

强于大市

社会服务行业 2023 年中期策略

场景消费有望延续恢复态势，关注高景气度行业龙头

自年初至今，以出行链为代表的场景服务型消费实现快速复苏，我们认为复苏态势有望延续，在整体消费力尚未恢复的情况下，建议关注结构性机会，布局高景气行业龙头。维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **总述：**板块业绩拐点已现，市场表现不佳，消费信心低位回升。基本面的 Q1 受疫情防控优化影响，社服板块业绩迅速转暖，尤其是线下场景、服务类消费板块。**市场面：**前期复苏预期已兑现，对后市消费信心预期不足，年初至今板块跌幅较大。消费信心已现复苏态势但仍处历史低位，后续仍需关注宏观经济的修复以及居民消费力的恢复。
- **免税&零售：**离岛免税景气度延续，口岸免税恢复可期。1) 离岛免税：海南客流以及免税销售额均快速回暖，客单价和转化率尚未完全恢复，后续建议关注奢侈品牌落地、精品产能恢复以及免税商持续收窄折扣的提振作用。中长期看，购物政策持续优化，封关后免税价值犹存。2) 口岸免税&市内免税：随着国际客流的恢复，口岸免税有望逐步贡献业绩增量，市内免税新政也有望加速出台。推荐中国中免、王府井、豫园股份。
- **酒店：**短期来看疫后复苏趋势已至，长期关注中高端化结构升级带来的利润增厚。Q1 酒店业在部分受到疫情影响的基础上已经迎来明确修复。其中，入住率随出行场景的正常化而迎来显著恢复；客单价的高增速得益于中高端升级和积压需求释放。全年来看，建议关注各酒店业绩恢复情况、拓店落实情况和中高端化升级情况。推荐锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店。
- **餐饮：**受益于本土化、高频化的消费属性，餐饮业在 23 年的恢复预期已经在逐步被验证。连锁化依然是餐饮业扩大规模的主要方式，各品牌在疫后的运营能力、盈利能力或将展现，建议关注拓店和盈利能力较强的品牌。此外，在强调性价比的消费环境下，建议关注价格具备优势以及品质有所保障的性价比餐饮品牌。推荐同庆楼。
- **旅游&景区：**国内游提速修复，跨境游静待供给优化。1) 国内游：景区板块预计将延续前期的高速修复。短期建议关注旅游旺季对业绩的催化，在消费力尚未完全恢复的背景下关注景区内的刚性消费以及文旅融合等趋势。中长期建议关注国企改革对企业运营效率的优化，以及供给侧改革贡献的业绩增量和成长性。推荐天目湖、黄山旅游、长白山、丽江股份、宋城演艺、中青旅、海昌海洋公园。2) 跨境游：旅游综合服务商业绩受损严重，恢复空间较大。目前跨境管控政策逐步放宽，供给逐步优化，跨境游有望在暑期迎来新的小高峰并加速修复。推荐众信旅游、岭南控股。
- **人服：**整体就业压力不减，结构性矛盾存在。从企业端来看，在经济未有明显增长动力的情况下，降本心态较为明显，招聘意愿不足。在此背景下，灵活用工相关业务或能助力企业降本增效，且优化劳动者的资源配置。目前整体离职率相对偏低，人员流动性有所不足，但逐月来看就业情况在好转，全年来看仍需关注后续经济修复和政策发力。推荐科锐国际。
- **会展&赛事演出：**需求蓬勃释放，关注相关产业链机会。1) 会展：政策端支持叠加疫情期间累计的需求释放，共同促进会展行业增长，建议关注米奥会展。(2) 赛事演出：23Q1 和五一假期演出需求强劲复苏，全年有望延续火热势头，建议关注受益于文娱演出、赛事活动需求恢复的产业链上游供应商：锋尚文化，大丰实业，浩洋股份。另外在亚运会和彩票经济的催化下，建议关注体彩中体产业。

评级面临的主要风险

- 消费意愿恢复不及预期、疫情反复致行业复苏不及预期、行业竞争加剧。

相关研究报告

《社会服务行业周报》20230605

《社会服务行业周报》20230529

《社会服务行业周报》20230521

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

联系人：纠泰民

taimin.jiu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030002

目录

1 板块复盘：业绩拐点已现，市场表现不佳.....	5
1.1 股价表现：行业跌幅显著，整体跑输大盘.....	5
1.2 板块业绩：Q1 板块业绩拐点已现，出行板块强势复苏.....	5
2 消费环境：疫情防控逐步优化，消费信心低位回升.....	7
2.1 疫情防控下调放宽，出行板块迎来利好.....	7
2.2 “消费提振年”复苏导向，多地出台政策助力市场恢复.....	7
2.3 消费信心低位回升，社零增速涨幅明显.....	8
3 免税：离岛免税景气度延续，口岸免税恢复可期.....	10
3.1 离岛免税：海南客流回暖销售回升，客单水平、品类结构仍待优化.....	10
3.2 免税&市内免税：国际客流稳步恢复，口岸免税盈利提升，市内免税潜力可期.....	11
4 酒店：复苏已至，连锁化率提升下中高端转型值得关注.....	13
4.1 酒店行业：疫后业绩快速回升，中高端客房持续扩容.....	13
4.2 首旅酒店.....	16
4.3 锦江酒店.....	17
4.4 君亭酒店.....	18
5 餐饮：消费需求复苏明确，大众餐饮或回归正常增长.....	19
5.1 餐饮行业：疫情后修复较快，长期或回归稳健增长趋势.....	19
5.2 同庆楼.....	20
6 旅游&景区：国内游提速修复，跨境游静待供给优化.....	21
6.1 国内游：业绩增长确定性高，优选优质头部企业.....	21
6.2 跨境游：跨境游修复进行时，静待供给端持续优化.....	24
7 人服：就业市场压力仍存，关注经济恢复与政策推动.....	26
7.1 人服行业：步入人口负增长时代，就业结构性矛盾存在.....	26
7.2 科锐国际.....	28
8 会展&赛事演出：需求蓬勃释放，关注相关产业链机会.....	29
8.1 会展：政策利好+需求旺盛双轮驱动.....	29
8.2 赛事演出：文娱演出疫后复苏强劲，亚运会催化文体需求.....	29
9 2023 年中期投资策略.....	31
风险提示.....	32

图表目录

图表 1.申万一级行业累计涨跌幅（2023.1.1-2023.6.2）	5
图表 2.社服各子板块累计涨跌幅（2023.1.1-2023.6.2）	5
图表 3.申万社会服务板块营收及增长	5
图表 4.申万社会服务板块归母净利润及增长	5
图表 5.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速	6
图表 6.社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速	6
图表 7.社会服务及子板块毛利率水平	6
图表 8.社会服务及子板块净利率水平	6
图表 9.疫情防控政策及文旅行业相关防控措施调整	7
图表 10.各地促消费政策	8
图表 11.消费者信心低位回升	8
图表 12.我国居民消费意愿稳定，投资意愿小幅回升	8
图表 13.23 年社零增速提升	9
图表 14.23 年餐饮收入增长迅速	9
图表 15.限额以上分类品社会消费品零售总额增速	9
图表 16.海南省过夜游客人次	10
图表 17.海南省旅游收入	10
图表 18.美兰机场旅客吞吐量	10
图表 19.凤凰机场旅客吞吐量	10
图表 20.海南离岛免税销售额	11
图表 21.海南离岛免税客单价	11
图表 22.免税新政后节假日离岛免税销售状况	11
图表 23.北上广重点机场国际&境外航线旅客吞吐量	12
图表 24.三大机场境外航班执飞总量	12
图表 25.全国机场国际航班执飞总量	12
图表 26.星级饭店数量疫中持续减少	13
图表 27.星级饭店营业收入过往三年随疫情影响波动	13
图表 28.星连锁酒店客房间数持续增长	13
图表 29.我国酒店保持连锁化发展趋势	13
图表 30.我国酒店市场集中度较为稳定(%)	14
图表 31.三大酒店集团总门店持续增长	14
图表 32.三大酒店集团储备店增速放缓	14
图表 33.中高端化转型趋势明确（按设施数）	15
图表 34.三大酒店持续中高端化升级（按酒店数）	15
图表 35.全国星级酒店 RevPAR 变动	15
图表 36.全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动	15

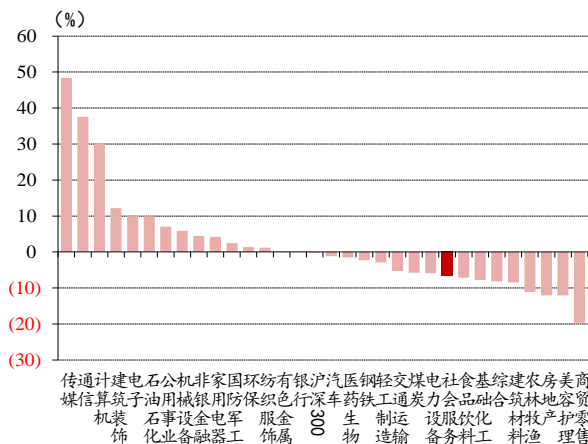
图表 37.三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况	16
图表 38.三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况	16
图表 39.首旅酒店营收及归母净利润变化	16
图表 40.首旅酒店经营数据同比变动	16
图表 41. 23Q1 首旅酒店开业酒店状况	17
图表 42.锦江酒店营收及归母净利润变化	17
图表 43.锦江酒店境外业务持续回暖	17
图表 44.锦江酒店境内经营数据同比变动	17
图表 45.锦江酒店境外经营数据同比变动	17
图表 46. 23Q1 锦江酒店开业酒店状况	18
图表 47.君亭酒店营收及归母净利润变化	18
图表 48.君亭酒店 RevPAR 和 ADR	18
图表 49. 23 年后社零餐饮在低基数下同比高增	19
图表 50.限额以上餐饮收入同比恢复情况好于整体水平	19
图表 51.疫情进一步出清	19
图表 52.连续两年关店率超过开店	19
图表 53.我国餐饮企业连锁化率逐步增长	20
图表 54.餐饮消费回归理性	20
图表 55.同庆楼营收、归母净利润变化	20
图表 56.同庆楼净利率、毛利率变化	20
图表 57. Q1 主要景区游客数量及恢复状况	21
图表 58.Q1 各上市公司营收大部分已恢复至疫前同期水平	21
图表 59. Q1 各上市公司归母净利润大部分已恢复至疫前同期水平	22
图表 60. 20-23 年我国节假日旅游人次和收入与恢复状况	22
图表 61.重点景区客流量&收入状况	23
图表 62.港澳台及国际航线旅客运输量变动情况（月）	24
图表 63.整体失业率较稳定，4 月青年失业率突破 20%	26
图表 64.高校毕业生 CIER 指数仍处低位	26
图表 65.16-59 岁人口数量和比重皆在下降	26
图表 66.人力资源服务企业数量在增长	26
图表 67. 22 年整体离职率降低	27
图表 68. 21 和 22 年各行业离职率	27
图表 69.灵活用工市场增长空间较大	27
图表 70.灵活用工产业图谱	27
图表 71.科锐国际季度营收、归母净利润变化	28
图表 72.科锐国际海外业务营收、毛利润及毛利率	28
图表 73.会展行业相关政策	29
图表 74. 2023 年我国演出市场恢复状况	29
图表 75.近期部分演唱会排期	29

1 板块复盘：业绩拐点已现，市场表现不佳

1.1 股价表现：行业跌幅显著，整体跑输大盘

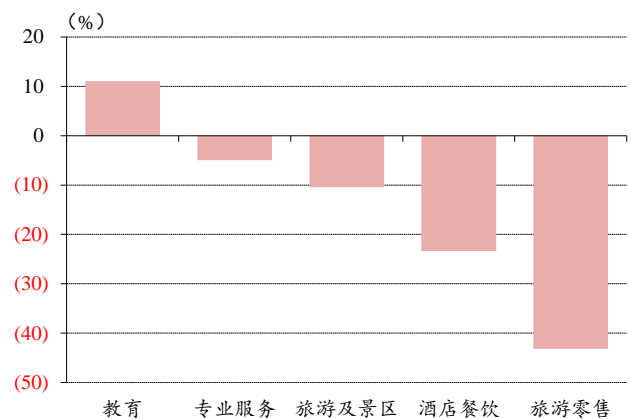
社会服务行业跌幅显著，整体跑输大盘。从年初至 6 月 2 日，申万一级行业中，以 TMT、“中特估”代表行业涨幅居前。消费产业中，仅家用电器和纺织服饰跑赢大盘。社会服务板块公司 Q1 业绩基本兑现预期，但受累于宏观经济恢复速度较缓，以及对后续消费恢复的信心不足，市场对消费行业整体的配置幅度下降，板块出现较大波动，申万社服指数累计跌 6.66%，在申万 31 个一级行业中排名第 24，总体跑输沪深 300 指数（累计跌 0.25%）。

图表 1.申万一级行业累计涨跌幅（2023.1.1-2023.6.2）



资料来源：Wind，中银证券

图表 2.社服各子板块累计涨跌幅（2023.1.1-2023.6.2）



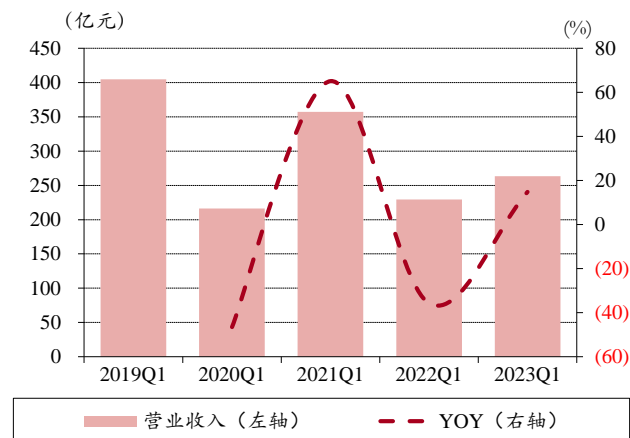
资料来源：Wind，中银证券

出行链及专业服务板块下跌，教育板块受益于 AI 概念正向增长。从年初至 6 月 2 日，社服各子板块中仅教育实现增长，依次涨跌幅为教育(+11.03%)、专业服务(-4.96%)、旅游景区(-10.43%)、酒店餐饮(-23.37%)；此外，旅游零售板块累计跌 43.15%。

1.2 板块业绩：Q1 板块业绩拐点已现，出行板块强势复苏

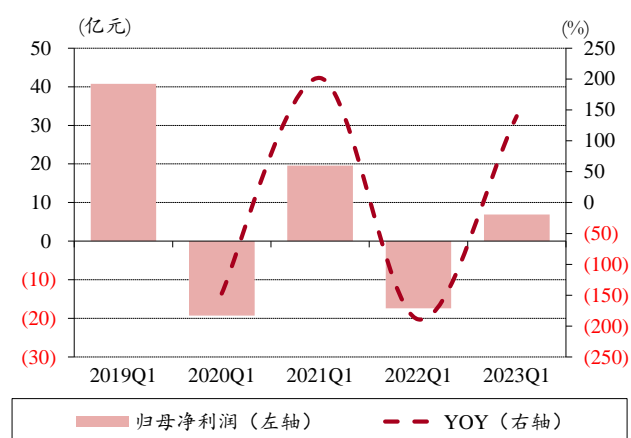
板块业绩逐步复苏，净利水平同比提升。申万社会服务板块 23Q1 共实现营收 263.51 亿元，同比增长 14.81%，恢复至 19 年同期的 65.12%；实现归母净利润 6.93 亿元，同比增长 139.76%，恢复至 19 年同期的 17.00%。疫情管控限制措施放开后，积压已久的商旅、文旅需求迅速释放，板块整体复苏态势良好。

图表 3.申万社会服务板块营收及增长



资料来源：Wind，中银证券

图表 4.申万社会服务板块归母净利润及增长

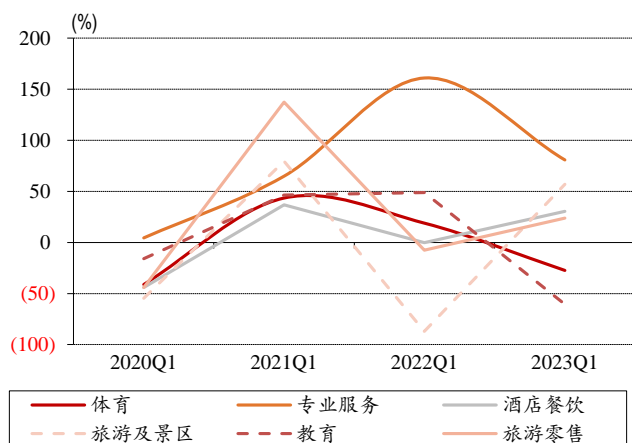


资料来源：Wind，中银证券

出行板块强势增长，多板块净利率改善。(1) 营收同比增速方面，旅游及景区、酒店餐饮、旅游零售等出行板块同比 22 年同期转降为增，教育、体育板块变为负增长：专业服务(+80.86%)>旅游及景区(+57.06%)>酒店餐饮(+30.58%)>旅游零售(+23.76%)>体育(-27.40%)>教育(-60.48%)。

