

社会服务行业10月投资策略暨三季报前瞻： 线上龙头景气延续，政策积极助力预期改善

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

摘要：线上龙头景气延续，政策积极助力预期改善

- **行情复盘：**9.24以来稳增长政策提振市场信心，顺周期超跌个股及强阿尔法线上龙头相对领涨，假期后板块随大盘震荡表现。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33.0%，跑赢大盘；国庆节后板块随大盘震荡，回调8.7%。个股层面，本轮反弹中A股社服前期超跌的顺周期龙头更为突出，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等超跌个股领涨，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。10.12财政部召开新闻发布会，对于加大财政逆周期调节力度表述积极，给予未来财政力度较大预期空间，其中明确提及重视民生保障。
- **社服板块三季报前瞻：**结合持续跟踪，我们预计：1、**出行链：**OTA与本地生活龙头预计增势领先，其他多数平稳或承压。我们预计：线上平台流量龙头享溢价，美团Q3收入和经调整业绩预计有望延续Q2良好增势；携程和同程收入有望延续Q2增势，核心机酒收入增速有望环比改善，其中携程Non-GAAP营业利润率同比有望继续上行，同程补贴收窄后经调整净利润有望表现强势；自然景区预计利润多数回落，长白山客流增长下有望相对领先；酒店龙头RevPAR韧性有望继续好于行业，华住Q3开店良好下支持其收入稳定增长，锦江国内扩张及海外减亏支持业绩平稳；中免仍受制于海南经营压力。2、**教育人服：**教培供需格局景气延续，我们预计学大业绩维持良好增长；人服公司预计较为平稳。
- **本地生活与在线旅游平台：**1、**美团兼具阿尔法和顺周期贝塔弹性。**美团作为本地生活线上领头羊，今年以来组织架构破壁融合、神会员流量打通、产品与产业链创新，有助于核心商业板块内部效率提升和流量变现增强，平台自身阿尔法成长突出，未来若消费大盘复苏又可兼有顺周期向上弹性。2、**旅游需求韧性凸显，OTA龙头线上份额持续扩张。**暑期旺季国内出行增长良好，航班管家统计Q3国内航线客流量增长约9%，酒店之家行业总间夜量同比提升6%，环比Q2均改善。平台顺应消费趋势变化，线上份额持续扩张，且居民更灵活的出游方式进一步放大平台敏锐捕捉需求的优势，龙头订单量增长有望继续领先行业大盘；此外，平台产业链话语权提升也部分抵消价格回落对收入端影响。
- **其他子行业：**1、**餐饮：**今年以来餐饮行业增长放缓，7-8月行业同增3.0%、3.3%，后续作为低成本的快乐消费有望首先受益于刺激内需趋势，国庆假期上海消费券效果初现，前期同店表现有韧性、经营效能持续领先的餐饮龙头在复苏周期的业绩验证有望更突出。2、**酒店：**根据酒店之家，Q3酒店行业RevPAR在高基数下同比下滑9-10%，其中房价下滑5-6%，入住率下滑1-2pct，未来若经济周期改善商务需求企稳反弹，酒店龙头有望享向上弹性。3、**景区演艺：**Q3自然景区客流在高基数和7月天气扰动下多数平淡，宋城演艺高基数下部分成熟项目同比回落。
- **投资建议：**伴随国家不断出台扩大内需的利好政策并陆续释放积极的增量政策信号，社服板块情绪与估值迎来修复。目前经济环境和市场风格下，从自身经营效能和顺周期预期改善综合考虑，建议配置美团-W、携程集团-S、百胜中国、海底捞、天立国际控股、学大教育、同程旅行、华住集团-S、BOSS直聘、峨眉山A。
- **风险提示：**宏观政治经济等系统性风险、政策力度不及预期、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、重资产新项目表现不及预期等风险。

三季度报前瞻： Q3出行链高基数下整体平稳， 预计在线旅游龙头增长相对领先



■ 社服板块三季度报前瞻：结合持续跟踪，我们预计：1、出行链：OTA与本地生活龙头预计增势领先，其他多数平稳或承压。我们预计：线上平台流量龙头享溢价，美团Q3收入和经调整业绩预计有望延续Q2良好增势；携程和同程收入有望延续Q2增势，核心机酒收入增速有望环比改善，其中携程Non-GAAP营业利润率有望继续上行，同程补贴收窄后经调整净利润有望表现强势；自然景区预计利润多数回落，长白山客流稳健增长下有望相对领先；酒店龙头RevPAR韧性有望继续好于行业，华住Q3开店良好下支持其收入稳定增长，锦江国内扩张及海外减亏支持业绩平稳；中免仍受制于海南经营压力。2、教育人服：教培供需格局景气延续，我们预计学大业绩维持良好增长；人服公司预计较为平稳。

