



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

国金证券研究所

分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001） 分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

yesijia@gjzq.com.cn

zhaozhongping@gjzq.com.cn

休闲游持续性强，关注高性价比、红利属性提升

核心内容

总览：1H24 出行链消费高基数下增速有所放缓，呈现“休闲好于商务、低频好于高频、刚需好于可选”特征。1H24 旅游/酒店/餐饮/免税营业收入同比+26.7%/+11.3%/+9.6%/-12.8%，扣非或经调整净利分别同比+50.8%/+22.6%/-23.0%/-16.0%，呈现休闲好于商务（旅游好于酒店）、低频好于高频（偏异地的酒旅好于偏本地的餐饮）、刚需好于可选（刚性的景区门票酒店好于免税购物）三大特征。部分经营稳健、现金流充沛公司实施中期派息、提升股东回报。

旅游：休闲旅游景气度持续，持续看好 OTA 引领增长。1H24 国内旅游人次同比+14.3%、农村居民增速更快（+21.5%），出入境游持续上修。旅游内部子版块收入、业绩同比增速排序为旅行社>OTA>人工景区>自然景区。其中旅行社高增主因低基数下团队游、出境游恢复加快；OTA 收入端受益休闲量增+线上化+出入境/纯海外业务增长，利润端受益平台错位竞争格局向好、费效比提升，我们继续看好下半年及明年国内外订单量增长及利润率稳中向上；人工景区在低基数+新项目增量推动下增速快于高基数+受极端天气增加影响的自然景区，Q2 基数向上情况下两者增速快速拉近，自然景区中有营销热点、交通改善逻辑的表现较好（如长白山、九华旅游）。

酒店：H1 行业压力增大，预计 Q3RevPAR 压力环比增大，Q4 基数+供给量增速放缓下望缓解，个股表现分化加剧。1H24 行业商务需求恢复仍偏慢、供给量增长，供需缺口已明显拉平，行业 RevPAR、签约新店压力增大。个股季度环比分化程度进一步加大，其中亚朵、华住为代表的品牌及产品力、会员粘性、运营质量等方面优势更强的公司在经营数据、拓店/签约、财务结果上引领行业。去年暑期量价高基数，根据酒店之家数据，7 月行业 RevPAR 同比-14%、环比 6 月降幅扩大 2pct；4Q23 基数相对 3Q23 低，供给增速已趋缓（8/19~8/25 周度酒店数同比+8%、较年初的 10%放缓），我们预计 Q4 有望看到行业 RevPAR 降幅收窄，个股 α 表现或继续分化。

餐饮：消费降级明显，快餐韧性强，龙头加大降本力度。1H24 多数上市公司品牌客单下降、消费降级明显；同店端仅强品牌力（达势、海底捞）、出海（特海国际）取得正增长，快餐（百胜中国）因需求偏刚性下滑幅度相对小；开店增速多数放缓，西式快餐则提速，更多公司经营重心更多转向单店效益提升，此外品牌加盟比例增加。利润端，直营模式下经营杠杆负效应放大业绩端降幅、多数餐企承压，快餐表现韧性强；原材料价格低位+供应链议价力提升，龙头降本增效积极，客单价下行情况下部分餐企毛利率逆势提升（呷哺、海底捞、九毛九、达势等），小店化、数字化及精细化管理控制优化固定成本（百胜中国为代表）。H2 预计餐企还将进一步重视人工、租金方面降本，Q4 低基数下预计需求更刚性的西式快餐或更快迎来同店反转。

免税：受海南客流承压、出境游分流等影响下滑，关注市内免税政策落地带来业务增量。离岛免税承压，根据海口海关数据，1H24 离岛免税购物金额-29.9%、购物人次-10%；中国中免业绩下滑，但仍有机场免税经营有所改善、入境免税门店收入增长超过 100%等亮点。暑期暂无改善迹象，7 月海南离岛免税购物金额同比-35.9%、购物人次-20.7%，较上半年降幅均有扩大；8/28 财政部等五部门印发《关于完善市内免税店政策的通知》，关注下半年政策落地情况。

投资建议

展望下半年，我们预期子板块基本面排序维持旅游、酒店、餐饮、免税，旅游中更看好 OTA 子板块引领行业表现，此外重点关注股东回报提升的红利属性个股。个股重点关注百胜中国、亚朵、华住集团。

风险提示

消费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：休闲可持续性强、OTA 引领出行消费，关注个股 α 及红利属性提升	4
2、旅游：休闲需求持续强，OTA 表现突出	5
2.1、经营表现：休闲需求持续性强，性价比趋势下国内游主要由量增驱动	5
2.2、业绩表现：OTA 受益休闲量增+线上化+海外业务增速亮眼，旅行社低基数下高增	6
3、酒店：高基数下行业压力增大，个股表现存分化	8
3.1、经营表现：高基数下 RevPAR 下降，新签约表现分化	8
3.2、财务表现：Q2 收入压力环比增大，龙头利润端受益轻资产化等	11
4、餐饮：消费降级明显，快餐韧性显现，龙头加大降本力度	12
4.1、经营表现：整体同店、开店承压，强品牌力、快餐、出海表现逆势	12
4.2、财务表现：业绩端表现明显弱于收入端，关注龙头降本增效能力	15
风险提示	17

图表目录

图表 1：出行链消费 1H24 业绩情况	4
图表 2：出行链消费 2Q24 业绩情况	4
图表 3：7 月海南离岛免税消费仍处于同比下滑状态	5
图表 4：24 年中报派息出行链公司股利支付率水平	5
图表 5：1H24 国内旅游人次恢复至 19 年的 89%	6
图表 6：1H24 国内旅游中农村居民同比增速高于城镇	6
图表 7：1H24 节假日旅游人次持续增长，客单价恢复度有所下降	6
图表 8：旅游行业 1H24 业绩情况	7
图表 9：旅游行业 2Q24 业绩情况	8
图表 10：酒店公司 2Q24 年境内经营数据对比（%2019）	8
图表 11：酒店公司 2Q24 年境内经营数据对比（%2023）	8
图表 12：酒店公司境内 RevPAR 恢复度（%2019）	9
图表 13：酒店公司境内 OCC 恢复度（%2019）	9
图表 14：酒店公司境内 ADR 恢复度（%2019）	9
图表 15：酒店公司中档及以上客房占比提升	9
图表 16：酒店公司新开店计划完成情况	10
图表 17：酒店公司期末全球门店数（家）	10
图表 18：酒店公司季度新开店数量（家）	10
图表 19：酒店公司净开店数量（家）	10



图表 20: 酒店公司 Pipeline 数量 (家)	10
图表 21: 2Q24 国际酒店集团大中华 RevPAR 增速转负	11
图表 22: 国际酒店集团大中华 RevPAR 回落至 19 年以下	11
图表 23: 酒店行业 1H24 业绩情况	11
图表 24: 酒店行业 2Q24 业绩情况	11
图表 25: 3Q24 酒店行业 RevPAR 压力仍偏大	12
图表 26: 3Q24 全国酒店数增速趋于下降	12
图表 27: 社零餐饮当月收入同比增速	12
图表 28: 社零餐饮当月收入恢复度 (%2019)	12
图表 29: 餐饮门店月度新关率有所上升	13
图表 30: 上市公司餐饮品牌同店销售额增速	13
图表 31: 上市餐饮品牌客单价或订单均价变化	14
图表 32: 上市餐饮品牌翻台/翻座率 (次) 变化	14
图表 33: 肯德基同店订单、同店客单价增速变化 (较 19 年同期)	14
图表 34: 必胜客同店订单、同店客单价增速变化 (较 19 年同期)	14
图表 35: 上市餐饮公司门店情况汇总	15
图表 36: 餐饮行业 1H24 中报业绩情况	16
图表 37: 餐饮行业 2Q24 业绩情况	16
图表 38: 港股餐饮公司毛利率变化	17
图表 39: 港股餐饮公司经调整净利率变化	17
图表 40: 肯德基直营店成本费用率及餐厅经营利润率	17
图表 41: 肯德基直营店成本费用率及餐厅经营利润率	17



1、总览：休闲可持续性、OTA 引领出行消费，关注个股 α 及红利属性提升

1H24 出行链消费呈现“休闲好于商务、低频好于高频、刚需好于可选”特征，整体增速因高基数放缓下休闲旅游景气领先，其中 OTA 引领增长。1H24 旅游/酒店/餐饮/免税营业收入同比+26.7%/+11.3%/+9.6%/-12.8%，扣非或经调整净利分别同比+50.8%/+22.6%/-23.0%/-16.0%，呈现休闲好于商务（旅游好于酒店）、低频好于高频（偏异地的酒旅好于本地的餐饮）、刚需好于可选（刚性的景区门票酒店好于免税购物）三大特征。

旅游行业受益休闲旅游需求持续性强，上半年国内旅游人次继续增长、农村居民增速更高，出入境游持续恢复。旅游内部子版块收入、业绩同比增速排序为旅行社>OTA>人工景区>自然景区。其中旅行社高增主因低基数下团队游、出境游恢复加快；OTA 收入端受益休闲量增+线上化+出入境/纯海外业务增长，利润端受益平台错位竞争格局向好、费效比提升；人工景区在低基数+新项目增量推动下增速快于高基数+受极端天气增加影响的自然景区，Q2 人工景区基数向上情况下收入端增速与自然景区快速拉近，高基数下有旅游热点、交通改善逻辑的自然景区表现相对好（如长白山、九华旅游）。

酒店行业景气度有所减弱，个股表现分化加剧。行业商务需求恢复偏慢、供给量增长，供需缺口已明显拉平，行业 RevPAR、签约新店压力增大，个股表现分化，其中亚朵、华住等品牌及产品力、会员粘性、运营质量等方面表现更优的公司在经营数据、拓店/新签约、财务结果上表现更好，季度环比看分化程度有所加大。

餐饮消费降级明显，快餐韧性较强，龙头加大降本力度。上半年餐饮行业压力增大，多数上市公司品牌客单下降、消费降级明显；同店端仅强品牌力（达势股份、海底捞）、出海（特海国际）取得正增长，快餐（百胜中国）因需求相对刚性下滑幅度相对小；开店增速多数放缓，快餐（达势股份、百胜中国）则提速，部分餐企适时下调全年目标或出现净关店，经营重心更多转向单店效益提升，同时品牌加盟比例增加。利润端，直营模式下经营杠杆负效应放大业绩端降幅、多数餐企承压，快餐表现韧性较强；原材料价格低位+供应链议价力提升，龙头降本增效积极，客单价下行情况下部分餐企毛利率逆势提升（呷哺、海底捞、九毛九、达势股份等），小店化、数字化及精细化管理控制优化固定成本（百胜中国为代表）。

免税受海南客流承压、出境游分流等影响出现业绩下滑。离岛免税承压，根据海口海关数据，1H24 离岛免税购物 184.6 亿元/-29.9%，购物人次 336.1 万/-10%；机场免税经营同比有所改善，1H24 中国中免上海地区收入 85.0 亿元，毛利率 24.7%、较 23 全年水平+0.95pct；入境免税增速较快，中国中免 1H24 入境免税门店收入增长超过 100%，目前占比仍较低，但随着入境客流恢复增长可期。