(2) 归母净利润同比增速方面，各板块净利率改善，旅游及景区、教育、酒店餐饮、专业服务板块较 22 年同期均有较大提升：专业服务(+158.62%)>酒店餐饮(+139.74%)>教育(+124.89%)>旅游及景区(+121.39%)>体育(-9.58%)>旅游零售(-10.25%)。

图表 5.社会服务子板块及旅游零售营收同比增速



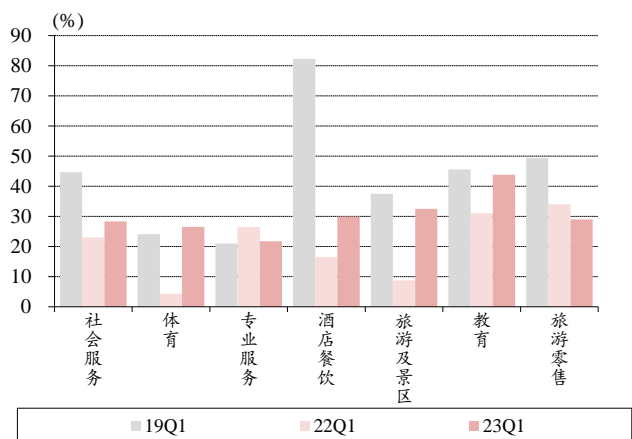
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6.社会服务子板块及旅游零售归母净利润同比增速

归母净利润同比增速(%)	2021Q1	2022Q1	2023Q1
体育	(65.30)	(18.05)	(9.58)
专业服务	724.90	57.34	158.62
酒店餐饮	16.90	8.57	139.74
旅游及景区	314.49	(140.71)	121.39
教育	640.05	(217.20)	124.89
旅游零售	2,471.06	(10.02)	(10.25)

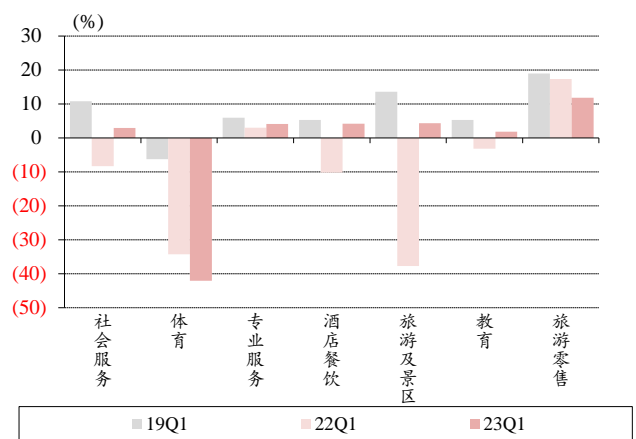
资料来源: Wind, 中银证券

图表 7.社会服务及子板块毛利率水平



资料来源: Wind, 中银证券

图表 8.社会服务及子板块净利率水平



资料来源: Wind, 中银证券

2 消费环境：疫情防控逐步优化，消费信心低位回升

2.1 疫情防控下调放宽，出行板块迎来利好

防控措施下调为乙类乙管，文旅出行逐步解禁。自去年年底以来，国务院逐步颁布了优化疫情防控“二十条”和“新十条”，今年1月8日正式对新冠病毒实行“乙类乙管”，从国内游到跨境游，文旅出行逐步解禁。

图表 9.疫情防控政策及文旅行业相关防控措施调整

时间	文件/会议	相关要点
1月11日	文化和旅游部办公厅关于落实新型冠状病毒感染“乙类乙管”做好文化和旅游行业疫情防控工作的通知	因地制宜，保障文旅活动与人员流动： 各地文化和旅游行政部门要结合当地实际，制定实施“乙类乙管”后行业疫情防控措施和疫情严重时的防控措施，确保各项疫情防控要求落实到位，保障文化和旅游活动正常开展，人员有序流动。
2月6日	文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知	放开 20 国出境游限制： 2月6日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务，国家名单：泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷。
3月15日	文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游业务的通知	放开 40 国出境游限制： 3月15日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务，国家名单：尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马。
3月31日	文化和旅游部办公厅关于恢复旅行社经营外国人入境团队旅游业务的通知	放开外国入境游： 即日起恢复全国旅行社及在线旅游企业经营外国人入境团队旅游和“机票+酒店”业务。
5月15日	关于进一步调整优化若干出入境管理政策措施的公告	全面恢复口岸快捷通关： 在1月8日恢复毗邻港澳口岸边检快捷通关的基础上，按照疫情前做法和标准要求，允许持护照及部分通行证的中国公民、外国人及机组人员可经边检快捷通道通行。
5月19日	文化和旅游部办公厅关于恢复旅行社经营中国台湾居民入境团队旅游业务的通知	放开中国台湾入境游： 即日起恢复旅行社及在线旅游企业经营中国台湾居民入境团队旅游和“机票+酒店”业务

资料来源：国家文旅部，中银证券

出入境限制逐步放松，出境游增速有望攀高。2月6日国家文旅部发布通知恢复20国出境团队旅游和“机票+酒店”业务，3月15日进一步放开40国，出境游蓬勃向好，23年不断修复。5月15日文旅部发布公告全面恢复口岸快捷通关，在1月8日恢复毗邻港澳口岸边检快捷通关的基础上，允许持护照及部分通行证的中国公民、外国人及机组人员可经边检快捷通道通行，加速出境游市场复苏，有望在暑期迎来出境游高峰。此外，入境游方面，3月31日文旅部恢复外国人入境团队旅游和“机票+酒店”业务，5月19日恢复中国台湾居民入境团队旅游和“机票+酒店”业务，入境游业务有望提速反弹。

2.2 “消费提振年”复苏导向，多地出台政策助力市场恢复

消费复苏仍为首要工作，多地颁发促消费政策。23年政府工作报告中强调扩大内需是第一大重点工作，将恢复和扩大消费摆在优先位置；商务部将23年定为“消费提振年”，组织开展一系列促消费活动，如迎春消费季、全国消费促进月等主题活动。各地政府积极响应，也发布了相应的促消费政策，如北京、浙江、青海、河南、江苏、山东、吉林、云南、粤港澳大湾区等多地组织发放家电、文旅、汽车等多种消费券，开展各地特色主题活动，如江苏“苏新消费·春惠江苏”、四川“蜀里安逸·乐购全川”、上海“国潮四季·美好申活”，积极扶助本土品牌建设，促进当地市场复苏。

图表 10.各地促消费政策

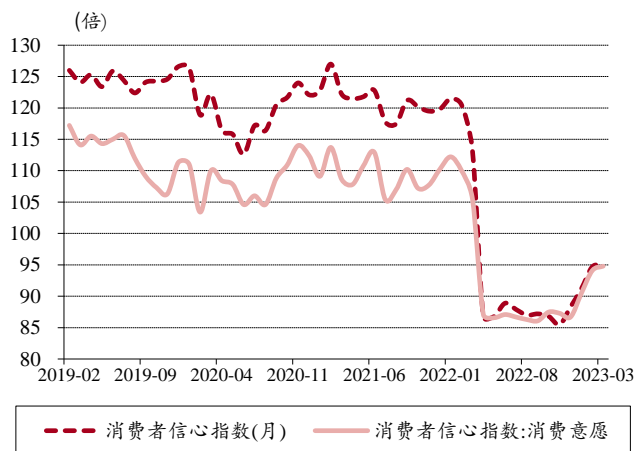
时间	地区	政策
2 月	新疆	搭建促消费活动平台，组织特色美食节、名优特产品展销会等活动，着力打造“爱尚新疆、乐享消费”全民消费节、电商直播节等 15 个以上特色促消费品牌；促进农产品线上线下产销对接，加快畅通物流快递“最后一公里”；推动商业步行街改造提升，进一步扩大示范试点范围，打造一站式综合性消费平台。
	青海	明确“1+5+N”消费促进活动安排，即举办 1 场青海省 2023 年消费促进活动启动仪式，围绕汽车、家电、家居、金融消费等开展 5 个省级消费促进活动，指导各市州商务主管部门及商贸流通企业开展 N 场次不同类型消费促进活动。
3 月	北京	面向在京消费者发放“京彩·绿色”消费券，用于购买家电、手机、笔记本电脑、无人机等 55 类绿色智能商品。
	粤港澳大湾区	派发文旅消费券、酒店五折卡等优惠礼包，带动餐饮、旅游、住宿等行业明显提振。
4 月	河南	繁荣二手车市场；鼓励房产推介会、展销会；支持部分住房改造；鼓励以旧换新；延长景区贷款贴息奖补；结合新媒体“引客入豫”；鼓励消费券；奖励 23 年新增部分限额以上企业；鼓励直播；发展夜间消费；促办消费促进活动
	四川	开展以“蜀里安逸·乐购全川”为主题的系列消费促进活动，搭建“1+50+N”的活动平台，瞄准重点领域促消费，将降一补统筹促进新车、二手车、平行进口汽车消费和二手车出口、汽车报废等“五车联动”，实施天府名菜、名厨、名店“天府三名”培育工程，推动绿色家电下乡和以旧换新，促进重点领域消费提质扩容。
3-5 月	江苏	“苏新消费·春惠江苏”系列活动：3 月中旬至 5 月初，将累计开展 1400 余场消费促进活动，发放 1.2 亿元惠民消费券及 3500 万元数字人民币红包，推出 5 项省级重点活动以及 13 个设区市“一市一主题”消费促进活动。
	山东	“2023 山东迎春消费季”活动：3 月至 5 月活动期间，发放政府消费券 4 亿元，参与打折让利企业达到 15 万家、平台商户 85 万个，金融机构也配套推出支付优惠，有望带动客流增长 20% 左右
5 月	吉林	“全民消费季”活动，联动开展大型促销活动近千场，投放消费券，让利促销
	云南	为居民发放消费券，为自驾游旅客发放电子加油券，为新能源汽车、家电等商品消费发放消费补贴，开展“云集好物”及“彩云”系列促消费活动
6-8 月	上海	以“国潮四季 美好申活”为主题的上海国资国企促消费行动第二季——“酷夏畅玩季”

资料来源：国家文旅部，中银证券

2.3 消费信心低位回升，社零增速涨幅明显

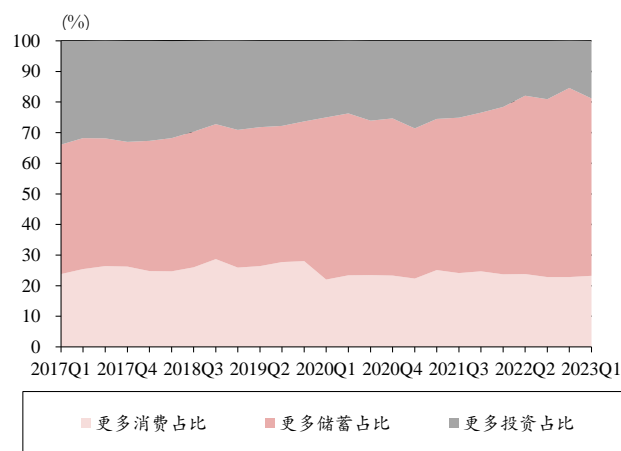
消费者信心低位回升，储蓄倾向仍处高位。自 22 年 4 月国内疫情大范围爆发后，消费信心和消费意愿指数持续处于较低水平；自实行乙类乙管防控措施放松以来，呈现较快回升趋势，但仍处于低位，4 月份分别达到 94.9/94.8 倍。此外，据央行的调查报告显示，23Q1 愿意进行更多消费的居民占 23.2%，同比下降 0.5pct，环比 22 年 Q4 上升 0.4pct，整体较为平稳；愿意进行更多储蓄的居民占 58.0%，同比增加 3.3pct，处高位水平但初具下降趋势。

图表 11.消费者信心低位回升



资料来源：ifind，国家统计局，中银证券

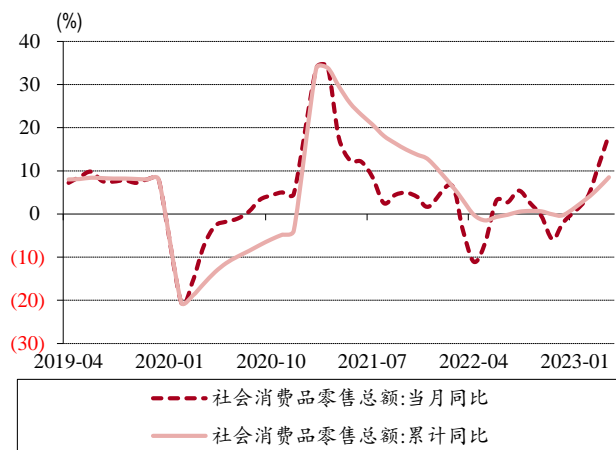
图表 12.我国居民消费意愿稳定，投资意愿小幅回升



资料来源：ifind，中国人民银行，中银证券

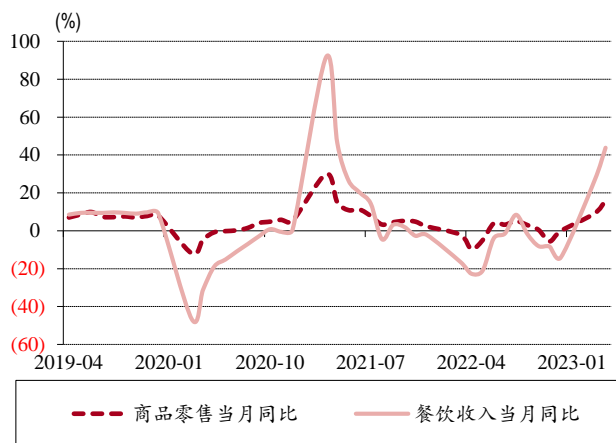
疫情平稳后社零增速回正，部分可选消费恢复较快。23年春节以来，国内消费恢复态势良好，且受社零增速提升，叠加去年同期低基数影响，3、4月社零总额同比分别+10.6%、+18.4%。商品零售总额增速23年转为正值，3、4月份分别同比+9.1%、+15.9%，餐饮收入增长显著，分别同比+26.3%、+43.8%。从限额以上单位表现来看，较22年强势恢复，23年1-4月，限额以上累计零售额增速前三行业分别为金银珠宝、服装与纺织品、中西药品，同比+18.5%、13.4%、13.3%；家用电器、通讯器材、文化办公、建筑装潢等品类增速为负。

图表 13.23 年社零增速提升



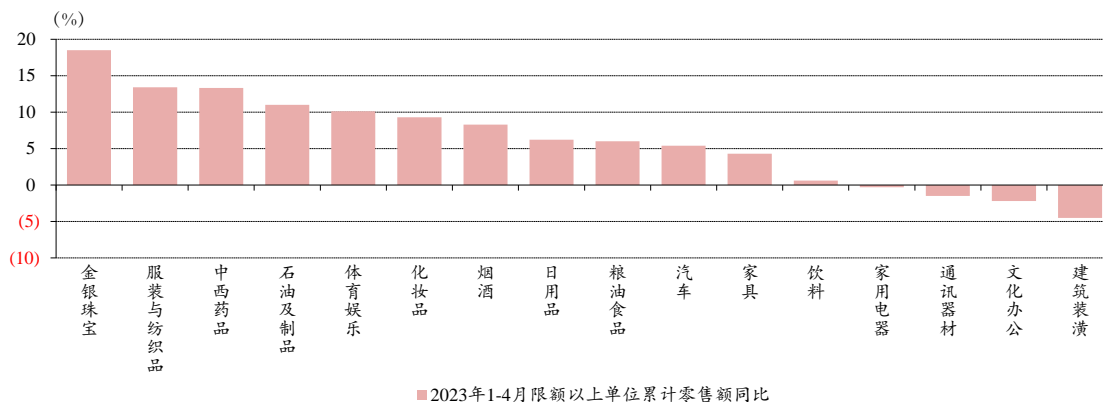
资料来源: ifind, 国家统计局, 中银证券

图表 14.23 年餐饮收入增长迅速



资料来源: ifind, 国家统计局, 中银证券

图表 15.限额以上分类品社会消费品零售总额增速



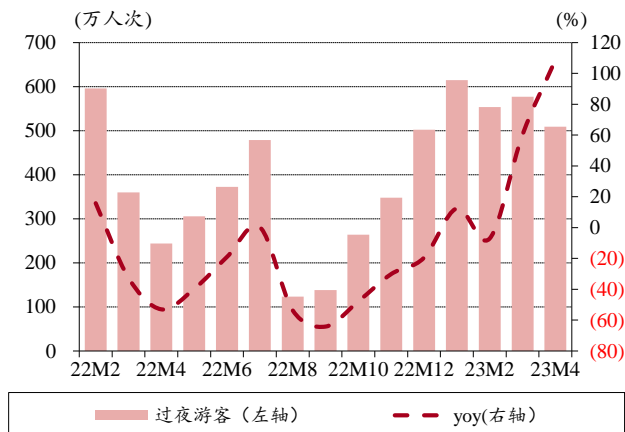
资料来源: ifind, 国家统计局, 中银证券

3 免税：离岛免税景气度延续，口岸免税恢复可期

3.1 离岛免税：海南客流回暖销售回升，客单水平、品类结构仍待优化

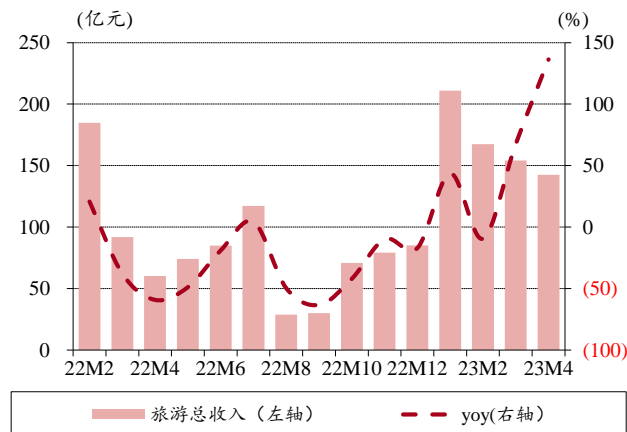
海南客流持续回暖，机场吞吐量恢复至疫前水平。疫后海南旅游热度高涨，据海南文旅厅数据，1-4月海南接待过夜游客 615.00 万、553.58 万、576.95 万、509.05 万人次，yoy+12.46%、-7.11%、+60.20%、+108.60%；1-4月美兰机场旅客吞吐量同比+27.2%、+23.9%、+116.5%、+338.0%；凤凰机场旅客吞吐量同比+24.7%、+11.8%、+266.1%、+1092.7%，两机场的旅客吞吐量基本已恢复至 19 年同期水平。

