



冰雪游风起，关注景区业绩韧性

2024 年 1 月 16 日

► **旅游景区：冰雪旅游提振淡季需求，名山大川类景区仍为优选。**①**长白山：**预计 23 年 Q4 营收 1.16 亿元/同比+241.3%，归母净利润 0.11 亿元/同比扭亏为盈；②**宋城演艺：**预计 23Q4 营收 4.19 亿元/同比+501.9%，归母净利润 1.15 亿元，22Q4 为-0.66 亿元。③**天目湖：**预计 23Q4 营收 1.30 亿元/同比+3.6%，归母净利润 0.30 亿元，同比+68.1%。

► **餐饮：重回存量竞争阶段，把握大众消费需求为关键点。**①**同庆楼：**预计公司 23Q4 收入 7.7 亿元/同比+81.9%，归母净利润 0.81 亿元/同比+1295.3%；②**广州酒家：**预计 23Q4 收入 11.60 亿元/同比+50.3%；归母净利润 2.45 亿元/同比+41.6%。

► **酒店：23 年酒店行业经营数据复苏、显著超过 19 年同期，但表现为强旅游/弱商旅的特征、且动能逐渐趋弱。**①**君亭酒店：**预计 2023Q4 营收 2.10 亿元，同比+122%；归母净利润 2231.33 万元，22 年同期为 382.32 万元；②**金陵饭店：**预计 23Q4 营收 4.69 亿元，同比+33.8%；归母净利润 0.2 亿元，同比+74.3%。③**首旅酒店：**预计 23Q4 营收 24.30 亿元，同比+94.2%；归母净利润 1.39 亿元，22 年同期为-2.5 亿元；④**锦江酒店：**预计 23Q4 营收 39.71 亿元，同比+36.3%；归母净利润 2.91 亿元，同比+306%。

► **免税：离岛免税进入旺季，关注消费力修复趋势。**①**中国中免：**预计 23Q4 公司收入为 167.39 亿元/yoy+11.09%，归母净利润为 15.10 亿元/yoy+275.44%；②**王府井：**预预计 23Q4 公司收入为 24.50 亿元/yoy+5%，归母净利润为 1.2 亿元/同比扭亏。

► **人服&职教：顺周期属性强，外部看经营环境，内部看降本提效。**①**科锐国际：**预计 2023Q4 收入端同比增长 38.5%，归母净利润同比-16.1%。②**北京人力：**预计 2023Q4 旗下子公司北京外企收入约 111.33 亿元，归母净利润约 2 亿元；③**传智教育：**预计 2023Q4 收入 1.24 亿元/yoy-31%，归母净利润 0.28 亿元/yoy-33%。④**行动教育：**预计 2023Q4 收入为 1.82 亿元/yoy+65.4%；归母净利润为 0.54 亿元/yoy+224.4%

► **投资建议：**1) 教育板块推荐**行动教育**，建议关注**传智教育**。2) 酒店板块推荐**锦江酒店**、**首旅酒店**、**君亭酒店**、**华住集团**、**金陵饭店**、**同程旅行**，建议关注**美股亚朵集团**；3) 人服主线推荐**北京人力**，建议关注**科锐国际**、**外服控股**；4) 人服板块推荐**米奥会展**，建议关注**兰生股份**。5) 景区板块推荐**宋城演艺**、**天目湖**，建议关注产业链齐全的中**中青旅**、**长白山**；6) 免税板块推荐**中国中免**、**王府井**，建议关注**海南机场**、**海汽集团**、**海南发展**等；7) 餐饮板块推荐**奈雪的茶**、**海底捞**、**同庆楼**、**广州酒家**、**九毛九**，建议关注餐饮龙头**呷哺呷哺**、**海伦司**。

