

# 社会服务行业财报总结暨11月投资策略 把脉消费趋势大方向，适度关注顺周期赛道

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

- **出行链财报总结：去年同期补偿性需求爆发高基数下，今年前三季度A股社服板块同比承压，第三季度承压略扩大。**今年以来，社服板块一季度表现尚可，收入和归母/扣非净利润同比实现个位数稳定增长，且利润表现尚好于收入表现。但二三季度开始，社服板块收入和业绩同比下滑承压，主要系：1) 去年同期补偿性出游带来高基数；2) 消费整体渐进复苏，部分行业供给增长较快但需求相对平稳，进一步制约公司经营表现；3) 出境游分流部分影响。其中，第三季度A股社服收入和扣非业绩下滑各9%/32%，环比第二季度略有增加，A股免税、酒店承压等。
- **教育人服财报总结：需求刚性产能扩张支撑教培龙头收入良好增长，人服龙头降本增效边际改善。**教育板块三季度总体收入、业绩仍实现较稳定增长，主要得益于需求刚性的教培子板块支撑。其中K9教培受益于前期产能扩充在暑期旺季得以释放，收入+40%；高中教培受季节性影响及高端一对一部需求受到部分抑制，收入增速逊于K9但依旧不错(+19%)。非学历职业教育则在企业招聘、培训需求转弱背景下收入下滑(-19%)，公考赛道高景气度，但受制于竞争格局影响收入同样出现下滑；业绩表现类似于收入端。人服板块用工意愿仍处低位，高端猎头业务仍然承压，但灵活用工业务展现韧性，叠加头部机构持续降本增效，三季度人服板块收入业绩边际有所改善。
- **行情复盘：今年以来板块跑输大盘，确定性标的相对领涨。**2024年1-10月板块跌5.4%，跑输沪深300指数18.8pct。其中，本地生活服务龙头、在线旅游板块领涨，主要系1) 线上平台流量优势；2) 竞争格局相对缓和，在线龙头议价能力突出；3) 经营优化管理效能提升。2、部分教育尤其K12教育、自然景区领涨；3、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，餐饮中海底捞、百胜中国因更突出的同店增长与业绩表现而股价显现韧性；酒店中亚朵、华住表现突出。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。
- **促内需预期提振，顺周期板块短期有望受益于情绪修复。**目前环境下内需有望更加成为政策可能的着力点，而近期“国务院冰雪经济高质量发展意见”、“北京民促发落地征询意见稿”相继发布，以及上海本地第二轮消费券发放等，是服务业作为扩内需重要抓手的进一步显现。同时参考过去假期制度适应经济社会微调，未来也不排除在节假日的放假安排上更加优化灵活。若促内需政策持续发力，情绪带动下顺周期赛道股价可能先于基本面迎来转机，比如此前9月底政策预期转向后，港股的餐饮和A股人服等赛道以及部分超跌题材品种领涨。
- **继续看好顺应消费人口和消费趋势演变的确定性。**长维度看服务消费企业，一是关注四波人口出生高峰对应的结构化红利；二是通过迭代产品与门店模型探索“下沉”与“出海”增量市场；三是流量增速趋缓下会员价值的深度挖潜。总体在消费人口与消费趋势演变中发掘确定性。
- **投资建议：**目前经济环境和市场风格下，我们建议优选确定性，并适度把握顺周期标的，短期建议配置携程集团-S、美团-W、百胜中国、海底捞、长白山、峨眉山、同程旅行、北京人力、科锐国际、华住集团-S、首旅酒店、天立国际控股、学大教育等。
- **风险提示：**宏观政治经济等系统性风险、政策风险、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。

01

行情复盘与板块基金持仓变化

02

社会服务板块季报总结

03

各细分赛道基本面跟踪

04

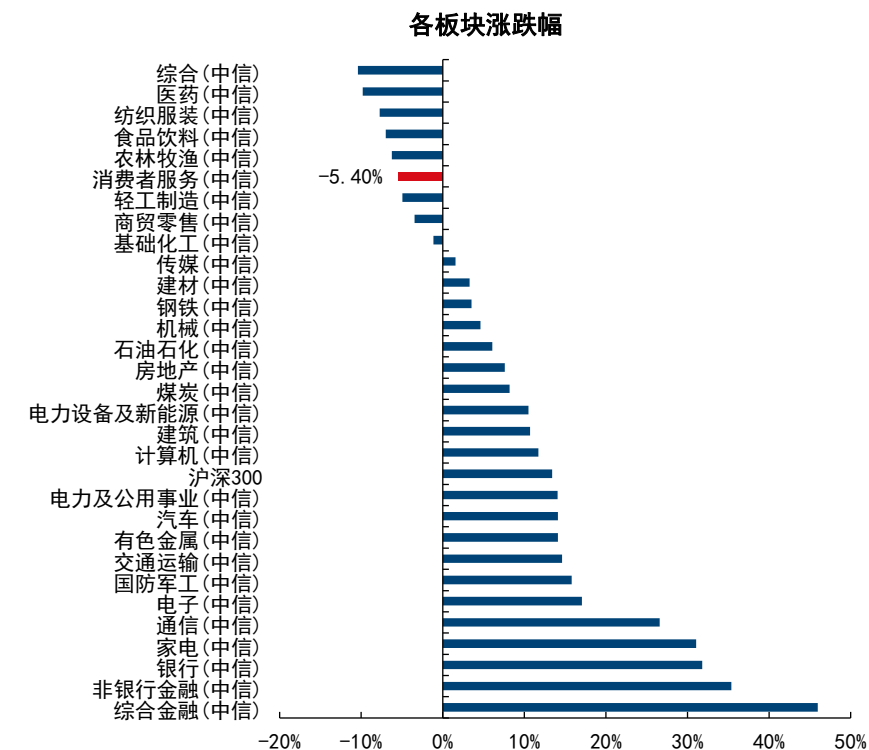
把脉消费趋势大方向，适度关注顺周期赛道

# 行情复盘：年初至今板块跑输大盘，近期预期改善带动板块企稳向上

■ 年初至今行情总览：参考中信消费者服务指数，2024年1-10月板块**跌5.4%**，大幅**跑输基准18.8pct**（沪深300指数）。

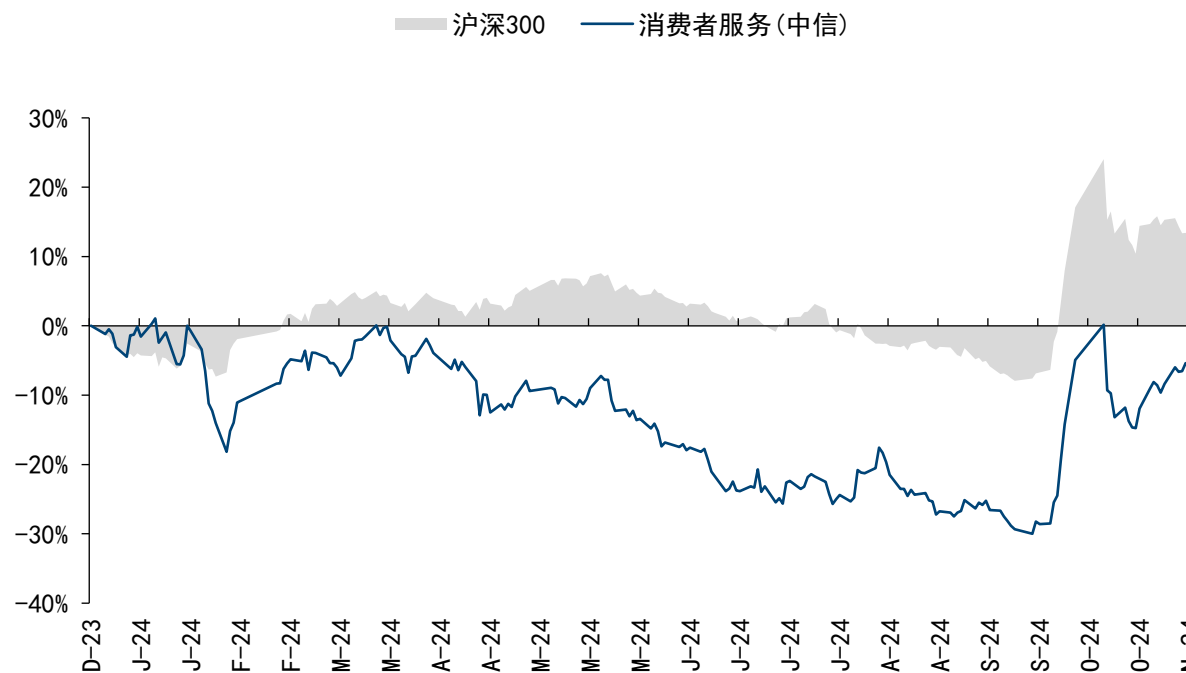
■ 年初至今行情趋势：板块在弱现实下，整体震荡下行，仅阶段促内需预期强化下有所反弹。具体而言，春节前市场担忧回补需求过后出行增长的可持续性，板块整体回调，春节出行数据靓丽提振市场信心；3月中下旬后随出行基数逐步增加，出行链基本面边际承压，股价也持续震荡向下；9月下旬关于提振经济的政策方向更显积极，板块跟随大盘大幅上涨。10月中下旬逐步交易三季度承压业绩，此后公众假期优化预期与免签范围扩大，以及AI教育题材带动板块企稳。

图：2024年1-10月中信消费者服务板块行情变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年1-10月消费者服务板块趋势变化



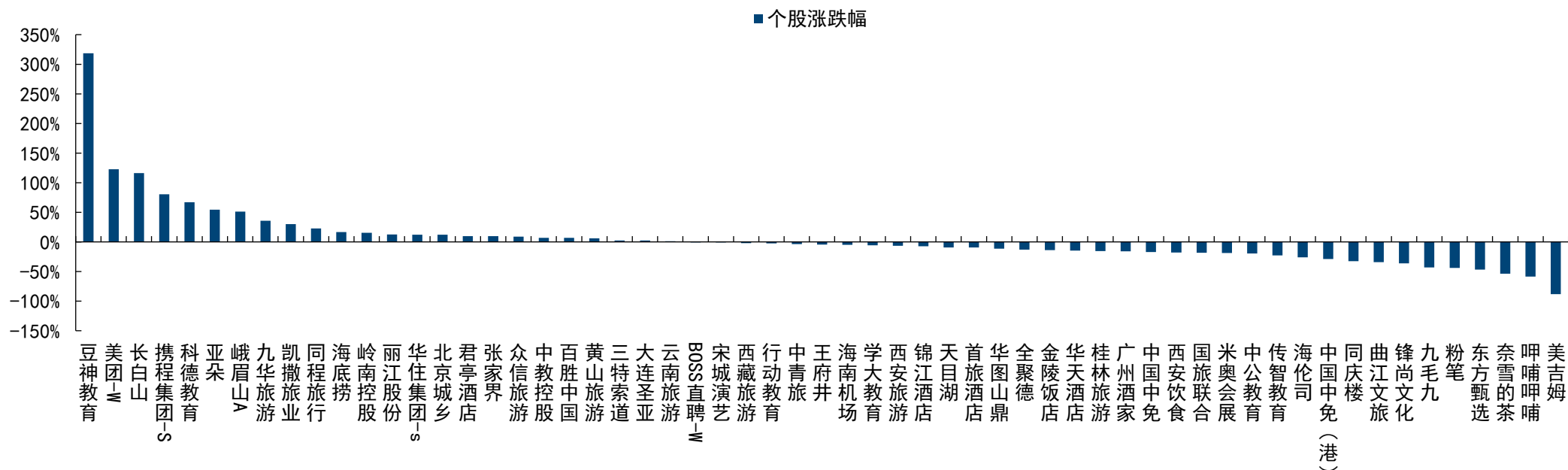
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 个股复盘：本地生活及在线旅游龙头、景区、港股餐饮龙头及部分教育龙头领涨



■ 个股总结：年初至今，出行链中**景区**、本地生活平台&OTA，以及经营效能突出的**餐饮龙头**跑出结构化行情。1、年初至今权重股中，**本地生活服务龙头**、**在线旅游板块领涨**，主要系1) 线上平台流量优势；2) 竞争格局相对缓和，在线龙头议价能力突出；3) 经营优化管理效能提升。2、部分教育和自然景区中小市值个股领涨，前者与AI教育题材相关，后者主要系区域热点+自然景区本身的防御性+公司主观动能综合推动。3、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、百胜中国因更突出的同店增长与业绩表现而股价显现韧性。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：1.1-10.31个股涨跌幅



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



# 基金持仓：2024Q3末社服板块基金持仓环比提升0.06pct，港股餐饮OTA增持居前



- 由于一季度、三季度基金披露重仓股数据，而非像半年报和年报一样披露全部持仓数据，因此以下测算主要通过重仓股情况进行分析。
- 2024Q3末，社服板块重仓基金持仓比例较Q2提升0.06pct，继续处于低配状态。2024Q3末国信社会服务板块基金重仓持股比例为0.44%，环比Q2提升0.06pct，相比于国信社服板块市值占A股的0.61%，连续6个季度处于低配状态。
- 子板块：餐饮、OTA增持居前，教育、演艺减持居前，各子板块处于低配状态。2024Q3 VS 2024Q2，餐饮、OTA、免税、酒店、景区、出境游各增持0.073/0.012/0.011/0.003/0.001/0.0002pct，教育、演艺、人服各减持0.024/0.007/0.005pct。
- 前十大基金重仓股：百胜中国、同程旅行增持居前，学大教育、宋城演艺减持居前。2024Q3 VS 2024Q2，港股OTA、餐饮龙头增持居前，如百胜中国、同程旅行、海底捞各增持0.065/0.012/0.008pct，中国中免、首旅酒店增持0.008/0.005pct。

图：社服行业各板块基金配置占比

	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	环比变化
免税	0.60%	2.04%	0.85%	1.04%	0.21%	0.22%	0.14%	0.15%	0.0106pct
餐饮	0.01%	0.06%	0.01%	0.10%	0.04%	0.05%	0.01%	0.09%	0.0730pct
酒店	0.14%	0.10%	0.29%	0.40%	0.09%	0.06%	0.06%	0.06%	0.0035pct
OTA	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.04%	0.03%	0.04%	0.0124pct
人服	0.01%	0.02%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%	-0.0052pct
演艺	0.47%	0.10%	0.09%	0.08%	0.08%	0.06%	0.04%	0.03%	-0.0069pct
教育	0.13%	0.07%	0.00%	0.02%	0.07%	0.05%	0.05%	0.03%	-0.0237pct
景区	0.00%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%	0.01%	0.01%	0.0009pct
出境游	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.0002pct
板块基金重仓比例	1.36%	2.41%	1.30%	1.71%	0.56%	0.56%	0.37%	0.44%	0.0649%
板块市值占比	0.87%	1.32%	0.86%	1.07%	0.60%	0.61%	0.49%	0.61%	0.1205%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

注：1) 本文选取开放式基金；2) 持仓比例计算方式为国信社服板块重仓股票市值/所有基金重仓股票市值

图：前10大基金重仓股持仓情况

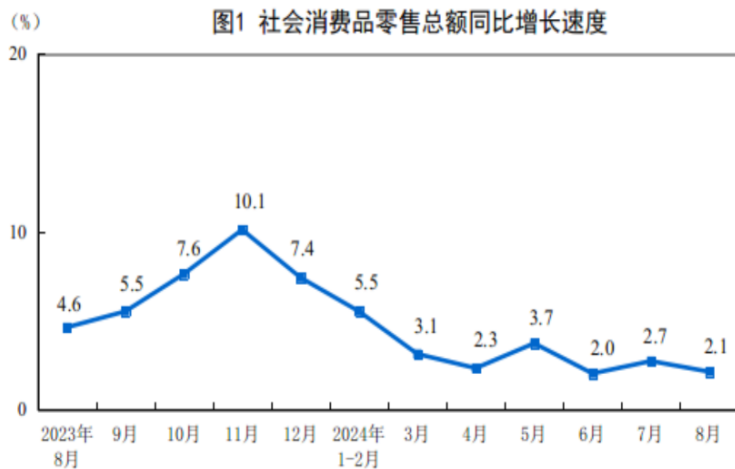
	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	环比变化
中国中免	0.599%	2.039%	0.844%	0.966%	0.180%	0.205%	0.134%	0.142%	0.008pct
百胜中国-S	0.000%	0.000%	0.000%	0.001%	0.005%	0.001%	0.000%	0.065%	0.065pct
同程旅行	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.044%	0.027%	0.040%	0.012pct
首旅酒店	0.031%	0.020%	0.059%	0.127%	0.047%	0.025%	0.027%	0.033%	0.005pct
宋城演艺	0.473%	0.102%	0.091%	0.073%	0.065%	0.063%	0.036%	0.029%	-0.007pct
锦江酒店	0.109%	0.076%	0.234%	0.257%	0.046%	0.033%	0.030%	0.028%	-0.002pct
学大教育	0.000%	0.013%	0.000%	0.000%	0.021%	0.038%	0.041%	0.022%	-0.019pct
北京城乡	0.000%	0.000%	0.000%	0.018%	0.036%	0.037%	0.029%	0.022%	-0.006pct
海底捞	0.004%	0.031%	0.000%	0.027%	0.010%	0.018%	0.005%	0.013%	0.008pct
科锐国际	0.011%	0.021%	0.039%	0.030%	0.018%	0.012%	0.011%	0.012%	0.001pct

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

# 国内消费：总体消费表现平稳，线上流量具备相对优势

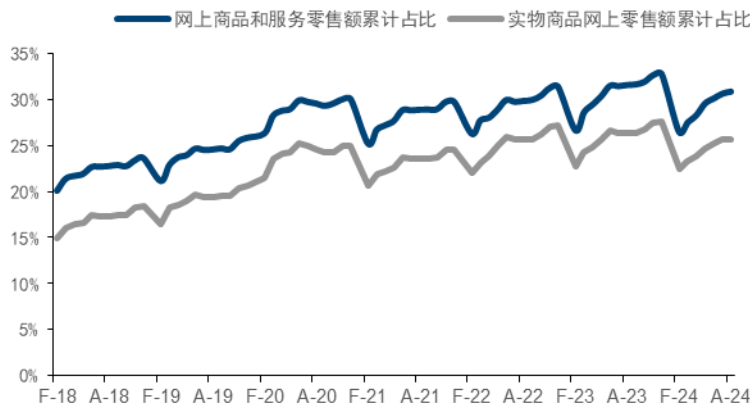
- **整体消费总量表现平稳。**从国内总体消费大盘的来看，今年1-8月份，社会消费品零售总额31.25万亿元，同比增长3.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额281772亿元，增长3.9%。同时，根据《麦肯锡2024中国消费趋势调研》，2024年国内消费者对自身消费增长的预期相对谨慎，其中中国家庭户数预期增加0.4%，从2023年的5.45亿户增加至5.47亿户；而消费在家庭可支配收入中的占比微降0.2个百分点（即降幅0.5%）。
- **但线上流量相比线下流量仍有相对优势，出行消费尤其如此。**2020-2022年国内出行环境变化，居民消费行为也在逐步发生变化，越来越依赖线上。原本线下场景的消费，线上渗透习惯逐步培养后也在发生变化，出行等服务消费线上流量加速渗透提升尤其显著。2023年我国网上商品与服务零售总额占社会零售总额比重为32.7%，较2019年提升6.9pct，今年1-8月线上渗透维持在30%以上，线上流量优势持续凸显。

图：社会零售总额同比增长



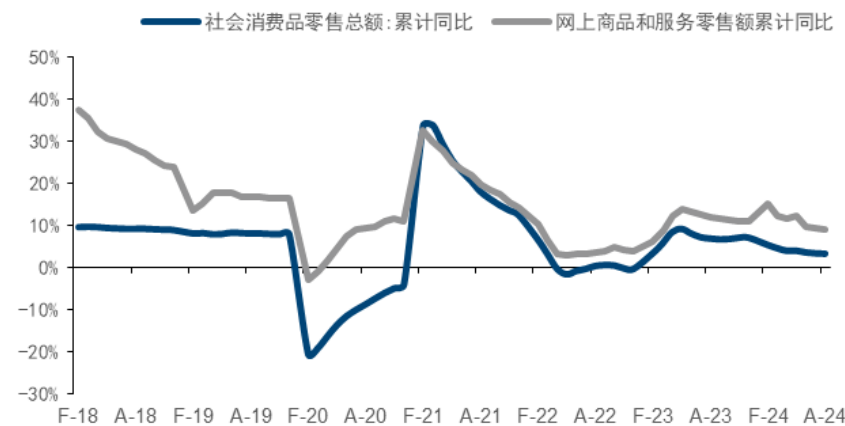
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：网上商品和服务零售总额占社会零售总额累计占比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：网上商品和服务零售总额、社会零售总额同比变动

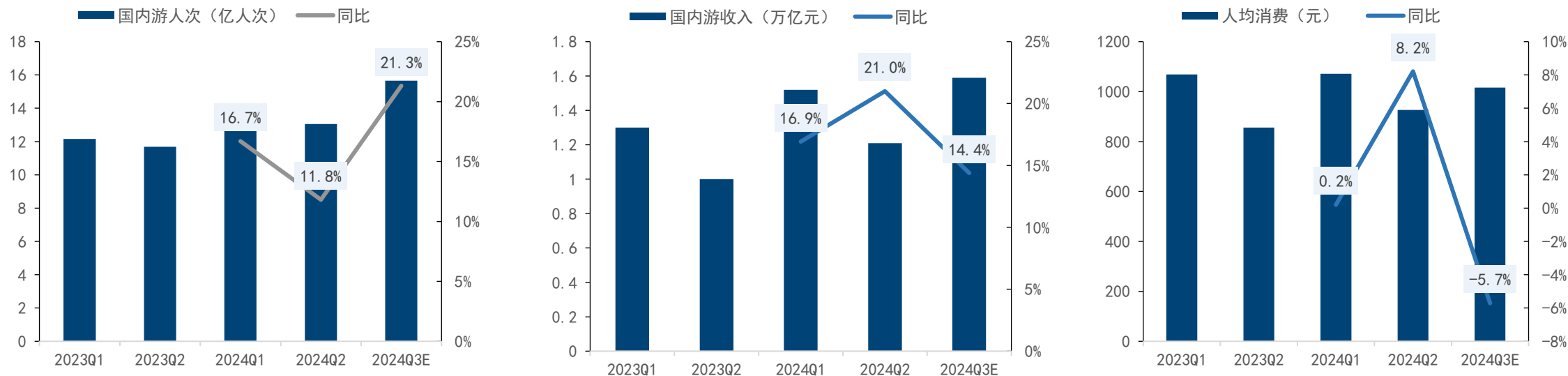


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 国内旅游：出行客流景气度延续，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。
- 单三季度国内游人次与旅游总花费超2019年同期，但人均花费下降。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%，消费力复苏仍渐进。

图：国内游收入、国内游人次、人均消费情况



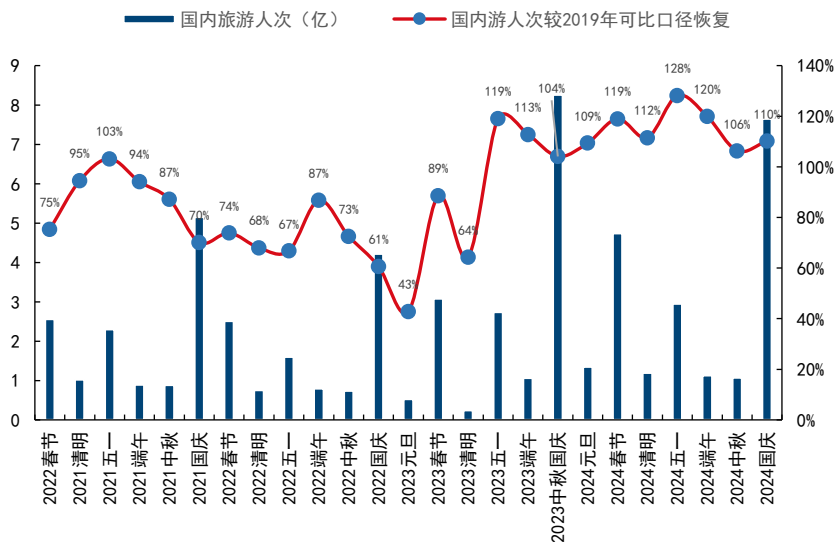
资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理



# 今年以来假期跟踪：整体趋于量增价减，国庆整体恢复常态化增长

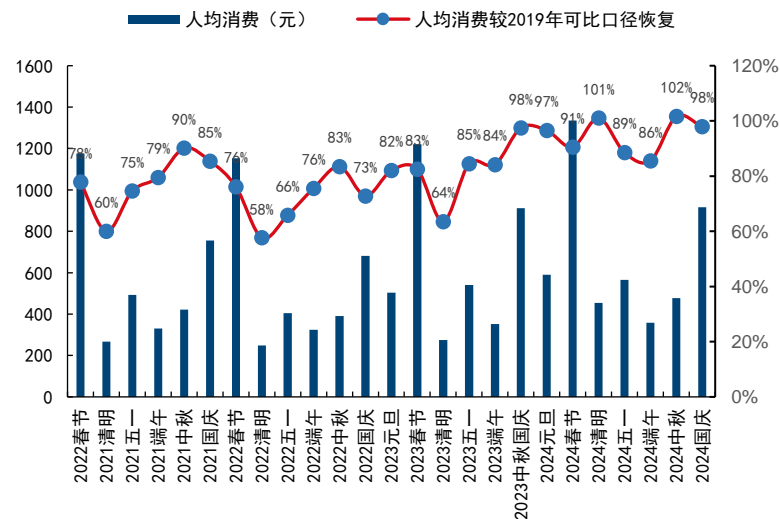
- **国庆假期综述：**国内游总花费可比口径增长6.3%，恢复至2019年同期108%，高基数下韧性凸显。假期7天，国内游总花费国内游客出游总花费7008.17亿元，按可比口径同比增长6.3%，恢复至2019年107.9%，恢复度环比中秋持平、但不及五一的114%。
- **量：**国内游客流可比口径增长5.9%，恢复至2019年同期的110.2%，不及五一长假恢复预计有出境游分流。假期7天，国内游客流7.65亿人次，按可比口径同比增长5.9%，恢复至2019年同期的110.2%，恢复度环比中秋改善，但不及五一、端午，预计有出境游分流扰动。
- **价：**国内游人均客单按可比口径同比增长0.4%，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



