

# 餐饮旅游板块中报总结暨9月策略： 出行链整体经营平淡，拥抱会员流量突出的优质龙头

行业研究 · 行业专题

社会服务

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

- **行业：上半年国内游稳定增长，出入境客流强势复苏。**上半年，国内游人数增14%，收入增19%，稳定增长。上半年出入境人次+71%，恢复至2019年的83%；上半年国际航线客流规模恢复至2019年的8成，同增254%；出入境客流强势复苏。
- **板块：上半年A股出行链整体经营平淡，部分境外上市出行链龙头依托流量（会员）优势经营表现相对突出。**上半年，A股出行链公司收入、归母和扣非业绩同比各降2%、7%、11%，二季度收入、归母和扣非业绩各下滑6%、18%、29%，整体平淡。综合A股和境外上市出行链龙头经营梳理，今年上半年子板块表现如下：在线旅游或本地服务平台龙头依托线上流量优势和经营提效整体表现良好；部分景区龙头客流和收入相对有韧性；出境游、演艺恢复性增长；酒店龙头平稳或录得稳健增长；免税、餐饮、综合等板块多数承压，仅部分强品牌餐饮龙头良好。1-8月社服整体跑输大盘，仅景区、部分OTA等龙头跑出结构性行情。
- **线上流量优势龙头：线上流量加速渗透和议价权提升，平台经营效率提升助力龙头阿尔法成长。**尽管上半年尤其二季度行业面临一定高基数压力，但在线旅游龙头（OTA）和本地生活服务龙头仍表现出色：线上加速渗透带动其预定量好于大盘，竞争趋缓和议价权提升下变现率（佣金率）预计同比回升，美团、携程、同程2024Q2收入各增21%、14%、48%（OTA业务+23%），收入增长仍良好；控费提效、经营效率提升加速盈利成长，美团、携程、同程2024Q2经调整业绩各增78%、45%、11%，整体表现较强劲。
- **酒店：二季度行业RevPAR承压，但龙头经调整业绩仍录得稳定增长，规模扩张&经营提效等助力。**2024Q2行业RevPAR承压下滑约10%，龙头RevPAR表现仍领先行业；且加盟扩张和经营提效下，酒店龙头2024Q2经调整业绩同比仍增长15-32%，整体良好。其中华住、亚朵等品牌和流量占优的龙头上修全年开店指引，验证阿尔法。此外酒店龙头加盟成长主导下现金流良好，长期资本回报仍有期待。
- **出境游恢复性增长，部分自然景区呈现良好防御性，餐饮分化显著。**出境游龙头多数低基数下恢复性增长；景区：名山大川客流和收入仍有韧性，业绩端则分化，长白山、九华旅游较好，峨眉山A整体稳健。餐饮龙头整体承压，仅百胜中国、海底捞相对较好。
- **投资建议：2024年上半年出行链公司整体表现相对平淡，但具有线上平台流量优势的龙头经营表现仍明显领先行业大盘，同时具有品牌&会员流量优势，连锁扩张（加盟扩张为主）、经营高效的优质龙头仍录得良好阿尔法成长。**目前经济环境和市场风格下建议配置携程集团-S、美团-W、同程旅行、华住集团-S、百胜中国、海底捞、九华旅游、峨眉山A、长白山、锦江酒店等。
- **风险提示：宏观政治经济等系统性风险、行业竞争加剧、政策风险、重资产新项目表现不及预期等风险。**

01

行业回顾：上半年国内游稳定增长，出入境游强劲复苏

02

板块总结：A股出行链整体平淡，强流量龙头经营相对突出

03

板块复盘：1-8月社服板块跑输大盘，景区、OTA等龙头走出结构化行情

04

子板块：具流量优势龙头经营仍领先，部分景区龙头相对稳健

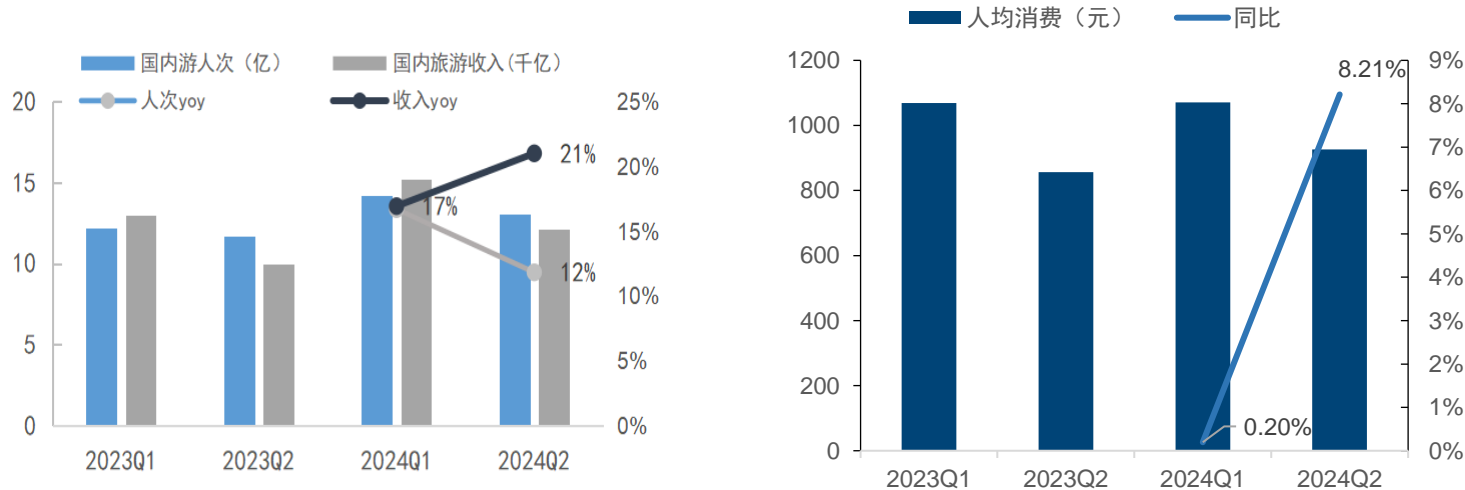
05

总结与投资建议

# 上半年旅游出行回顾：国内游客量稳定增长，人均消费不及疫情前

- **上半年国内游客稳定增长。**上半年，国内游总人次为27.25亿人次，同比增长14.3%；国内游收入2.73亿元，同比增长18.7%。今年年初文旅局曾预计2024年国内游总人次达到60亿人次，估算同比增长22.7%，但由于今年以来部分天气扰动影响，上半年实际完成情况相对平稳，不及年初预期情况，此外出境游加速恢复也带来一定分流影响
- **二季度国内游人次完全恢复至2019年水平，人均消费尚有缺口。**根据文旅部对国内旅游的抽样调查结果，2024Q2国内游人次同比增长11.82%，环比Q1的16.69%有所放缓，但已完全恢复至2019年同期水平；2024Q2国内游总收入+21%，恢复至2019Q2约8-9成。
- **从民航等客流表现来看，也进一步验证上述表现。**民航客流上半年整体仍良好增长，但机票价格同比承压，二季度和暑期下滑约10%。

图：国内游收入、国内游人次、人均消费情况



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

表：机票价格变化

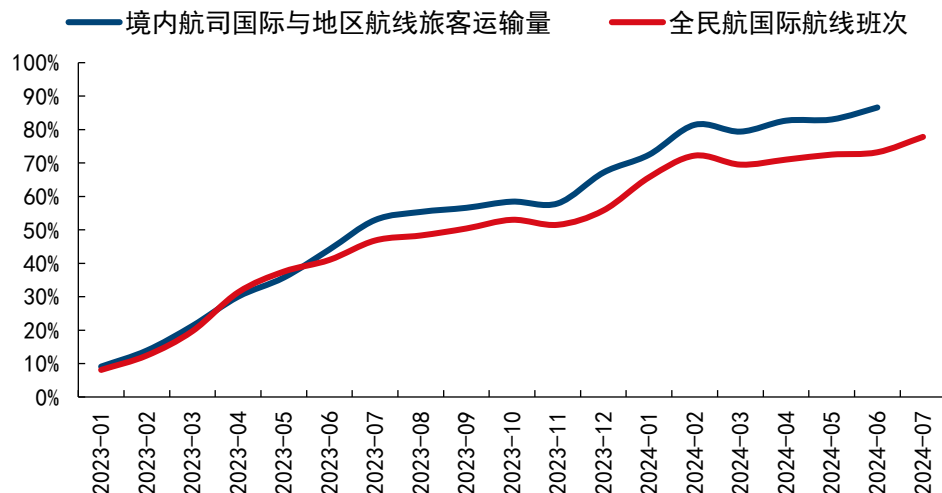
机票价格变化	CADAS	航旅纵横	航班管家	携程平台
二季度	-10.40%			
暑期机票价格		-10.70%	-13.80%	约-10%左右

资料来源：航旅纵横、ADAS（民航数据分析）、航班管家、携程，界面新闻等，国信证券经济研究所整理

# 上半年旅游回顾：出境游恢复性增长，免签等政策利好带动入境游快速回温

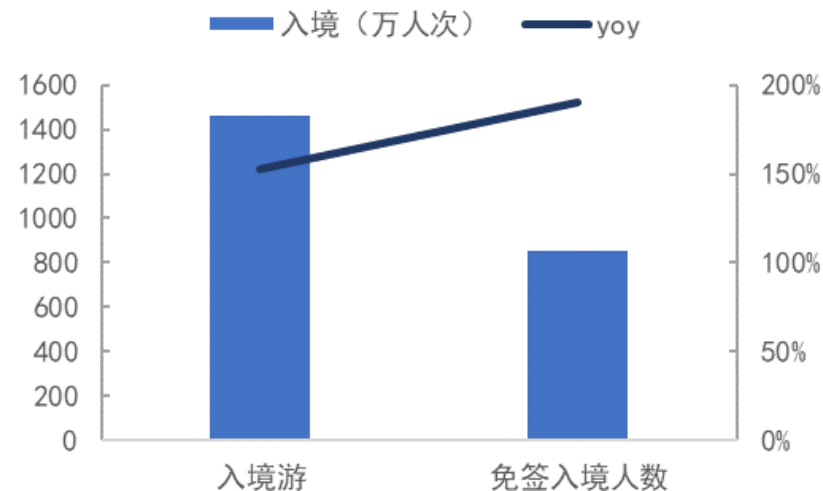
- 上半年出入境人次同增71%。根据国家移民局数据，2024年上半年出入境人员2.87亿次/+70.9%，恢复至2019年同期约83%。
- 上半年：出境游持续恢复性增长。1) 上半年，民航国际航线完成客流2967.3万人次，同比增长254.4%，客运规模恢复至2019年同期的81.7%。国际航空客运市场延续快速恢复态势，2024年2月以来，连续五个月恢复水平超过80%。2) 携程数据显示，今年前7个月出境游订单量同比增长81%，保持快速增长。
- 免签等政策利好推动入境游快速回温。随着互免签证、144小时过境免签等利好政策的实施，今年上半年，全国各入境口岸外国人1463.5万人次，同比增长152.7%，其中免签入境854.2万人次/+190.1%，占比58%。2024年上半年，全国的移民管理机构查验中国港澳台居民和外国人出入境总人次恢复到了2019年同期的92%。预计下半年入境游有望持续升温。

图：国际与地区旅客运输量及航班运力恢复情况



资料来源：中国民航局，航班管家，国信证券经济研究所整理

图：2024年上半年入境游客流增长情况

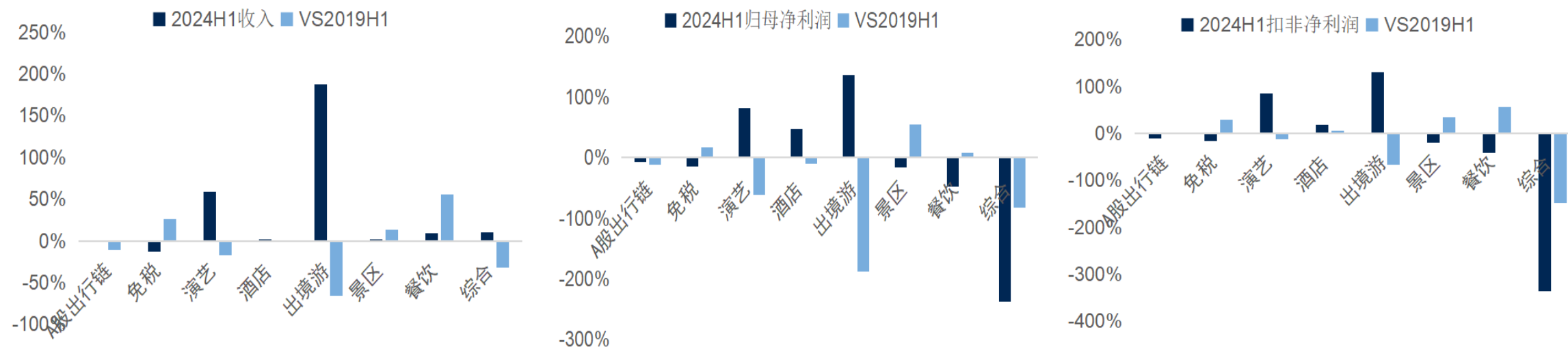


资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

# A股出行链中报总结：上半年收入和归母净利润略有下滑，整体表现平淡

- **收入**——今年上半年，A股出行链板块整体收入同比微跌2%：主要系免税板块中国中免承压下滑13%等拖累，其他出境游（+188%）、演艺（+59%）等板块低基数下大幅增长，而酒店、景区、餐饮等子板块收入个位数增长。
- **归母净利润**——今年上半年，A股出行链板块整体归母净利润同比下滑7%：其中出境游（+136%）、演艺（+82%）、酒店（+47%）等细分板块增速良好，免税、景区子板块归母业绩各下滑15%、16%，餐饮（-47%）和旅游综合（-238%）子板块承压明显。
- **扣非业绩层面**——上半年，A股出行链板块整体扣非业绩同比下滑11%，免税、景区、餐饮和旅游综合同比承压，出境游和演艺恢复性增长，而酒店子板块归母业绩+19%，相对良好。
- **综合来看**，A股出行链今年上半年受大环境影响等因素表现相对平稳，仅出境游、演艺板块恢复性增长，同时酒店整体相对稳健增长。

