

## 社服行业周报（2023.6.5-2023.6.16）

### 携程强势复苏，暑期出行热度延续

#### ➤ 双周内社服涨幅排名第7，跑赢沪深300

双周内社服板块涨跌幅为4.6%，申万一级行业中社服排第7位，相对沪深300收益领先2.0pct；年初至今社服板块涨跌幅-2.4%，申万一级行业中社服排第19位，相对沪深300收益落后4.7pct。双周内西安饮食（+16.7%）、华住集团（+13.7%）、米奥会展（+11.9%）领涨；年初至今力盛体育（+96.0%）、米奥会展（+51.2%）和曲江文旅（+33.7%）涨幅居前。

#### ➤ 板块动态

**1) 海南客流延续平淡态势。**6月4日-6月17日，美兰机场日均发送旅客数较19年恢复水平环比降3.8pct。6月3日-6月16日，三亚机场日均旅客吞吐量环比增2.1%；日均航班数较19年恢复度环比降7.0pct。**2) 29城地铁客流环比增1.4%。**根据wind数据，本双周29城地铁日均客流量环比增1.4%，一线/新一线/其他城市地铁日均客流环比分别增0.9%/2.4%/1.4%。**3) 总加速扩张。**今年前5个月太二共开设31家餐厅，怂火锅共开设13家餐厅，预期总全年开店30-40家。**4) 大陆酒店RevPAR环比+8.7%，端午酒店价格环比五一或下滑。**6月4日-6月10日，大陆酒店整体RevPAR环比+8.7%，其中OCC环比走强4.7pct，ADR环比增1.0%。根据携程数据，部分热门目的地酒店间夜价较“五一”降20%。**5) 2023年暑期市场热度有望全面超过2019年同期。**携程数据显示，截至6月14日，暑期国内机票搜索热度超2019年25.3%。**6) 出境游渐进式复苏。**香港旅游发展局数据显示，2023年前5个月访港旅客突破1000万人次，相当于疫情前同期的四成。航空旅行数据平台OAG显示，5月份，国内航空公司国际运力增加了22%，恢复到疫情前42%。

#### ➤ 资金持仓

截至2023年6月16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20,750万股，占自由流通比例达22.8%。环比角度，双周内外资增配丽江股份/天目湖幅度较大，环比分别增加324.8%/125.3%。

#### ➤ 投资建议

近期，海南客流仍延续平淡态势，但是29城地铁客流/酒店RevPAR/出境游数据环比回暖，人员流动性增加，OTA平台反馈的端午及暑期数据仍有望延续“五一”势头，出行意愿仍较热烈。商务部新闻发言人表示将继续完善消费政策，推动出台支持恢复和扩大消费的系列政策措施，期待政策刺激释放消费潜力。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。

投资建议：

强于大市（维持评级）

上次建议：

强于大市

#### 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、《华住业绩超预期，中免调整会员权益休闲服务》2023.06.03
- 2、《23Q1 亚朵 RevPAR 恢复至疫情前 118.3% 休闲服务》2023.05.20
- 3、《社服年报与一季报总结：复苏开启，环比向上休闲服务》2023.05.06

## 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 2.0pct .....	3
2.1	板块：双周内社服板块涨跌幅为 4.6%，板块涨幅居第 7 位 .....	3
2.2	个股：双周内西安饮食、华住集团、米奥会展涨幅居前 .....	4
3	板块动态 .....	5
3.1	数据跟踪：2023 年暑期市场热度有望全面超过 2019 年同期 .....	5
3.2	行业动态：推动出台支持恢复和扩大消费的系列政策措施 .....	6
3.3	公司动态：携程集团发布一季度财报 .....	7
4	资金持仓：双周内外资增配丽江股份/天目湖幅度较大 .....	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 .....	10
6	风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1：双周内社服板块上涨 4.6%，领先沪深 300 指数 2.0pct .....	3
图表 2：双周内社服板块上涨 4.6%，在申万一级行业中社服排第 7 位 .....	4
图表 3：双周内西安饮食（+16.7%）、华住集团（+13.7%）、米奥会展（+11.9%）领涨 .....	5
图表 4：双周美兰机场日均客流恢复至 19 年 98.6% .....	5
图表 5：双周凤凰机场日均客流在 5.1 万人次 .....	5
图表 7：双周内社服相关公司重点公告与事件 .....	8
图表 8：双周内外资增配丽江股份/天目湖幅度较大，环比分别增加 324.8%/125.3% ....	9