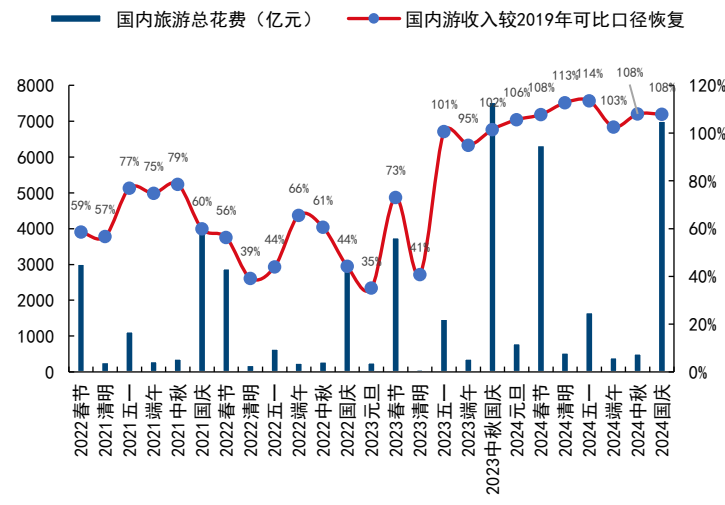
资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

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

# 政策发文鼓励冰雪运动高质量发展，是扩大内需消费的重要抓手之一



- **国家发文鼓励冰雪旅游发展。**11月6日国务院发文《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，文件以“到2027年、2030年冰雪经济总规模达到1.2万亿元、1.5万亿元等内容”问总体目标，提出持续推动冰雪运动发展、完善冰雪经济产业链条、完善基础设施和配套服务、培育壮大冰雪经济经营主体、促进和扩大冰雪消费、强化冰雪经济要素保障、深化冰雪经济对外合作、加强服务保障等八条内容。
- **后冬奥时期冰雪渗透提升，在线旅游冰雪相关消费较2019年翻倍。**根据中国旅游研究院数据，2023-2024年雪季我国冰雪旅游人数同比增长38%，收入同比增长50%。在线旅游企业有关数据显示，上个雪季冰雪旅游消费总额比2019-2020雪季增长了132.5%。
- 我们认为，国家从政策层面持续提振冰雪经济，是继续推动服务业在促内需的重要作用显现，未来不排除在放假安排上更加灵活优化。

图：《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》摘录

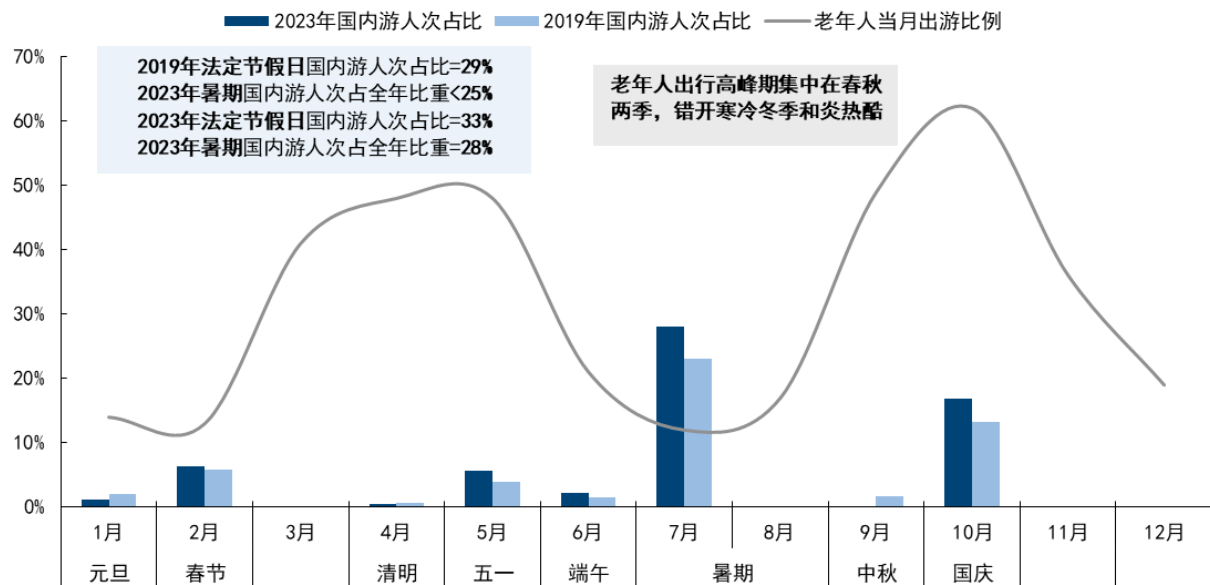
<b>总体要求</b>				
到2027年，冰雪运动场地设施更加完善，服务水平显著提升，冰雪运动更加广泛开展，我国冰雪竞技国际竞争力进一步增强，冰雪经济总规模达到1.2万亿元。到2030年，冰雪经济主要产业链条实现高水平协调融合发展，在扩大就业、促进高质量发展等方面的作用更加凸显，冰雪消费成为扩大内需重要增长点，建成一批冰雪运动和冰雪旅游高质量目的地，“冰雪丝路”、中国—上海合作组织冰雪体育示范区发展迈上新台阶，冰雪经济总规模达到1.5万亿元。				
<b>1、持续推动冰雪运动发展</b>	<b>3、完善基础设施和配套服务</b>	<b>6、强化冰雪经济要素保障</b>		
广泛开展群众性冰雪运动	加强冰雪场地设施建设	加强冰雪人才队伍建设		
推动青少年冰雪运动发展	提升配套服务水平	加大金融支持力度		
提升冰雪运动竞技水平	<b>4、培育壮大冰雪经济经营主体</b>	强化冰雪用地保障		
发展冰雪项目竞赛表演产业	打造一批冰雪领域知名品牌和龙头企业	<b>7、深化冰雪经济对外合作</b>	搭建高水平国际冰雪交流合作平台	
<b>2、完善冰雪经济产业链条</b>	积极培育冰雪体育组织	构建国际冰雪经济合作平台		
促进冰雪经济区域协调发展	<b>5、促进和扩大冰雪消费</b>	<b>8、加强服务保障</b>	完善统计机制	
传承发展冰雪文化	丰富冰雪消费产品	强化安全管理		
推进冰雪装备器材产业高质量发展	优化冰雪消费环境	加强组织领导		
优化发展冰雪旅游	健全冰雪标准体系			

资料来源：国务院办公厅，国信证券经济研究所整理

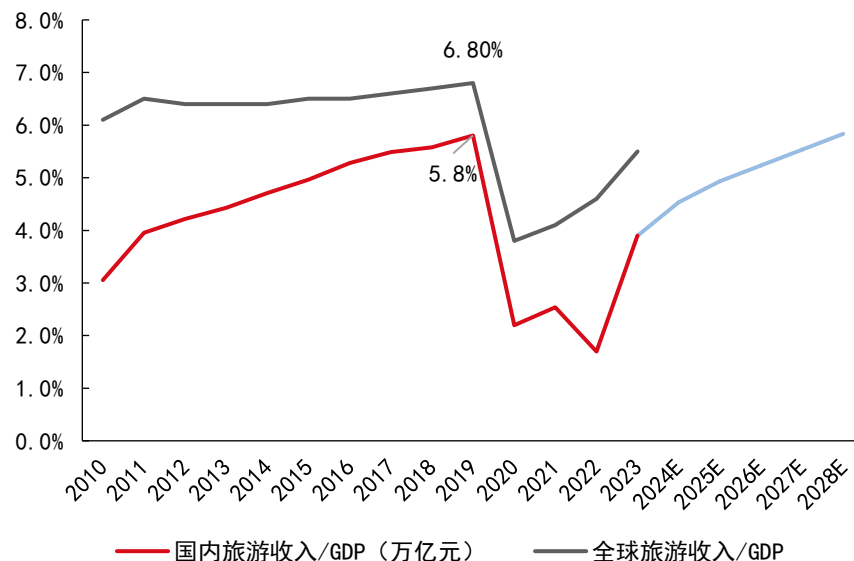
# 过去假期制度适应经济社会微调，扩内需预期下有望进一步优化

- 节假日制度改革及微调一直在发生。我国自1995年开始推行双休日制度；1999年实施黄金周制度（春节、五一、十一三个黄金周，而元旦维持放假1天）；2008年为弘扬中国传统文化将五一改为短假期，并新设清明、端午、中秋三个段假期，放假总天数也由10天变成了11天；2014年开始，春节黄金周从除夕改到初一开始放假；同时节假日在周三的短假期不再调休，周二和周四则调休，周五和周一不用调休，而遇到周六和周日的话则增加一天；2020年，五一又通过调休制度从3天变5天，但是放假天数没有变化。从整体回溯来看，放假制度一直在因应经济社会环境变化在微调。
- 由于外部环境的变化，2023年以来家庭消费更加集中于亲子游乐，导致2023年开始节假日出游人数占比再次相较于2019年有显著回升，2024年这一趋势可能仍将保持。在促内需预期强化下，考虑国内游收入占GDP比重尚有恢复空间，节假日制度的微调有一定现实基础。

图：国内旅游人次年内分布图



图：我国国内旅游总收入占GDP的比重



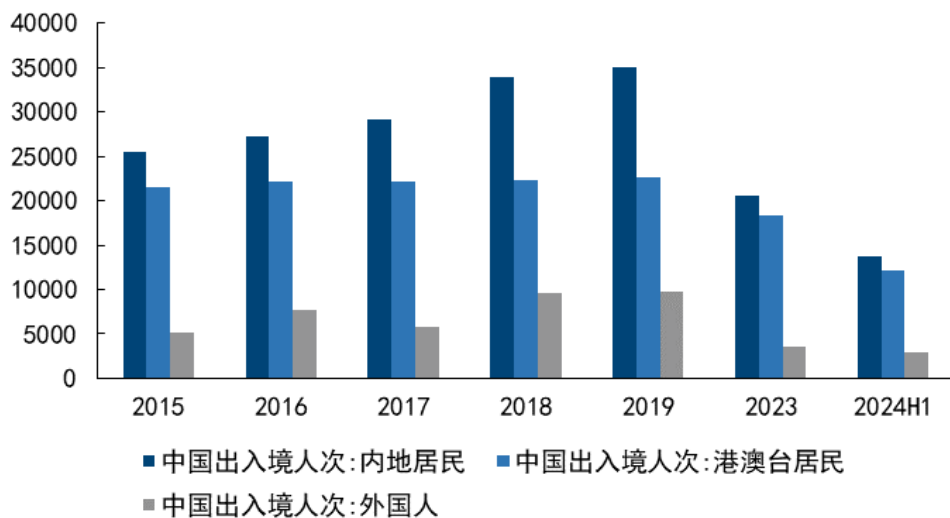
资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

资料来源：国家统计局，WTCF，国信证券经济研究所整理

# 上半年外国游客恢复至7成左右，免签范围进一步扩大

- 去年下半年开始，我国入境签证逐步便利化。继2023年12月、2024年3月中旬和6月底逐步扩大单方面免签国家范围后，11月初再次宣布自2024年11月8日起对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行免签政策。截至目前，中国单方面免签国家已将近30个。
- 免签效果初显成效，上半年外国游客恢复至7成左右。根据中旅院数据，2024年上半年，我国入境外国人1463.5万人次，扣除工作、留学、交通乘员等非旅游人群，初步估算来华外国游客约1100万人次，恢复到2019年同期的七成左右，恢复步伐稳步加速。1-10月，免签国家游客占中国入境游订单总量的近3成。中线来看，2019年中国入境旅游收入占GDP比值为0.9%，参考世界主要经济体的入境旅游收入占GDP比例在1%-3%，后续进一步改善对国民经济的提升有带动作用。

图：我国出入境人次趋势



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

表：2019年我国入境游收入及分类占比

2019年国际旅游收入（亿元）	9,140	
占GDP比重	0.9%	
长途交通（民航、铁路、汽车、轮船）	2,799	31%
商品销售	2,110	23%
住宿	1,396	15%
餐饮	1,117	12%
其他服务	709	8%
游览	408	4%
娱乐	308	3%
市内交通	240	3%
邮电通讯	52	1%

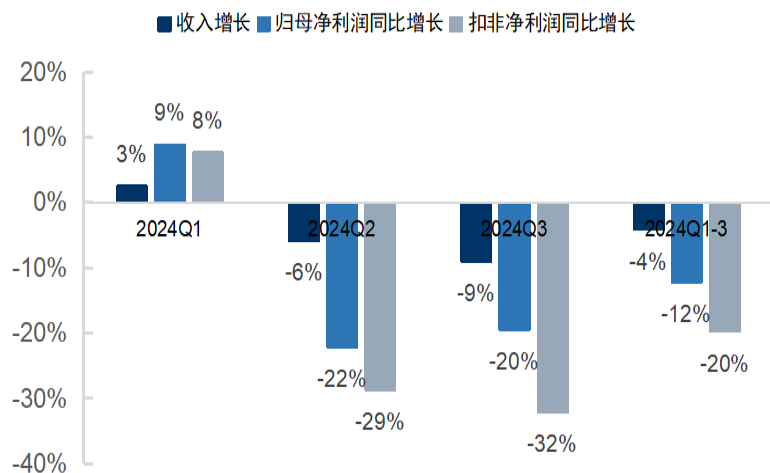
资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

# 2024年前三季度：去年同期补偿性需求爆发高基数下，今年A股社服板块同比承压



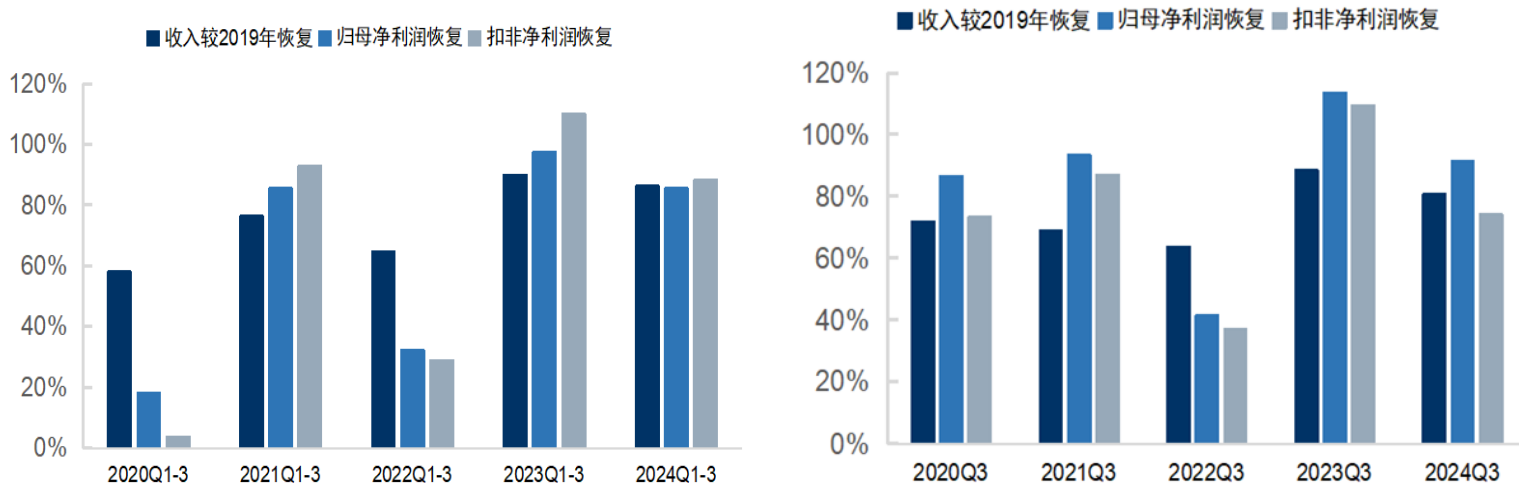
- **A股社服板块整体回顾：二三季度高基数下承压明显。**今年以来，社服板块2024Q1表现尚可，收入和归母/扣非净利润同比实现个位数稳定增长，且利润表现尚好于收入表现。但今年Q2Q3开始，社服板块收入和业绩同比下滑承压，主要系1、去年同期补偿性出游带来高基数；2、消费整体渐进复苏，部分行业供给增长较快但需求相对平稳，进一步制约公司经营表现；3、出境游分流部分影响。
- **第三季度A股社服收入和扣非业绩下滑环比第二季度略有增加。**2024Q3，A股社服板块收入同比下滑9%，归母净利润和扣非后净利润同比下滑20%/32%。收入和扣非净利润同比降幅较2024Q2降幅边际有所扩大，主要系免税、酒店等龙头经营承压进一步加剧所致。
- **与2019年恢复相比，2024年前三季度，A股社服板块收入/归母业绩/扣非业绩较2019年恢复86%/86%/88%，第三季度收入/归母业绩/扣非业绩各恢复81%/91%/74%，均较疫情前有一定差距。**

图：今年以来逐季度板块收入和业绩同比趋势总结



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：前三季度及第三季度社服板块收入、净利润较2019年恢复情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 各子板块：出境游恢复增长，景区演艺稳中略降，其他Q3利润承压分化加大



- **同比趋势PK:** 仅出境游低基数下恢复性增长，其他多数同比承压，且多数Q3承压略有放大。如下表所示，同比趋势来看，今年以来A股社服各子板块仅出境游板块在低基数下恢复性增长，其他多数有承压，且2024Q3表现多数不及前两个季度（仅A股餐饮板块因Q2基数等差异扰动除外）。同时，景区板块收入高基数下基本平稳（受益于性价比消费客流多数平稳），但业绩端因部分公司培育期项目扰动整体下滑10%+，峨眉、九华相对稳定，黄山、天目湖业绩下滑相对更高。演艺上半年增长，Q3略承压，但整体尚可；酒店Q3净利润压力明显放大，主要与高基数因素拖累相关，同时权重股锦江业绩承压也有拖累。免税受制于消费需求疲软，二三季度承压仍逐步放大。餐饮和综合板块有所波动。
- **与2019年相比:** 餐饮因基数差异领先，演艺Q3相对稳定，其次为景区；而免税、酒店、出境游等Q3表现明显不及2019年同期。具体来看，A股餐饮因样本有限，且此前基数较低，因门店或产能扩张，其收入和扣非业绩较2019年有所增长；演艺Q3表现不及Q2，但收入和扣非业绩整体相对稳定，景区Q3恢复程度相对好于Q2；免税、酒店、出境游则有不同程度承压。
- **综合来看,** 出境游低基数恢复增长中，但仍不及2019年；演艺微降，景区收入平稳业绩差异，而免税、酒店和餐饮等Q3较分化。

表：社服各子板块2024年各季度同比增速情况

子板块	收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
免税	-8%	-16%	-20%	-1%	-42%	-48%	-1%	-41%	-54%
演艺	139%	22%	-5%	317%	23%	-6%	349%	24%	-7%
酒店	10%	-4%	-6%	44%	48%	-29%	34%	17%	-31%
出境游	452%	117%	51%	117%	157%	173%	133%	128%	3109%
景区	10%	-2%	0%	-29%	-12%	-14%	-33%	-13%	-14%
餐饮	15%	4%	-1%	2%	-115%	-18%	11%	-146%	-17%
综合	39%	6%	-5%	-30%	-431%	609%	-26%	-867%	-410%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表：社服各子板块2024年各季度较2019年同期增减情况

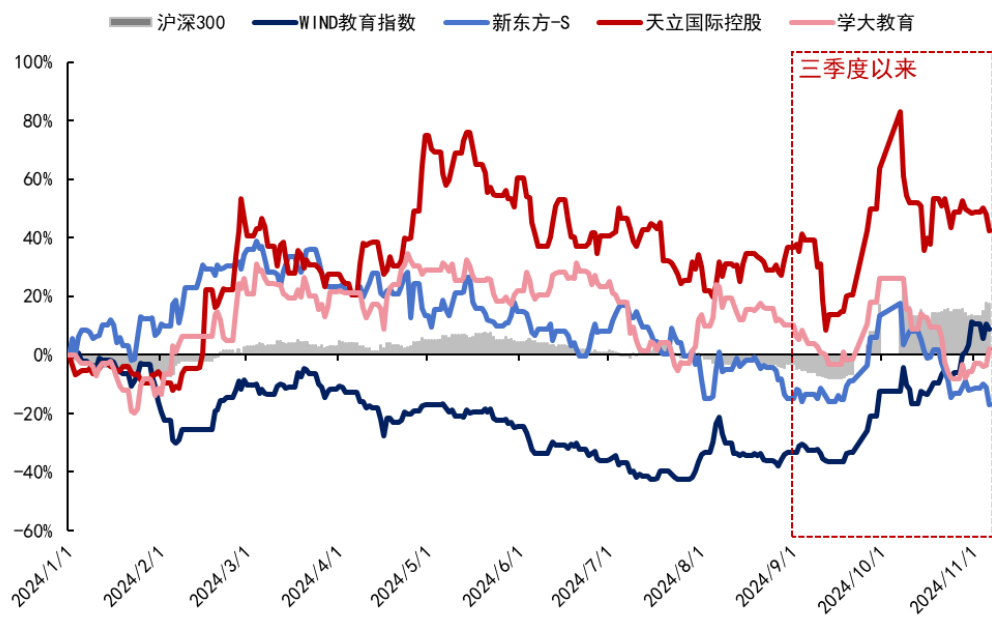
	收入			归母净利润			扣非归母净利润		
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
免税	6%	-12%	-18%	-7%	-16%	-28%	26%	0%	-40%
演艺	-32%	4%	6%	-32%	-28%	-6%	-31%	15%	-7%
酒店	2%	-1%	-5%	-10%	68%	-3%	91%	3%	-26%
出境游	-68%	-63%	-61%	-86%	-47%	-68%	-49%	-78%	-66%
景区	-8%	-15%	-14%	56%	-34%	-10%	83%	-20%	-9%
餐饮	110%	119%	43%	5%	-117%	36%	5%	-218%	47%
综合	-36%	-39%	-42%	-165%	-188%	88%	-321%	-335%	-159%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 教育板块股价复盘：板块实现较优涨幅，核心标的略有分化

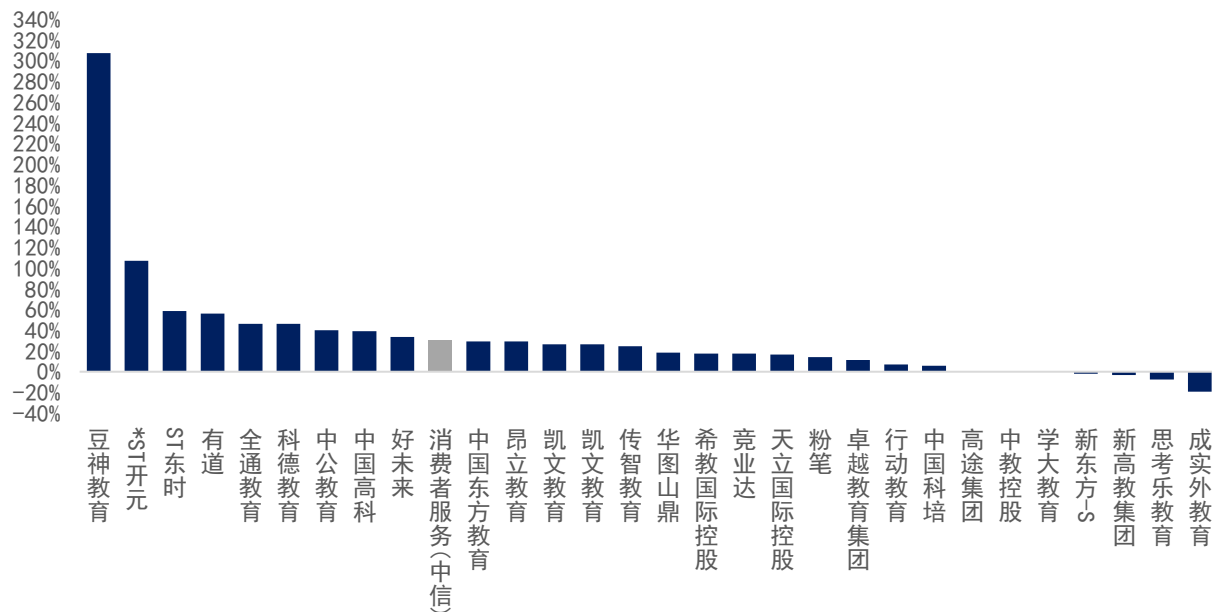
- **教育板块行情三季度末至今（9月25日-11月6日）略有分化。**期间万得教育行业指数共计上涨54.5%，跑赢沪深300指数40.9pct，指数上涨主要受益于预期改善，其中中公教育、豆神教育权重最高（26%/21%）引领指数上涨。但另一方面，年初至三季度涨幅良好的绩优品种新东方-s、天立国际控股、学大教育在十月初以来则出现了不同程度的短暂回调，考虑系前期积累涨幅相对大，以及市场基于此前优异表现而形成了较乐观预期。
- **但总体而言本轮行情至今，仍有25只教育个股实现上涨。**其中豆神教育以307%的涨幅领涨，市场对其AI超拟人导师应用落地前景持较乐观预期；智能学习设备和服务提供商有道也实现区间涨幅56%。25只标的中，K12教培标的9只、学历职业教育标的5只、非学历职业教育标的4只、考公标的3只、基础学历教育及教育信息化标的各2只，与板块基本面情况基本相符（具体基本面情况详见后续季报分析）。

图：教育行业涨跌幅复盘（2024/1/2-2024/11/6）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：教育板块个股2024/9/25-2024/11/6区间涨跌幅

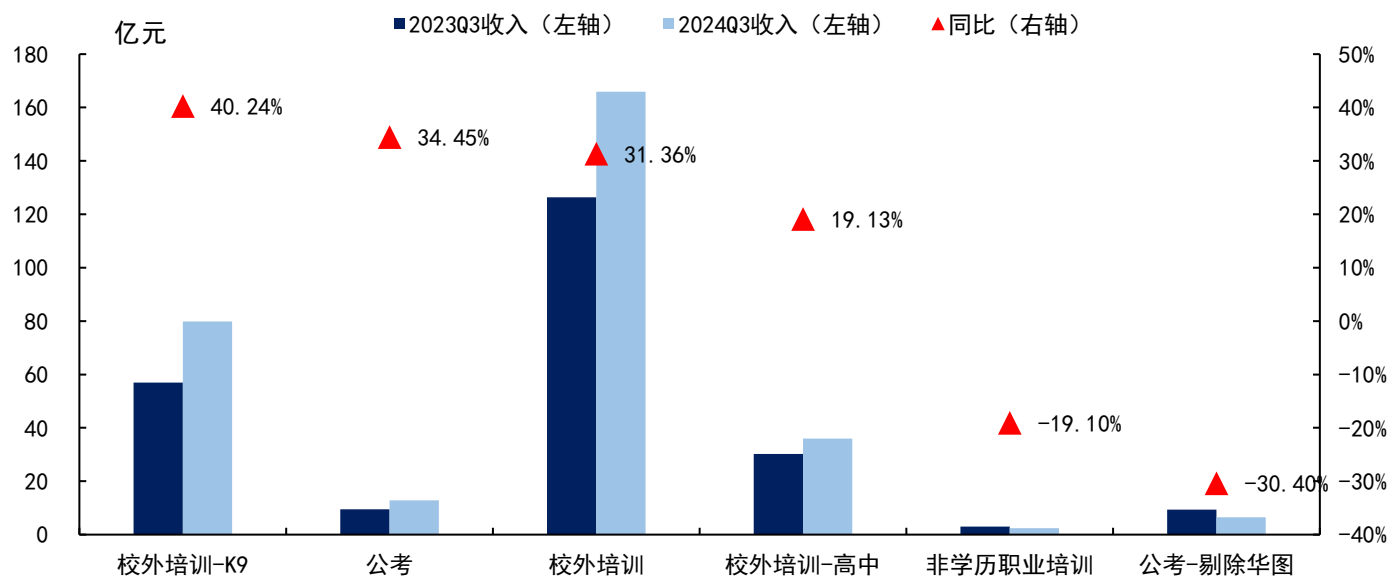


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 教育行业三季度报总结：教培支撑板块增长，现阶段K9优于高中

