

社服行业周报（2023.5.19-2023.6.2）

华住业绩超预期，中免调整会员权益

投资建议： 强于大市(维持评级)

上次建议： 强于大市

➤ 双周内社服涨幅排名第5，跑赢沪深300

双周内社服板块涨跌幅为1.3%，申万一级行业中社服排第5位，相对沪深300收益领先3.4pct。年初至今社服板块涨跌幅-6.7%，申万一级行业中社服排第23位，相对沪深300收益落后6.4pct。双周内峨眉山A（+26.1%）、九华旅游（+18.0%）、长白山（+12.9%）领涨；年初至今力盛体育（+80.3%）、米奥会展（+35.0%）和中体产业（+28.4%）涨幅居前。

➤ 板块动态

1) 海南客流走弱。5月21日-6月3日，美兰机场日均发送旅客数较19年恢复水平环比降2.7pct。5月21日-6月1日，三亚机场日均旅客吞吐量环比降4.6%；日均航班数较19年恢复度环比降2.3pct。2) 29城地铁客流环比降2.7%。根据wind数据，本双周29城地铁日均客流量环比降2.7%，一线/新一线/其他城市地铁日均客流环比分别降0.9%/4.7%/2.9%。3) 太二正常经营门店共484家。根据九毛九公众号，截至2023年6月3日，公司旗下太二正常经营的门店共484家，较5月20日增加4家；怂火锅38家，较5月20日增加1家。4) 大陆酒店RevPAR环比-3.6%。5月21日-5月27日，大陆酒店整体RevPAR环比-3.6%，其中OCC环比走弱2.5pct，ADR环比微降0.1%。5) 景区维持高景气。黄山风景区管委会相关数据显示，4月景区共接待游客54.9万人，创历年来月度接待人数新高；截至5月23日，2023年长白山景区累计接待游客33.47万人，比2019年同期增长4.82%。6) 出境游渐进式复苏。签证申请技术服务公司VFSGlobal的数据显示，今年1月1日至5月20日期间，中国公民的出境签证申请量仅达到2019年同期35%。

➤ 资金持仓

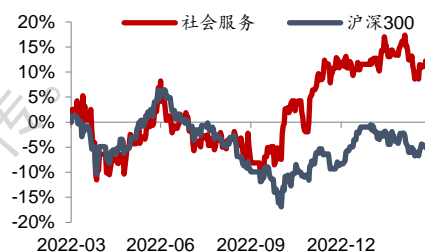
截至2023年6月2日，双周内社服板块下中国中免外资持股数量与比例均远领先于其余上市公司，沪（深）股通持股数量达21,122万股，占自由流通比例达23.2%。环比角度，双周内外资增配云南旅游/西安饮食幅度较大，环比分别增加743.7%/531.6%。

➤ 投资建议

年初以来，自然景区热度高企，4月黄山景区共接待游客54.9万人，创历年来月度接待人数新高；截至5月23日，2023年长白山景区累计接待游客较2019年同期增长4.82%，参考旅游平台暑期预订数据，景区热度有望延续。近期，海南客流/29城地铁客流/酒店RevPAR数据环比下滑，期待暑期和政策提振消费。当前位置，综合估值性价比、公司alpha能力推荐王府井、锦江酒店、中国中免。展望后市，持续看好围绕线下消费复苏的投资机会，推荐两条主线：1) 出行链消费复苏，且后续各项促消费政策有望加快复苏进程，建议关注九毛九、同庆楼、锦江酒店、华住集团、首旅酒店、天目湖；2) 中长期看好免税运营商持续享受内需发展及消费回流机遇，建议关注中国中免、王府井。

➤ 风险提示：宏观经济增长放缓风险；消费复苏不及预期风险；免税市场竞争加剧超预期；新市场开拓不及预期风险。

相对大盘走势



分析师：邓文慧

执业证书编号：S0590522060001

邮箱：dengwh@glsc.com.cn

联系人：曹晶

邮箱：caojing@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《中国中免：告别业绩底，蓄力新成长》
2023.03.31
- 2、《首旅酒店：疫情扰动业绩承压，期待经营回暖释放弹性》
2023.03.31
- 3、《九毛九：怂火锅逆势增长，看好多品牌扩张》
2023.03.22

正文目录

1	周观点	3
2	市场表现：双周社服相对沪深 300 收益领先 3.4pct	3
2.1	板块：双周内社服板块涨跌幅为 1.3%，板块涨幅居第 5 位	3
2.2	个股：双周内峨眉山、九华旅游、长白山涨幅居前	4
3	板块动态	4
3.1	数据跟踪：大陆酒店 RevPAR 环比-3.6%	5
3.2	行业动态：中免会员权益焕新将于 6 月 8 日正式施行	6
3.3	公司动态：华住集团发布一季度财报	7
4	资金持仓：双周内外资增配云南旅游/西安饮食幅度较大	8
5	近期重点报告汇总	9
5.1	《社服年报与一季报总结：复苏开启，环比向上》2023.05.06	9
5.2	《广州酒家：月饼迎需求大年，速冻+餐饮有望放量》2023.04.26	10
5.3	《社服商贸 2023 年度策略：复苏三部曲-提信心、促能力、引兑现》2023.01.15	11
6	风险提示	11

