



社会服务业行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

社会服务组

分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）

yesijia@gjzq.com.cn

休闲需求持续强劲，餐饮股东回报提升

核心内容

总览：2023 出行需求恢复带动板块整体回暖，Q1 人工景区、酒店业绩增速较高。23 年旅游/酒店/餐饮营业收入同比 22 年分别+114.4%/43.1%/+29.4%、较 19 年分别-12.9%/+22.8%/+61.2%，其中休闲度假需求集中释放+22 年同期低基数，偏异地的旅游、酒店行业收入同比增速亮眼，餐饮行业在开店驱动下收入较 19 年收入增速领先。1Q24 旅游/酒店/餐饮营业收入同比分别+46.7%/+11.7%/+5.5%，扣非（经调整）净利分别同比+109.1%/+34.4%/+2.0%，其中旅游收入、业绩增速仍较领先，但当中贡献高增速的细分行业转为同比基数偏低的旅行社、人工景区，酒店业绩端增速高于收入端主因龙头轻资产化、门店改造升级、运营精细化等提升推动毛利率上升。

酒店：价格为 23 年 RevPAR 回暖主驱动力，精细化运营或带来经营表现进一步分化。经营数据，23 年锦江/首旅/华住/君亭直营/亚朵境内酒店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 106.3%/97.5%（不含轻管理 108.8%）/122.2%/115.9%/114.4%，华住、亚朵表现突出；1Q24 锦江/首旅/君亭 RevPAR 分别同比-1.6%/+0.1%（不含轻管理+2.0%）/+12.2%，首旅、君亭改造升级效果体现。开店方面，23 年华住、锦江超额完成年初目标，华住 24 年新开店目标同比提升。业绩表现方面，23 年华住、亚朵兑现较好，1Q24 首旅受益收入增长+毛利率提升、业绩表现相对突出。我们认为，24 年供给同比回升、商旅恢复仍具不确定性，行业 β 压力有所加大，精细化运营能力或带来经营表现进一步分化。

旅游：休闲需求持续旺盛，OTA 受益线上化表现突出。23 年旅游细分板块收入、业绩和 19 年同期比增速排序均为自然景区>OTA>人工景区>旅行社，其中自然景区恢复整体快于人工景区，体现头部自然景区吸引力强、尤其表现在异地长距离出行上，OTA 和传统旅行社分别表现分化反映旅游预订线上化加快，团队游恢复慢于自由行。1Q24 旅游行业整体收入、增速仍呈现同比高增，但当中贡献高增速的转为 1Q23 基数偏低的旅行社、人工景区，自然景区业绩同比下滑主因 1Q23 春节靠前+报复性需求释放下基数偏高，此外 1Q24 部分地区极端天气亦对业绩产生短期影响。

餐饮：开店驱动业绩增长，股东回报加强。上市公司同店、客单价存在压力，2H23 以来压力有所加大，主要源于需求端性价比诉求提升及部分品类竞争强度有所上升。展望 2024 年，上半年客单价、同店基数相对高，根据 Q1 跟踪情况看预计经营数据仍有压力，下半年基数下降情况下同店增速有望改善；同时，餐饮经营回归常态化，部分餐企直营开店高峰期已过、资本开支有所减少，未来股东回报有望持续提升。

投资建议

展望 2024 年：1) 继续看好旅游休闲需求的持续性，重点关注 OTA 平台（同程旅行、携程集团），把握有增量逻辑的景区个股波段行情机会；2) 酒店行业长期逻辑顺畅，建议把握精细化运营能力强、有望在短期 β 转弱情况下取得超额表现的个股，如华住集团；3) 餐饮下半年同店基数有望改善，把握资本开支高峰期已过、同店韧性较好、股东回报提升的个股，重点关注百胜中国、海底捞。

风险提示

消费能力恢复速度不及预期，人力、原材料成本上升，开店节奏失速风险等。



内容目录

1、总览：休闲需求持续强劲，Q1 细分板块存分化	4
2、酒店：价格为 RevPAR 回暖主驱动力，Q1 淡季个股表现存分化	4
2.1、经营表现：价格端推动 RevPAR 大幅回暖，华住、亚朵、君亭较突出	4
2.2、财务表现：23 年大幅改善，其中亚朵、华住兑现较好	7
3、旅游：休闲需求持续强，OTA 受益线上化表现突出	8
4、餐饮：开店驱动业绩增长，股东回报加强	9
4.1、经营表现：2H23 以来同店、客单压力有所加大，加盟开店增加	9
4.2、财务表现：开店驱动业绩增长，客单下降情况下关注利润率变化	12
风险提示	14

图表目录

图表 1：餐饮酒旅行业 2023 年报业绩情况	4
图表 2：餐饮酒旅行业 1Q24 业绩情况	4
图表 3：酒店公司 2023 年境内经营数据对比	5
图表 4：酒店公司境内 RevPAR 恢复度（%2019）	5
图表 5：酒店公司境内 OCC 恢复度（%2019）	5
图表 6：酒店公司境内 ADR 恢复度（%2019）	6
图表 7：酒店公司中档及以上客房占比提升	6
图表 8：酒店三强年度新开店计划完成情况	6
图表 9：酒店公司期末全球门店数（家）	6
图表 10：酒店公司季度新开店数量（家）	6
图表 11：酒店公司净开店数量（家）	7
图表 12：酒店公司 Pipeline 数量（家）	7
图表 13：酒店行业 2023 年报业绩情况	7
图表 14：酒店行业 1Q24 业绩情况（仅 A 股）	7
图表 15：全国酒店周度 RevPAR 变化	8
图表 16：全国周度酒店数变化	8
图表 17：旅游行业 2023 年报业绩情况	8
图表 18：旅游行业 1Q24 业绩情况（仅 A 股）	9
图表 19：社零餐饮当月收入同比增速	9
图表 20：社零餐饮当月收入恢复度（%2019）	9



图表 21: 2023 年餐饮企业新开、新关双高.....	10
图表 22: 上市餐饮品牌客单价变化	10
图表 23: 上市餐饮品牌翻台/翻座率(次)变化	10
图表 24: 肯德基同店订单、同店客单价增速变化(较 19 年同期)	11
图表 25: 必胜客同店订单、同店客单价增速变化(较 19 年同期)	11
图表 26: 上市餐饮公司门店情况汇总	12
图表 27: 餐饮行业 2023 年报业绩情况	13
图表 28: 餐饮行业 1Q24 业绩情况	13
图表 29: 港股餐饮公司毛利率变化	13
图表 30: 港股餐饮公司经调整净利率变化	13
图表 31: 餐饮公司现金股利支付率	14
图表 32: 餐饮公司最新年度股息率	14



1、总览：休闲需求持续强劲，Q1 细分板块存分化

2023 年出行需求恢复带动板块整体回暖。收入端，2023 年旅游/酒店/餐饮营业收入同比 2022 年分别 +114.4%/43.1%/+29.4%、较 2019 年分别-12.9%/+22.8%/+61.2%，其中休闲度假需求集中释放+22 年同期低基数，偏异地的旅游、酒店行业收入同比增速领先，而餐饮行业收入较 19 年收入增速领先主因上市公司门店规模多数大于 19 年同期。旅游行业中，与 2019 年水平相比，自然景区收入爬坡快于人工景区，OTA 平台受益线上化份额扩大叠加部分旅行社出境业务受供给端严重制约、恢复快于传统旅行社。业绩端，餐饮 2023 归母净利/扣非（经调整）净利同比 2022 年分别+532%/+191%，得益于线下场景修复下同店回暖及门店增长，较 2019 年分别+209%（剔除瑞幸后+42.7%）/+253%（剔除瑞幸后+189%），较 2019 年增速较高主要得益于上市公司近三年整体持续拓店；酒店归母净利/扣非（经调整）净利同比 2022 年大幅扭亏、较 2019 年分别+49.2%/+75.0%，业绩增速高于收入增速主因提价情况下直营店经营杠杆释放、轻资产化、降本增效；旅游整体归母净利/扣非（经调整）净利同比 2022 年大幅扭亏、较 2019 年分别+11.4%/+39.8%，细分板块分化，其中自然景区（扣非净利较 2019 年+12.6%）得益于休闲需求强劲、高经营杠杆，OTA（经调整净利较 2019 +97.6%）则因市场份额提升后规模效应释放，旅行社、人工景区仍低于 2019 年同期。