表：2024Q3社服板块业绩前瞻（归母净利润系初步预测仅供参考，公布预告公司则取区间中值或快报值，单位：亿元）

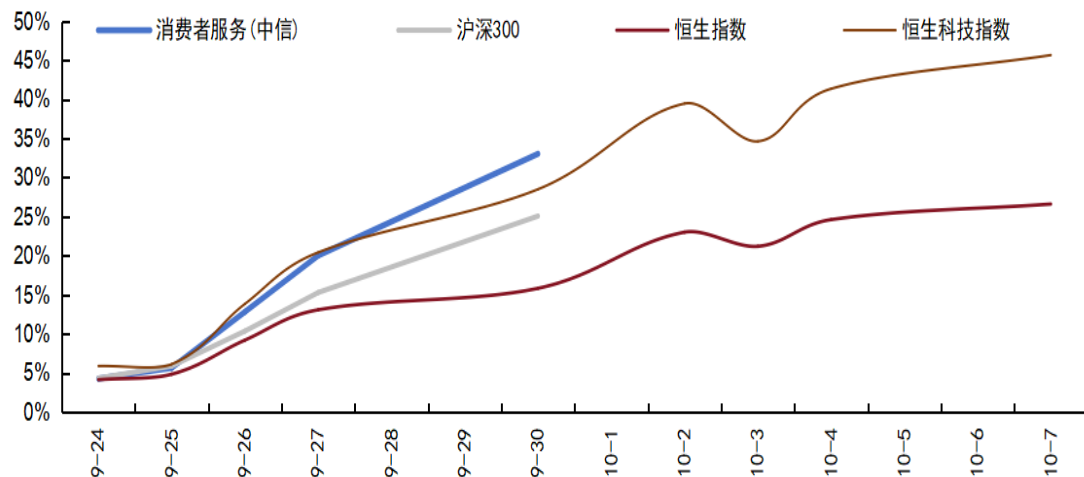
行业分类	股票代码	公司名称	总市值	2024Q1	2024Q2	2024Q3E	2024Q1 YOY	2024Q2 YOY	2024Q3E YOY
免税	601888.SH	中国中免	1,464	23.06	9.76	9.38	0.2%	-37.6%	-30.0%
	600859.SH	王府井	169	2.02	0.91	0.80	-10.9%	-68.6%	-39.0%
酒店	1179.HK	华住集团-S	928	7.71	12.54	15.01	100.8%	17.4%	8.0%
	600754.SH	锦江酒店	272	1.90	6.58	4.46	45.8%	67.4%	-1.3%
	600258.SH	首旅酒店	146	1.21	2.37	3.72	56.2%	16.6%	-8.0%
	300144.SZ	宋城演艺	241	2.52	2.99	4.50	317.3%	23.2%	-7.1%
	002159.SZ	三特索道	25	0.34	0.43	0.88	17.7%	91.8%	6.0%
	603199.SH	九华旅游	37	0.52	0.62	0.40	-15.8%	25.7%	-2.0%
景区	600054.SH	黄山旅游	82	0.25	1.06	1.77	-60.5%	-21.5%	-15.0%
	603099.SH	长白山	75	0.11	0.10	1.44	358.7%	-37.0%	3.0%
	002033.SZ	丽江股份	47	0.56	0.56	0.74	1.1%	-14.2%	-19.0%
	603136.SH	天目湖	29	0.11	0.42	0.53	-42.8%	-3.9%	-8.0%
	000888.SZ	峨眉山A	65	0.74	0.58	1.09	6.1%	-22.9%	-5.5%
	600138.SH	中青旅	72	-0.29	1.02	0.90	-504.0%	-8.7%	-10.0%
餐饮	603043.SH	广州酒家	88	0.71	-0.12	3.83	2.2%	-214.1%	-7.0%
	605108.SH	同庆楼	51	0.66	0.15	0.45	-8.8%	-79.5%	-22.0%
会展	300795.SZ	米奥会展	35	0.05	0.36	0.15	349.4%	-52.2%	171.1%
OTA与本地生活服务	9961.HK	携程集团-S	3,142	40.55	50.01	54.4	96.4%	45.6%	11.1%
	0780.HK	同程旅行	379	5.58	6.57	8.30	10.9%	10.9%	33.9%
	3690.HK	美团-W	10,718	74.88	136.06	108.30	36.4%	77.6%	89.1%
人服	300662.SZ	科锐国际	35	0.41	0.45	0.61	22.1%	-29.2%	13.0%
	600861.SH	北京人力	103	2.11	2.23	1.21	793.0%	-7.5%	-11.0%
教育	000526.SZ	学大教育	67	0.50	1.11	0.35	886.4%	33.0%	25.0%
	605098.SH	行动教育	45	0.24	1.12	0.69	34.4%	28.1%	25.0%
	003032.SZ	传智教育	41	-0.16	-0.18	-0.15	-191.3%	-130.6%	-160.6%

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究整理预测

行情复盘：9月24日以来社服板块随大盘强劲反弹，节后阶段回调

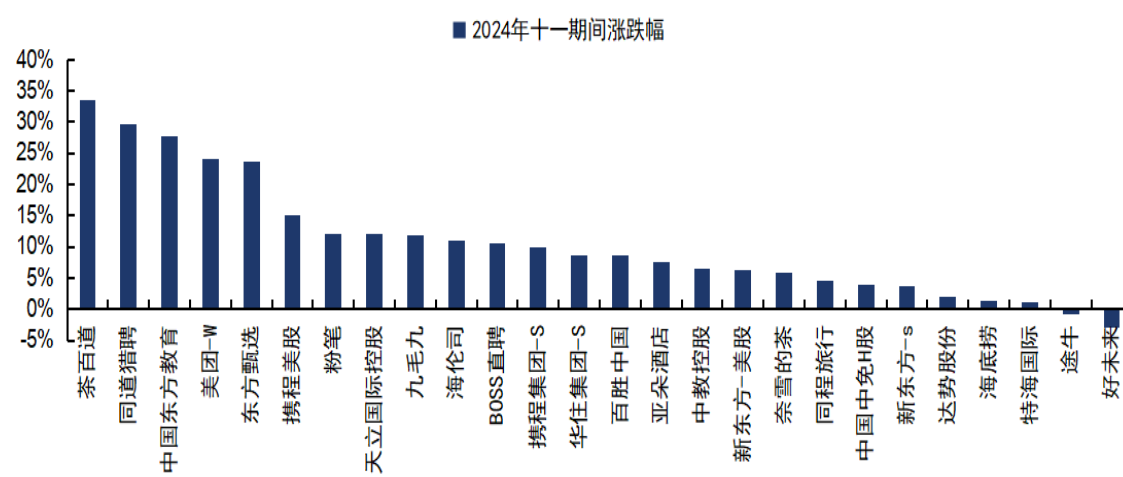
- 9月24日以来，国内各类重磅政策开启组拳出击。货币政策方面：主要包括降准、降息、设立证券基金保险互换便利（5000亿）及创设回购增持再贷款（3000亿）等内容；地产政策方面：包括降存量房贷利率、降二套首付、优化保障房再贷款；资本市场政策方面：包括推动中长期资金入市、并购重组六条、市值管理指引等。此外，上海市发放5亿元服务消费券等，以进一步拉动消费。
- 鉴于此，A股、港股及中概股在9月24日开始迎来强劲反弹，社服板块亦表现突出。如下图所示，9月24日以来，沪深300指数上涨25.06%；恒生指数和恒生科技指数各上涨26.59%、45.65%，表现突出。同时，受此影响，A股消费者服务指数9月24日以来上涨33.02%，跑赢沪深300指数近8pct。国庆节后板块随大盘阶段回调8.7%。
- 10.12财政部召开新闻发布会，对于加大财政逆周期调节力度表述积极，给予未来财政力度较大预期空间，其中明确提及重视民生保障。

