

# 社会服务行业2023年中期投资策略： 渐进复苏 业绩确定为体 政策受益为用

## 公司研究 · 策略报告

### 社会服务

投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

联系人：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

联系人：白晓琦

0755-81981232

baixiaoqi@guosen.com.cn

- **国内旅游行业复苏：补偿性出游支撑“量”，消费渐进复苏制约“价”。**1) 今年以来消费整体渐进复苏，补偿性需求支撑，出游人次仍恢复良好，横向比较其复苏相对领先实物消费，但客单价恢复不足（五一国内游人次/客单价较疫前各恢复120%/85%），出游更重性价比。因此，高性价比的自然景区恢复最领先，旅游购物恢复受制。2) 酒店板块则“价”恢复好于“量”，主要系供给优化和龙头收益管理强化。3) 线上加速渗透，在线旅游龙头恢复领先行业；线下旅行社恢复不足，国内地接社>国内组团社>出境游。
- **今年以来板块显著跑输大盘，年初预期不低+消费渐进复苏，权重股回调拖累显著。**1. 1-6. 16，A股社服板块累计下跌19%，跑输大盘21pct，原因：1) 去年底到今年初行情演绎后出行链整体预期不低，此后市场风格和资金偏好变化；2) 消费渐进复苏下，市场对后续预期的谨慎导致价值白马股整体回调，拖累板块整体表现。个股层面，主要领涨标的为中小市值的教育（转型预期、AI+教育题材）、景区（业绩良好）公司、部分绩优A股餐饮龙头及人服龙头，但A股免税、酒店等权重股则相对承压。
- **中期策略投资观点：渐进复苏，业绩确定为体，政策受益为用，维持板块“超配”评级。**2023年居民消费整体呈现渐进复苏特征，短期压力与长期潜力并存。市场目前整体处于对消费板块的偏谨慎态度。从企业经营角度，同店恢复好坏也决定未来资本开支节奏（扩张信心），目前系相互验证期。短期，经营恢复力度较好的赛道和品种率先迎来困境反转和资金青睐；存量资金博弈背景下，灵活资金也更加阶段性追捧热点主题和政策受益的Beta机会。我们一是短期建议首选业绩相对确定性，继续提示景区公司，兼顾部分经营稳健良好的A股餐饮龙头、人服龙头等；二是风格灵活的资金可关注杭州亚运会受益股+AI教育应用标的。对于中线资金，建议跟踪后续政策动向和周期预期改善，优选酒店龙头、港股餐饮龙头等。此外，结合未来消费贝塔改善和国人离境市内免税政策节奏等，中长线资金可左侧关注免税龙头等。
- **综合来看，立足未来3-6个月，兼顾业绩确定性、复苏次序、政策预期、主题投资、估值水平等，优选中国中免、峨眉山A、三特索道、黄山旅游、北京人力、同庆楼、广州酒家、天目湖、携程集团-S、君亭酒店、九毛九、科锐国际、华住集团-S、行动教育、宋城演艺、BOSS直聘、王府井、锦江酒店、首旅酒店、传智教育、学大教育、同程旅行、海南机场、中青旅、中教控股、奈雪的茶、海伦司、海底捞、呷哺呷哺等。立足未来 1-3 年维度，聚焦景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、华住集团-S、九毛九、君亭酒店、同庆楼、北京人力、携程集团-S、同程旅行、科锐国际、BOSS直聘、广州酒家、百胜中国，宋城演艺、海南机场、海底捞、奈雪的茶、呷哺呷哺、海伦司、中教控股等。**
- **风险提示：宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。**

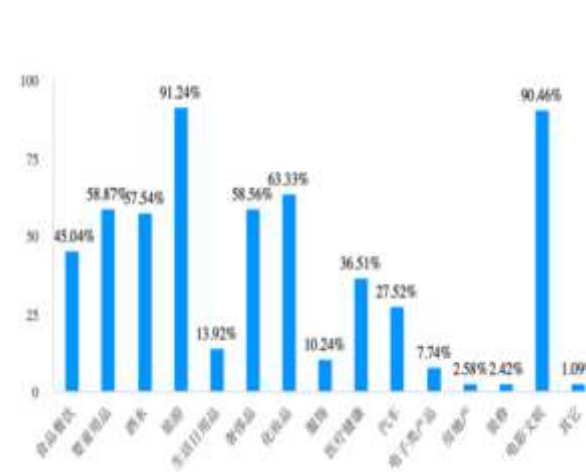
- 【 01 】 国内旅游复苏：补偿性出游支撑“量”，消费渐进复苏制约“价”
- 【 02 】 今年以来板块显著跑输大盘，消费渐进复苏中权重股回调明显
- 【 03 】 子板块跟踪与复盘：景区板块一马当先，其他板块恢复分化
- 【 04 】 中期策略：渐进复苏 业绩确定为体 政策受益为用

# 国内旅游行业复苏：补偿性出游支撑“量”+消费渐进复苏制约“价”



- 今年以来，虽消费整体渐进复苏，但横向比较，旅游出行需求仍相对领先于实物消费。立足当下，受制于过去三年疫情影响及国内外宏观政治经济环境影响，整体消费处于渐进复苏过程（1-3月消费者信心指数仍在100以下）。但过去三年，出游需求一直相对受制。今年以来，虽然整体消费伴随出行场景修复，补偿性需求释放下，出游意愿较为强烈。根据第一财经《消费复苏，你会买买买吗》今年初调查显示，91.24%的受访者选择今年有出游计划，**相对领先其他实物消费意愿**，其中有85.85%的受访者表示今年出游意愿较前几年有所加强或至少持平。
- 今年一季度和五一国内旅游人次加速复苏，验证强烈出行需求。从行业数据来看，2023Q1，国内游累计出游12.16亿人次，恢复约68%，较2022年恢复明显提速（其中1月尚有扰动拖累）。2023年五一国内出游合计2.74亿人次/+70.83%，按日均可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内游收入1480.56亿元/+128.90%，按日均可比口径恢复100.66%，复苏提速。
- 消费渐进复苏中，旅游消费客单价尚未完全恢复，进而带来旅游消费恢复结构差异。虽然今年以来出游人次恢复可观，但受制于整体消费渐进复苏背景，但旅游客单价尚未完全恢复。今年五一国内游客单价为540元/+33.67%，恢复至2019年的同期的85%。虽然这一恢复水平已好于2022年各节假日恢复，但仍未完全恢复至疫情前水平。鉴于此，旅游产业内部恢复也呈现明显结构差异。

图：第一财经今年初调查显示，旅游消费意愿领衔



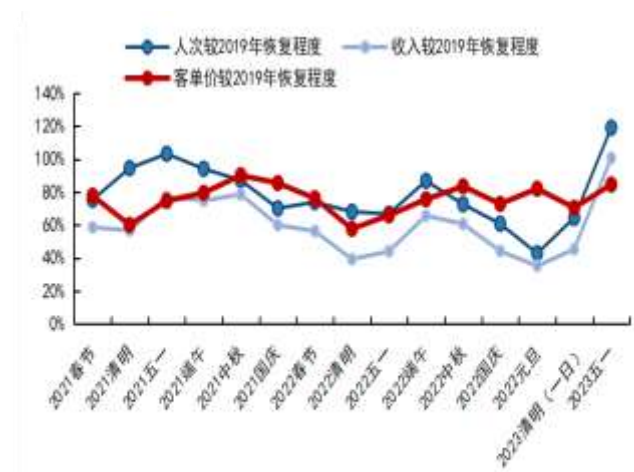
资料来源：第一财经、国信证券经济研究所整理

图：国内游人次较2019年恢复程度



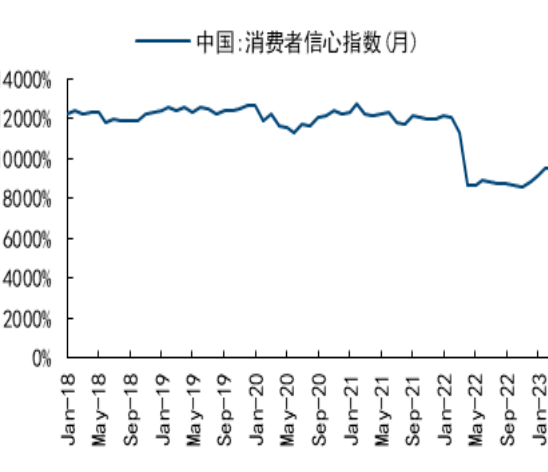
资料来源：文旅局、国信证券经济研究所整理

图：旅游各节假日国内游人数、收入和客单价恢复



资料来源：文旅局、国信证券经济研究所整理

图：中国消费者信心指数变化



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

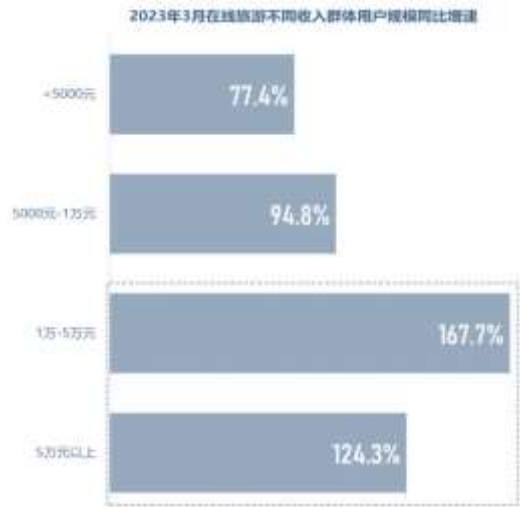


# 国内旅游复苏特点（一）：更年轻更重性价比，旅游线上化率加速提升



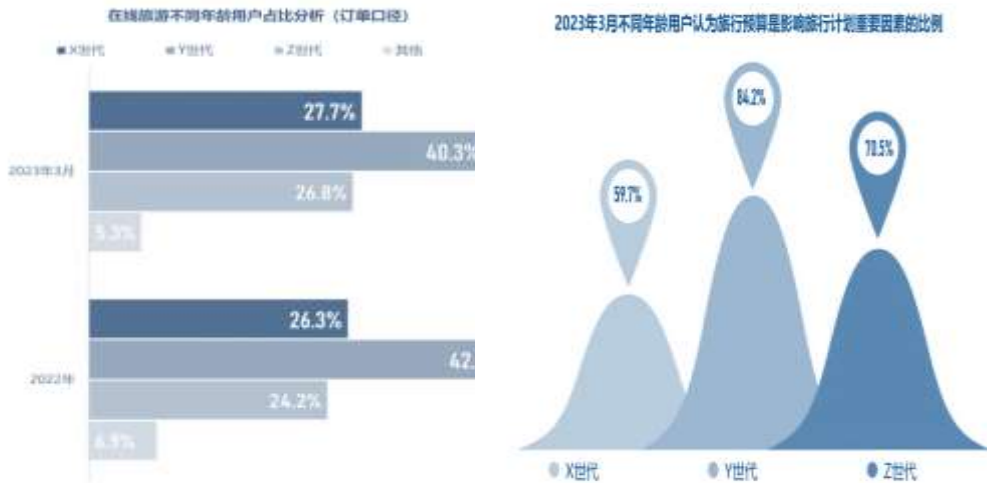
- 出游人群：不同收入人群旅游恢复节奏分化，整体更年轻，更重性价比，但高端旅游产品仍有相对韧性
  - ✓ 以Z世代为代表的年轻客群旅游消费恢复最快，更重性价比。Fastdata抽样数据显示今年3月Z世代旅游消费占比从24%增至27%，在各年龄出游人群中增长最快。而这部分人群受制于消费实力，旅游消费更重性价比，进而特种兵式的旅游兴起、淄博烧烤火爆。
  - ✓ 出游人群中占比最高的Y世代（占比超40%，1980-1995年出生）今年出游恢复相对不及Z世代和X世代，且对旅游价格相对最敏感。
  - ✓ 不同收入人群恢复节奏分化，高收入人群旅游消费恢复更快，支撑高端旅游产品仍有良好表现。参考2023年3月Fastdata抽样统计，高收入群体用户旅游出行恢复最快，中低端恢复则相对更慢，高端人群的消费产品如天目湖竹溪谷等仍有良好需求支撑。
- 出游方式：旅游线上化加速渗透，在线旅游龙头恢复>旅游行业大盘>线下旅行社；国内游>出境游；国内地接社>国内组团社。
  - ✓ 一季度，携程收入较2019年同期恢复113%，同程恢复145%，领先行业（国内旅游收入Q1恢复98%），旅游线上化率预计加速提升。
  - ✓ 旅行社内部：1）出境游恢复明显慢于国内游（国际运力等供给制约）；2）聚焦国内游，地接社恢复好于组团社（出行方式更加灵活自主）；3）旅游出游人天数恢复不及人次恢复，平均过夜天数相对减少（消费力制约）。

图：在线旅游不同收入群体用户规模增速



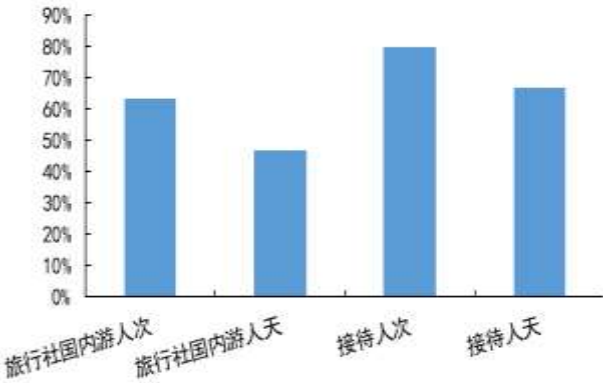
资料来源：Fastdata，国信证券经济研究所整理

图：在线旅游中占比最高的Y世代，其对旅游价格预算相对最敏感



资料来源：Fastdata，国信证券经济研究所整理

图：2023Q1国内旅行社恢复情况



资料来源：文旅部、国信证券经济研究所整理

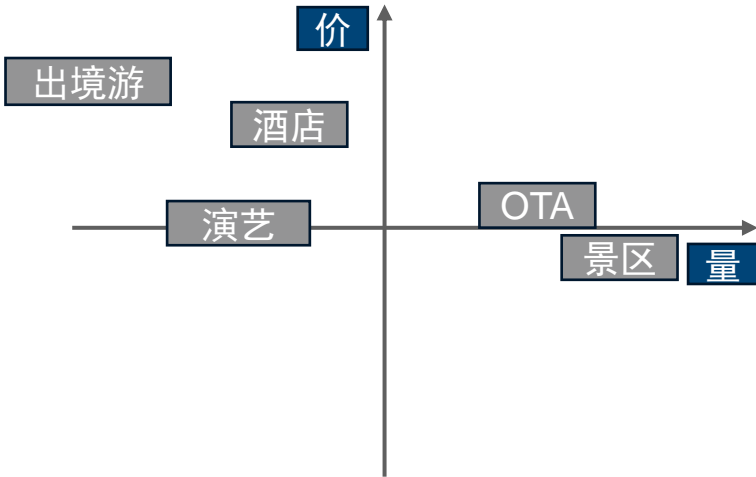
# 国内旅游复苏特点（二）：量价恢复相对分化，名山大川恢复领先



- 整体特点：补偿性出游支撑“量”+消费渐进复苏制约“价”，故今年旅游消费一般“量”恢复优于“价”，如餐饮、景区等，侧重高性价比，其中具有较好出游性价比的名山大川客流量恢复领先。但酒店、航空等细分板块量价恢复规律有所差异，提价驱动为主，“价格”恢复明显好于“量”，核心在于过去三年细分行业供给优化和龙头收益管理强化所致。同时，酒店内部，中高端恢复相对强于经济型，核心在于经济型酒店的主力客群——中小企业商旅用户出行恢复相对偏慢所致。
- 各板块比较：1) 旅游服务体验消费恢复好于实物类消费（过去三年消费场景受限不同，补偿性消费诉求差异）；2) 旅游目的地中，强IP的名山大川等恢复最领先；3) 知名度相对更低的景区或演艺产品如通过更高效、更针对散客的营销推广和产品升级，恢复也相对良好，其中团队占比不低的产品恢复则需渐进推进。

分类		今年以来复苏特点
出游人群		年轻人Z世代恢复最领先，Y世代等占比高，但对价格预算更敏感，恢复相对次之
旅游中介		在线旅游恢复>旅游行业大盘>线下旅行社恢复；出游天数恢复不及人数恢复；国内游>出境游，国内地接>国内组团
旅游六大要素	吃	性价比，营销出圈，翻台率渐进恢复，客单价近两年有下行，即恢复情况：一般量>价
	住	恢复：中高端>经济型，休闲>商旅；价>量，“提价+升级”驱动复苏，出租率仍较疫前低5-15pct
	行	航空恢复：价>量；高铁恢复好于疫情前，自驾游等高于疫情前，公路客运等下降
	游	恢复表现：名山大川（量驱动为主）>可选优质景区（需营销支持）>其他景区
	购	实物消费恢复<旅游服务消费，核心系疫情期间通过线上等实现消费，目前补偿性消费动力不足
娱		强IP演出（明星音乐会）>旅游演艺（散客较快，团队较慢，IP差异）>其他演出

图：社服部分子板块量价较2019年恢复情况



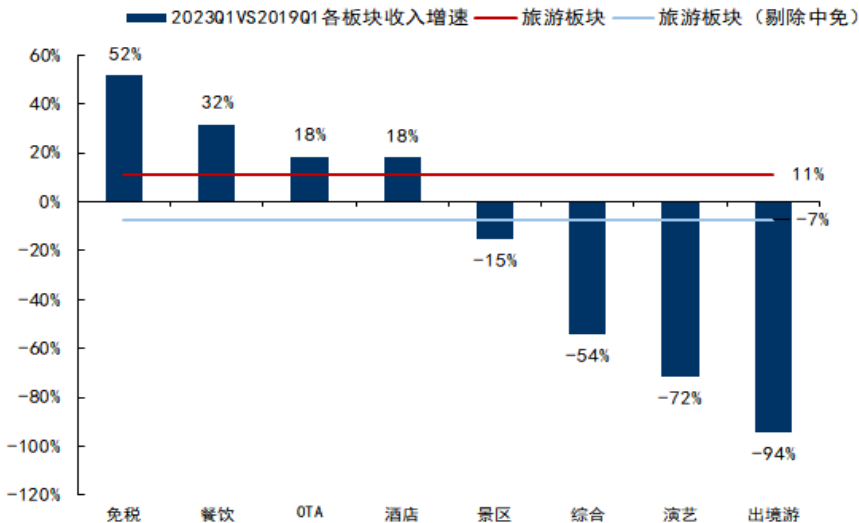
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 旅游板块一季报经营表现：整体业绩基本恢复至疫情前，景区板块一马当先