图表1：餐饮酒旅行业 2023 年报业绩情况

	营业收入 (亿元)				归母净利 (亿元)				扣非 (经调整) 归母净利 (亿元)				
	2019	2023	23VS22	23VS19	2019	2023	23VS22	23VS19	2019	2022	2023	23VS22	23VS19
餐饮	1,141.5	1,840.6	29.4%	61.2%	48.9	151.3	532.3%	209.2%	31.0	37.5	109.4	191.3%	252.6%
餐饮 (剔除瑞幸)	1,111.3	1,591.5	23.5%	43.2%	86.1	122.9	544.9%	42.7%	58.9	27.0	77.6	186.8%	31.6%
酒店	562.1	690.3	43.1%	22.8%	46.2	68.9	扭亏	49.2%	38.5	-27.9	67.3	扭亏	75.0%
旅游	1,008.2	877.9	114.4%	-12.9%	115.2	128.4	扭亏	11.4%	99.2	-39.5	138.7	扭亏	39.8%
人工景区	239.8	161.0	73.4%	-32.9%	21.1	-7.0	减亏16.86亿	-133.1%	15.9	-25.4	-7.2	减亏18.13亿	-145.6%
自然景区	70.8	78.7	147.2%	11.2%	12.6	13.6	扭亏	8.3%	11.8	-12.0	13.3	扭亏	12.6%
旅行社	266.8	72.8	294.2%	-72.7%	4.5	7.1	扭亏	56.3%	3.0	-15.4	-2.8	减亏12.55亿	-193.5%
OTA	430.7	565.4	112.3%	31.3%	77.0	114.7	812.7%	49.0%	68.6	13.3	135.5	917.9%	97.6%

来源：wind，各公司财报，国金证券研究所；注：1）港股、美股采用公司公布的经调整或 Non-GAAP 净利润；2）注：部分 2019 年无数据公布的公司增速计算时考虑可比予以剔除（但绝对值计算中未剔除），后同。

1Q24 板块表现分化，人工景区、酒店业绩增速较高。1Q24 旅游/酒店/餐饮营业收入同比分别+46.7%/+11.7%/+5.5%，扣非（经调整）净利分别同比+109.1%/+34.4%/+2.0%。其中旅游收入、业绩增速仍领先酒店、餐饮板块，但当中贡献高增速的转为同比基数偏低的旅行社、人工景区，自然景区业绩同比下滑主因 1Q23 春节靠前+报复性需求释放下基数偏高，此外 1Q24 部分地区极端天气亦对业绩产生短期影响。酒店业绩端增速高于收入端主因龙头轻资产化、门店改造升级、运营精细化等提升推动毛利率上升，代表为首旅酒店。餐饮业绩端增速则低于收入端，主因行业性价比诉求上升，品牌餐饮促销力度有所加大，同时 1Q23 存在一定同店高基数。

图表2：餐饮酒旅行业 1Q24 业绩情况

单位：亿元	营业收入					归母净利					扣非(经调整)归母净利				
	VS 23同期		VS 19同期			VS 23同期		VS 19同期			VS 23同期		VS 19同期		
	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23	1Q24	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23	1Q24	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23	1Q24
餐饮	237.51	5.5%	29.4%	27.8%	39.7%	22.17	1.6%	30.7%	10.8%	37.6%	22.06	2.0%	27.3%	-1.8%	29.8%
酒店	59.07	11.7%	-10.2%	-1.9%	0.3%	2.76	56.0%	-43.5%	-78.0%	-11.9%	1.17	34.4%	29.0%	-120.4%	73.4%
旅游	67.00	46.7%	-57.8%	-44.2%	-38.2%	4.05	96.8%	-69.7%	增亏5.535亿	-40.4%	4.02	109.1%	-63.5%	增亏17.52亿	-23.7%
人工景区	31.00	29.6%	-41.0%	-39.0%	-23.6%	1.94	325.1%	-89.5%	-447.6%	-55.4%	1.89	446.2%	-91.6%	增亏14.28亿	-54.1%
自然景区	15.13	1.9%	21.3%	12.3%	23.7%	1.73	-25.4%	520.7%	-984.0%	363.0%	1.62	-30.5%	1106.5%	增亏0.185亿	738.4%
旅行社	20.87	201.8%	-87.6%	-63.6%	-62.5%	0.38	扭亏	-134.5%	扭亏	-81.7%	0.51	扭亏	-178.0%	增亏0.683亿	-46.6%

来源：wind，各公司财报，国金证券研究所；注：由于财报公布时间不一致，酒店、旅游不含港股、美股公司，餐饮除百胜中国外样本均为 A 股公司。

2、酒店：价格为 RevPAR 回暖主驱动力，Q1 淡季个股表现存分化

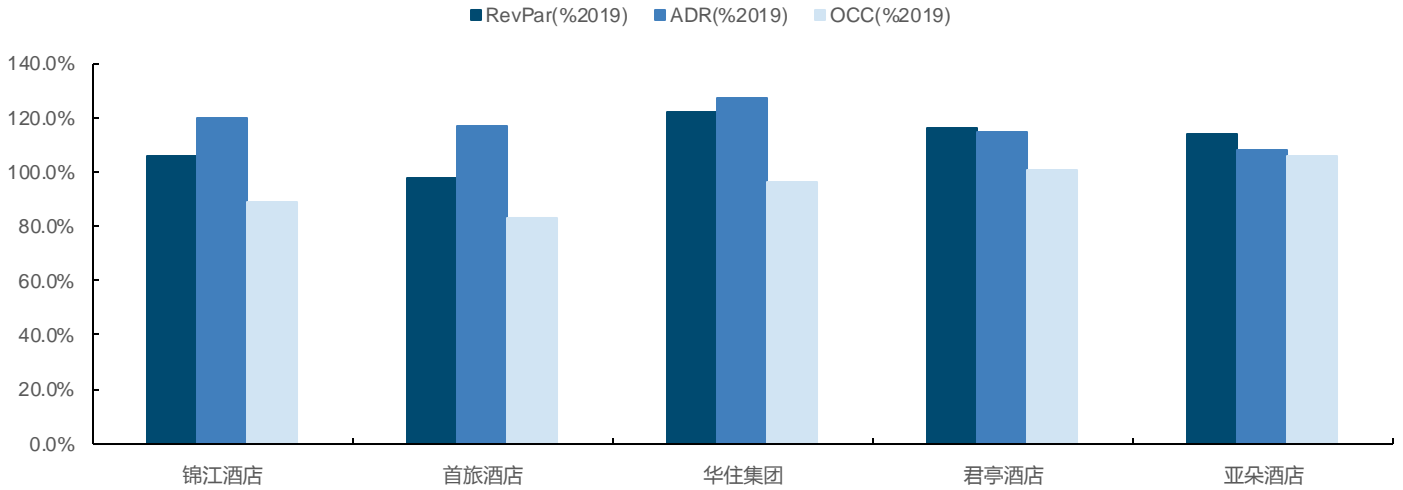
2.1、经营表现：价格端推动 RevPAR 大幅回暖，华住、亚朵、君亭较突出

回顾 2023 年，价格端更多推动 RevPAR 修复，个股中华住、亚朵、君亭表现突出。2023 年锦江/首旅/华住/君亭直营/亚朵境内酒店 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 106.3%/97.5%（不含轻管理 108.8%）/122.2%/115.9%/114.4%，单 Q4 分别为 100.2%/91.4%（不含轻管理 101.4%）/119.9%/110.8%/108.8%，其中华住、君亭、亚朵表现较为领先。量价拆分看，RevPAR 修复均主要由 ADR 上升驱动，当中包含竞争格局改善下的提价、产品升级及档次结构升级三大因素，其中头部有限服务酒店公司三强档次结构升级因素的贡献尤为明显（锦江、华住、首旅 4Q23 整体中档及以上客房占比分别较 1Q20 提升 16.1/15.9/12.6pct），君亭、亚朵则本身定位聚焦中高端，此外收益管理机制效率更高（如华住）、品牌溢价能力更强（如亚朵、君亭）的公司提价潮中受益亦更明显；OCC 方面，2023 年 5 家公司中仅亚朵、君亭 OCC 超过 19 年水平、分别为 2019 年的 106.0%/100.9%，主因点位布局集中于需求恢复更好的高线城市，以及品牌自身消费者黏性提升（如亚朵同时受益经济升级、高端平替，截至 23 年末会员数超过 6400 万/+78%，4Q23 CRS 销售间夜占比达到 65.1%），龙头三强 OCC 仍较 2019 年有修复空间，其中华住为 3.9pct，锦江、首旅分别为 11.1/16.9pct。



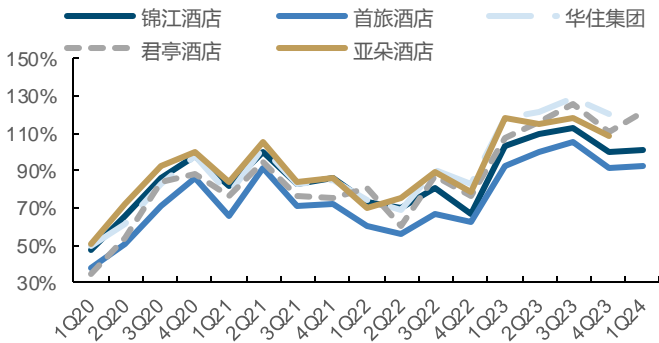
Q1 行业压力有所加大背景下，表现有所分化，首旅、君亭改造升级效果体现。从已公布 Q1 数据的 A 股酒店公司看，锦江/首旅/君亭 RevPAR 分别同比-1.6%/+0.1%（不含轻管理+2.0%）/+12.2%，为 1Q19 的 101.0%/92.2%（不含轻管理 102.8%）/121.0%。其中，首旅同比正增长主要得益于 ADR 端增长，分酒店类型看，直营店关闭部分经营不佳的老旧门店后经营数据有较好提升，1Q24 直营店 RevPAR 同比+7.7%；君亭受益核心市场上海、杭州表现较好、门店改造及新直营店数据爬坡，如上海中星君亭自 1Q23 改造升级，1Q24 OCC 超 80%、RevPAR 达到 19 年同期水平，新店成都 Pagoda Q1 OCC 稳定在 92%以上，RevPAR 保持在 720 元/+20%。

