

行业研究 | 行业专题研究 | 社会服务 (2146)

板块普遍性承压，关注高质量龙头



| 报告要点

宏观背景不及预期背景下，我们认为已经兑现的增量方向以及相应的龙头公司所具有的竞争优势有望相比过去更有持续性。建议关注华住集团-S、名创优品、北京人力、途虎-W、锦江酒店、首旅酒店、中国中免等高质量发展龙头公司。

| 分析师及联系人



邓文慧



曹晶



郭家玮

SAC: S0590522060001 SAC: S0590523080001

社会服务

板块普遍性承压，关注高质量龙头

投资建议： 强于大市（维持）
 上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《社会服务：完善市内免税店政策，行业迎健康有序发展》2024.08.28
- 2、《社会服务：24Q2 商社板块环比减仓，建议关注强α龙头》2024.07.25



扫码查看更多

➤ 行业：消费趋弱，静待拐点

2024Q2 社零大盘/餐饮类服务消费/商品类消费销售增速全面走弱，2024年3月社零/餐饮/商品零售销售总额累计增速分别为4.7%/10.8%/4.0%，至6月累计增速分别降至3.7%/7.9%/3.2%。市场对社服零售的平淡表现给予定价，年初至今社会服务/商贸零售指数分别跑输大盘22pct/21pct。个股维度，受益于景气催化及业绩兑现较好的个股涨幅明显，长白山/九华旅游/携程集团/苏美达等标的涨幅更高。2024Q2 社服板块基金持仓比例温和提升，美国/中国中免基金重仓持股比例领先。

➤ 消费出海：收入高增，利润偏弱

2024年初至今，内需延续疲软态势，出海寻求外需增量成为共识。从2024年上半年，尤其是二季度以来的出海企业业绩兑现看，品牌出海初期存在一定脆弱性。如上半年主要跨境电商公司营业收入端普遍保持30%+的较高增速，品牌出海代表企业名创优品在海外直营/代理市场收入可比增速也分别达到70%/19%，但利润端仍会受到海运费上涨、汇兑损益等因素的明显侵蚀，整体业绩表现偏弱。我们相信伴随公司出海探索时间及经验积累，后续有望带来海外市场盈利能力双击。

➤ 旅游出行：出入境延续景气

出游意愿在2024年未见衰减，暑期全社会跨区域人员流动量同比增长3.8%；出入境表现更为亮眼，2024H1 出入境同比增长70.9%。但旅游意愿的释放并非均衡惠及每个目的地，出境周边游热度明显强于国内自然景区，并共同强于人工景区。从业绩兑现看，受益于持续向好的出入境需求，众信旅游、携程集团二季度业绩增速亮眼，并获市场上调全年业绩预期。2024H1 国内景区经营有所分化，自然景区表现相对更优，这其中，九华旅游等表现相对突出。

➤ 顺周期：龙头业绩稳健

从收入端出发，2024Q2 具备顺周期属性的会展/人服/免税/酒店/餐饮等行业收入增速走弱，其中，跟国内外商务活动更为相关的会展行业收入降幅最为明显。综合收入与利润端来看，1) 人力资源服务行业相对具备韧性；2) 线下零售服务业具备经营杠杆，收入承压背景下利润端压力被进一步放大。3) 百胜中国/海底捞/华住集团等龙头业绩稳健，进一步验证其穿越周期能力；4) 品牌势能处于上行期的达势股份/亚朵持续兑现业绩，品牌发展红利对冲宏观经济波动。

➤ 投资建议：板块承压，关注龙头

宏观背景不及预期背景下，我们认为已经兑现的增量方向以及相应的龙头公司所具有的竞争优势有望相比过去更有持续性。建议关注华住集团-S、名创优品、北京人力、途虎-W、锦江酒店、首旅酒店、中国中免等高质量发展龙头公司。

风险提示： 宏观经济增长不及预期风险；消费复苏不及预期风险；市场竞争加剧超预期；新市场开发不及预期等。

正文目录

1. 行业：消费趋弱，静待拐点	5
1.1 社服零售：消费数据全面走弱	5
1.2 市场走势：旅游相关企业表现更优	7
1.3 资金流向：中国中免重仓比例领先	9
2. 业绩：经营承压，龙头稳健	11
2.1 消费出海：收入高增，利润偏弱	12
2.2 旅游出行：出入境延续景气	13
2.3 顺周期：龙头业绩稳健	16
3. 投资建议：板块承压、关注龙头	22
4. 风险提示	22

图表目录

图表 1：2024 年以来，消费数据逐渐走弱	5
图表 2：2024 年以来，餐饮类服务消费好于商品类消费，限额以上跑输大盘	6
图表 3：分城市从社零增速看，一线城市消费降速压力更为明显	6
图表 4：2019 年至今新增招聘公司数量（家）	7
图表 5：2019 年至今新增招聘帖数量（个）	7
图表 6：2024 年初至今社服板块跑输大盘 22 个百分点	8
图表 7：2024 年初至今商贸零售跑输大盘 21 个百分点	8
图表 8：社服板块 2024 年初至今长白山/九华旅游/携程等旅游相关标的涨幅更高	9
图表 9：零售板块 2024 年初至今博士眼镜/苏美达/小商品城等标的涨幅更高	9
图表 10：2024Q2 社会服务板块基金重仓比例温和回升	10
图表 11：2024Q2 社会服务板块基金重仓比例温和回升	10
图表 12：2024Q1-2024.08.16 北京人力等标的陆港通持股比例小幅增加	11
图表 13：增长稀缺，部分旅游相关公司高质量兑现业绩	12
图表 14：中国出口集装箱运价指数（CCFI）	13
图表 15：2024 年 1-7 月美国零售主要分项季调后累计增速（%）	13
图表 16：主要跨境出口电商公司营业收入同比增速	13
图表 17：2024 年暑期全社会跨区域人员流动量同比增 4%	14
图表 18：2024 年暑期民航国际旅客量超 2019 年 7%	14
图表 19：2024H1 旅游企业收入表现分化	14
图表 20：2024H1 旅游企业接待旅客数量表现分化	15
图表 21：2024H1 出境游相关企业收入同比增速亮眼	15
图表 22：2024H1 旅游企业收入表现分化	15
图表 23：经历 2024Q2，旅游企业业绩预期普遍下挫，携程、众信旅游、三特索道等业绩预期逆势上调	16
图表 24：经营压力上行，2024Q2 收入增速走弱	17
图表 25：2024 年 7 月海南离岛免税销售额仍在下滑通道	17
图表 26：2024 年海南离岛免税客单价与转化率明显承压	17

图表 27:	2024Q2 中国酒店业 RevPAR 同比均有压力.....	18
图表 28:	2024Q2 中国餐饮行业同店销售同比增速普遍承压.....	19
图表 29:	从 2024H1 餐饮酒店免税等行业业绩观察, 经营杠杆放大利润端压力	20
图表 30:	顺周期板块相关个股盈利变化 (2024H1, 变化值单位为 pct)	21

1. 行业：消费趋弱，静待拐点

1.1 社服零售：消费数据全面走弱

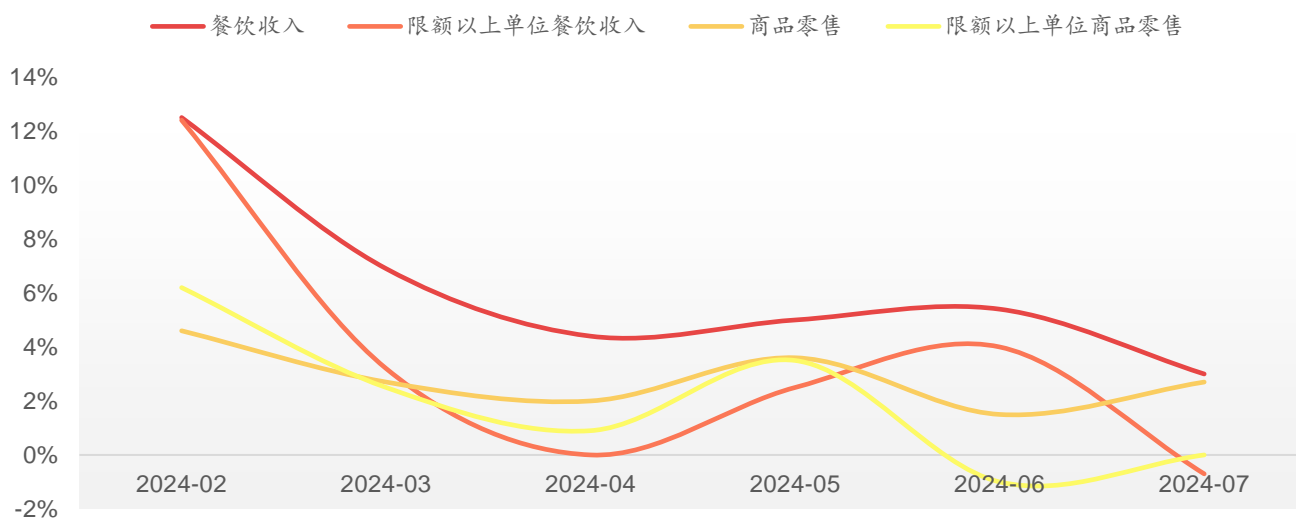
2024Q2 社零/餐饮等服务消费/商品类消费销售增速全面走弱。2024年3月社零/餐饮/商品零售销售额累计增速分别为4.7%/10.8%/4.0%，至6月累计增速分别降至3.7%/7.9%/3.2%，且7月累计增速环比持续走弱。分规模来看，限额以上餐饮/商品零售收入跑输行业整体，以1-7月份累计增速来看，限额以上餐饮收入/商品零售收入分别为4.6%/2.5%，低于餐饮行业/商品零售整体的7.1%/3.1%的增速。

