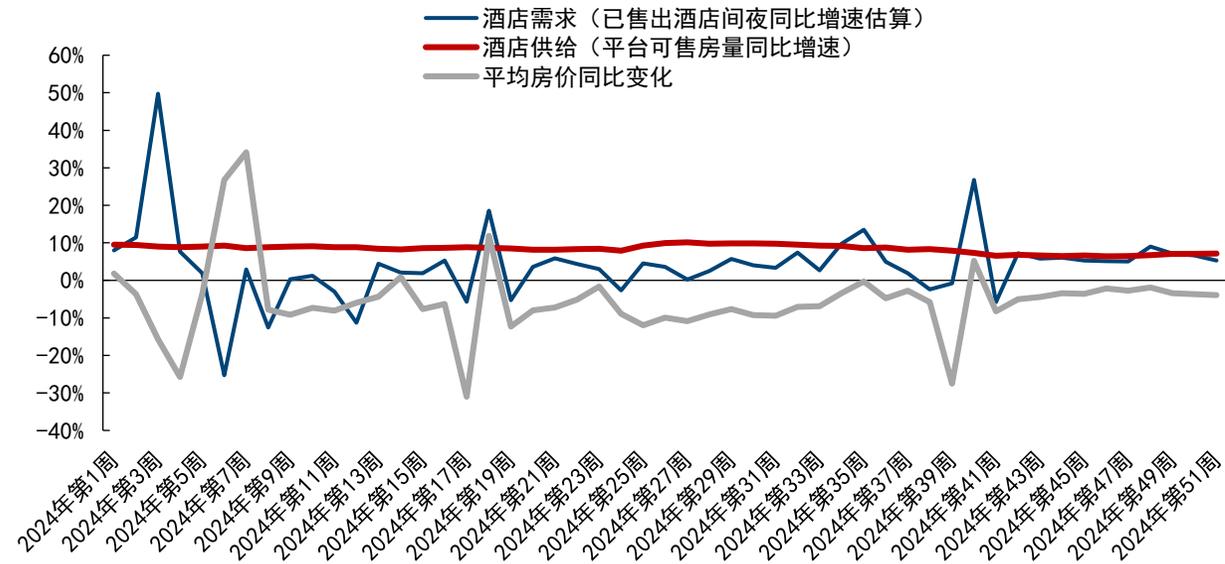


资料来源：海口海关，公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

酒店：四季度以来行业供需再平衡，长周期连锁化率持续上行

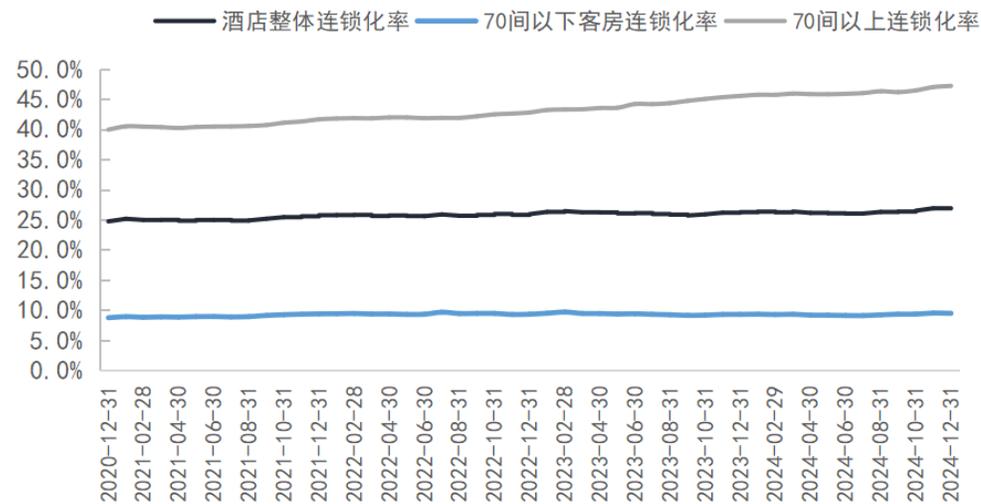
- **酒店供需进入再平衡阶段，短期新增供给仍需要培育消化。**供给方面，2023年闲置民宿等反弹最快，2024年中档型等酒店增速最快。1) 按盈蝶网数据，2023年底，国内住宿房量已经恢复到2019年同期的95%，较2020-2022年年（2022年底为2019年底的81%左右）显著复苏，其中2023年休闲需求补偿性释放下各类闲置民宿等供给的恢复和增长；2024年更偏中档型等酒店为主。2) 根据酒店之家数据，2024年以来，小体量住宿设施和经济型酒店增长同比2023年底相对放缓（个位数增长），而中档型酒店数和房量仍较2023年底增长12%、11%，增长较快。**四季度以来酒店行业供需逐步进入相对平衡阶段，短期新增供给仍需要培育消化，2025年酒店行业供给增长不排除相对更均衡。**
- **拉长时间维度我国酒店连锁化率仍处于上行阶段。**根据酒店之家数据，我国酒店行业连锁化率目前接近30%（包含15间以下客房）。疫后头部集团品牌逆势扩张，相应70间以上客房的酒店连锁化率从2020年底的40%提升至47%，其中下沉市场酒店连锁化率与高线城市相比仍有差距，小城产业、旅游均处于发展延伸阶段，头部酒店集团亦已展开深度布局，预计连锁酒店有望发挥品牌、品控、数字化优势。