图表1：出行链消费 1H24 业绩情况

单位：亿元	营业收入				归母净利润				扣非（或公告经调整）净利			
	1H23	1H24	1H24VS23	1H24VS19	1H23	1H24	1H24VS23	1H24vs19	1H23	1H24	1H24VS23	1H24vs19
旅游	385.3	488.1	26.7%	106.9%	56.0	99.8	78.1%	53.8%	74.4	112.2	50.8%	110.4%
旅行社	22.7	48.6	114.2%	-60.0%	-1.3	0.9	扭亏	-73.2%	-1.2	0.8	扭亏	-63.5%
OTA	259.6	328.3	26.5%	62.1%	47.4	89.8	89.4%	99.2%	65.9	102.6	55.5%	164.8%
人工景区	68.5	76.0	11.0%	-25.0%	2.9	3.2	9.7%	-73.1%	2.6	3.1	16.8%	-62.6%
自然景区	34.5	35.2	1.9%	13.1%	7.0	5.9	-15.3%	32.3%	7.0	5.7	-18.1%	38.1%
酒店	326.0	362.7	11.3%	32.8%	35.1	37.7	7.4%	79.7%	29.4	36.0	22.6%	90.6%
餐饮	893.2	978.8	9.6%	69.8%	87.5	62.8	-28.3%	159.4%	58.4	45.0	-23.0%	46.3%
免税	358.6	312.6	-12.8%	28.4%	38.7	32.8	-15.1%	0.1%	38.5	32.4	-16.0%	29.5%

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）部分 2019 年无数据公布的公司，在增速计算时考虑可比予以剔除（但绝对值计算中未剔除）；3）免税板块样本个股仅包括中国中免，其他板块样本个股见后文详细内容，后同。

图表2：出行链消费 2Q24 业绩情况

单位：亿元	营业收入						归母净利润						扣非（或公告经调整）净利					
	同比增速		VS19年				同比增速		VS19年				同比增速		VS19年			
	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24		
旅游	224.7	255.0	37.4%	19.7%	8.1%	7.3%	51.1	49.5	29.2%	185.8%	-5.1%	315.7%	50.2	62.8	81.7%	31.8%	84.0%	132.8%
旅行社	20.9	27.8	201.8%	75.8%	-62.5%	-58.0%	0.4	0.6	扭亏	扭亏	-81.7%	-61.1%	0.51	0.31	扭亏	扭亏	-46.6%	-76.2%
OTA	157.7	170.2	33.8%	20.6%	58.5%	65.5%	47.1	42.7	25.5%	332.3%	0.0%	扭亏	4613.5%	5641.7%	79.6%	40.1%	109.9%	236.9%
自然景区	15.1	20.0	1.9%	1.8%	23.7%	6.2%	1.7	4.2	-25.4%	-10.3%	363.0%	2.1%	1.6	4.1	-30.5%	-13.8%	738.4%	3.9%
人工景区	31.0	37.0	29.6%	1.6%	-23.6%	-25.8%	1.9	2.1	325.1%	-37.6%	-55.4%	-75.2%	1.9	2.0	446.2%	-36.3%	-54.1%	-59.7%
酒店	126.5	142.0	20.0%	7.9%	47.5%	46.9%	11.9	22.6	0.6%	21.8%	182.9%	90.6%	11.49	21.28	82.2%	18.2%	294.4%	100.7%
餐饮	237.7	215.9	6.0%	2.1%	20.6%	48.1%	22.2	15.9	2.1%	2.6%	33.9%	15.9%	22.08	15.56	2.5%	1.7%	29.7%	20.3%
免税	188.1	124.6	-9.4%	-17.4%	37.4%	16.9%	23.1	9.8	0.2%	-37.6%	0.0%	0.3%	22.99	9.39	0.2%	-38.8%	44.7%	3.1%

来源：wind，各公司财报，国金证券研究所

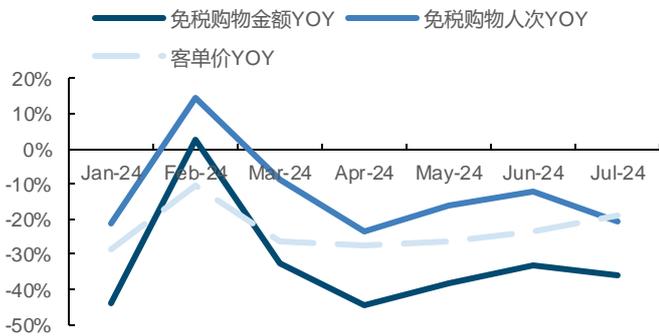


展望下半年，我们预期子板块基本面排序维持旅游、酒店、餐饮、免税，此外关注股东回报提升的红利属性个股：

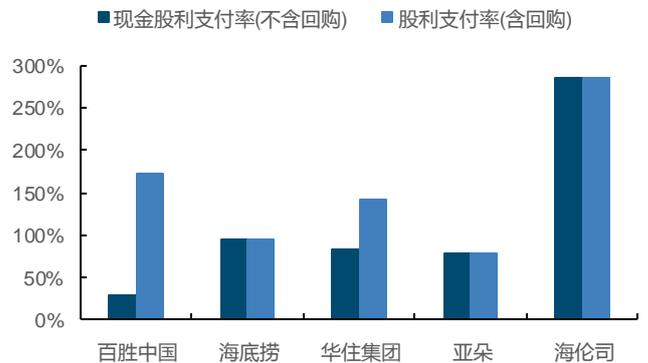
- 1、旅游：重点关注 OTA，收入端预计将受益休闲旅游人次增长、线上化率提升，利润端得益竞争格局稳定向好情况下龙头规模效应提升、费效比提升，利润率预计稳中向好。其中重点关注携程（供应链优势明显，出入境、纯海外业务增长亮眼），同程（下沉市场旅游大众化、线上化，费用投放 ROI 提升、核心 OTA 业务利润率下半年有望提升）。
- 2、酒店：预计 Q3 RevPAR 压力环比加大，Q4 低基数+供给量增速放缓情况下预计压力减轻，个股 α 表现或继续分化，推荐品牌产品力强、会员粘性高、收益管理灵活、开店签约持续较高的亚朵、华住。
- 3、餐饮：预计行业整体压力仍偏大，性价比特征延续，下半年预计除供应链降本外，餐企将进一步重视人工、租金方面降本，开店更为谨慎，继续推进小店模型、提高加盟比例。短期 Q4 低基数下，我们预计需求更刚性、不断提升性价比的西式快餐有望更快迎来同店反转。
- 4、免税：暑期 7 月数据跟踪看，海南离岛免税暂无改善迹象，7 月海南离岛免税购物金额同比-35.9%、购物人次-20.7%，较上半年降幅均有扩大；2H24 建议关注市内免税政策落地，2024/8/28 财政部等五部门印发《关于完善市内免税店政策的通知》，伴随入出境政策支持下客流持续恢复，期待市内免税带来业务增量。
- 5、红利属性提升个股：1H24 宣布中期或季度派息的公司主要有百胜中国、海底捞、亚朵、华住、海伦司。具体来看股东回报政策：1) 百胜中国，计划 2024 全年股东回报 15 亿美元（包括 12.5 亿回购+2.5 亿现金派息），1H24 已回报股东 9.94 亿美元，2024E~2026E 计划合计股东回报不少于 30 亿美元，按 2024/8/30 收盘价计算，2024E 含回购的股息率 11.5%，2025E~2026E 股息率下限 5.8%（按两年平均最低回报 7.5 亿美元）。2) 海底捞，1H24 中期派息约 21.2 亿港元、现金股利支付率 95%。3) 亚朵：1H24 中期派息 6200 万美元，未来三年股东回报计划为年度派息不低于前一财年净利的 50%，预计 2025E 股息率约 3.3%（基于我们最新 2024E 盈利预测及股利支付率下限 50%）。4) 华住：1H24 中期派息 2 亿美元、股利支付率约 83%，并公布股东回报计划，未来三可做出最高 20 亿美金股东回报（包含现金分红、股份回购），计划每半年派发常规股息、股利支付率不低于净利润的 60%，有特别派息计划，未来五年合计股份回购额度为 10 亿美金。5) 海伦司：中期派息每股 0.1573 元人民币、对应股利支付率 285%。考虑盈利、现金流稳健程度，股东回报水平，建议红利角度关注百胜中国、海底捞、亚朵、华住。

图表3：7月海南离岛免税消费仍处于同比下滑状态

图表4：24年中报派息出行链公司股利支付率水平



来源：海口海关，国金证券研究所



来源：公司财报，wind，国金证券研究所；注：考虑百胜中国全年有明确 15 亿美元股东回报计划，基于我们 2024E 盈利预测计算股利支付率；其余公司为 1H24 实际水平

2、旅游：休闲需求持续强，OTA 表现突出

2.1、经营表现：休闲需求持续性强，性价比趋势下国内游主要由量增驱动

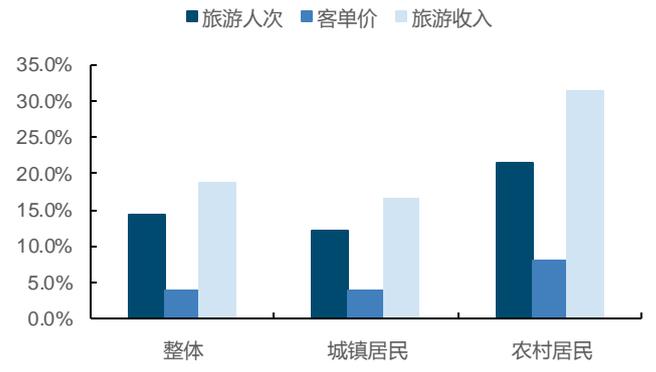
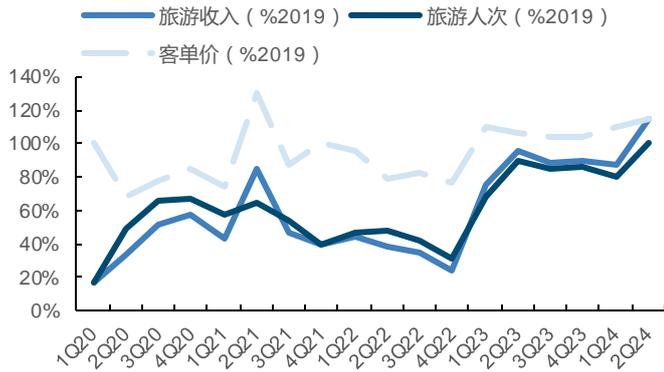
国内旅游：Q2 旅游人次加快恢复，其中农村居民增速更快。1H24 国内出游人次 27.25 亿人次/+14.3%，Q1 14.19 亿人次/+16.7%，Q2 13.06 亿人次/+11.8%；国内游客出游总花费 2.73 万亿元/+19.0%，Q1 1.52 万亿/+17.0%，Q2 1.21 万亿/+21.0%。农村居民增速更快，1H24 城镇、农村出游人次分别 20.87 亿/+12.3%、6.38 亿/+21.5%；城镇居民 Q1、Q2 出游人次分别为 10.8 亿/+14.1%、10.1 亿/+10.4%，农村居民出游人次分别为 3.4 亿/+25.7%、3.0 亿/+17.0%。