图表目录

图表 1：双周内社服板块上涨 1.3%，领先沪深 300 指数 3.4pct	3
图表 2：双周内社服板块上涨 1.3%，在申万一级行业中社服排第 5 位	4
图表 3：双周内峨眉山 A (+26.1%)、九华旅游 (+18.0%)、长白山 (+12.9%) 领涨	4
图表 4：双周美兰机场日均客流恢复至 19 年 102.4%	5
图表 5：双周凤凰机场日均客流在 4.9 万人次	5
图表 6：中免会员权益焕新前后变化	6
图表 7：双周内社服相关公司重点公告与事件	7
图表 8：双周内外资增配云南旅游/西安饮食幅度较大，环比分别增加 743.7%/531.6%	9

1 周观点

年初以来，自然景区热度高企，4月黄山景区共接待游客54.9万人，创历年以来月度接待人数新高；截至5月23日，2023年长白山景区累计接待游客33.47万人，较2019年同期增长4.82%，参考旅游平台暑期预订数据，景区热度有望延续。近期，海南客流/29城地铁客流/酒店RevPAR数据环比下滑，签证申请技术服务公司VFS Global的数据显示，今年1月1日至5月20日期间，中国公民的出境签证申请量恢复至19年同期35%，期待暑期和政策提振消费。当前位置，综合估值性价比、公司alpha能力推荐王府井、锦江酒店、中国中免。

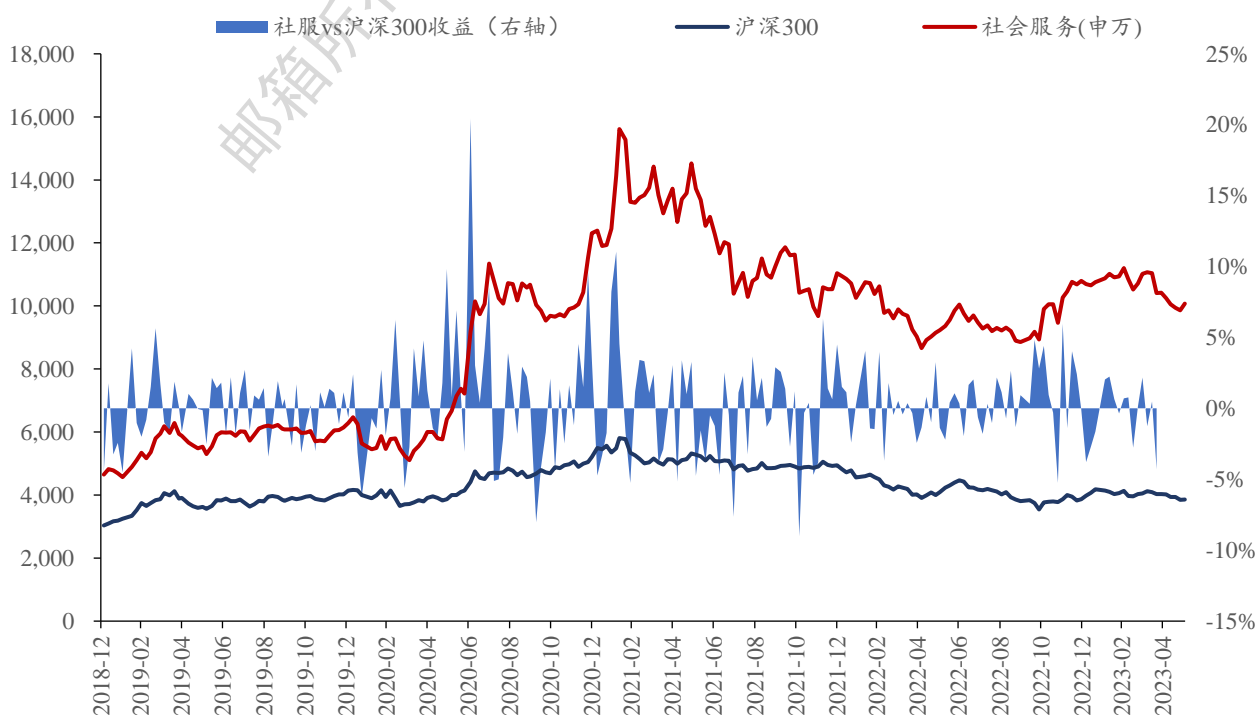
展望后市，持续看好围绕线下消费复苏的投资机会，推荐两条主线：1)出行链消费复苏，且后续各项促消费政策有望加快复苏进程，建议关注九毛九、同庆楼、锦江酒店、华住集团、首旅酒店、天目湖；2)中长期看好免税运营商持续享受内需发展及消费回流机遇，建议关注中国中免、王府井。

