核心观点



投资评级**:**看好**(**维持**)**

证券研究报告

最近 12 月市场表现

酒店餐饮

沪深300

7%

-3%

-12%

-22%

-31%

-41%

分析师 刘洋

SAC 证书编号：S0160521120001

[liuyang01@ctsec.com](mailto:liuyang01@ctsec.com)

相关报告

1. 《五一预期带动板块情绪，茶饮品牌集中赴港 IPO》 2024-04-17
2. 《RevPAR 逐季修复，关注后续基本面改善》 2023-09-23
3. 《国内酒店量价恢复度环比回升，亚朵 Q2 业绩超预期 》 2023-08-21

·

* 酒店、餐饮公司 **2023** 年报**&2024** 一季报基本披露完毕：**1**）酒店：营收主要驱动因素从 2023 年的 RevPAR 高增叠加规模扩张，转向 2024Q1 的拓店增长。供给回流、去年高基数下，行业大盘相对承压，以商旅需求为主的酒店品牌 RevPAR 弱增长；受益于休闲需求的酒店品牌 RevPAR 同比增长幅度仍相对积极。业绩端表现相对分化，新开直营店影响首旅酒店、君亭酒店利润弹性，锦江酒店受海外利息费用影响，扣非净利相对承压。**2**）餐饮：主要餐饮公司营收增长符合预期，龙头餐饮品牌同店表现相对韧性，但受新开店爬坡以及产品折扣活动力度加大影响，导致利润端有所波动。
* 酒店板块：商旅需求相对承压，新开店带动营收增长。2024Q1 商旅需求增长相对承压，商旅型需求为主的龙头酒店集团营收主要由规模增长带动， RevPAR 增长相对乏力；君亭酒店受益于休闲需求和中高端直营店门店数增长，营收同比高增。新开直营店表现、海外利息费用等因素导致盈利水平相对分化，首旅酒店一季度业绩超预期，其他酒店标的业绩仍待释放。
* 餐饮板块：关注同店增速拐点，看好龙头持续扩张能力。宴请、西快等餐饮品类相对高频、刚性，火锅赛道受益于季节因素，相关标的同店表现相对韧性，跟去年同期基本持平，甚至高增。但业绩端，受新店爬坡、折扣活动力度加大、客单价下滑等因素影响，盈利水平相对承压。我们看好基本面相对扎实的龙头品牌的 1）持续扩张能力和市占率提升，2）以及经营能力相对突出， 能够通过降本增效等手段减少消费降级和竞争加剧对盈利水平的影响。

## 投资建议：

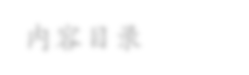
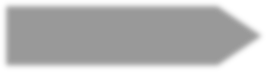
酒店：去年高基数及商旅需求承压背景下，营收增长主要由规模增长带动，关注新开直营店经营数据提升、海外酒店资产盈利能力优化、组织改革带来运营、会员、品牌等核心能力提高等因素驱动业绩端弹性释放。短期来看，建议关注 1 ） 2024Q1 指引相对积极、经营数据相对行业有超额的华住集团

（1179.HK）；2）受益于休闲度假需求增长的君亭酒店（301073.SZ），中期来看，建议关注改革成效逐步兑现的锦江酒店（600754.SH）。

餐饮：我们建议关注 1）经营相对稳健、盈利能力得到验证、同店表现相对韧性；2）具备持续扩张能力、运营能力突出以抵御消费降级影响；3）能够通过降本增效手段维系经营利润率水平的海底捞（6862.HK）、百胜中国（9987.HK）。

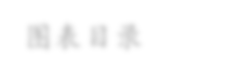
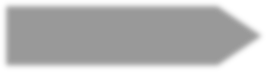
* 风险提示：拓店不及预期、商旅需求修复不及预期、直营店爬坡不及预期。