图表3：酒店公司 2023 年境内经营数据对比



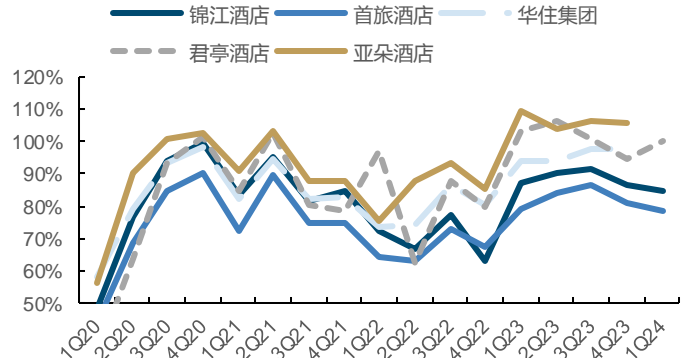
来源：公司财报，国金证券研究所

图表4：酒店公司境内 RevPAR 恢复度 (%2019)



来源：各公司财报，国金证券研究所；注：君亭数据仅直营店，锦江数据仅有限服务酒店，后同。

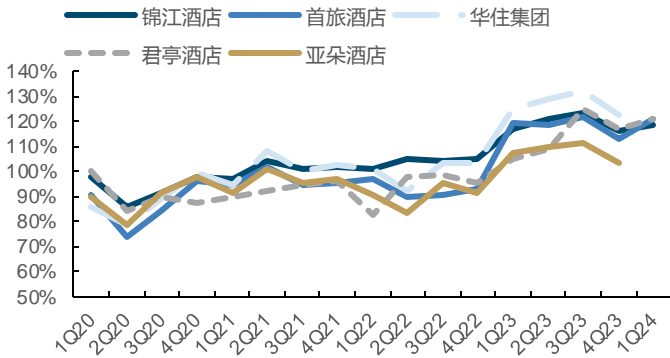
图表5：酒店公司境内 OCC 恢复度 (%2019)



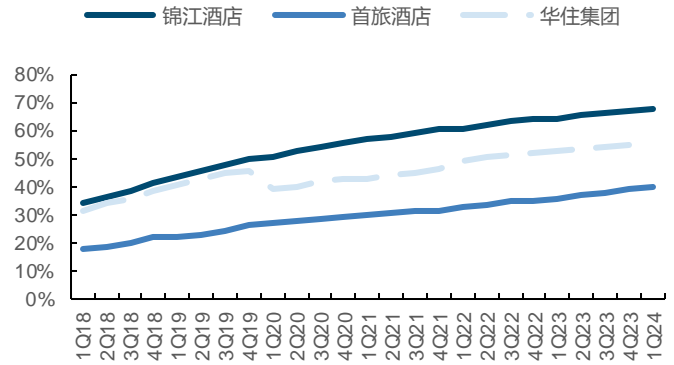
来源：各公司财报，国金证券研究所



图表6: 酒店公司境内ADR恢复度(%2019)



图表7: 酒店公司中档及以上客房占比提升



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

来源: 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 1) 华住中高档占比19年与20年间出现下降主因品牌定位口径调整; 2) 锦江为有限服务酒店口径, 不含全服务。

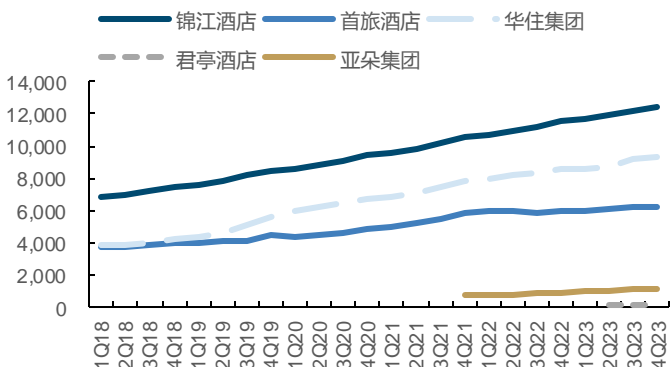
开店方面, 23年华住、锦江超额完成年初目标, 华住24年新开店目标同比提升。市场经营回暖叠加连锁化率持续推进, 2023年酒店上市公司新开有所加快, 2023年锦江/首旅/华住/亚朵新开酒店1407/1203/1647/289家, 净开888/280/851/278家, 门店总数分别较2022年末增长7.7%/4.7%/10.0%/29.8%, 其中亚朵门店增速领先, 华住、锦江超额完成年初新开目标(分别完成23年初计划的118%、117%)。2024年新开店计划方面, 根据龙头三家公司公告, 锦江/首旅/华住分别计划2024年新开1200/1200~1400/1800家门店, 与2023年计划相比华住提升400家, 锦江持平, 首旅则下降200家, 其中华住过去三年主动升级门店结构、淘汰部分软品牌门店, 经营质量较好, 2024年提出“围绕卓越服务的精益增长策略”, 开店目标在三强中最为积极。1Q24进度看, 已公布一季报的锦江/首旅分别新开222/205家、完成年初计划的19%/17%。

图表8: 酒店三强年度新开店计划完成情况

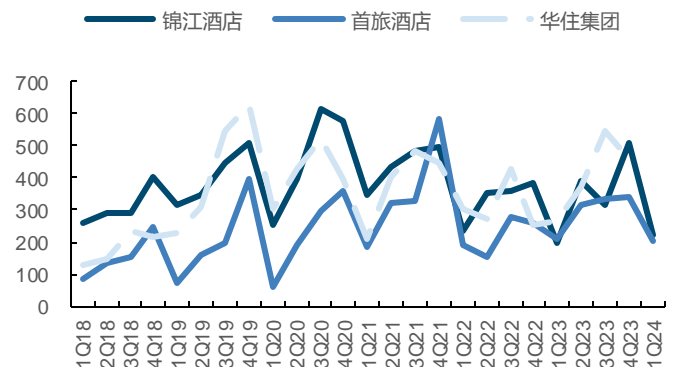
	22年初计划(家)	22年完成度	23年初计划(家)	23年完成度	24年初计划(家)	1Q24完成度
锦江	1500	89%	1200	117%	1200	19%
首旅	1800~2000	49%	1400~1600	86%	1200~1400	17%
华住	1500	84%	1400	118%	1800	-

来源: 各公司财报, 国金证券研究所

图表9: 酒店公司期末全球门店数(家)



图表10: 酒店公司季度新开店数量(家)

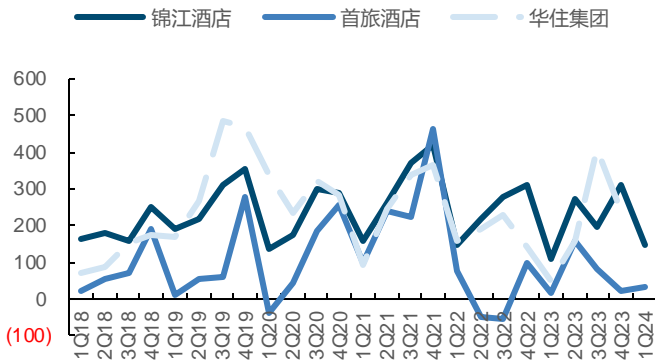


来源: 各公司财报, 国金证券研究所

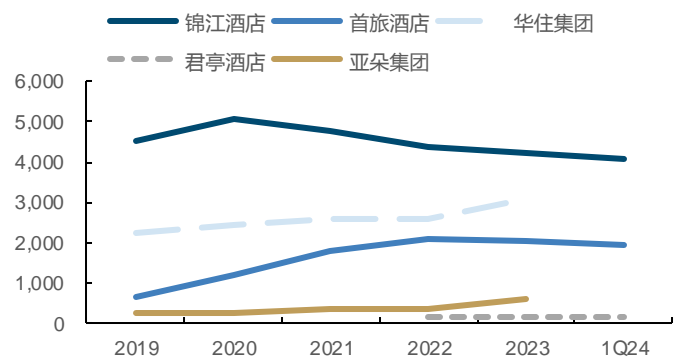
来源: 各公司财报, 国金证券研究所



图表11: 酒店公司净开店数量 (家)



图表12: 酒店公司 Pipeline 数量 (家)



