

消费者服务

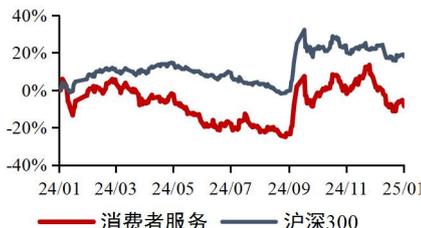
社会服务行业 2025 年度策略 同步大市-A(维持)

消费趋于理性，品质化与性价比需求旺盛

2025 年 1 月 24 日

行业研究/行业年度策略

消费者服务板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600258.SH	首旅酒店	增持-A
600754.SH	锦江酒店	增持-A
600138.SH	中青旅	增持-B
300144.SZ	宋城演艺	增持-A
603136.SH	天目湖	增持-A
600054.SH	黄山旅游	增持-A
002707.SZ	众信旅游	增持-B

相关报告：

【山证社服】二次消费项目带动景区内生增长，多元客流贡献未来业绩-自然景区行业深度报告（2024.11.13）

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点：

➢ **2024 年社会服务行业整体表现：行业回调显著，估值持续消化。**2024 年全年（数据统计截至 2024 年 12 月 31 日），在 A 股申万 31 个一级行业中涨跌幅位列第 24。自然景区标的涨幅亮眼，题材性个股有阶段性行情。板块内基金重仓标的股价回调，估值基本回归合理区间、投资性价比提升。

➢ **2025 年社会服务行业趋势展望：品质化与性价比消费需求旺盛。****酒店：**中档和中高档酒店为主力市场，头部酒店市场格局相对稳定。2024 年国内酒店行业核心数据较上年同期相比，总体呈现下降趋势，主要系 2023 年同期高基数效应、行业内部供过于求以及日益严重的同质化竞争。华住集团、锦江酒店、亚朵持续领跑行业，酒店配套产品舒适化、品牌化进程加快。**出行：**2024 年民航全年共完成旅客运输量 7.3 亿人次，中外航线恢复迥然。2024 年 Top20 通航国家中，前三位依然是泰、日、韩，日韩航班恢复量超过泰国，但均未达到 2019 年水平。2025 年民航旅客运输量有望达 8 亿人次。**餐饮：**行业整体加速迈入大众消费时代。为了迎合更多消费者对性价比的追求，餐饮行业开启降价潮，同时出海拓展市场、品质餐饮领跑新消费的趋势也在逐渐显现。**演艺：文化+旅游、演艺+旅游热度提升。**2024 年旅游行业在社交媒体广泛传播推动下热点频现。随着文化+旅游、演艺+旅游热度提升、冰雪经济持续升温，多元化的消费场景不断提升文旅业的人气。2025 年消费者文旅底层需求逻辑不会改变，对美好生活的向往依然主导消费行为。**冰雪经济：政策助力、市场给力，冰雪经济效应井喷。**中国冰雪产业规模从 2019 年 4200 亿元快速增长至 2023 年 8900 亿元，年均复合增长率达 20.65%，预计 2024 年国内冰雪产业规模将达 9700 亿元，2025 年有望突破万亿元。

➢ **投资建议：**1) 出入境游：2024 年以来各航司加码国际航班班次恢复，机票价格下降明显，消费者出游热情被点燃。2025 年预计免签政策带动入境游持续恢复；2) 酒店：中端酒店继续增长，下沉市场成为主要开拓方向。酒店行业存量市场最大、连锁化率最低的低线城市呈现供需两旺，反向旅游等出行方式带动下市场住宿需求增长；同时酒店行业整体连锁化率和产品结构仍有较大提升和优化空间。3) 餐饮：餐饮进入理性品质消费新周期，品质化服务和注重性价比的“小而美”的餐饮业态和模式迎来发展时刻。

➢ **重点公司推荐：**首旅酒店、锦江酒店、中青旅、宋城演艺、天目湖、黄山旅游、众信旅游。

➢ **风险提示：**居民消费意愿不及预期风险；酒店行业供需变化风险；出入境旅游受突发事件影响风险；突发事件或不可控灾害风险。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



目录

1. 2024 年社会服务行业整体表现：行业回调显著，估值持续消化.....	6
2. 2025 年社会服务行业趋势展望：品质化与性价比需求两旺.....	9
2.1 酒店：中档和中高档酒店为主力市场，头部酒店市场格局相对稳定.....	9
2.2 出行：2024 年民航全年共完成旅客运输量 7.3 亿人次，中外航线恢复迥然.....	13
2.3 餐饮：行业整体加速迈入大众消费时代.....	16
2.4 演艺：文化+旅游、演艺+旅游热度提升.....	19
2.5 冰雪经济：政策助力、市场给力，冰雪经济效应井喷.....	21
3. 投资建议及重点公司推荐.....	25
3.1 投资建议.....	25
3.2 重点公司推荐.....	25
3.2.1 首旅酒店.....	25
3.2.2 锦江酒店.....	26
3.2.3 中青旅.....	26
3.2.4 宋城演艺.....	26
3.2.5 天目湖.....	26
3.2.6 黄山旅游.....	27
3.2.7 众信旅游.....	27
4. 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 2024 年社会服务行业指数下跌 5.11%，涨跌幅在申万一级行业中位列第 24.....	6
图 2： 2024 年申万社服行业与上证指数、沪深 300 涨跌幅.....	7
图 3： 社会服务行业 2024 年末估值 23.35 倍.....	7
图 4： 社会服务行业相对沪深 300 估值 1.81.....	7



图 5: 2024 年社会服务行业各子板块估值情况.....	8
图 6: 2024 年社会服务行业各子板块涨跌幅情况.....	8
图 7: 2024 年社会服务行业个股涨跌幅情况.....	8
图 8: 国内 2024Q1-3 酒店行业主要指标情况.....	10
图 9: 2024Q1-3 酒店入住率、平均房价变化趋势.....	10
图 10: 2024Q1-3 一线、新一线 19 城开业 3-5 星级连锁酒店门店量及同比.....	10
图 11: 2024Q1-3 一线、新一线 19 城开业 3-5 星级连锁酒店房间量及同比.....	10
图 12: 2024Q1-3 一线、新一线 19 城新开业 3-5 星级连锁酒店门店量及同比.....	11
图 13: 2024Q1-3 一线、新一线 19 城新开业 3-5 星级连锁酒店房间量及同比.....	11
图 14: 华住集团 ADR 表现情况 (单位: 元)	11
图 15: 华住集团 RevPAR 表现情况 (单位: 元)	11
图 16: 首旅酒店 OCC 表现情况.....	12
图 17: 首旅酒店 RevPAR 表现情况 (单位: 元)	12
图 18: 亚朵酒店 OCC 表现情况.....	13
图 19: 亚朵酒店 RevPAR 表现情况 (单位: 元)	13
图 20: 2024 年民航旅客运输量 (万人)	14
图 21: 2024 年民航旅客运输量月趋势.....	14
图 22: 民航客运航班日趋势.....	14
图 23: 国内旅客运输量恢复率.....	14
图 24: 民航客运航班量分布情况 (万班次)	15
图 25: 国际航线国内/外航司占比.....	15
图 26: Top20 国家航班恢复情况.....	16
图 27: 2025 年民航预估旅客运输量月趋势 (万人)	16



图 28: 社会消费品零售总额及增速.....	16
图 29: 2024.3 月起限额以上餐饮收入增速低于整体餐饮收入增速.....	16
图 30: 2019-2024Q2 全国餐饮门店规模及变化趋势.....	17
图 31: 2021-2024H1 开店率、关店率变化情况.....	17
图 32: 2019-2024Q2 餐饮市场人均消费及区间分布.....	18
图 33: 2019-2024H1 居民可支配收入及增速趋势.....	18
图 34: 部分海外门店数超过百家的品牌.....	18
图 35: 部分细分赛道的出海优势.....	18
图 36: 国内营业性演出场次情况.....	19
图 37: 国内营业性演出场次票房收入情况（亿元）.....	19
图 38: 国内营业性演出场次观众人数情况（万人次）.....	20
图 39: 国内营业性演出人均观影消费情况（元）.....	20
图 40: 2024 年消费者参与演唱会产生的其他消费.....	20
图 41: 2024 年消费者可接受的演唱会门票价格.....	20
图 42: 2019-2025 年国内冰雪产业市场规模及预测.....	21
图 43: 2019-2025 年国内冰雪运动场地数量及预测.....	21
图 44: 冰雪季我国冰雪休闲旅游人次情况.....	22
图 45: 冰雪季我国冰雪休闲旅游收入情况.....	22
图 46: 冰雪季我国冰雪人均消费情况.....	22
图 47: 冰雪重资产项目年投资总额（亿元）.....	22
图 48: 18 岁及以上居民参与冰雪运动参与率及人数.....	24
图 49: 消费者参与冰雪运动的主要花费.....	24
图 50: 2024 冬季热门冰雪旅游目的地.....	24