图：A股出行链公司中报总结：2024年上半年收入、归母净利润及扣非净利润同比增速及较2019年的恢复情况



资料来源：万德，公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

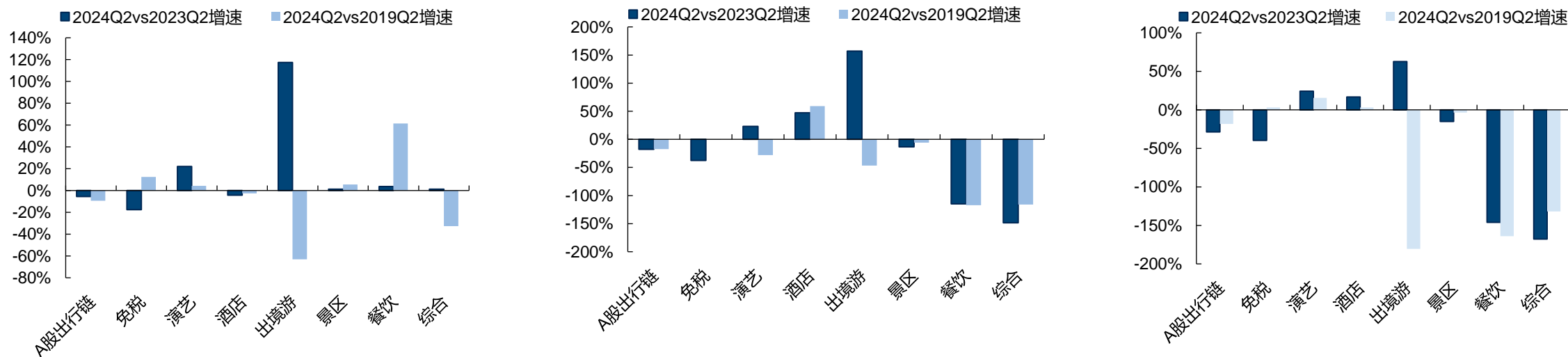


# A股出行链板块季度变化：一季度低基数下恢复增长，二季度营收平稳利润承压



- **收入——Q1\Q2 A股出行链板块整体收入同比+3.2%、-5.5%，整体平稳：**一季度低基数下恢复增长，二季度免税板块-17%、酒店同比-4%等拖累，其他出境游（+117%）、演艺（+22%）等板块低基数下大幅增长，而景区、餐饮等子板块收入个位数增长。
- **归母净利润——Q1\Q2 A股出行链板块整体归母净利润同比+10.9%、-17.7%：**Q2出境游（+157%）、酒店（+47%）、演艺（+23%）等细分板块增速良好，景区子板块归母业绩下滑13%，九华山等部分景区表现突出；餐饮（-115%）和免税（-38%）子板块承压。
- **扣非业绩层面——Q1\Q2 A股出行链板块整体扣非业绩同比+6.9%、-28.7%：**出境游恢复领先，演艺新项目爬坡超预期，酒店海外减亏、减值减少等带来贡献；其他同比下降，景区-15%（但环比Q1改善且部分景区仍稳健），餐饮-146%和旅游综合-168%。
- **综合来看，Q2A股出行链环比Q1增速回落，其中Q2出境游相关、演艺、部分景区公司营收利润表现较好，酒店龙头利润好于营收，免税营收利润均有承压，其它大部分公司营收稳定但是利润下滑承压，文旅公司的成本费用的刚性由此可见一斑。**

图：A股出行链公司2024Q2收入、归母净利润及扣非净利润同比增速及较2019年的恢复情况

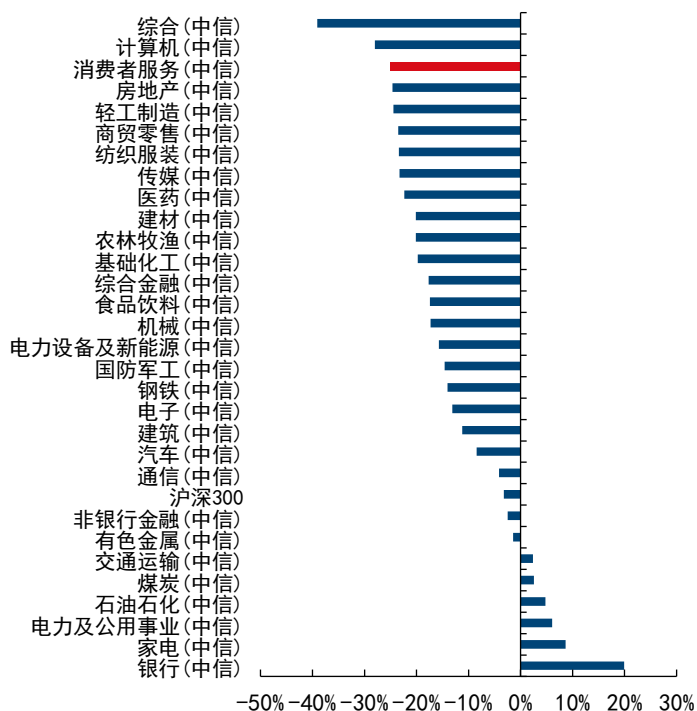


资料来源：万德，公司公告，国信证券经济研究所整理

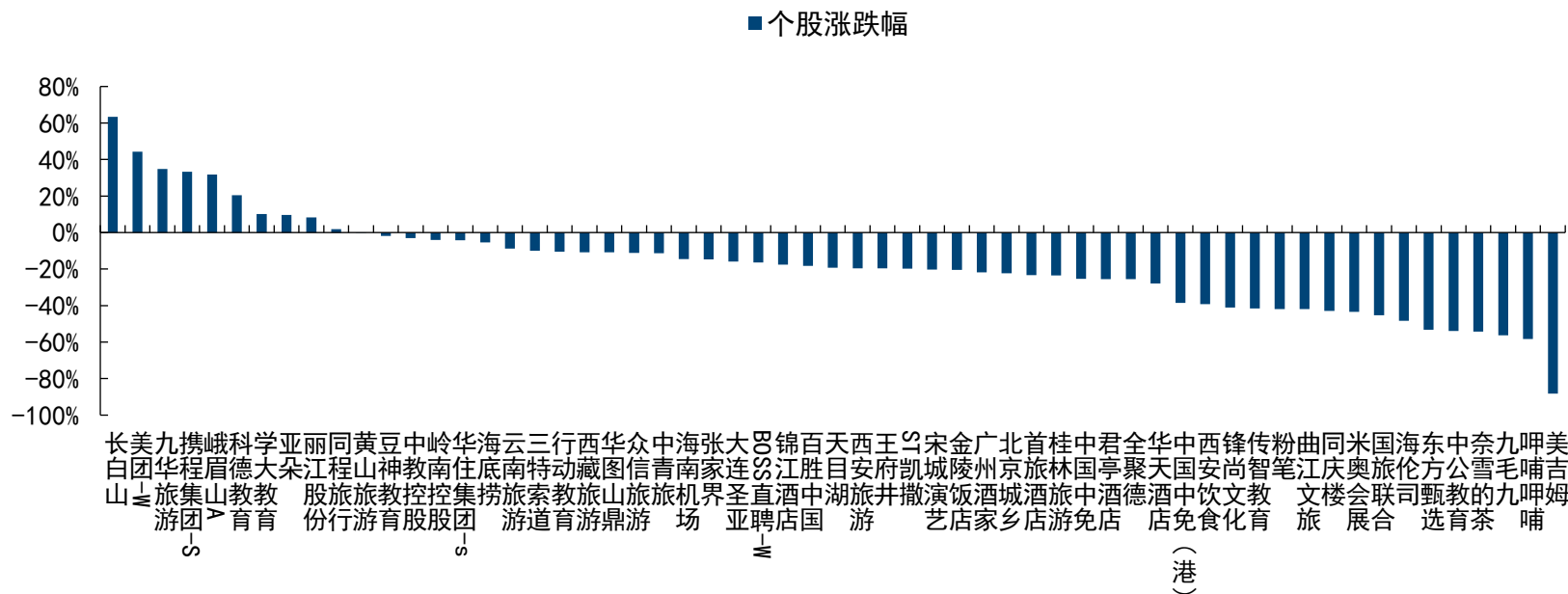
# 板块复盘：1-8月社服板块跑输大盘，景区、OTA等龙头走出结构化行情

- 2024年（1.1-8.31）社服板块整体跌25%，跑赢大盘基准22pct。回顾今年以来社服板块行情（以中信行业分类为例），板块在消费边际增速回落的弱现实下，整体呈现震荡下行，仅阶段促内需预期强化及部分个股激励改善背景下权重股反弹。
- 个股总结：出行链中景区、OTA、经营效能领先龙头跑出结构化行情。年初至今景区、在线旅游板块领涨，部分连锁赛道经营效能领先的龙头个股走出差异化超额收益，其中酒店中亚朵、华住表现突出，餐饮中海底捞相对突出，其他公司则直接受消费力扰动与行业竞争影响，业绩与股价均较为承压。此外，A股其他免税、演艺、酒店等权重股亦相对承压，仅阶段政策预期等带动行情。

图：2024年1-8月各板块涨跌幅



图：1.1-8.31个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

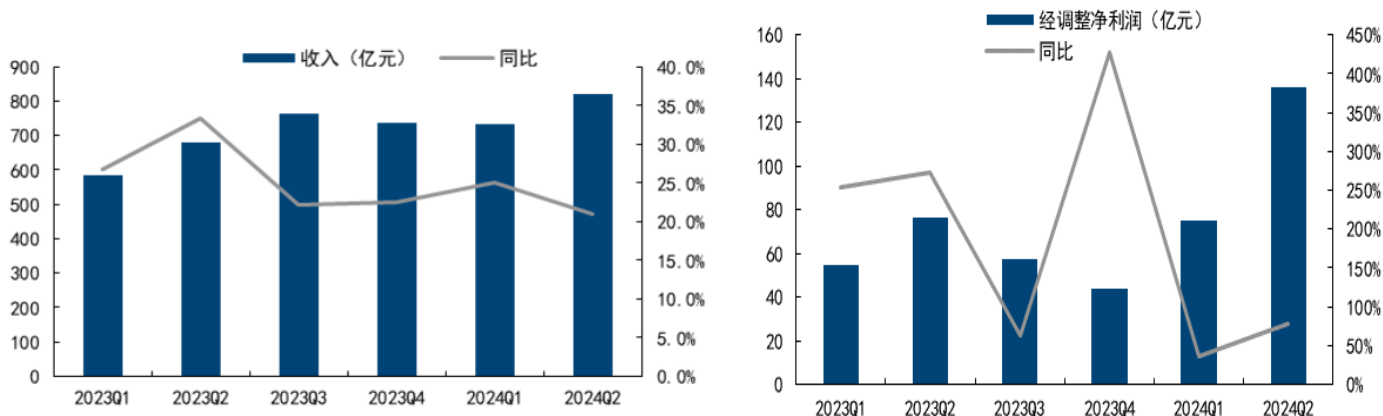


# 子板块-本地服务平台：美团二季度经调整业绩强劲增长，核心商业经营效率改善

■ **美团-W**：公司二季度收入增长21%，经调整净利润大增78%，经营现金流强劲增长。2024Q2，美团实现营收822.5亿元RMB/+21.0%，好于彭博预期的804.2亿元；经调整后净利润136.1亿元人民币/+77.6%，好于彭博预期的103.4亿元，主要来自核心本地商业业务经营利润率提升和新业务大幅减亏推动。2024Q2，经营现金流净流入191亿元/+75%。总体来看，在二季度餐饮和酒店等行业大盘增长相对平稳趋势下，公司整体录得强劲的经调整净利润和经营现金流增长，彰显其经营韧性及管理优化卓有成效。