2 市场表现：双周社服相对沪深300收益领先3.4pct

2.1 板块：双周内社服板块涨跌幅为1.3%，板块涨幅居第5位

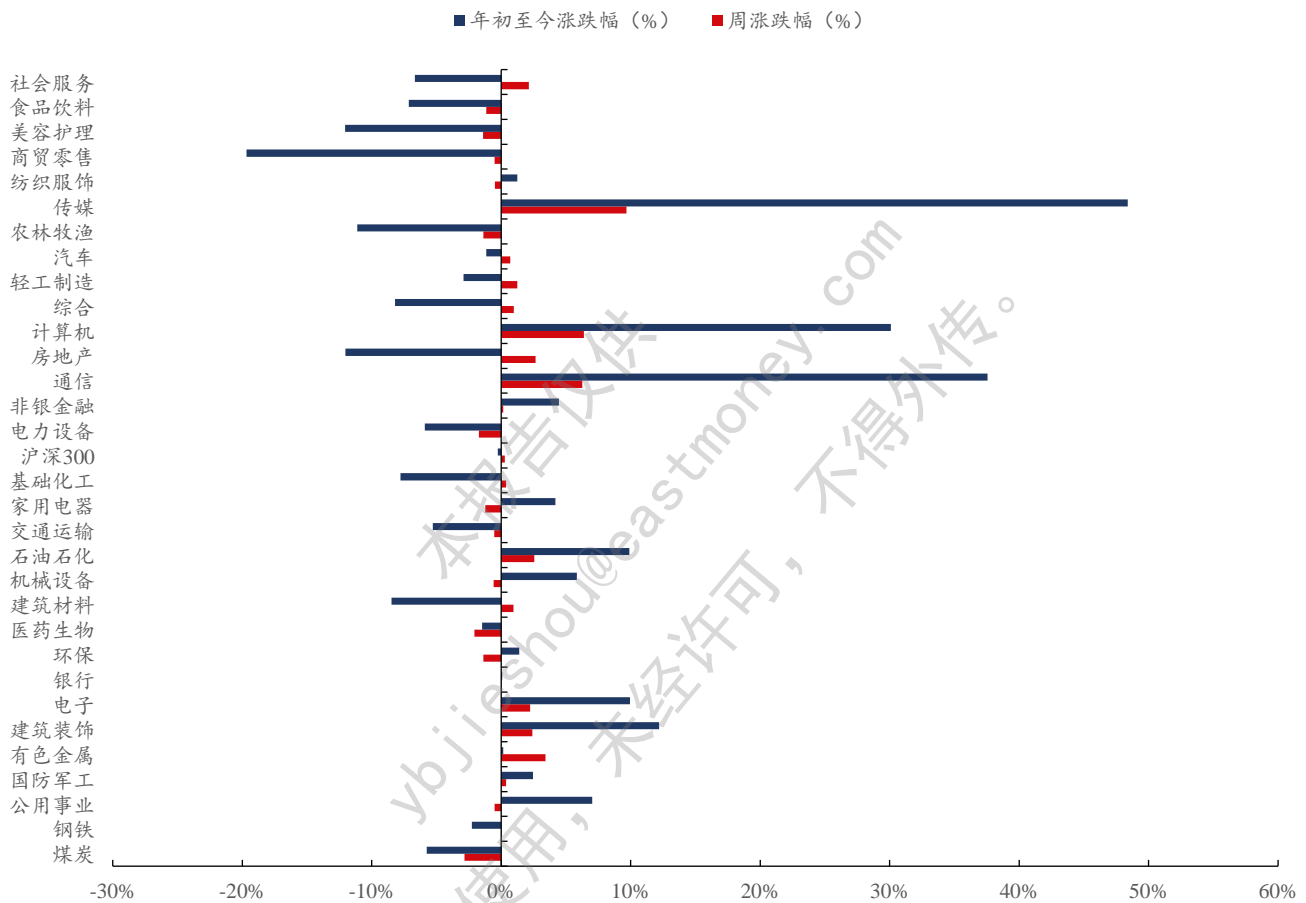
双周内社服板块涨跌幅为1.3%，申万一级行业中社服排第5位，相对沪深300收益领先3.4pct。年初至今社服板块涨跌幅-6.7%，申万一级行业中社服排第23位，相对沪深300收益落后6.4pct。

图表1：双周内社服板块上涨1.3%，领先沪深300指数3.4pct



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 2：双周内社服板块上涨 1.3%，在申万一级行业中社服排第 5 位



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2 个股：双周内峨眉山、九华旅游、长白山涨幅居前

社服行业重点公司：双周内峨眉山 A (+26.1%)、九华旅游 (+18.0%)、长白山 (+12.9%) 领涨；年初至今力盛体育 (+80.3%)、米奥会展 (+35.0%) 和中体产业 (+28.4%) 涨幅居前。

图表 3：双周内峨眉山 A (+26.1%)、九华旅游 (+18.0%)、长白山 (+12.9%) 领涨

证券简称	收盘价(元)	市值(亿元)	PE (TTM)	双周涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
峨眉山 A	11.5	60.6	-75.7	26.1%	21.4%
九华旅游	34.0	37.6	70.1	18.0%	19.6%
长白山	11.0	29.3	-108.9	12.9%	1.3%
中体产业	11.2	107.6	802.8	10.0%	28.4%
*ST 西域	25.3	39.2	-830.2	9.0%	-24.4%
三特索道	17.5	31.0	-117.2	8.2%	-0.1%
海汽集团	21.9	69.2	291.9	7.4%	-16.9%
同程旅行	16.5	369.4	247.3	6.9%	-12.2%
西藏旅游	12.8	29.1	-187.4	6.4%	-1.4%
首旅酒店	20.2	225.8	-82.8	5.5%	-18.6%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