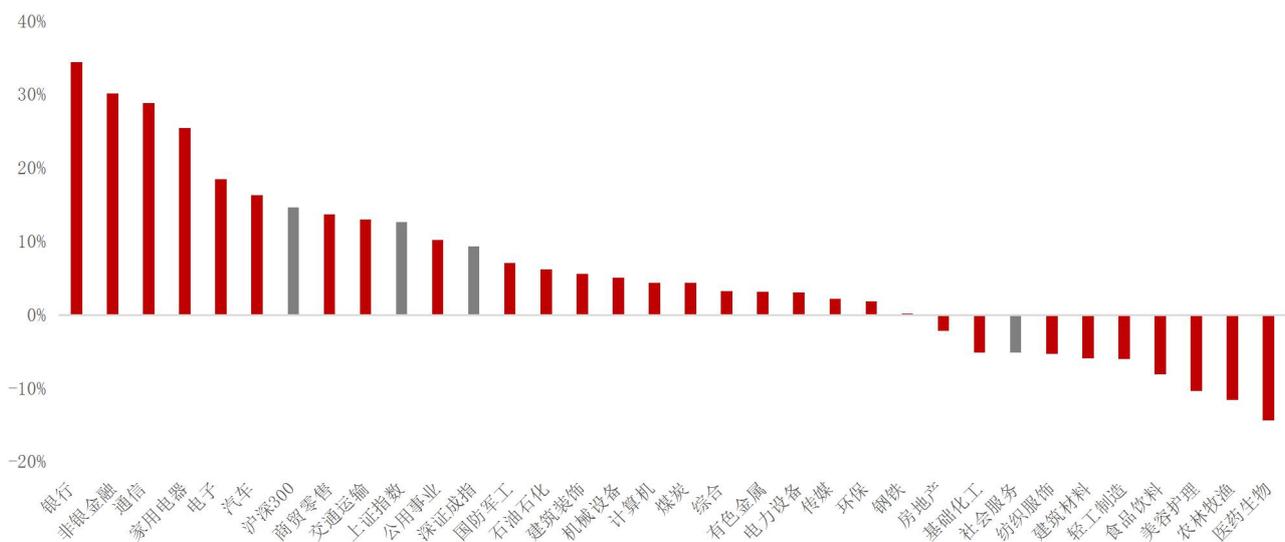


图 51: 2024 冬季热门冰雪游景区.....	24
表 1: 社会服务行业 2024Q3 基金重仓个股概览.....	9
表 2: 国内部分餐饮品牌海外供应链建设情况.....	19
表 3: 近期国家关于促进冰雪游、冰雪经济发展政策概览.....	23
表 4: 重点推荐公司及盈利预测.....	27

1. 2024 年社会服务行业整体表现：行业回调显著，估值持续消化

2024 年全年（数据统计截至 2024 年 12 月 31 日，下同），沪深 300、上证指数、深证成指分别上涨 14.68%、12.67%、9.34%，申万社会服务行业指数下跌 5.11%，分别跑输大盘 19.79pct、17.78pct、14.45pct，在 A 股申万 31 个一级行业中涨跌幅位列第 24。

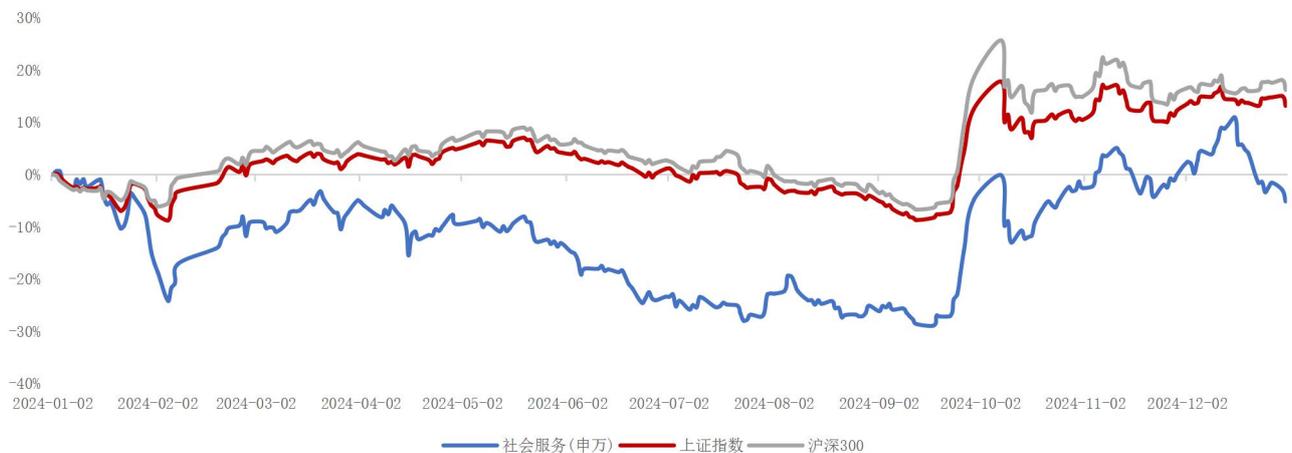
图 1：2024 年社会服务行业指数下跌 5.11%，涨跌幅在申万一级行业中位列第 24



资料来源：wind，山西证券研究所

居民消费恢复进度整体放缓，需求复苏和个股业绩兑现引领年内行业主线。社会服务行业整体在春节前随大盘整体走势调整较多；春节后冬季旅游、冰雪主题爆发，长白山、大连圣亚等题材性标的有阶段性行情；五一小长假人均消费首次超越 2019 年同期水平，大众旅游市场持续升温。受限于消费需求恢复进程有所放缓、市场情况逐渐回归理性，以及宏观经济波动等因素影响，目前行业出现较大程度回调、整体仍在底部区间震荡、估值下修。

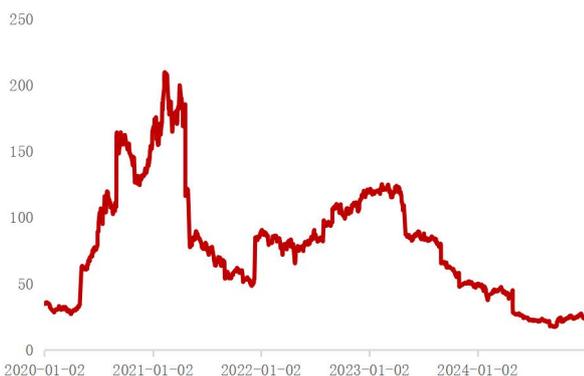
图 2：2024 年申万社服行业与上证指数、沪深 300 涨跌幅



资料来源：wind，山西证券研究所

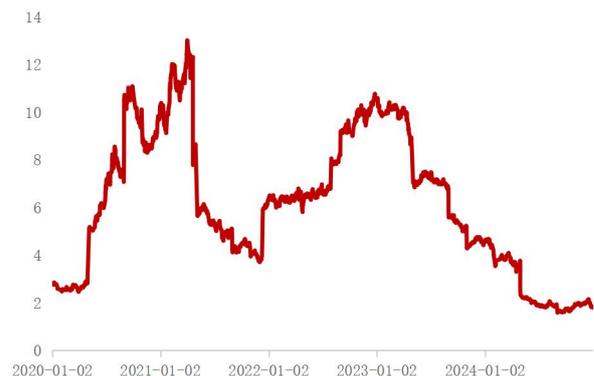
投资风格切换、个股业绩兑现影响行业估值水平持续回落。社服行业经营情况持续好转，行业估值自 2023 年 4 月起逐渐回落，2024 年末社服行业整体估值为 23.35 倍（TTM，整体法）。远低于上年同期 49.58 倍，低于行业近五年均值 79.95 倍。2024 年行业整体相对于沪深 300 估值为 1.81，低于上年同期 4.57。

图 3：社会服务行业 2024 年末估值 23.35 倍



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：社会服务行业相对沪深 300 估值 1.81



资料来源：wind，山西证券研究所

2024 全年，社会服务行业各子板块涨跌幅表现分化。涨跌幅分别为：自然景区（+16.86%）> 旅游综合（+4.73%）> 人工景区（-3.22%）> 酒店（-8.25%）> 餐饮（-22.88%）。估值方面，人

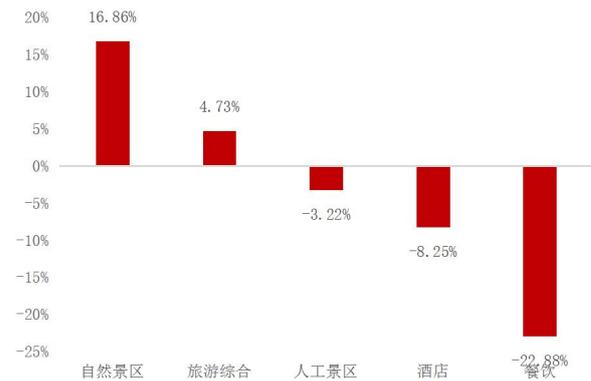
工景区、餐饮部分公司经营情况尚未恢复，业绩表现不佳影响估值仍偏离正常范围。截止 2024 年末，自然景区（39.47 倍）、酒店（25.09 倍）、旅游综合（20.95 倍）估值基本修复至正常区间。

图 5：2024 年社会服务行业各子板块估值情况



资料来源：wind，山西证券研究所

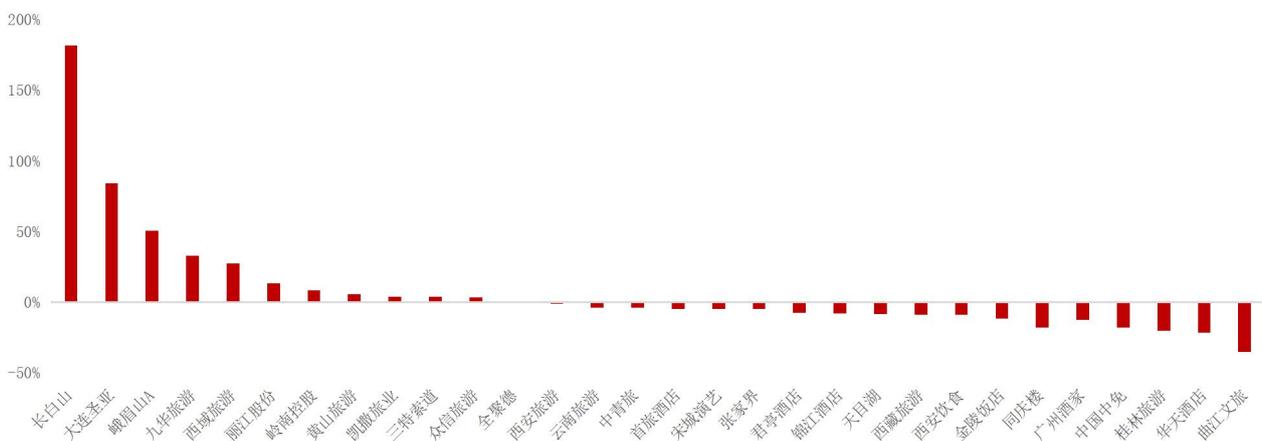
图 6：2024 年社会服务行业各子板块涨跌幅情况



资料来源：wind，山西证券研究所

自然景区标的涨幅亮眼，题材性个股有阶段性行情。2024 年初冰雪旅游火热带动长白山以 182.18% 涨幅领涨，大连圣亚（+84.54%）表现突出；自然景区以其独特性和高性价比表现亮眼，峨眉山 A（+50.87%）、九华旅游（+33.1%）、西域旅游（+27.68%）、丽江股份（+13.6%）、黄山旅游（+5.84%）表现居前。板块内基金重仓标的股价回调，估值基本回归合理区间、投资性价比提升。