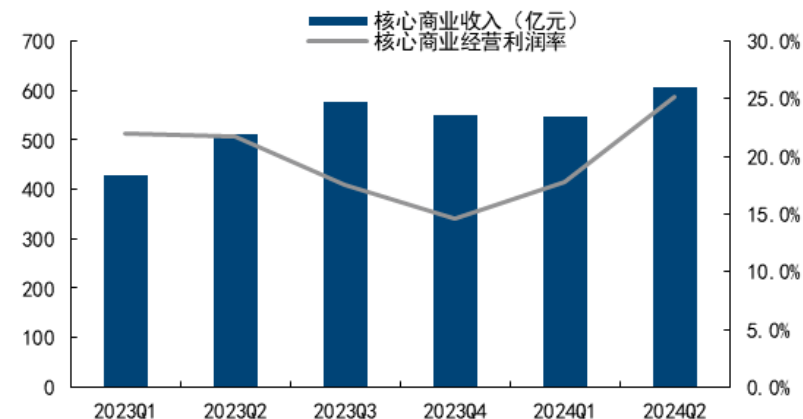
■ **二季度**：外卖业务量增价减但UE预计提升，到店酒旅变现率回升，推动核心本地商业经营效率有效提升。核心本地商业Q2收入606.8亿元/+18.5%（配送/佣金/在线营销收入+13.0%/20.1%/19.7%），经营利润152.3亿元/+36.8%，经营利润率25.1%/+3.3pct。**到家**：Q2公司即时预订交易笔数61.7亿元/+14.2%。我们估算外卖单量增10%+，AOV略下降，但配送成本降低和补贴优化等推动，其经营利润率预计同比提升；估算闪购单量增36%+，广告变现率提升和配送效率优化下预计经营利润连续两个季度为正。到店酒旅：Q2单量+60%，年度交易用户和活跃商家数量创历史新高，竞争有所缓和下预计变现率回升，同时业务整合协同下经营利润率也环比回升。

图：美团收入和经调整业绩季度增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：美团核心商业板块经营利润率持续回升



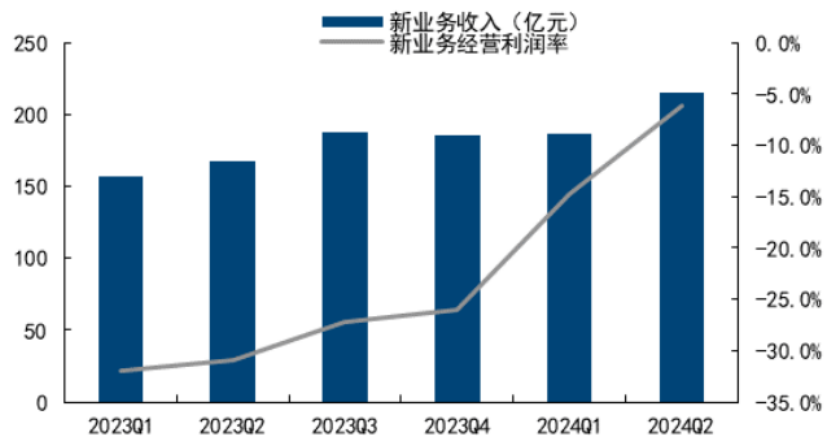
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 子板块-本地服务平台：美团新业务显著减亏，组织升级&流量打通助成长



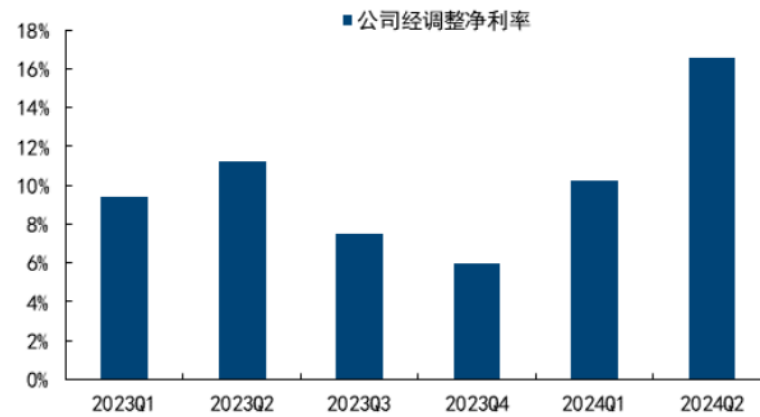
- **美团二季度新业务显著减亏。**新业务Q2收入215.7亿元/+28.7%，在补贴等优化和外部不利影响下仍增长强劲，主要系零售业务增长推动；经营利润亏损14.1亿元，同比减亏38.8亿元，OPM从2023Q2的-31.0%增至-6.1%，同比+24.9pct，环比+8.7pct，减亏显著。其中我们估算美团优选持续减亏，其他新业务Q2整体盈利贡献，其中小象超市增长领先行业且效率提升，快驴、共享单车等业务盈利也持续向好），精细管理和严格财务纪律助力成长。
- **组织升级、流量打通、产业链深耕助成长，新增10亿美金回购额度提振市场信心。**展望下半年，虽然消费趋势仍有不确定，本地生活赛道也面临竞争格局的持续变化和新演绎，但不同龙头既有禀赋差异下发力侧重和模式也各趋分化。公司核心通过组织变革、流量打通、产业链深耕等助力成长。1) 组织变革管理优化，以垂直深耕为基础，在前期核心本地商业板块整合下，近期新业务板块进一步组织调整，更扁平更高效；2) 以神会员为载体，打通公司到店到家等各业务和全闭环交易场景，提升其本地流量转换与贡献；3) 以本地生活全链路深耕为基，加速与商户、供应链等合作，积极产品创新顺应消费趋势变化；4) 与快手等共赢合作，助力下沉。

图：美团新业务经营情况：2024Q2显著减亏



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：美团经调整净利润率变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 子板块-OTA：二季度高基数下收入仍然双位数增长，线上流量优势持续凸显



- 2024年二季度OTA公司在高基数下实现双位数营收增长，旅游韧性叠加在线渗透提升。2024Q2携程集团、同程旅行收入分别增长14%、48%（核心OTA增长23%），在去年高基数背景下（二者23Q2同期收入分别较19Q2增长80%、29%），收入增速依然强劲，预计系旅游需求韧性与在线化提升的综合反映，背后是需求端消费客群与消费习惯的变迁，供给端龙头公司适应消费环境紧抓热点的能力以及OTA在产业链上流量话语权的提升。总体上看，2023Q1-2024Q2几个季度的验证，OTA平台流量对比其他消费的比较优势获得持续验证。
- 携程费用管控优异利润增势强劲，同程OTA业务利润率降幅收窄。2024Q2携程Non-GAAP经营利润率同比+2.2pct，再创新高；Non-GAAP归母净利润49.8亿元/+45.2%，Non-GAAP净利率同比+8.5pct；净利率提升一方面是由于去年同期绩效相对高基数而今年同期回归正常化，另一方面与公司持续提升营销费用投放和综合运营效率相关。2024Q2同程经调整净利润6.6亿元，同比增长10.9%，其中OTA平台经营利润率为24.3%，同比下降2.2pct，公司积极改善营销投放效果，Q2 OTA主业经营利润率较Q1降幅收窄。

图：携程集团-S2024Q2业绩情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
总营收	9,198	11,247	13,740	10,325	11,905	12,772
YoY	13%	29%	31%	24%	29%	13.6%
Non-GAAP归母净利润	2,065	3,434	4,897	2,675	4,055	4,985
YoY	18%	164%	116%	126%	96%	45.2%
Non-GAAP归母净利率	22.5%	30.5%	35.6%	25.9%	34.1%	39.0%
YoY	1.0pct	15.6pct	14.0pct	11.7pct	11.6pct	8.5pct
经调整 EBITDA	2,820	3,678	4,622	2,855	3,974	4,436
YoY					41%	20.6%

图：同程旅行2024Q2业绩情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
总营收	2,586	2,866	3,299	3,145	3,866	4,245
YoY	45.0%	80.2%	60.0%	60.7%	49.5%	48.1%
归母净利润	378	356	510	310	397	434
Non-GAAP归母净利润	504	592	621	483	558	657
YoY	12.3%	71.4%	48.0%	45.8%	10.9%	10.9%
Non-GAAP归母净利率	19.5%	20.7%	18.8%	15.3%	14.4%	15.5%
YoY	-0.1pct	0.0pct	0.0pct	0.0pct	-0.1pct	-0.1pct
1、OTA业务收入	2,586	2,866	3,299	2,868	3,203	3,526
YoY	45.0%	80.2%	60.0%	46.6%	23.9%	23.0%
OTA业务经营利润	679	761			724	858
YoY					6.6%	12.8%
经营利润率	26.3%	26.6%	25.0%	23.6%	22.6%	24.3%
YoY					-3.7%	-2.2%
2、Tourism收入				276	663	719
Tourism经营利润					44	0.7
经营利润率					6.6%	0.1%

# 子板块-OTA：平台酒店预订业务竞争优势巩固，龙头超额表现凸显



- **酒店业务方面，龙头较行业展现出超额优势。**首先从行业看，结合前述，根据酒店之家数据估算国内酒店行业总间夜量同比个位数增长。OTA龙头较行业表现出超额优势，量上，携程平台国内酒店预订量仍然增长超15%，同程酒店间夜量同比增长10%，均高于行业整体增速；价上，携程受中高星酒店下行幅度更大影响，但因平台用户粘性也录得好于行业的表现，同程占比更高的中低星酒店相比行业也呈现出价格韧性。
- **一方面，国内在线酒店同业竞争格局稳定，给予佣金率企稳回升的良好环境。**我国OTA行业发展二十余年已经相对成熟，伴随对供应商、用户双边的洞察积累与反馈效率提升，龙头存在显著的先发优势与规模优势，龙头实际净佣金率基本都维持在8-10%左右，是各个玩家平衡盈利与竞争的综合结果。携程在中高星酒店竞争优势稳固，低星酒店竞争也日趋温和，在此背景下龙头倾向于精细化补贴，从而有助于佣金率的稳中有升。

图：携程集团-S2024Q2主营业务情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
住宿预订	3,480	4,285	5,589	3,903	4,496	5,136
YoY	15%	26%	36%	32%	29%	20%
交通票务	4,156	4,814	5,367	4,106	5,000	4,871
YoY	24%	41%	44%	18%	20%	1%
旅游度假	386	722	1,328	704	883	1,025
YoY	-63%	-31%	-19%	-12%	129%	42%
商旅管理	445	584	591	634	511	633
YoY	87%	89%	76%	70%	15%	8%
其他	744	857	876	991	1,031	1,123
YoY	44%	64%	27%	35%	39%	31%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行2024Q2主营业务情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
1、OTA业务收入	2,586	2,866	3,299	2,868	3,203	3,526
YoY	45.0%	80.2%	60.0%	46.6%	23.9%	23.0%
交通票务服务	1,383	1,495	1,680	1,473	1,737	1,743
YoY	9.8%	59.5%	47.4%	24.6%	25.6%	16.6%
住宿预订服务	834	1,055	1,127	882	965	1,191
YoY	70.5%	90.7%	62.5%	41.9%	15.6%	12.8%
其他产品	369	316	492	513	502	592
YoY	945.9%	214.9%	115.0%	236.1%	36.0%	87.3%
OTA业务经营利润	679	761			724	858
YoY					6.6%	12.8%
YoY					-3.7%	-2.2%
2、度假收入				276	663	719
度假经营利润					44	0.7

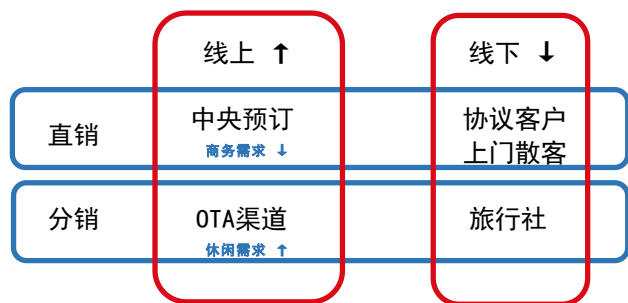
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