图：酒店行业供需变动-周度数据



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：酒店连锁化率变化

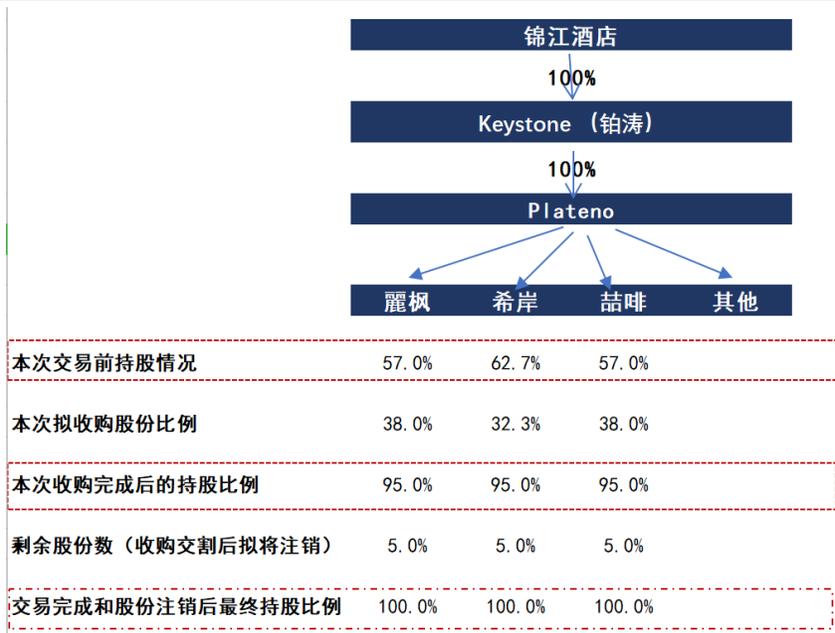


资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

酒店：锦江收购核心品牌少数股权助力成长，购股方案设计有望提振市场信心

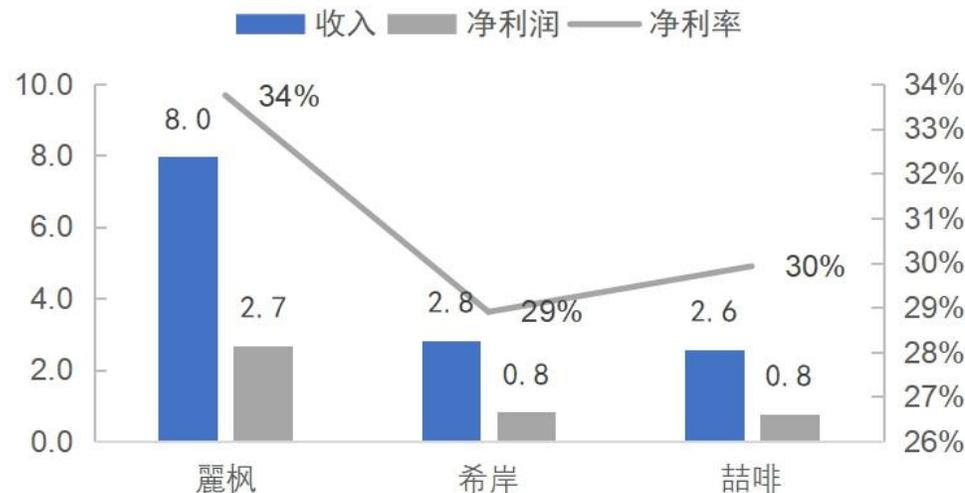
- **锦江酒店**：公司全资子公司Plateno（铂涛）拟现金方式收购Lavande Holdings Limited（运营麗枫酒店）、Xana Hotelle Holdings Limited（运营希岸酒店）、Coffetel Holdings Limited（运营喆啡酒店）的少数股权，最终实现对上述核心品牌的100%持股。
- **1) 交易对手方承诺将本次交易价款的60-70%后续购入上市公司股票，有助于利益绑定、提振信心。**公司拟以现金17.14元收购麗枫、希岸、喆啡少数股权，交易对手方（原机构和品牌创始团队）承诺将其所得全部交易价款的60-70%后续用于增持上市公司股票（5年分4期解锁），有助于利益绑定和提振市场信心。
- **2) 麗枫、希岸、喆啡系铂涛旗下核心中端酒店品牌，盈利贡献良好。**2023年开业门店铂涛系/公司整体中端品牌的82%/33%，扩张趋势良好（2023年净开业门店占铂涛和公司中端净开门店的80%/38%），2023年净利润各为2.69/0.82/0.77亿元，盈利表现良好。本次收购有望强化公司对其核心品牌的把控，提升核心品牌利润贡献，加速公司核心品牌资源打通和渠道整合，助力其未来盈利成长。