图 7：2024 年社会服务行业个股涨跌幅情况



资料来源：wind，山西证券研究所

2024Q3 基金持仓居前标的中，景区板块获较多新增持仓机构。与 2024Q1 相比，长白山、三特索道、峨眉山 A 仍在行业持仓前十序列，西域旅游持仓机构增加。酒店板块首旅酒店、锦江酒店 2024Q3 持有机构数分别为 22 家、29 家，较上季度分别增加 5 家、8 家。

表 1：社会服务行业 2024Q3 基金重仓个股概览

证券代码	证券简称	2024 年初至今涨幅	流通市值 (亿元)	持仓数量 (万股)	持仓变动 (万股)	持仓市值 (亿元)	占流通股比	持有机构数	机构增减数量
601888.SH	中国中免	-18.02%	1365.58	4800.05	206.08	37.06	2.46%	30	2
300144.SZ	宋城演艺	-4.75%	243.65	7958.81	-3891.52	8.37	3.38%	18	1
600258.SH	首旅酒店	-4.44%	163.81	4556.04	1076.71	6.74	4.08%	22	5
600754.SH	锦江酒店	-7.77%	262.45	1612.23	-616.08	5.05	1.76%	29	8
300662.SZ	科锐国际	-23.33%	41.45	1657.34	166.18	3.67	8.44%	10	0
605108.SH	同庆楼	-17.72%	63.73	845.64	68.99	1.89	3.25%	6	0
603099.SH	长白山	182.18%	112.32	274.13	-23.25	0.84	1.03%	7	0
002159.SZ	三特索道	4.02%	27.68	219.68	73.44	0.36	1.59%	4	-2
000888.SZ	峨眉山 A	50.87%	69.71	224.12	-90.58	0.32	0.43%	8	-2
300859.SZ	西域旅游	27.68%	54.53	38.96	-231.72	0.15	0.25%	3	2

资料来源：wind，山西证券研究所（数据统计截至 2024 年 12 月 31 日）

2. 2025 年社会服务行业趋势展望：品质化与性价比需求两旺

2.1 酒店：中档和中高档酒店为主力市场，头部酒店市场格局相对稳定

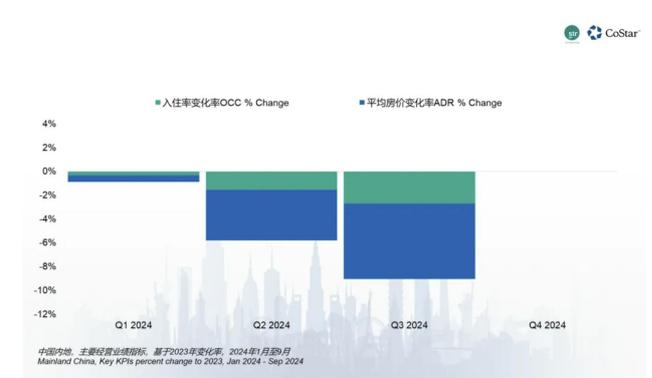
2024 年国内酒店行业核心数据较上年同期相比，总体上呈现下降趋势。相较于 2023 年，酒店行业前三季度平均入住率下降 2%，平均房价下降 4%，RevPAR 下降 6%。2024Q1 尤其春节期间，酒店市场出现强势复苏的良好态势；进入二季度后行业经营情况出现明显下滑；在传统酒店行业旺季的第三季度，国内外主要酒店集团的核心运营数据也呈现下降趋势。主要系 2023 年同期高基数效应、行业内部供过于求以及日益严重的同质化竞争。

图 8：国内 2024Q1-3 酒店行业主要指标情况



资料来源：STR、酒店评论，山西证券研究所

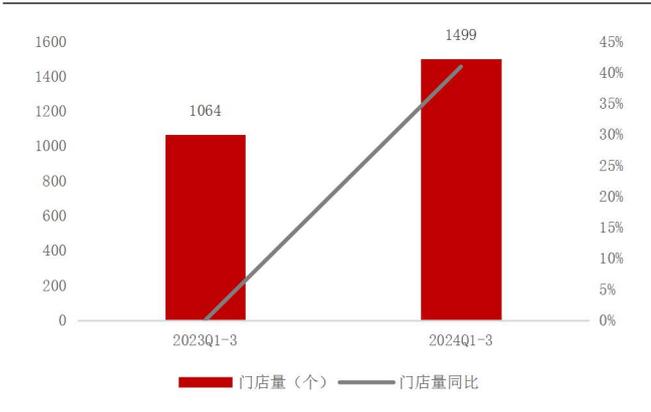
图 9：2024Q1-3 酒店入住率、平均房价变化趋势



资料来源：STR、酒店评论，山西证券研究所

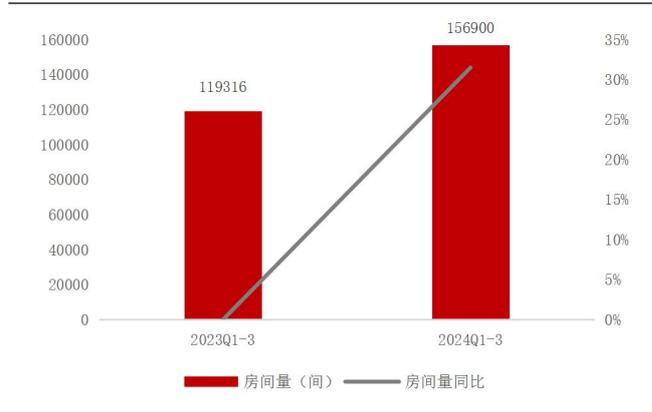
2024Q1-3，酒店市场增量方面新开业 3.7 万家，接近 2023 年全年开业门店量 95%；房间规模为 157 万间，达到 2023 年全年开业房间量的 96%。奥维云网监测数据显示，一线、新一线城市新开业酒店 9624 家，占 2024 年前三季度全国新开业酒店比例 26%；新开业酒店房间 45.1 万间，占 2024 年前三季度全国新开业酒店比例 29%。国内高线城市连锁酒店开业需求持续高涨，其中北京、成都、上海等热门城市酒店需求旺盛，华住集团、锦江酒店、亚朵持续领跑行业，酒店配套产品舒适化、品牌化进程加快。

图 10：2024Q1-3 一线、新一线 19 城开业 3-5 星级连锁酒店门店量及同比



资料来源：奥维云网，山西证券研究所

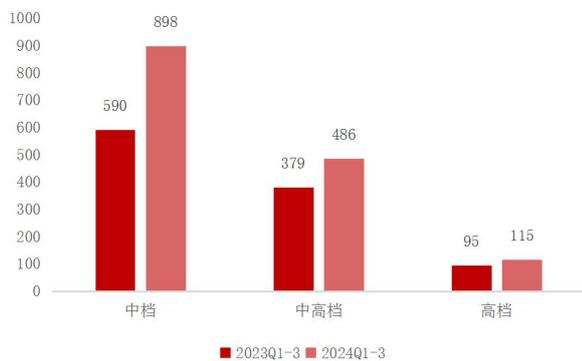
图 11：2024Q1-3 一线、新一线 19 城开业 3-5 星级连锁酒店房间量及同比



资料来源：奥维云网，山西证券研究所

酒店档次变化：中档和中高档酒店为主力市场，高档酒店开业放缓。中档和中高档酒店为主力市场，高档酒店开业放缓。2024 年前三季度，新开业中档连锁酒店门店量 898 家/+52.2%，房间量 7.8 万间/+52.4%；新开业中高档连锁酒店 486 家/+28.2%，房间量 5.9 万间/+23.3%；新开业高档连锁酒店门店量 115 家/+21.1%，房间量 1.9 万间/-3.0%。

图 12：2024Q1-3 一线、新一线 19 城新开业 3-5 星级连锁酒店门店量及同比



资料来源：奥维云网，山西证券研究所

图 13：2024Q1-3 一线、新一线 19 城新开业 3-5 星级连锁酒店房间量及同比



资料来源：奥维云网，山西证券研究所

酒店集团及品牌变化：头部酒店集团市场格局相对稳定，华住集团、首旅酒店、亚朵集团继续领跑行业。2024 年前三季度国内 19 个城市新开业 3-5 星连锁酒店 Top10 酒店管理集团市场份额约 67%/+5pct，其中 Top10 酒店品牌市场份额约 40%，全季酒店、亚朵酒店、桔子酒店等头部品牌兼具规模优势和增长动能。

图 14：华住集团 ADR 表现情况（单位：元）

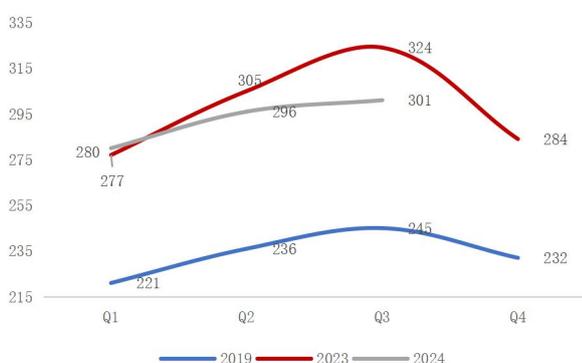
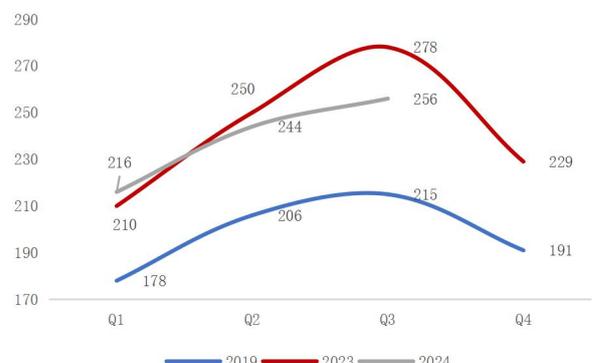


