

行业整体平稳运行，长期关注绩优标的

——餐饮旅游行业 2018 年四季度投资策略报告

分析师： 刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2018 年 9 月 14 日

证券分析师

 刘瑀
 022-23861670
 liuyu@bhzq.com

助理分析师

 杨旭
 SAC No: S1150117090005
 yangxu@bhzq.com

子行业评级

餐饮	中性
旅游综合	看好
酒店	看好
景点	看好

重点品种推荐

中国国旅	增持
首旅酒店	增持
宋城演艺	增持
众信旅游	增持

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 上半年国内游增速稳健，出境旅游同比增长 15%

据国家发改委透露，今年上半年，我国国内旅游人次达 28.26 亿人，同比增长 11.4%；入境旅游人次 6923 万人，基本上与去年同期持平；出境旅游人次达到 7131 万人，同比增长 15%；国内旅游收入 2.45 万亿，同比增长 12.5%。整体来看，旅游行业依然保持了稳定的增速。据国家旅游研究院预计，国内和入境游人数有望超过 52 亿人次，实现旅游总收入将突破 6 万亿元，旅游投资保持较快增长，新增旅游就业 100 万人。

● 海南免税高速增长，政策红利持续释放

我国海南离岛免税在去年高基数的基础上继续实现快速增长，今年上半年共实现销售总额 53.50 亿元，同比增长 26.81%。今年以来，中国国旅继续深耕免税行业，今年 3 月以 15.05 亿元收购日上上海 51% 股权，一举成为国内免税行业绝对龙头，巩固了国旅在国内免税业的霸主地位。随后，公司取得歌诗达大西洋号邮轮免税经营权，并准备设立澳门市内免税店，这一系列布局将为公司向国际市场的进军打下基础。展望未来，公司将持续受益于政策红利，有望成为世界级的免税行业龙头。

● 供需导致酒店中期复苏，中端酒店业绩长期可期

截至 2017 年底，在有限服务酒店中，中端酒店共 3519 家，同比增长 50.26%，远远超过同年有限服务酒店增速。经济型酒店的增速放缓叠加中端酒店发展，使得中端酒店占有限服务酒店市场比例逐年提高，至 2017 年达到 9.79%。酒店业结构的调整以及供需关系改善，使得酒店行业步入中期复苏周期，行业整体数据显示边际改善迹象。此外，有限服务酒店集团经营情况也在持续向好，华住和如家的 RevPAR 同比继续增长，中端酒店逻辑不改。

● 行业整体平稳运行，长期关注绩优标的

年初至今，餐饮旅游板块受益于个股中国国旅的影响跑赢沪深 300 指数 16.26 个百分点，位列中信 29 个一级行业第 2 位。目前板块整体估值仍然合理，作为朝阳行业，行业发展空间依然广阔，因此仍给予行业“看好”的投资评级，建议投资者从以下几个时间维度选择个股：长期来看，关注政策导向扶持下的免税行业；中期关注由于供需结构改善以及中端酒店业绩释放带来的酒店行业周期性复苏；短期则建议关注估值已经回落至合理区间且符合市场风格的优质个股。综上，我们推荐中国国旅（601888）、首旅酒店（600258）、宋城演艺（300144）以及众信旅游（002707）。

● 风险提示

突发事件或不可控灾害；宏观经济低迷；行业重大政策变化；国企改革进展

不达预期。

目 录

1.上半年国内游增速稳健，出境旅游同比增长 15%	5
2. 海南免税高速增长，政策红利持续释放.....	7
2.1 高价差抑制国内奢侈品消费需求.....	8
2.2 政策引导发展免税行业，吸引消费回流.....	9
3.供需导致酒店中期复苏，中端酒店业绩长期可期.....	13
3.1 经济型酒店步入成熟期，中端酒店崛起.....	13
3.2 行业结构调整助力企业经营持续改善.....	15
3.3 酒店行业整体呈周期性复苏，餐饮未见明显改善.....	17
4.长期优选绩优标的，布局暑期旺季行情.....	19
5.风险提示	20

图 目 录

图 1: 今年 1-7 月部分城市游客增速以及旅游收入情况	6
图 2: 上海市 2018 年 1-7 月出国游人数当月值及当月同比 (单位: 万人)	7
图 3: 上海市 2018 年 1-7 月出国游人数累计值及累计同比 (单位: 万人)	7
图 4: 浙江省 2018 年 1-7 月出国游人数当月值及当月同比 (单位: 万人)	7
图 5: 浙江省 2018 年 1-7 月出国游人数累计值及累计同比 (单位: 万人)	7
图 6: 2016 年全球奢侈品销售额区域分布	8
图 7: 2016 年全球奢侈品消费额区域分布	8
图 8: 中国主要免税品牌	10
图 9: 免税行业销售渠道	10
图 10: 免税行业经营模式	10
图 11: 2017-2018 年 6 月海南离岛免税销售额及同比变动情况 (单位: 亿元)	11
图 12: 我国经济型酒店快速发展期知名连锁酒店品牌	14
图 13: 我国有限服务酒店发展状况	14
图 14: 2013-2016 年中端酒店数量持续增长	15
图 15: 中端酒店在有限服务酒店市场的比例逐年提升	15
图 16: 2017 年十大中端酒店品牌市占率	16
图 17: 我国城镇居民人均可支配收入及增速情况 (单位: 元)	16
图 18: 如家 2004-2015 年平均房价	16
图 19: 2018 年北京星级酒店 RevPar 同比增幅情况	17
图 20: 2018 年上海星级酒店 RevPar 同比增幅情况	18
图 21: 如家近年来 RevPAR 变动趋势	18
图 22: 华住近年来 RevPAR 变动趋势	18
图 23: 社会消费品零售总额及社零餐饮收入 (亿元)	19
图 24: 社会消费品零售总额及社零限额以上餐饮收入 (亿元)	19
图 25: 行业年初至今涨跌排行	19

表 目 录

表 1: 2018 年春节黄金周重点景区接待游客情况	5
表 2: 2018 年“五一”假日重点景区接待游客情况	6
表 3: 进口商品税率汇总	8
表 4: 部分免税商品价格比较 (汇率截至 9 月 11 日)	9
表 5: 2017 年完成的机场进境免税招标情况	11
表 6: 支持海南免税政策汇总	12
表 7: 中国国旅近期外延发展情况	12
表 8: 2017 年中国经济型连锁酒店品牌规模 10 强	15
表 9: cs 餐饮旅游行业内个股涨跌幅	20

1.上半年国内游增速稳健，出境旅游同比增长15%

据国家发改委透露，今年上半年，我国国内旅游人次达 28.26 亿人，同比增长 11.4%；入境旅游人次 6923 万人，基本上与去年同期持平；出境旅游人次达到 7131 万人，同比增长 15%；国内旅游收入 2.45 万亿，同比增长 12.5%。整体来看，旅游行业依然保持了稳定的增速。据国家旅游研究院预计，国内和入境游人数有望超过 52 亿人次，实现旅游总收入将突破 6 万亿元，旅游投资保持较快增长，新增旅游就业 100 万人。

