

国金证券 掘金 · 中报业绩总结

龙头逆境显韧性，静待筑底后回暖

分析师：李敬雷

执业编号：S1130511030026

联系人：叶思嘉/鲍秋宇

DATE：2022/9/1

核心观点

- **上半年疫情反复导致社服整体受负面冲击，酒店/餐饮/景区收入端分别+15%/-4%/-47%、净利分别-38%/-88%/-433%，经营杠杆较高导致各版块利润降幅大于收入，其中酒店因海外上修对冲及隔离酒店、降本增效而表现稍好，景区则在异地出行受限情况下磨底。**
- **酒店：低潮期龙头优势放大，海外、高端休闲为结构性亮点。** 2Q22龙头RevPAR较19年恢复度表现高于中国内地整体，其中华住、锦江于震荡中韧性更强；海外Q2欧洲出行消费上修加速，复星旅文、锦江卢浮、华住DH受益。拓店方面，疫情影响营建周期及加盟信心，但锦江Q2逆势扩张、环比加速，华住经济型、中档品牌转为区域总部主导，精益增长战略下加速下沉；休闲度假热度上升，复星旅文国内度假村轻资产扩张、目的地项目蓄力。国内连锁酒店龙头经营表现领先行业、竞争格局持续改善，高端度假疫情好转后弹性充足，建议关注连锁龙头及高端休闲度假标的。
- **餐饮：个股表现存分化，关注成长与反转。** 品牌餐饮中，瑞幸咖啡新品推广、门店下沉成功，逆势增长近80%，Non-gaap净利扭亏；UE模型高效的快餐/休闲餐经营韧性凸显，如百胜中国、九毛九逆境中仍实现盈利；行业关店调整仍在继续，海底捞啄木鸟计划初见成效，人工成本下降、盈亏平衡翻台率已降至3次以下，海伦司调整100+门店；正餐宴请受冲击大，但延迟消费预计下半年旺季弹性大；部分餐饮+食品型企业受益政府保供、预制菜/速冻居家消费需求增加而受影响较小。餐饮自下而上筛选兼具品牌成长性和抗风险能力公司，短期关注火锅龙头困境反转及下半年旺季宴请、送礼需求反弹机会。
- **景区：业绩再触底，把握项目优质标的反弹机会。** Q2疫情波及范围广，影响程度深，对景区行业造成严重打击，人工/自然景区收入同比下降44%/72%，仅恢复至19年同期的38%/21%，行业上半年无盈利企业。部分公司于重压下苦练内功，宋城演艺在“花房收益+资产处置+费用控制”下Q2实现微盈，闭园期间丰富演艺内容；天目湖持续升级迭代产品矩阵，推出露营烧烤、冰雪主题产品，完成水世界项目扩建与海洋世界升级，动物王国项目与国资主体合作开拓中；中青旅强化乌镇和古北水镇两大景区内容丰富和优化升级。下半年暑期旅游旺季+跨省游放开+景区多种优惠引流政策落实，建议关注行业触底反转，长期看好项目优质、可复制性强的景区标的。
- **风险提示：**全球疫情反复风险、汇率波动风险、拓店速度不及预期、原材料价格波动等。

观点提炼

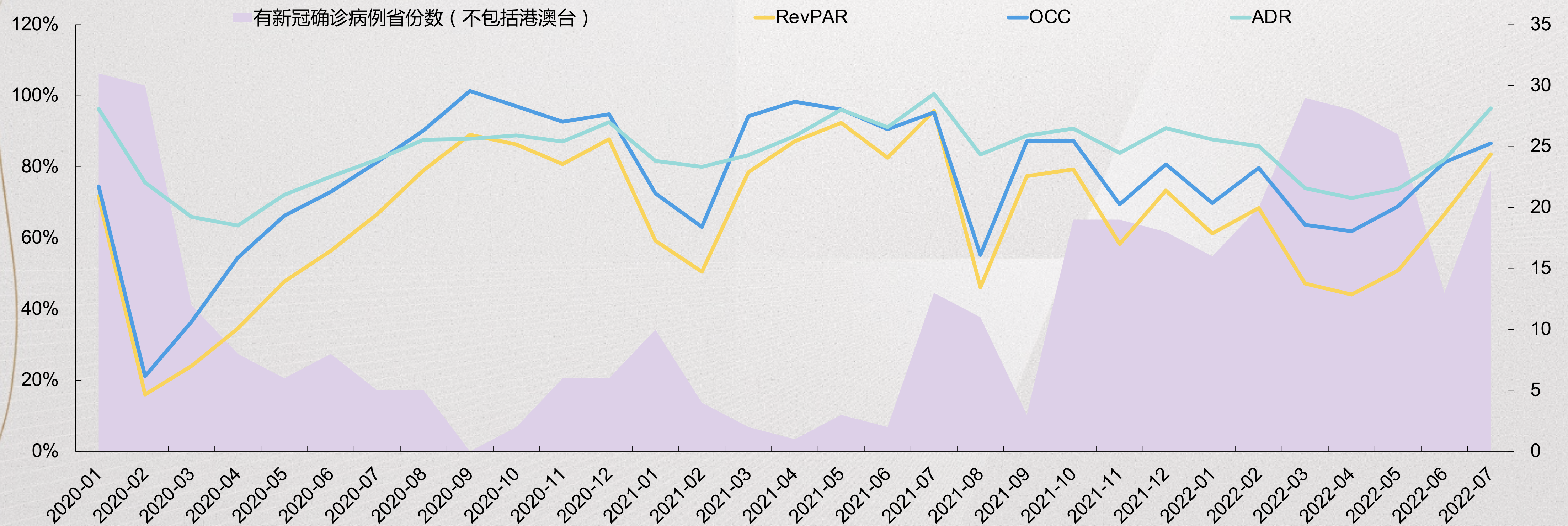
- 上半年疫情反复导致社服整体受负面冲击，业绩表现酒店>餐饮>景区，经营杠杆高导致各版块利润降幅大于收入，随着疫情影响减弱预计Q3迎复苏。
- **酒店**：低潮期龙头经营恢复、拓店能力领先行业，部分降本增效成果释放；海外复苏强劲、高端休闲弹性足为结构性亮点。建议关注连锁龙头及高端休闲度假标的。
- **餐饮**：个股分化，本土咖啡逆势增长，UE高效的快餐/休闲餐仍有盈利，火锅、小酒馆关店调整继续，宴请受冲击大；部分餐饮+食品公司获益保供、预制菜/速冻需求。优选兼具成长性和抗风险能力公司，同时关注火锅龙头困境反转及下半年旺季反弹机会。
- **景区**：行业上半年无盈利企业，优质公司重压下苦练内功。下半年暑期旅游旺季+跨省游放开+景区多种优惠引流政策落实，建议关注行业触底反转，长期看好项目优质、可复制性强的标的。
- **风险提示**：全球疫情反复风险、汇率波动风险、拓店速度不及预期、原材料价格波动等。

酒店：低潮期龙头优势放大，海外、高端休闲为亮点

国内：仍疫情波动强相关，但影响弱化为长期趋势

- 国内酒店业经营恢复仍与疫情波动强相关，本轮疫情反复影响约28省，对应4月RevPAR回落幅度（至2019年同期44.2%）高2021年初、2021年8月。拆解来看，ADR在中高端化趋势中相对稳定，OCC为影响RevPAR恢复要因。

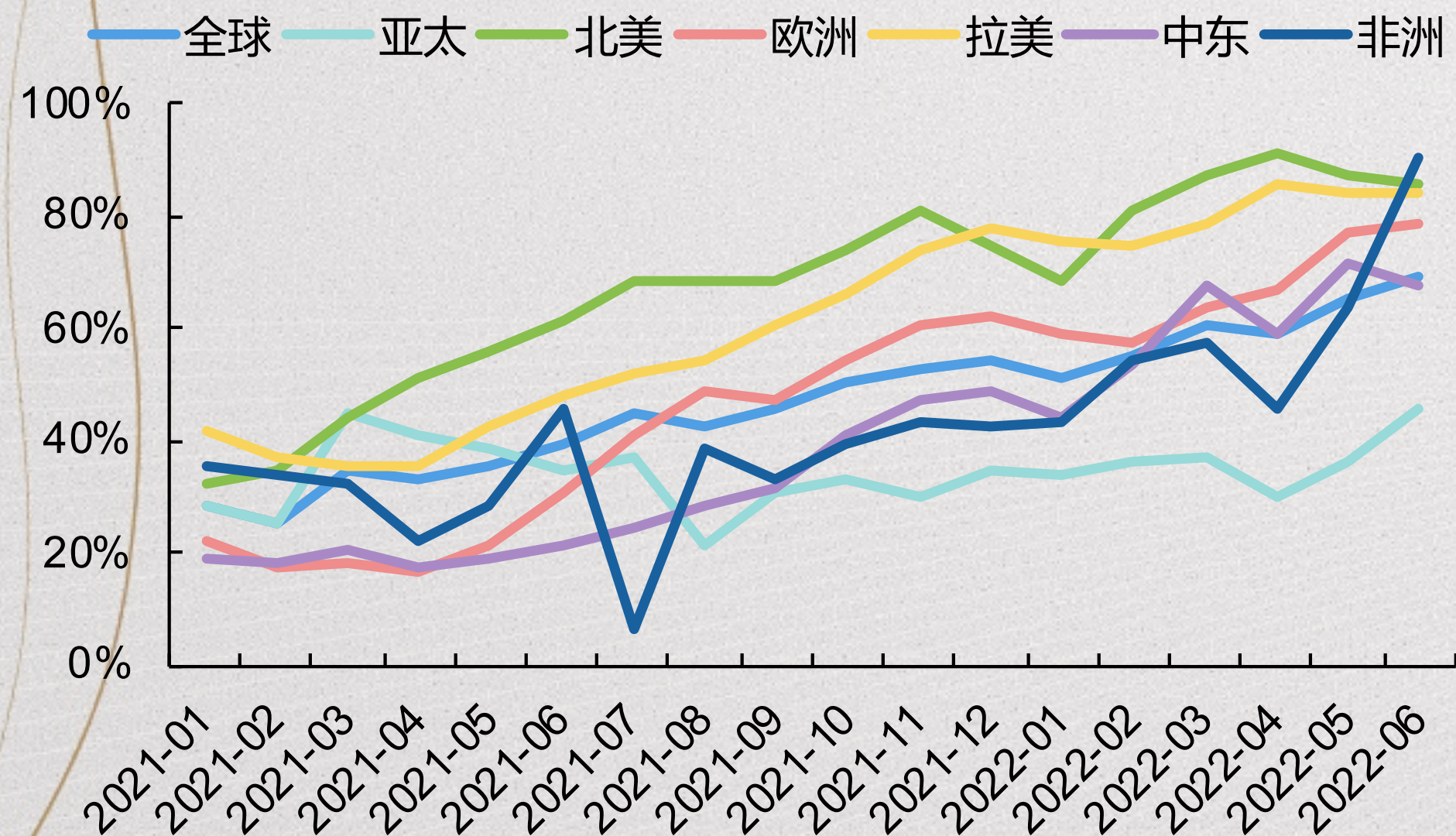
疫情以来中国内地酒店行业经营指标变化



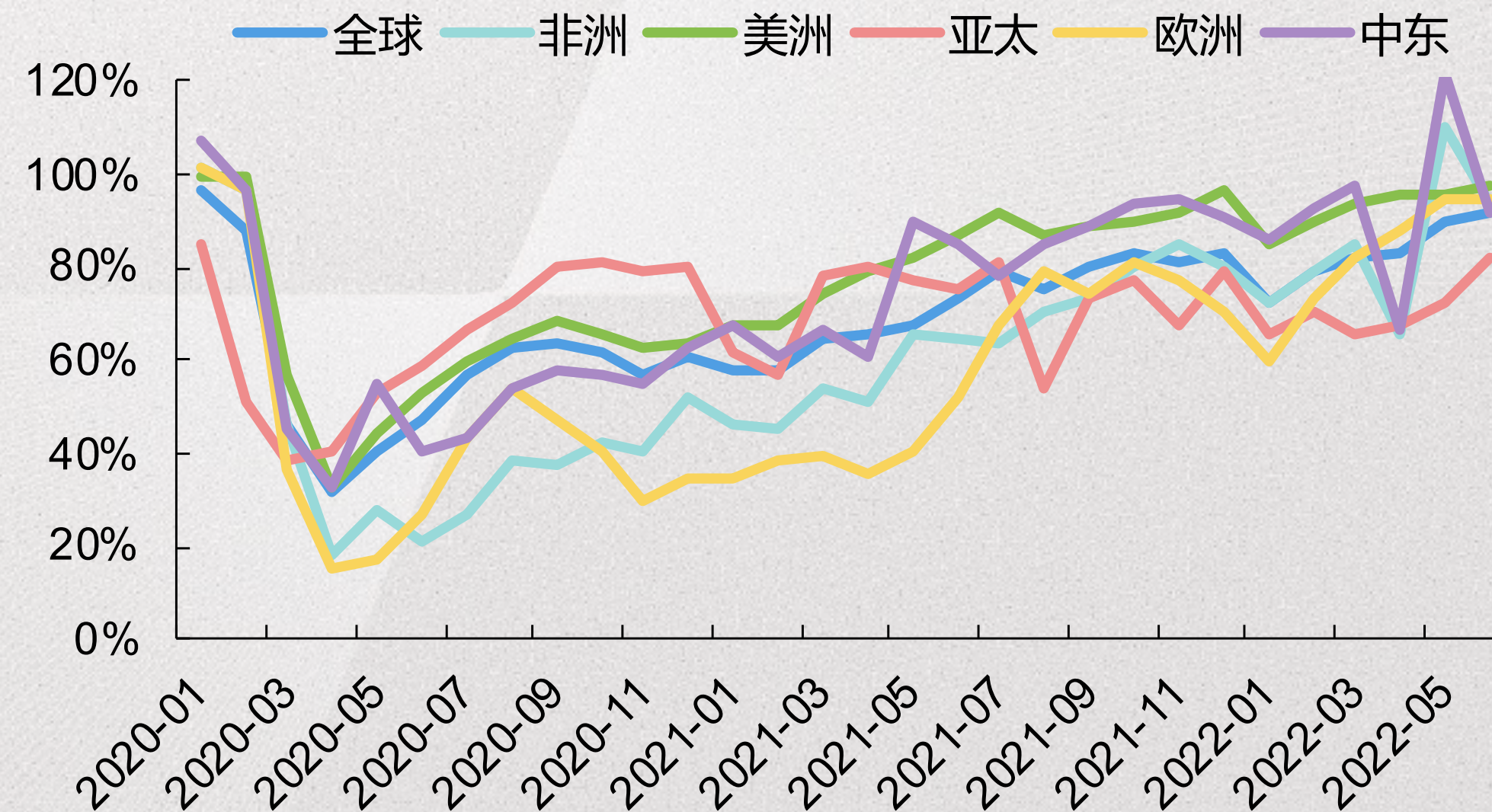
海外：欧美出行政策放松，修复势头强劲

- **各国出行政策边际放松。**根据UNWTO数据，截至2022年6月底全球共有55个国家（64%为欧洲国家）已取消新冠疫情相关限制，按照2019年数据计算，这些国家占全球国际旅客入境数约35%。

22年6月欧洲、美洲酒店OCC恢复均至19年同期95%+



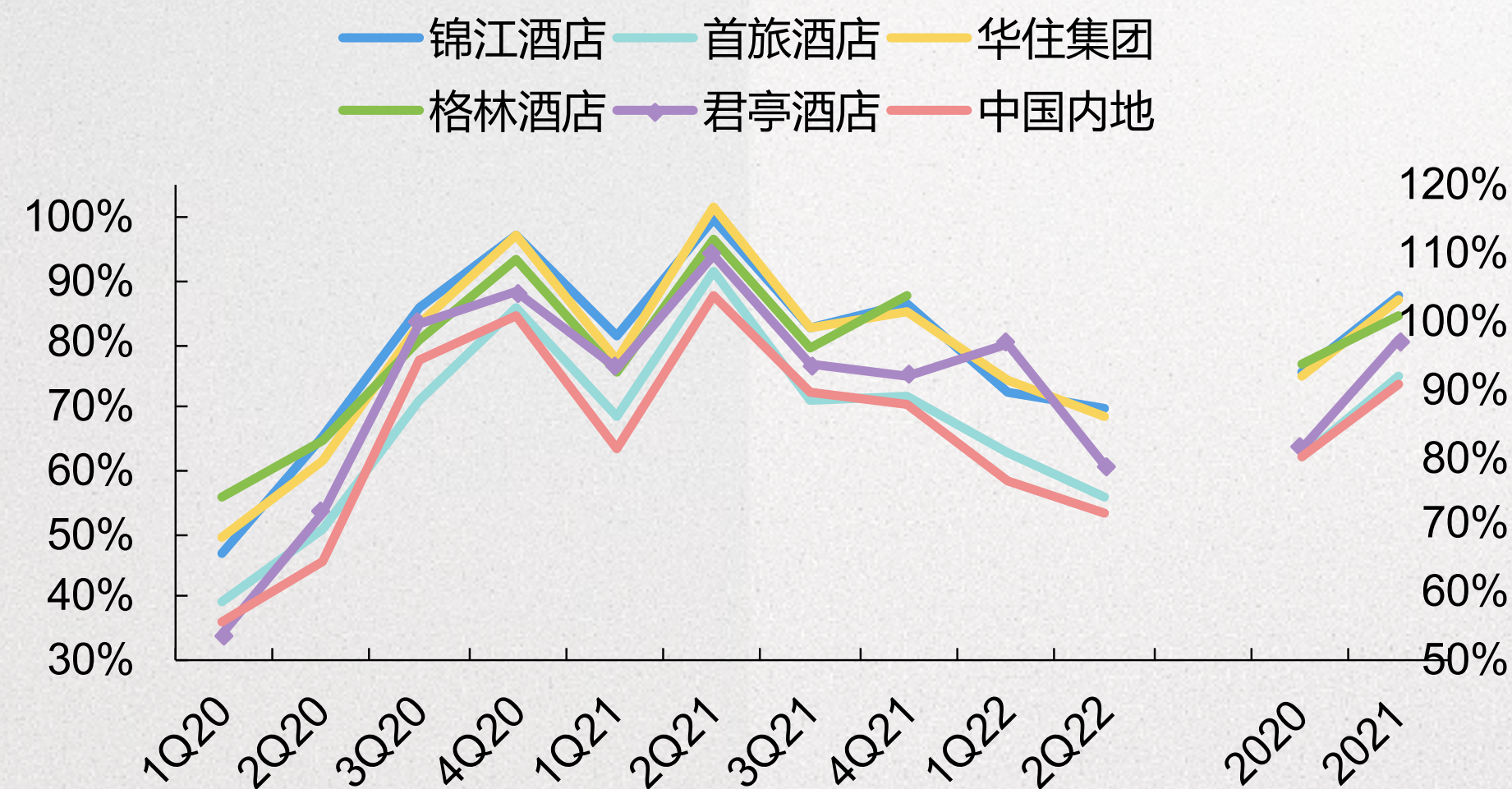
22年6月欧洲、北美全部航线RPK恢复均至19年同期78%、86%



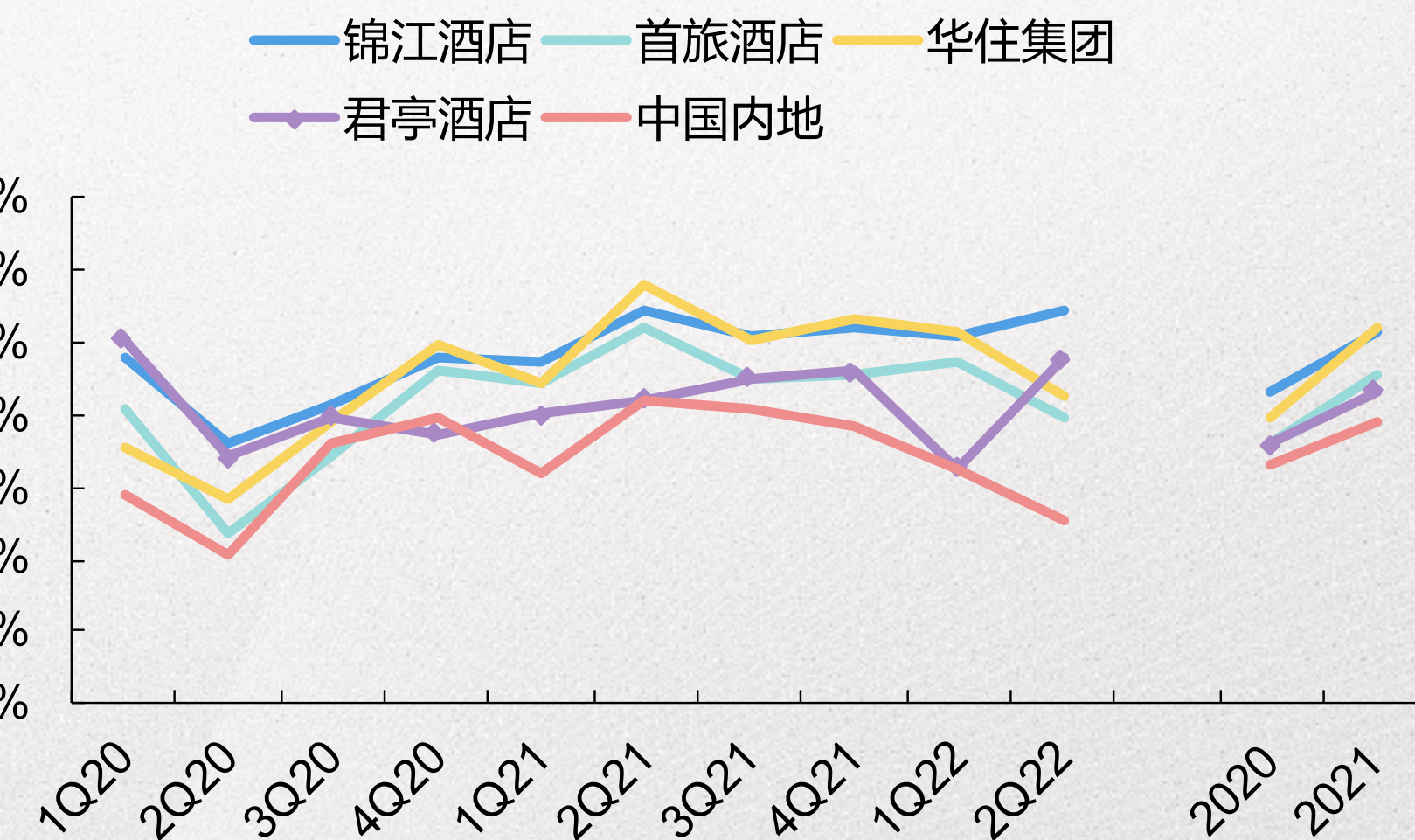
国内经营：波动下连锁龙头显韧性，6月开始已有好转

- 2Q22华住/锦江/首旅/君亭RevPAR为19年同期68.4%（含隔离酒店75%）/ 69.8%/56.2%，高于中国内地整体，其中华住、锦江于震荡中韧性更强。RevPAR下滑主要源于OCC不足，四家酒店OCC平均同比-22.2pct，其中华住因会员体系领先、OCC仍有64.6%/-17.7pct相对领先。
- 6月华住/锦江/如家RevPAR分别恢复至19年同期88%/88%/69%，7月华住/如家进一步上修至90%/75%。