图 15：华住集团 RevPAR 表现情况（单位：元）



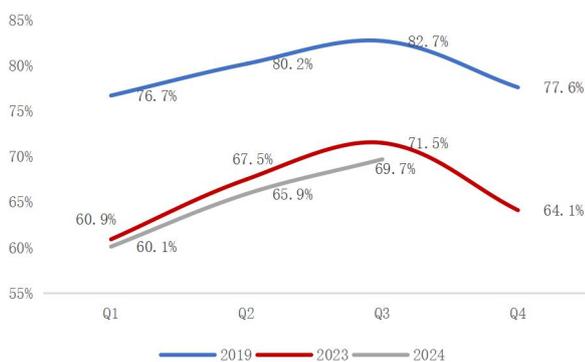
资料来源：华住集团 2023Q1/Q2/Q3/Q4 财务业绩公告、华住集团 2024Q1/Q2/Q3/Q4 财务业绩公告，山西证券研究所

资料来源：华住集团 2023Q1/Q2/Q3/Q4 财务业绩公告、华住集团 2024Q1/Q2/Q3/Q4 财务业绩公告，山西证券研究所

国内头部酒店集团表现分化，华住集团进入常态化水平。1) ADR 方面，与 2019 年相比，华住酒店 2024 年各季度 ADR 均有显著提升，但相较于 2023 年，2024Q2、Q3 均出现下降。2) 入住率方面，华住酒店 2024Q1-3 与 2023 年同期基本持平，但均未恢复至 2019 年水平。3) RevPAR 方面，华住酒店 2024Q1-3 较 2019 年同期有不同程度的提升，但与 2023 年相比 Q2、Q3 有所下滑。华住酒店 2024Q2、Q3 的 RevPAR 下滑主要受 ADR 影响，2023 年暑期旅游旺季展现强劲反弹带动 ADR 基数较高，2024 年回归至常态化水平。

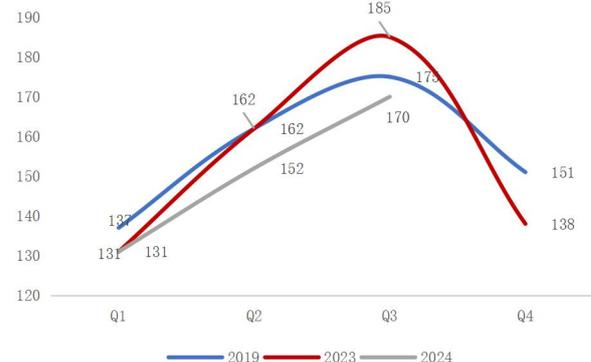
首旅酒店受 OCC 下滑影响 RevPAR 水平。1) ADR 方面，首旅酒店 2024Q1-3 较 2019 年均有所提升，但与 2023 年相比，2024Q2、Q3 出现下降。2) OCC 方面，首旅酒店 2024Q1-3 水平均低于 2023 年和 2019 年同期。3) RevPAR 与 2023、2019 年相比均有不同程度下降。整体来看，得益于产品结构优化，首旅酒店 2024 年 ADR 较 2019 年有所提升，OCC 低于前几年水平，因此 RevPAR 受 OCC 水平下降影响较大。

图 16：首旅酒店 OCC 表现情况



资料来源：首旅酒店 2019 年第一季度报告/半年报/第三季度报告/年报、首旅酒店 2023 年第一季度报告/半年报/第三季度报告/年报、首旅酒店 2024 年第一季度报告/半年报/第三季度报告/年报，山西证券研究所

图 17：首旅酒店 RevPAR 表现情况（单位：元）



资料来源：首旅酒店 2019 年第一季度报告/半年报/第三季度报告/年报、首旅酒店 2023 年第一季度报告/半年报/第三季度报告/年报、首旅酒店 2024 年第一季度报告/半年报/第三季度报告/年报，山西证券研究所

亚朵集团，逐步回归。1) 2024 年 ADR 开始逐渐回归。2) OCC 方面，与 2019 年相比，亚朵 2024Q1-3 水平有所提升，酒店在吸引客源方面有一定成效。与 2023 年同期相比，2024Q3 的 OCC 出现下降，但环比 2024Q1、Q2 三季度 OCC 增幅亮眼。3) 与 2019 年同期相比，2024Q1-3 的 RevPAR 有所增长，酒店整体运营收入在持续恢复，与上年高基数相比 RevPAR 同比有所下滑。整体来看，2020-2022 期间亚朵运营数据总体保持良好，并于 2023 年迅速恢复。2024Q3 的 RevPAR 已恢复增长至 2019 年 105.6%，在同业酒店中处于较领先水平。

图 18：亚朵酒店 OCC 表现情况

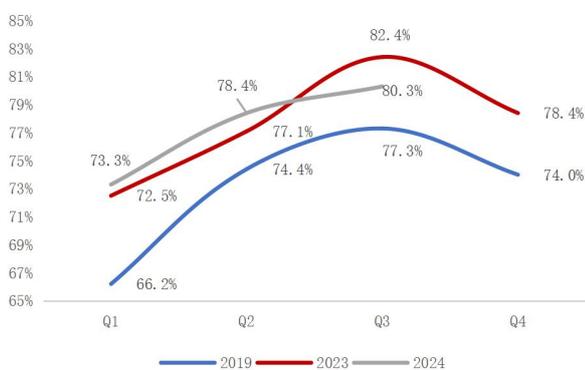
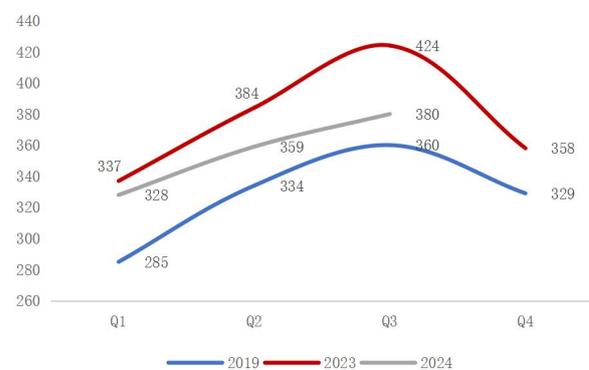


图 19：亚朵酒店 RevPAR 表现情况（单位：元）



资料来源：亚朵招股预案、亚朵 2023Q4 业绩快报、亚朵 2024Q1/Q2/Q3/Q4 业绩快报，山西证券研究所

资料来源：亚朵招股预案、亚朵 2023Q4 业绩快报、亚朵 2024Q1/Q2/Q3/Q4 业绩快报，山西证券研究所

当前年轻消费者逐渐成为市场主力，对于个性化、体验式消费更有支付意愿。同时商旅出行的快速增加正在推动国内酒店行业出现结构性变化，同质化的经济型酒店占比逐渐降低，中高端酒店市场成为国内酒店行业增速最高的细分市场。

经历 2023 年爆发式增长后，2024 年酒店行业迎来较大调整，国内各大酒店集团在中高端领域布局步伐加快。目前国内酒店市场中经济型和中档酒店占比 80%，中高端以上酒店占比不足 20%，需求端的增长存在明显缺口，中高端酒店仍有较大发展空间。

2.2 出行：2024 年民航全年共完成旅客运输量 7.3 亿人次，中外航线恢复迥然

2024 年国内民航完成旅客运输 7.3 亿人次/+17.8%，同比 2019 年增长 10.5%，旅客运输创新高。分行线来看，国内航线完成旅客运输量 6.5 亿人次/+12.3%，同比 2019 年增长 14%；

国际航线完成旅客运输量 0.74 亿人次/+108.2%，恢复至 2019 年同期 87.2%。

图 20：2024 年民航旅客运输量（万人）



资料来源：航班管家《2024 年民航市场数据总结》、航班管家数据服务，山西证券研究所

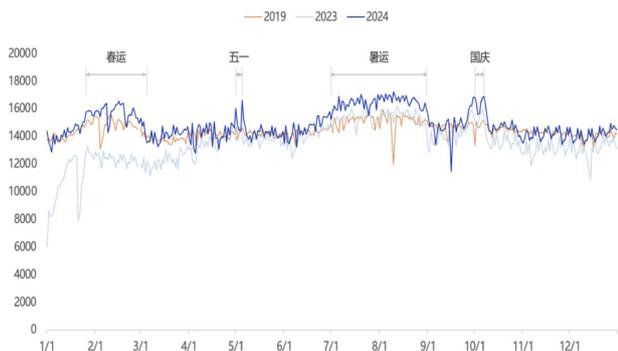
图 21：2024 年民航旅客运输量月趋势



资料来源：航班管家《2024 年民航市场数据总结》、航班管家数据服务，山西证券研究所

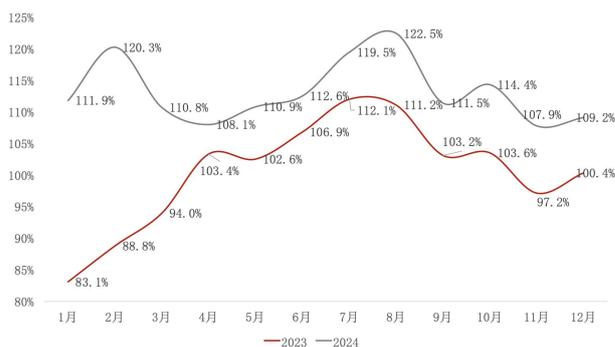
淡季旅客运输量相较于上年同期表现相对均衡。从民航运输旅客量月趋势来看，春运、暑期以及国庆各月旅客运输皆超 6000 万人次，其中暑运最明显，叠加商旅、亲自、学生等多端客源，2024 年 8 月民航客运近 7300 万人次，创历史新高。

