

## 目录

板块表现及投资建议 .....	1
(一) 重点数据跟踪 .....	1
(二) 投资建议 .....	5
(三) 板块行情 .....	10
(四) 子行业表现 .....	12
公司动态 .....	18
(一) 休闲服务板块 .....	18
(二) 商业贸易板块 .....	20
行业动态 .....	22
(一) 休闲服务板块 .....	22
(二) 商业贸易板块 .....	24
风险分析 .....	26

## 板块表现及投资建议

### (一) 重点数据跟踪

**韩国免税：外国游客部分：**1月销售额 10.01 亿美元，同比 19 年-31.65%（上月为-51.1%），同比去年+108%（去年 1 年为 17 年以来最低月份），环比 12 月+23.8%。其中购物人次同比 19 年-60.9%，客单价同比 19 年+75%为 1589 美元。

**整体市场：**1月销售额 11.99 亿美元，同比 19 年-31.19%（上月为-48.3%），同比去年+87%，其中本国消费者同比去年+23%环比基本持平，主要为外国游客增长较高。

12月中国出境韩国人次恢复至 19 年的 50%，整体韩国入境游客恢复 71%，而韩国外国人免税购物人次仅为 19 年的 36.2%，购物转化率下降较为明显，免税品对海外游客的吸引力疫情后还是有明显下降。

另一方面从新世界新罗两家 Q4 的财报来看，免税利润率环比进一步下行，新罗-1.93%→-3.85%，新世界 3.0%→1.9%，该情况表明韩免在折扣返点上预计有所加大，这部分从小红书分享的韩国旅行社返点攻略中也能看出来（疫情前该方法并未非常公开，当前线上透明度公开后该操作基本已经常态化发展）。也就是说韩免虽然取消了 B2B 的模式，但 C 端实际折扣下降后利润率也并没得以改善。

图 1:韩国免税市场



数据来源：KDFA， 证券

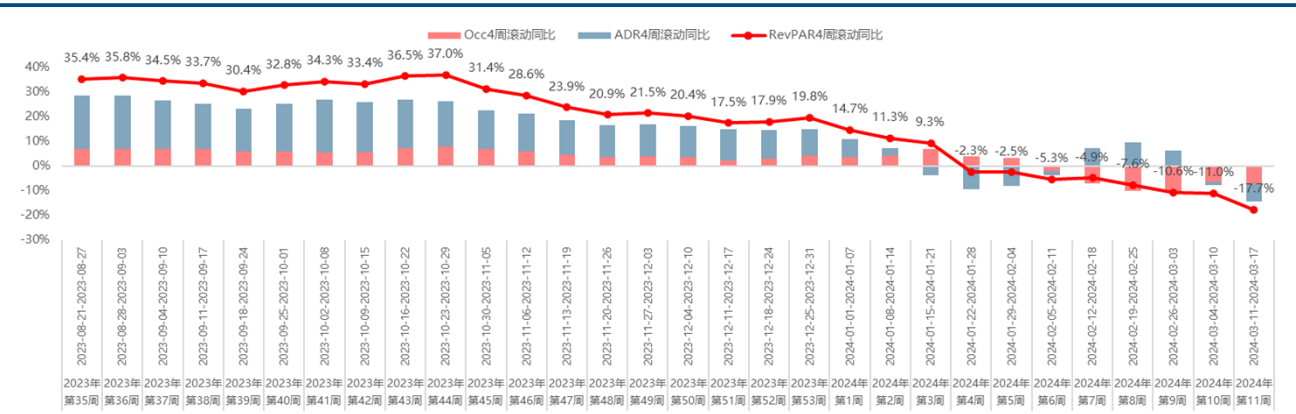
酒店全国经营数据同比去年：3.11-3.17 全国酒店 4 周滚动 OCC 同比 23 年-7.2pct, ADR-7.3%, ReVPAR-17.7%（上周为-11.0%），其中经济型/中档/高档/华 RevPAR 同比分别-12.5%/-18.6%/-27.8%/-20.2%。

酒店价格指数同比 19 年：全国 4 周滚动 ADR-8.1%(上周为-2.8%)，其中一线/新一线/二线/三线/四线及以下同比分别-8.0%/-5.4%/-5.8%/-4.9%/+0.7%。

四大酒店集团价格指数：周滚动 ADR 华住/锦江中国区/首旅如家/亚朵同比 2019 年分别 +5.6%/+5.2%/+3.9%/-2.0%；同比上一年分别为-10.9%/-5.4%/-8.3%/-16.4%。

四大酒店集团开店：华住/锦江/首旅如家/亚朵累计 4 周净开店分别为 24/23/-2/19 家，净增速分别为 +0.3%/+0.2%/0.0%/+1.5%。

图 2:酒店行业数据追踪



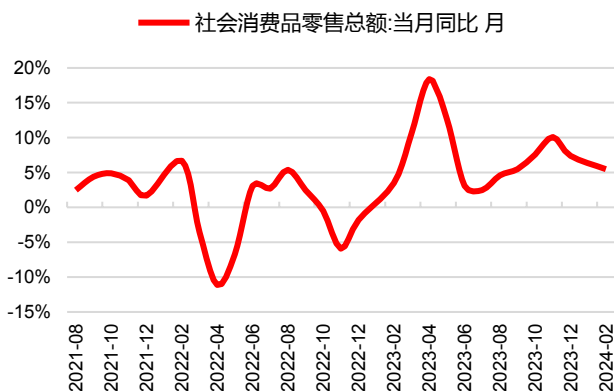
数据来源：同程驿镜， 证券

1-2 月社零总额 81307 亿元（同比+5.5%，3 年复合增速为 5.2%，5 年复合增速为 4.2%），高于 wind 预期（+5.4%），除汽车以外同比+5.2%。1-2 月份，全国网上零售额 21535 亿元，同比增长 15.3%。其中，实物商品网上零售额 18206 亿元，增长 14.4%，占社会消费品零售总额的比重为 22.4%。