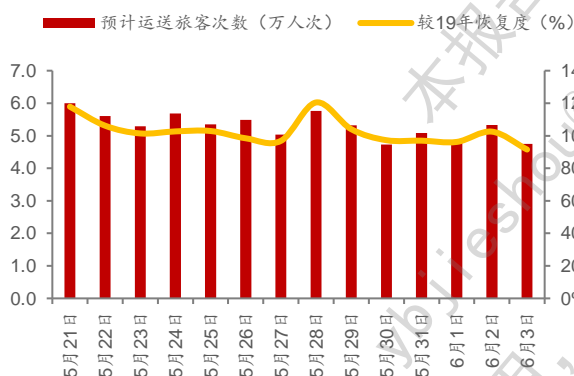
3 板块动态

3.1 数据跟踪：大陆酒店 RevPAR 环比-3.6%

美兰机场日均客流恢复至 19 年同期 102.4%。截至 5 月 26 日，美兰机场累计运输航班已达 7.04 万架次、运送旅客突破 1000 万人次，已接近恢复至 2019 年同期水平。5 月 21 日-6 月 3 日，美兰机场日均发送旅客数（预计）在 5.3 万人次，恢复至 19 年同期的 102.4%，恢复水平环比上双周降 2.7pct。

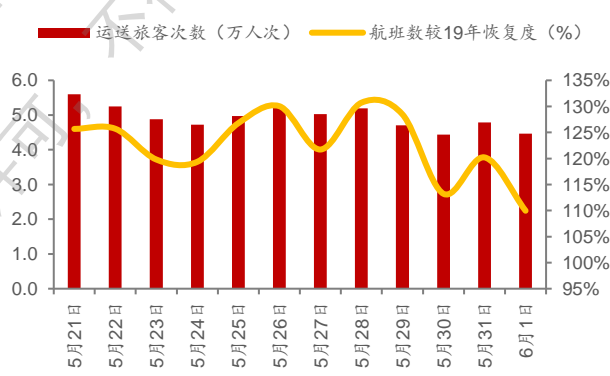
凤凰机场日均航班数恢复至 19 年同期 122.5%。根据凤凰机场数据，5 月 21 日-6 月 1 日，三亚机场日均旅客吞吐量为 4.9 万人次，环比降 4.6%；日均航班数恢复至 2019 年同期 122.5%水平，恢复度环比降 2.3pct。

图表 4: 双周美兰机场日均客流恢复至 19 年 102.4%



来源：美兰机场，国联证券研究所

图表 5: 双周凤凰机场日均客流在 4.9 万人次



来源：凤凰机场，国联证券研究所

29 城地铁客流环比降 2.7%。根据 wind 数据，本双周 29 城地铁日均客流量环比降 2.7%，客流环比下滑。其中，一线城市地铁日均客流环比降 0.9%，新一线城市日均客流环比降 4.7%，其他城市日均客流环比降 2.9%。

太二正常经营门店共 484 家。根据九毛九公众号，截至 2023 年 6 月 3 日，公司旗下太二正常经营的门店共 484 家，较 5 月 20 日增加 4 家；怂火锅 38 家，较 5 月 20 日增加 1 家；赖美丽烤鱼 5 家，在营门店数较 5 月 20 日未发生变动。

大陆酒店 RevPAR 环比-3.6%，暑期订单超 19 年同期。5 月 21 日-5 月 27 日，大陆酒店整体 RevPAR 环比-3.6%，其中 OCC 环比走弱 2.5pct，ADR 环比微降 0.1%。5 月以来，大陆酒店整体 RevPAR 恢复至 19 年 5 月的 110.3%，其中 OCC 较 19 年 5 月-2.4pct，ADR 较 19 年 5 月+14.3%。此外，携程数据显示，截至 5 月 16 日，今年暑期订单量已经全面超过 2019 年同期，5 月 25 日，面向暑期旅游旺季的 618 开售首日，飞猪平台酒店活动商品成交额同比增长超 98%。

主题公园市场恢复增长，自然景区客流持续强劲。据携程平台数据，2 月 20 日至 5 月 20 日，全国主题乐园门票订单量同比增长 368%，主题乐园人均消费同比增长 24%。其中，本地主题乐园预订占比 29%，周边主题乐园预订占比 37%。黄山风景区管委会相关数据显示，4 月景区共接待游客 54.9 万人，创历年来月度接待人数新高；截至 5 月 23 日，2023 年长白山景区累计接待游客 33.47 万人，比 2019 年同期增长 4.82%。