图 22：民航客运航班日趋势



资料来源：航班管家《2024 年民航市场数据总结》、航班管家数据服务，山西证券研究所

图 23：国内旅客运输量恢复率



资料来源：航班管家《2024 年民航市场数据总结》、航班管家数据服务，山西证券研究所（恢复率=当期客流/2019 年同期）

民航旅客运输量在淡旺季之间表现相对均衡。2024.3-6 月市场淡季需求平均恢复率为

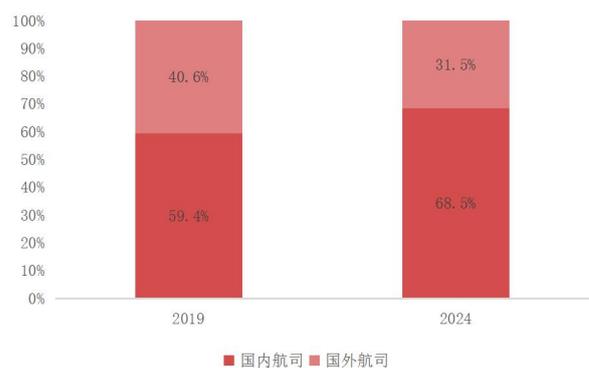
110%，2023.9-12月市场淡季需求平均恢复率为101%。2024年淡季市场需求最低点11月恢复率108%，较春运旺季市场最高峰恢复率120%低12个百分点；而2023年淡季市场需求最低点11月恢复率仅为97%，较暑期旺季市场最高峰恢复率112%低15个百分点。2024年淡季市场需求量明显好于2023年，淡旺季之间差值在逐渐缩小。

2024年国内航司航班恢复率远高于国外航司，市场份额进一步提升。2024年民航客运航班总量达545.7万班次，日均1.49万班次/+10.4%，同比2019年增长3.5%。分航线来看，国内航班日均1.3万班次/+4.4%，同比2019年增长10.1%；国际航线日均0.19万班次/+79.3%，同比2019年下降26.2%，航班占比13%，较2019年同期下降5.2个百分点，国际航班市场仍有较大恢复空间。

图 24：民航客运航班量分布情况（万班次）



图 25：国际航线国内/外航司占比



资料来源：航班管家《2024年民航市场数据总结》、航班管家数据服务，山西证券研究所

资料来源：航班管家《2024年民航市场数据总结》、航班管家数据服务，山西证券研究所

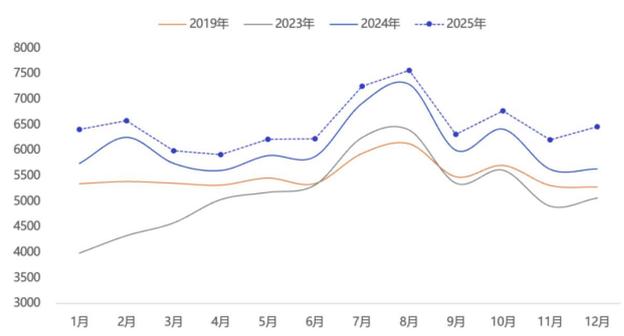
在国际市场中，国内航司航班恢复情况优于国外航司。2024年民航国际客运航班整体恢复至2019年同期74.7%，从年初的65.5%恢复至年末的80%。其中，国内外航司恢复水平不一。从2024年12月数据来看，国内航司航班恢复至2019年同期93.3%，国外航司仅为60.6%；份额差异扩大，国内航司航班占比由2019年59.4%提升至2024年68.5%，提升9.1个百分点。

国际通航主要国家恢复分布情况。2024年Top20通航国家中，前三位依然是泰、日、韩，日韩航班恢复量超过泰国，但均未达到2019年水平。Top20国家中，新加坡、马来西亚、阿联酋、英国及老挝恢复率皆超100%，加拿大、缅甸、美国恢复率居后，分别为2019年同期11.3%、23%、23.9%。

图 26：Top20 国家航班恢复情况



图 27：2025 年民航预估旅客运输量月趋势（万人）



资料来源：航班管家《2024 年民航市场数据总结》、航班管家数据服务，山西证券研究所（注：以 2019 年航班量排名为依据）

资料来源：航班管家《2024 年民航市场数据总结》、航班管家数据服务，山西证券研究所

2025 年民航旅客运输量有望达 8 亿人次。展望 2025 年，国内民航已完全复苏，回归自然增长状态。伴随出行市场稳健发展，民航全年旅客运输量有望达 8 亿人次，同比增长 9.6%。

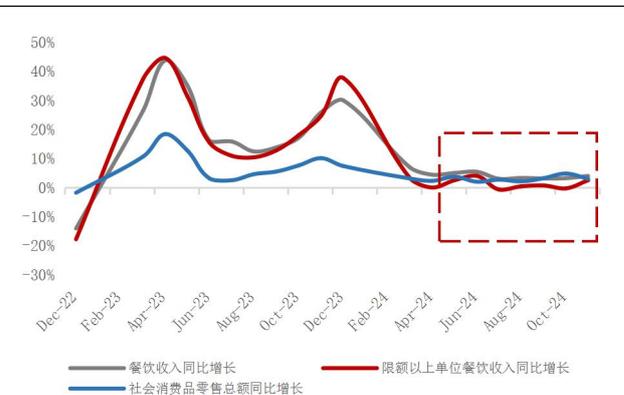
2.3 餐饮：行业整体加速迈入大众消费时代

2024 年限额以上餐饮收入增速低于整体餐饮收入增速，限额以上餐饮企业在 2020-2022 年表现出较强的抗周期性和抗风险性，但在后续发展过程中，较多新创企业进入餐饮领域，提升餐饮行业整体增长的同时，也使得部分头部餐饮企业发展受阻。

图 28：社会消费品零售总额及增速



图 29：2024.3 月起限额以上餐饮收入增速低于整体餐饮收入增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

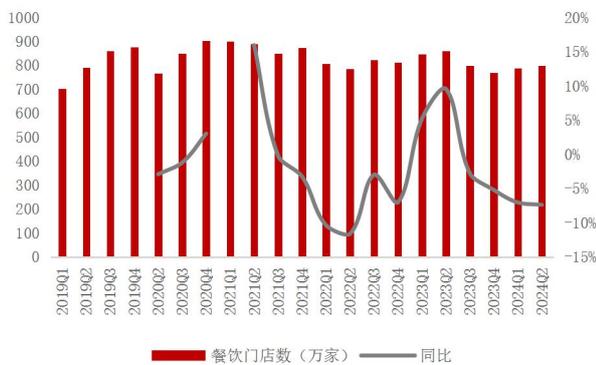
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2024年1-11月，全国餐饮收入达5.02万亿元、同比增长5.7%，餐饮行业整体收入同比增速自2024年3月起好于限额以上餐饮行业增速。为了迎合更多消费者对性价比的追求，餐饮行业开启降价潮，同时出海拓展市场、品质餐饮领跑新消费的趋势也在逐渐显现。

2024年餐饮消费更加理性和注重品质价格比，餐饮市场竞争日益激烈。特别是在一线城市和高端商务领域，需求端的价格战和供给侧的高成本致使企业效益微薄；而在三、四线城市的大众餐饮领域，连锁餐饮企业仍在积极布局、扩大市场份额，加剧市场竞争和小微餐饮企业的优胜劣汰。

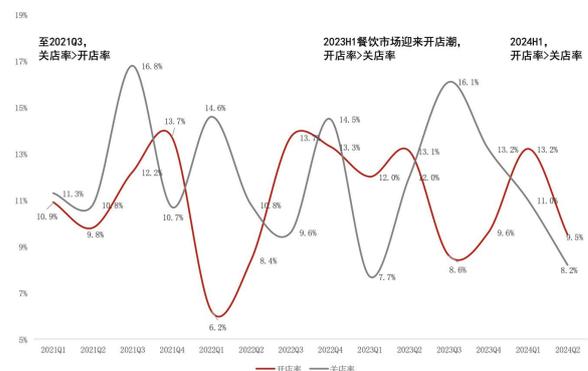
从餐饮门店规模来看，**餐饮行业高速拓店步伐受限，较多餐饮企业放缓市场拓展步伐，甚至暂停开店节奏。**2020年前高速发展、2022年后门店规模触底之后反弹，高峰时期餐饮门店规模突破900万，2021-2024年国内餐饮市场规模呈现出波动变化且整体下降的趋势。

图 30：2019-2024Q2 全国餐饮门店规模及变化趋势



资料来源：餐饮 O2O 《2024 中国快餐产业发展大数据报告》，山西证券研究所

图 31：2021-2024H1 开店率、关店率变化情况



资料来源：餐饮 O2O 《2024 中国快餐产业发展大数据报告》，山西证券研究所

2024H1 国内餐饮市场开店率超过关店率。2023H1 餐饮市场迎来开店潮，开店率大幅超过关店率，随后市场迅速进入调整期。2024H1 市场整体增幅收窄，但开店率仍然高于关店率，餐饮市场逐步趋向稳定。

国内餐饮市场大众消费仍是主流，人均消费小幅上涨。目前国内餐饮门店中近 60%人均消费低于 30 元，近 5 年餐饮人均消费均低于 40 元，大众消费仍占主流。除 2023 年，近 5 年餐饮人均消费增速低于居民可支配收入增速。受物价上涨与居民消费能力提升影响，近 5 年国

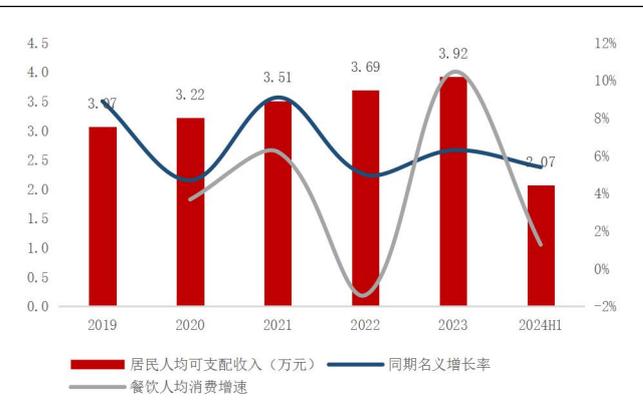
内餐饮人均消费总体呈现上升态势，人均消费 120 元以上餐厅门店占比在增加。

图 32：2019-2024Q2 餐饮市场人均消费及区间分布



资料来源：餐饮 O2O 《2024 中国快餐产业发展大数据报告》，山西证券研究所

图 33：2019-2024H1 居民可支配收入及增速趋势



资料来源：餐饮 O2O 《2024 中国快餐产业发展大数据报告》、国家统计局，山西证券研究所

出海拓市场。近年来，随着国内餐饮市场竞争日趋激烈，出海已经成为餐饮品牌必选项，且出海形式也正在从出口转向全球生产。目前国内餐饮出海品牌已超数百个，覆盖火锅、中式正餐、茶饮、咖饮、小吃快餐等多个赛道，品牌门店遍布全球多个国家和地区。其中，火锅品牌海底捞的海外门店数超过 110 家，茶饮品牌蜜雪冰城海外门店数已超 4000 家。