今年上半年，我国旅游市场最主要的特征即假日旅游持续增长。春节、五一、端午节全国共接待游客 6.22 亿人，实现旅游收入 5980 亿元，相较去年同期大幅增长。其中，春节期间全国共接待游客 3.86 亿人次，同比增长 12.1%，实现旅游收入 4750 亿元，同比增长 12.6%。“五一”假日全国共接待国内游客 1.47 亿人次，同比增长 9.3%，实现国内旅游收入 871.6 亿元，同比增长 10.2%。端午三天全国共接待国内游客 8910 万人次，同比增长 7.9%，实现国内旅游收入 362 亿元，同比增长 7.3%。

今年春节期间，乡村民宿、休闲街区、特色小镇等全域旅游新产品业态备受青睐，自驾游、乡村游、都市游、冰雪游高速增长。旅游市场整体活跃，自驾车出游比例接近 50%，成为家庭出游的主要方式。部分重点景区春节期间表现突出，以峨眉山景区为例游客接待量和旅游收入再创新高，七天共接待游客 21.8 万人次，同比增长 1.96%。

表 1: 2018 年春节黄金周重点景区接待游客情况

景区	接待人数 (万人次)	同比	景区	接待人数 (万人次)	同比
黄山	12.32	-29.23%	三亚八大景区	113.13	6.77%
九华山	42.78	-2.51%	三亚千古情	27.66	2.56%
宏村	7.73	-23.41%	三亚南山	30.63	9.99%
西递	5.34	17.91%	漓江	22.28	77.53%
乌镇	37.36	-18.78%	银子岩	7.68	1.54%
长白山	2.96	-1.00%	象山景区	7.95	-58.85%
武陵源	49.94	22.29%	两江四湖	4.70	-23.45%
峨眉山	21.80	1.96%	三亚免税店	25.65	7.37%
丽江玉龙雪山	14.32	4.51%	海口免税店	3.59	24.80%

资料来源：公开资料，渤海证券

统计分析显示，“五一”期间，全国假日旅游消费旺盛，旅游市场持续增长。城市周边游、乡村游、生态游成为游客首选，自驾游火爆，旅游消费呈现个性化、特色化、品质化、多样化趋势。文旅融合旅游产品，研学旅游、红色旅游等成为假日旅游新亮点，各地古镇、古街、文化馆、博物馆等游人众多。

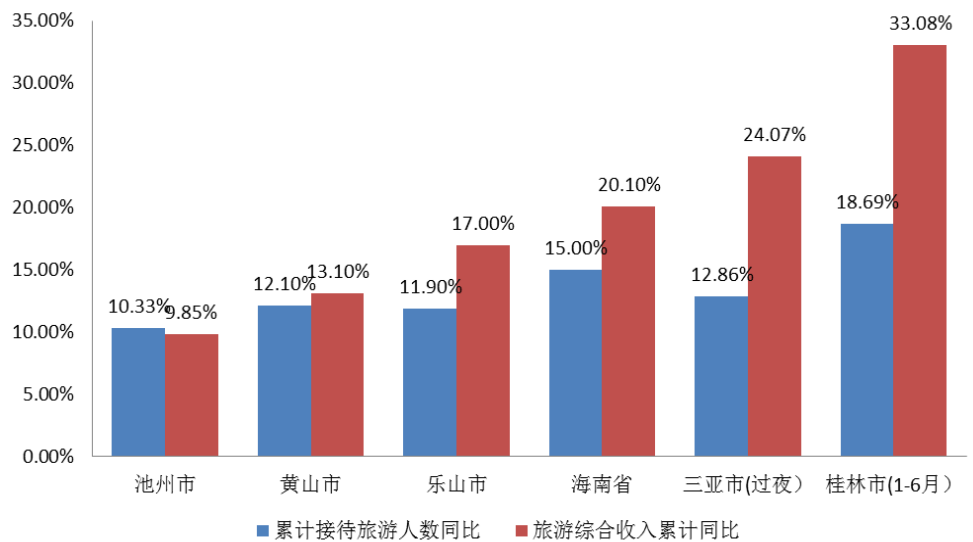
表 2: 2018 年“五一”假日重点景区接待游客情况

景区	接待人数 (万人次)	同比	景区	接待人数 (万人次)	同比
黄山	5.85	-0.33%	三亚八大景区	28.33	34.73%
九华山	16.04	9.40%	三亚千古情	13.47	67.42%
宏村	4.58	3.30%	三亚南山	4.92	5.37%
西递	2.34	3.11%	漓江	7.72	-0.80%
乌镇	18.86	—	象山景区	2.53	3.12%
峨眉山	5.58	5.10%	武陵源	18.3	2.10%

资料来源: 公开资料, 渤海证券

国内重点旅游城市增速保持稳定态势。今年 1-7 月，三亚市等重点旅游城市累计接待游客数量同比基本达到 10% 以上增幅，实现旅游收入同比亦保持了较高增速，显示国内旅游发展依然稳健。

图 1: 今年 1-7 月部分城市游客增速以及旅游收入情况

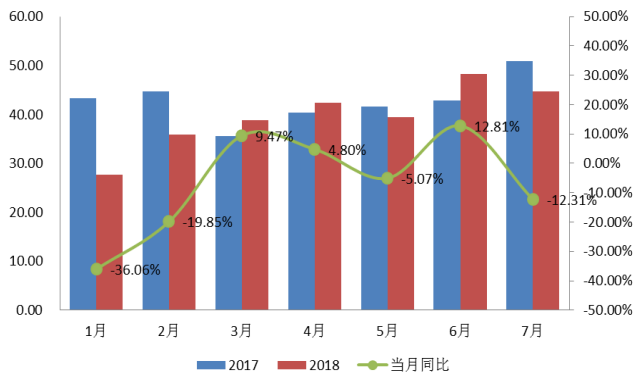


资料来源: Wind, 公开资料, 渤海证券

出境旅游市场方面，2018 年上半年出境旅游人次达到 7131 万人，同比增长 15%。从一线城市的出国旅游数据来看，第一季度增速难言乐观而二季度似有企稳回升迹象。2018 年上半年，北京出国旅游人次达到 235.04 万人，累计同比增长 6.05 个百分点；今年 1-7 月，上海市出国游人次达到 302.7 万人，累计同比下降 2.37 个百分点；今年 1-7 月，浙江省出国游人次累计同比有所增长，达到

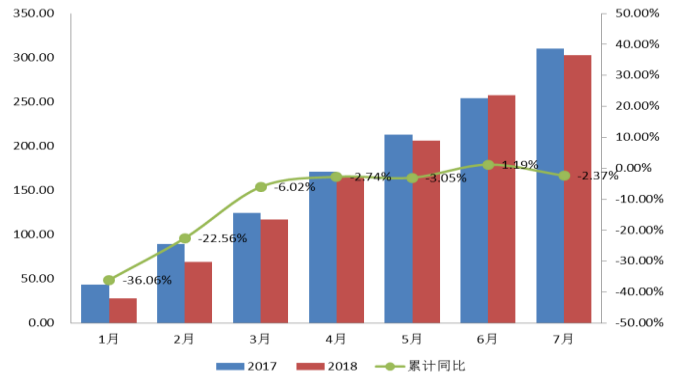
26.35%。二季度出国游情况明显好于年初，我们预计今年下半年出境游数据应该相对乐观。