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

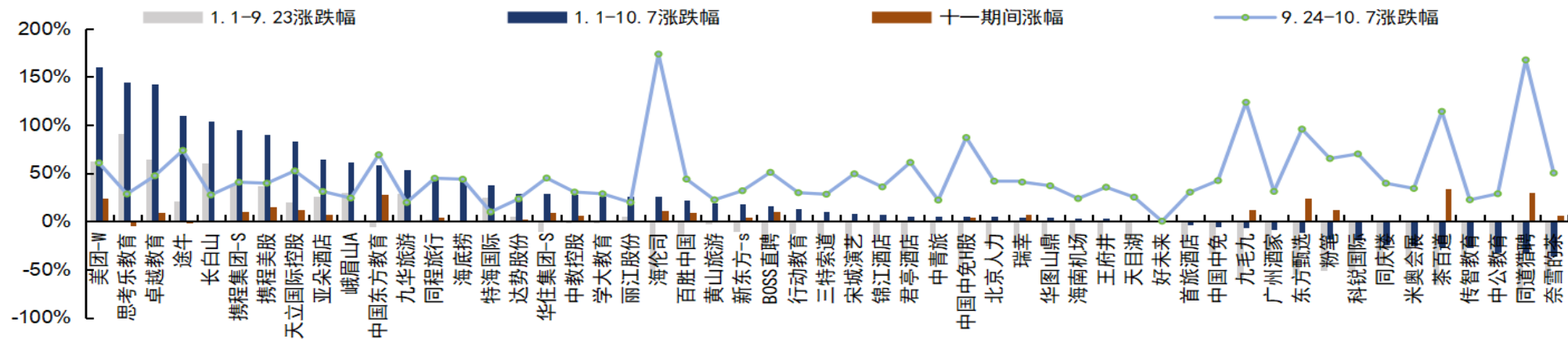


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

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

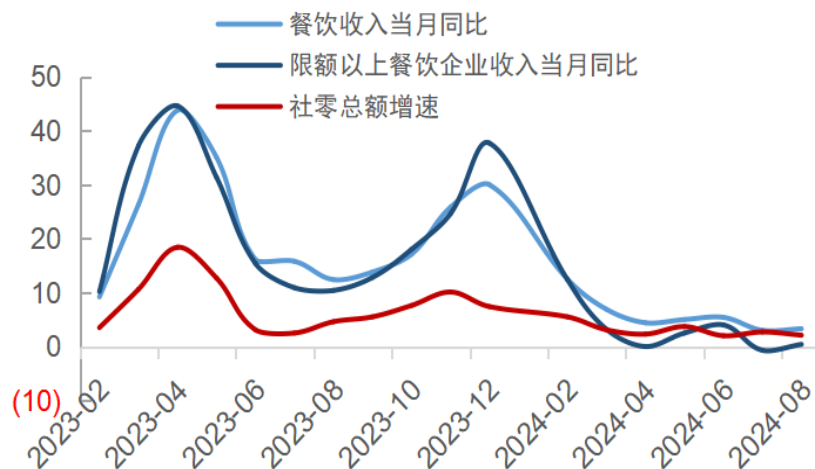


美团-W：行业大盘承压下，公司仍显示强劲经营阿尔法，韧性凸显



- 2024年以来，社零总额增势平稳，餐饮行业增速持续放缓。根据国家统计局数据，今年以来国内社零总额同比增速相对平淡，其中3月以来国内餐饮行业收入同比增速明显放缓，2024年7-8月行业同增3.0%、3.3%，处2023年3月以来低位，限额以上餐饮企业收入承压相对更显著。
- 此外，据新浪财经报道，结合美团今年9月餐饮大会信息，其外卖、到店、餐饮收银SAAS，2024VS2023年同店多数呈下滑趋势；餐饮、酒店、出行、门票、电影等细分行业，客单价下滑在5%~20%左右，也侧面体现整体压力。
- 但是，美团今年上半年业绩表现仍维持强势，经营阿尔法凸显。尽管外部环境面临各方面挑战，但美团上半年收入+23%，经调整业绩+60%，逆势强劲增长。2024Q2，美团实现营收822.5亿元RMB/+21.0%；实现经调整EBITDA150.0亿元/+95.2%，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Q2核心本地商业收入+19%，核心主业经营利润率提升+3.4pct和新业务大幅减亏39亿等综合推动。

图：今年3月以来社零总额及餐饮行业收入同比增速明显放缓



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

表：美团季度业务拆解情况

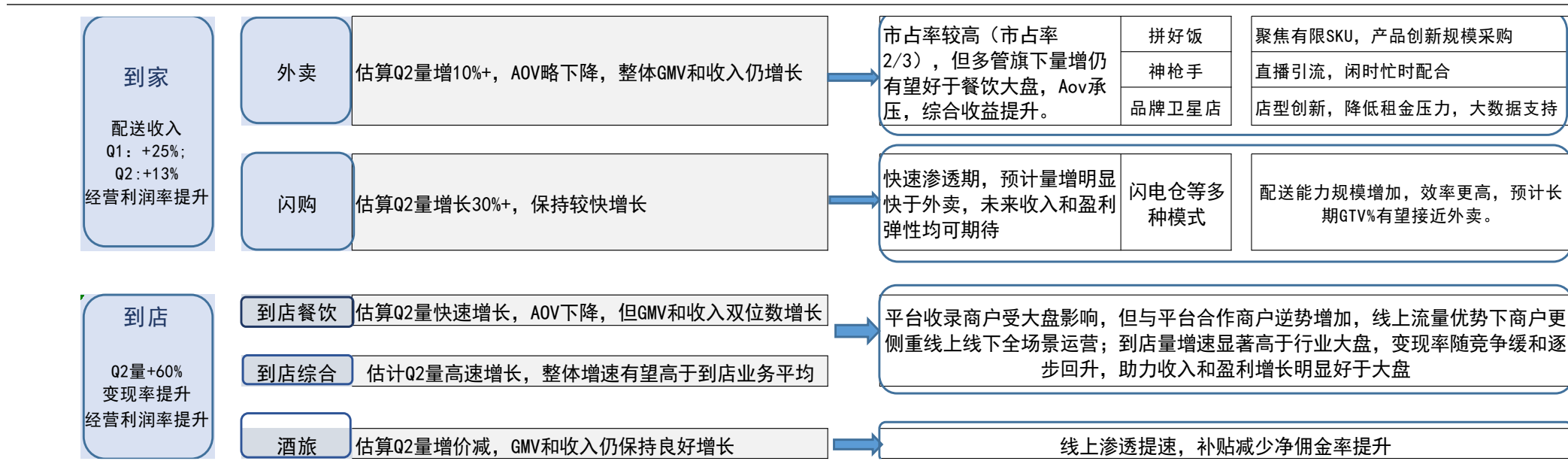
单位：百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
核心商业						
收入合计	42,885	51,200	57,691	55,131	54,626	60,682
收入yoy	25.5%	39.2%	24.5%	26.8%	27.4%	18.5%
经营利润	9,445	11,139	10,096	8,019	9,699	15,234
经营利润yoy	100.7%	34.8%	8.3%	11.1%	2.7%	36.8%
经营利润率	22.0%	21.8%	17.5%	14.5%	17.8%	25.1%
新业务						
收入合计	15,732	16,765	18,776	18,565	18,650	21,569
收入yoy	30.1%	18.4%	15.3%	11.5%	18.5%	28.7%
经营利润	-5,029	-5,193	-5,112	-4,833	-2,757	-1,314
经营利润yoy	-40.5%	-23.5%	-24.5%	-24.1%	-45.2%	-74.7%
经营利润率	-32.0%	-31.0%	-27.2%	-26.0%	-14.8%	-6.1%
业务汇总						
总收入	58,617	67,965	76,467	73,696	73,276	82,251
收入yoy	26.7%	33.4%	22.1%	22.6%	25.0%	21.0%
经调整业绩	5,491	7,660	5,727	4,375	7,488	13,606
Yoy	253.1%	272.2%	62.4%	427.6%	36.4%	77.6%
经调整净利率	9.4%	11.3%	7.5%	5.9%	10.2%	16.5%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