请阅读最后一页的重要声明！



内容目录

* 1. [板块经营状况回顾 **3**](#_TOC_250003)
     1. 酒店餐饮上市公司 2023 年及 2024Q1 业绩一览 3
     2. [酒店：商旅需求相对承压，新开店带动营收增长 **3**](#_TOC_250002)
     3. [餐饮：关注同店增速拐点，看好持续扩张能力 **5**](#_TOC_250001)
  2. [风险提示 **8**](#_TOC_250000)



图表目录

图 **1.** 百胜中国同店增速 **6**

图 **2.** 瑞幸咖啡同店增速 **6**

图 **3.** 百胜中国经营利润率 **7**

图 **4.** 瑞幸咖啡门店运营利润率和经营利润率 **7**

图 **5.** 同庆楼营收及同比增速 **7**

图 **6.** 同庆楼归母净利润及同比增速 **7**

表 **1.** 酒店餐饮上市公司 **2023** 年及 **2024Q1** 业绩一览 **3**

表 **2.** 酒店 **2024Q1** 经营数据对比 **4**

表 **3.** 酒店近期开店数据对比（家） **4**

表 **4.** 酒店上市公司 **2023** 年及 **2024Q1** 毛利率和归母净利率一览 **5**

# 板块经营状况回顾

* 1. 酒店餐饮上市公司 **2023** 年及 **2024Q1** 业绩一览

A 股和港股的酒店餐饮公司 2023 年报&2024 一季报相继披露：

* 酒店：营收主要驱动因素从 2023 年的 RevPAR 高增叠加规模扩张，转向2024Q1 的拓店增长。供给回流、去年高基数下，行业大盘相对承压，以商旅需求为主的酒店品牌 RevPAR 弱增长；受益于休闲需求的酒店品牌 RevPAR 同比增长幅度仍相对积极。业绩端表现相对分化，新开直营店影响首旅酒店、君亭酒店利润弹性，锦江酒店受海外利息费用影响，扣非净利相对承压。
* 餐饮：主要餐饮公司营收增长符合预期，龙头餐饮品牌同店表现相对韧性， 但受新开店爬坡以及产品折扣活动力度加大影响，导致利润端有所波动。

表1.酒店餐饮上市公司 2023 年及 2024Q1 业绩一览

股票代码 公司简称 **2023** 年（亿元） **2024Q1**（亿元）

营收 **yoy**

归母净

**yoy** 营收 **yoy**

归母净

**yoy**

扣非归

**yoy**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | | | | 利润 |  |  |  | 利润 |  | 母净利 |  |
| 酒店板块 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 600258.SH | 首旅酒店 | 77.93 | 53.1% | 7.95 | 237.8% | 18.45 | 11.5% | 1.21 | 49.8% | 0.97 | 102.2% |
| 600754.SH | 锦江酒店 | 146.49 | 29.5% | 10.02 | 691.1% | 32.06 | 6.8% | 1.90 | 34.6% | 0.62 | -31.2% |
| 301073.SZ | 君亭酒店 | 5.34 | 56.2% | 0.31 | 2.6% | 1.60 | 67.3% | 0.05 | 13.9% | 0.05 | 52.5% |
| 601007.SH | 金陵饭店 | 18.12 | 28.1% | 0.60 | 42.9% | 5.56 | 15.5% | 0.07 | -26.2% | 0.05 | -1.1% |
| 1179.HK | 华住集团 | 218.82 | 57.9% | 40.85 | 324.3% | - | - | - | - | - | - |
| ATAT.O | 亚朵 | 45.18 | 106.2% | 7.37 | 651.4% | - | - | - | - | - | - |
| 餐饮板块 |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 603043.SH | 广州酒家 | 49.01 | 19.2% | 5.50 | 5.2% | 10.12 | 10.0% | 0.71 | 2.2% | 0.67 | 1.2% |
| 9987.HK | 百胜中国-S | 790.42 | 14.7% | 59.54 | 87.1% | 212.98 | 1.4% | 20.66 | -0.7% | - | - |
| 605108.SH | 同庆楼 | 24.01 | 43.8% | 3.04 | 224.9% | 6.91 | 28.0% | 0.66 | -8.8% | 0.64 | 5.3% |
| 9922.HK | 九毛九 | 59.94 | 49.5% | 4.53 | 820.2% | - | - | - | - | - | - |
| 9869.HK | 海伦司 | 12.09 | -22.5% | 1.81 | 111.3% | - | - | - | - | - | - |
| 6862.HK | 海底捞 | 416.22 | 33.7% | 44.99 | 227.3% | - | - | - | - | - | - |
| 2150.HK | 奈雪的茶 | 51.64 | 20.3% | 0.13 | 102.8% | - | - | - | - | - | - |