图 2:上海市 2018 年 1-7 月出国游人数当月值及当月同比(单位:万人)



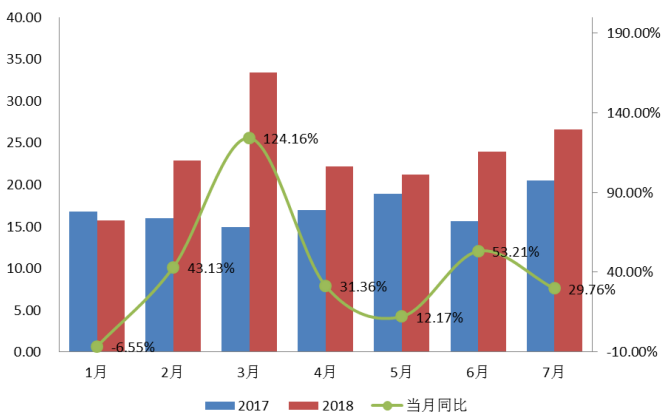
资料来源: Wind, 渤海证券

图 3:上海市 2018 年 1-7 月出国游人数累计值及累计同比(单位:万人)



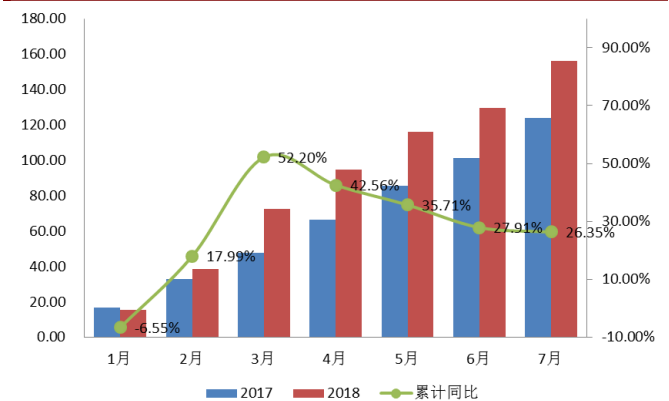
资料来源: Wind, 渤海证券

图 4:浙江省 2018 年 1-7 月出国游人数当月值及当月同比(单位:万人)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 5:浙江省 2018 年 1-7 月出国游人数累计值及累计同比(单位:万人)



资料来源: Wind, 渤海证券

2. 海南免税高速增长，政策红利持续释放

我国常年位居全球奢侈品消费额首位，但是约八成购买行为发生在境外。为了吸引消费回流，近年来政策鼓励发展免税业，使免税行业自去年起步入快车道。今年一季度，国旅海棠湾三亚免税城在去年高基数基础上继续实现快速增长，今年 1-6 月共实现销售额 53.50 亿元，同比增长 26.81%。

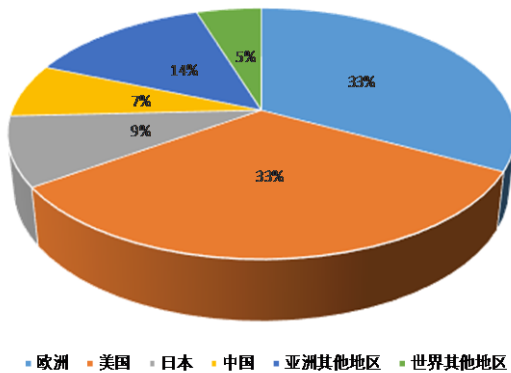
中国国旅旗下中免集团是唯一经国务院授权，在全国范围内开展免税业务的国有专营公司。中国国旅今年 3 月宣布其子公司中免集团以 15.05 亿元收购日上上海 51% 股权，完成收购后中免将取得上海机场的免税经营权，一举成为国内免税行

业绝对龙头，集中度的进一步提升有助于成就中国国旅在免税行业的霸主地位。随后，公司取得歌诗达大西洋号邮轮免税经营权，并准备设立澳门市内免税店，这一系列布局将为公司未来向国际市场的进军打下基础。展望未来，公司将持续受益于政策红利，有望成为世界级的免税行业龙头。

2.1 高价差抑制国内奢侈品消费需求

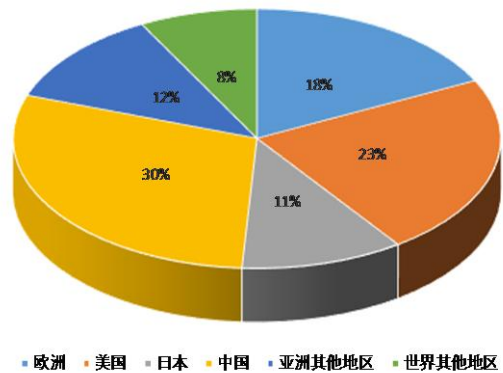
中国消费者是全球奢侈品最大的消费群体，据贝恩咨询发布的《2017 年全球奢侈品行业研究报告》统计，中国消费者在 2016 年的全球奢侈品交易中占比达到 30%，是全球奢侈品市场增长的主推动因素，而与此同时仅有 7% 的购买行为发生在国内。

图 6：2016 年全球奢侈品销售额区域分布



资料来源：贝恩咨询，渤海证券

图 7：2016 年全球奢侈品消费额区域分布



资料来源：贝恩咨询，渤海证券

各国因为税率不同，使得同样产品在全球范围内一直存在价差，这一差别在奢侈品行业尤为明显。我国对外来奢侈品征收较高的海关税和增值税，因此奢侈品在国内销售价格远远高于国外同款产品。较高的税率降低了国民在境内对奢侈品的需求。为了鼓励消费回流，提高奢侈品境内的消费需求，政策鼓励发展免税行业。

表 3：进口商品税率汇总

品种	最惠国关税	增值税	消费税
珠宝	20%-130%	17%	10%
手表	11%-130%	17%	20%
酒	14%-180%	17%	10%
烟	10%-180%	17%	30%-56%
香化	6.5%-15%	17%	30%

资料来源：公开资料，渤海证券

具体来看，通过中免官网、新罗免税官网和官方渠道的同种商品对比，中免商城在价格上比官方渠道有明显优势，并受汇率影响，与国际其他免税经营商相比也具备一定竞争力

表 4：部分免税商品价格比较（汇率截至 9 月 11 日）

商品种类	中免商城价格	新罗免税商城价格	官方渠道价格
GUCCI Guilty EDT 女士香水 50ml	¥530	\$ 85 ~ ¥561	¥850
GUCCI Bloom 女士香水 50ml	¥695	\$ 106 ~ ¥699.6	¥960
兰蔻奇迹香水 100ml	¥660	\$ 104 ~ ¥686.4	¥980
宝格丽宝蓝男士淡香水 100ml	¥530	\$ 86 ~ ¥557	¥720
天梭 Couturier 系列机械表	¥5230	\$ 900 ~ ¥5940	¥5890
GUCCI 太阳镜 GG0029SA-008	¥2410	\$ 360 ~ ¥2376	¥3100
TUMI 男士双肩包	¥3740	\$ 600 ~ ¥3960	¥4600