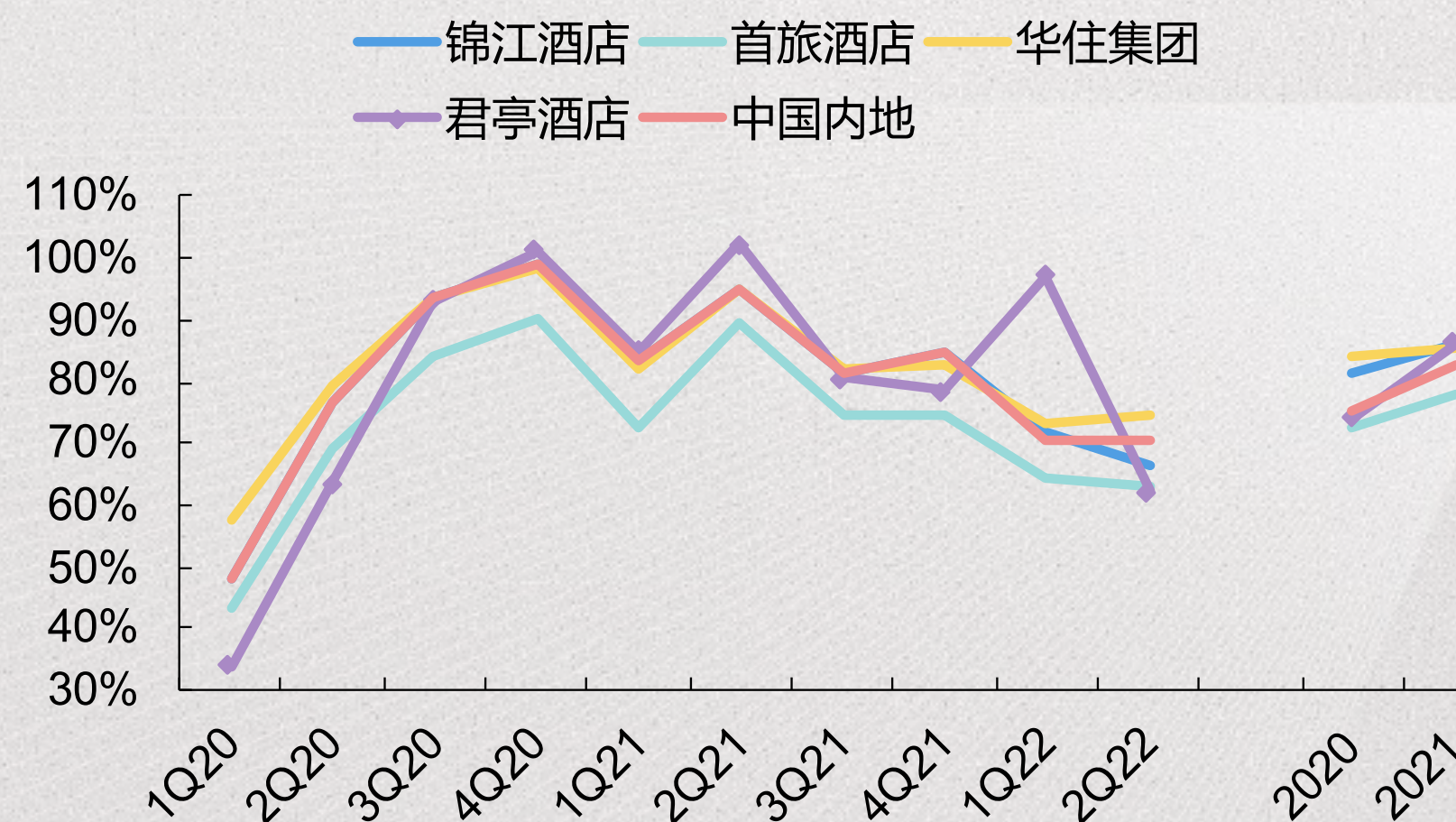
境内酒店RevPAR恢复情况（%2019）



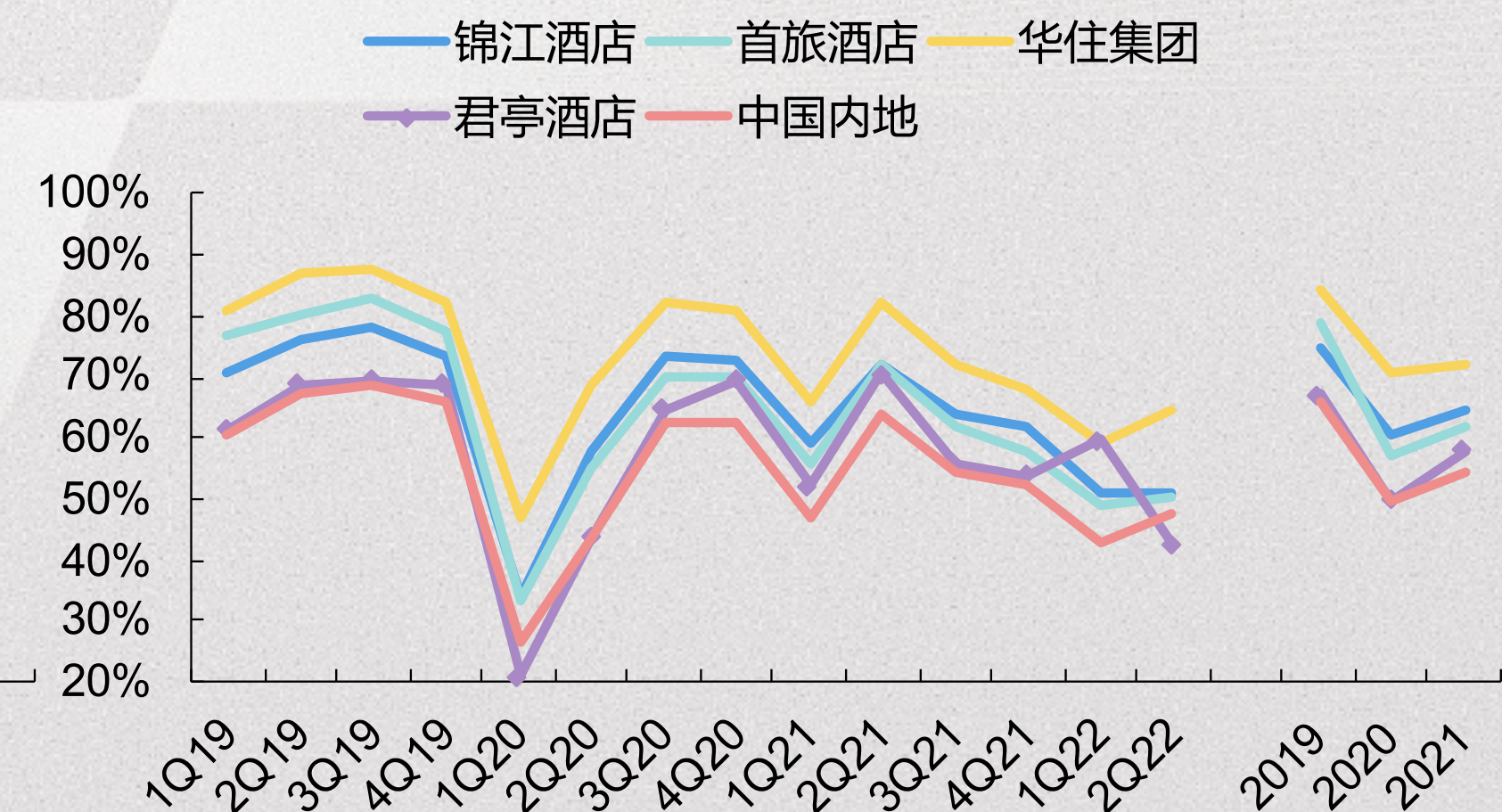
境内酒店ADR恢复情况（%2019）



境内酒店OCC恢复情况（%2019）



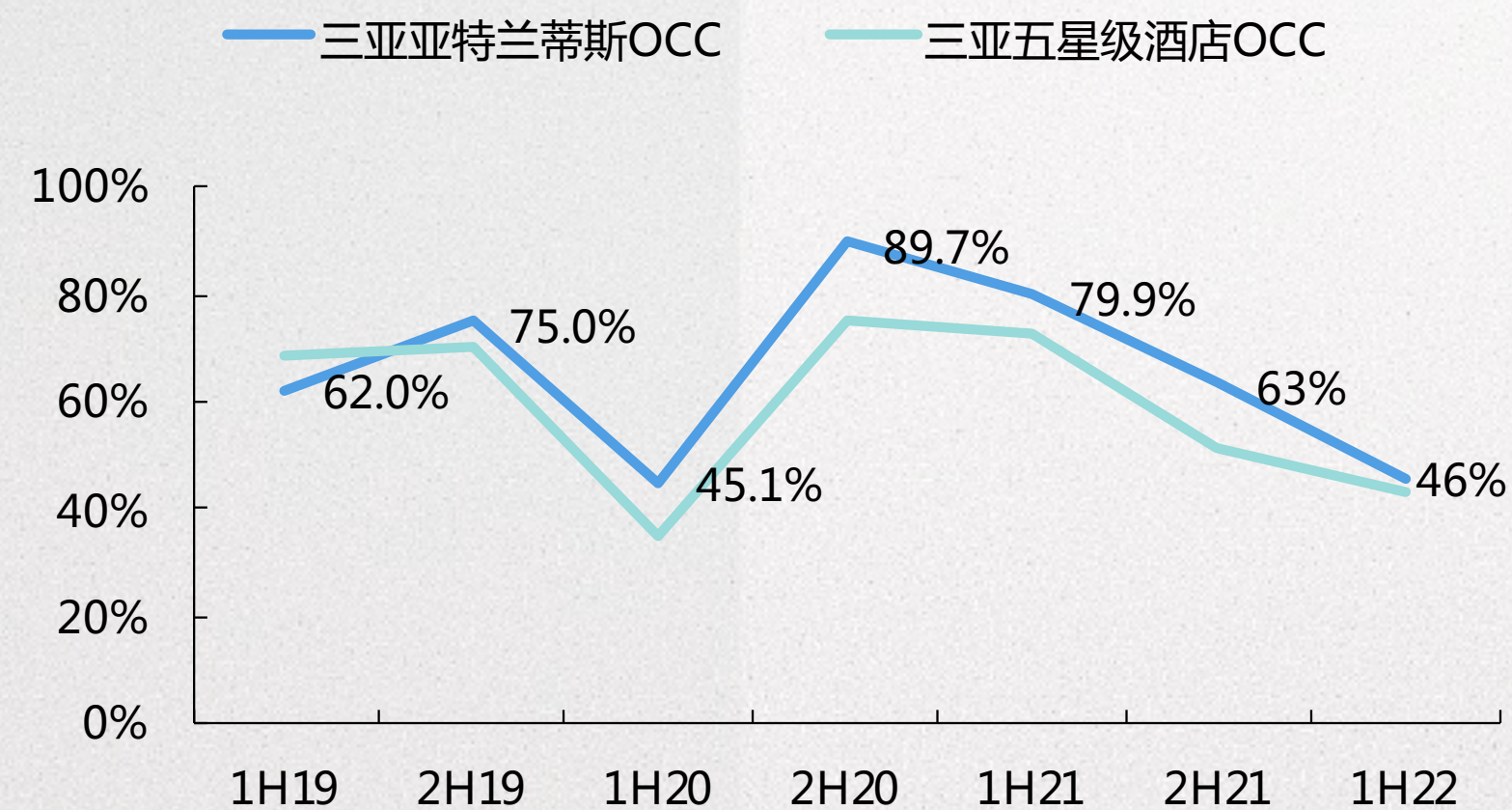
境内酒店OCC



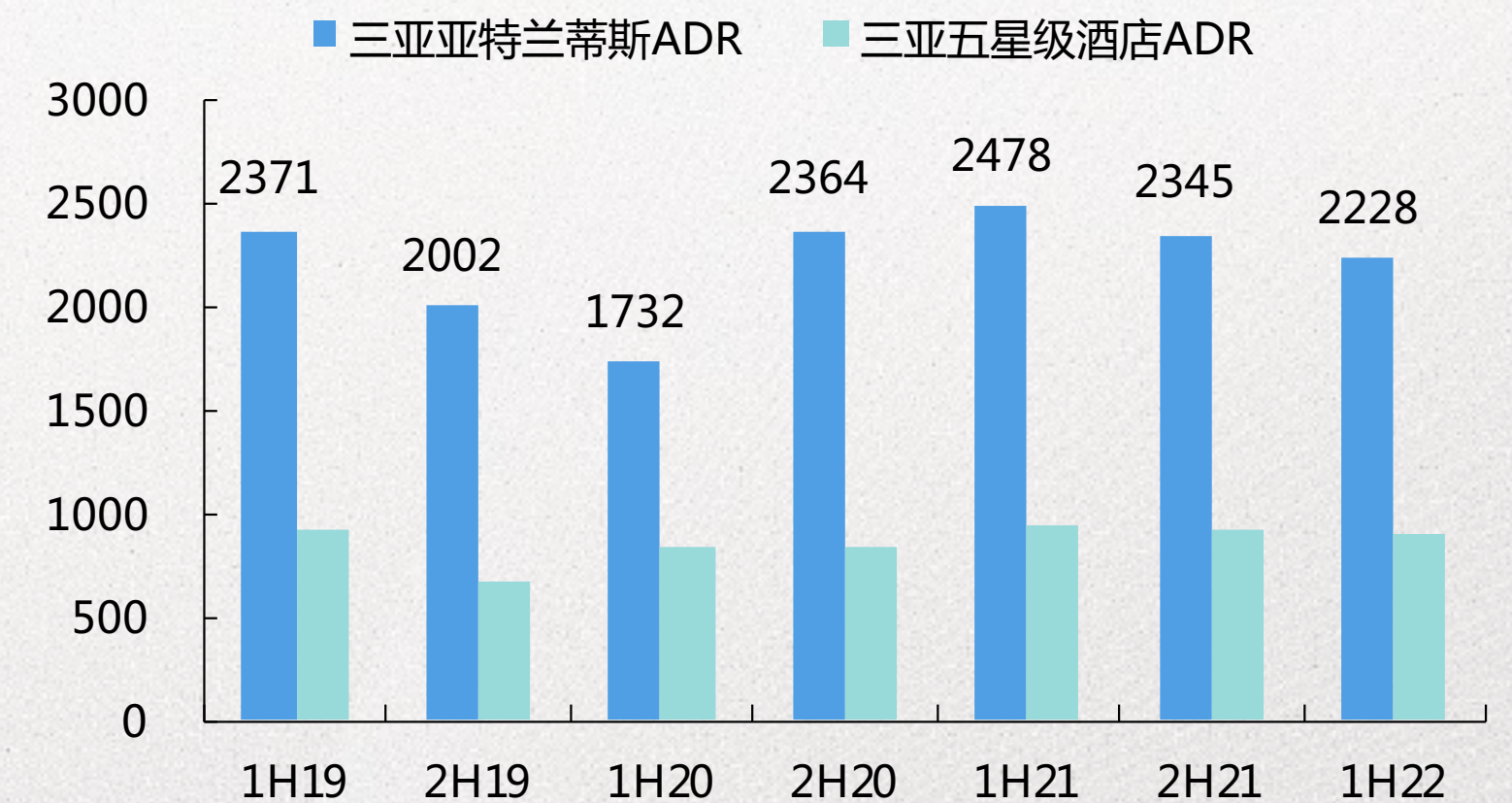
国内经营：高端休闲需求渗透，疫情好转后弹性大

- 国内观光游向休闲度假转换，优质酒旅项目议价能力强。1H22复星旅文旗下三亚亚特兰蒂斯酒店营业额约4.9亿元/-41.7%（其中前2个月+44.3%、后4个月-78.6%）；RevPAR 1140.1元/-42.4%，其中ADR 2478.5元同比持平、价格坚挺，OCC为46.0%、同比-33.9pct。奢华定位高房价+非客房占比高使其毛利率具备高于一般酒店潜力，1H22经调整EBITDA为 2.1亿元/-49.7%，EBITDA率42.6%、同比-6.6pct。7月随着上海等一线城市疫情好转，叠加暑期亲子度假需求的爆发式反弹，三亚亚特兰蒂斯实现营业额2.2亿元，房间OCC 92.2%，ADR 3331.0元/-2.8%，单月表现为开业以来次高。

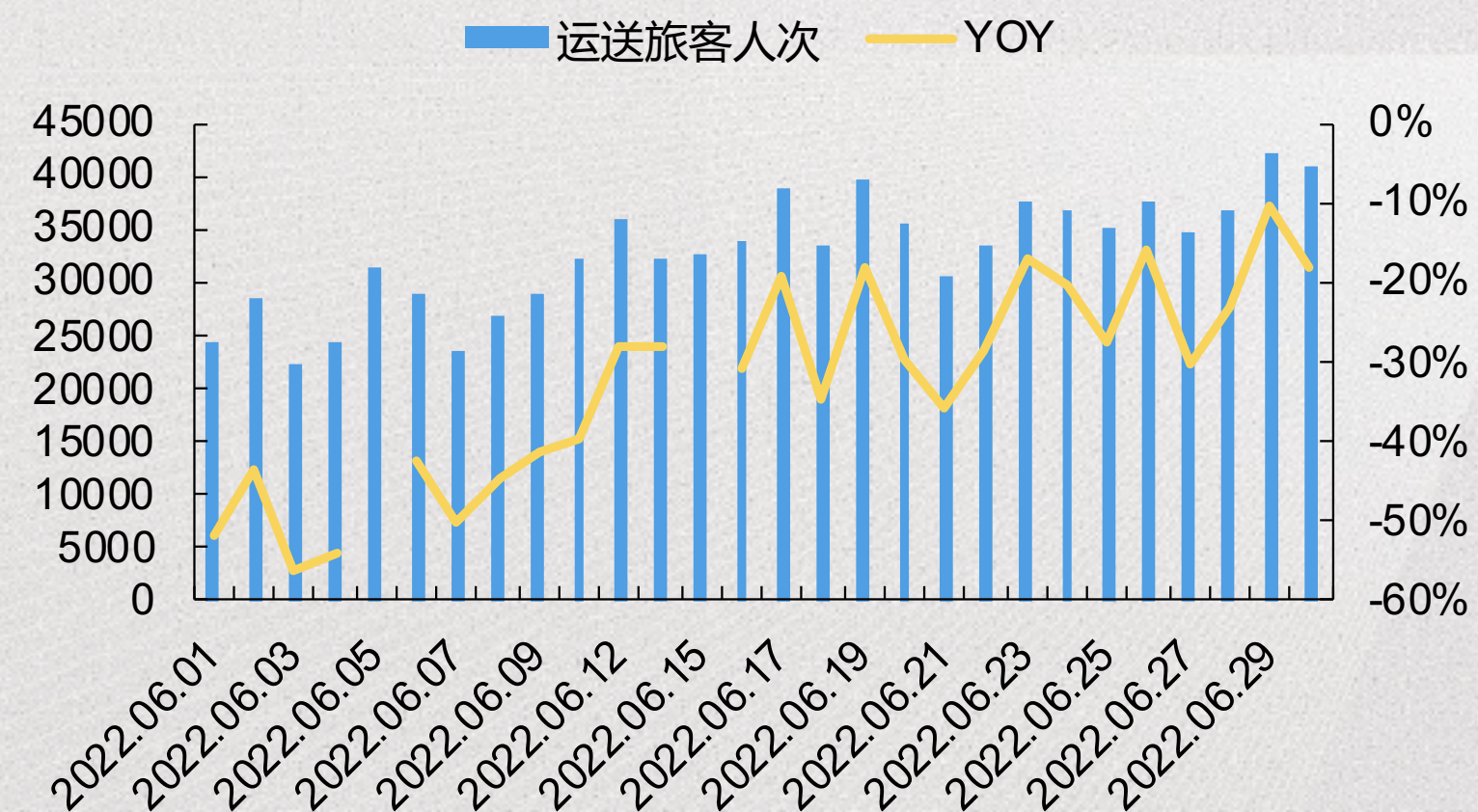
三亚亚特OCC高于当地五星级酒店平均



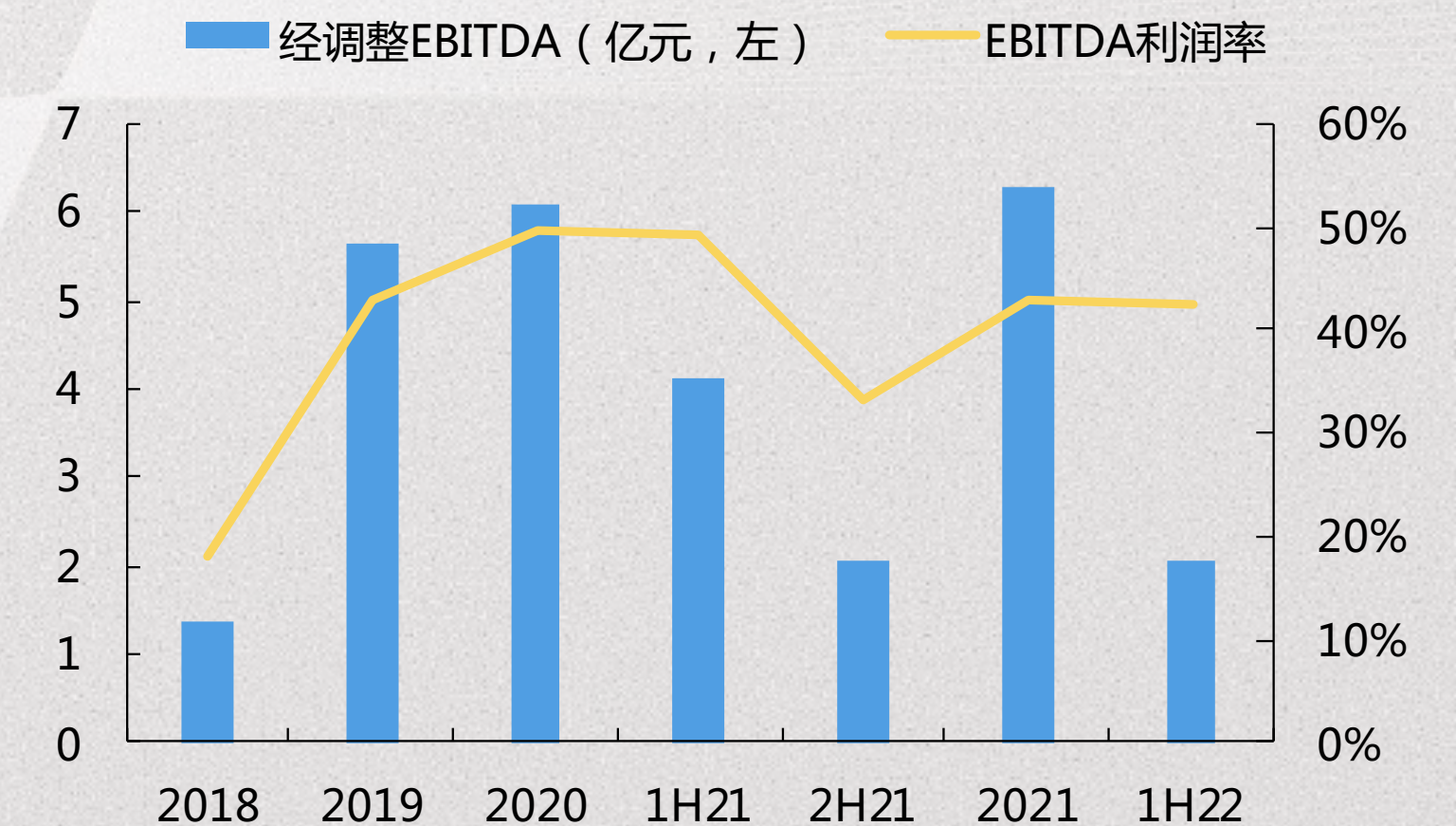
三亚亚特ADR高于当地五星级酒店平均



海南美兰机场运送旅客人次



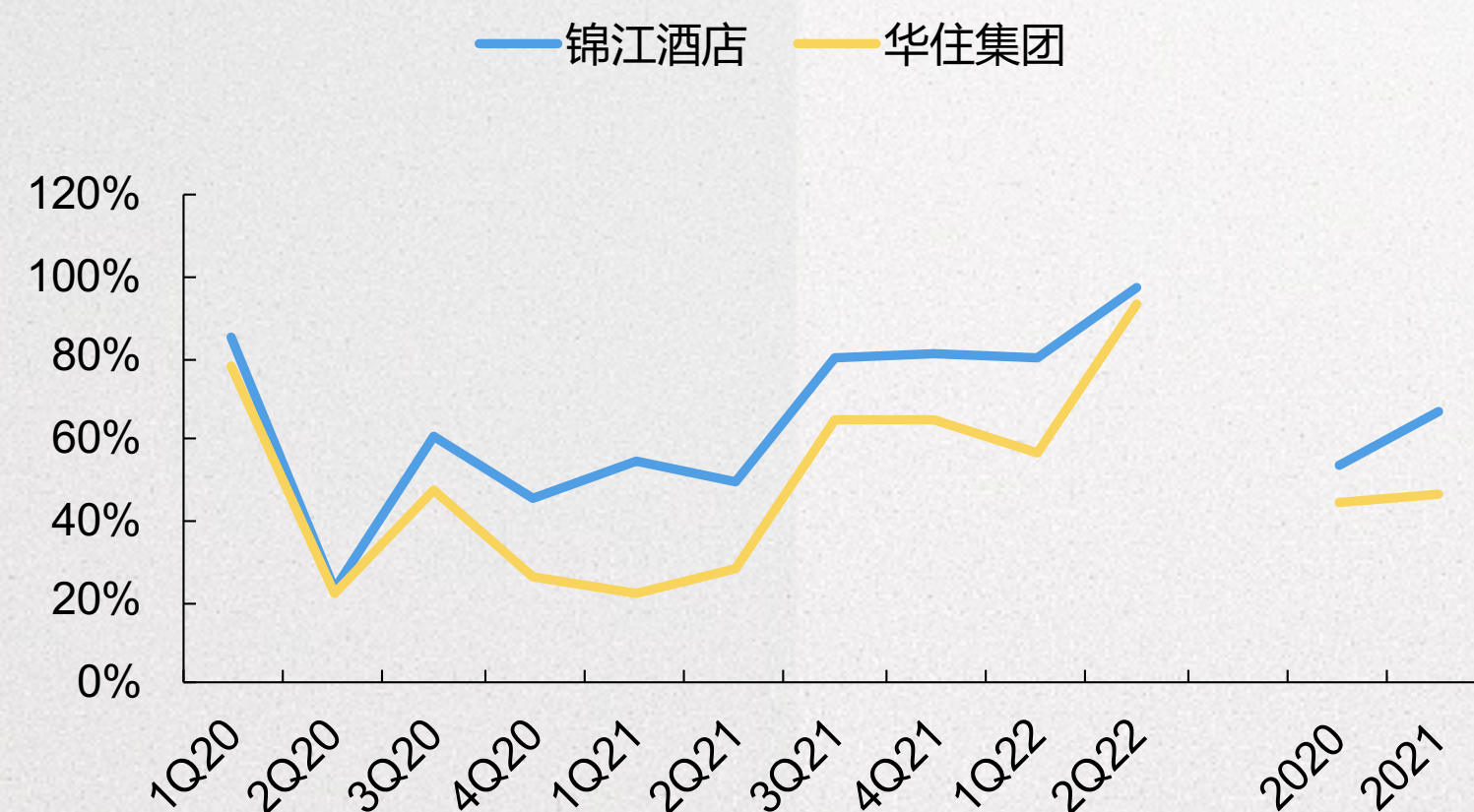
复星旅文三亚亚特业绩弹性强



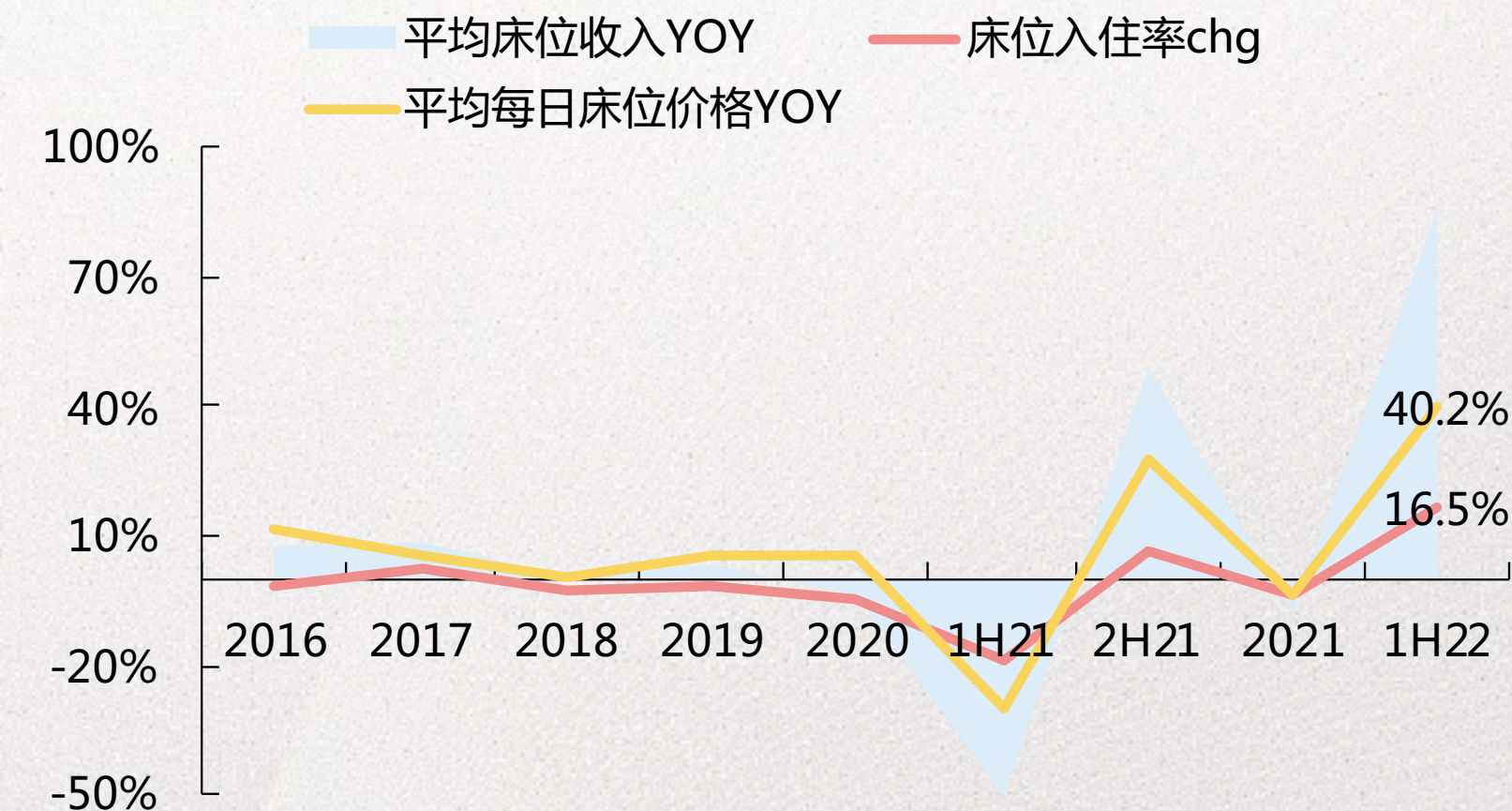
海外经营：Q2上修加速，高端休闲度假需求强

- **连锁酒店-锦江卢浮、华住DH**：2Q22 RevPAR较19年同期恢复度分别升至97.8%、93.0%，6月均超100%；盈利能力大幅改善，锦江卢浮Q2实现疫情以来盈利（净利290万欧元），华住DH归母净利-0.52亿元/+54.4%，经调整EBITDA 0.30亿元/+33.7%，经调整EBITDA率3.3%/+33.7pct
- **高端度假村-复星旅文**：Club Med 1H22营业额57.4亿元/+336.0%、恢复至19年同期90.2%，容纳能力恢复至19年同期87.4%，RevPAB恢复至19年同期108.3%，营业额较19年同期+22.2%。得益于收入端复苏及系列降本增效措施，经调整EBITDA 11.6亿元、同比大幅扭亏。截至2022/8/6，CM 2H22全球预订量+39%、较19年同期（2019/8/6时2H19的预订量）+14%，1H23全球预订量+22%、较19年同期+24%，预计2022年Club Med业绩持续上修的确定性较高。

