

# 2024年国庆黄金周跟踪： 服务消费景气提升，继续看好高效能细分龙头

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

# 国庆黄金周跟踪：假期服务消费景气提升，看好优质细分龙头，兼顾顺周期标的



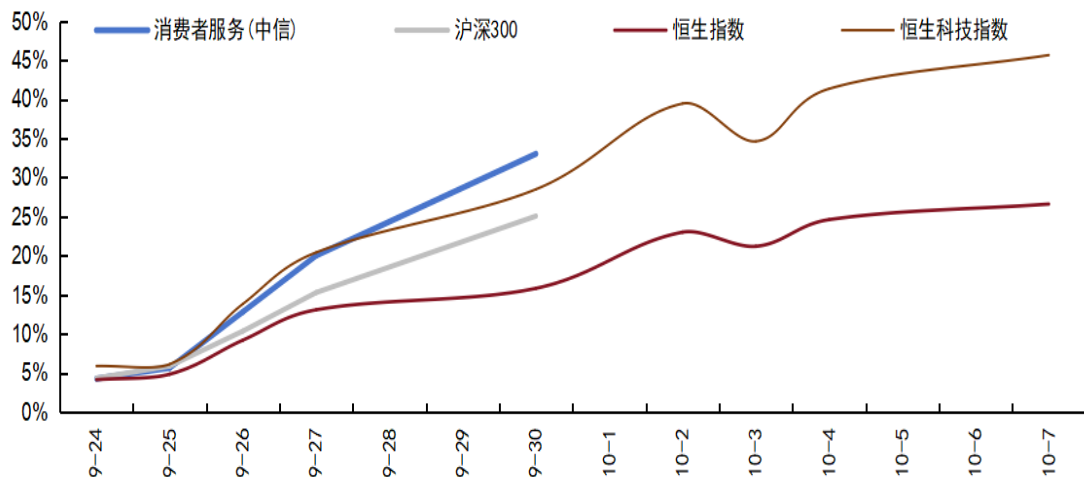
- **近期行情复盘：**国家积极政策组合拳作用下，A股、港股及中概股开启强劲反弹，社服板块中强阿尔法龙头与高贝塔赛道个股领涨。9月24日-10月7日，A股、港股大盘强势反弹，其中A股消费者服务指数涨33.02%，跑赢大盘。个股层面，本轮反弹中A股社服前期超跌、顺周期的人服、酒店、演艺、餐饮等龙头更为突出，而年初至今领涨的自然景区和K12教育在本轮反弹中相对平稳；本轮反弹期间港股社服餐饮茶饮赛道超跌个股领涨，年初至今领涨的线上流量龙头和K12教育低市值龙头表现依旧突出，部分职教个股在本轮反弹也较为显著。
- **国庆假期：国内游高基数下韧性彰显，量价同比均有改善。**国内游总花费可比口径增长6.3%，恢复至2019年同期108%。量：国内游客流可比口径增长5.9%，恢复至2019年同期的110.2%，不及五一长假恢复预计有出境游分流。价：供给端扩容、需求追求性价比及客群结构年轻化（衍生出小众反向游、错峰出行、预订窗口缩短等消费习惯）综合影响，机酒价格同比延续下滑，其中国内机票经济舱均价较23年-15.1%。但国内游人均客单按可比口径同比仍然增长0.4%，恢复至2019年的98%，较五一长假消费意愿修复，目的地休憩半径扩大也有望带动二消。
- **本地餐饮消费在促内需中首先受益，线上平台好于行业大盘。**1、假期上海等地发放服务消费券，美团作为本地生活流量巨头有望优先受益促内需政策，假期平台订单量显著好于行业大盘，到店服务消费同比增长超40%，看好其组织变革、流量打通、产业链深耕等自身成长叠加本地消费需求复苏弹性。2、餐饮作为“低门槛的快乐消费”，有望受益于家庭外出聚餐和商务宴请顺周期的反弹，节日期间（9月30日至10月6日）上海线下餐饮消费同比两位数增长，看好过往同店表现坚挺、开店速度坚韧的强效能龙头在复苏周期的业绩稳步验证。
- **异地出行场景增长环比暑期改善显著，出境游强势复苏，在线旅游龙头综合受益。**1、酒店：国庆假期酒店行业降幅较Q3收窄。根据酒店之家数据，今年三季度以来国内酒店行业RevPAR在高基数下同比下滑9-10%，剔除日期错位扰动，国庆附近2周酒店行业平均RevPAR-4.6%，环比此前趋势明显改善，后续在基数压力缓解下，行业REVPAR趋势值得保持密切跟踪。2、景区演艺：国庆假期名山大川景区与运营突出的人造景区客流增长良好，其中峨眉山、长白山、黄山、九华等头部景区同比双位数增长，较暑期平稳增长态势改善；假期宋城演艺千古情演出场次481场，其中重资产项目369场，同比增长47%，较三季度显著提速。3、在线旅游：龙头受益于在线渗透及产业链话语权提升，表现优于大盘。一方面，平台国内交通业务本身与量直接挂钩有望直接受益；同时尽管酒店整体价格回落趋势延续，但高星酒店订单量增势良好推动平台GMV与佣金率的结构改善。另一方面，国庆期间携程出境游日均订单量均超越2019年，恢复度持续领先行业运力20-30%。
- **投资建议：**伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块情绪与估值迎来大幅修复，国庆假期服务消费环比五一、暑期改善有望在短期继续提振板块信心，后续公司基本面实质性改善需要进一步观察。目前经济环境和市场风格下继续看好供需格局向好、业绩确定性更强的优质细分龙头，同时兼顾经营效能突出的顺周期弹性标的，出行链中建议配置携程集团-S、美团-W、百胜中国、海底捞、同程旅行、华住集团-S、峨眉山A、锦江酒店等（本篇报告投资建议未涉及教育人力板块）。
- **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。