图 34：部分海外门店数超过百家的品牌



资料来源：红餐网、红餐大数据（统计时间截至 2024 年 9 月），山西证券研究所

图 35：部分细分赛道的出海优势



资料来源：红餐网、红餐大数据（统计时间截至 2024 年 9 月），山西证券研究所

出海餐饮品牌基本满足以下三要素：1) 标准化程度较高，易于连锁化发展；2) 在海外市

场出现时间较长，市场教育难度较低；3）具有中式文化元素特征。

表 2：国内部分餐饮品牌海外供应链建设情况

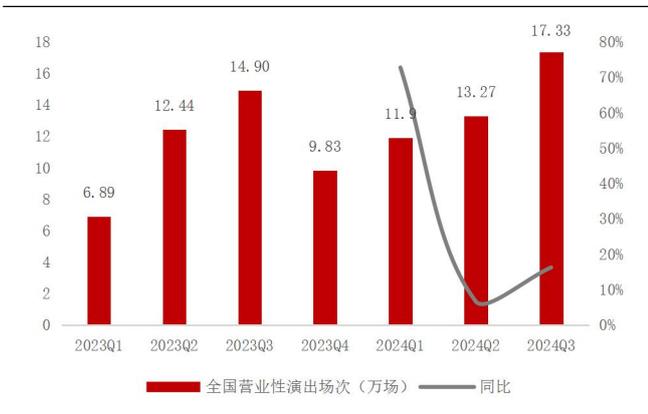
代表品牌	海外供应链建设情况
海底捞	海底捞从 2016 年开始筹建新加坡首个海外中央厨房，后又在泰国投建加工厂，其中泰国一期工厂已于 2023 年开始投产。此外，截至 2023 年底，特海国际在海外共有 1600 余家供应商，其中东南亚地区有 900 余家，北美地区有 300 余家。
快乐小羊	快乐小羊已经建立了“全球采购”供应链，其羊肉品种包括英国的味儿式样、新西兰的罗姆尼羊、内蒙古的大锡盟草原羊等。
蜜雪冰城	蜜雪冰城在成都建设亚洲总部，将其自产的茶叶、调味奶浆等原材料从成都的交通网线就近出海。并通过全资子公司大咖创投与福建喜多多视频合作，在菲律宾投资椰果、椰浆加工生产基地。此外，还在中国香港、印尼、越南成立 4 家经营公司，主要从事采购食材、包装材料、设备设施、营运物资等。
瑞幸咖啡	在云南、福建、江苏等地建立咖啡、鲜果加工基地，还与巴西、埃塞俄比亚等海外咖啡豆优质产区保持长期采购合作关系。2024-2025 年，瑞幸咖啡计划向巴西采购总量超过 12 万吨的咖啡豆。

资料来源：红餐网、红餐产业研究院，山西证券研究所

2.4 演艺：文化+旅游、演艺+旅游热度提升

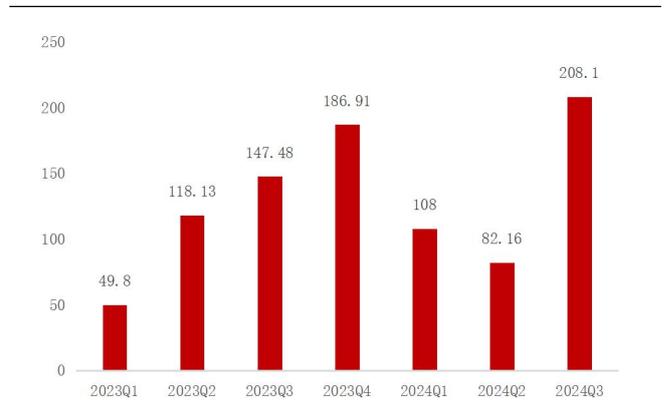
2024 年旅游行业在社交媒体广泛传播推动下热点频现。中央经济工作会议上提到，要创新多元化消费场景、扩大服务消费、促进文化旅游业发展。随着文化+旅游，演艺+旅游热度提升，冰雪经济持续升温，多元化的消费场景不断提升文旅业的人气。展望 2025 年，消费者的文旅底层需求逻辑不会改变，对美好生活的向往依然主导消费行为。

图 36：国内营业性演出场次情况



资料来源：中国演出行业协会，山西证券研究所

图 37：国内营业性演出场次票房收入情况（亿元）

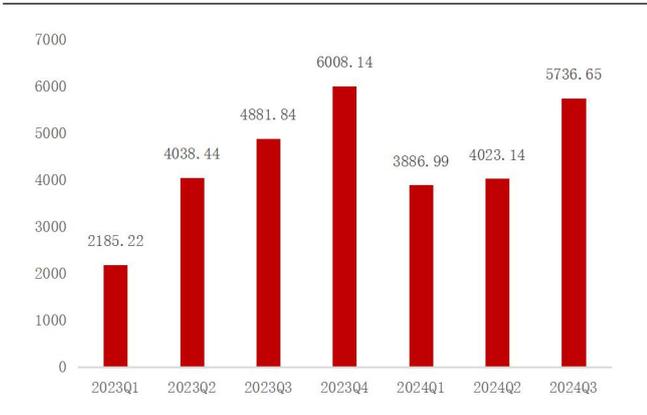


资料来源：中国演出行业协会，山西证券研究所

2025 年演唱会经济预计持续火爆。据中国演出行业协会数据，2023 年我国大型演唱会票

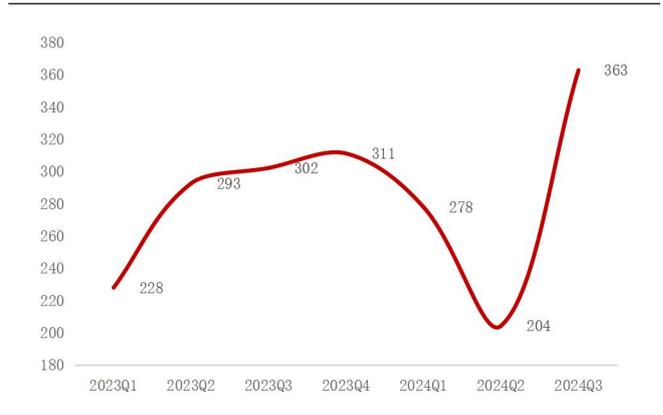
房创 146 亿元新高，2024 年延续火爆趋势。

图 38：国内营业性演出场次观众人数情况（万人次）



资料来源：中国演出行业协会，山西证券研究所

图 39：国内营业性演出人均观影消费情况（元）



资料来源：中国演出行业协会，山西证券研究所

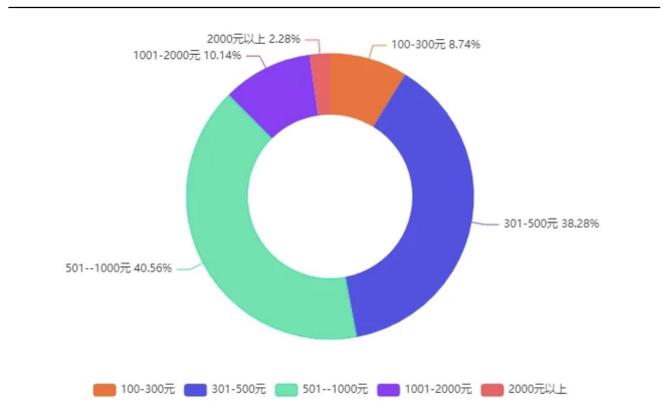
消费需求注重情感体验，同时带动相关产业发展。在快节奏生活和普遍内卷的社会环境下，消费者更渴望从日常压力中暂时解脱，演唱会凭借其轻松氛围为观众提供较高情绪价值。演唱会与文旅产业持续深度融合，有力带动酒店、餐饮、交通等相关产业消费增长。以上海五月天 11 场演唱会为例，吸引约 50 万人次观演，其中约 60% 为非沪观众，大量外地观众涌入带动周边酒店入住率大幅提升，周边酒店在演唱会期间平均入住率达 90%，较平时增长约 30 个百分点，平均房价上涨 50%；同时目的地餐行业销售额增长 150%，交通行业收入增长 120%。

图 40：2024 年消费者参与演唱会产生的其他消费



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所（注：样本来源：草莓派数据调查与计算系统，调研时间：2024

图 41：2024 年消费者可接受的演唱会门票价格



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所（注：样本来源：草莓派数据调查与计算系统，调研时间：2024

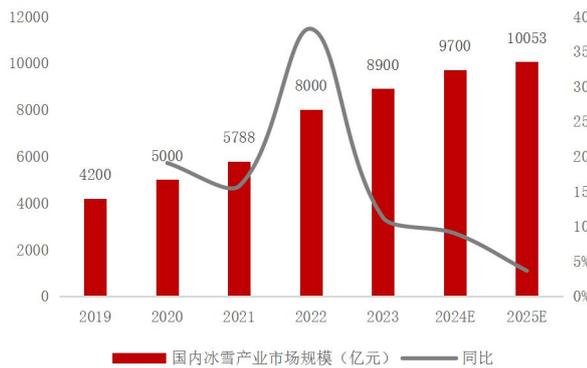
年 8 月)

年 8 月)