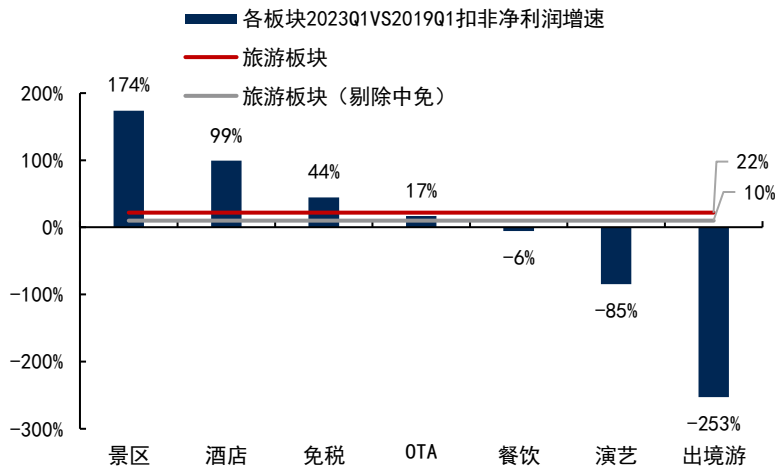
- 2023年一季度，旅游板块（含A股餐饮旅游以及港股携程、同程、华住等）收入和扣非业绩恢复超疫情前。2023年一季度，伴随出行场景修复，餐饮旅游板块收入、归母业绩、扣非业绩各恢复至2019Q1的111%/108%/122%，整体超疫前。如剔除中国中免贡献（免税近两年因政策利好和经营扩容显著超疫情前，但同比2022Q1承压），收入恢复至疫情前的93%，业绩也基本超疫情前，其中华住、携程、同程、中免等龙头贡献较大，如仅考虑A股餐饮旅游板块剔除中免，则整体净利润仅恢复5成左右）。
- 各子板块比较，景区板块业绩复苏一马当先。横向比较，看各细分板块一季报业绩恢复（港股餐饮因未披露Q1数据，暂未纳入），景区板块一季度扣非净利润较疫情前增长174%，一马当先，核心在于疫情三年后，出游补偿性需求释放+国企改革下更重业绩增长，在Q1淡季低基数下业绩增长最突出。酒店因权重股华住酒店、锦江酒店的国内主业恢复良好，整体扣非（经调整）业绩较疫情前翻倍增长。免税板块中免一季报业绩较疫情前仍增长44%，但同比承压。此外，与2019Q1相比，即使出境游未恢复，但在线旅游龙头经调整净利润仍较疫情前增长17%，核心在于线上化率提升及三年用户场景扩充助力。A股餐饮业绩基本接近疫前（广州酒家归母业绩较疫情前增长50%+推动），但演艺（核心项目3月开始陆续复园，跟团游恢复需要时间）、出境游等较疫前仍有较大差距。

图：2023年一季度各板块收入较2019Q1恢复情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：板块整体数据已考虑A股餐饮旅游板块及携程、同程、华住等

图：2023年一季度餐饮旅游板块扣非净利润变化趋势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理注：板块整体数据已考虑A股餐饮旅游板块及携程、同程、华住等



# 板块行情复盘：今年以来震荡下行，权重股承压，小市值景区股领涨



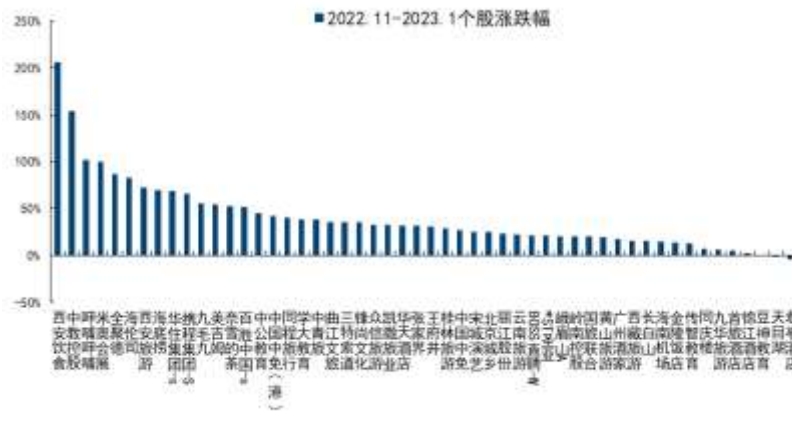
- 今年以来，社服板块显著跑输大盘。1.1-6.16，A股社服板块累计下跌19.19%，跑输大盘21.13pct（沪深300累计上涨1.94%）。  
核心在于：①市场风格与资金偏好变化，2022年底及2023年初出行产业链因政策放开迎来强势行情，但此后市场风格和资金偏好调整；②消费渐进复苏中市场对后续需求情况的担忧，部分权重股遭遇转型中的新挑战经营承压或业绩不及前期乐观预期，出现明显回调，拖累整体板块表现；仅自然景区公司（补偿性需求+消费降级）、在线旅游龙头（受益线上渗透率提升）和部分酒店龙头如华住、亚朵等业绩验证良好，具有一定的绝对或相对收益，此外A股部分餐饮龙头经营稳定向好，也呈现一定相对收益。
- 个股来看，今年以来中小市值景区、教育等公司领涨，权重股承压明显。1.1-6.16涨幅TOP5主要包括学大教育（+65.38%）、米奥会展（+51.16%）、曲江文旅（+33.66%）、峨眉山A（+29.25%）、九华旅游（+27.15%），以中小市值教育和景区公司为主，前者与转型及政策相关，后者则与今年基本面强劲复苏相关。此外锋尚文化（+17.66%，亚运会受益）、广州酒家（+15.75%，国企改革下有望更加积极，中秋国庆相连有望利好月饼主业销售）。而权重股基本全面承压，中国中免（-39.75%）、酒店龙头锦江酒店、首旅酒店、君亭酒店股价下降13-16%、宋城演艺（-9.37%）。

图：2022年11月以来社服板块涨跌幅（截止6月16日）



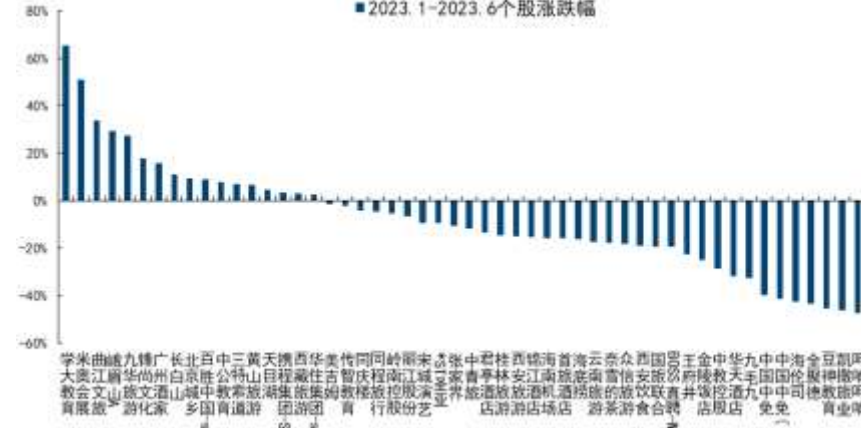
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2022年11月-2023年1月社服板块个股涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2023年1月至今社服板块个股涨跌幅（截止6月16日）



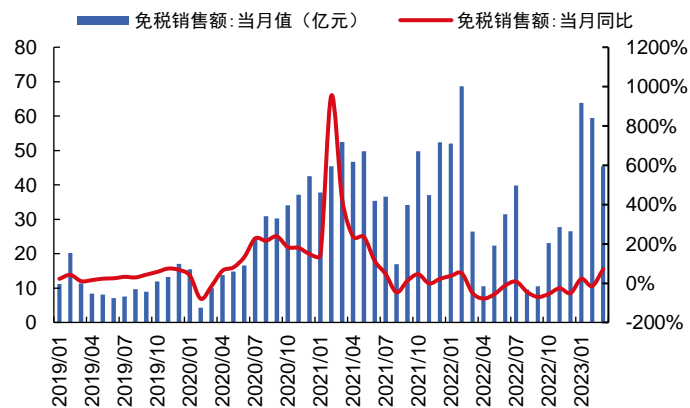
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 免税：品牌价格体系重塑+消费渐进复苏影响，海南免税销售表现相对平平

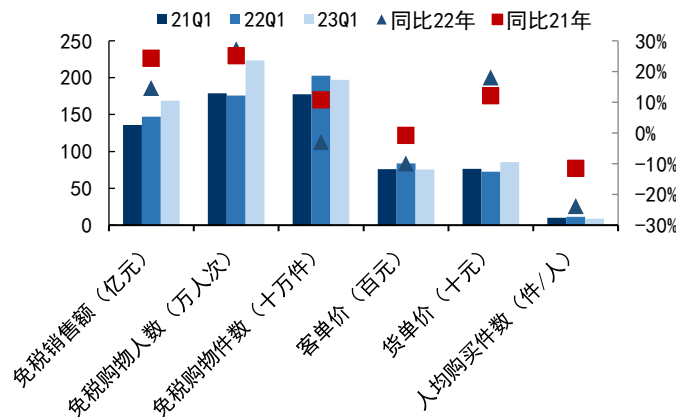
- 今年以来，海南客流逐步复苏，但海南离岛免税恢复表现整体相对平平。2023Q1海南客流逐步复苏，同比增长51%，较2019Q1增1%，海南免税店Q1实现销售额（含有税）203亿元/+29%，离岛免税销售额169亿元/+15%，较疫情前增长295%（过去三年政策红利+经营扩容推动）。其中1-2月离岛免税同比增长2%，高基数下相对稳健；今年3月，虽海南客流较19年和21年同期各增1%、6%，但当月离岛免税销售额较2021年3月下降13%；今年五一，离岛免税销售额8.83亿元/+120%，较2021年五一的9.93亿下滑11%。综合来看，今年3月以来，海南离岛免税较2021年同期恢复预计相对平稳（2022年3月-5月相对不可比），销售增长呈现一定压力。
- 为何今年海南免税消费表现相对平平？消费渐进复苏+品牌价格体系重塑+阶段缺货等多因素综合影响。2021H2至2022年，外部环境影响下，香化产品价格战激烈，各个渠道价格体系较混乱。今年以来，香化品牌价格体系重塑（提高终端指导价+收紧核心渠道折扣）+消费大盘渐进复苏双重压力下，香化等销售受制，不仅国内免税渠道承压，国内有税（国内化妆品Q1增6%，但据用户说数据，2023Q1阿里和京东美妆同降12%）和韩国免税等均受制（韩免今年1-4月仅恢复至疫情前的49%，不及2021-2022同期69-75%的恢复度）。5月以来，海南新标签法/原材料法/打击套代购等综合影响下，预计也阶段影响海南免税短期数据。

图：海南免税月度数据变化



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图：海南离岛免税销售额恢复情况



资料来源：海口海关、海南商务厅，国信证券经济研究所整理

图：韩国免税月度恢复情况



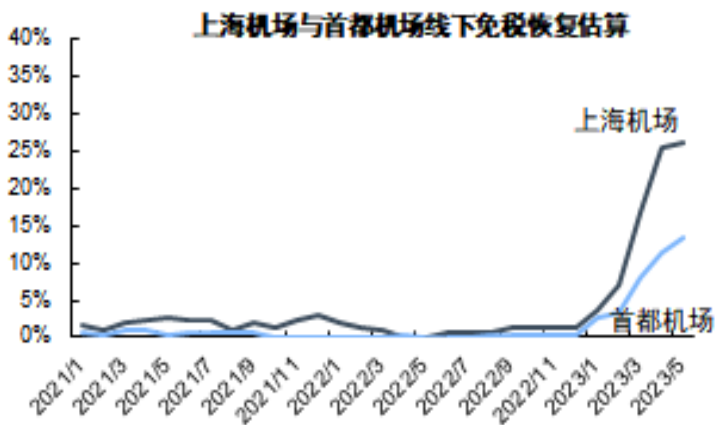
资料来源：韩国关税厅，国信证券经济研究所整理

# 免税：出入境免税逐步爬坡，关注后续市内店政策及海南封关政策情况



- 出入境机场免税缓慢复苏，爬坡期免税商经营相对承压。由于国际航班运力等产业链恢复相对有时滞，今年一季度出境游整体恢复仅约15-20%，出入境机场免税也缓慢爬坡。参考银联等渠道跟踪，今年Q1上海机场线下免税较2019年同期估算恢复约8-10%，4-5月恢复约25-26%；首都机场免税Q1估算恢复仅4-6%，4-5月在10%以上，整体仍处于较低水平。并且，在出境机场免税缓慢复苏中，机场免税运营商收入和成本可能阶段不匹配，爬坡期经营相对反而承压拖累。
- 国人离境市内免税店政策仍有期待，核心需跟踪后续出境游恢复节奏。参考韩国经验，国人离境市内免税政策可以在消费回流中发挥重要作用。结合此前相关报道及我们的分析，我们预计国人离境市内免税政策未来仍有期待，但核心主要需跟踪出境游恢复情况和节奏。如果后续政策落地，品类和额度等较支持，我们仍预计其完整运营三年后，中线空间有望达360-432亿元，成长可期。
- 海南封关启动准备工作，核心看后续对个人购物方面的具体政策规定。据新华社今年4月报道，海南封关目前以项目化清单化推进各项任务，2025年底前实现全岛封关运作的目标。封关后，对货物贸易/服务贸易，各实行以“零关税” / “既准入又准营”为基本特征的自由化便利化制度安排。目前在个人购物方面政策仍待跟踪，预计最终会多方均衡，不排除有一定过渡期等安排。

图：上海机场和首都机场线下免税销售额恢复情况估算分析



资料来源：银联等渠道，国信证券经济研究所整理

表：海南自贸港封关重要时间节点

时间节点	达成目标
2023年	年底前具备封关硬性条件
2024年	年底前完成封关各项准备工作
2025年	适时启动全岛封关运作，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系
2035年	封关后，着眼于贸易自由便利，对货物贸易/服务贸易，各实行以“零关税” / “既准入又准营”为基本特征的自由化便利化制度安排，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟
本世纪中叶	全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港

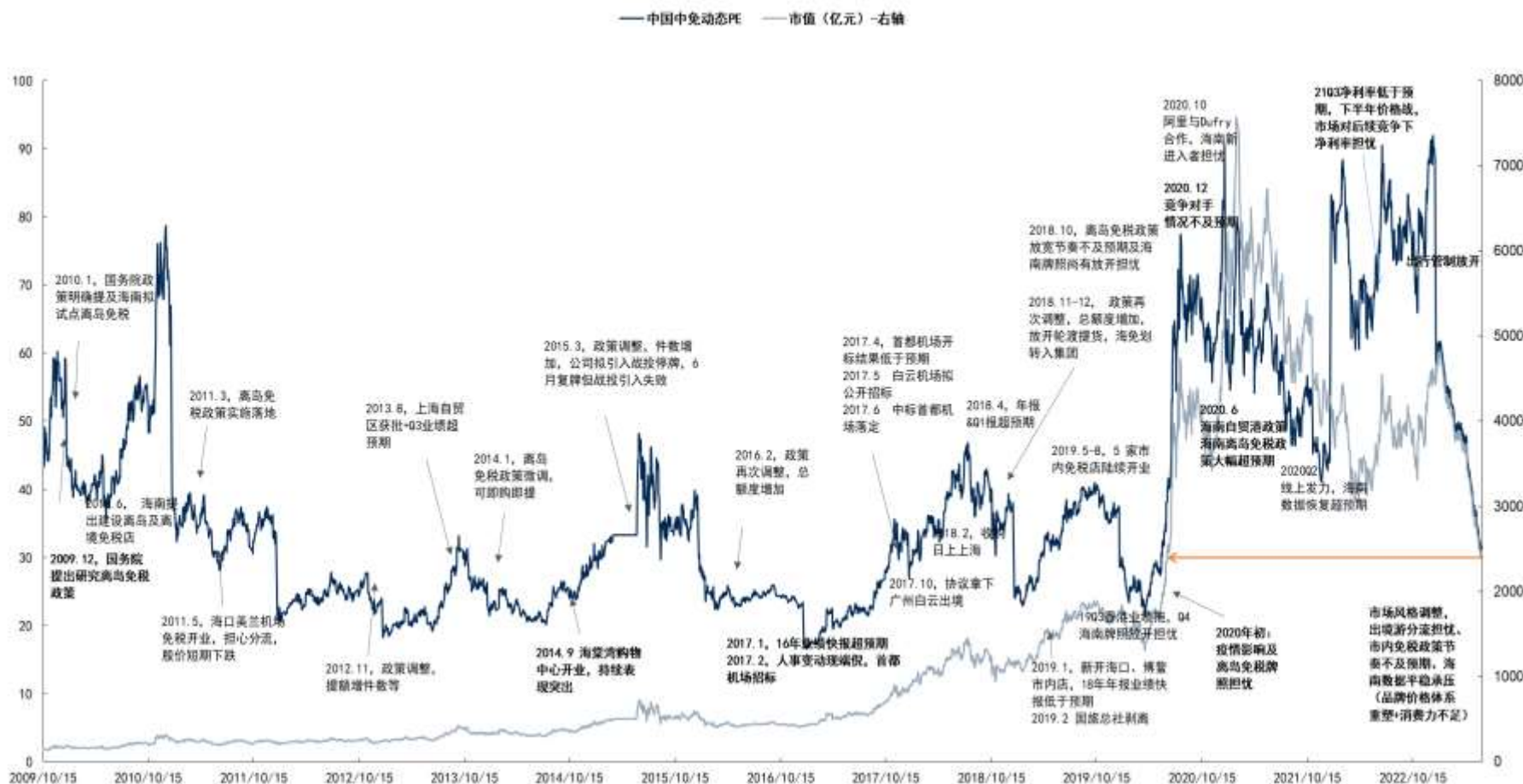
资料来源：海南日报，国信证券经济研究所整理

# 中国中免：经营承压下股价明显回调，最新市值已回落至2020年6月新政前水平



- 多重压力下公司股价今年累计下跌40%，最新市值回到2020年6月海南离岛免税新政前水平。今年以来截止6月16日，公司股价整体回调40%，核心在于：1）今年消费渐进复苏中，海南免税销售平平和出入境机场爬坡双重压力，公司经营持续承压，汇率波动带来毛利率压力；2）出境游恢复较慢，导致国人离境市内店政策节奏不及预期，催化受限；3）市场风格变化等综合影响。截止6月16日，公司最新市值2684亿，已经回到2020年6月下旬即海南离岛免税新政出台之前的水平（2022年6月30日，海南离岛免税新政正式公布）。