美团-W：线上平台流量溢价，业务整合创新助经营韧性，若顺周期兼有一定向上弹性

- **到家业务：**1) 外卖：受大盘影响更大，但公司通过产品/营销/模式等创新（拼好饭、神枪手、品牌卫星店），积极推动量增和产业链效率提升，从而更好地适应性价比新形势，助力外卖交易量、收入及经营效率提升，并带来更广泛的骑手就业机会。2) 闪购：万物到家仍处于高速渗透期，积极闪电仓等拓展站下增速显著高于消费大盘。
- **到店业务：**线上平台信息传播、大数据分析、业务全方位整合等优势带来线上流量溢价提升。1) 虽平台收录商户总数可能受大盘影响，但线上渗透提升加速其合作用户量增显著好于大盘；全场景线上线下日益成为商户与时俱进迎挑战的核心。2) 伴随竞争缓和和公司业务整合，到店业务变现率正逐步企稳回升，助力到店业务收入增长。
- **综合来看，**今年以来美团核心商业到店与到家、研发平台、美团平台等全面整合，神会员等流量打通，积极产品和产业链创新，有助于核心商业板块内部效率提升和平台流量效率增强，进而有望持续助力经营韧性和业务增长。同时，未来若消费大盘顺周期复苏，则公司作为服务消费领头羊，又可兼有行业顺周期向上弹性，中线成长持续可期。

图：美团核心商业主业今年以来情况分析



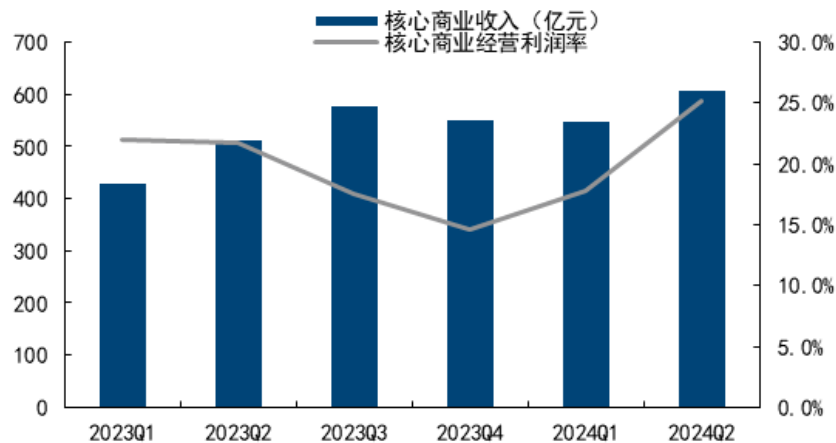
资料来源：公司官网，公司公告，新浪财经（美团9月餐饮大会）、公司财报季公开交流等，国信证券经济研究所整理

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



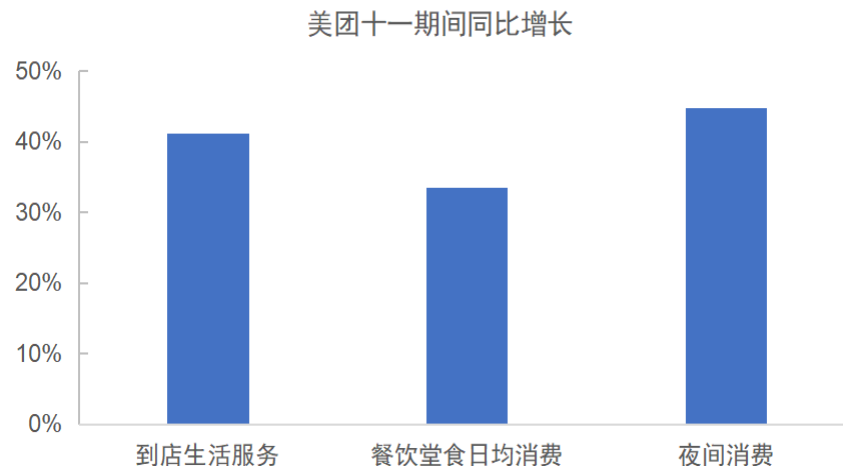
- 美团：公司作为本地生活流量巨头，持续通过组织变革、流量打通、产业链深耕等助力成长。1) 线上流量增长仍然明显好于行业大盘，尤其到店业务依托渗透率持续提升，今年以来增势良好；2) 伴随竞争相对缓和，线上流量定价权提升机公司产业链多元变现提升，其综合变现率上半年持续提升；3) 经营效率持续提效，新业务减亏助成长，经营表现韧性突出；4) 未来若周期复苏，餐饮等服务消费复苏逐步推进，其成长可兼具一定顺周期弹性。今年以来截止10月7日，美团整体股价上涨160%，领涨社服板块；9月24日以来本轮反弹仍强势上涨61%，其中十一期间仍上涨24%，表现可观。
- 聚焦其十一表现：到店服务消费同比增长超40%，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