出境游渐进式复苏。签证申请技术服务公司 VFSGlobal 的数据显示，今年 1 月 1 日至 5 月 20 日期间，中国公民的出境签证申请量仅达到 2019 年同期 35% 的水平，最受欢迎的目的地包括加拿大、德国、意大利、英国和美国等国家。周边国家方面，根据韩国国土交通部发布的统计数据，今年前 4 月韩中往返航线客运量为 73.08 万人次，客座率相当于 2019 年同期的 12.9%，低于中日航线客运量 71.8% 的恢复度、越南 82.2% 的恢复度、泰国 82.9% 的恢复度和菲律宾 71.4% 的恢复度。此外，蒙古国和新加坡航线客运量已分别达到 2019 年同期的 136.4% 和 138%。

3.2 行业动态：中免会员权益焕新将于 6 月 8 日正式施行

【中免集团】中免会员权益焕新将于 2023 年 6 月 8 日正式施行。中免会员积分规则由此前的 30 元积 1 分转化为 100 元积 1 分，会员积分倍数也发生变化。

图表 6：中免会员权益焕新前后变化

焕新前		焕新后
积分兑换		
每消费 30 元积 1 分（1 分抵 1 元）		每消费 100 元积 1 分（1 分抵 1 元）
会员积分倍数		
普卡会员	1 倍积分（消费金额满 5,000 元晋升银卡会员）	1 倍积分（消费金额满 5,000 元晋升银卡会员）
银卡会员	1.2 倍积分（消费金额满 10,000 元晋升金卡会员）	1.1 倍积分（消费金额满 10,000 元晋升金卡会员）
金卡会员	1.5 倍积分（消费金额满 50,000 元晋升铂金 VIP）	1.2 倍积分（消费金额满 50,000 元晋升铂金 VIP）
铂金 VIP	2 倍积分（消费金额满 100,000 元晋升钻石 VIP）	1.3 倍积分（消费金额满 100,000 元晋升钻石 VIP）
钻石 VIP	2 倍积分	1.5 倍积分
生日当月权益		
会员生日月双倍积分		会员生日月可领取会员礼券包

资料来源：中免集团，国联证券研究所整理

【深圳机场】深圳机场拟与深免集团投资设立深圳市鹏盛空港免税品有限公司，双方将共同经营 T3 航站楼进出境免税店和福永码头免税店。

【羊城派】5 月 24 日，亚太地区单体面积最大的陆路口岸免税店——拱北口岸进境免税店完成升级改造，焕新启幕。

【Trbusiness】旅游零售研究机构 m1nd-set 的最新研究表明，送礼作为访问免税店和旅游零售店以及在店内购买的驱动力，其作用已经明显下降。数据显示，从 2017 年到 2020 年第一季度，作为礼物购买的消费者占 40%，下降了 13 个百分点，从 2021 年到 2023 年第一季度这一比例只有 27%。相反，为自我消费而购物的比例从疫情前的 46% 上升到 2023 年第一季度的 53%。

【CMC 资本】CMC 资本作为首轮投资机构投资的线下咖啡连锁品牌 M Stand 近日完成了数亿元的 B+ 轮融资，领投机构为互联网平台小红书。

【澎湃新闻】近日，星巴克新上任的全球首席执行官纳思瀚展开了首次对中国市场的访问。纳思瀚在谈到中国咖啡市场竞争时也再次强调，中国咖啡市场的增长空间巨大。星巴克制定了 2025 年开设 9000 家门店的目标，并将继续投资中国。星巴克将在中国坚持直营的商业模式，以更好地服务中国顾客。未来，中国将成为

星巴克全球最大的市场。

【瑞幸咖啡】从 5 月 29 日起，瑞幸咖啡联营合作伙伴“带店加盟”模式正式开放。本次开放的“带店加盟”是以联营合作模式为基础，面向租赁合同期内正在经营的店铺，或自有产权商铺的投资者推出的新联营合作方式。

【Skift】华住以约 900 万美元的价格出售了部分其持有的印度连锁酒店品牌 OYO 的股份。据华住 2022 年年报数据，该集团 2017 年 9 月份收购了 OYO 近 1% 的股权，截至 2022 年 12 月底，华住持有的 OYO 股权不足 1%。华住最初对 OYO 股权的收购价格为 1000 万美元，此次出售的股份占比为其持有股份总数的五分之一左右，收益率达到 500%。此次交易之后，华住还持有 OYO 大约 0.63% 的股份，价值超过 3600 万美元。

【TTG 旅业网】希尔顿集团 24 日宣布在大中华区一举引入两大细分领域的独特品牌：生活方式品牌 Motto by Hilton 与高端全服务酒店品牌 Signia by Hilton，首家酒店分别落子香港和成都；至此希尔顿集团在华酒店品牌矩阵扩充至 12 个，涵盖奢华，全服务和精选服务品牌，为业主和宾客提供多元化的选择。

【证券时报网】飞猪数据显示，“六一”近一周内，高星酒店“亲子房”预订量同比去年增长 177%，包含婴童在内的亲子机票占比同比去年增长近 2 倍，亲子家庭的出游半径、出游时长显著增加。

【光明国际】6 月 2 日，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）对菲律宾正式生效，标志着 RCEP 对东盟 10 国和澳大利亚、中国、日本、韩国、新西兰等 15 个签署国全面生效。商务部表示，RCEP 区域总人口、GDP 总值、货物贸易金额均占全球比重约 30%，协定对 15 方全面生效标志着全球人口最多、经贸规模最大、最具发展潜力的自由贸易区进入全面实施的新阶段。