## 1 周观点

近期，海南客流仍延续平淡态势，但是 29 城地铁客流/酒店 RevPAR/出境游数据环比回暖，人员流动性增加，OTA 平台反馈的端午及暑期数据仍有望延续“五一”势头，出行意愿仍较热烈。商务部新闻发言人表示将继续完善消费政策，推动出台支持恢复和扩大消费的系列政策措施，期待政策刺激释放消费潜力。

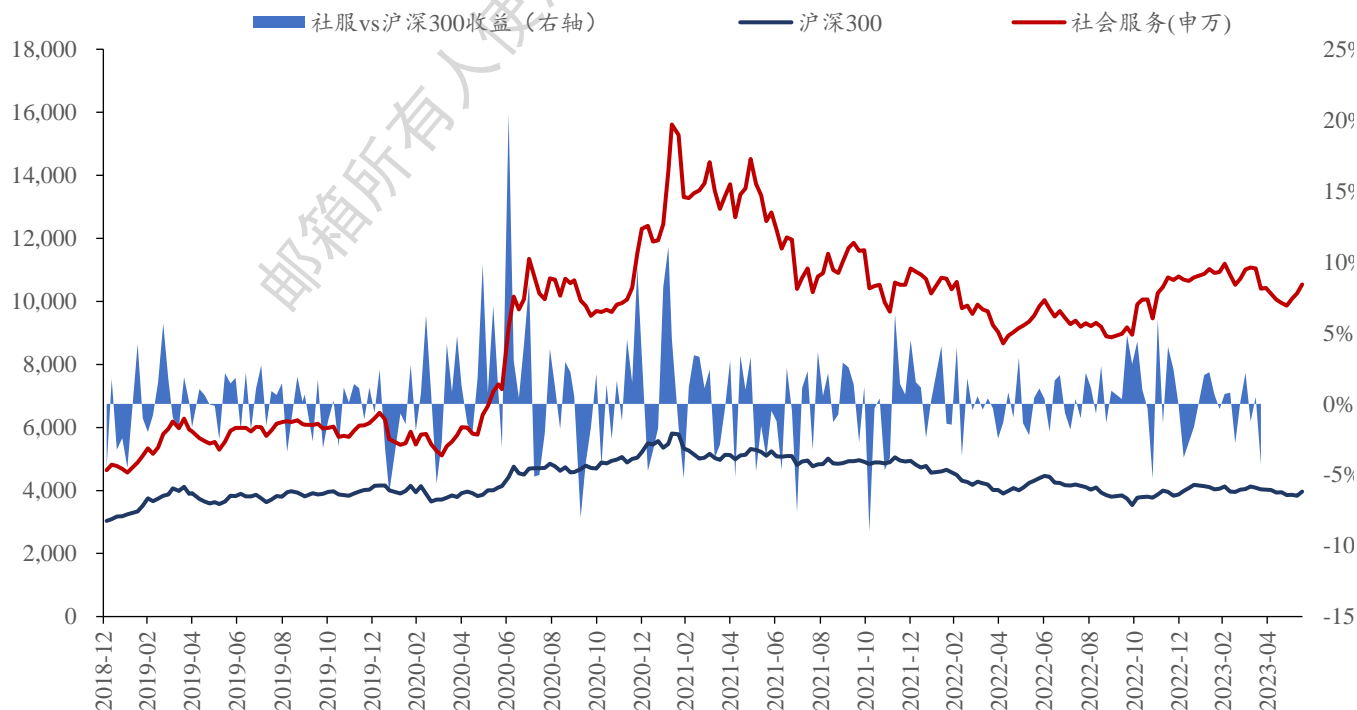
展望后市，持续看好围绕线下消费复苏的投资机会，推荐两条主线：1) 出行链消费复苏，且后续各项促消费政策有望加快复苏进程，建议关注九毛九、同庆楼、锦江酒店、华住集团、首旅酒店、天目湖；2) 中长期看好免税运营商持续享受内需发展及消费回流机遇，建议关注中国中免、王府井。