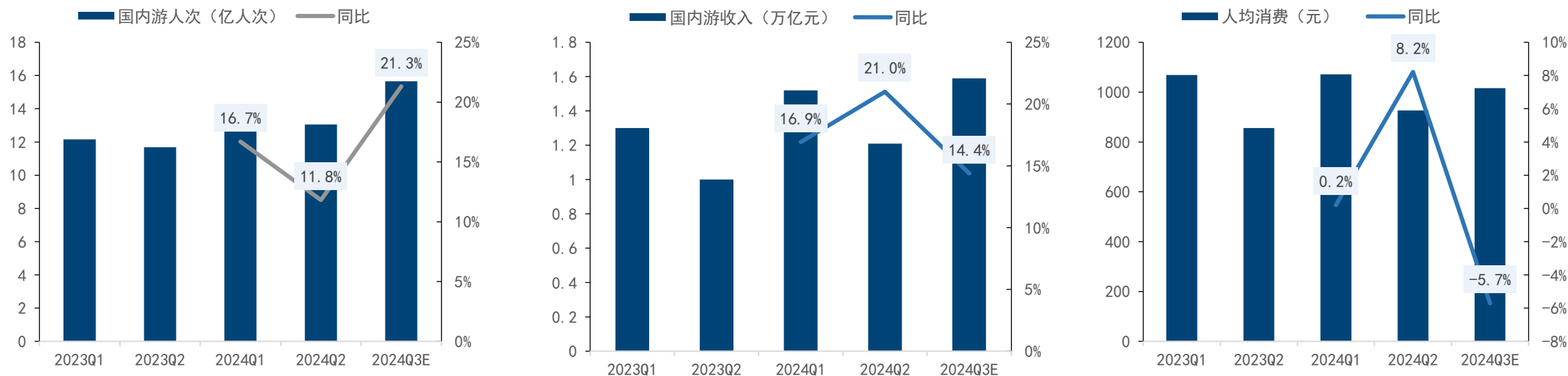


资料来源：上证报等媒体报道，国信证券经济研究所整理

国内旅游：三季度旺季出行热度环比提速，人均消费同比回落

- 前三季度国内游情况接近2019年峰值水平。根据文化和旅游部发言，2024年前三季度，预计国内旅游人次42.9亿、旅游花费4.32万亿，同比分别增长16.8%和17.1%，接近2019年峰值水平。年初文旅部曾预计2024年国内游总人次达到60亿人次，估算同比增长22.7%，在部分恶劣天气扰动与出境游加速恢复的分流影响下，实际增长略不及年初预期水平，但对比其他消费仍然增势突出。
- 单三季度国内游超2019年同期，人均花费受行业价格回落影响同比下降。Q3文旅部预计国内游人次15.6亿、旅游花费1.6万亿元，同比分别增长21.3%、14.4%，估算均超2019年水平，暑期旺季出游韧性延续。据此计算人均花费同比下滑5.7%，预计受行业机酒价格下降带来出行成本回落影响。

图：国内游收入、国内游人次、人均消费情况

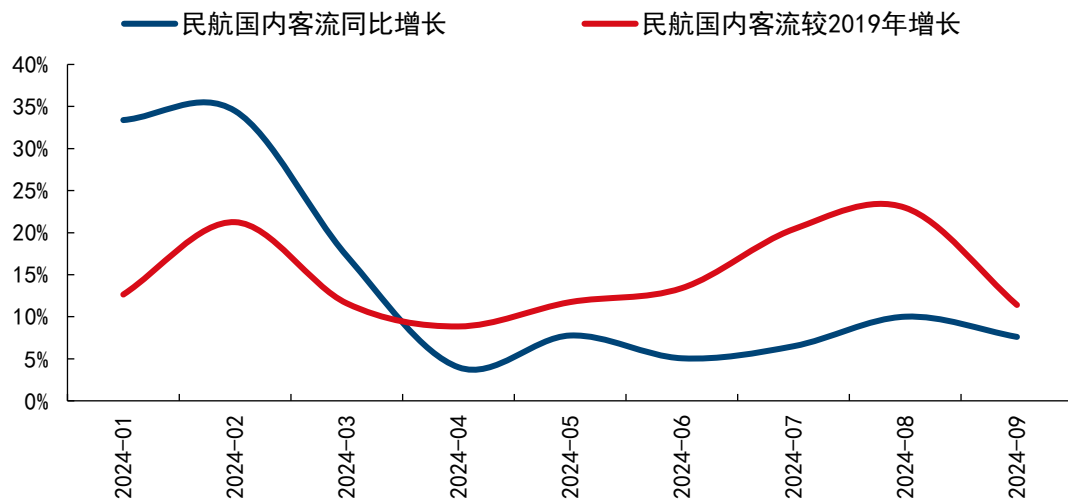


资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

民航客运量：三季度国内航线客流同比增长约9%，国际恢复至约76%

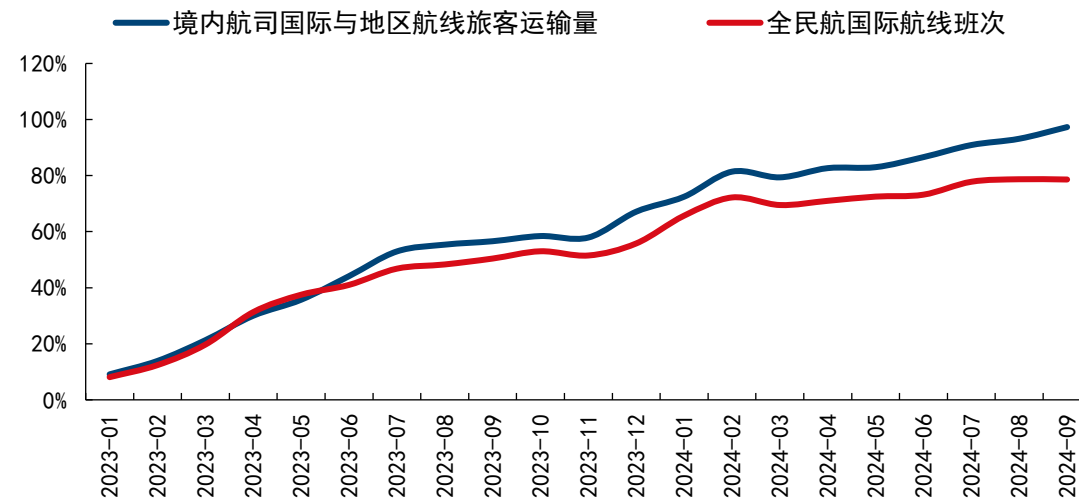
- **国内航线客运量：**Q3国内航线客流同比增长约9%，9月客流同比增长约7.6%。根据民航局月报与航班管家数据统计，Q3国内航线客流量同比增长约9%，环比Q2增速改善（5.6%），暑运旅游流、探亲流、学生流等多端客流叠加、需求进一步增长。
- **国际航线客流量：**9月全民航国际航班量渐进恢复至76.8%，全年预计恢复至2019年的76%。根据航班管家数据，2024年9月国际航班量（包括外航）恢复至2019年的78.6%，环比暑期提升0.4pct，客运量与运力恢复类似。航班管家预计预计四季度仍将保持复苏的态势，整体估算2024全年国际客运航班近60万班次，同比增长96%、恢复至2019年的76%。