图：中国中免历史估值复盘



## 中国中免历史估值复盘：

- 1) 2011年离岛免税实施-2020年新政前，公司PE估值多在【20x, 60x】之间，估值中枢在30x左右，其中免税政策利好、外延和新项目扩张阶段抬高估值。
- 2) 2020年6月免税新政策-2023年春节前，PE估值在【30x, 95x】之间波动，中枢约65x，海南政策扩容打开市场空间。
- 3) 2023年以来，市场资金风格调整，海南数据承压，消费力下行市内免税政策节奏不及预期等，导致公司股价持续下调约40%，估值在30x出头波动。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

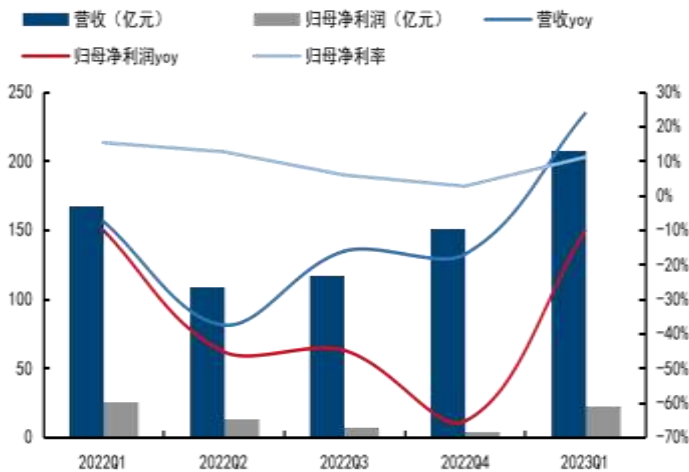


# 中国中免：转型期面临挑战压力，中长线投资者可逐步左侧关注



- 面对转型期的经营压力和未来海南封关政策的不确定，公司作为央企也一直在积极努力应对，各方面储备，期待后续成长机遇。考虑央企对利润考核、利用资本平台积极做大做强等要求，公司也积极求变。一是深化海南布局，新海港项目作为培育期项目其日均达到海棠湾3-4成，三亚机场免税近期有望从1800m²增加至6800m²，核心流量入口显扩容著有望带来增量；同时今年9月底海棠湾一期2号地有望开业，海棠湾项目免税经营面积将扩容50%，且奢侈品牌LV和DIOR均确认以有税业态形式入驻海棠湾二期项目，今年Q4有望开业，海棠湾有望打造一站式综合旅游购物胜地，进而更好地应对海南封关后的各种不确定。二是，考虑出境游爬坡期压力，公司不排除进一步与机场、品牌商等沟通，多管齐下，尽可能推动机场免税渠道重塑。三是通过拟参股中出服等，全方位市内店布局，储备国人未来市内免税店政策机遇，若新政落地未来有望带来全新增量。此外，公司也通过积分政策调整等，部分降低毛利率等压力。
- 我们认为，公司作为国内乃至全球旅游零售渠道超级巨头，目前确实也遭遇了一些转型期的困难与挑战，目前也受制于整体消费环境，后续封关政策情况需跟踪，但今年以来股价调整在一定程度上反应了上述悲观预期（公司市值重回2020年6月新政前的水平）。未来，若经营数据拐点向上，消费整体预期企稳，有助于公司投资情绪企稳。同时，公司也在积极谋篇布局成长，未来仍有离境市内免税等潜在政策机遇，以及后续“出境游+海南游”多元客群和消费渠道打通后的综合成长潜力，长线资金可考虑逐步左侧底仓配置。

图：中国中免2022年以来逐季变化情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表：会员权益调整

	新权益	旧权益
积分获取	每消费100元积1分，1分抵用1元	每消费30元积1分，1分抵用1元
会员权益		
普卡会员（免费注册）	1 倍积分	1 倍积分
银卡会员（消费金额满5千）	1.1 倍积分	1.2 倍积分
金卡会员（消费金额满1万）	1.2 倍积分	1.5 倍积分
铂金VIP（消费金额满5万）	1.3 倍积分	2 倍积分
钻石VIP（消费金额满10万）	1.5 倍积分	2 倍积分

资料来源：cdf会员购，国信证券经济研究所整理

图：中免三亚海棠湾项目一二期布局区位图



资料来源：百度地图，公司公告，国信证券经济研究所整理



## 其他免税：关注未来免税/海南自贸港新政机会，兼顾部分公司资本化进展



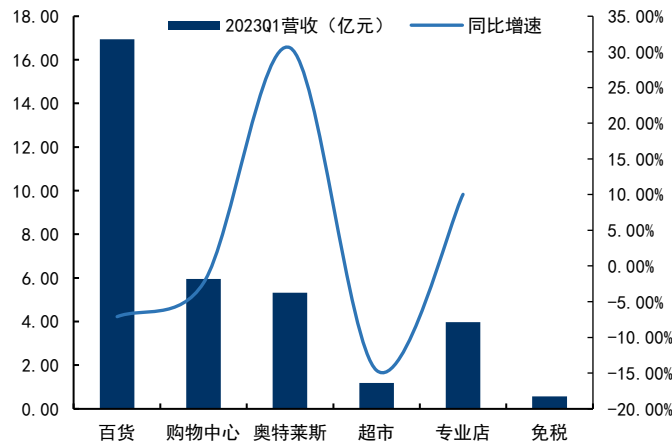
- 免税产业链其他公司主要有王府井、百联股份、海南机场、海汽集团、格力股份、海南发展等，未来核心关注政策及资本化进展。
- 未来若国人离境市内免税政策出台，王府井有望直接受益。公司系国资零售龙头，2019年有税主业及2023年股权激励要求对应业绩均9亿+，构筑基础，今年海南万宁免税项目开启。公司系北京国资旗下唯一拥有免税经营全牌照的企业，未来有望直接受益国人离境市内店政策（若政策落地），其北京市内免税弹性尤其值得期待。此外，考虑百联股份曾公告拟申请免税经营资质，作为上海国资背景企业，也可关注。
- 海南自贸港政策若加速推进，海南机场依托其海南优势卡位有望直接受益（三亚机场、海口机场免税参股、海南部分区域核心物业）。
- 海汽集团和海南发展：建议跟踪海南免税销售情况及资本化进展。海汽集团：今年5月公司公告，海旅免税重组事项已获海南省国资委同意。海旅免税在海南除中免外的新晋免税商排名前列，2022年海南免税市占率7.84%。2022年海旅免税净利润5079万元，其中最核心的海旅免税城净利润1.24亿元，相对良好。2023Q1，海旅免税收入13.96亿元/+3.52%，净利润0.99亿元/+96.96%。海旅免税预计23-25年业绩分别为1.98、3.26、4.80亿元。此外海南发展未来也值得关注。二者核心建议跟踪海南免税市场恢复情况及后续资本化节奏等。
- 格力地产：关注横琴免税政策及珠免资本化进展。珠免注入重组项目目前因财务数据到期中止审核，未来预计有望待财务数据审计更新后重启。2023-2025年，珠海免税预计实现净利润分别不低于5.17/5.67/6.20亿元，2019年归母净利约8.81亿，拱北口岸今年5月全面升级助力其未来成长。建议核心关注后续横琴免税相关可能政策及资本化节奏，兼顾澳门游恢复情况和珠免经营业绩表现。

图：王府井一季度营收和业绩及增速（亿元，%）



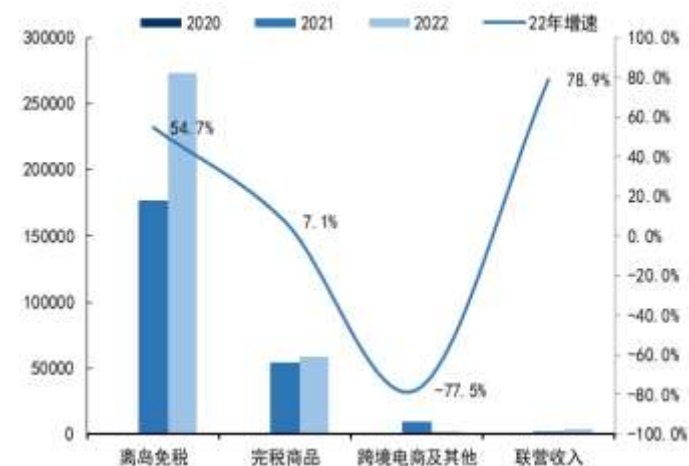
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：王府井2023Q1营收拆分



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图：海旅免税各业务增长情况

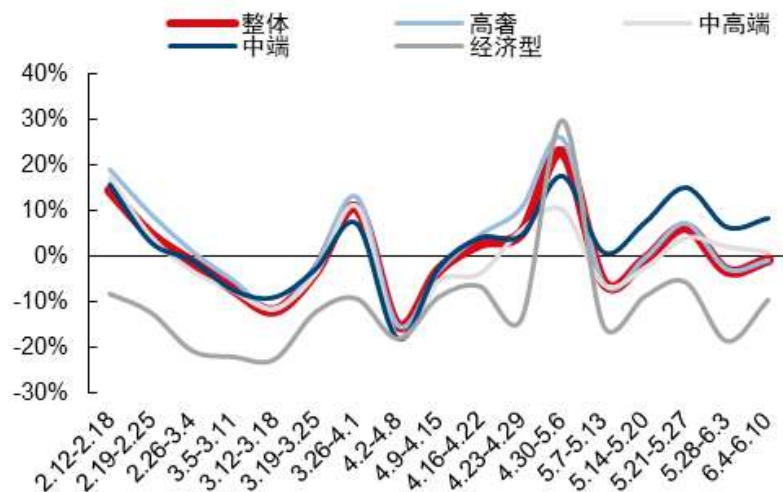


资料来源：珠海免税商场微信公众号，国信证券经济研究所整理

# 酒店—趋势复盘：震荡复苏，价格驱动，5月RevPAR恢复环比4月预计略回落

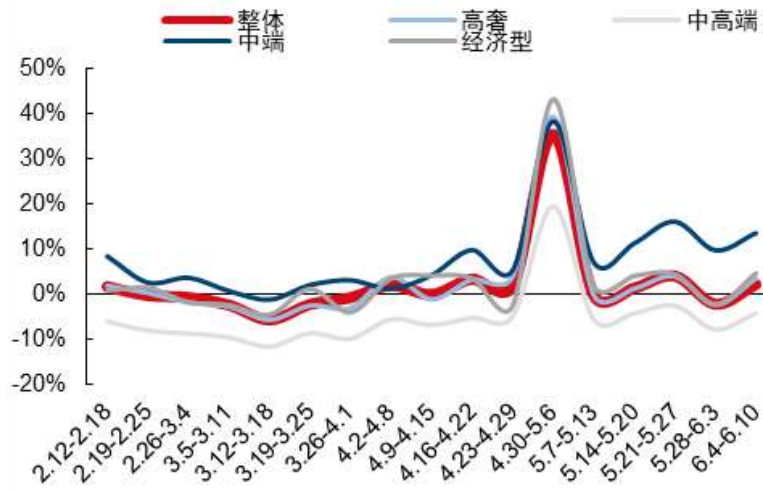
- **酒店REVPAR恢复趋势跟踪：**整体震荡复苏，其中2-3月、五一等阶段迎来高峰，五一后震荡有所回落。参考STR的酒店高频数据跟踪，今年以来，国内酒店行业RevPAR较2019年恢复水平在春节后达到阶段高点，2月中旬RevPAR恢复近120%，此后阶段回落，3月中下旬企稳反弹（商旅会展等带动），恢复约110%，4月到五一恢复显著加速（休闲旅游推动），五一恢复超120%，五一后回落，在相当于疫情前90%~110%区间波动。整体来看，5月酒店REVPAR恢复情况较4月略有回落，按STR数据测算较疫情前恢复93%左右，尚未到疫情前水平。最新一周（6.4-6.10）高考房等因素带动下，RevPAR整体向上修复。
- **特点分析：**1）酒店房价驱动为主，房价基本恢复到疫情前（酒店龙头价格管理增强+结构升级影响）。参考STR，春节后行业房价整体较疫前的恢复区间为95%~130%，多数在疫情前水平之上，但出租率恢复较疫情前仍有差距，虽阶段超疫前，但多数仍低10pct以内。参考锦江酒店国内业务，2023Q1房价/出租率较疫前各+17%/-9pct，整体RevPAR超疫前3%，价格渠道主导；2）中高端酒店REVPAR恢复相对领先于经济型，主要由于中低端商旅需求恢复仍待时日；3）参考携程等在线旅游平台跟踪，Q2以来休闲旅游占比环比有所增长，休闲旅游需求恢复良好，商旅需求恢复则随周期阶段波动。

图：酒店行业：今年以来境内酒店 RevPAR 周度恢复趋势



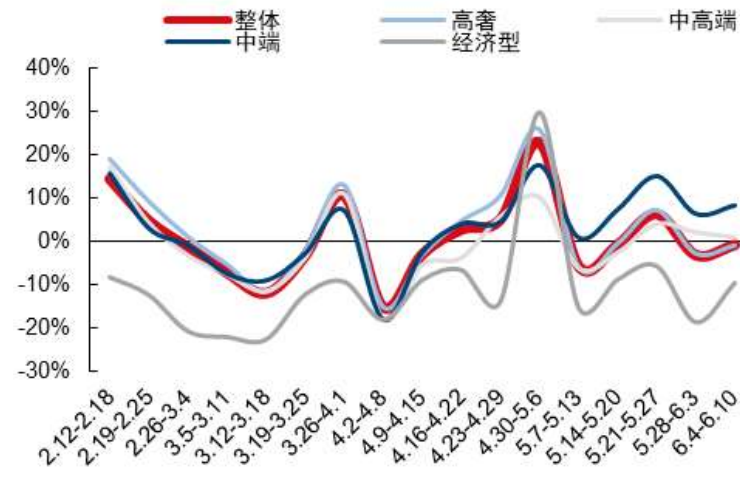
资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业：今年以来境内酒店房价恢复



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：酒店行业：今年以来境内酒店出租率恢复



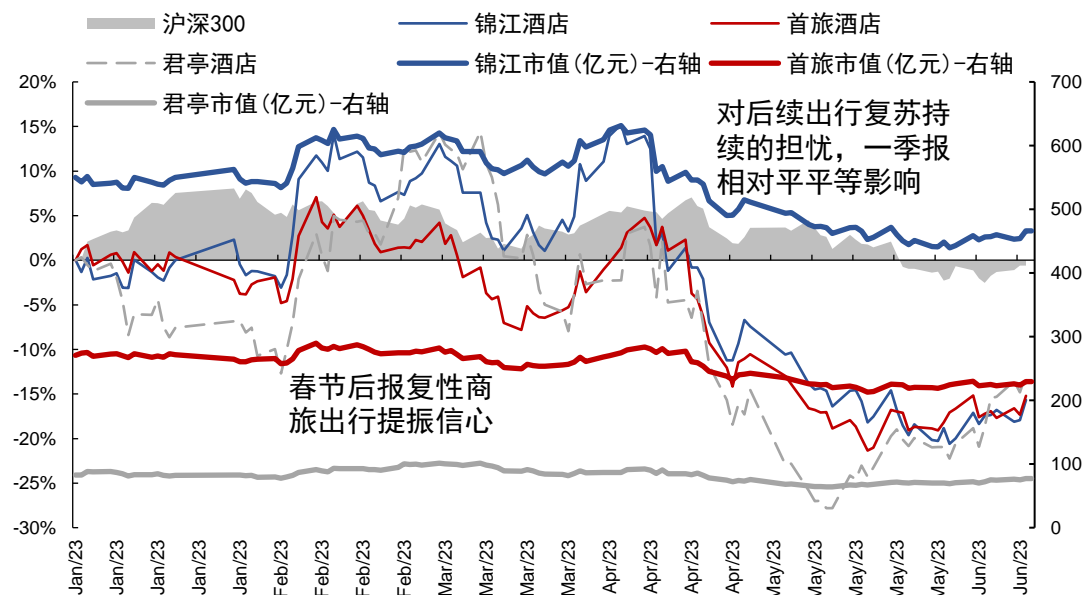
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

## 酒店一股价复盘：今年4-5月回调明显，主要系对行业后续复苏表现的担忧



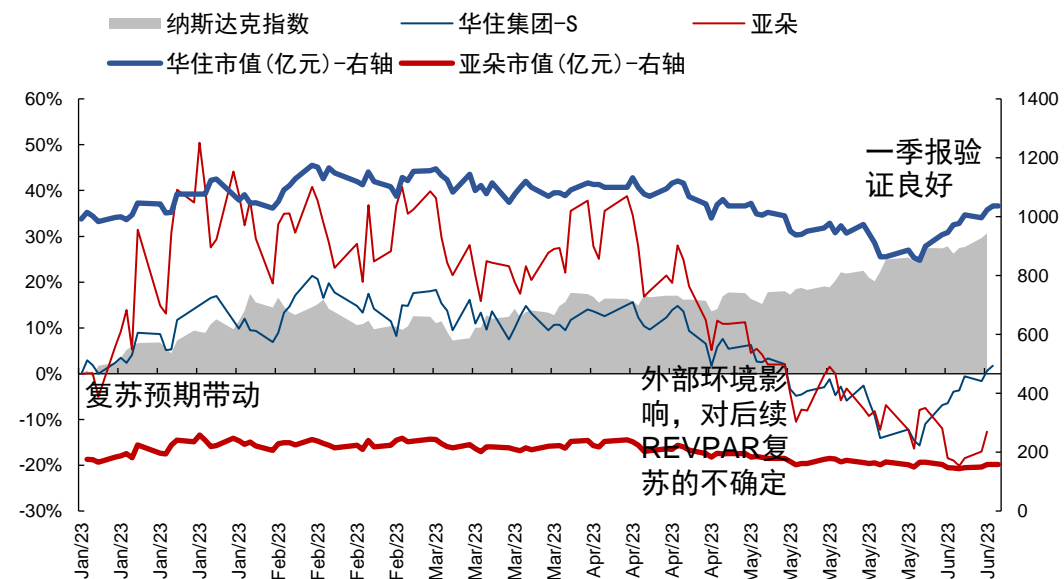
- 酒店龙头今年以来股价复盘：前高后低，4-5月整体回调明显，近期华住、亚朵因Q1良好业绩表现企稳略反弹。今年以来，国内酒店龙头股价走势前高后低。1-2月因补偿性需求释放阶段上行，但4月中下旬开始，一是对出行后续复苏强度和持续性的担忧，二是部分龙头Q1净利润表现相对平平或全年收入指引较低，导致投资情绪明显走低，4-5月整体回调明显。但5月下旬开始，华住、亚朵因一季报良好表现阶段企稳反弹，君亭酒店也因持续加速扩张成长及后续亚运会催化等略反弹。
- 今年以来，酒店龙头进入业绩验证期，市场关注龙头经营数据恢复、实际业绩验证及后续复苏预期变化。4月以来股价回调一是与部分龙头公司一季报业绩表现相对平平相关，同时核心也是消费渐进复苏下担忧后续需求尤其商旅需求不足。
- 我们认为，判断酒店行业未来趋势核心需要综合供给与需求变化分析。展望后续，我们预计国内酒店行业供给整体相对仍系渐进恢复过程，但需求复苏需结合旅游淡旺季和商旅趋势综合判断，具体见后文分析。