■ 2024年三季度教育板块总体营收同比增长30.49%，扣非后的归母净利润同比增长14.70%，仍呈现较突出的增长趋势。从收入端看，K9教培 > 高中教培 > 非学历职业培训 > 公考。K9板块收入增长更为强劲（+40.24%），系2023-2024年间机构网点扩张、教师储备，在暑期培训旺季产能得以释放；高中板块亦实现较快增长，但相对弱于K9（+19.13%），我们分析高中学科培训需求仍较刚性，但其中有相当比重为高端一对一服务，受消费环境抑制及季节性影响，部分需求延后至2025上半年高考冲刺时满足。非学历职业培训收入下滑-19.10%，系下游需求受到宏观环境抑制，具体来看传智教育受IT行业用人影响；行动教育系企业客户对于付费报班及到场消课的相应决策更为谨慎。公考若仅看中公教育（华图数据口径不可比）收入下滑30.40%，系行业竞争格局进一步恶化，叠加头部机构出于稳定现金流、聚焦盈利目的减少“协议班”所致。基础学历及职业教育板块主要为港股上市，大多未披露三季度报，此处略过。

图：各细分教育板块收入情况2023/2024三季度报对比



表：细分板块具体标的收入情况

子板块	标的	2023Q3	2024Q3	同比
校外培训	学大教育	5.42	6.27	15.70%
	新东方	78.38	102.27	30.49%
	-高中	22.73	27.61	21.49%
	-新业务	16.46	24.55	49.13%
	-其他	39.19	50.11	27.88%
	好未来	29.35	44.13	50.38%
	盛通股份	6.34	4.94	-22.04%
	豆神教育	1.76	2.27	28.93%
	昂立教育	3.06	4.00	30.65%
	科德教育	2.04	2.08	1.98%
非学历职业培训	行动教育	1.73	1.73	0.27%
	传智教育	1.27	0.69	-45.50%
公考	中公教育	9.38	6.53	-30.40%
	华图山鼎	0.12	6.25	4964.32%

资料来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

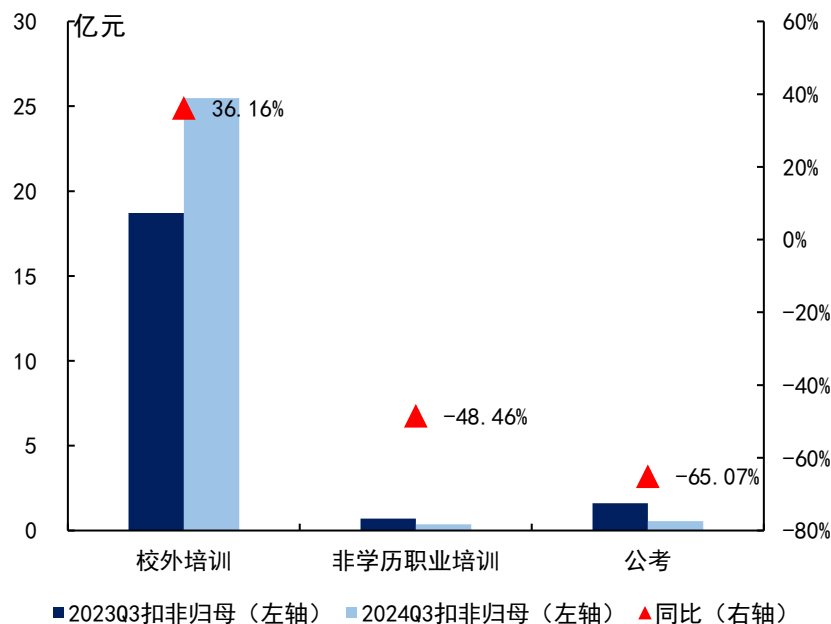
注：上述均统计最新季度数据，货币单位均为人民币。K9板块包括新东方的教育新业务、好未来、盛通股份、豆神教育、昂立教育；高中板块包括科德教育、学大教育以及新东方的高中业务。

下一页中的细分教育板块标的构成也按照右上表显示。

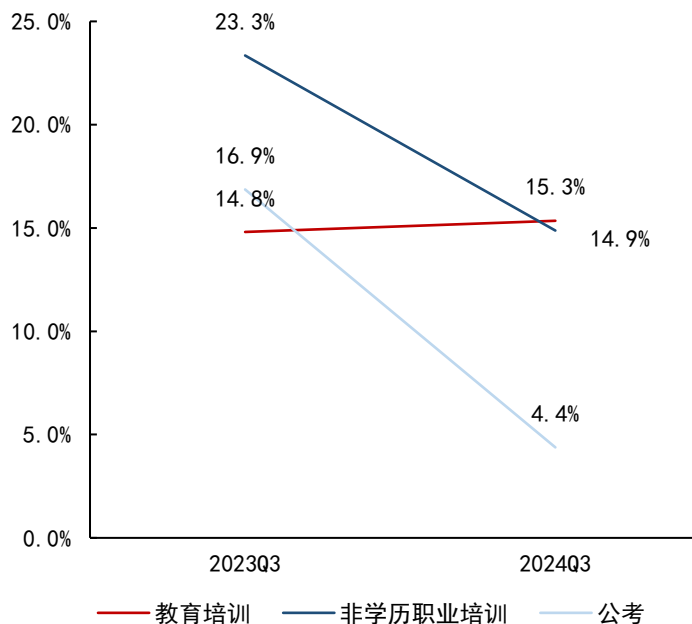
# 教育行业三季度报总结：教培支撑板块增长，现阶段K9优于高中

- **2024第三季度归母净利润增速，K12>非学历职业培训>公考：**K12校外培训归母净利润同比+36.16%，板块盈利能力持续增强，其中豆神教育、盛通股份、新东方扣非后归母净利增速高于板块水平，分别+194.7%/+162.9%/+39.9%；非学历职业培训同比-48.46%、公考-65.1%，系收入承压、成本刚性。**归母净利率来看，K12>非学历职业培训>公考：**K12教育培训为15.3%（+0.5pct），非学历职业培训为14.9%（-8.5pct），公考4.4%（-12.5pct）。**从合同负债余额来看，K12>公考>非学历职业培训，**同比分别为25.4%、15.1%、7.4%。表征K12教培行业拥有相对较高的行业景气度，有望支撑后续收入增长。
- 综合来看三季度教育板块仍维持此前中报趋势，**K12教培基本面最为突出，公考仍待竞争格局改善。**

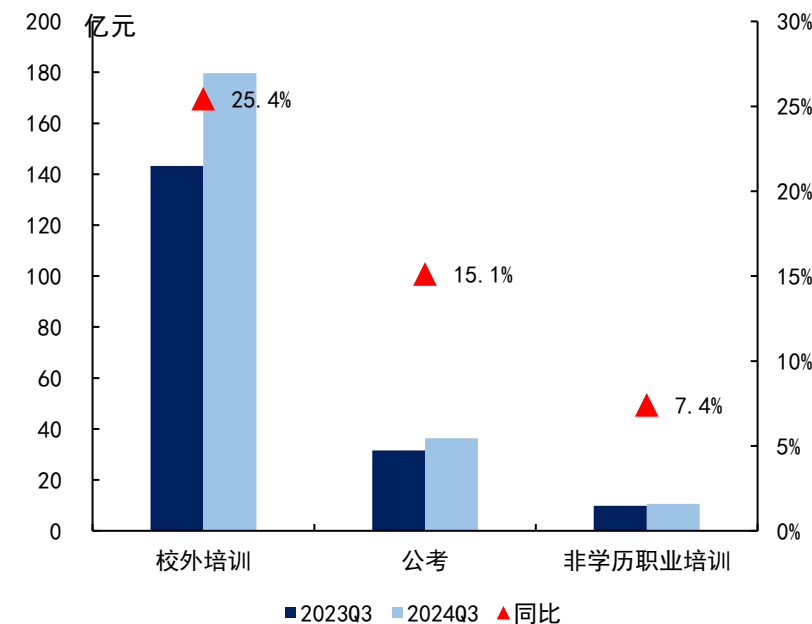
图：扣非后归母净利润情况2023/2024Q3对比



图：扣非后归母净利率情况2023/2024Q3对比



图：合同负债2023/2024Q3对比



资料来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

注：上述均统计最新季度数据，其中新东方、好未来使用Non-GAAP归母净利润，货币单位均为人民币。



# K12教培：监管部门正视需求合理性，赛道延续高景气度



■ **2024年以来，监管部门表态积极。**2024年2月，教育部颁布《校外培训管理条例（征求意见稿）》，义务教育学科培训延续了强监管态度（限制营利性、培训时段等），但未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，**实际肯定K9学段向素养转型及高中学科的渐进放松，明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位。**4月深圳福田区提出“优化流程、加快审核，对达标的教培机构应批尽批”，北京也明确加快实现非学科类机构“应批尽批”。8月，《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》提及推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。11月，《北京实施民促法办法征求意见稿》发布，**明确符合双减要求的学科培训机构由区审批。展望未来，行业逐渐度过了最难熬的至暗时刻，监管政策态度清晰后行业发展有望提速发展。**

表：教培行业政策逐渐清晰，非学科培训迎来发展机遇

时间	法规名称	主管部门	具体措施
2024. 02	《校外培训管理条例（征求意见稿）》	教育部	K9学科培训延续了强监管态度（限制营利性、培训时段等），未限制非学科类培训以及高中学科培训以市场化形式运营，鼓励政府引入高质量非学科类校外培训参与学校课后服务，未来行业转型发展指明了发展方向。此外，新政取消了除K9学科培训以外业态的培训时长/时段硬性规定，将决策权交给至地方政府因地制宜
2024. 04	非学科类校外培训机构宣讲推进工作会	深圳福田区教育局	1) 校外非学科类培训是学校教育的有益补充，合理合规合法的前提下， <b>尽量优化流程，加快审核、加强辅导，对达到标准的教培机构应批尽批。</b> 2) 福田区教育局政务服务科科长刘侠男就非学科类校外教育培训机构办学许可证申请及审批流程等相关事宜作了说明，重点介绍了业务办理全流程、网上申报流程、材料清单及填写规范、办学许可证申办指南使用说明。
2024. 04	北京“双减”专项行动启动会	-	1) 根据“双减”专项行动方案，北京市部署各区对符合设置标准的非学科类校外培训机构，进一步强化统筹协调， <b>畅通审批准入程序，平稳迅速完成审核、审批、法人登记信息变更等事项，加快实现非学科类机构“应批尽批”。</b> 2) 同时，全市将组织责任督学对全市学科类机构开展专项督导，督促机构落实安全责任、规范运营行为。加大违规学科竞赛的治理力度，完善义务教育入学工作政策，严格规范招生纪律。 3) 北京市校外培训机构将全面纳入“全国校外教育培训监管与服务综合平台”统一管理，及时更新从业人员、培训材料、培训课程等核心内容信息，并通过平台进行订单交易，通过平台全面实现全流程监管。
2024. 08	《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	国务院	推动社会培训机构面向公众需求提高服务质量。指导学校按照有关规定通过购买服务等方式引进具有相应资质的第三方机构提供非学科类优质公益课后服务。
2024. 11	《北京实施〈中华人民共和国民办教育促进法〉办法》（征求意见稿）	北京市	明确校外培训机构设立应符合“双减”工作要求。同时明确学科类校外培训机构由区级教育行政部门审批，非学科类校外培训机构由区级教育行政部门根据同级业务主管部门意见审批；线上开展校外培训，采用线下校外培训同样的机制进行审批， <b>但由相关市级政府部门执行。</b>

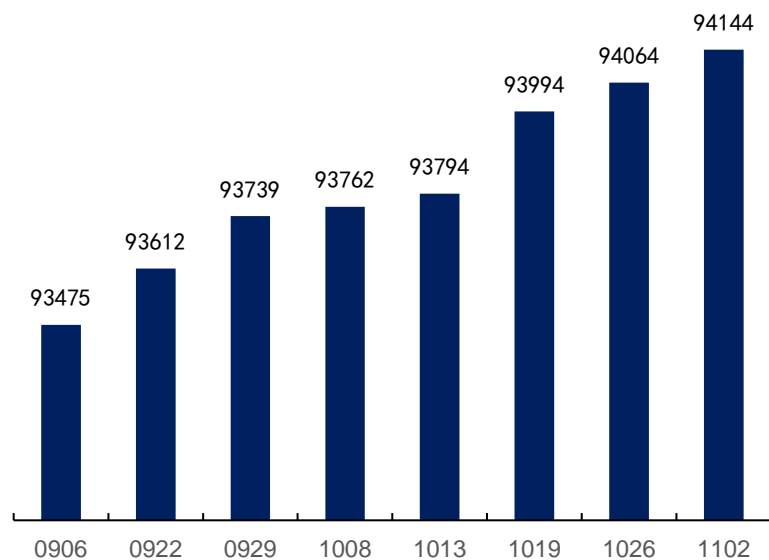
资料来源：教育部、深圳教育局官网、北京市政府、国信证券经济研究所整理



# K9素养牌照审批提速，高中线下学科营利性牌照仍为存量竞争

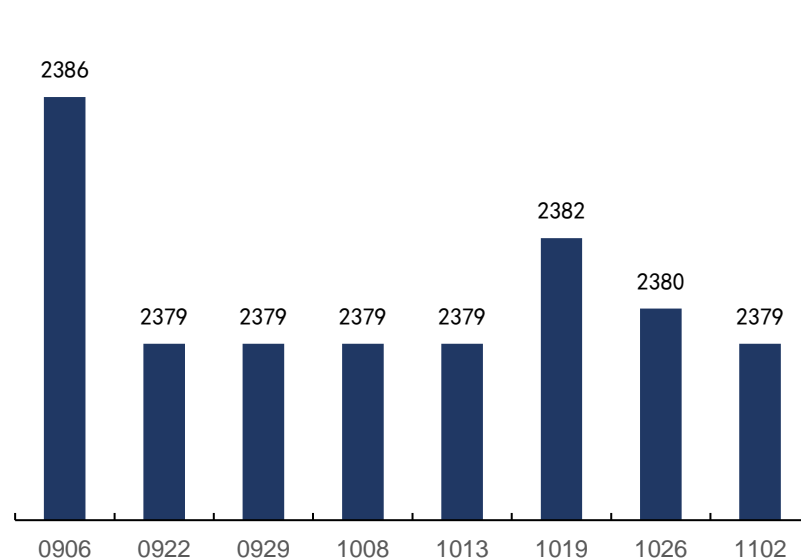
- **K9非学科培训牌照审批提速。** 根据全国校外教育培训监管与服务综合平台数据，受政策“应批尽批”推动，义务教育阶段线下营利性非学科牌照审批边际增长较快，9-10月份新增登记669家机构，较年初以来审批速度明显提速。
- **素养培训供给仍相对稀缺。** 受牌照供给提速影响，市场担忧K9学科培训竞争边际恶化，但据我们跟踪数据，非学科培训牌照审批虽边际提速，但新增牌照中多数仍为美术、舞蹈、主持、音乐等纯素质类培训，素养课程中占比较高的仅有编程课程，总体而言以编剧、戏剧、思维、科学为代表的素养培训供给仍相对稀缺，这与现阶段教培龙头所推行的素养培训在需求的刚性程度上存在较大差异。
- **高中线下营利性牌照仍系存量竞争格局。** 如下表所示，与“双减”政策对高中阶段学科牌照审批态度一致，目前高中线下营利性牌照仍为存量竞争格局，如9月以来高中学科牌照总体有所下滑，预计系部分培训机构注销牌照离开教培行业所致。

图：义务教育阶段线下营利性非学科牌照审批情况



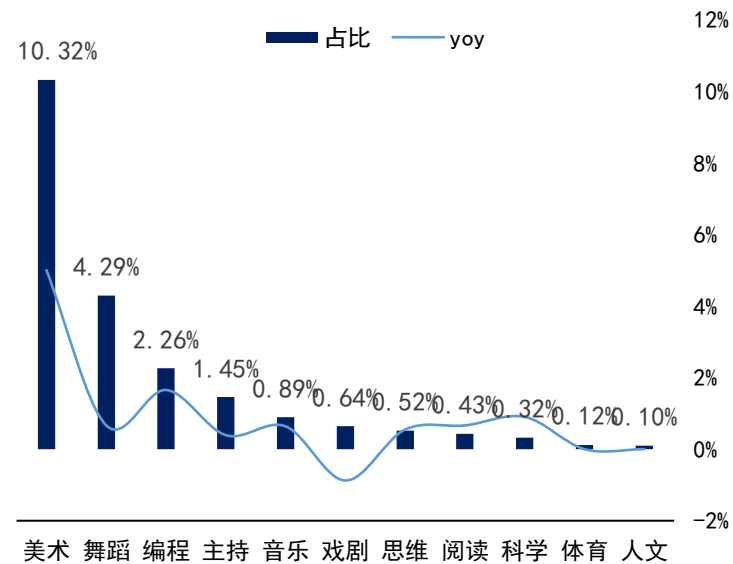
资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台、国信证券经济研究所整理

图：高中阶段线下营利性学科牌照审批情况



资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台、国信证券经济研究所整理

图：截至2024年11月5日非学科培训牌照分类占比

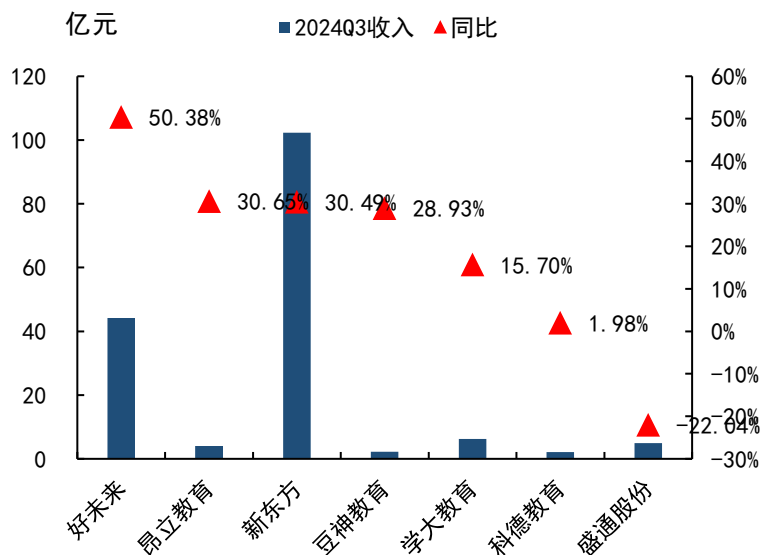


资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台、国信证券经济研究所整理

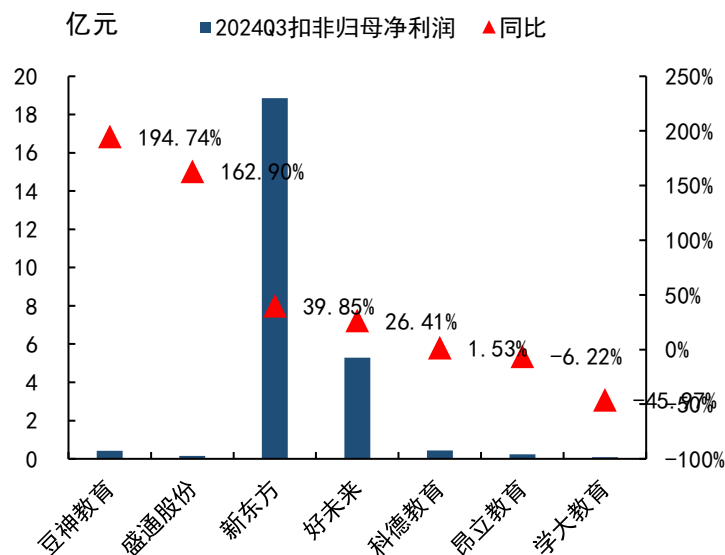
# K12教培：暑期旺季延续高景气度，三季度网点持续扩张

- **从收入端看**，好未来收入同比增速最高（+50%），受益于学习机新品学练机推出及培优暑期旺季放量；昂立教育、新东方、豆神教育次之，增速29%-31%之间。**从利润端看**，豆神教育扣非归母近利润同比增速最高（+195%），一方面系信用减值损失冲回，另一方面伴随着《窦神归来》等线上直播课的收入增长及控费，经营利润也出现改善。**从合同负债看**，好未来、新东方、昂立教育、学大教育的合同负债表现均较优，表征行业较高景气度，豆神教育合同负债同比下行主要受直播课排期影响。
- **10月机构网点数量大部分仍呈现上升趋势**。我们根据大众点评、机构对应App上的数据统计，截至2024年10月末，新东方1183家（环比9月末+14家）/昂立教育上海直营193家（与上期持平）/学而思380家（+17家）/学大教育355家（-32家）/高途教育186家（-12家）/思考乐175家（+3家）/卓越网点132家（+1家），全日制8家（持平）。思考乐、学大教育、新东方、卓越教育、昂立教育、学而思分别恢复至双减前最近披露数的115%/79%/73%/49%/41%/35%。

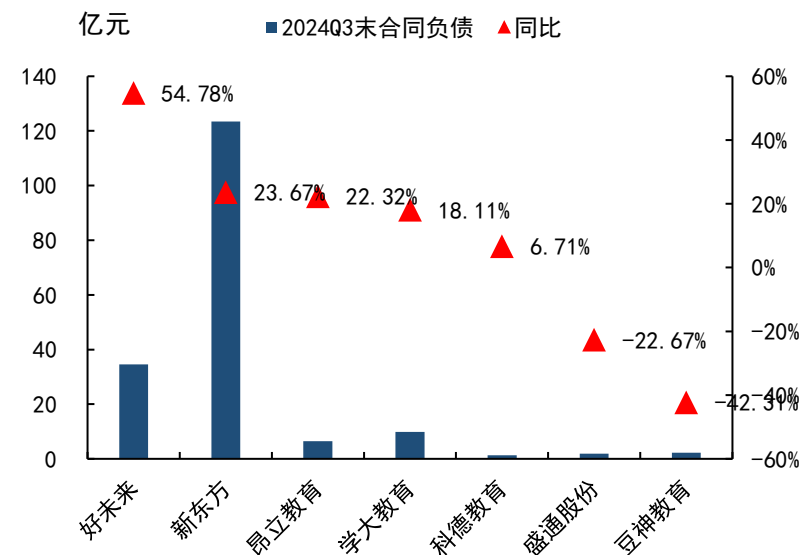
图：教育个股收入端表现



图：教育个股利润端表现



图：教育个股合同负债端表现



资料来源：Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

注：上述均统计最新季度数据，货币单位均为人民币

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 公考赛道：行业维持高景气度，静候竞争格局演变

- **2025年国考报名人数超340万，再度验证公考行业高景气度。**2025年国考报名于10月15日开始，本年度计划招录3.97万人/+0.4%。保持稳中有升，但扩招速度边际有所放缓（2024年扩招7%）。10月26日国考资格审查完成，2025年国考共有341.6万报考过审，同比+13%，过审口径报录比达86:1，预计招录培训赛道维持高景气度。
- **高景气度下受限于行业竞争格局，收入体量预计有所降低。**三家公考龙头2024三季度收入体量大致相仿，收入同比去年均有不同幅度降低（华图无可比数据、粉笔不披露三季报，相关数据为我们前瞻预期）。行业高景气度下收入体量下滑，一方面系头部机构仍在解决“协议班”遗留问题，减少协议班占比；另一方面也是头部机构有较多老师外出单干，导致竞争恶化，预计主要系较多老师外出单干，相对应我们也根据弗若斯特沙利文数据测算得CR3同比有所下滑。但考虑到单个教师招生能力远逊于专业机构，长远来看有望重新向CR3集中。

表：2020年以来国考报录比持续走高

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
报名合格人数	143.7	157.6	212.3	259.8	303.3	341.6
yoy	4%	10%	35%	22%	17%	13%
实际到考人数	96.5	101.7	142.2	152.2	225.2	暂未更新
yoy	-24%	5%	40%	7%	48%	敬请期待
招录计划（人数）	2.4	2.6	3.1	3.7	3.96	3.97
yoy	66%	7%	21%	19%	7%	0%
招录职位数	1.4	1.3	1.7	1.8	1.9	2.1
yoy	42%	-4%	27%	6%	7%	10%
报录比（审核口径）	59.56	61.26	67.95	70.02	76.59	86.05
报录比（到考口径）	40.00	39.53	45.52	41.02	56.87	暂未更新
公告时间	2019/10/14	2020/10/14	2021/10/15	2022/10/24	2023/10/14	2024/10/14
笔试时间	2019/11/24	2020/11/29	2021/11/28	2022/12/4	2023/11/26	2024/12/1
备考周期	41	46	44	41	43	48

资料来源：国家公务员局，国信证券经济研究所整理

表：公考头部“御三家”2024Q3经营一览

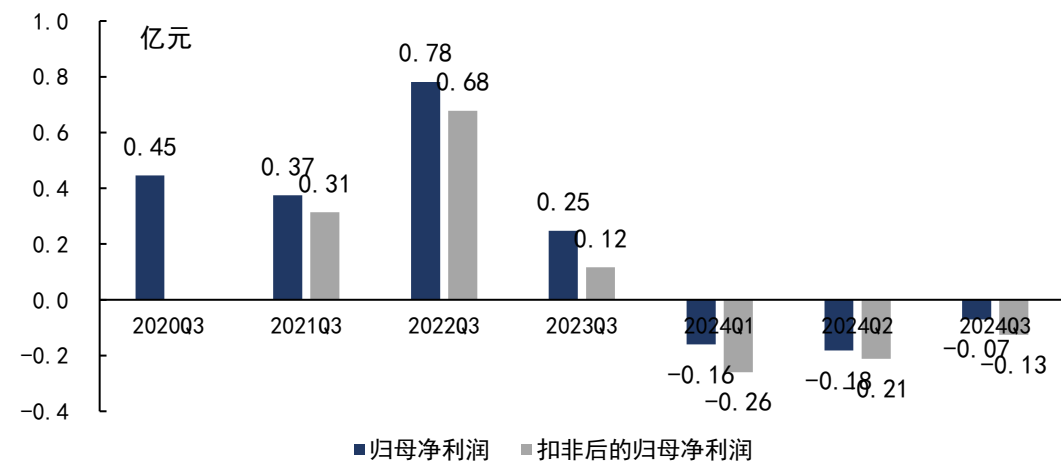
	中公教育	华图山鼎	粉笔
营业收入	6.53	6.25	预计约6.2亿收入
yoy	-0.30%	不可比	
毛利率	63.84%	61.18%	
yoy	+2.87pct	不可比	
销售费率	24.74%	36.58%	
yoy	+5.05pct	不可比	
管理费率	12.91%	17.69%	
yoy	+0.36pct	不可比	
研发费率	6.54%	5.29%	
yoy	-1.02pct	不可比	
财务费率	4.60%	1.17%	
yoy	+3.05pct	不可比	
归母净利润	1.16	0.08	预计NG归母近利润0.8亿
yoy	-67.35%	不可比	
归母净利率	8.01%	1.25%	
yoy	-9.06pct	不可比	
合同负债	29.02	8.94	
yoy	-13.13%	不可比	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 非学历职业培训：企业招聘、培训意愿下滑，收入承压