图表 16.海南省过夜游客人次



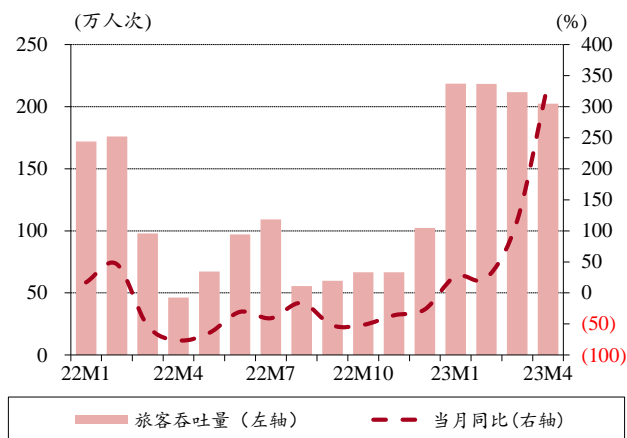
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 17.海南省旅游收入



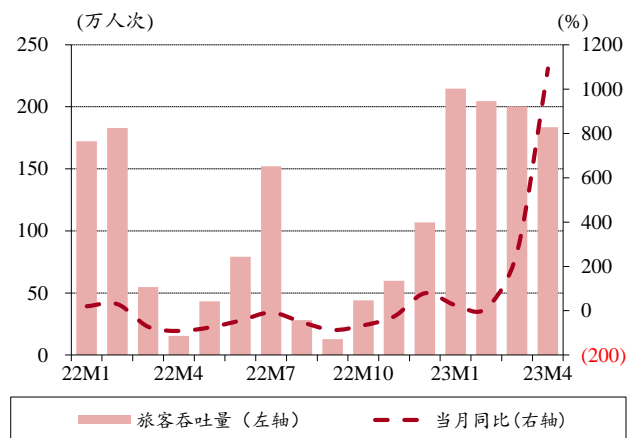
资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 18.美兰机场旅客吞吐量



资料来源：美兰机场官网，中银证券

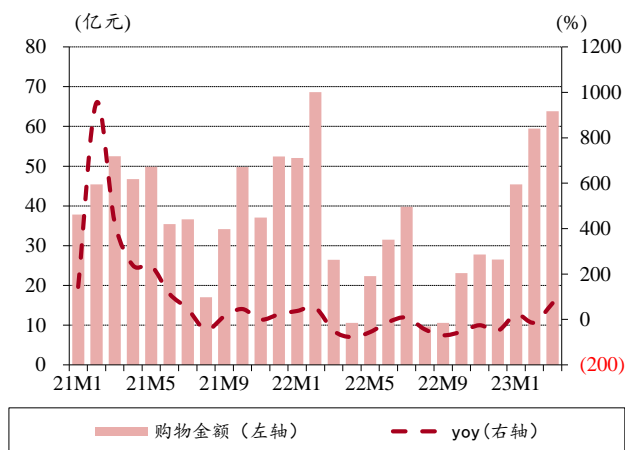
图表 19.凤凰机场旅客吞吐量



资料来源：三亚市旅游局，海南机场公司公告，中银证券

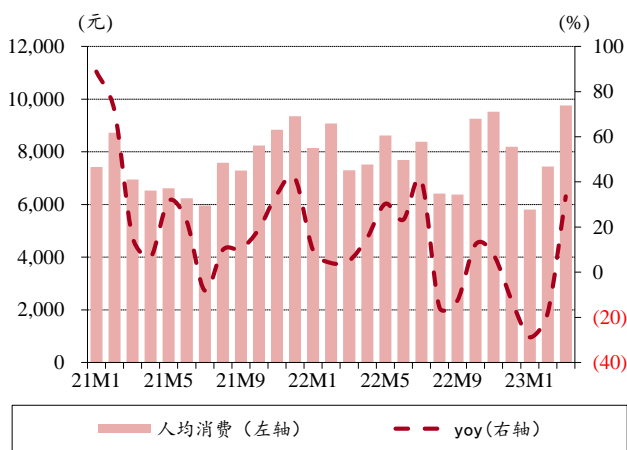
免税销售总额修复良好，客单价仍有提升空间。据海口海关和海南统计局数据，23Q1 海南离岛免税销售额为 168.7 亿元、客单价为 7544.7 元，yoy+14.6%、-9.9%；4 月岛内免税店日均零售额 1.3 亿元，同比增 2.7 倍；五一假期日均销售额达 1.8 亿元，yoy+120%，客单价为 8100.9 元。总体来看，在客流高增的驱动下，离岛免税销售总额修复良好，但客单价尚未恢复到高点水平。一方面后续随着奢侈品牌的引入，各免税运营主体以利润为导向，降低折扣力度，有望提振客单价；另一方面，根据中国中免数据，Q1 精品、珠宝、腕表等高毛利品类销售额增速较快，海南整体的件单价也有所提升，商品结构出现显著优化，随着热门精品产能恢复，客单价有望进一步提升。

图表 20.海南离岛免税销售额



资料来源：海口海关，中银证券

图表 21.海南离岛免税客单价



资料来源：海口海关，中银证券

图表 22.免税新政后节假日离岛免税销售状况

	20 国庆	21 元旦	21 春节	21 五一	21 国庆	22 元旦	23 元旦	23 春节	23 五一
购物金额 (亿元)	10.4	5.4	9.97	9.93	14.7	6	4.22	15.6	8.83
日均销售额(亿元)	1.3	1.8	1.4	2.0	2.1	2.0	1.4	2.2	1.8
yoy (%)	43.90	195.16	261.00	248.00	66.90	9.70	(29.67)	5.88	120.00
购物人数 (万人次)	14.68	7.6	11.5	12.1	18	6.16	4.3	15.7	10.9
yoy (%)	43.90	80.90	97.50	141.00	61.60	(49.09)	(30.20)	9.51	158.00
客单价 (元)	7,084.5	7,105.3	8,669.6	8,206.6	8,166.7	9,740.0	9,816.0	9,959.0	8,100.9
购物件数 (万件)	99.89	66.9	114	134.5	200	73.9	47.6		
yoy (%)	97.20	200.00	225.00	229.00	136.00	9.74	(35.59)		
天数	8	3	7	5	7	3	3	7	5

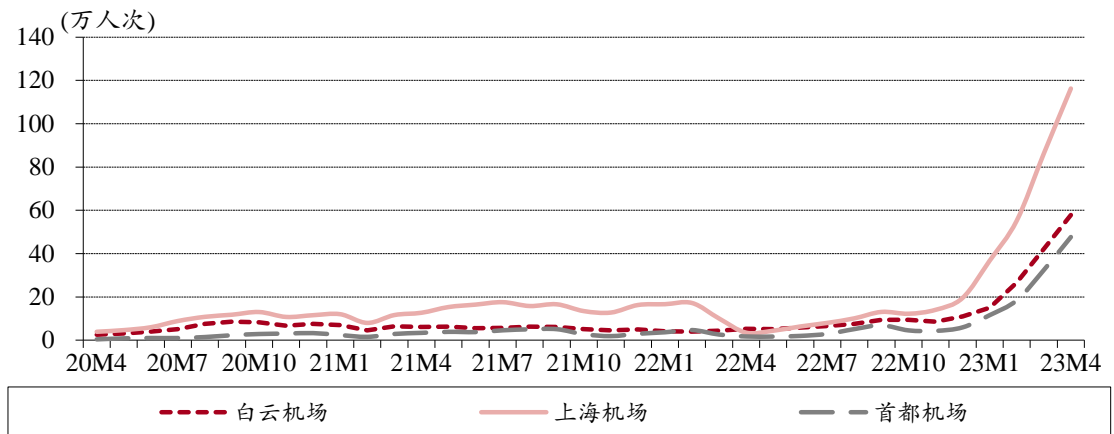
资料来源：海口海关，中银证券

“即购即提”新政成效初显，封关后免税价值犹存。据海口海关统计，海南离岛免税新增的“即购即提”“担保即提”提货方式政策落地首月，海口海关共监管“即购即提”免税购物金额 3.48 亿元，购物件数 36.28 万件，购物人数 16.36 万人次。75 名旅客采用“担保即提”方式购买免税品 75 件，免税购物金额 599 万元，新政红利初步彰显。近期市场对于封关后离岛免税牌照的价值存疑，我们认为，一方面，预计封关后零售商所需缴纳的销售税仍然比免税商所需缴纳的特许经营费更高，成本端差距有所削减但仍然存在；另一方面，对于零售商而言，供应链管理能力和门店运营能力以及卡位将成为后续的竞争重点，当前海南的免税商已经占据优质卡位的先发优势，且其深耕海南市场，在供应链管理能力和门店运营能力方面也将更胜一筹。

3.2 免税&市内免税：国际客流稳步恢复，口岸免税盈利提升，市内免税潜力可期

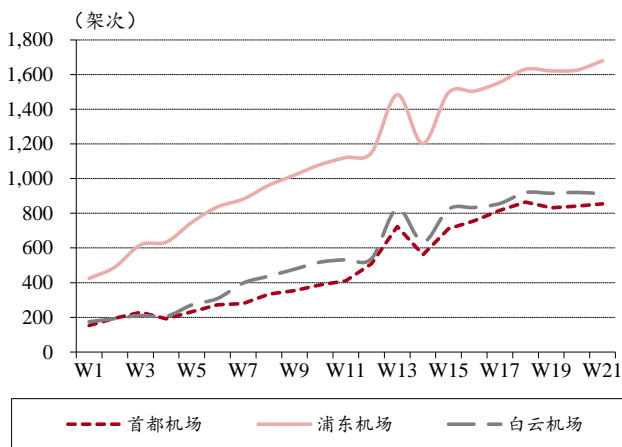
国际客流稳步恢复，有望带动口岸免税销售，加速市内免税新政推进节奏。据航班管家数据，截至 23 年 W21 (5.21-5.28)，全国机场的国际客运航班执行为 5663 架次，恢复至 19 年同期的 38.78%。4 月上海机场、首都机场旅客吞吐量分别恢复至 19 年同期的 36.14%、19.92%。自执行乙类乙管政策以来，我国逐步放宽对出入境的管控，夏秋新航季开启后，国际航班供给和客流加速恢复。国际客流的恢复一方面有望推动机场口岸免税销售回暖，疫后免税运营商与机场重新签订租约协议，上海机场、深圳机场等还与免税运营商设立合资公司，实现权益深度绑定，运营商降低租金成本，机场方参股扩大获利空间，双方可实现共赢。另一方面，市内免税新政也有望随着国际客流的恢复加速出台，释放市内免税消费潜力。

图表 23.北上广重点机场国际&境外航线旅客吞吐量



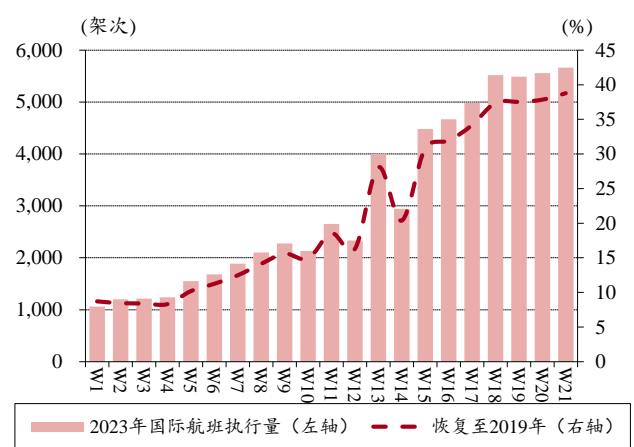
资料来源: Wind, 公司公告, 中银证券

图表 24.三大机场境外航班执飞总量



资料来源: 航班管家, 中银证券

图表 25.全国机场国际航班执飞总量



资料来源: 航班管家, 中银证券

中国中免: 重奢入驻+项目爬坡, 静待盈利能力改善

受益于免税市场景气 Q1 营收创新高, 汇率波动及租金减免影响盈利水平。23Q1 伴随着离岛免税市场复苏, 公司营收端实现迅速回升。毛利率为 29.00%, yoy-5.00pct; 净利率为 11.87%, yoy-5.51pct。受 22 年汇率波动影响, 公司采购端以美元计价, 存货成本较高导致毛利受压制, 但环比有所回升。

看点: 积极丰富重奢矩阵, 新项目助力未来发展。三亚海棠湾国际免税城一期二号地项目预计于今年 9 月 30 日正式开业, 三亚凤凰机场法式花园也正在积极筹备开业, 届时公司将积极引入更多重奢品牌, 有望拉动精品等高毛利品类的销售, 提升盈利水平。新海港项目 Q1 表现超预期, 达到海棠湾项目 1/3 的销售额, 且已经实现盈利, 项目爬坡速度较快, 有望在旺季加速释放业绩。

王府井: 奥莱业态恢复良好, 静待免税持续放量

疫后营收小幅增长, 扣非利润迅速回暖。23Q1 公司实现营收 33.67 亿元, yoy+1.58%, 归母净利润 2.26 亿元, yoy-39.77%, 扣非归母净利润 2.24 亿元, yoy+144.83%。归母净利润下滑主要受非经常性因素影响, 22Q1 公司的非经常性收益为 2.85 亿元, 其中收购北京王府井购物中心产生投资收益 3.01 亿元, 而 23Q1 非经常性收益为 243.72 万元。

看点: 有税方面, 奥莱业态恢复亮眼, 线上渠道持续发力。奥莱业态受新生活方式消费的带动, 呈现出较为明显的恢复态势, 23Q1 实现营收 5.33 亿元, yoy+30.55%; 毛利率为 70.32%, yoy+3.13pct。同时公司持续推动多种线上销售方式, 拉动线上销售同比增长超 60%。免税: 离岛免税项目正式投运, 免税业务增量可期。免税板块 23Q1 实现营收 0.56 亿元, 毛利率为 14.67%。万宁免税一期项目已于 4 月 9 日正式营业, 后续有望逐步释放业绩。且随着出入境客流和航班的恢复, 市内免税政策有望加速推进。

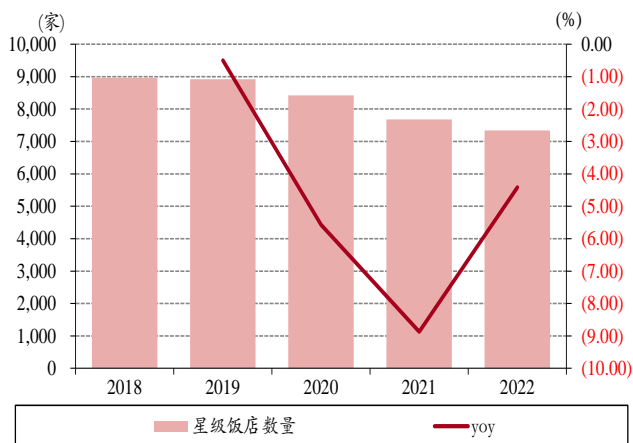
4 酒店：复苏已至，连锁化率提升下中高端转型值得关注

4.1 酒店行业：疫后业绩快速回升，中高端客房持续扩容

4.1.1 供给侧：中小单体酒店持续出清，龙头逆势扩张

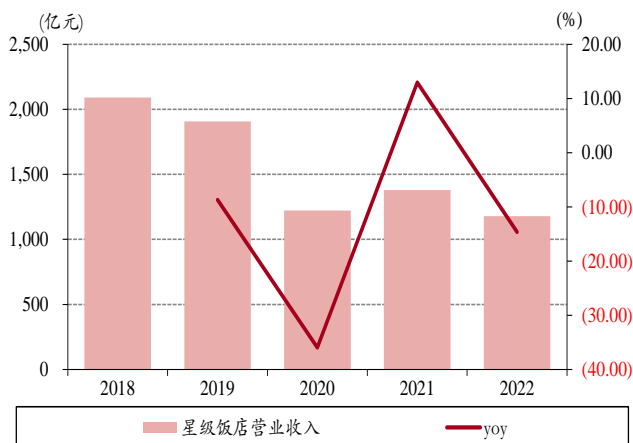
疫情中行业供给持续出清，疫后或回归正常发展周期。过往三年疫情之下受商旅客流的不确定性影响，酒店行业存在一定不稳定因素，酒店经营方持续承压，行业也在持续出清。据文旅部数据，2020-2022 年全国星级饭店数量持续下滑，从 2019 年的 8920 家下滑到 2022 年的 7337 家；且统计的星级饭店营业收入同步下滑，从 2019 年的 1908 亿元下滑到 2022 年的 1178 亿元。分星级来看，相较规模较大资金较为充裕的中高星级的大型酒店，抗风险能力较弱的中小规模酒店、单体酒店更容易在疫情这类外部冲击下被出清或转为连锁酒店经营模式，且酒店的开业或关停具备一定时滞性，疫情结束后的一段时间内也将持续存在关店情况。行业在外部冲击下的加速出清推动了我国酒店业的连锁化率提升。据中国饭店协会发布的《2023 中国酒店集团及品牌发展报告》显示，截至 2023 年 1 月 1 日，我国连锁酒店客房总规模将近 553 万间，同比增长 81 万余间。连锁化率为 38.79%，同比增长 3.79pct，连续数年保持增长。