1-2 月，餐饮收入同比+12.5%（12 月+30.0%）；限额以上单位商品零售同比+6.2%，其中，粮油、食品类同比+9%；饮料类同比+6.9%；中西药品类同比+2%；化妆品类同比+4%；金银珠宝类同比+5%；服装、鞋帽、针纺织品类同比+1.9%；家电类同比 5.7%。按零售业态分，2024 年 1-2 月，限额以上零售业单位中专业店、便利店、品牌专卖店、超市零售额同比分别增长 7.8%、5.8%、4.2%、0.9%，百货店下降 3.0%。

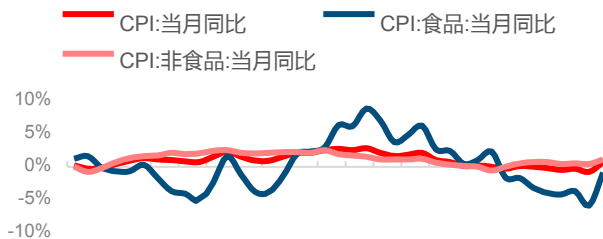
春节消费和出行带动下，2 月份 CPI 同比增速转正，社零总额也超出 wind 一致预期，显示需求呈现一定程度的恢复。去年黄金珠宝消费基数较高，今年 1-2 月来看黄金珠宝消费维持个位数增长，由于黄金价格维持高位，投资产品需求较旺，珠宝首饰产品仍然有望延续景气度。居民出游意愿高，出游消费将成为重要方向，近期文旅设备更新政策推出，有望进一步改善景区接待能力，提升旅客容量。