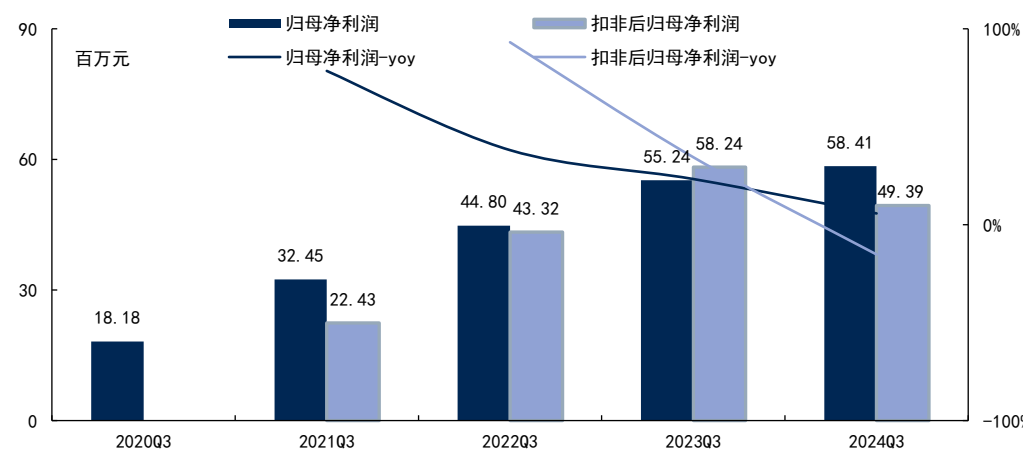
- **传智教育：前三季度归母净利润亏损0.41亿元，单看三季度亏损环比收窄。**前三季实现营收1.81亿元/-59.5%，归母净利润转亏为-0.41亿元（基期1.02亿元）；扣非归母净利润转亏为-0.60亿元（基期0.73亿元），差值系部分校区提前退租产生资产处置收益，亏损系公司短训需求不振收入承压而成本较刚性。单三季度收入0.69亿元/-45.5%，归母净利润-0.07亿元（基期0.25亿元），扣非后归母净利-0.13亿元（基期0.12亿元），环比亏损收窄（2024Q1/Q2分别-0.26/-0.21亿元），系公司收入下滑幅度得到控制（2024Q1、Q2分别为-63.6%/-66.1%）叠加强化成本管控。
- **行动教育：前三季度收入及利润低于此前预期，主要是消课节奏放缓。**前三季度公司实现收入5.63亿元/+22.1%；归母净利润1.95亿元/+21.1%，扣非归母净利润1.86亿元/+18.7%。单看第三季度，实现收入1.73亿元/+0.3%；归母净利润0.58亿元/+5.7%，扣非归母净利润0.49亿元/-15.2%。公司三季度报表端收入及利润表现逊于我们此前预期，总体来看系企业客户较难避免地受宏观经济环境影响，付费报班&到场消课决策更为谨慎。

图：2020-2024Q3传智教育扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：2020-2024Q3行动教育扣非前后归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、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；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；中线国内龙头有望逐步推动亚洲OTA格局集中。

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

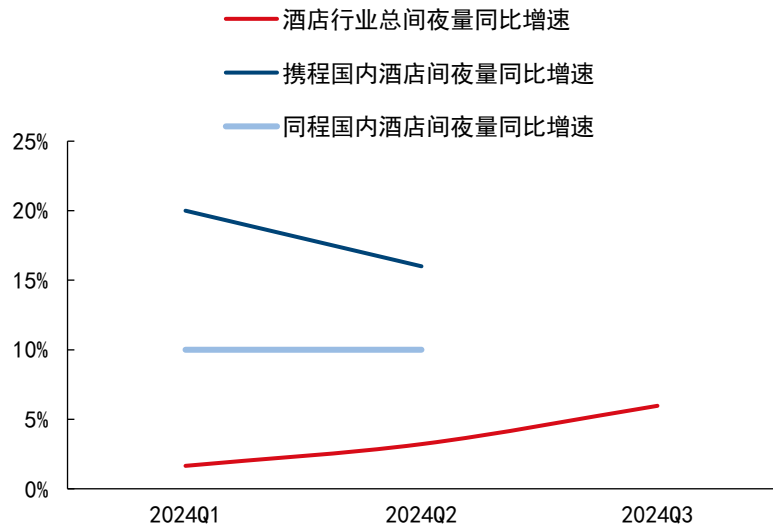


# OTA：预计三季度龙头主业经营持续向好，归母业绩增速因其他基数差异扰动



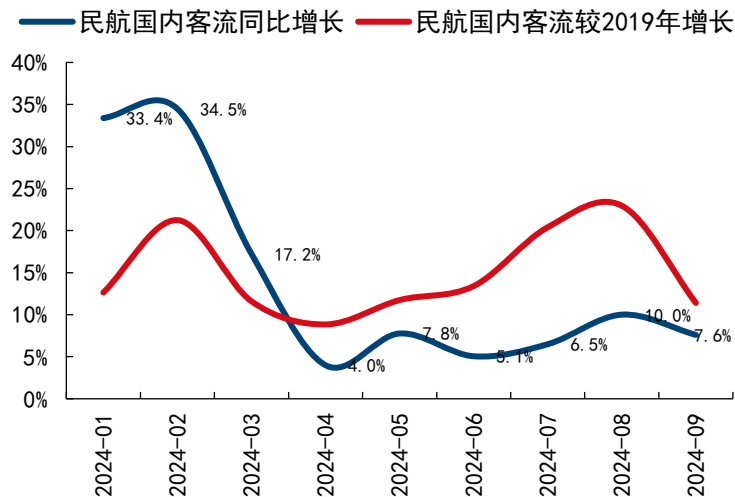
- **Q3展望：1、量：**Q3国内航线客运量同比增长较Q2提升约3.6pct（民航局、航班管家），Q3国内酒店行业GMV同比增长较Q2提升2.8pct（酒店之家）。结合过往，受益于线上份额的增长，头部OTA平台持续优于行业整体表现，因此OTA Q3国内机酒订单量增速有望环比Q2改善；Q3出境游运力同比增长50-60%，恢复至2019年同期约78%左右，助力平台出境游继续表现强势。
- **2、价：**酒店价格预计延续Q2下滑态势，但预计OTA受益于高星结构占比提升、补贴收窄等，降低对收入端扰动。
- **3、利润率：**伴随规模杠杆效应和补贴效率优化，预计主业经营利润率有望同比改善。但归母净利率仍受其他非经常项基数差异扰动。

图：酒店行业间夜量增长 VS OTA龙头表现



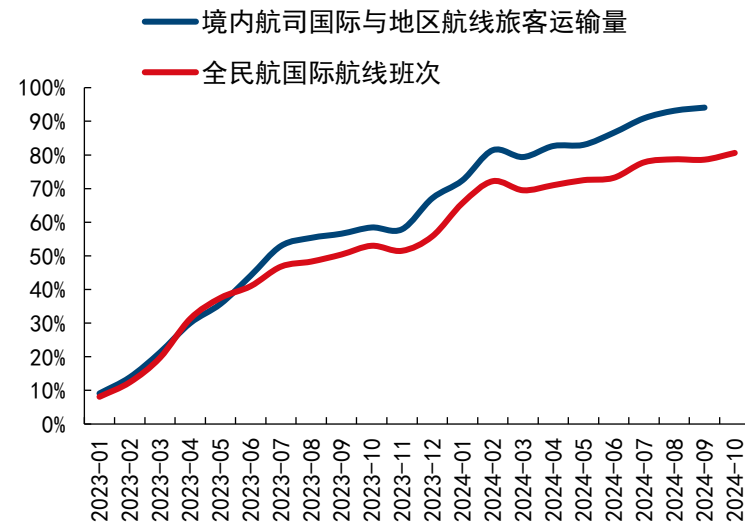
资料来源：公司公告，酒店之家，国信证券经济研究所整理

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

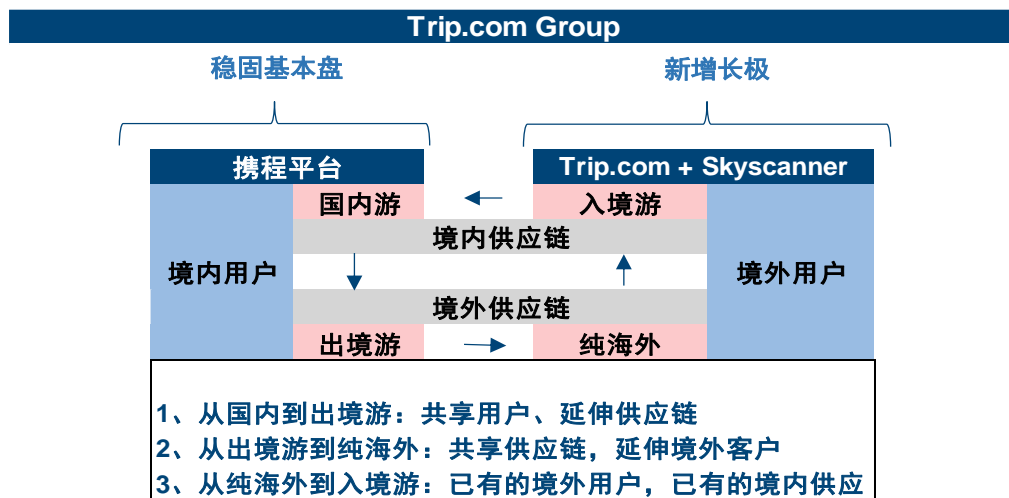


资料来源：中国民航局，航班管家，国信证券经济研究所整理

# 携程集团：三季度经营效能维持较高水准，国际业务继续贡献强增长动能

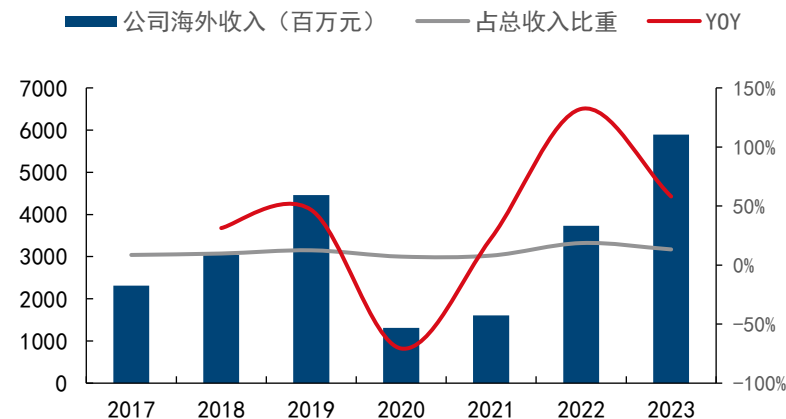
- 携程集团：公司是国内在线一站式出行绝对龙头，已经沿国内游、出境游、纯海外、入境游打通闭环，目前逐步推进亚洲市场集中。
- 收入：预计三季度收入预计同比增长11-16%。其中，出境游机酒量的恢复继续比行业快20-30%，即同比增长40-50%，出境游机票价格同比回落带来部分抵消。国内机票票量好于行业的7%增速，但预计佣金率同比常态化带来收入同比回落；酒店间夜量受益于线上化渗透提升预计同比良好增长，但偏中高端酒店定位价格相对承压，结合佣金率的稳中有升，预计国内酒店收入同比有望个位数增长。海外Trip.com预计在快速拓展份额维持高增长，目前中国香港市占率居首位，此前入境业务曾占比约20%，直接受益于免签范围进一步扩大。
- 利润：预计经营性利润率同比继续改善，归母利润受其他因素扰动。伴随海外投放增加，预计销售费率同比提升，但公司人员等固定费用伴随收入扩张杠杆效果逐步凸显，整体上经营性利润率同比有望提升。其他项目方面，利息费用有望受益于公司可转债对海外高息债务置换，其他收益去年5.5亿高基数下预计同比回落，所得税率去年同期低基数下预计回归常态，综合预计对非经营项目带来扰动。
- 近期公司与微软达成深度合作，聚焦技术创新、资源整合与服务优化三大核心领域，后续数字化提效与体验升级有望进一步升级。

图：携程集团主营业务



资料来源：国信证券经济研究所整理

图：携程集团海外业务收入及占比

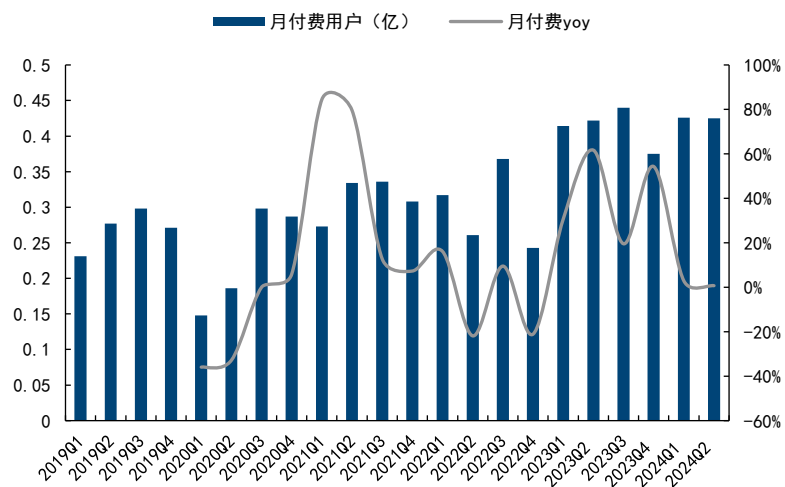


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 同程旅行：三季度OTA利润率同比有望改善，新业务持续推进

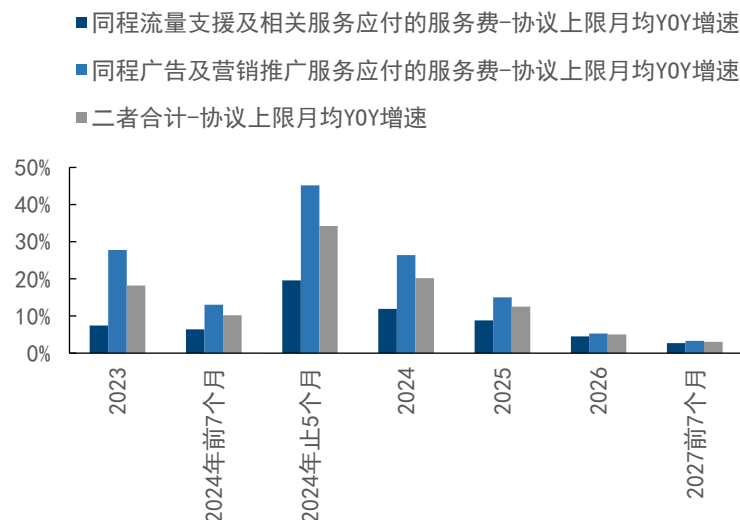
- 同程旅行：下沉市场在线旅游龙头，依托微信小程序低成本获客疫后实现跨越式增长，主营业务分为**传统微信小程序、APP、出境游**。
- 收入：预计三季度OTA收入预计同比增长17-22%。其中，预计机酒业务增速环比改善，结合前述行业机酒量增速环比改善，预计线上龙头好于行业情况，出境游目前个位数占比但翻倍增长预计贡献新增量；国内酒店业务受益于补贴收敛后的佣金率同比提升额外贡献约10%+增长；其他收入基数提升后增速回落。此外去年12月以来新增的度假业务带来增量收入，有望推动总收入增速45-50%。
- 利润：预计三季度OTA利润率同比改善，低毛利度假业务带来结构性影响。公司持续优化微信小程序投放效率，且今年7月流量协议重签已经明确入口成本，后续逐步有望发挥杠杆作用。同时新业务推进减亏，从去年下半年出境游业务开始加大投放，并在今年一季度显著拖累利润率，目前处于低基数快速扩张中（Q2国际机票票量/国际间夜量增长超160%/近140%），伴随规模扩张和精细化运营有望逐步减亏。此外，公司APP流量也作为重点培育的增量渠道，根据Questmobile，今年前三季度月活在1400-1600万人次，同比维持50-60%增速。

图：微信小程序月付费用户及增速



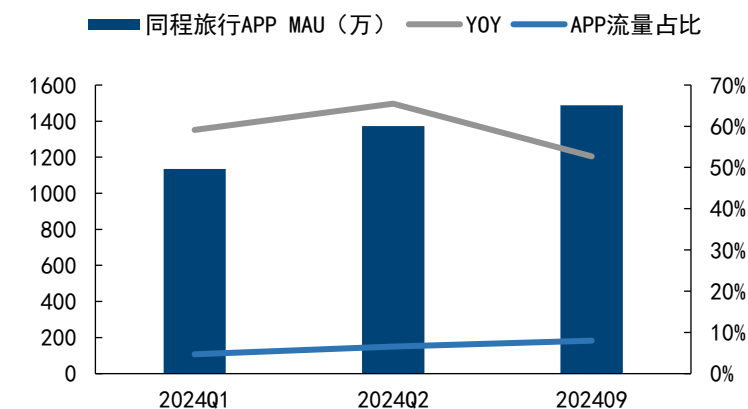
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：微信小程序流量成本趋势变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：同程APP流量逐步提升



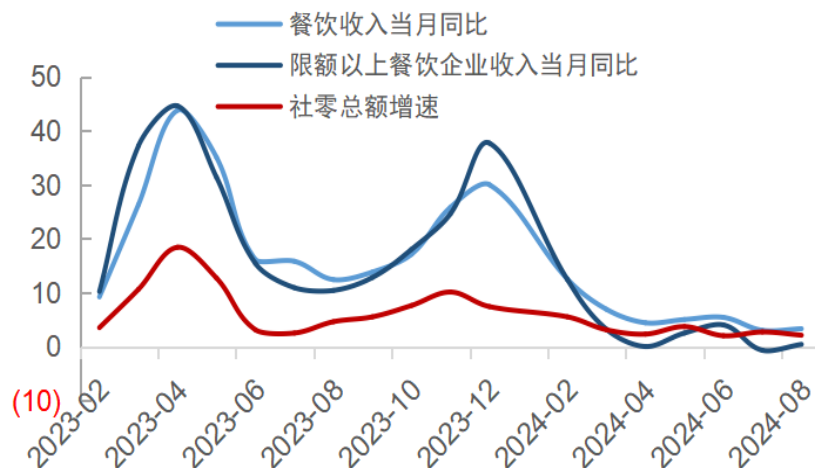
资料来源：questmobile，国信证券经济研究所整理

# 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
<b>核心商业</b>						
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%
<b>新业务</b>						
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%
<b>业务汇总</b>						
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%

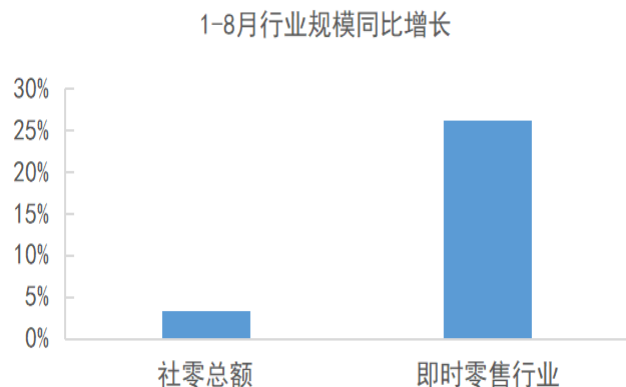
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理



# 美团最新跟踪：预计2027年闪电仓超10万个，即时零售规模达到2000亿元

- **即时零售行业保持较快成长, 品类、场景等丰富助力扩容。**今年以来社零总额增势平稳, 但即时零售仍保持韧性增长, 1月至8月行业规模同比增长26.2%。即时零售的快速成长, 核心在于其不仅仅是传统零售的补充, 更代表高确定性生活方式, 开创了零售业态发展的新模式, 通过消费场景、区域和品类等不断丰富(美团数据: 闪购业务有1.02亿用户跨城迁徙下单, 1.24亿用户夜间下单), 即时零售行业持续快速发展, 畅流通, 促消费, 保民生。
- **未来目标: 美团2027年闪电仓目标超10万个, 行业规模达2000亿。**今年10月美团即时零售产业大会表示: 当前美团闪电仓数量已超过3万个, 到2027年, 美团闪电仓将超过10万个, 预计市场规模将达到2000亿元。
- **美团强化与品牌零售商的合作, 共谋成长。**今年10月美团与名创优品合作, 名创优品计划年内将在美团上线超过800家闪电仓形态的“24小时超级店”。今年来到10月, 名创优品在美团已开设闪电仓超过500家, 销售破亿元。并且, 24H超级店与普通名创优品门店商品结构相差70%以上, 服务差异化需求, 且租金和运营成本更低, 有望助力其打造第二增长曲线。同时屈臣氏在美团开设的闪电仓覆盖超过10个一二线城市, 仓单产提升1.4倍。
- **积极下沉闪电仓扩张, 并通过深入供应链发展。**2024年美团便利店闪电仓在下沉市场开仓1866家, 各个垂直品类的闪电仓蓬勃发展。目前, 不仅生鲜和食品品类的消费频次持续增长, 非食品类的消费高速增长、场景快速扩张。

图：今年1-8月国内即时零售行业保持较快增长



资料来源：国家统计局，商务部研究院，腾讯网登，国信证券经济研究所整理

图：名创优品闪电仓的特点

特点	名创优品——闪电仓
选品	大刚需加小IP（传统店大IP+小刚需） 生活百货、旅行用品、礼品等 与常规店选品差异70%+
选址	一线和超一线城市，以及对线上消费有着高需求的热门出行城市 主要选址社区、住宅等人群密集区域；美团可提供选址支持，可核心区域三流位置
服务时间	24小时全天候
运营特点	轻：相对低租金 低人工成本（最少2个人）和其他运营成本

资料来源：零售氦星球，蓝鲸财经等，经济研究所整理

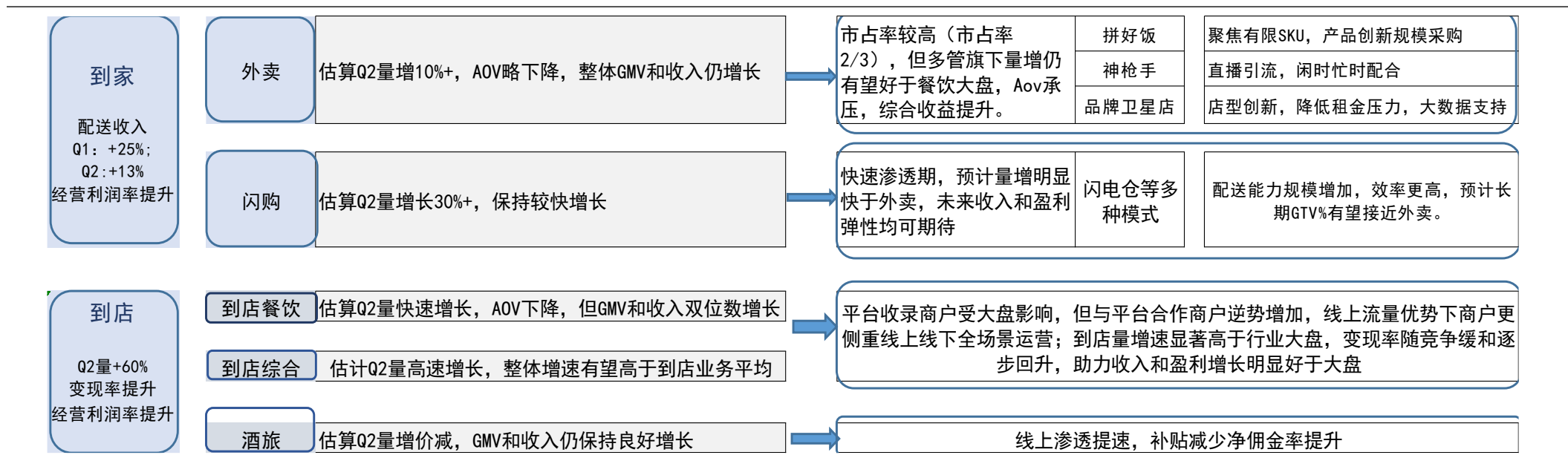


# 美团-W：预计Q3或有望延续Q2趋势，未来顺周期兼顾一定向上弹性



- **到家业务：**1) 外卖：护城河深厚，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、品牌卫星店等），助力外卖量稳定增长（预计Q3外卖量增仍有望10%+，带动更广泛骑手就业机会），虽AOV或有压力，但公司也积极经营提升。2) 闪购：万物到家仍处于高速渗透期，积极闪电仓等拓展，预计量增仍有望维持30%+。
- **到店业务：**线上流量溢价提升。1) 线上渗透提升加速其合作用户量增显著好于大盘；线上线下全场景运营成商户迎接挑战的重要工具，带动佣金和广告投入等增加。2) 伴随竞争缓和和公司业务整合，到店业务变现率有望渐进企稳回升，助力到店业务收入增长，我们预计Q3美团到店业务或仍有望保持20-30%的增长。
- 公司到店与到家、美团平台、研发平台等打通整合，有助于内部经营提效和平台流量效率增强（神会员打通），同时新业务今年Q3预计同比继续减亏，综合看初步预计美团Q3有望延续Q2增势（收入增20%上下，经调整归母业绩预增70%-80%+。展望未来，若消费趋势企稳向上，则公司依托其核心到店到家全链路打通布局和新业务优化，具有顺周期向上弹性。

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

## 景区：三季度自然景区龙头基数增加，多数收入微降、业绩分化

- 三季度多数自然景区客流和收入高基数下微降，利润分化。从主要景区的客流来看，三季度多数同比个位数变动，长白山、峨眉山、黄山客流各+6%、-6%、+3%，其中区域阶段恶劣天气扰动客流释放，如长白山7月底-8月初关闭一周、峨眉山7月持续降雨等。收入增速多数不如客流表现，头部自然景区好于人造休闲景区趋势延续，但客单价普遍下滑，比如有效购票客流回落，酒店等二消项目贡献下滑等。利润相对分化，自然景区在去年Q3高基数下普遍利润微降（仅九华非旺季），非刚需业务往往是拖累利润的项目，此外长白山新增产能受天气扰动未完全释放影响利润率，而峨眉山成本管控提升持续显现、九华山本身业务相对精简利润率维持良好。