图表1：2024年以来，消费数据逐渐走弱

月度数据同比 (%)		2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07
社会消费品零售总额		5.5%	3.1%	2.3%	3.7%	2.0%	2.7%
其中：除汽车以外的消费品零售额		5.2%	3.9%	3.2%	4.7%	3.0%	3.6%
其中：限额以上单位消费品零售额		6.7%	2.6%	0.9%	3.4%	-0.6%	-0.1%
按消费类型分							
餐饮收入		12.5%	6.9%	4.4%	5.0%	5.4%	3.0%
其中：限额以上单位餐饮收入		12.4%	3.2%	0.0%	2.5%	4.0%	-0.7%
商品零售		4.6%	2.7%	2.0%	3.6%	1.5%	2.7%
其中：限额以上单位商品零售		6.2%	2.5%	0.9%	3.5%	-1.0%	0.0%
累计数据同比 (%)							
社会消费品零售总额		5.5%	4.7%	4.1%	4.1%	3.7%	3.5%
其中：除汽车以外的消费品零售额		5.2%	4.7%	4.3%	4.4%	4.1%	4.0%
其中：限额以上单位消费品零售额		6.7%	5.2%	4.2%	4.0%	3.1%	2.7%
其中：实物商品网上零售额		14.4%	11.6%	11.1%	11.5%	8.8%	8.7%
吃类		26.1%	21.1%	19.2%	19.6%	17.8%	19.7%
穿类		17.8%	12.1%	10.5%	9.0%	7.0%	6.3%
用类		10.8%	9.7%	9.8%	10.8%	7.8%	7.5%
按消费类型分							
餐饮收入		12.5%	10.8%	9.3%	8.4%	7.9%	7.1%
其中：限额以上单位餐饮收入		12.4%	9.2%	6.9%	5.9%	5.6%	4.6%
商品零售		4.6%	4.0%	3.5%	3.5%	3.2%	3.1%
其中：限额以上单位商品零售		6.2%	4.9%	4.0%	3.9%	2.9%	2.5%

资料来源：国家统计局，国联证券研究所

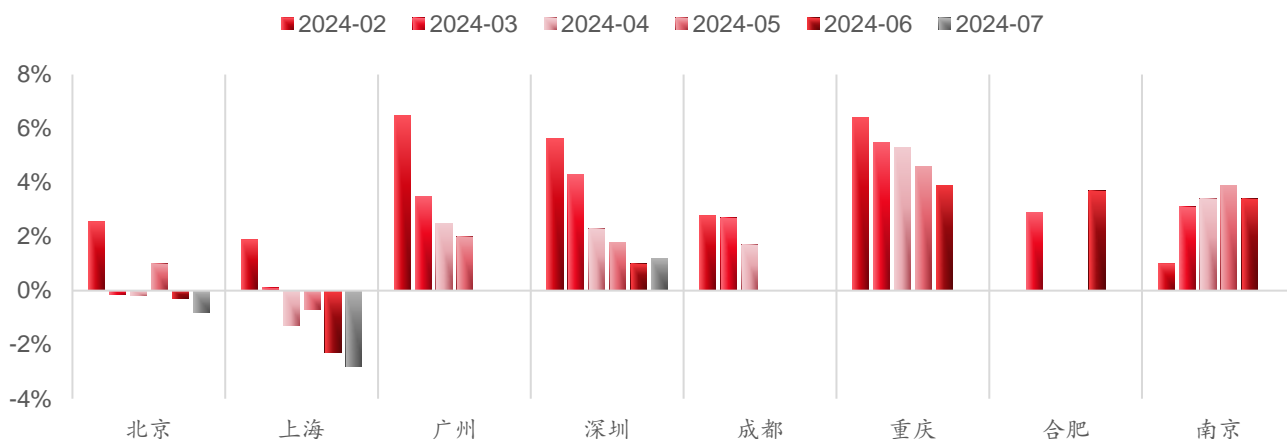
图表2：2024年以来，餐饮类服务消费好于商品类消费，限额以上跑输大盘



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

2024Q2 一线城市消费明显降速，合肥等中部城市消费具备韧性。以不同城市视角观察消费走势，2024Q2 一线城市消费明显降速，尤其是北京、上海在二季度更是进入到社零负增长区间。而合肥等中部城市则表现出一定消费韧性，1-3月合肥当地社零增速为2.9%，至6月累计增速升至3.7%。

图表3：分城市从社零增速看，一线城市消费降速压力更为明显

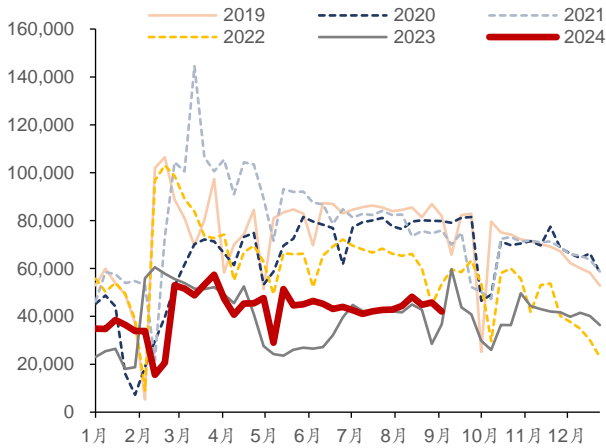


资料来源：各地方统计局，国联证券研究所

招聘需求持续疲软，就业情况仍待拐点。1) 2024H1：国内新增招聘公司数量 1,088,177 家，恢复至 2023 年同期的 109.61%，恢复至 2019 年同期的 57.85%；国内新增招聘贴数量 2,654,784 个，恢复至 2022 年同期的 102.70%，恢复至 2019 年同期的 48.22%。2) 2024Q2：国内新增招聘公司数量 575,499 家，恢复至 2023 年同期的 130.23%，恢复至 2019 年同期的 57.69%；国内新增招聘贴数量 1,369,252 个，恢复至 2023 年同期的 127.68%，恢复至 2019 年同期的 47.03%。

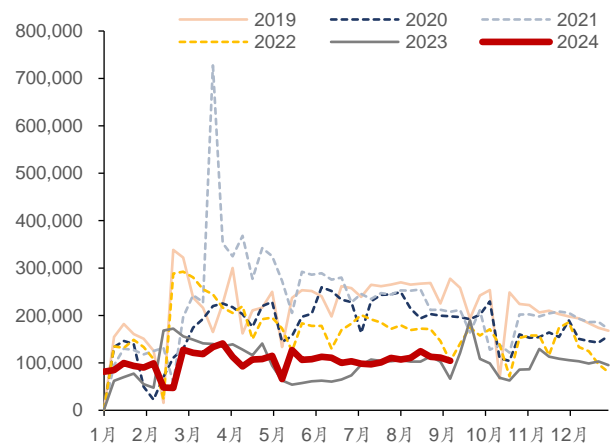
2024Q2 新增招聘公司数量和新增招聘贴数量较 2019 年同期水平仍有较大差距，招聘行业静待复苏。