资料来源：商城官网，渤海证券

2.2 政策引导发展免税行业，吸引消费回流

免税品销售行业是指在机场、口岸或者特定区域内向符合条件游客出售免税商品的服务业。因为销售地点位于海关之外，因此国家对消费者不再征收关税、增值税以及消费税，免税商品通常以烟草、酒水、化妆品、香水、箱包等税率较高的商品为主。我国免税业务主要实行国家专营管理制度，免税经营采取“统一经营、统一进货，统一制定零售价格，统一制定管理规定”的“四统一”政策。因此国内免税行业集中度高且准入壁垒高，少数企业占有全部市场份额，竞争者主要包括中国免税品有限责任公司、珠海特区免税品公司、深圳特区免税品公司、海南省免税品有限公司、日上免税行以及中国出国人员服务总公司。

图 8: 中国主要免税品牌



资料来源：公开资料，渤海证券

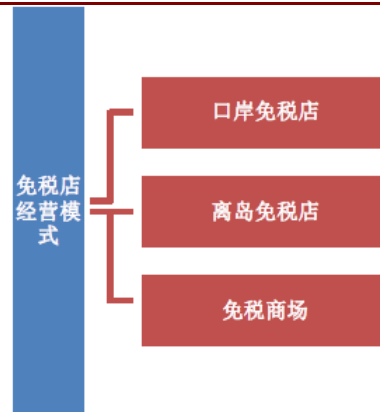
按照销售渠道划分免税行业可以分为机场免税店、边境免税店、航空公司机上免税店、外轮供应免税店、火车站免税店、室内免税店、外交人员免税店和邮轮免税店。按照经营模式，免税行业主要分为三种类型：一是口岸和市内免税店，这种模式是全球最为常见的（我国征收 1% 特许经营费以减免其他税费）。二是离岛免税，目前这种形式的免税店只存在于中国海南岛、日本冲绳岛、韩国济州岛和台湾离岛四个地区（我国征收 4% 的特许经营费）。第三种是免税外汇商场，这类形式的免税业务仅提供给入境的特定对象，目前这种经营模式只存在于中国、菲律宾等个别国家，普及率并不高。

图 9: 免税行业销售渠道



资料来源：中国产业信息网，渤海证券

图 10: 免税行业经营模式



资料来源：中国产业信息网，渤海证券

国务院于 2016 年公布了《口岸进境免税店管理暂行办法》，同意在 19 个口岸设立进境免税业务，并提升了进境携带物品限额，允许游客连同境外免税购物额总计不超过 8000 元，为进境免税提供了进一步发展的基础。未来，随着进境免税店的完善以及政策鼓励境外消费回流，我国免税商品销售规模有望持续扩大。

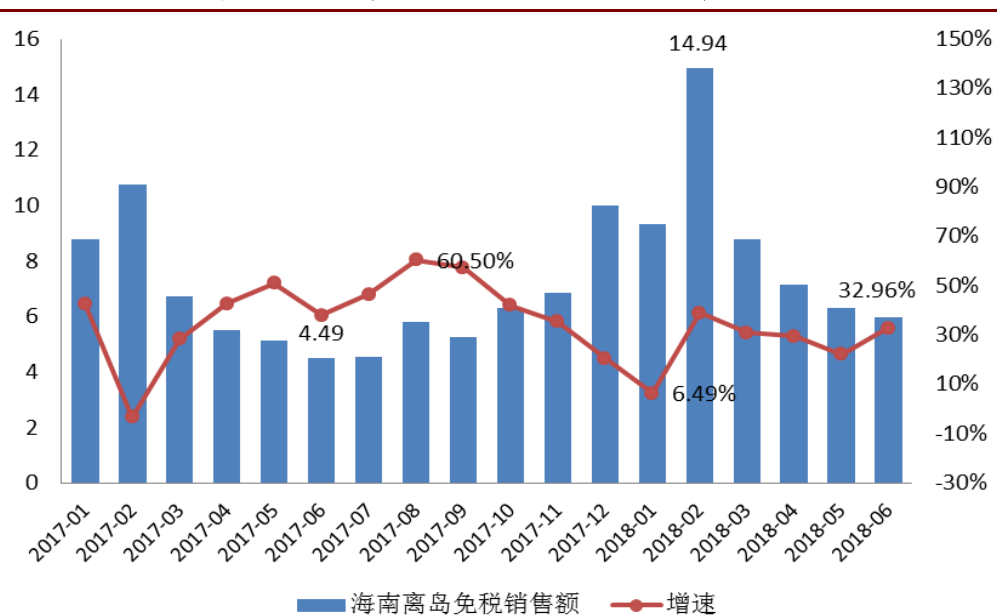
表 5: 2017 年完成的机场进境免税招标情况

机场	面积	租金	中标企业
南京禄口机场进境	600 平米	33%扣点+额外 3300 万/年	中免
广州白云机场 (T2 启用前)	300 平米	39%扣点, 保底销售额: 3244 万/月	中免
广州白云机场 (T2 启用后)	共 1100 平米	42%扣点, T1 保底销售额: 2356 万/月; T2 保底销售额: 3533 万/月	中免
昆明长水机场		619 万/年及 9%扣点率	中免
南京禄口机场		33%扣点率, 一年 3300 万租金	中免
成都双流机场进境		未公开	中免
杭州萧山机场		未公开	中免
沈阳仙桃机场		未公开	中免
青岛机场		未公开	中免
天津滨海机场进境	110 平米	40%扣点; 保底 6000 万/年租金	珠免
深圳宝安机场	2000 平米	4527.6 万元/年, 35%扣点率	深免
西安咸阳机场进境		未公开	深免
重庆江北机场进境	600 平米	27%扣点+114.4 万元/月	中出服
大连周水子机场进境		未公开	中出服

资料来源: 公开资料, 渤海证券

根据商务部公布的最新数据显示, 2018 年上半年, 海南离岛免税延续了去年高速增长的趋势, 上半年实现免税销售额 52.50 亿元, 同比增长 28.12%, 其中二季度实现免税销售额 19.41 亿元, 同比增长 28.12%。

图 11: 2017-2018 年 6 月海南离岛免税销售额及同比变动情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公开资料, 渤海证券

此外, 今年适逢海南建省 30 周年, 国务院发布了《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》, 意见明确了海南岛国际旅游消费中心的发展战略。意见指出要

大力推进旅游消费领域对外开放，积极培育旅游消费新热点；实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。随着出国旅游增速放缓，离岛免税迎来一定发展机遇，叠加政策红利持续释放，**离岛免税有望迎来长期持续发展**。

表 6: 支持海南免税政策汇总

文件	时间	主要内容
《海南旅游发展总体规划》	2017 年 12 月	提升免税购物限额，扩大免税商品品种，优化离岛免税店布局，选择在客流量大的高铁站、港口码头增设免税店；将通过轮渡和邮轮进出岛的游客纳入离岛免税政策适用范围，争取引入国际优秀免税运营商参与海南离岛免税业务，给旅客提供质优价廉的商品
《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	2018 年 4 月	明确了海南岛国际旅游消费中心的发展战略；提出要大力推进旅游消费领域对外开放，积极培育旅游消费新热点；实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额