图：景区收入与业绩情况

	收入（亿元）						YOY		
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1	2024Q2	2024Q3
长白山	0.70	0.98	3.30	1.28	1.27	3.40	83.7%	29.0%	3.2%
峨眉山A	2.38	2.54	3.30	2.53	2.55	2.98	6.6%	0.3%	-9.9%
九华旅游	1.92	1.88	1.81	1.80	2.15	1.74	-6.1%	14.2%	-4.1%
黄山旅游	3.38	4.99	5.97	3.36	4.98	5.78	-0.4%	-0.4%	-3.3%
丽江股份	1.80	2.12	2.49	1.80	2.05	2.51	0.0%	-3.5%	0.6%
三特索道	1.60	1.80	2.39	1.42	1.70	2.42	-11.4%	-5.7%	1.1%
西域旅游	0.11	0.84	1.74	0.16	0.87	1.66	44.4%	4.4%	-4.3%
天目湖	1.20	1.63	1.92	1.07	1.57	1.41	-11.3%	-3.7%	-26.3%
中青旅	16.58	25.21	25.56	19.22	24.28	26.97	16.0%	-3.7%	5.5%
西域旅游	0.11	0.84	1.74	0.16	0.87	1.66	44.4%	4.4%	-4.3%
	归母净利润（亿元）						YOY		
长白山	-0.04	0.16	1.39	0.11	0.10	1.27	359%	-37%	-9%
峨眉山A	0.70	0.75	1.16	0.74	0.58	1.11	6%	-23%	-4%
九华旅游	0.62	0.49	0.40	0.52	0.62	0.39	-16%	26%	-3%
黄山旅游	0.65	1.35	2.08	0.25	1.06	1.53	-61%	-21%	-26%
丽江股份	0.55	0.66	0.91	0.56	0.56	0.80	1%	-14%	-12%
三特索道	0.29	0.22	0.83	0.34	0.43	0.79	18%	92%	-5%
西域旅游	-0.13	0.44	0.94	-0.12	0.41	0.86	8%	-5%	-9%
天目湖	0.19	0.43	0.58	0.11	0.42	0.33	-43%	-4%	-43%
中青旅	-0.05	1.11	1.00	-0.29	1.02	0.80	-504%	-9%	-19%
西域旅游	-0.13	0.44	0.94	-0.12	0.41	0.86	8%	-5%	-9%

资料来源：公司公告，酒店之家，国信证券经济研究所整理

# 演艺：宋城演艺第三季度净利润高基数下略有下降，国庆后场次同比略有回升



- **宋城演艺第三季度净利润高基数下同比微降。**2024Q3，公司收入8.4亿元/-4.7%，归母净利润4.6亿元/-5.5%，扣非净利润4.5亿元/-7.1%。Q3千古情总场次增长11%，估算单场对应收入-17%，预计系客单价较高的存量项目场次回落，新项目场次占比提升但价格仍处爬坡期，以及整体消费环境综合影响。2024Q1-3公司收入20.1亿元/+24.5%，归母净利润10.1亿元/+28.0%，扣非净利润9.9亿元/+28.1%。
- **主业经营：三季度培育项目贡献核心增量，成熟项目高基数下同比承压。**三季度宋城旗下自营项目总场次增长约11%。其中培育项目贡献重要增量，西安、佛山项目上半年已实现盈利，三季度继续表现亮眼，西安项目同比增长67%，暑期西安项目双剧院并行单日演出场次创新高；佛山项目演出环比持续提升。五大成熟项目场次同比下降约12%，预计系高基数下承压影响，其中杭州本部兼有暑期高温影响。
- **国庆以来：自营项目场次趋势环比Q3有所好转。**国庆假期公司杭州场次本部同比增长38%明显回升，近期趋势较Q3也有所好转。

图：宋城演艺今年以来场次跟踪及同比表现

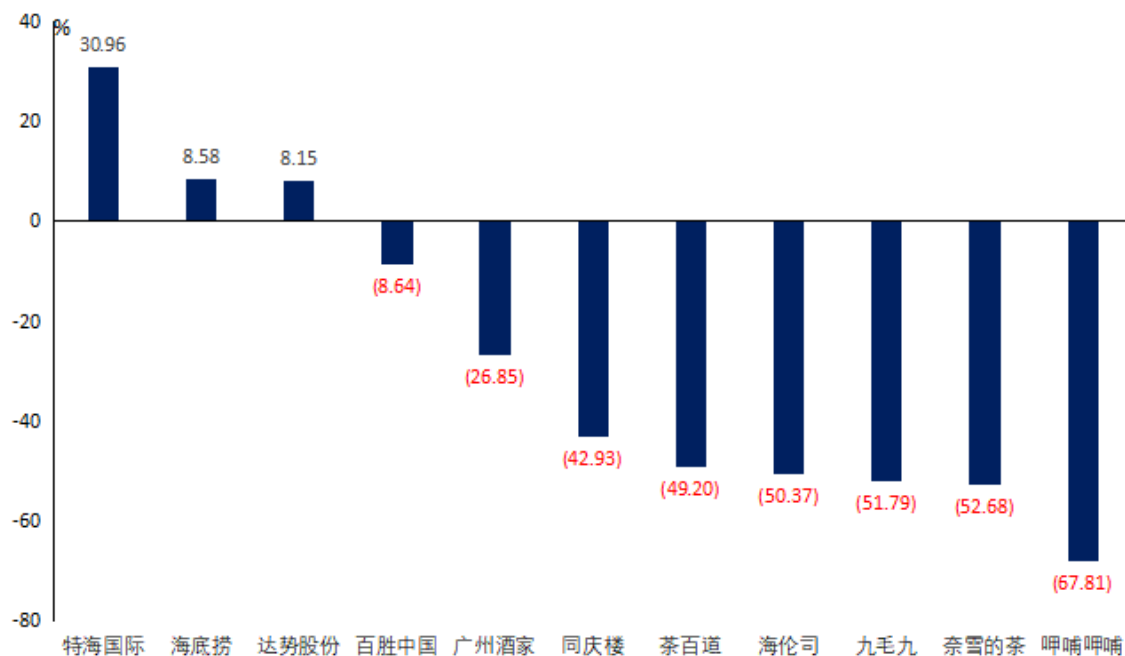
宋城演艺场次跟踪	2019年及以前存量项目						新开项目			轻资产项目				场次合计	场次合计不含轻资产	杭州+三亚+丽江+九寨+桂林+张家界	西安+上海+佛山
	杭州	三亚	丽江	九寨	桂林	张家界	西安	上海	佛山	炭河	宜春	郑州	三峡				
202401	65	93	72	0	41	31	71	31	0	0	31	8		443	404	302	102
202402	141	105	121	0	100	43	147	47	82	22	38	47		893	786	510	276
202403	129	93	80	9	57	31	90	53	179	33	31	30		815	721	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

# 连锁餐饮板块三季度末以来走势复盘

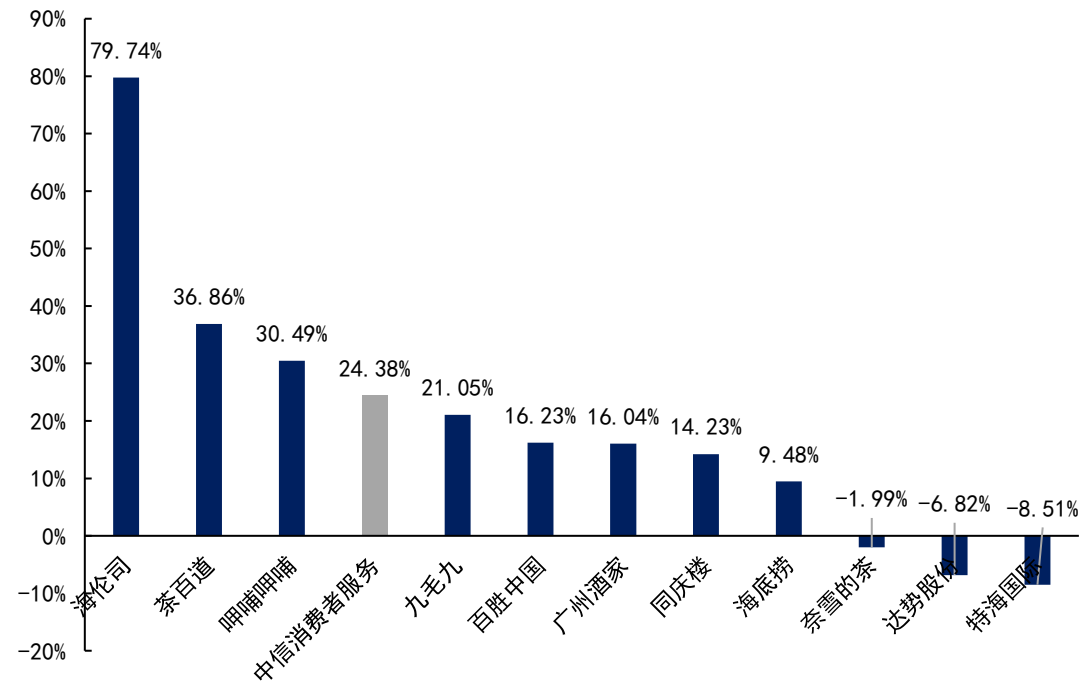
- 年初至今(2024/1/2-9/24) 餐饮行业整体持续下行。回顾年初至9月24日餐饮板块行情，餐饮公司多数因同店经营承压以及行业竞争加剧业绩承压等因素，公司股价表现也大多承压回撤，板块承压走低。部分龙头依靠品牌势能、控费增效等精细化管理经营数据表现突出，在餐饮整体偏弱的环境下，特海国际(+31%)、海底捞(+9%)、达势股份(+8%)均跑出正收益。
- 受益于消费促进政策，餐饮板块强势反弹。9月24日以来，近期促消费政策频发，前期超跌餐饮板块受益领涨，部分低位个股（海伦司、茶百道、呷哺呷哺等）强势反弹，分别涨超80%/37%/30%，跑赢中信消费者服务指数（24%），海底捞、百胜中国等龙头亦实现不俗涨幅。

图：连锁餐饮板块个股区间涨跌幅（2024/1/1-9/24）



资料来源：Wind，国信经济研究所整理

图：连锁餐饮板块个股区间涨跌幅（2024/9/26-11/1）



资料来源：Wind，国信经济研究所整理

# 连锁餐饮公司最近一期报告经营数据核心速览



表：A+H股及海外上市连锁餐饮企业2024年三季度核心信息速览

品牌	收入	yoy	归母净利润	yoy	期末门店数	门店数同比	同店销售增长 (%)	客单价 (元)	yoy	餐厅利润率	餐厅利润率同比变动 (%)	24Q3股息率 (年化)
百胜中国	30.7	+5.4%	3.69	<b>+18.3%</b>	14889	3.05%	-3%	/	/	<b>17.0%</b>	<b>+0.5pct</b>	/
肯德基	23.1	+5.7%	/	/	11283	3.12%	-2%	38	-3%	<b>18.3%</b>	<b>+0.3pct</b>	/
必胜客	6.2	+2.7%	/	/	3606	2.83%	-6%	82	-9%	<b>12.8%</b>	<b>+0.6pct</b>	/
麦当劳 (IDL)	84.6	-1.8%	/	/	7187	3.56%	-3.5%	28	/	/	/	/
萨莉亚 (中国)	18.9	<b>+15.7%</b>	/	/	505	4.55%	/	48	/	/	/	/
同庆楼	5.9	-1.2%	0.83	-95.7%	/	/	<b>约-30%</b>	/	/	/	/	0.00%
广州酒家	21.9	+2.3%	3.84	-4.5%	/	/	/	/	/	/	/	0.00%

资料来源：公司公告、bloomberg、窄门餐眼、国信证券经济研究所整理

注：股息率假设上下半年分红率一致；肯德基、必胜客客单价数据为三季度数据，麦当劳收入、同店数据来源于公司公告（IDL分部，除中国外还有中东等地区），客单价、门店数量数据来源于窄门餐眼，仅为国内数据；萨莉亚收入数据来源于Bloomberg、门店数、客单价来源于餐眼。百胜中国、麦当劳货币单位为亿美元，萨莉亚为十亿日元，其余为亿人民币。

表：A+H连锁餐饮企业2024年中报核心信息速览（未披露季报的公司）

品牌	收入	yoy	归母净利润	yoy	期末门店数	门店数同比	同店销售增长 (%)	客单价 (元)	yoy	餐厅利润率	餐厅利润率同比变动 (%)	24H1股息率 (年化)
海底捞	214.91	14.8%	20.38	-9.74%	1343	-2.82%	<b>15.3%</b>	97.4	-5%	/	/	<b>5.56%</b>
呷哺呷哺	23.95	-15.9%	-2.73	由盈转亏	1072	-2.01%	/	/	/	/	/	0.00%
呷哺呷哺	13.77	29.5%	/	/	826	-1.90%	-19.0%	59.6	2%	/	/	/
湊湊	14.02	36.8%	/	/	245	-1.61%	-43.0%	137.8	-3%	/	/	/
九毛九	30.64	6.4%	0.72	-67.47%	771	24.15%	/	/	/	12.8%	-7.2	0.00%
怂火锅	4.31	22.7%	/	/	73	69.77%	-34.7%	110	-9%	8.6%	-5.1	/
太二	22.48	2.7%	/	/	614	23.79%	-15.5%	71	-5%	13.8%	-7.5	/
海伦司	4.41	-37.9%	0.70	-55.76%	537	-17.76%	-28.6%	/	/	/	/	<b>15.36%</b>
奈雪的茶	25.44	-1.9%	-4.35	由盈转亏	1894	58.63%	-37.7%	27.5	-15%	7.8%	-12.3	0.00%
达势股份	20.41	48.3%	0.11	<b>24.64%</b>	914	36.01%	<b>3.6%</b>	83.6	-5%	14.5%	<b>1.0</b>	0.00%
特海国际	3.71	14.5%	-0.05	由盈转亏	122	6.09%	<b>10.3%</b>	24.6美元	-4%	8.7%	<b>0.4</b>	0.00%
茶百道	23.96	-10.0%	2.37	-59.70%	8385	20.58%	/	/	/	/	/	0.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

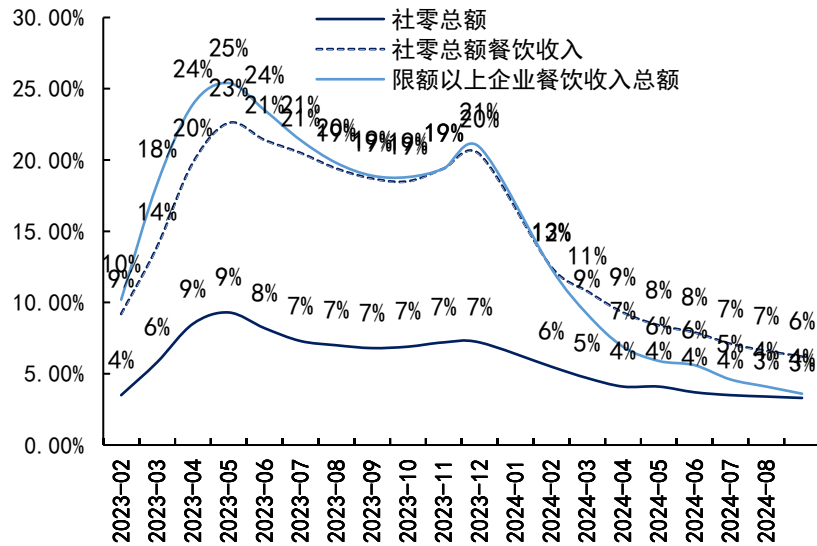
注：股息率假设上下半年分红率一致；肯德基、必胜客客单价数据为二季度数据而非上半年数据



# 餐饮：限上餐饮企业增速相对承压，下沉城市提供主要增长动能

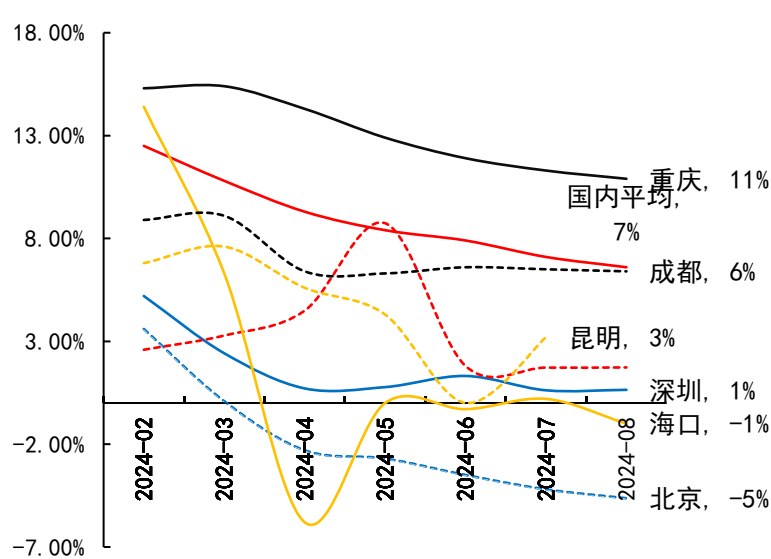
- 2024年餐饮收入同比增速环比逐月走低，但仍领先于社零总额。从社零累计同比数据看，2024年2月累计同比高于去年同期，但自3月起出现明显下滑，考虑系基期处于疫情放开初期，餐饮呈现爆发性复苏的高基数影响。餐饮收入与社零总额累计同比数据差距逐渐缩小，但截至9月，餐饮收入累计同比仍领先于社零总额，分别为6%/3%，增长韧性考虑主要系期间餐饮企业数量增长及连锁品牌新开门店支撑。
- 限额以上企业餐饮收入回落更快，考虑新增餐饮企业主要为门槛较低的小微企业。限额以上的餐饮企业统计年营收200万元及以上的餐饮法人单位，2023年复苏期间限额以上企业表现更优，而2024年2月其趋势有所逆转，限额以上企业表现次于总体且差距拉大。考虑相较于日常用餐需求，限额以上企业更多覆盖商务宴请、家庭聚会等受宏观环境影响较大的用餐场景。另一方面也体现若宏观环境转好，限额以上企业更具弹性。
- 低线城市是支撑当下餐饮行业收入增长的中坚力量。我们筛选了数据较为完整的地区进行统计，除重庆外，其余城市表现均明显弱于全国平均水平，特大城市北京、深圳受冲击更为明显，北京自3月以来累计同比转负。重庆、成都等一线城市则表现较优。下右图则对比了川、滇两省与省会城市餐饮业数据，全省数据显著优于省会城市，表明省内其他非省会城市表现更优。

图：2023年至2024年9月社零及餐饮收入累计同比数据



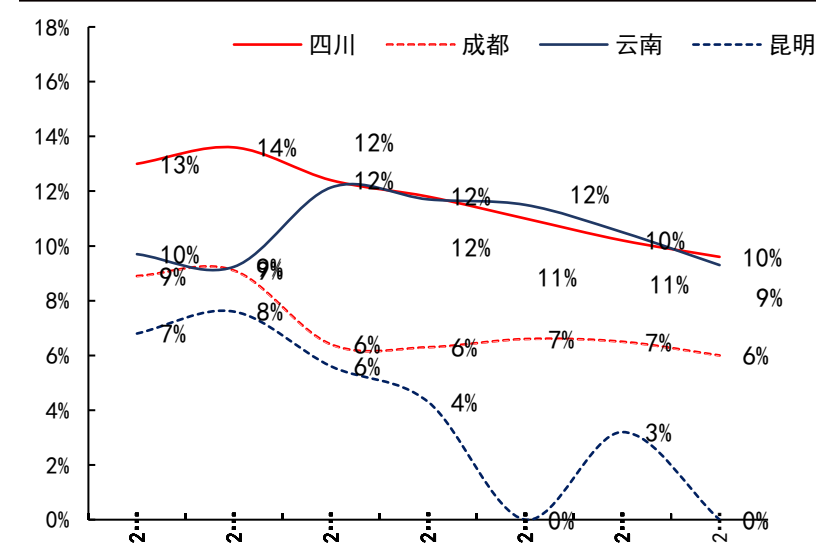
资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2023年至2024年8月各地餐饮收入累计同比数据



资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2023年至2024年8月川、滇省份与省内主要城市对比

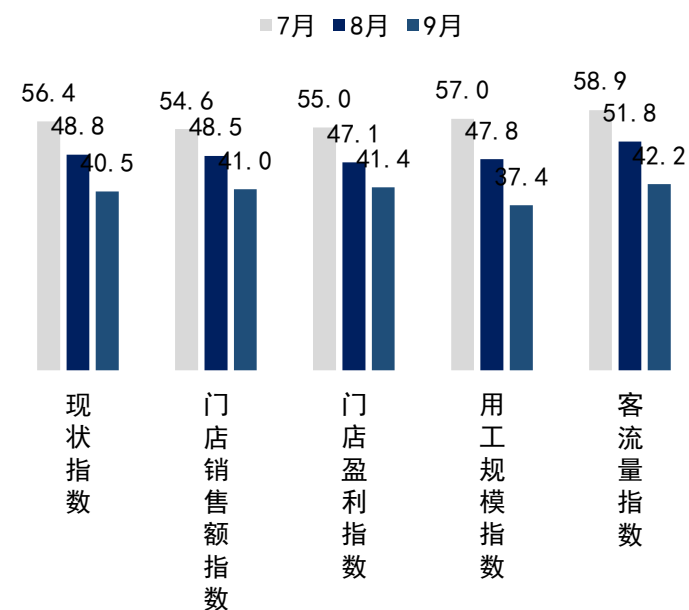


资料来源：国家统计局，Wind，国信证券经济研究所整理

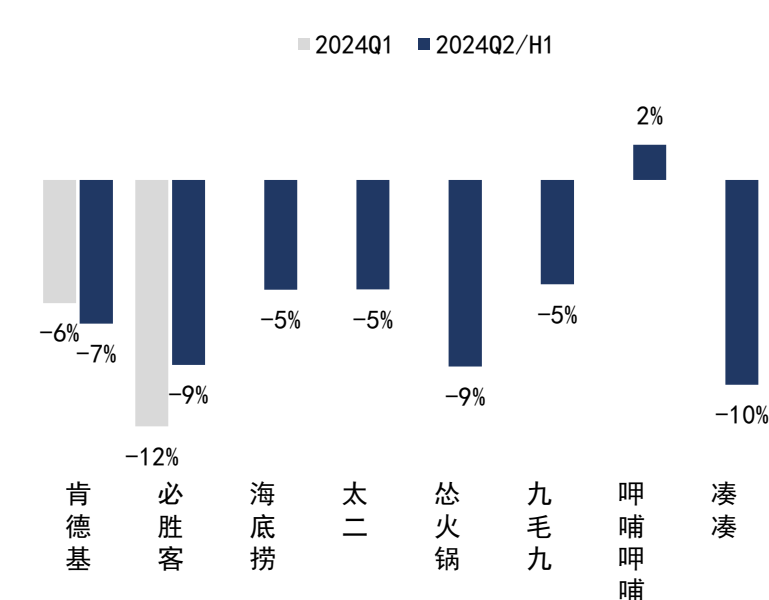
# 餐饮：客流量指数优于销售额，侧面反映客单价下滑为更严重拖累

- 销售额由客流量及客单价两方面决定，客单价下滑可能系更严重的拖累。餐饮业表现指数为中国烹饪协会自2024年7月起每月外发的跟踪数据，系中国烹饪协会及合作单位利用会员系统回收约3000份报告统计汇编的月频指标。高于50时表示行业处于增长扩张，可以参考PMI指数理解该指标。7月-9月，限额以上企业现状指数走低，8月进一步下滑至荣枯线以下，而8月客流量指数仍高于50%，较为积极。9月各指标均下滑至荣枯线以下，考虑主要系暑期餐饮消费旺季已过，但客流量指数仍相对较高。客流指数总体表现略优于销售额指数，侧面反映客单价下滑可能系更严重的拖累。H1上市餐饮企业客单价基本已出现大于5%的负增长，同时美团餐饮大会上亦有数据显示2024年3月份起全国餐饮客单价总体有5%-20%的负增长。
- 消费者意愿变化为客单价走低的重要原因之一。麦肯锡于24年5月所作的消费者金额变化调查中，就餐饮消费这一品类，有21%的消费者预计将减少支出，该比例在共计16个品类中排第5，标明餐饮消费弹性是相对较高的，消费者削减餐饮消费支出是客单价走低的重要原因之一。另一方面客单价走低也与餐饮行业内部竞争有关，这一问题将在后续进行具体阐述。

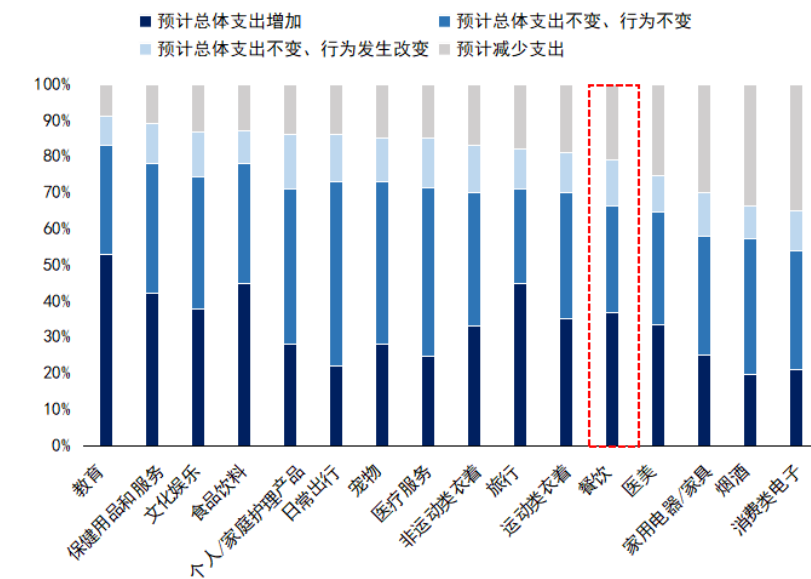
图：2024年7月-9月餐饮业限额以上企业表现指数体系



图：2024上半年度主要餐饮上市公司品牌客单价



图：2024年5月调查：消费金额变化趋势分布



资料来源：中国烹饪协会，国信证券经济研究所整理

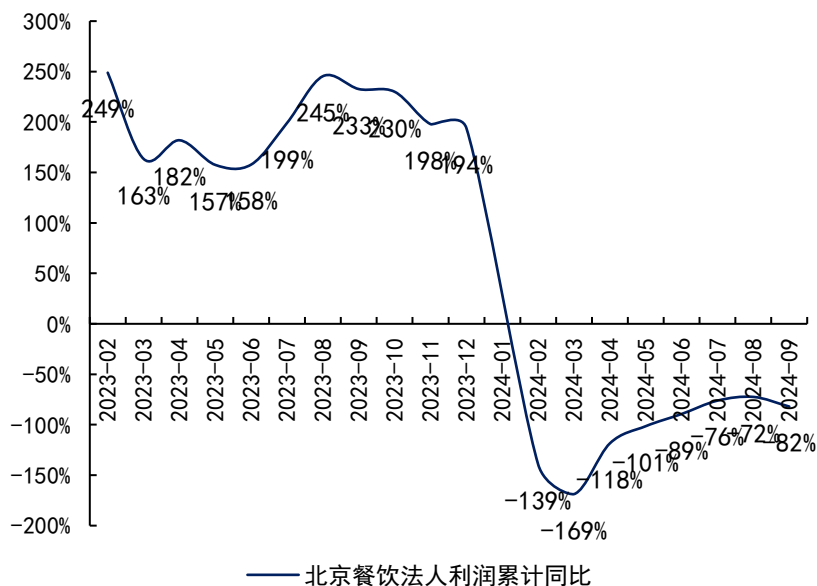
资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理  
注：除肯德基、必胜客外均为上半年度数据