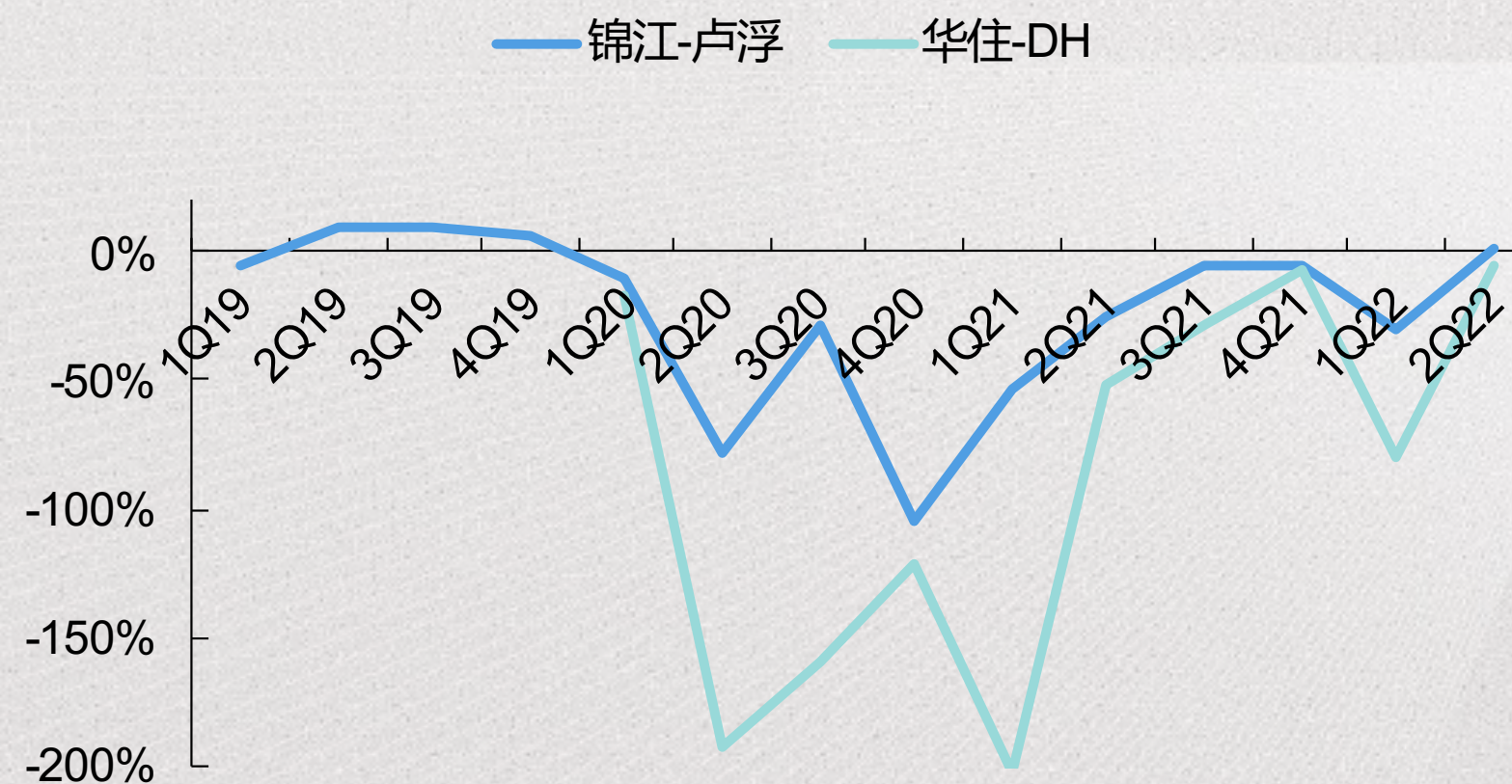
2Q22锦江、华住境外RevPAR恢复明显（%2019）



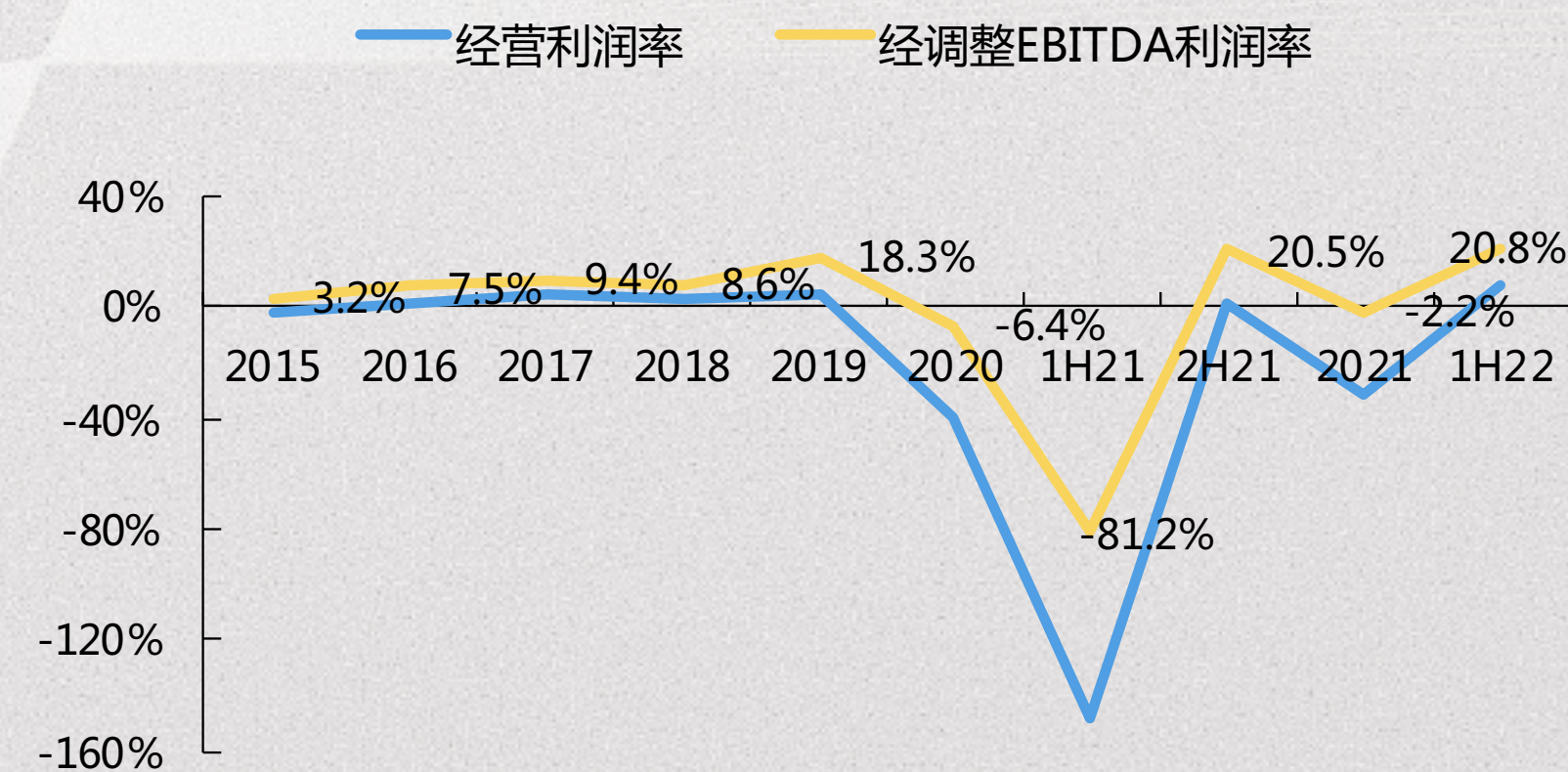
Club Med经营数据1H22大幅改善



2Q22锦江卢浮、华住DH净利率明显改善



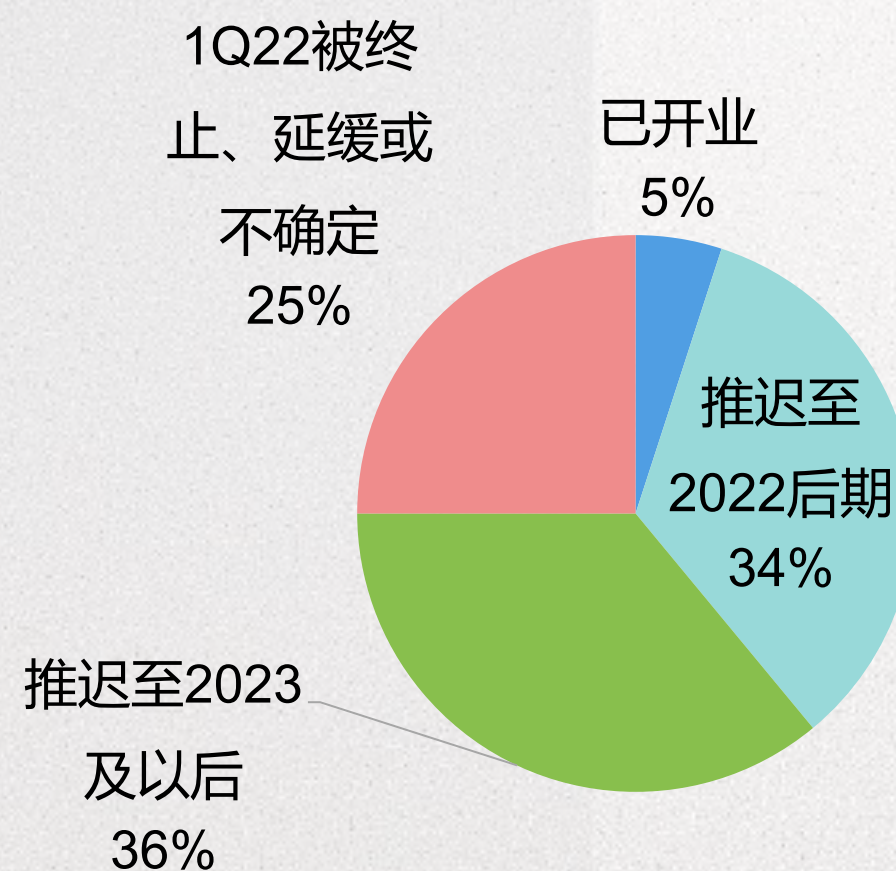
Club Med盈利能力上修



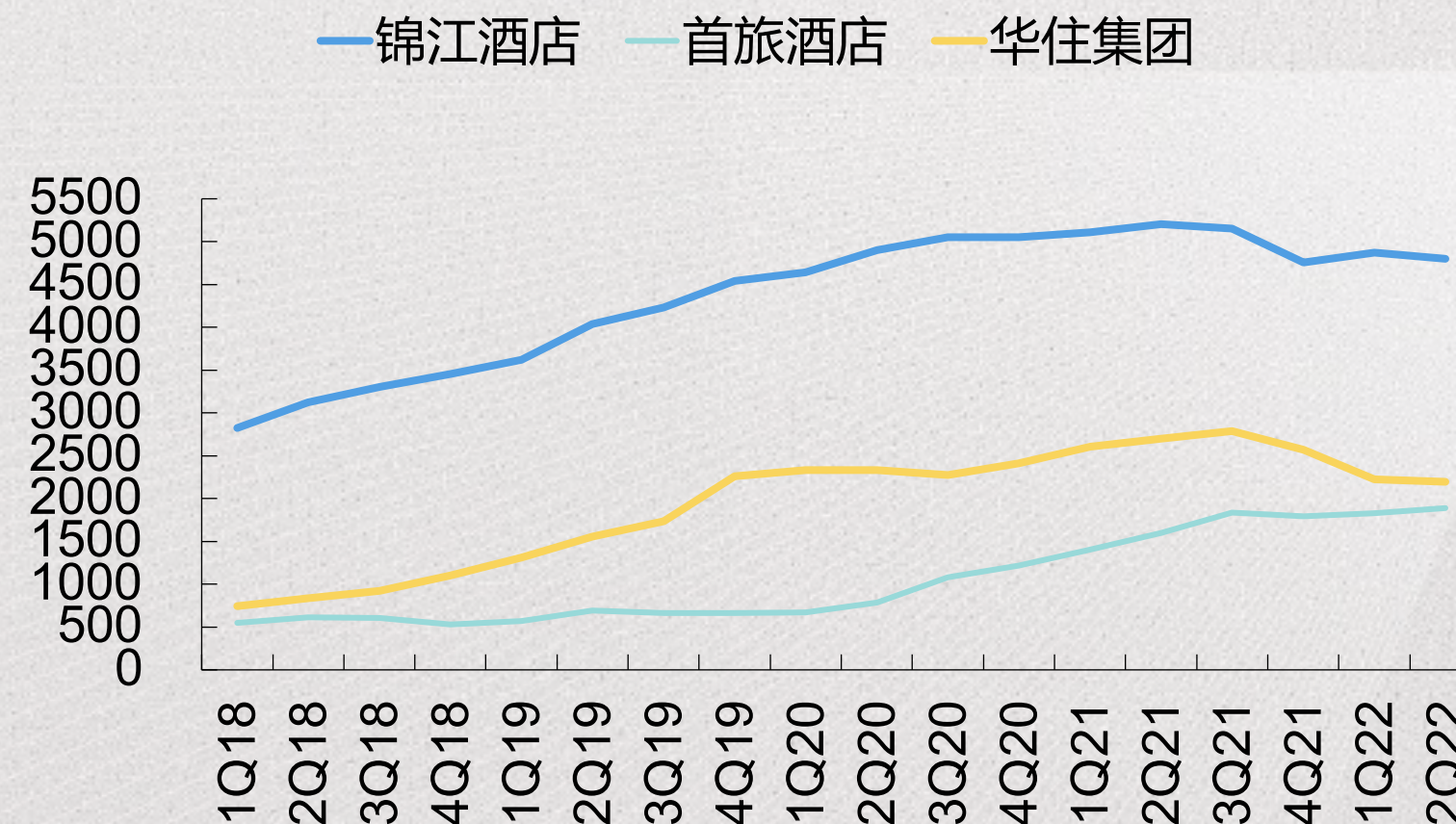
拓店：行业信心承压，龙头逆势展店

- 上半年经营环境不确定性上升对酒店投资意愿产生负面影响，筹开酒店中延迟开业、开业时间未定占比增加，新签约难度上升。
- 开店速度不一**：锦江/华住/首旅1H22新开店584/577/342家、同比-197/-34/-166家，净开362/346/62。其中锦江Q2逆势扩张，新开/净开352/218家、环比Q1加速，其中中端/经济型净+237/-19家，体现维也纳、麗枫等核心中端品牌扩张力。
- 下沉策略存分化**：1) 华住：精益增长+本地化下沉，Q2成立了6大区域分公司，将经济型、中档品牌组织架构由以品牌事业部主导转变为区域总部为主导，下快下沉扩张，但精益增长下1~2年内加速退出经济型软品牌；2) 首旅：轻管理加速开店，1H22华驿+云较21年末净增102家。

原定2022年开业的筹开酒店不确定性增加



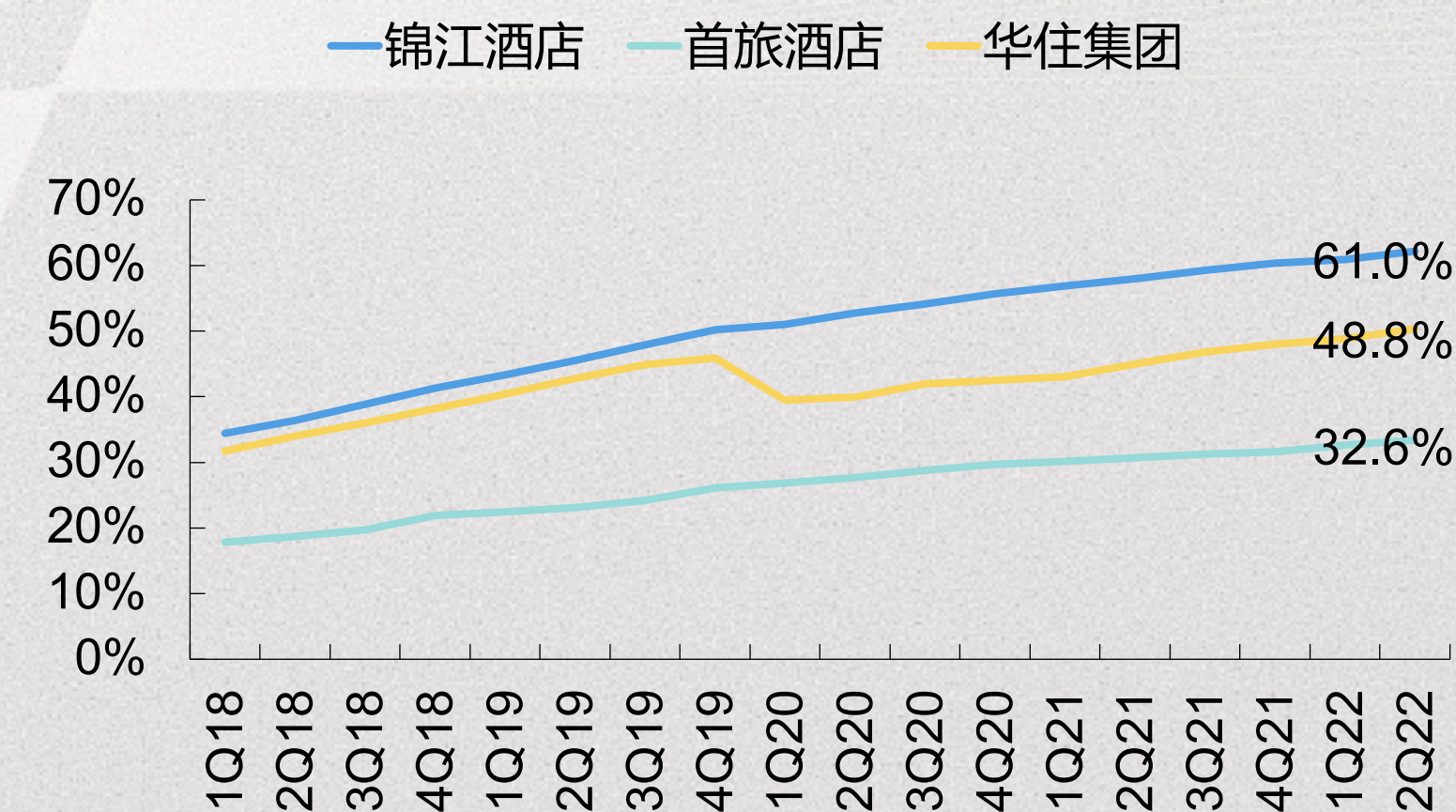
酒店Pipeline数量



酒店三强新开业酒店数（家）



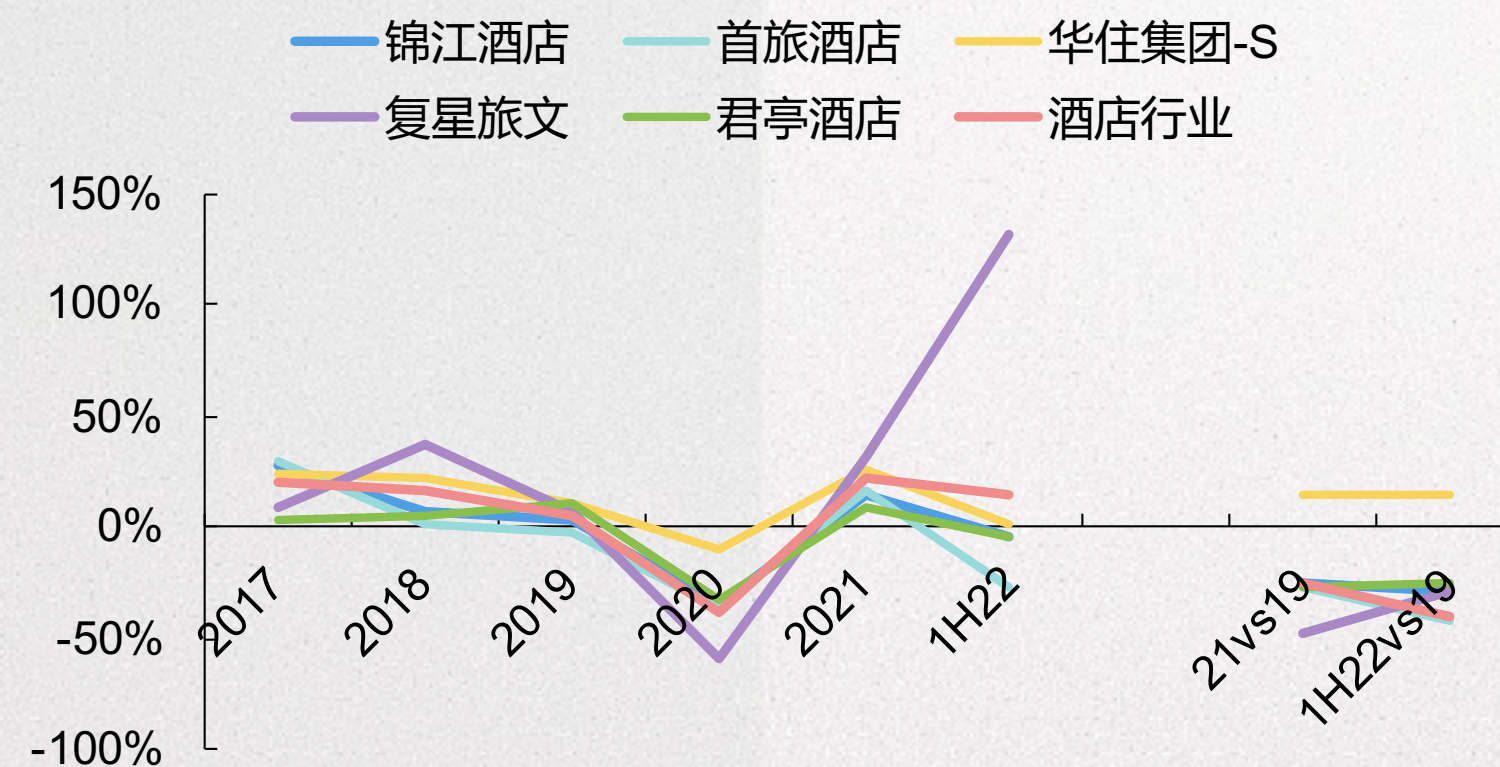
中高端化持续推进（按客房数）



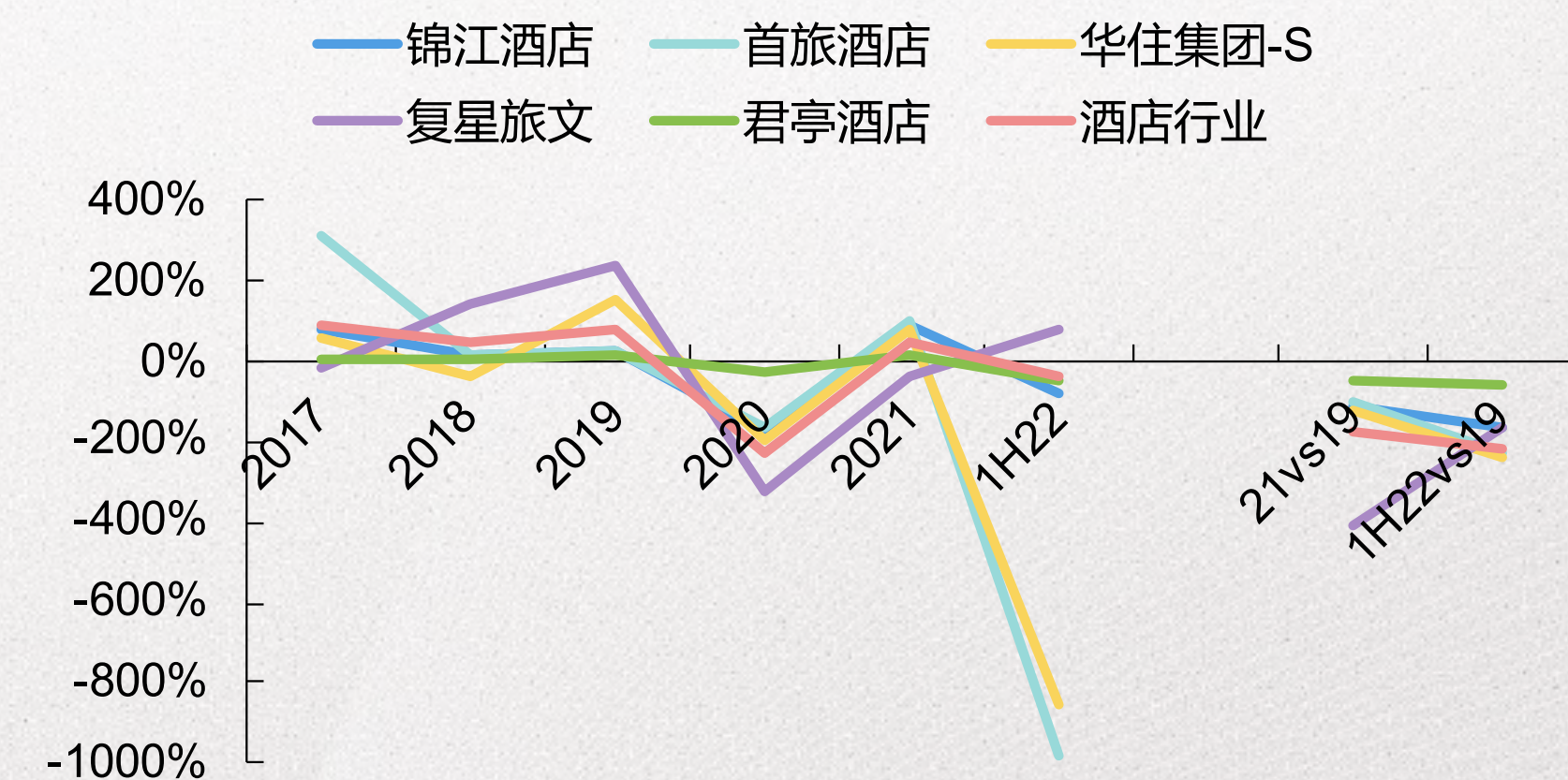
业绩：利润降幅大于收入，龙头Q2环比减亏

- 收入端：海外复苏强劲，国内Q2进一步承压。**1H22重点公司除复星旅文受益于海外度假村大幅修复、收入同比+131.0%外均有受国内疫情拖累较明显，连锁三强华住/锦江/首旅分别 +2.5% (LH-15.0%) /-4.2% (境内酒店-19.5%) /-25.9%。
- 利润端：得益于海外复苏、租金减免、降本增效等，龙头Q2环比Q1减亏。**酒店行业经营杠杆导致利润端幅度大于收入端，1H22除复星旅文净利同比+78.3%外，重点公司下滑幅度均在双位数以上。Q2疫情冲击加重，但连锁三强华住/锦江/首旅单季度扣非归母环比Q1分别 减亏2.8/1.9/0.8亿元。

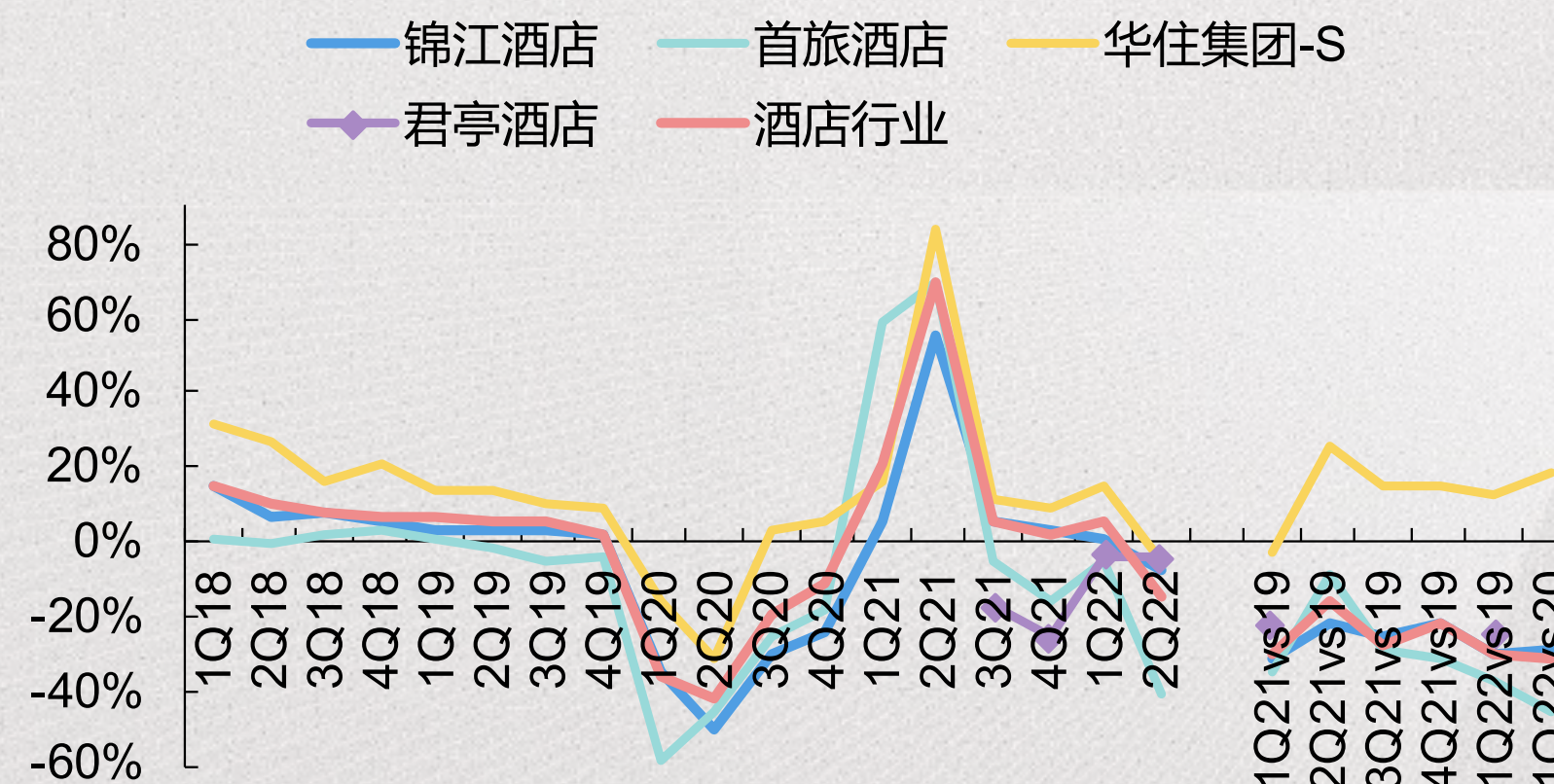
酒店行业收入增速



酒店行业扣非归母净利增速



酒店行业单季度收入增速



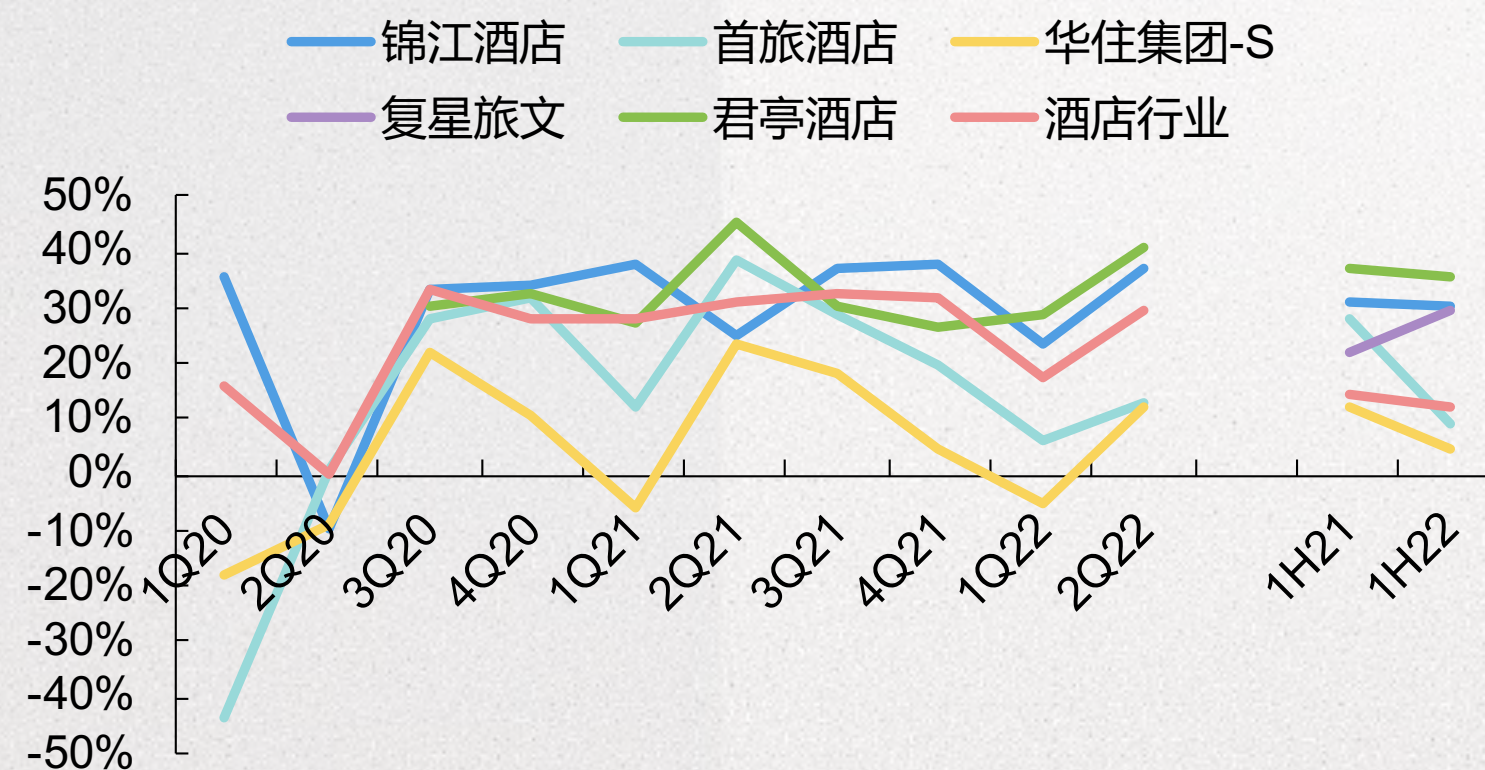
酒店行业单季度扣非归母净利增速

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	2Q22环比变动
锦江酒店	-1.61	0.28	0.88	-0.77	-2.18	-0.30	1.88
首旅酒店	-1.90	2.39	0.44	-0.83	-2.59	-1.76	0.83
华住集团	-2.48	3.78	-1.37	-4.59	-6.30	-3.50	2.80
君亭酒店	0.06	0.26	0.07	0.00	0.03	0.09	0.06
YOY							
锦江酒店	-72%	110%	436%	71%	-35%	-205%	86%
首旅酒店	64%	230%	-67%	-282%	-36%	-174%	32%
华住集团	88%	169%	-161%	-165%	-154%	-193%	44%
君亭酒店	0%	0%	-49%	-98%	-40%	-64%	225%

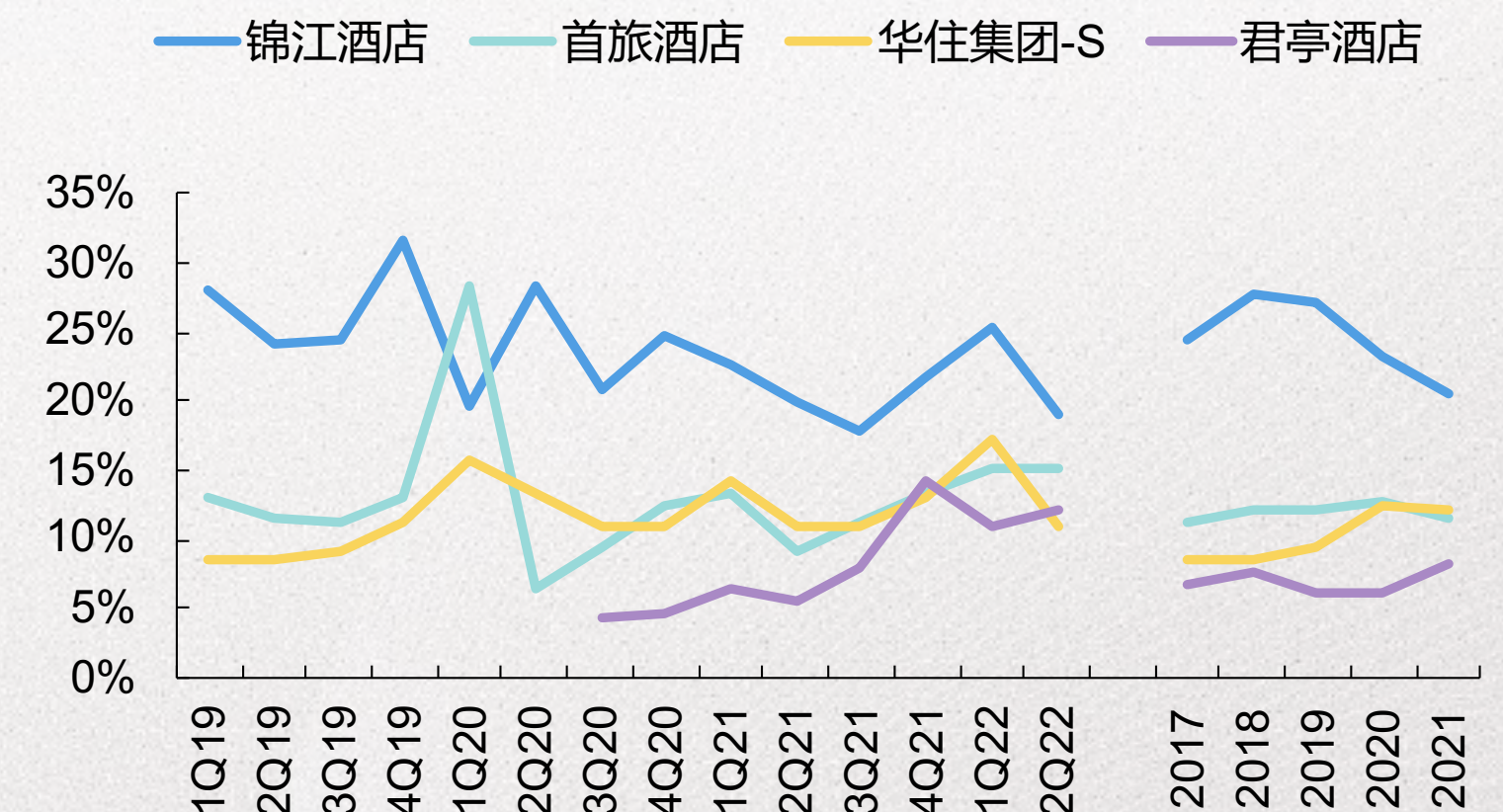
成本：龙头降本增效提升抗风险能力

- 酒店运营成本：**1H22行业整体毛利率-1.9%，其中复星旅文毛利率29.8%/+8.2%，锦江、华住因海外修复及轻资产程度更高毛利率下滑幅度小于首旅，君亭-1.9%得益于君澜并表，此外隔离酒店、租金减免有一定对冲，公司自身降本增效亦有助益（如锦江加盟酒店运营成本占比仍低于疫情前水平）。
- 费用率：**华住中后台精简效果显现。收入端受损情况下，除复星旅文外各家管理费用率均有所上升。华住宣布精简中后台管理人员后Q2总部费用节约约10%，管理费用率10.8%、环降4.4pct。