## 2 市场表现：双周社服相对沪深 300 收益领先 2.0pct

### 2.1 板块：双周内社服板块涨跌幅为 4.6%，板块涨幅居第 7 位

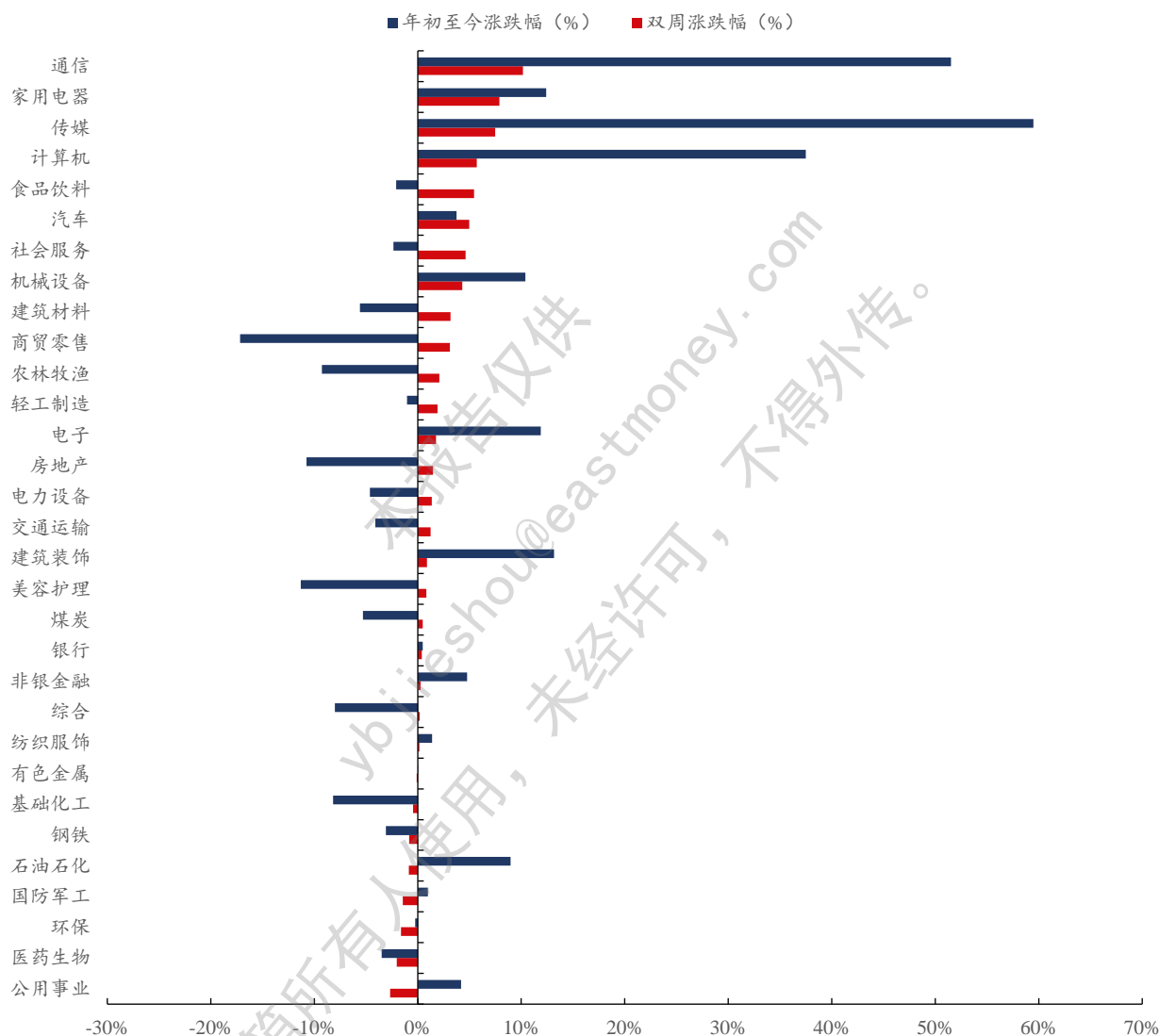
双周内社服板块涨跌幅为 4.6%，申万一级行业中社服排第 7 位，相对沪深 300 收益领先 2.0pct。年初至今社服板块涨跌幅-2.4%，申万一级行业中社服排第 19 位，相对沪深 300 收益落后 4.7pct。