图：今年以来A股酒店龙头股价与市值变化趋势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：今年以来美股酒店龙头股价与市值变化趋势



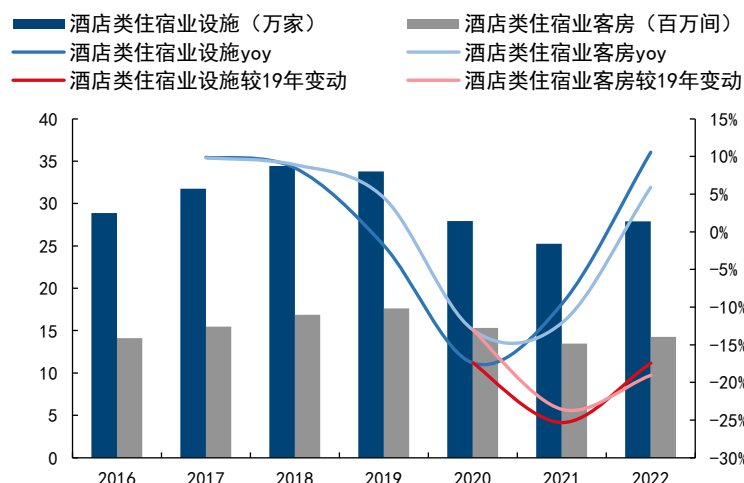
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



# 酒店—供给分析：预计酒店行业供给增加仍系渐进过程

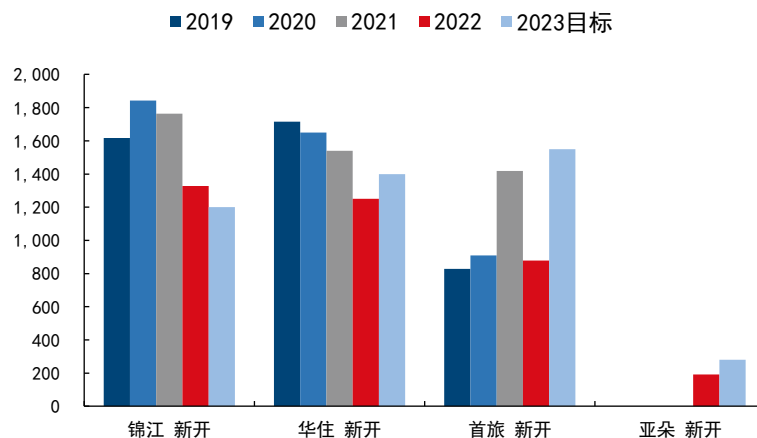
- 供给分析：出行放开下，酒店供给是否会快速增加制约后续REVPAR复苏表现？
- 2022年底，酒店行业供给较2021年底略增6%（部分隔离酒店重归等影响），但较2019年出清仍明显。2022年底，国内酒店客房数1426万间，较2021年底+6%，预计系部分隔离酒店、民宿等重新投入市场及部分龙头逆势开店所致（其中15-29间房量同比+18%）。但与2019年底相比，2022年底国内酒店房量仍下降19%，出清明显，即使后续还有部分隔离酒店重新释放，预计整体供给仍可控。
- 我们认为酒店行业供给增加仍系渐进过程，全面恢复仍待时日。虽然出行放开后加盟商的信心较去年最底部有所改善，但我们预计供给增加仍系渐进过程，主要是因为：1）三年疫情后，加盟商很多面临现金流储备不足，进而制约其短期开店节奏；二是在经济渐进复苏中，加盟商开店节奏也会循序渐进；三是即使资金充足，酒店一般从签约到开业正常也需要半年到一年的时间。
- 以酒店龙头为例，部分规模龙头今年开店目标仍相对理性，也侧面验证我们上述判断。如下图，今年国内酒店规模TOP2锦江/华住新开店目标各为1200/1400家，较其2020-2022年平均开店规模略放缓。我们认为除了二者更加重视高质量发展外，也有部分考虑上述客观因素所致。当然，也有部分酒店龙头开店仍保持强势，与其本身规模差异，所处发展阶段、定位差异等因素相关。

图：国内酒店住宿业规模变化



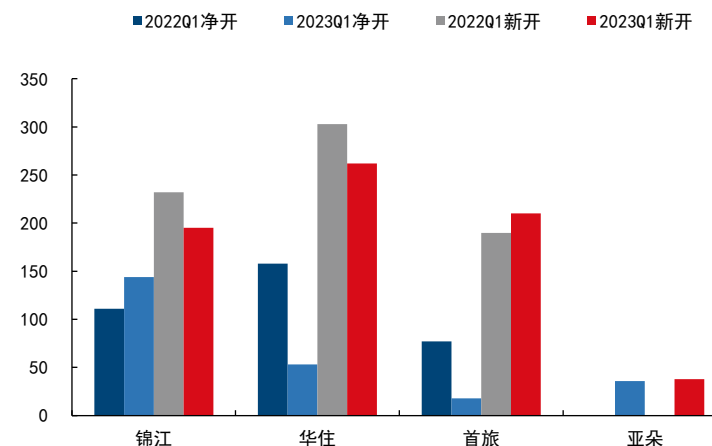
资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图：酒店龙头2023年开店目标多数相对理性



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2023年一季度开店情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

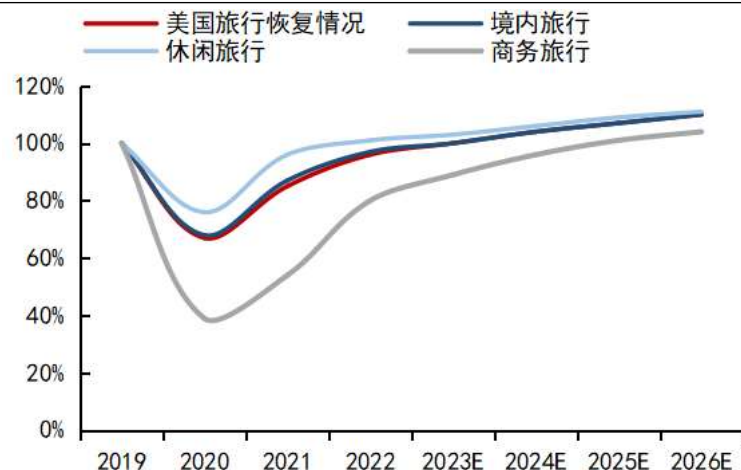


# 酒店—需求分析：国际借鉴休闲领先商旅，聚焦暑期休闲释放，跟踪商旅复苏



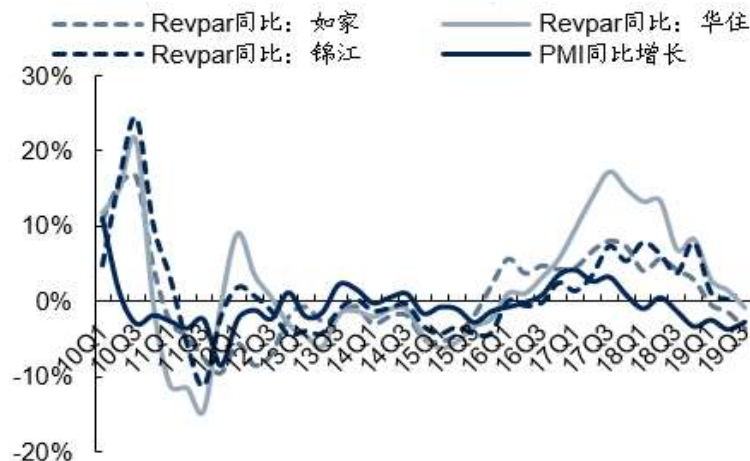
- **需求分析：**酒店需求来自商旅和休闲。参考美国出行复苏表现，休闲明显领先商旅，2022年已超疫情前水平，商旅出行恢复则相对更慢。聚焦国内，我们认为**暑期休闲旅游仍有望助力REVPAR复苏，同时建议跟踪后续商旅出行恢复节奏。**
- **休闲旅游恢复展望：**参考OTA平台携程、同程等跟踪，在出游补偿性需求释放下，今年Q2休闲旅游恢复有望较Q1加速，Q3暑期旺季仍可期。结合人民日报，今年暑运国内航空客运量有望超2019年同期，总体来看，Q2Q3休闲旅游趋势预计仍相对良好。
- **商旅出行恢复展望：**酒店龙头REVPAR变化与宏观经济周期密切相关。疫情前，酒店龙头REVPAR表现与PMI正相关，今年以来，酒店商旅需求与PMI表现也直接相关。结合前文分析，酒店龙头4-5月股价调整，整体也有对后续商旅等出行需求复苏不足的担忧。但若后续经济刺激政策陆续出台，商旅复苏开始逐步加速，也有助于加速酒店整体需求恢复和RevPAR进一步提升。
- 此外，国内酒店龙头近两年自身收益管理能力的强化，也有助于其REVPAR的复苏表现。
- **综合供求分析，我们认为在国内酒店行业供给仍处渐进恢复背景下，需求趋势变化对其REVPAR走势影响更大。展望未来，暑期旺季休闲旅游需求有支撑，配合龙头收益管理强化，有助于酒店RevPAR复苏阶段环比相对提速；而商旅需求趋势则需跟踪，如后续实质提振经济措施持续出台，商旅需求可有效加速，则有助于整体改善下半年乃至后续酒店RevPAR恢复预期。**

图：美国出行恢复情况：休闲出行恢复领先商旅



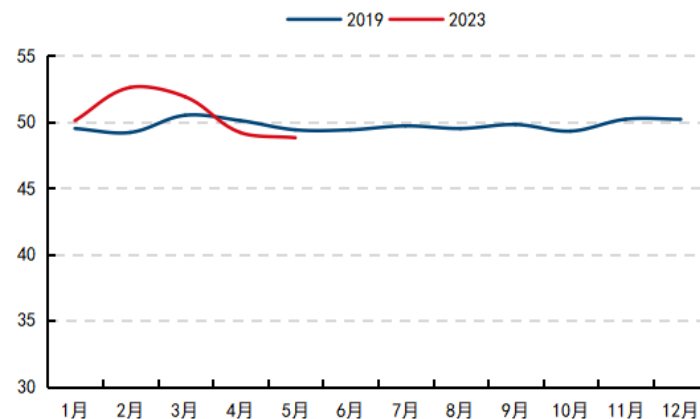
资料来源：美国旅行协会，国信证券经济研究所整理

图：疫情前，酒店龙头RevPAR变化与PMI正相关



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：今年以来PMI变化

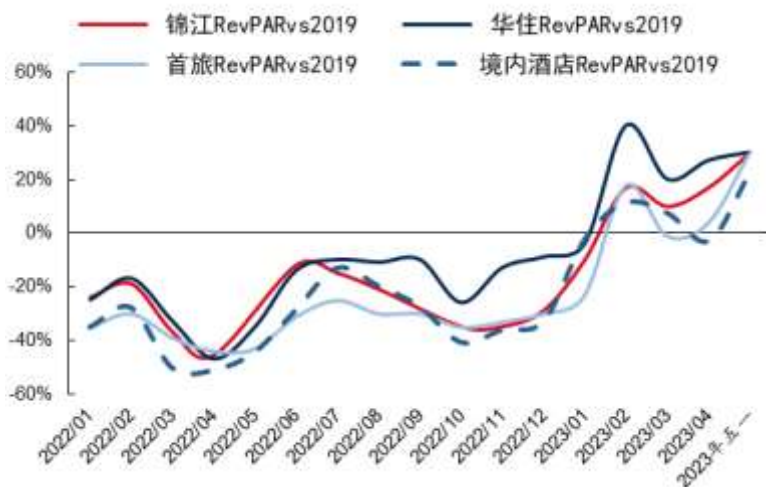


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

# 酒店龙头：RevPAR复苏、规模扩张和经营差异，一季报业绩验证有所分化

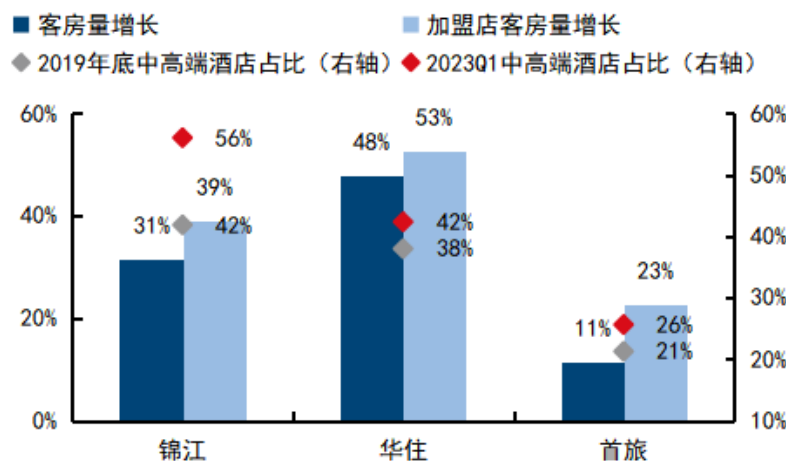
- **聚焦酒店龙头：酒店结构升级+收益管理强化，龙头RevPAR领先行业复苏。**疫情三年，酒店龙头积极中高端升级，2023Q1末，锦江/华住/首旅中高端酒店占比各为56%/42%/26%，较2019Q1末各增加22/7/8pct。同时，酒店龙头通过系统等升级收益管理强化，其今年以来RevPAR恢复多数领先行业，其中五一期间上市龙头RevPAR恢复均达到超过130%，领先行业（行业整体恢复为123%）。
- **龙头积极规模扩张，加盟占比提升。**疫情三年，酒店龙头积极规模扩张，2023Q1VS2019年底，锦江/华住/首旅/亚朵客房规模各增加31%/48%/11%/129%，其中加盟店客房规模较疫情前增加39%/53%/23%/139%，各自加盟占比增加5pct/3pct/8pct/4pct，规模扩张和加盟占比提升也有助于酒店龙头后续收入和业绩表现。
- **一季度业绩验证相对分化：华住/亚朵净利润恢复领衔，锦江/首旅/君亭各有拖累。**2023Q1华住、亚朵RevPAR均恢复至疫前约118%，恢复领先，规模扩张和经营效率提升助力Q1靓丽表现。其中华住境内收入较19Q1增长超50%，经营性业绩较疫前接近翻3倍，达到近6亿，规模扩张和经营优化成效显著；亚朵收入较疫前增长约1.6倍，实现经调整业绩约1.6亿（Q1末968家门店。锦江境内酒店业绩估算近2亿，较疫前翻倍，效率优化开始显现，但因海外拖累影响最终净利润表现；首旅酒店因直营店爬坡及IT、跨境购等投入，淡季拖累更为明显；君亭酒店因核心盈利项目上海项目改造和直营主导模式影响，一季度业绩表现相对平稳。

图：酒店龙头REVPAR恢复多数领先行业



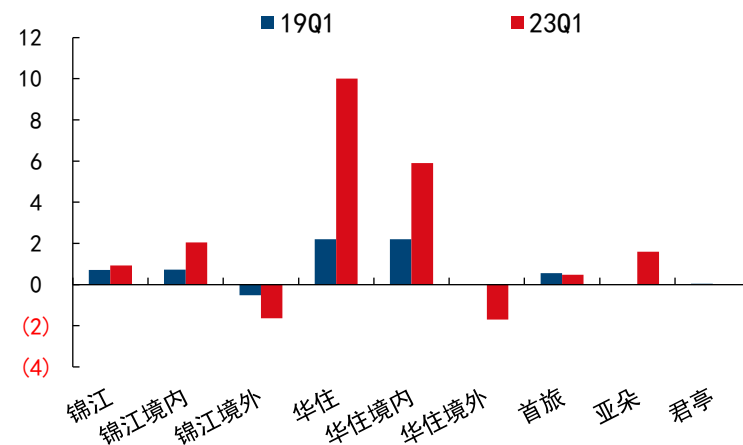
资料来源：公司公告，STR，国信证券经济研究所整理

图：2023Q1VS2019年底，酒店龙头规模增长和结构升级情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：酒店龙头2023Q1业绩验证情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：锦江、首旅、君亭均为扣非业绩，华住、亚朵为经调整业绩，23Q1华住境内经调整剔除了出售雅高及公允变动额

# 酒店龙头：关注暑期旺季及商旅预期改善，兼顾亚运会催化



- **酒店龙头历史估值复盘：**周期上行期PE估值有望30x或以上， $\alpha$  差异带来估值溢价。历史来看，锦江酒店、首旅酒店、华住（HTHT.O）动态估值往往与经济周期共振。2011-2015年因去三公等影响行业下行，且经济型酒店成长相对成熟期，龙头估值普遍15-30x；2016-2019年伴随中端升级和酒店新一轮周期中，华住因经营优良等估值提升至40-60x，锦江和首旅估值在20x-40x之间波动，其中2019年下行周期时阶段承压。整体上三大酒店龙头因扩张节奏、经营效率及市场风格差异，估值水平有所分化。
- **投资建议：**关注暑期旺季及商旅预期改善下的反弹机遇，兼顾亚运会题材，中线仍建议坚守龙头。暑期旺季将至，休闲旅游需求有望助力RevPAR复苏阶段改善，且若后续提振经济等利好政策持续落地，也有望助力酒店商旅预期改善。考虑酒店龙头一般商旅占比预计超过50%，若后续政策利好推动周期向上，酒店板块仍有望阶段迎贝塔机遇。综合成长和亚运会题材等因素，短期A股优选君亭酒店（君澜度假定位暑期受益，门店加速扩张期，亚运会催化等）、锦江酒店、首旅酒店等，中线则锦江酒店、君亭酒店、首旅酒店等，同时港股也结合资金风格，可适度关注华住集团-S（高效成长）、亚朵酒店（中高端定位，2025年门店目标2000家较当前翻番）。