图：2024年9月国内航线客流增长情况



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

图：国际与地区旅客运输量及航班运力恢复情况



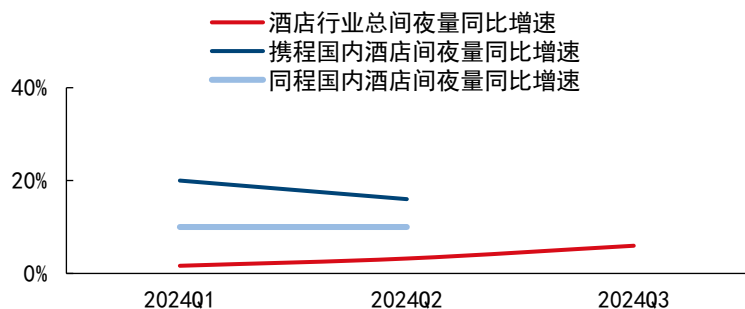
资料来源：中国民航局，航班管家，国信证券经济研究所整理

OTA：线上份额持续增长，预计三季度龙头增长有望进一步边际改善



- **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；国庆假期所展现的居民更灵活的出游方式有望进一步放大OTA平台敏锐捕捉需求的优势。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以及酒店客源结构变迁，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。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，利润率稳中有升。
- **Q3展望：Q3 OTA主业经营有望环比改善。**1、量：Q3国内航线客运量同比增长较Q2提升约3.6pct（民航局、航班管家），Q3国内酒店行业GMV同比增长较Q2提升2.8pct（酒店之家）。结合过往，受益于线上份额的增长，头部OTA平台持续优于行业整体表现，因此OTA Q3国内机酒订单量增速有望环比Q2改善；Q3出境游运力同比增长50-60%，恢复至2019年同期约78%左右，助力平台出境游继续表现强势。2、价：酒店价格预计延续Q2下滑态势，但预计OTA受益于高星结构占比提升、补贴精细化等，降低对收入端扰动。3、利润率：伴随规模杠杆效应和补贴效率优化，预计主业经营利润率有望同比改善。

图：同程旅行2023年以来业绩情况



资料来源：公司公告，酒店之家，国信证券经济研究所整理

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

图：同程旅行2023年以来业绩情况

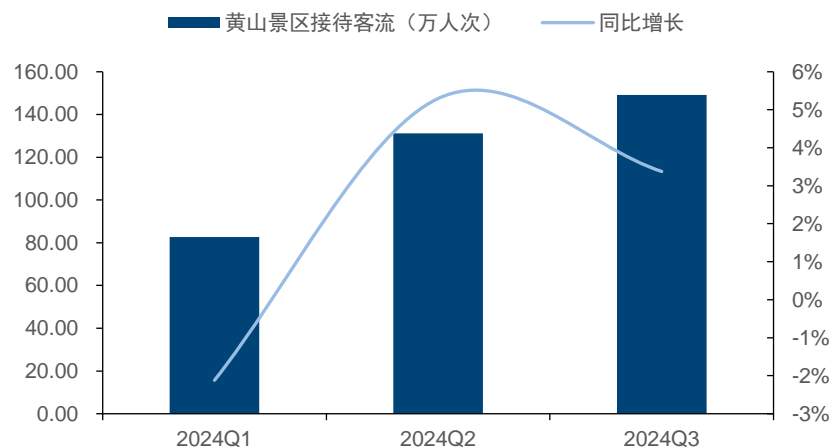
百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
总营收	2,586	2,866	3,299	3,145	3,866	4,245
YoY	45.0%	80.2%	60.0%	60.7%	49.5%	48.1%
归母净利润	378	356	510	310	397	434
Non-GAAP归母净利润	504	592	621	483	558	657
YoY	12.3%	71.4%	48.0%	45.8%	10.9%	10.9%
Non-GAAP归母净利率	19.5%	20.7%	18.8%	15.3%	14.4%	15.5%
YoY	-0.1pct	0.0pct	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

景区：三季度旺季经营相对稳健，客流平稳增长

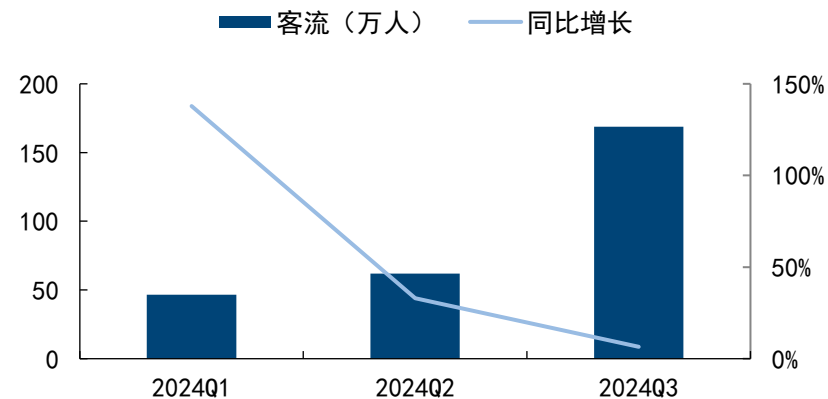
- **长白山：Q3旺季景区客流同比增长6.5%**。今年7-8月，长白山景区客流129.6万人/+7.1%，其中7月受天气因素扰动阶段主景区关闭、导致客流同比下滑8.7%，但8月同比增长24.5%，顺利回补；9月景区客流39万人/+4.5%，整体Q3客流增长6.5%。公司今年扩充车辆产能支持旺季增长，但实际客流增长比较平稳，预计新增刚性成本部分影响旺季规模效应释放。
- **峨眉山A**：结合我们对公司官网的跟踪，我们预计景区暑期客流平稳，7月因天气扰动略下滑，8月恢复增长，整体预计高基数下同比平稳表现。公司新领导上任后积极强化成本管控，有望部分抵消今年酒店经营压力及新收文物保护费等对毛利率的扰动，预计利润表现相对平稳。
- **九华旅游**：阶段天气扰动下Q3表现预计相对平稳，本身业务相对精简，预计利润端与收入表现类似。
- **黄山旅游：Q3景区客流同比增长3.4%**。今年暑期(7-8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；9月景区客流同比增长下滑7.4%，整体Q3客流同比增长3.4%。成本端预计仍受爬坡项目扰动。

图：黄山风景区2024年前三季度客流跟踪



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

图：长白山2024年前三季度客流跟踪



资料来源：长白山管委会，国信证券经济研究所

宋城演艺：三季度高基数下成熟项目预计承压，新项目贡献新增量



■ 宋城演艺：三季度高基数下存量成熟项目同比承压，西安、佛山项目演出场次继续维持较高水准。根据官方公众号初步统计，三季度宋城千古情总场次同比增长约11%，自营项目增长11%。其中五大成熟项目下降12%，预计主要系去年暑期旅游需求集中释放，高基数下维系挑战较大，且目的地下沉趋势对一线旅游目的地产生分流；其中杭州同比相对承压，张家界项目仍受区域行业竞争影响，其他项目比较平稳；新项目中，西安、上海、佛山项目合计同比去年增长84%，其中西安、佛山项目上半年已实现盈利，三季度演出场次依旧维持比较高的水准。轻资产方面，根据公司公开投资交流情况，三峡项目一揽子服务费于三季度预计将确认2000多万元。

图：宋城演艺今年以来场次跟踪及同比表现

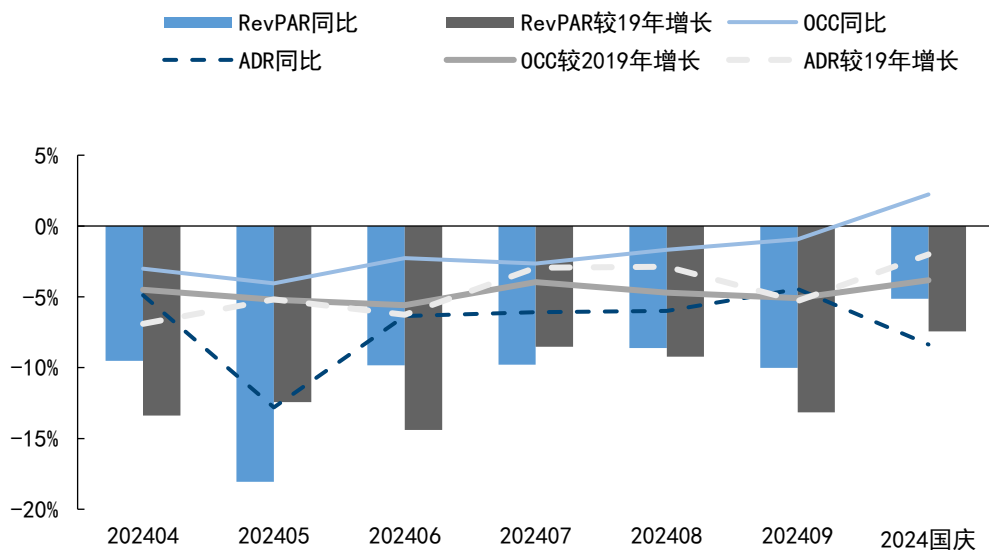
宋城演艺场次跟踪	2019年及以前存量项目						新开项目			轻资产项目				场次合计	场次合计不含轻资产	杭州+三亚+丽江+九寨+桂林+张家界	西安+上海+佛山
	杭州	三亚	丽江	九寨	桂林	张家界	西安	上海	佛山	炭河	宜春	郑州	三峡				
202401	65	93	72	0	41	31	71	31	0	0	31	8		443	404	302	102
202402	141	105	121	0	100	43	147	47	82	22	38	47		893	786	510	276
202403	129	93	80	9	57	31	90	53	179	33	31	30		815	721	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：三季度高基数Revpar降幅9-10%，国庆行业趋势环比好转

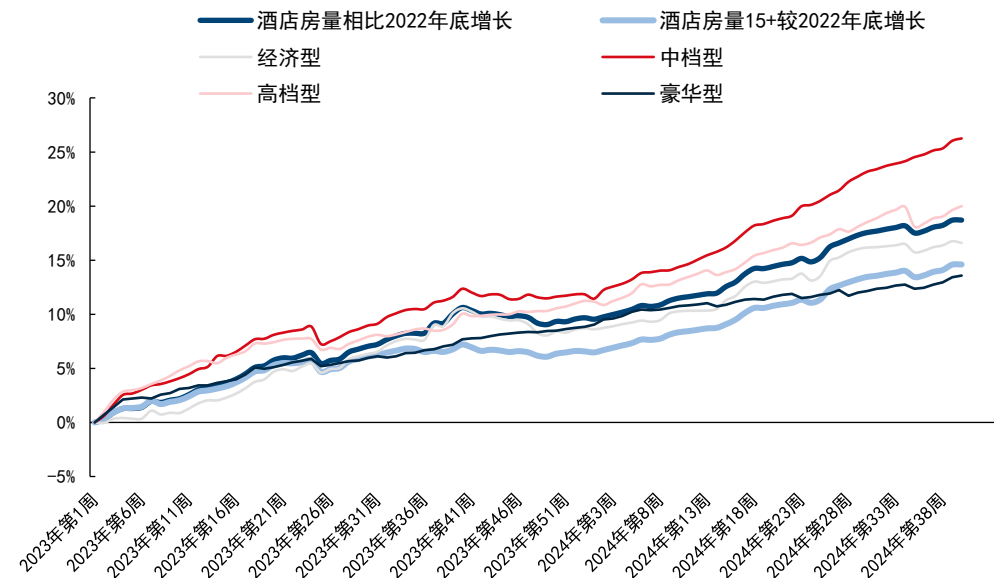
- **酒店趋势跟踪：Q3酒店行业RevPAR同比降幅在9-10%，国庆降幅收窄。**根据酒店之家数据，今年三季度以来国内酒店行业RevPAR在高基数下同比下滑基本在9-10%，其中7-9月分别下降10%/9%/10%，OCC分别下降2.7/1.7/0.9pct，ADR分别下降6%/6%/4%。但国庆假期在假日经济及最新政策等多种因素综合影响下，整体来看降幅明显趋于收窄，并呈现量增价减，其中Revpar/OCC/ADR分别-5%/+2pct/-8%。
- **往后看，去年四季度十一后酒店行业RevPAR逐步走弱，基数压力逐步降低，在基数压力缓解下，酒店行业未来REVPAR趋势值得保持密切跟踪。**

图：2024年以来酒店行业RevPAR增减变化趋势



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

图：2024年以来酒店行业供给较2023年初变化趋势



资料来源：酒店之家，国信证券经济研究所整理

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。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。