图表4：2019 年至今新增招聘公司数量（家）



资料来源：Datayes，国联证券研究所

图表5：2019 年至今新增招聘贴数量（个）



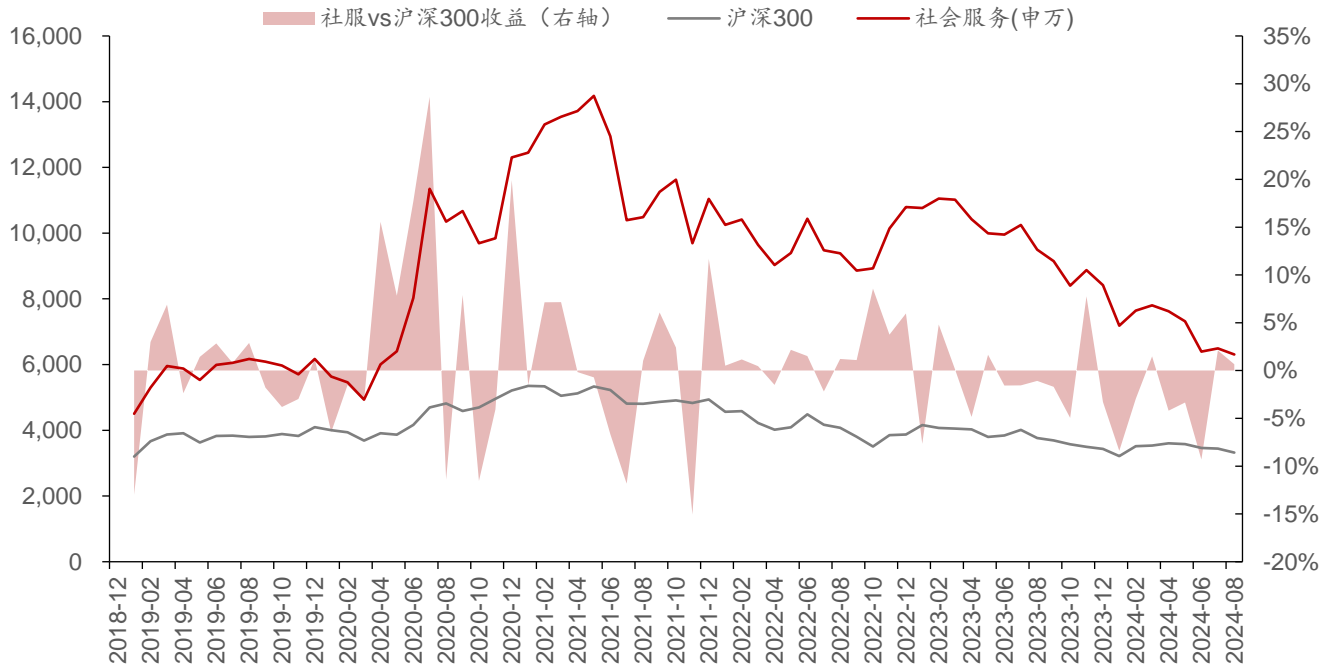
资料来源：Datayes，国联证券研究所

1.2 市场走势：旅游相关企业表现更优

社会服务：2024 年初至今跑输大盘 22 个百分点。截至 8 月 30 日，2024 年年初至今社服板块涨跌幅-25.1%，31 个申万一级行业中社会服务排第 28 位，相对沪深 300 收益-21.9%。个股维度，2024 年初至今受益于旅游景气催化及业绩兑现较好的个股涨幅明显，如长白山/九华旅游/携程等旅游相关标的。

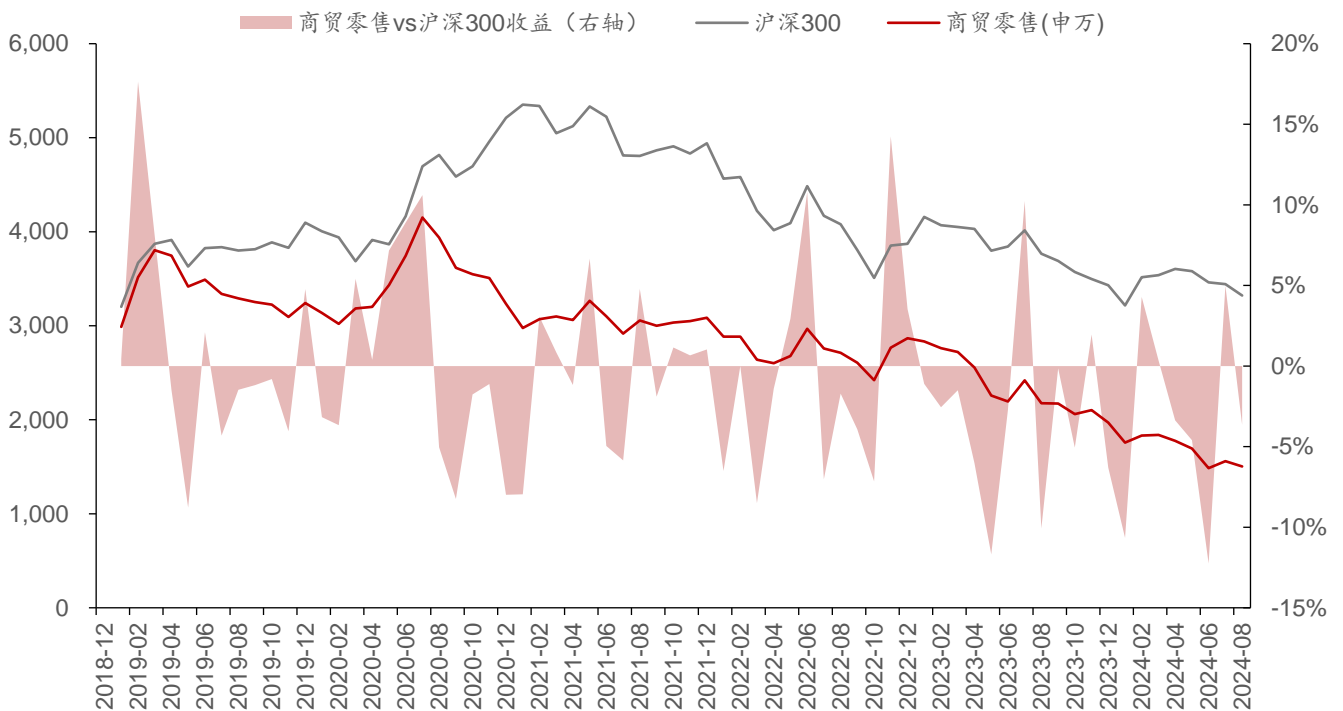
商贸零售：2024 年初至今跑输大盘 21 个百分点。2024 年年初至今商贸零售板块涨跌幅-23.7%，31 个申万一级行业中社会服务排第 27 位，相对沪深 300 收益-20.5%。个股维度，2024 年初至今博士眼镜/苏美达/小商品城等标的涨幅更高。

图表6: 2024 年初至今社服板块跑输大盘 22 个百分点



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 2024 年初至今商贸零售跑输大盘 21 个百分点



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8：社服板块 2024 年初至今长白山/九华旅游/携程等旅游相关标的涨幅更高

证券简称	市值 (亿元)	PE (TTM)	2023A	2024Q1	2024Q2	2024M7-M8	2024 年初至今
长白山	65	33	38%	52%	-2%	10%	63%
九华旅游	38	21	-9%	46%	-20%	15%	35%
携程集团-S	2,308	16	2%	24%	9%	-1%	33%
峨眉山 A	61	24	-6%	15%	8%	6%	32%
达势股份	81	-63	35%	-19%	29%	5%	10%
亚朵	186	39	-3%	3%	2%	4%	10%
美高梅中国	364	-19	15%	32%	-5%	-14%	9%
丽江股份	46	24	-32%	25%	-10%	-3%	8%
同程旅行	309	25	-23%	43%	-24%	-6%	2%
黄山旅游	66	24	-15%	12%	-6%	-5%	0%

资料来源：Wind，国联证券研究所

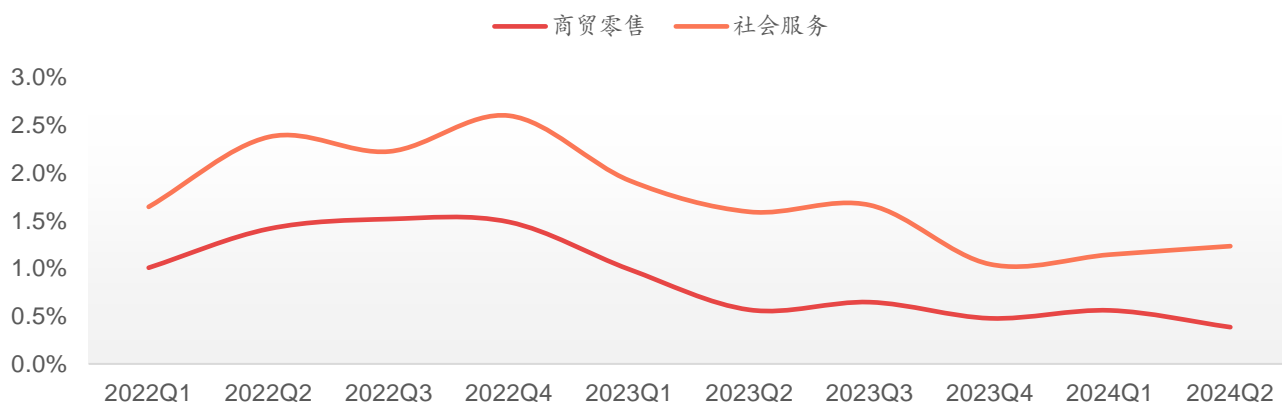
图表9：零售板块 2024 年初至今博士眼镜/苏美达/小商品城等标的涨幅更高

证券简称	市值 (亿元)	PE (TTM)	2023A	2024Q1	2024Q2	2024M7-M8	2024 年初至今
博士眼镜	48	28	-3%	-17%	-23%	127%	46%
苏美达	107	9	25%	12%	3%	5%	20%
小商品城	454	22	41%	18%	-12%	11%	16%
供销大集	322	-18	-8%	34%	-12%	-3%	15%
爱施德	119	19	4%	32%	-25%	9%	8%
大商股份	49	10	-4%	2%	13%	-8%	6%
汇通能源	57	168	173%	-9%	1%	11%	1%
青木科技	27	49	7%	-11%	17%	-3%	1%
全新好	16	117	-37%	-8%	6%	-2%	-5%
浙江东日	32	23	-5%	-4%	-2%	0%	-5%