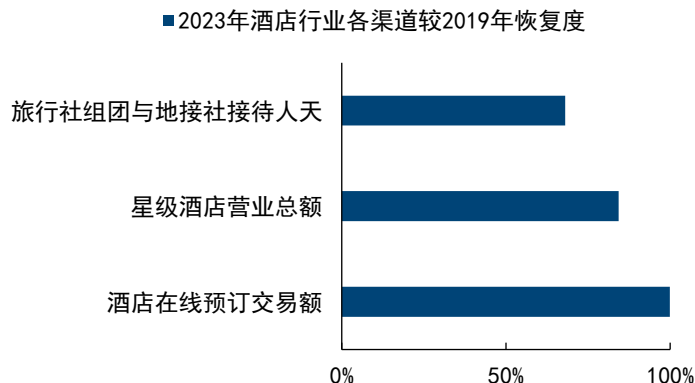
# 子板块-OTA：平台酒店产业链话语权提升，进一步推动线上化渗透

- 另一方面，从上下游产业链来看，今年以来酒店保量意识提升，OTA分销渠道地位也进一步强化。伴随酒店供需错配价格红利期逐步过去，在商旅需求渐进复苏趋势下，把握旅游需求成为酒店业重要抓手。而今年以来居民旅游同比增长相对稳定，同时呈现目的地更加分散、消费理性化趋势，同时出境游恢复提速也带来部分分流，整体上酒店房价在高基数下同比提升存在难度，需要渠道给予更强的流量资源倾斜实现最大程度的保量。疫情三年酒店相对习惯了线上浮动定价，对于旅行社签订的低价包房协议意愿降低，后者人才队伍重组也偏滞后，线上渠道恢复度显著领先于线下；其中酒店集团线上中央预订更多服务商旅需求，OTA则有7成左右订单服务休闲需求。在此背景下，OTA产业链话语权增强，线上渗透提升，龙头较行业展现出超额优势。

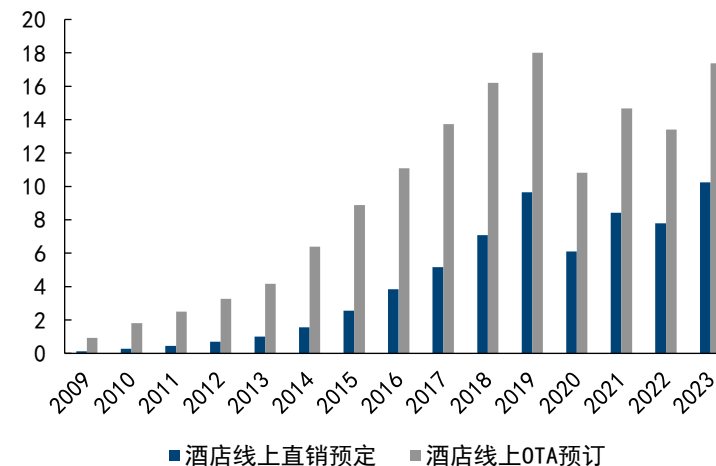
图：酒店行业流量渠道变化



图：2023年酒店行业流量渠道变化



图：我国在线酒店预订金额构成



## 子板块-OTA： OTA国内交通与量直接挂钩，行业量增价减利好头部平台



- **交通业务方面，OTA国内交通业务与量直接挂钩，量增利好OTA平台。**航班供给扩容，同时航空要面对日益发达的高铁、自驾模式，这对航司收益管理能力提出更高要求。目前来看，结合前述今年以来机票价格回落但量维持正增长，航司以价换量的举措预计也进一步激发消费者出游需求。聚焦OTA平台，交通业务本系流量窗口，目前国内交通业务主要参与玩家集中在携程、同程、飞猪等，其中携程占据过半份额，从而使得平台机票量的增长与行业增速相近，同程在下沉市场部分受益于基建扩容等带来更快的量增长。
- **携程：去年辅营产品基数异常阶段扰动国内交通收入增速。**除了单票固定佣金外，机票业务另一部分收入来自辅营产品的交叉销售，去年同期刚放开时携程平台用户需求的阶段变化带来佣金率的阶段高企，今年以来回归常态化后对于国内交通收入有直接扰动。
- **同程：机票业务双位数快速拓展，汽车票业务更倾向于变现。**受益于下沉市场基建扩容，同程机票增量快于整体行业；此外，过往汽车票业务作为线下获客的重要渠道，目前平台发展战略倾向于线上变现，汽车票业务GMV预计有所回落。

图：携程集团-S2024Q2主营业务情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
住宿预订	3,480	4,285	5,589	3,903	4,496	5,136
YoY	15%	26%	36%	32%	29%	20%
交通票务	4,156	4,814	5,367	4,106	5,000	4,871
YoY	24%	41%	44%	18%	20%	1%
旅游度假	386	722	1,328	704	883	1,025
YoY	-63%	-31%	-19%	-12%	129%	42%
商旅管理	445	584	591	634	511	633
YoY	87%	89%	76%	70%	15%	8%
其他	744	857	876	991	1,031	1,123
YoY	44%	64%	27%	35%	39%	31%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行2024Q2主营业务情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
1、OTA业务收入	2,586	2,866	3,299	2,868	3,203	3,526
YoY	45.0%	80.2%	60.0%	46.6%	23.9%	23.0%
交通票务服务	1,383	1,495	1,680	1,473	1,737	1,743
YoY	9.8%	59.5%	47.4%	24.6%	25.6%	16.6%
住宿预订服务	834	1,055	1,127	882	965	1,191
YoY	70.5%	90.7%	62.5%	41.9%	15.6%	12.8%
其他产品	369	316	492	513	502	592
YoY	945.9%	214.9%	115.0%	236.1%	36.0%	87.3%
OTA业务经营利润	679	761			724	858
YoY					6.6%	12.8%
YoY					-3.7%	-2.2%
2、度假收入				276	663	719
度假经营利润					44	0.7

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 子板块-OTA：携程出境游业务延续高景气复苏，同程出境游投放扰动边际收窄



- 携程国际化业务布局十余年，出境游高景气复苏贡献重要增长驱动，亚洲国际业务快速拓展市场份额。Q2出境酒店和机票预订量已全面恢复至2019年100%水平，比行业国际航班恢复速度快20-30%；出境团队游则渐进复苏。此外，同一用户出境游对应更高的客单也从结构上抵消部分行业价格下行压力，公司公开会表示平台单用户GMV同比持平。Q2国际平台收入同比增长70%，入境旅游占比提升至25%以上，处于较快拓市场阶段。亚洲75%左右交易来自移动端，类比国内为后续用户粘性显现及营销效率提升奠定基础。
- 同程尚处于出境游布局初期，Q2投放环比Q1更为精细化与克制。同程2019年出境游业务已有布局，约占收入比重约5%，疫后恢复期开启低基数快速扩张，Q2国际机票票量/国际间夜量增长超160%/近140%。从去年下半年开始公司加大出境游投放、并在Q1显著拖累利润率（约3pct），Q2影响有所收窄，下半年有望通过进一步收益管理和精细化营销减少短期扰动。

图：携程集团-S2024Q2主营业务情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
住宿预订	3,480	4,285	5,589	3,903	4,496	5,136
YoY	15%	26%	36%	32%	29%	20%
交通票务	4,156	4,814	5,367	4,106	5,000	4,871
YoY	24%	41%	44%	18%	20%	1%
旅游度假	386	722	1,328	704	883	1,025
YoY	-63%	-31%	-19%	-12%	129%	42%
商旅管理	445	584	591	634	511	633
YoY	87%	89%	76%	70%	15%	8%
其他	744	857	876	991	1,031	1,123
YoY	44%	64%	27%	35%	39%	31%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同程旅行2024Q2主营业务情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
1、OTA业务收入	2,586	2,866	3,299	2,868	3,203	3,526
YoY	45.0%	80.2%	60.0%	46.6%	23.9%	23.0%
交通票务服务	1,383	1,495	1,680	1,473	1,737	1,743
YoY	9.8%	59.5%	47.4%	24.6%	25.6%	16.6%
住宿预订服务	834	1,055	1,127	882	965	1,191
YoY	70.5%	90.7%	62.5%	41.9%	15.6%	12.8%
其他产品	369	316	492	513	502	592
YoY	945.9%	214.9%	115.0%	236.1%	36.0%	87.3%
OTA业务经营利润	679	761			724	858
YoY					6.6%	12.8%
YoY					-3.7%	-2.2%
2、Tourism收入				276	663	719
Tourism经营利润					44	0.7

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 子板块-OTA：毛利率正常波动，期间费用率控制进一步改善



- 从盈利能力看，在去年高基数下携程上半年经营利润率同比依然改善；同程Q2利润率降幅环比Q1收窄，目前投放预计更精细化。
- 毛利率：价格回落与人工常态化下携程毛利率同比正常波动，同程主业毛利率预计稳中有升但收购业务带来结构性扰动。携程价格回落叠加人工成本正常化，毛利率同比略回落；同程度假业务带来结构性扰动，核心OTA毛利率则受益于酒店佣金率的平稳提升。
- 期间费用率：固定费用率展示出经营杠杆，销售费用反映不同的基本盘流量维系成本与新业务投放力度。两家公司的固定人工费用相对刚性，伴随规模与收入扩张，体现出良好的经营杠杆作用。销售费率是重点观测的可变变量，反映OTA平台的投放策略，整体上OTA龙头均通过国内基本盘的精细化管理节省出来的效率投放到新业务中。如携程国内市场依托自身APP流量预计已经把销售费用控制到20%以下，而国际业务正处于重要的扩份额阶段，公司今年销售费用率同比有所提升，下半年预计投放进一步增加；同程小程序基本盘相对稳固，出境游与APP带来新的投入需求，公司从Q1的相对激进投放已调整得更为克制，带来核心OTA经营利润率的企稳。
- 展望后续，继二季度交出一份不错的财报后，OTA公司对于三季度经营指引维持正面，行业景气度与龙头的经营效能持续验证。

图：携程集团-S2024Q2费用率情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	82.2%	82.2%	82.0%	80.5%	81.2%	81.9%
Non-GAAP销售费率	18.7%	20.5%	19.8%	22.2%	19.1%	21.8%
Non-GAAP研发费率	27.1%	24.2%	24.3%	26.2%	24.3%	20.9%
Non-GAAP管理费率	7.9%	6.5%	5.9%	6.5%	6.2%	6.1%
Non-GAAP经营利润率	28.5%	30.9%	32.2%	25.6%	31.6%	33.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：同程旅行2024Q2费用率情况

百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	75.0%	75.5%	74.5%	69.2%	65.0%	64.6%
销售费率	37.4%	38.7%	38.5%	35.8%	35.4%	35.4%
研发费率	15.9%	14.9%	14.1%	16.4%	12.6%	11.6%
管理费率	7.4%	7.2%	6.0%	3.6%	6.9%	6.4%
OTA经营利润率	26.3%	26.6%			22.6%	24.3%
Tourism经营利润率					6.6%	0.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 子板块：酒店——2024年单店量价均有承压，价格承压更显著

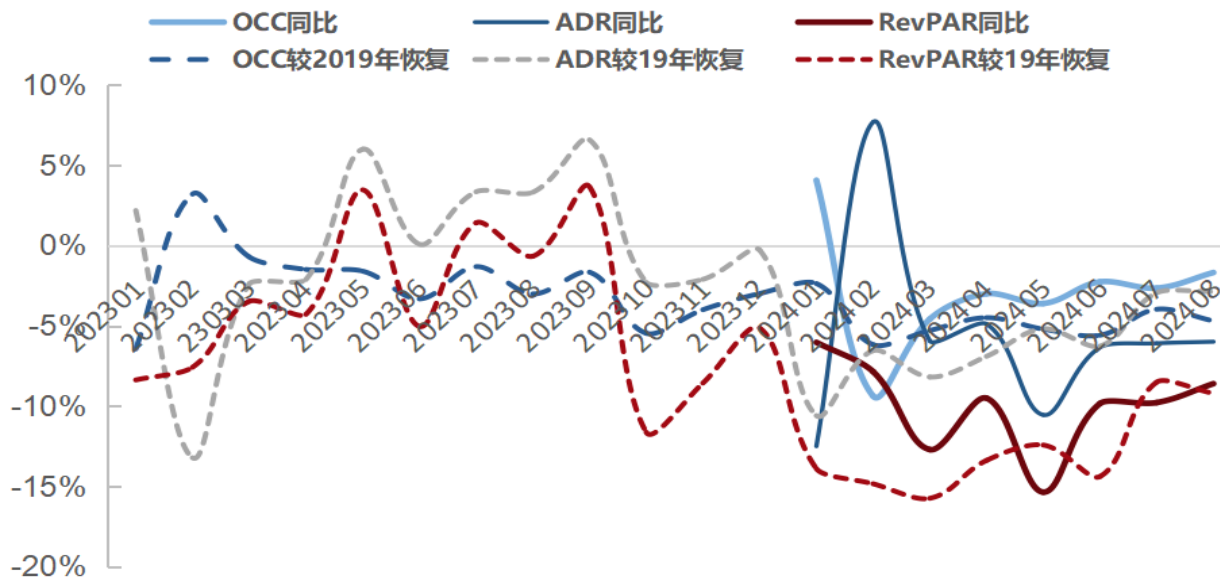
今年以来国内出行趋势回顾：国内酒店平均出租率和平均房价均有承压，价格承压同比更显著