► **风险提示：**项目落地不及预期风险，行业竞争加剧风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601888.SH	中国中免	80.81	2.43	3.24	4.10	33	25	20	推荐
600859.SH	王府井	15.62	0.17	0.80	1.14	91	20	14	推荐
300662.SZ	科锐国际	25.52	1.48	1.09	1.47	17	23	17	推荐
301073.SZ	君亭酒店	23.75	0.23	0.26	0.84	154	92	29	推荐
600754.SH	锦江酒店	29.22	0.11	1.11	1.74	277	26	17	推荐
600258.SH	首旅酒店	15.2	-0.52	0.73	0.89	/	21	17	推荐
601007.SH	金陵饭店	8.39	0.11	0.22	0.31	78	39	27	推荐
1179.HK	华住集团	25.6	-0.56	1.21	1.23	/	19	18	推荐
603043.SH	广州酒家	19.36	0.91	1.30	1.48	21	15	13	推荐
9922.HK	九毛九	5.53	0.03	0.41	0.62	147	12	8	推荐
0520.HK	呷哺呷哺	2.29	-0.31	0.16	0.37	/	13	6	推荐
9869.HK	海伦司	3.37	-1.26	0.26	0.32	/	12	10	推荐
605108.SH	同庆楼	29.84	0.36	1.09	1.47	83	27	20	推荐
300144.SZ	宋城演艺	9.85	0.00	0.35	0.50	/	29	20	推荐
603099.SH	长白山	31.51	-0.22	0.60	0.75	/	52	42	推荐
603136.SH	天目湖	19.4	0.11	0.81	1.23	181	24	16	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；股价为 2024 年 1 月 12 日收盘价，华住集团/海伦司/九毛九/呷哺呷哺股价货币单位为港元，汇率为 1 港元=0.909 人民币

推荐

维持评级



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师：饶临风

执业证号：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理：邓奕辰

执业证号：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

研究助理：周诗琪

执业证号：S0100122070030

电话：15821501215

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

1. 社服周观点：2021 年年报及 2022 年一季报总结：疫情扰动不改长期复苏逻辑，建议优选“格局改善+优质供给”龙头
2. 社服周观点：22Q1 社服行业基金持仓分析，持续推荐复苏主线
3. 露营行业深度报告：“身困疫情，心向山野”，露营装备及户外游市场蓄势待发
4. 社服周观点：上海疫情传播指数降低，复苏主线修复行情有望持续演绎
5. 社服周观点：云南非边境市县恢复跨省游，清明旅游以本地市内游为主流

目录

1. 旅游景区：冰雪旅游提振淡季需求，名山大川类景区仍为优选.....	3
2. 餐饮：重回存量竞争阶段，把握大众消费需求为关键点	6
3. 酒店：23 年酒店行业经营数据复苏、显著超过 19 年同期，但表现为强旅游/弱商旅的特征、且动能逐渐趋弱.....	9
4. 免税：离岛免税进入旺季，关注消费力修复趋势	11
5. 人服职教：顺周期属性强，外部看经营环境，内部看降本提效.....	13
6. 行业重点公司盈利预测及估值	15
7. 风险提示.....	16
表格目录	17

1. 旅游景区：冰雪旅游提振淡季需求，名山大川类景区仍为优选

聚焦各景区客流表现，从公布数据的景区经营情况来看：

九华山 23 年 10-11 月客流 151.65 万人/同比+36.20%，较 19 年同期+1.72%。23 年 1-11 月旅游收入 109.82 亿元/同比+16.89%，较 19 年同期-17.48%；其中 23 年 10-11 月旅游收入 21.15 亿元/同比+51.26%，较 19 年同期+3.63%。

黄山 23 年 10-11 月客流 68.7 万人/同比+179.38%，较 19 年同期+0.59%。

长白山 23 年 10-12 月客流 42 万人/同比+281.28%，较 19 年同期+19.29%。

Q4 为景区传统经营淡季，无冰雪游/温泉项目情况下景区表现预计多与 19 年同期持平。从数据披露情况来看，九华山/黄山分别为佛教四大圣山之一/国内十大名山之一，均为国内名山大川景区代表，每年 Q4 为经营淡季，客流水平与疫情前 19 年同期持平；长白山 23 年 10-12 月客流较 19 年同期+19.29%，主要是景区冰雪资源丰富、全国冰雪游景气度提升、长白山景区内冰雪游相关项目逐步成型、吉林省在线上冰雪游宣传/线下冰雪游建设方面逐步赋能等多因素共同作用的结果。从 Q4 旅游景区行业格局来看，我们认为，Q4 往往是大部分旅游景区的传统经营淡季，如相关旅游景区行业标的所覆盖的景区内有冰雪游/温泉等与冬季需求匹配的项目，23Q4 业绩或将有超预期表现。