从节假日数据看，休闲需求主要由量增驱动，客单价恢复度有所下行。根据文旅部数据，24 年端午国内旅游收入/人次/客单价按可比口径恢复至 2019 年同期的 102.6%/119.9%/85.6%，五一节为 113.5%/128.2%/88.5%，客单价恢复度与 19 年相比仍有差距且恢复度有所下行，我们推测与当下性价比诉求提升、县域旅游热度提升及旅游下沉市场渗透相关。



图表5: 1H24 国内旅游人次恢复至 19 年的 89%

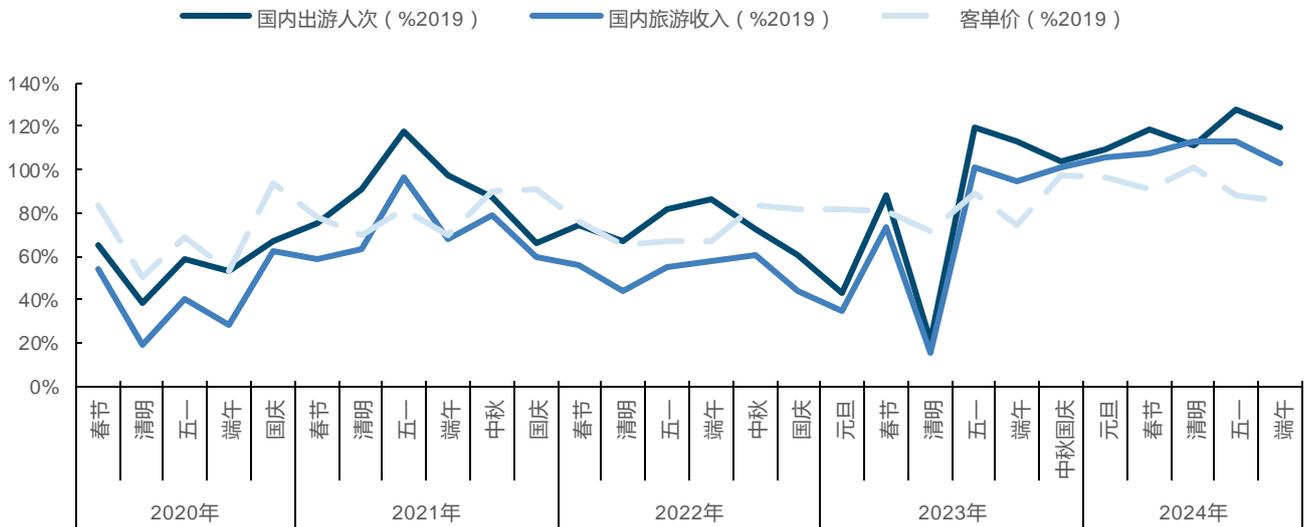
图表6: 1H24 国内旅游中农村居民同比增速高于城镇



来源: 文旅部, 国金证券研究所

来源: 文旅部, 国金证券研究所

图表7: 1H24 节假日旅游人次持续增长, 客单价恢复度有所下降



来源: 文旅部, 国金证券研究所

2.2、业绩表现: OTA 受益休闲量增+线上化+海外业务增速亮眼, 旅行社低基数下高增

1H24 旅游细分板块收入、业绩同比增速排序为旅行社>OTA>人工景区>自然景区。分细分板块看:

- 1) 旅行社: 高增主因去年同期基数低(团队游、出境游恢复慢于自由行、国内游), 当中众信旅游受益出境游稳步复苏增长靠前, 但与 19 年同期相比仍有修复空间(扣非归母净利较 1H19 仍低 38.7%)。
- 2) OTA: 持续受益休闲量增+线上化+海外业务增长, 竞争格局较好、龙头利润率提升。其中同程收入端增速更高主因度假新业务并表(1H24 度假业务并表贡献 13.8 亿元, 剔除并表影响核心 OTA 业务收入+23.4%), 此外亦得益其客群以三线及以下为主、受益上半年低线城市旅游更快增长。携程收入端受益酒店业务间夜量稳健增长及出境、纯海外业务更快成长, 利润端增速高于收入端主要得益于规模效应增强下人效提升(人力成本上涨幅度低于收入增速, 1H24 剔除股权激励后营业费用/研发费用/销售费用/管理费用分别同比-3.2/-2.9/-1.0pct)。此外机酒供应量持续上升、价格下行, OTA 对上游供应链议价能力有所提升, 当前主要 OTA 平台已处于错位竞争状态, 竞争格局较好, 各家对降本增效、提升利润率重视度提升, 以携程为例国内龙头地位稳固、维持高投放 ROI, 上半年销售费用率上升幅度好于预期, 同程亦在 Q2 末开始在兼顾出境、APP 新增长点同时控制费效比。我们预计 OTA 将持续受益休闲市场景气度及竞争格局向好。
- 3) 人工景区: 低基数+新项目增量, 宋城业绩增长亮眼。演艺龙头宋城去年 Q1 部分核心园区尚未开业+团队旅客恢复偏慢、基数偏低, 此外年初开业的广东佛山千古情表现亮眼、已实现盈利(1H24 营收 1.26 亿元, 净利 4946 万元、净利率 58.8%)。
- 4) 自然景区: 高基数+极端天气影响业绩增长, 长白山、九华旅游、三特索道表现领先。1H24 自然景区收入业绩增速放缓, 多个景区出现负增长, 主要源于去年基数偏高(农历春节早、客流恢复迅速)及极端天气同比增加(如南方地区暴雨天气等), 此外自然景区短期客流承载力有一定瓶颈, 部分上市公司新扩建的索道、客运仍在建设中。



当中长白山（冰雪游热度高，机场、高铁等交通改善）、九华旅游（池黄高铁开通，交通管制时间拉长、客运运力增长）、三特索道（利润率提升）表现相对领先。

图表8：旅游行业 1H24 业绩情况

单位：亿元	营业收入				归母净利润				扣非（或公告经调整）净利			
	1H23	1H24	1H24VS23	1H24VS19	1H23	1H24	1H24VS23	1H24vs19	1H23	1H24	1H24VS23	1H24vs19
旅游	385.3	488.1	26.7%	106.9%	56.0	99.8	78.1%	53.8%	74.4	112.2	50.8%	110.4%
旅行社	22.7	48.6	114.2%	-60.0%	-1.3	0.9	扭亏	-73.2%	-1.2	0.8	扭亏	-63.5%
众信旅游	7.9	26.2	230.2%	-54.5%	-0.3	0.7	扭亏	-34.8%	-0.37	0.67	扭亏	-38.7%
岭南控股	12.5	19.3	54.0%	-47.6%	0.3	0.4	45.7%	-77.9%	0.25	0.38	54.2%	-61.1%
ST凯撒	2.3	3.2	40.8%	-88.3%	-1.2	-0.2	减亏1.01亿	-127.0%	-1.04	-0.23	减亏0.81亿	-232.3%
OTA	259.6	328.3	26.5%	62.1%	47.4	89.8	89.4%	99.2%	65.9	102.6	55.5%	164.8%
同程旅行	55.2	81.6	47.9%	140.2%	7.3	8.3	13.1%	179.9%	11.0	12.2	10.9%	53.0%
携程集团	204.5	246.8	20.7%	46.4%	40.1	81.5	103.3%	93.5%	55.0	90.4	64.4%	193.6%
人工景区	68.5	76.0	11.0%	-25.0%	2.9	3.2	9.7%	-73.1%	2.6	3.1	16.8%	-62.6%
宋城演艺	7.4	11.8	59.0%	-16.9%	3.0	5.5	81.8%	-29.9%	2.95	5.47	85.2%	-11.5%
云南旅游	2.4	3.0	23.6%	-69.7%	-0.6	-0.5	减亏0.17亿	-231.8%	-0.68	-0.50	减亏0.17亿	增亏0.21亿
曲江文旅	6.9	7.7	11.9%	18.5%	0.1	-1.9	-1548.3%	-387.6%	0.03	-1.89	-6698.3%	-423.2%
大连圣亚	1.8	2.0	10.3%	53.6%	0.2	0.1	-36.5%	61.7%	0.21	0.09	-56.9%	14.6%
中青旅	41.8	43.5	4.1%	-25.7%	1.1	0.7	-31.8%	-81.0%	1.00	0.74	-26.3%	-71.4%
海昌海洋乐园	8.1	8.0	-1.7%	-26.5%	-0.9	-0.8	减亏0.05亿	减亏0.09亿	-0.89	-0.84	减亏0.05亿	减亏0.09亿
自然景区	34.5	35.2	1.9%	13.1%	7.0	5.9	-15.3%	32.3%	7.0	5.7	-18.1%	38.1%
长白山	1.7	2.5	51.7%	97.3%	0.1	0.2	71.7%	扭亏	0.11	0.27	138.3%	扭亏
西域旅游	0.9	1.0	9.1%	67.9%	0.3	0.3	-4.4%	731.4%	0.30	0.29	-3.2%	567.6%
九华旅游	3.8	4.0	3.9%	36.1%	1.1	1.1	2.6%	41.8%	1.07	1.09	2.0%	41.7%
峨眉山A	4.9	5.1	3.3%	-3.9%	1.5	1.3	-8.9%	71.9%	1.44	1.32	-8.2%	77.4%
西藏旅游	0.9	0.9	1.2%	14.7%	0.03	-0.03	-186.7%	-134.7%	0.01	-0.09	-1534.9%	-629.0%
桂林旅游	2.0	2.0	0.1%	-34.8%	0.008	-0.163	-2259.7%	-264.5%	0.00	-0.15	-10735.2%	-262.8%
黄山旅游	8.4	8.3	-0.4%	14.5%	2.0	1.3	-34.1%	-21.7%	2.01	1.25	-38.2%	-23.7%
丽江股份	3.9	3.8	-1.9%	20.9%	1.2	1.1	-7.2%	14.5%	1.26	1.12	-11.3%	18.3%
张家界	1.8	1.7	-2.9%	2.3%	-0.4	-0.6	增亏0.2亿	-841.0%	-0.44	-0.61	增亏0.17亿	-1844.6%
天目湖	2.8	2.6	-6.9%	19.8%	0.6	0.5	-15.8%	-2.1%	0.59	0.51	-14.3%	-1.8%
三特索道	3.4	3.1	-8.3%	10.0%	0.5	0.8	50.0%	扭亏	0.62	0.73	16.6%	扭亏