图：酒店集团历史估值情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2020-2022年估值参考2019年业绩进行估算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：酒店龙头2023年RevPAR恢复指引

	Q1	Q2	全年
锦江境内	103%	110%-115%	-
锦江境外	110%	110%-115%	-
华住境内	118%	110%-115%	110%-115%
华住境外	94%	-	-
首旅	96%	预计好于Q1	-
亚朵	118%	113-115%	110%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 景区经营：补偿性需求+国企改革下，今年复苏表现可期，横向比较优势突出



- 横向比较，景区板块今年业绩确定性相对较高：收入端客流复苏可期 + 国企改革加速业绩释放，相对优势突出
- 收入端：补偿性需求释放下，今年国内出游人次景气向上，暑期旺季有望进一步提速。1、受益于补偿性需求释放，国内游人次恢复逐步向好，暑期旺季值得期待。2、在疫后复苏的一季报验证中，景区成出游消费焦点，名山大川特别是佛教胜地尤受青睐。景区公司收入主要来自门票、索道，出行中的相对刚需消费，在消费渐进复苏中，收入伴随人次恢复有良好支撑。
- 业绩端：景区公司多为国企背景，今年整体国企考核更加关注利润增长，有望进一步助力国企景区成本费用优化，加速业绩释放。
- 一季度已有验证：今年一季度景区板块收入业绩恢复一马当先，归母与扣非净利润较疫前分别+121%/+174%，多数公司净利润创历史新高，其中三特索道实现上市以来首次一季度规模盈利、峨眉山A、黄山旅游扣非业绩较疫前大幅增长282%、169%，表现突出。

表：景区公司 2023Q1 数据汇总（单位：亿元）

公司	23Q1 营收	营收VS19Q1	23Q1 归母净利	归母净利润VS19Q1	23Q1 扣非净利	扣非VS19Q1	原因
三特索道	1.6	47%	0.29	扭亏为盈	0.43	扭亏为盈，创07年上市以来最好表现	上市多年来首次一季度业绩为正，且一季度淡季扣非表现超过4000万。主要系：（1）近3年公司债务规模大幅下降，Q1财务费用从疫情前2000多万降至500万左右；（2）盈利景区客流恢复突出，部分超疫前；（3）亏损项目处置，降低压力
峨眉山A	2.38	-7%（剔除口径影响+10%以上）	0.7	262%	0.69	282%	客流较疫情前增长20%+，剔除收入口径调整影响，预计收入较19Q1增加10%以上；景区客流恢复推动归母/扣非净利润较19Q1增长显著
黄山旅游	3.38	28%	0.65	174%	0.6	169%	客流较疫情前增长40%+，恢复明显
九华旅游	1.92	43%	0.62	60%	0.6	61%	佛教资源，环保车为主，省属直控企业受市区费用影响较
天目湖	1.2	35%	0.19	28%	0.17	14%	酒店扩容（3年增加近300间）及存量项目持续优化等贡献，民转国进程中
丽江股份	1.8	40%	0.55	56%	0.56	65%	核心索道客流超疫情前
长白山	0.7	41%	-0.04	较19Q1亏损0.25亿元明显减亏	-0.04	较19Q1亏损0.25亿元明显减亏	春节客流恢复至疫情前
中青旅	16.58	-35%	-0.05	较19Q1转亏0.69亿	-0.07	较19Q1转亏0.63亿	Q1乌镇净利润恢复仅5成，原因：（1）高毛利东栅景区团队游仅恢复5成，其门票业务盈利能力其实较高；（2）酒店扩容增加固定折摊；（3）财务费用增加；（4）2019Q1补贴1000万+基数差异。Q1山水酒店亏损（19Q1盈利）对业绩恢复亦有拖累
张家界	0.64	18%	-0.3	较19Q1转亏0.22亿	-0.32	较19Q1转亏0.19亿	客流复苏，但因大唐古城等项目影响，业绩较疫情前仍拖累
桂林旅游	0.86	-26%	-0.13	较19Q1转亏0.11亿	-0.12	较19Q1转亏0.10亿	客流预计尚未完全恢复到疫情前水平

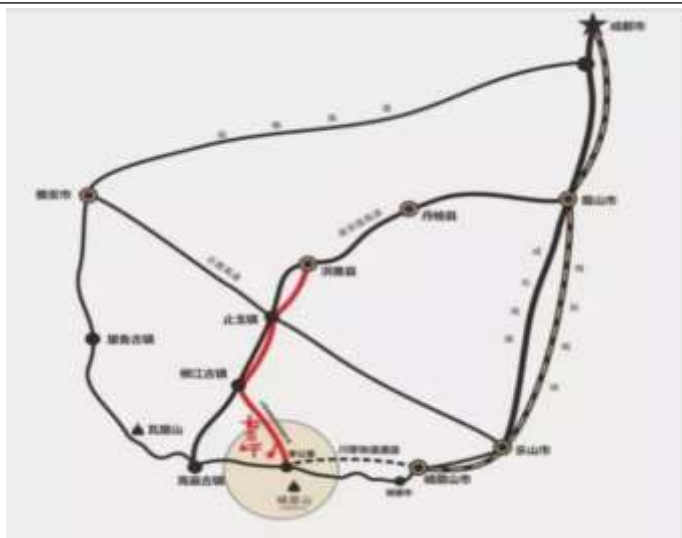
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：九华旅游盈利预测来自wind一致预期



# 景区成长：内外交通改善，国企改革深化有望助力经营优化

- 疫情前，门票降价令已倒逼部分景区龙头探索转型，但疫情三年阶段节奏受制。受制于单一门票经济瓶颈，疫情前景区公司转型谋成长，由门票经济向多元复合业态发展，通过主景区二次开发、山下休闲度假布局升级、运营优化以及外延扩张搭建成长曲线，但疫情三年阶段有扰动。同时部分国企景区的拓展节奏相对较慢。
- 出行放开后，多年推进下景区二次开发开始进入实质环节，配套交通改善有望打开客流上限，有望助力中线成长。
- 名山大川型景区：“天时地利人和”下，正走向扩容转型加速期。峨眉山：峨眉山市到景区双线进山已通车，金顶区域新项目推进，今年底和明年中期周边大交通将改善，未来万佛顶打造、西欢线和南环线开发皆有看点；黄山旅游东黄山开发进入实质环节，东大门索道计划于2025年6月竣工，东大门游客集散地未来日接待量有望达5万人次，有望扩容景区接待能力和加速山下开发。此外，九华旅游等后续受益今年底武杭高铁通车。今年以来国企改革持续深化下，国企景区公司有望加速转型，持续助力中线成长。
- 其他景区公司：强产品强运营为核心，区域深耕，探索外延。三特索道在疫情期间持续优化存量六大核心项目，收购东湖海洋公园，处置部分亏损资产，积极降低杠杆降本增效，也有助于其中线成长；天目湖积极高端酒店项目扩等。

图：大峨眉西环线



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：黄山风景区索道交通分布图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：武杭高铁线路图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 景区投资：横向比较优势突出，估值中枢有望回升，暑期旺季仍可期

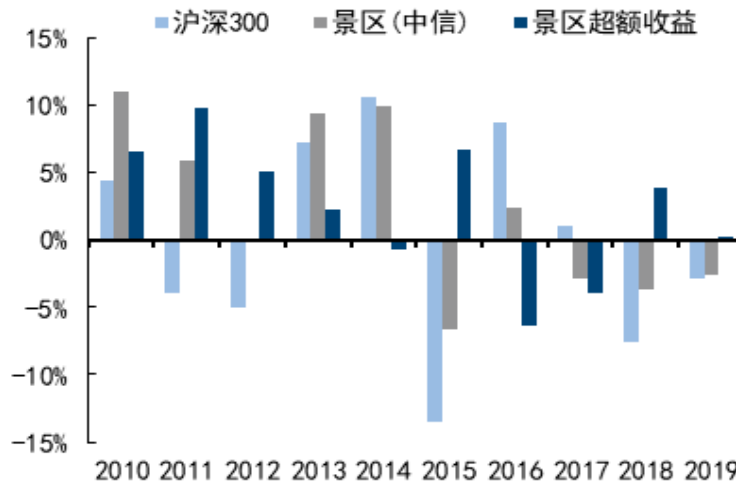
- **国企景区估值复盘与思考**：2017年之前，自然景区公司估值在30x上下波动，核心系“自然资源禀赋优势+稳定增长预期+现金流良好”，其中交通改善、资源整合或主观诉求变化等阶段带来催化，具有一定防御配置价值。2018年后，自然景区估值降至20x上下，主要系景区门票降价令影响其成长逻辑。目前来看，过去三年承压下，预计景区门票价格更偏各地灵活调节；同时景区公司积极求变，内外交通改善近两年有望进入实质环节，国企改革深化下公司经营有望更加积极主动，中线成长有望改善，助力估值中枢回升。
- **立足当下，出游补偿性需求释放+景区门票&索道消费相对刚需+国企改革加速，景区板块业绩复苏确定性较好，横向比较相对优势突出，一季度已初步验证。综合景区板块过往旺季行情规律及今年暑期旺季趋势，我们仍看好暑期来临下景区板块投资机遇。**
- **结合景区自身资源禀赋、国企改革、中线成长和估值水平，我们重点推荐峨眉山A（佛教名山资源优势+国企改革下有望持续优化，景区内外交通改善和项目扩张拓宽成长空间）、三特索道（民企转国资推进中，今年有望进入盈利规模释放的拐点）、黄山旅游（资源优势+国企改革下业绩复苏确定性较高、东黄山开发等带来中线看点）、天目湖（民企转国资推进中，优质高效运营的景区龙头，内生外延皆有看点）等，建议关注九华旅游（佛教名山资源优势，受益主业复苏、国企改革和交通改善）等。**

图：重点景区公司PE动态估值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2010-2019年暑假期间（6-8月）景区板块超额收益



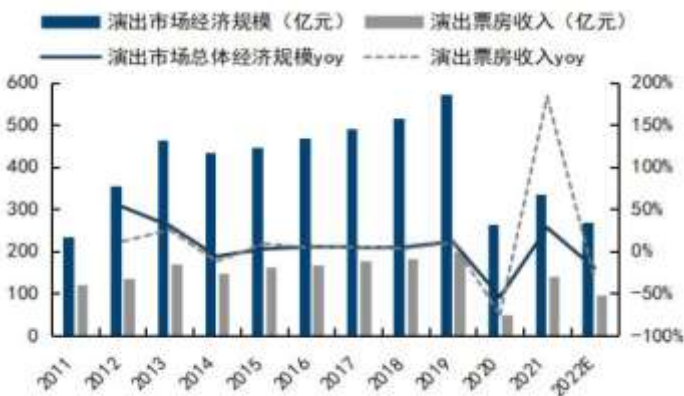
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

演艺行业：三年至暗时期已过，存量与增量市场迎来新的发展机遇



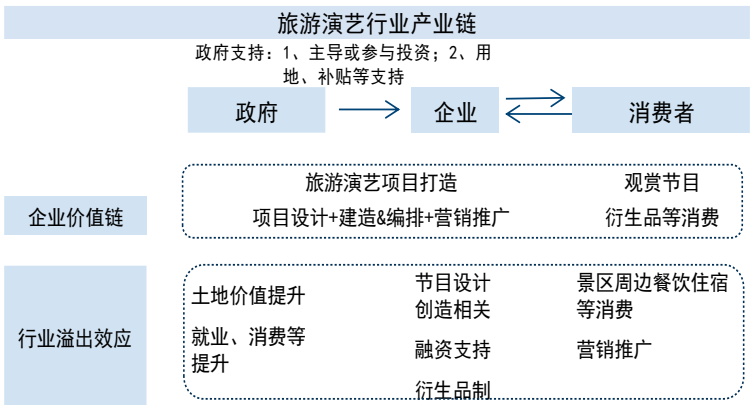
- 疫情三年在消费场景受制下承压显著，2023年线下演艺加速回暖。参考中国演出行业协会数据，疫情前，现场演艺行业年均增约10%，2019年现场演艺总规模500亿+。疫情承压，2022年现场演艺较2019年下降过半。出行放开后演艺开启复苏。
- 演艺强溢出效应下政府支持逻辑不变，存量盘活，新项目更重运营实效。演艺行业从产业链而言主要包括政府、企业和消费者等三个层面，主要具有两大特点：一是溢出效应突出，二是盈利二八分化显著。三年疫情下部分演艺运营方可能承压退出。出行放开后，演艺行业溢出效应下政府整体支持逻辑不变，只是财政预算压力下更重视项目本身的投入产出与运营成效。同时，部分地方政府开始考虑引入强运营的演艺企业优化部分闲置项目。
- 景区星级评定新规为强运营企业提供发展机遇。今年3月文旅部就《旅游景区质量等级的划分与评定》（修订稿）公开征求意见中在5A/4A景区标准中特别强调景区需要配备高品质的旅游演艺产品或文化旅游活动。鉴于此，考虑旅游演艺行业本身需要商业性和艺术系的有效平衡，对一体化运营要求较高，从而为运营能力较强的旅游演艺企业提供了新的成长机会。鉴于此，旅游演艺产业相关公司宋城演艺、锋尚文化、大丰实业等有望直接受益，助力其新项目成长。

图：我国现场演艺的市场规模情况



资料来源：灯塔研究院、中国演出协会等，国信证券经济研究所整理

图：演艺产业链



资料来源：空间秘探等，国信证券经济研究所整理

图：《旅游景区质量等级的划分与评定》（修订稿）新增文化特色部分

GB标准等级划分条件框架 (以AAAAA级旅游景区为例)	修订标准等级划分与评定条件框架 (以AAAAA级旅游景区为例)
5.1.1 旅游交通 5.1.2 游览 5.1.3 旅游安全 5.1.4 卫生 5.1.5 邮电服务 5.1.6 旅游购物 5.1.7 旅游管理 5.1.8 资源和环境的保护 5.1.9 旅游资源吸引力 5.1.10 市场吸引力 5.1.11 年接待海内外旅游者 5.1.12 游客抽样调查满意率	6.1.1 旅游特色 6.1.1.1 资源禀赋价值 6.1.1.2 旅游市场影响 6.1.2 旅游交通 6.1.2.1 外部交通 6.1.2.2 交通标识与停车服务 6.1.3 游览设施 6.1.3.1 游客中心 6.1.3.2 导览系统 6.1.3.3 游览线路与游览工具 6.1.3.4 卫生与休息设施 6.1.4 游览服务 6.1.4.1 解说系统 6.1.4.2 讲解服务 6.1.4.3 购物服务 6.1.4.4 餐饮服务 6.1.4.5 特殊服务 6.1.5 旅游安全 6.1.5.1 安全管理与容量控制 6.1.5.2 安全设施与安全警示 6.1.5.3 应急救援与应急处置 6.1.6 文化特色 6.1.6.1 文化主题 6.1.6.2 文化利用 6.1.6.3 企业文化

资料来源：搜狐网等，国信证券经济研究所整理



# 宋城演艺：演艺主业暑期恢复有望提速，兼顾财报保留事项处理节奏



- **今年3月核心项目开启复园，五一恢复加速。**公司核心项目杭州/西安/张家界/九寨3月逐步复园，一季度收入和归母业绩各恢复28%/16%，与开业时间较短，跟团恢复时滞相关。2023年五一，宋城演艺全国演出场次/游客量/营收按可比口径恢复至2019年同期的160%/127%/121%。同时，公司上海/佛山项目预计7月1日/9月29日开园。**整体来看，公司收入和业绩恢复Q2Q3有望环比逐季度加速。**
- **中线展望：**VS2019年，公司自营项目从“3（成熟）+2（培育）”个增至“5（成熟）+4（培育）”，核心成熟项目剧院翻倍、承载量扩容；西安千古情3月升级亮相后成效显著，期待上海项目今年七月一日重新推出后的表现。此外，结合行业分析，政府与景区企业对文旅演艺项目的需求更侧重实效与运营，文旅项目需求增加，公司强运营能力+未来国内外多元轻资产扩张有望构筑新的增长驱动。

## 历史估值复盘：公司一般PE估值中枢

【30, 40x】，花房经营承压则在【20, 30x】之间，项目扩张期和新模式探索有助于阶段提振估值至40x及以上，疫情期间参考19年业绩估值多在30x左右，根据出行复苏预期波动。

- 目前来看，制约公司股价主要因素：一是财报保留事项（花房参股公司相关），二是因跟团游制约，主业恢复不及自然景区，且制约短期估值水平。随暑期来临，公司演艺主业恢复有望逐季加速，如暑期核心项目能基本恢复，有望提振明后年业绩信心；同时若七一上海项目开业超预期，有望扩容中线成长空间和提升估值水平。综合来看，建议结合财报保留事项处置进展情况和暑期和新项目等表现逐步考虑配置。

图：公司历史估值复盘



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：2020-2022年E使用2019年数据

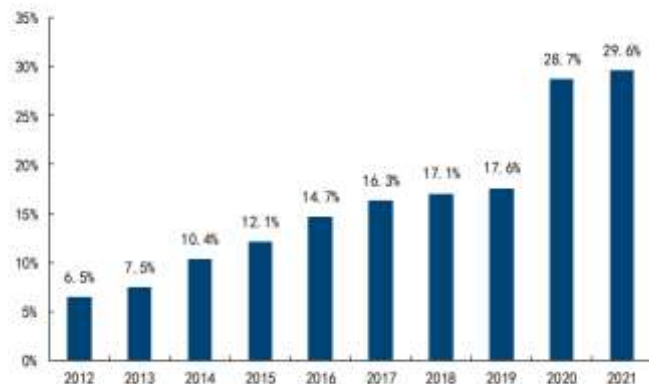


# 在线旅游：疫后线上化率显著提升，携程、同程一季度靓丽增长，全年展望积极



- 疫后三年在线化渗透率提升。过去三年，国内旅游在线旅游渗透率明显提升，从2019年的17.6%提升至2021年的29.6%，2022年预计进一步提升，进而有助于在线旅游龙头市场份额成长。，出行放开后，在线旅游龙头恢复明显领先行业。
- 在线旅游龙头受益行业复苏与业务扩容，一季度收入与业绩均超过疫情前水平，全年预期展望积极。
- ✓ 携程集团立足中高端优质客群基础、疫情三年全面扩容，直接受益旅游线上化率提升，Q1国内与纯海外业务恢复超疫前，出境游逐步复苏，经营效率提升助业绩弹性。2023Q1，公司收入、Non-GAAP净利润与盈利能力均超疫前水平（VS2019Q1，公司收入增13%，经调净利润+18%）。预计全年收入恢复有望超Q1表现（Q2Q3有望加速），经营效率有望超疫情前，全年经调业绩有望上看80亿+。
- ✓ 同程旅行受益于补偿性出行释放与低线城市在线渗透提升，叠加公司疫后业务多元化布局的努力（如短途交通票务、考试房/音乐会住宿等），2023Q1公司实现收入/经调整净利润较19Q1各增45%/12%；平均月活/月付费用户较19Q1各增44%/79%，均创历史新高。未来有望通过提升交叉销售进一步提高APRU值。整体来看，公司Q2/Q3出行趋势有望持续向上，全年收入和业绩有望超2019年水平。