从全年经营表现来看，23 年以来旅游景区行业整体步入恢复期但表现有所分化，与名山大川类景区相关的上市公司如长白山、峨眉山、九华旅游、黄山旅游业绩表现较 19 年同期均有突破，宋城演艺/天目湖业绩表现与 19 年同期基本持平，中青旅业绩仍处复苏阶段。**我们认为，旅游景区行业需求端强盛程度更甚疫情前，各景区差异化的业绩表现实质上是居民出行消费倾向的转变，在消费倾向上，新颖感、低成本是消费者在旅游目的地选择中的两大基础需求，此类需求在节假日得到具体体现：**1) 23 年春节/五一/国庆节假日人均消费较 19 年同期下滑但人流量较 19 年同期提升，反映旺盛旅游需求与低旅游成本支出需求；2) 23 年至 24 年初，淄博烧烤、寺庙旅游、大唐密盒、特种兵式旅游、夜间攀爬、哈尔滨冰雪大世界乃至宅酒店等旅游目的地/旅游概念陆续步入大众视野，并成为消费者进行出行决策的出发点，其中固然有线上多渠道宣传带来的促进效果，但根本逻辑还是此类旅游目的地/旅游概念为消费者带来的“新颖感”，“新颖感”给予旅游行程崭新的含义与体验，成为消费者出行主动能。在新颖感与低成本需求驱使下，除网红景点外，二次消费类别较少的观光游览类景区也自然易于成为消费者出行优选，名山大川类景区受益明显。

根据公司发布的 2023 年第三季度报告财务数据及相关解读，市场公开信息

及对上市公司的跟踪研究，对重点公司的收入和归母净利润预测如下：

长白山：我们认为，长白山未来成长空间大，外部交通优化预期+内部经营改善预期为其高成长性奠基，定增预案落地将成为其基本面优化主驱动力：1)

外部交通优化预期：外部铁路/航路/高速交通优化预期、冰雪游在政策催化/冰雪资源赋能/线上宣传下的优化预期分别强化长白山旺季客流量接待上限和冰雪季客流引流能力，提振客流需求；**2) 内部交通和经营改善预期：**内部交通运力在定增预案落地后能够有效匹配外部交通带来的新客流并促毛利率接近最优、包车业务成长潜力充足、酒店业务生态矩阵逐步完善引流能力有望增长、冰雪游景气度提升助公司淡季经营提振、温泉部落二期项目落地后有望成为业绩新增长点。预计 23 年 Q4 营收 1.16 亿元/同比+241.3%，归母净利润 0.11 亿元/同比扭亏为盈。

风险提示：定增预案落地不及预期风险，冰雪游景气度不及预期风险。

天目湖：短期关注两大方向：1) 天目湖位处长三角中心地带，区位优势显著，引流能力持续提升；2) 公司酒店矩阵持续壮大，带动营收增长，酒店业务当前毛利率水平偏低，关注酒店业务后续经营结构优化为公司带来的内生动能。**长期聚焦四大增长点：**1) 根据长三角一体化示范区水乡客厅国土空间详细规划新闻发布会，沪苏湖铁路预计 2024 年完工，天目湖上海客流有望增长；2) 溧阳城发入股后天目湖成为国资企业，后续有望获溧阳市政府多方位支持；3) 动物王国项目启动，建成后有望成为公司利润新增长点。4) 公司二次消费韧性足，商品销售及体验项目创新可为营收带来新增量。预计 23Q4 营收 1.30 亿元/同比+3.6%，归母净利润 0.30 亿元，同比+68.1%。

风险提示：行业竞争加剧风险，新项目建设不及预期风险。

宋城演艺：我们看好宋城演艺 23 年业绩修复，聚焦存量项目成熟及新项目带来的业绩增量，中长期聚焦四大增长点。1) 公司旗下 11 个存量千古情景区截至 7 月 1 日已全部开业，多个景区较疫情前剧院数增加、客流容纳能力提升，客流旺季有望为公司业绩贡献新增量；2) 公司现有五大项目仍在筹备或待开业阶段，景区矩阵后续将进一步完善，品牌影响力及营收增长潜力大；3) 存量项目仍处爬坡期，成长空间充足；4) 五大项目中，珠海千古情项目有望切入休闲度假赛道，打造新成长曲线。预计 23Q4 营收 4.19 亿元/同比+501.9%，归母净利润 1.15 亿元，22Q4 为-0.66 亿元。

风险提示：区域竞争激烈风险，新项目开业时间不及预期风险。

中青旅：我们看好公司景区业务后续发展，关注带动中青旅景区业务修复与增长的三大核心驱动力：1) 古镇业态随经济提振有望恢复 19 年同期水平，其中乌镇景区本身品牌知名度高且疫情期间客房扩充，契合长线游业态需求，预计 24 年整体恢复步伐加快；2) 出境游市场逐步步入恢复期，公司疫情前出境游渠道深耕+近期出境游业务快速发力有望带动公司出境游业务快速回暖并抢占更多市