资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 资金流向：中国中免重仓比例领先

板块：2024Q2 社会服务板块基金重仓比例温和回升。按照申万一级行业分类口径，2024Q2 社会服务/商贸零售基金重仓持股比例分别为 1.23%/0.38%，环比分别+0.09pct/-0.18pct。行业间对比来看，二季度社会服务、商贸零售基金配置比例排名分别为第 20/28，加仓幅度分别排名第 10/26。

图表10：2024Q2 社会服务板块基金重仓比例温和回升


资料来源：Wind，国联证券研究所

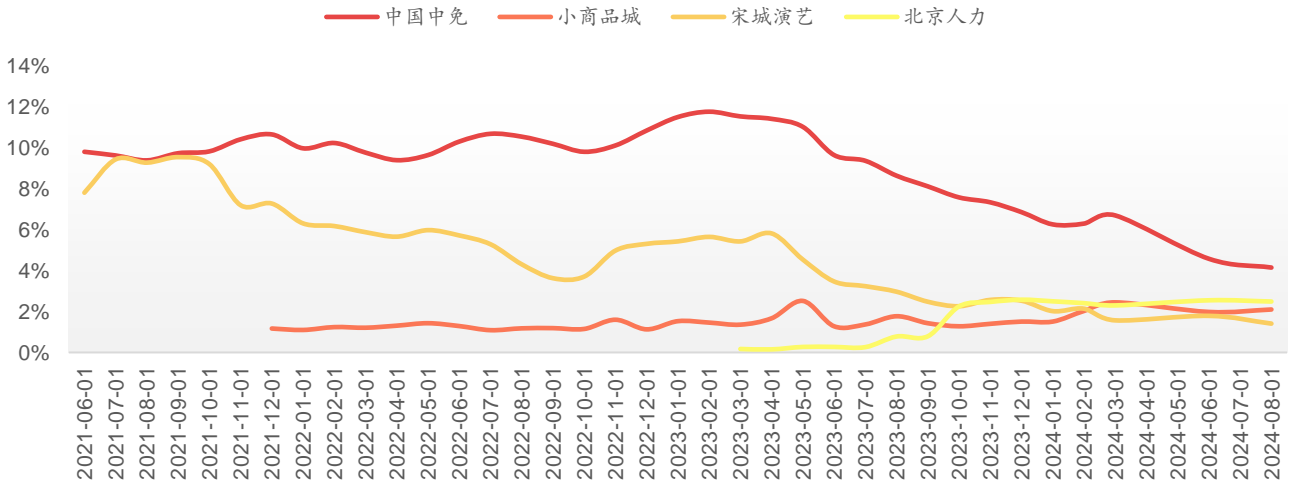
个股：美团/中国中免基金重仓持股比例领先。 1) 基金重仓持股市值：截至 2024Q2，美团/中国中免/小商品城/宋城演艺/北京人力等重仓持股市值领先。2) 基金重仓持股比例：2024Q2 美团/名创优品等标的基金重仓持股比例增加。3) 外资持股比例：2024Q1-2024.08.16，北京人力等标的陆股通持股比例小幅增加，中国中免仍为商贸零售板块陆股通资金持股比例最高的标的。

图表11：2024Q2 社会服务板块基金重仓比例温和回升

	持股数量 (亿股)	持股总市值 (亿元)	重仓持股比例	重仓市值占比变动	重仓基金数量	重仓基金数量变动
美团-W	1.41	142.82	0.85%	0.27%	226	73
中国中免	0.43	26.86	0.16%	-0.10%	24	-46
小商品城	1.43	10.60	0.06%	-0.01%	21	4
宋城演艺	1.17	9.43	0.06%	-0.02%	16	-11
北京人力	0.44	7.26	0.04%	-0.01%	10	2
锦江酒店	0.22	5.12	0.03%	-0.01%	21	-15
名创优品	0.13	4.52	0.03%	0.02%	28	12
首旅酒店	0.35	4.30	0.03%	0.00%	17	2
同程旅行	0.30	4.19	0.03%	-0.02%	7	-7
重庆百货	0.13	2.90	0.02%	-0.01%	4	-2

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12: 2024Q1-2024.08.16 北京人力等标的陆港通持股比例小幅增加



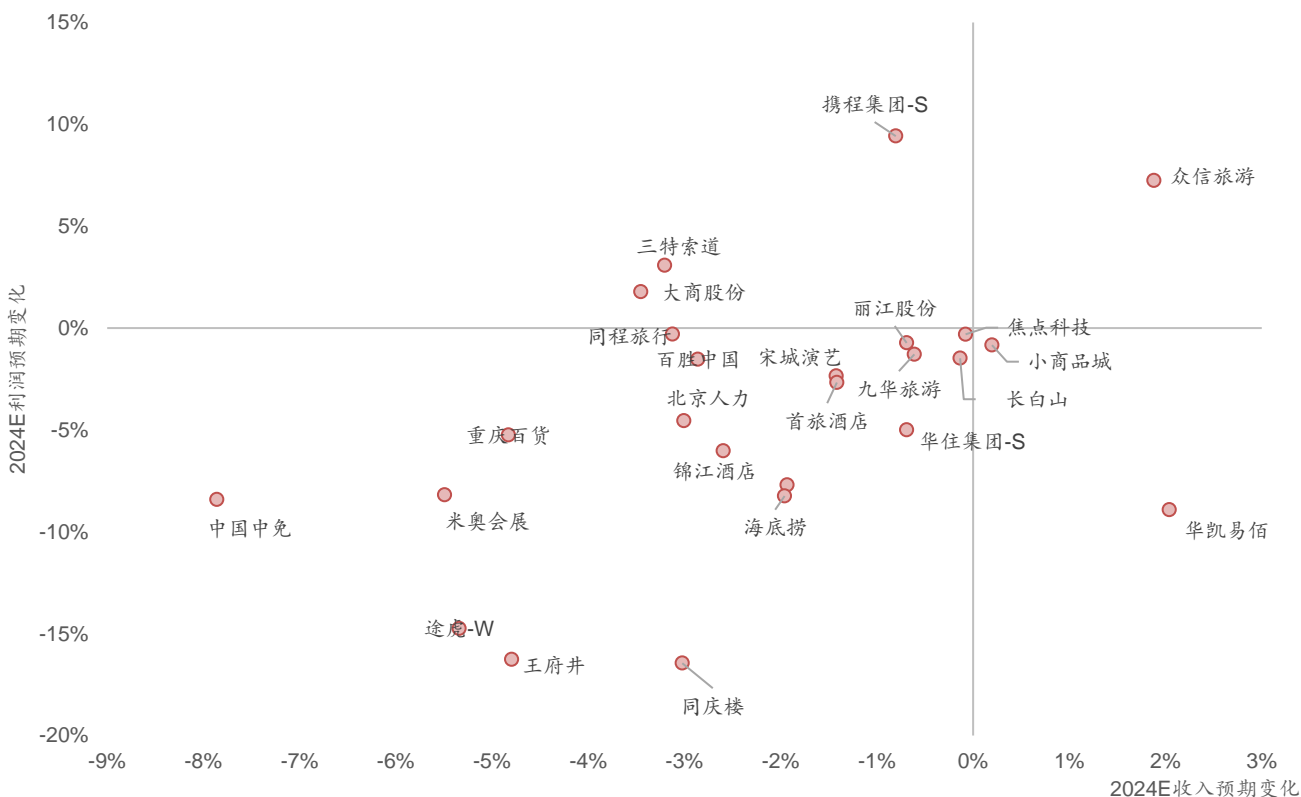
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 业绩：经营承压，龙头稳健