图 3:社会零售总额月度同比增速



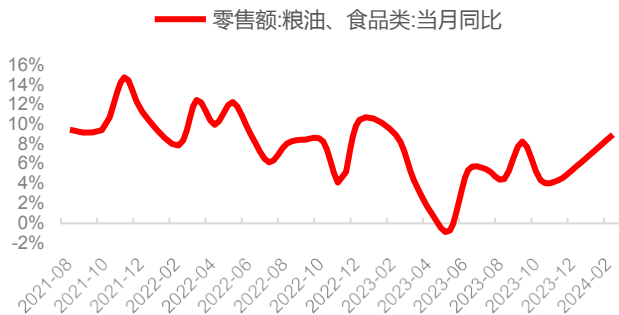
数据来源: , 证券

图 4: CPI 同比变化



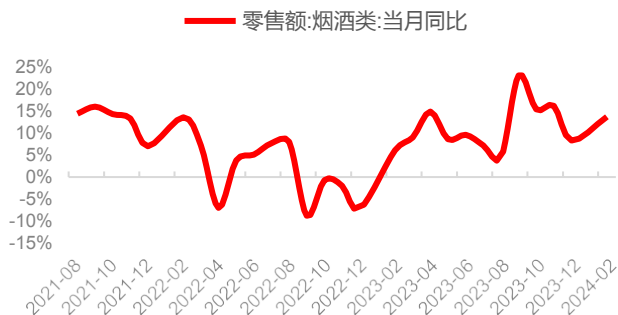
数据来源: , 证券

图 5:粮油、食品类零售额同比增速



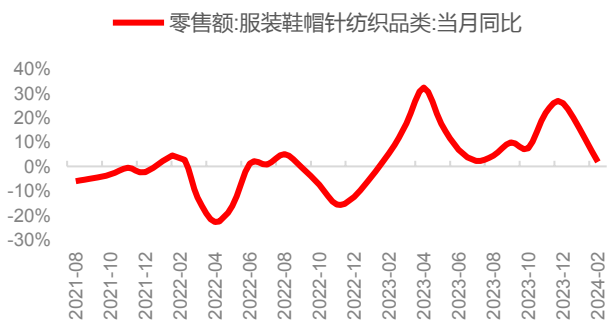
数据来源: , 证券

图 6:烟酒类零售额同比增速



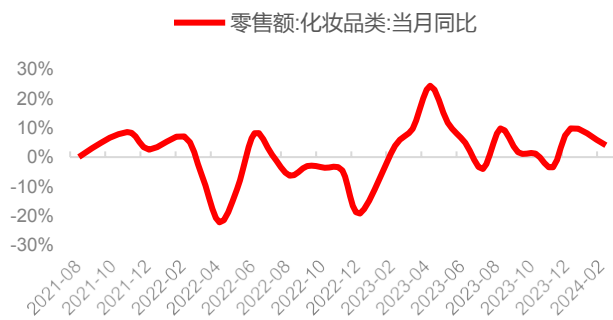
数据来源: , 证券

图 7:服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速



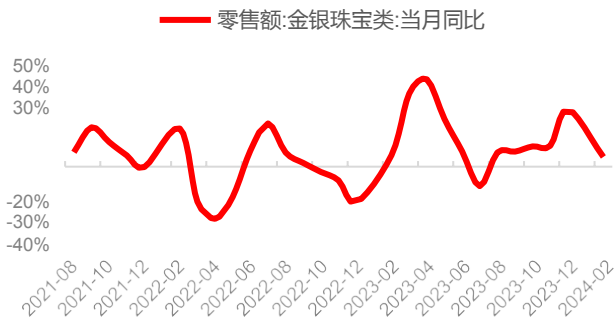
数据来源: , 证券

图 8:化妆品类零售额同比增速



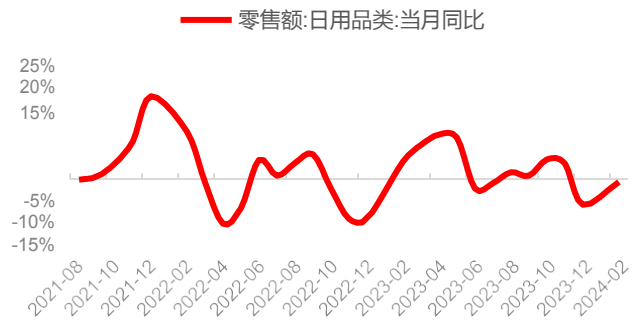
数据来源: , 证券

图 9:金银珠宝类零售额同比增速



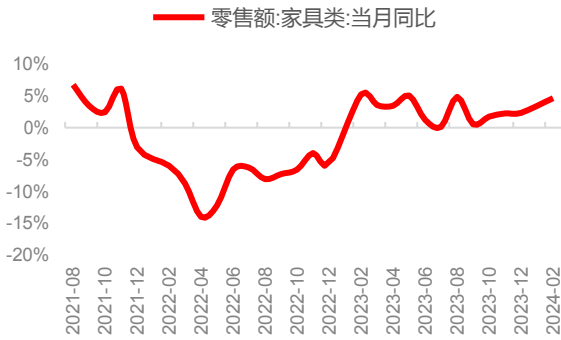
数据来源: , 证券

图 10:日用品类零售额同比增速



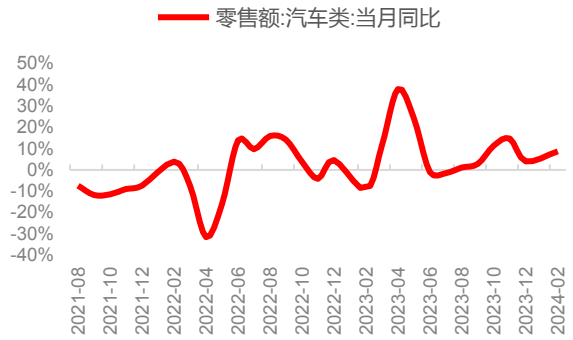
数据来源: , 证券

图 11:家具类零售额同比增速



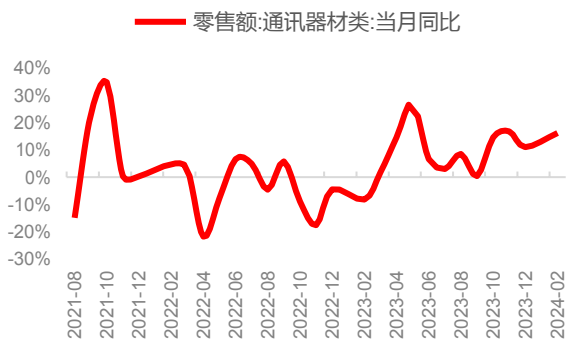
数据来源: , 证券

图 12:汽车类零售额同比增速



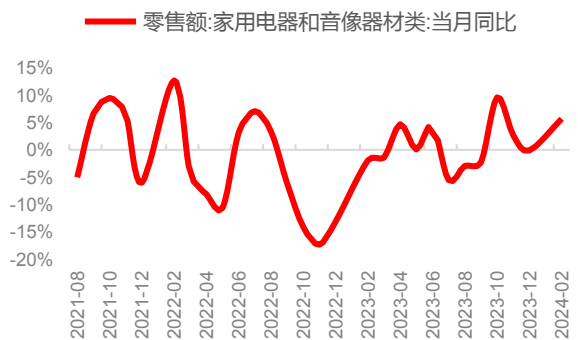
数据来源: , 证券

图 13:通讯器材类零售额同比增速



数据来源: , 证券

图 14:家电类零售额同比增速



数据来源: , 证券

## (二) 投资建议

**免税板块：中免进入三亚物业和品牌新一轮落地期，三亚 LV 销售额表现优质，库存结构及供应链能力持续向好。2024 预计持续转型期，关注政策端、全产业链及产品结构调整能力、供应链能力、海外等区域业务拓展机会等。**1~2 月预计离岛免税销售额在高基数基础上有一定下滑，中免 2023 年销售结构逐步优化，同时更新积分政策，实际优惠减弱下利润率明显改善。2023 年海南离岛免税购物金额 437.6 亿元，同比+25.4%，同比 2021 年高点-11.54%。展望 2024 年，一方面国际客流逐步恢复后，中免口岸店新成本优势将逐步凸显，另一方面海南销售结构更加多元，海棠湾香化 C 馆开业使原来部分精品升级改造将进一步贡献增量。海南稳步推进封关事宜，预计封关趋势下龙头运营商仍具备价格、品类及购物模式的优势，且口岸能力增强有利于免税业健康发展；**边际端：**（1）3 月 18 日至 4 月 18 日中免集团海南六店延续“表里如一，钟爱一生”主题开展第四届中免腕表系列系列活动；（2）韩国旅游零售商新罗免税店获得香港机场管理局同意，将香港国际机场的 Beauty&You 店铺中的化妆品、香水、时尚和配饰特许权延长 3 年；（3）韩国 2024 年购物季免税销售额飙升 269%，创历史新高；

（4）上海将大力发展邮轮免税消费，增加口岸免税店免税商品品类；**数据端：**（1）截至 3 月 17 日 7 天平均的凤凰机场执飞架次 366，较 2019 同期-2.7%，美兰机场 569，较 2019 同期+17.1%；（2）海南各免税店核心香化单品折扣力度环比稳定约 75 折附近；（3）2 月三亚凤凰国际机场累计执行航班 11462 架次，运送旅客超过 226.6 万人次，同比去年增长 10.8%，创通航以来 2 月旅客吞吐量历史新高；（4）**韩国免税：**外国游客部分：1 月销售额 10.01 亿美元，同比 19 年-31.65%（上月为-51.1%），同比去年+108%（去年 1 年为 17 年以来最低月份），环比 12 月+23.8%。其中购物人次同比 19 年-60.9%，客单价同比 19 年+75%为 1589 美元。整体市场：1 月销售额 11.99 亿美元，同比 19 年-31.19%（上月为-48.3%），同比去年+87%，其中本国消费者同比去年+23%环比基本持平，主要为外国游客增长较高。12 月中国出境韩国人次恢复至 19 年的 50%，整体韩国入境游恢复 71%，而韩国外国人免税购物人次仅为 19 年的 36.2%，购物转化率下降较为明显，免税品对海外游客的吸引力疫情后还是有明显下降。另一方面从新世界新罗两家 Q4 的财报来看，免税利润率环比进一步下行，新罗-1.93%→-3.85% 新世界 3.0%→1.9%，该情况表明韩免在折扣返点上预计有所加大，这部分从小红书分享的韩国旅行社返点攻略中也能看出来（疫情前该方法并未非常公开，当前线上透明度公开后该操作基本已经常态化发展）。也就是说韩免虽然取消了 B2B 的模式，但 C 端实际折扣下降后利润率也并没得以改善。