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

来源: 各公司财报, 国金证券研究所

2.2、财务表现: 23年大幅改善, 其中亚朵、华住兑现较好

2023年酒店同比大幅回暖, 其中亚朵、华住表现突出。RevPAR 超越 19 年同期+门店规模持续扩张, 酒店个股财务表现于 2023 年迎来显著修复, 收入端看亚朵、华住、金陵、君亭超越 23 年同期, 分别+188.3%/95.2%/52.5%/39.9%, 其中华住、君亭除内生增长外还得益于外延并购 (华住 2020 年并表德意志酒店、君亭 2022 年并表君澜酒店); 业绩端看, 亚朵、华住、锦江扣非归母净利超过 2019 年水平, 其中亚朵、华住得益轻资产化、强提价能力及费效比提升, 较 2019 年的增速超过三位数, 龙头锦江业绩尚未恢复至 19 年水平, 部分源于欧元加息导致海外财务负担加重, 卢浮酒店产生亏损。

图表13: 酒店行业 2023 年报业绩情况

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				扣非 (经调整) 归母净利润 (亿元)				
	2019	2022	2023	23VS22	23VS19	2019	2023	23VS22	23VS19	2019	2022	2023	23VS22	23VS19
酒店	562.1	482.3	690.3	43.1%	22.8%	46.2	68.9	扭亏	49.2%	38.5	-27.9	67.3	扭亏	75.0%
锦江酒店	151.0	110.1	146.5	33.1%	-3.0%	10.9	10.0	782.7%	-8.3%	8.9	-2.0	7.7	扭亏	-13.2%
首旅酒店	83.1	50.9	77.9	53.1%	-6.2%	8.8	8.0	扭亏	-10.2%	8.2	-6.7	7.2	扭亏	-11.9%
君亭酒店	3.8	3.4	5.3	56.2%	39.9%	0.7	0.3	2.6%	-57.8%	0.6	0.3	0.3	8.3%	-57.3%
金陵饭店	11.9	14.1	18.1	28.1%	52.5%	0.8	0.6	43.0%	-20.9%	0.6	0.2	0.3	86.6%	-50.2%
华天酒店	11.1	4.7	6.9	45.2%	-38.1%	0.5	-1.3	减亏1.85亿	-350.0%	-2.6	-3.6	-2.4	减亏1.22亿	减亏0.2亿
华住集团	112.1	138.6	218.8	57.9%	95.2%	17.7	40.9	扭亏	130.9%	15.6	-13.6	41.2	扭亏	163.5%
复星旅游文化	173.4	137.8	171.5	24.5%	-1.1%	6.1	3.1	扭亏	-49.5%	6.4	-5.0	3.9	扭亏	-38.8%
亚朵	15.7	22.6	45.2	99.6%	188.3%	0.6	7.4	651.4%	1034.8%	0.6	2.6	9.0	248.3%	1380.4%

来源: wind, 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 港股、美股采用公司公布的经调整或 Non-GAAP 净利润。

1Q24 业绩看, 修复继续, 首旅等表现较好。从 A 股酒店公司看, 1Q24 行业合计营收/归母净利润分别较 1Q23 +11.7%/+56.0%, 较 1Q19+0.3%/-11.9%, 与 19 年比差距环比 Q4 有进一步收窄, 整体修复继续。个股中表现较突出的有首旅酒店, 1Q24 收入同比+11.5%、扣非归母净利润+102.2%, 业绩端增长快于收入端得益于毛利率提升。锦江 1Q24 扣非净利下滑主因欧元加息导致的海外酒店卢浮亏损扩大。

图表14: 酒店行业 1Q24 业绩情况 (仅 A 股)

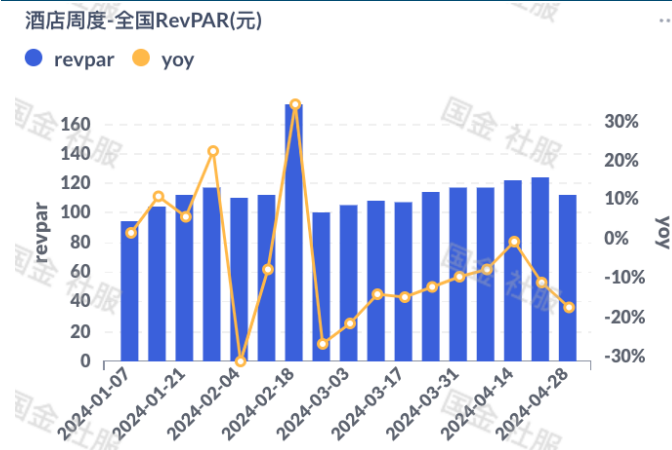
单位: 亿元	营业收入					归母净利润					扣非归母净利润 (亿元)				
	VS 23 同期		VS 19 同期			VS 23 同期		VS 19 同期			VS 23 同期		VS 19 同期		
	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23	1Q24	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23	1Q24	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23	1Q24
酒店	59.07	11.7%	-10.2%	-1.9%	0.3%	2.76	56.0%	-43.5%	-78.0%	-11.9%	1.17	34.4%	29.0%	-120.4%	73.4%
锦江酒店	32.06	9.7%	-12.4%	-3.4%	-3.9%	1.90	45.8%	-55.9%	-87.8%	-35.7%	0.62	-32.4%	30.2%	-130.3%	-12.0%
首旅酒店	18.45	11.5%	-14.8%	-9.5%	-5.0%	1.21	56.2%	4.4%	-33.4%	63.0%	0.97	102.2%	-14.4%	-25.7%	73.2%
君亭酒店	1.60	67.3%	16.4%	59.9%	94.7%	0.05	52.4%	-51.0%	扭亏	-25.3%	0.05	52.4%	-51.0%	扭亏	-25.3%
金陵饭店	5.56	15.5%	60.5%	74.8%	85.5%	0.07	-26.2%	-24.3%	-72.4%	-44.2%	0.05	-1.1%	-51.0%	-172.5%	-51.5%
华天酒店	1.40	4.9%	-40.8%	-21.9%	-37.9%	-0.47	增亏0.03亿	减亏0.32亿	-113%	减亏0.29亿	-0.52	减亏0.09亿	减亏0.14亿	增亏0.52亿	减亏0.23亿

来源: wind, 国金证券研究所

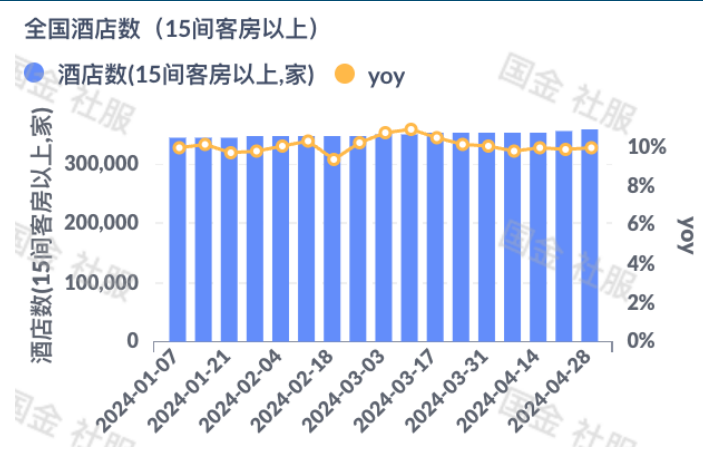
展望 2024 年, 供给回升+商旅恢复仍具不确定性, 行业 β 压力有所加大, 精细化运营能力或带来经营表现进一步分化。行业供给端看, 根据酒店之家数据, 截至 2024/4/28 全国酒店数同比+10.0%, 供给量同比回升; 需求端看, 休闲需求持续较强, 但呈现节日脉冲效应, 而商旅需求恢复不确定性仍较大, 部分企业存在差标缩减情况, 根据酒店之家数据, 全国酒店 RevPAR 春节后表现存在一定压力, 3、4 月较多周存在 RevPAR 负增长情况。行业 β 压力有所上升情况下, 我们认为酒店公司的品牌精细化运营能力或带来经营表现的进一步分化, 同时过去几年门店产品结构升级、中后台降本增效等工作储备情况亦将对 2024 年表现产生影响, 建议重点关注运营能力较强的亚朵、华住。



图表15: 全国酒店周度 RevPAR 变化



图表16: 全国周度酒店数变化



来源: 酒店之家, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

来源: 酒店之家, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

3、旅游: 休闲需求持续强, OTA 受益线上化表现突出

2023 年旅游细分板块收入、业绩和 19 年同期比增速排序均为自然景区>OTA>人工景区>旅行社。其中自然景区恢复整体快于人工景区, 体现头部自然景区吸引力强、尤其表现在异地长距离出行上, 人工景区 Q1 面临园区重启爬坡过程(如宋城演艺)及周边游需求被分流压力, 此外演艺龙头宋城 2023 年业绩亏损主因花房减值亏损(根据公司公告, 若剔除花房长期股权投资形成的投资收益及减值损失, 2023 年归母净利 8.3 亿元/扭亏)。OTA 和传统旅行社分别表现分化反映旅游预订线上化及自由行、个性化旅行、休闲度假旅行占比提升, 此外出境游供给恢复偏慢、团队游需求恢复慢于自由行也导致众信旅游、岭南控股业绩恢复度仍偏低。