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。

Q2 旅游板块景气延续，子板块表现排序及背后原因基本与 Q1 一致，收入增速排序上，人工景区同比基数明显上升，自然景区收入增速略好于人工景区。



图表9：旅游行业 2024 业绩情况

单位：亿元	营业收入						归母净利润						扣非（或公告经调整）净利					
	2024		VS19年		同比增速		2024		VS19年		同比增速		2024		VS19年		同比增速	
	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24
旅游	224.7	255.0	37.4%	19.7%	8.1%	7.3%	51.1	49.5	29.2%	185.8%	-5.1%	315.7%	50.2	62.8	81.7%	31.8%	84.0%	132.8%
旅行社	20.9	27.8	201.8%	75.8%	-62.5%	-58.0%	0.38	0.57	扭亏	扭亏	-81.7%	-61.1%	0.51	0.31	扭亏	扭亏	-46.6%	-76.2%
众信旅游	10.2	15.9	643.4%	143.3%	-58.3%	-51.6%	0.28	0.44	扭亏	1369.3%	-56.8%	-3.4%	0.28	0.39	扭亏	1725.1%	-56.8%	-12.6%
岭南控股	9.0	10.2	89.0%	32.4%	-50.4%	-44.8%	0.24	0.16	176.9%	-15.7%	-78.4%	-77.2%	0.24	0.14	239.5%	-19.5%	-43.5%	-74.4%
ST凯撒	1.6	1.6	109.5%	5.9%	-87.5%	-89.1%	-0.14	-0.03	减亏0.28亿	减亏0.73亿	-147.2%	-108.0%	-0.004	-0.228	减亏0.43亿	减亏0.38亿	减亏0.1亿	-180.5%
OTA	157.7	170.2	33.8%	20.6%	58.5%	65.5%	47.1	42.7	25.5%	332.3%	0.0%	扭亏	4613.5%	5641.7%	79.6%	40.1%	109.9%	236.9%
同程旅行	38.7	42.5	49.5%	48.1%	116.8%	166.9%	4.0	4.3	5.0%	21.9%	307.5%	117.6%	5.58	6.57	10.9%	10.9%	24.5%	90.0%
携程集团	119.1	127.7	29.4%	13.6%	45.8%	47.0%	43.1	38.3	27.8%	507.4%	-6.5%	扭亏	40.55	49.85	96.4%	45.2%	131.7%	275.1%
自然景区	15.1	20.0	1.9%	1.8%	23.7%	6.2%	1.7	4.2	-25.4%	-10.3%	363.0%	2.1%	1.6	4.1	-30.5%	-11.8%	738.4%	3.9%
长白山	1.28	1.27	83.7%	29.0%	159.5%	58.8%	0.11	0.10	扭亏	-37.0%	扭亏	533.7%	0.12	0.15	扭亏	-2.1%	扭亏	864.5%
九华旅游	1.80	2.15	-6.1%	14.2%	34.7%	37.3%	0.52	0.62	-15.8%	25.7%	34.4%	48.7%	0.49	0.60	-17.9%	27.3%	31.7%	51.0%
西藏旅游	0.23	0.69	-9.8%	5.4%	48.9%	6.5%	-0.20	0.17	增亏0.11亿	48.3%	增亏0.12亿	14.4%	-0.22	0.13	增亏0.12亿	24.9%	增亏0.09亿	-10.1%
西域旅游	0.16	0.87	44.4%	4.4%	93.6%	63.9%	-0.12	0.41	减亏0.01亿	-5.4%	减亏0.01亿	153.2%	-0.12	0.41	减亏0.01亿	-5.3%	减亏0.01亿	136.9%
峨眉山A	2.53	2.55	6.6%	0.3%	-0.7%	-6.9%	0.74	0.58	6.1%	-22.9%	283.9%	0.7%	0.74	0.58	7.0%	-22.2%	309.1%	3.1%
张家界	0.59	1.15	-8.5%	0.3%	8.0%	-0.3%	-0.46	-0.15	增亏0.16亿	增亏0.04亿	增亏0.38亿	-188.7%	-0.47	-0.15	增亏0.15亿	增亏0.02亿	增亏0.34亿	-192.8%
黄山旅游	3.36	4.98	-0.4%	-0.4%	27.3%	7.2%	0.25	1.06	-60.5%	-21.5%	8.2%	-26.5%	0.22	1.02	-62.8%	-27.7%	-4.8%	-26.9%
桂林旅游	0.88	1.08	3.2%	-2.3%	-23.8%	-41.6%	-0.12	-0.04	减亏0亿	-128.9%	增亏0.11亿	-132.3%	-0.13	-0.03	增亏0亿	-122.0%	增亏0.1亿	-122.6%
丽江股份	1.80	2.05	0.0%	-3.5%	40.1%	7.9%	0.56	0.56	1.1%	-14.2%	58.0%	-9.9%	0.55	0.57	-0.7%	-19.7%	64.0%	-6.8%
天目湖	1.07	1.57	-11.3%	-3.7%	20.0%	19.7%	0.11	0.42	-42.8%	-3.9%	-27.0%	7.5%	0.09	0.41	-44.7%	-2.2%	-36.9%	12.4%
三特索道	1.42	1.70	-11.4%	-5.7%	30.4%	-2.7%	0.34	0.43	17.7%	91.8%	扭亏	2272.4%	0.33	0.39	-21.9%	100.8%	扭亏	扭亏
人工景区	31.0	37.0	29.6%	1.6%	-23.6%	-25.8%	1.9	2.1	325.1%	-37.6%	-55.4%	-75.2%	1.9	2.0	446.2%	-36.3%	-54.1%	-59.7%
云南旅游	1.3	1.8	20.4%	26.1%	-61.5%	-73.7%	-0.32	-0.14	增亏0.11亿	减亏0.28亿	增亏0.11亿	-125.6%	-0.32	-0.18	增亏0.11亿	减亏0.28亿	增亏0.11亿	增亏0.1亿
宋城演艺	5.6	6.2	138.7%	22.1%	-32.1%	4.2%	2.52	2.99	317.3%	23.2%	-32.0%	-28.0%	2.5	3.0	349.1%	24.2%	-30.8%	15.5%
曲江文旅	4.0	3.7	22.7%	2.1%	26.4%	11.0%	0.02	-1.89	-76.8%	-5091.2%	-93.1%	-649.8%	0.01	-1.90	-85.0%	增亏1.86亿	-96.3%	-702.3%
大连圣亚	0.9	1.1	31.8%	-3.0%	106.7%	26.5%	0.01	0.11	-30.6%	-37.1%	扭亏	-31.7%	-0.01	0.10	-132.9%	-49.5%	减亏0.08亿	-41.3%
中青旅	19.2	24.3	16.0%	-3.7%	-24.4%	-26.6%	-0.29	1.02	增亏0.24亿	-8.7%	-145.2%	-68.1%	-0.3	1.0	增亏0.21亿	-5.2%	-150.9%	-49.8%

来源：wind，各公司财报，国金证券研究所

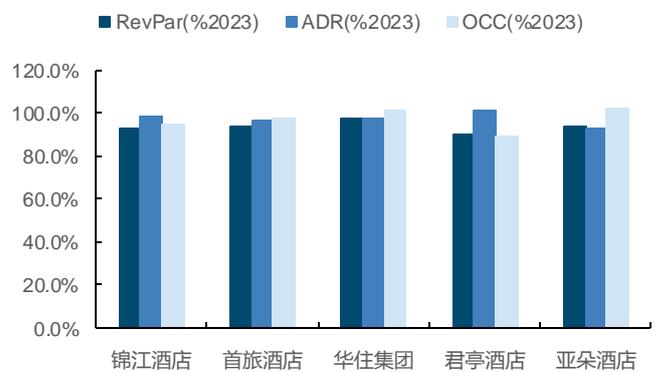
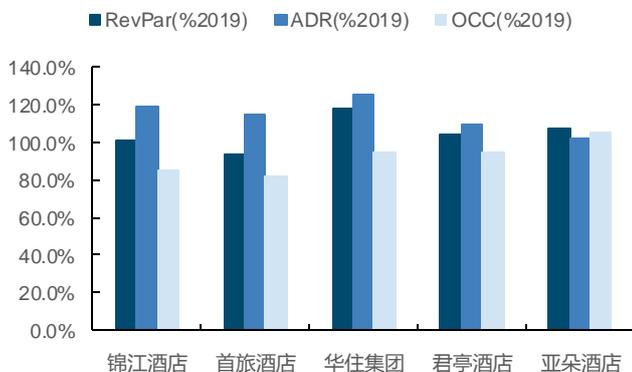
3、酒店：高基数下行业压力增大，个股表现存分化

3.1、经营表现：高基数下 RevPAR 下降，新签约表现分化

高基数下 Q2 RevPAR 压力进一步增大，亚朵增速下滑幅度相对小。境内酒店 RevPAR 看，2024 锦江/首旅/华住/君亭/亚朵 RevPAR 分别同比-7.2%/-6.2%（不含轻管理-5.1%）/-2.4%/-10.5%/-6.5%，1Q24 则分别为-1.6%/0.1%（不含轻管理-2.0%）/+3.1%/+12.2%/-2.6%，Q2 5 家酒店公司 RevPAR 均出现同比下滑，华住、君亭增速转负，锦江、首旅、亚朵降幅环比 Q1 均有扩大，其中增速环比下滑最小的为亚朵。我们认为 RevPAR 压力增大主因：1) 去年出行消费快速回暖叠加供给相对紧缺，RevPAR 高基数；2) 商旅需求恢复进度相对偏慢；3) 行业供给量上升，价格竞争趋于激烈，根据盈蝶咨询数据，2023 年末全国酒店酒店数、客房数分别同比 2022 年+15.9%/15.7%。与 19 年相比，2024 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 101.4%/93.8%（不含轻管理 113.3%）/118.4%/103.9%/107.3%，结构升级推动下，头部公司 RevPAR 仍好于 2019 年水平。

图表10：酒店公司 2024 年境内经营数据对比（%2019）

图表11：酒店公司 2024 年境内经营数据对比（%2023）



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

来源：各公司财报，国金证券研究所

服务酒店，后同。

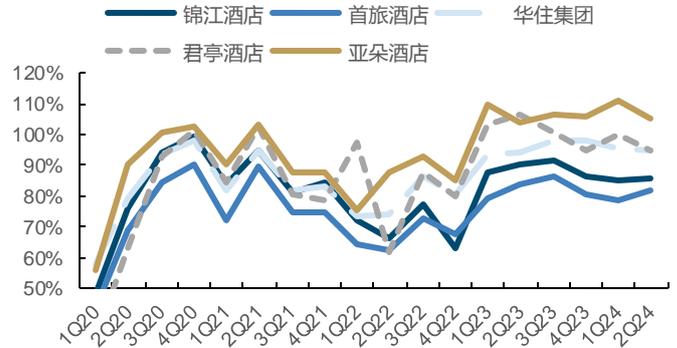
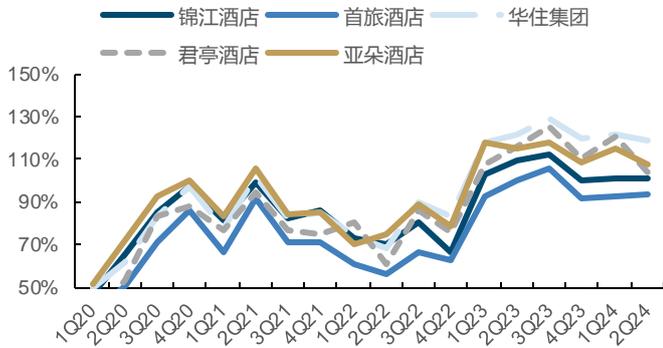
量价拆分看，结构升级对冲部分 ADR 下滑，亚朵、华住 Q2 OCC 同比上升。OCC 表现分化，2024 锦江/首旅/华住/君亭/亚朵 OCC 分别同比-4.9%/-2.0%/+0.9%/-11.9%/+1.7pct，其中亚朵 OCC 继续同比提升（Q1 为+1.2pct），主要源于品牌势能强、会员粘性强（Q2 末注册会员 7600 万/+73%）。CRS 销售间夜占比 62.9%、维持稳健，企业协议销售间夜占比