# 行情复盘：9月24日以来社服板块随大盘强劲反弹，国庆港股及中概股继续走高



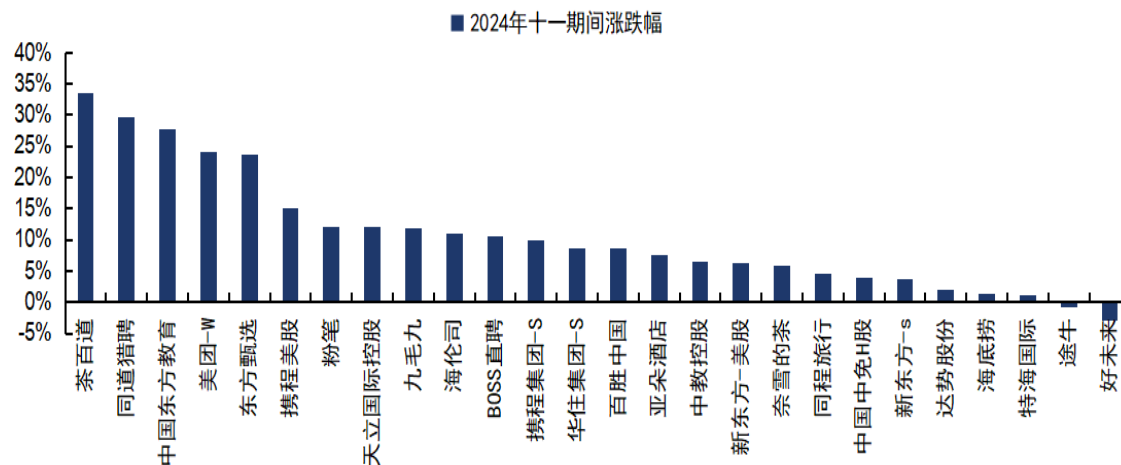
- 9月24日以来，国内各类重磅政策开启组拳出击。货币政策方面：主要包括降准、降息、设立证券基金保险互换便利（5000亿）及创设回购增持再贷款（3000亿）等内容；地产政策方面：包括降存量房贷利率、降二套首付、优化保障房再贷款；资本市场政策方面：包括推动中长期资金入市、并购重组六条、市值管理指引等。此外，上海市发放5亿元服务消费券等，以进一步拉动消费。
- 鉴于此，A股、港股及中概股在9月24日开始迎来强劲反弹，社服板块亦表现突出。如下图所示，9月24日以来，沪深300指数上涨25.06%；恒生指数和恒生科技指数各上涨26.59%、45.65%，表现突出。同时，受此影响，A股消费者服务指数9月24日以来上涨33.02%，跑赢沪深300指数近8pct。
- 其中，国庆假期期间，恒生指数上涨9.30%，在9月下旬强劲表现下继续表现靓丽，OTA等线上平台和前期下跌较多的社服个股涨势较突出。1) 美团、携程（美股）等社服核心权重股十一期间上涨24%、15%，线上平台流量的优势和兼有一定顺周期向上弹性下，继续受资金青睐；2) 茶百道、同道猎聘、中国东方教育、东方甄选等前期下跌较多的消费个股也迎来反弹。

图：A股、港股及美股中概股社服公司今年以来涨跌幅表现



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图：社服港股及中概股十一期间走势表现

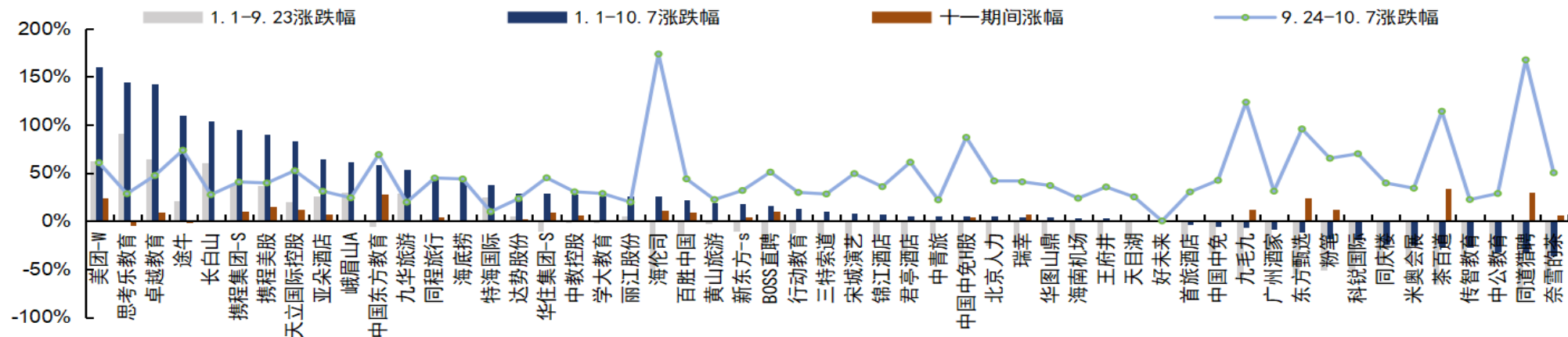


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

# 行情复盘：今年以来A股景区和教育涨幅突出，港股线上流量龙头涨幅领先

- **A股社服**：今年以来截止9月底，景区和K12教育整体表现较突出，核心在于业务相对有韧性且现金流良好，在消费渐进复苏下相对优势突出，但本轮反弹中景区和K12培训相对平稳；而前期超跌、顺周期的人服、酒店、演艺、餐饮等龙头本轮反弹表现相对突出，其中科锐国际、君亭酒店、宋城演艺等创业板个股上涨70%、61%、49%，整体领涨。
- **港股社服**：今年以来截至10月7日，港股社服核心系线上流量龙头和K12教育低市值龙头表现突出。其中在线旅游龙头及本地生活服务平台依托平台流量优势，经营表现良好，股价表现强劲，其中美团、携程港股各上涨160%、95%，且在本轮反弹中依然上涨61%、40%，仍然可观。K12教育低市值品种持续高弹性，创年度或者历史新高，十一期间表现则相对平稳；餐饮茶饮赛道除海底捞、百胜中国前期表现相对平稳外，其他多数今年来回调显著，本轮反弹表现亮眼，十一期间茶百道等反弹超30%。此外，同道猎聘、中国东方教育等前期跌幅较多的个股近期反弹也较显著。
- **美股社服**：携程和亚朵今年持续强劲，亚朵核心受益于规模快速扩张和零售业务持续推动；低市值的途牛和有道本轮反弹领先，其他龙头个股年度涨幅相对稳定。
- 总体来看，强阿尔法公司整体表现突出，高贝塔弹性的赛道个股反弹时弹性相对领先，后续可跟踪基本面改善程度。