图表 26. 星级饭店数量疫中持续减少



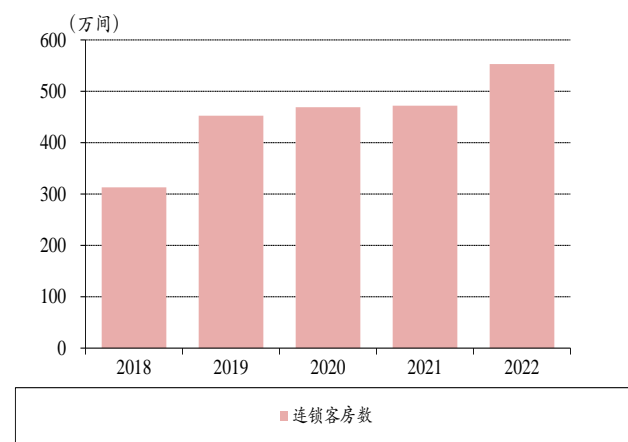
资料来源：文旅部，中银证券

图表 27. 星级饭店营业收入过往三年随疫情影响波动



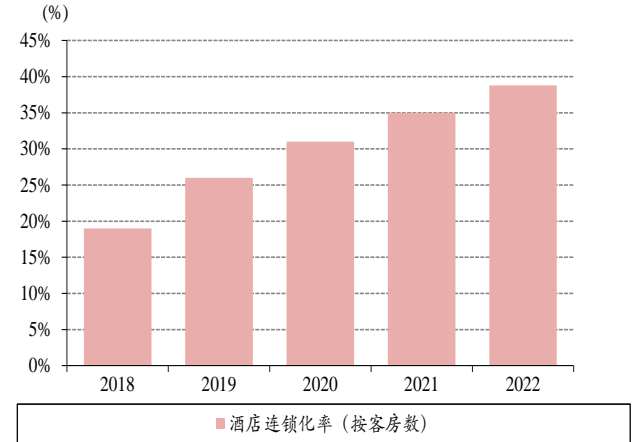
资料来源：文旅部，中银证券

图表 28. 星连锁酒店客房间数持续增长



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 29. 我国酒店保持连锁化发展趋势



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

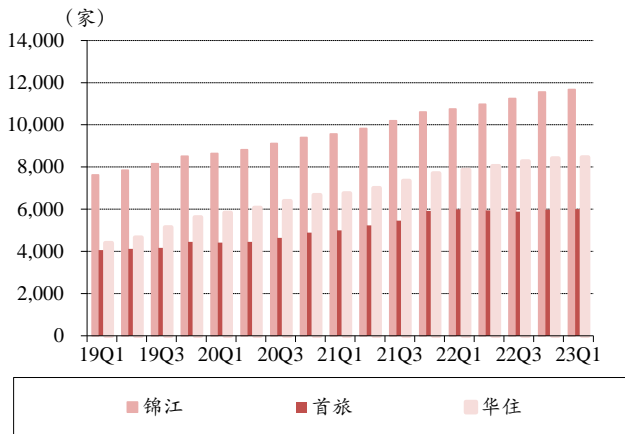
龙头企业市占率常年较为稳健，23 年指引下头部企业拓店放缓。市占率方面来看，锦江、华住、首旅多年来常驻前三大龙头酒店集团宝座。2016-2022 年我国酒店集团 CR3 与 CR10 整体来看呈区间内波动态势，2022 年 CR3 为 43.47%，CR10 为 62.37%，二者相较 2019 年水平有所提升，但同比有所降低。锦江、华住、首旅三大酒店集团总门店数持续增长，截至 23Q1，三家的总门店数分别为 11,671/6,001/8,464 家，据各自公告，三大酒店集团预期在 23 年分别新开 1200/1400/1500~1600 家酒店。虽然拓店目标并未高增，但这也符合各自从追求单一规模转型到追求高质量的增长目标战略。

图表 30.我国酒店市场集中度较为稳定(%)

排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	锦江 20.31	锦江 20.95	锦江 20.95	锦江 20.18	锦江 18.31	锦江 22.11	锦江 20.38
2	首旅 12.59	首旅 11.80	华住 11.80	华住 13.91	华住 10.19	华住 15.96	华住 14.63
13	华住 11.17	华住 11.70	首旅 11.70	首旅 9.22	首旅 9.33	首旅 10.07	首旅 8.46
CR3	44.07	44.45		43.31	37.83	48.14	43.47
CR10	58.15	67.13		64.35	54.16	69.46	62.37

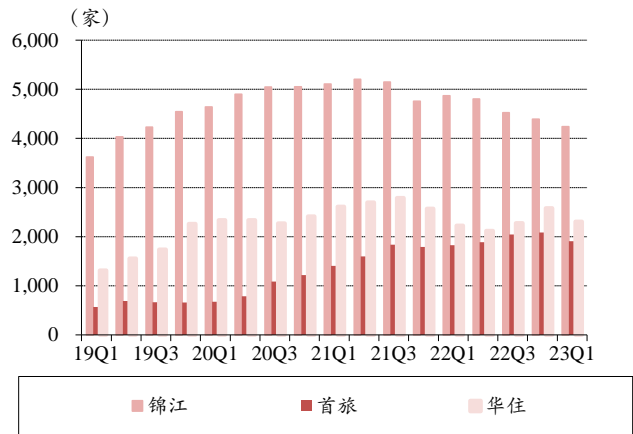
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 31.三大酒店集团总门店持续增长



资料来源：各公司公告，中银证券

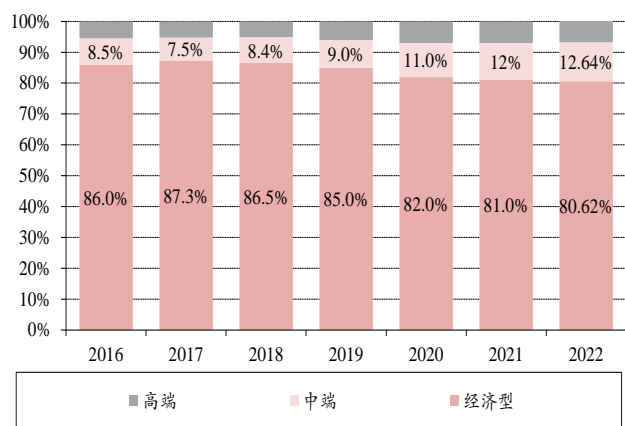
图表 32.三大酒店集团储备店增速放缓



资料来源：各公司公告，中银证券

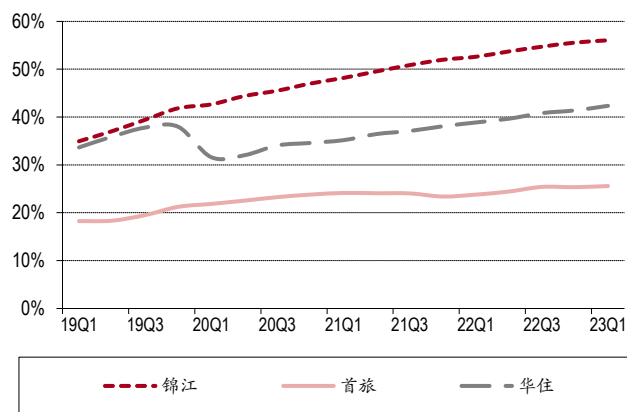
由量到质，关注连锁化浪潮中的中高端化转型。长期以来，我国酒店业供给偏金字塔结构，即以经济型酒店为主，中端、高端酒店供给占比偏少。伴随着消费者对于酒店品质、服务等需求的不断升级，中高端酒店产品更加受到欢迎。据《中国酒店集团及品牌发展报告》，经济型酒店客房数占比正在逐步下滑，自 2019 年占比约 65% 下滑到 2022 年的 58.58%，未来中高档酒店市场或将持续发展。此外，为顺应发展趋势，锦江、首旅、华住等酒店企业借由各自过去长期积累的运营经验，也在持续扩充中端酒店数量。截至 23Q1，锦江、首旅、华住的中高端酒店数占比分别为 56%、26%、42%，中高端客房数占比分别为 64%、36%、51%。

图表 33.中高端化转型趋势明确（按设施数）



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，中银证券

图表 34.三大酒店持续中高端化升级（按酒店数）

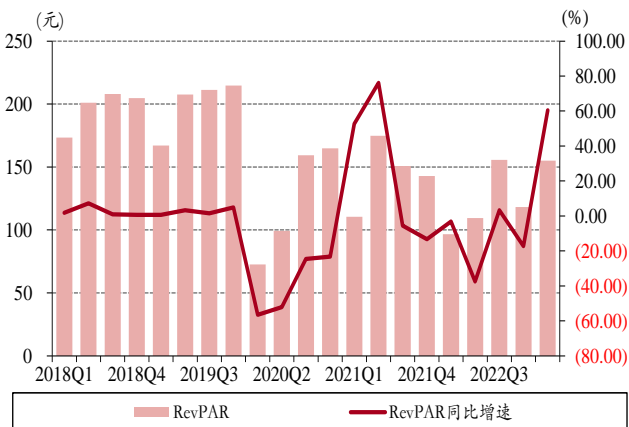


资料来源：各公司公告，中银证券

4.1.2 需求侧：商旅出行快速修复，酒店量价并进恢复

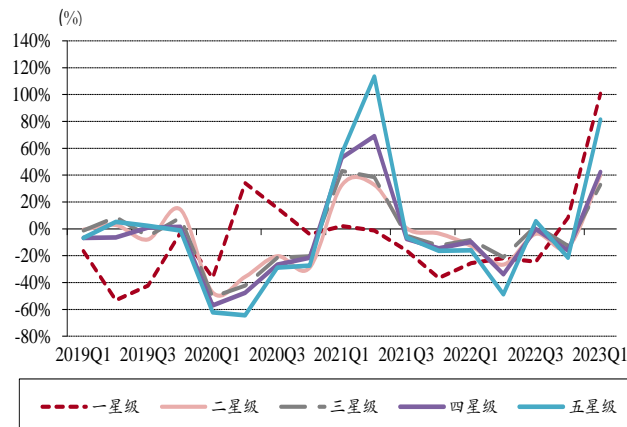
商旅出行复苏下，酒店量价双重修复。据文旅部数据统计，23Q1 全国星级酒店 ADR、OCC、RevPAR 同比+19.06%/+34.81%/+60.51%，分别恢复至 19 年水平的 104.82%/88.47%/92.75%。据三大酒店集团 23Q1 数据，锦江、首旅、华住混合店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 102.94%、95.62%、144.38%，环比 22Q4 分别+43.51%、+37.89%、+71.33%。同店分别恢复至 2019 年同期的 105.23%、99.26%、119.32%。在商旅出行场景正常化后，入住率随出行需求同步快速向着正常水准恢复。对于客房单价的快速修复来说，一方面在疫情几年影响下，客房单价难以实现正常化的逐步增长，疫情之后这部分积压的价格增长需求得到迅速释放。另一方面，随着出行需求快速释放而供给，叠加长期中高端化升级，也对客房单价有着一定提升作用。

图表 35.全国星级酒店 RevPAR 变动



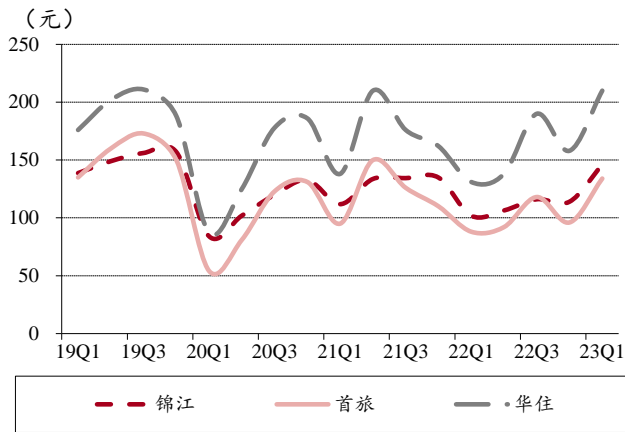
资料来源：文旅部，中银证券

图表 36.全国各等级星级酒店 RevPAR 同比变动



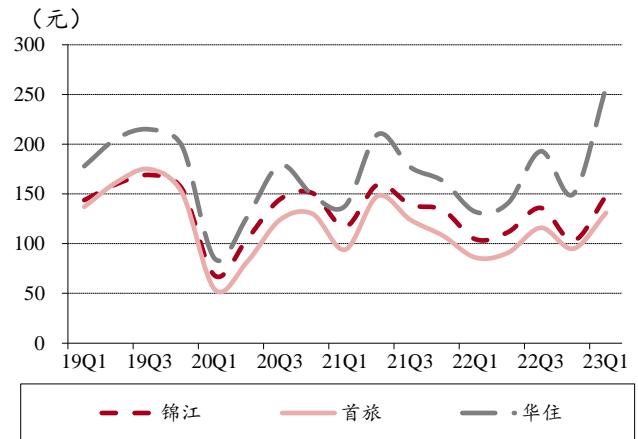
资料来源：文旅部，中银证券（注：纳入统计的一星级饭店数量过低）

图表 37.三大酒店集团同店 RevPAR 恢复情况



资料来源：公司公告，中银证券
注：锦江为境内酒店累计值

图表 38.三大酒店集团混合店 RevPAR 恢复情况

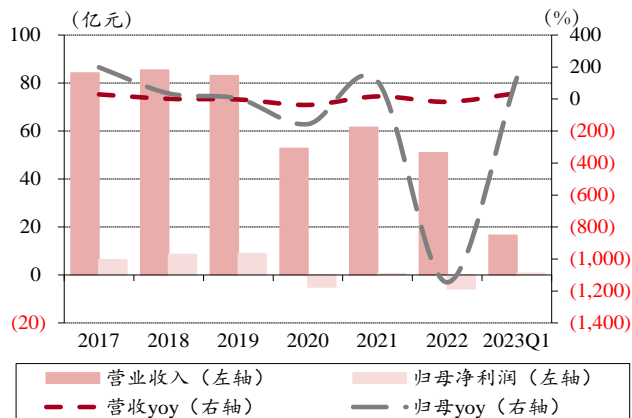


资料来源：公司公告，中国饭店协会，中银证券
注：锦江为境内酒店

4.2 首旅酒店

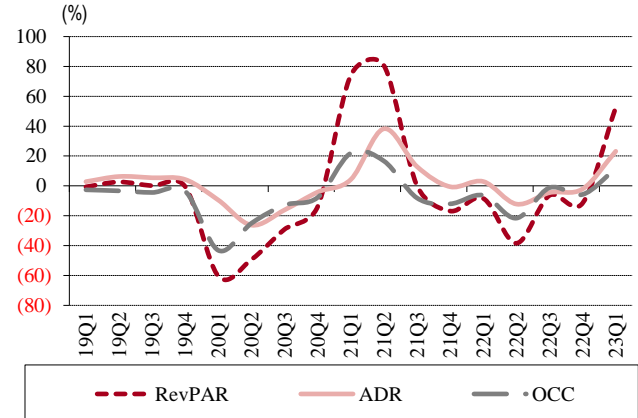
22 转亏后 23Q1 快速实现扭亏，RevPAR 恢复至 19 年 90%+。22 年公司实现营收 50.89 亿元，同比 -17.9%，实现归母净亏损 0.58 亿元，同比减少 6.38 亿元，22 年虽然在疫情压力之下转为亏损，但随着 23Q1 商旅出行市场恢复，其经营展现较足弹性，实现快速扭亏为盈。23Q1 首旅全部店 RevPar/ADR/OCC 分别恢复至 2019 年的 95.62%/119.55%/79.40%。不含轻管理酒店的全部酒店 RevPAR 恢复到 19 年的 99.5%。经济型/中高端/轻管理酒店 RevPAR 分别恢复至 19 年同期 92.8%/85.7%/76.7%。此外据公司信息，2023 年 1-2 月在商旅出行企业客户方面，GMV 增长达 117.61%。且五一期间主要酒店经营指标相较 19 年也实现两位数增长，公司 Q2 经营数据有望进一步恢复。