资料来源：公开资料，渤海证券

中国国旅旗下中免集团是唯一经国务院授权，在全国范围内开展免税业务的国有专营公司。自 2016 年公司更换管理层以深耕免税行业，且已经取得一定的成果。目前，免税业务贡献了中国国旅九成以上的利润，其中三亚市内免税业务增速依然强劲，为公司的内生发展保驾护航。此外，中免集团还通过与其他免税销售商合作来扩大自身规模：2017 年中免与国际免税公司拉格代尔成立合资公司并成功竞标香港机场烟酒经营权；通过收购日上（中国）51%股权协助公司参与北京首都机场免税招标。今年 3 月公司宣布其子公司中免集团以 15.05 亿元收购日上上海 51%股权，完成收购后中免将取得上海机场的免税经营权，一举成为国内免税行业绝对龙头，集中度的进一步提升将成就中国国旅在免税行业的霸主地位。公司将持续受益于政策红利，有望成为世界级的免税行业龙头，未来发展可期。

表 7: 中国国旅近期外延发展情况

免税店位置	时间	免税经营情况
北京首都机场	2017 年 3 月	收购日上（中国）51%股权后联合竞标首都机场免税经营权
香港机场	2017 年 4 月	与拉格代尔共同获得香港机场烟酒经营权
上海浦东机场 上海虹桥机场	2018 年 3 月	收购日上（上海）51%股权获得上海机场免税经营权
澳门机场	2018 年 5 月	与王权免税联合取得

歌诗达邮轮	2018 年 7 月	获得歌诗达大西洋号邮轮免税经营权
澳门市内	2018 年 7 月	设立中免澳门免税店，计划在澳门开设市内免税店

资料来源：公开资料，渤海证券

3. 供需导致酒店中期复苏，中端酒店业绩长期可期

截至 2017 年底，在有限服务酒店中，中端酒店共 3519 家，同比增长 33.91%，远远超过同年有限服务酒店增速。经济型酒店的增速放缓叠加中端酒店发展，使得中端酒店占有限服务酒店市场比例逐年提高，至 2016 年达到 9.79%。酒店业结构的调整以及供需关系改善，使得酒店行业步入中期复苏周期，行业整体数据显示边际改善迹象。此外，有限服务酒店集团经营情况也在持续向好，华住和如家的 RevPAR 同比继续增长。

3.1 经济型酒店步入成熟期，中端酒店崛起

经济型酒店的概念起源于 20 世纪 30 年代，随着美国大众消费的兴起及公路网络的发展，汽车旅馆开始出现，为平民的出游提供廉价住宿服务。从 60 年代初到 80 年代末，经济型酒店进入蓬勃发展期。酒店数量迅速增长的同时，连锁经营开始取代传统的分散经营模式，单体酒店开拓出快速发展的扩张路径。同时，品牌化连锁经济型酒店开始了国际化发展。其后十年，经济型酒店进入市场成熟期。在步入 21 世纪之后，经济型酒店进入了新一轮快速发展期，主要表现为经济型酒店在发展中国家的市场开拓以及本土品牌的发展。

20 世纪 90 年代，经济型酒店的概念开始进入中国。第一个经济型酒店品牌“锦江之星”于 1996 年推出，携程网和首旅集团于 2002 年共同推出“如家”快捷品牌，次年美林阁推出“莫泰 MOTEL168”品牌，而 2004 年格林豪泰品牌成立，同年美国“速 8”和法国雅高旗下“宜必思”等国际品牌也开始进入中国，“7 天”、“汉庭”等知名经济型连锁酒店品牌也在同一时期开始发展。其后，中国经济型酒店进入了飞速增长阶段。

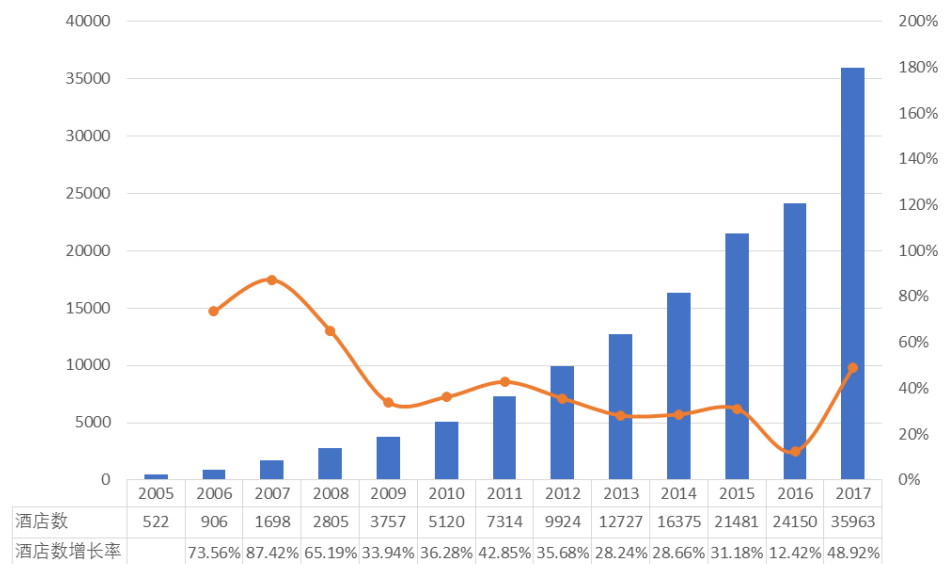
图 12: 我国经济型酒店快速发展期知名连锁酒店品牌



资料来源: 公开资料, 渤海证券

截至 2017 年底, 我国有限服务酒店总数已经达到 35963 家, 同比增长 48.92%, 客房总数 2413075 间, 同比增长 13.04%。而 10 年前, 有限服务酒店数量仅为 1698 家, 十年间行业复合增长率达到 35.7%。目前, 行业在经历了十年快速发展之后已处于成熟期, 行业整体增速持续下滑。

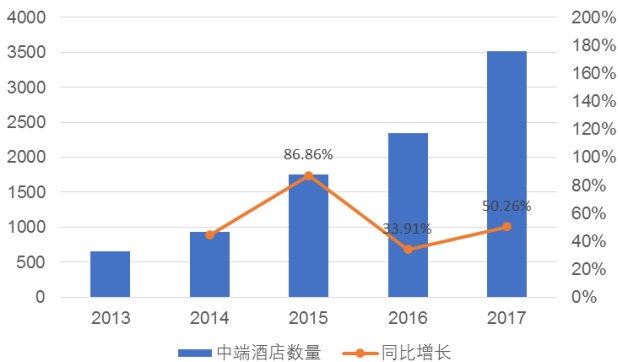
图 13: 我国有限服务酒店发展状况



资料来源: 中国饭店协会, 渤海证券

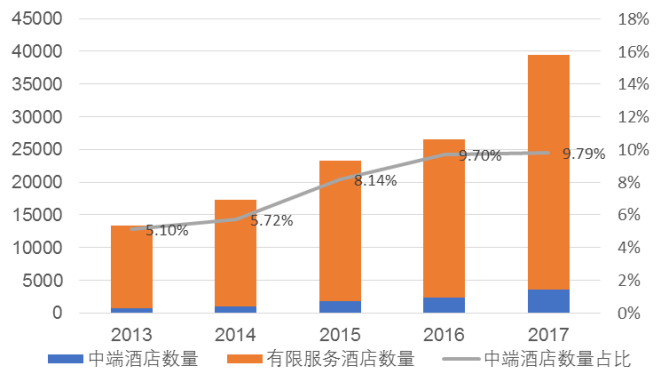
与此同时, 有限服务酒店行业内部结构开始悄然发生转变。截至 2017 年底, 在有限服务酒店中, 中端酒店共 3519 家, 同比增长 50.26%, 远远超过同年有限服务酒店增速。经济型酒店的增速放缓叠加中端酒店发展驶入快车道, 使得中端酒店占有限服务酒店市场比例逐年提高, 至 2017 年达到 9.79%。