**龙头库存水平及毛利率水平稳健改善，供应链能力持续提升。龙头品类丰富度和结构在边际改善，渠道运营能力持续迭代，存货结构优化，逐步进入海南新物业的落地验证期，同时行业处在结构调整和渠道能力的变革期。北上新协议下机场免税场景有望打造体验全面升级且具全球竞争力的免税渠道。**海南计划 2025 年封关，预计封关后零售产品简并为销售税并不会对离岛免税市场产生明显冲击。但离岛免税市场的持续增长仍然有赖于产品结构的深度调整、渠道品牌的升级迭代、新市场的开拓，若当前品类结构逐渐改变优化，丰富的上游品牌商进入免税渠道并形成稳定价格体系，免税运营商作为渠道品牌的差异化服务、物业条件、专业化服务持续提升，一带一路等海外市场积极开拓，市内免税店政策及限额的可能调整带动出入境免税发展，则国内免税市场有望迎来持续增量因素。预计未来免税市场将与有税市场有机协同，完善自身差异化定位，运营商有望逐步向旅游零售方向发展，提升渠道综合竞争力和品牌认知，并成为拉动消费的重要差异化场景。中国中免在各场景和格局端维持突出优势，深度参与自贸港建设等环节，在主要场景端竞争格局博弈后均向好。未来发展空间核心关注产品结构的调整、政策、差异化场景和运营能力，预计龙头逐步寻求渠道品牌和优质场景服务差异化的打造，海外市场的拓展等。

**酒店板块：春节龙头酒店集团 RevPAR 增长明显，春节后同比有明显回落，但近两周恢复度环比提升，降幅收窄，龙头华住预计 Q1 的 RevPAR 小幅提升。2023 全年供给回补速度稳定提升且基本接近 19 年总体量，而考虑龙头寻求的物业属性与被出清物业存在明显差异，且当前旅游需求偏刚需，商旅在去年有几段低基数情**



况下今年也有望同比企稳。龙头集团同店端入住率年内整体较疫前缺口也在 2023 明显收窄，海外业务逐步修复，签约开店有所加速，但整体市场仍为紧平衡状态，各家 2024 开店目标预计维持稳健。中高端产品线的进展预计仍需费用端的投入，且头部间竞争趋紧，中高端品牌竞争较激烈。近两月在需求承压下，可见中高端大单品本身的议价能力进一步突出，中高端品牌和模型打造的升级迭代逐步加速。同时龙头集团年内中高端 UE 的验证也将成为产业端关键，而新开及 pipeline 主力仍以中端和经济型为主。疫后主要关注各龙头拓店和储备成长性、行业供需格局变化、中高端市场竞争和创新力、集团化赋能能力对效率和降费能力的提升。短期仍关注 RevPAR 边际变化趋势。预计在周期波动中酒店板块贝塔叠加阿尔法的属性仍将持续。关注各家拓店及储备数量和质量，过去三年中高端爬坡和签约占比提升，且费用率下降趋势下关注业绩弹性。

**华住集团-S**：Q4 整体收入 55.85 亿元，同比+50.7%，剔除 DH 为 43.84 亿元，同比+59%，此前预期为整体收入增长 41%-45%，剔除 DH 增长 48-52%，均再度高于此前指引。加盟的综合抽佣率进一步上行至 11.9%，同比角度去年部分抽佣有一定减免，环比角度公司 CRS 占比预计持续提升，会员体系行业领先。Q4 归母净利润为 7.43 亿元（Q3 为 13.37 亿），调整后净利润为 6.57 亿元，调整后净利润率为 11.8%（Q3 为 22.1%）。调整后 EBITDA 为 12.7 亿元，其中 DH 打平，国内调整 EBITDA%为 29%。剔除 DH 后主要为运营成本率和一般行政费用率环比有一定上升，放开初期公司费用管控较严，下半年逐步进入常态化投放，预计后续稳定。整体 2023 年销售营销费用率为 3.72%，一般行政费用为 8.97%，较 19 年的 4.90%及 9.53%均有下降，公司降本增效作用依然突出。（同比 19 年）Q4 公司整体 Occ/ADR/RevPAR 分别为 80.5%/284 元/229 元，同比-1.7pct/22.5%/20.0%，23Q3 分别为-1.8pct/32.1%/29.4%。10-12 月 RevPAR 分别恢复至 2019 年的 120%/117%/123%，12 月表现依然强劲。全年来看，2023 年入住率/ADR/RevPAR 分别-3.3pct/+27.4%/22.4%；同店口径：pipeline 中 Legacy-Huazhu 为 3061 家，DH 为 37 家（23Q3 分别为 2935/35 家），国内维持上升趋势。中后台降本等措施初见成效，未来更注重质量发展，中央渠道加盟费抽成望优化；海外效率恢复较好，会员体系逐步整合。加盟比提升也将带来净利率结构性提升。预计 24Q1 收入同比+12%-16%，剔除 DH 为 11%~15%。2024 年全年+8-12%，剔除 DH+8-12%。2024 年计划新开 1800 家，关闭 650 家（2023 年总开 1647 家，关闭 796 家），显著加速；**锦江酒店**：锦江酒店中国区旗下全国门店综合 RevPAR 在春节期间同比提升 45%，occ 提升 33%。预计 Q4 海外仍由于高利率产生亏损对 Q4 业绩整体有拖累，Q4 锦江境内 RevPAR 恢复至 2019 年 100%（vs 华住 120%，首旅整体 91.36%，不含轻管理 100.3%）。拟以 4.61 亿元收购锦江资本持有的锦江国际酒店管理有限公司（酒管公司）的 100%股权，获得丽笙境内品牌授权，预计后续盈利能力和品牌潜力进一步提升；中国区新 CEO 上升，望加强组织架构调整和品牌发力方向，有望迎发展新阶段。重点关注费用改善、海外减亏、直营减亏、存量改造进度、Wehotel 费率梳理、中高端培育效果、组织结构调整等；**首旅酒店**：2023 年业绩预告实现归母净利 7.7 亿元~8.3 亿元，同比增 232%~243%。轻管理酒店仍然为年内开店主力，占比预计超 60%，且从 23H1 看，轻管理对整体 RevPAR 的修复有一定拖累，不含轻管理为 109.1%。Q1 景区业务盈利能力表现亮眼。2023 年计划新开酒店 1500-1600 家，关店 600-650 家，公司开发团队预计增加至 400 人并调动门店员工，提升整体激励，扩大对中高端布局。高端部分纳入后，主要以整合为主。逸扉品牌预计今年走出爬坡期，开店预计在 25-30 家，加强模型盈利能力验证。人房比优化明显。开发团队将扩容且改善激励，周期性叠加成长性共振。开店 Q2 并入了诺金和凯宾斯基 24 家门店。pipeline 小幅上升至 2000 家，其中轻管理占比一半以上。关注整合后增长弹性充足，加盟品牌尚品落地，pagoda 表现强势，且聚焦中高端精细化管理的**君亭酒店**，北京君亭首店华侨夜泊君亭酒店开业，重庆开业，与中旅酒店合作会员互通，Q3 业绩受扰动主要系直营的摊销及部分物业调整等影响，整体发展态势契合疫后中高端市场竞争的大趋势，杭州 pagoda、深圳 pagoda、成都 pagoda、君亭尚品等品牌近期均取得良好表现，年内或顺应可能的旅游刚需属性；**亚朵**：40 产品持续签约，预计 24Q1 整体 pipeline 和开店进展可观，23Q4 预计需求端和价格端稳定，头部供给一定程度保证需求稳定性。23Q3 业绩及酒店经营效率恢复持续优质，零售业务发展优质，签约拓店仍处行业领先地位，新模型回收期缩短叠加亚朵轻居预计快速扩张，在中端和中高端市场的领先优势逐步扩大，当前国内中高端连锁化率仍较低，虽商务恢复速度需要周期，但公司品牌作为头部品牌和供给优势较大，商旅端合作 B 端客户较多且增速较快，关