**RevPAR：2024年以来多数同比承压，但从二季度和暑期的情况来看，行业REVPAR降幅未进一步扩大。**参考酒店之家数据，二季度行业REVPAR下滑10%左右，7-8月暑期高基数下行业REVPAR下滑也在10%左右，降幅未进一步扩大。

**同比来看，国内酒店行业量价均承压，价格承压更显著——**二季度和暑期酒店行业出租率平均下滑2-3.6pct，价格多数下滑5-6%+，其中五一高基数时价格下滑超10%，价格承压更显著。暑期来看，7月压力相对更大，而8月则边际略好转，主要系去年补偿性消费的高基数，及今年与去年暑假放假时间节奏差异等因素相关。

与2019年相比，国内酒店出租率有4-6pct的缺口，价格仍较2019年低3-8%，但暑期价格与2019同期价格反而收窄。

图：国内酒店REVPAR、出租率和平均房价(ADR)变化趋势



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

# 子板块：酒店——2023年供给快速反弹，但需求受大环境影响

**供给：1)** 按盈蝶网数据，2023年底，国内住宿房量已经恢复到2019年同期的95%，较2020-2022年年（2022年底为2019年底的81%左右）显著复苏；其中，小房量住宿此前出清多，但2023年反弹显著（主要体现为单体或民宿等），2023年底较2019年底，1-14间客房/15-29间客房的住宿设施从2022年底下降21%/16%反弹为增加20%和1%，休闲需求补偿性释放下各类闲置民宿等供给的恢复和增长；此外，客房量在70-149间的酒店供给也反弹较快，2023年恢复到2019年底的94%。

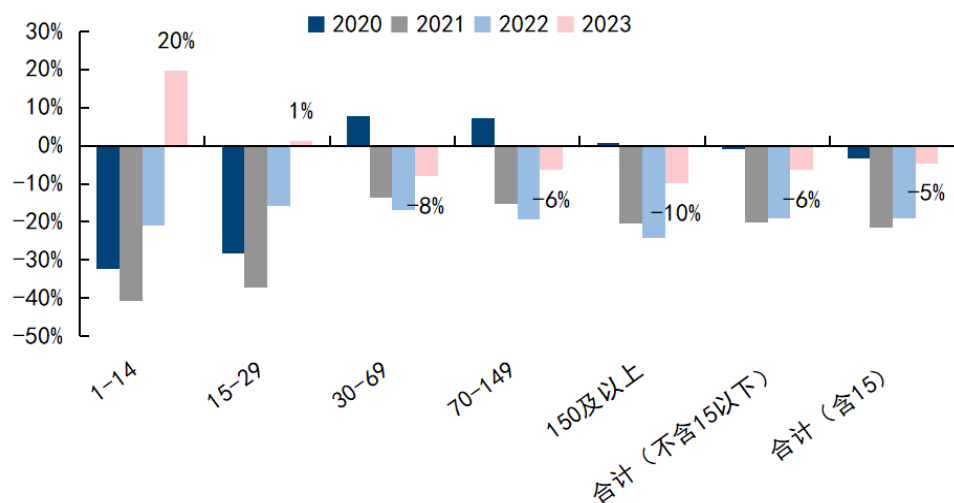
2) 参考酒店之家数据，2023年底，其酒店数和酒店房量较2022年底各增加47%和10%，2024年以来持续增加7%，目前来看，截止2024年9月8日，酒店行业数和客房数较2022年底增长57%、18%，同样验证小房量单体酒店等反弹最快。2024年以来，小体量住宿设施和经济型酒店增长同比2023年底相对放缓（个位数增长），而中档型酒店数和房量仍较2023年底增长13%、12%，增长较快。

总体来看，酒店行业供给在较快增长，2023年闲置民宿等反弹最快，2024年更偏中档型等酒店为主。

需求层面：商务需求相对承压，不及疫情前，主要是休闲需求支撑，但后者的季节性非常突出。

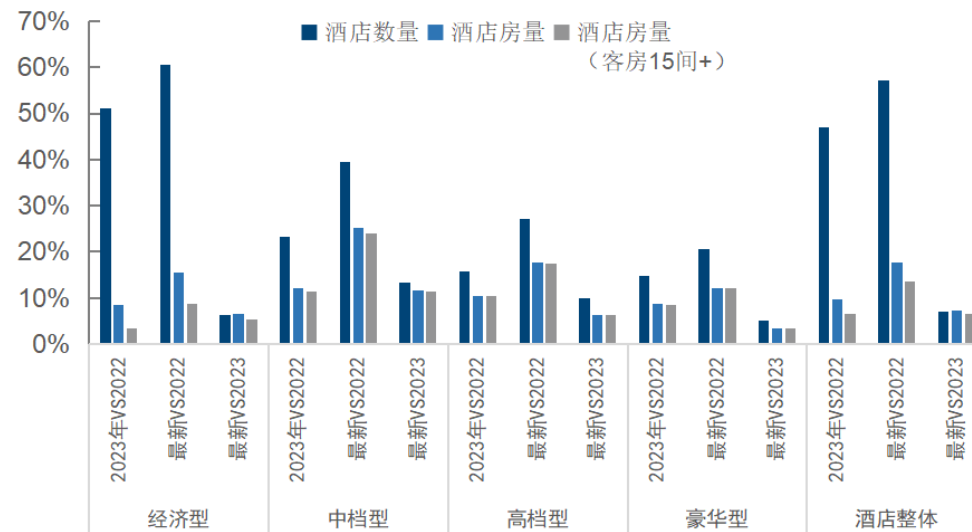
综合来看，酒店经营季节性波动较疫情前增加，行业REVPAR主要系供给增加，部分需求走弱所致。

图：2020-2023年，国内住宿业房量较2019年变化趋势



资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图：国内酒店行业酒店数和客房量、15间酒店客房量较2022年底增长情况



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理



# 子板块：酒店——龙头RevPAR表现相对优于行业，逆势规模助力收入增长



■酒店龙头REVPAR表现优于行业，华住等表现尤其突出。酒店行业承压下，酒店龙头REVPAR承压下滑，Q2环比Q1降幅进一步扩大，价格尤其承压。但尽管如此，酒店龙头REVPAR表现总体好于行业平均，华住和亚朵在高基数下，二季度同店REVPAR各下降3.6%、3.8%，仍良好，核心在于龙头更好的收益管理能力，在产品力较强的情况下，利用自身会员流量优势实现更好的量价平衡。

■不仅如此，酒店龙头还积极逆势扩张，助推收入增长。今年以来，受益于头部集中及2023年的经营验证，加盟商更青睐品牌运营力较强的龙头，故酒店龙头加盟开店和签约拓展保持强势。今年上半年，酒店龙头规模扩张助推其收入增长，亚朵上半年客房量较去年底增长17%，叠加去年下半年的加速扩张沉淀及6%收费占比的提升，其酒店管理和运营收入+49%，增速领先；华住上半年客房量较去年底增长10%，带动收入增长14%。锦江和首旅客房规模上半年各增4%、2%，对应收入各微增1%、3%（直营店净关店、revpar承压和加盟开店综合影响）。

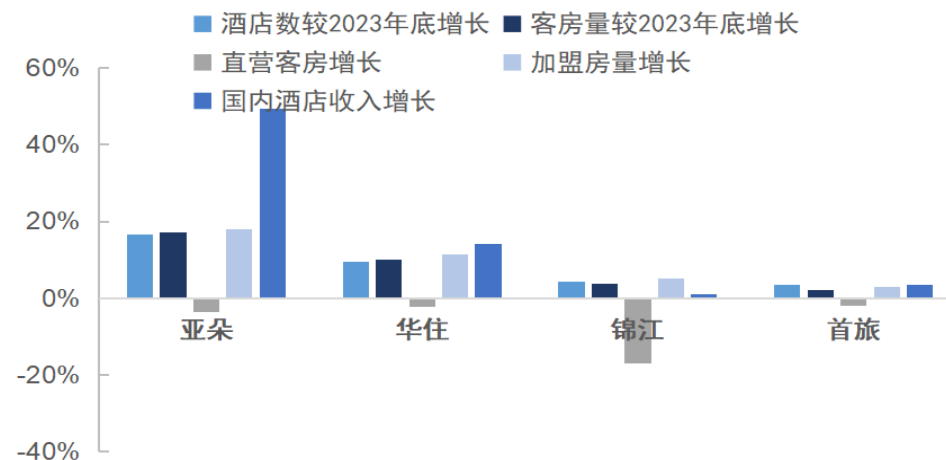
■亚朵和华住均上修全年开店预期，进一步验证品牌力优势和头部效应。最新亚朵和华住最新上修了全年指引，亚朵2024年开店目标从360家提升至400家，收入指引从此前+40%左右提升至48%-52%；华住开店目标从1800家提升至2200家，全年（8-12%）增速指引不变，逆势表现突出。而锦江和首旅整体也保持良好的开店速度，首旅开店质量也较前几年管理占比60%的情况开始逐步改善。

表1：国内酒店龙头今年上半年RevPAR经营表现

核心酒店龙头经营数据对比		亚朵	华住	锦江	首旅
整体REVPAR变化	2024Q1	-2.6%	3.1%	-1.6%	2.0%
	2024Q2	-6.5%	-2.0%	-7.2%	-5.1%
同店RevPAR变化	2024Q1	-0.3%	0.9%	-3.4%	-1.9%
	2024Q2	-3.8%	-3.6%	-6.1%	-7.6%
国内整体出租率变化	2024Q1	0.8%	1.6%	1.3%	-0.8%
	2024Q2	1.3%	0.8%	-3.7%	-1.6%
国内整体ADR变化	2024Q1	-2.9%	1.1%	-1.7%	1.4%
	2024Q2	-7.2%	-3.0%	-1.8%	-3.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：锦江2024Q2同店系上半年整体数据

图：国内酒店龙头规模扩张与国内酒店业务收入增长（亚朵剔除零售，华住锦江剔除海外等，首旅不含景区）

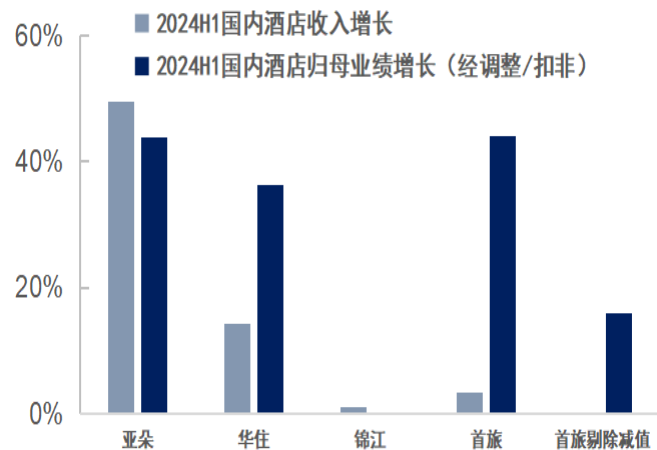


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 子板块：酒店——优秀龙头经营业绩逆势良好增长，阿尔法凸显

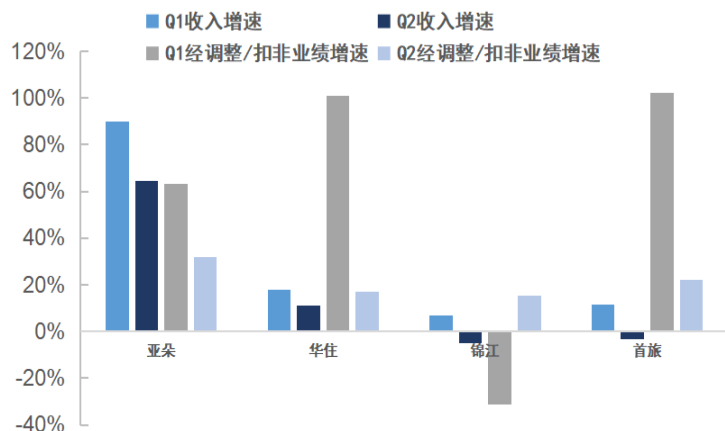
- 酒店主业收入增长下，龙头国内酒店归母业绩（经调整或扣非）基本仍然保持正增长，其中亚朵和华住国内业务上半年经调整业绩各增长44%、36%，增长可观。首旅同样增长40%以上，但去年同期有减值基数扰动影响，剔除后估算增长15-17%，锦江基本持平。
- 季度来看，二季度收入增速相对放缓。但龙头业绩增速仍相对良好有韧性。二季度受高基数影响，行业REVPAR走弱，导致龙头收入增速相对放缓，其中锦江和首旅Q2收入同比增速有所下滑（直营店净关店及RevPAR压力等综合影响）。但从业绩增速来看，而亚朵和华住在Q2高基数下依托门店扩张等，单季度整体归母业绩仍然同比增长44%、36%，较可观，阿尔法凸显。
- 国内酒店业务经调整净利率来看，今年上半年亚朵在高基数下因零售等业务贡献提升和REVPAR波动，净利率略下调，但整体仍超25%，处于高位；华住经调整净利率今年上半年持续提升，锦江基本持平，首旅进一回升，面对调整下各家也差异化应对。
- 展望下半年，2023Q3系国内酒店行业绝对高基数，但龙头规模增长可部分对冲压力，Q4尤其十一基数压力逐步降低，酒店行业后续贝塔压力或有望逐步降低。同时，中报验证酒店优秀龙头的收入和经调整业绩仍可能逆势稳定增长，且我们预期中长线若伴随消费企稳，其整体向上弹性可观，鉴于此，我们建议中线配置亚朵和华住等品牌经营优秀的行业龙头，并建议结合后续贝塔趋势关注锦江酒店和首旅酒店投资机会。