图表 39.首旅酒店营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 40.首旅酒店经营数据同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

全年储备项目较足，轻管理模式或将为开店目标重要支撑。22 年在疫情扰动下，公司坚持扩张战略，全年新开酒店 879 家，同时通过轻管理模式加速渗透下沉市场，22 年公司新开业轻管理酒店 582 家，占新开店总数 66.21%，轻管理模式拓店提速持续为公司下沉市场打开增量空间。同时公司也在兼顾中高端酒店升级，全年新开中高端酒店 200 家，占比提升至 25.36%。23Q1 公司新开店 210 家，经济型/中高端/轻管理酒店分别开店 29/44/137 家，目前新开店中仍以轻管理为主。据公司 23Q1 业绩报告，公司储备项目达 1907 家，为全年新开店 1500~1600 的目标打下较好基础。此外，截至 23Q1，公司会员总数达 1.39 亿，全渠道和多场景拉新叠加会员粘性，有望为公司带来新的业绩增量。

图表 41. 23Q1 首旅酒店开业酒店状况

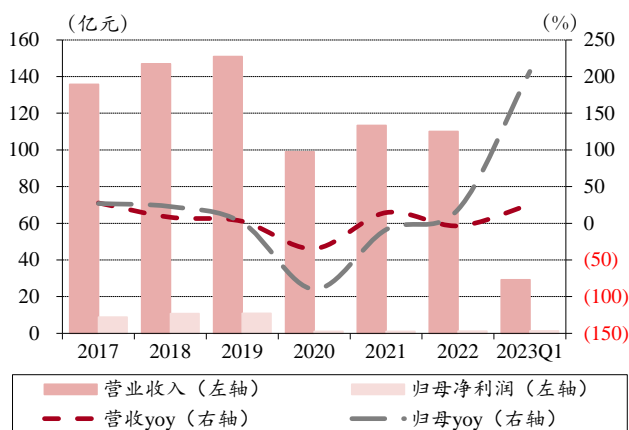
	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店数 (家)	占比 (%)	客房数 (万间)	占比 (%)
中高端酒店	1,536	25.60	16.631	35.99
经济型酒店	1,936	32.26	17.6236	38.14
轻管理酒店	2,511	41.84	11.856	25.66
其他	18	0.30	0.0946	0.20
其中：直营店	660	11.00	7.8994	17.10
加盟店	5,341	89.00	38.3058	82.90
总计	6,001	100.00	46.2052	100.00

资料来源：公司公告，中银证券

4.3 锦江酒店

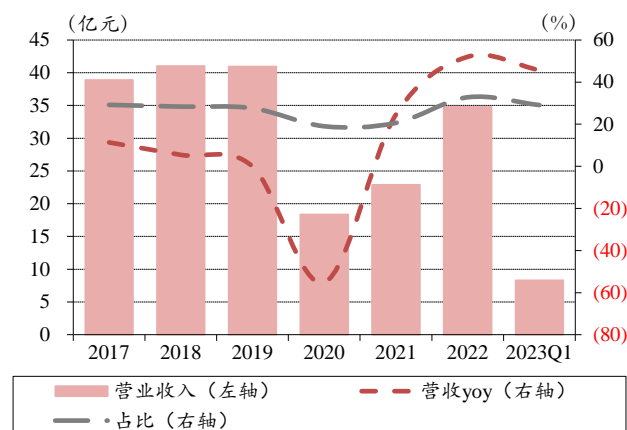
23Q1 业绩境内外全面修复，中端酒店恢复好于经济型酒店。公司在 2022 年实现营收 110.08 亿元，yoy- 3.44%；实现归母净利 1.13 亿元，yoy+18.67%；实现扣非归母净利-2.04 亿元，比上年同期亏损增加 8449 万元。23Q1 在市场全面复苏的背景下，公司境内外酒店业务修复显著。23Q1 实现营收 29.22 亿元，yoy+25.22%，同比扭亏为盈。23Q1 境内中端酒店 RevPAR 为 19 年同期的 90%；境内经济型酒店 RevPAR 为 92.65 为 19 年同期的 87%，受益于持续的中高端结构升级，RevPAR 达到 19 年同期的 102.62%，ADR 和 OCC 恢复至 19 年同期的 117.36%/ 87.42%。境外酒店 23Q1 整体平均 RevPAR 为 19 年同期的 110%。据公司公告，23Q2 整体 RevPAR 有望为 19 年同期的 110~115%。

图表 42. 锦江酒店营收及归母净利润变化



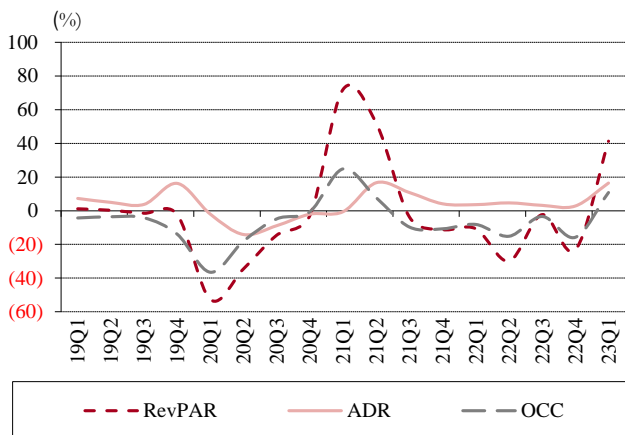
资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 锦江酒店境外业务持续回暖



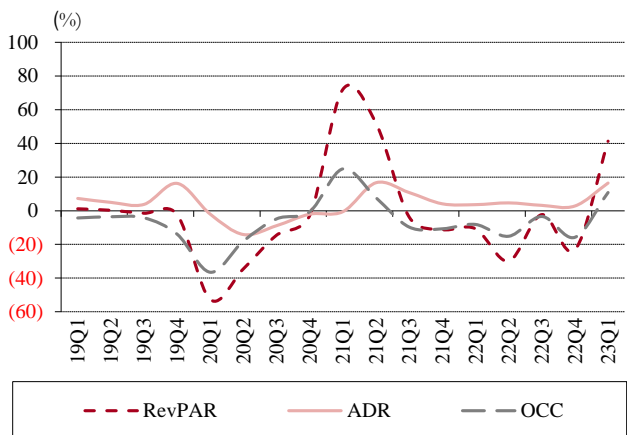
资料来源：公司公告，中银证券

图表 44. 锦江酒店境内经营数据同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

图表 45. 锦江酒店境外经营数据同比变动



资料来源：公司公告，中银证券

开店拓张稳步进行，经营管理提质升级，质量重于数量。22 年全年公司拓店 1328 家，净开业 947 家。截至 22 年底，公司中端酒店占比为 55.57%，占比进一步提升。23Q1 公司开店数为 195 家，净开业 111 家，中端酒店净增加 116 家，经济型酒店净减少 5 家。中高端升级趋势明确且持续。公司预计于 2023 年度实现营业收入 137-143 亿元，yoy+25%-30%，计划新增开业连锁有限服务型酒店 1200 家。其开业预期数量较首旅酒店预期开店 1500-1600 家、华住预期开店 1400 家相比较为保守。但公司截至 22 年末开业客房间数达 110.32 万间，规模已实现全球酒店第二，中国酒店第一。在疫情出清行业供给后，我们看好公司其规模在疫后复苏中对其业绩修复的助推力。此外，公司一中心三平台的建设与市场化改革方面，公司也在经营计划中给予重视，数字化管理体系和平台的持续优化也有望为公司提高运营效率、增厚利润提供支持。

图表 46. 23Q1 锦江酒店开业酒店状况

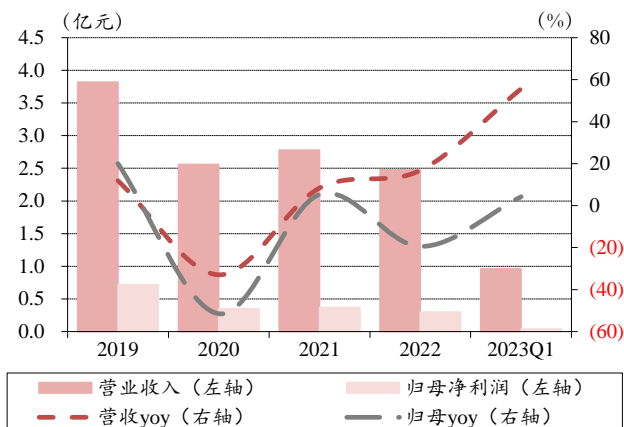
	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店数 (家)	占比(%)	客房数 (万间)	占比(%)
中端酒店	6,542	56.05	71.65	64.46
经济型酒店	5,129	43.95	39.50	35.54
其中：直营店	827	7.09	9.22	8.30
加盟店	10,844	92.91	101.91	91.69
总计	11,671	100	111.14	100

资料来源：公司公告，中银证券

4.4 君亭酒店

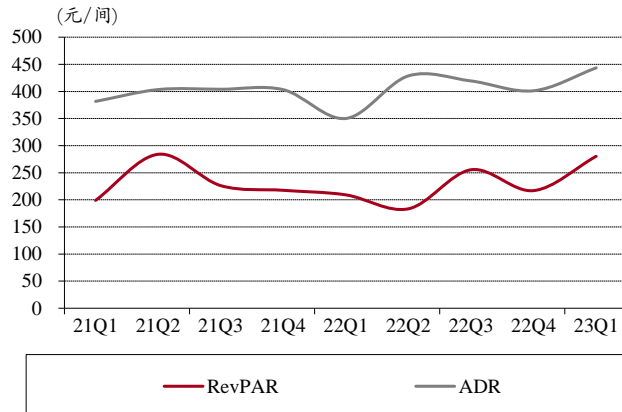
切准中高端酒店复苏大势，弹性充足经营快速修复。2022 年，公司实现营收 3.42 亿元，yoy+23.22%；实现归母净利润 2974.59 万元，yoy-19.43%。23Q1 实现营收 0.96 亿元，yoy+55.63%；实现归母净利润 408.98 万元，yoy+4.21%，业绩实现较好修复。2022 年全年直营店 RevPAR/ADR/OCC 分别为 19 年的 75.56%/93.91%/80.45%。23Q1 直营店 RevPAR/ADR/OCC 均超过 19 年同期水平。23Q1 公司新签 15 家酒店，此外公司在 22 年收购“君澜”、“景澜”两家管理公司，截至 22 年底集团酒店规模达 338 家（其中已开业 183 家，待开业 155 家），总客房数量超过 7 万间。公司从区域性管理公司成长为全国型综合型酒店管理集团。据公司规划，23 年将继续以“直营+委托管理”为核心，轻重并举持续扩张。君亭品牌将持续推进北京、珠三角及西南地区的直营店拓展计划，一季度已开业深圳 pagoda；君澜品牌一季度新开业四家酒店，并将持续资源型布局。景澜品牌将持续在业主定制高端酒店的定位上布局，并期待向国企大客户倾斜。区域方面，以走出浙江，重点开拓江浙区域为主，皖、闽地区为辅。公司持续深耕中高端市场，持续完善产品及品牌矩阵并以轻重结合方式不断拓张，结合当前行业恢复趋势，短期酒店需求有望集中释放。中长期来看，公司积极布局商旅目的地及热点城市，持续推进中高端化酒店拓张，未来有望实现平均房价和入住率的双重提升。

图表 47. 君亭酒店营收及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 48. 君亭酒店 RevPAR 和 ADR



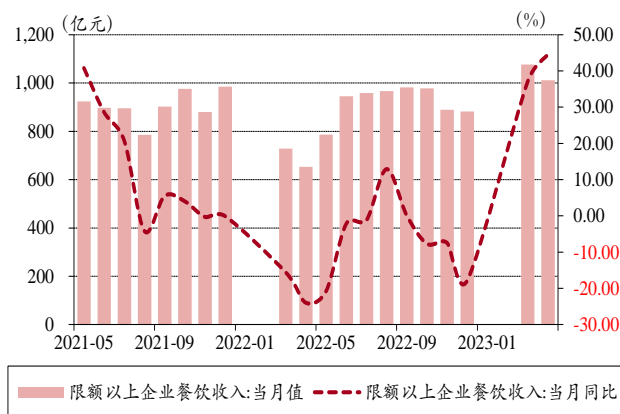
资料来源：公司公告，中银证券

5 餐饮：消费需求复苏明确，大众餐饮或回归正常增长

5.1 餐饮行业：疫情后修复较快，长期或回归稳健增长趋势

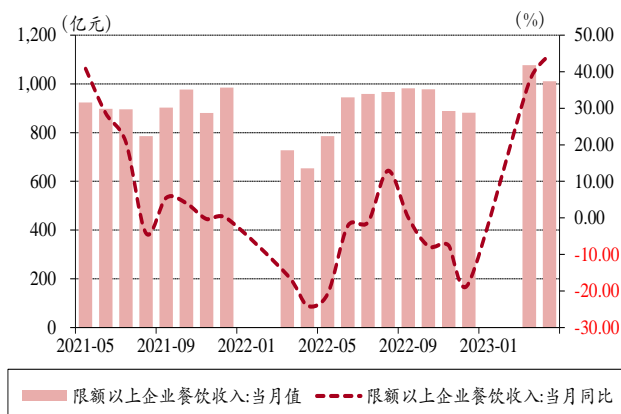
需求回补明显，餐企经营恢复已至。餐饮消费具备高频、本地特征，在疫情冲击放缓后修复迹象明显。2023 年 1-2、3 月、4 月餐饮收入分别同比+9.2%、+26.3%、+43.8%，在部分月份低基数的背景下实现同比高增。限额以上餐饮收入分别同比+10.2%、+37.2%、+44.60%，恢复情况好于整体水平。此外，疫情多年以来积压的婚礼宴会会展等需求在 23 年 Q1~2 集中释放，对于相关餐饮企业经营有较好的短期提振作用。当前餐饮恢复情况整体较好，预计随疫情影响淡去后会回归长期的正常稳健增长趋势。

图表 49. 23 年后社零餐饮在低基数下同比高增



资料来源：国家统计局，中银证券

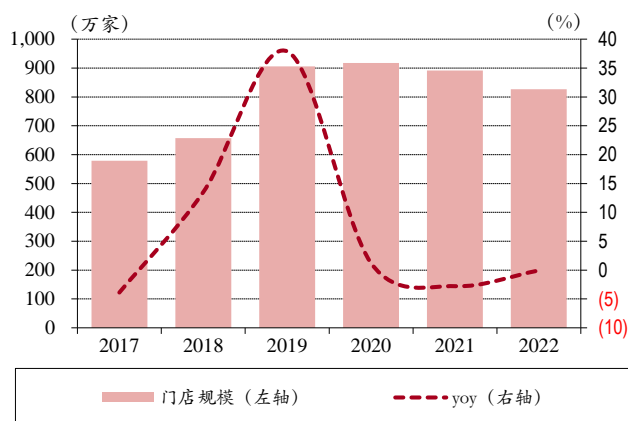
图表 50. 限额以上餐饮收入同比恢复情况好于整体水平



资料来源：国家统计局，中银证券

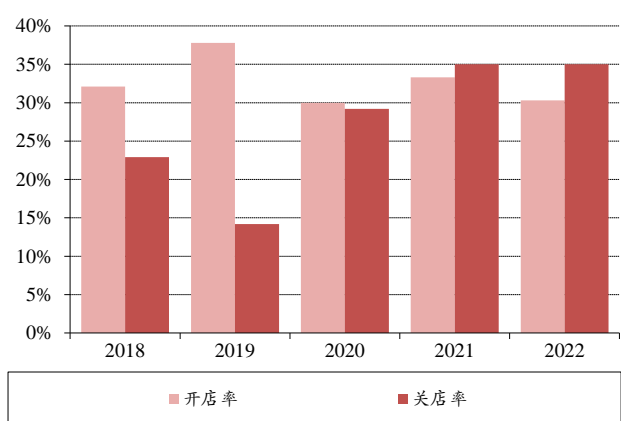
行业供给出清，疫情三年关店率持续增长。疫情三年以来线下餐饮经营受限，企业生存压力存在，部分餐饮企业被出清。据辰智餐饮数据，2020 年到 2022 年餐饮企业关店率分别为 29.2%、35.0%、35.0%，在 2021~2022 年关店率已超过开店率。从门店总数规模增长率来看，2020~2022 年增长率分别为 1.2%、-2.8%、-7.2%，2021 和 2022 年为负增长。