图：2012-2021年国内在线旅游渗透率变化



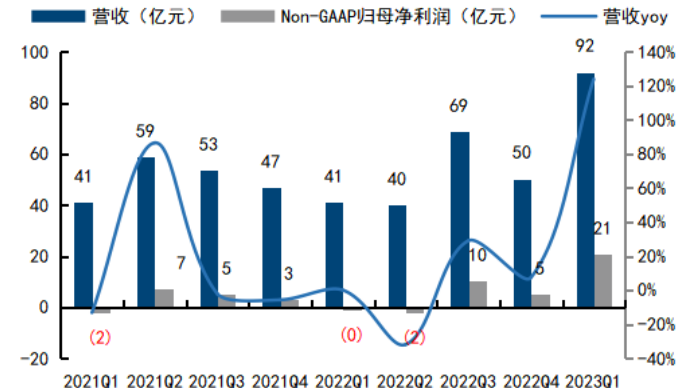
资料来源：网经社，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行2019-2023年Q1单季度收入及业绩变化



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：携程2021Q1-2023Q1收入及Non-GAAP业绩变化



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

# 在线旅游：当下估值具性价比，期待暑期旺季表现

- 综合历史估值复盘，携程、同程目前动态估值均略低于其历史估值中枢，考虑二者受益线上渗透率提升和过去三年经营扩容和效率提升，全年业绩增长可期，建议综合资金面因素进行逢低布局（携程短期受百度减持影响），预计暑期旺季和全年表现仍有期待。
- 携程：截止6.16，公司最新2023/2024年动态估值21/16X，相对低于其历史正常时期的估值水平（2003-2019年公司动态PE估值23-45x之间，其中2003-2017年估值中枢36x，18-19年竞争加剧时为23x，2020-2023年初在18-30x之间波动，4月以来因资金因素和后续复苏不确定股价回调，此后因基本面坚挺企稳回调，近期则因大股东百度因自身发展因素公告拟减持，但中线成长仍可期。
- 同程：最新2023/2024年动态估值19X/15X，相对复苏时估值水平具有一定的性价比（公司历史PE估值17-25x，复苏周期多数在20x以上）。且过去三年，公司把握下沉在线渗透提升红利，流量逆势增长，一站式产品供给强化，出行复苏下全方位变现可期。

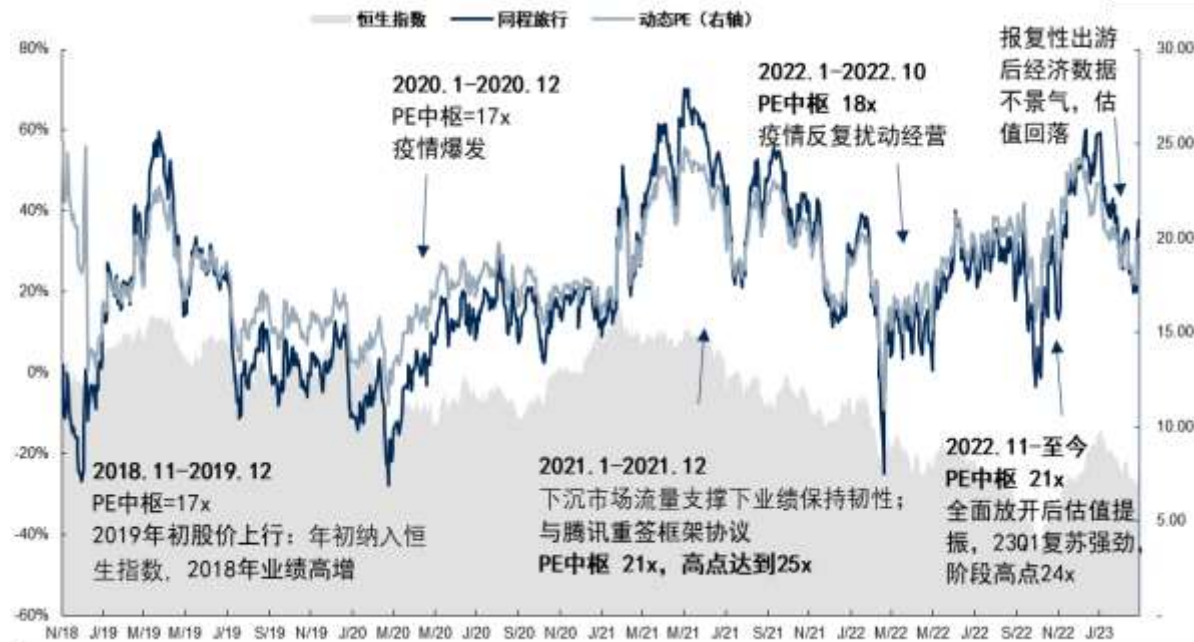
图：携程网（TCOM.O）股价涨跌幅及估值复盘



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：同程旅行股价涨跌幅及估值复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 人服：企业用工需求复苏偏温和，龙头经营表现分化

■ 疫情后企业用工恢复偏温和，未显现出强复苏：1-2月数据触底回升，招聘职位数/MAU恢复至2022年的95%/110%+，求职端先于企业端复苏；3月以来，招聘端需求较2月有所承压，发布职位数/招聘公司数同比恢复至2022年同期的90-100%，以同道猎聘为代表的企业中高端招聘需求连续四个月环比小幅回升；求职端需求相对旺盛，MAU/DAU恢复程度达到120%+，其中以BOSS直聘为代表的蓝领求职需求相对旺盛。

## ■ 2023Q1人力资源服务行业龙头经营数据分化

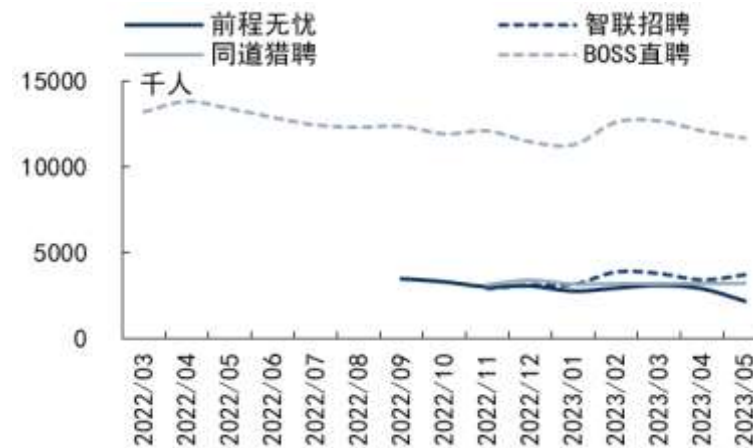
✓ 科锐国际：2023Q1灵活用工业务收入同比+约15%，其中海外业务同比+31%，海外，延续复苏态势。而猎头业务收入同比-34%，RPO业务（招聘流程外包）收入同比-约50%。2023Q1，公司整体营收23.93亿元/+9.2%，归母净利润3330万元/-37.0%，**低于市场预期**。

✓ 北京人力：上海地区补贴到位（2022年上海补贴发放时间为第二季度）& 外包业务维持高增带动，2023Q1FESCO营收91.95亿元/+22.6%，归母净利润3.38亿元/+57.0%，扣非归母净利润1.80亿元/+3.0%。若剔除上海地区补贴影响，归母净利润依旧同增20%+，**经营韧性凸显**。

✓ BOSS直聘：2023Q1公司收入12.78亿元/+12.3%，超出22Q4指引；净利润0.33亿元；经调净利润（Non-GAAP）2.45亿元/+102.3%。

✓ 同道猎聘：2023Q1营业收入5.03亿元/-22.4%，预付费订阅模式下Q1收入存在影响，经营亏损0.37亿元，经调整经营亏损0.16亿元。

图：在线招聘APP招聘职位数情况



资料来源：久谦数据库，国信证券经济研究所整理

图：科锐灵活用工人数



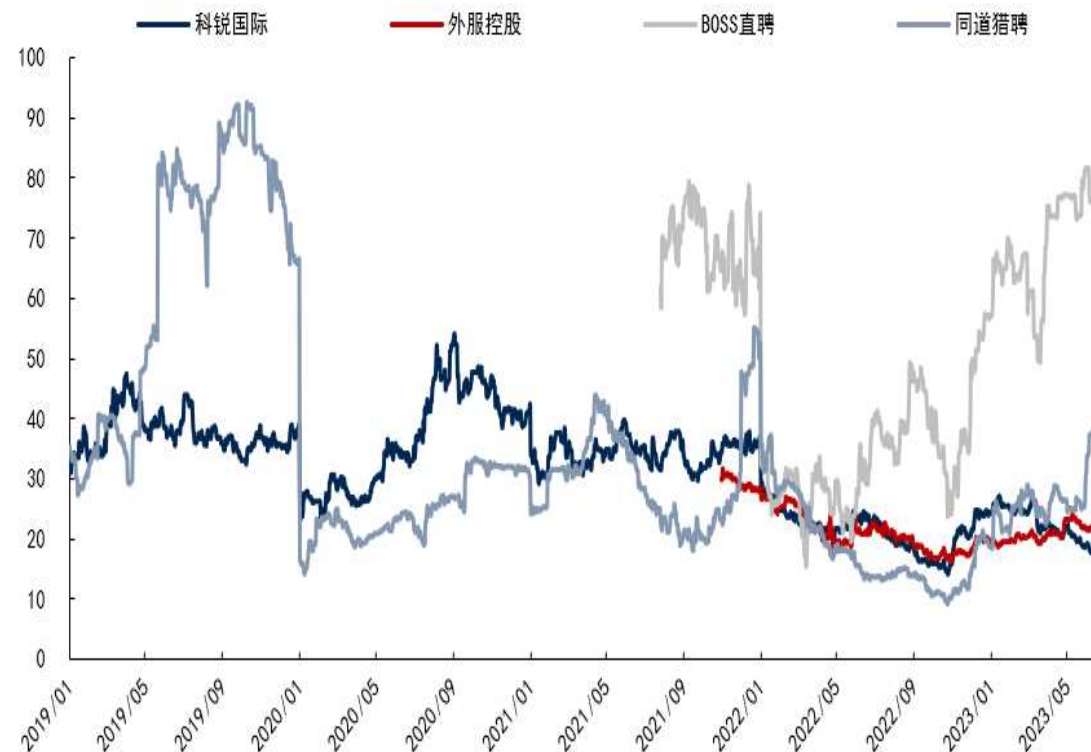
资料来源：久谦数据库，国信证券经济研究所整理



# 人服：板块具备强顺周期属性，估值已回落至具备吸引力区间

- 板块顺周期属性已得验证，板块资本化进程不断提速。
  - ✓ 由于岗位外包存在降本增效的功能，过往市场认为岗位外包（灵活用工）存在适度逆周期属性。但实际结果是，2021-2022年疫情影响下岗位外包需求边际增速放缓（并未出现大家期待的逆周期属性），故过往呈现的逆周期属性我们认为是岗位外包渗透率提升抵消了经济下滑的影响，行业本身仍为强顺周期行业。此外，行业玩家近些年加速自身资本化步伐，2021年外服控股、2022年北京外企先后公告重组上市，中智股份也处在IPO阶段。
- 板块估值：科锐国际在高增期PE估值中枢【30, 40x】，经济下行周期中枢回落至20x左右；外服控股上市后估值中枢始终在20x左右；北京人力当年动态估值约18x。
- 目前来看，我们认为当下的人力资源行业：一是关注宏观经济预期的拐点（企业经营与经济周期高度相关），二是关注个股 $\alpha$ 层面的机会，如科锐灵活用工人头数增长情况。从中线看，结合上文可知，目前板块个股估值已经回落至具备吸引力的区间，建议逢低逐步考虑配置。

图：人力资源服务股价复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：2019&2023年净利润为Wind一致预期的当年净利润，2020-2022年为Wind一致预期的次年净利润

# 教育：A股教育板块约恢复至2019年80%，港股高教稳健增长

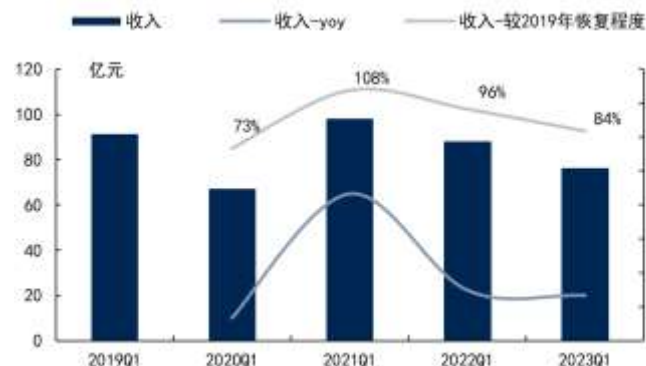
## ■ A股教育处复苏通道中，港股高教内生增长保持稳健。

- ✓ **A股教育**：2023Q1，A股教育板块营业收入76.30亿元/-13.35%，恢复至2019Q1的83.60%；归母净利润3.79亿元，较2022Q1亏损1.92亿元扭亏为盈，恢复至2019Q1的77.05%；扣非净利润亏47.29亿元，亏损幅度较2022Q1的-44.72亿元有所扩大，较2019Q1的18.02亿元仍显著承压。
- ✓ **港股高教**：FY2023H1收入增速~10%，利润增速略低于收入增速，营利性转设稳步推进；由于一二级市场估值倒挂限制外延并购，核心关注内生增长（在校生人数&生均学费），以FY2022财报，各民办高教在校生人数/生均学费增幅基本15-20%/5-15%。

表：港股高教核心经营指标梳理

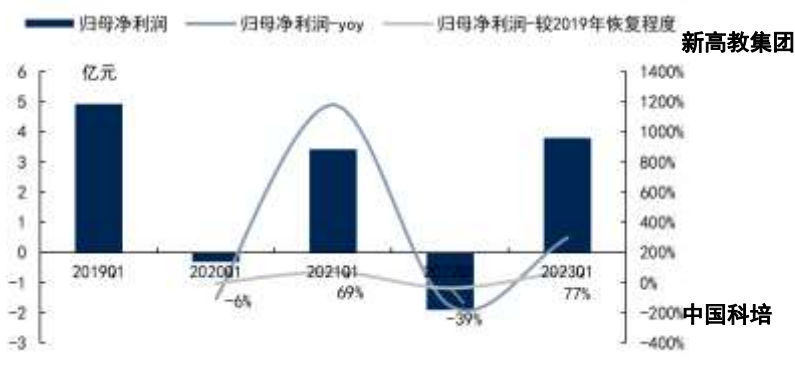
		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023H1
中教控股	营业收入（百万元）	2,678	3,682	4,756	2,775
	yoy	37.00%	37.50%	29.15%	18.03%
	在校生人数	180179	240004	304487	-
	yoy	3.87%	33.20%	26.87%	-
	生均学费（高教）	1.58	1.55	1.60	-
	yoy	26.92%	-1.54%	2.76%	-
	毛利率	59.78%	59.06%	57.91%	57.41%
	经调净利（百万元）	1061	1634	1891	1045
希望教育	经调净利率	39.63%	44.37%	39.76%	37.66%
	分红率	38.70%	38.98%	20.89%	77.13%
	营业收入	1,568	2324	3043	1935
	yoy	-	48.22%	30.91%	26.75%
	在校生人数	194,554	232,059	280,453	280,453
	yoy	-	19.28%	20.85%	20.85%
	生均学费（本专科）	0.80	1.00	1.08	0.69
	yoy	-	5.56%	10.99%	4.88%
新高教集团	经调毛利率	52.44%	53.23%	49.04%	52.63%
	经调净利（百万元）	576	866	759	761
	经调净利率	36.72%	37.27%	24.93%	31.13%
	分红率	10.49%	30.00%	0.00%	0.00%
	营业收入	1,292	1497	1922	1321
	yoy	-	15.87%	28.33%	9.24%
	在校生人数	113,507	125,692	143,764	-
	yoy	-	10.74%	11.81%	-
中国科培	生均学费（本专科）	0.92	1.19	1.37	-
	yoy	-	29.17%	14.78%	-
	毛利率	47.72%	44.55%	39.05%	34.26%
	经调净利（百万元）	-	592	671	391
	经调净利率	-	39.52%	34.93%	29.55%
	分红率	-	36.71%	46.21%	47.59%
	营业收入	-	1120	1440	790
	yoy	-	-	28.59%	12.29%
中国科培	在校生人数	-	104696	119,948	126,500
	yoy	-	-	14.57%	5.50%
	生均学费（本专科）	-	1.95	1.95	1.09
	yoy	-	-	-0.22%	9.14%
	毛利率	-	68.69%	62.72%	61.89%
	核心纯利（百万元）	-	656	755	438
	核心纯利率	-	58.59%	52.42%	55.51%
	分红率	-	15.16%	28.11%	25.34%

图：19Q1-23Q1 A股教育板块收入及同比增速



资料来源：久谦数据库，国信证券经济研究所整理  
注：剔除国新文化、行动教育、传智教育等2020年后上市，2019Q1业绩数据空缺的公司

图：19Q1-23Q1 A股教育板块归母净利润及同比增速



资料来源：久谦数据库，国信证券经济研究所整理  
注：剔除国新文化、行动教育、传智教育等2020年后上市，2019Q1业绩数据空缺的公司

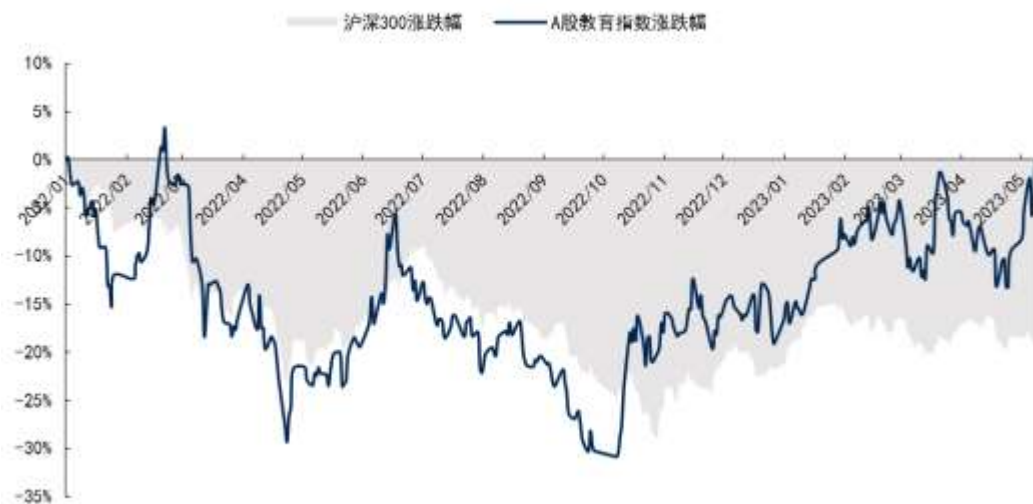
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：希望教育、新高教集团FY2020财年、中国科培FY2021财年为备考报表；分红比例为利润分红/经调净利润；新高教集团FY2023H1对应归母净利润/归母净利润率