图：国内酒店龙头上半年收入、业绩增长情况



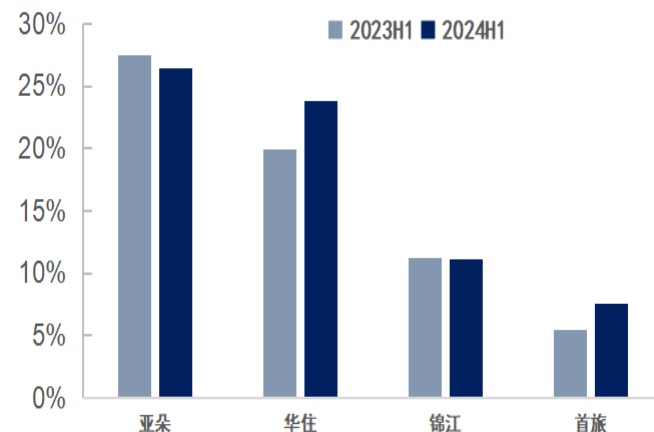
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：国内酒店龙头今年一季度和二季度收入、业绩增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：国内酒店龙头今年上半年和去年上半年经调整净利率变化



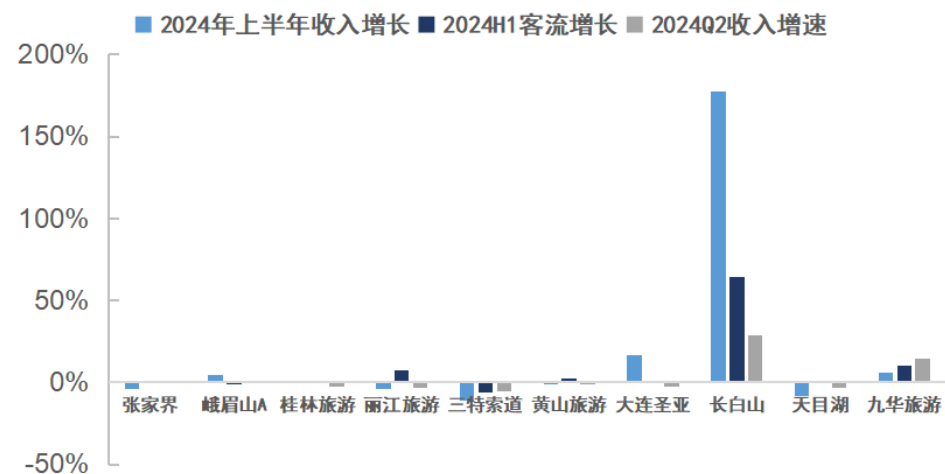
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



## 子板块：景区——上半年多数自然景区龙头客流仍平稳或增长

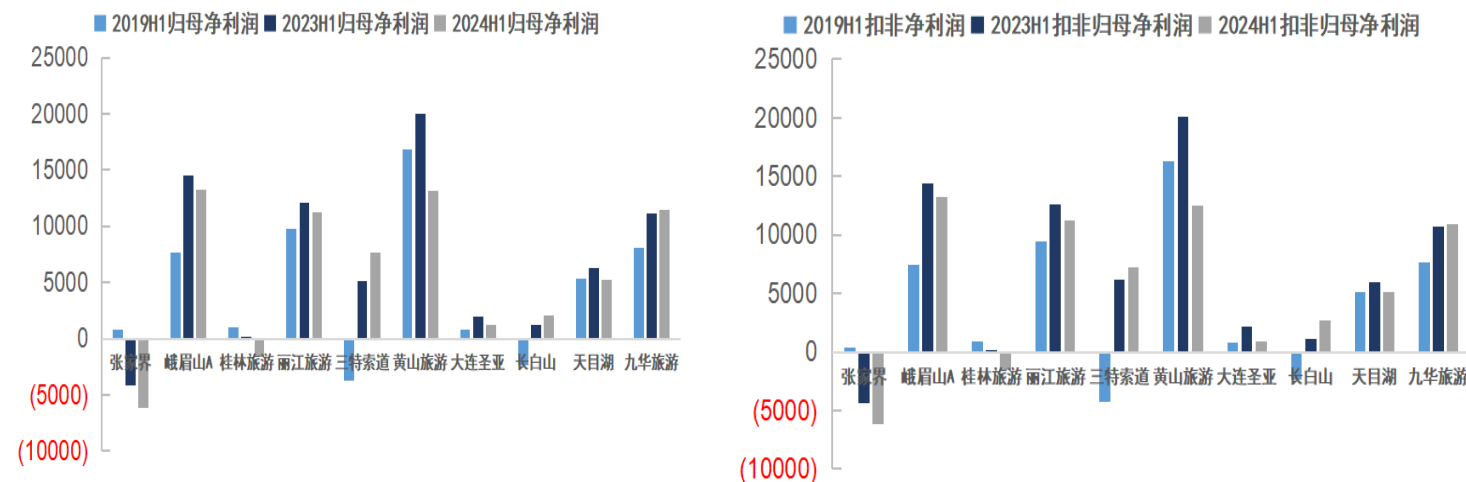
- 今年上半年，多数自然景区客流和收入仍相对平稳，相对有防御性。上半年，从主要景区的客流来看，多数同比基本持平或增长，仅三特索道因主景区梵净山天气扰动整体客流个位数下滑，长白山、九华旅游客流各增长29%、14%，低基数或交通改善等带动客流增长较快；黄山旅游和峨眉山客流增长0%、2%，高基数下整体平稳。收入方面略有分化，长白山收入+178%，增长势头强劲；而三特索道、天目湖等则收入下滑11%、9%，前者主要系梵净山景区扰动影响，后者则与短途游分流，消费环境影响客单价等相关。聚焦2024Q2，除长白山、九华旅游收入各增29%、14%外，其他景区高基数下收入多数持平或微跌。
- 上半年景区公司的归母业绩和扣非业绩表现相对分化，主要与其各自新项目培育周期等因素相关。在相对稳定的客流和收入表现下，多数自然景区上半年门票或索道等主业经营平稳，但归母业绩表现有所分化，主要与所得税差异、新项目或其他业务不同程度拖累相关。峨眉山A等去年同期因疫情期间亏损递延所得税资产影响，去年同期所得税率较低，今年所得税恢复正常以及演艺等项目拖累致业绩微跌，但仍明显好于疫情前。丽江旅游与泸沽湖、香巴拉项目影响相关。黄山旅游业绩下滑同样与所得税差异以及6月天气扰动等影响。长白山、九华旅游受益于客流增长和收入提升，今年上半年归母业绩和扣非业绩仍保持较快增长，且明显好于疫情前，整体表现较突出。三特索道虽然客流承压，但由于去年同期减值下低基数等影响，今年上半年归母业绩仍实现良好增长。

图：国内景区上市公司上半年客流和收入表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：国内景区上市公司上半年归母业绩和扣非业绩表现



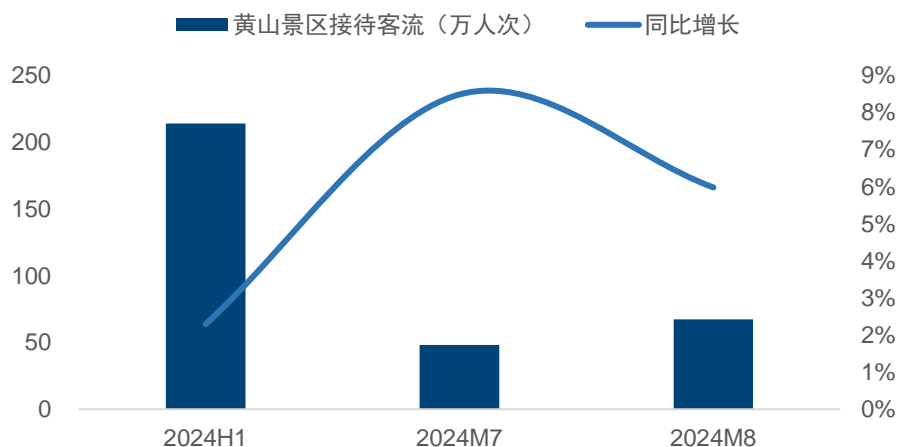
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 子板块：景区——暑期自然景区龙头客流高基数下仍相对平稳，有一定防御性



- **长白山：**尽管7月天气扰动客流表现，但公司7-8月暑期客流仍然实现正增长。今年7-8月，长白山景区客流129.6万人/+7.1%，较2019年增长8.5%。7月受天气因素扰动阶段主景区关闭、导致客流同比下滑8.7%，但8月同比增长24.5%，顺利回补，并且创历史新高，显示公司良好资源禀赋下的的客流韧性。暑期是公司全年基本盘，也是全年业绩达成度关键，今年暑期景区客流的良好表现有望为其全年主业良好经营奠定基础。
- **黄山旅游：**今年暑期（7月和8月），黄山风景区共接待游客115.47万人次/+6.99%，在高基数下实现良好增长，主要系免票促销（今年新增暑期周三每天5000张免票）和景区营销等综合发力。具体来看，黄山景区8月接待人数67.3万人次，创单月接待游客记录。整体来看，公司暑期客流在高基数下仍稳定增长，表现良好
- **峨眉山A：**结合我们对公司官网的跟踪，我们预计景区暑期客流平稳，7月因天气扰动略下滑，8月恢复增长，整体预计高基数下同比平稳表现。
- **九华旅游：**高铁通车等推动下，我们预计暑期客流仍有望保持稳定良好增长。
- **总体来看，**名山大川型自然景区客流在去年暑期高基数下仍然平稳，在目前消费趋势下呈现一定的防御特点，建议可关注其中客流趋势良好，既有存量扰动较少，未来有持续新核心项目拓展潜力的景区龙头。

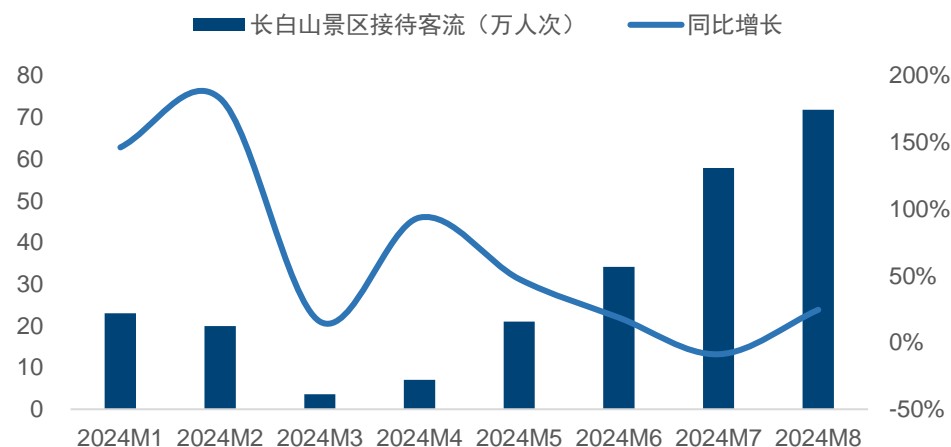
图：黄山风景区2024年1月至今客流跟踪



资料来源：黄山旅游公告，黄山风景区管委会，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：长白山2024年1月至今客流跟踪