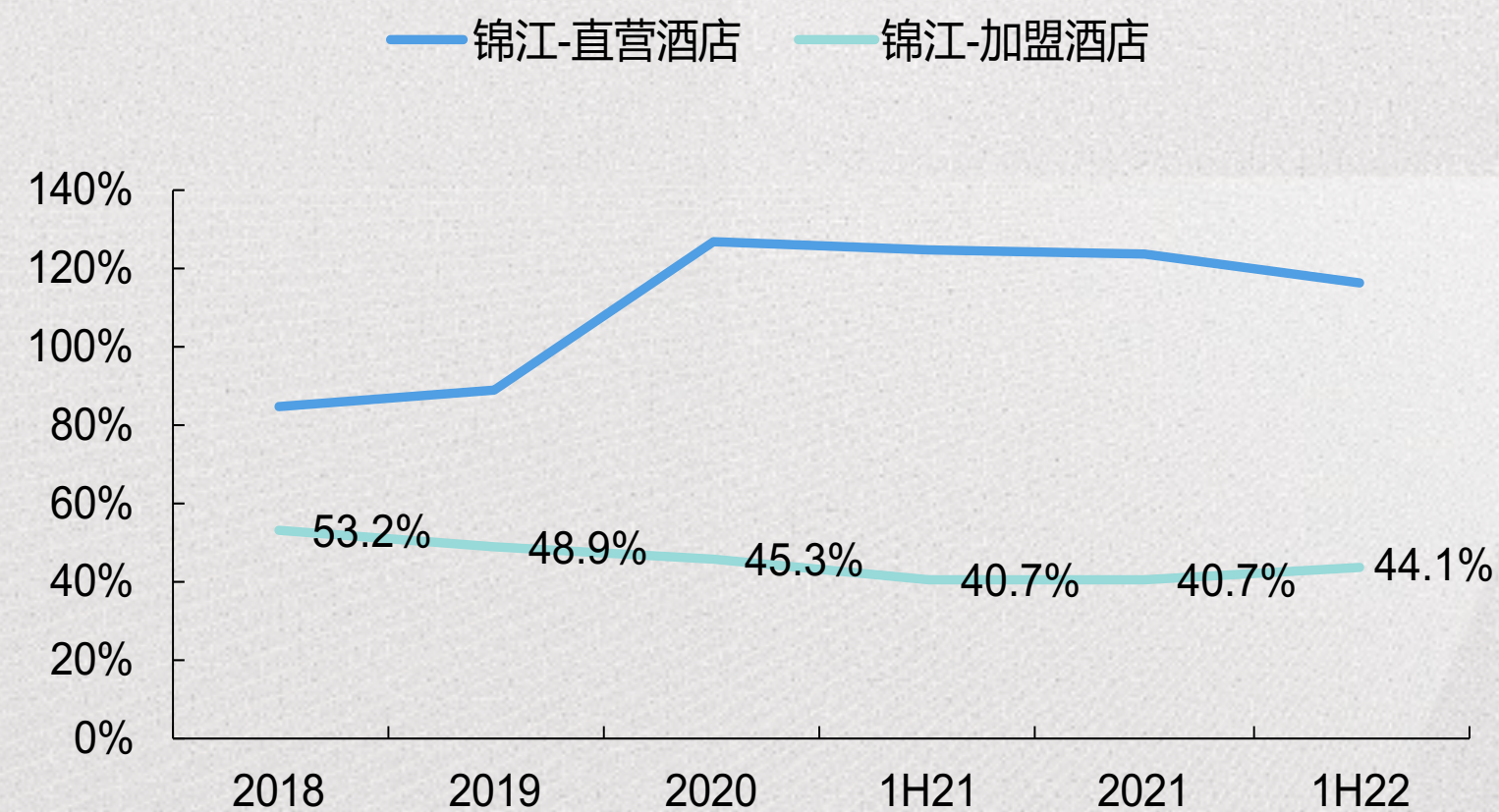
酒店行业毛利率变化



酒店行业管理费用率变化



锦江直营、加盟酒店运营成本占收入比



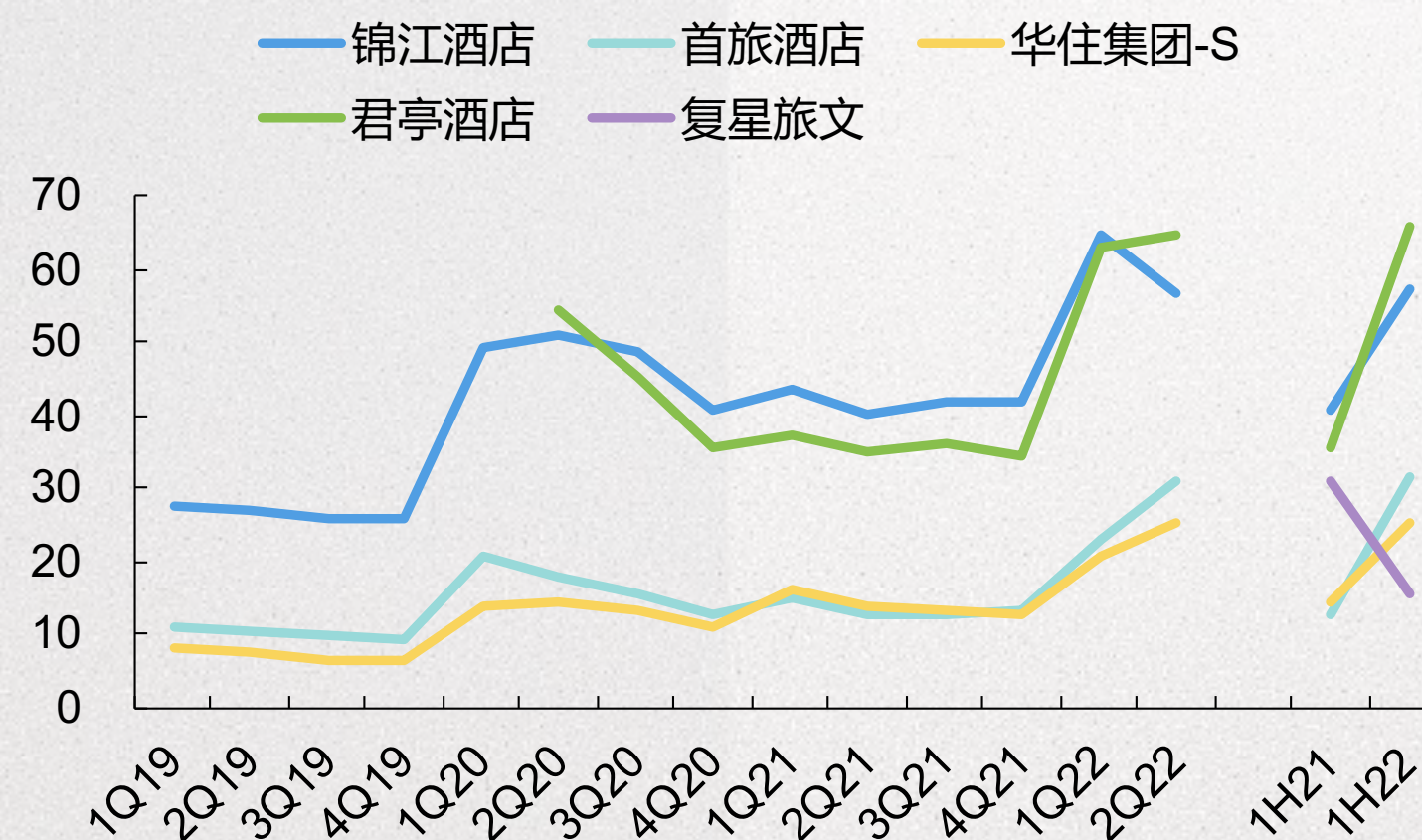
华住LH控费效果释放，DH成本费用随经营修复回归正常

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
Legacy Huazhu	经营成本	92.8%	64.7%	79.3%	84.0%	99.1%	88.1%
	销售费用	3.3%	3.8%	4.4%	4.6%	3.4%	2.6%
	管理费用	11.7%	8.6%	10.6%	11.1%	15.2%	10.8%
Huazhu DH	经营成本	290.8%	288.2%	93.9%	150.9%	137.4%	87.3%
	销售费用	22.9%	17.1%	9.6%	9.4%	10.8%	8.4%
	管理费用	47.7%	52.4%	13.2%	23.2%	28.6%	11.0%

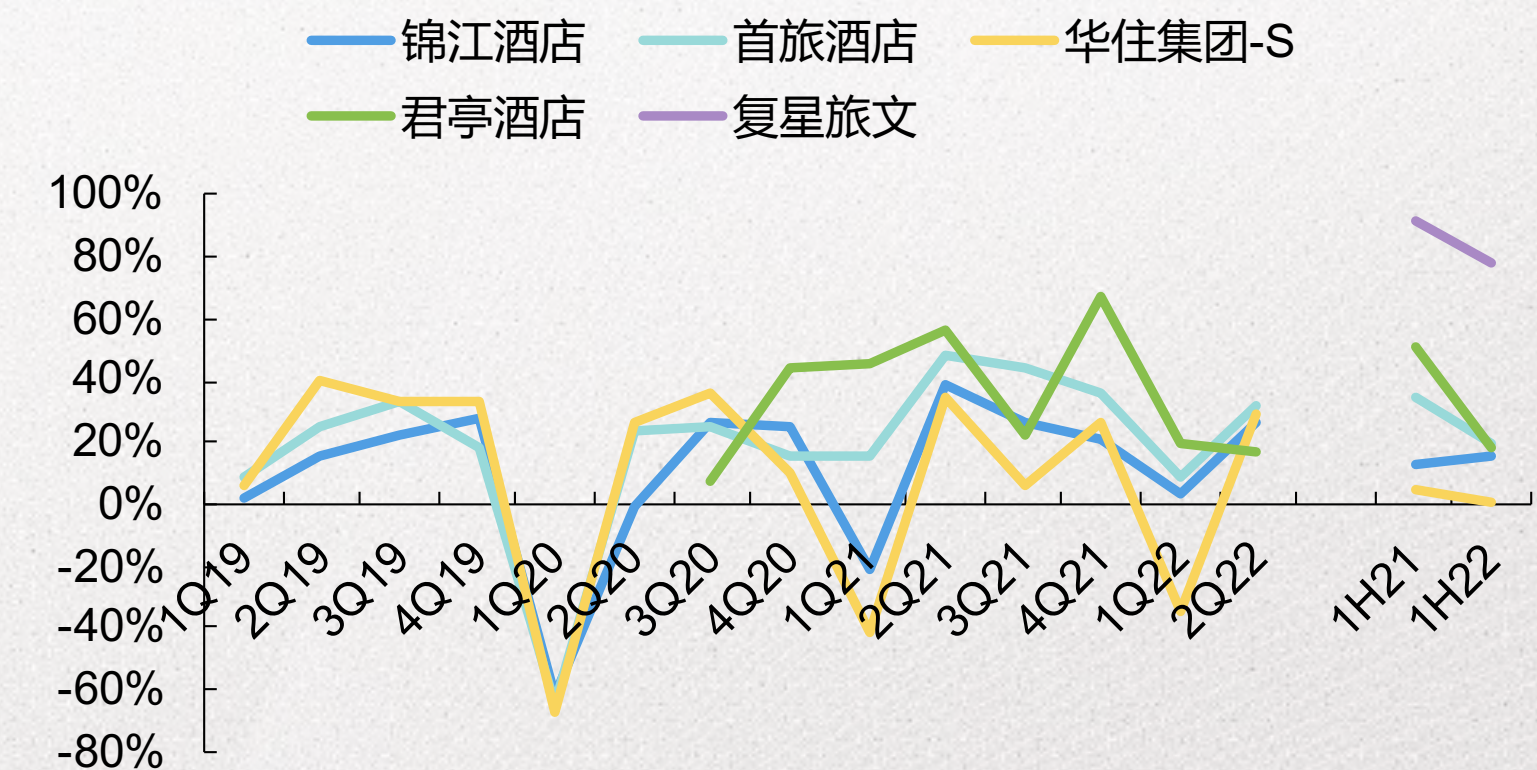
资产周转有所放缓，资本结构优化、偿债压力可控

- **华住集团**：截至1H22末，公司总债务余额104亿元，可使用未动用信贷融资30亿元，已成功为总额340万欧元银团贷款进行再融资；期末账面现金及现金等价物46亿元，债务压力仍可控。
- **复星旅文**：截至1H22末，公司有息负债218.1亿元，不含租赁负债120.2亿元，扣除现金及等价物30亿元后净负债188.1亿元/+11.2%，净有息负债率48.1%、较去年末-0.6pct，1年内到期有息负债9.6亿元，现金及银行结余约34亿元，压力不大。

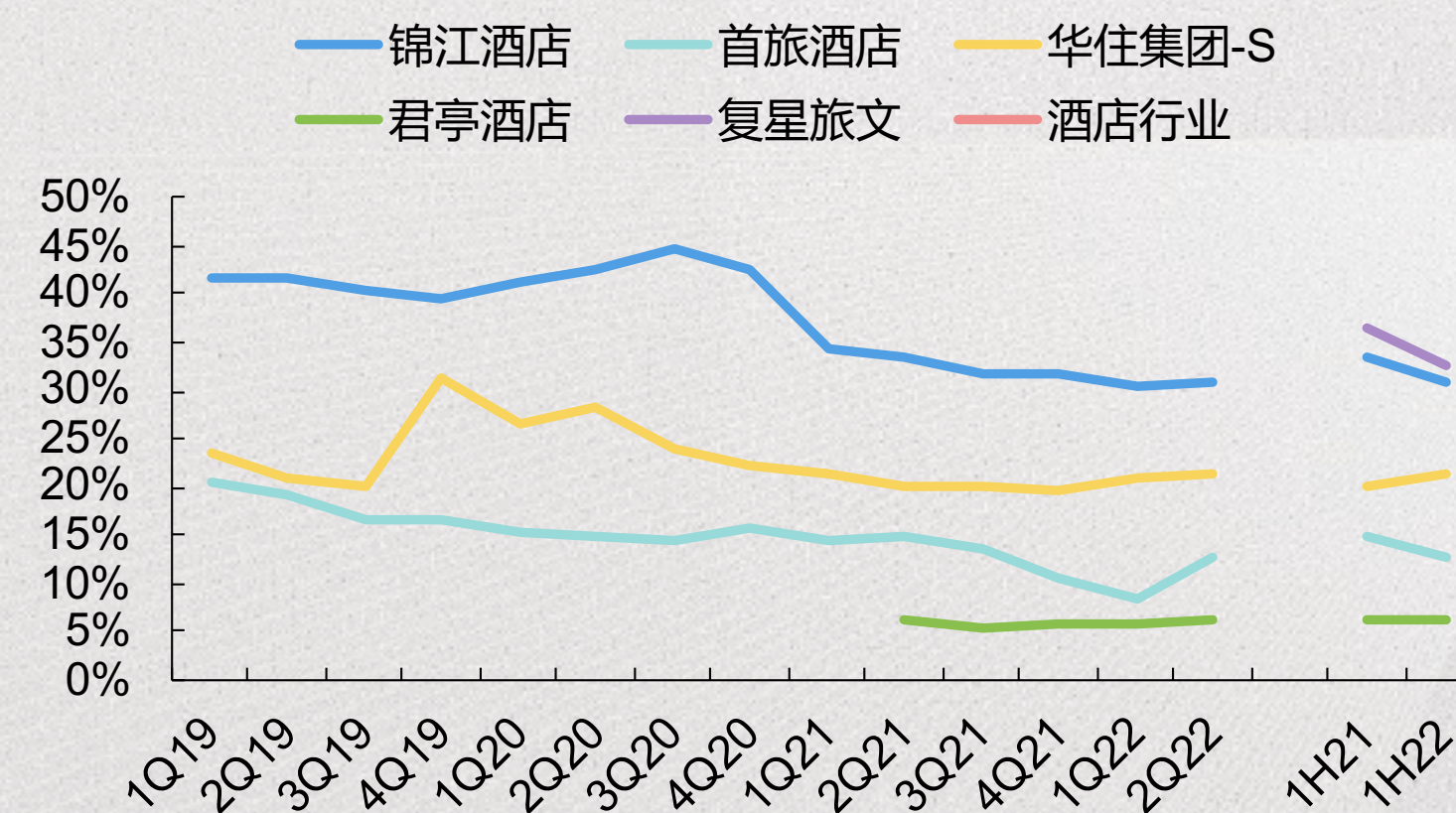
扶持加盟商、隔离酒店等原因导致应收账款周转天数有所拉长



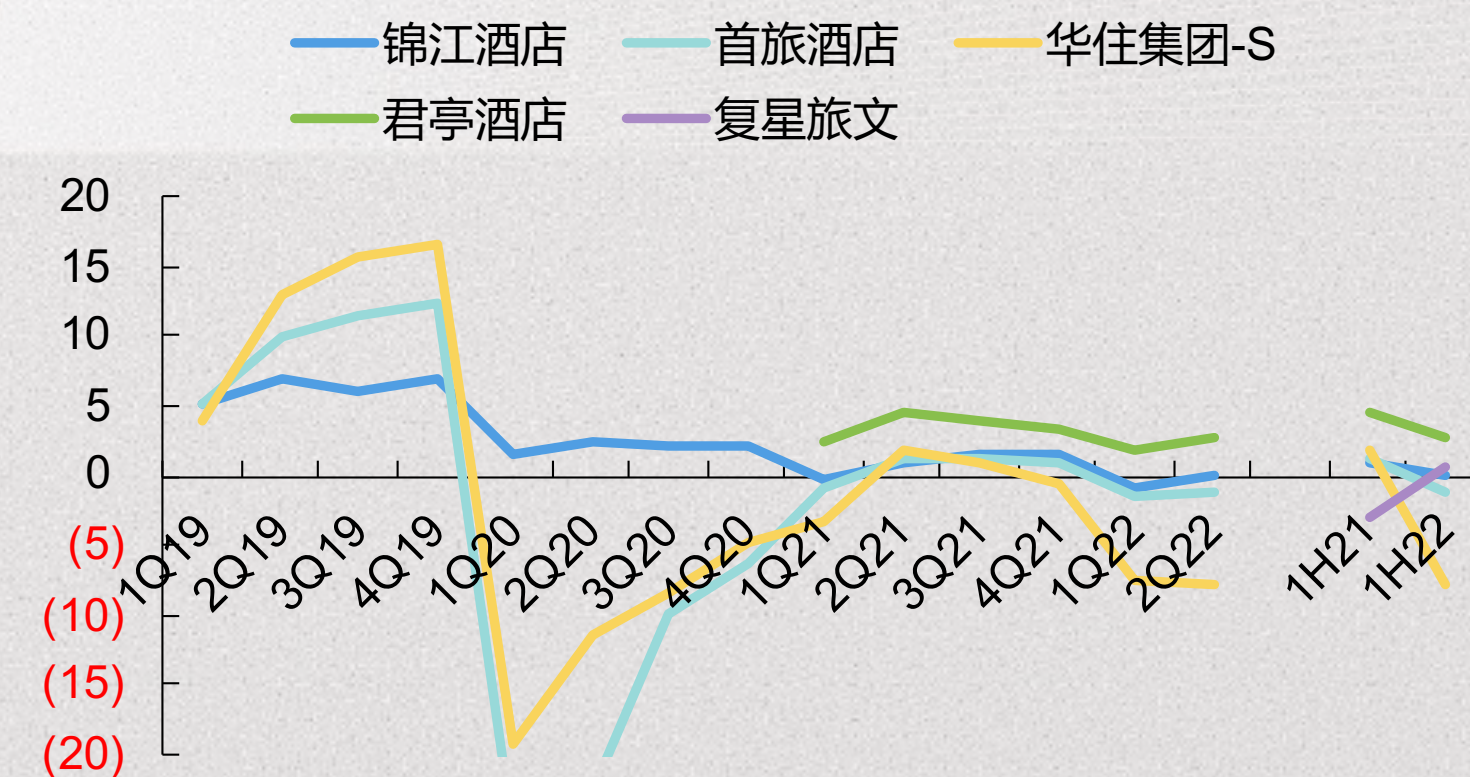
经营性现金流净额占收入比同比下降



有息负债率呈下行趋势



1H22利息保障倍数有所下降



酒店小结：低潮期龙头优势放大

- 经营端：国内2Q22华住/锦江/首旅/君亭RevPAR为19年同期68.4%（含隔离酒店75%）/ 69.8%/56.2%，高于中国内地整体，其中华住、锦江于震荡中韧性更强；海外Q2欧洲出行消费上修加速，锦江卢浮、华住DH RevPAR较19年同期恢复度分别升至97.8%、93.0%，6月均超100%。拓店方面，疫情影响营建周期及加盟信心，锦江/华住/首旅1H22新开店584/577/342家、净开362/346/62，其中锦江Q2逆势扩张、环比加速，华住经济型、中档品牌转为区域总部主导，精益增长战略下加速下沉；休闲度假热度上升，复星旅文国内新开长白山、千岛湖新村，至24年已于国内规划7家度假村。
- 业绩端：1H22酒店行业收入、扣非净利分别+15.0%、-37.7%，经营杠杆导致利润端降幅更大。连锁酒店华住、锦江受益海外修复及国内经营更稳健收入增速相对领先，利润端；龙头获益疫情以来降本增效、租金减免、隔离酒店对冲Q2环比Q1减亏。
- 投资建议：国内连锁酒店龙头竞争格局持续改善，高端度假疫情好转后弹性充足。推荐**华住集团**（管理、门店质量、会员体系、数字化综合能力领先，阿尔法属性突出，高端布局积极）、**复星旅游文化**（高端客源消费意愿不减，公司滑雪、周边游度假村逆势扩张，三亚亚特业绩弹性足，太仓复游城蓄势待发）、**锦江酒店**（行业规模龙头，市场化改革积极，境内外经营恢复均较领先）、**首旅酒店**（国内行业龙三，估值性价比较高），关注**君亭酒店**（高端度假酒店质地优，显著受益疫后周边游需求）。

证券代码	证券简称	EPS（摊薄，原始货币，元）					PE					3年CAGR
		20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E	
酒店-A股												
600754.SH	锦江酒店	0.12	0.09	0.18	1.59	2.46	447.89	623.18	315.50	36.23	23.47	196.86%
600258.SH	首旅酒店	-0.50	0.05	-0.04	0.87	1.19	N/A	526.28	-552.04	24.74	18.10	187.88%
301073.SZ	君亭酒店	0.58	0.46	0.44	1.16	1.65	-	74.87	135.78	52.20	36.55	53.30%
601007.SH	金陵饭店	0.14	0.07	0.24	0.51	0.82	54.61	115.72	35.00	16.40	10.12	125.30%
酒店-港股												
1179.HK	华住集团-S	-7.49	-0.15	-0.09	0.72	1.03	N/A	N/A	NA	34.98	24.39	289.92%
1992.HK	复星旅游文化	-2.08	-2.19	0.09	0.57	1.00	N/A	N/A	106.48	16.93	9.70	176.98%

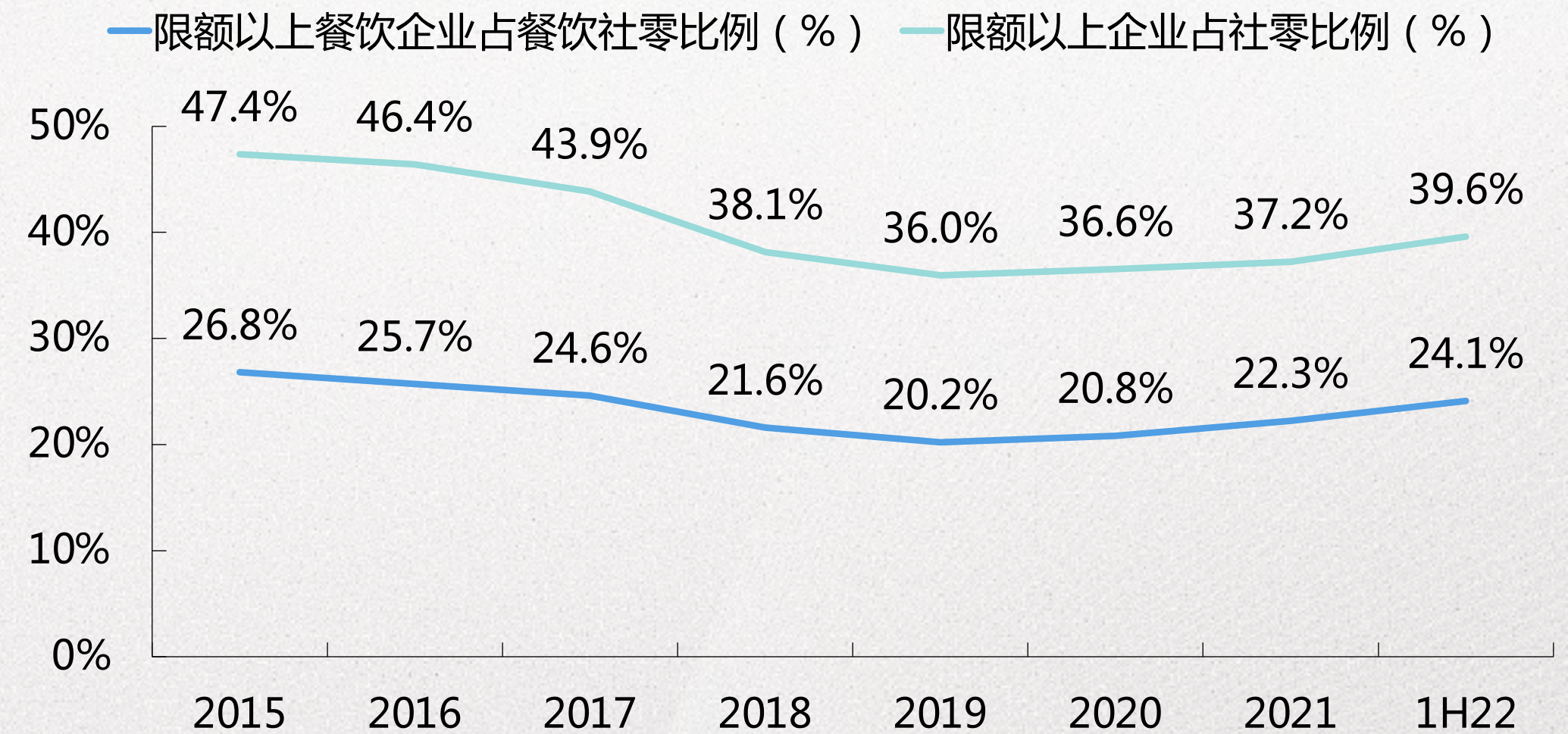
资料来源：Wind，国金证券研究所预测；除锦江酒店、首旅酒店、华住集团、复星旅文外均为wind一致预期，收盘价2022/8/31。

餐饮：高效UE抵御环境压力，咖啡逆势成长

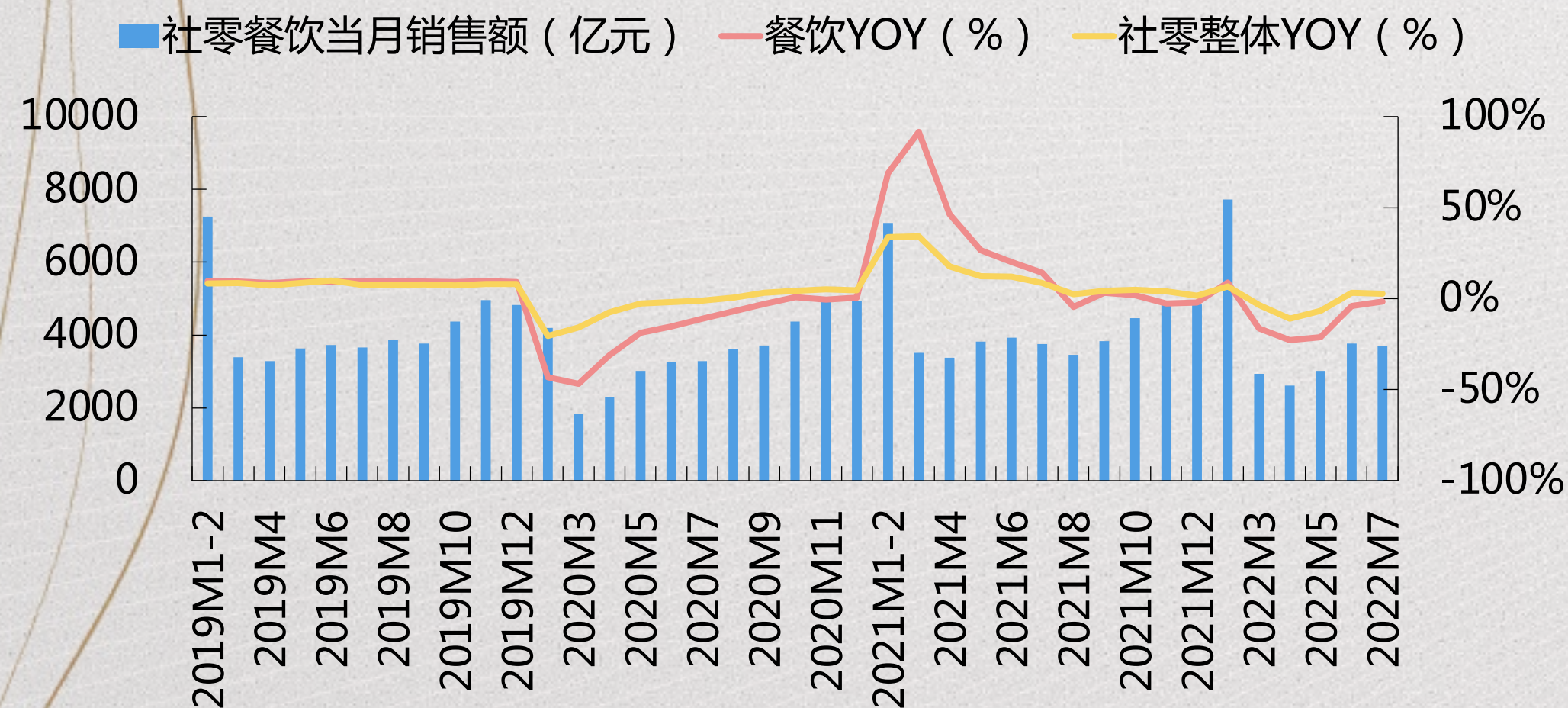
疫情反复下，行业再度经历至暗时刻

- 1H22社零餐饮20040亿元/-7.7%、跑输社零整体约7.0pct，其中3~5月在疫情冲击下同比下滑16%~23%，6月开始明显修复，7月同比-1.5%、降幅环比缩小3.5pct，但仍低于社零整体约4.2pct。
- 1H22限额以上餐饮占比24.1%/+1.3pct，体现疫情后限额以上餐企更具韧性，品牌化、连锁化仍为行业大趋势。