## 教育：A股教育兼顾“主题关联度+景气度”，港股政策为核心影响因素

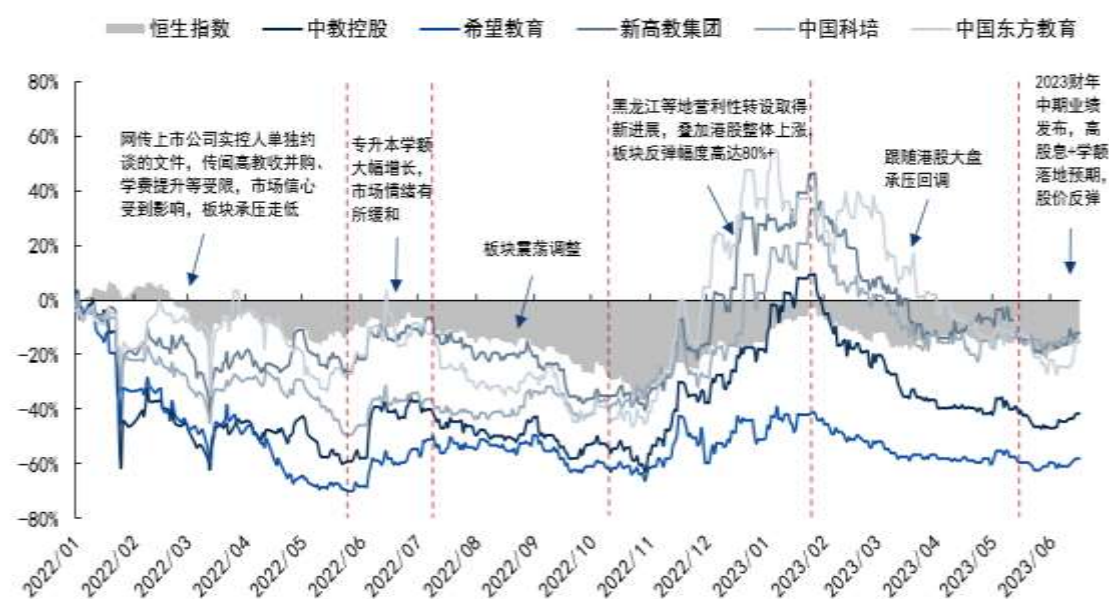
- **板块复盘：**A股教育板块高度题材联动，港股基本面催化为主。2023年以来，A股教育板块跑赢沪深300指数24pct，涨幅居前个股为方直科技（+108%）、佳发教育（+94%）、盛通股份、科德教育、学大教育等。港股教育题材影响小。2023年年初以来，港股教育板块跟随大盘承压回调；2023年5月，经营稳健+高股息+学额落地”催化下，股价有所反弹。
- **推荐标的：**考虑到A股教育板块个股质地，主题业务顺利落地其实尚待观察，兼顾业务实际推进节奏预期低于预期股价的回撤风险，A股教育板块选股要兼顾“主题关联度+业务景气度”两个维度，推荐行动教育（确定性+高景气度）、学大教育（经营拐点+调整完毕）、传智教育、中公教育。港股教育板块则与政策&经营预期变化更相关，防控政策转向、学额获批、营利性转设推进，板块情绪有望回暖，核心推荐中教控股、中国东方教育、希望教育、新高教集团、中国科培。

图：国信社服A股教育指数涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：国信社服A股教育指数标的包含：学大教育、昂立教育、方直科技、勤上股份、佳发教育、ST三盛、科德教育、全通教育、凯文教育、ST豆神、美吉姆、威创股份、鸿合科技、盛通股份、中国高科、传智教育、国新文化、中公教育、ST开元、行动教育、视源股份

图：港股教育板块行情复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



港股餐饮：上市龙头上半年同店恢复超2022年同期水平



- 上市餐饮品牌恢复表现：上半年同店数据普遍恢复至22年同期的100%+，呷哺呷哺/海底捞复苏节奏领先。
- ✓ 九毛九：年初约恢复至100%，恢复节奏居行业中位水平，4月突破130%+后有所回落，5月九毛九/太二/怂分别恢复至22年同期108%/105%/105%。扩张节奏，九毛九西北菜品牌存量优化，不排除小幅关店可能；太二预计新开120家（含15家海外门店）；怂新开30-40家，今明两年看至翻倍；赖美丽处打磨阶段，拟于广州、佛山、深圳开业5-6家。
- ✓ 海伦司：2023年1-5月同店日销恢复至去年同期的90-100%；一季度收入3.55-3.56亿元，净利润0.74-0.76亿元，全年计划新开160+门店，均以加盟模式扩张，另有~200家门店计划调整。
- ✓ 呷哺呷哺：促销效果显现，上半年呷哺品牌同店基本恢复至2022年的130%+；湊湊品牌恢复节奏相对缓慢，约恢复至90-130%；维持全年呷哺呷哺新开120家/关29家；湊湊境内新开47家/关3家，趁烧新开20家的规划。
- ✓ 海底捞：上半年同店恢复节奏位居前列，3-5月均恢复至130-140%，全年开店预计相对谨慎，以重启啄木鸟计划门店为主。

表：2022年以来港股上市餐饮品牌月度同店恢复数据

	22春节	22/01	22/02	22/03	22/04	22五一	22/05	22/06	22/07	22/08	22/09	22国庆	22/10	22/11	22/12	23元旦	23春节	23/01	23/02	23/03	23/04	23五一	23/05
太二	80%	88%	85%	60%	52%	57%	61%	90%	85%	90%	82%	82%	76%	78%	68%	83%	103%	106%	97%	80%（同比19年）	133%	126%	108%
九毛九	85%	97%	85%	80%	74%	78%	81%	140%	100%	99%	92%	88%	83%	68%	85%	80%	100%	104%	91%	76%（同比19年）	131%	121%	105%
怂	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	128%	112%	105%
海伦司	80%	80%	90%	66%	60%	75%	62%	77%	82%	91%	83%	90%	80%	70%	63%	-	100%	96%	107%	104%	101%	91%	100%（同比22年） 75%（同比19年）
海底捞	100%	106%	100%+	80%	80%	60%	100%	120%	115%	120%	110%	100%	85%	88%	75%	-	90%+	100%	~98%	130%+	140%+	~140%	130%
呷哺呷哺	-	83%	82%	80%	60%	-	58%	68%	75%	92%	83%	89%	84%	73%	56%	114%	124%	136%	107%	131%	144%	232%	160%
湊湊	-	85%	82%	60%	60%	-	65%	82%	92%	95%	85%	87%	46%	80%	45%	80-90%	100%	103%	90%	134%	122%	116%	轻微下滑
特海国际	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	120%	125%	120%+	118%	104%	-	94%
奈雪的茶	-	-	-	-	-	-	-	75%	70%	95%	90%	-	80%	70%	55%	70%	90%	80%	100%	115%	120%	130%	110%

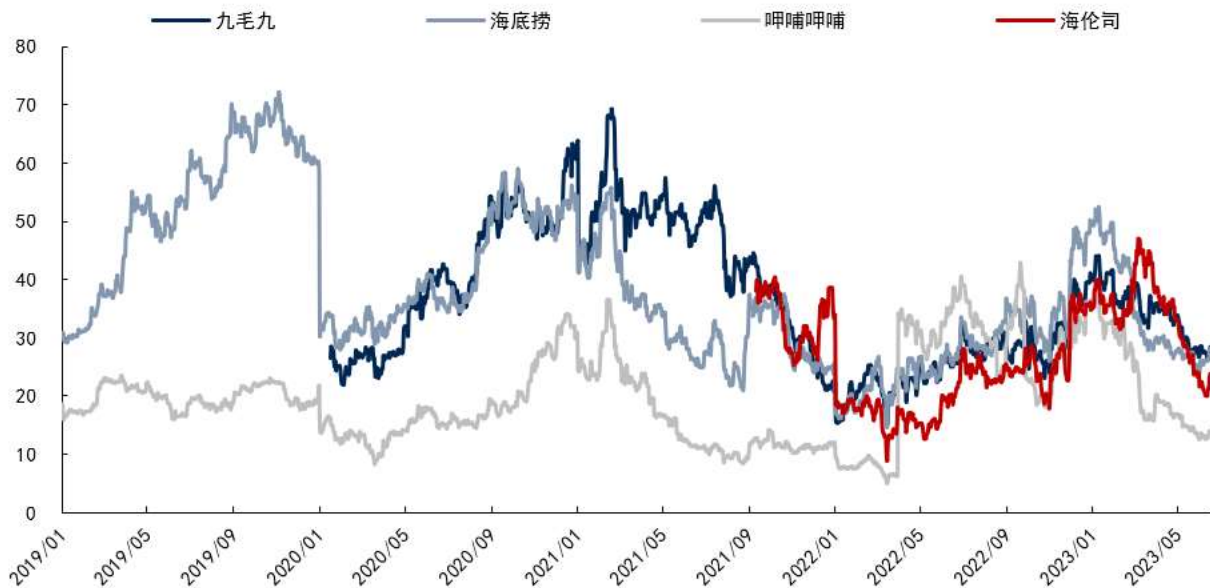
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理注：2022年恢复程度的比较基准为2021年，2023年恢复程度比较基准为2022年；其中海伦司口径为同店日销，九毛九/太二/奈雪/呷哺呷哺/湊湊为同店收入，特海国际、海底捞为同店翻台率，海伦司日均销售额。

## 港股餐饮：关注旺季同店数据改善及资本开支提速的机遇，中线仍建议坚守龙头



- **餐饮龙头历史估值复盘：品牌高增期估值溢价明显（50x+），疫后板块PE中枢回撤至25x-30x。**历史来看，海底捞、九毛九等强势能餐饮品牌，品牌高增期（同店稳定+扩张提速）往往享受估值溢价，如2019-2020年海底捞/九毛九的60x/65x动态估值。2021-2022年疫情导致餐饮公司业绩失真，同店经营承压+扩张放缓（或阶段关店），估值回撤至25-30x；疫后同店客流尚未恢复至疫情水平，估值中枢仍为25-30x。整体而言，受港股流动性以及复苏节奏偏温和影响，餐饮龙头板块估值中枢大幅回撤，且不同餐饮公司扩张节奏、同店数据韧性等方面的差异，估值的绝对水平也有所分化。
- **投资建议：关注暑期旺季同店数据改善以及资本开支提速的反弹机遇，中线仍建议坚守龙头。**暑期旺季将至，同店数据有望复苏改善，且若后续提振经济等利好政策持续落地，也有望边际助力企业资本开支提速。综合来看，如果后续经营数据改善，板块有望迎阶段贝塔机遇。核心推荐九毛九（怱品牌扩张提速）、海底捞（静待第二曲线孵化+重启扩张）、海伦司、百胜中国、呷哺呷哺等，中线则九毛九、百胜中国、海底捞、海伦司、呷哺呷哺等。

图：餐饮历史估值情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：2019&2023年净利润为Wind一致预期的当年净利润，2020-2022年为Wind一致预期的次年净利润

图：餐饮龙头2023年开店指引

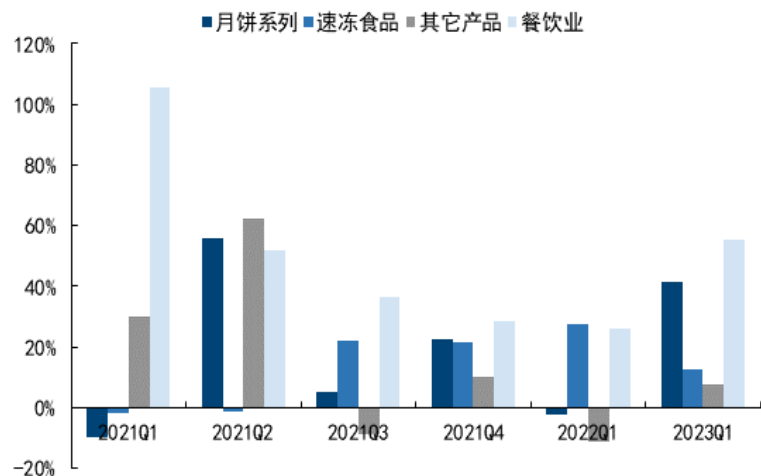
上市公司	品牌	2023年开店预期
九毛九	九毛九西北菜	存量优化，不排除小幅关店
	太二酸菜鱼	预计新开120家（含15家海外门店）
	怱重庆火锅	预计新开30-40家，今明两年看至翻倍
	赖美丽烤鱼	拟于广州、佛山、深圳开业5-6家
海底捞	海底捞	开店相对谨慎，预计以重启啄木鸟计划门店为主
呷哺呷哺	呷哺呷哺	全年新开120家/关29家
	湊湊	大陆地区新开47家/关3家
	趁烧	新开20家
海伦司	海伦司	全年计划新开160+门店，均以加盟模式扩张，另有~200家门店计划调整

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# A股餐饮：广州酒家、同庆楼一季度经营恢复良好，全年加速成长

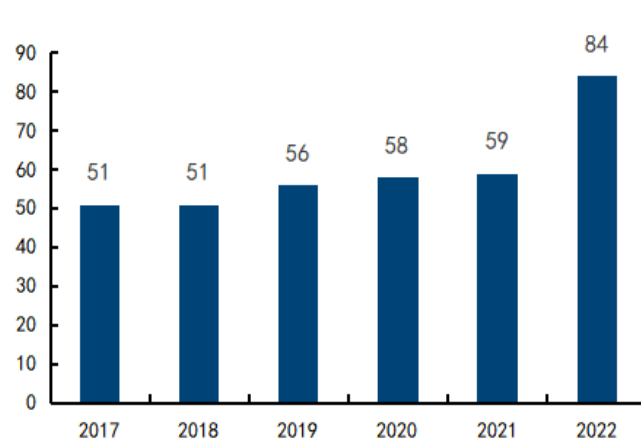
- **广州酒家：1-4月归母净利润同比增长63%，国企改革深化有望助力发展提速。**2023 年1-4月，公司实现营收11.52 亿元/+24.2%，归母业绩7,108.48 万元/+63.4%。今年中秋国庆相连，有望利好月饼主业销售，叠加餐饮复苏，构筑公司业绩基本盘。同时，公司积极餐饮加速异地扩张树品牌，拓展食品业务省外成长空间。在目前国企改革整体强化背景下，公司主观动能预计未来也有望持续改善。
- **同庆楼：一季度收入和归母净利润恢复超疫情前，Q2经营有望持续向好，三轮驱动加速成长。**2023Q1公司收入5.40亿元/+27%，较2019Q1增长29%；归母业绩0.72亿元/+217%，较2019Q1+3%，归母净利率13.4%；扣非业绩0.61亿元/+231%，较2019Q1恢复87%（1月仍有承压等影响）。Q2归母业绩不排除高于Q1，拆迁补偿款税前2800万。疫情三年，公司逆势门店扩张为复苏蓄力，新增经营面积较2019年底增长50%+，估算有望推动业绩增长40%~50%+。2023年展店整体提速，预计2023年餐饮新开4-8家，并拓展10家储备门店；预计富茂酒店新开2-4家，并发展1-3 家委托管理店。伴随富茂模式持续验证及委托管理扩张启动，有望拓展中线想象空间。此外，食品尤其预制菜方面，公司通过多渠道扩张、筹建3大食品工厂及物流基地积极布局，今年有望加速放量，未来食品也有望逐步进入业绩释放周期。

图：广州酒家各业务季度经营表现



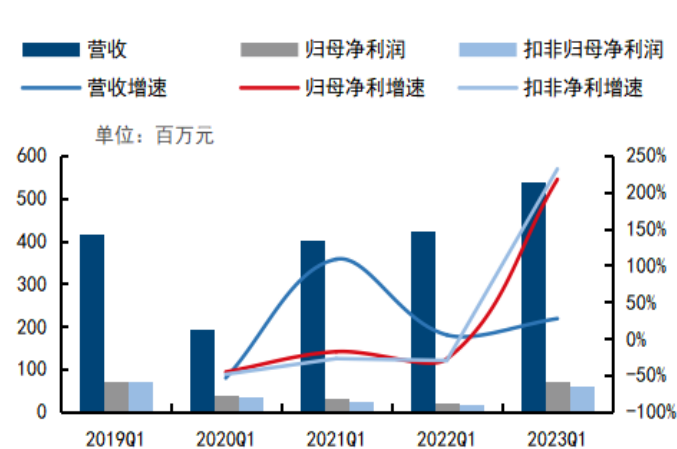
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：同庆楼门店增长情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理。2022年新增门店多为新餐饮门店

图：同庆楼一季度收入和业绩表现



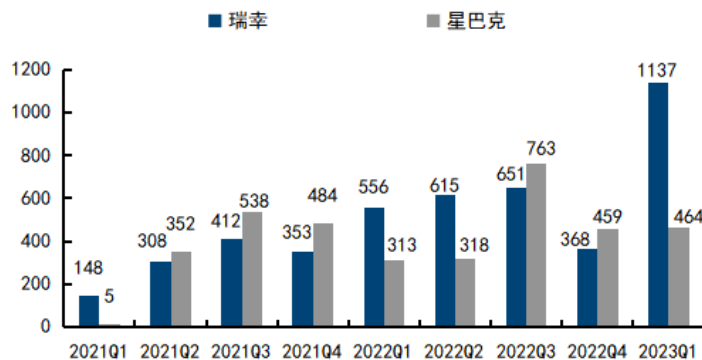
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