场份额；3) 濮院景区卡位优质旅游资源，后续有望成为公司利润新增长点。预计 23Q4 营收 30.88 亿元/同比+92.7%，归母净利润 1.61 亿元/同比扭亏为盈。

风险提示：市场竞争加剧风险，新项目营业状况不及预期风险。

表 1：旅游景区行业 23Q4 业绩前瞻

股票名称	股票代码	营业收入 (百万元)			营业收入同比 (%)			归属母公司净利润 (百万元)			归属母公司净利润同比 (%)		
		22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)
603136.SH	天目湖	126	130	605	24.56%	3.6%	64.1%	18	30	150	134.81%	68.1%	638.6%
603099.SH	长白山	34	116	613	-1.07%	241.3%	214.9%	-32	11	161	27.77%	-134.3%	-380.5%
600138.SH	中青旅	1602	3088	9822	-33.36%	92.7%	53.1%	-163	161	367	914.08%	-198.9%	-210.0%
300144.SZ	宋城演艺	70	419	2037	-58.84%	501.9%	344.9%	-66	115	902	-43.69%	-273.8%	9247.2%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

2. 餐饮：重回存量竞争阶段，把握大众消费需求为关键点

年内国内餐饮业重回存量竞争阶段，大众消费需求增加，此消费格局我们预计在 24 年延续；聚焦未来发展，我们认为一人食消费、性价比消费与情绪价值消费为品牌提振热度、持续成长的关键点：

一人食餐饮：逐步迈入职场的 90 后/00 后年轻一代更为注重社交距离、偏好线上社交模式，叠加工作忙碌、工作时间限制导致的现实社交圈收窄，这部分年轻人难以经常与好友结伴出行，在此情况下，无用餐人数限制、无社交属性、价格带处低位的一人食餐饮逐步成为步入职场年轻人消费者的主流选择，23 年以来重新步入大众视野的小火锅和高热度持续的米饭类餐饮是一人食餐饮快速成长的集中体现。

性价比消费：当前宏观环境下居民餐饮消费支出较为保守，以社交为主的餐饮消费模式逐步转变为以悦己为主、注重高性价比的餐饮消费模式，在此情况下，菜品口味和价格之间的对比重新成为消费者对餐饮消费考量的重心，具体来说，具备烟火气息、接地气的餐饮业态会更受消费者青睐，如 23 年以来兴起的砂锅业态、80/90 年代装修风格火锅聚会业态等。此外，性价比消费的核心是价格与菜品口味/服务质量之间的匹配度，在性价比餐饮门店选择时，最优先的是对价格的考量，因此装修风格较为复古/菜品价格贴于店面门口的大众化餐饮门店在此道上更具竞争力。

情绪价值供应：情绪价值可具体指向为消费者在消费过程中的情绪收益，自新媒体平台应用以来层出不穷的网红餐饮品牌实际就是消费者情绪的选择，在此类网红餐饮品牌消费中，消费者对菜品口味的重视程度不高，更为重视餐饮产品所内涵的象征意义（如爱情、养生健康等）和打卡后社交媒体分享带来的喜悦，这类情绪价值所带来的消费欲往往可使消费者减少对性价比因素的考量。

在上述餐饮业发展风向下，我们推荐价格带下行、持续联动提振品牌热度、加盟业务逐步展开的**奈雪的茶**，门店模型契合下沉市场拓宽且持续优化、同样于 23 年展开加盟业务的**海伦司**，契合一人食概念的小火锅龙头品牌**呷哺呷哺**，多渠道提振品牌热度、持续探索新业态的**海底捞**，建议关注**九毛九**、**同庆楼**、**广州酒家**。

根据公司发布的 2023 年半年度/三季报报告财务数据及相关解读，市场公开信息及对上市公司的跟踪研究，对重点公司的收入和归母净利润预测如下：

海伦司：23 年公司稳步经营，业绩表现有望向好，归母净利润或将扭亏为盈。预计 23 年营业收入 16.95 亿元/同比+8.7%，归母净利润 3.27 亿元/22 年同期为 -16.01 亿元。另外，公司 23 年 6 月通过“嗨啤合伙人”计划推出新合作模式与单