图表 1：双周内社服板块上涨 4.6%，领先沪深 300 指数 2.0pct



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 4.6%，在申万一级行业中社服排第 7 位



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 2.2 个股：双周内西安饮食、华住集团、米奥会展涨幅居前

社服行业重点公司：双周内西安饮食（+16.7%）、华住集团（+13.7%）、米奥会展（+11.9%）领涨；年初至今力盛体育（+96.0%）、米奥会展（+51.2%）和曲江文旅（+33.7%）涨幅居前。

图表 3：双周内西安饮食（+16.7%）、华住集团（+13.7%）、米奥会展（+11.9%）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 (%)
西安饮食	14.0	80.3	-39.7	16.7%	-19.1%
华住集团-S	34.6	1128.2	-491.4	13.7%	2.7%
米奥会展	41.1	62.3	90.4	11.9%	51.2%
君亭酒店	40.4	78.5	262.3	11.5%	-13.4%
*ST 西域	28.2	43.6	-923.0	11.2%	-15.9%
美高梅中国	9.6	364.8	-7.0	10.3%	11.6%
曲江文旅	17.8	45.5	-24.0	10.3%	33.7%
澳博控股	3.6	252.1	-3.2	10.2%	-21.5%
携程集团-S	282.2	1928.9	29.3	9.9%	3.1%
长白山	12.1	32.1	-119.2	9.5%	11.0%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

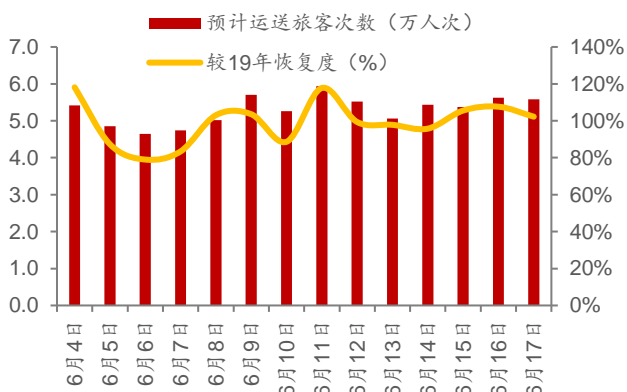
### 3 板块动态

#### 3.1 数据跟踪：2023 年暑期市场热度有望全面超过 2019 年同期

美兰机场日均客流恢复至 19 年同期 98.6%。根据美兰机场数据，6 月 4 日-6 月 17 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 98.6%，恢复水平环比上双周降 3.8pct。

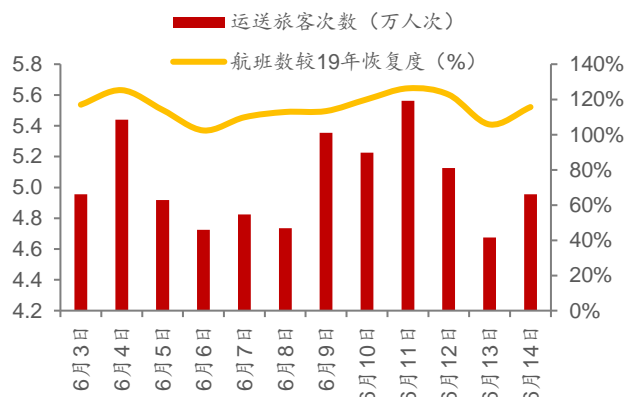
凤凰机场日均航班数恢复至 19 年同期 115.8%。截至 6 月 7 日，海南机场旗下三亚凤凰国际机场年旅客吞吐量突破千万，旅客吞吐量同比 2019 年增长 6.9%，达到历史同期的最高水平。根据凤凰机场数据，6 月 3 日-6 月 16 日，三亚机场日均旅客吞吐量为 5.1 万人次，环比增 2.1%；日均航班数恢复至 2019 年同期 115.8% 水平，恢复度环比降 7.0pct。