2.5 冰雪经济：政策助力、市场给力，冰雪经济效应井喷

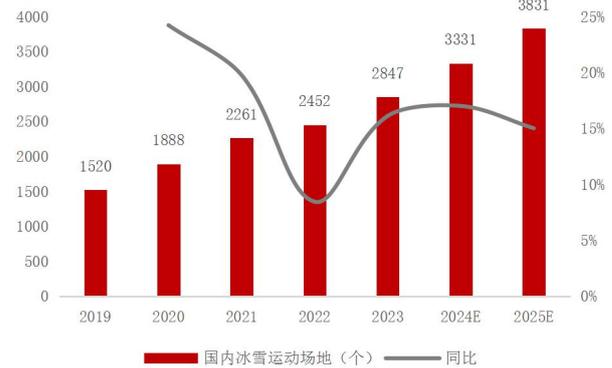
近年来冰雪运动逐渐普及，冰雪旅游热度持续升温，“冷资源”正在转变为“热经济”，冰雪产业规模实现快速增长。中国冰雪产业规模从 2019 年 4200 亿元快速增长至 2023 年 8900 亿元，年均复合增长率达 20.65%，预计 2024 年国内冰雪产业规模将达 9700 亿元，2025 年有望突破万亿元。各地冰雪运动场地设施建设步伐不断加快，滑冰场馆和滑雪场馆数量持续增长。2023 年全国冰雪运动场地数量达到 2847 个，较上年度增长 16.11%。2024 年中国冰雪运动场地数量将达到 3331 个，预计 2025 年有望达 3831 个。

图 42：2019-2025 年国内冰雪产业市场规模及预测



资料来源：中商产业研究院《2025-2030 年中国冰雪产业专题研究及发展前景预测评估报告》，山西证券研究所

图 43：2019-2025 年国内冰雪运动场地数量及预测

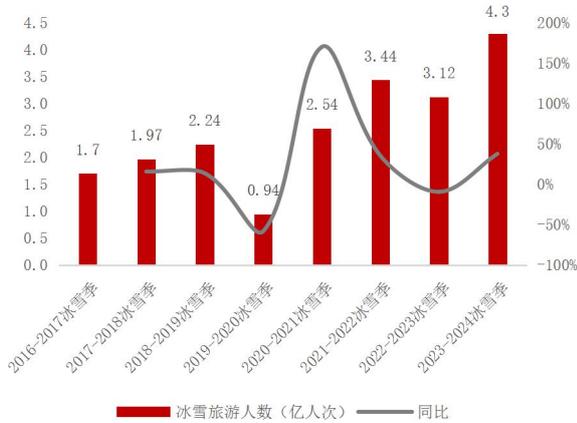


资料来源：国家体育总局、中商产业研究院《2025-2030 年中国冰雪产业专题研究及发展前景预测评估报告》，山西证券研究所

中国旅游研究院发布《中国冰雪旅游发展报告（2025）》，进入后冬奥时期，冰雪休闲旅游已经成为居民常态化生活方式。2023-2024 冰雪季是后冬奥时期首个完整的冰雪旅游季，单个冰雪季我国冰雪休闲旅游人数实现新突破，冰雪休闲旅游人数 4.3 亿人次、同比增长 37.82%，实现冰雪旅游收入 5247 亿元、同比增长 50.34%。

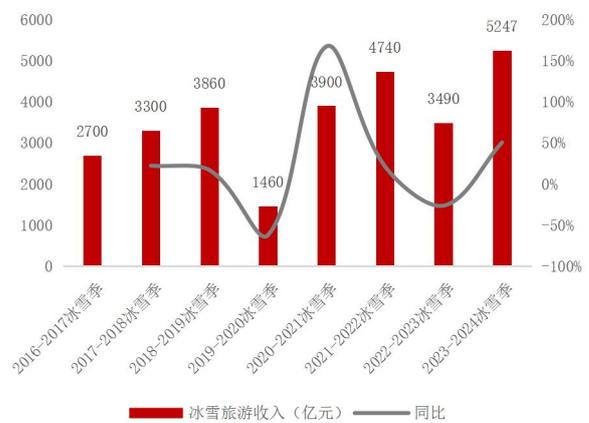


图 44：冰雪季我国冰雪休闲旅游人次情况



资料来源：中国旅游研究院、马蜂窝自由行大数据联合实验室，山西证券研究所

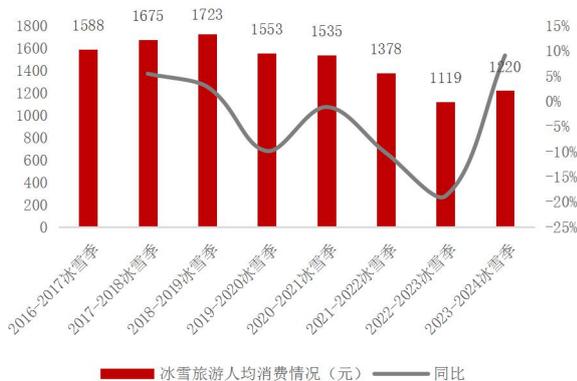
图 45：冰雪季我国冰雪休闲旅游收入情况



资料来源：中国旅游研究院，山西证券研究所

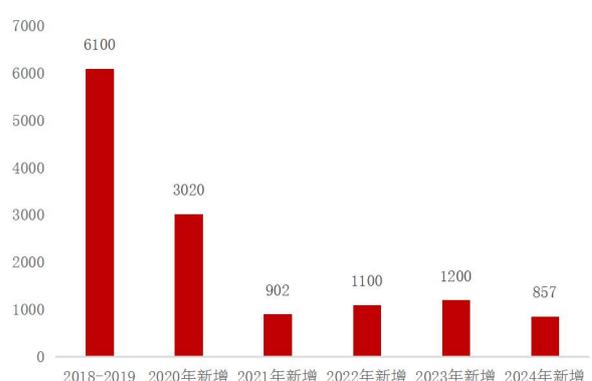
目前国内冰雪旅游消费结构持续优化，冲动消费特征显著、冰雪旅游消费社交属性强，冰雪观光休闲为主、兼顾冰雪度假的发展趋势稳定。同时，冰雪旅游消费的综合带动能力突出，2023-2024 冰雪季国内冰雪休闲旅游人均消费 1220 元、同比增长 9.09%。从冰雪旅游类型来看，2024-2025 冰雪季国内仍以冰雪观光休闲为主，目前游客占比超六成，冰雪度假比例保持稳定超三成。在政策红利、需求释放、供给创新等因素鼓励下，预计 2024-2025 冰雪季国内冰雪休闲旅游人数有望达 5.2 亿人次，冰雪休闲旅游收入有望超过 6300 亿元。

图 46：冰雪季我国冰雪人均消费情况



资料来源：中国旅游研究院、马蜂窝自由行大数据联合实验室，山西证券研究所

图 47：冰雪重资产项目年投资总额（亿元）



资料来源：新京报、中国旅游研究院《中国冰雪旅游发展报告（2025）》，山西证券研究所

目前冰雪热引领的冰雪旅游投资结构性优化升级，从注重投资规模逐渐向注重投资效率转变。在冰雪旅游服务方面，投资主要聚焦于提升服务精细化和个性化方面。2024年国内冰雪旅游领域重大项目投资事项达87件，累计投资金额857.21亿元，行业整体投资总额达1076.91亿元。2018-2024年国内冰雪旅游领域重资产项目投资累计达1.32万亿元，冰雪旅游发展硬件设施持续完善。

表3：近期国家关于促进冰雪游、冰雪经济发展政策概览

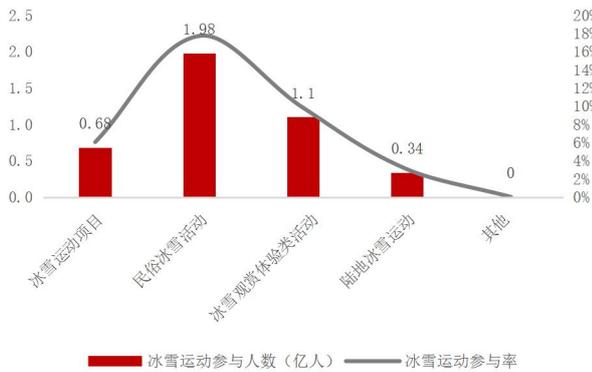
颁布时间	颁布单位	文件名称	主要内容
2024.11.6	国务院办公厅	以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见	到2027年，冰雪运动场地设施更加完善，服务水平显著提升，冰雪运动更加广泛开展，我国冰雪竞技国际竞争力进一步增强，冰雪经济总规模达到1.2万亿元。到2030年，冰雪经济主要产业链条实现高水平协调融合发展，在扩大就业、促进高质量发展等方面的作用更加凸显，冰雪消费成为扩大内需重要增长点，建成一批冰雪运动和冰雪旅游高质量目的地，“冰雪丝路”、中国—上海合作组织冰雪体育示范区发展迈上新台阶，冰雪经济总规模达到1.5万亿元。
2024.12.5	国家发改委	推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案	立足东北地区冰雪资源禀赋，积极把握机遇，把冰雪经济作为新增长点，发展冰雪旅游、冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备全产业链，努力打造世界级冰雪品牌和冰雪旅游胜地，将东北地区建设成为我国冰雪经济高地，有力促进东北全面振兴取得新突破。
2024.12.13	文旅部办公厅	2024—2025全国冰雪旅游精品线路	丰富冰雪旅游产品，进一步促进和扩大冰雪旅游消费，现确定“冬奥之城·冰雪长城”“晋美冰雪·古建瑰宝”“相约北疆·乐享雪原”“欢乐冰雪·冬韵辽宁”“梦幻冰雪·‘吉’致世界”“大美龙江·运动冰雪”“冬游中原·老家河南”“知音湖北·南国冰雪”“巴渝雪韵·梦幻之旅”“蜀山冰雪·安逸四川”“冬韵陕西·雪泉共舞”“大美新疆·北疆雪谷”等12条线路为2024—2025全国冰雪旅游精品线路。
2025.1.9	国务院办公厅	关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施	推出特色旅游产品。启动实施冰雪旅游提升计划，提高冰雪旅游产品供给品质。鼓励有条件的地区开发利用气候资源，丰富避寒避暑旅居、冬日暖阳、滨海度假等特色产品。推出“跟着演出去旅行”“跟着影视去旅行”文化旅游套餐，打造“跟着赛事去旅行”品牌活动。丰富温泉、旅拍、房车、邮轮、游轮、游艇、乡村民宿等旅游产品。合理开发利用文物主题游径。研究制定低空飞行旅游产品有关管理规范，在确保安全的前提下，鼓励打造多样化、差异化低空飞行旅游产品。增开大众旅游列车、银发旅游列车、主题特色旅游列车。鼓励开发租车自驾游精品线路，推出小微型客车租赁和景区门票套餐等一站式服务产品。打造国内水路旅游客运精品航线。