资料来源：麦肯锡《2024中国消费趋势调研》，国信证券经济研究所整理

# 餐饮：客单价下滑利润承压，暑期过后重新遇冷，静候促销费政策生效

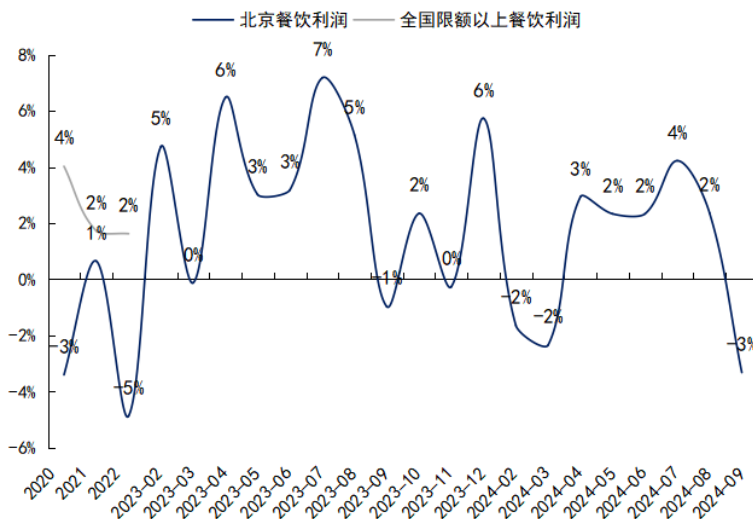
- 2024年初以来利润端明显承压，自2024年3月触底至8月呈现向好信号，但9月暑期结束后再度遇冷。2022年以来统计局已停止披露全国层面的利润数据，仅北京市仍按月披露餐饮业利润数据。以北京为例，2024年1-8月法人单位餐饮利润总额为7.5亿元，同比-72%，考虑主要系客单价下行削薄利润。2024年1-3月法人单位餐饮亏损4.54亿元，同比-169%，考虑系基期为管控政策调整初期、餐饮消费井喷&Q1竞争激烈客单价下滑致使转亏。但3月-8月累计同比负值收窄，且单月扭亏为盈，展现向好趋势，而随着暑期结束9月重新遇冷。
- 3-8月利润率回升或系竞争格局环比3月稍有缓和，最为关键的是季节影响。收入增速放缓或仍未见底，利润率先出现修复，考虑系五一、暑期餐饮旺季产生一定季节性影响。同时Q1亏损出清部分餐饮企业、同时新增企业数量减少导致竞争格局稍有缓和，如下右图所示，Q3新增餐饮企业数量仍较高，但相较于3-4月已明显减少。
- 成本端原料价格压力或迎来缓解，租金及人力成本压力相对较小。房租、人力、食材三项支出在餐饮企业成本中占比往往达70%。蔬菜、猪肉价格Q3同比仍处高位，系供求关系及周期影响，但中秋、国庆节后猪肉价已现回落趋势，而冬季蔬菜将进入采收旺季，蔬菜价格上行空间亦较有限；租金仍在筑底，自带流量具有议价权的餐饮品牌或更能实现租金成本控制；同时考虑到国内就业形势，人力成本压力应该不大。后续原料价格若下行，利润率改善有望获得有力支撑。

图：2022年-2024年8月北京市餐饮法人利润总额累计同比



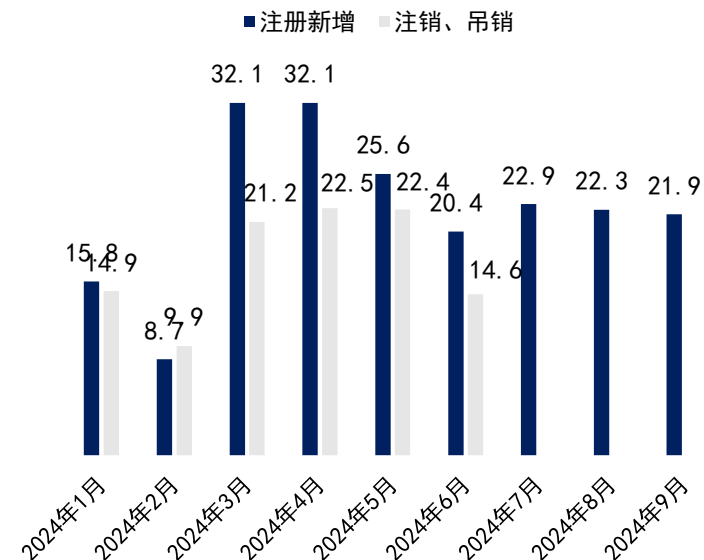
资料来源：国家统计局、北京市统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图：2022年-2024年9月北京市餐饮法人利润率



资料来源：国家统计局、北京市统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图：2024年国内注册新增及注销吊销餐饮企业数量



资料来源：天眼查、餐饮老板内参公众号，国信证券经济研究所整理

# 餐饮行业展望：政策频发望改善餐饮消费，企业端探索多品牌扩张



- 近期促消费政策频发，望改善餐饮消费，静待经营拐点。近期促销费政策包括：1) 存量房贷利率下调，有助于提升居民可用于消费的收入规模进而促进消费。2) 发放消费券，上海9月28日起开始发放申领消费券，其中可用于餐饮板块的消费券总金额达3.6亿元，据悉海底捞上海人民广场门店用餐客户中有10%使用餐饮券进行消费，预计拉动餐饮消费成效显著；10月10日，杭州商务局亦着手启动消费券发放活动，餐饮专项消费券、商超消费券、手机平板等消费电子消费券等合计总额度4.3亿元。3) 财政部发布会加大财政政策逆周期调节力度，结合促消费及保民生，多举措增加居民收入，稳步提升社会保障水平，增强低收入群体的消费能力和意愿。
- 此外，企业端亦积极探索增长新范式，其一是餐饮主品牌加速孵化子品牌。通过孵化不同赛道的子品牌，可有效助力突破原赛道天花板，寻求新的增长机遇，亦有助于释放规模效应，摊销成本提高利润。除原材料集采以及共用运输、仓储等优势外，人力成本方面亦有望实现优化，例如海底捞通过多管店模式孵化子品牌，一位店长可管理多个品牌，有效提高人效。它山之石可以攻玉，日本餐饮近30年发展进程中多品牌战略同样起到了重要效果，例如日本餐饮行业最牛股泉盛曾孵化、收购了滨寿司、AF、TCRS、GmbH、SnowFox Topco等多个品牌。

表：部分餐饮/茶饮企业主品牌及子品牌信息梳理

九毛九				海底捞				百胜中国				蜜雪冰城			
品牌	成立时间	细分赛道	客单价(元)	品牌	成立时间	细分赛道	客单价(元)	品牌	成立时间	细分赛道	客单价(元)	品牌	成立时间	细分赛道	客单价
九毛九	1995	西北菜	58.31	海底捞	1994	重庆火锅	101.69	Lavazza	1895	意式咖啡	30.73	蜜雪冰城	1997	茶饮	7.56
太二	2015	酸菜鱼	78.25	焰请烤肉铺子	2024	烤肉	105.83	肯德基	1930	西式快餐	33.54	幸运咖	2017	咖啡	8.42
那末大叔是大厨	2019	粤菜	100	苗师兄香锅	2021	麻辣香锅	53	必胜客	1958	西式快餐	68.17	雪王炸串	2023	炸串	-
怂火锅	2020	重庆火锅	103.41	嗨捞火锅	2023	平价火锅	约80	塔可钟	1962	墨西哥风味	33.12				
赖美丽烤鱼	2021	烤鱼	68.67	囿吉山	2023		-	小肥羊	1999	火锅	80.75				
赏鲜悦木	2023	牛肉火锅	497	小嗨爱炸	2024	炸鸡	约40-50	黄记煌三汁焖锅	2004	焖锅	74.56				
山外面	2024	贵州酸汤火锅	88.87					肯悦咖啡	2024	创意咖啡	-				

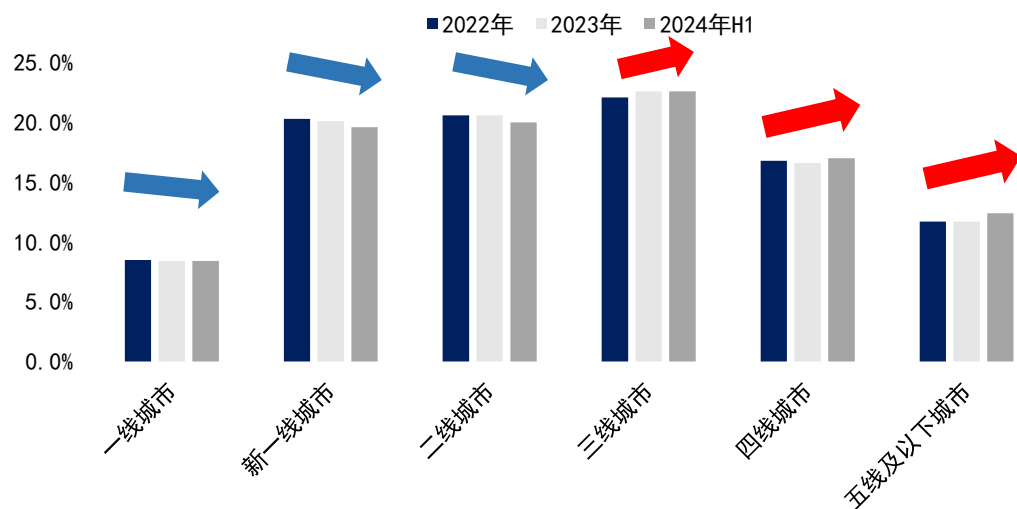
资料来源：公司公告，窄门餐眼，国信证券经济研究所整理  
 注：小嗨爱炸及嗨捞火锅客单价数据来源于公开新闻整理，其余为11月5日窄门餐眼显示数据



# 餐饮行业展望：低线城市与日常一人食场景大有可为

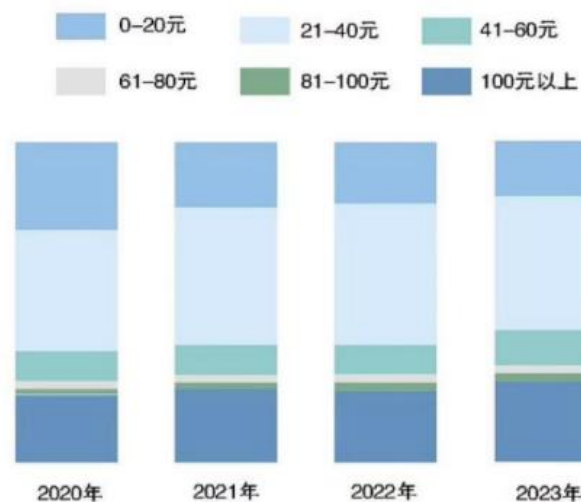
- **积极布局下沉城市。**中国经济体量与人口分布有关，总人口的70%聚集在三线以下城市。随着“小镇青年”回乡就业的比例提升，三四线城市亦存在人口回流，低线城市潜藏巨大消费市场机遇。据红餐大数据显示，2022至2024H1一线城市、新一线城市及二线城市餐饮门店占比有下降趋势，而三线及以下城市占比有所上升，进入2024年以后，门店下沉趋势进一步加速。除去低线城市仍能提供较大增长空间外，低线空间更低的租金及人力成本也有望改善利润水平。
- **发力21-40元人均消费价格带。**根据《2023北京餐饮业观察报告》及《2024北京餐饮业观察报告》数据显示，北京市内餐饮消费的主力价格带一直为21-40元，该价格带主要对应一人食等日常用餐场景，而该价格带继续下移的空间较为有限，由此分析2024上半年度行业下滑主要系商务宴请、家庭聚餐等高客单价场景消费频次降低所致，而工作族日常外出用餐场景仍大有可为。这一逻辑在日本餐饮发展历程中亦可得到验证，随着独居和无孩家庭比例增加，消费者更加追求便捷化、性价比消费，期间快餐发展迅速。而上半年国内亦有头部品牌着力性价比一人食场景，如海底捞推出较低客单价的嗨捞火锅；必胜客推出平均客单价30-40元的必胜客WOW店等。

图：2022-2024上半年全国各线城市餐饮门店数占比



资料来源：红餐大数据，国信证券经济研究所整理

图：2020-2022年北京餐饮消费主力价格带分布



资料来源：《2023北京餐饮业观察报告》，国信证券经济研究所整理



# 连锁餐饮品牌月度同店数据跟踪

表3：港股餐饮消费龙头月度数据跟踪

	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%		
2023五一	126%	121%	112%	91%	~140%	232%	116%	-	130%		
2023年5月	108%	105%	105%	100%	~130%	160%	~100%	94%	110%	115%	113%
2023端午	90% (同比19年)				120%	169%	~100%	-	~100%		
2023年6月	105%	97%	104%	80%	120%	113%	88%	100%	~100%		
2023年7月	110%	99%	104%	70%	120%	112%	79%	略微下降	~100%		
2023年8月	107%	97%	93%	70%	130%			略有提升	85%	104%	102%
2023年9月	104%	100%	84%	90%	128%			整体恢复情况明显好于去年同期水平	85%		
2023国庆	103%	92%	78%	85%	125%	105%	76%				
2023年10月	109%	98%	77%	90%	140%	100%	120%	略有提升	80%		
2023年11月	116%	133%	80%	90%	160%	135%	78%	略有提升		103%	106%
2023年12月	142%	122%	108%	104%	200%	170%	81%	同比提升	106%		
2024年1月					124%	93%	未披露		77%		
2024年2月	89%	96%	65%		140%	未披露	未披露	110% (同店销售额)	66%	98%	95%
2024年3月					130%				70%		
2024年4月					120%				73%		
2024年5月	82%	87%	63%		120%			106% (同店销售额)	78%	97%	92%
2024年6月					110%				71%		
2024年7月	82%	90%	67%		100%				69%	98%	94%
2024年8月					100%				82%		

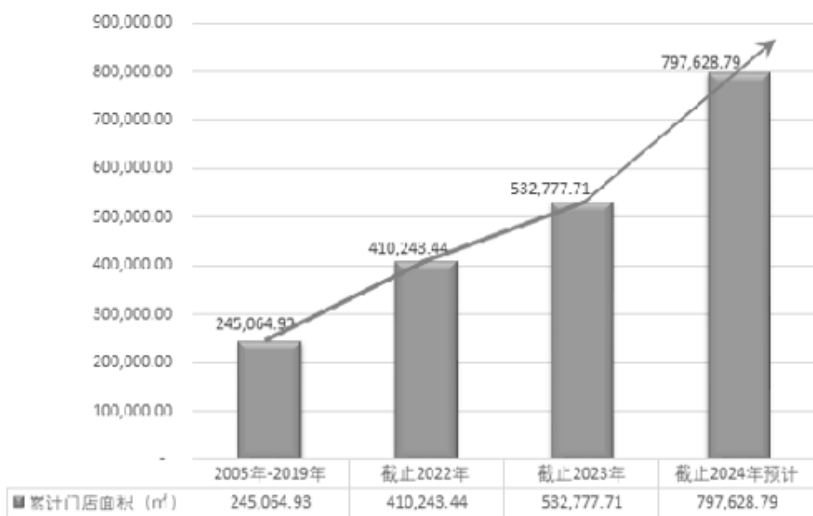
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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（非特殊注明）。

# A股餐饮：积极扩张短期承压，跟踪需求转暖节奏

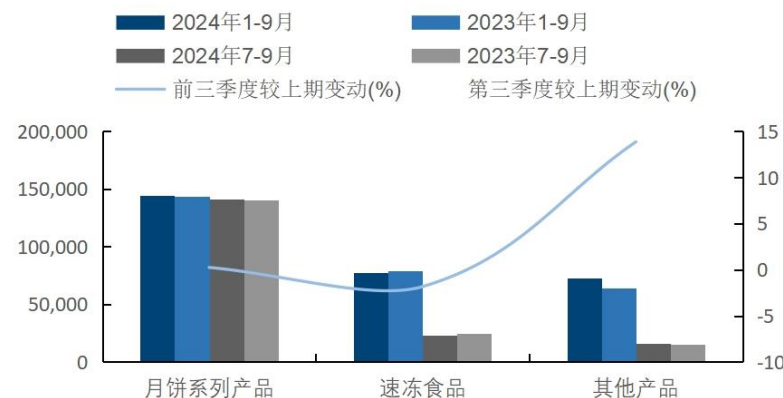
- **同庆楼：今年加速门店扩张，短期直营模式承压，跟踪需求转暖后潜在业绩弹性。**公司2024年单三季度收入下降1.23%，利润承压微利。2024Q3公司实现收入5.9亿元/-1.23%，归母净利润0.02亿元/-95.74%，扣非净利润微利。2024Q1-3公司收入18.65亿元/+10.81%，归母净利润0.83亿元/-58.92%，扣非净利润0.76亿元/-52.51%。整体上业绩承压，主要系：1) 去年回补性宴会释放叠加今年消费环境有所回落，公司同店收入下滑（前三季度公司可比门店较2023年下降13.42%、一季度增长6.2%、上半年下降5.5%）；2) 今年进入快速扩张周期，新店爬坡延长扰动短期利润率表现；3) 财务费用增加。**短期需要观察公司在经营承压下如何平衡扩张与流动性压力；后续如若促消费政策持续发力后需求回暖，同时明年“双春年”农俗效应不排除能够带动婚宴举办，则直营模式利润弹性较为可观。**
- **广州酒家：月饼主业微增，稳健经营韧性凸显。**2024Q3，公司实现收入21.91亿元/+2.27%，归母净利润3.90亿元/-5.35%，扣非净利润3.84亿元/-4.45%，公司收入稳健增长，但性价比消费下利润率有所下降，净利润同比略承压。前三季度，公司月饼主业收入14.41亿元/+0.24%（销量预计增1.5%），整体平稳；速冻收入7.72亿元/-1.84%，主要系需求相对疲软，且公司产品定位相对偏中高端，消费性价比趋势下略有承压。总体来看，公司在行业整体承压的情况下仍然维持一贯的稳健经营，韧性凸显，后续跟踪外部环境改善。

图：同庆楼门店面积扩张节奏（m<sup>2</sup>）



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

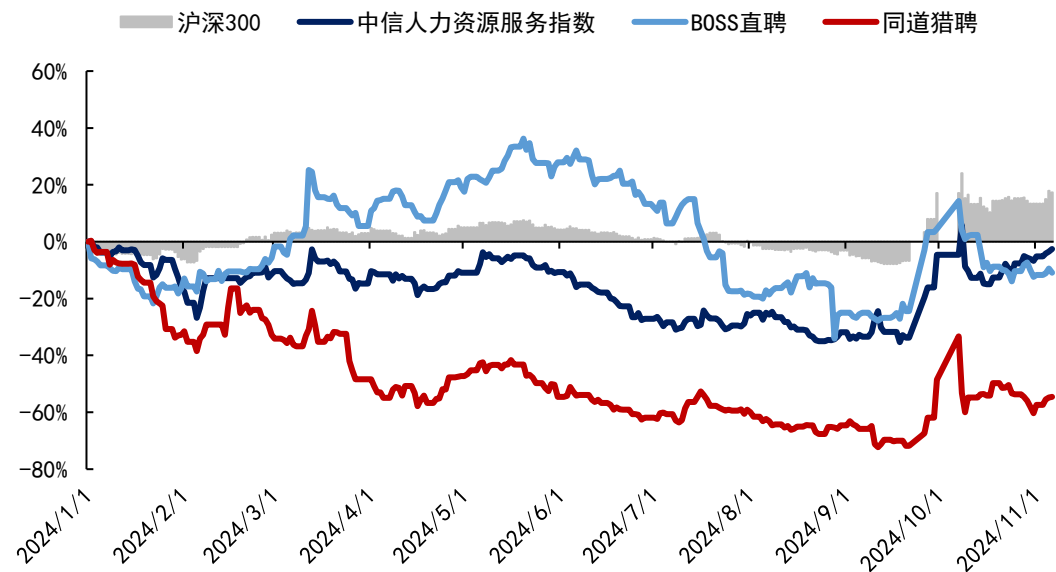


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 人力服务板块股价复盘：预期改善下人服板块顺周期释放弹性

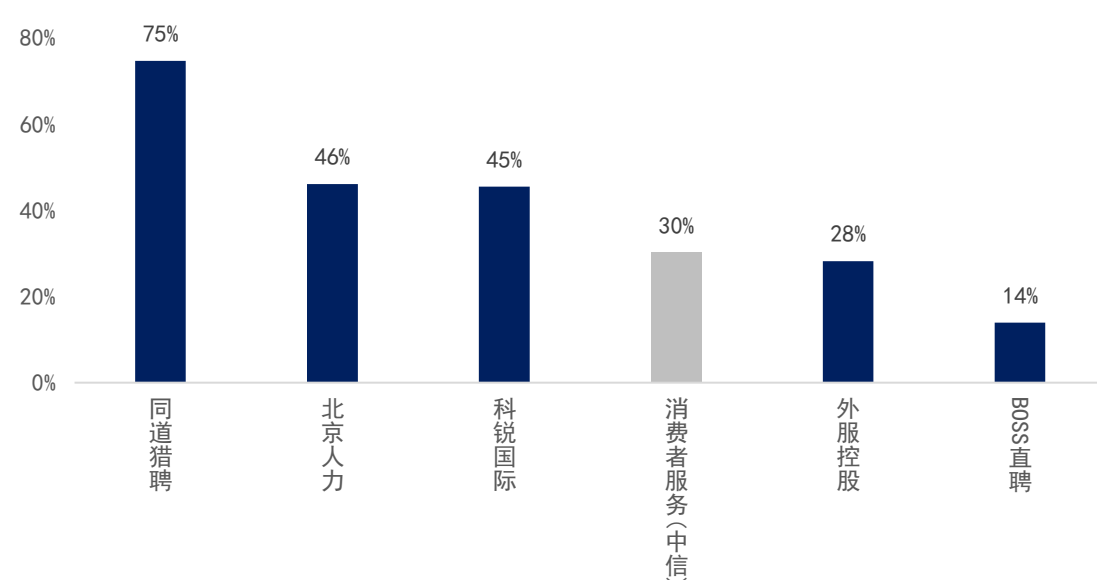
- 年初至今 (2024/1/2-9/24) 受宏观环境影响，招聘需求走弱，人力服务板块整体持续下行，特别是高端猎头受挫严重。回顾年初至9月24日板块行情，春节招聘旺季前后板块略有上涨，旺季过后至五一前板体震荡，5月至9月期间则出现较明显下挫。总体与招聘环境关系密切，核心标的普遍下跌，同道猎聘-72%，科锐国际-53%，北京人力-26%，外服控股-14%，BOSS直聘-13%，其中同道猎聘、科锐国际等高端猎头为雇主公司受挫更明显。
- 9月25日-11月6日期间，稳就业政策改善招聘预期，人力服务板块顺周期释放弹性。9月24日以来，中央出台一系列稳就业政策，包括9月25日《实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》正式发布，涵盖24条措施，以及11月1日《求是》杂志刊登主席《促进高质量充分就业》一文，均对预期改善、及情绪提振起到积极效果。另外近期持续出台的促销费政策也起到改善经济发展预期效果，人力服务板块标的在顺周期预期下释放弹性，均有不错涨幅，其中同道猎聘、北京人力、科锐国际涨幅领先，分别为75%/46%/45%。

图：中信人力资源服务指数 (CI005501.WI) 涨跌幅复盘 (2024/1/2-2024/11/1)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图：人力服务板块个股2024/9/25-2024/11/6区间涨跌幅



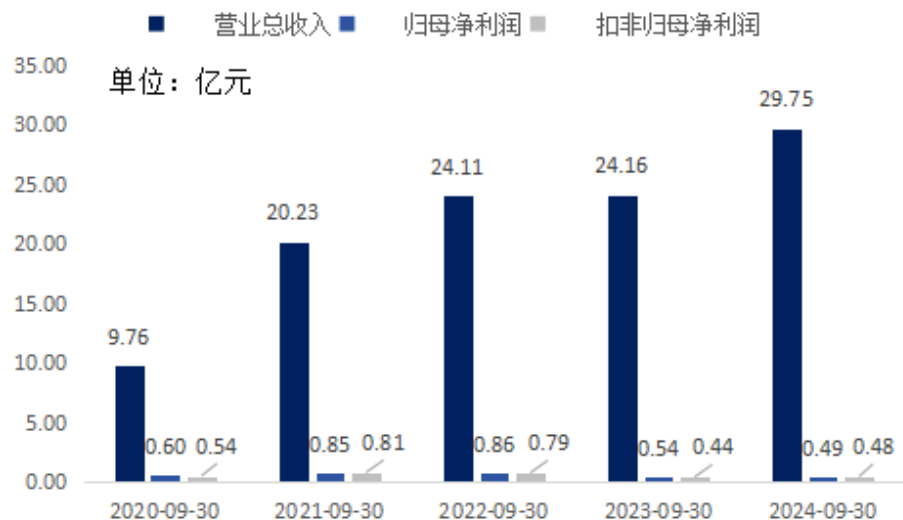
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 人力服务：灵活用工更具韧性，头部机构降本增效以待需求改善

## ■ 科锐国际三季度——灵活用工更具韧性，猎头边际向好

- ▶ 前三季度灵活用工业务保持韧性增长，收入同增20.6%，其中三季度收入增速预计环比上半年（+18.7%）边际有所提速。三季度灵活用工累计派出36.08万人，同比+17.0%，保持较高周转效率。期末在册岗位外包员工达42400人，环比净增3700人（Q1/Q2分别净增700/2500人），净增人数环比提速。
- ▶ 猎头业务三季度收入同比+2.3%，较之2024Q2已实现收入增速转正。分地区看，前三季度，中国境内营收同增27.1%，快于公司整体增长且环比（2024H1+24.6%）提速；海外业务受宏观下行影响招聘需求相对承压，英国子公司收入和盈利同比均有下降。从岗位看，技术研发类岗位时点在职人数占比为66.52%，同比环比均继续提升，公司仍在高端外包领域持续深耕。
- ▶ 新技术业务持续推进。2024年以来，禾蛙平台已完成与医脉/数科/零售同道垂类招聘平台的整合，前三季度平台交付岗位量提升明显，截至24Q3累计交付岗位突破10000个，同比增长108%，参与交付顾问近10000人。