店模型，将合作模式进一步优化并展开，新合作模式可通过资源串联增强门店经营能力及抗风险能力，有望快速实现门店扩展并打开下沉市场，看好其 24 年对公司业绩增长/品牌口碑优化/品牌覆盖面拓展的赋能效果。

风险提示：合伙计划展开不及预期风险，拓店不及预期风险。

九毛九：公司供应链硬实力强劲，旗下品牌年轻化/时尚化特征符合年轻一代餐饮消费需求，看好 23 年业绩表现；结合公司经营情况，预计 23 年营业收入 63.93 亿元/同比+59.6%，归母净利润 5.91 亿元/同比+1098.9%。

风险提示：品牌势能下滑风险，拓店不及预期风险。

奈雪的茶：公司 23 年积极通过品牌联动/产品推新等方式强化品牌势能，开放事业合伙模式打开新增长点。品牌势能上行将促业绩表现向好，预计 23 年奈雪的茶营业收入 62.57 亿元/同比+45.8%，归母净利润 2.25 亿元/同比扭亏为盈；事业合伙模式有望在 2024 年发力成为公司利润新贡献点。

风险提示：合伙计划展开不及预期风险，拓店不及预期风险。

海底捞：23 年海底捞扩店速度放缓，持续优化门店经营、强化现有门店盈利能力，同时通过新赛道开拓寻找新增长点。预计 23 年海底捞营业收入 439.16 亿元/同比+59.6%，归母净利润 45.55 亿元/同比+178.0%。

风险提示：品牌势能下滑风险，拓店不及预期风险。

呷哺呷哺：23 年公司稳步运营，湊湊经营表现因品牌势能影响短期承压，呷哺呷哺主品牌在菜品优化与一人食经济景气度提升促进下快速回复，5 月会员卡推出提振消费者品牌忠诚度，全年业绩表现预计超越 22 年同期，预计 23 年公司营业收入 68.13 亿元/同比+44.2%，归母净利润 1.74 亿元/同比扭亏为盈。

风险提示：品牌势能下滑风险，拓店不及预期风险。

同庆楼：富茂酒店开业为公司带来新增量，主品牌同庆楼门店数增长扩大餐饮业务覆盖面，预制菜业务在大厨资源支持下有望成为中长期业绩新支撑点，受益于富茂酒店开业支撑/行业整体复苏趋势推动，预计公司 23Q4 收入 7.7 亿元/同比+81.9%，归母净利润 0.81 亿元/同比+1295.3%。

风险提示：拓店不及预期风险，预制菜业务发展不及预期风险。

广州酒家：1) 速冻产品需求端旺盛且产能持续扩张，或将促食品制造业务营收持续突破；预制菜业务迅速展开，后续有望成为营收支撑点。2) 公司已拥有广东广州/茂名/梅州/湖南湘潭四大生产基地，22 年梅州基地一期产能爬坡加速，后续随需求端上行有望继续强化供应链优化产能布局。预计 23Q4 收入 11.60 亿元/同比+50.3%；归母净利润 2.45 亿元/同比+41.6%。

风险提示：月饼业务销售不及预期风险，餐饮业务发展不及预期风险。

表 2：餐饮行业 23Q4 业绩前瞻

股票名称	股票代码	营业收入 (百万元)			营业收入同比 (%)			归属母公司净利润 (百万元)			归属母公司净利润同比 (%)		
		22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)
9869.HK	海伦司	/	/	1695	/	/	8.7%	/	/	327	/	/	-120.4%
9922.HK	九毛九	/	/	6393	/	/	59.6%	/	/	591	/	/	1098.9%
2150.HK	奈雪的茶	/	/	6257	/	/	45.8%	/	/	225	/	/	-147.9%
6862.HK	海底捞	/	/	43916	/	/	41.5%	/	/	4555	/	/	178.0%
0520.HK	呷哺呷哺	/	/	6813	/	/	44.2%	/	/	174	/	/	-152.3%
605108.SH	同庆楼	423	770	2453	-13.11%	81.9%	46.9%	6	81	284	-91.04%	1295.3%	203.1%
603043.SH	广州酒家	772	1160	5036	-11.62%	50.3%	22.5%	50	245	737	-56.04%	389.8%	41.6%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：港股往年仅披露半年度数据，难以对 Q4 单季度进行预测，港股财务数据货币单位为人民币）