注高线城市生态位 BD，以及轻奢等品牌的培育和对下沉市场的弥补作用。优质点位储备仍是竞争关键。酒店业成长叠加周期的属性仍突出，高线城市中高端品牌创新发展及生态位的替换，以及下沉市场优质物业的获取成为年内主题，精细化管理及数字化为发展重要趋势。

**餐饮板块：**头部餐饮年内效率有所波动。头部均更重视创新和精细化管理，重视年内综合壁垒增长成长潜力和第二曲线优的龙头α机会，关注新式茶饮港股 IPO 进展。近 4 年餐饮社零保持稳健的年化 CAGR。高频创新已成为餐饮业常态化打法，并且年内由于供给进入较多使整体盈利能力受冲击，上下游议价能力受到压制，1 月全国开店数再度大幅提升。关注部分龙头发展模式转变，如放开合伙加盟、管理及组织架构深度调整等，望取得较好效果和增量，2024 年预计供给端仍拥挤，要求头部核心竞争力+营销精准度兼具，且部分优质赛道竞争格局或逐渐清晰。关注中式快餐等优势赛道 IPO 机会。关注下沉市场和合作加盟模式的拓展。**同庆楼：**依托餐饮的大物业精细化运营壁垒高。肥西、龙湖等富茂开业迎较大增量面积且宴会逐步培育，Q4 业绩和营收表现略超预期，2024 年内预计维持优质预订表现和拓店表现。近两年落地的富茂等核心门店运营和爬坡表现较好，利润率优质，现金流向好支撑后续建设。未来仍有更多优质门店落地，预计 2024 年新开 15-21 家，2024Q1 及后续预订情况较优。公司在细分赛道物业议价能力和储备优势持续扩大，“三轮驱动”带动增长。富茂持续拓展以及食品业务产能发力可长期期待，持续参与优质物业竞标，异地逻辑预计 2024 年将逐步验证，关注年中上海项目的验证。核心优势为大酒楼细分赛道中竞争格局优质，缺乏竞对，物业议价力突出，且在手储备项目充足。食品业务预制菜等稳健发展，深度拓展线上增长线下渠道。预计正常年份每年新增酒楼及婚礼会馆稳定，每年数家富茂开业，轻资产输出有望逐步增长，后续预计逐步投入预制菜相关工厂建设，业绩增量预计较优质；

**瑞幸咖啡：**Q4 预计杯数受到淡季的影响，毛利率及 op 受到一定影响，竞争优势仍突出，关注后续单店杯数持续情况，单价近期有所提升。当前主要关注赛道扩容速度及开店上限探索，海外拓展能力需验证。咖啡奶茶化心智的引领者，数字化能力和机制使得创新风险变成核心竞争力，各项数据稳健修复，万店后持续进行供应链建设、高线加密及下沉。公司在咖啡奶茶化这一细分赛道规模优势突出，且竞争优势较大。后续关注国内现制咖啡赛道成长空间，以及海外市场拓展能力。短期部分市场的风险预计逐步缓释；**海底捞：**2 月翻台环比提升明显，3 月预计稳定。开放加盟，预计将充分利用布局不密集地区优质物业主的能力，提升拓店效率，并且或倾向于多店长期合作，初期相应业态或将获得回收期优势。2023 业绩符合预期，23H2 利润率基本稳健优质。Q4 经营效率仍稳定优质，行业较领先。降费预期持续推进，保本翻台维持较稳定水平，边际翻台率环比提升明显，预计后续仍稳健拓展和优化开店模式，现金流状况较优质，逐步完成高频产品迭代和年轻化转型趋势；**百胜中国：**门店稳定扩张，赛道内竞争优势突出，持续创新，股东回馈优质。数字化、会员建设、外送等持续升级迭代，Lavazza 望快速扩张，KFC 单店模型及回收期优化助力下沉扩张；**九毛九：**业绩基本符合预期，开店兑现度较好。计划打开部分品牌加盟与合作业务，太二开放新疆、西藏、台湾等省份，国内机场高铁等枢纽以及澳大利亚、新西兰的加盟业务。山的山外面酸汤火锅开放指定商场合作业务，2025 年 2 月 3 日开放加盟业务；