图 14: 2013-2016 年中端酒店数量持续增长



资料来源: 中国饭店协会, 渤海证券

图 15: 中端酒店在有限服务酒店市场的比例逐年提升



资料来源: 中国饭店协会, 渤海证券

在有限服务酒店中, 经济型连锁酒店品牌规模前三强如家酒店、汉庭酒店、7 天酒店分别属于首旅酒店集团、华住酒店集团以及锦江国际酒店集团, 其在经济型连锁酒店的市场占有率分别为 18.89%、10.35%和 10.42%。而 2017 年中国经济型连锁酒店品牌规模前 10 强的市占率达到 64.42%, 行业集中程度较高。但如若将星级酒店市场甚至整个酒店行业作为分母, 则经济型连锁酒店市占率仅为个位数。

表 8: 2017 年中国经济型连锁酒店品牌规模 10 强

排名	品牌名称	控股集团	门店数	客房数	市占率
1	如家酒店	首旅如家酒店集团	2385	251987	13.79%
2	汉庭酒店	华住酒店集团	2181	221157	12.10%
3	7 天酒店	锦江国际酒店集团	2424	218372	11.95%
4	锦江之星	锦江国际酒店集团	1011	121993	6.67%
5	格林豪泰	格林豪泰酒店集团	1332	118578	6.49%
6	城市便捷	东呈酒店集团	665	57309	3.14%
7	都市 118	都市酒店集团	1126	55439	3.03%
8	尚客优	尚美生活集团	925	51993	2.84%
9	莫泰酒店	首旅如家酒店集团	411	50220	2.75%
10	布丁酒店	住友酒店集团	461	30264	1.66%

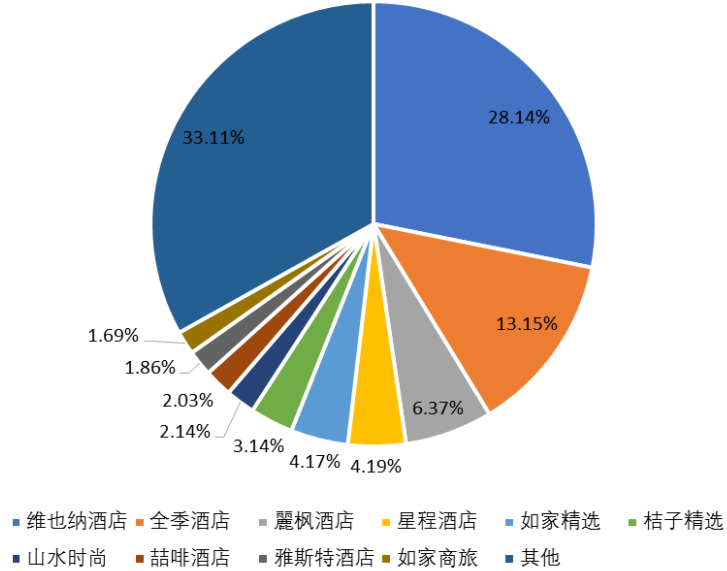
资料来源: 盈蝶咨询, 渤海证券

3.2 行业结构调整助力企业经营持续改善

随着消费升级, 中端酒店市场需求开始显现, 各大酒店集团开始纷纷布局中端酒店市场。如前所述, 截至 2017 年底, 中端酒店共 3519 家, 同比增长 50.26%, 远远超过同年有限服务酒店增速, 中端酒店占有限服务酒店市场的比例逐年提高。其中, 前十大中端酒店品牌市场占有率达到 66.89%, 行业集中度与经济型连锁酒店基本持平。但是由于中端酒店在我国的发展刚刚起步, 数量十分有限, 所以

未来中端酒店行业格局或存变数，这也促使各酒店集团在未来必将加速布局。

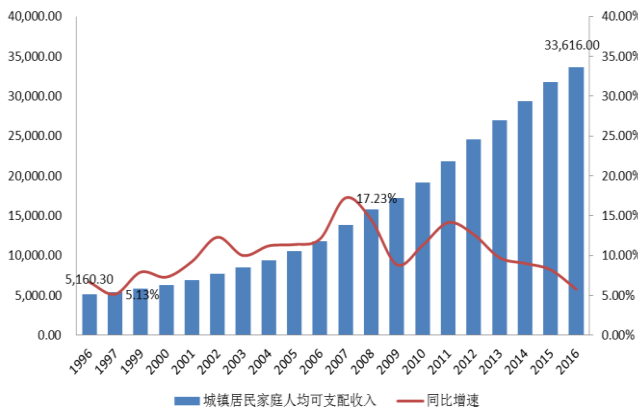
图 16: 2017 年十大中端酒店品牌市占率



资料来源: 盈碟资讯, 渤海证券

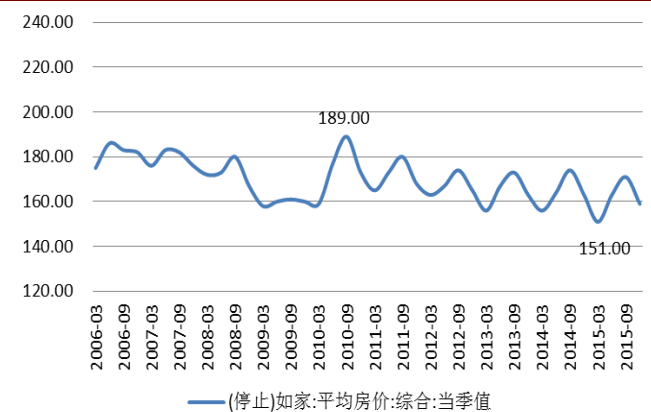
随着我国经济持续发展, 城镇居民人均可支配收入水平不断提高, 截止到 2015 年城镇居民人均可支配收入超 3 万元大关, 近 10 年城镇居民人均可支配收入年复合增长率达到 11.69%。而同期的经济型酒店价格却始终保持了稳定的水平。经济水平的不断提高导致居民对于出行住宿的要求有所提高, 经济型酒店已不能满足部分人的需求, 中端酒店应运而生。

图 17: 我国城镇居民人均可支配收入及增速情况 (单位: 元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 18: 如家 2004-2015 年平均房价