【央视网】5 月 31 日商务部数据显示，我国跨境电商货物进出口规模，占外贸比重由 5 年前的不足 1% 上升到目前的 5% 左右。我国跨境电商主体已超 10 万家，综试区内跨境电商产业园约 690 个，我国跨境电商贸易伙伴遍布全球，与 29 个国家签署双边电子商务合作备忘录。

3.3 公司动态：华住集团发布一季度财报

图表 7：双周内社服相关公司重点公告与事件

公司	时间	重点公告与事件
广州酒家	5 月 20 日	公司发布《关于高级管理人员减持时间过半的进展公告》。公司于 2023 年 1 月 14 日披露了《关于高级管理人员股份减持计划期限届满暨后续减持计划预披露的公告》（2023-001 号），公司副总经理唐昕先生计划自上述减持计划公告之日起 15 个交易日后的 6 个月内，以集中竞价方式减持公司股份不超过 19,500 股（占本公司总股本比例 0.0029%）。截至 2023 年 5 月 10 日，公司高级管理人员唐昕先生持有公司股份 78,000 股，占本公司总股本比例 0.0116%；唐昕先生在预披露的减持计划期间内尚未减持其所持公司股份。
天目湖	5 月 23 日	截至 2023 年 5 月 18 日，公司股东方蕉女士持有公司股份 2,616,250 股，占公司总股本的 1.40%。股份来源为公司上市后以资本公积金转增股本方式取得。

同城旅行	5月24日	5月24日，同程旅行发布2023年第一季度业绩报告。23Q1同程旅行实现营收25.9亿元，同比增长50.5%。经调整EBITDA为7.3亿元，同比增长67%。经调整净利润为5亿元，同比增长105.6%。
广州酒家	5月25日	公司发布2022年年度权益分派实施公告。本次利润分配以方案实施前的公司总股本568,770,805股为基数，每股派发现金红利0.4元（含税），共计派发现金红利227,508,322元。
西藏旅游	5月27日	公司正在筹划以支付现金的方式向新奥控股投资股份有限公司购买北海新绎游船有限公司不低于51%股权，具体收购比例待进一步论证和协商。本次交易完成后，新绎游船将成为公司控股子公司。本次交易的交易对方为公司间接控股股东，因此本次交易构成关联交易。经初步测算，本次交易预计构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。本次交易不涉及公司发行股份，也不会导致公司控制权的变更。
米奥会展	5月26日	公司发布2022年年度权益分派实施公告。公司2022年年度权益分派方案为：以公司现有总股本101,019,233股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增5股。转增前本公司总股本为101,019,233股，转增后总股本增至151,528,849股。
岭南控股	5月27日	公司发布关于持股5%以上股东股份减持计划期限届满暨后续减持计划预披露的公告。持有公司股份72,717,838股（占本公司总股本比例10.8500%）的股东广州产投计划在本次减持计划公告之日起15个交易日后的6个月内以集中竞价交易或大宗交易方式减持公司股票。广州产投本次合计减持数量不超过20,106,258股，即不超过公司股份总数的3%（如遇送股、资本公积金转增股本、配股等股本除权除息事项的，上述拟减持股份数量将做相应调整）。
岭南控股	5月27日	公司发布关于持股5%以上股东参与转融通证券出借业务的预披露公告。持有广州岭南集团控股股份有限公司72,717,838股股份的股东广州产业投资控股集团有限公司（拟在本公告披露之日起15个交易日后的六个月内，以所持本公司股份参与转融通证券出借业务，计划出借股份不超过6,702,085股，即不超过本公司总股本的1%。
华住集团-S	5月29日	华住集团发布了2023年一季度财报。第一季度，华住集团酒店营业额同比增长71.3%，达到162亿元；收入达45亿元，去年同期为26.8亿元，同比增长67.1%，环比增长接近21%，高于集团此前的指引，表现超过疫情前水平。一季度经调整的EBITDA（利息折旧及摊销前利润）为17亿元，相比2022年一季度的-3.33亿元，实现扭亏为盈。
九华旅游	6月2日	公司发布股东集中竞价减持股份结果公告。2022年11月10日，公司披露了《九华旅游股东集中竞价减持股份计划公告》，嘉润金地因自身经营需要计划自公告披露之日起15个交易日后即2022年12月2日起的6个月内，通过集中竞价方式减持股份数量不超过2,213,600股，约占公司股份总数的2%，减持价格按照市场价格确定。截止本公告披露之日，本次减持股份计划时间区间已届满，嘉润金地在计划实施期间通过集中竞价方式减持了九华旅游股份共计2,200,000股，占公司总股本的1.99%。除此之外，嘉润金地通过大宗交易方式减持了九华旅游股份共计3,700,000股，占公司总股本的3.34%。减持后嘉润金地持有九华旅游的股份数量1,000,000股，占公司总股本的0.90%。
宋城演艺	6月1日	公司发布2022年度权益分派实施公告。公司2022年度权益分派方案为：以公司现有总股本2,614,694,040股为基数，向全体股东每10股派0.50元人民币现金（含税；扣税后，通过深股通持有股份的香港市场投资者、QFII、RQFII以及持有首发前限售股的个人和证券投资基金每10股派0.45元。