图表 4：双周美兰机场日均客流恢复至 19 年 98.6%



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 5.1 万人次



来源：凤凰机场，国联证券研究所

29 城地铁客流环比增 1.4%。根据 wind 数据，本双周 29 城地铁日均客流量环比增 1.4%，客流环比上行。其中，一线城市地铁日均客流环比增 0.9%，新一线城市日均客流环比增 2.4%，其他城市日均客流环比增 1.4%。



**餐饮消费持续回升。**根据国家统计局数据,2023年5月份,全国餐饮收入4070亿元,同比上升35.1%;限额以上单位餐饮收入1084亿元,同比上升31.4%。2023年1-5月,全国餐饮收入19958亿元,同比上升22.6%;限额以上单位餐饮收入5086亿元,同比上升25.4%。根据京东数据,今年618期间,京东超市预制菜品类同比增长超100%,其中老字号表现亮眼,全聚德、松鹤楼、丰泽园、知味观、杏花楼、广州酒家等均实现同比超3位数增长。

**太二正常经营门店共476家,总开店加速。**根据九毛九公众号,截至2023年6月17日,公司旗下太二正常经营的门店共476家,较6月3日暂时减少8家;总火锅40家,较6月3日增加2家;赖美丽烤鱼6家,在营门店数较6月3日增加1家。根据公司口径,今年前5个月太二共开设31家餐厅,总火锅共开设13家餐厅,预期总全年开店30-40家。

**大陆酒店 RevPAR 环比+8.7%,端午酒店价格环比五一或下滑。**6月4日-6月10日,大陆酒店整体 RevPAR 环比+8.7%,其中 OCC 环比走强 4.7pct, ADR 环比增 1.0%。6月以来,大陆酒店整体 RevPAR 恢复至 19 年 6 月的 111.8%,其中 OCC 较 19 年 6 月-0.5pct, ADR 较 19 年 6 月增 12.6%。端午方面,根据携程数据,多个热门目的地的酒店、机票均价较“五一”假期有所降低,部分热门目的地酒店间夜价较“五一”降 20%,西安/南京/广州的酒店间夜均价较五一分别降低 29%/22%/19%。

**2023 年暑期市场热度有望全面超过 2019 年同期。**携程数据显示,截至 6 月 14 日,暑期国内机票搜索热度超 2019 年 25.3%,暑期出境机票搜索热度超过 2019 年同期水平。从民航运力来看,民航局预计今年暑运期间,日均保障国内客运航班 13600 班、运输国内旅客 183 万人次,较疫情前 2019 年分别增长 11%、7%。从消费群体看,截至 6 月 14 日,暑期亲子订单占比超过三成,亲子订单量同比去年超过 7 倍。

**出境游持续复苏。**香港旅游发展局数据显示,2023 年前 5 个月访港旅客突破 1000 万人次,相当于疫情前(2017 年-2019 年)同期的四成。香港旅发局表示,下半年旅游业复苏前景乐观,全年访港旅客数有望达到 2600 万人次。航空旅行数据平台 OAG 显示,5 月份,国内航空公司国际运力增加了 22%,恢复到疫情前 42%,但搭乘出境航班的旅客人数只有 2019 年同期四分之一左右。