图表17: 旅游行业 2023 年报业绩情况

	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				扣非 (经调整) 归母净利润 (亿元)				
	2019	2023	23VS22	23VS19	2019	2023	23VS22	23VS19	2019	2022	2023	23VS22	23VS19
旅游	1,008.2	877.9	114.4%	-12.9%	115.2	128.4	扭亏	11.4%	99.2	-39.5	138.7	扭亏	39.8%
人工景区	239.8	161.0	73.4%	-32.9%	21.1	-7.0	减亏16.86亿	-133.1%	15.9	-25.4	-7.2	减亏18.13亿	-145.6%
云南旅游	28.8	7.2	33.6%	-75.0%	0.9	-4.3	增亏1.43亿	-550.6%	-1.7	-2.7	-4.0	增亏1.33亿	增亏2.38亿
宋城演艺	26.1	19.3	320.8%	-26.2%	13.4	-1.1	增亏0.62亿	-108.2%	12.2	-0.9	-0.9	减亏0.06亿	-107.2%
中青旅	140.5	96.3	50.1%	-31.4%	5.7	1.9	扭亏	-65.9%	4.3	-4.2	1.3	扭亏	-69.9%
大连圣亚	3.2	4.7	197.8%	46.9%	0.4	0.3	扭亏	-17.7%	0.4	-1.0	0.6	扭亏	35.2%
曲江文旅	13.1	15.0	68.8%	15.2%	0.5	-2.0	减亏0.53亿	-533.9%	0.3	-2.6	-2.2	减亏0.39亿	-851.6%
海昌海洋乐园	28.2	18.5	124.6%	-34.4%	0.3	-2.0	减亏11.99亿	-886.5%	0.3	-14.0	-2.0	减亏11.99亿	-886.5%
自然景区	70.8	78.7	147.2%	11.2%	12.6	13.6	扭亏	8.3%	11.8	-12.0	13.3	扭亏	12.6%
张家界	4.3	4.2	217.0%	-1.2%	0.1	-2.4	减亏0.21亿	-2264.7%	0.1	-2.7	-2.4	减亏0.31亿	-4655.8%
峨眉山A	11.1	10.4	142.3%	-5.7%	2.3	2.3	扭亏	0.6%	2.2	-1.5	2.3	扭亏	3.8%
桂林旅游	6.1	4.7	260.9%	-22.9%	0.6	0.2	扭亏	-70.2%	0.5	-2.9	0.1	扭亏	-74.3%
丽江股份	7.2	8.0	152.4%	10.5%	2.0	2.3	6071.9%	11.8%	2.0	-0.2	2.4	扭亏	15.7%
三特索道	6.8	7.2	180.7%	6.3%	0.1	1.3	扭亏	1018.0%	0.0	-1.7	1.4	扭亏	6321.1%
西域旅游	2.4	3.1	198.5%	26.7%	0.7	1.1	扭亏	43.6%	0.7	-0.1	1.1	扭亏	44.0%
黄山旅游	16.1	19.3	141.2%	20.1%	3.4	4.2	扭亏	24.3%	3.1	-1.8	3.9	扭亏	24.9%
西藏旅游	1.9	2.1	76.5%	13.4%	0.2	0.1	扭亏	-30.4%	0.1	-0.4	0.1	扭亏	35.3%
长白山	4.7	6.2	218.7%	32.8%	0.8	1.4	扭亏	83.4%	0.7	-0.6	1.4	扭亏	87.9%
天目湖	5.0	6.3	70.9%	25.2%	1.2	1.5	623.9%	18.8%	1.2	0.1	1.4	1024.2%	14.9%
九华旅游	5.4	7.2	117.9%	34.7%	1.2	1.7	扭亏	49.2%	1.1	-0.2	1.7	扭亏	55.4%
旅行社	266.8	72.8	294.2%	-72.7%	4.5	7.1	扭亏	56.3%	3.0	-15.4	-2.8	减亏12.55亿	-193.5%
岭南控股	79.7	34.0	229.0%	-57.3%	2.6	0.7	扭亏	-73.4%	1.7	-2.4	0.6	扭亏	-64.5%
ST凯撒	60.4	5.8	89.9%	-90.4%	1.3	6.1	扭亏	383.4%	0.7	-10.4	-3.5	减亏6.88亿	-576.2%
众信旅游	126.8	33.0	550.6%	-74.0%	0.7	0.3	扭亏	-53.0%	0.6	-2.6	0.1	扭亏	-84.6%
OTA	430.7	565.4	112.3%	31.3%	77.0	114.7	812.7%	49.0%	68.6	13.3	135.5	917.9%	97.6%
携程集团	356.7	445.1	122.1%	24.8%	70.1	99.2	606.9%	41.5%	65.3	12.9	130.7	910.1%	100.3%
同程旅行	74.0	120.3	82.4%	62.5%	6.9	15.5	扭亏	125.9%	3.3	0.4	4.8	1188.3%	45.8%

来源: wind, 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 港股、美股采用公司公布的经调整或 Non-GAAP 净利润。

Q1 旅行社、人工景区较低基数下取得高增长。1Q24 旅游行业整体收入、增速仍呈现同比高增, 但当中贡献高增速的转为 1Q23 基数偏低的旅行社、人工景区, 自然景区业绩同比下滑主因 1Q23 春节靠前+报复性需求释放下基数偏高, 此外 1Q24 部分地区极端天气亦对业绩产生短期影响。个股中, 人工景区中宋城演艺表现最为亮眼, 收入/扣非归母净利分别同比+139%/349%, 主因去年同期部分园区尚未开业及新园区增量贡献(上海千古情、广东千古情); 自然景区



中表现较为突出的有长白山、西域旅游、峨眉山等，其中长白山打造双旺季、受益冰雪热，同时高铁、机场新线路开通带来客流增量，西域旅游受益西北旅游热度，峨眉山较高基数下客流维持稳健增长。旅行社方面，众信旅游、岭南股份受益 2H23 出境游、团队游加快修复，同比收入、业绩均取得较高增长。

展望 2024 年，旅游行业我们建议重点关注：1) 休闲旅游需求持续释放+线上化率提升，重点关注 OTA 平台同程旅行、携程集团；2) 优质自然景区公司的波段机会，其中重点关注短期有交通改善、客流增量逻辑的峨眉山、长白山、九华旅游等。

图表 18: 旅游行业 1Q24 业绩情况 (仅 A 股)