以 2024 年 9 月一致预期 vs 2024 年 5 月一致预期，观察 2024Q2 以来经营边际变化：**1) 2024E 营收/归母净利润预期均上调**：众信旅游（收入+1.9%/利润+7.2%）。**2) 2024E 营收未上调/归母净利润预期上调**：携程（收入-0.8%/利润+9.4%）/三特索道（收入-3.2%/利润+3.1%）/大商股份（收入-3.5%/利润+1.8%）。**3) 2024E 营收/归母净利润预期均下调**：百胜中国/海底捞/中国中免/王府井/锦江酒店/首旅酒店/北京人力/九华旅游/长白山/米奥会展等。**4) 2024E 营收上调/归母净利润下调**：华凯易佰（收入+2.0%/利润-8.9%）、小商品城（收入+0.2%/利润-0.8%）。

板块普遍性承压，增长愈发稀缺。我们在 2024 年度中期投资策略《增量明确，关注龙头》中对 2024 年后投资方向给出研判：在弱宏观背景下，已经兑现的增量方向以及相应的龙头公司所具有的竞争优势有望相比过去更有持续性，1) 看好消费出海及旅游出行；2) OTA 龙头公司进入高质量发展阶段，流量变现逻辑持续强化。站在当前时点看上述判断，以名创优品为代表的优秀出海企业收入增速延续，以众信旅游为代表的出境游企业收入、业绩均获得上调，OTA 龙头携程集团更高质量兑现业绩。

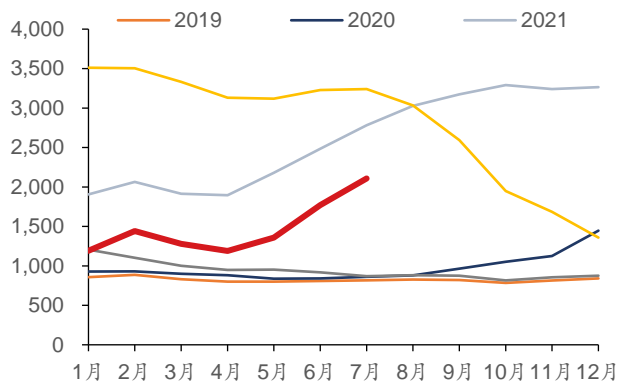
图表13：增长稀缺，部分旅游相关公司高质量兑现业绩



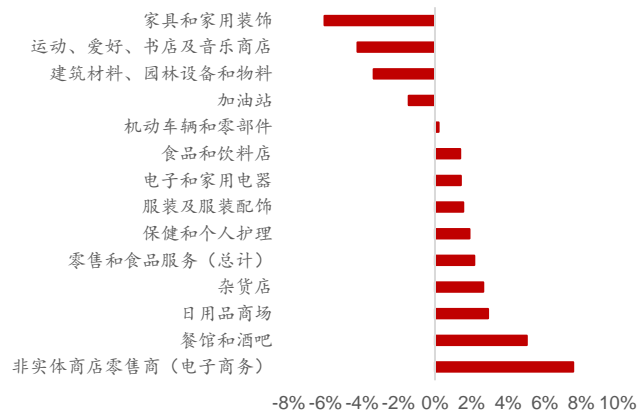
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.1 消费出海：收入高增，利润偏弱

跨境电商：收入保持较高增速，部分公司盈利能力承压。受红海局势影响，大量航运公司选择绕行好望角，导致航运距离和成本大幅增加，全球航运费用在2季度出现明显上涨。2024Q2中国出口集装箱运价指数（CCFI）同比上涨53.12%，环比上升10.36%。终端市场方面，2024年1-7月份美国线上零售保持高个位数增速，持续高于整体零售增速，性价比为消费主线。受益于终端市场消费增速持续保持强劲状态，主要跨境电商公司营业收入均保持较高的增速；净利润方面，受行业竞争加剧和海运费上涨等因素的影响，除赛维时代外，主要公司净利润增速较去年均有明显放缓。

图表14：中国出口集装箱运价指数 (CCFI)


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表15：2024年1-7月美国零售主要分项季调后累计增速 (%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表16：主要跨境出口电商公司营业收入同比增速

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023FY	2024Q1	2024Q2	2024H1
安克创新	17.5%	22.4%	29.4%	21.4%	22.9%	30.1%	42.4%	36.6%
华凯易佰	47.4%	56.3%	61.0%	30.2%	47.6%	23.0%	12.9%	17.6%
致欧科技	-11.2%	-0.4%	13.9%	45.0%	11.3%	45.3%	36.5%	40.7%
赛维时代	22.8%	29.5%	37.6%	41.1%	33.7%	44.7%	55.5%	50.6%

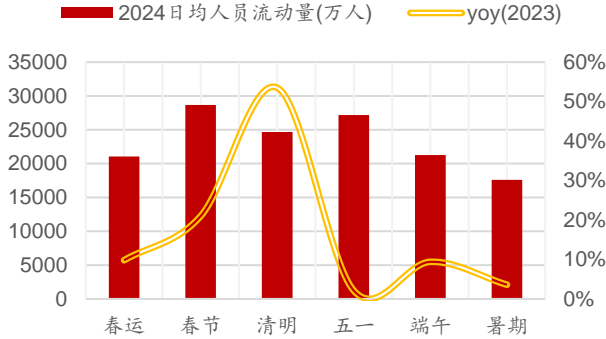
资料来源：Wind，国联证券研究所

名创优品：直营市场拓店加速，库存状态保持健康。2024H1 名创海外市场依然保持高速，直营/代理市场收入可比增速分别为 70%/19%。聚焦名创增长发动机的北美市场，2024H1 名创北美门店净增门店 62 家/同店同比增速 12%，在高速拓店的同时保持同店端健康增长。同时直营加速拓店带来成本费用压力，2024H1 公司与直营门店相关的 S&D 费用率同比上行 3pct，拖累公司整体利润表现；伴随北美进入销售旺季，费用拖累或有望减缓。从公司库存状况看，2024Q2 库存周转环比 Q1 好转，上半年整体保持健康水平。

2.2 旅游出行：出入境延续景气

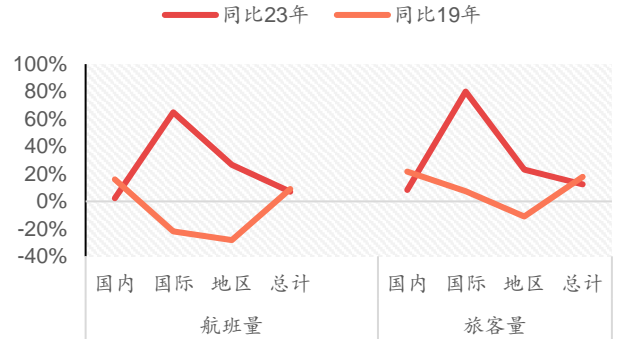
国内游+出入境延续景气。2024 年至今，旅游市场稳健高质量发展，2024 年一季度/二季度国内旅游收入分别为 1.52/1.21 万亿元，同比分别增长 16.9%/21.0%；出入境表现更为亮眼，2024H1 全国移民管理机构共查验出入境人员 2.87 亿人次，同比增长 70.9%。从假期出行看，出游意愿在 2024 年未见衰减，暑期全社会跨区域人员流动量同比增长 3.8%。但旅游意愿的释放并非均衡惠及每个目的地，我们将 2024H1 国内旅游收入与上市公司数据对比发现，仅边境区域的长白山、云南旅游，成长性的 OTA 平台、宋城演艺等明显跑赢国内旅游大盘。与此同时，受益于持续向好的出入境需求，众信旅游、岭南控股等收入同比增速亮眼。