数据来源：wind，财通证券研究所；注：百胜中国业绩调整为人民币口径，中美汇率为 7.2

* 1. 酒店：商旅需求相对承压，新开店带动营收增长

**2024Q1** 商旅需求增长相对承压，商旅型酒店集团营收主要由规模增长带动，君亭酒店受益于休闲需求和中高端直营店增长，营收高增：

**1**、经营数据：春节后商旅需求相对疲软，且去年高基数影响，客源以商旅需求为主的锦江酒店、首旅酒店整体 RevPAR 分别同比-1.55%、持平，主要是出租率同比下滑，平均房价较去年仍有低个位数涨幅，主要是结构性带动；同店 RevPAR 增长相对承压，2024Q1 锦江酒店、首旅酒店同店 RevPAR 分别同比-3.38%、-1.9%， 营收端增长主要由新开店所带动。2023Q4 行业供给已基本回到 2019 年水平，且仍在不断增长，需求端相对疲软，因此非节假日阶段，市场供需情况处于相对紧平衡状态，导致 RevPAR 跟去年同期相比增速明显放缓。一二线城市酒店供给量和酒店连锁化率相对高，因此中高端及以上酒店价格端压力明显加大，下沉市场在今年整体消费力仍有结构性增长，因此中低端酒店数据表现相对韧性。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 表2.酒店 2024Q1 经营数据对比 | | | | |
| 公司简称 | | 锦江酒店 | 首旅酒店 | 君亭酒店 |
|  | 直营店 | - | 153 | 315 |
|  | **yoy** | - | 7.7% | 12% |
| 整体门店 | 加盟店 | - | 126 | - |
| **RevPAR**（元） | **yoy** | - | -1% | - |
|  | 整体 | 145 | 131 | - |
|  | **yoy** | -1.55% | 0.10% | - |
|  | 直营店 | 119 | 151 | - |
|  | **yoy** | -5% | 3% | - |
| 同店 **RevPAR** | 加盟店 | 147 | 130 | - |
| （元） | **yoy** | -3% | -3% | - |
|  | 整体 | 145 | 135 | - |
|  | **yoy** | -3.38% | -1.90% | - |

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

**2**、拓店数据：2024 年头部酒店集团拓店目标维持较快增速，一季度来看开店情况相对稳健，锦江酒店/首旅酒店分别新开 222/205 家，完成全年目标的 19%/15-17%， 期末房间数分别同比增长 8.4%/4.7%，贡献营收增量。

表3.酒店近期开店数据对比（家）

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **2024Q1** 期末 | | | | | **2023Q1** 期末 | **2023Q4** 期末 | | |
|  | 全年开店目标 | **2024Q1** 新开 | 完成率 | 房间数 | 房间数 | 房间数 | **yoy** | **qoq** |
| 锦江酒店 | 1200 | 222 | 19% | 1,204,388 | 1,111,346 | 1,190,674 | 8.4% | 1.2% |
| 首旅酒店 | 1200-1400 | 205 | 15%-17% | 483,639 | 462,052 | 481503 | 4.7% | 0.4% |

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

直营店和境外酒店影响利润端表现：

**1**、新开直营店影响业绩弹性，首旅酒店和君亭酒店表现分化：

* 首旅酒店：一季度业绩略超预期，主要是去年同期新开直营店和系统升级等capex 投入加大，导致利润端相对承压，而今年新开中高端直营店（主要是逸扉品牌）带动 RevPAR 增长 7%，直营店运营效率提升带动整体毛利率同比