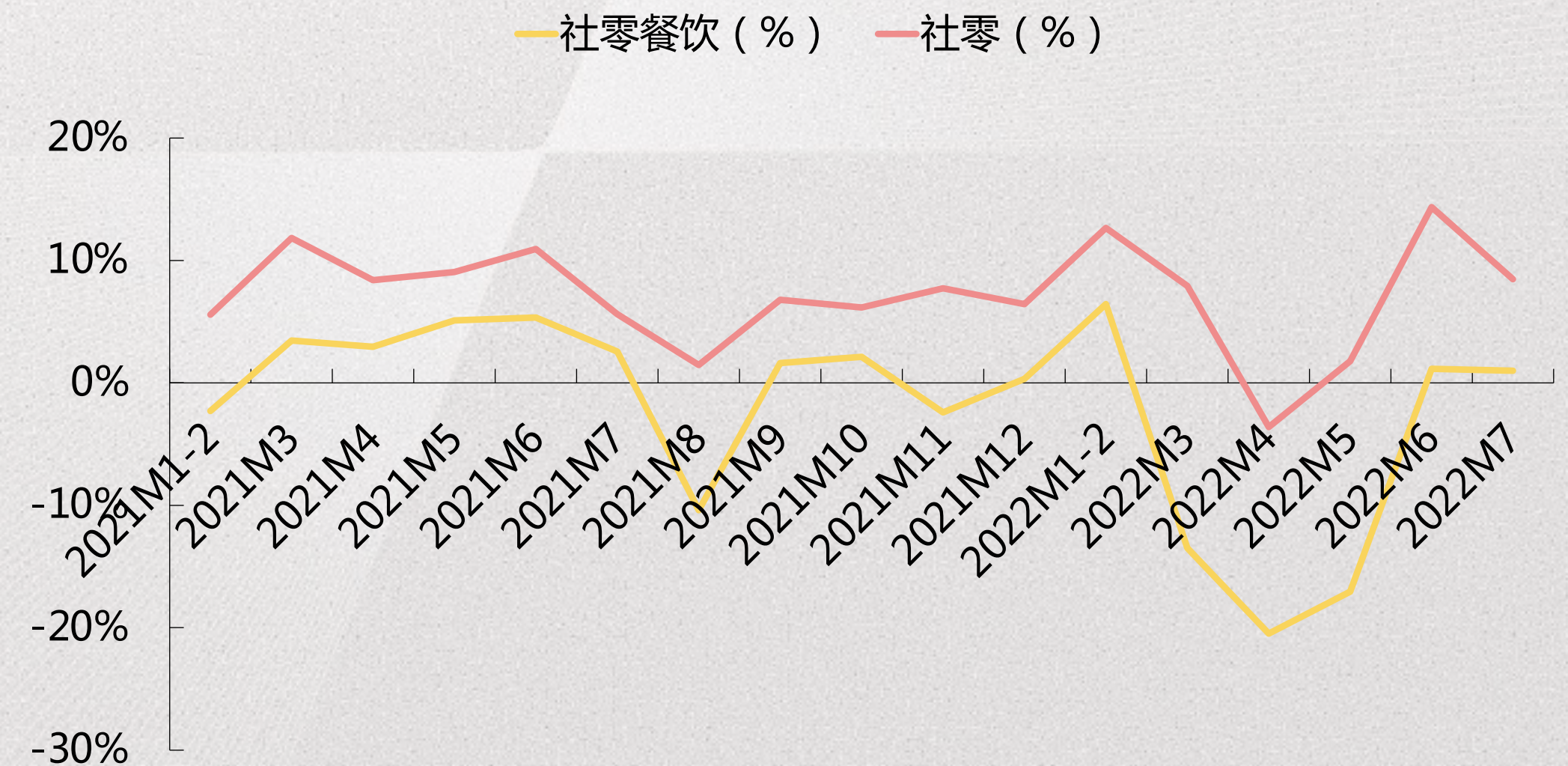
疫情后限额以上餐企表现出韧性



2022-03以来餐饮增速持续跑输社零整体



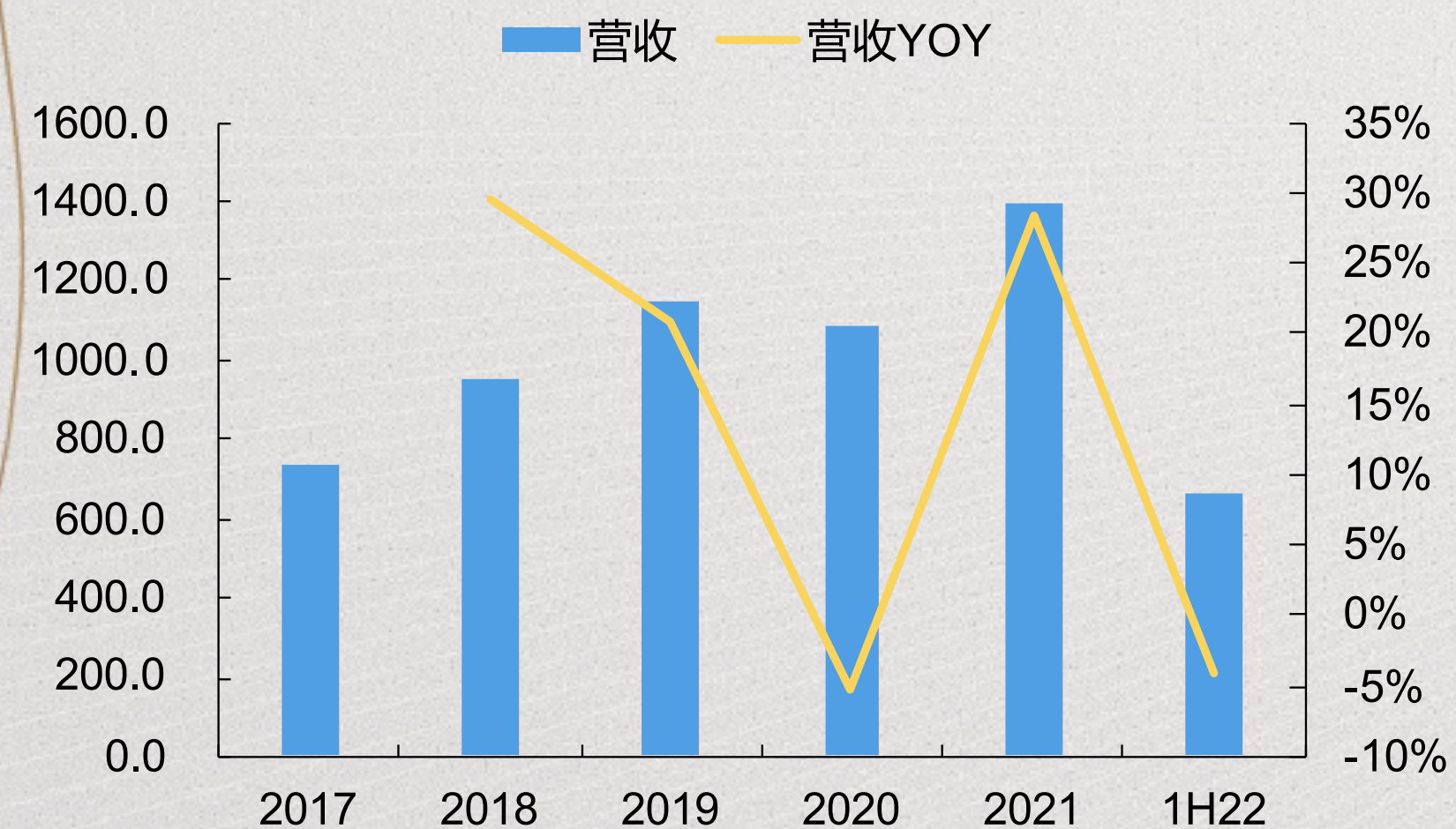
2022年3~5月餐饮社零当月值较2019年同期负增长



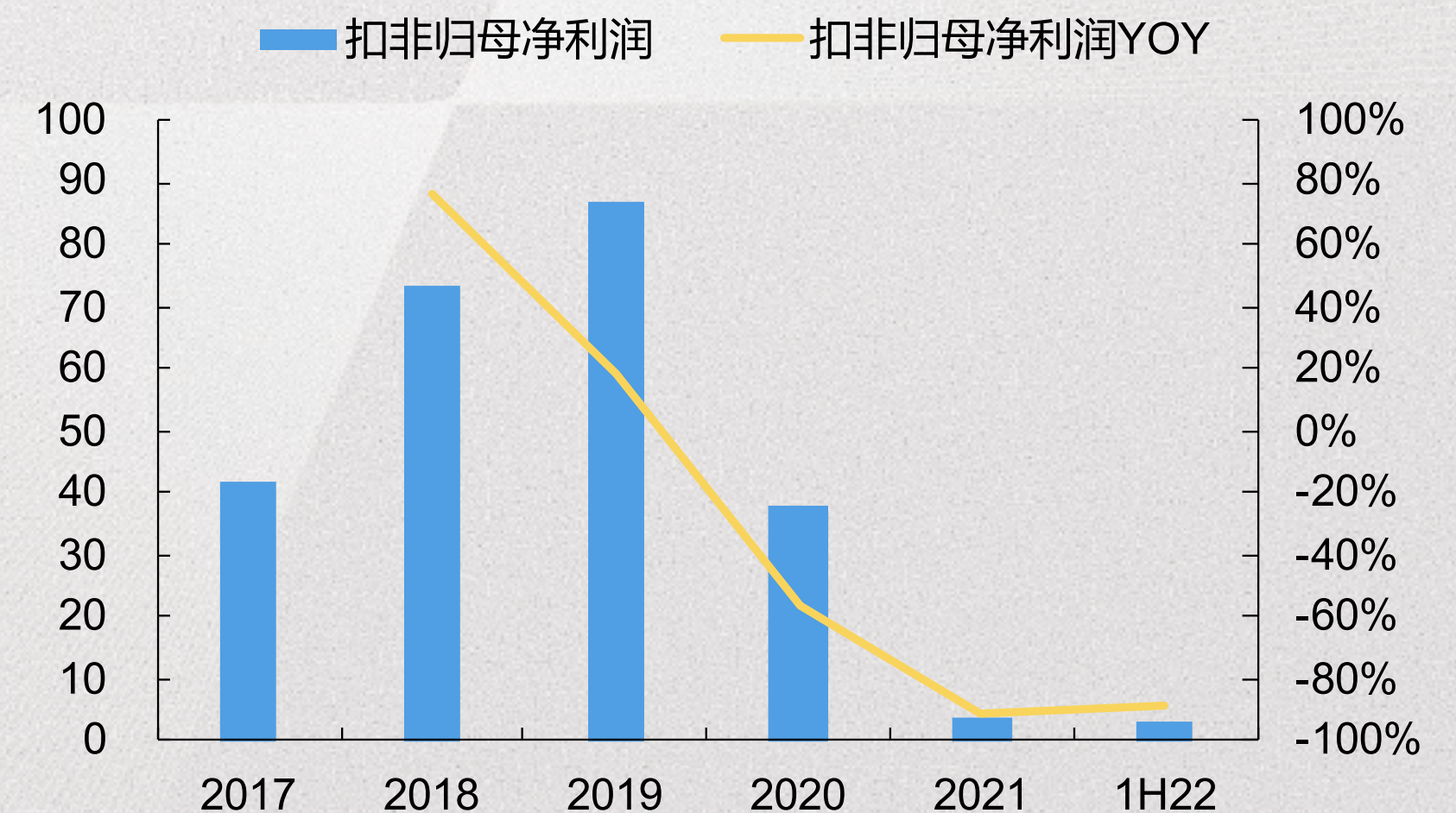
上市公司收入、利润同降，利润端降幅更大

- 1H22餐饮行业上市公司营收、净利分别-4.0%、88.3%，出现双降，其中利润端因门店刚性成本费用、关店等导致一次性损失而下滑幅度更大。

餐饮行业上市公司营收



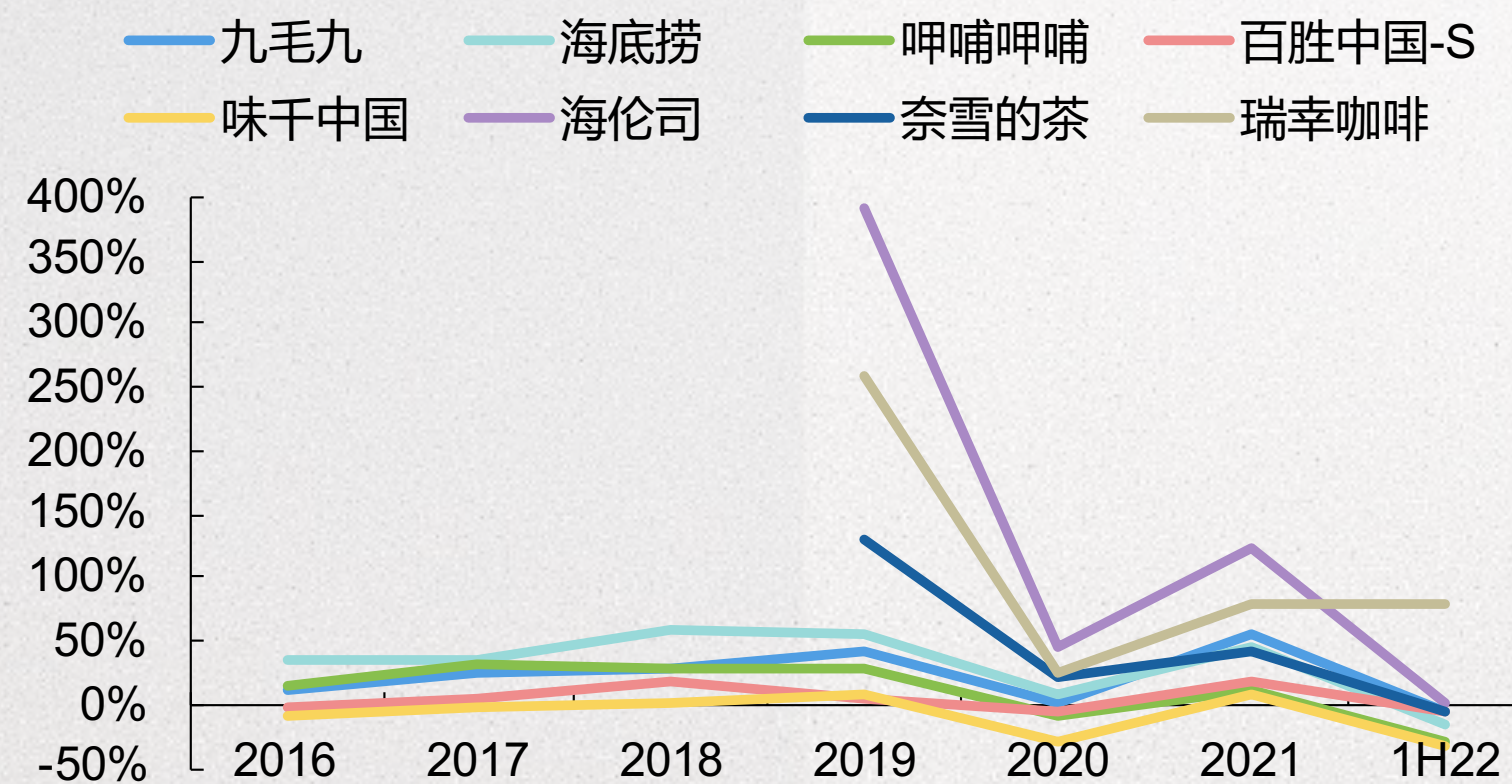
餐饮行业上市公司净利



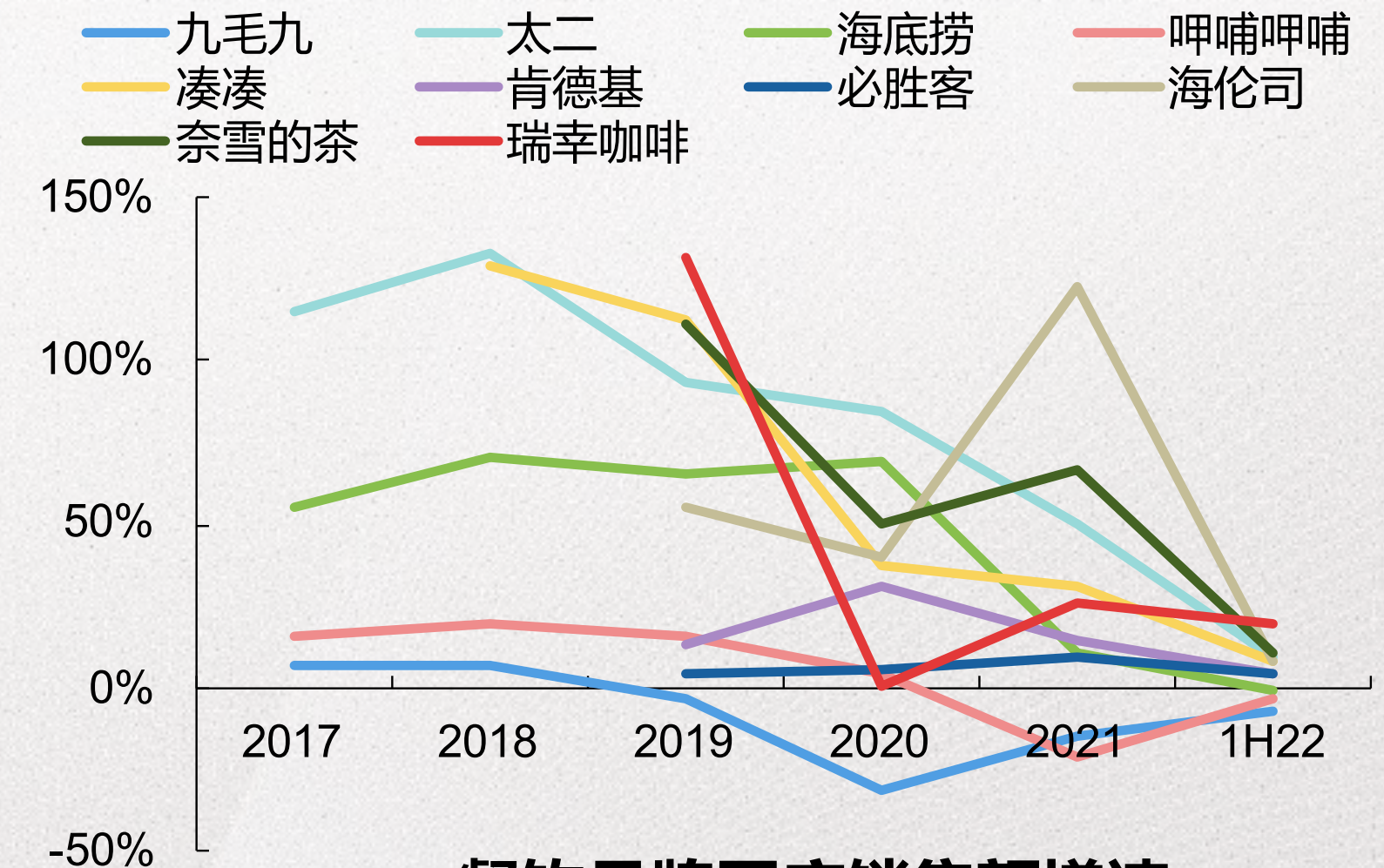
港/美股：同店、拓店均承压，瑞幸逆势增长

- 收入端：1H21多数公司同店因门店堂食受限下滑明显，拓店节奏亦受疫情扰动放缓，收入端整体表现为下滑；而瑞幸咖啡新品反响热烈、快速下沉逆势，Q2自营店同店+41.2%、单Q2净增615家门店，实现收入57.0亿元/+79.2%。
- 开店分化：九毛九旗下太二仍处于成长期、净开34家，新品牌怂新开2家。部分品牌疫情期间则仍在梳理门店，海底捞啄木鸟计划下关26家（净-18）、将择机启动硬骨头计划，呷哺呷哺品牌关37家（净-31）海伦司净拓店同时闭店调整100+门店。

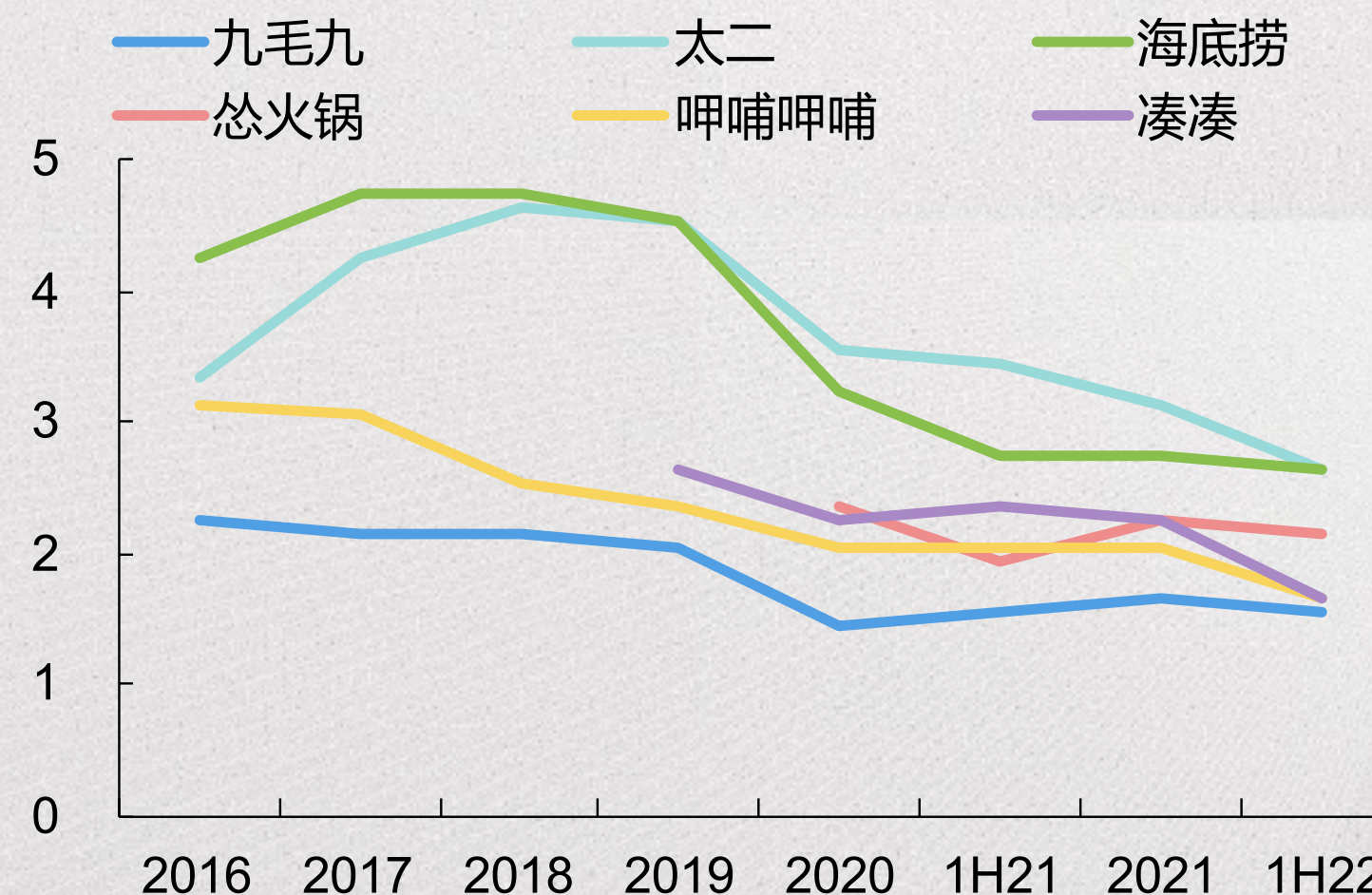
餐饮公司收入增速对比



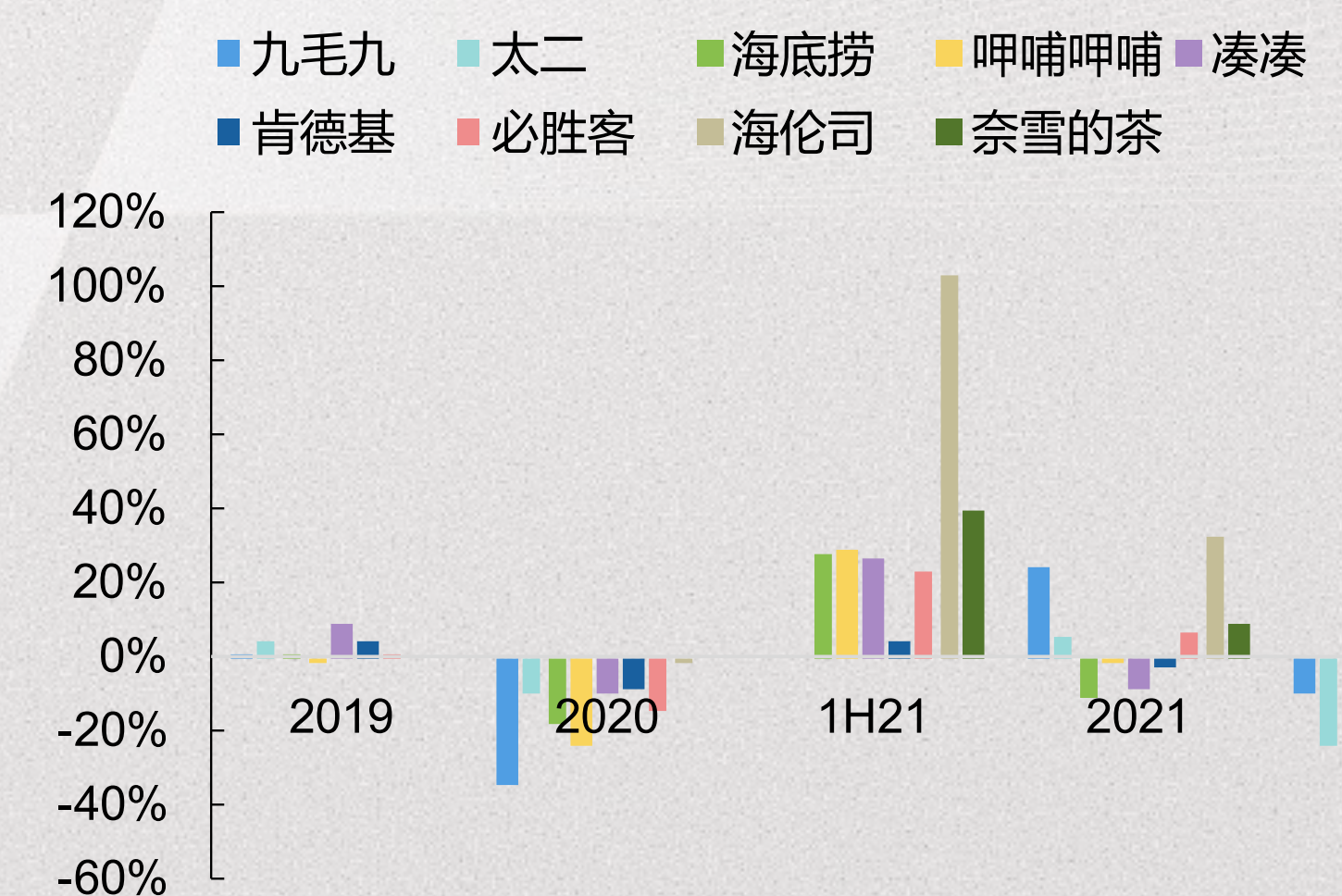
餐饮品牌开店速度分化



餐饮品牌翻台/座率



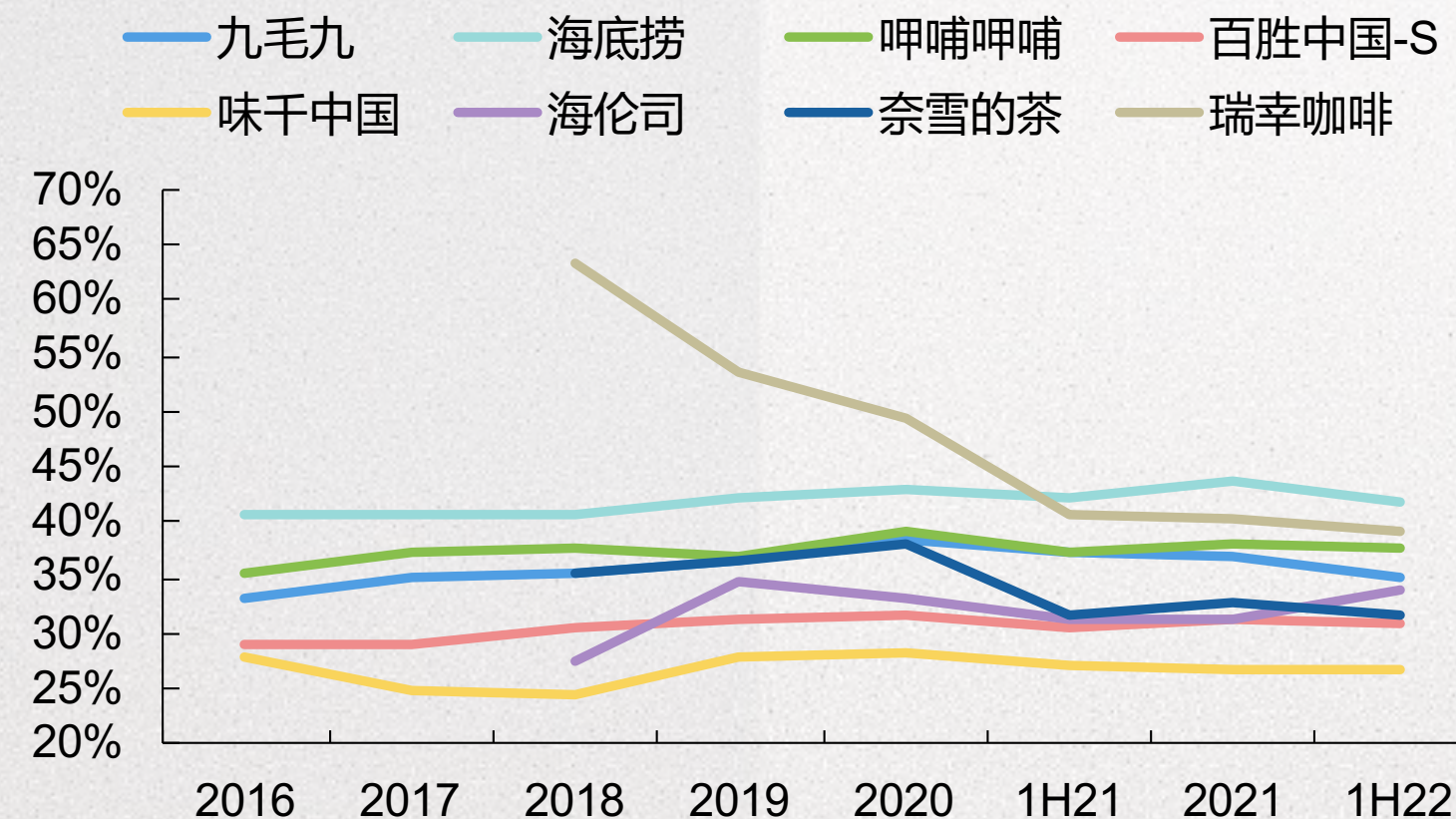
餐饮品牌同店销售额增速



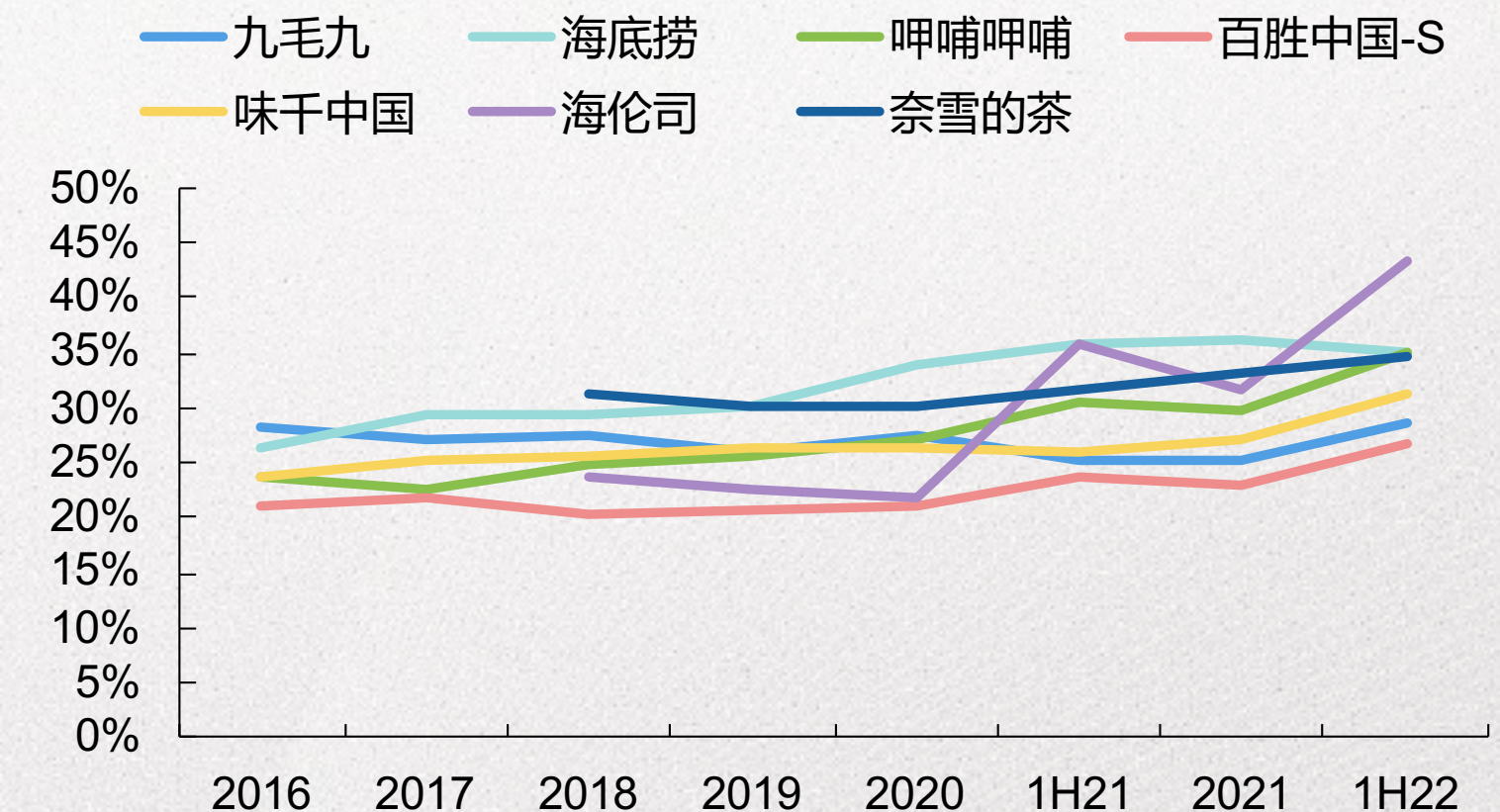
港/美股：刚性成本、门店调整影响盈利能力， 九毛九、百胜中国韧性凸显，瑞幸扭亏

- 供应链完善助力原材料成本控制，1H22九毛九、瑞幸原材料占收入比同比-2.2pct、-1.5pct，海伦司因促销活动等+2.7pct；人工、租金及折摊三项刚性成本因收入端下滑占比普升，海底捞通过人员精简人工费用率-0.4pct。
- 百胜中国、九毛九高效UE韧性凸显，且门店调整等一次性支出少，逆境中仍实现盈利，归母净利率分别3.0%/-6.2pct、4.0%/-4.2pct。
- 瑞幸咖啡同店+拓店逆势亮眼、成本费用逐渐控制，2Q221H22Non-GAAP净利3.7亿元、扭亏，净利率6.4%，其中Q2为2.7亿元/+190.8%、净利率8.1%。