图表17: 2024年暑期全社会跨区域人员流动量同比增4%



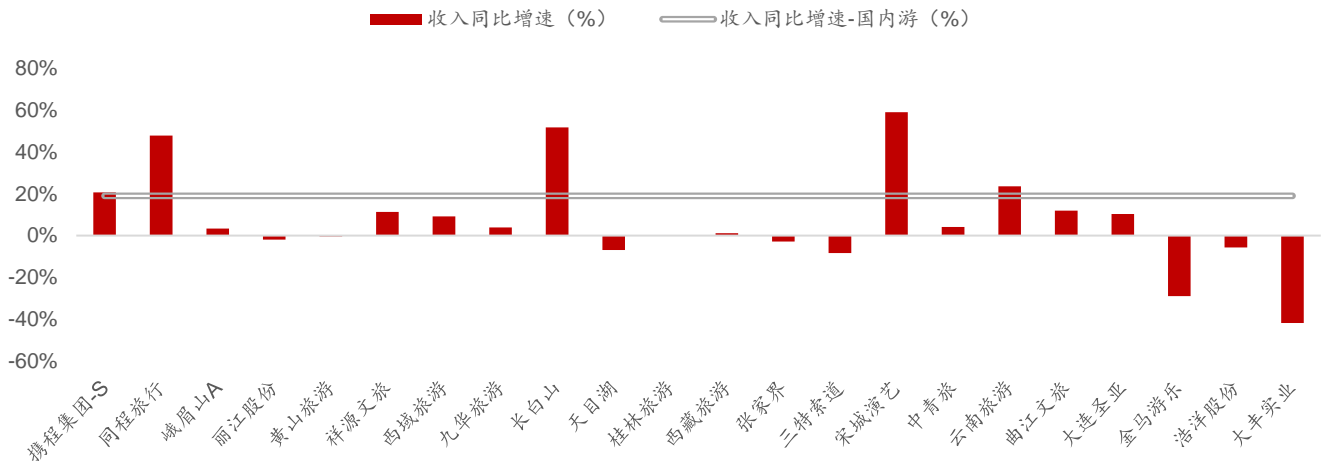
资料来源: 交通运输部, 国联证券研究所

图表18: 2024年暑期民航国际旅客量超2019年7%



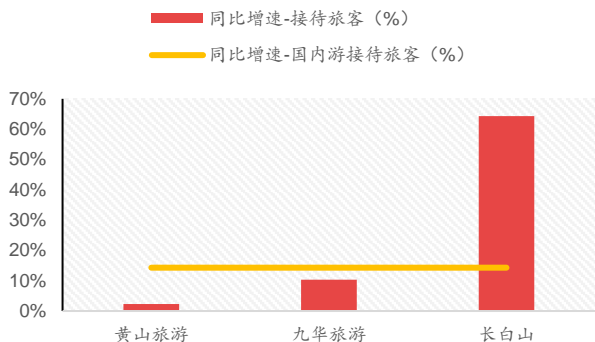
资料来源: 航班管家, 国联证券研究所

图表19: 2024H1 旅游企业收入表现分化



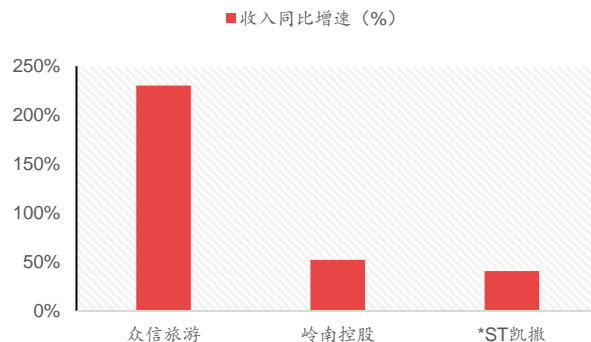
资料来源: Wind, 文旅部, 国联证券研究所

图表20: 2024H1 旅游企业接待旅客数量表现分化



资料来源: 公司公告, 九华山/长白山管委会, 文旅部, 国联证券研究所

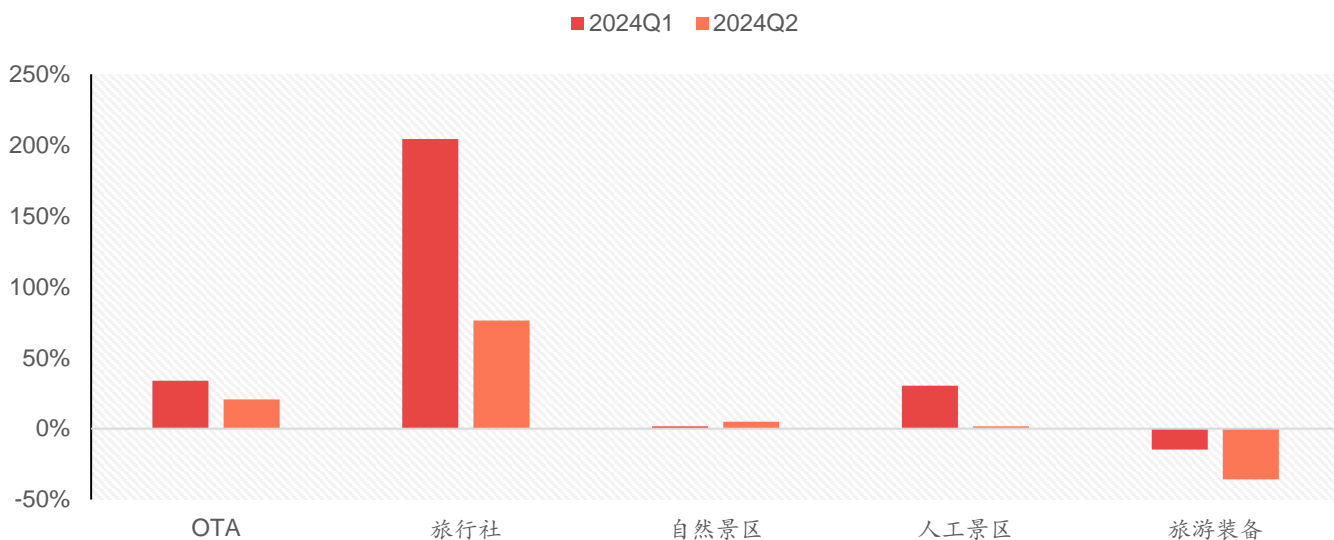
图表21: 2024H1 出境游相关企业收入同比增速亮眼



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

自然景区增速向好, 旅行社维持高增。2024 年来, 在国内游稳健发展、出入境旅游需求释放的带动下, 上市旅游企业整体营收持续向好, 2024Q1/Q2 营收同比分别增长 34.9%/16.5%, 其中旅行社相关企业收入同比增速分别达 204%/76%, 延续年初以来的高景气, 且持续领先于 OTA、景区、旅行装备行业。2024H1 景区经营有所分化, 自然景区表现相对更优, 2024Q1/Q2 自然景区收入增速分别为 1.7%/4.9%, 增速环比提升; 这其中, 九华旅游等表现相对突出。

图表22: 2024H1 旅游企业收入表现分化

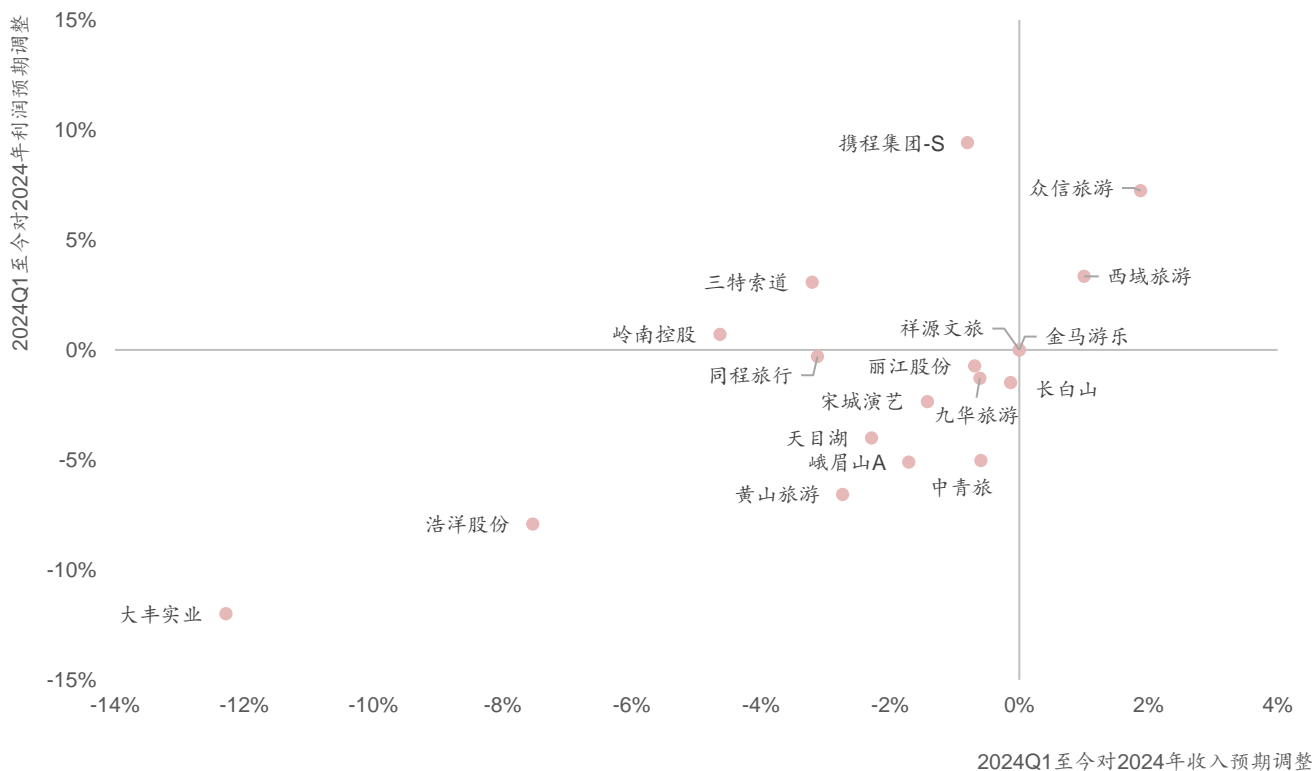


资料来源: Wind, 国联证券研究所

业绩一致预期普遍下挫, 携程、众信旅游、三特索道等获上调。以 2024 年 9 月初市场对于旅游企业一致预期 vs 2024 年 6 月初一致预期, 观察 2024Q2 以来经营边际变化, 目前旅游行业收入、利润预期较 2024 年二季度初处于偏下挫态势。其中大丰实业、浩洋股份旅游装备企业的业绩向下调整较多, 而大部分旅游景区企业的业绩也在 Q2 经营结束后获向下调整。而携程集团、众信旅游及三特索道等企业目前的一致业绩预期较 2024 年二季度初获得上调, 其中携程集团、三特索