图表 51. 疫情进一步出清



资料来源：辰智餐饮大数据，中银证券

图表 52. 连续两年关店率超过开店率

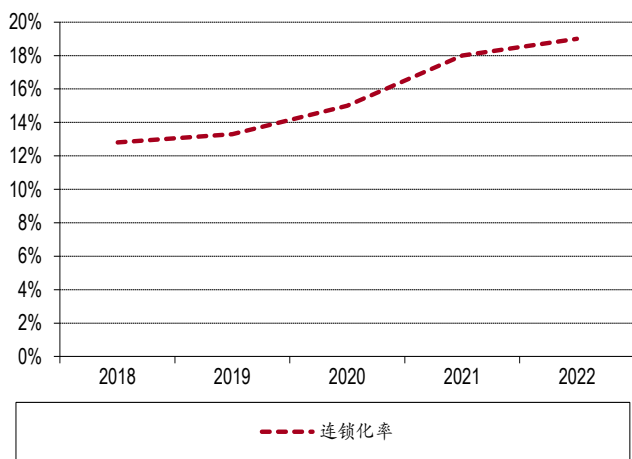


资料来源：辰智餐饮大数据，中银证券

连锁化率稳步提升，增长空间依然存在。因餐饮服务的提供受距离半径限制，以及我国菜系众多等因素影响，餐饮连锁化率一直处于较低水平，相较美日等国有较大差距。而近年来，一方面受疫情出清影响，部分单体餐饮经营退出市场；另一方面冷链、物流、中央厨房等发展也帮助了连锁餐饮经营者更好实现规模效应，达到控费降本、增厚利润的目的，并推动连锁化率的持续提升。此外，在行业回归正常发展趋势后，连锁餐饮企业或将进入稳步拓店节奏，其各自品牌的盈利能力有望逐步得到验证。

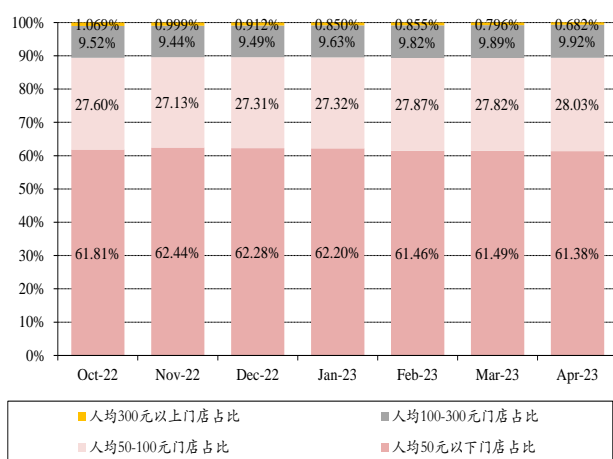
餐饮消费回归理性，大众餐饮市场仍广。据红餐产业研究院数据，2022 年 10 月以来，人均在 300 元以上的高端餐饮门店占比在逐月下降，而中端（50~300 元）的门店占比有所增长，低端门店数整体稳定。门店数量的变化也反映了消费者需求的变化，餐饮消费或更加追求性价比，消费或更趋理性。这样的市场复苏节奏中，价格具备优势以及品质有所保障的性价比级餐厅或将更能贴合市场需求。

图表 53.我国餐饮企业连锁化率逐步增长



资料来源：美团数据，中国连锁经营协会，中银证券

图表 54.餐饮消费回归理性

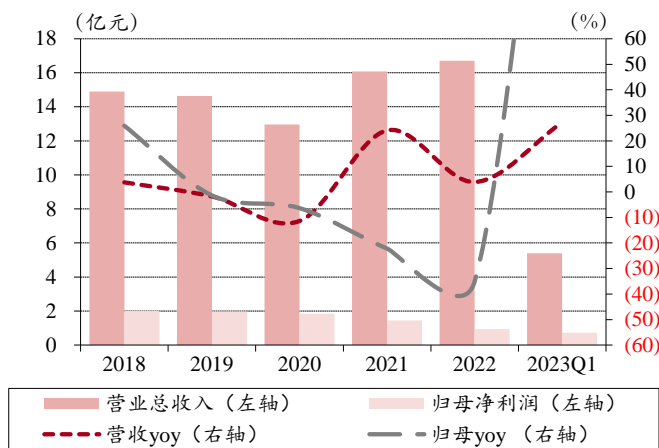


资料来源：红餐产业研究院，中银证券

5.2 同庆楼

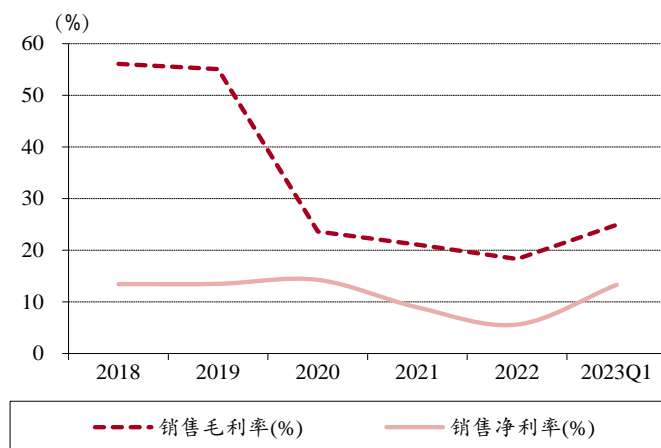
22 年压力下收入稳健增长，23 年 Q1 恢复已得验证。公司 22 年全年实现营收 16.70 亿元，yoy+3.86%；实现归母净利润 0.94 亿元，yoy-35.03%；23 年 Q1，公司实现营收 5.4 亿元，yoy+27.27%；实现归母净利润 0.72 亿元，yoy+217.05%。在春节疫情影响达峰后，线下餐饮宴会场景恢复正常，公司经营快速恢复，23Q1 业绩表现尚可且实现净利率 13.39%，基本接近 19 年全年水平，且 23 年全年来看有望继续提升。

图表 55.同庆楼营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 56.同庆楼净利率、毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

迈实餐饮主业，酒店与食品业务并进下有望打造优秀餐饮综合体。公司 22 年受疫情不确定性影响，开店节奏放缓，全年餐饮服务板块新开店 2 家，持续改造 7 家老店。但随着市场恢复正常，公司也将重新回归正常展店节奏。公司 22 年宾馆业务初步构建“富茂大饭店”、“富茂花园酒店”、“富茂国际酒店”三个品牌体系，实现宾馆事业部组织架构初步建立，并积极打造摸索可复制的管理输出模式。此外，公司食品业务增长喜人，2021 年实现收入 1511 万元，2022 年达到 9394 万元。截至 22 年期末，公司食品业务大厨菜系列共有 SKU41 个。其销售渠道聚焦于 C 端，除线上外，食品业务线下商超渠道已开设 107 个联营专柜，覆盖安徽合肥、江苏南京、湖北武汉市场，并入驻多家商超 KA 系统。酒店和食品业务未来增量可期。

6 旅游&景区：国内游提速修复，跨境游静待供给优化

6.1 国内游：业绩增长确定性高，优选优质头部企业

1) 23Q1：总体客流恢复强劲，部分景区业绩创新高

文旅出行市场转暖，23Q1 国内景区客流恢复强劲。受益于疫情管控政策松绑，23Q1 国内旅游市场迎开门红，国内旅游出游 12.16 亿人次，同比+45.6%。国内景区旅游热度持续增长，游客接待量显著提升。Q1 长白山主景区接待游客人次同比+415.77%，较 19 年同期+14.41%；玉龙雪山三条索道接待游客人次同比+412.12%；黄山景区进山游客人次同比+312.13%，同比 19 年+42.6%；乌镇景区游客人次同比+626.45%，古北水镇游客人次同比+19.59%；截止 3 月 20 日，天目湖山水园、南山竹海两大景区累计接待游客约 50 万人次，较 22 年、19 年分别+126.18%、93.61%。

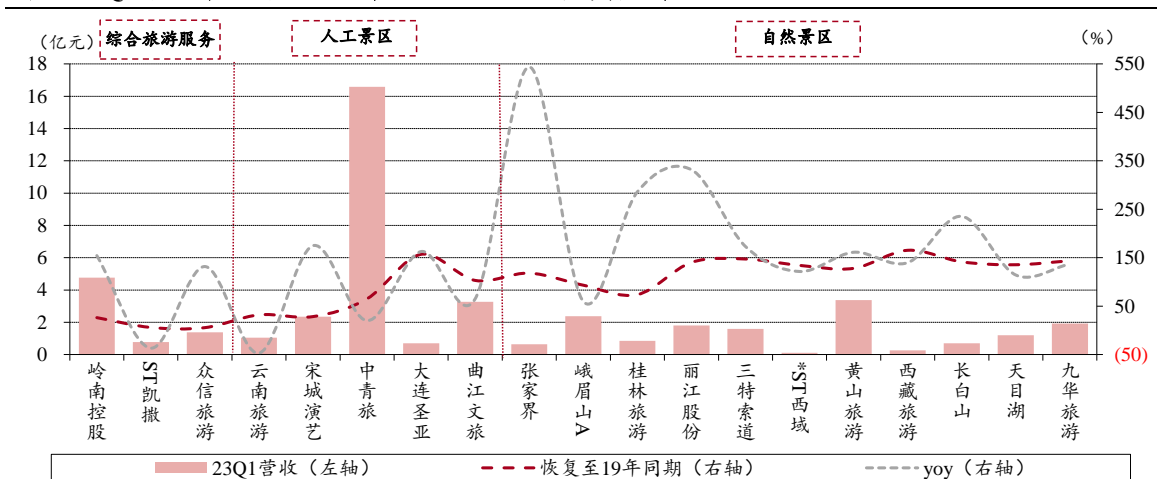
图表 57. Q1 主要景区游客数量及恢复状况

景区名称	接待游客数量 (万人)	同比 2022 年	恢复至 2019 年
长白山	19.37	+415.77%	114.41%
玉龙雪山	140.17	+412.12%	
乌镇	127	+626.45%	75.79%
古北水镇	24.85	+19.59%	91.87%
黄山	84.51	+312.13%	142.6%
天目湖山水园、南山竹海	约 50 万	+126.18%	193.61%

资料来源：公司公告，中银证券

营收端：Q1 山岳型自然观光景区整体恢复速度较快，营收构成主要是门票、索道等，一方面受益于散客直接恢复，另一方面旅行社团客的增长加快了整体的恢复速度。如丽江股份、黄山旅游、长白山、九华旅游 Q1 的营收分别恢复至 19 年同期的 140.14%、127.89%、141.26%、143.48%。度假型景区相对恢复速度较缓，如中青旅 Q1 营收恢复至 19 年同期的 65.2%，其中天目湖由于疫情期间酒店增量较大，且公司积极运营，表现较为亮眼，Q1 营收恢复至 19 年同期的 135.34%。综合旅游服务商由于团队游、出境游恢复相对滞后，整体恢复水平较低，但同比仍实现大幅增长。

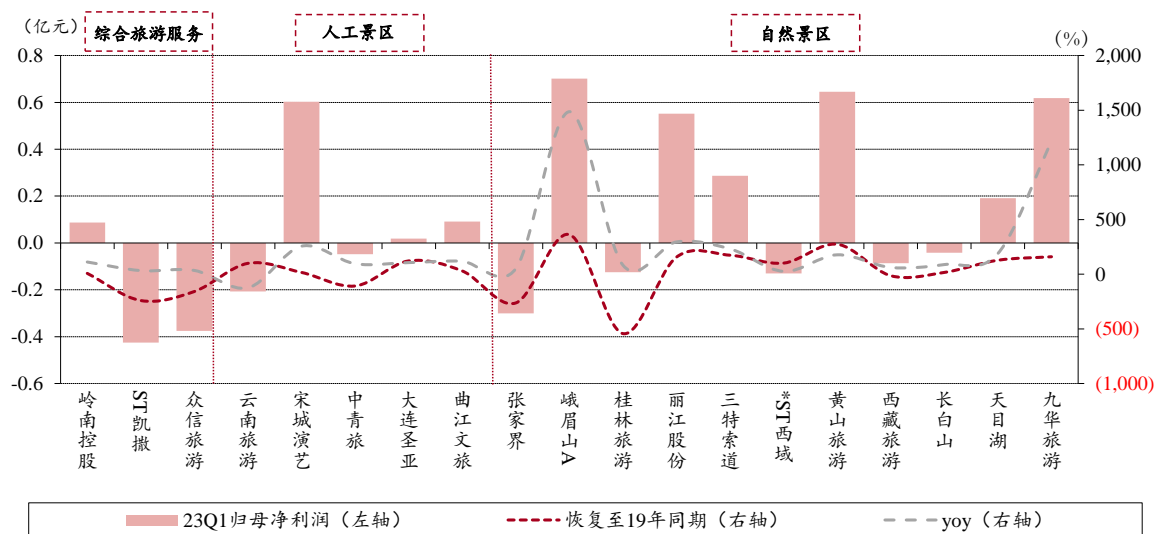
图表 58. Q1 各上市公司营收大部分已恢复至疫前同期水平



资料来源：Wind，中银证券

利润端：过半上市企业 Q1 实现扭亏为盈，高经营杠杆带动下部分公司业绩创历史新高。部分自然景区收入增速较快，而成本费用相对固定，如丽江股份、黄山旅游、峨眉山均创下十年以来 Q1 业绩新高，分别恢复至 19 年同期的 156.30%、273.98%、361.89%；九华旅游、天目湖创下上市以来 Q1 业绩新高，分别恢复至 19 年同期的 159.61%、127.62%。

图表 59. Q1 各上市公司归母净利润大部分已恢复至疫前同期水平

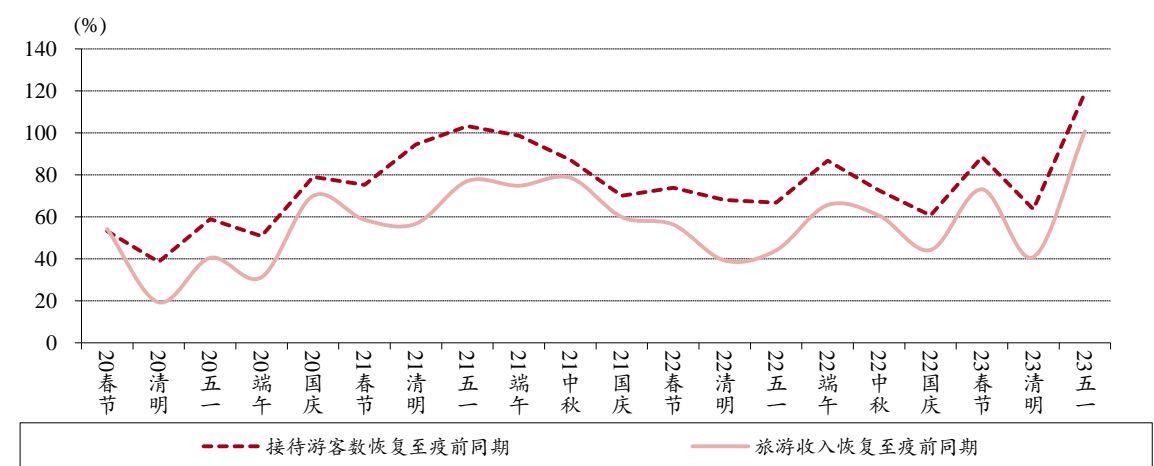


资料来源：Wind，中银证券

2) 五一长假：出行半径持续扩大，消费水平仍待提升

五一国内旅游需求增长超预期，客流人次恢复领先收入。根据文旅部数据，五一假期期间全国国内旅游出游共 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 19 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%，按可比口径恢复至 19 年同期的 100.66%。客流人次恢复增速领先旅游收入，主要是由于疫后消费力有所受损，客单价尚未完全恢复到疫前水平。

图表 60. 20-23 年我国节假日旅游人次和收入与恢复状况



资料来源：文旅部，中银证券

山岳型自然景区恢复强劲。据各景区管委会数据：1) 黄山风景区：假期共接待游客 11.78 万人次，同比+399.62%；2) 玉龙雪山：假期共接待游客 12.99 万人次，同比+881.67%，同比 19 年+54.25%。3) 峨眉山：假期共接待游客 18.75 万人次，同比 19 年增长 85.84%。

周边游、主题乐园热度不减。1) 天目湖：假期共接待游客 51.82 万人次，同比+233.28%，同比 19 年+74.67%；实现营收 7121.07 万元，同比+437.85%，同比 19 年+67.21%。景区内的酒店、民宿假期前三日客房平均出租率达 90%。2) 上海海昌海洋公园：假期前三日共接待游客近 50 万人次，同比 19 年增长超 60%。3) 乌镇：假期共接待游客 36 万人次，较 19 年同期略有增长，单日最高达 12 万人次。4) 宋城演艺：千古情假期演出场次达 241 场，同比 19 年+60%。杭州宋城假期客流同比 19 年+21.96%，收入同比 19 年+16.85%，5 天上演 62 场次。

图表 61.重点景区客流量&收入状况

景区	客流&收入
黄山	共接待游客 11.78 万人次，同比+399.62%
九寨沟	进沟人数共 8.68 万人次
天目湖	共接待游客 51.82 万人次，同比+233.28%，同比 19 年+74.67%；营收 7121.07 万元，同比+437.85%，同比 19 年+67.21%
长白山	共接待游客 4.38 万人次，恢复至 19 年的 94.29%，5 月 2 日近 2 万人次；营收恢复至 19 年的 110%。
张家界	共接待游客 86.37 万人次，同比+123.18%；营收 9.07 亿元，同比+86.6%
玉龙雪山	共接待游客 12.99 万人次，同比+881.67%，同比 19 年+54.25%。
乌镇	共接待游客 36 万人次，较 2019 年略有增长，单日最高 12 万人次，收入增幅超 20%。
古北水镇	共接待游客超过 15 万人次，单日最高近 5 万人次，收入较 2019 年基本持平
上海海昌海洋公园	假期前三日接待游客共计近 50 万人次，同比 19 年增长 60%+
峨眉山	共接待游客 18.75 万人次，同比 19 年增长 85.84%