3. 酒店：23 年酒店行业经营数据复苏、显著超过 19 年同期，但表现为强旅游/弱商旅的特征、且动能逐渐趋弱

酒店行业 Q4 前瞻：景气走弱趋势显现。23 年酒店行业经营数据复苏、显著超过 19 年同期，但表现为强旅游/弱商旅的特征、且动能逐渐趋弱。年初受益于报复性需求释放、酒店价格高企，酒店业 RevPAR 恢复度总体在 19 年的 110%-120%；但 Q4 来看，10 月下旬后旅游旺季结束，叠加核心价格带酒店供给逐渐修复，价格大幅跳水，整体经营数据恢复度回归至 100%左右。

根据公司发布的 2023 年三季度报告财务数据及相关解读，市场公开信息及对上市公司的跟踪研究，对重点公司的收入和归母净利润预测如下：

锦江酒店：Q4 总体景气度环比向下，公司 23 年底后进行管理层更迭，后续有望迎来改善。**预计 2023Q4 营收 39.71 亿元，同比+36.3%；归母净利润 2.91 亿元，同比+306%。**

风险提示：景气度修复不达预期风险，拓店不达预期风险，整合不达预期风险。

首旅酒店：Q4 总体景气度环比向下。预计 2023Q4 营收 24.30 亿元，同比+94.2%；归母净利润 1.39 亿元，22 年同期为-2.5 亿元。

风险提示：景气度修复不达预期风险，拓店不达预期风险。

君亭酒店：公司 Q4 一批新开直营店爬坡，预计经营数据承压情况好于其他酒店集团。预计 2023Q4 营收 2.10 亿元，同比+122%；归母净利润 2231.33 万元，22 年同期为 382.32 万元。

风险提示：景气度修复不达预期风险，门店经营爬坡不及预期。

华住集团：Q4 总体景气度环比向下。预计 2023Q4 营收 49.5 亿元，同比+33.6%；归母净利润 6.58 亿元，22 年同期为-1.24 亿元。

风险提示：复苏不及预期风险，政策不及预期风险，拓店不及预期风险。

金陵饭店：Q4 总体景气度环比向下。预计 2023Q4 营收 4.69 亿元，同比+33.8%；归母净利润 0.2 亿元，同比+74.3%。

风险提示：复苏不及预期风险，政策不及预期风险，拓店不及预期风险。

表 3：酒店行业 23Q4 业绩前瞻

股票名称	股票代码	营业收入 (百万元)			营业收入同比 (%)			归属母公司净利润 (百万元)			归属母公司净利润同比 (%)		
		22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)
600754.SH	锦江酒店	2914	3971	14933	-2.55%	36.3%	35.7%	72	291	1184	1711.56 %	191.9%	943.3%
600258.SH	首旅酒店	1252	2430	8726	-12.30%	124.9%	71.5%	-251	139	810	261.82%	-149.9%	-239.1%
1179.HK	华住集团	3706	4950	21000		37.5%	51.5%	-124	658	3940	/	-651.0%	-316.4%
301073.SZ	君亭酒店	94	210	591	43.98%	121.8%	72.8%	4	22	50	19.24%	1150.1%	68.1%
601007.SH	金陵饭店	-1023	469	1822	-18.18%	-145.9%	4277.3%	11	20	84	-28.43%	150.3%	101.8%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：港股财务数据货币单位为人民币）

4. 免税：离岛免税进入旺季，关注消费力修复趋势

板块方面：

消费力修复尚待观察。从元旦数据来看，2024 年元旦（2023/12/30-2024/1/1）离岛免税销售额为 4.75 亿元/yoy+12.56%，购物人次 6.57 万人次/yoy+52.79%，客单价为 7230 元/yoy-26.35%；客流端，元旦美兰机场客流人数分别为 8.77/8.25/8.25 万人次，同比提升显著（22 年同期分别为 4.55/3.98/5.05 万人次）。从数据上来看，整个元旦假期购物人次受客流良好带动有所增长，但是客单价方面仍较弱，且环比 2023 年国庆假期的客单价（7824 元）有所走弱。我们认为离岛免税当前的核心问题依旧在于消费力的修复以及客单价的提升。当前消费力疲软下，我们认为离岛免税销售额提升更多由量驱带来。

口岸免税客流修复有较大空间。口岸免税端，从机场披露的数据来看出入境客流目前修复到 2019 年的 4-5 成，后续仍有较大修复空间。同时，随着中免和上海机场及首都机场重新签订租金协议，费用端有望得到优化释放利润空间。