图：A股、港股及美股中概股社服公司今年以来涨跌幅表现



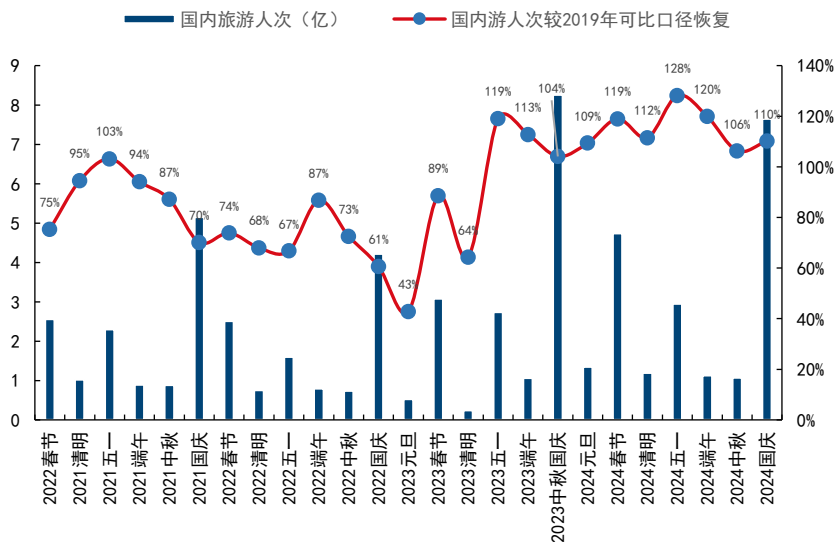
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理



# 国庆跟踪：国内游高基数下常态化增长，量价同比均有改善

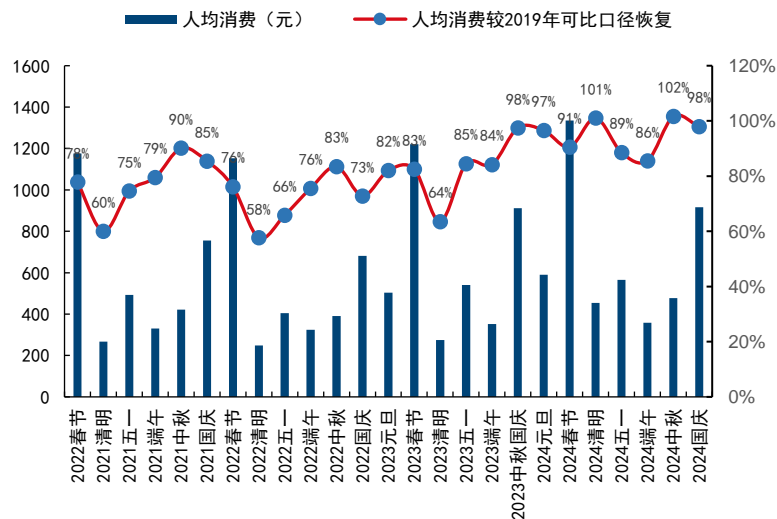
- **国庆假期综述：**国内游总花费可比口径增长6.3%，恢复至2019年同期108%，高基数下韧性凸显。假期7天，国内游总花费国内游客出游总花费7008.17亿元，按可比口径同比增长6.3%，恢复至2019年107.9%，恢复度环比中秋持平、但不及五一的114%。
- **量：**国内游客流可比口径增长5.9%，恢复至2019年同期的110.2%，不及五一长假恢复预计有出境游分流。假期7天，国内游客流7.65亿人次，按可比口径同比增长5.9%，恢复至2019年同期的110.2%，恢复度环比中秋改善，但不及五一、端午，预计有出境游分流扰动。
- **价：**国内游人均客单按可比口径同比增长0.4%，恢复至2019年同期98%，较五一长假消费意愿修复。假期7天，国内游人均花费916元，按可比口径同比增长0.4%，恢复至2019年同期98%，恢复度环比中秋回落，但好于五一、端午，尽管假期机酒价格同比预计延续双位数下滑态势（其中国内机票经济舱均价较23年-15.1%，较19年+3.8%，去哪儿平台高星酒店均价同比下降15%），但人均消费同比仍然微增，预计系消费意愿有所修复，以及游客休憩半径同比提升后有望带动二次消费。根据文旅部，假期7天游客目的地平均游憩半径增长1-5%。

图：国内游人次变化



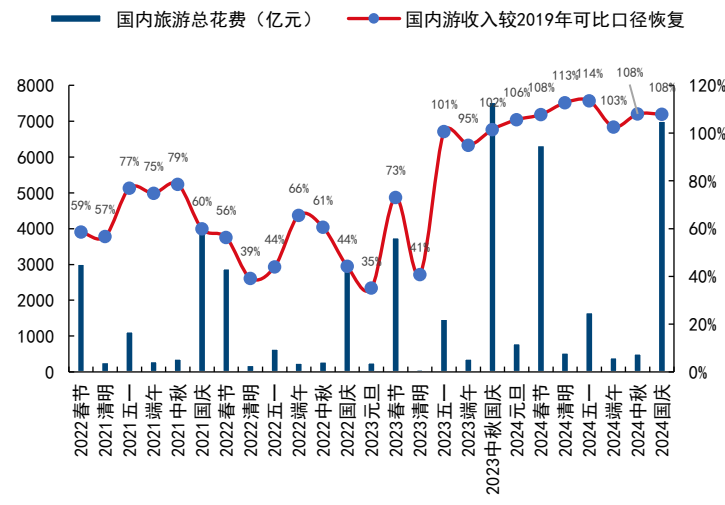
资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图：国内游人均消费变化