资料来源：各景区管委会、公司官网、公司公众号，中银证券

总体而言，得益于疫后的报复性出行需求，Q1 和五一期间景区板块公司业绩恢复亮眼，自然山岳型景区表现尤为突出。Q2 景区板块有望延续前期的高速修复。后续可重点关注：

1) 短期-暑期、国庆假期旅游旺季的催化

Q1 和五一假期景区已经实现客流全面恢复，占据优质资源和知名度较高的景区在此轮恢复中展现出较高弹性，暑期和国庆假期有望继续催化板块修复，整体来看业绩兑现的确定性较高。

2) 短期-大众平价旅游&文旅、IP 融合新趋势

一方面，当前国内消费相对疲软，从淄博烧烤出圈，特种兵式旅游兴起，五一假期旅游客单消费尚未完全恢复等现象可以看出，疫后由于居民的消费力受损，短期内平价消费或将更受青睐，建议关注景区内的刚性消费。另一方面，随着旅游消费客群的年轻化，小众、创新、独特成为旅游新风尚，文旅融合、IP 融合等成为新趋势。建议关注发力内容创新和 IP 打造的公司，如海昌海洋公园与奥特曼、海贼王等知名 IP 达成合作协议；曲江文旅打造沉浸式体验项目“盛唐密盒”。

3) 中期-国企改革优化效率

国内大部分上市景区公司都是国资控股，或处于向国资改变的过程中。当前国企改革不断深化，更加强调利润增长，国资委将中央企业主要经营指标由原来的“两利一率”调整为“一利五率”，有望助力景区公司提升运营效率、优化成本费用。

4) 长期-供给侧改革贡献业绩增量和成长性

自然景区享受资源的天然优势和垄断性，但也对其扩张和承载量造成限制，供给端的优化扩容可以带来较高的业绩弹性。建议关注疫情期间发力项目扩张和升级改造的公司，如天目湖增加高端系列酒店，使得公司在疫情期间业绩实现逆势增长；黄山旅游、丽江股份、长白山等均有新项目推进，后续可关注其逐步落地后带来的业绩增量。人工景区可复制性相对较强，建议关注宋城演艺项目的异地复制以及城市演艺模式的验证效果。

自然景区

天目湖：国资控股赋能公司发展，景区酒店扩容值得期待。公司拟向溧阳城发转让 6.53% 的股份，完成后溧阳市政府将成为公司的实控人。国资控股有望赋能公司长期扩张，获取更多优质项目和资源。疫情期间公司新增竹溪谷系列高端酒店、遇系列酒店等，客房数量大幅增加，成功打造第二成长曲线。动物王国项目进入设计阶段，配套设施启动建设。据公司业绩交流会，南山小寨二期项目预计于 H2 开工建设，24 年投运，届时将新增 500 间客房，有望贡献业绩增量。

黄山旅游：多元拓展打开成长空间。疫情期间公司积极拓展，开拓花山迷窟、太平湖风景区，增强景区承载能力，疫后有望借助黄山经典 IP 引流实现快速爬坡。酒店板块山上山下齐发力，徽菜业务从酒店业务中实现战略独立，异地复制有望打开新成长空间。

丽江股份：旺季客流有望持续回升，项目改造升级积极推进。短期看，云南作为热门旅游目的地，暑期旺季客流有望再创高峰。中长期看，据公司业绩交流会，甘海子游客集散中心已基本建成，公司预计上半年可以与丽江综合轨道交通 1 号线实现同步运营，推动景区客流增长；牦牛坪索道改扩建已提上日程，新索道建成将缓解景区运营压力实现客流分流，贡献业绩增量；泸沽湖摩梭小镇二期项目稳步推进，围绕大香格里拉生态旅游圈，公司已基本形成首期精品旅游环线，布局高端旅游市场有望打开新的市场增量空间。

长白山：交通改善优化供给，资源优质机遇良好。公司持续推动旅行社、温泉、酒店多元业务协同发展。沈白高铁预计于 25 年通车，届时从北京朝阳到长白山耗时缩短为 4.5 小时；23 年长白山机场二期建设完成，6 月开通后吞吐量将从 55 万提升到 180 万人次，解决了长白山的交通瓶颈。22 年 5 月温泉部落二期项目开始推进，项目建成后年游客接待能力约 99.9 万人次。公司坐拥国内稀缺的冰雪文娱资源，有望持续受益于冰雪旅游热潮。

人工景区

宋城演艺：接待能力大幅提升，内容与管理优化成果可期。公司把握文旅市场专题化、细分化、年轻化趋势，建设千古情为王牌、多项目多节目并存的内容矩阵模式，优化西安、上海千古情编排，上海项目将于暑期开业，佛山千古情预计也将于年内开业。改版升级后的《西安千古情》开演即登顶西安景点收藏 TOP1，杭州宋城也荣登杭州经典热销 TOP1。总体来看，公司的项目、剧院、座位数量都迈上新台阶，接待能力有较大提升，有望承接疫后激增的文旅消费需求。

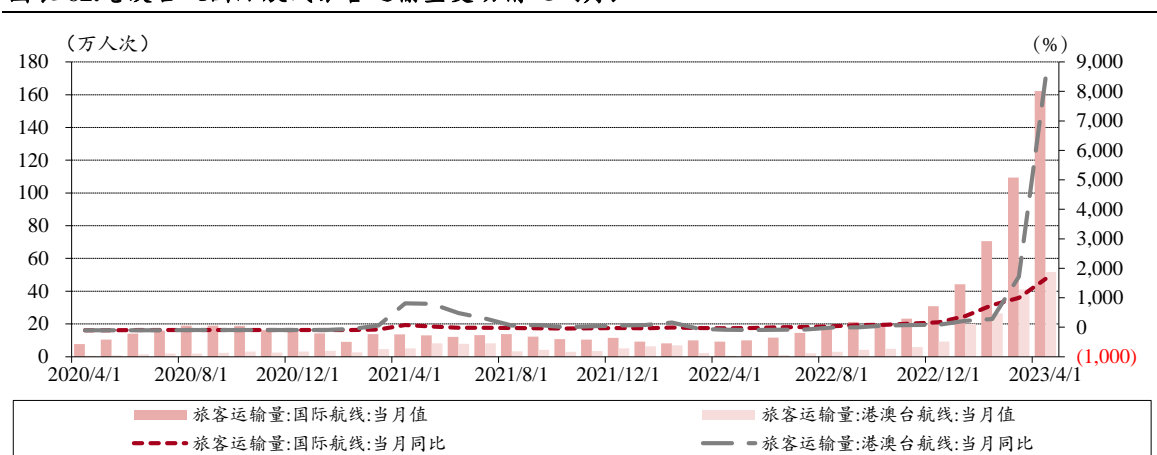
中青旅：两镇景区高弹性恢复，濮院试营业有望贡献新增量。乌镇景区以全国性客源为主，疫后恢复弹性较高，Q1 同比扭亏为盈。疫情期间乌镇酒店客房数量增加，有望拉高整体客单价。古北水镇依托特色资源，持续发力营销宣传，Q1 同比大幅减亏。濮院项目于 3 月开始试营业，有望与乌镇景区形成联动，并逐步贡献业绩增量。随着暑期长假来临，国内旅游热度高涨，景区客流有望进一步抬升。当前出境航班供给逐步恢复，公司旅行社业务有望持续恢复。

海昌海洋公园：疫后公园客流快速反弹，轻资产项目稳步推进，IP 新零售持续赋能。上海公园疫后客流快速反弹，郑州项目一期预计于 23H2 开业，二期预计于 24 年开业，公园整体面积将超过上海公园的 40%，辐射 4.5 亿人口，有望贡献较大业绩增量。小小海洋馆和少儿冰雪中心两个精品项目均实现稳步扩张，海洋馆盈利能力已得到初步验证。IP 新零售方面，奥特曼 IP 对上海项目带动作用显著，大连项目奥特曼主题娱乐区计划于 5 月 1 日正式营业。同时公司积极开拓 IP 版图，持续赋能其他业务，对二消水平提振显著。

6.2 跨境游：跨境游修复进行时，静待供给端持续优化

出境目的地分批开放，港澳台及国际航线旅客运输量增长显著，五一期间东南亚等周边出境游热度高涨。（1）文化和旅游部办公厅于 23 年 2 月 6 日及 3 月 15 日分别放开 20、40 个国家的出境游业务。跨境航班持续恢复，23 年 3 月，国际航班的旅客运输量自 20 年 2 月以后首次超过 100 万人次，且随着 3 月末夏秋航班换季，国际航班的执飞量和游客运输量仍在持续增长。（2）五一期间出境游市场热度高涨，根据携程数据，出境游整体订单量同比增长近 7 倍，机票、酒店订单量同比分别增长近 9、4.5 倍，约 70% 的出境意向在东南亚地区，热门目的地主要包括中国香港、中国澳门、新加坡、泰国等。

图表 62. 港澳台及国际航线旅客运输量变动情况（月）



资料来源：中国民用航空局，中银证券

众信旅游：积极探索业务发展新模式，出境游业绩有望反弹。22 年公司布局旅游电商直播拓展多元营销渠道，成立海南全资子公司布局数字文旅业务，境外公司对业绩增量贡献显著，境外公司收入增长至 21 年同期的近 400%，毛利率超过 30%，毛利占比超过 16%。文旅部先后宣布试点放开旅行社出境游业务（两批 60 个国家），Q1 以来国际航线逐步恢复，据航班管家数据，“五一”长假第二天国际航班量 743 架次，已恢复至 2019 年的 35.6%；据携程数据，4 月上旬，内地出境游订单同比增长超 18 倍，五一出境游机票搜索量同比增长 9 倍；交通改善叠加政策支持下，公司积极布局出境游业务，作为大型综合旅游服务综合商，公司拥有较高资源整合能力，出境游业务有望加速恢复。

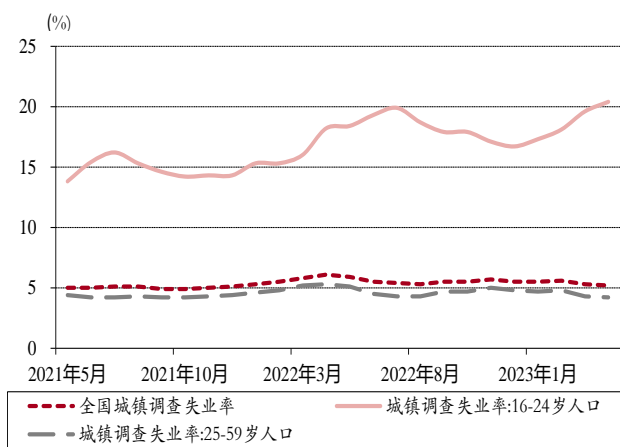
岭南控股：主业高弹性复苏，出境游恢复有望提振盈利水平。在文旅部逐步放开出入境团队旅游后，公司控股子公司广之旅积极响应号召并恢复相应出入境团队旅游和“机票+酒店”业务，并陆续组织了前往埃及、阿联酋、泰国、柬埔寨、肯尼亚、俄罗斯、斯里兰卡、新西兰等目的地的十余个全国首团。此外，Q1 广之旅在华南总部以外的子分公司贡献了商旅出行业务近 40% 的收入增量，全国布局战略持续体现成效。23Q1 公司酒店管理业务收入超过 19 年同期，酒店经营业务的总收入接近 19 年同期，花园酒店的营收、平均房价和开房率等主要经营指标相比 19 年均实现增长。会展方面，广东省会展行业加速回暖，叠加广交会的举办，会展需求复苏将为公司带来新的业绩增量。公司业务较为综合，在市场当前出入境游逐步恢复，会展与商旅住宿业务需求高企，全年业绩有望加速修复。

7 人服：就业市场压力仍存，关注经济恢复与政策推动

7.1 人服行业：步入人口负增长时代，就业结构性矛盾存在

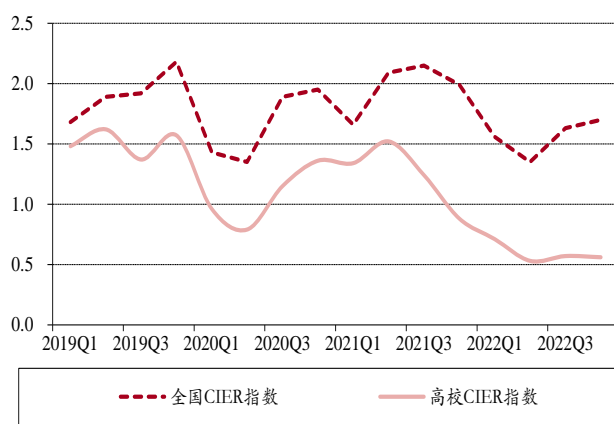
长期来看，2022 年开始我国步入人口负增长时代，在 16-59 岁人口数量和比重皆有所下降的同时，部分行业劳动力短缺的问题显露。同时新兴岗位对劳动者的需求相较以往传统岗位会出现一定提升，因此结构性失业问题存在。短期来看，就业情况在 2022 年受疫情影响的背景下有所波动，且延续至今。其中青年失业率反应较为明显，23 年 4 月青年失业率首破 20%。此外，据 CIER 指数，22 年 Q4 景气指数从 Q3 的 1.63 回升至 1.70，Q4 高校毕业生 CIER 指数为 0.56，同环比均有所下降。且 23Q1 的 CIER 指数环比同比皆有所下降，但 Q2 有望实现环比增长。在 23 年 5 月，国务院发布关于进一步做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知，强调扩大企业就业规模 and 提供各类就业支持等。此外，随着经济活动景气度提升，企业招聘意愿或将提升，进而有望当前解决就业难的问题。

图表 63.整体失业率较稳定，4 月青年失业率突破 20%



资料来源：国家统计局，中银证券

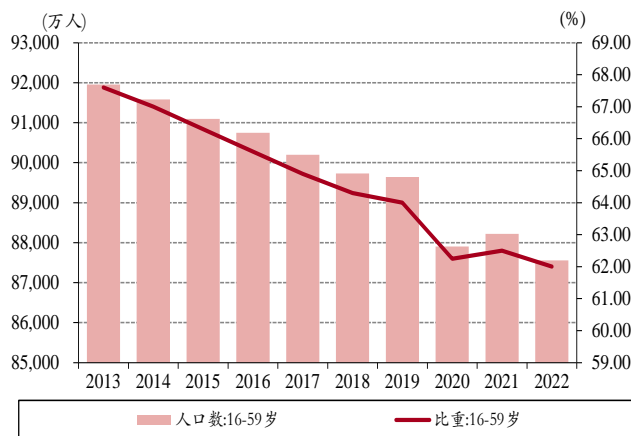
图表 64.高校毕业生 CIER 指数仍处低位



资料来源：中国人民大学新闻网，中银证券

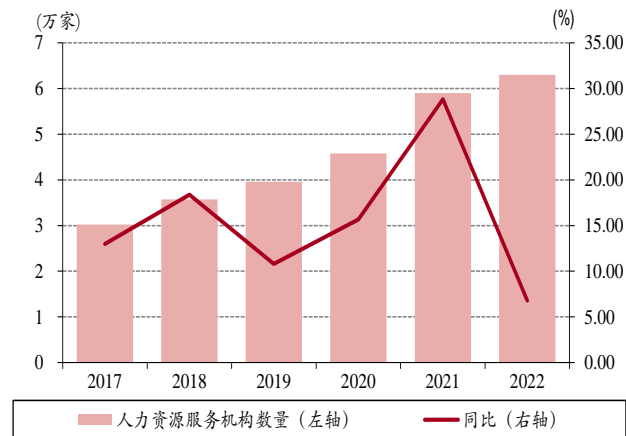
注：CIER 指数=市场招聘需求人数/市场求职申请人数

图表 65.16-59 岁人口数量和比重皆在下降



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 66.人力资源服务企业数量在增长

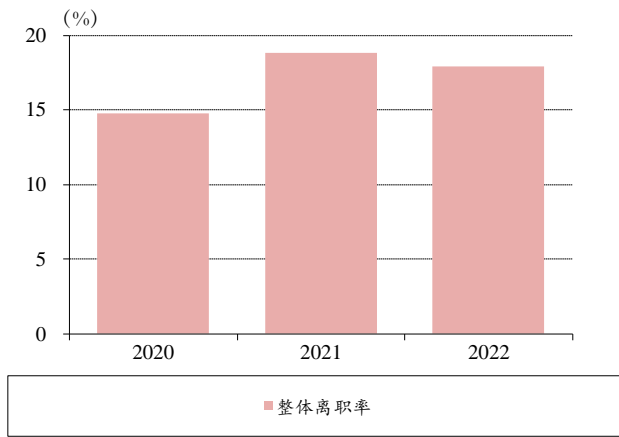


资料来源：人力资源和社会保障部，中银证券

人服企业规模不断扩大。据人社部，截至 22 年底，全国已有各类人力资源服务机构 6.3 万家，从业人员 104 万人，年营业收入达 2.5 万亿元，全年共为 3 亿人次劳动者和 5268 万家次的用人单位提供了专业服务，近年来人服机构数量逐年上升，从 17 年的 3.02 万家增加到 22 年的 6.3 万家，人力资源服务机构有专业高效的就业匹配优势，23 年《政府工作报告》提及，未来将把稳就业作为经济运行在合理区间的关键指标，加大对企业稳岗扩岗支持力度，在稳就业保就业的政策驱动下，人服行业将持续发挥减弱就业过程摩擦、赋能就业供需两端的作用。