来源：公司公告，国联证券研究所

4 资金持仓：双周内外资增配云南旅游/西安饮食幅度较大

截至 2023 年 6 月 2 日，双周内社服板块下中国中免外资持股数量与比例均远领先于其余上市公司，沪（深）股通持股数量达 21,122 万股，占自由流通比例达 23.2%。环比角度，双周内外资增配云南旅游/西安饮食幅度较大，环比分别增加 743.7%/531.6%。

图表 8：双周内外资增配云南旅游/西安饮食幅度较大，环比分别增加 743.7%/531.6%

	沪(深)股通持股数量(万股)					沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)				
	2023/4/21	2023/5/5	2023/5/19	2023/6/2	环比 (pct)	2023/4/21	2023/5/5	2023/5/19	2023/6/2	环比 (pct)
云南旅游	52	67	22	188	743.7%	0.1%	0.2%	0.1%	0.5%	0.44
西安饮食	78	101	69	436	531.6%	0.2%	0.3%	0.2%	1.3%	1.12
丽江股份	118	71	169	314	85.6%	0.4%	0.2%	0.6%	1.0%	0.48
岭南控股	67	115	105	160	52.9%	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%	0.29
华天酒店	75	162	475	695	46.2%	0.2%	0.4%	1.0%	1.5%	0.48
中青旅	568	384	354	513	44.8%	1.0%	0.7%	0.6%	0.9%	0.28
众信旅游	257	230	263	343	30.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.12
天目湖	20	42	19	24	26.4%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.05
广州酒家	1,995	2,046	1,971	1,972	0.1%	10.7%	11.0%	10.6%	10.6%	0.01
兰生股份	306	306	306	306	0.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	0.00

来源：wind，国联证券研究所

5 近期重点报告汇总

5.1 《社服年报与一季报总结：复苏开启，环比向上》2023.05.06

消费力渐恢复，可选复苏向好。2022 年，居民可支配收入增速低位徘徊，消费能力和消费意愿均处低位；22 年 11 月以来，伴随系列政策调整、外在环境企稳回升，居民收入增长边际向好，消费者信心触底反弹。消费场景和意愿的回归带动可选消费展现良好弹性，23 年 3 月餐饮收入同比增 26.30%。从股价表现看，2022 年社会服务板块绝对收益为-2.2%，相对沪深 300 收益领先 19.4pct，在申万一级行业中排第 3 位。年初至今，社服板块涨跌幅为-5.1%，申万一级行业中社服排第 25 位，相对沪深 300 收益落后 8.8pct。年初至今，细分行业（中信）均跑输沪深 300，就相对收益而言：景区>酒店>旅游服务>餐饮>免税。

社服复苏进行时，23Q1 成功扭亏。服务消费作为受疫情影响最为剧烈的行业，2022 年复苏节奏多次受疫情影响打乱。从全年受冲击程度看：长距离旅游景区>周边游景区>免税>酒店>餐饮。23Q1 伴随外在环境企稳，需求由近及远开启复苏，从营收较疫前修复度看，餐饮>自然景区>免税>酒店>人工景区>旅游服务。其中餐饮受益于本地消费，率先复苏且先行超越疫前水平，景区在前期压制下需求集中释放，免税受益于客流恢复营收同比增 23.8%，价格提升支撑酒店回暖。收入端向利润端传导，2022 年线下服务板块受损仍较严重，仅免税、餐饮、OTA 板块保持正向盈利；23Q1 伴随各板块营收恢复+降本增效，除免税外的板块毛利率同比均有提升，期间费用率下行，净利率同比改善，其中餐饮、景区业绩恢复表现相对优异。

五一数据跟踪：旅游人数与旅游收入超疫前。经文旅部数据中心测算，2023 年五一期间，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 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2019年同期的100.66%。五一假期出行数据创新高，国内旅游人次和旅游收入按可比口径均超疫情前，符合疫后恢复性出行的预期；客流恢复好于收入恢复，人均消费恢复至19年同期89.5%，消费力较疫前仍有减弱。

投资建议：五一假期出行数据创新高，符合疫后恢复性出行的预期，从大盘以及免税等细分行业看，客流恢复好于收入恢复，消费力较疫前减弱。在五一旺季带动下，Q2环比Q1进一步修复确定性强，当前位置，综合估值性价比、公司alpha能力推荐锦江酒店、广州酒家。展望2023全年，持续看好围绕线下消费复苏的投资机会，推荐两条主线：1) 出行链消费复苏，且后续各项促消费政策有望加快复苏进程，建议关注九毛九、同庆楼、广州酒家、锦江酒店、华住集团、首旅酒店、天目湖；2) 中长期看好免税运营商持续享受内需发展及消费回流机遇，建议关注中国中免、王府井。