资料来源：国务院办公厅、国家发改委、文旅部办公厅，山西证券研究所

冰雪经济是一个万亿产业，除了冰雪运动，还涉及吃、住、行、游、购、娱等多个方面，助推冰雪经济发展的主要因素是扩大参与人群。北京冬奥会结束以来，参与过冰雪运动的人群中，超四成近两年参与冰雪运动3次及以上；近九成继续参与2023-2024冰雪季运动，大众冰

雪活动渗透率持续提升。

图 48：18 岁及以上居民参与冰雪运动参与率及人数



资料来源：国家体育总局《大众冰雪消费市场研究报告（2023-2024 冰雪季）》，山西证券研究所

图 49：消费者参与冰雪运动的主要花费



资料来源：国家体育总局《大众冰雪消费市场研究报告（2023-2024 冰雪季）》，山西证券研究所

后冬奥时期，随着带动三亿人参与冰雪运动影响持续扩大，冰雪爱好者数量增加，冰雪消费市场规模随之增加。冰雪运动、冰雪装备、冰雪旅游、冰雪赛事等领域呈现出不同增长态势。在冰雪运动消费方面，规模持续攀升。其中，门票（占比 61.63%）、交通（50.16%）、餐饮（47.73%）是冰雪运动主要支出项目，其他以此为住宿（41.42%）、运动装备（35.54%）、娱乐休闲项目（32.41%）。

图 50：2024 冬季热门冰雪旅游目的地



资料来源：哈尔滨新闻网、同程旅行《2024 冬季旅

图 51：2024 冬季热门冰雪游景区



资料来源：哈尔滨新闻网、同程旅行《2024 冬季旅

游趋势报告》，山西证券研究所

游趋势报告》，山西证券研究所

整体来看，2023年以来的冰雪旅游持续走热，推动多地冬季旅游从淡季转为旺季。2024年初爆火的“尔滨”带动当地餐饮、住宿、娱乐、购物等相关产业发展。2023-2024年雪季，哈尔滨共接待游客8700多万人次、同比增长超过300%，实现旅游收入1248亿元、同比增长超500%。

同程旅行发布《2024冬季旅游趋势报告》显示，冰雪游是2024年冬季最热门的出游主题，哈尔滨位列冰雪游热门目的地榜首。11月以来，同程旅行平台冰雪游相关搜索热度环比增长超过3倍，黑龙江、吉林、新疆率先进入雪季，推出了多样的冬季旅游产品。同程旅行数据显示，2024年初爆火的哈尔滨，今年火热态势依旧，位列冰雪游热门目的地榜首。北京、长白山、阿勒泰、张家口等目的地冰雪游热度较高。延边、乌鲁木齐、齐齐哈尔、阿坝和吉林市成为冬季冰雪游黑马目的地。

3. 投资建议及重点公司推荐

3.1 投资建议

1) 出入境游：2024年以来各航司加码国际航班班次恢复，机票价格下降明显，消费者出游热情被点燃。2025年预计免签政策带动入境游持续恢复；

2) 酒店：中端酒店继续增长，下沉市场成为主要开拓方向。酒店行业存量市场最大、连锁化率最低的低线城市呈现供需两旺，反向旅游等出行方式带动下沉市场住宿需求增长；同时酒店行业整体连锁化率 and 产品结构仍有较大提升和优化空间。

3) 餐饮：餐饮进入理性品质消费的新周期，品质化服务和注重性价比的“小而美”的餐饮业态和模式迎来发展时刻。

3.2 重点公司推荐

3.2.1 首旅酒店

投资建议：公司受益于商旅出行和休闲旅游市场景气度提升有望持续改善业绩。我们预计公司2024-2026年EPS分别为0.83\0.89\0.95元，对应公司1月23日收盘价13.16元，2024-2026

年 PE 分别为 15.86\14.79\13.85 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；新开店不及预期风险；居民消费恢复不及预期风险。

3.2.2 锦江酒店

投资建议：公司预计 2024 年营收 154-160 亿元，同比增长 5%-9%，其中境内营收同比增长 6%-10%，境外营收同比增长 1%-5%。全年预计新开酒店 1200 家，新签约酒店 2500 家。年内商旅出行市场复苏带动酒店行业业绩持续修复，看好公司后续运营效率提升带动业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.44\1.67\1.87 元，对应公司 1 月 23 日收盘价 26.16 元，2024-2026 年 PE 分别为 18.17\15.66\13.99 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：公司经营成本上升风险；居民消费需求恢复不及预期风险；市场竞争加剧风险。

3.2.3 中青旅

投资建议：国内旅游市场持续复苏，公司南北双镇有效承接商旅出行需求；出入境游政策回暖，目的地国家签证放宽利好公司旅行社批发+零售业务业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.64\0.81\0.97 元，对应公司 1 月 23 日收盘价 10.04 元，2024-2026 年 PE 分别为 15.69\12.4\10.35 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；客流恢复不及预期；门票价格下降风险。

3.2.4 宋城演艺

投资建议：年内旅游市场经营情况持续恢复，公司成熟项目继续贡献主要业绩、新项目改版升级迎来客流口碑双丰，公司盈利能力有望持续恢复。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.5\0.59\0.66 元，对应公司 1 月 23 日收盘价 8.66 元，2024-2026 年 PE 分别为 17.32\14.68\13.12 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：居民消费恢复不及预期风险；新项目业绩不及预期风险。

3.2.5 天目湖

投资建议：1) 公司与国资强强联合，溧阳国资和当地政府实际控制上市公司后，大股东充分赋能公司，继续保持上市公司独立性，推动天目湖景区发展的同时带动溧阳文旅产业转型升级；2) 公司营销创新能力较强，可以充分将旅游市场频出的热点与公司自身优势资源相结

合；3）中长期计划明确，公司坚持“巩固根据地、深耕长三角、聚焦城市群”的战略，项目发展与轻管理输出相结合、持续打造一站式旅游度假产品。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.52\0.56\0.67 元，对应公司 1 月 23 日收盘价 11.32 元，2024-2026 年 PE 分别为 21.77\20.21\16.9 倍，维持“增持-A”评级。

风险提示：居民消费需求恢复不及预期风险；新项目进展不及预期风险。

3.2.6 黄山旅游

投资建议：1）公司具有得天独厚的自然资源，以黄山景区为核心，包含太平湖景区、花山谜窟景区等一流生态资源，日均进山游客超一万人次；2）目前黄山市已进入杭州、合肥等城市 1.5 小时经济圈，上海、南京等城市 2.5 小时经济圈，后续随着高铁线路不断完善和运营，便捷和畅通游客进入黄山的交通方式；3）公司背靠黄山市国资平台，自由现金流充裕，财务状况良好，融资渠道通畅；4）公司持续完善景区内客流枢纽，目前拥有黄山云谷索道、玉屏索道、太平索道、西海观光缆车，2023 年运送旅游超 950 万人次。公司目前在建黄山东大门索道，位于黄山风景区东海景区和黄山区谭家桥镇，串联黄山风景区东海景区，预计 2025 年内竣工，有望进一步丰富黄山旅游线路产品、扩充景区容量。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.55\0.67\0.75 元，对应公司 1 月 23 日收盘价 10.91 元，2024-2026 年 PE 分别为 19.84\16.28\14.55 倍，给予“增持-A”评级。

风险提示：景区客流恢复不及预期风险；宏观政策变化风险。

3.2.7 众信旅游

投资建议：航班供给量增加、免签政策利好以及带薪休假政策落实带动出入境游水平持续恢复；公司采购能力提升、降本增效等措施以及零售门店数量和旅游顾问人数恢复至疫情前水平，看好公司盈利能力持续提升。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.13\0.29\0.55 元，对应公司 1 月 23 日收盘价 7.61 元，2024-2026 年 PE 分别为 58.54\26.24\13.84 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示：居民消费恢复不及预期；出入境政策变化风险；市场竞争风险。

表 4：重点推荐公司及盈利预测

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
600258.SH	首旅酒店	13.16	0.71	0.83	0.89	0.95	21.2	15.86	14.79	13.85	增持-A
600754.SH	锦江酒店	26.16	0.94	1.44	1.67	1.87	29.2	18.17	15.66	13.99	增持-A
600138.SH	中青旅	10.04	0.27	0.64	0.81	0.97	40.6	15.69	12.40	10.35	增持-B
300144.SZ	宋城演艺	8.66	-0.04	0.50	0.59	0.66	-258.9	17.32	14.68	13.12	增持-A
603136.SH	天目湖	11.32	0.54	0.52	0.56	0.67	20.5	21.77	20.21	16.90	增持-A
600054.SH	黄山旅游	10.91	0.58	0.55	0.67	0.75	19.5	19.84	16.28	14.55	增持-A
002707.SZ	众信旅游	7.61	0.03	0.13	0.29	0.55	199.7	58.54	26.24	13.84	增持-B

资料来源：山西证券研究所（数据统计截至 2025 年 1 月 23 日）

4. 风险提示

居民消费意愿不及预期风险：居民根据自身储蓄及对未来收入预期情况进行消费活动，影响可选消费行业发展趋势；

酒店行业供需变化风险：中小体量、非连锁酒店在疫情期间陆续出清，行业整体供给情况出现空缺。伴随商旅出行、休闲旅游需求持续回暖，行业整体供需可能出现短期不平衡；

出入境旅游受突发事件影响风险：出入境政策和出境国家旅游环境变动风险；

突发事件或不可控灾害风险：台风、洪涝、高温、冰雪、地震等极端天气或突发社会灾难性事件影响消费者出行计划和信心。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