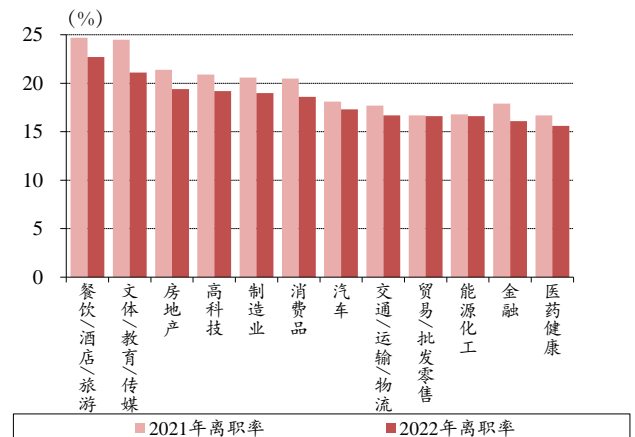
22 年人员流动放缓，23 年逐步修复。受疫情后企业招聘缩减等不确定性干扰，企业员工离职成本加大，22 年员工整体离职率为 17.9%，较 21 年下降 0.9pct，人员流动整体较去年放缓，求稳心态加剧。22 年离职率居于前三的行业依次是餐饮/酒店/旅游、文体/教育/传媒和房地产，整体离职率分别是 22.7%/21.1%/19.4%，这些行业企业经营压力较大，员工流动性较大。22 年整体离职率较低的行业是医药健康和金融行业，这些行业整体运行相对平稳或处于景气区间，整体离职率相对较低。进入 23 年后，随着部分行业经营情况的好转，用人需求也在稳步增长，据智联招聘，一季度企业招聘规模逐月回升，2、3 月全国招聘职位数环比分别增长 23%、10.8%，小微企业恢复更快；从行业看，线下消费行业招聘恢复速度最快。3 月，零售批发、旅游度假、交通运输行业招聘职位数环比增速位居前三，分别为 20.6%、20.2%、16.6%。未来用人需求有望会随企业经营好转而同步恢复。

图表 67. 22 年整体离职率降低



资料来源：前程无忧，中银证券

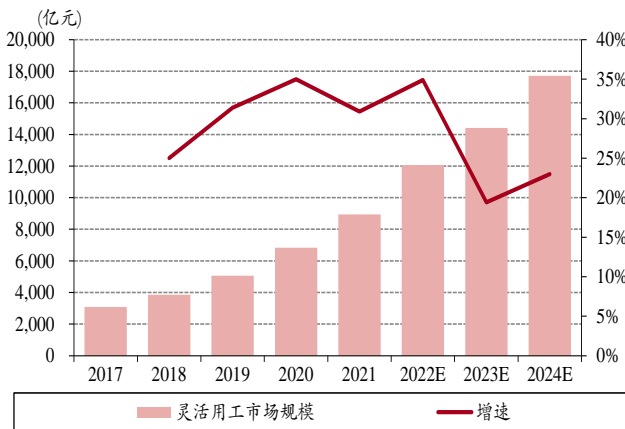
图表 68. 21 和 22 年各行业离职率



资料来源：前程无忧，中银证券

助力企业降本增效，灵活用工市场空间大。据艾瑞咨询，2023 年灵活用工预计市场规模为 14411 亿元，预期同比增长 19.40%。在灵活用工模式下，用人企业只需向灵活用工服务商支付人员成本和服务费等，相较传统用人方式可以更灵活的节约成本。此外，经济的不确定性、用人单位招聘信心不足、用人单位经营生存压力都持续的推动了灵活用工市场的需求。整体来看，灵活用工为用人单位在企业有降本增效意愿的背景下提供了高效的人力资源配置方案，未来成长空间广阔。

图表 69. 灵活用工市场增长空间较大



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 70. 灵活用工产业图谱

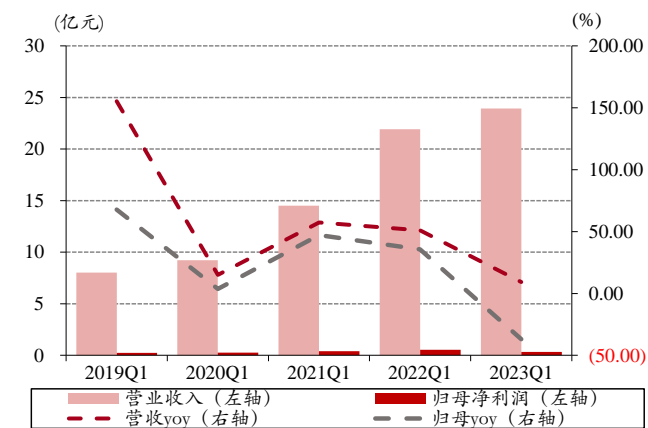


资料来源：艾瑞咨询，中银证券

7.2 科锐国际

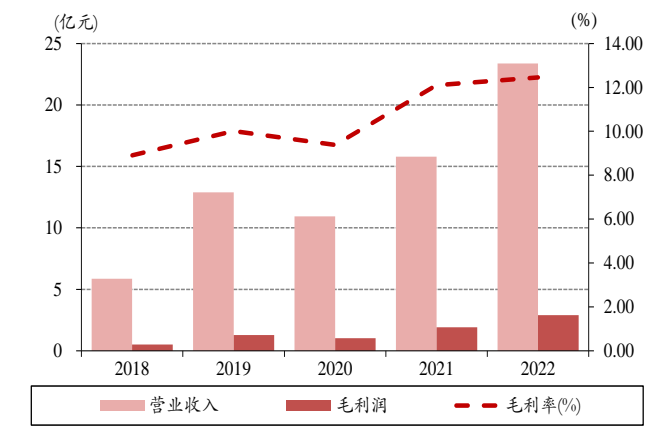
数字化建设引领成长，灵活用工业务持续增长。23Q1 公司实现营收 23.93 亿元，yoy+9.17%，实现归母净利润 0.33 亿元，yoy-37.03%。公司坚持“一体两翼”核心战略，坚持不断完善“技术+服务”平台“的模式促进线上与线下、国内与海外业务协同发展，技术端持续赋能业绩增长。Q1 公司成功为客户推荐中高端管理人员和专业技术岗位 1622 人，灵活用工业务累计派出 102,968 人次，同比增长 12.31%。公司 22 年灵活用工业务营收达到 80.37 亿元，yoy+35.49%；累计派出近 369,000 人次，yoy+18.28%。23 年 3 月发改委预计全年新增就业 1200 万人，就业扩容提质仍受挑战，公司作为人服行业领军企业，有望积极发展配合完成就业任务，进一步强化公司市场竞争力、影响力。

图表 71.科锐国际季度营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 72.科锐国际海外业务营收、毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

海外业绩表现亮眼，国际化布局成果显著。22 年公司在中国香港地区及英国、美国、荷兰、马来西亚、新加坡等多个国家设立 7 家分支机构开展业务，公司大陆以外收入达 23.38 亿元，yoy+48.03%，占集团业务营业收入的 25.72%，海外业绩表现亮眼。旗下 Investigo 作为海外业务开拓中心，营收 22.61 亿元，yoy+51.91%，公司 22 年 5 月 27 日对其进行 10% 股权收购，进一步优化资源配置。

8 会展&赛事演出：需求蓬勃释放，关注相关产业链机会

8.1 会展：政策利好+需求旺盛双轮驱动

政策利好持续释放，会展行业进入需求旺季。年初的国务院常务会中提及要推动国内线下展会恢复，支持企业出境参展。4 月再度出台相关文件，提出要优化重点展会供采对接，推动线下展会全面恢复。各地政府也纷纷响应出台措施，支持展会经济的发展。4 月前后，包括第三届中国国际消费品博览会、第二十届上海国际汽车工业展览会、第二届中国（武汉）文化旅游博览会、第十二届中国机床展览会、中国国际珠宝首饰展等一批展会的密集举行。会展行业进入需求旺季。以广交会为例，于 4 月 15 日至 5 月 5 日分 3 期开展，本届广交会是历史上规模最大的一届，展览面积和参展企业数量均创历史新高；展览总面积从 118 万平方米增至 150 万平方米，展位数量从 6 万个增至近 7 万个，线下展企业从 25000 家增至 34933 家，新参展企业超过 9000 家，线上展企业达到 39281 家。

图表 73.会展行业相关政策

时间	文件/会议	重点内容
2023.1.31	国务院常务会议	坚持对外开放基本国策，继续推出实际举措，努力稳定外贸。推动国内线下展会恢复，支持企业出境参展
2023.04.25	国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见	优化重点展会供采对接。推动国内线下展会全面恢复。办好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际服务贸易交易会、中国国际消费品博览会等重点展会。支持中国进出口商品交易会优化展区设置和参展企业结构，常态化运营线上平台。各地方和贸促机构、商协会进一步加大对外贸企业参加各类境外展会的支持力度，加强组织协调和服务保障，持续培育境外自办展会、扩大办展规模。

资料来源：国务院，中银证券

建议关注境外会展龙头米奥会展：疫情期间公司进行外延并购抢占专业展细分市场，采用双线双展，改善盈利水平，驱动业绩高速增长。

8.2 赛事演出：文娱演出疫后复苏强劲，亚运会催化文体需求

疫后文化消费信心重燃，全国演出市场开局强劲。据中国演出行业协会数据，23Q1 全国营业性演出（不含娱乐场所演出）场次 6.89 万场，同比+95.42%；演出票房收入 49.80 亿元，同比+110.99%；观演人数 2185.22 万人次，同比+142.96%。其中大中型旅游演艺市场迅速增长，演出场次约 2.73 万场，同比+260.60%；票房收入 22.80 亿元，同比+138.50%；观演人数 1615.68 万人次，同比+184.63%。五一假期恢复再提速，4 月 29 日至 5 月 3 日，全国营业性演出票房收入达 15.19 亿元，同比+962.2%，同比 19 年+18.4%；观众人数达 865.49 万人次，同比+333.2%，同比 19 年+1.52%。

图表 74. 2023 年我国演出市场恢复状况

	场次 (万场)	yoy (%)	收入 (亿元)	yoy (%)	观演人数 (万人次)	yoy (%)
1-3 月	6.89	95.42	49.8	110.99	2,185.22	142.96
1-5 月	9		110+		2,500+	

资料来源：中国演出行业协会，中银证券

图表 75.近期部分演唱会排期

周杰伦		五月天	
时间	地点	时间	地点
6.29-7.02	海口	6.18-6.19	杭州
8.17-8.20	呼和浩特	6.22-6.24	武汉
9.07-9.10	天津	7.07-7.09	深圳
9.21-9.24	太原	7.14-7.16	沈阳

资料来源：大麦网，中银证券

下半年仍有众多知名歌手演唱会的排期，粉丝对偶像的热情高涨，演艺市场的火热有望贯穿全年。建议关注受益于文娱演出、赛事活动需求恢复的产业链上游供应商，以及受益于亚运会催化的体育板块企业：

锋尚文化：公司订单储备丰富，在国家级大型演艺项目中龙头地位稳固。短期内可关注演唱会市场火热叠加杭州亚运会对业绩的催化；中长期可关注公司在虚拟演艺方面的布局，以及在行业内和产业链上下游的资源整合。

大丰实业：公司作为文体设备龙头，订单获取能力强劲；依托科技赋能，拓展市场空间；依托主业优势，向高附加值的旅游演艺下游市场转型升级，推升盈利能力。

浩洋股份：公司作为全球中高端舞台灯光细分市场龙头，发力海外业务业绩领先修复；研发技术优势显著，随着下游需求恢复，叠加新产能释放，有望推动业绩持续增长。

中体产业：公司作为央企控股的唯一体育企业，掌握国内精品赛事等头部体育资源；布局体育全产业链，充分发挥协同优势。

9 2023 年中期投资策略

免税&零售：离岛免税景气度延续，口岸免税恢复可期。（1）离岛免税：23Q1 和五一假期海南客流以及免税销售额均快速回暖，客单价和转化率尚未完全恢复，随着重奢品牌在海南的落地、精品产能恢复以及免税商持续收窄折扣，客单水平有望提振。中长期看，购物政策仍在持续优化，封关后免税价值犹存。（2）口岸免税&市内免税：随着国际客流的恢复，口岸免税有望逐步贡献业绩增量，市内免税新政也有望加速出台，释放消费潜力。推荐坐享规模、渠道、区位等多重利好的龙头中国中免，有税+免税双轮驱动的王府井。商品零售有望在消费意愿提升后获得机遇，推荐具有生活及高频消费属性的豫园股份。

酒店：短期来看疫后复苏趋势已至，长期关注中高端化结构升级带来的利润增厚。据 23Q1 三大酒店品牌及君亭酒店数据，一季度酒店业在部分受到疫情影响的基础上已经迎来明确修复。其中各类经营数据上，入住率随出行场景的正常化而迎来显著恢复。对于客房单价的快速修复来说，一方面这几年积压的价格增长需求被释放，另随着出行需求快速释放，叠加长期中高端化升级，也对客房单价有着一定提升作用。全年来看，建议关注各家酒店业绩恢复情况、拓店落实情况和中高端化升级情况。推荐行业龙头锦江酒店、首旅酒店，以及符合疫后大势，聚焦中高端化经营管理的君亭酒店。

餐饮：受益于本土化、高频化的消费属性，餐饮业在 23 年的恢复预期已经在逐步被验证。疫情多年以来积压的婚礼宴会会展等需求在 23 年集中释放，对于相关餐饮企业经营有较好的短期提振作用。另一方面，连锁化依然是餐饮业扩大规模的主要方式，各品牌在疫后的运营能力、盈利能力或将各自展现，建议关注拓店和盈利能力较强的品牌。此外，餐饮消费正在强调性价比，建议关注价格具备优势以及品质有所保障的性价比餐饮品牌。在此基础上推荐业绩稳定，门店盈利有所保障且有着酒店和食品等多增长曲线的同庆楼。

旅游&景区：国内游提速修复，跨境游静待供给优化。（1）国内游：Q1 景区板块表现亮眼，预计全年将延续前期的高速修复。短期内建议关注暑期、国庆旅游旺季对业绩的催化，在消费力尚未完全恢复的背景下关注景区内的刚性消费以及文旅融合等趋势。中长期建议关注国企改革对企业运营效率的优化，以及供给侧改革贡献的业绩增量和成长性。推荐内生外延并进、项目储备丰富的天目湖，实行多元拓展丰富供给的黄山旅游，资源优质、交通显著改善和项目积极推进的长白山、丽江股份，轻重资产拓展并举、内容持续优化的宋城演艺，客流持续恢复的中青旅，IP 加持主题乐园的海昌海洋公园。（2）跨境游：旅游综合服务商业绩受损严重，恢复空间较大。目前跨境管控政策逐步放宽，航班、签证、护照等供给逐步优化，跨境游有望在暑期迎来新的小高峰并加速修复。推荐业务恢复弹性较高的众信旅游、地处粤港澳大湾区且具有资源优势的岭南控股。

人服：整体就业压力不减，结构性矛盾存在。整体来看，在 16-59 岁人口数量和比重皆有所下降的同时，部分行业劳动力短缺的问题显露。同时新兴岗位对劳动者的需求相较以往传统岗位会出现一定提升，因此结构性失业问题存在。从企业端来看，在经济未有明显增长动力的情况下，降本心态较为明显，招聘意愿不足。在此背景下，灵活用工相关业务或能助力企业降本增效，且优化了劳动者的资源配置。目前，整体离职率相对偏低，人员流动性有所不足，求稳心态仍为主，但 23 年逐月来看就业情况尚在好转，全年来看仍需关注后续经济修复和政策发力。在此基础上，推荐灵活用工业务持续增长且海外布局成果显著的科锐国际。

会展&赛事演出：需求蓬勃释放，关注相关产业链机会。（1）会展方面，政策端支持叠加疫情期间累计的需求释放，共同促进会展行业增长，建议关注境外会展龙头米奥会展。（2）赛事演出方面，23Q1 和五一假期演出需求强劲复苏，全年有望延续火热势头，建议关注受益于文娱演出、赛事活动需求恢复的产业链上游供应商：在手订单充足的锋尚文化，B 端 C 端双重发力的大丰实业，专注中高档舞台设备的细分龙头浩洋股份。另外在亚运会和彩票经济的催化下，建议关注体育产业龙头中体产业。

风险提示

居民消费意愿恢复不及预期：若后续宏观经济增速较为疲软，居民的收入水平和消费意愿恢复乏力，进而会影响消费行业整体的恢复。

疫情反复致行业复苏不及预期：当前国内疫情存在局部复发状况。疫情反复将影响居民出行，抑制线下消费需求。

行业竞争加剧：疫后市场供给端恢复增速若超出需求端，可能会加剧行业竞争。

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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