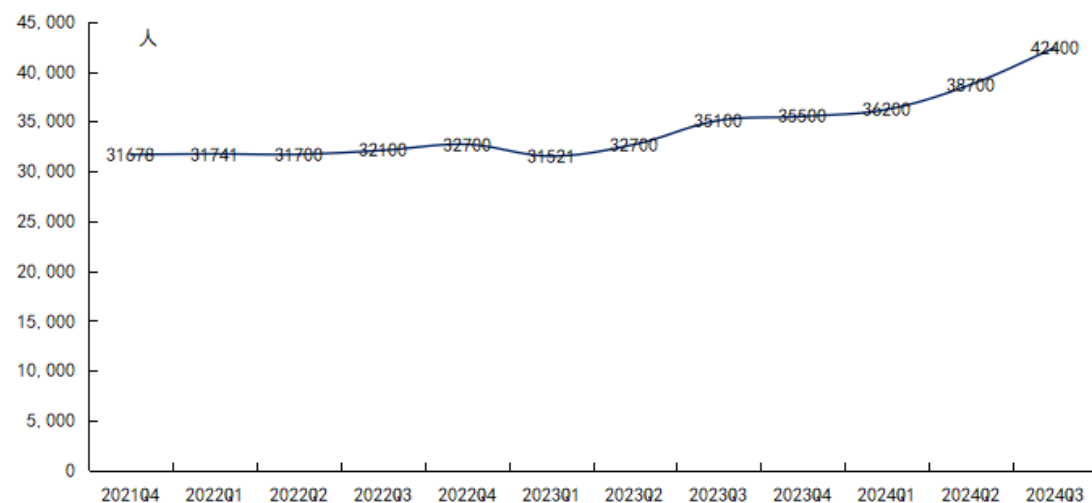
图：科锐国际Q3单季经营表现（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、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：2021Q4-2024Q3科锐国际注册灵活用工人数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

# 人力服务：灵活用工更具韧性，头部机构降本增效以待需求改善



## ■ 北京人力三季度——降本增效助力三季度盈利明显，补助顺利到位支撑归母净利润

- 2024年前三季度，北京外企实现收入331.5亿元/+16.0%；实现归母净利润6.5亿元/+1.8%，业绩承诺完成率109.7%；扣非后归母净利润4.1亿元/+3.7%，业绩承诺完成率73.3%（目标为5.63亿元）。2024Q3，北京外企实现营收113.1亿元/+18%；实现归母净利润2.1亿元/+52%；实现扣非净利润1.3亿元/+33%，内部降本增效助力&补贴顺利到位综合助力下，公司三季度盈利能力环比上半年改善明显。
- 收入规模效应下降本增效显著。2024年前三季度，公司归母净利率为1.9%/+0.7pct，扣非后归母净利率为1.2%/+0.6pct，毛利率为5.7%/-0.9pct，毛利率走低系外包业务占比提升结构性拉低毛利率，销售/管理/研发费用率分别为1.2%/2.1%/0.1%，分别同比-0.3pct/-0.5pct/-0.2pct。2024Q3，公司归母净利率2.2%/+0.2pct，毛利率5.88%/-0.5pct，销售/管理/研发费率分别同比-0.45/-0.01/-0.13pct，规模效率带动下各项成本费用率均有改善。

表：北京外企（FESCO）年度以及季度数据

	2019	2020	2021	2022	2023	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入	16,186	18,097	25,418	31,855	38,157	7,501	7,348	8,357	8,649	9,195	9,835	9,555	9,572	10,550	11,289	11,313
yoy		12%	40%	25%	20%					23%	34%	14%	11%	15%	15%	18%
归母净利润	412	575	615	732	825	215	145	168	204	338	166	136	185	211	227	214
yoy		40%	7%	19%	13%					57%	15%	-19%	-9%	-38%	36%	58%
扣非后净利润		391	388	429	490	175	40	142	72	180	123	95	92	186	94	133
yoy			-1%	10%	14%					3%	206%	-33%	29%	3%	-24%	40%
非经收益 含政府补贴		184	227	303	335	40	105	26	132	158	43	41	93	25	133	82

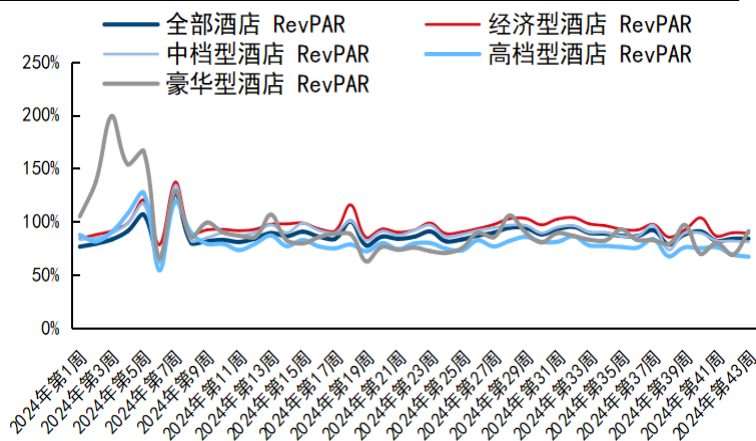
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



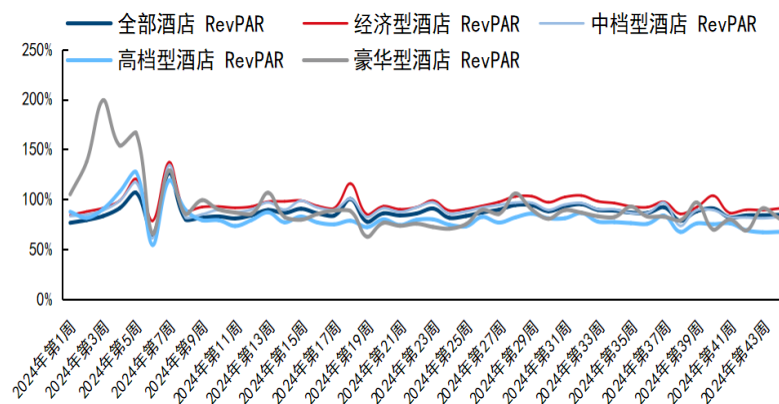
# 酒店：Q2、Q3行业RevPAR持续承压，国庆后降幅收窄，供给增速亦有放缓

- 今年二三季度国内酒店行业REVPAR同比承压明显。由于1、去年同期补偿性出游带来的高基数（尤其酒店房价较高）的影响；2、去年下半年以来酒店行业供给持续增加，但消费渐进复苏下需求相对平稳；因此，今年以来，尤其二三季度，国内酒店行业REVPAR同比承压明显。如下图所示，根据酒店之家数据，今年二三季度，国内酒店行业RevPAR同比去年下滑约10%+，承压明显，价格承压系主因。同时，酒店行业REVPAR二三季度整体也不及2019年同期水平。
- 国庆开始国内酒店REVPAR按可比数据降幅有所收窄。2024年国庆假期，如按可比两周同比，参考酒店之家数据，国内酒店整体呈现量稳价微增的格局，REVPAR微增2%+。国庆后近3周数据来看，酒店行业revpar同比降幅约4-5%左右，降幅较二三季度有所收窄，与基数压力逐步降低有关。不过，与2019年同期水平相比，目前REVPAR水平仅恢复85-90%之间，仍有压力，核心系商旅需求相对较弱相关，仍需跟踪趋势。
- 酒店行业供给国庆后增速明显放缓，与季节性因素相关，后续趋势仍需关注。如下图所示，国庆后酒店供给增速有所趋缓。国庆时期酒店客房量高点较2022年底增长18.7%，截止10月底酒店行业客房量较2022年底房量增长17.1%，其中经济型和中档降幅更明显，行业供给增速有一定放缓趋势，初步预计与淡季因素（去年国庆后也有放缓）和整体消费环境影响相关，建议持续跟踪后续酒店行业供给趋势。

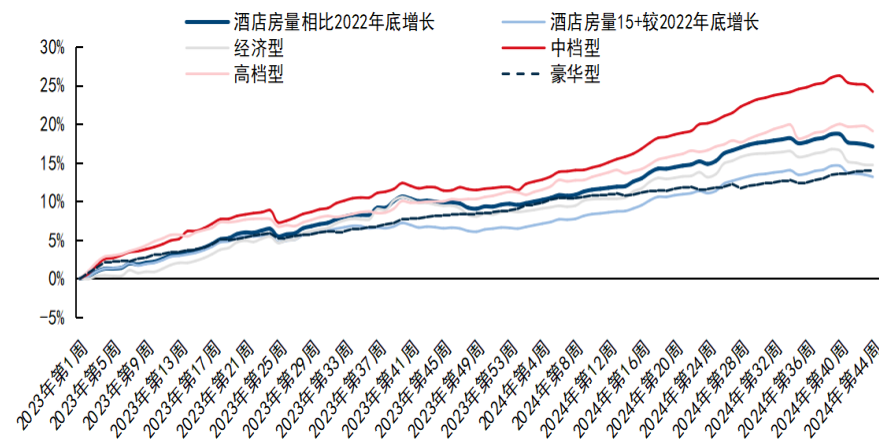
图：2024年以来酒店龙头RevPAR同比2019年增减变化趋势



图：2024年以来酒店龙头RevPAR同比增减变化趋势



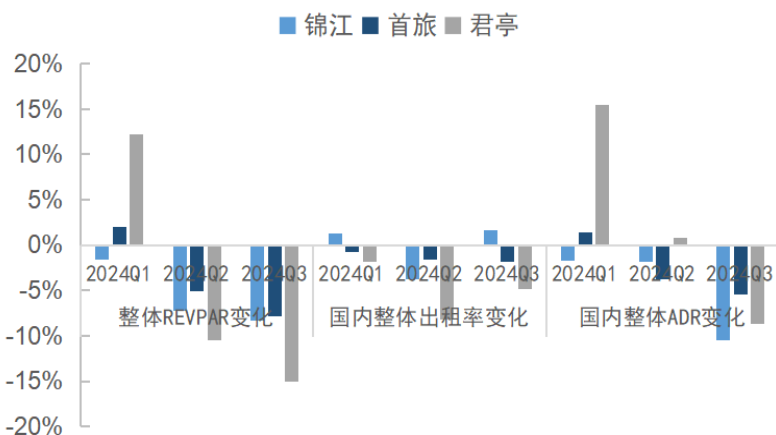
图：2023年以来酒店行业客房量增长变化趋势



# 酒店：A股酒店龙头规模扩张尚可，但REVPAR下行，Q3扣非净利润进一步承压

- A股酒店龙头今年以来国内RevPAR同比承压。**1、2024Q3，A股酒店龙头锦江、首旅、君亭国内REVPAR同比各-8.4%/-7.8%/-15.1%，较Q2降幅有所扩大，主要与去年旺季高基数及行业供需情况变化相关；2、从量价趋势变化来看，酒店房价压力逐步增加，Q3降幅明显，是拖累酒店RevPAR下滑的主因；同时出租率也略有承压，立足中高端定位的君亭出租率承压相对最明显。
- 今年以来A股酒店龙头开店尚可，锦江、首旅和君亭开业客房规模同比正增长。**如下表，今年前三季度末，锦江、首旅和君亭的国内酒店数较去年底各增长6.7%/7.7%/8.8%，客房量同增6.2%/5.6%/10.2%，保持稳定正增长。其中，行业经营承压下，酒店龙头逆势扩张尚可，核心是1、物业租金下降和投资回报率下降，横向比较酒店投资有一定性价比和现金流优势；2、品牌龙头相对较单体酒店，其规模化平台化管理能力仍有一定吸引力（虽然不同品牌因发展阶段和品牌力差异略有区别）。
- A股酒店龙头第三季度收入增速放缓，扣非净利润同比承压。**2024Q3，首旅和锦江均因RevPAR经营压力和直营店净关店影响，收入同比下滑6-7%，仅君亭因直营门店规模扩张较快（基数较低），收入录得正增长。从扣非净利润来看，首旅和君亭同比下滑14%、15%（前者主要系高基数影响，后者与直营扩张爬坡期拖累相关）；但锦江酒店Q3扣非业绩下滑超4成，除所得税、减值等一次性扰动外，主要与REVPAR承压下的经营压力放大尤其直营店拖累等相关。

图：A股酒店龙头今年以来前三季度REVPAR、房价和出租率变化



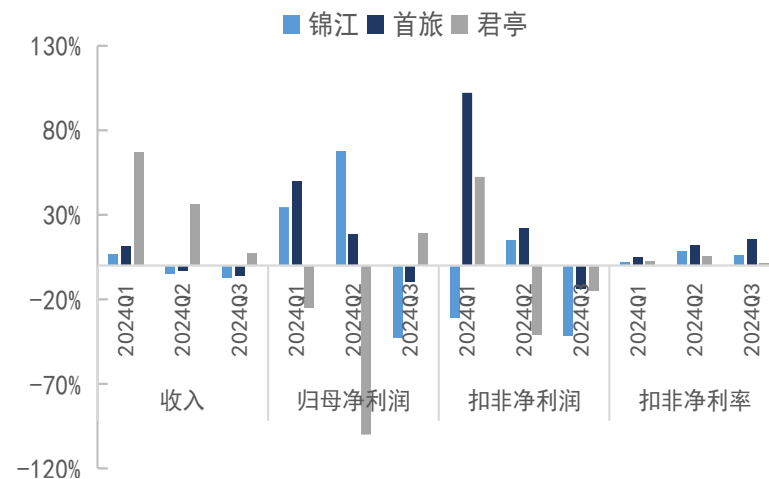
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股酒店龙头今年以来门店拓展对比

核心酒店龙头经营数据对比	锦江	首旅	君亭
国内酒店数 (家)			
2023年底	11258	6263	217
2024H1	11755	6475	226
2024Q3末	12,007	6748	236
上半年增长	4.4%	3.4%	4.1%
Q3较去年底增长	6.7%	7.7%	8.8%
国内酒店客房量 (万间)			
2023年底	109.4	48.2	4.2
2024H1	113.6	49.2	4.5
2024Q3末	116.3	50.9	4.6
上半年增长	3.8%	2.1%	7.2%
Q3较去年底增长	6.2%	5.6%	10.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股酒店龙头今年各季度收入、归母业绩和扣非业绩变化情况



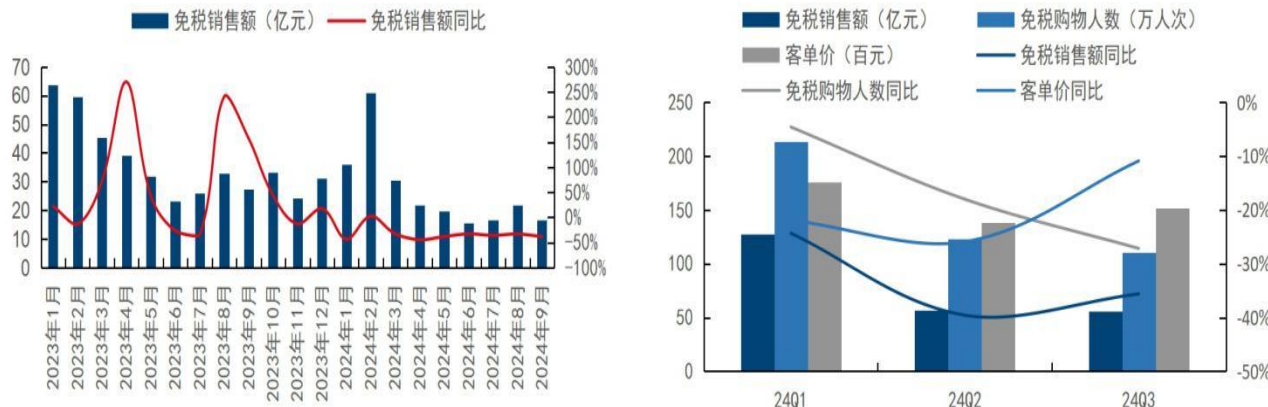
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 免税：海南免税继续承压，机场免税渐进复苏，期待市内免税店新增量



- 今年以来海南免税持续承压，第三季度离岛免税销售额同比下降30%+。**由于消费需求疲软，今年来海南免税仍持续承压。2024年前三季度海南离岛免税销售额同降31%（购物人次/客单价各-15%/-19%），其中Q3销售额同降36%（购物人次/客单价各-27%/-12%）；据此我们估算中免海南免税收入Q3同比下滑超30%。同时，由于中免促销增加、海棠湾C栋等新项目带来成本费用增加，且其海南经营部成本费用相对刚性，我们预计中免海南免税Q3净利润降幅相对大于其收入降幅，影响其利润表现。同时，国庆假期海南离岛免税购物金额-33%、购物人次-26%、客单价-9%，仍然承压，客单价降幅开始收窄，但购物人次仍有压力。十一后伴随基数压力降低，海南离岛免税阶段降幅有收窄，但仍处相对低位需跟踪。
- 出入境机场免税收入增长但利润贡献仍有限。**前三季度，公司出入境免税销售大幅增长，其中北京/上海机场免税门店收入同增140%+/近60%。我们预计中免Q3京沪机场盈利同比转正（参考少数股东损益2023Q3VS2024Q3各为-0.12/0.28亿元），但因净利率较低，对公司整体利润贡献尚有限。
- 中国中免第三季度净利润下滑5成，整体承压。**鉴于此，2024Q3，中免实现收入117.56亿元/-21.52%，归母/扣非净利润6.36/6.35亿元，同比各降52.53%/52.49%，环比Q2（收入-17.4%，归母业绩-37.6%）进一步承压。前三季度，公司收入下降15%；归母净利润同降约25%，整体经营承压。
- 期待市内免税业务未来新增量。**今年8月底，国内离境市内免税店新政出台。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，预计有望今年底左右转为新型市内免税店；且未来广州、深圳、成都等8个城市有望新设开市内免税店，中免也依托其龙头优势，从而最大化分享市内免税新政红利。据腾讯网报道，中免与青岛胶东临空经济示范区管委会签订战略合作协议，拟建立免税城项目，且此前也曾报道中免在成都、福州等地也有免税相关合作协议，其市内免税业务布局积极推进中。若后续消费复苏，出入境机场和市内店联动也可能带来进一步想象空间。

图：海南离岛免税月度经营趋势变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：中国中免季度收入和净利润表现



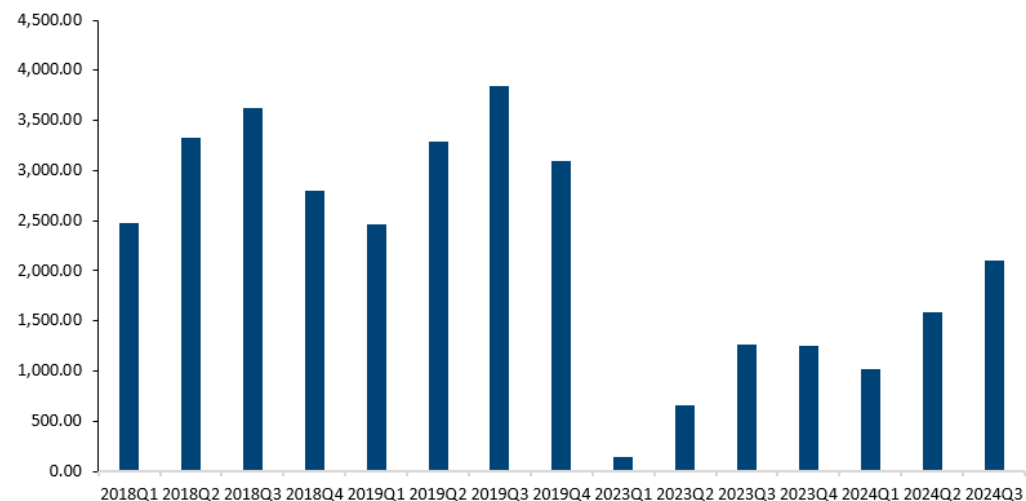
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



# 出入境：暑期出境游量增价减，旅行社龙头差异化复苏

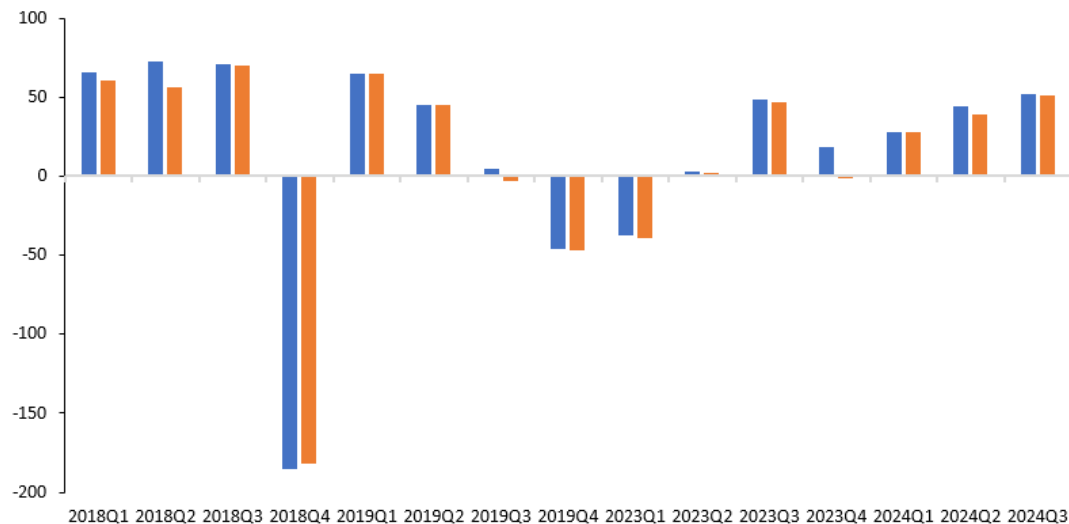
- **暑期出境游量增价减**：暑期7-8月国际航班量同比2023年增长64.9%，较2019年恢复近8成，持续渐进复苏。但价格方面有压力，2024年暑期国际/港澳台机票（经济舱）含税均价同比2023年下降25.97%，同比2019年下降11.1%；目的地方面，暑期最热门的国际/港澳台机票目的地top5分别是：中国香港，曼谷，中国澳门，首尔，新加坡等，仍以近程为主。
- 从出境游相关公司角度，除港股在线旅游龙头携程、同程外，A股主要是众信旅游和凯撒旅游，同时岭南控股和中青旅也涉及。
- **众信旅游**：2024Q3营收 21.06亿/+67%，恢复至19年的 55%；归母净利润 5173 万/+6%，扣非净利润 5109.8 万/+9%，处于业绩预告中值，价格回落后利润率同比下滑、回落至常态。**凯撒旅业**仍有亏损承压。

图：众信旅游季度收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：众信旅游归母净利润情况（单位：百万元）

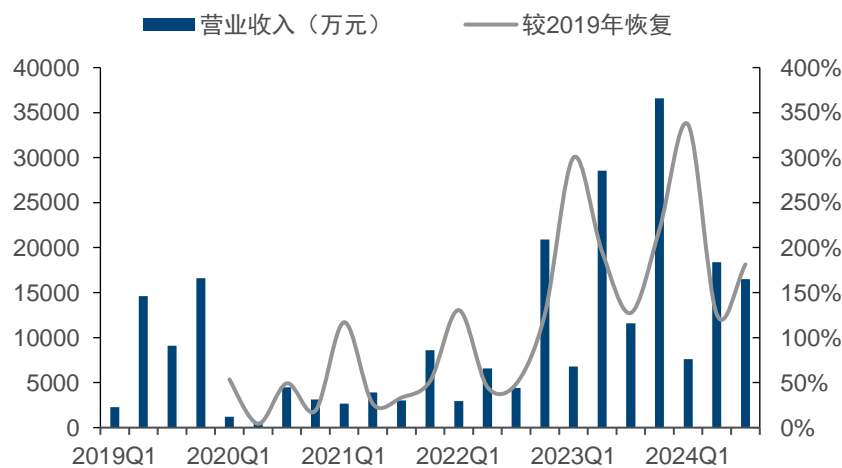


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

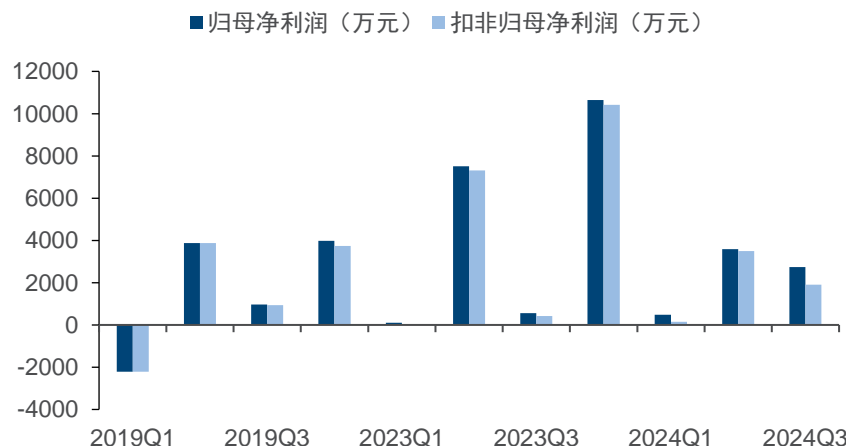
# 会展：跟踪中小企业出海参展意愿及地缘政治变化

- 米奥会展：三季度低基数实现高增长，跟踪中小企业参展意愿。** 2024Q3公司实现收入1.65亿元/+42.29%，对应约2800个展位；归母净利润0.27亿元/+395.58%，扣非净利润0.19万元/+348.59%，去年基数较低。四季度是全年最旺季，但Q3末合同负债2.06亿元/-23.73%，与此前趋势类似，定金支付比例受企业现金流支配谨慎影响，预计实际对应展位数预计有一定增长。今年以来受整体经济环境和中小企业经营偏弱影响，公司展位实际销售较年初预期有一定压力。往后看，一是国际关系转暖有望带来增量看点，疫前2018年印度收入近6000万，占公司整体13%，展位数约1500左右；今年是恢复印度展首年，若未来签证和直飞航线推进顺利，且12月展会如期举办，有望对后续形成积极支持。此外，明年公司新增沙特展。二是关注潜在刺激经济政策下中小企业出海付费参展意愿，以及出口方向变化。三是关注股权激励对企业经营动能的提振作用。
- 兰生股份：主业经营同比承压，公允价值收益带动归母业绩高增。** 2024Q3，公司实现收入3.42亿元/-14.17%，归母净利润1.20亿元/+142.97%，扣非净利润0.46亿元/-10.74%，归母与扣非差异主要系金融资产公允价值收益贡献。
- 会展公司现金流相对良好，公司分红意愿较强，二者在年报、半年报均公告股利分配方案。**