风险提示：宏观经济增长放缓风险；消费复苏不及预期风险；免税市场竞争加剧超预期；新市场开拓不及预期风险。

5.2 《广州酒家：月饼迎需求大年，速冻+餐饮有望放量》2023.04.26

深具岭南特色的食品制造+餐饮服务企业。广州酒家是始创于1935年的中华老字号企业，其以传统粤菜餐饮起家，后入局食品工业做大规模，至今已有88年的发展史。目前公司已发展为深具岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团，2022年营收在41.1亿元。从营收结构看，2022年公司第一大产品为月饼，占比36.9%，二线业务为速冻产品，占比25.7%，传统餐饮业务占比18.5%。

月饼行业稳健增长，公司品牌优势显著。2021年，国内月饼市场规模在218.1亿元，维持稳健增长。受月饼季节性和社交属性影响，广州酒家这类强品牌、强产销配合的企业更具竞争优势。短期看，公司作为广式月饼领头羊有望深度受益于月饼大年+疫后消费复苏。中长期看，月饼兼具食品和礼品属性，公司有望依托品牌势能持续提价，借力渠道扩张实现市占率提升。

速冻放量支撑业绩增长，餐饮开启全国扩张。1) BC双轮驱动，速冻行业成长较为确定，公司从广式点心入手，错位竞争需求旺盛，主打C端具备更高的毛利率水平。伴随产能放量，22-25年公司速冻产品营收有望实现26.6%的复合增长，中长期或有望接力月饼成为公司第一大业务。2) 借鉴海外经验，公司餐饮业务复苏可期，且有望以高经营杠杆撬动更大业绩弹性。一直以来，公司餐饮品牌虽强，但模型重、门店少，业绩贡献有限。伴随公司收购陶陶居，完善品牌，全国扩张有望加速。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司2023-25年收入分别为49.4/56.9/64.7亿元，对应增速分别为20.1%/15.3%/13.7%，归母净利润分别为6.9/8.5/9.8亿元，对应增速分别为31.9%/23.3%/15.8%，EPS分别为1.2/1.5/1.7元，3年CAGR为23.5%。DCF绝对估值法测得公司每股价值35.6元，可比公司2024年平均估值20倍，鉴于公司强大的产销配合能力和强餐饮品牌力，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司24年24倍PE，目标价35.7元，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济增长放缓风险；消费复苏不及预期风险；省外拓展不及预期风险和食品安全风险等。

5.3 《社服商贸 2023 年度策略：复苏三部曲-提信心、促能力、引兑现》2023.01.15

行业复盘：复苏行情渐次演绎。2022 年，社服/零售/美护绝对收益分别为-2.2%/-7.1%/-6.7%，相对沪深 300 收益分别为 19.4%/14.6%/14.9%，排名居前。从走势看，预期博弈主导行情，Q1 旅游景区等板块领涨，Q2 复苏预期向免税/酒店/餐饮等细分领域扩散，Q3 复苏节奏被打乱，Q4 出行链复苏主线确立，行情陆续向受损偏弱板块扩散。其中个股节奏受政策预期、业绩表现与估值水平共同影响，率先走强的个股对政策利好渐趋钝化，成长占优的小市值股后续表现更为优异。

海外复盘：复苏节奏及股价兑现均显分化。从海外复苏结果看，疫情虽有反复但影响趋弱，外生政策刺激+可支配收入恢复速度决定消费信心和消费支出表现。从内部子行业恢复表现看，餐饮等本地消费一路领先，主题公园紧随其后，酒店和 OTA 平稳恢复，国际免税受制于客流因素表现不佳。联动股价表现发现，前期博弈主导，后续收入修复兑现与否决定龙头公司是否能够持续获得超额收益。在放开阶段，主题公园、餐饮股价向上弹性大，酒店板块股价更为稳定。

2023 年展望：复苏三部曲-提信心、促能力、引兑现。

社服：建议关注政策变化、信心回升、业绩兑现

时间节奏：预计 23 年外部政策仍将是影响行情的重要变量，在具体的时间节点上，23Q2 有望迎来节假日旺季（清明、五一）催化+促消费政策催化+业绩修复兑现，建议 23Q1 加大关注，积极把握投资窗。

板块轮动节奏：从复苏节奏和业绩兑现看，餐饮、免税或有望成为复苏先行者，酒店业绩或更为稳健，建议以酒店作为基本盘，以免税餐饮、钻石珠宝作为弹性选择。

美护：基于行业景气度、公司成长性、估值性价比等三维度精选个股

医美板块建议关注爱美客、雍禾医疗、华东医药、美丽田园医疗健康；

化妆品板块建议关注巨子生物、华熙生物、珀莱雅、贝泰妮、上美股份。

风险提示：宏观经济增长放缓，出行恢复低于预期，免税市场竞争加剧等风险。

6 风险提示

1) 宏观经济增长放缓风险。消费行业受宏观经济影响较大，若经济增长放缓，将影响行业恢复。

2) 消费复苏不及预期风险。居民收入和消费意愿恢复较缓，或将影响线下消费复苏。

3) 免税市场竞争加剧超预期。若免税市场价格战进一步加剧，免税渠道的盈利能力将出现恶化。

4) 新市场开发不及预期风险。新开拓市场消费能力，消费习惯不及预期，酒店等行业新市场开发收效甚微。

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695