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图：国内游总花费变化

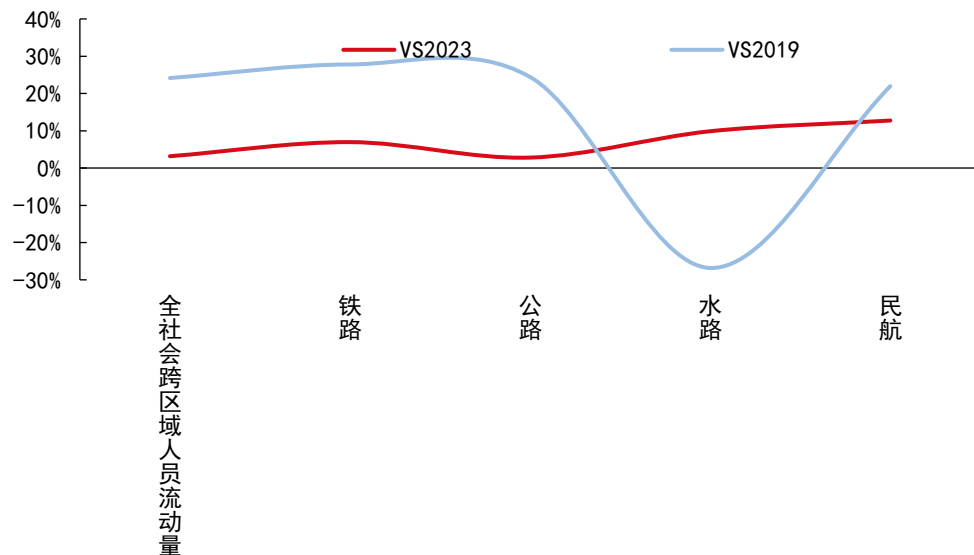


资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

## 出行方式：假期前6天全社会流动量同比增长3%，民航增速相对领先

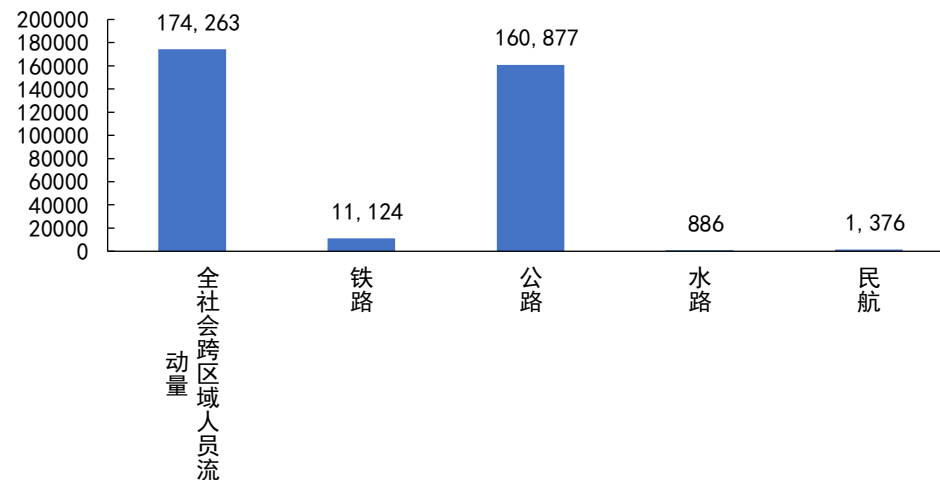
- 国庆假期前6日全社会流动人员增速好于预期。此前预期：9月27日交通运输部预计，国庆黄金周期间全国跨区域人员流动将达19.4亿人次，日均2.77亿人次，较23年+0.7%，较19年+19.4%。目前来看：10月1-6日，全社会跨区域人员流动量17.4亿人次，较23年+3.2%（今年五一假期同比增速为2.1%），较19年+24.1%。其中：铁路客运量1.1亿人次，较23年+7.0%，较19年+27.8%；公路客运量16.1亿人次，较23年+2.8%，较19年+24.4%；水路客运量886万人次，较23年+9.9%，较19年-26.8%；民航客运量1376万人次，较23年+12.7%，较19年+22.0%。
- 整体而言，去年8天假期高基数，同时今年以来居民出游预定周期更短、节前订单增速无法反应假期全貌，由此带来部分投资人对于国庆预期相对保守，但实际出行热度呈现较强韧性。且今年更温和的价格制定以及低价错峰等更灵活的消费方式进一步促进出行意愿。

图：10.1-10.6全社会跨区域人员流动量增速



资料来源：交通运输部，国信证券经济研究所整理

图：10.1-10.6全社会跨区域人员流动量（单位：万人）



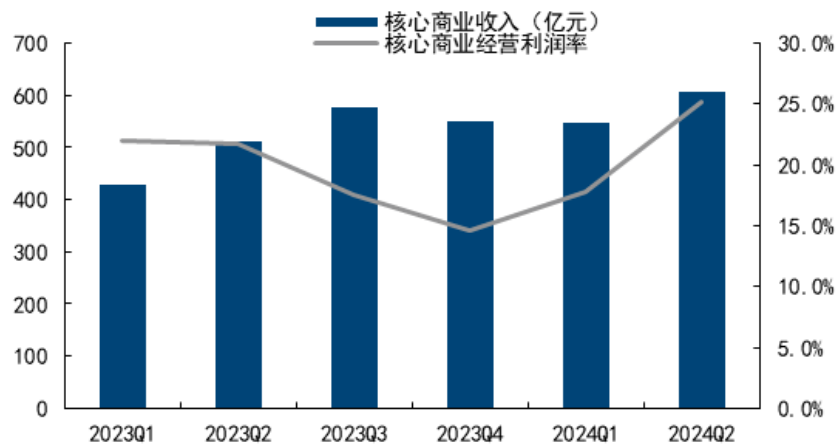
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 美团-W：本地生活流量巨头持续表现良好，后续若周期复苏可关注餐饮弹性