+5.9pct，大幅改善。全年我们看好逸扉扭亏优化公司业绩表现。

* 君亭酒店：去年年底到今年年初集中新开直营店，门店尚处在爬坡阶段，且新店一次性开办费用、使用权资产折旧等增加对利润有所拖累。我们预计二三季度随新开店爬坡至稳态，利润有望进入释放阶段。

2、海外利息费用拖累扣非利润：

* 锦江酒店：公司通过盘活海外资产获得 1.2 亿元非经常损益，但是由于海外利息费用较去年提升，导致扣非净利润同比-31%，相对承压。管理层预计全年卢浮有望大幅减亏，主要是：1）通过债务重组降低海外利率；2）通过自有增资等方式提前还款以改善资本结构。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表4.酒店上市公司 2023 年及 2024Q1 毛利率和归母净利率一览 | | | | | | | | | |
| 股票代码 | 公司简称 | 毛利率 | **yoy** | **2023** 年  归母净利率 | **yoy** | 毛利率 | **yoy** | **2024Q1**  归母净利率 | **yoy** |
| 600258.SH | 首旅酒店 | 37.7% | 22.7% | 10.2% | 21.6% | 36.1% | 5.9% | 6.5% | 1.9% |
| 600754.SH | 锦江酒店 | 41.3% | 9.0% | 6.8% | 5.8% | 34.6% | -0.4% | 5.9% | 1.5% |
| 301073.SZ | 君亭酒店 | 39.6% | 3.8% | 5.7% | -3.0% | 30.0% | -2.9% | 2.9% | -1.4% |
| 601007.SH | 金陵饭店 | 27.4% | -2.5% | 3.3% | 0.3% | 19.1% | -1.1% | 1.3% | -0.7% |
| 1179.HK | 华住集团 | 34.5% | 22.9% | 18.7% | 31.8% | - | - | - | - |
| ATAT.O | 亚朵 | 39.4% | 9.2% | 16.3% | 12.0% | - | - | - | - |

数据来源：wind，财通证券研究所

投资建议：去年高基数及商旅需求承压背景下，营收增长主要由规模增长带动， 关注新开直营店经营数据提升、海外酒店资产盈利能力优化、组织改革带来运营、会员、品牌等核心能力提高等因素驱动业绩端弹性释放。短期来看，建议关注 1） 2024Q1 指引相对积极、经营数据相对行业有超额的华住集团（1179.HK）；2）受益于休闲度假需求增长的君亭酒店（301073.SZ），中期来看，建议关注改革成效逐步兑现的锦江酒店（600754.SH）。

* 1. 餐饮：关注同店增速拐点，看好持续扩张能力

门店加密分流、门店结构性下沉和客单价下行影响同店增速：

* 百胜中国：在去年高基数、行业竞争加剧和消费降级下，2024Q1 百胜中国同店销售额仍达到去年的 97%，凸显经营韧性。折扣活动力度加大导致客单价

水平同比有一定下滑，但下沉市场渗透率提升和吸引性价比人群消费，整体客流量水平仍相对韧性。系统销售额同比增长 6%，主要由新开店所带动。

* 瑞幸咖啡：2024Q1 瑞幸咖啡门店环比净增 2340 家至 18558 家，其中直营门店数为 12167 家，加盟门店数为 6391 家。门店加密和客单价下滑导致一季度同店增速相对承压。2024Q1 瑞幸咖啡同店增速从 2023Q1 的 29.6%下滑到2024Q1 的-20.3%。今年以来，瑞幸咖啡逐渐收紧折扣力度，中长期来看，后续随门店规模扩张和市占率提升，价格带中枢有望上移。