单位:亿元	营业收入					归母净利润					扣非(经调整)归母净利润				
	VS 23 同期		VS 19 同期		1Q24	VS 23 同期		VS 19 同期		1Q24	VS 23 同期		VS 19 同期		1Q24
	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23		1Q24	1Q24	1Q23	4Q23		1Q24	1Q24	1Q24	1Q23	
旅游	67.0	46.7%	-57.8%	-44.2%	-38.2%	4.0	97%	-70%	增亏8.54亿	-40%	4.0	109%	-64%	增亏17.52亿	-24%
人工景区	31.0	29.6%	-41.0%	-39.0%	-23.6%	1.9	325%	-90%	-4476%	-55%	1.9	446%	-92%	增亏14.28亿	-54%
云南旅游	1.3	20.4%	-68.0%	-73.2%	-61.5%	-0.3	增亏0.11亿	减亏0亿	-1115.3%	增亏0.11亿	-0.3	增亏0.1亿	增亏0.01亿	增亏1.36亿	增亏0.11亿
宋城演艺	5.6	138.7%	-71.6%	-23.9%	-32.1%	2.5	317.3%	-83.7%	-1386.7%	-32.0%	2.5	349.1%	-84.6%	-784.2%	-30.8%
中青旅	19.2	16.0%	-34.8%	-35.7%	-24.4%	-0.3	增亏0.24亿	-107.5%	-152.3%	-145.2%	-0.3	增亏0.21亿	-113.4%	-686.6%	-150.9%
大连圣亚	0.9	31.8%	56.9%	66.1%	106.7%	0.0	-30.6%	扭亏	增亏0.44亿	扭亏	0.0	-132.9%	扭亏	增亏0.3亿	减亏0.08亿
曲江文旅	4.0	22.7%	3.0%	21.0%	26.4%	0.0	-76.8%	-70.2%	增亏2亿	-93.1%	0.0	-85.0%	-75.1%	增亏1.98亿	-96.3%
自然景区	15.1	1.9%	21.3%	12.3%	23.7%	1.7	-25.4%	520.7%	-984.0%	363.0%	1.6	-30.5%	1106.5%	增亏0.185亿	738.4%
张家界	0.6	-8.5%	18.0%	-7.8%	8.0%	-0.5	增亏0.16亿	增亏0.22亿	增亏1.68亿	增亏0.38亿	-0.5	增亏0.15亿	增亏0.19亿	增亏1.64亿	增亏0.34亿
峨眉山A	2.5	6.6%	-6.9%	-5.2%	-0.7%	0.7	6.1%	261.9%	-184.2%	283.9%	0.7	7.0%	282.4%	-161.2%	309.1%
桂林旅游	0.9	3.2%	-26.2%	-23.1%	-23.8%	-0.1	减亏0亿	增亏0.11亿	-43338%	增亏0.11亿	-0.1	增亏0亿	增亏0.14亿	增亏0.17亿	增亏0.1亿
丽江股份	1.8	0.0%	40.1%	-4.4%	40.1%	0.6	1.1%	56.3%	-16.6%	58.0%	0.6	-0.7%	65.1%	-16.9%	64.0%
三特索道	1.4	-11.4%	47.1%	-9.2%	30.4%	0.3	17.7%	扭亏	减亏0亿	扭亏	0.3	-21.9%	扭亏	减亏0.02亿	扭亏
西域旅游	0.2	44.4%	34.0%	18.8%	93.6%	-0.1	减亏0.01亿	增亏0.002亿	增亏0.089亿	减亏0.01亿	-0.1	减亏0.01亿	增亏0.004亿	-	减亏0.01亿
黄山旅游	3.4	-0.4%	27.9%	34.6%	27.3%	0.3	-60.5%	174.0%	258.8%	8.2%	0.2	-62.8%	155.8%	增亏0.09亿	-4.8%
西藏旅游	0.2	-9.8%	65.1%	18.4%	48.9%	-0.2	增亏0.11亿	增亏0.01亿	增亏0.06亿	增亏0.12亿	-0.2	增亏0.12亿	减亏0.03亿	增亏0.04亿	增亏0.09亿
长白山	1.3	83.7%	41.3%	-9.2%	159.5%	0.1	扭亏	减亏0.21亿	增亏0.07亿	扭亏	0.1	扭亏	减亏0.21亿	增亏0.04亿	扭亏
天目湖	1.1	-11.3%	35.3%	33.4%	20.0%	0.1	-42.8%	27.6%	207.4%	-27.0%	0.1	-44.7%	14.1%	189.5%	-36.9%
九华旅游	1.80	-6.1%	43.5%	35.0%	34.7%	0.52	-15.8%	59.6%	133.1%	34.4%	0.49	-17.9%	60.5%	208.9%	31.7%
旅行社	20.87	201.8%	-87.6%	-63.6%	-62.5%	0.38	扭亏	-134.5%	扭亏	-81.7%	0.51	扭亏	-178.0%	增亏0.683亿	-46.6%
岭南控股	9.01	89.0%	-73.8%	-49.3%	-50.4%	0.24	176.9%	-92.2%	-45.5%	-78.4%	0.24	239.5%	-83.4%	-28.4%	-43.5%
ST凯撒	1.61	109.5%	-94.0%	-92.4%	-87.5%	-0.14	减亏0.28亿	-240.6%	扭亏	-147.2%	-0.004	减亏0.43亿	增亏0.32亿	增亏1.11亿	减亏0.1亿
众信旅游	10.25	643.4%	-94.4%	-59.7%	-58.3%	0.28	扭亏	-157.8%	扭亏	-56.8%	0.28	扭亏	-160.4%	减亏0.46亿	-56.8%

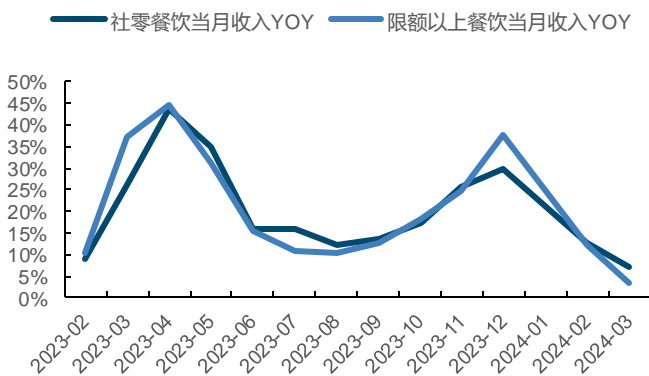
来源: wind, 各公司财报, 国金证券研究所

4、餐饮：开店驱动业绩增长，股东回报加强

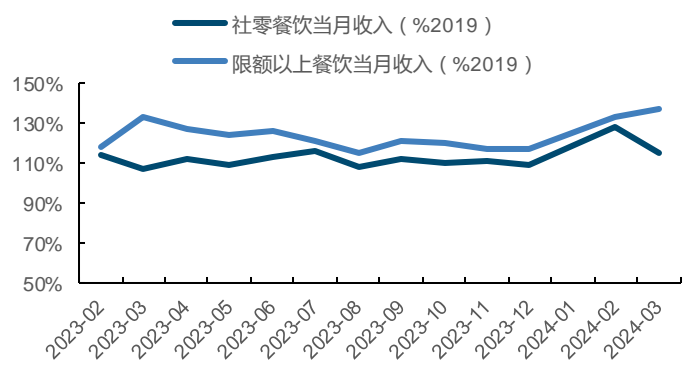
4.1、经营表现：2H23 以来同店、客单压力有所加大，加盟开店增加

行业大盘表现：社零餐饮较 2019 年恢复度数据看，2H23 往后恢复度有所回落；24 年 1-2 月、3 月社零餐饮收入分别同比+12.5%、+6.9%，春节旺季后增速有所回落，从与 19 年比恢复度看，限额以上表现仍好于整体餐饮。

图表 19: 社零餐饮当月收入同比增速



图表 20: 社零餐饮当月收入恢复度 (%2019)



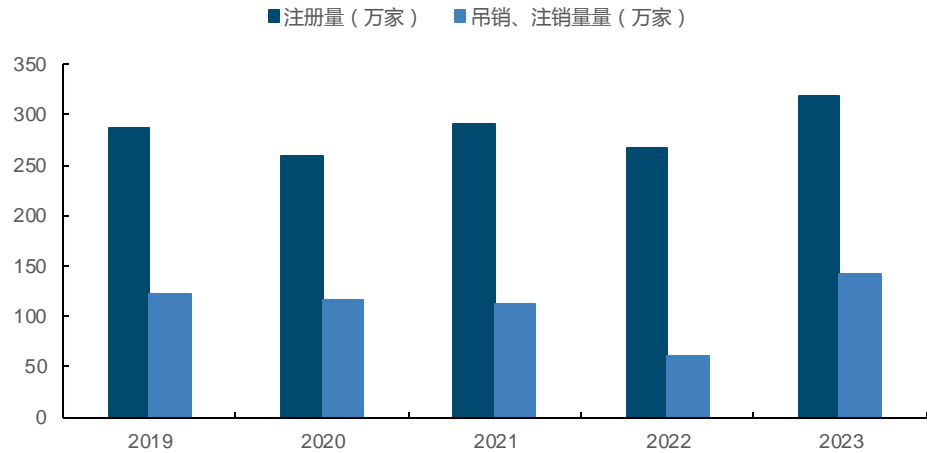
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

行业开新店：新开、新关双高。根据企查查数据，23 年全国餐企注册量 318.7 万家，吊销、注销 142.0 万家，同比+19.7%、+136.4%，与 19 年相比分别+11.0%、+16.6%，新开、新关均较 19 年增长较多，推测因餐饮进入、退出门槛均较低，复苏后新供给增长较快，同时受报复性需求释放减弱+行业竞争加剧影响，退出亦较多。



图表21: 2023 年餐饮企业新开、新关双高

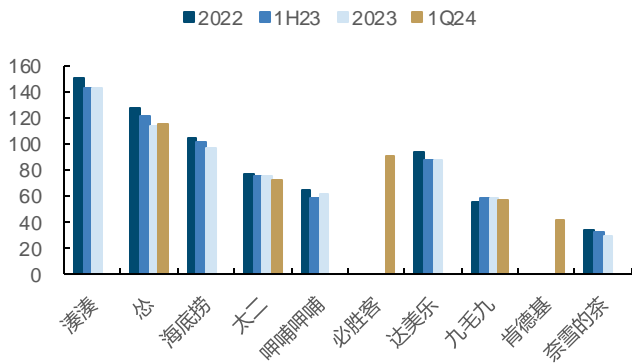


来源: 企查查, 国金证券研究所

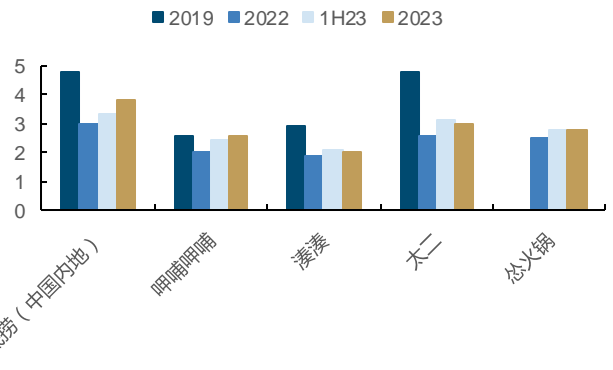
上市公司同店存在压力, 2H23 以来压力加大。翻台或翻座率看, 样本上市公司品牌均未回升至 2019 年水平, 主因行业需求恢复仍需时间、品牌门店数量增多导致一定分流、品牌势能从高点有所回落等, 其中部分品牌 2023 全年表现低于 1H23, 体现下半年报复性需求释放后同店压力有所加大。客单价看, 样本上市公司品牌客单价同比均有不同程度下滑, 其中高客单品牌下滑幅度相对更高 (如怂火锅、海底捞、湊湊 2023 年客单价分别同比-11.7%/-7.3%/-5.7%), 客单下降一方面源于消费者主动选择 (性价比诉求提升), 另一方面来自于品牌端策略调整 (包括团购促销力度加大、入门级产品增加、会员优惠活动增加等)。