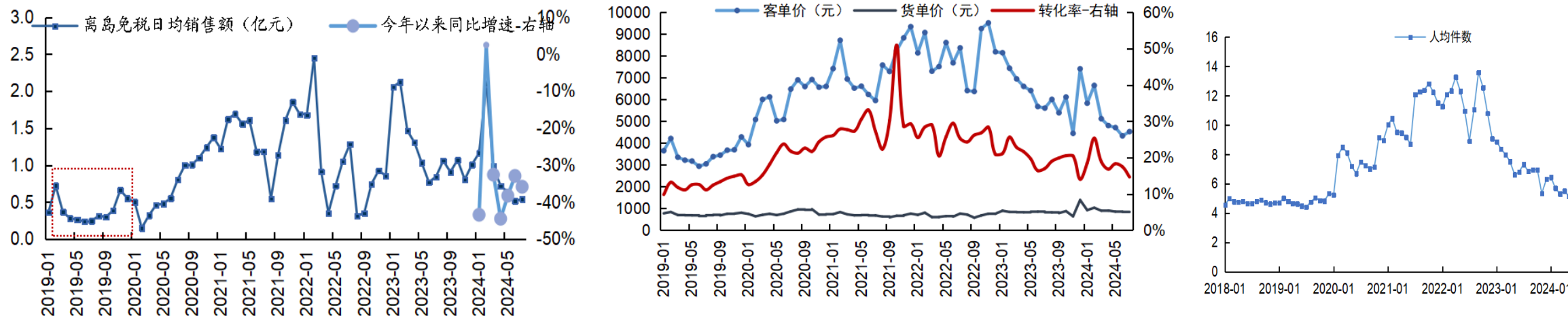
资料来源：长白山管委会，国信证券经济研究所

# 子板块——免税：海南免税仍承压，机场免税复苏，期待市内免税新政新增量



- **中国中免：上半年公司收入和归母业绩均承压，Q2进一步走弱。**2024H1，公司营收312.7亿元/-12.8%；归母净利润32.8亿元/-15.1%；扣非净利润32.4亿元/-16.0%，与快报一致。2024Q2，公司营收124.6亿元/-17.4%；归母业绩9.76亿元/-37.6%。
- **上半年海南免税仍然承压，出入境机场免税盈利改善。**上半年，海南离岛免税客流336.1万人次/-10%；离岛免税销售额184.6亿元/-29.9%；估算中免海南收入上半年同降26-30%。出入境机场免税伴随客流渐进复苏和租金协议重签，盈利改善。其中日上上海上半年收入85.0亿元/+3.7%（机场收入回升，日上直邮承压）；归母净利润3.1亿元，较23H1盈利839万元改善。
- **7月海南免税继续承压，未来需要结合消费趋势保持跟踪。**7月海南免税销售额16.76亿元/-36%，购物人次37万人次/-21%，客单价4536元/-19%，仍然继续承压。目前看，海南免税淡季日均销售额降至0.5-0.6亿元，客单价降至0.43-0.47亿元（疫情前淡季为0.3千元左右）；转化率17-18%，疫情前为11-13%。整体来看，近两年海南免税持续承压，核心还是消费环境制约购买力和转化率，此外海南兼有一定东南亚出境游分流影响，后续趋势仍待跟踪。

图：海南离岛免税日均销售额、客单价、转化率、件数等变化



# 免税：离境市内免税店新政落地，中免预计直接受益，消费环境影响成长空间



- 2024年8月底，国内离境市内免税店政策出台，预计10月1日起正式施行。具体如下表所示。本次市内免税店新政核心在于调整适用人群，将原有市内免税店全部转型为针对乘飞机/邮轮出境人群（本国和外国居民），相比此前离境仅能机场等口岸离境区购物等情况，市内免税店可以有效扩大免税经营面积，丰富购物品类和SKU，给消费者提供更多购物选择时间（离境前60日内均可购买），从而有望扩大免税经营时间和空间，截留出境人群消费，可以中长线助力免税行业发展，促进消费回流。
- 市内免税店城市范围与门店：存量门店转化，新增8个试点城市，中免预计将最直接受益。根据《关于完善市内免税店政策的通知》：1) 中免旗下北京、上海等6家市内免税店，可自2024年10月1日起转换；2) 中服运营的含北京、上海等12家外汇商品免税店及港中旅旗下的1家哈尔滨外汇免税店，自今年10月1日起3个月内转型为市内免税店，原有模式取消；3) 在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州等8个城市，各设立1家市内免税店，适用《办法》。中免旗下6家市内免税店和其拟参股49%的中出服旗下12家市内免税店等有望作为首批门店转型为针对出境人群的市内免税店，覆盖包括北京、上海等15个核心城市；且未来广州、深圳、成都等8个城市有望新设开市内免税店，中免也依托其全国免税牌照优势和旅游零售全产业链布局优势积极争取，从而最大化分享市内免税新政红利。综合来看，市内免税店新政落地，有望延展离境免税经营时间与空间，助力免税业中长线发展，但其拓展空间弹性与消费环境等相关。

表1：本次新政前，国内市内免税店基本情况

持有方	市内免税店类型	门店数	城市分布
中国中免	针对外国人的离境市内免税店	6	北京、大连、青岛、三亚、上海、厦门
港中旅（中国中免母公司）	外汇商品免税店，主要针对出境6个月内的归国居民（最早需使用外汇购买）	12	北京、重庆、大连、哈尔滨、杭州、合肥、昆明、南昌、南京、青岛、上海、郑州
中服（中免此前公告拟收购其49%股权）	外汇商品免税店	1	哈尔滨

资料来源：财政部，海关总署，公司官网等，国信证券经济研究所整理

表1：《市内免税店管理暂行办法》核心要点

分类	说明
购买人群	即将于60日内搭乘航空运输工具或国际邮轮出境的旅客（包括但不限于中国籍旅客）
免税品类	主要销售食品、服装服饰、箱包、鞋帽、母婴用品、首饰和工艺品、电子产品、香化产品、酒等便于携带的消费品。
免税范围	免除进口三税，国产品视同出口，退（免）增值税、消费税，鼓励国潮
免税额度	市内免税店购买商品不设购物限额，但应当符合海关关于旅客携带行李物品进出境应当以自用、合理数量为限的规定。旅客将所购免税商品携带出境后，再次携带进境的，按照进境物品管理，按规定征税。
提货方式	只能出境隔离区提取，并一次性带离出境，不得进境时提货。
提货点费用	地方政府应当协调口岸业主为市内免税店在口岸出境隔离区内设立免税商品提货点提供便利。口岸业主向经营主体收取的免税商品提货点费用标准不得高于同一口岸出境免税店的标准
设立市内免税店的城市、数量	由省级财政部门会同商务、文化和旅游、海关、税务等部门提出申请，财政部会同商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局提出意见报国务院审批
经营主体确立原则	由地方政府参照政府采购法中规定的采购方式和程序，采用竞争方式确定
核心参与资格	经国务院批准在全国范围内具有免税品经营资质的企业，可平等竞争市内免税店经营权。
股权结构要求	市内免税店经营主体可为单一股东或多元股东，可采取参股、合作等方式经营市内免税店。经营主体必须由经竞争确定并具有免税品经营资质的企业绝对控股（持股比例大于50%）

资料来源：中国政府网，东方财富网，国信证券经济研究所整理



# 子板块演艺——宋城演艺：存量项目有所承压，新项目经营表现良好



- 宋城演艺：2024H1公司收入11.8亿元/+58.1%，归母净利润5.5亿元/+81.7%，处于业绩预告区间中值。其中2024Q1收入5.6亿元/+138.7%，归母净利润2.5亿元/+317.3%（去年3月核心项目方复园，今年经营天数增加）。2024Q2收入6.2亿元/+22.1%，归母净利润3.0亿元/+23.2%。
- 上半年佛山、西安新项目均盈利，传统存量基本盘项目整体稳健但受消费环境及区域因素等表现分化，轻资产三峡项目预计贡献一次性增量。1) 新项目表现突出，上半年贡献约1.1亿元归母净利润增量。佛山首个营业年份表现超预期；西安项目归母净利润0.2亿元，上半年首次扭亏；上海减亏。2) 传统存量基本盘整体稳健，部分承压。3) 此外，上半年轻资产收入1.4亿，同比增加0.7亿，其中三峡项目贡献主要增量。目前该项目已于7月26日开业，公司表示Q3预计确认2000万+。4) 电子商务手续费同比翻倍，线上渠道建设逐步推进。
- 2024年8月宋城演艺千古情演出场次1709场，其中重资产项目共1376场，同比增长14%，增速较7月略提速。8月杭州/丽江/三亚/桂林/张家界场次各-26%/0%/-6%/-6%/-32%，上海同比持平，九寨同比-17%；但西安同比+81%（二号剧院扩产能）。同时新项目佛山场次较好。考虑存量项目仍占据公司利润主导，后续核心存量项目趋势直接影响公司经营表现。

图：宋城演艺今年以来场次跟踪及同比表现

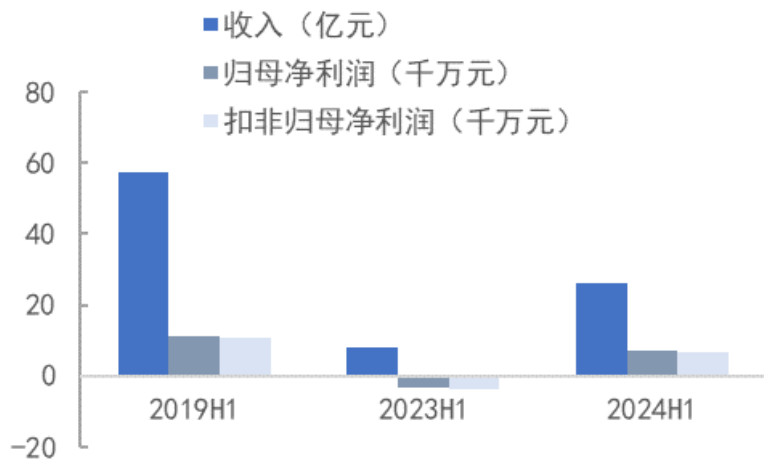
宋城演艺场次跟踪	2019年及以前存量项目							新开项目			轻资产项目			
	杭州	三亚	丽江	九寨	桂林	张家界	西安	上海	佛山	炭河	宜春	郑州	三峡	
202401	65	93	72	0	41	31	71	31	0	0	31	8		
202402	141	105	121	0	100	43	147	47	82	22	38	47		
202403	129	93	80	9	57	31	90	53	179	33	31	30		
202404	171	90	90	38	78	45	118	60	136	33	30	33		
202405	157	84	78	47	94	52	133	57	145	44	39	58		
202406	87	61	74	47	66	30	102	36	93	26	30	63		
202407	149	81	167	82	152	46	264	82	118	32	50	93	31	
202408	224	87	176	85	184	56	322	101	141	31	56	87	159	
202401		22%	76%		5%					-100%	-6%	-76%		
202402		25%	109%		178%					-21%	31%	38%		
202403	4%	0%	5%	0%	-8%	-11%	41%			-13%	-3%	-9%		
202404	2%	-1%	-20%	-21%	-4%	-24%	55%			-27%	-12%	3%		
202405	18%	-13%	-18%	21%	22%	-4%	82%			-15%	8%	66%		
202406	1%	-12%	-18%	18%	-1%	0%	36%			-13%	0%	58%		
202407	-18%	-2%	-17%	4%	-6%	-33%	65%	-8%		0%	-9%	55%		
202408	-26%	-6%	0%	-17%	6%	-32%	81%	0%		0%	10%	6%		

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 子板块——出入境：暑期出境游量增价减，旅行社龙头差异化复苏

- **暑期出境游量增价减**：暑期7-8月国际航班量同比2023年增长64.9%，较2019年恢复近八成，持续渐进复苏。但价格方面有压力，2024年暑期国际/港澳台机票（经济舱）含税均价同比2023年下降25.97%，同比2019年下降11.1%；目的地方面，暑期最热门的国际/港澳台机票目的地top5分别是：中国香港，曼谷，中国澳门，首尔，新加坡等，仍以近程为主。
- 从出境游相关公司角度，除港股在线旅游龙头携程、同程外，A股主要是众信旅游和凯撒旅游，同时岭南控股和中青旅也涉及。
- **众信旅游**：上半年收入26.17亿元/+584.7%，恢复到2019H1的46%；实现归母和扣非业绩0.72/0.67亿，同比大增，恢复到2023H1的65%、63%，持续复苏，暑期预计延续此前复苏趋势，**凯撒旅游**则仍有压力。**岭南控股**收入和扣非业绩同比超5成，其中广之旅收入+79%，归母业绩+136%，但较2019年同期仍有差距。

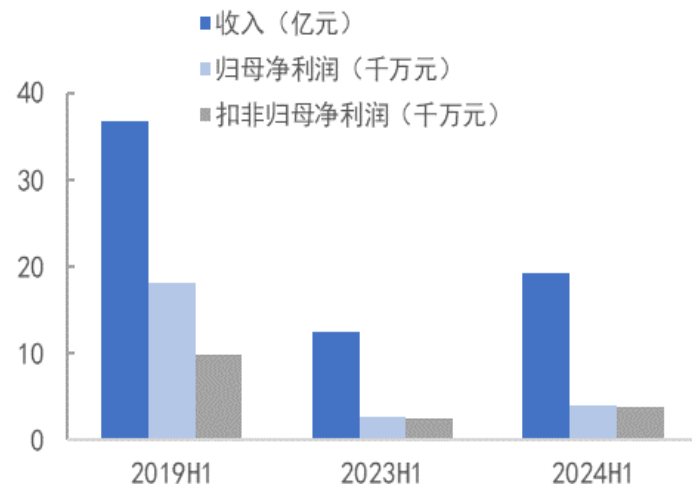
图：众信旅游上半年收入和归母业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：岭南控股2024年上半年收入和归母业绩表现