2024 年各品牌拓店目标稳健。海外初期进展顺利，香港及海外太二门店相继开业，12 月数据有所修复。2024 年计划开店为，太二大陆 80~100 家，国际市场 15~20 家，总 35~40 家。未来几年每年 capex 预计主要为开店和供应链建设。多地供应链中心建设顺利推进；**奈雪的茶：**调整加盟模式，单店投资预算下调为 58 万元，2024 年 6 月 30 日前完成签约的门店每家可获 6 万元营销补贴。泰国门店开业，国内加盟业态渐落地。2023 年全年净新增超 500 家直营门店，全年开店兑现度较好。上半年验证模式盈利、多区域扩张等能力，正式开放合伙人模式，对于聚焦运营赋能能力和开拓下沉市场提升规模效应助益较大，门店保持稳健增长，后续总部费用摊薄及加盟提升利润率等推进。赛道逻辑实际有所改善，强化 9~19 元产品价格带，会员数量仍保持稳健增速。人员等成本优化力度较大，浮动租金模式对于成本灵活更优优势，外卖占比在 2023 年有所下降逐步回到正常区间。

**景区及休闲度假游板块：**关注年内清明和劳动节小长假对出游带动效应。国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提及：推进索道缆车、游乐设备、演艺设备等文旅设备更新提升。2023 年著名



景区的客流修复优质，部分景区较 2019 同期已实现较突出的增长态势，此趋势伴随旅游刚需属性预计在 2024 持续，且当前国内优质供给仍偏少，具备全域运营能力和精准定位、合理营销的黑马目的地仍有望陆续“出圈”。名山大川等优质景区仍具备较强客流稳健性。关注业务逐步拓展和具备成长空间的标的。**九华旅游**：受益交通改善、池黄高铁开通预期、内部古村及酒店改造等项目推进等；**宋城演艺**：3 月 23 日《广东千古情》单日演出 10 场，再创新高。花房减值后预计风险逐步释放，旗下其他项目基本运营正常，后续核心验证城市演艺模式。广东千古情大年初一开业后预计逐步培育；**天目湖**：预计年内逐步推进南山小镇二期建设，且内部多个项目推进中，落地后将带来较好盈利水平，受益国资对当地旅游市场开发，积极探索外延项目。在旅游需求快速释放下，前期所投入的内部改善、房间数量提升开始释放业绩弹性。未来公司参与的动物王国项目也有望贡献增量投资收益。有序推进外延等项目预期；**同程旅行**：预计并表旅业后，24Q1 收入增速 42%~47%，核心 OTA 20%~25%，2024 年全年营收增速约 45%~55%。两大核心业务酒店和交通票维持稳定增速，产业链赋能推进，出境业务占比逐步提升，2024 年加强海外业务投资。赛道竞争格局优势较大。

**博彩板块：春节澳门酒店预订火爆，关注头部企业现金流逐步改善，以及当前 EV/EBITDA 偏低的性价比。**参考金沙中国和银河娱乐 23Q4 表现，中场业务恢复度环比持续提升且龙头已基本达到疫前水平，仍预计未来中场业务将持续替代 VIP 下降部分，且将带来更好的整体盈利能力，但对收入弥补程度有限，若在桌子利用率明显提升情况下则博彩收入仍有望接近疫前水平，稳健上升判断不变。2 月澳门幸运博彩 ggr 为 184.86 亿澳门元，约恢复至 2019 同期 72.9%，环比 1 月有所下降，考虑春节等因素且结合近几个月表现，处正常范围。春节各家恢复亮眼。2023 年博彩 ggr 合计 1830.59 亿澳门元，约恢复至 2019 同期的 62.6%，其中中场收入 1378.7 亿元，占比 75.3%，贵宾厅 451.9 亿元，仅为 2019 的 33.4%，占比 24.7%（疫前为 46.2%）。参考金沙中国、银河娱乐 23Q4 表现，中场业务恢复度环比持续提升明显，资产负债状况及 margin 将持续改善，同时建议 2024 更关注龙头的精细化运营和控费、增量物业培育等；客流端，春节假期年三十至年初七，入境本澳旅客共 129 万多人次，日均超 16 万人次，各口岸录得近 466 万人次出入境，亦高于 2019 同期的 394 万；2024 年 1 月访澳旅客 286.16 万人次，约恢复至 2019 同期的 83.5%，较 12 月恢复度-12.0pct。1 月大陆赴澳门游客恢复至 2019 同期的 82.1%，环比 12 月-11.6pct。2023 年入境澳门旅客总数 2821.3 万人次，恢复至 2019 同期约 71.6%，澳门旅游局局长表示 2024 年希望访澳旅客恢复至 3300 万人次左右；今年澳门将重点开展吸引国际旅客的工作，将推出包括面对海外旅客的机票优惠，预计十万张机票涉及预算 1 亿澳门元，继续推出优惠吸引访港旅客延伸行程到澳门，包括近期澳门航空新设往返雅加达航线开航，1 月持续开通澳门往返吉隆坡航班。粤港澳推动统一身份互认；酒店端，2024 年 1 月澳门酒店住客数量同比增 55.7%，达 132 万人次，较 2019 年同期增 7.4%。其中内地住客 100.4 万人次，增 50.5%。香港住客 14 万人次，增 28.3%。台湾住客 3.2 万人次，增 3.1 倍。韩国住客 3.1 万人次，增 17.6 倍。本地住客下降 6.2%。平均留宿时间较去年同期减少 0.1 晚为 1.6 晚，但较 2019 年同期增 0.2 晚；非博彩发展潜力较大，澳门国际幻彩大巡游疫后复办，将于本月 24 日举行；自今年 3 月 6 日起，西安、青岛为符合条件人员签发往来港澳个人旅游签注，个人赴澳自由行城市增至 51 个。**关注金沙中国、银河娱乐等头部博企在 GGR 逐步快速修复至接近疫前的情况下，也逐步开始释放非博彩业务的增量弹性。**金沙中国：23Q4 博彩中场业务恢复突出，环比持续提升，核心物业如威尼斯人 EBITDA 率已较疫前基本持平，伦敦人经调整 EBITDA 恢复优质且仍具成长空间。零售业务整体恢复较快，受益中场业务和非博彩业务契合发展趋势，澳门博彩规模最大且较早布局中场业务和非博彩业务，过去两年投资建设的实际酒店房间面积增量较大。疫后接待客群修复速度领先，一体化度假村概念仍具备可观的非博彩业务增量；**银河娱乐**：2023 全年业绩符合预期，博彩收益季度同比 19 恢复度环比持续提升，中场业务恢复度亮眼，四期稳健推进建设，现金流及负债结构优质，分红逐步稳定优化。恢复与收入匹配度较高，综合运营和控费提效能力突出，疫后客流修复领先，中场业务收入已达 2019 同期约 125%，桌子利用率仍有提升空间。现金流及资产负债端较优。后续 capex 基本可通过现金流滚动，三、四期落地丰富综合体能力，中长期酒店和物业持续改造、利用率提升、非博彩业务发展共同支撑成长。