市内免税潜在政策空间。市内免税和出入境客流修复相关性较强，若出入境修复到一定水准，市内免税政策或将出台，利好头部持有市内免税经营资格的免税企业。

整理来看，我们认为离岛免税从 12 月起进入旺季，当前消费力依旧承压，但也不需要过度悲观，从元旦来看客流量良好，旺季或转换为量驱。同时口岸免税有客流修复空间以及租金优化的利好。市内免税方面有潜在政策出台催化，有望提振板块情绪，推荐中国中免、王府井，建议关注海南机场、格力地产。

个股方面：

中国中免：公司自 12 月开始进入旺季，随着香化馆的开业，客流有望进一步增强，且公司与上海机场新租金协议自 2023 年 12 月开始生效有望降低租金费用。我们结合 2023 年 Q3 表现及 Q4 业绩快报，预计 23Q4 公司收入为 167.39 亿元/yoy+11.09%，归母净利润为 15.10 亿元/yoy+275.44%。

风险提示：客流恢复不及预期、消费信心不足等。

王府井：23 年前三季度，公司有税整体呈现复苏态势，从三季度来看，则是体现出结构性增长的态势，奥莱/购物中心增长相对韧性，百货商超较为疲软；免税方面，公司万宁离岛免税项目于 2023 年 4 月 8 日正式营业，前三季度收入达到 1.99 亿元，未来有望逐步释放盈利能力。此外，随着出入境逐步放开，市内免税相关政策有望加速推出，打开公司在市内免税和机场免税部分增量空间。我们结合 2023 年 Q3 表现，考虑到 Q4 或将进行各项费用的计提，预计 23Q4

公司收入为 24.50 亿元/yoy+5%，归母净利润为 1.2 亿元/同比扭亏。

风险提示：客流恢复不及预期、租金下降、消费者信心不足。

表 4：免税行业 23Q4 前瞻

股票名称	股票代码	营业收入 (百万元)			营业收入同比 (%)			归属母公司净利润 (百万元)			归属母公司净利润同比 (%)		
		22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)
601888.SH	中国中免	15,068.43	16739	67576	-17%	11%	24%	402.29	1510.77	6717	-65%	276%	34%
600859.SH	王府井	2333.45	2739	12004	-59%	17%	11%	-220.05	102.1	750	-129%	-146%	285%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

5. 人服职教：顺周期属性强，外部看经营环境，内部看降本提效

人服整体均具备较强的顺周期属性，长逻辑不变，短期外部看经营环境改善、宏观经济回暖，内部看公司降本增效、提升运营效率。人服行业整体偏顺周期，招聘赛道及人事代理业务顺周期属性更强，和企业自有员工招聘用人需求强相关，年内上市公司龙头这两块业务均有所承压，灵活用工在降本/提效功能下保持韧性增长，短期内看好 24 年经济环比修复下企业招聘及人事代理业务的逐步回暖，并期待政策拐点到来，长期看好灵活用工行业渗透率提升。从四季度的招聘市场环境来看，目前新增招聘贴子数恢复到 2021 年 60%水平，环比 Q3 持平。

科锐国际：结合 Q4 招聘市场表现，我们预计 2023Q4 收入端同比增长 38.5%，归母净利润同比-16.1%。

风险提示：宏观经济下滑风险，消费者信心不足风险。

北京人力：基于 2023 年三季报财务数据及相关解读，预计 2023Q4 旗下子公司北京外企收入约 111.33 亿元，归母净利润约 2 亿元。

风险提示：宏观经济增速不及预期风险，行业竞争加剧风险。

教育个股表现分化。职业教育分类较多，主打就业类的职业教育整体具备顺周期属性，受到 23 年下游招聘需求的影响；主打企业管理培训的教育企业则具备一定的逆周期属性，在经济疲软下，企业具备更多的闲暇时间且学习意愿。

传智教育：受下游企业招聘低迷影响，公司前三季度业绩下滑。在四季度招聘仍然处于历史低位的情况下，我们预计 2023Q4 收入 1.24 亿元/yoy-31%，归母净利润 0.28 亿元/yoy-33%。

风险提示：IT 行业景气度下降风险，中等职业院校招生不及预期风险，行业竞争加剧风险。

行动教育：公司作为企业管理培训行业龙头，积极打磨战略、产品，培育新人才，全方位强化公司运营，最终在 2023 年前三季度取得优异表现，基于 23Q3 的合同负债及终端客户对于提价的良好接受度，我们预计 2023Q4 收入为 1.82 亿元/yoy+65.4%；归母净利润为 0.54 亿元/yoy+224.4%。