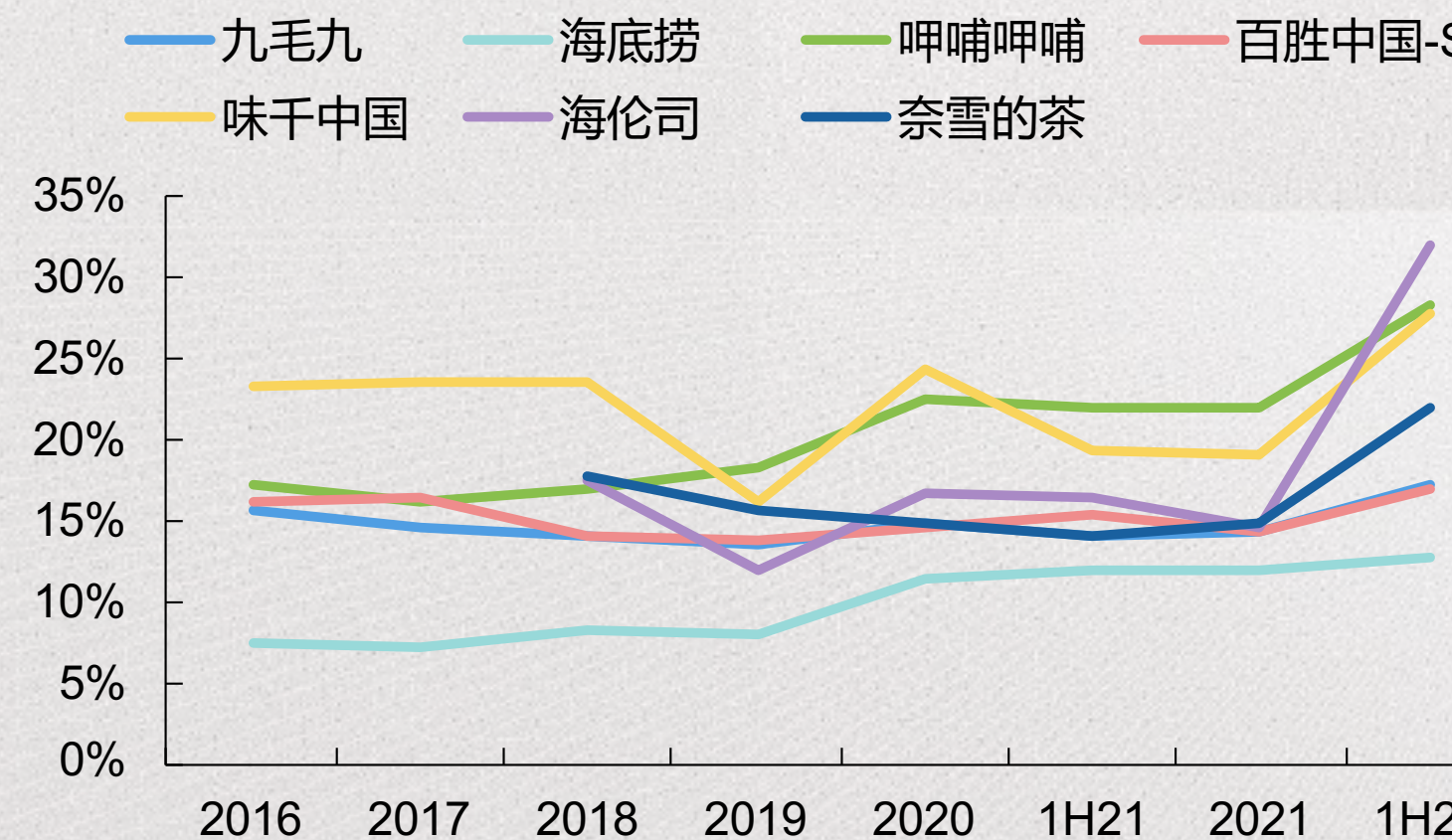
餐饮公司原材料占收入比



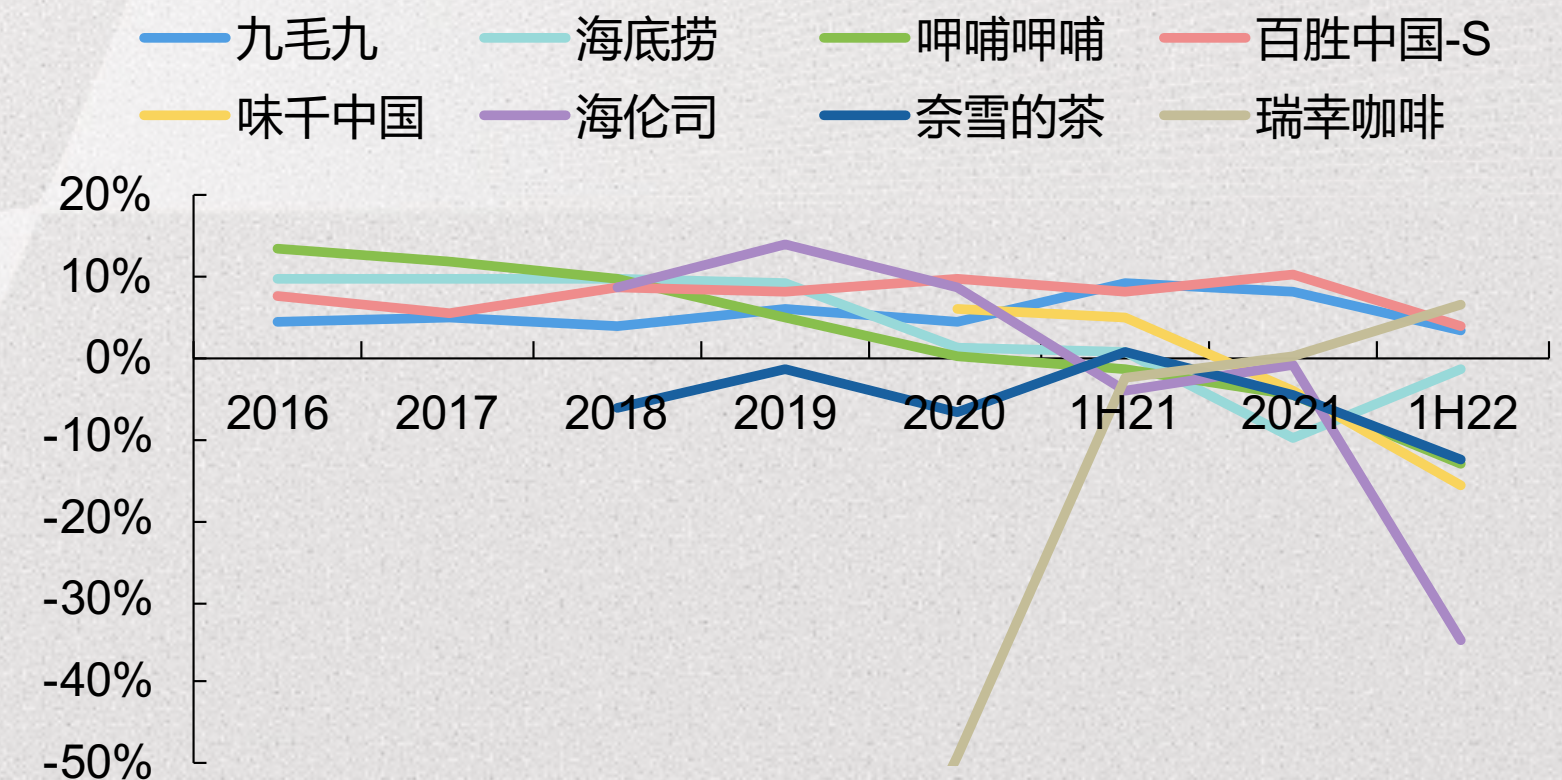
餐饮公司员工薪酬占收入比



餐饮公司租金及折摊占收入比



餐饮公司归母净利率



A股：餐饮+食品于疫情下韧性较强，社区团购缓解部分经营压力

- **广州酒家**：2Q22月饼/速冻食品/其他食品/餐饮业务营收0.4/2.5/2.0/1.8亿，同比分别+28%/+33%/-3%/+37%，随梅州产能释放+疫情催化，公司速冻高增，餐饮虽受疫情影响较大，但因陶陶居21/7/1并表，收入高增。异地开拓稳步进行，佛山、深圳、上海、长沙、成都等地已规划新餐厅。
- **同庆楼**：1-2 月收入预算完成率 104%，3-5 月华东疫情影响严重，对应预算完成率分别为58%、37%、57%，6月已提升至104%，短期疫情扰动经营节奏，新店爬坡期延长，但预计婚庆等宴请市场消费延后释放，疫情企稳期相对有弹性。食品业务收入3797.5万元、发展迅速，主要源于预制菜增长。
- **巴比食品**：收入增长主因上海疫情下团餐（+149%）与直营门店渠道通过社区团购形式发力以及华中门店并表（676家门店）。南京工厂产能释放为全年开店约千家目标提供支撑，上海解封后早餐店因刚需+即买即走属性预计恢复更快，结合公司门店外卖收入提升+品类扩张+门店升级，业绩有望环比改善
- **味知香**：加盟店/经销店/批发渠道/直销及其他/电商渠道实现收入1.01/0.35/0.50/0.02/0.02亿元，同比+18%/+3%/-31%/-35%/-70%，公司核心市场华东受二季度疫情影响较为严重，B端业务承压更大，C端受疫情影响较小主要系积极开拓社区团购渠道。

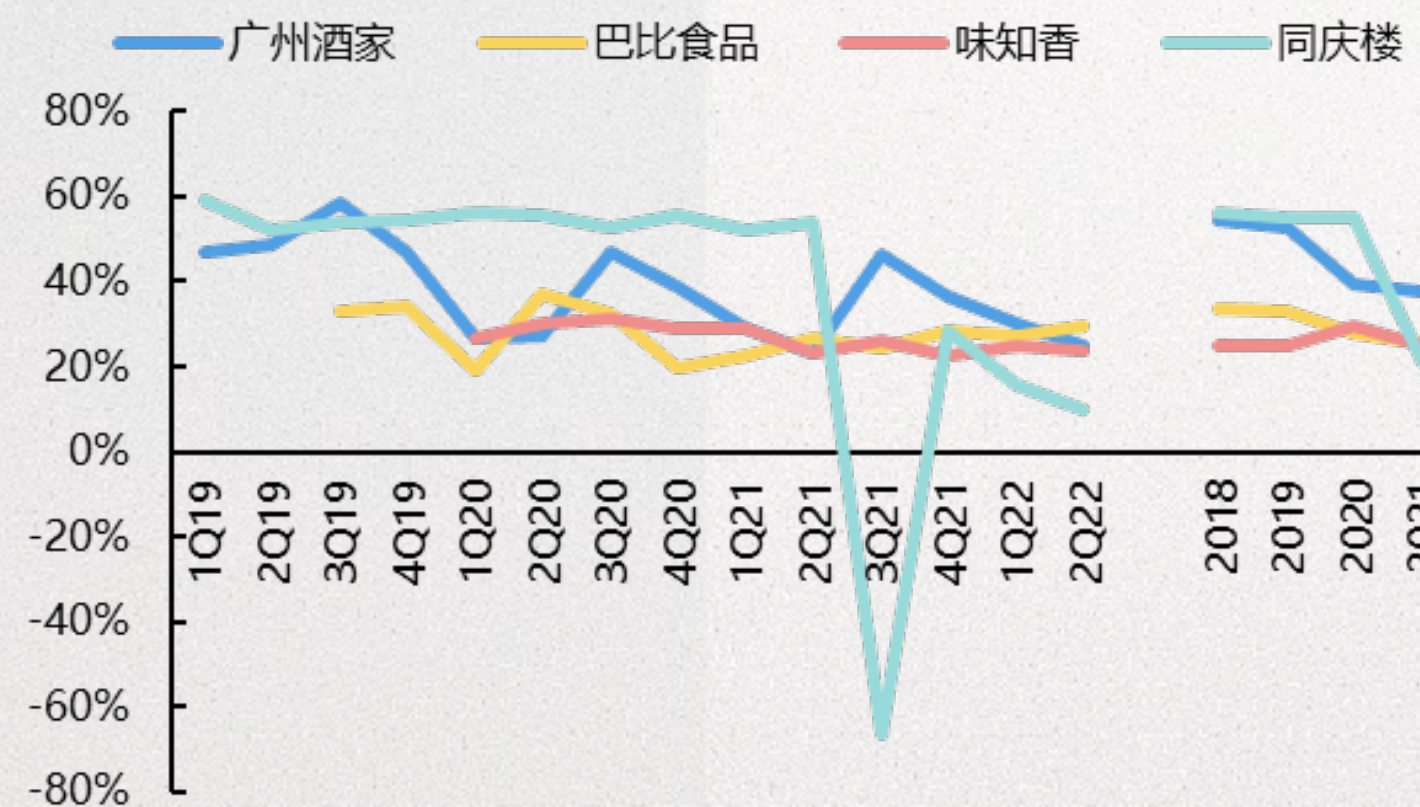
A股可比餐企营收、归母净利润、扣非归母净利润情况

公司代码	公司名称	1H22				扣非归母净利 润（亿元）	扣非归母净利 润同比（%）	2Q22					
		收入(亿元)	收入同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比(%)			收入(亿元)	收入同比 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比(%)	扣非归母净利 润（亿元）	扣非归母净利 润同比(%)
603043.SH	广州酒家	14.2	16%	0.5	49%	0.49	59%	6.8	20%	0.0	119%	-0.02	86%
605108.SH	同庆楼	7.5	-6%	0.2	-70%	0.12	-80%	3.2	-17%	0.0	-104%	-0.06	-118%
605338.SH	巴比食品	6.9	15%	1.2	-45%	0.93	61%	3.8	10%	1.2	-41%	0.54	22%
605089.SH	味知香	3.8	3%	0.7	15%	0.62	N/A	1.9	-5%	0.3	5%	0.31	N/A

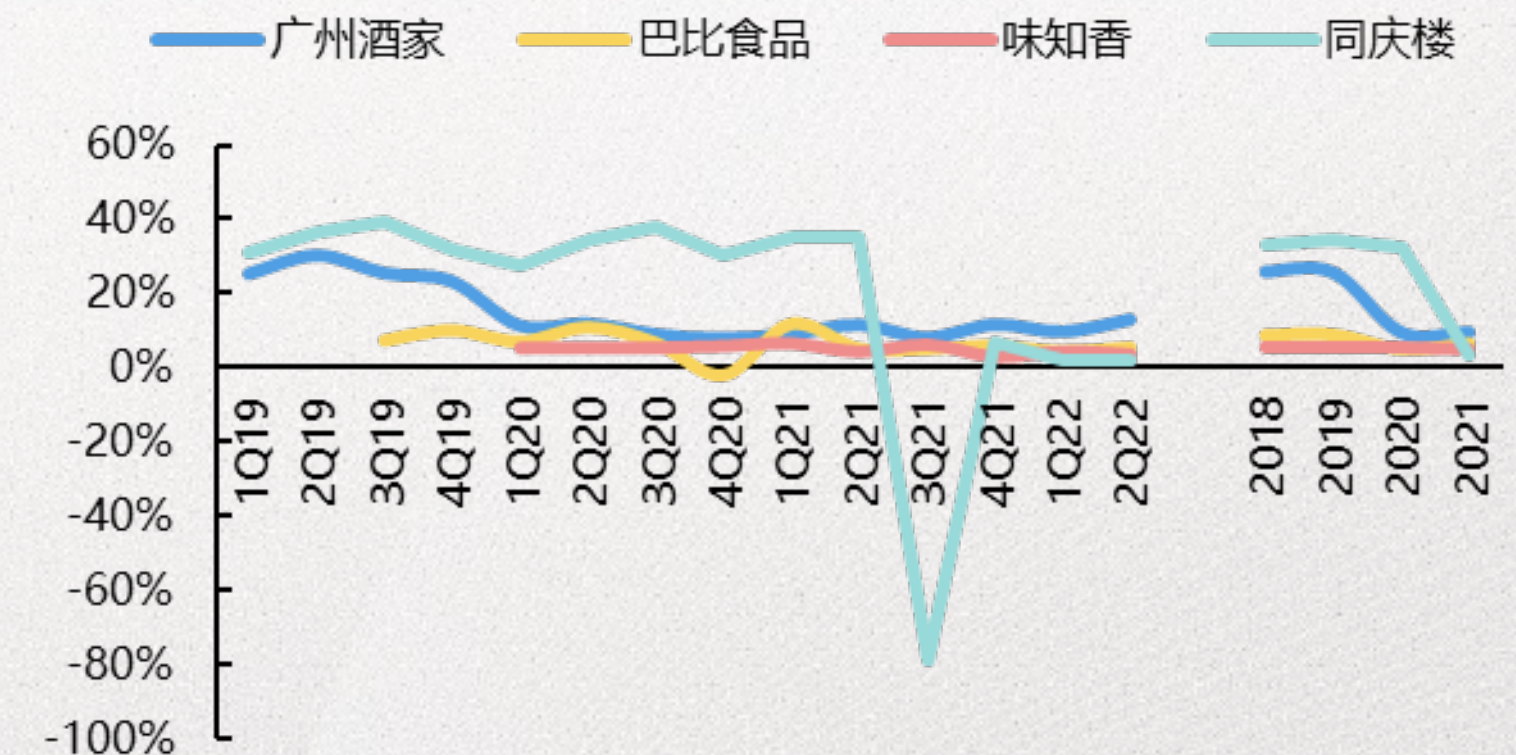
A股：正餐承压，速冻、预制菜受益保供及居家

- 巴比食品**：2Q22公司毛利率29.5%/+3.2pct，环比+2.1pct，主要系原材料（猪肉）价格回落。销售费用率+0.4pct，管理费用率+1.9pct，主因人员、折摊等固定成本压力不减，但营收受疫情影响增速放缓。2Q22扣非归母净利润率14.4%/+1.4pct，盈利能力有所提升。
- 味知香**：2Q22毛利率为24.0%/-0.6pct，牛肉价格虽有上涨但整体成本压力不大。2Q22销售费用率/管理费用率同比-2.4pct/-0.5pct，销售费率减少主因线上销售相关费用减少，管理费用下降主要系去年存在上市相关费用的高基数影响，归母净利率为18.0%/+1.8pct，盈利能力仍有提升。
- 广州酒家**：受益速冻原材料价格下行，2Q22毛利率为24.7%/+1.6pct，销售费用率+1.4pct、管理费用率-0.5pct，费用控制稳定。在去年低基数+成本费用管控较好情况下公司2Q22归母净利率0.3%/+2.1pct。
- 同庆楼**：1H22毛利率13.3%，可比口径-6.1pct，受人工&房租&摊销等刚性成本影响，管理费率/财务费率/销售费率分别+0.79/+0.46/+0.29pct，净利率为-0.5%/-10.7pct，正餐经营受限、盈利水平下滑严重。

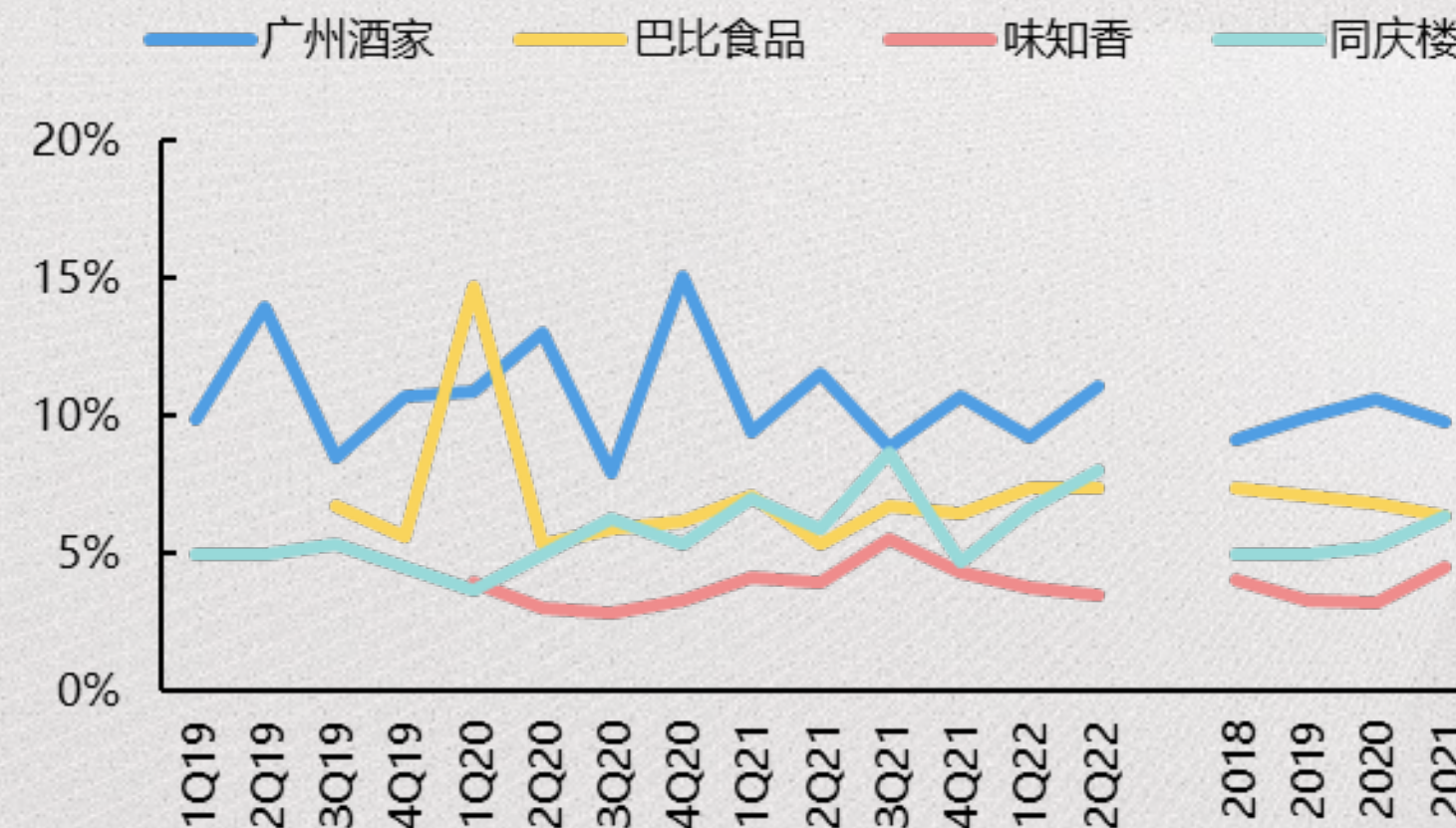
A股可比餐企毛利率



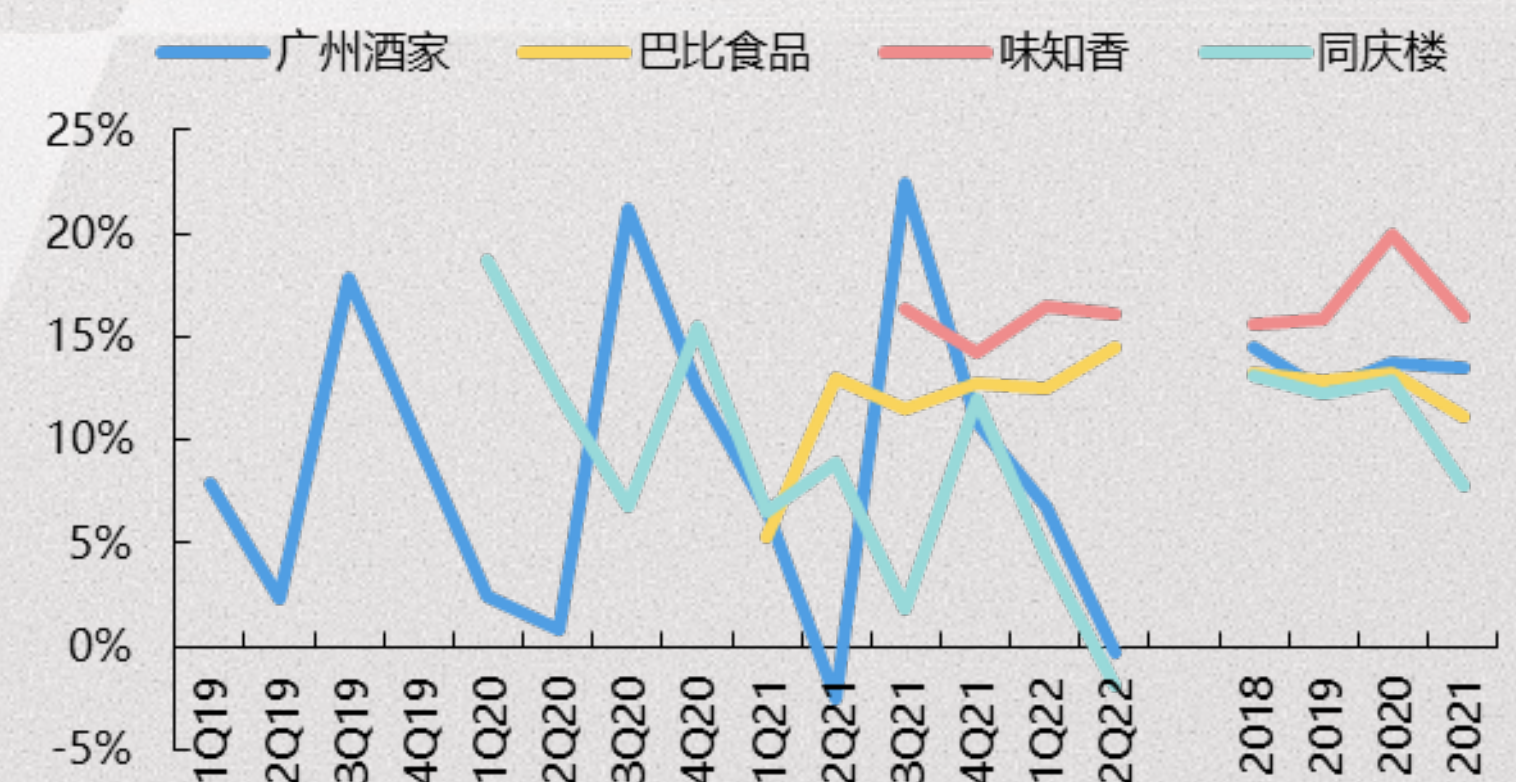
A股可比餐企销售费率



A股可比餐企管理费率



A股可比餐企扣非净利率



餐饮小结：个股表现存分化，关注成长与反转

- 1H22餐饮行业上市公司营收、净利分别-4.0%、-88.3%，出现双降，利润端因门店刚性成本费用、关店等导致一次性损失而下滑幅度更大。品牌餐饮中，瑞幸咖啡新品推广、门店下沉成功，成本费用逐渐控制，逆势增长近80%，Non-gaap净利扭亏；UE模型高效的快餐/休闲餐经营韧性凸显，如百胜中国、九毛九逆境中仍实现盈利，供应链持续完善；行业关店调整仍在继续，海底捞啄木鸟计划初见成效，人工成本下降、盈亏平衡翻台率已降至3次以下，海伦司疫情期间关店调整100+门店，呷哺呷哺亦有净关店；正餐宴请受冲击大，1H22同庆楼仅完成预算收入78.3%，但延迟消费预计下半年弹性大。部分餐饮+食品型企业受益保供、预制菜/速冻居家消费而受影响稍弱，如广州酒家受益疫情下居家场景增多，随产能释放速冻业务同比+33%；主战华东区域的巴比食品与味知香在经营重压阶段，利用政府保供产品通道积极开拓社区团购（巴比食品团餐同比+149%，味知香加盟店渠道+18%）；同庆楼预制菜业务成长较快，1H22食品业务贡献收入增至近3800万。
- 投资建议：**餐饮自下而上筛选品牌成长性、抗风险能力突出公司，推荐**九毛九**（太二稳定拓店、新品牌怂火锅已上调开店计划，品牌打造、标准化能力强，UE效率突出）、**海伦司**（小酒馆下沉降维，新增烧烤、加盟店，门店调整一次性损失计提较充分，人员精简已于5月基本完毕），重点关注**瑞幸咖啡**后续成长，**海底捞**困境反转机会以及**同庆楼**下半年旺季宴请需求弹性释放。

重点关注餐饮公司估值表

证券代码	证券简称	EPS（摊薄，原始货币，元）					PE					3年CAGR
		20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E	
餐饮-A股												
605108.SH	同庆楼	0.93	0.55	0.41	0.92	1.24	25.73	33.03	54.34	24.16	17.93	30.93%
603043.SH	广州酒家	1.15	0.99	1.10	1.30	1.53	33.75	24.40	21.89	18.43	15.73	15.71%
605338.SH	巴比食品	0.71	1.27	1.01	1.11	1.40	53.37	27.52	27.51	25.02	19.85	3.43%
605089.SH	味知香	1.67	1.33	1.56	1.97	2.38	-	71.51	37.60	29.92	24.68	21.56%
餐饮-港股												
9922.HK	九毛九	0.09	0.23	0.20	0.54	0.75	232.69	47.89	68.14	25.32	18.12	48.49%
6862.HK	海底捞	0.06	-0.78	0.07	0.43	0.67	861.07	N/A	249.67	38.23	24.53	194.85%
0520.HK	呷哺呷哺	0.00	-0.27	-0.17	0.09	0.15	8,778.99	N/A	NA	37.22	21.32	182.43%
9987.HK	百胜中国-S	1.95	2.28	1.10	1.89	2.33	30.72	21.21	45.50	26.37	21.46	0.71%
9869.HK	海伦司	0.07	-0.21	0.01	0.40	0.71	-	N/A	990.68	26.80	15.18	249.07%
2150.HK	奈雪的茶	-	-3.28	-0.09	0.19	0.33	-	N/A	NA	27.08	15.19	146.51%