图表22: 上市餐饮品牌客单价变化

图表23: 上市餐饮品牌翻台/翻座率 (次) 变化



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

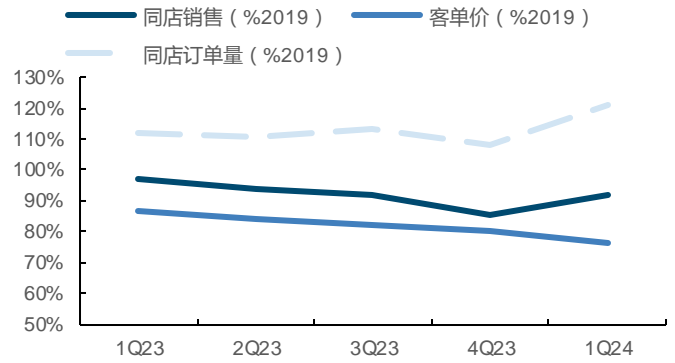
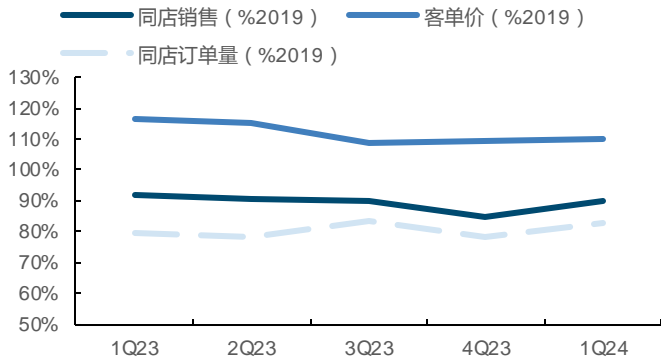


来源: 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 海底捞、湊湊为翻台率, 其余品牌为翻座率



图表24: 肯德基同店订单、同店客单价增速变化(较19年同期)

图表25: 必胜客同店订单、同店客单价增速变化(较19年同期)



来源: 百胜中国财报, 国金证券研究所

来源: 百胜中国财报, 国金证券研究所

上市公司开店存分化, 咖啡、奶茶、披萨品牌增速领先, 上市品牌开放加盟增多。2023年随着行业需求常态化, 部分品牌拓店有所加快, 其中瑞幸获益咖啡品类渗透率上升拓店速度领先(23年门店同比+97.8%); 达美乐于北上市场构建强品牌力后向新增长市场积极开拓(23年门店同比+30.6%); 快餐龙头百胜中国拓店加快, 旗下肯德基、必胜客2023年门店增速分别为13.2%、14.1%, 均较2022年有所提升, 根据公司4Q23财报, 计划2024年旗下所有品牌净新增1500~1700家门店、较2023年初计划(净新增1100~1300家)提升400家; 海底捞2023年仍维持低门店增速, 新增店中大部分为啄木鸟计划下重启过去关闭的老店; 九毛九旗下太二开店维持稳健、速度较2022年略有提升; 呷哺呷哺开店与关店并存, 积极调整门店结构; 海伦司2023年经历门店模型转型, 全年为净关店, 未来门店模式将以面积更小的合伙人门店为主。门店模式看, 2023年以来更多品牌开放或加大加盟比重, 如饮品类中, 奈雪的茶2H23开放加盟, 截至2023年末共有加盟店81家, 海伦司新开门店已转向合伙人店为主, 瑞幸咖啡2023年底加盟门店占比34.6%/+3.4pct; 2024年太二、海底捞亦宣布开放加盟。我们认为上市公司开放加盟增多主要目的在于借助当地加盟商资源向偏下沉市场渗透, 以及维持品牌开店同时降低经营杠杆风险, 对于上市公司业绩端预计为有益增量。



图表26: 上市餐饮公司门店情况汇总

公司	品牌	2019	2020	2021	2022	2023	23新开	23关闭	22期末YOY	23期末YOY
百胜中国	肯德基	6534	7166	8168	9094	10296	1439	237	11.3%	13.2%
	必胜客	2281	2355	2590	2903	3312	531	122	12.1%	14.1%
	其他品牌	385	985	1030	950	1036	235	149	-7.8%	9.1%
	小计	9200	10506	11788	12947	14644	2205	508	9.8%	13.1%
海底捞 (不含特 海)	海底捞	730	1224	1349	1371	1374	35	32	1.6%	0.2%
特海国际	海底捞	38	74	94	111	115	5	1	18.1%	3.6%
九毛九	太二	126	233	350	450	582	134	2	28.6%	29.3%
	九毛九	143	98	83	76	75	4	3	-8.4%	-1.3%
	怂火锅	-	2	9	27	62	35	0	200.0%	129.6%
	其他品牌	67	48	28	3	7	7	3	-89.3%	133.3%
	小计	336	381	470	556	726	180	10	18.3%	30.6%
呷哺呷哺	呷哺呷哺	1022	1061	841	801	833	131	99	-4.8%	4.0%
	湊湊	102	140	183	224	257	48	15	22.4%	14.7%
	趁烧	-	-	-	1	8	7	0	-	700.0%
	小计	1124	1201	1024	1026	1098	186	114	0.2%	7.0%
奈雪的茶	奈雪直营	327	491	817	1068	1574	544	38	30.7%	47.4%
	奈雪加盟	-	-	-	-	81	81	0	-	-
	小计	327	491	817	1068	1655	625	38	30.7%	55.0%
海伦司	海伦司	252	351	782	767	479	-	-	-1.9%	-37.5%
达势股份	达美乐	-	363	468	588	768	180	0	25.6%	30.6%
瑞幸咖啡	直营店	4507	3929	4397	5652	10628	-	-	28.5%	88.0%
	加盟店	282	874	1627	2562	5620	-	-	57.5%	119.4%
	小计	4789	4803	6024	8214	16248	-	-	36.4%	97.8%

来源: 各公司财报, 国金证券研究所

4.2、财务表现: 开店驱动业绩增长, 客单下降情况下关注利润率变化

需求回暖情况下餐饮公司收入、业绩同比多数大幅回暖; 和 2019 年比亦多数取得正增长或扭亏, 主要由门店数量增长推动。考虑上市餐饮公司仍以直营开店为主、经营杠杆较强, 客单、同店存在一定压力情况下我们重点关注利润率变化:

毛利率: 同比基本有改善, 下半年客单下降背景下存分化。23 年全年看除达势股份微降 0.2pct 外均呈现上升, 与复苏后供应链规模效应提升等相关。2H23 对比 1H23 看: 1) 上升或维持稳定的有: 九毛九(+0.8pct)、达势股份(+0.4pct)、呷哺(环比持平), 其中九毛九、呷哺主要得益于肉类价格处于历史低位; 2) 下降的有: 海底捞(-0.3pct)、百胜中国(-1.3pct), 主因促销力度上升、员工餐增加等, 海伦司、奈雪下降则因毛利率更低的加盟店占比上升。

净利率: 行业同店压力有所增大情况下, 除达势股份、特海国际下半年有改善外, 多数餐企下半年环比有所回落。净利率环比回落原因主要源于收入端同店承压, 成本费用端原材料、人工成本占比上升(典型如海底捞、百胜中国), 此外开店节奏集中于 Q4(如九毛九)、关店(如海伦司、呷哺)亦对净利率产生一定负面影响。