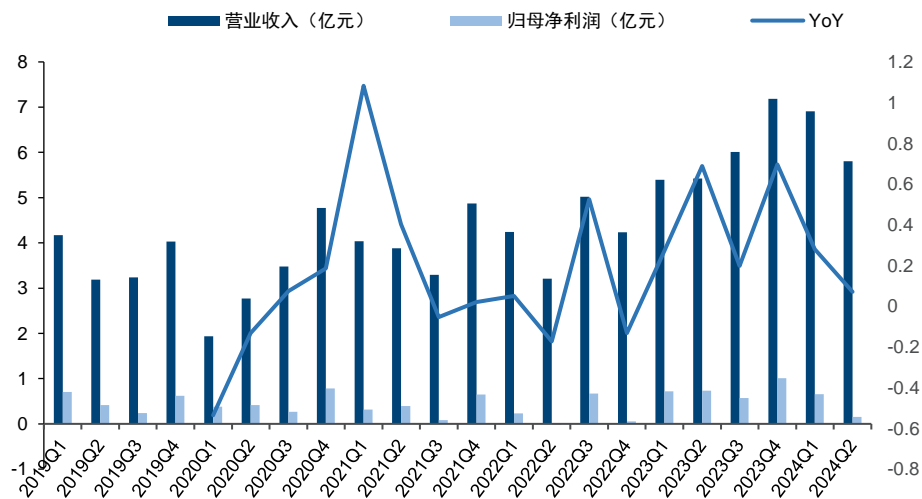
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 子板块-A股餐饮：新店持续开拓，上半年增收不增利

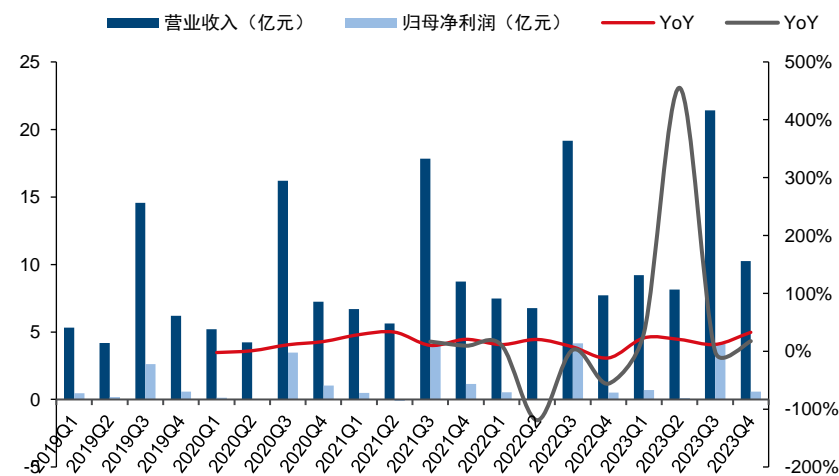
- **同庆楼：上半年增收不增利，维持年初开店计划。** 2024H1收入12.71亿元/+17.5%；归母净利润8095万元/-44.4%；扣非净利润7564万元/-27.96%；单Q2扣非净利润1100万元/-74.53%。今年宴会市场较2023年的疫后爆发也进入平稳释放阶段，且新店爬坡较去年也有所延长，短期面临业绩压力。其中老店二季度开始承压，上半年营业收入较2023年-5.5%，Q1同比+6.2%；新店层面亏损爬坡。上半年公司新开5家门店，建筑面积达21.55万平方米，公司下半年预计有4-6新店，新增建筑面积约5.5万平方米，2024年底计划完成10家富茂主体业态开业。
- **广州酒家：新增门店带动餐饮收入增长，食品竞争加剧与新店爬坡扰动盈利能力。** 2024年上半年，营业收入约19.12亿元，同比增加10.29%；归属于上市公司股东的净利润约5845万元，同比减少26.98%。其中，食品业务营业收入为11.42亿元，同比增长8.23%；餐饮业务营业收入为7.22亿元，同比增长14.62%。其中第二季度，营业收入9.0亿元，同比增长10.57%；归属于母公司所有者的净利润亏损1232.83万元，上年同期净利润1080.35万元，由盈转亏。

图：同庆楼上半年收入和归母业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：广州酒家季度收入和归母业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 子板块-港股餐饮公司多数承压，但部分龙头仍然维持较高经营水准



■ 餐饮类公司多数因自营重资产门店和竞争加剧业绩承压，但部分龙头通过控费增效等精细化管理表现突出，其中表现突出的公司：

■ 海底捞上半年核心经营利润率维持稳定，新品牌孵化战略加码。2024H1，公司实现营收214.91亿元/+13.8%；归母净利润22.58亿元/-9.7%，主要系汇兑损益变动和增值税优惠政策取消，核心经营利润27.99亿元/+13.0%。公司报告中提出“红石榴计划”，旨在鼓励孵化新品牌，创业项目包括焰请烤肉铺子、小嗨火锅、“小嗨爱炸”炸鸡等，新品牌孵化成为公司战略新重心。2024年以来公司经营效能维持较高水准，2024年中期公司派发现金股息也有助于增强公司投资吸引力。

■ 百胜中国精细化运营，24Q2业绩增速环比回升。2024第二季度，公司总收入达到26.8亿美元，同比增长1%，创第二季度新高。若不计及外币影响，总收入增长4%。本季度核心经营利润增长12%。虽然第二季度百胜中国同店销售环比第一季度还略有下降，主要源于高性价比产品销售，但公司营收、利润均出现更好增长，得益于公司更加精细化运营。

表：餐饮行业数据跟踪

	太二	九毛九	怂	海伦司	海底捞	呷哺呷哺	湊湊	特海国际	奈雪的茶	肯德基	必胜客
2023年3月	80% (同比19年)	76% (同比19年)		104%	130%+	131%	134%	118%	115%		
2023年4月	133%	131%	128%	101%	140%+	144%	122%	104%	120%		
2023年5月	126%	121%	112%	91%	~140%	232%	116%-		130%		
2023年6月	108%	105%	105%	100%	~130%	160%	~100%	94%	110%	15%	13%
2023年7月	90% (同比19年)				120%	169%	~100%	-	~100%		
2023年8月	105%	97%	104%	80%	120%	113%	88%	100%	~100%		
2023年9月	110%	99%	104%	70%	120%	112%	79%	略微下降	~100%		
2023年10月	107%	97%	93%	70%	130%			略有提升	85%	4%	2%
2023年11月	104%	100%	84%	90%	128%	105%	76%	整体恢复情况明显好于去年同期水平	85%		
2023年12月	103%	92%	78%	85%	125%						
2024年1月	109%	98%	77%	90%	140%	100%	120%	略有提升	80%		
2024年2月	116%	133%	80%	90%	160%	135%	78%	略有提升		3%	6%
2024年3月	142%	122%	108%	104%	200%	170%	81%	同比提升	106%		
2024年4月					124%	93%	未披露	继续提升	77%		
2024年5月	-11%	-4%	-35%		140%	未披露	未披露	提升明显	66%	-2%	-5%
2024年6月					130%				70%		
2024年7月					120%				73%		
2024年8月	-18%	-13%	-37%		120%				78%	-3%	-8%
2024年9月					110%				71%		
2024年10月					100%				69%		
2024年11月					100%				82%		
2024年12月											弱复苏指引

注：N年的比较基准为N-1年，除非特别申明特定年份；其中海伦司口径为同店日销，九毛九/太二/奈雪/呷哺呷哺/湊湊为同店收入，特海国际、海底捞为同店翻台率。  
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **行业:**上半年国内游稳定增长，出入境客流强势复苏。上半年，国内游人数增14%，收入增19%，稳定增长。上半年出入境人次+71%，恢复至2019年的83%；上半年国际航线客流规模恢复至2019年的8成，同增254%；出入境客流强势复苏。
- **板块:**上半年A股出行链整体平淡，部分境外上市出行链龙头依托流量（会员）优势经营表现相对突出。上半年，A股出行链公司收入、归母和扣非业绩同比各降2%、7%、11%，二季度收入、归母和扣非业绩各下滑6%、18%、29%，整体平淡。综合A股和境外上市出行链龙头经营梳理，今年上半年子板块表现如下：在线旅游或本地服务平台龙头依托线上流量优势和经营提效整体表现良好；部分景区龙头客流和收入相对有韧性；出境游、演艺恢复性增长；酒店龙头平稳或录得稳健增长；免税、餐饮、综合等板块多数承压，仅部分强品牌餐饮龙头良好。1-8月社服整体跑输大盘，仅景区、部分OTA等龙头跑出结构性行情。
- **投资建议:**2024年上半年出行链公司整体表现相对平淡，但具有线上平台流量优势的龙头经营表现仍明显领先行业大盘，同时具有品牌&会员流量优势，连锁扩张（加盟扩张为主）、经营高效的优质龙头仍录得良好阿尔法成长。目前经济环境和市场风格下建议配置携程集团-S、美团-W、同程旅行、华住集团-S、百胜中国、海底捞、九华旅游、峨眉山A、长白山、锦江酒店等。
- **风险提示:**1、宏观疫情等系统性风险，政策不及预期等；2、行业竞争加剧；3、国企改革进度节奏等低于预期，激励优化低于预期；4、并购整合风险、商誉减值风险等；5、扩张速度不及预期或重资产扩张培育期可能延长等风险；6、政策风险。

# 重点公司盈利预测及估值



附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	收盘价 24-9-13	EPS			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601888.SH	中国中免	55	3.25	2.88	3.45	17	19	16
600859.SH	王府井	12	0.62	0.74	0.85	19	16	14
600515.SH	海南机场	3	0.08	0.08	0.09	37	40	35
600754.SH	锦江酒店	23	0.94	1.33	1.41	24	17	16
600258.SH	首旅酒店	11	0.71	0.74	0.84	16	15	13
1179.HK	华住集团-S	21	1.28	1.34	1.49	16	16	14
301073.SZ	君亭酒店	15	0.16	0.62	0.88	96	25	17
605108.SH	同庆楼	14	1.17	1.30	1.65	12	11	9
603043.SH	广州酒家	13	0.97	1.08	1.23	14	13	11
9922.HK	九毛九	2	0.32	0.44	0.54	6	5	4
0520.HK	呷哺呷哺	1	0.30	0.41	0.57	2	2	1
6862.HK	海底捞	11	0.81	0.83	0.92	14	14	12
9987.HK	百胜中国	242	15.39	16.02	17.45	16	15	14
2150.HK	奈雪的茶	1	0.19	0.06	0.14	6	19	8
9961.HK	携程集团-S	336	19.12	24.02	28.02	18	14	12
0780.HK	同程旅行	15	0.95	1.13	1.33	15	13	11
3690.HK	美团-W	112	3.82	6.28	8.23	29	18	14
300144.SZ	宋城演艺	7	-0.04	0.42	0.49	-	17	15
603136.SH	天目湖	10	0.54	0.59	0.69	18	17	14
000888.SZ	峨眉山A	11	0.43	0.49	0.55	26	23	21
002159.SZ	三特索道	13	0.72	0.85	0.97	18	15	13
600138.SH	中青旅	9	0.27	0.48	0.62	34	19	14
603199.SH	九华旅游	33	1.58	1.77	1.95	21	18	17
002033.SZ	丽江股份	8	0.41	0.41	0.46	20	20	18
600054.SH	黄山旅游	10	0.58	0.65	0.72	18	16	14
603099.SH	长白山	23	0.52	0.67	0.79	45	34	29
300662.SZ	科锐国际	14	1.02	1.39	1.78	14	10	8
600861.SH	北京人力	14	0.97	1.65	1.88	14	8	7
BZ.O	BOSS直聘	11	2.40	2.96	3.91	5	4	3
6100.HK	同道猎聘	2	0.00	0.24	0.36	779	6	4
1797.HK	东方甄选	11	0.94	0.98	1.13	12	11	10
0839.HK	中教控股	4	0.51	0.78	0.89	8	5	4
003032.SZ	传智教育	8	0.27	0.31	0.37	28	24	20
605098.SH	行动教育	31	1.85	2.32	2.88	17	13	11
000526.SZ	学大教育	50	1.25	2.05	2.70	40	24	18
002607.SZ	中公教育	2	0.09	0.17	0.24	21	11	8
2469.HK	粉笔	2	0.08	0.26	0.32	28	9	7
1773.HK	天立国际控股	3	0.16	0.25	0.34	22	14	10
300795.SZ	米奥会展	13	0.82	1.00	1.28	16	13	10

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

- 一、宏观疫情等系统性风险，政策不及预期等。
- 二、行业竞争加剧。
- 三、国企改革进度节奏等低于预期，激励优化低于预期。
- 四、并购整合风险、商誉减值风险等。
- 五、扩张速度不及预期等。



## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。





国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032