风险提示：招生人数不及预期风险，宏观经济下滑风险，关键业务人员流失风险。

表 5：人服和职教行业 23Q4 前瞻

股票名称	股票代码	营业收入 (百万元)			营业收入同比 (%)			归属母公司净利润 (百万元)			归属母公司净利润同比 (%)		
		22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)	22Q4	23Q4 (E)	23Y (E)
300662.SZ	科锐国际	2273.79	3151	10321	24%	39%	14%	73.3	62	214	14%	-16%	-27%
600861.SH	北京人力	-	11133	39718	-37%	-	25%	-	200	840	-	-	15%
003032.SZ	传智教育	180.03	124.23	570	3%	-31%	-29%	15.1	28.25	130	14%	88%	-28%
605098.SH	行动教育	110.28	181.9	643	-45%	65%	43%	16.75	54.34	215	-73%	224%	94%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：北京城乡 4 月重组上市后改名北京人力，无 22 年二季度数据，且收入和利润我们预测为旗下子公司北京外企业绩）

6. 行业重点公司盈利预测及估值

表 6：重点公司盈利预测及估值

板块	证券简称	总市值 (亿元)	最新 收盘价	净利润 (亿元)			利润增速 (%)			PE		
				22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E
免税	中国中免	1,672.00	80.81	50.3	67.12	84.78	-47.89%	32.10%	24.90%	33	25	20
	王府井	177.3	15.62	1.95	9.09	12.91	-85.50%	366.10%	42.10%	91	20	14
人服	科锐国际	50.22	25.52	2.91	2.14	2.89	15.10%	-26.40%	35.10%	17	23	17
酒店	君亭酒店	46.18	23.75	0.3	0.5	1.62	-19.43%	67.00%	227.00%	154	92	29
	锦江酒店	312.7	29.22	1.13	11.84	18.65	12.79%	943.30%	57.50%	277	26	17
	首旅酒店	169.7	15.2	-5.82	8.1	9.97	-1145.62%	239.20%	23.10%	/	21	17
	金陵饭店	32.72	8.39	0.42	0.84	1.19	48.45%	101.80%	41.70%	78	39	27
	华住集团	815.9	25.6	-18.21	39.4	40.26	/	316.40%	2.20%	/	19	18
餐饮	广州酒家	110.1	19.36	5.2	7.37	8.43	-6.68%	41.70%	14.40%	21	15	13
	九毛九	79.44	5.53	0.49	5.91	9.04	-86.00%	1098.90%	53.10%	147	12	8
	呷哺呷哺	24.87	2.29	-3.33	1.74	4.02	-13.50%	152.30%	131.30%	/	13	6
	海伦司	42.69	3.37	-16.01	3.27	4.02	-596.20%	120.40%	22.80%	/	12	10
	同庆楼	77.58	29.84	0.94	2.84	3.83	-35.00%	203.10%	35.00%	83	27	20
休闲景区	宋城演艺	258.1	9.85	0.01	9.02	13.01	-96.90%	9241.70%	44.20%	/	29	20
	长白山	84.03	31.51	-0.57	1.61	1.99	-11.20%	380.40%	23.60%	/	52	42
	天目湖	36.14	19.4	0.2	1.5	2.29	-60.60%	640.10%	52.50%	181	24	16

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；股价为 2024 年 1 月 12 日收盘价，呷哺呷哺/华住集团/海伦司/九毛九股价、总市值货币单位均为港元，汇率为 1 港元=0.909 人民币

7. 风险提示

1).项目落地不及预期风险：旅游行业多上市公司外部交通/内部交通处优化进程中，各项目时间周期较长，可能受本地/宏观因素影响导致项目落地不及预期。

2).行业竞争加剧风险：餐饮、旅游等行业竞争者众多、短期市场总量难以出现较大增长，为争夺市场份额加大营销投入甚至出现价格战的风险。

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：旅游景区行业 23Q4 业绩前瞻	5
表 2：餐饮行业 23Q4 业绩前瞻	8
表 3：酒店行业 23Q4 业绩前瞻	10
表 4：免税行业 23Q4 前瞻	12
表 5：人服和职教行业 23Q2 前瞻	14
表 6：重点公司盈利预测及估值	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026