图1.百胜中国同店增速

图2.瑞幸咖啡同店增速

40%

30%

20%

10%

0%

-10%

-20%

34%

17%

6%

10%

2021Q1

-4%

2022Q1

8%

2023Q1 2024Q1

-3%

-8%

系统销售额增幅 同店销售额增速

50.0%

40.0%

30.0%

20.0%

10.0%

0.0%

-10.0%

-20.0%

-30.0%

直营店同店增速

41.6%

29.6%

2022Q1

2023Q1

2024Q1

-20.3%

数据来源：公司公告，财通证券研究所 数据来源：公司公告，财通证券研究所

折扣力度加大，短期拖累经营利润率：

* 百胜中国：产品促销力度加大，经营利润率承压，2024Q1 百胜中国整体经营利润率同比下滑 1.7pct 至 12.6%。我们认为应当客观看待盈利能力的下滑， 中长期看，以牺牲客单价换取客流增长和下沉市场渗透率提升，有利于品牌市占率维持。展望 2024Q2，考虑去年高基数（系统销售额+32%）、一次性补贴与增值税减免等影响，我们对营收和利润率持相对谨慎态度。我们仍看好公司的持续扩张能力和效率提升，一季度百胜中国净增门店 378 家，完成全年净增目标的 22%-25%，成本端有望通过人工成本费用率的优化抵消原材料成本率的上升。
* 瑞幸咖啡：门店运营利润率从 2023Q1 的 25.2%下降到 2024Q1 的 7.0%，经营利润率从 2023Q1 的 15.3%下降到 2024Q1 的-1%，主要因为产品平均定价降低、持续进行的“9.9 元”促销活动，叠加门店租金、劳动力等成本随门店快速扩张而增长。

图3.百胜中国经营利润率

图4.瑞幸咖啡门店运营利润率和经营利润率

16.0%

14.0%

12.0%

10.0%

8.0%

6.0%

4.0%

2.0%

0.0%

13.2%

13.4%

14.3%

12.6%

7.2%

5.5%

2019Q1 2020Q1 2021Q1 2022Q1 2023Q1 2024Q1

经营利润率

30.0%

25.0%

20.0%

15.0%

10.0%

5.0%

0.0%

-5.0%

25.2%

18.5%

15.3%

7.0%

0.7%

2022Q1

2023Q1

-1.0%

2024Q1

门店运营利润率 经营利润率

数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所 数据来源：公司公告，财通证券研究所

一季度同庆楼营收增长符合预期，关注新店爬坡节奏。2024Q1 营收 6.9 亿元， yoy+28%，基本符合预期。其中，2024Q1 新开 2 家富茂+1 家餐饮，带来 8609 万元增量收入。扣非净利增长幅度弱于营收增速的原因：1）新店尚在爬坡期，而开办费用、折摊等费用支出影响，导致新店亏损 365 万元；2）市场营收、数字化建设等方面增加费用投入 450 万元，销售费用率同比+1.59pct；3）capex 投入加大， 公司本期现金理财收入减少+新增银行贷款导致利息支出增多，合计影响利润 529 万元。剔除上述影响，扣非净利增速与营收增速趋同。

图5.同庆楼营收及同比增速

图6.同庆楼归母净利润及同比增速

营收（亿元） yoy 归母净利润（亿元） yoy

8

7

6

5

4

3

2

1

0

2019Q1 2020Q1 2021Q1 2022Q1 2023Q1 2024Q1

120%

100%

80%

60%

40%

20%

0%

-20%

-40%

-60%

-80%

0.8

0.7

0.6

0.5

0.4

0.3

0.2

0.1

0.0

2019Q12020Q12021Q12022Q12023Q12024Q1

250%

200%

150%

100%

50%

0%

-50%

-100%

数据来源：公司公告，财通证券研究所 数据来源：公司公告，财通证券研究所

投资建议：我们建议关注 1）经营相对稳健、盈利能力得到验证、同店表现相对韧性；2）具备持续扩张能力、运营能力突出抵御消费降级影响；3）能够通过降本增效手段维系经营利润率水平的海底捞（6862.HK）、百胜中国（9987.HK）。

# 风险提示

拓店不及预期、商旅需求修复不及预期、直营店爬坡不及预期。

信息披露

* + 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

* + 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

* + 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准： 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； 中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间； 减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

* + 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准： 看好：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； 看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

* + 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。