19.3%/+0.9pct)，此外亚朵今年采取“OCC 优先”的定价策略；华住 OCC 同比亦有小幅提升，源于精益增长战略持续推进、持续优化在营酒店质量、品牌 CRS 占比较高。ADR 看，2Q24 锦江/首旅/华住/君亭/亚朵 ADR 分别同比-1.8%/-3.8%/-3.0%/+0.8%/-7.2%，部分酒店公司中高端升级对冲同店 ADR 下滑压力，而亚朵 ADR 下滑相对多主因聚焦中高端、基本无结构升级及 OCC 优先策略。

图表12: 酒店公司境内 RevPAR 恢复度 (%2019)

图表13: 酒店公司境内 OCC 恢复度 (%2019)

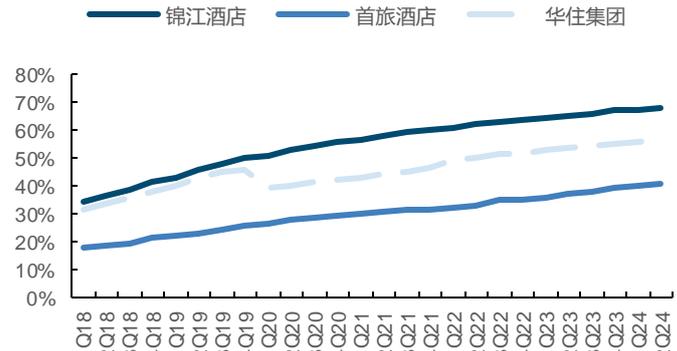
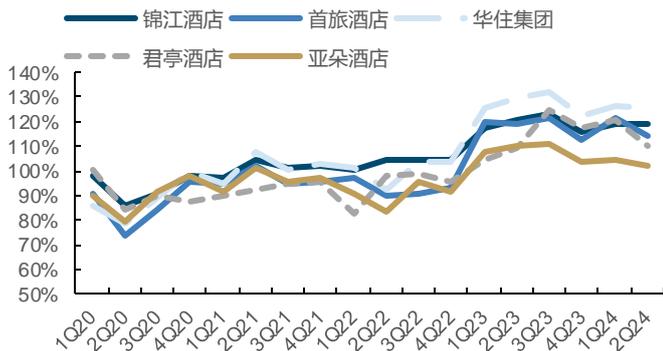


来源：各公司财报，国金证券研究所；注：君亭数据仅直营店，锦江数据仅有限服务酒店，后同。

来源：各公司财报，国金证券研究所

图表14: 酒店公司境内 ADR 恢复度 (%2019)

图表15: 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。

开店速度方面，上半年龙头新开速度较快，华住、亚朵上调全年目标。受去年酒旅市场景气度高、签约量较快增长带动，1H24 酒店上市公司维持较高新开速度，1H24 锦江/首旅/华住/亚朵新开酒店 690/567/1146/220 家，净开 349/182/466/110 家，门店总数分别同比+9.6%/5.1%/17.7%/36.6%，其中亚朵因基数较小及品牌力提升增速领先。针对上半年新开速度超预期，华住、亚朵上调全年目标至 2000 家（原 1800 家）、400 家（原 360 家），上调幅度均为 11%。按照最新新开目标计算，锦江/华住/亚朵/首旅 1H24 完成度分别为 58%/57%/55%/47%，多数进度过半。

签约意愿方面，华住、亚朵 Pipeline 维持净增长，加盟意愿维持较高。根据各品牌 Pipeline 酒店数量，华住、亚朵前两季度维持净增长，分别较 23 年末净增长 196、95 家，签约意愿较强，体现旗下品牌产品力持续升级、于新市场开发进展良好（如华住在华东以外市场拓展加快，亚朵在二~三线城市拓展等）；锦江、首旅 Pipeline 则出现净减少，1H24 末分别较 23 年末净减少 162、129 家。

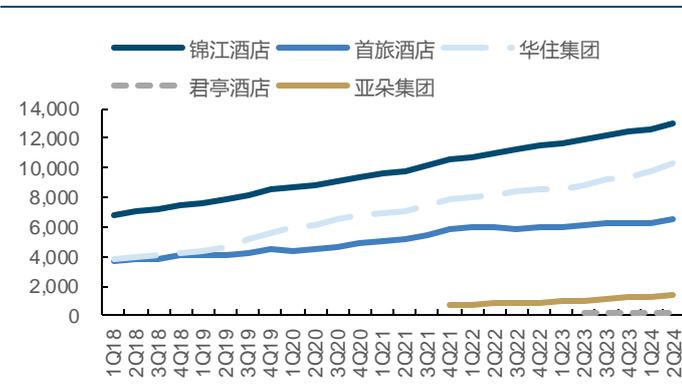


图表16: 酒店公司新开店计划完成情况

	22年初计划	22年完成度	23年初计划	23年完成度	24年初计划	1Q24完成度	2Q24完成度	1H24累计完成度
锦江	1500	89%	1200	117%	1200	19%	39%	58%
首旅	1800~2000	49%	1400~1600	86%	1200~1400	17%	30%	47%
华住	1500	84%	1400	118%	1800(上调至2000)	29%	29%	57%
亚朵	-	-	280	103%	360(上调至400)	24%	31%	55%

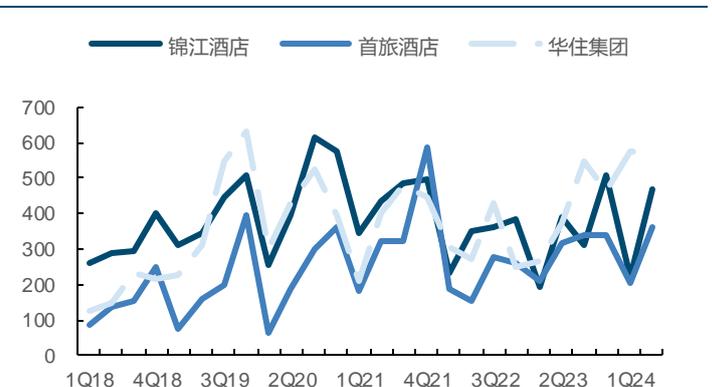
来源: 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 1) 完成度按上调后目标计算; 2) 首旅完成度按下限计算。

图表17: 酒店公司期末全球门店数(家)



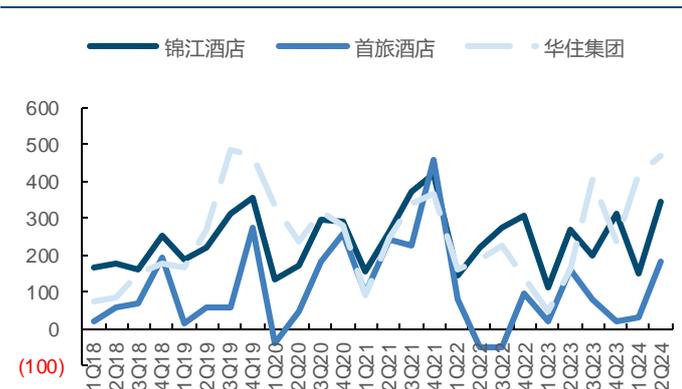
来源: 各公司财报, 国金证券研究所

图表18: 酒店公司季度新开店数量(家)



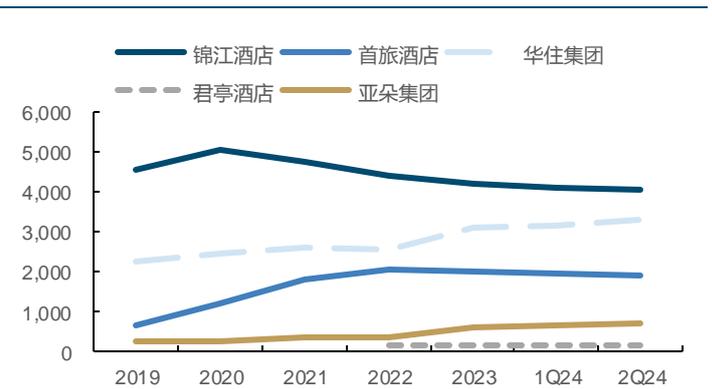
来源: 各公司财报, 国金证券研究所

图表19: 酒店公司净开店数量(家)



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

图表20: 酒店公司 Pipeline 数量(家)



来源: 各公司财报, 国金证券研究所

此外, 国际酒店集团大中华市场表现亦转弱, 2024 万豪、凯悦、洲际 RevPAR 分别为-8%/-3%/-7%, 增速转负; 与 19 年水平比, 万豪从 4Q23 开始回落至 19 年同期水平以下、最新 2024 较 19 年同期恢复度 92%, 洲际则从 2Q24 开始再次低于 19 年同期、最新 2024 较 19 年同期恢复度 99%。



图表21: 2Q24 国际酒店集团大中华 RevPAR 增速转负

图表22: 国际酒店集团大中华 RevPAR 回落至 19 年以下



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

3.2、财务表现: Q2 收入压力环比增大, 龙头利润端受益轻资产化等

上半年行业压力增大情况下个股表现存分化, 亚朵、华住、首旅表现领先。收入端看, RevPAR 同比下滑情况下, 酒店规模扩张为收入增长主驱动力, 门店基数相对小的亚朵、君亭收入增速靠前, 其中亚朵还受益于零售业务超预期增长 (1H24 同比+203%) 及加盟酒店供应链收入增长 (物资集采比例提升), 头部三强中华住 (1H24 同比+14.1%) 表现相对领先。1H24 业绩表现存分化, 扣非或经调整净利口径看, 亚朵 (+44.4%)、华住 (+39.0%)、首旅 (+38.5%) 领先, 其中亚朵业绩增速低于收入增速主因低利润率的供应链业务及零售业务占比上升, 华住、首旅则受益门店质量提升、轻资产化, 锦江 (+4.0%) 受益于海外业务降债, 复星旅文下滑主因地产销售下滑, 君亭则主因新店前期费用及门店爬坡等。

图表23: 酒店行业 1H24 业绩情况

单位: 亿元	营业收入				归母净利润				扣非 (或公告经调整) 净利			
	1H23	1H24	1H24VS23	1H24VS19	1H23	1H24	1H24VS23	1H24vs19	1H23	1H24	1H24VS23	1H24vs19
酒店	326.0	362.7	11.3%	32.8%	35.1	37.7	7.4%	79.7%	35.5	36.0	1.4%	90.6%
亚朵	18.7	32.7	74.9%	374.6%	2.6	5.6	119.0%	2823.5%	4.1	5.9	44.4%	2968.1%
君亭酒店	2.2	3.3	49.7%	77.3%	0.2	0.1	-31.8%	-61.4%	0.2	0.1	-25.5%	-53.9%
华住集团	100.1	114.3	14.1%	117.8%	20.1	17.3	-13.9%	140.1%	14.6	20.3	39.0%	182.4%
复星旅游文化	89.0	94.1	5.8%	3.9%	4.7	3.2	-31.8%	-34.3%	5.2	3.3	-36.4%	-38.3%
首旅酒店	36.1	37.3	3.5%	-6.4%	2.8	3.6	27.5%	-2.7%	2.3	3.2	38.5%	-3.7%
金陵饭店	8.9	9.0	2.0%	61.5%	0.3	0.2	-25.6%	-35.8%	0.2	0.2	-6.2%	-43.3%
锦江酒店	68.1	68.9	1.3%	-3.5%	5.2	8.5	62.0%	49.3%	3.7	3.9	4.0%	8.5%
华天酒店	3.1	3.1	0.2%	-29.4%	-0.7	-0.8	增亏0.04亿	减亏0.58亿	-0.9	-0.9	减亏0.08亿	减亏0.54亿