图表27: 餐饮行业 2023 年报业绩情况

	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				扣非 (经调整) 归母净利润 (亿元)				
	2019	2023	23VS22	23VS19	2019	2023	23VS22	23VS19	2019	2022	2023	23VS22	23VS19
餐饮	1,141.5	1,840.6	29.4%	61.2%	48.9	151.3	532.3%	209.2%	31.0	37.5	109.4	191.3%	252.6%
同庆楼	14.6	24.0	43.8%	64.2%	2.0	3.0	224.9%	53.9%	1.8	0.7	2.5	240.0%	41.7%
广州酒家	30.3	49.0	19.2%	61.8%	3.8	5.5	5.8%	43.3%	3.7	4.8	5.1	6.3%	35.9%
西安饮食	5.0	7.8	60.9%	55.9%	-0.5	-1.2	减亏1.04亿	增亏0.71亿	-0.5	-2.3	-1.2	减亏1.05亿	增亏0.75亿
全聚德	15.7	14.3	99.3%	-8.6%	0.4	0.6	扭亏	34.5%	0.2	-2.9	0.5	扭亏	132.4%
巴比食品	10.6	16.3	6.9%	53.2%	1.5	2.1	-3.9%	38.1%	1.4	1.8	1.8	-3.6%	29.8%
味知香	5.4	8.0	0.1%	47.3%	0.9	1.4	-5.4%	57.0%	0.9	1.3	1.3	2.1%	52.6%
百胜中国	612.2	777.5	16.7%	27.0%	49.7	58.6	90.3%	17.8%	50.9	31.1	59.5	91.7%	17.1%
海底捞	249.3	414.5	33.6%	66.3%	25.8	45.0	227.3%	74.7%	-	-	-	-	-
九毛九	26.9	59.9	49.4%	122.7%	1.6	4.5	820.2%	175.8%	1.9	0.7	5.0	622.7%	168.0%
呷哺呷哺	60.3	59.2	25.3%	-1.9%	2.9	-2.0	减亏1.54亿	-169.2%	-	-	-	-	-
奈雪的茶	25.0	51.6	20.3%	106.4%	-0.4	0.1	扭亏	扭亏	-0.4	-4.6	0.2	-104.5%	扭亏
海伦司	5.6	12.1	-22.5%	114.0%	0.8	1.8	扭亏	扭亏	0.8	-2.4	2.8	扭亏	260.8%
味千中国	25.7	18.2	27.0%	-29.2%	1.6	1.8	扭亏	扭亏	-	-	-	-	-
特海国际	16.3	48.6	25.0%	198.9%	-2.3	1.8	扭亏	扭亏	-	-	-	-	-
达势股份	8.4	30.5	51.0%	264.6%	-1.8	-0.3	减亏1.96亿	减亏1.55亿	-1.7	-1.1	0.1	扭亏	扭亏
瑞幸咖啡	30.2	249.0	87.3%	723.3%	-37.1	28.5	483.3%	扭亏	-27.9	10.5	31.8	202.8%	扭亏

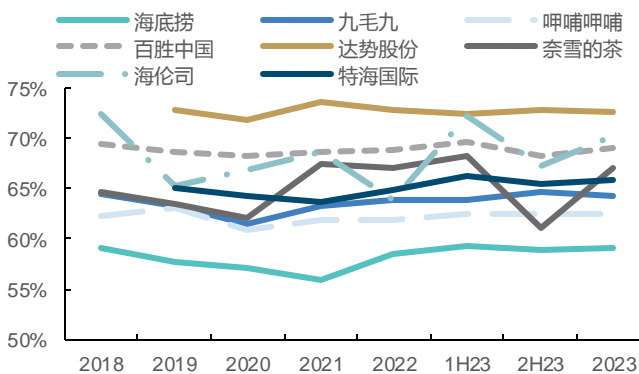
来源: wind, 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 1) 港股、美股采用公司公布的经调整或 Non-GAAP 净利润; 2) 百胜中国数据按照当期汇率换算成人民币。

图表28: 餐饮行业 1Q24 业绩情况

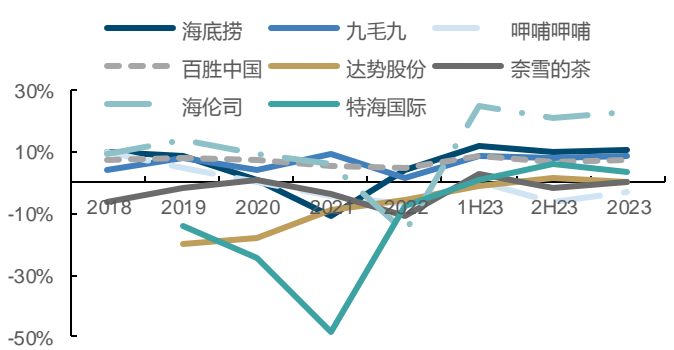
单位: 亿元	营业收入					归母净利润					扣非 (经调整) 归母净利润				
	VS 23同期		VS 19同期			VS 23同期		VS 19同期			VS 23同期		VS 19同期		
	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23	1Q24	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23	1Q24	1Q24	1Q24	1Q23	4Q23	1Q24
餐饮	237.51	5.5%	29.4%	27.8%	24.8%	22.17	2%	31%	11%	34%	22.06	2%	27%	-2%	30%
同庆楼	6.91	28.0%	29.3%	78.3%	65.5%	0.66	-9%	3%	63%	-6%	0.64	5%	-13%	-	-8%
广州酒家	10.12	10.0%	72.7%	65.2%	90.1%	0.71	2%	52%	-1%	56%	0.67	1%	57%	-49%	59%
西安饮食	1.82	3.5%	30.7%	83.1%	35.3%	-0.30	减亏0.01亿	增亏0.2亿	增亏0.29亿	增亏0.19亿	-0.30	减亏0.02亿	增亏0.21亿	增亏0.3亿	增亏0.19亿
全聚德	3.58	12.0%	-20.3%	-8.8%	-10.7%	0.15	67%	-14%	增亏0.037亿	44%	0.13	88%	-1%	减亏0.02亿	86%
巴比食品	3.54	10.7%	-	52.1%	-	0.40	-3.4%	-	40%	-	0.38	87.1%	-	-	-
味知香	1.66	-17.9%	-	-	-	0.19	-46.9%	-	-	-	0.19	-46.4%	-	-	-
百胜中国	209.87	4.7%	29.2%	24.7%	35.3%	20.36	3%	33%	9%	36%	20.36	1%	30%	7%	31%

来源: wind, 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 百胜中国数据按照当期汇率换算成人民币。

图表29: 港股餐饮公司毛利率变化



图表30: 港股餐饮公司经调整净利率变化



来源: 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 1) 海底捞 21 年以前数据含特海, 后同; 2) 成本中仅包含原材料成本

来源: 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 无财报官方经调整净利润数据则采用净利润 (含少数股东权益) 数据

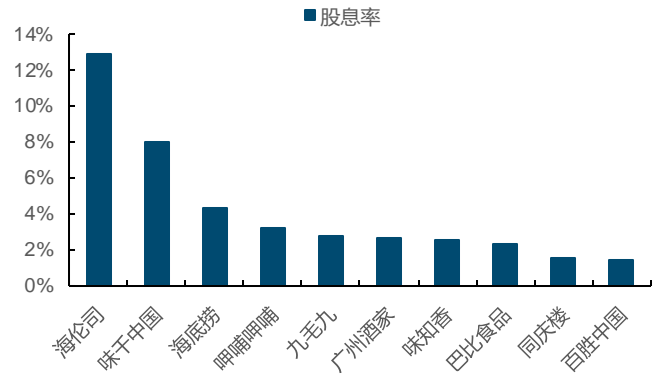
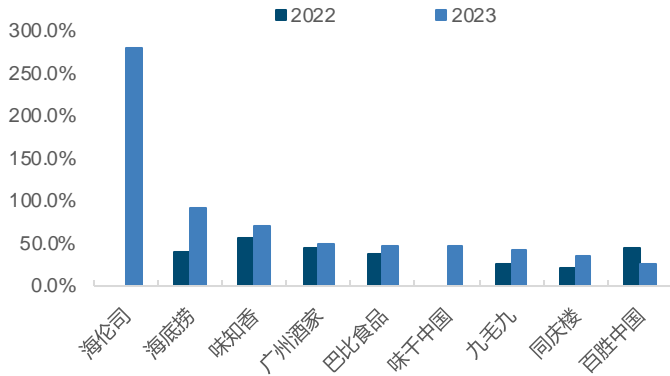
餐饮公司现金流状况回暖情况下, 2023 年港股、A 股均有部分餐饮企业积极提升股利支付率, 股价受行业β压制情况下部分个股股息率已处于较高水平, 如海伦司 (12.9%)、味千中国 (8.0%)、海底捞 (4.3%); 此外百胜中国通过现金回报+股票回购方式持续回馈股东, 2023 年两种方式合计回馈股东 8.33 亿美元/+25%, 2024 年计划现金股息+回购形式回馈股东 15 亿美元, 2024~2026E 计划股息+回购累计回馈股东约 30 亿美元。展望 2024 年, 上半年客单价、同店基数相对高, 根据 Q1 跟踪情况看预计经营数据仍有压力, 下半年基数下降情况下同店增速有望改善; 同时, 餐饮经营回归常态化, 部分餐企直营开店高峰期已过、资本开支有所减少, 股东回报有望持续提升。基于同店经营韧性、股东



回报，我们建议重点关注百胜中国、海底捞。

图表31：餐饮公司现金股利支付率

图表32：餐饮公司最新年度股息率



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所；注：股息率计算按照2023年累计现金股息除以2024/4/30市值

风险提示

中长期消费力恢复速度不及预期。若消费能力、意愿回暖不及预期，社会长期消费升级趋势放缓或扭转，将对餐饮酒旅公司成长造成严重负面影响。

劳动力短缺风险。服务业为劳动密集型行业，需求短期脉冲式增长情况或面临用工荒问题。

原材料价格大幅上涨的风险。若能源、食品、化工原料等原材料成本持续上涨，且涨价不能较好传导，可选消费预计受到较大挤占。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究