**可选消费板块：**线下消费整体恢复预计提速，性价比消费较突出，社零中尤其是餐饮、金银珠宝、化妆品等业态表现良好。当中仍建议关注可选消费中运营效率优质、控费和创新能力强、估值标的。建议关注：①医美化妆品赛道具备修复逻辑，建议关注经营效率和弹性和龙头的研发创新趋势，**珀莱雅**；②建议关注细分赛道龙头的长期发展空间，金价表现持续向好，预计黄金需求具有较强的持续性和稳健性，关注如黄金珠宝板块**中国黄金、老凤祥**；

**专业零售板块：**关注**农产品**，农批市场具有战略地位，Reits 带来资产价值重估；关注**汇嘉时代**，公司深耕新疆地区、受益于本地消费市场的强劲恢复收入、利润持续增长。受益于新疆经济增长的良好态势，公司 2023 年至今的业绩表现显著好于 2019 年，且新疆地广人稀具备独特的经营环境，有利于线下零售行业的持续拓展。新疆自贸区获批之后，将带来更多一带一路相关商机，公司作为新疆地区稀缺的零售贸易公司，积极响应政策号召并主动投身到新疆自贸试验区的建设，有望受益于多重有利环境，实现持续增长。

**跨境电商板块：**红海等地缘风险导致近期运费和成本有所提升，但主要影响欧洲等地区，toC 市场竞争态势有进一步增强趋势，关注差异化服务能力。海外经济环境复杂，超额储蓄有逐步消退趋势，若美国年内财政政策力度实际放缓，则物美价廉偏向刚需属性消费仍将持续受益。同时人民币国际化业务快速推进，中国外贸韧性强化，汇率波动风险有望减小。小商品出口仍为需求持续稳定且供给端能力改善明显的赛道，且头部企业的平台化赋能能力突出，产品品质持续升级。关注科技驱动、品牌化能力较强、全产业链赋能、柔性供应链差异化、平台持续开拓且受益亚马逊平台对服装类产品特定单价以内降佣金率的**赛维时代**，关注**华凯易佰**平台成长性及赋能能力。

表 1:重点公司盈利预测

行业	公司	代码	股价/元	市值	EPS 元/股						PE		
			2024/3/22	亿元	22 年	23 年	E1	E2	E3	E1	E2	E3	
免税	中国中免	601888.SH	84.31	1,744.3	2.43		3.30	4.12	4.80	25.6	20.4	17.6	
	王府井*	600859.SH	14.14	160.5	0.17		0.74	1.00	1.22	19.0	14.2	11.6	
酒店	锦江酒店	600754.SH	29.48	315.4	0.11		1.21	1.67	2.09	24.3	17.7	14.1	
	首旅酒店	600258.SH	14.96	167.0	-0.52		0.72	0.95	1.16	20.8	15.7	12.9	
	华住集团（港元）	1179.HK	29.15	951.9	-0.61	1.3	1.60	1.90	2.25	18.3	15.4	13.0	
	中青旅*	600138.SH	10.82	78.3	-0.46		0.33	0.62	0.80	32.6	17.4	13.5	
景区	黄山旅游*	600054.SH	12.01	87.6	-0.18		0.56	0.67	0.74	21.5	18.0	16.2	
	丽江股份*	002033.SZ	9.51	52.3	0.01	0.4	0.47	0.52	0.56	20.3	18.3	16.9	
	峨眉山 A*	000888.SZ	10.17	53.6	-0.28		0.54	0.61	0.72	18.7	16.6	14.1	
	宋城演艺	300144.SZ	10.56	276.7	0.00		0.34	0.50	0.59	30.7	21.1	18.0	
	天目湖	603136.SH	20.30	37.8	0.11		0.77	1.04	1.35	26.5	19.5	15.0	
出境	众信旅游*	002707.SZ	6.89	67.7	-0.23		0.03	0.19	0.31	247.0	36.0	22.2	
	岭南控股*	000524.SZ	8.95	60.0	-0.27	0.1	0.31	0.41		28.5	22.0		
餐饮	同庆楼	605108.SH	29.20	75.9	0.36		1.08	1.51	1.95	27.0	19.3	15.0	
	广州酒家*	603043.SH	17.84	101.5	0.91		1.31	1.56		13.6	11.5		
医美	爱美客	300896.SZ	338.60	732.6	5.84	8.6	11.34	14.85	18.58	29.8	22.8	18.2	
	朗姿股份	002612.SZ	17.62	78.0	0.04		0.53	0.69	0.83	33.5	25.5	21.3	
化妆品	珀莱雅	603605.SH	94.61	375.5	2.06		2.86	3.64	4.55	33.1	26.0	20.8	