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。

基数上升情况下, Q2 收入、业绩压力环比 Q1 增大, 亚朵表现较为亮眼。2Q24 各酒店公司收入、业绩增速基本有所放缓, 其中锦江扣非归母净利增速转正且好于收入端主因海外业务降债措施积极落地; 亚朵、首旅 Q2 业绩超预期, 亚朵主要源于零售业务收入、利润率提升超预期, 首旅则主要受益三大费用率下降及关店减值损失同比减少。

图表24: 酒店行业 2Q24 业绩情况

单位: 亿元	营业收入						归母净利润						扣非 (或公告经调整) 净利					
	同比增速		VS19年		VS19年		同比增速		VS19年		同比增速		VS19年		同比增速		VS19年	
	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24
酒店	126.5	142.0	20.0%	7.9%	47.5%	46.9%	11.9	22.6	0.6%	21.8%	182.9%	90.6%	11.49	21.28	82.2%	18.9%	294.4%	100.7%
亚朵	14.7	18.0	89.7%	64.5%	384.6%	366.8%	2.6	3.0	1339.0%	27.5%	10024.3%	1724.8%	2.61	3.28	63.4%	31.5%	13849.2%	1875.3%
君亭酒店	1.6	1.7	67.3%	36.3%	94.7%	63.6%	0.0	0.1	52.4%	-25.5%	-25.3%	-52.9%	0.05	0.14	52.4%	-25.5%	-25.3%	-41.7%
华住集团	52.8	61.5	17.8%	11.2%	121.1%	115.0%	6.6	10.7	-33.4%	5.1%	521.7%	74.1%	7.71	12.54	100.8%	16.9%	247.3%	153.3%
首旅酒店	18.5	18.9	11.5%	-3.3%	-5.0%	-7.8%	1.2	2.4	56.2%	16.6%	63.0%	-19.3%	0.97	2.26	102.2%	21.9%	73.2%	-19.2%
华天酒店	1.4	1.7	4.9%	-3.4%	-37.9%	-20.4%	-0.5	-0.3	增亏0.03亿	增亏0.01亿	减亏0.29亿	减亏0.29亿	-0.52	-0.33	减亏0.09亿	增亏0.01亿	减亏0.23亿	减亏0.31亿
锦江酒店	32.1	36.9	9.7%	-5.1%	-3.9%	-3.1%	1.9	6.6	45.8%	67.4%	-35.7%	141.5%	0.62	3.26	-32.4%	16.0%	-12.0%	13.5%
金陵饭店	5.6	3.5	15.5%	-14.0%	85.5%	33.9%	0.1	0.2	-26.2%	-25.3%	-44.2%	-31.1%	0.05	0.13	-1.1%	-7.9%	-51.5%	-39.8%

来源: wind, 国金证券研究所

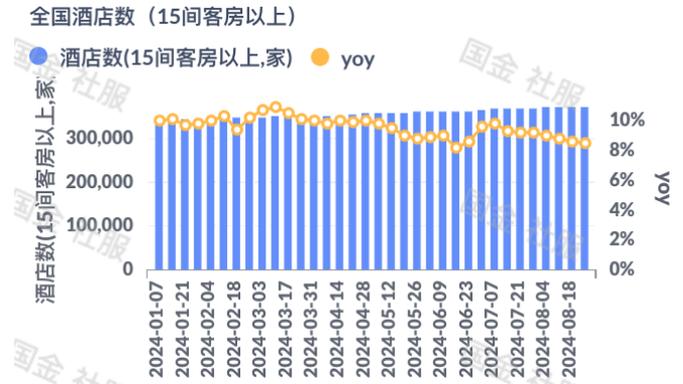
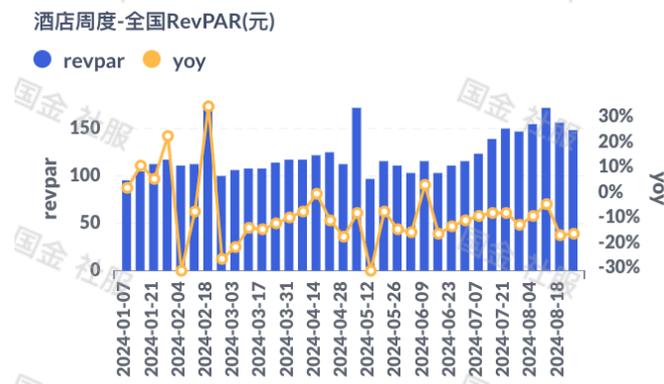
展望下半年, 预计 Q3RevPAR 压力环比 Q2 或进一步扩大, Q4 基数相对低情况下压力有望缓解, 行业整体加盟意愿或趋



于谨慎，更考验品牌产品力及开发能力。去年暑期量价高基数，根据酒店之家数据7、8月份行业 RevPAR 降幅环比 Q2 有所扩大，其中7月 RevPAR 同比-14%、环比6月降幅扩大 2pct，量价看 OCC、ADR 降幅均扩大，8月周度数据跟踪看与7月表现较为一致。结合 4Q23 基数相对 3Q23 低，及供给增速已趋缓（根据酒店之家数据，8/19~8/25 周度酒店数同比+8%、较年初的 10%放缓），我们预计 Q4 有望看到行业 RevPAR 降幅收窄。拓店端看，结合行业新增速度放缓及上市公司 Pipeline 增速已现分化、部分出现负增长，我们预计行业新开、新签约趋于放缓，更考验品牌产品力和开发能力。

图表25: 3Q24 酒店行业 RevPAR 压力仍偏大

图表26: 3Q24 全国酒店数增速趋于下降



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

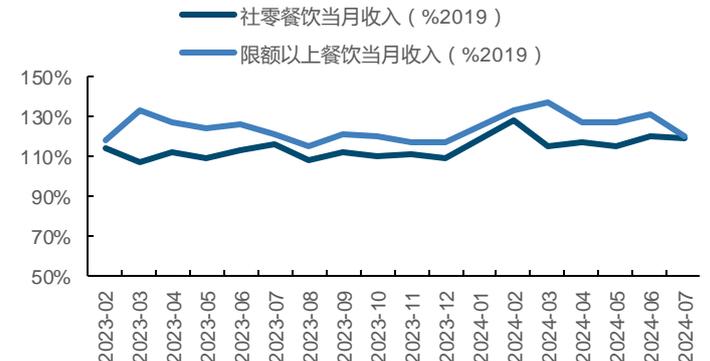
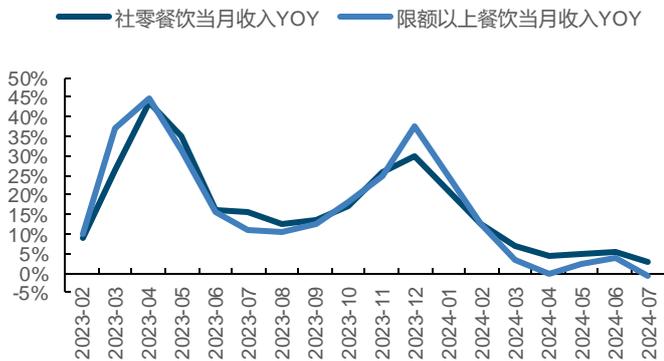
4、餐饮：消费降级明显，快餐韧性显现，龙头加大降本力度

4.1、经营表现：整体同店、开店承压，强品牌力、快餐、出海表现逆势

行业收入表现：消费降级+同期高基数，上半年压力偏大，7月暑假数据压力仍有加大。社零餐饮同比增速看，1H24 在去年同期报复性消费基数偏高情况下压力偏大，1H24 社零餐饮收入/限额以上餐企收入分别同比+7.9%/+5.6%；最新7月当月增速分别为+3.0%/-0.7%，暑期高基数下压力或进一步加大，此外，从与19年相比恢复度看，7月限额以上餐企表现出现回落、较餐饮大盘超额表现减弱较明显。

图表27: 社零餐饮当月收入同比增速

图表28: 社零餐饮当月收入恢复度 (%2019)



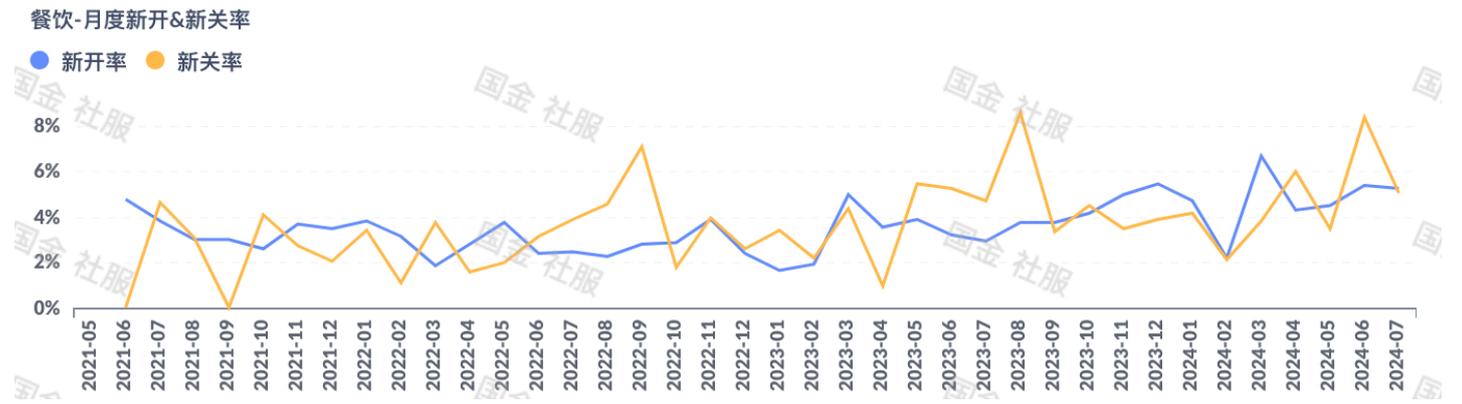
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

行业开关店：月度新关率上行，行业或进入出清状态。根据久谦数据，1H24 行业门店新关率呈现上行趋势，部分月份高于新开率，推测行业需求承压叠加退出门槛较低，关店数上升，行业或进入出清状态。



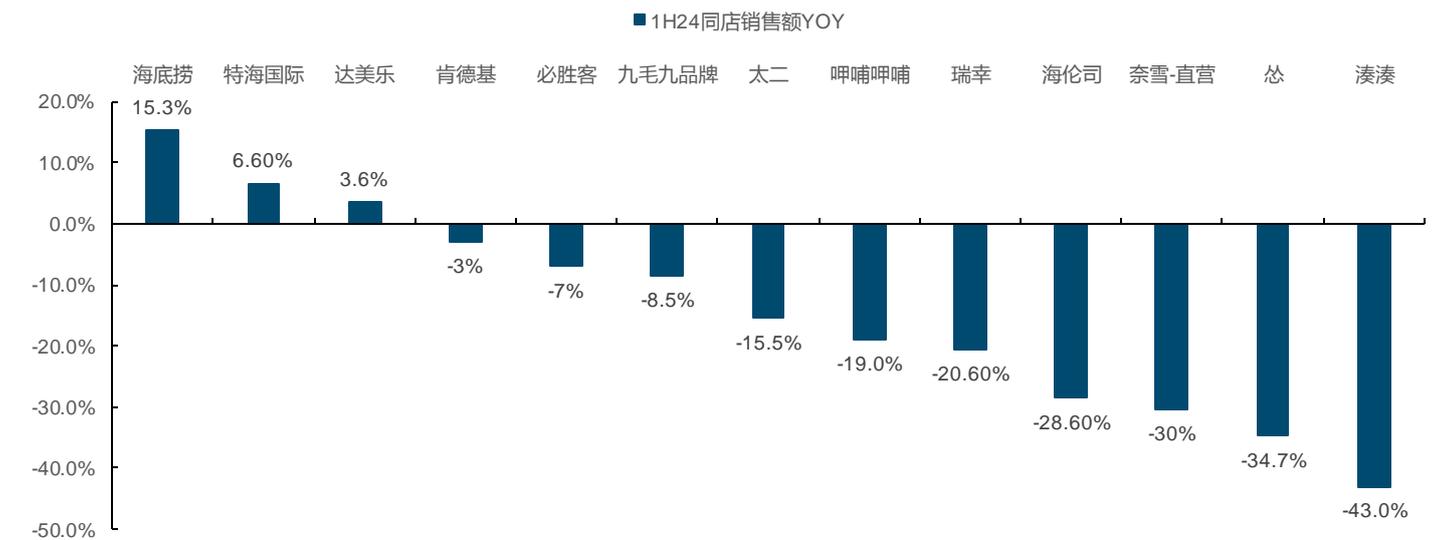
图表29: 餐饮门店月度新关率有所上升



来源: 久谦中台, 国金数字未来 LAB, 国金证券研究所; 注: 月度新开(关)率=当月新开(关)数/上月末在营门店数

上市公司同店销售额压力整体偏大, 但其中海底捞、特海、达美乐亮眼, 快餐百胜中国相对有韧性。由于行业需求疲软, 上市公司餐饮品牌同店压力增大, 但其中仍有逆势表现较好品牌: 1) 海底捞, 1H24 同店销售额+15.3%, 得益于品牌力强、门店运营管理提升(如新推出三张卡管理体系, 店长、骨干店员工资与门店运营表现挂钩)等; 2) 特海国际, 1H24 同店销售额+6.6%(若剔除上半年汇率波动影响预计更高), 得益于海外市场需求相对强, 以及公司自身管理提效; 3) 达势股份, 达美乐品牌 1H24 同店销售额+3.6%, 主要源于品牌势能仍在上升期, 单店订单量提升。

图表30: 上市公司餐饮品牌同店销售额增速

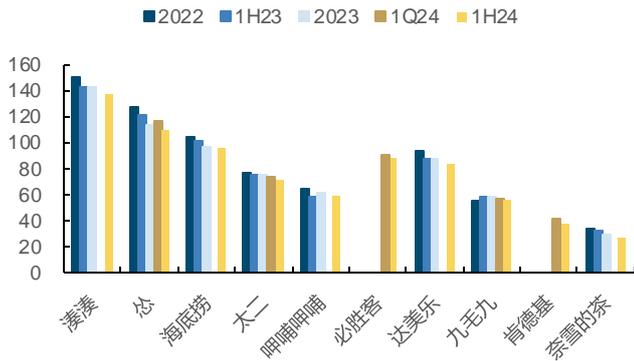


来源: 公司财报, 国金证券研究所

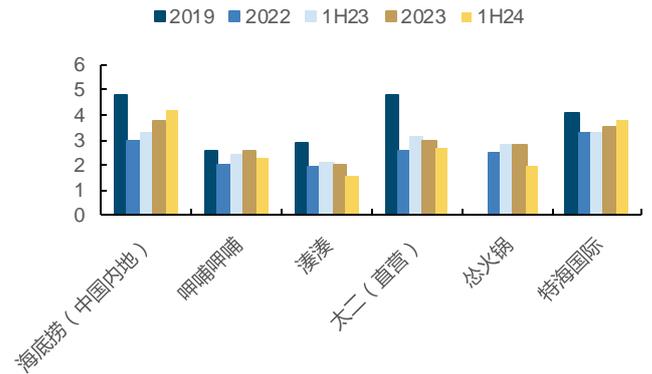
量价拆分看, 上半年普遍价减, 而量增程度分化明显。客单价看, 消费降级+竞争加剧, 样本上市公司品牌客单价同比多数有不同程度下滑。1H24 怂火锅/太二/海底捞/达美乐/湊湊分别同比-9.1%/-5.3%/-4.9%/-3.1%, 肯德基、必胜客 2Q24 订单均价分别同比-7%/-9%, 环比 Q1 分别-2%/-12%, 客单下降一方面源于消费者主动选择(性价比诉求提升), 另一方面来自于品牌端策略调整(包括促销力度加大、入门款产品增加、会员优惠活动增加等), 以及少部分品牌受订单结构变化(达美乐均价下降主因新市场占比提升、高客单的外卖渠道占比下降, 1H24 外卖订单收入占比 46.4%/-17.2pct)。翻台率或订单量看, 1H24 仅海底捞(中国大陆翻台率+27%)、特海国际(+15%)、达美乐(日均单量 162 笔/+16%)、百胜中国(2Q24 肯德基单量+4%、必胜客+2%)同比增长, 取得正增长的品牌看, 主要为品牌力较强或品类刚需、加减能有效带动量增的两类品牌。



图表31：上市餐饮品牌客单价或订单均价变化



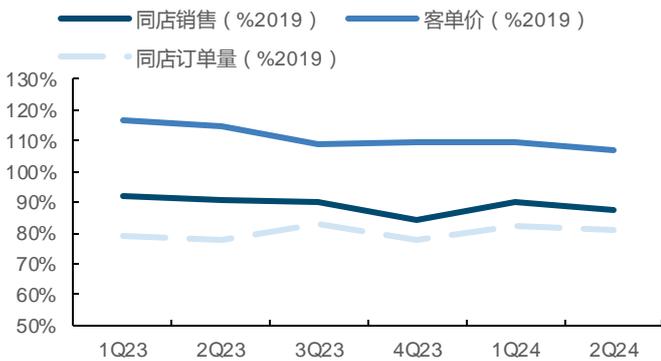
图表32：上市餐饮品牌翻台/翻座率（次）变化



来源：各公司财报，国金证券研究所；注：必胜客、肯德基 1H24 处为 2Q24 数据

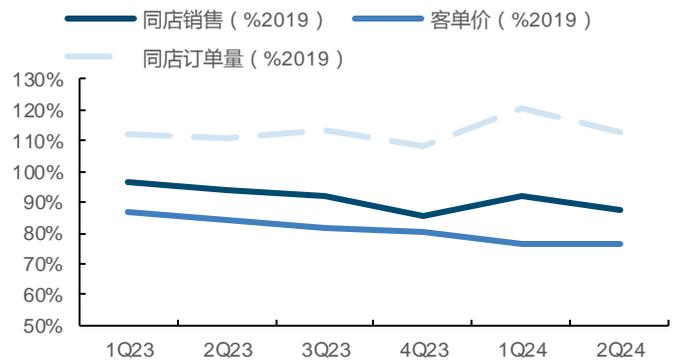
来源：各公司财报，国金证券研究所；注：海底捞、湊湊为翻台率，其余品牌为翻座率

图表33：肯德基同店订单、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

图表34：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

开店与同店表现相关，多数放缓，但快餐龙头加速，品牌加盟比例增加。需求端承压，上市公司开店速度分化，多数品牌因同店承压或关店率上升原因开店放缓，1H24 门店数增速较 2023 加快的主要为龙头快餐品牌：1) 百胜中国 1H24 门店总数 15423 家/+13.4%，较 2023 年增速提升 0.3pct，全年净开店计划 1500~1700 家，上半年完成全年计划的 49%(按目标中位数 1600 家计算)，稳步推进，其中肯德基开店速度高于公司整体，1H24 门店数+14.3%、较 2023 年增速提升 1.1pct；2) 达势股份 1H24 末门店总数 914 家/+36.0%、较 2023 年增速提升 5.4pct，持续加密成熟市场、加速拓展新增长市场。此外，模式上品牌加盟比例继续上升，肯德基 1H24 净开店中 21%为加盟店、高于整体门店(11%)、亦高于此前计划(23 年投资者日计划未来三年净开店中加盟占比 15-20%)，主要为借助加盟商资源获取服务区点位(如高速公路服务区、学校、医院等)并向更下沉市场渗透；饮品类中海伦司小酒馆全面转向合伙人制、1H24 发布社区店新模型，奈雪 1H24 新开店已以加盟为主；九毛九、海底捞试水加盟模式，借助当地加盟商资源向偏下沉市场渗透，同时降低经营杠杆风险。



图表35：上市餐饮公司门店情况汇总

公司	品牌	2022	1H23	2023	1H24	1H24净增	23YOY	1H24YOY	增速变动	1H24新开	1H24关闭	关店率
百胜中国	肯德基	9094	9562	10296	10931	635	13.2%	14.3%	1.1%	758	123	1.2%
	必胜客	2903	3072	3312	3504	192	14.1%	14.1%	0.0%	256	64	1.9%
	其他品牌	950	968	1036	988	-48	9.1%	2.1%	-7.0%	61	109	10.5%
	小计	12947	13602	14644	15423	779	13.1%	13.4%	0.3%	1075	296	2.0%
海底捞 (不含特海)	海底捞	1371	1382	1374	1343	-31	0.2%	-2.8%	-3.0%	11	32	2.3%
特海国际	海底捞	111	115	115	122	7	3.6%	6.1%	2.5%	4	1	0.9%
九毛九	太二	450	496	582	614	32	29.3%	23.8%	-5.5%	38	6	1.0%
	九毛九	76	75	75	72	-3	-1.3%	-4.0%	-2.7%	1	4	5.3%
	怂火锅	27	43	62	73	11	129.6%	69.8%	-59.9%	13	2	3.2%
	其他品牌	3	7	7	12	5	133.3%	71.4%	-61.9%	7	2	28.6%
	小计	556	621	726	771	45	30.6%	24.2%	-6.4%	59	14	1.9%
呷哺呷哺	呷哺呷哺	801	843	833	826	-7	4.0%	-2.0%	-6.0%	41	48	5.8%
	湊湊	224	249	257	245	-12	14.7%	-1.6%	-16.3%	11	23	8.9%
	趁烧	1	2	8	1	-7	700.0%	-50.0%	-750.0%	0	7	87.5%
	小计	1026	1094	1098	1072	-26	7.0%	-2.0%	-9.0%	52	78	7.1%
奈雪的茶	奈雪直营	1068	1194	1574	1597	23	47.4%	33.8%	-13.6%	-	-	-
	奈雪加盟	-	-	81	297	216	-	-	-	-	-	-
	小计	1068	1194	1655	1894	239	55.0%	58.6%	3.7%	-	-	-
海伦司	海伦司	767	653	479	581	102	-37.5%	-11.0%	26.5%	-	-	-
达势股份	达美乐	588	672	768	914	146	30.6%	36.0%	5.4%	-	-	-
瑞幸咖啡	直营店	5652	7188	10628	13056	2428	88.0%	81.6%	-6.4%	-	-	-
	加盟店	2562	3648	5620	6905	1285	119.4%	89.3%	-30.1%	-	-	-
	小计	8214	10836	16248	19961	3713	97.8%	84.2%	-13.6%	-	-	-
茶百道	加盟店	6352	6947	7795	8376	581	22.7%	20.6%	-2.1%	826	245	3.1%
	直营店	9	7	6	9	3	-33.3%	28.6%	61.9%	2	0	0.0%
	小计	6361	6954	7801	8385	584	22.6%	20.6%	-2.1%	828	245	3.1%

来源：各公司财报，国金证券研究所；注：关店率=当期关店数/期初门店数

4.2、财务表现：业绩端表现明显弱于收入端，关注龙头降本增效能力

收入端：同店承压+开店放缓，多数餐饮收入增速放缓，样本上市餐企中仅达势股份、海底捞、特海国际增长由同店、开店共同推动，其他收入正增长的餐企主要依靠门店增长拉动，而也有部分餐企因同店降幅过大、门店净减少或业务模式加盟转直营而出现收入下滑。

毛利率：客单价下滑情况下表现分化，部分餐企毛利率保持稳健或有逆势提升，主要源于原材料价格处于历史低位、供应链降本增效等，如呷哺呷哺 (+2.9pct)、海底捞 (+1.7pct)、九毛九 (+0.4pct)、达势股份 (+0.3pct)、特海国际 (+0.1pct)。

业绩端：经营杠杆负效应放大业绩端降幅、多数餐企承压，快餐表现韧性强。1H24 达势股份在同店正增长+规模效应提升推动下实现业绩较高增长（归母净利+24.6%、经调整净利扭亏）。快餐龙头百胜中国在收入。龙头如百胜中国通过小店化（小店资本开支低于大店、盈利能力好于大店）、精细化管理（如必胜客人力成本下降、营销投放 ROI 提升）实现业绩端逆势正增长。



图表36: 餐饮行业 1H24 中报业绩情况

单位: 亿元	营业收入				归母净利润				扣非 (或公告经调整) 净利			
	1H23	1H24	1H24VS23	1H24VS19	1H23	1H24	1H24VS23	1H24vs19	1H23	1H24	1H24VS23	1H24vs19
餐饮	893.2	978.8	9.6%	69.8%	87.5	62.8	-28.3%	159.4%	58.4	45.0	-23.0%	46.3%
达势股份	13.8	20.4	48.3%	-	0.1	0.1	24.6%	-	-0.2	0.5	扭亏	-
瑞幸咖啡	106.4	146.8	38.0%	958.0%	15.6	7.9	-49.6%	扭亏	16.8	9.5	-43.4%	-
同庆楼	10.8	12.7	17.5%	72.6%	1.5	0.8	-44.4%	-27.5%	1.1	0.8	-28.0%	-
特海国际	22.4	26.4	17.5%	-	0.2	-0.3	-232.8%	-	-	-	-	-
海底捞	188.9	214.9	13.8%	0.8	22.6	20.4	-9.7%	123.7%	-	-	-	-
广州酒家	17.3	19.1	10.3%	1.0	0.8	0.6	-27.0%	-9.1%	0.7	0.5	-31.0%	-1.7%
九毛九	28.8	30.6	6.4%	147.7%	2.2	0.7	-67.5%	-21.9%	2.5	0.8	-68.9%	-33.7%
百胜中国	385.8	400.5	3.8%	33.4%	33.7	35.5	5.3%	30.7%	33.9	35.5	4.5%	26.4%
巴比食品	7.4	7.6	3.6%	58.7%	0.8	1.1	36.0%	61.9%	0.7	0.9	31.4%	56.9%
全聚德	6.7	6.9	2.9%	-9.4%	0.3	0.3	5.1%	-9.1%	0.2	0.3	9.0%	10.8%
奈雪的茶	25.9	25.4	-1.9%	-	0.66	-4.35	-758%	-	0.7	-4.4	-723.5%	-
味千中国	8.8	8.3	-6.6%	-0.3	1.3	-0.1	-105.4%	-108.3%	-	-	-	-
西安饮食	3.8	3.5	-7.9%	0.3	-0.5	-0.6	增亏0.14亿	增亏0.43亿	-0.5	-0.6	增亏0.12亿	增亏0.45亿
茶百道	26.6	24.0	-10.0%	-	5.9	2.4	-59.7%	-	-	-	-	-
呷哺呷哺	28.5	23.9	-15.9%	-11.7%	0.0	-2.7	-11439.2%	-266.3%	-	-	-	-
味知香	4.2	3.3	-21.5%	38.2%	0.7	0.4	-43.4%	10.9%	0.7	0.4	-43.1%	8.8%
海伦司	7.1	4.4	-37.8%	-	1.6	0.7	-55.8%	-	1.8	0.9	-49.1%	-

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、特海国际数据按当期汇率换算成人民币。

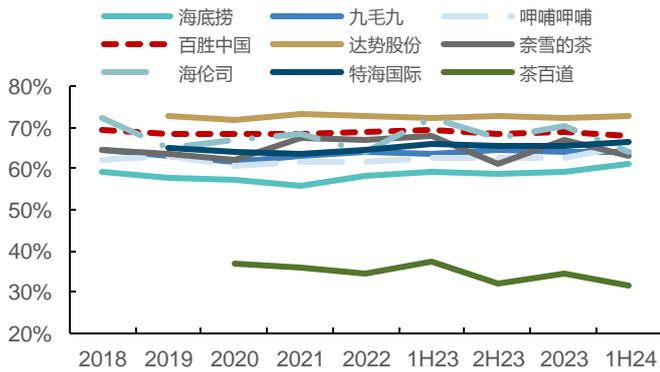
图表37: 餐饮行业 2Q24 业绩情况

单位: 亿元	营业收入						归母净利润						扣非 (或公告经调整) 净利					
	同比增速		VS19年		同比增速		VS19年		同比增速		VS19年		同比增速		VS19年			
	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24	1Q24	2Q24		
餐饮	237.7	215.9	6.0%	2.1%	20.6%	48.1%	22.2	15.9	2.1%	2.6%	33.9%	15.9%	22.1	15.56	2.5%	1.7%	29.7%	20.3%
广州酒家	10.1	9.0	10.0%	10.6%	90.1%	114.8%	0.71	-0.12	2.2%	-214.1%	55.5%	-165.6%	0.67	-0.16	1.1%	-323.6%	59.1%	-271.5%
同庆楼	6.9	5.8	28.0%	7.0%	65.5%	81.9%	0.66	0.15	-8.8%	-79.5%	-6.3%	-63.5%	0.64	0.11	5.3%	-74.5%	-8.3%	-
百胜中国	210.1	190.4	5.8%	2.4%	35.2%	31.5%	20.39	15.07	3.1%	9.1%	36.1%	24.2%	20.39	15.07	2.0%	8.0%	31.4%	24.2%
巴比食品	3.5	4.1	10.7%	-1.9%	-	-	0.40	0.72	-3.4%	75.6%	-	-	0.38	0.50	87.1%	7.4%	-	-
全聚德	3.6	3.3	12.0%	-5.5%	-10.7%	-7.9%	0.15	0.14	66.9%	-25.2%	43.8%	-35.2%	0.13	0.13	87.6%	-23.0%	86.2%	-21.0%
西安饮食	1.8	1.7	3.5%	-1.9%	35.3%	30.6%	-0.30	-0.30	减亏0.01亿	增亏0.15亿	增亏0.19亿	增亏0.24亿	-0.30	-0.31	减亏0.02亿	增亏0.14亿	增亏0.19亿	增亏0.25亿
味知香	1.7	1.6	-1.9%	-2.9%	-	-	0.2	0.2	-46.9%	-40.1%	-	-	0.2	0.23	-46.4%	-40.1%	-	-

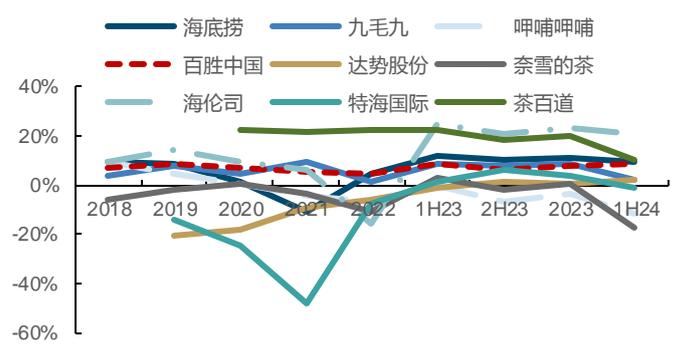
来源: wind, 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 百胜中国数据按照当期汇率换算成人民币。



图表38: 港股餐饮公司毛利率变化



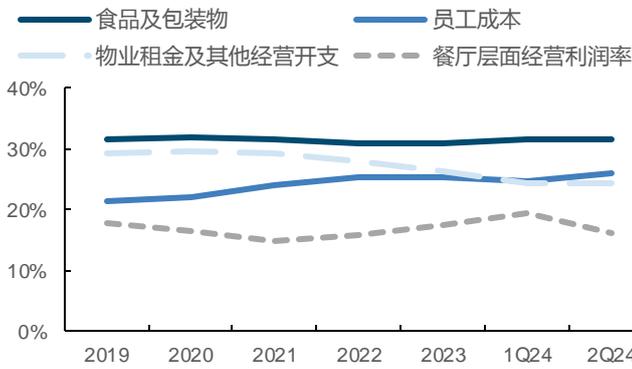
图表39: 港股餐饮公司经调整净利率变化



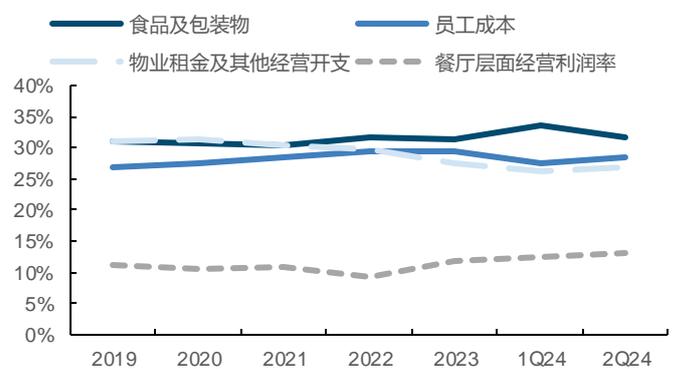
来源: 各公司财报, 国金证券研究所; 注: 1) 海底捞 21 年以前数据含特海, 后同; 2) 成本中仅包含原材料成本

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

图表40: 肯德基直营店成本费用率及餐厅经营利润率



图表41: 肯德基直营店成本费用率及餐厅经营利润率



来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所

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