## 茶饮咖啡：单店模型优化助力扩张，下沉市场有望加盟扩张

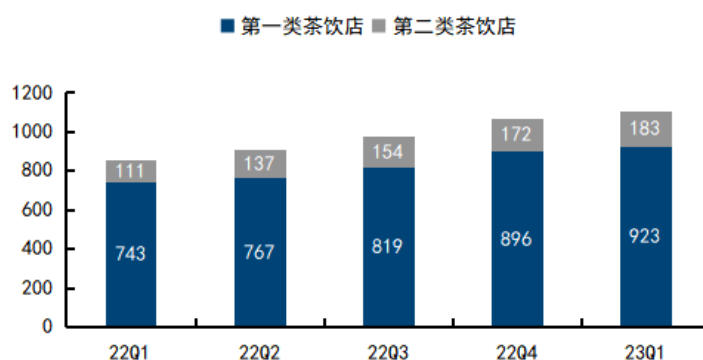
- **奈雪的茶：单店模型优化后加速扩张。**截止2023Q1末，奈雪共1106家门店，第一类/第二类店型各923/183家，Q1净增38家店，第一类茶饮店主导增量，2023年计划开店600家（vs 2022年新开约300家），开店明显提速，同时，单店模型优化迎盈利释放拐点，今年以来门店经营利润率20%。同时，结合餐宝典等媒体报道，继喜茶、乐乐茶开启非核心城市加盟扩张后，公司未来预计也不排除开启加盟扩张，进而加速其全国门店卡位与成长。总体来看，如后续消费预期好转，公司单店模型优化和扩张加速预计仍值得关注。
- **咖啡龙头：瑞幸突破万店，2023Q1净增门店1137家，显著提速，加盟占比持续提升至33%，自营门店层面利润率达到23.98%，同店销售增长率从去年Q4受疫情严重影响的9.2%迅速反弹至29.6%，效率模型持续高增长。**星巴克中国仍缓慢修复，截止Q1末共有全球/中国门店36634/6243家，2023Q1全球净增门店464家，其中中国153家，中国市场客单价恢复100%，销量恢复75%。
- **高线城市消费力有支撑，客单价平稳。**2023Q1，星巴克中国/瑞幸实现收入7.64亿美元/44.37亿元，同比+2.70%/+84.51%，其中，星巴克中国区客单价自2021Q2以来保持相对平稳，较2019年同期恢复基本在100%左右，瑞幸2023Q1月均交易客户达2949万人/+84.31%，ARPPU相对平稳。随着集团新品价格带更为平衡，奈雪的茶2023Q1客单价较上一季度有10-20%的提升。目前来看，高线城市茶饮咖啡龙头客单价相对平稳。

图：星巴克及瑞幸2021Q1-2023Q1净增门店数量



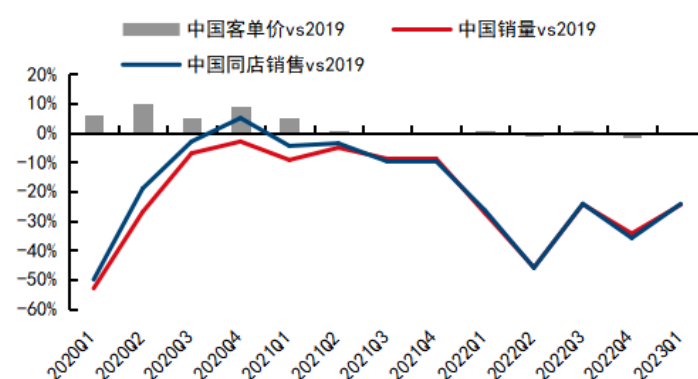
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：奈雪的茶2022Q1-2023Q1各类门店数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：星巴克中国客单价及销量较19年变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 出境游：Q2/Q3恢复预计有望逐步回升，港澳游稳步复苏

- **供给重塑仍需时日，Q2/Q3有望逐步加速。**过去三年出境游业务基本冰点，整个产业链企业出清，人员流失较严重，短期出境游恢复仍较慢，一季度国际航班量仅恢复15-20%，Q2以来逐步提升至30-50%，整体每月按5-10%的比例恢复递增。参考海外，国际旅行在海外放开后呈现渐进复苏，2022年客流恢复63%。综合来看，我们预计出境游今年Q2有望逐步回升，Q3有望加速回升，暑期有望恢复至疫情前50%+。全年来看，中国旅游研究院预计2023年出入境游客有望超9000万人次，恢复至疫前的31.5%。
- **港澳游稳步复苏，澳门博彩收入恢复约6成。**港澳游稳步迎来复苏。自中国香港1月通关以来，赴港人数稳步上升，1至4月分别恢复5%/24%/44%/54%，累计恢复30%。澳门游方面，4月赴澳旅游恢复93%，1-4月累计恢复62%，相对快于赴港游。据携程数据，5月港澳跟团游订单量环比增长七成左右。全年展望，亚洲旅游交流中心发布的2023年港澳地区旅游市场预测报告预计全年境内赴港澳旅游人次可恢复60%至80%。随着中国澳门入境游客有所恢复，澳门博彩收入逐渐回升。根据中国澳门博彩监察协调局数据，澳门博彩毛收入较2019年的恢复程度，从1月46%逐步恢复至5月的60%，1-5月整体恢复为52%，处于逐步复苏中。

图：我国国际航班恢复情况



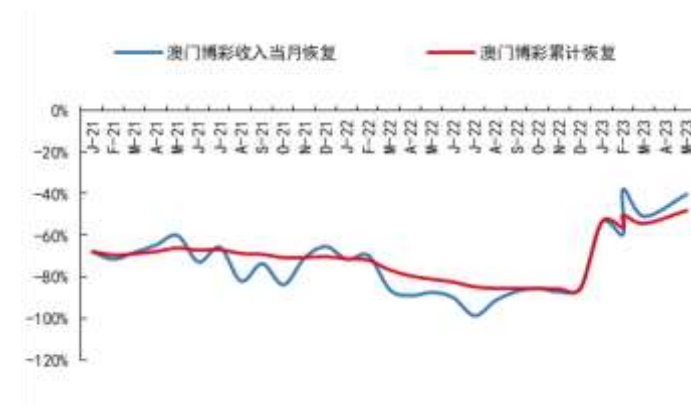
资料来源：飞常准APP，国信证券经济研究所整理

图：赴澳门旅游人数及增速



资料来源：澳门统计暨普查局，国信证券经济研究所整理；注：21年以后增速系用21年数据/19年数据

图：中国澳门博彩收入月度较疫情前恢复情况



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

## 子板块汇总：消费渐进复苏中，各板块恢复分化

- 总体来看，消费渐进复苏中，补偿性出行需求释放下，“行、住”刚需花费与性价比“娱”（如自然景区尤其名山大川）相对更为受益，同时在线旅游龙头受益线上化率提升和自身经营改善，恢复也相对良好；而旅游购物等需求则相对受制。酒店来看，其需求本身是休闲与商旅的综合，休闲出游景气相对良好，但商旅出行则受经济周期波动影响。人力资源行业与经济周期波动相关，同时龙头兼有自身成长逻辑。教育板块逻辑相对独立，A股教育兼顾“主题关联度+景气度”，港股政策为核心影响因素。

子行业	观点	投资标的
免税	消费渐进复苏+品牌价格重塑+出境恢复爬坡中面临经营压力，中长线投资者可左侧关注	中国中免、王府井、海南机场、格力地产、海汽等
酒店	预计供给渐进复苏，需求端休闲复苏领先商旅，暑期旺季&政策支持周期复苏有望阶段反弹，兼顾亚运题材	A股：君亭、锦江、首旅 港美股：华住、亚朵
餐饮	关注后续同店数据改善和资本开支重启等机遇，开店扩张看品牌周期，酒馆和茶饮龙头部分开启加盟扩张	九毛九、奈雪的茶、海伦司、海底捞、呷哺呷哺
演艺	宋城主要关注暑期和新项目表现，兼顾财报保留事项处理节奏，此外可关注锋尚文化、大丰实业	宋城演艺、锋尚文化、大丰实业等
景区	补偿性需求+国企改革下，业绩显著超疫前领跑行业，内外交通改善助成长，暑期旺季仍可期	峨眉山A+三特索道，九华、黄山、天目湖等
在线旅游	在线旅游渗透率提升，龙头场景覆盖及用户扩容，效率优于疫情前，预计Q2Q3加速复苏，全年展望积极	携程、同程
出境游	国际运力和供应链仍处缓慢复苏过程，暑期复苏预计略提速	众信旅游等
人力资源	经济周期强相关，企业需求侧平稳复苏，估值已具吸引力	科锐国际、北京人力、BOSS直聘
教育	A股教育兼顾题材+基本面景气度，港股教育核心关注政策端催化	行动、学大、传智等

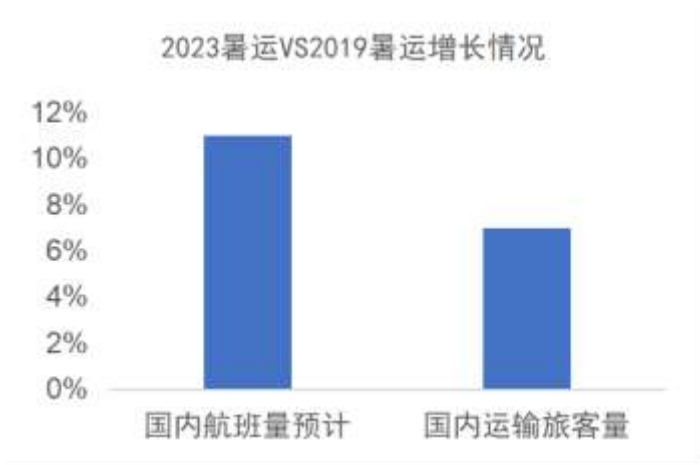


# 投资展望：暑期旺季值得期待，关注亚运会催化



- 展望后续，暑期出游人数值得期待，有望继续超2019年同期水平。在今年五一出游热潮后，暑期有望迎来第二波出行高峰。据民航资源网，截至5月16日，2023年暑期机票订单量已全面超越19年同期水平，出游人次有望全面复苏。民航局今年6月表示，今年暑运期间，国内客运航班13600班、运输国内旅客183万人次，较疫情前2019年分别增长11%、7%。
- 关注9月杭州亚运会带来的催化。大型赛事一是可带动城市相关场馆等建设投资，推动上下游产业链发展；二是赛中通过吸引各类观演人群，助力区域旅游人次提升，并通过前后的广泛宣传中线提升城市影响力。2010年广州亚运会后，当地接待人数与旅游收入在2年内持续增长，旅游收入从2010年的1255亿元提升50%+至2012年的1911亿元。杭州亚运会预计将于今年9月23日开幕，作为三年后国内首个大型国际赛事，值得期待。具体看相关公司，**锋尚文化**系杭州亚运开闭幕式运营商，**大丰实业**参与建设杭州亚运会电竞场馆等30余个杭州亚运会相关项目，均有望受益亚运会；**君亭酒店**旗下杭州酒店占比最高，且杭州君澜、景澜已成为亚运会官方接待饭店之一，也有望直接受益。杭州当地景区（如大丰实业西溪项目、**宋城演艺**的杭州千古情以及周边的**中青旅**的乌镇景区等）预计也可受益于亚运会带来的旅游人次增长。

图：暑期国内航空运输量有望超2019年水平



资料来源：民航局，国信证券经济研究所整理

图：北京冬奥会前后北京及张家口酒店经营指标趋势



资料来源：《2023年轻人报复出游报告》，国信证券经济研究所整理

图：广州亚运会前后广州旅游接待人数及旅游收入变化



资料来源：广州市文化广电旅游局，国信证券经济研究所整理

投资策略：渐进复苏 业绩确定为体 政策受益为用



- 中期策略投资观点：渐进复苏，业绩确定为体，政策受益为用，维持板块“超配”评级。2023年居民消费整体呈现渐进复苏特征，短期压力与长期潜力并存。市场目前整体处于对消费板块的偏谨慎态度。从企业经营角度，同店恢复好坏也决定未来资本开支节奏（扩张信心），目前仍处于相互验证期。短期来看，经营恢复力度较好的赛道和品种率先迎来困境反转和资金青睐；同时在存量资金博弈背景下，灵活资金也更加阶段性追捧热点主题和政策受益的Beta机会。我们一是短期建议首选业绩相对确定性，继续提示景区公司，兼顾部分经营稳健良好的A股餐饮龙头、人服龙头等；二是风格灵活的资金可关注杭州亚运会受益股+AI教育应用标的。对于中线资金，建议跟踪后续政策动向和周期预期改善，优选酒店龙头、港股餐饮龙头等。此外，结合未来消费贝塔改善和国人离境市内免税政策节奏等，中长线资金可左侧关注免税龙头等。
- 综合来看，立足未来3-6个月，兼顾业绩确定性、复苏次序、政策预期、主题投资、估值水平等，优选中国中免、峨眉山A、三特索道、黄山旅游、北京人力、同庆楼、广州酒家、天目湖、携程集团-S、君亭酒店、九毛九、科锐国际、华住集团-S、行动教育、宋城演艺、BOSS直聘、王府井、锦江酒店、首旅酒店、传智教育、学大教育、同程旅行、海南机场、中青旅、中教控股、奈雪的茶、海伦司、海底捞、呷哺呷哺等。立足未来1-3年维度，聚焦景气细分赛道的优质龙头，结合中线逻辑变化等，重点推荐中国中免、锦江酒店、华住集团-S、九毛九、君亭酒店、同庆楼、北京人力、携程集团-S、同程旅行、科锐国际、BOSS直聘、广州酒家、百胜中国、宋城演艺、海南机场、海底捞、奈雪的茶、呷哺呷哺、海伦司、中教控股等。
- 风险提示：宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

表：国信社服2023年中期策略选股思路

投资主线		细分板块	投资标的
短期	首选业绩相对确定性	景区板块（补偿性需求+国企改革，暑期旺季来临）	峨眉山A、三特索道、九华旅游、黄山旅游、天目湖、中青旅等
		兼顾经营良好的A股餐饮龙头、人服龙头、在线旅游龙头	北京人力、同庆楼、广州酒家、携程集团-s、科锐国际、BOSS直聘、同程旅行等
	题材催化	亚运会受益股（今年9月杭州亚运会开幕） AI+教育及政策催化等	君亭酒店、宋城演艺、锋尚文化、大丰实业 行动教育、传智教育、学大教育、中教控股等
中线	政策持续加码，周期预期向上	酒店龙头	君亭酒店、华住集团-S、锦江酒店、首旅酒店等
		港股餐饮龙头	九毛九、奈雪的茶、海伦司、海底捞、呷哺呷哺
	偏后周期的中高端消费	免税龙头（消费贝塔的改善&市内店等政策节奏）	中国中免、王府井、海南机场等

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

重点公司盈利预测及估值



附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 23-06-20	EPS				PE			
				2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
601888.SH	中国中免	买入	130.16	2.43	4.43	6.46	8.02	53.56	29.38	20.15	16.23
600754.SH	锦江酒店	买入	49.32	0.11	1.44	2.1	2.59	448.36	34.25	23.49	19.04
600258.SH	首旅酒店	买入	20.89	-0.52	0.71	1.05	1.23	-40.17	29.42	19.90	16.98
2150.HK	奈雪的茶	增持	6.18	-0.27	0.19	0.35	0.52	-22.89	32.53	17.66	11.88
9869.HK	海伦司	买入	8.50	-1.46	0.34	0.51	0.61	-5.82	25.00	16.67	13.93
1179.HK	华住集团-S	买入	34.55	-0.59	1.05	1.21	1.51	-58.56	32.90	28.55	22.88
6862.HK	海底捞	买入	18.64	0.25	0.62	0.74	0.95	74.56	30.06	25.19	19.62
9987.HK	百胜中国	增持	476.00	7.28	10.03	11.82	13.47	65.38	47.46	40.27	35.34
0520.HK	呷哺呷哺	增持	4.63	-0.33	0.3	0.41	0.57	-14.03	15.43	11.29	8.12
600859.SH	王府井	买入	21.71	0.17	0.93	1.17	1.37	127.71	23.34	18.56	15.85
605108.SH	同庆楼	买入	35.60	0.55	1.06	1.46	1.89	64.73	33.58	24.38	18.84
9922.HK	九毛九	买入	14.04	0.03	0.48	0.76	1.15	468.00	29.25	18.47	12.21
300144.SZ	宋城演艺	买入	13.18	0.00	0.33	0.56	0.68	-	39.94	23.54	19.38
300662.SZ	科锐国际	增持	37.85	1.48	1.85	2.35	2.97	25.57	20.46	16.11	12.74
603043.SH	广州酒家	买入	29.48	0.92	1.28	1.54	1.81	32.04	23.03	19.14	16.29
603136.SH	天目湖	买入	28.39	0.11	1.01	1.25	1.47	258.09	28.11	22.71	19.31
600138.SH	中青旅	买入	13.40	-0.46	0.62	0.87	1.06	-29.13	21.61	15.40	12.64
301073.SZ	君亭酒店	增持	40.35	0.36	0.63	1.61	1.46	112.08	64.05	25.06	27.64
600515.SH	海南机场	增持	4.23	0.16	0.10	0.14	0.17	26.44	42.30	30.21	24.88
9961.HK	携程集团-S	增持	282.20	2.14	8.53	12.43	14.82	131.87	33.08	22.70	19.04
000888.SZ	峨眉山A	增持	12.24	-0.28	0.36	0.42	0.45	-43.71	34.00	29.14	27.20
600054.SH	黄山旅游	增持	13.58	-0.18	0.4	0.48	0.53	-75.44	33.95	28.29	25.62
002707.SZ	众信旅游	增持	8.09	-0.23	0.02	0.13	-	-35.17	404.50	62.23	-
000978.SZ	桂林旅游	增持	7.81	-0.60	0.04	0.1	-	-13.02	195.25	78.10	-
002033.SZ	丽江股份	增持	11.27	0.01	0.35	0.42	0.46	1127.00	32.20	26.83	24.50
0780.HK	同程旅行	增持	17.88	-0.07	0.53	0.74	0.99	-255.43	33.74	24.16	18.06
0839.HK	中教控股	买入	6.76	0.62	0.89	1.01	1.14	10.90	7.60	6.69	5.93
003032.SZ	传智教育	增持	16.89	0.45	0.59	0.71	0.73	37.53	28.63	23.79	23.14
600861.SH	北京人力	买入	24.03	1.29	1.54	1.78	2.06	18.63	15.60	13.50	11.67
002607.SZ	中公教育	买入	4.99	-0.12	0.09	0.22	-	-41.58	55.44	22.68	-
1797.HK	东方甄选	买入	31.35	-0.53	0.95	1.19	1.43	-59.15	33.00	26.34	21.92

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理



# 免责声明



国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032