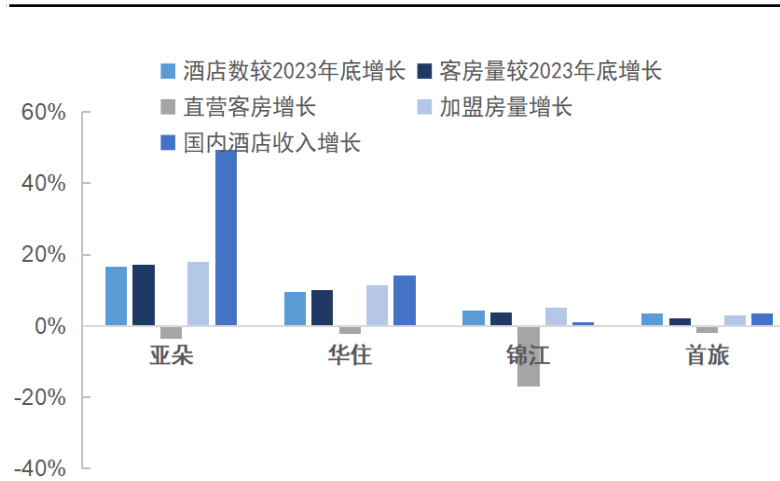
■立足当下，今年Q4尤其十一基数压力逐步降低，未来若周期整体向上弹性可观，展望四季度，考虑去年十一后国内酒店RevPAR回落相对明显，基数压力降低，酒店RevPAR降幅压力有望趋缓。同时，从供需来看，虽然去年底以来酒店行业供给进一步增加，但结合目前政策组合拳推动下，未来若经济周期改善，商务需求企稳反弹，则酒店行业REVPAR有一定向上提升空间，酒店龙头商务占比一般超50%，周期复苏下有一定向上弹性。

表：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%

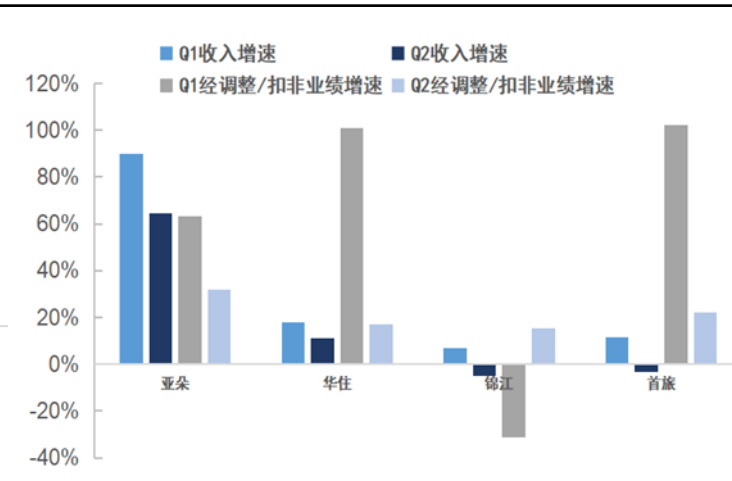
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：锦江2024Q2同店系上半年整体数据

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

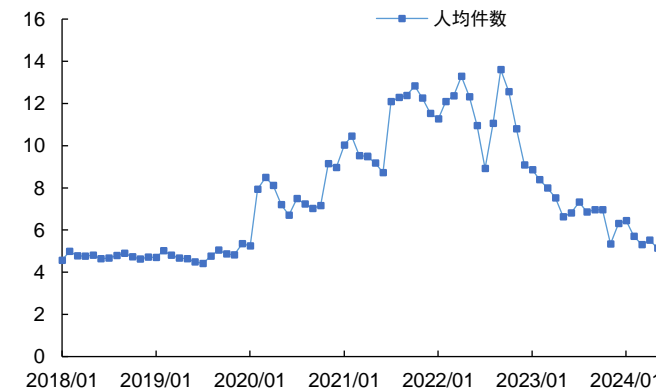
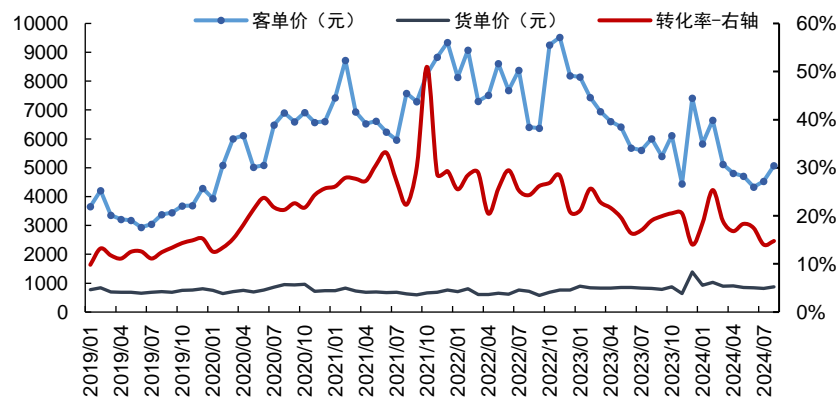
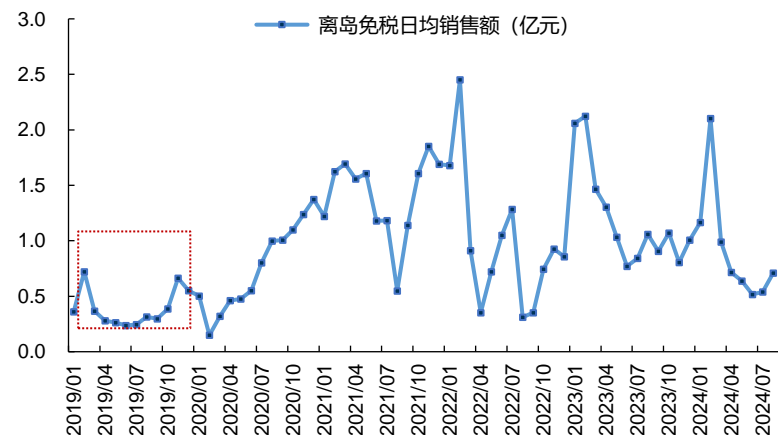
图：国内酒店龙头整体收入和经调整业绩季度表现



免税：7-8月海南免税同比下滑超3成，预计三季度趋势延续

■ 7-8月海南免税继续承压，预计三季度趋势延续。7、8月海南免税销售额16.76亿元/-36%、21.97亿元/-33%，购物人次37万人次/-21%、43万/-21%，客单价4536元/-19%、5073元/-16%，仍然继续承压；结合国庆海南离岛免税销售额同比下滑33%，与8月降幅持平，预计三季度整体趋势仍然延续。从龙头来看，三季度预计仍受海南免税行业整体影响，出入境客流同比逐步恢复或贡献部分收入增量，但本身对利润贡献相对有限。往后看，在国家加码促内需政策的方向预期下，国民消费力修复拐点需要进一步跟踪。

图：海南离岛免税日均销售额、客单价、转化率、件数等变化



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