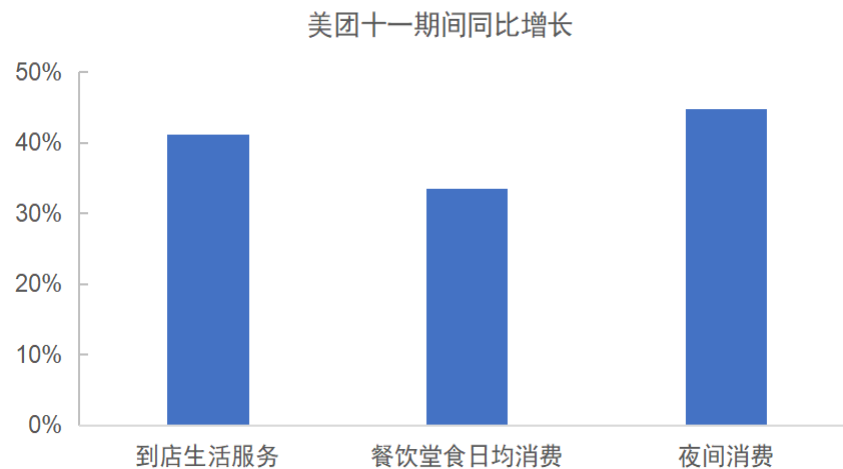
- 美团：公司作为本地生活流量巨头，持续通过组织变革、流量打通、产业链深耕等助力成长。1) 线上流量增长仍然明显好于行业大盘，尤其到店业务依托渗透率持续提升，今年以来增势良好；2) 伴随竞争相对缓和，线上流量定价权提升机公司产业链多元变现提升，其综合变现率上半年持续提升；3) 经营效率持续提效，新业务减亏助成长，经营表现韧性突出；4) 未来若周期复苏，餐饮等服务消费复苏逐步推进，其成长可兼具一定顺周期弹性。今年以来截止10月7日，美团整体股价上涨160%，领涨社服板块；9月24日以来本轮反弹仍强势上涨61%，其中十一期间仍上涨24%，表现可观。
- 聚焦其十一表现：到店服务消费同比增长超40%，整体良好。结合上证报等报道，“十一”假期，美团平台全国生活服务到店消费规模同比增长41.2%，上海、北京、成都、深圳、重庆消费规模位居全国前五。“十一”假期前5天，餐饮堂食消费日均值相比2023年国庆假期增长33.4%，分消费时段来看，夜间时段消费较2023年假期增长44.8个百分点，增长良好。餐饮场景中，游客的消费较2023年假期上升超75%；整体表现仍然突出。

图：美团2023年以来收入和经调整业绩表现



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图：美团2024年十一期间部分业务同比增长情况



资料来源：上证报等媒体报道，国信证券经济研究所整理

# OTA：平台业务增速优于行业整体，线上份额增长叠加稳定格局促进业绩验证



- **线上化渗透提升叠加行业竞争格局稳定，OTA龙头2023年以来业绩逐季验证优异。**1、线上玩家持续受益于旅游稳定增长及在线份额提升，疫后几个季度持续验证；而得益于优质客群粘性，平台客单也比较难得的实现同比稳定或增长；2、OTA行业格局已经到了相当稳定的阶段，而伴随上游供给扩张，平台在酒店产业链话语权也进一步提升，反映在酒店间夜增长持续优于行业大盘以及净佣金的稳中有升。3、龙头公司兼顾成长与利润，用基本盘的效率优化支持新业务的拓展成长。良好的现金流下，龙头对于回购或分红动作逐步积极。今年以来截止10月7日，携程集团、同程旅行整体股价上涨96%、42%，9月24日以来本轮反弹仍强势上涨40%、45%，在社服板块涨幅居前。
- **聚焦十一表现：1、国内出行住宿价格回归理性带动居民出游意愿，OTA订单量有望受益。**结合前述，国庆假期，伴随供给修复，机票、酒店均价回调，进一步激发游客出游意愿，交通运输部实际出游量好于前期官方预测，线上化渗透提升下龙头平台有望直接受益，尤其平台国内交通业务本身与量直接挂钩。2、**高星酒店增势良好推动平台平均房价与佣金率的结构改善。**根据去哪儿数据，假期高星酒店均价同比下降了15%，高性价比拉动了需求，高星预订增幅达到三成以上，其中县域高星酒店同比增长5成，进而有望推动平台平均房价及佣金率结构性改善。3、**出境游继续好于行业大盘，家庭亲子游占比提升，低线城市注入新增长动能。**国庆期间，民航预计执行国际航班恢复至2019年的83.6%。线上OTA平台订单恢复度持续领先行业20-30%，国庆期间携程平台上入境游和出境游日均订单量均超越2019年，首日出境游订单量同比增长近四成。其中家庭出游占比提升至37%，亲子游平均花费高于整体的2倍。根据去哪儿平台，国庆假期常住地在线及以下/二线/新一线/一线城居民出境游订单量较去年增长分别近3倍/七成/四成/基本持平，出境游群体延伸为后续平台业务增长注入动能。

图：携程集团-S2023年以来业绩情况

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%

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2023年以来业绩情况

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%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



# 餐饮：假期上海消费券效果显著，线下餐饮消费同比两位数增长



- 假期上海消费券效果显著，线下餐饮消费同比两位数增长。据消费市场大数据实验室（上海）数据，节日期间（9月30日至10月6日），全市线上线下消费实现676亿元，同比增长3.2%。36个重点商圈进店线下客流总量达到3449万人次，同比增长9.8%，25个商圈客流实现增长，淮海中路、真如、北外滩等16个商圈客流同比增长超10%。“乐品上海”餐饮消费券引流效果显著，第一轮第一批、第二批发放以来，餐饮企业的预定量、客流量和客单价显著提高，假期上海线下餐饮消费80亿元，同比两位数增长。特别是正餐也实现了增长。
- 重点公司方面，据澎湃新闻消息，海底捞后台数据显示，2024年10月1日当天，全国海底捞火锅门店共计接待顾客超190万人次，同比增长超5%。海底捞上海人民广场门店该日午市客流量较平日增长40%，上海消费券对于消费拉动较为明显，大约10%客人出示并使用了消费券，预计客流国庆期间尚未达峰。除海底捞外，怂火锅厂10月1日当天全国79家门店总营业额超472.1万元，总接待人数约为4.5万；太二酸菜鱼品牌总营业额超1887万，总接待人数超24万。
- 餐饮作为“低门槛的快乐消费”，有望受益于家庭外出聚餐和商务宴请顺周期的反弹，看好过往同店表现坚挺、开店速度坚韧的强效能龙头在复苏周期的业绩稳步验证。

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
2024年1月					124%	93%未披露		继续提升	77%		
2024年2月	-11%	-4%	-35%		140%未披露	未披露		提升明显	66%	-2%	-5%
2024年3月					130%				70%		
2024年4月					120%				73%		
2024年5月	-18%	-13%	-37%		120%				78%	-3%	-8%
2024年6月					110%				71%		
2024年7月					100%				69%		
2024年8月		与Q2趋势类似			100%				82%	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

# 景区：年初以来头部自然景区客流平稳增长，名山大川国庆假期增势突出



- 前三季度多数自然景区客流相对平稳，头部景区股价涨幅居前。前三季度从主要景区的客流来看，多数同比基本持平或增长，性价比属性下横向对比相对优势突出，反映到股价上年初至今自然景区涨幅居前，今年1.1-10.7，长白山、峨眉山A、九华旅游股价上涨104%、61%、54%。
- 国庆假期名山大川在环比改善显著，人造休闲景区仍然面临考验。国庆来看，名山大川型自然景区客流在去年高基数下仍然表现强势，大多好于暑期的平稳增长态势，而人造休闲景区相对承压。其中表现良好的有：峨眉山景区接待游客26.31万人次，同比23年增加19.35%，同比19年增加83.45%；九华索道客流预计日均增长良好；长白山景区累计接待游客18.18万人次，同比去年前7日增长18.05%；黄山景区累计接待游客约19.2万人次，与去年8天持平，日均同比增长14%。此外，丽江股份三条索道游客预计受天气扰动相对平稳。此外其他人造休闲景区因出境游分流等影响表现平平。整体而言，景区板块重视假日客流增长居前，其中重点关注存量业务成本拖累相对有限以及成本控制有积极改善预期的景区标的。

表：2024年国庆假期部分重点景区接待旅客数及收入表现

重点景区	接待旅客（万人次）	接待旅客同比yoy	收入（亿元）	收入同比yoy	备注
峨眉山	26.31	19.35%			可比口径
长白山	18.18	18.05%			对比基数为去年中秋国庆前7日
九华山		预计约20%左右			对比基数为日均
黄山	19.2	14%			对比基数为日均
丽江玉龙雪山	17.5	3.55%			国庆前预计，对比基数为日均
乌镇	35.57	-8.23%	7893	-6.38%	对比基数为去年中秋国庆后7日
古北水镇	11.55	-31.74%	3,408	-29.48%	对比基数为去年中秋国庆后7日

资料来源：各省市文旅厅、各公司官网或官微、新浪微博、中新网，国信证券经济研究所整理

# 宋城演艺：国庆假期总接待游客量同比增长59.7%，成熟项目增速环比Q3改善



■ 宋城演艺：2024年国庆假期宋城演艺千古情演出场次481场，其中重资产项目同比增长47%，散客化提升成效凸显。根据官方公众号统计，10月1-7日千古情演出场次数481场，估算同比23年假期前7日+59%，其中自营项目369场，同比+47%，五大成熟项目同比+16%；具体来看，杭州/三亚/丽江/九寨/桂林/张家界/西安/上海场次同比+38%/-5%/-13%/+17%/+30%/-6%/+100%/0%，其中西安项目2号剧院扩容后表现尤其突出，杭州、桂林、九寨增速也环比Q3显著改善。值得注意的是，过往公司基于大剧场与团队游的较高匹配度，在一线旅游目的地建立扎实的获客能力，疫后行业自由行占比提升扰动公司存量项目恢复节奏。在此背景下，公司积极挖潜线上散客增量，逐步搭建新渠道竞争力。目前看国庆假期总接待游客量同比去年同期增长59.7%，其中杭州宋城散客率72%、佛山项目散客率87%，新渠道效果已逐步显现。

图：宋城演艺今年以来场次跟踪及同比表现

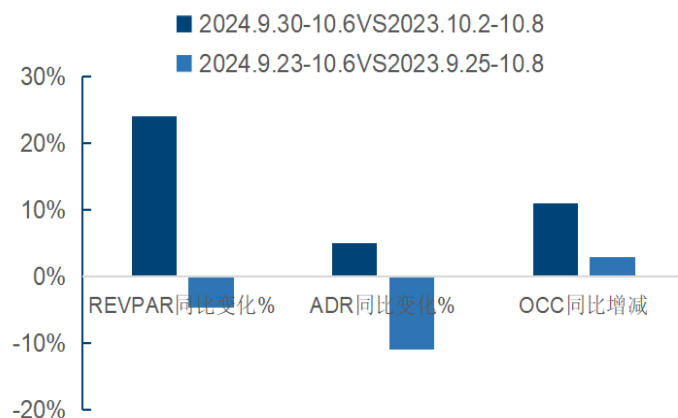
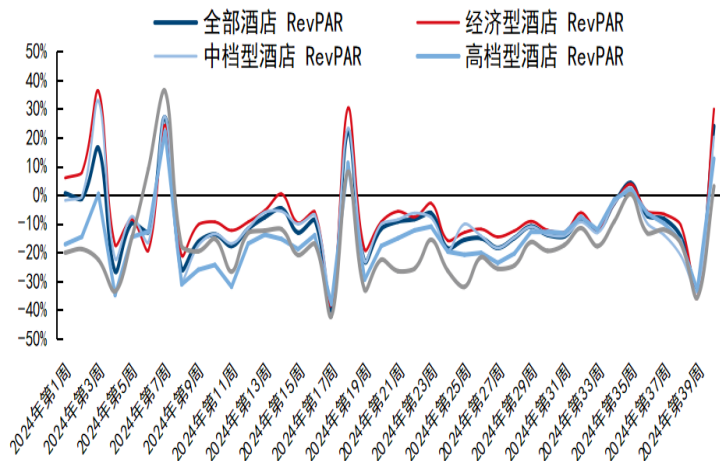
宋城演艺场次跟踪	2019年及以前存量项目						新开项目			轻资产项目				场次合计	场次合计不含轻资产	杭州+三亚+丽江+九寨+桂林+张家界	西安+上海+佛山
	杭州	三亚	丽江	九寨	桂林	张家界	西安	上海	佛山	炭河	宜春	郑州	三峡				
202401	65	93	72	0	41	31	71	31	0	0	31	8		443	404	302	102
202402	141	105	121	0	100	43	147	47	82	22	38	47		893	786	510	276
202403	129	93	80	9	57	31	90	53	179	33	31	30		815	721	399	322
202404	171	90	90	38	78	45	118	60	136	33	30	33		922	826	512	314
202405	157	84	78	47	94	52	133	57	145	44	39	58		988	847	512	335
202406	87	61	74	47	66	30	102	36	93	26	30	63		715	596	365	231
202407	149	81	167	82	152	46	264	82	118	32	50	93	31	1347	1141	677	464
202408	224	87	176	85	184	56	322	101	141	31	56	87	159	1709	1376	812	564
202409	68	55	61	59	62	30	94	46	83	31	30	47	79	745	558	335	223
2024国庆	69	20	28	27	48	16	86	28	47	21	17	24	51	481	369	208	161
202401		22%	76%		5%					-100%	-6%	-76%		86%	159%	94%	
202402		25%	109%		178%					-21%	31%	38%		232%	342%	187%	
202403	4%	0%	5%	0%	-8%	-11%	41%			-13%	-3%	-9%		44%	56%	0%	403%
202404	2%	-1%	-20%	-21%	-4%	-24%	55%			-27%	-12%	3%		24%	30%	-8%	313%
202405	18%	-13%	-18%	21%	22%	-4%	82%			-15%	8%	66%		43%	49%	4%	359%
202406	1%	-12%	-18%	18%	-1%	0%	36%			-13%	0%	58%		28%	30%	-4%	208%
202407	-18%	-2%	-17%	4%	-6%	-33%	65%	-8%		0%	-9%	55%		15%	11%	-13%	86%
202408	-26%	-6%	0%	-17%	6%	-32%	81%	0%		0%	10%	6%		24%	14%	-13%	102%
202409	-15%	-11%	-3%	4%	-3%	-36%	36%	-44%		0%	-3%	0%		18%	6%	-10%	48%
2024国庆	38%	-5%	-13%	17%	30%	-6%	100%	0%		40%	13%	9%		59%	47%	16%	127%

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

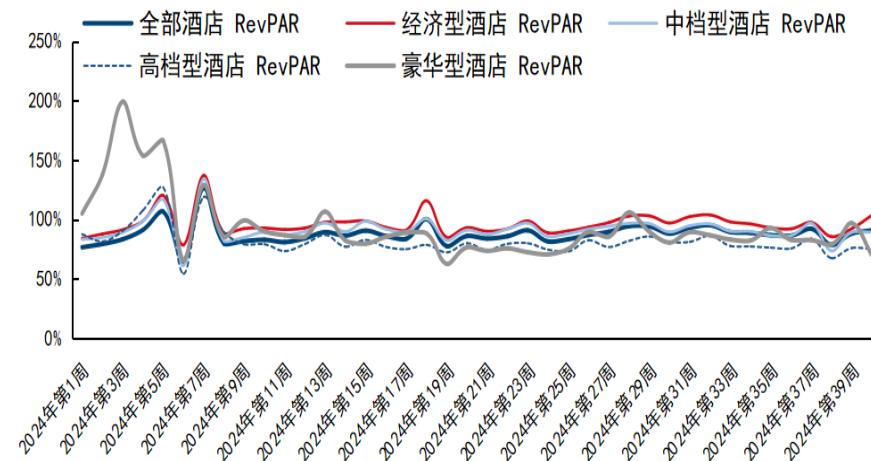
# 酒店：2024年国庆行业RevPAR同比趋势环比好转

- 与2019年同期相比，国庆周酒店行业RevPAR恢复度环比改善，经济型酒店改善尤其领先。结合酒店之家数据，国内酒店行业（2024.9.30-10.6）VS（2019.9.30-10.6）RevPAR恢复至91%，OCC恢复95%，ADR恢复96%，恢复程度环比改善（上周为RevPAR恢复88%）。其中最新一周国内经济型/中档型/高档型/豪华型酒店RevPAR分别恢复104%、89%、75%、70%。本周酒店RevPAR恢复度环比改善3pct，其中经济型恢复度环比+11pct，恢复明显领先，鉴于此，我们预计以中低端酒店为基本盘的国内酒店龙头预计较为受益。
- 与2023年同期相比，近两周酒店行业RevPAR同比降幅较此前明显收窄，最新一周大幅反弹。结合酒店之家数据，国内酒店行业（2024.9.30-10.6）VS（2023.10.2-10.8）酒店行业RevPAR+24%，OCC+11pct，ADR+5%，环比改善（上周RevPAR为-33%），其中经济型/中档型/高档型/豪华型RevPAR分别+30%、+20%、+13%、+3%。如果剔除假期时间差异带来周频数据差异，我们计算2周平均，即2024.9.23-10.6 VS 2023.9.25-10.8，酒店行业RevPAR-4.6%，OCC+3pct，ADR-11.2%，环比此前趋势也明显改善（7月/8月/9月上中旬RevPAR-10%/-9%/-10%），其中经济型/中档型/高档型/豪华型RevPAR分别-3.3%、-6.8%、-10.0%、-15.9%，经济型酒店韧性相对最突出。
- 综合来看，今年三季度以来国内酒店行业RevPAR在高基数下同比下滑基本在9-10%，但国庆假期在假日经济及最新政策等多种因素综合影响下，整体来看降幅明显趋于收窄，呈现一定好转趋势。同时，去年四季度十一后酒店行业RevPAR逐步走弱，基数压力逐步降低，在基数压力缓解下，酒店行业未来REVPAR趋势值得保持密切跟踪。

图：2024年以来酒店龙头RevPAR同比增减变化趋势



图：2024年以来酒店龙头RevPAR较2019年同比变化趋势





# 酒店：龙头上半年RevPAR降幅好于行业，规模扩张助增长基石，若周期复苏有弹性

■酒店龙头REVPAR表现优于行业，华住等表现尤其突出。结合此前分析，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%，核心在于龙头强产品和收益管理能力，利用自身会员流量优势实现更好的量价平衡。

■酒店龙头积极逆势扩张，奠定持续成长基石。今年以来，由于1) 宏观大环境影响，国内租金水平仍处低位，且横向对比其他行业，酒店现金流回报特点也有相对优势，故部分长期投资者逆势仍关注酒店投资；2) 酒店头部集中趋势及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。具体来看，亚朵和华住均上修全年开店预期，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，首旅开店质量也明显改善。

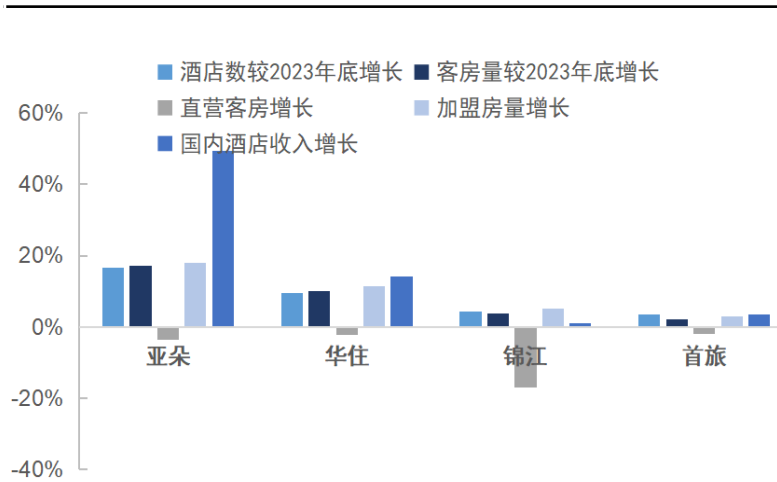
■立足当下，今年Q4尤其十一基数压力逐步降低，未来若周期整体向上弹性可观，展望四季度，考虑去年十一后国内酒店RevPAR回落相对明显，基数压力降低，酒店RevPAR降幅压力有望趋缓。同时，从供需来看，虽然去年底以来酒店行业供给进一步增加，但结合目前政策组合拳推动下，未来若经济周期改善，商务需求企稳反弹，则酒店行业REVPAR有一定向上提升空间，酒店龙头商务占比一般超50%，周期复苏下有一定向上弹性。鉴于此，我们建议积极配置亚朵、华住等龙头，在A股则可兼顾周期复苏趋势，配置锦江、首旅、君亭酒店等龙头。

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%

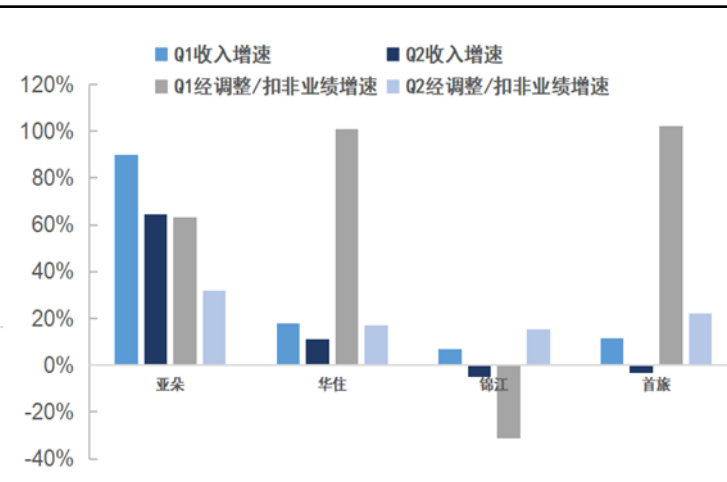
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：锦江2024Q2同店系上半年整体数据

图：国内酒店龙头上半年规模扩张与国内酒店业务收入增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

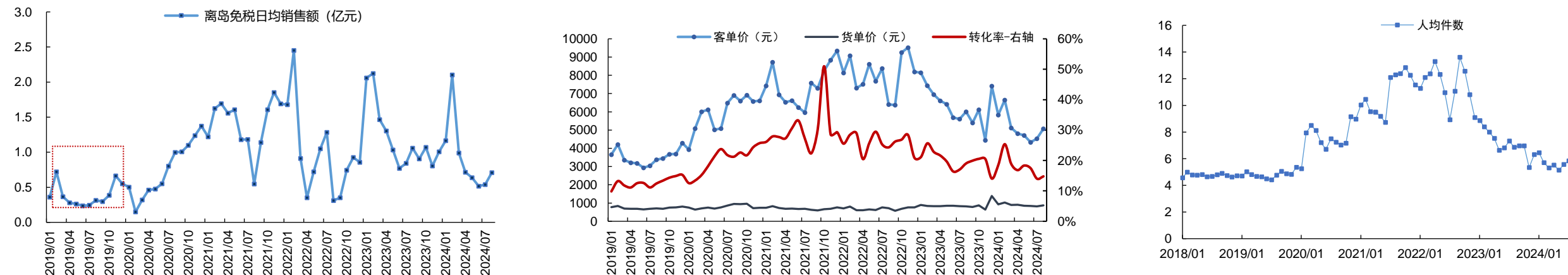
图：国内酒店龙头整体收入和经调整业绩季度表现



# 免税：国庆海南离岛免税销售额同比下滑33%，与8月降幅持平

- **国庆海南离岛免税销售额同比下滑33%，与8月降幅持平。**2024年10月1日至7日，海口海关共监管海南离岛免税购物金额7.85亿元、免税购物旅客11.02万人次、人均消费7124元；日均对比去年中秋国庆假期，购物金额-33%、购物人次-26%、客单价-9%（此前8月海南免税销售额21.97亿元/-33%，购物人次43.30万人次/-21%，客单价5073元/-16%）。整体而言，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；国庆假期客单价环比此前8月有一定改善，预计与客群质量差异有关。
- **聚焦免税龙头中国中免：**虽然三季度海南经营仍然承压，但前期股价预计反映相关悲观预期。后续促消费等政策积极调整下，四季度及后续一季逐步进入海南相对旺季，不排除在前期悲观预期下有所期待。公司作为央企龙头，此前积极主动经营下各方面改善，但受制于消费大环境，前期承压较明显，后续若消费预期改善，其海南业务改善+出入境持续恢复弹性有期待，重点跟踪高线城市居民消费意愿修复拐点。

图：海南离岛免税日均销售额、客单价、转化率、件数等变化



资料来源：海口海关，商务部，国信证券经济研究所整理

## 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