	贝泰妮	300957.SZ	62.33	264.0	2.48	3.18	4.03	5.01	19.6	15.5	12.4
	华熙生物*	688363.SH	57.85	278.7	2.02	2.08	2.53		27.8	22.8	
	巨子生物(港元)	2367.HK	42.80	425.9	1.11	1.48	1.89	2.31	28.9	22.6	18.5
	上海家化	600315.SH	18.88	127.7	0.70	0.7	0.88	1.00	1.11	21.5	18.9
	丸美股份	603983.SH	30.22	121.2	0.43	0.77	1.01	1.27	39.1	30.0	23.8
	福瑞达	600223.SH	9.47	96.3	0.04	0.3	0.36	0.45	26.5	21.1	
	家家悦	603708.SH	10.64	67.9	0.08	0.32	0.44	0.57	33.4	24.3	18.5
	红旗连锁	002697.SZ	4.87	66.2	0.36	0.40	0.43	0.47	12.1	11.4	10.5
	天虹股份*	002419.SZ	5.44	63.6	0.10	0.2	0.23	0.26	0.27	23.7	21.0
	重庆百货	600729.SH	27.00	121.0	1.97	2.81	3.36	3.69	9.6	8.0	7.3
	百联股份	600827.SH	9.11	162.5	0.38	0.39	0.46	0.56	23.1	19.9	16.3
商贸零售	华致酒行	300755.SZ	16.91	70.5	0.88	1.80	2.22	2.81	9.4	7.6	6.0
	安克创新	300866.SZ	82.41	334.9	2.81	3.83	3.96	4.77	21.5	20.8	17.3
	苏美达	600710.SH	7.84	102.4	0.70	0.78	0.87	0.96	10.1	9.0	8.2
	壹网壹创*	300792.SZ	20.86	49.8	0.75	0.61	0.75	0.87	34.1	27.9	24.0
	华凯易佰	300592.SZ	20.62	59.6	0.75	1.18	1.64	1.97	17.5	12.5	10.4
	居然之家	000785.SZ	2.91	183.0	0.26	0.30	0.36	0.45	9.8	8.0	6.5
	孩子王	301078.SZ	7.06	78.3	0.11	0.15	0.33	0.40	47.1	21.1	17.5
	农产品	000061.SZ	6.14	104.2	0.12	0.22	0.26	0.30	27.8	23.3	20.7
	周大生	002867.SZ	18.31	200.7	1.00	1.25	1.49	1.73	14.6	12.3	10.6
	潮宏基	002345.SZ	6.46	57.4	0.22	0.44	0.55	0.66	14.8	11.7	9.7
珠宝零售	迪阿股份*	301177.SZ	24.69	98.8	1.82	0.28	0.83	1.18	87.5	29.7	21.0
	中国黄金	600916.SH	11.19	188.0	0.46	0.71	0.86	0.93	15.7	13.1	12.0
	老凤祥	600612.SH	73.95	386.8	3.25	4.20	4.83	5.40	17.6	15.3	13.7
	菜百股份	605599.SH	13.94	108.4	0.59	0.93	1.03	1.17	15.0	13.5	11.9

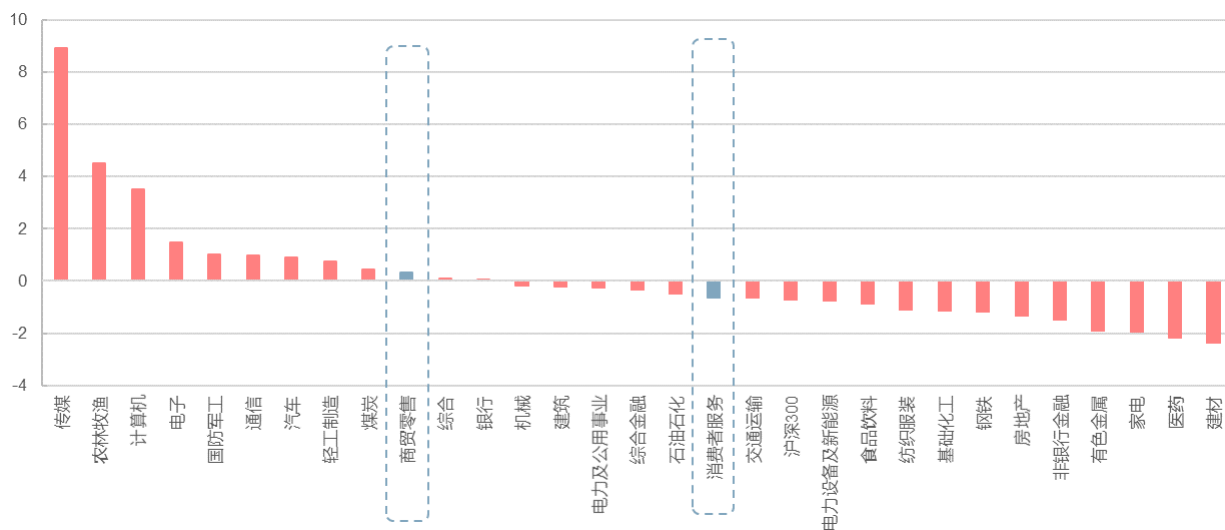
资料来源： ， 证券，注：

- (1) \*采用 wind 一致预期。
- (2) E1、E2、E3 分别代表实际披露财报后的第 1、2、3 年预测。
- (3) 2023 年财报尚未披露的公司 2023 年 EPS 为空。

### (三) 板块行情

本周消费者服务行业涨跌幅-0.64%，跑输上证综指 0.42 pct，跑赢沪深 300 指数 0.06 pct，在中信一级指数排名第 18；商业贸易行业涨跌幅 0.34%，跑赢上证综指 0.55 pct，跑赢沪深 300 指数 1.04 pct，在中信一级指数排名第 10。

图 15:本周各板块指数涨跌幅(单位·%)



数据来源： ， 证券

截至 2024 年 3 月 22 日，中信消费者服务板块 PE TTM 为 29.90，较上周的 30.70 下降 0.80。2021 年，休闲服务板块个股业绩普遍出现大幅下滑，同时龙头中国中免受益海南离岛免税新政，估值在 2020 年内得到大幅提升，共同作用使得休闲服务板块市盈率水平明显高于沪深 300 及全部 A 股。2022 年中国中免三季报发布，业绩依赖非日常经营性部分维持，但股价回调明显，使得板块估值有所下修，其他标的多数也出现回调。2023 年第二季度以来，消费持复苏存在一定压力，休闲服务板块估值有所下降。

截至 2024 年 3 月 22 日，中信商贸零售板块 PE TTM 为 17.19，较上周的 15.47 上升 1.72。2020 年以来，商贸零售板块企业受到外部冲击，板块净利润有所下滑，带动板块整体 PE 呈上升趋势，2023 年随着消费加速复苏，PE 呈现震荡下行的趋势。23Q1 以黄金珠宝公司为代表的业绩实现高增长，板块估值上升。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/748043044106006054>