### 3.2 行业动态：推动出台支持恢复和扩大消费的系列政策措施

**【人民日报】**专家建议,进一步调整优化免税政策。充分借鉴国际经验,立足国情,加快推进关于放宽免税商品的限量、限额及限品种的政策研究和改革,深挖市场潜力,扩大消费者的选择空间。同时,加快市内免税店建设,为消费者提供更好的购物体验。

**【深圳免税】**2023 年 6 月 7 日,深圳市口岸办正式发出《中标通知书》,深圳市国有免税商品(集团)有限公司成功中标深圳市 6 个陆路口岸区域内的 17 家进、出境免税店经营权。

【南方都市报】珠海将借鉴海南离岛免税政策的经验做法，积极向国家争取相关免税政策空间，发挥港珠澳大桥区位优势，探索港珠澳大桥珠海口岸离岛免税试点政策，推动珠海免税经济快速发展。

【免税零售专家】6月9日，法国知名媒体集团 Vivendi 宣布，欧洲联盟委员会批准了其收购拉加代尔的提议。预计收购后 Vivendi 将成为一家拥有约 66,000 名员工、年收入将达到约 170 亿欧元的超级集团。

【证券时报】商务部新闻发言人束珏婷表示，继续完善消费政策，加强部门协同，推动出台支持恢复和扩大消费的一系列政策措施。同时，立足商务职能定位，围绕促进汽车、家居、品牌消费和餐饮业高质量发展，出台针对性配套措施，增强政策的组合性、协同性、有效性，并抓好贯彻落实。

【瑞幸咖啡】瑞幸咖啡在中国市场的门店数量已达 10000 家，成为中国首家突破万店的连锁咖啡品牌。

【瑞幸咖啡】6月15日，瑞幸咖啡官宣在抖音本地生活“心动大牌日”活动期间，品牌单场直播间成交额突破 1 亿元，全场订单量超 605 万单，新增粉丝数 30 万，累计直播场观超 1214 万人，直播间曝光量&订单量&新客下单数位列全国咖啡茶饮品类团购带货周榜 TOP1。

【呷哺呷哺品牌】呷哺集团正式推出了付费会员模式，消费者可以用 208 元的价格成为年度付费会员。根据呷哺呷哺说法，在付费会员上线后，公司营收将从单一的正常经营转变为“正常经营+付费会员”的双重营收模式。创始人贺光启预计到 2023 年年底，付费会员将带来至少 6 亿元的会费收入。

【环球旅讯】英国知名品牌评估顾问公司 Brand Finance 近日发布了全球酒店品牌 Top50 榜单，希尔顿集团成为大赢家：旗下希尔顿品牌被评为全球最具价值的酒店品牌，另一个子品牌康莱德则被评为全球最具实力的酒店品牌。

【迈点】万豪迎来在华第 500 家酒店开业，并计划未来三年内在华增设近 190 家酒店。

【TravelWeekly UK】据 TravelWeekly UK 消息，美国投行高盛集团最近从复星旅游文化集团手中收购了 Casa Cook 和 Cook's Club 度假酒店品牌。

【人民日报】泰中旅游协会预计，随着航班增加，以及暑假、中秋节、国庆节等假期陆续到来，今年赴泰国旅游的中国游客数量将恢复到疫情前的六成。泰国国家旅游局预计，2023 年将有 530 万至 700 万人次中国游客赴泰旅游。

【日本驻华大使馆】自 6 月 19 日起，日本驻华大使馆正式开始发行电子签证。发行对象为：90 天内旅游目的短期滞在单次签证（仅限在中国大陆居住持有中国护照的申请人）。