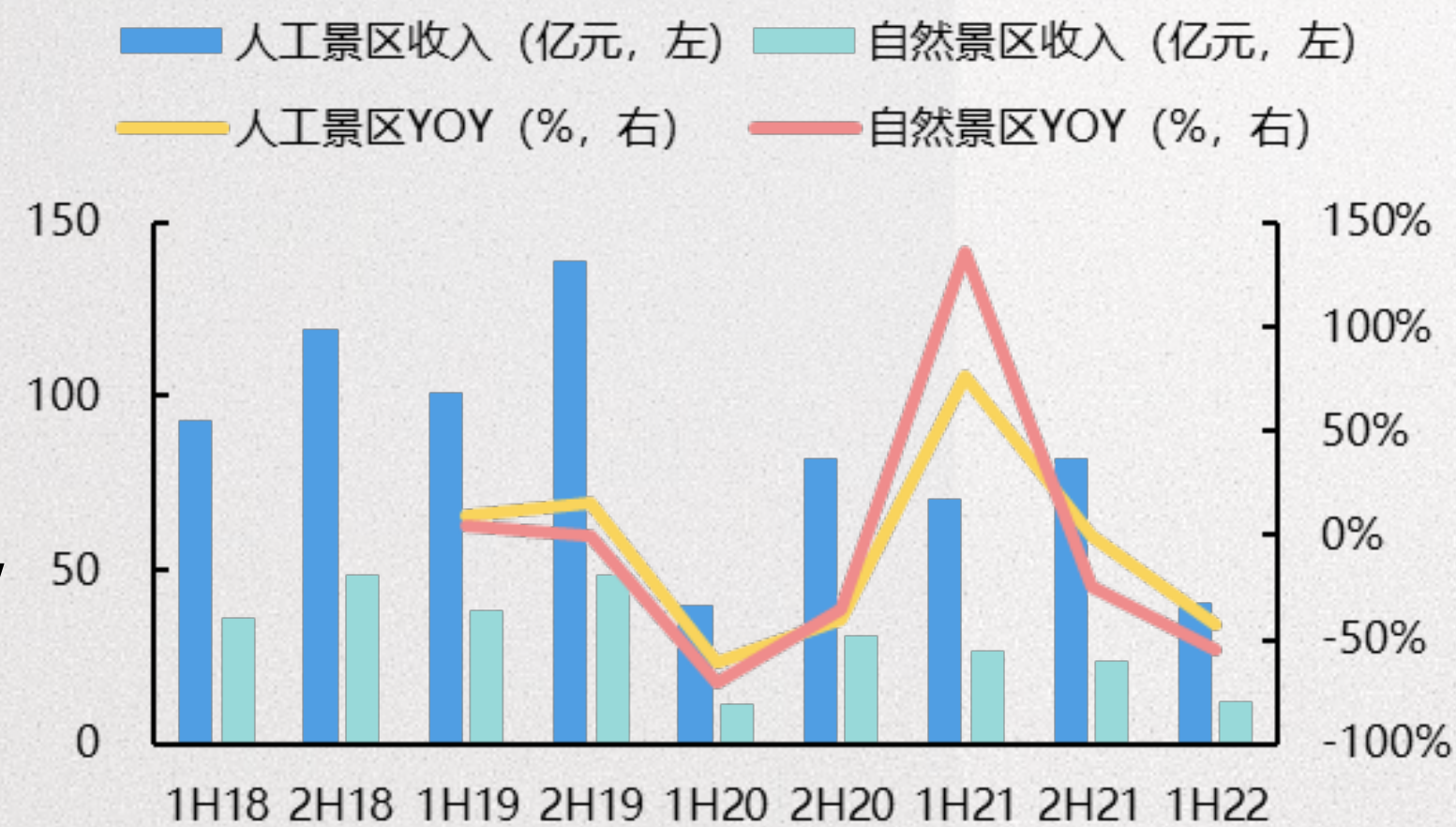
资料来源：Wind，国金证券研究所预测；除广州酒家、巴比食品、味知香、九毛九、海伦司外均为wind一致预期，收盘价2022/8/31。

景区：业绩再触底，修炼内功蓄力复苏

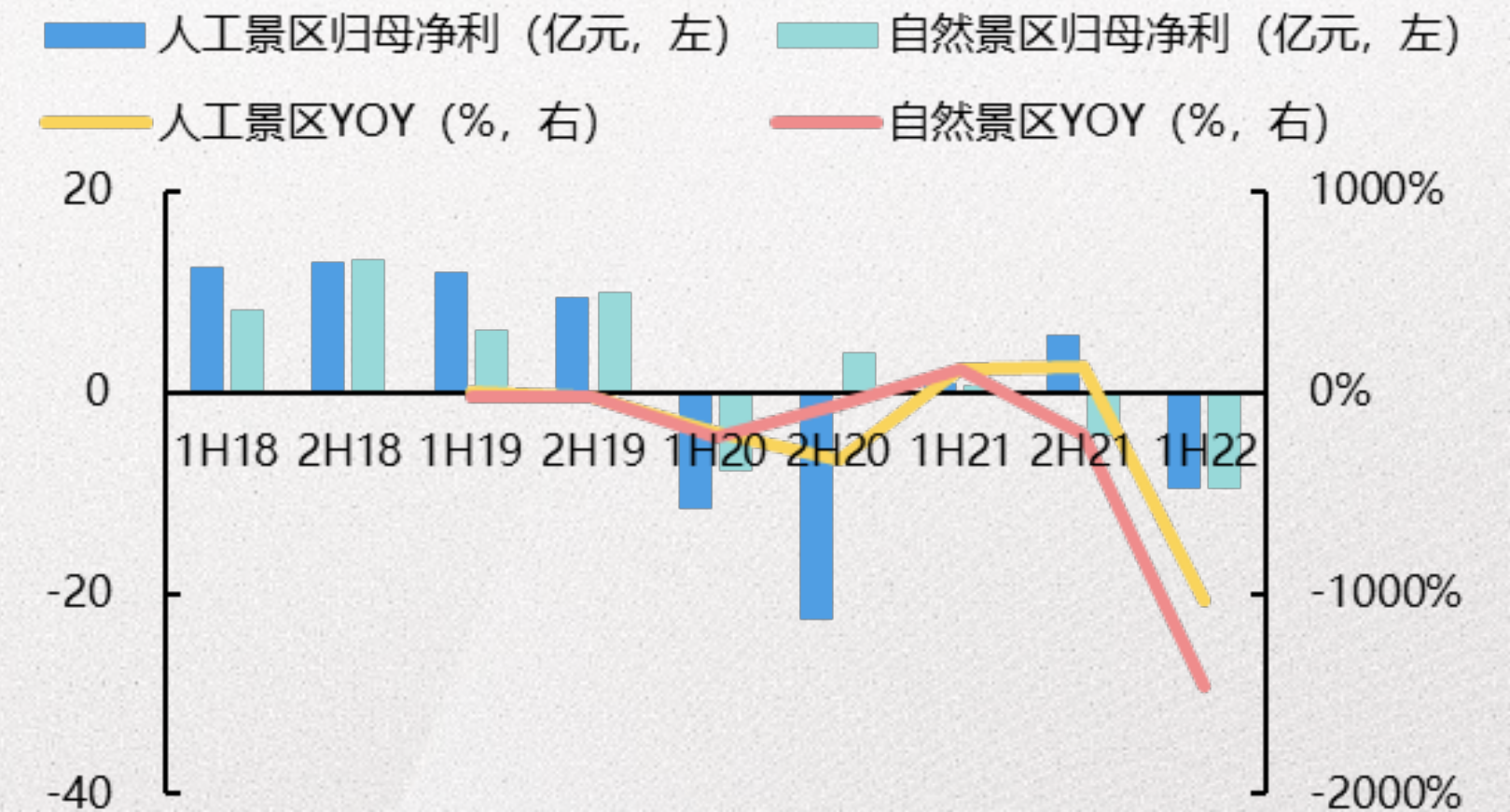
行业收入、利润均创近年新低

- 收入情况：**受疫情影响，景区经营状况明显承压，2Q22人工景区板块同比-44%，恢复至2019年同期的17%，自然景区板块同比-72%，仅2019年同期的21%。
- 利润情况：**人工景区板块同比-151%，自然景区同比-278%。
- 受2季度高线城市疫情持续性影响，景区板块收入利润均处承压状态，自然景区受损更严重，或因跨省游受限、景区限流等。

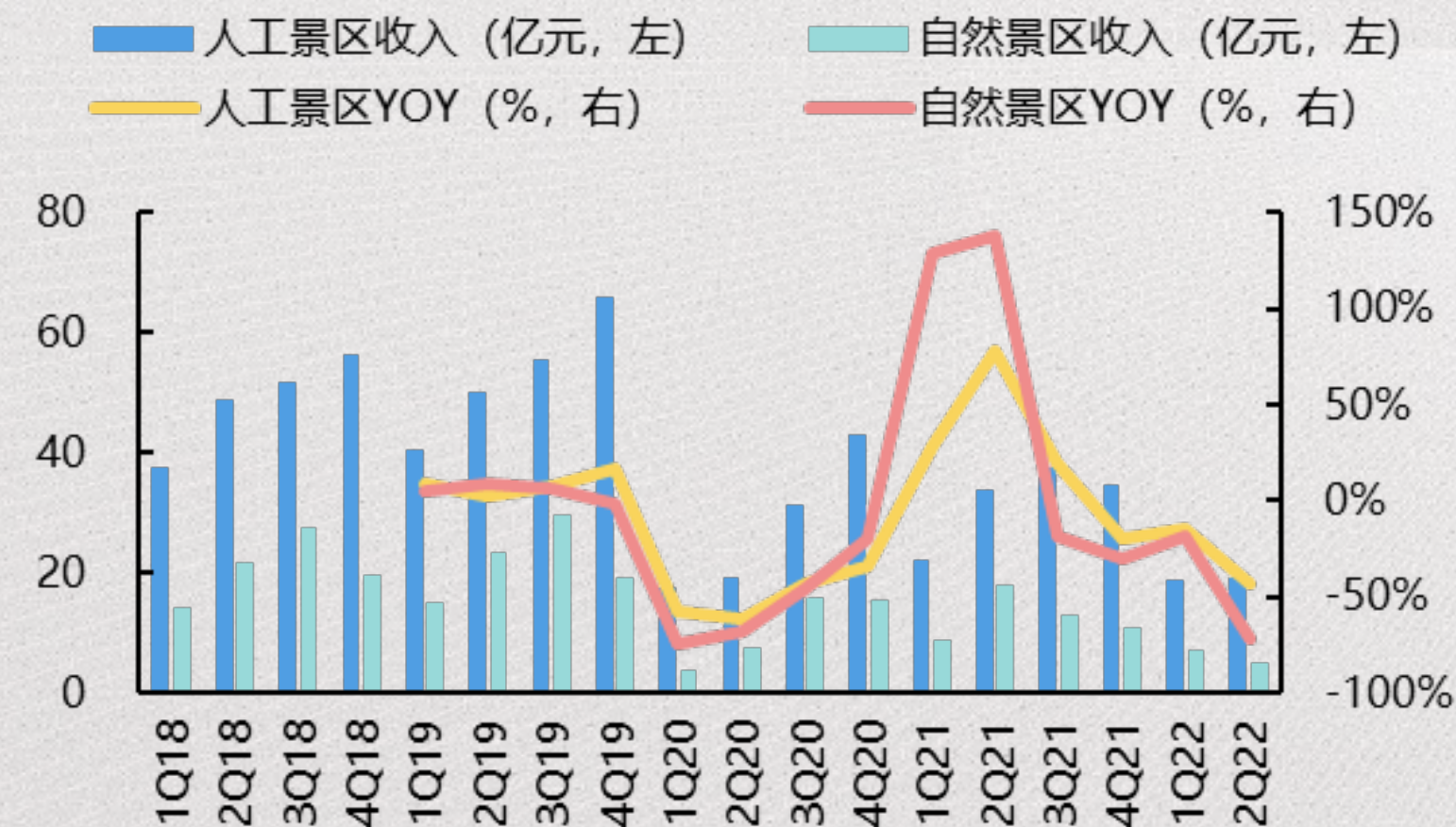
景区板块半年度收入



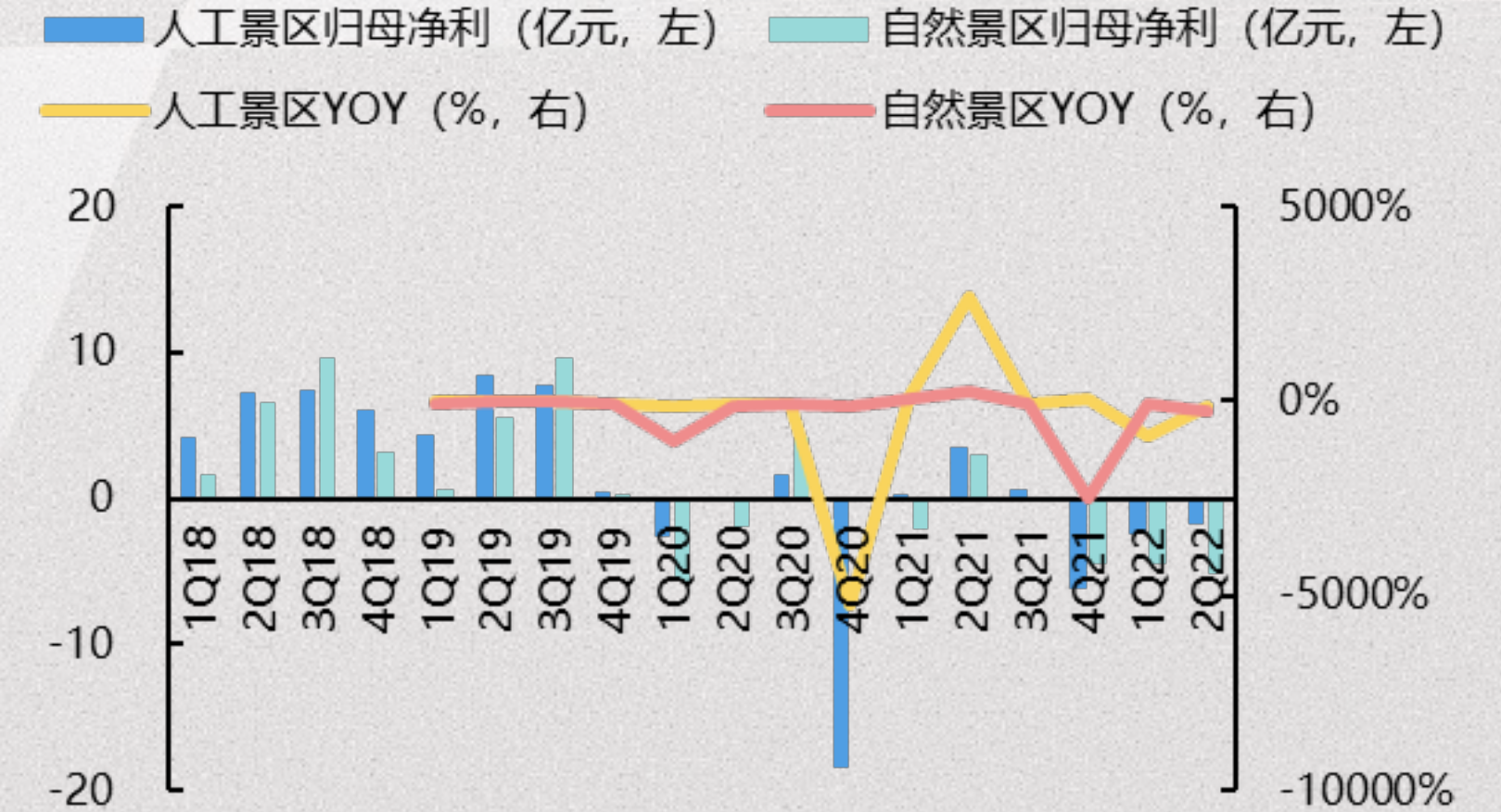
景区板块半年度归母净利润



景区板块季度收入



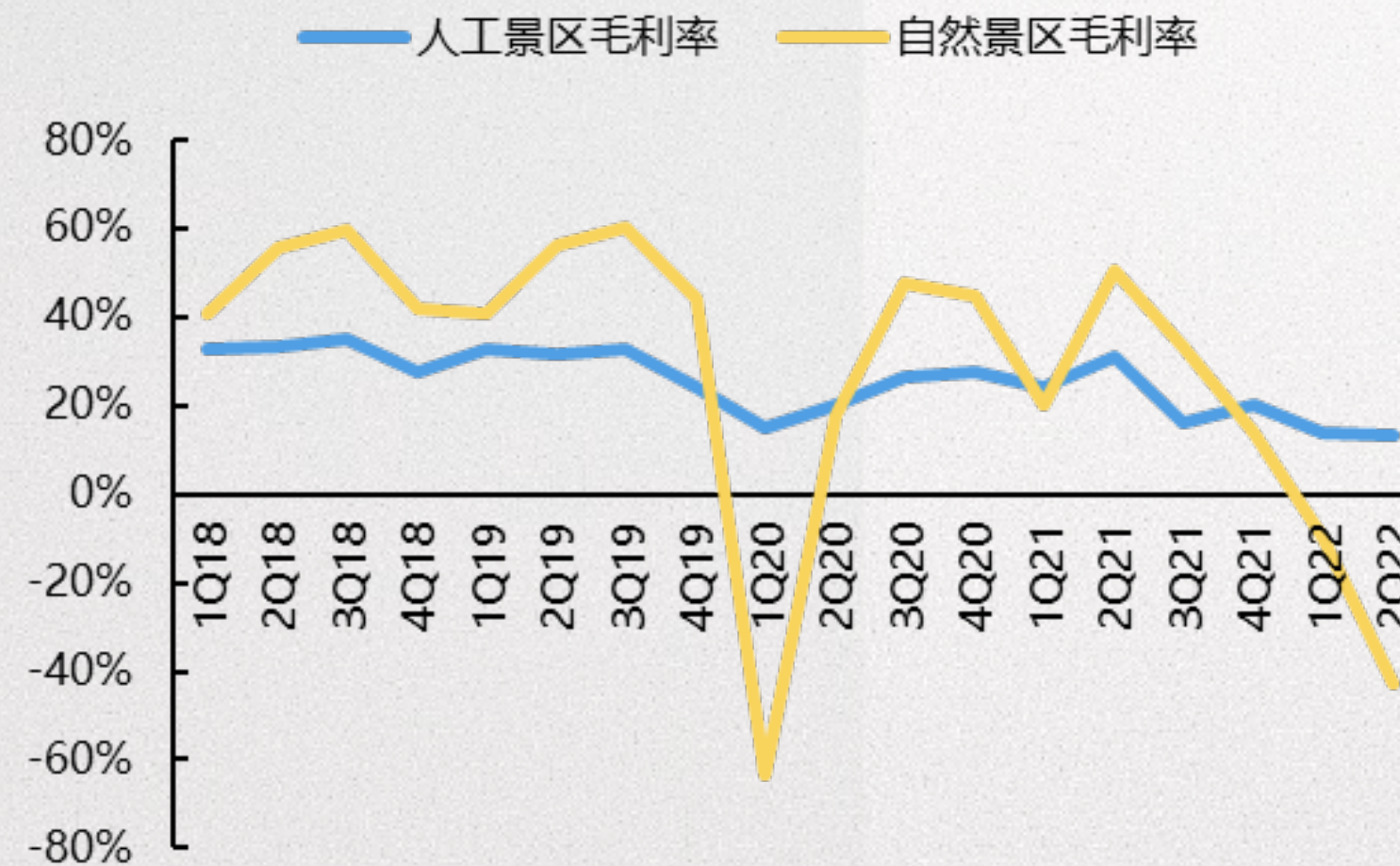
景区板块季度归母净利润



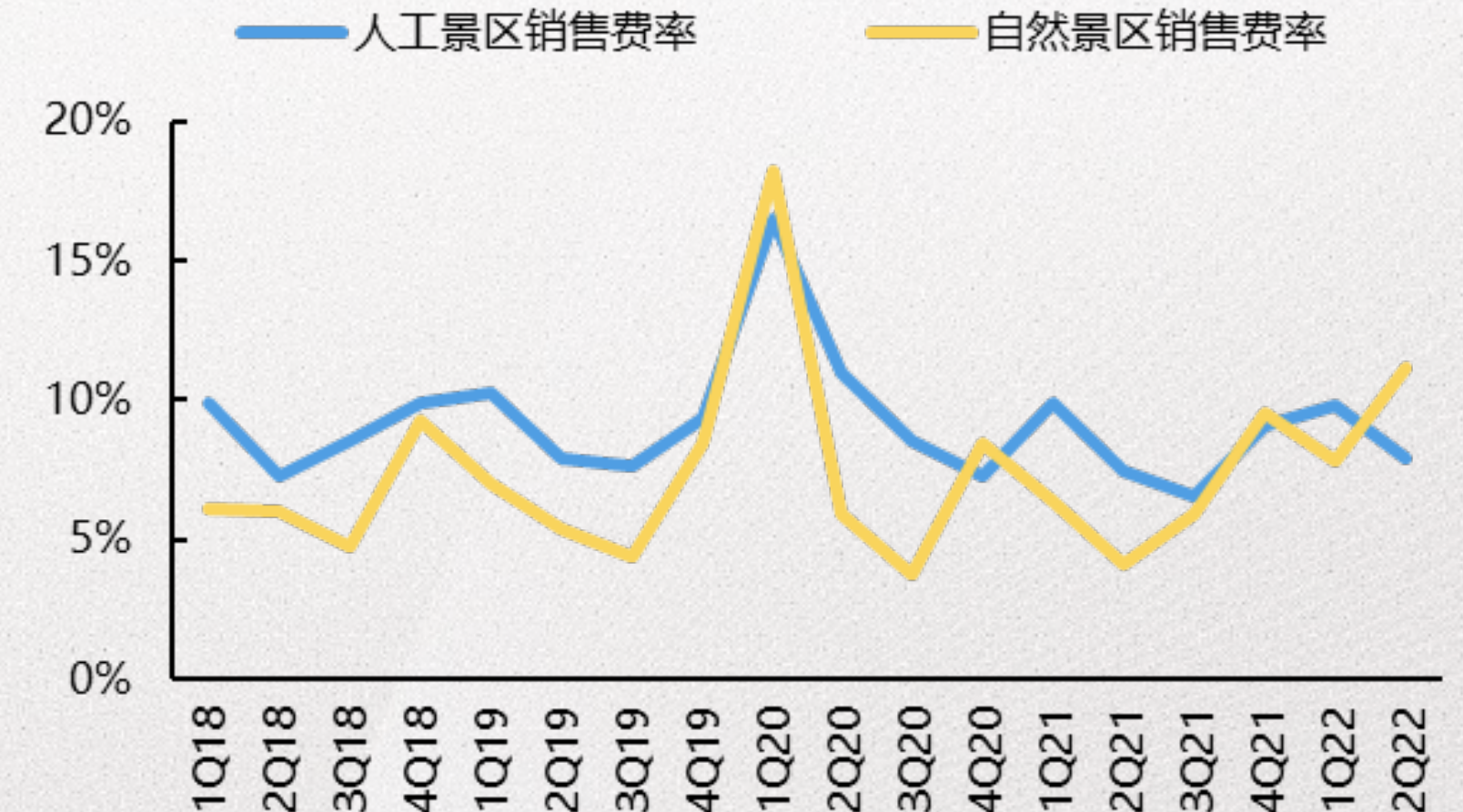
行业成本费用压力增大，现金流环比略改善

- 毛利率**：受疫情影响，景区经营状况明显承压，人工景区板块同比-17pct，自然景区板块同比-93pct。
- 销售费率**：人工景区板块同比+0.4pct，自然景区同比+7pct。
- 管理费率**：人工景区板块同比+12pct，自然景区同比+41pct。
- 现金流情况**：人工、自然景区经营性现金流净额/营收同比-23pct、38pct，环比+28pct、63pct，环比略有改善。

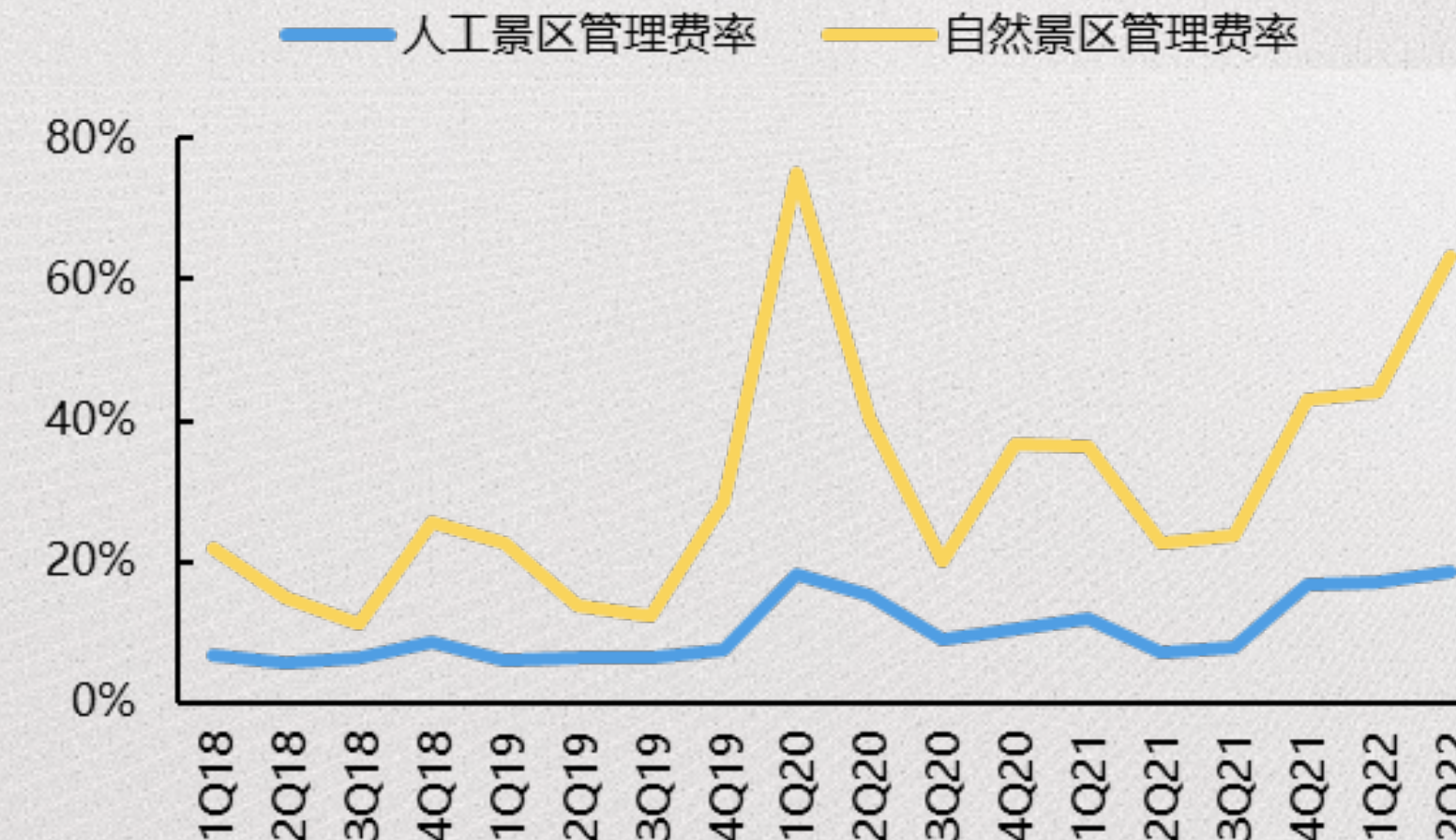
景区板块毛利率情况



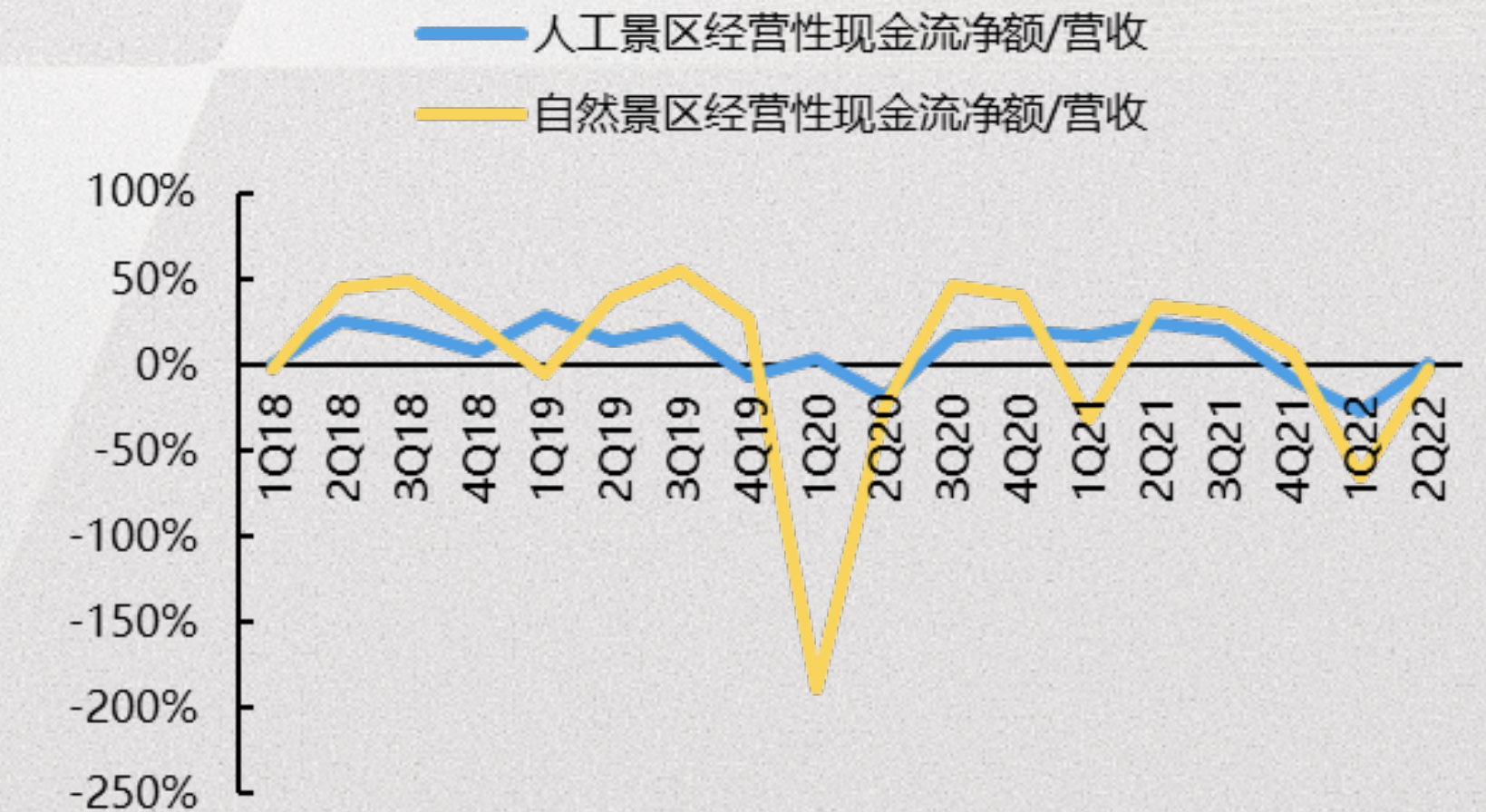
景区板块销售费率情况



景区板块管理费率情况



景区板块经营性现金流/营收情况



个股：上半年无盈利企业

公司代码	公司名称	1H22						2Q22					
		收入(亿元)	收入同比 (%)	恢复至19年水平 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比 (%)	恢复至19年水平 (%)	收入(亿元)	收入同比 (%)	恢复至19年水平 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比 (%)	恢复至19年水平 (%)
人工景区	汇总	40.4	-43%	40%	-9.6	-1040%	-81%	18.9	-44%	38%	-1.8	-151%	-21%
002059.SZ	云南旅游	3.1	-51%	31%	-0.3	-388%	-84%	1.1	-72%	17%	-0.2	-426%	-36%
300144.SZ	宋城演艺	1.1	-85%	8%	-0.3	-108%	-4%	0.3	-94%	4%	0.1	-96%	2%
600138.SH	中青旅	28.6	-19%	49%	-2.0	-709%	-54%	14.8	-30%	45%	-0.9	-194%	-29%
600593.SH	大连圣亚	0.5	-57%	37%	-0.7	-167%	-902%	0.2	-74%	25%	-0.4	-764%	-239%
600706.SH	曲江文旅	4.5	-26%	69%	-0.9	-388%	-131%	2.5	-27%	76%	-0.3	-1339%	-101%
2255.HK	海昌海洋乐园	2.6	-82%	24%	-5.4	-95%	N/A						
自然景区	汇总	12.2	-54%	32%	-9.7	-1460%	-158%	5.0	-72%	21%	-5.2	-278%	-94%
000430.SZ	张家界	0.3	-77%	16%	-1.2	-334%	-1420%	0.2	-82%	14%	-0.6	-1290%	-334%
000888.SZ	峨眉山A	2.3	-33%	44%	-0.6	-269%	-76%	0.8	-61%	30%	-0.6	-288%	-109%
000978.SZ	桂林旅游	0.4	-71%	13%	-1.3	-110%	N/A	0.2	-82%	10%	-0.6	-600%	-526%
002033.SZ	丽江股份	0.8	-61%	25%	-0.5	-631%	-54%	0.4	-71%	20%	-0.3	-226%	-40%
002159.SZ	三特索道	1.1	-58%	38%	-0.6	-1180%	N/A	0.5	-70%	27%	-0.3	-291%	-1858%
300859.SZ	西域旅游	0.3	-64%	43%	-0.2	-217%	-581%	0.2	-66%	40%	0.0	-111%	-18%
600054.SH	黄山旅游	2.1	-54%	29%	-1.7	-599%	-102%	0.8	-73%	18%	-0.9	-233%	-61%
600749.SH	西藏旅游	0.4	-50%	53%	-0.3	-1636%	-349%	0.3	-51%	50%	0.0	-132%	-23%
603099.SH	长白山	0.3	-44%	21%	-0.7	-4%	N/A	0.1	-82%	9%	-0.4	-26%	-2276%
603136.SH	天目湖	0.9	-61%	40%	-0.5	-226%	-100%	0.3	-78%	25%	-0.3	-168%	-83%
603199.SH	九华旅游	1.2	-52%	41%	-0.3	-162%	-41%	0.4	-74%	25%	-0.3	-178%	-65%
900942.SH	黄山B股	2.1	-54%	29%	-1.7	-599%	-102%	0.8	-73%	18%	-0.9	-233%	-61%
旅行社	汇总	6.9	-57%	9%	-3.5	5%	-104%	3.2	-68%	5%	-1.5	4%	-106%
000524.SZ	岭南控股	3.7	-49%	10%	-1.0	-6%	-55%	1.9	-58%	10%	-0.2	38%	-35%
000796.SZ	ST凯撒	1.9	-67%	7%	-1.7	0%	-272%	0.7	-79%	5%	-1.1	-42%	-332%
002707.SZ	众信旅游	1.3	-60%	2%	-0.8	34%	-73%	0.7	-69%	2%	-0.2	50%	-53%