图：米奥会展季度收入情况



图：米奥会展季度利润情况



图：米奥会展2025年办展计划

展会时间	展会举办国	城市	展会场馆
04.08 - 04.10	日本	大阪	大阪My Dome展馆 My Dome Osaka
05.21 - 05.23	越南	胡志明市	西贡会展中心 Saigon Exhibition and Convention Center (SECC)
06.04 - 06.07	印尼	雅加达	雅加达国际展览中心 Jakarta International Expo
06.09 - 06.11	日本	东京	东京 BIG SIGHT
06.11 - 06.13	阿联酋	迪拜	迪拜世贸中心 Dubai World Trade Centre
09.02 - 09.04	墨西哥	墨西哥城	墨西哥城圣达非会展中心 Expo Santa Fe
09.09 - 09.11	美国	洛杉矶	洛杉矶会展中心 Los Angeles Expo Center
09.16 - 09.18	巴西	圣保罗	圣保罗会展中心 Sao Paulo Exhibition & Conference Center
09.23 - 09.25	南非	约翰内斯堡	约翰加拉格尔会展中心 Gallagher Convention Center
10.21 - 10.23	日本	大阪	大阪My Dome展馆 My Dome Osaka
11.12 - 11.14	波兰	华沙	华沙PTAK展览中心 PTAK Warsaw Expo
11.19 - 11.21	日本	东京	东京 BIG SIGHT
11.26 - 11.29	印尼	雅加达	雅加达国际展览中心 Jakarta International Expo
12.17 - 12.19	阿联酋	迪拜	迪拜世贸中心 Dubai World Trade Centre
12.22 - 12.24	沙特	利雅得	利雅得前沿会展中心 Riyadh Front Exhibition & Conference Center
12.24 - 12.26	印度	孟买	孟买国际展览中心 Bombay Convention & Exhibition Centre

\*以上展会时间以合同为准

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

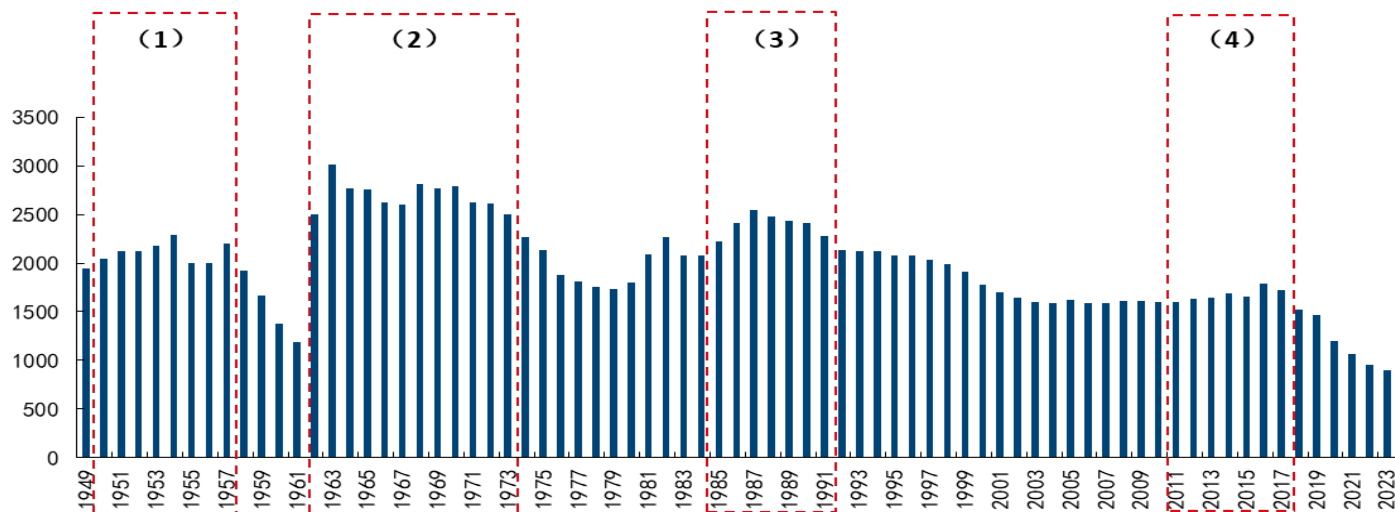
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



## ■ 我国新中国成立后的人口出生高峰，可分为四个阶段：

- 1950-1957年第一次婴儿潮。1950年出生人口首次超过2000万，并在1957年前维持在2000万以上。
- 1962-1973年第二次婴儿潮。1962年后在刺激生育背景下人口快速恢复，一直到1973年出生人口维持在2500多万的高位。目前这一批次的人口正在进入退休期，一直持续到2034年都是人口退休高峰。**从出行上看，老年人出行频次低于年轻人，但消费水平更高。**携程数据上，银发族（55岁及以上）出行频次更低，今年上半年银发族因私出行1-2次占比9成，高于整体因私出行人群；但也更追求品质化出行，购买两舱及辅营产品（接送机、快速安检、休息室）占比明显高于整体。
- 1985-1991年第三波生育高峰。1962年之后出生人口带动新一波生育小高峰，1985-1991年出生人口在2200万以上。
- 2011-2017年第四波生育高峰。2011-2017年单独二胎、全面二胎陆续放开，出生人口在1500万以上，目前正在经历升学高峰。

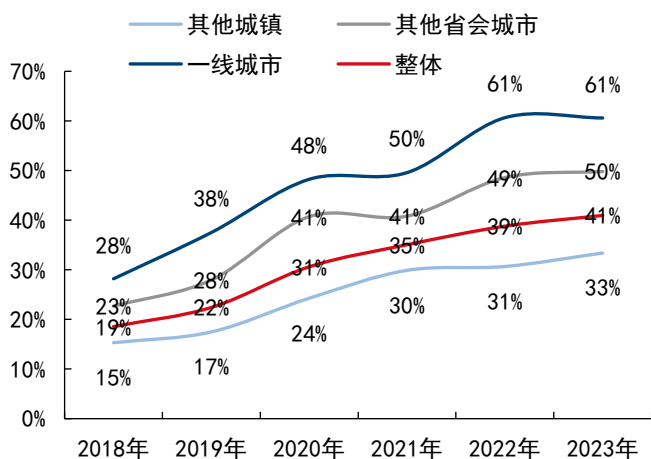
图：新中国成立以来我国出生人口分布



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

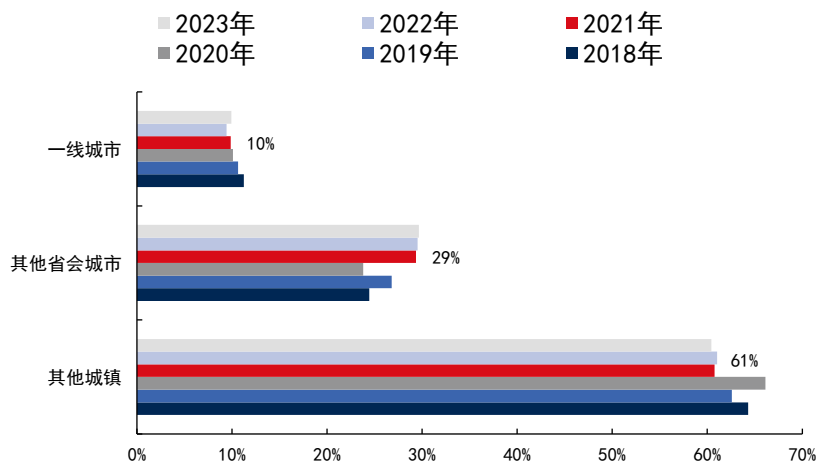
- **酒店：**下沉市场连锁化率仍处低位，潜力巨大，酒店龙头近两年积极布局。2023年下沉市场连锁化率33%，尚处于一线城市疫前水平，第一梯队集团逐步下沉有望推动连锁集中。例如，截止2024Q3末首旅酒店门店在低线城市占比40%+，总签约店覆盖城市从去年的 937个到今年的970个，并逐步增加。
- **餐饮：**积极布局下沉城市。据红餐大数据显示，2022至2024H1一线城市、新一线城市及二线城市餐饮门店占比有下降趋势，而三线及以下城市占比有所上升，进入2024年以后，门店下沉趋势进一步加速。例如，茶百道2024年上半年四线及以下门店增长41%，远高于整体增速(20.6%)。

图：2018-2023年各线城市连锁化率占比



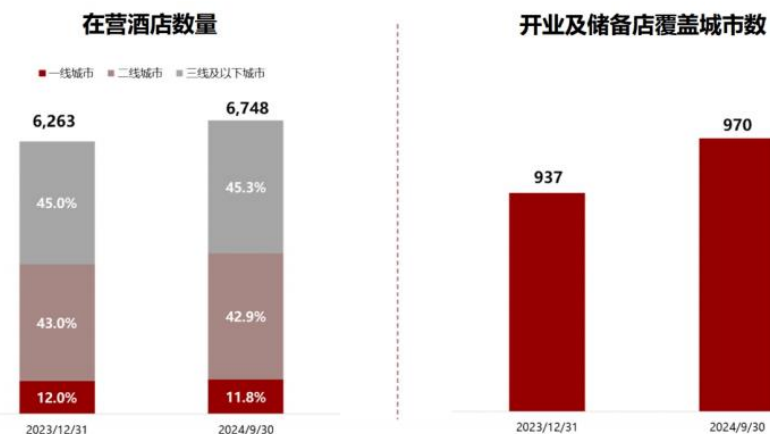
资料来源：盈碟咨询，国信证券经济研究所整理

图：2018-2023年各线城市酒店客房间数占比



资料来源：盈碟咨询，国信证券经济研究所整理

图：首旅酒店持续挖潜下沉市场潜力



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 出海典范之携程：借力出境业务较早探索，Trip.com发展路径清晰



- 携程集团布局国际化业务已十余年。携程的国际化战略，最早可追溯到2009年，期初主要是为国内居民出境游搭建海外资源，先后收购中国台湾、中国香港的本地旅行社。2016年国内格局相对稳定后加大国际扩张步伐，先后投资MakeMyTrip、Skyscanner、Trip.com、TripAdvisor等平台，实现跨区域、跨行业的综合布局。2019年成立20周年之际，公司宣布聚焦“G2”战略（高品质与全球化），进一步加速国际化扩张。
- 2023年携程集团国际业务占收入比重13%，公司目标Trip.com未来3-5年有望占比15-20%。2023年公司海外业务收入实际59亿元，较2019年增长32%，占总收入比重13%；其中预计天巡较2019年预计平稳，Trip.com低基数下实现翻倍式增长。结合公开业绩会资料，公司预计未来3-5年Trip.com将保持中两位数增速。目前Trip.com在全球39个国家和地区设有48个站点，提供24种语言、接受29种当地货币交易，作为国际版“携程”发展，已经成为公司战略重心，以亚洲市场为主，欧美则更多与skyscanner合作。
- 分析Trip.com进入大规模扩张的可行性：一是亚洲海外市场空间较大，尚未出现高集中度龙头。亚洲海外（除去中国境内）在线旅游行业规模量级超千亿美元（近万亿人民币）。不同市场用户预订习惯、语言文化差异较大，需要结合本地化运营。同时，亚洲尚未发展至类似于欧美OTA市场的高集中度，目前各国均被国际龙头均有渗透，也有各自的本地龙头。我国在旅游资源、人口均相对分散下对公司内功的考验，以及公司为服务国人出境游、已较早布局海外尤其亚洲供应链，均为其有能力推动行业集中提供基础。

表：携程海外投资收购情况

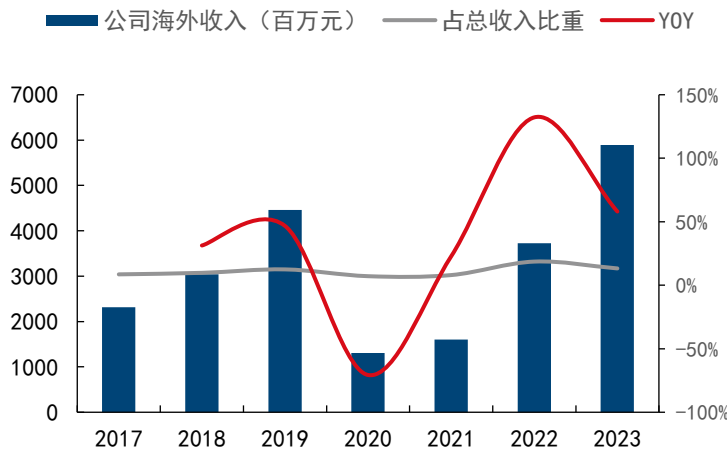
公司名	领域	国家或地区	交易时间	备注
易游网	在线旅行社	中国台湾	2009	控股
香港永安旅游	旅游服务业务	中国香港	2010	收购价格约8800万美元收购90%股权，此后以900万美元收购剩余10%
Tours4fun	在线旅行社	美国	2013	估计超1亿美元，51%股权，2019年获得实质控制权
Travelfusion	低成本航空整合分销平台	英国	2015	7.21亿元，70%股权
MakeMyTrip	一站式OTA平台	印度	2016、2019	携程持有的MakeMyTrip49%投票权，对价包括价值10亿美元的若干携程新发行的普通股，以及携程先前所持2亿美元股权投资
纵横集团	地接社	美国	2016	战略投资
海鸥旅游	地接社	美国	2016	战略投资
skyscanner	机票搜索平台	英国	2016	14亿英镑（其中包括12亿英镑的现金和2亿英镑的普通股）
Trip.com	社交旅游网站	美国	2017	参考：Expedia曾以160万美元从Orbitz手中收购了域名Trip.com
Twizoo	社交点评网站	英国	2017	skyscanner收购
Boom Supersonic	超音速飞机制造商	美国	2018	首航的若干超音速航班上为携程客户预留座位
TripAdvisor中国	旅游社区平台	美国	2019	入股并与猫途鹰TripAdvisor成立合资公司，由携程控股，TripAdvisor持股40%
Travix	OTA平台	荷兰	2020	1亿欧元（人民币7.72亿元）100%收购

资料来源：环球旅讯，公司公告，国信证券股份有限公司整理

# 出海典范之携程：借力出境业务较早探索，Trip.com发展路径清晰

- 二是可共用供应链资源，入境游优势尤为突出。结合前文分析，OTA后发者做大的关键是搭建供应链和履约体系，Trip能够作为后发者进入新市场也是依托携程原本出境游的良好布局；同时海外客服中心7\*24小时在线服务也赋能服务品质的提升，及时的在线客服反馈对比其他国际玩家更胜一筹（通过邮箱答复、智能客服外另需收费等）。此外，我国入境游市场仍大有可为，Trip.com借助携程在国内的供应链体系有望直接受益。
- 三是以中国市场经验按图索骥，交通错位导流，性价比打开供需市场，一站式APP促进转化。从竞争角度看，海外市场如韩国、港澳、东南亚格局还相对分散，日本线上化渗透仍有较大空间，整体竞争相对良性。由于历史因素，海外OTA交通布局不足；目前既有第三方预定平台玩家多以酒店业务为主，公司沿袭国内一站式APP推广，后期有望留存更高粘性高转化的用户池，Trip界面设置“机+酒”选项，联合购买享受更大优惠力度。海外酒店take rate普遍在15%以上，如Booking2019年take rate为15.6%，高于国内水平。我们估算国内OTA平台酒店实际take rate一般在8-10%。据此，携程在海外扩张的过程中采取交通端先行引流，减少直面竞争；酒店端则采取相对性价比战略。类似地，Booking早期借助代理模式“14%-15%”佣金率，低于此前批发模式20%以上，获得了更广阔的供应商青睐。此外，Trip提供积分可抵扣订单金额的方式，让利消费者，高等级会员用户获得额外奖励。
- 总体而言，Trip.com目前处于较快发展阶段，目前香港等市场已初步验证，有望打开公司第二成长曲线，成为提升整体估值的重要催化。

图：携程集团海外业务收入及占比



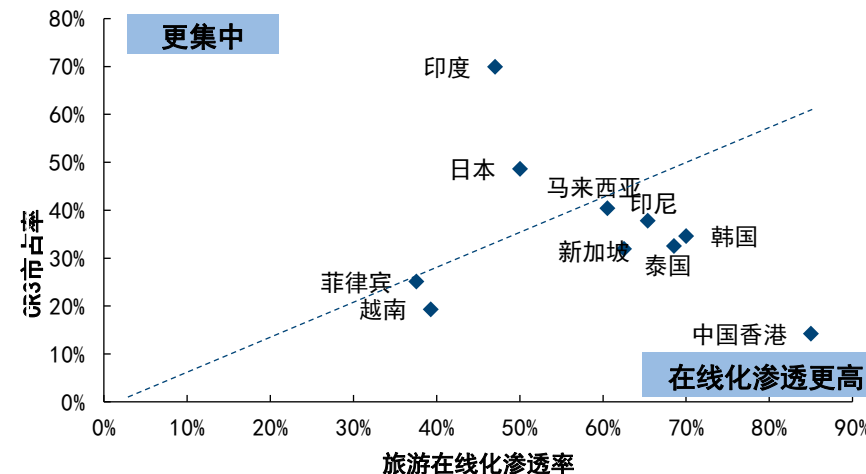
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：亚洲在线旅游预定规模



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理 注：汇率取年初年末平均值

图：亚洲各区域在线旅游渗透率及龙头集中度



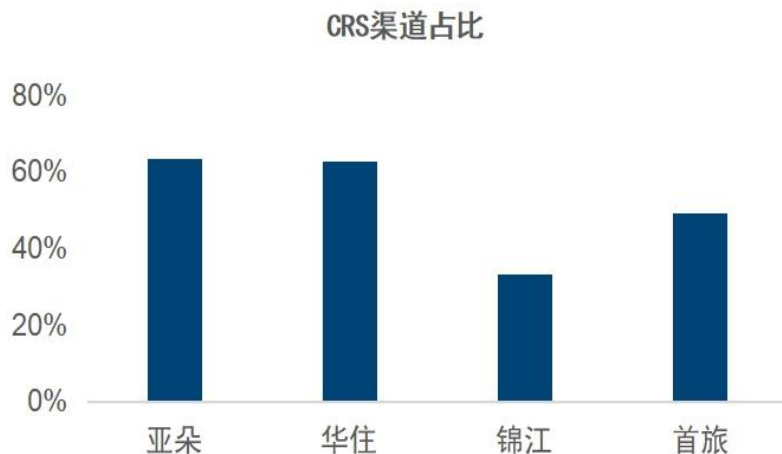
资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理



数字化层面，龙头核心在于通过会员体系数字化高效运营，提高自有渠道占比及提升会员体系贡献，并积极进行业务创新

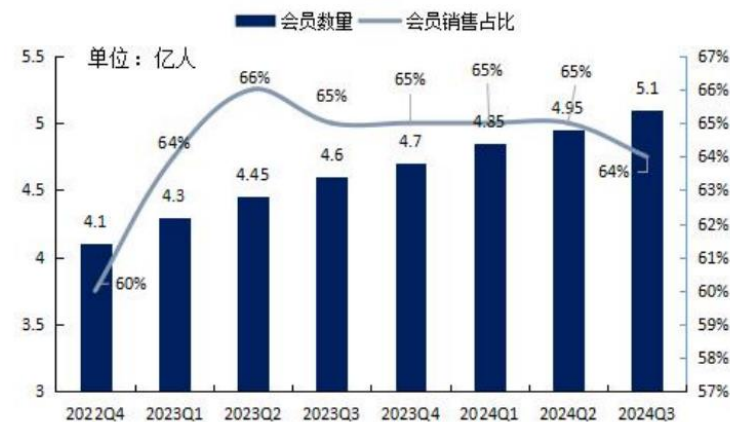
- **餐饮方面：数字化建设发力，会员贡献占比大幅提升，提升复购与黏性。**以百胜为例，2024年三季度数字订单收入达26.1亿美元，占餐厅收入的90%，占比环比（Q2~90%）保持稳定。季度末肯德基、必胜客的会员数合计超过5.1亿（二季度末时为4.95亿），会员销售额占肯德基/必胜客两品牌系统销售额的64%，数字化进程持续推进。
- **酒店方面：品牌流量助力其规模扩张与溢价变现。**直销渠道获客成本相对较低（品牌流量费用5-8%不等，低于OTA），有助于强化品牌认知和全方位服务体验，复购率和持续性相对较高（华住有效会员可1年贡献6个间夜），对酒店集团而言还可进一步借助直销流量优势赚取CRS预订费用获利。目前品牌流量领军者华住和亚朵的中央预订占比均超60%，2023年华住含海外中央预订收费及其他系统支持费等达到26.28亿元。

图：华住集团直销占比及会员数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：百胜中国会员数及数字订单情况

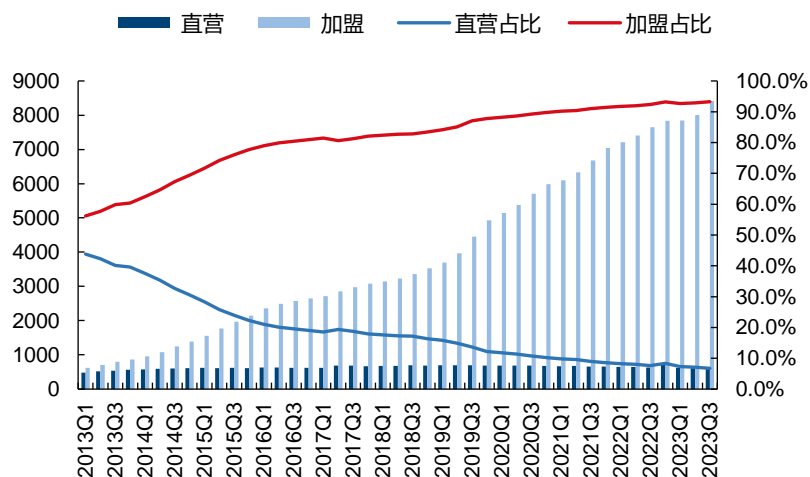


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

商业模式变轻，核心一是降低单店盈亏平衡店点；二是扩张更多元，轻资产扩张提速。

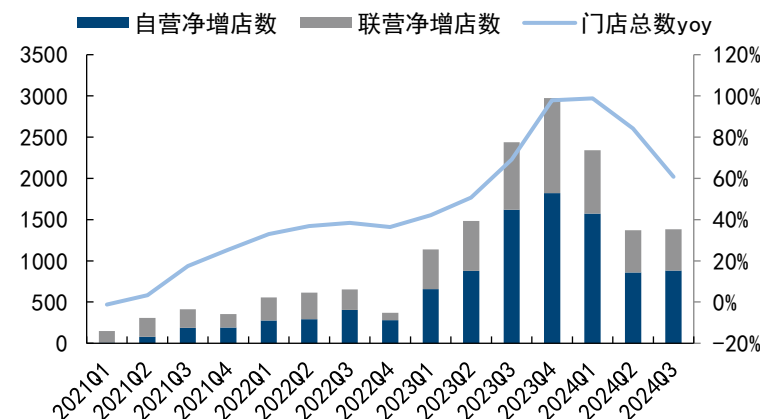
- **酒店行业**：龙头借力集采降低门店单房造价，缩短单店投资回报期，同时也加速轻资产加盟扩张。
- **咖啡茶饮**：瑞幸：借助联营轻资产模式快速打开下沉市场，通过供应链支持、阶梯毛利分成方式快速下沉扩张。Tims天好：今年5月底，Tims天好咖啡正式宣布在全国范围开放单店加盟（特殊区域除外）单店最低需要投资降至56万元。
- **餐饮行业**：以百胜中国为例，必胜客推出的 WOW 店型主打性价比，目前门店数已达150家。且公司持续加码加盟战略，肯德基未来加盟店净新开门店占比将逐步提高至40%-50%，必胜客加盟净开占比将逐步提升至20-30%。

图：华住加盟占比提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：瑞幸自营/联营门店数量（家）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 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	77	3.25	2.40	2.85	24	32	27
600859.SH	王府井	17	0.62	0.74	0.85	27	23	20
600515.SH	海南机场	4	0.08	0.08	0.09	49	53	47
600754.SH	锦江酒店	29	0.94	1.13	1.24	31	25	23
600258.SH	首旅酒店	15	0.71	0.74	0.84	22	21	18
1179.HK	华住集团-S	27	1.28	1.27	1.42	21	21	19
301073.SZ	君亭酒店	26	0.16	0.15	0.30	164	176	86
605108.SH	同庆楼	23	1.17	0.53	1.08	20	44	22
603043.SH	广州酒家	17	0.97	0.89	1.00	18	19	17
9922.HK	九毛九	4	0.32	0.16	0.21	12	24	18
6862.HK	海底捞	17	0.81	0.83	0.92	20	20	18
9987.HK	百胜中国	369	15.58	17.01	18.56	24	22	20
2150.HK	奈雪的茶	2	0.19	0.06	0.14	8	26	11
9961.HK	携程集团-S	484	19.12	24.17	28.02	25	20	17
0780.HK	同程旅行	18	0.95	1.13	1.33	19	16	14
3690.HK	美团-W	184	3.82	6.28	8.23	48	29	22
300144.SZ	宋城演艺	10	-0.04	0.42	0.49	-	24	21
603136.SH	天目湖	12	0.54	0.38	0.46	22	31	26
000888.SZ	峨眉山A	14	0.43	0.49	0.55	32	28	25
002159.SZ	三特索道	16	0.72	0.93	1.04	23	18	16
600138.SH	中青旅	11	0.27	0.48	0.62	40	22	17
603199.SH	九华旅游	37	1.58	1.77	1.95	23	21	19
002033.SZ	丽江股份	9	0.41	0.41	0.46	23	23	20
600054.SH	黄山旅游	12	0.58	0.65	0.72	21	19	17
603099.SH	长白山	45	0.52	0.60	0.73	87	75	61
300662.SZ	科锐国际	23	1.02	1.39	1.78	22	16	13
600861.SH	北京人力	22	0.97	1.65	1.88	23	13	12
BZ.O	BOSS直聘	14	2.40	2.96	3.91	6	5	3
6100.HK	同道猎聘	3	0.00	0.24	0.36	/	11	7
1797.HK	东方甄选	16	0.94	0.97	1.12	17	16	14
0839.HK	中教控股	5	0.51	0.78	0.89	9	6	5
003032.SZ	传智教育	11	0.27	0.31	0.37	41	35	29
605098.SH	行动教育	36	1.84	2.30	2.85	19	16	13
000526.SZ	学大教育	51	1.25	2.05	2.70	41	25	19
2469.HK	粉笔	3	0.08	0.26	0.32	30	10	8
1773.HK	天立国际控股	4	0.16	0.25	0.34	28	18	13
300795.SZ	米奥会展	20	0.82	0.99	1.27	25	20	16

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