### 3.3 公司动态：携程集团发布一季度财报

**图表 6：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	6 月 14 日	公司于 2023 年 4 月 21 日召开公司 2022 年年度股东大会，审议通过了《广州酒家集团股份有限公司关于参与投资设立产业基金暨关联交易的议案》。会议同意公司与广州产投私募基金管理有限公司、广州国资产业发展并购基金合伙企业（有限合伙）、广州老字号振兴基金合伙企业（有限合伙）签署《广州广酒产投产业投资基金合伙企业（有限合伙）之合伙协议》，共同出资设立基金合伙企业。本基金规模为 10 亿元人民币，公司作为有限合伙人参与投资设立基金，认缴出资额 4.5 亿元人民币，占基金规模的 45% 份额，出资方式为现金出资。
首旅酒店	6 月 13 日	公司发布非公开发行限售股上市流通公告。本次限售股上市流通数量为 46,171,070 股；次限售股上市流通日期为 2023 年 6 月 19 日。
携程集团	6 月 8 日	公布了截至 2023 年 3 月 31 日第一季度未经审计的财务业绩。财报显示，2023 年第一季度，携程集团净营业收入为 92 亿元，同比增长 124%。净利润为 34 亿元，经调整 EBITDA 利润率达 31%，业绩表现再超市场预期。与此同时，携程集团还在供应链赋能、乡村旅游振兴等方面，为助力旅游行业高质量复苏贡献力量。
天目湖	6 月 8 日	公司发布股东减持股份结果公告。公司于 2022 年 12 月 5 日披露了《江苏天目湖旅游股份有限公司股东减持股份计划公告》，股东陈东海先生计划于 2022 年 12 月 5 日-2023 年 6 月 5 日期间，通过竞价交易、大宗交易的方式减持其直接持有的公司股份不超过 950,000 股，即不超过公司股份总数的 0.51%，减持价格按市场价格确定。截止 2023 年 6 月 5 日，减持时间区间届满，陈东海先生通过集中竞价的方式共计减持 460,385 股公司股份，占公司股份总数的 0.25%。
九毛九	6 月 9 日	李灼光先生已辞任执行董事、首席财务官、副总裁、授权代表、联席公司秘书及薪酬委员会成员；苏浹满先生已获委任为执行董事、首席财务官、授权代表、联席公司秘书及薪酬委员会成员。
途牛	6 月 9 日	一季度实现收入 6320 万元，同比增长 52.3%，净亏损 750 万元，2022 年同期净亏损为 4170 万元，大幅减亏。
君亭酒店	6 月 16 日	君亭酒店集团股份有限公司（以下简称“公司”）于 2023 年 6 月 16 日与重庆市渝中区文化和旅游发展委员会（以下简称“渝中区文旅”）签订了《君亭酒店西南总部项目合作协议》，经协商拟投资 2.1 亿元在重庆分批次开设多家高品质酒店。

来源：公司公告，国联证券研究所

## 4 资金持仓：双周内外资增配丽江股份/天目湖幅度较大

截至 2023 年 6 月 16 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 20,750 万股，占自由流通比例达 22.8%。环比角度，双周内外资增配丽江股份/天目湖幅度较大，环比分别增加 324.8%/125.3%。



**图表 7：双周内外资增配丽江股份/天目湖幅度较大，环比分别增加 324.8%/125.3%**

	沪(深)股通持股数量(万股)					沪(深)股通持股占自由流通股比例 (%)				
	2023/5/5	2023/5/19	2023/6/2	2023/6/16	环比 (pct)	2023/5/5	2023/5/19	2023/6/2	2023/6/16	环比 (pct)
丽江股份	71	169	314	1,336	324.8%	0.2%	0.6%	1.0%	4.4%	3.38
天目湖	42	19	24	55	125.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.6%	0.31
云南旅游	67	22	188	303	61.2%	0.2%	0.1%	0.5%	0.8%	0.30
中青旅	384	354	513	794	54.9%	0.7%	0.6%	0.9%	1.4%	0.50
众信旅游	230	263	343	514	49.8%	0.4%	0.4%	0.5%	0.8%	0.26
岭南控股	115	105	160	188	17.5%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	0.15
黄山旅游	426	394	350	394	12.5%	2.0%	1.8%	1.6%	1.8%	0.20
同庆楼	223	253	240	266	10.8%	2.7%	3.1%	2.9%	3.3%	0.32
华天酒店	162	475	695	730	4.9%	0.4%	1.0%	1.5%	1.6%	0.08
广州酒家	2,046	1,971	1,972	1,985	0.7%	11.0%	10.6%	10.6%	10.7%	0.07

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。

## 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