重点个股：收入大幅下滑，重压下苦练内功

- **宋城演艺**：1H22公司实现营收1.1亿元/-84.8%，仅为疫情前8%；归母和扣非各亏损0.3亿元/1.0亿元。公司核心项目3月起基本闭园，经营承压，所有项目中仅有三亚项目盈利0.1亿元/-79.6%，其余皆亏损。Q2公司实现营收0.3亿元/-93.8%，归母业绩0.1亿元/-96.2%，在花房投资收益+资产处置+费用控制下公司Q2实现微盈，扣非业绩-0.6亿元/-114%。公司8大核心项目中，杭州、三亚、丽江、九寨、桂林7月2日复园（三亚8.3日闭园至今）；上海、西安、张家界项目暂未复园。1）下半年看，公司继续狠抓成本控制；2）疫情企稳+暑期旅游热潮，客流有望快速回复（丽江暑期客流已恢复至19年7成以上）；闭园期间公司也全面改版《上海千古情》、《西安千古情》，引入《摸金玦》、《你是演奏家2》等剧目丰富演艺内容，为后续复苏蓄势；3）此外，公司此前公告将珠海、澳洲项目转让给大股东，减少新项目初期建设的不确定性。公司商业模式优秀，全产业链布局下把控力极强，关注未来老项目升级改造+新项目异地复制进展。

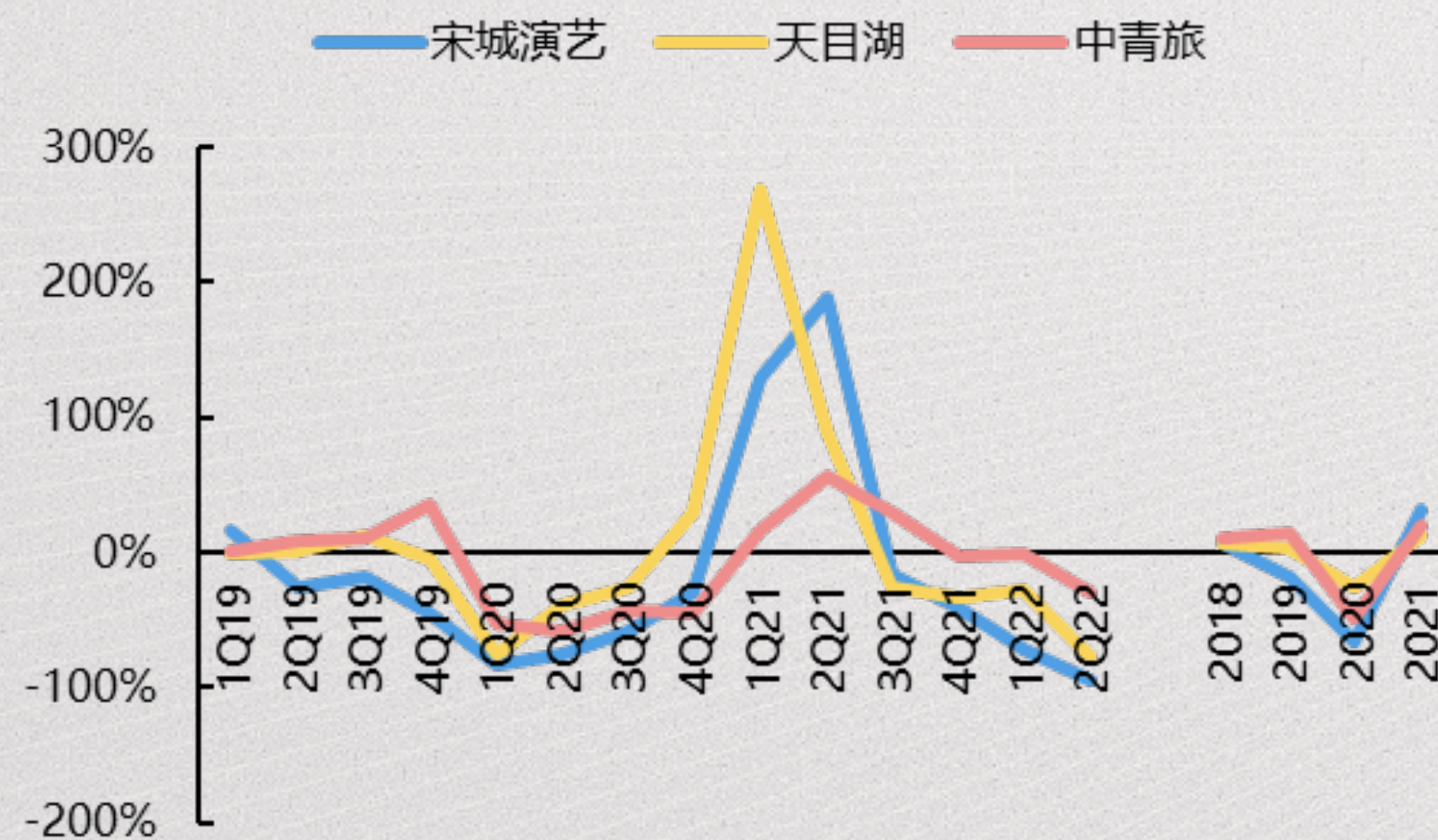
宋城演出场次情况

项目	近期演出情况	1.1-8.25演出场次	2Q22演出场次	1H22演出场次	1H21演出场次
杭州	12.10-3.4停演，3.5-3.13每日1-2场，3.14-4.2暂停，4.3-4.5每日1场，4.6起停演至7.1，7.2-8.25每日2-3场	129	3	15	650
三亚	9.17开园至今年4.1,1月每日约2场，2月每日约3场，3月大多每日一场，4月起停演至7月1日，7.2-8.2每日1-2场，8.2起停演至今	230	0	185	542
丽江	12.28-1.31停演，2.1以来每日1-2场，2.9后每日多为1场，4.6-4.29停演，4.30-6.5每日1场，6.6-7.1停演，7.2-7.10每日2场，7.11-7.18每日3场，7.19-8.3每日4场，8.4-8.12每日5场，8.13-8.25每日2-3场	291	42	109	333
桂林	元旦每日1场，1.4-2.1停演，2.2-2.5每日2场，此后每日1场，3.21-7.1停演，7.2-8.25每日2-3场	166	0	54	396
九寨沟	2021.11.5-2.22.7.1停演，7.2-8.5每日1-3场	101	0	0	136
张家界	11.1起停演至今	0	0	0	249
西安	2021.8.2起停演至今	0	0	0	218
上海	2021.11.1起停演至今	0	0	0	191
合计		917	45	363	2715

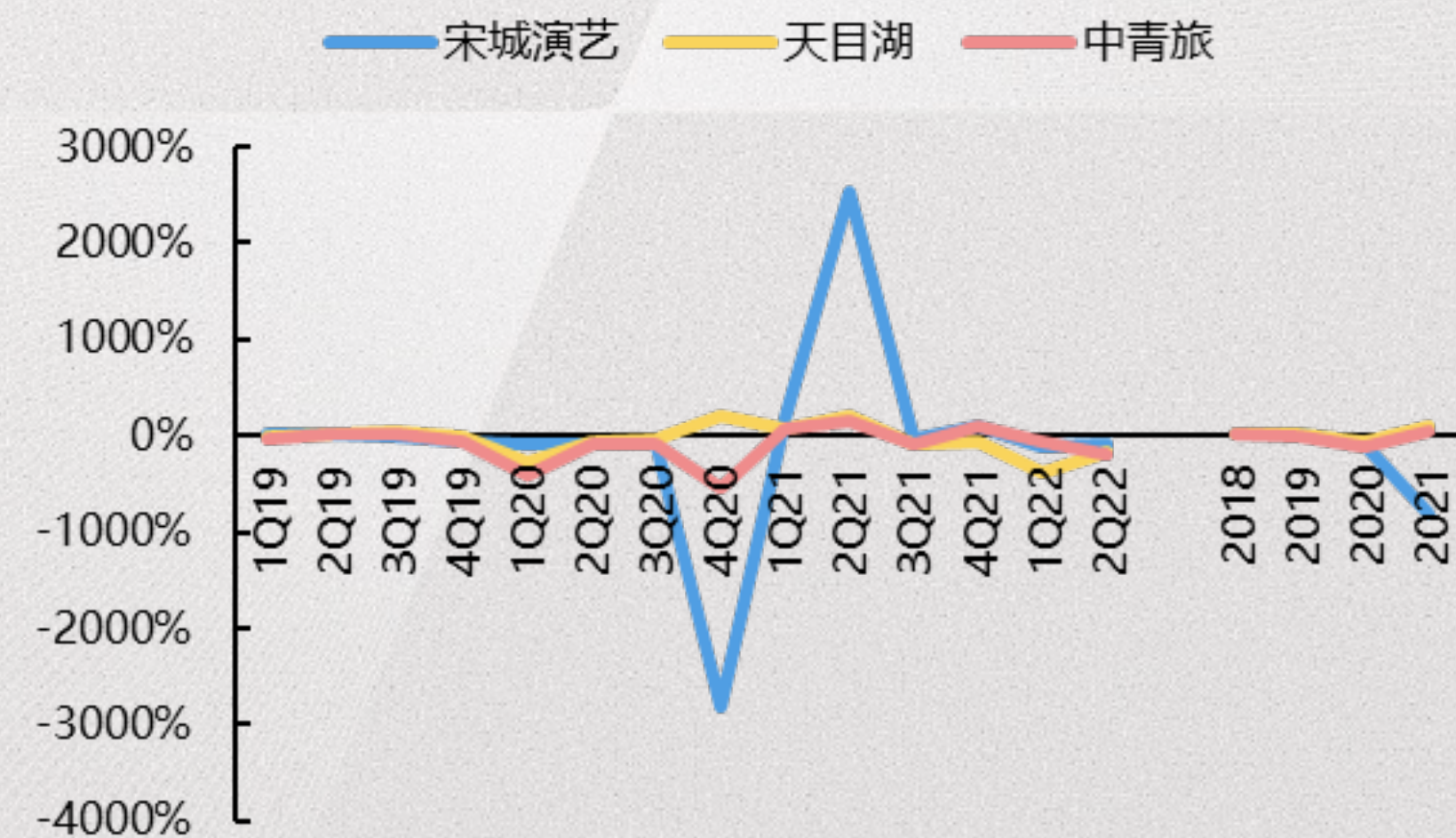
重点个股：收入大幅下滑，重压下苦练内功

- 天目湖**：1H22实现营收0.9亿元/-61.0%，恢复至19年同期40%，亏损0.5亿元/-226%；Q2实现营收0.3亿元/-78.2%，恢复至19年同期25%，亏损0.3亿元/-168%，较去年同期由盈转亏，主要系华东疫情影响客流，短期内疫情仍有影响，关注内部升级与新项目进展，1) 上半年产品矩阵升级迭代方面，推出露营烧烤主题、冰雪主题产品、暑期夜游产品，同时完成水世界项目扩建与海洋世界升级，迎合亲子游市场。2) 高品质新项目的持续推出有望提高游客复游率，公司南山小寨二期积极推进，同时与国资主体合作，持续布局天目湖动物王国项目，未来有望拓展产业布局，提升长三角区域竞争力
- 中青旅**：1H22公司实现营收28.6亿元/-18.7%，恢复至19年同期49%，归母亏损2.0亿元/-709%，同比转亏。Q2公司收入14.8亿元/-30.2%，归母亏损0.9亿元/-194%，主要受疫情影响部分景区阶段闭园所致。上半年乌镇景区累计接待游客23.91万人次/-90.02%，仅为疫情前的5%，古北水镇客流35.94 万人次/-50.22%，疫情企稳期恢复快于乌镇，或因两者客源半径有所差异。中长线来看，公司背靠光大金控集团支持，新董事长上任值得期待，公司也将不断强化乌镇和古北水镇两大景区内容丰富和优化升级；濮院项目开业或有推迟，有望成为未来新的增长极，关注未来新资源和业务增长点

景区可比公司营收增速



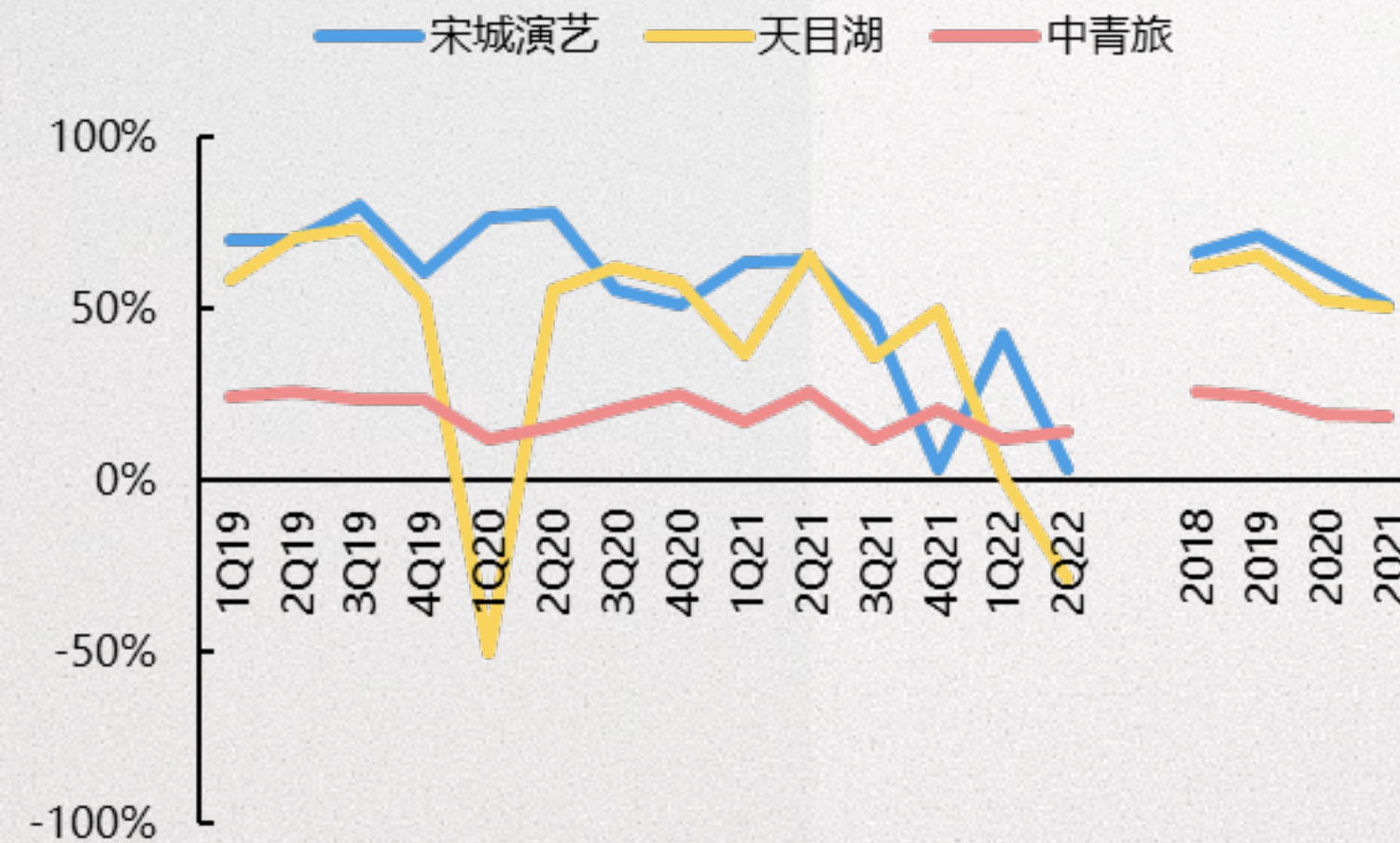
景区可比公司归母净利润增速



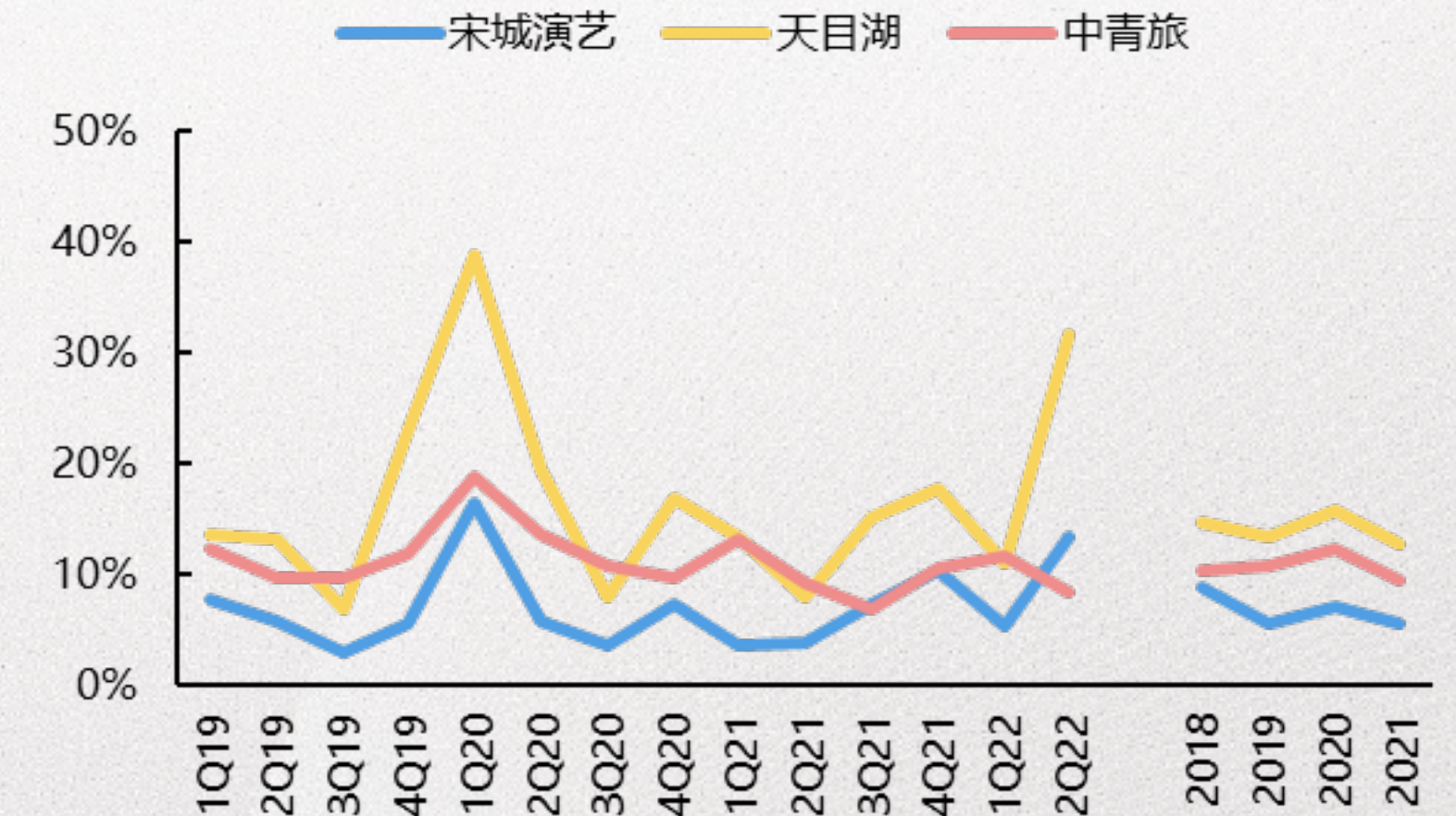
重点个股：成本费用刚性，盈利水平触底

- **宋城演艺**：2Q22毛利率同比-61pct，管理费率+454pct，主要系公司将闭园营业成本列入管理费用，销售费率+10pct。扣非归母净利润率-266pct，盈利水平下滑明显。
- **天目湖**：2Q22毛利率同比-95pct，销售/管理费率同比+24pct/+38pct，主因人工折摊成本较为刚性，扣非归母净利润率-136pct。
- **中青旅**：2Q22毛利率同比-12pct，销售/管理费率同比-0.8pct/+4.2pct，销售费率有所下降主因疫情下支出较少，管理费率上升主因折旧摊销刚性成本所致，扣非归母净利润率-11pct。

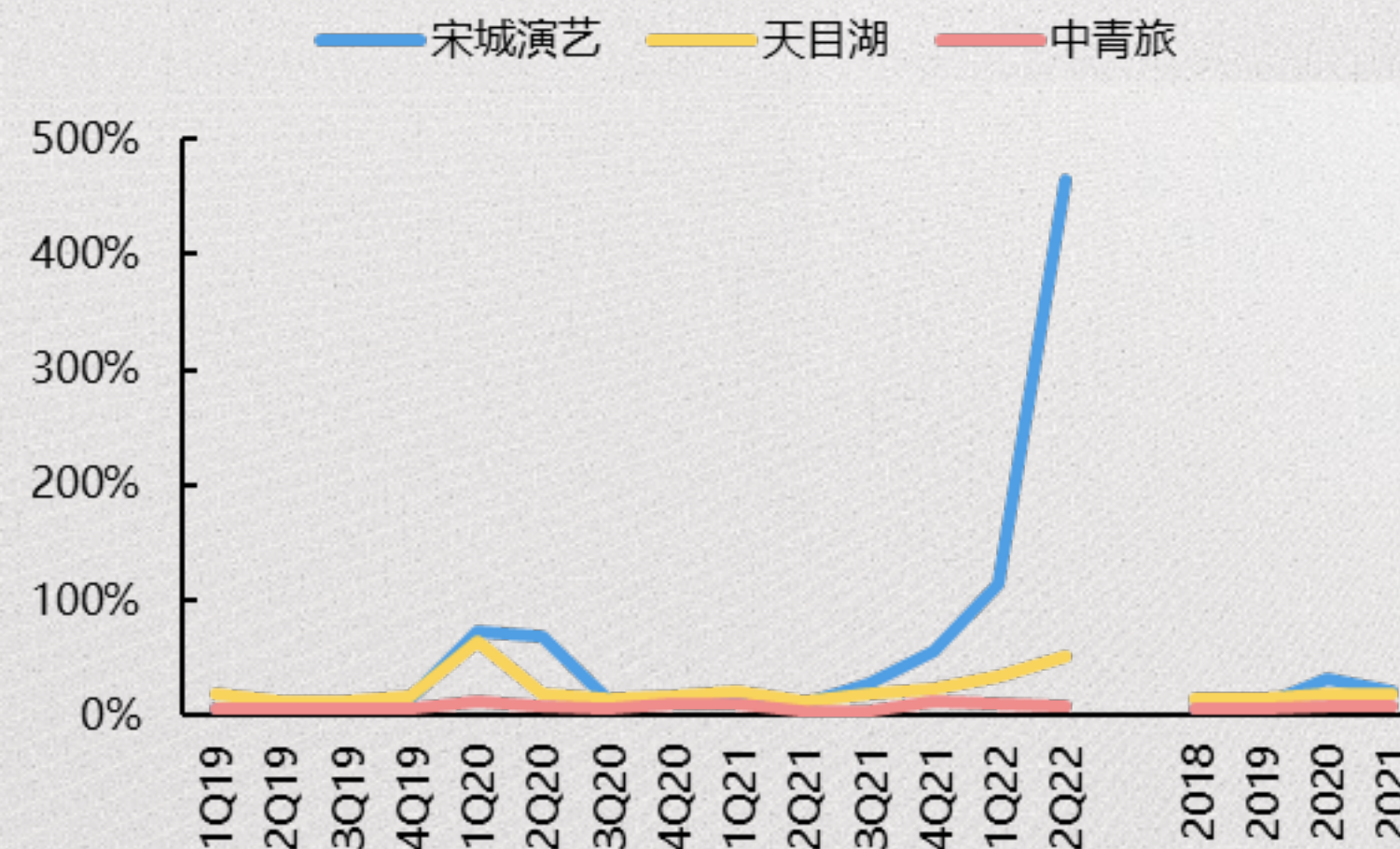
景区可比公司毛利率



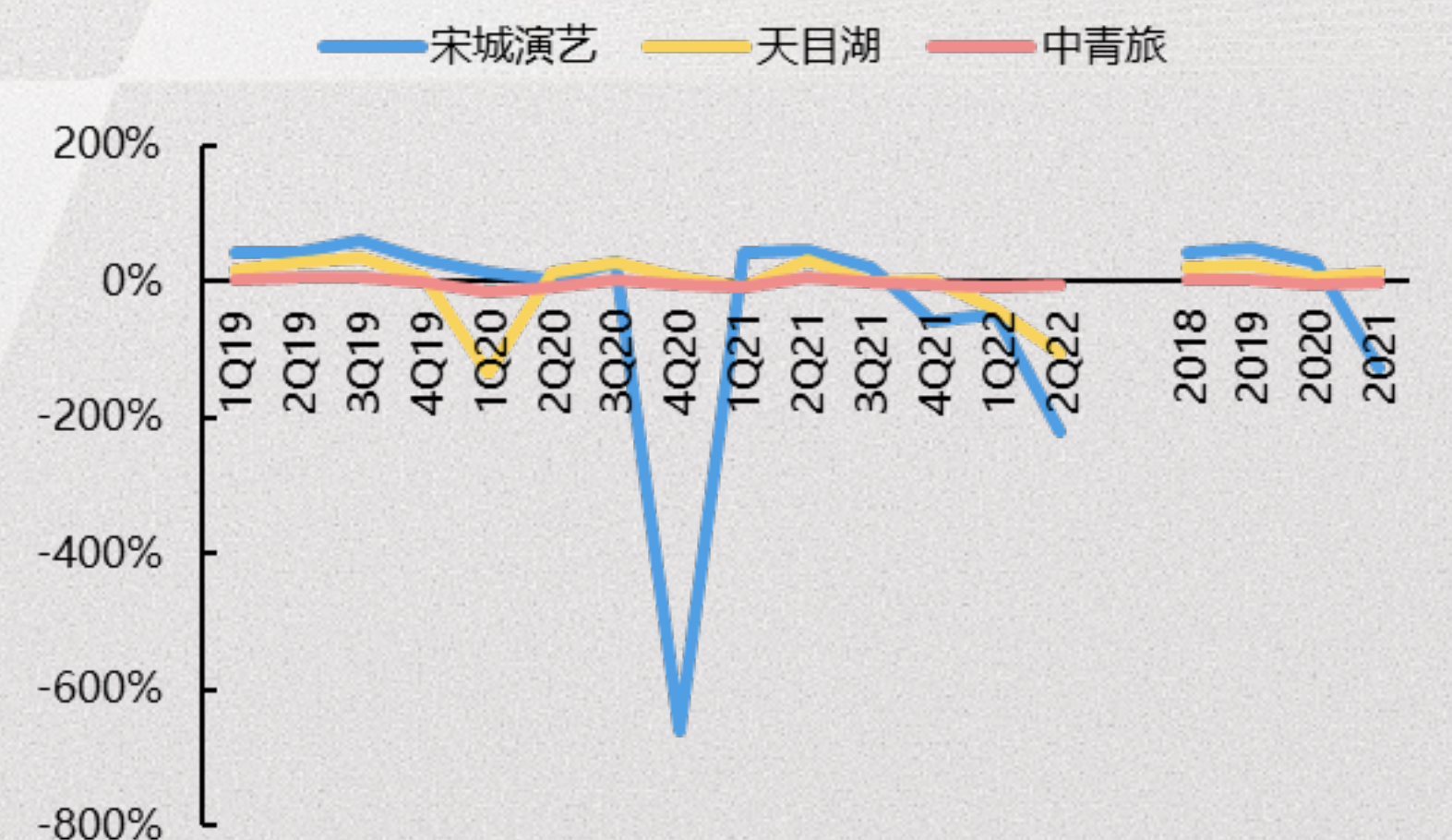
景区可比公司销售费用率



景区可比公司管理费用率



景区可比公司扣非净利润率



景区小结：疫情下承压严重，关注优质标的触底反弹

- Q2疫情波及范围广，影响程度深，对景区行业造成严重打击，人工/自然景区收入同比下降44%/72%，仅恢复至19年同期的38%/21%。自然景区受损更严重，或因跨省游受限、景区限流等。因折旧摊销等支出较为刚性，但收入明显下滑，行业上半年无盈利企业。部分公司于重压下苦练内功，宋城演艺在“花房收益+资产处置+费用控制”下公司Q2实现微盈，闭园期间全面改版《上海千古情》、《西安千古情》，引入《摸金玦》、《你是演奏家2》等剧目丰富演艺内容，为后续复苏蓄势；天目湖持续升级迭代产品矩阵，推出露营烧烤主题、冰雪主题产品、暑期夜游产品，同时完成水世界项目扩建与海洋世界升级，迎合亲子游市场，动物王国项目与国资主体合作开拓中，有望提升长三角区域竞争力；中青旅不断强化乌镇和古北水镇两大景区内容丰富和优化升级。下半年暑期旅游旺季+跨省游放开+景区多种优惠引流政策落实，随疫情企稳景区板块有望触底回弹。建议关注行业触底反转，长期看好项目优质、可复制性强的景区标的。
- 投资建议：**建议关注龙头，商业模式优异，全产业链布局下项目异地复制扩张能力强的演艺龙头**宋城演艺**；以山水园/南山竹海景区为主，温泉/水世界为辅，酒店/旅行社等业务提供服务支持，致力于打造一站式旅游目的地的**天目湖**。

重点关注景区标的估值

代码	证券简称	股价	EPS				PE				PEG 22E	21-24 CAGR	总市值 (亿元)
		2022/8/31	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E			
300144.SZ	宋城演艺	12.69	0.12	0.10	0.39	0.56	118.82	127.15	32.93	22.83	1.91	66.5%	331.80
603136.SH	天目湖	25.28	0.28	0.22	0.73	0.95	63.74	115.86	34.75	26.74	2.29	50.7%	47.10
600138.SH	中青旅	11.00	0.03	0.16	0.61	0.82	353.86	67.90	18.02	13.41	0.33	203.6%	79.62

风险提示

- **疫情反复风险。** 餐饮、酒店、景区需求恢复均有赖线下消费场景开放，若疫情反复加剧将导致行业磨底时间延长，或严重影响行业经营情况和业绩。
- **汇率波动风险。** 2022年以来欧元兑人民币汇率仍呈现下行趋势，若短期内汇率大幅下降，对酒店集团境外收益合并报表时将产生负面影响。
- **拓店速度不及预期。** 餐饮、酒店行业收入重要增长动力之一为扩店，若拓店不及预期或影响餐饮公司收入增长。
- **原材料价格波动风险。** 近期豆油价、鱼肉价格呈上涨趋势，如餐饮公司未能有效管理原材料成本或提高产品价格，利润率可能会受到不利影响。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。