资料来源: Wind, 渤海证券

与经济型酒店不同的是, 中端酒店的住宿面积、住宿条件等都更优越, 价格也高于经济型酒店, 自 2013 年中端酒店在数量上形成一定规模, 近几年来增速可

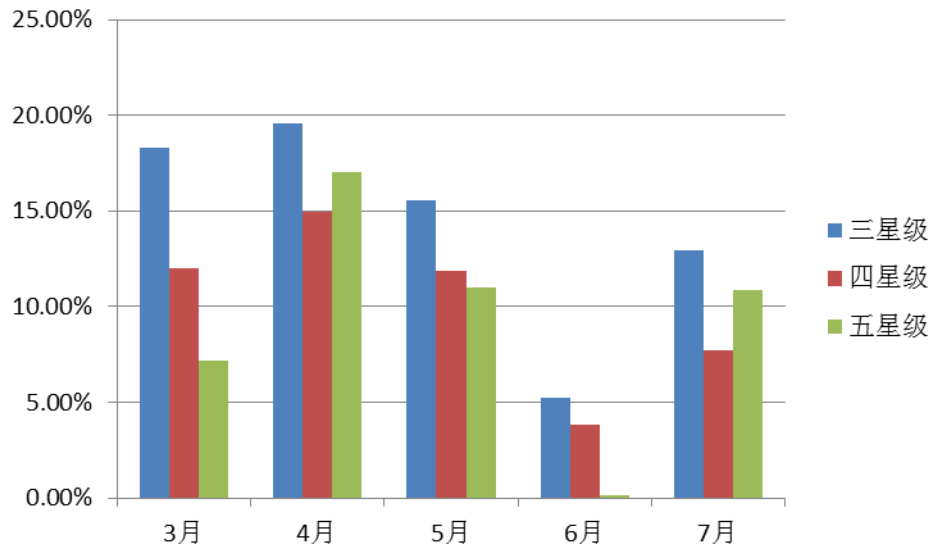
观，但在有限服务型酒店中仍然占比较低，中端酒店与经济型酒店的比例必然将持续调整。随着中端酒店占比不断提高，酒店行业龙头公司经营业绩持续向好。

3.3 酒店行业整体呈周期性复苏，餐饮未见明显改善

受到酒店行业整体总量供给驱缓影响，行业整体也呈现周期性复苏迹象。星级酒店方面，尤其一线城市北京、上海中高端酒店 revpar 整体呈现上升趋势。

分不同地区看，北京 2018 年星级酒店整体表现优异，截至 18 年 7 月份，北京五星级、四星级及三星级的 RevPAR 均有明显增长，其中三、四星级的 RevPAR 增速显著改善，6 月虽然增速放缓，但是增长趋势依然得以延续。具体来看，今年 5-7 月，北京市五星级酒店 RevPAR 分别同比增长 11.02%、0.13%、10.89%；四星级酒店 RevPAR 分别同比增长 11.89%、3.86%、7.74%；三星级酒店 RevPAR 分别同比增长 15.58%、5.27%、12.91%。

图 19：2018 年北京星级酒店 RevPar 同比增幅情况

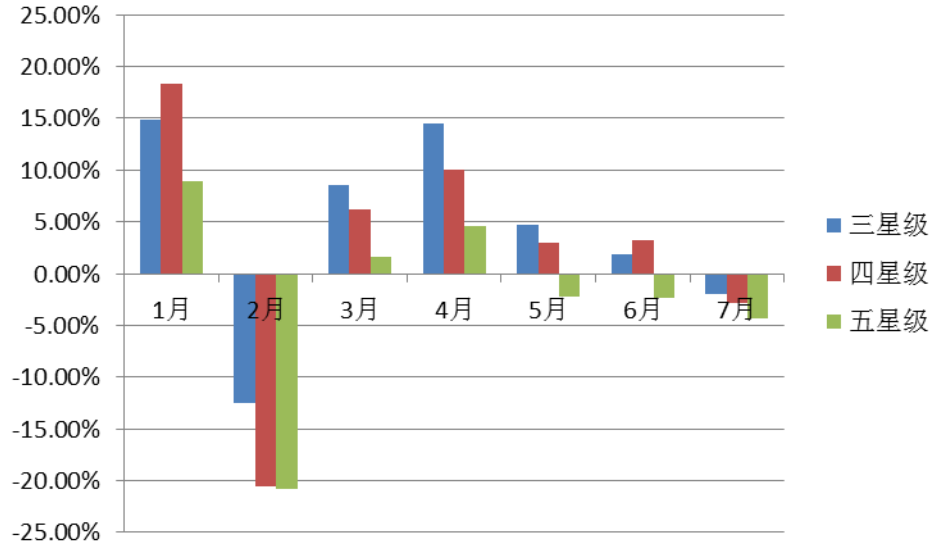


资料来源：北京市统计局，渤海证券

上海地区星级酒店今年以来也基本延续了企稳回升迹象。具体来看，今年 4-7 月，上海五星级酒店 RevPAR 分别同比变化 4.58%、-2.22%、-2.36%、-4.32%；四星级酒店 RevPAR 分别同比变化 10.09%、2.94%、3.24%、-2.82%；三星级酒店

店 RevPAR 分别同比变化 14.49%，4.71%，1.86%，-2.03%。

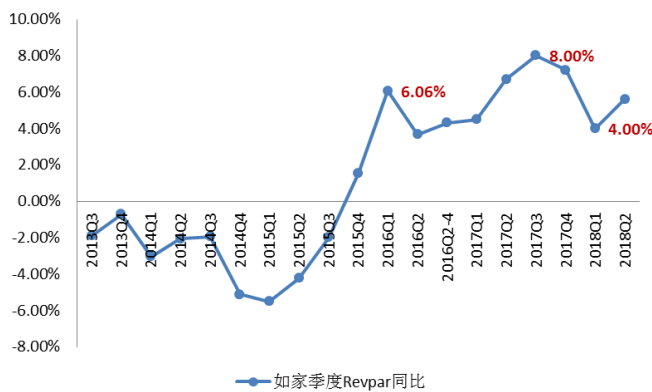
图 20: 2018 年上海星级酒店 RevPar 同比增幅情况



资料来源: 北京市统计局, 渤海证券

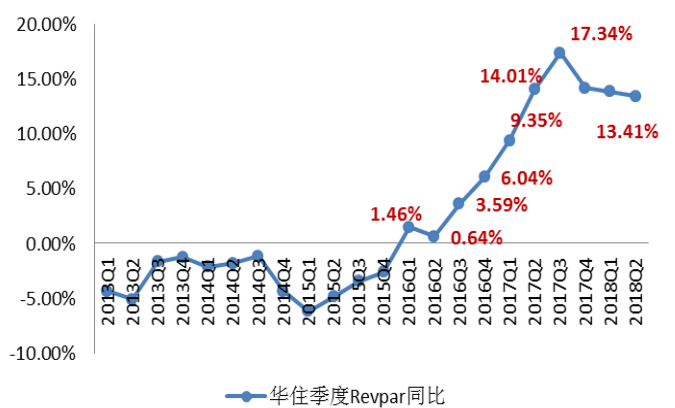
此外, 有限服务酒店集团经营情况也在持续向好, 华住和如家的 RevPAR 同比继续增长。其中, 如家 18 年 1 季度和 2 季度的 RevPAR 达到 138 和 158, 分别同比增长 4%和 5.6%; 华住 17 年 Q4 和 18 年 Q1 的 RevPAR 分别为 181 和 173, 同比增长 14.56%和 13.82%。