图：本次收购交易前后铂涛系对麗枫、希岸、喆啡的持股情况变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2023年麗枫、希岸、喆啡的收入和净利润表现



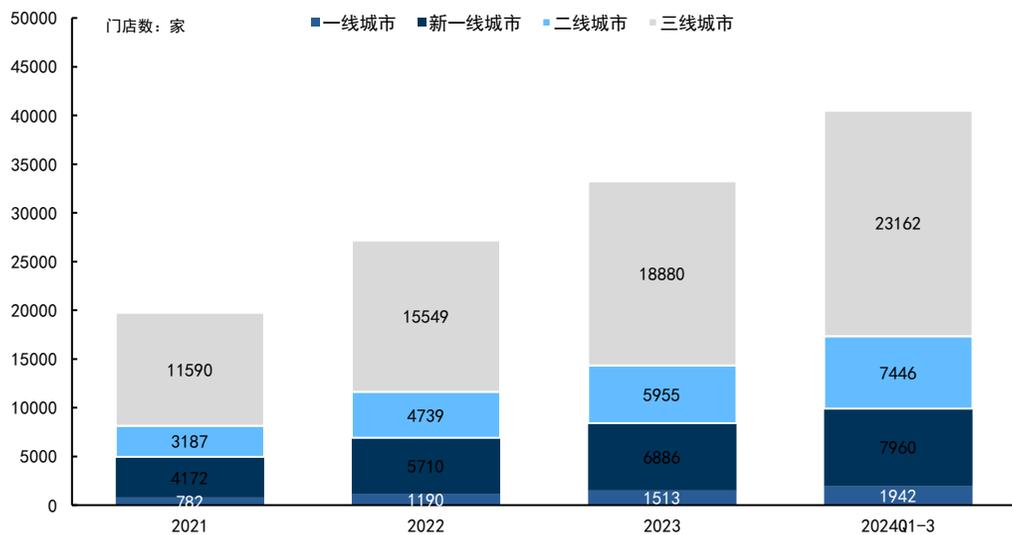
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

港股餐饮：2024年两家餐企成功登陆港交所，近期餐饮企业赴港上市热情升温

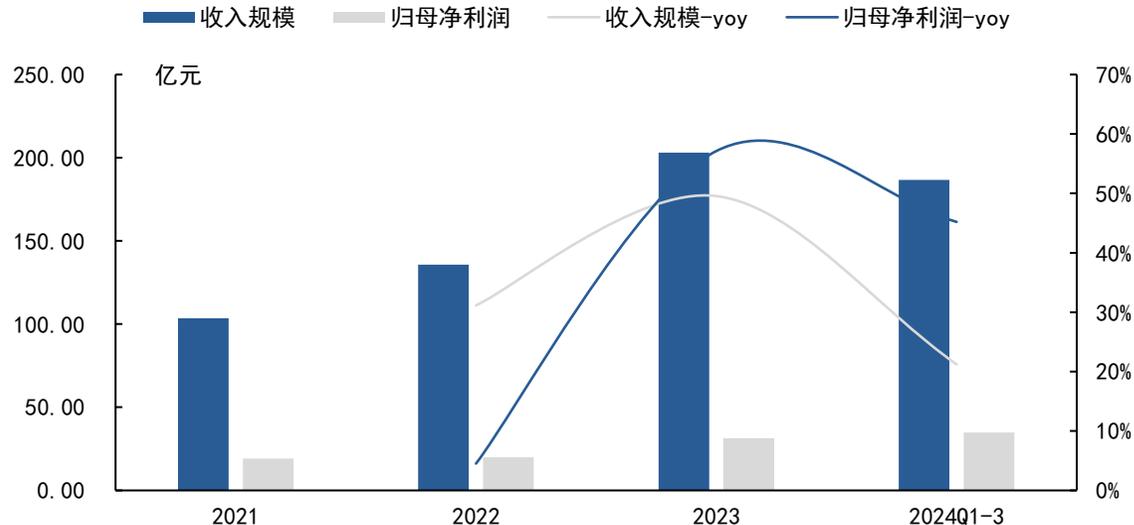


- **2024年茶百道、小菜园港交所登陆成功，近期其他餐饮类企业赴港上市热情升温。**茶饮方面，茶百道已于2024年4月成功登陆港交所，成为继奈雪的茶之后第二家新茶饮上市品牌；古茗、沪上阿姨、蜜雪冰城先后在2024年末2025年初更新招股书，推进港股上市进程。餐饮方面，小菜园于2024年12月登陆港交所，随后绿茶集团更新招股书、老乡鸡正式递交港股招股说明书，餐饮类企业赴港上市热情升温。
- **蜜雪冰城是国内门店数最多、出杯量最多、终端零售额做大的现制饮品企业，2024年前三季度收入与利润双位数增长。**截至2024年9月30日，蜜雪冰城通过加盟模式拥有超过45000家门店，覆盖中国及海外11个国家；按照2023年终端零售额计，公司是国内第一、全球第四的现制饮品企业。2024年前三季度收入186.6亿元，同比增21%；归母净利润34.9亿元，同比增45%，毛利率/净利率分别为32.4%/18.7%。
- **老乡鸡是我国中式快餐第一，直营与加盟共同发展。**截至2024年9月30日，老乡鸡在中国53个城市拥有1404家门店，包括949家直营门店和455家加盟门店。根据灼识咨询的资料，按2023年交易总额计，老乡鸡在中国中式快餐行业位列第一。2024年前三季度公司实现营收46.78亿元，同比增12%，经调整净利润为3.85亿元，同比增3%。

图：蜜雪冰城门店分城市等级



图：2021-2024前三季度蜜雪收入&净利润



注：2024年前三季度yoy为对比2023年前三季度数据

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，国信证券经济研究所整理

重点公司盈利预测及估值

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	收盘价 24-12-21	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601888.SH	中国中免	69	2.40	2.85	3.39	26	22	19
600859.SH	王府井	16	0.74	0.85	1.00	19	17	14
600515.SH	海南机场	4	0.08	0.09	0.11	46	40	33
600754.SH	锦江酒店	27	1.13	1.29	1.55	23	20	17
600258.SH	首旅酒店	15	0.74	0.84	0.96	19	17	15
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	130	64	43
605108.SH	同庆楼	27	0.53	1.08	1.48	44	22	16
603043.SH	广州酒家	17	0.89	1.00	1.12	18	16	14
9922.HK	九毛九	3	0.16	0.21	0.27	19	14	11
0520.HK	呷哺呷哺	1	0.14	0.25		7	4	
6862.HK	海底捞	16	0.83	0.92	1.01	17	16	14
9987.HK	百胜中国	354	17.44	19.03	20.67	19	18	16
2150.HK	奈雪的茶	1	0.06	0.14	0.24	21	9	5
9961.HK	携程集团-S	521	25.40	28.85	33.51	19	17	15
0780.HK	同程旅行	18	1.18	1.41	1.65	14	12	10
3690.HK	美团-W	149	7.11	8.65	9.70	20	17	15
300144.SZ	宋城演艺	10	0.42	0.49	0.56	21	18	16
603136.SH	天目湖	12	0.38	0.46	0.54	29	24	20
000888.SZ	峨眉山A	14	0.49	0.55	0.62	26	23	20
002159.SZ	三特索道	17	0.93	1.04	1.16	16	14	13
600138.SH	中青旅	11	0.48	0.62	0.77	20	16	13
603199.SH	九华旅游	34	1.63	1.92	2.13	21	18	16
002033.SZ	丽江股份	9	0.41	0.46	0.51	21	19	17
600054.SH	黄山旅游	12	0.43	0.49	0.56	26	23	20
603099.SH	长白山	49	0.60	0.73	0.85	65	53	46
300662.SZ	科锐国际	24	1.39	1.78	2.20	14	11	9
600861.SH	北京人力	20	1.65	1.88	2.11	11	10	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		28	24	
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	16	13
002607.SZ	中公教育	4	0.17	0.24		18	13	
2469.HK	粉笔	2	0.26	0.33	0.41	9	7	6
1773.HK	天立国际控股	4	0.27	0.37	0.50	13	9	7
300795.SZ	米奥会展	23	0.99	1.27	1.52	22	17	14

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