道在收入平稳的情况下利润上调较多，公司向着更高质量发展。

图表23：经历 2024Q2，旅游企业业绩预期普遍下挫，携程、众信旅游、三特索道等业绩预期逆势上调



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.3 顺周期：龙头业绩稳健

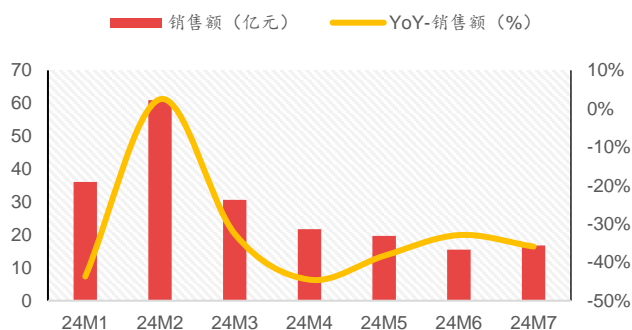
经营压力上行，收入增速数据走弱。从收入端出发，Q2 具备顺周期属性的会展/人服/免税/酒店/餐饮等收入增速数据走弱，其中，1)跟国内外商务活动更为相关的会展行业收入降幅最为明显，绑定中高端客群购物需求的免税行业收入降幅加速；2) 人力资源服务板块略显分化，科锐国际收入增速上行，外服控股/猎聘/Boss 直聘收入增速下滑；酒店餐饮板块收入端也显示分化趋势，2024Q2 首旅/锦江/金陵等收入增速转负，华住/亚朵/君亭维持收入正向增长；2024Q2 同庆楼收入增速下台阶，百胜中国表现出增速韧性。

图表24：经营压力上行，2024Q2 收入增速走弱

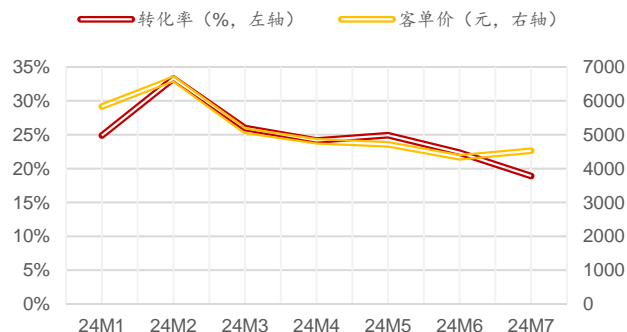
单季度营收增速	2023VS2019 1Q2023	2023VS2019 2Q2023	2023VS2019 3Q2023	2023VS2019 4Q2023	2024VS2023 1Q2024	2024VS2023 2Q2024
会展						
米奥会展	200%	95%	27%	120%	12%	-36%
兰生股份	-93%	-36%	-60%	-57%	229%	-19%
人力资源						
外服控股	32%	40%	31%	22%	16%	13%
科锐国际	9%	7%	0%	15%	10%	23%
北京人力	23%	34%	14%	11%	-	-
同道猎聘	-21%	-20%	-10%	8%	-5%	-9%
BOSS直聘	12%	34%	36%	46%	33%	29%
免税						
中国中免	24%	39%	28%	11%	-9%	-17%
王府井	-54%	-53%	-53%	-61%	-2%	-9%
酒店						
首旅酒店	-15%	-4%	3%	-10%	11%	-3%
锦江酒店	-13%	3%	1%	-4%	7%	-5%
华住集团-S	88%	93%	106%	92%	18%	11%
亚朵					90%	64%
君亭酒店					67%	36%
金陵饭店	64%	60%	30%	80%	16%	-14%
餐饮						
同庆楼	29%	70%	86%	78%	28%	7%
广州酒家	73%	94%	47%	65%	10%	11%
百胜中国	29%	31%	28%	25%	1%	1%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：中国中免、人力资源服务行业内公司均使用同比上一年度收入增速

图表25：2024年7月海南离岛免税销售额仍在下滑通道


资料来源：海口海关，国联证券研究所

图表26：2024年海南离岛免税客单价与转化率明显承压


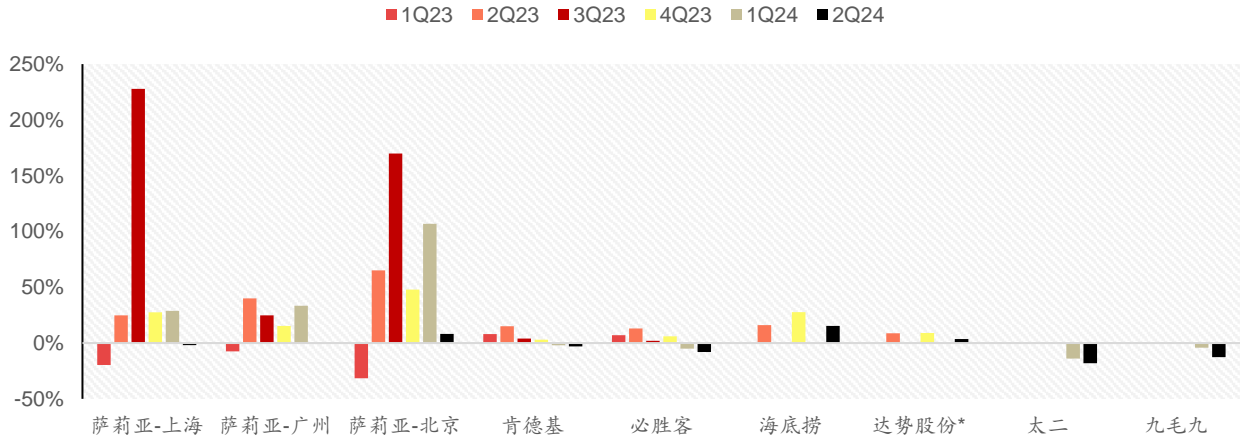
资料来源：海口海关，海南机场，国联证券研究所

图表27：2024Q2 中国酒店业 RevPAR 同比均有压力

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
	>>>RevPAR 较 2019 年同期恢复度				>>>RevPAR 同比增速	
华住						
境内	118%	121%	129%	120%	3%	-2%
锦江						
境内	103%	109%	113%	100%	-2%	-7%
首旅						
境内	92%	109%	117%	100%	2%	-5%
万豪						
北美地区	107%	107%	108%	108%	2%	4%
大中华区	98%	106%	112%	103%	6%	-4%
亚太地区	89%	94%	94%	92%	17%	13%
加勒比&拉美	122%	128%	125%	137%	12%	9%
欧洲	111%	125%	127%	124%	8%	7%
中东&非洲	120%	119%	109%	132%	13%	18%
希尔顿						
美国	103%	104%	107%	106%	0%	3%
美洲	117%	122%	126%	128%	7%	7%
欧洲	100%	115%	118%	111%	10%	7%
中东&非洲	123%	111%	99%	134%	15%	11%
亚太地区	85%	88%	92%	89%	8%	1%
洲际						
EMEA	103%	107%	115%	112%	9%	6%
Americas	109%	109%	116%	109%	0%	3%
Greater China	85%	95%	108%	96%	3%	-7%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表28：2024Q2 中国餐饮行业同店销售同比增速普遍承压



资料来源：公司公告，国联证券研究所

结合收入与利润端综合来看，人力资源服务行业相对具备韧性。1) 2024H1 国内主要人力资源服务龙头公司营业收入均实现稳健增长，北京人力/外服控股/科锐国际营业收入分别实现同比增长 14.00%/14.47%/16.55%。主要公司营收同比实现增长主要系抗周期的外包服务逆势增长，2024H1 北京人力/外服控股业务外包服务收入占比分别同比提升 0.66pct/1.84pct；科锐国际灵活用工收入占比提升 2.85pct。净利润方面，除了外服控股归母净利润和扣非归母净利润均实现同比增长，北京人力和外服控股均同比下滑。2) 线下零售服务业具备经营杠杆，收入承压背景下利润端压力被进一步放大，以同庆楼/王府井为例，2024Q2 收入端同比分别+7%/-9%，但是拓店背景下，扣非归母净利润同比分别-75%/-46%。3) 百胜中国/海底捞/华住集团等龙头业绩稳健，进一步验证其穿越周期能力；4) 品牌势能正盛的达势股份/亚朵持续兑现业绩，品牌发展红利对冲宏观经济波动，2024H1 达势股份营收/扣非归母净利润同比+49%/+112%。

图表29：从 2024H1 餐饮酒店免税等行业业绩观察，经营杠杆放大利润端压力

	营业收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2	2024H1	2024Q1	2024Q2
北京人力	14%	-	-	-13%	-	-	-8%	-	-
外服控股	14%	16%	13%	5%	6%	5%	2%	1%	3%
科锐国际	17%	10%	23%	-12%	22%	-29%	-9%	-10%	-9%
同道猎聘	-7%	-5%	-9%	446%	76%	9%	842%	76%	9%
BOSS 直聘	31%	33%	29%	95%	650%	36%	95%	650%	36%
百胜中国	1%	1%	1%	3%	-1%	8%	3%	-1%	8%
海底捞	14%	-	-	-10%	-	-	-2%	-	-
特海国际	14%	-	-	-229%	-	-	-138%	-	-
达势股份	49%	-	-	25%	-	-	112%	-	-
九毛九	7%	-	-	-67%	-	-	-68%	-	-
呷哺呷哺	-16%	-	-	-11439%	-	-	-229%	-	-
广州酒家	10%	10%	11%	-27%	2%	-214%	-31%	1%	-324%
同庆楼	18%	28%	7%	-44%	-9%	-79%	-28%	5%	-75%
海伦司	-38%	-	-	-56%	-	-	-51%	-	-
华住集团-S	14%	18%	11%	-14%	-33%	5%	-14%	-33%	5%
锦江酒店	0%	7%	-5%	59%	35%	68%	4%	-32%	16%
首旅酒店	3%	11%	-3%	27%	50%	19%	39%	102%	22%
亚朵	75%	90%	64%	119%	1339%	27%	119%	1339%	27%
君亭酒店	50%	67%	36%	-32%	14%	-44%	-26%	52%	-41%
金陵饭店	2%	16%	-14%	-26%	-26%	-25%	-6%	-1%	-8%
中国中免	-13%	-9%	-17%	-15%	0%	-38%	-16%	0%	-40%
王府井	-5%	-2%	-9%	-43%	-11%	-69%	-30%	-14%	-46%
米奥会展	-26%	12%	-36%	-47%	349%	-52%	-50%	312%	-52%
兰生股份	4%	229%	-19%	-57%	41%	-57%	-15%	89%	-33%

资料来源：Wind，国联证券研究所

 注：蓝色底纹数值代表增速 $\geq 30\%$ ，红色底纹数值代表增速处于 20%-30% 区间，黄色底纹数值代表增速处于 0%-20%（含）区间

图表30：顺周期板块相关个股盈利变化（2024H1，变化值单位为 pct）

2024-06-30	综合毛利率	销售费率	管理费率	净利率	扣非归母净利润率	ROE
北京人力	5.7%	1.2%	2.0%	2.8%	1.3%	14.2%
外服控股	9.9%	3.4%	2.4%	4.1%	2.5%	17.0%
科锐国际	6.7%	1.5%	2.5%	1.5%	1.2%	9.4%
同道猎聘	78.1%	-	-	6.5%	-	-
BOSS 直聘	83.1%	-	-	18.2%	18.4%	9.5%
百胜中国	21.3%	-	-	9.5%	8.9%	15.5%
海底捞	-	-	-	9.5%	9.3%	31.1%
特海国际	-	-	-	-1.3%	-1.2%	-3.0%
达势股份	72.7%	-	-	0.5%	0.5%	0.9%
九毛九	-	-	-	2.2%	2.3%	4.1%
呷哺呷哺	-	-	-	-11.4%	-12.2%	-40.0%
广州酒家	25.9%	10.7%	9.7%	3.9%	2.6%	3.3%
同庆楼	21.6%	6.0%	5.1%	6.4%	6.0%	7.1%
海伦司	-	-	-	15.8%	20.4%	8.4%
华住集团-S	36.1%	-	-	15.3%	15.1%	16.9%
锦江酒店	39.9%	7.1%	18.3%	14.4%	5.6%	10.1%
首旅酒店	37.6%	7.1%	11.9%	9.8%	8.7%	6.4%
亚朵	40.9%	-	-	17.2%	17.2%	45.8%
君亭酒店	31.2%	7.2%	11.4%	5.2%	4.2%	2.8%
金陵饭店	26.0%	5.2%	10.9%	4.9%	2.0%	2.9%
中国中免	33.5%	14.8%	3.0%	11.7%	10.4%	12.2%
王府井	40.9%	13.8%	13.6%	5.2%	5.3%	3.0%
米奥会展	54.2%	25.6%	8.5%	17.6%	14.1%	12.7%
兰生股份	30.5%	5.3%	12.6%	15.8%	15.8%	4.3%
变化 (vs 2023H1)	综合毛利率	销售费率	管理费率	净利率	扣非归母净利润率	ROE
北京人力	-1.1	-0.2	-0.7	0.6	0.9	3.4
外服控股	-0.4	-0.5	-0.1	-0.2	-0.3	-0.5
科锐国际	-0.9	-0.4	-0.0	-0.9	-0.3	0.9
同道猎聘	2.8	-	-	5.3	-	-
BOSS 直聘	1.8	-	-	5.8	6.0	3.9
百胜中国	-	-	-	-	0.1	0.7
海底捞	-	-	-	-	-1.5	-5.6
特海国际	-	-	-	-	-0.6	-5.9
达势股份	-	-	-	-	7.2	-0.1
九毛九	-	-	-	-	-5.4	-8.8
呷哺呷哺	-	-	-	-	-9.1	-40.3
广州酒家	-3.2	-0.4	-0.1	-1.7	-1.6	-1.6
同庆楼	-3.2	1.9	-1.5	-7.1	-3.8	-7.1
海伦司	-	-	-	-	-5.3	-8.1

华住集团-S	3.4	-	-	-5.0	-4.9	-1.9
锦江酒店	-2.0	-0.4	-1.5	4.5	0.1	3.7
首旅酒店	1.5	0.6	0.2	1.5	2.2	1.1
亚朵	-	-	-	-	3.5	12.4
君亭酒店	-11.6	-0.5	-4.2	-6.4	-4.2	-1.3
金陵饭店	-0.2	0.0	-1.4	-1.3	-0.2	-1.0
中国中免	2.9	2.9	0.2	0.2	-0.4	-3.3
王府井	-1.0	0.4	1.3	-3.3	-1.9	-2.4
米奥会展	2.4	7.6	1.5	-5.2	-6.7	-18.4
兰生股份	5.4	1.3	0.7	-22.7	-3.7	-6.3

资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 投资建议：板块承压、关注龙头

板块普遍性承压，增长愈发稀缺。2024年初至今，消费环境日趋严峻，社零大盘及消费子行业经营压力逐季度上行。从各子行业经营演进看，1) 消费出海相关企业收入增速延续，利润端阶段性承压；2) 旅游行业景气延续，出入境需求上行带动众信旅游业绩表现优异，OTA龙头携程集团更高质量兑现业绩；3) 顺周期板块压力加剧，弱消费背景下，龙头凭借品牌价值、运营管理能力实现业绩稳健增长。

宏观背景不及预期背景下，我们认为已经兑现的增量方向以及相应的龙头公司所具有的竞争优势有望相比过去更有持续性。建议关注华住集团-S、名创优品、北京人力、途虎-W、锦江酒店、首旅酒店、中国中免等高质量发展龙头公司。

4. 风险提示

- 1) 宏观经济增长不及预期风险。**消费行业受宏观经济影响较大，若经济增长放缓超预期，将影响行业恢复。
- 2) 消费复苏不及预期风险。**若居民收入、消费意愿下行超预期，或将严重影响线下消费复苏。
- 3) 市场竞争加剧超预期。**若免税、酒店、餐饮等供给增加，则现有参与者的盈利能力将出现恶化。
- 4) 新市场开发不及预期风险。**出海与下沉逐渐成为共识，但是弱新开拓市场消费能力不及预期，消费习惯差异过大，则新市场存在开发收效甚微风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