图 21: 如家近年来 RevPAR 变动趋势



资料来源: 公司公告, 渤海证券

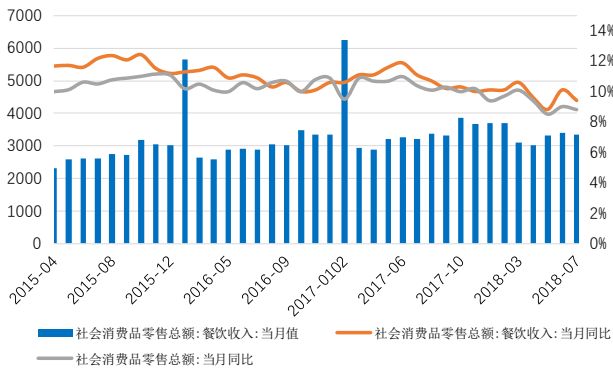
图 22: 华住近年来 RevPAR 变动趋势



资料来源: 公司公告, 渤海证券

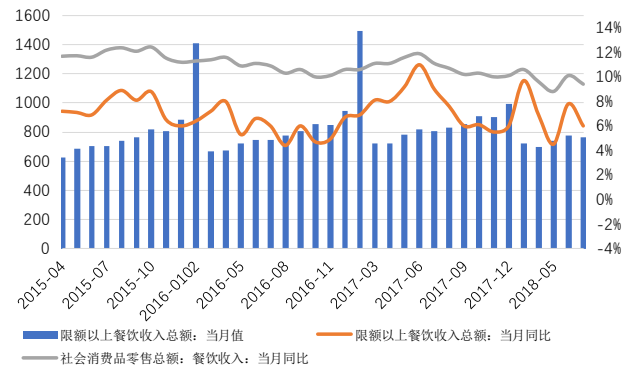
餐饮方面, 今年 1-7 月餐饮行业收入增速整体位于社零总额增速上方, 仍并未拉开明显的差距。而限额以上餐饮收入虽然在 3 月增速攀升明显, 但随后增速显著下滑并与餐饮社零总额增速拉开一定的差距, 在一定程度上体现大众餐饮表现更为优异。整体来看, 餐饮行业虽然保持一定热度, 但仍然难以传导至上市公司。

图 23: 社会消费品零售总额及社零餐饮收入 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 渤海证券

图 24: 社会消费品零售总额及社零限额以上餐饮收入 (亿元)

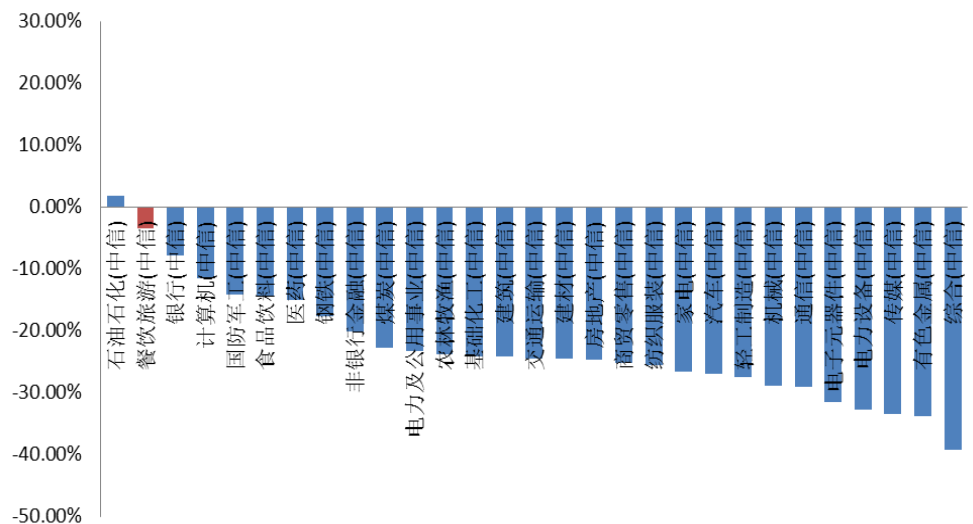


资料来源: 国家统计局, 渤海证券

4. 长期优选绩优标的, 布局暑期旺季行情

今年以来 (截至到 2018 年 09 月 14 日), 餐饮旅游板块整体下跌 3.42%, 沪深 300 指数下跌 19.68%, 行业跑赢沪深 300 指数 16.26 个百分点, 位列中信 29 个一级行业第 2 位。子板块中, 景区下跌 17.99%, 旅行社上涨 25.13%, 餐饮下跌 14.16%, 酒店下跌 26.59%。目前板块整体动态市盈率为 25.3 倍, 板块估值仍处于近两年以来相对低点, 行业仍旧具备较高配置价值。

图 25: 行业年初至今涨跌幅排行



资料来源: Wind, 渤海证券

个股方面, 中国国旅、大连圣亚以及广州酒家涨幅居前, *ST 藏旅、*ST 云网以及西安旅游跌幅居前。

表 9: CS 餐饮旅游行业内个股涨跌幅

涨跌幅前三名	全年涨跌幅 (%)	涨跌幅后三名	全年涨跌幅 (%)
中国国旅	41.93%	*ST 藏旅	-53.82%
大连圣亚	27.03%	*ST 云网	-43.84%
广州酒家	26.36%	西安旅游	-42.49%

资料来源: Wind, 渤海证券

年初至今, 餐饮旅游板块受益于个股中国国旅的影响跑赢沪深 300 指数 16.26 个百分点, 位列中信 29 个一级行业第 2 位。目前板块整体估值仍然合理, 作为朝阳行业, 行业发展空间依然广阔, 因此仍给予行业“看好”的投资评级, 建议投资者从以下几个时间维度选择个股: 长期来看, 关注政策导向扶持下的免税行业; 中期关注由于供需结构改善以及中端酒店业绩释放带来的酒店行业周期性复苏; 短期则建议关注估值已经回落至合理区间且符合市场风格的的优质个股。综上, 我们推荐中国国旅 (601888)、首旅酒店 (600258)、宋城演艺 (300144) 以及众信旅游 (002707)。

5. 风险提示

突发事件或不可控灾害; 宏观经济低迷; 行业重大政策变化; 国企改革进展不达预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1319
王磊

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

环保行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651
刘蕾
+86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
刘秀峰
+86 10 6810 4658

医药行业研究小组

张冬明
+86 22 2845 1857
赵波
+86 22 2845 1632
甘英健

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

证券行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
洪程程
+86 10 6810 4609

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

李莘泰
+86 22 2387 3122
宋旻
+86 22 2845 1131

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝惊
+86 22 2386 1600

债券研究

王琛睿
+86 22 2845 1802
冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

朱林宁 资产配置
+86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售 • 投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

风控专员

白骐玮
+86 22 2845 1659

合规专员

任宪功
+86 10 6810 4615

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn