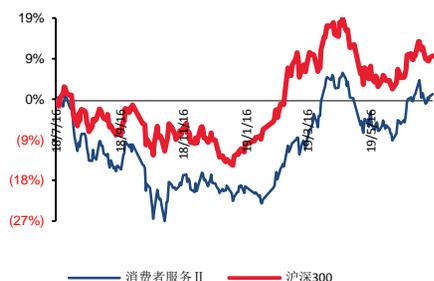


可选消费 消费者服务 II

2019 年中期投资策略：优选行业龙头 兼顾弹性品种

■ 走势对比



■ 子行业评级

酒店、餐馆与 休闲 III	看好
综合消费者 服务 III	看好

相关研究报告：

《太平洋社会服务行业周报 20190714：暑期旺季提升行业景气度 关注酒店和休闲景区》
--2019/07/14

《社会服务行业周报 20190707：出境免税招投标政策落地 张家界千古情开业火爆》
--2019/07/07

《太平洋社会服务行业周报 20190630：假期拉动锦江 5 月数据回暖 中青旅获 2.45 亿政府补助》
--2019/06/30

证券分析师：王湛

电话：010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100003

报告摘要

◆ 上半年回顾：白马股领涨，板块略逊于大盘

上半年，申万休闲服务行业指数上涨 24.16%，沪深 300 指数上涨 27.07%，行业跑输沪深 300 指数 2.91pct，在申万行业排名中位列第 9。免税行业是上半年最大的亮点，二级子行业旅游综合涨幅最好。

◆ 重点子行业：短期承压，中长期空间广阔

1、**免税**：中免集团 2017 年以来拿下多个国内枢纽机场免税店经营权，行业集中度不断提升，销售体量迅速放大。在国家引导消费回流的大背景下，扩大免税消费人群，拓宽免税购物渠道，提高免税限制额度是一个必然的趋势，免税业务将长期受益。预计下半年海免大概率注入，三亚店和现有机场店保持良好增速，新开店和扭亏店带来增量。离境内免税店政策有望落地，给公司带来新的增长点。

2、**景区**：休闲景区不完全依赖自然环境，选址更加灵活，受气候条件影响相对较小，拥有更加完善的休闲业态和更丰富的盈利点，对门票的依赖程度低，品牌可复制性强，客单价高，盈利能力更强。自然景区受国有景区门票降价政策影响短期业绩承压，下半年关注交通改善、运营能力提升及外延拓展带来业绩提升。

3、**酒店**：在供需缺口的持续存在以及消费升级的长期趋势下，各大酒店集团加速中端和加盟店布局，对现有门店升级改造。年初以来，需求疲软叠加去年的高基数，入住率进一步下滑，拖累平均房价和 Revpar 下行，但从锦江 4-5 月的经营数据看，环比 3 月已有改善，入住率降幅缩窄，revpar 实现由负转正，我们认为酒店行业进入企稳回升阶段，下半年在低基数基础上将有边际改善。

4、**出境游**：护照持有率持续提升，二三线城市出境游爆发式增长，出境游市场未来空间广阔。下半年预计澳台游保持高增长，亚洲旅游客流在 18 年低基数的基础上有望超预期，欧洲游预计整体稳中有升，小众目的地增速更高。龙头公司加速资源端和渠道端布局，市占率持续提升。

◆ 投资建议：优选细分行业龙头

我们看好休闲服务行业的长期成长性，维持行业“增持”评级。建议从以下几个维度选择个股：1、免税业：看好中免集团在免税行业的优质布局和未来成长空间，推荐**中国国旅**。2、休闲景区：新一轮项目扩张

期，公司异地复制模式得到充分印证，六间房风险解除，明后年业绩有望加速提升。推荐**宋城演艺**。3、酒店业：行业龙头集中度提升，加速布局中端+优化经济型酒店+轻资产运作提升利润，经营数据触底回升，下半年存边际改善预期，推荐**首旅酒店**、**锦江股份**。4、出境游：事件性对行业的影响消除，龙头公司加速渠道和资源端布局，下半年业绩增速有望超预期，推荐**众信旅游**。

◆ **风险提示：**

经济增速下行，居民消费意愿减弱，出游率下滑；行业进入下行周期等风险。

目录

一、 19 年上半年回顾：白马股领涨，板块略逊于大盘	6
二、 重点子行业：短期承压，中长期空间广阔	7
1、免税行业：政策引导消费回流，龙头公司占优	7
2、景区：休闲景区业绩稳健，盈利模式多样化	12
3、酒店业：存量升级，中高端进入成熟期	17
4、出境游：亚洲恢复增长，欧洲稳中有升	19
三、 投资建议：优选细分行业龙头	22
1、免税业：行业壁垒高，规模扩张迅速	22
2、休闲景区：异地复制扩张加速	22
3、酒店业：数据触底回升，业绩边际改善	22
4、出境游：低基数下存在估值修复预期	23
四、 风险提示	23

图表目录

图表 1: 2019 年上半年休闲服务行业涨幅位列申万行业排名第 9	6
图表 2: 申万休闲服务指数相对沪深 300 指数走势	6
图表 3: 二级细分子行业涨跌幅	6
图表 4: 行业个股涨跌幅	7
图表 5: 中免国内免税市场占有率近八成	8
图表 6: 2018 年中免国内免税市场占有率超八成	8
图表 7: 中国人个人奢侈品消费境内外占比	8
图表 8: 离岛免税销售额高增长	9
图表 9: 海南过夜游客接待情况及免税购物渗透率	9
图表 10: 离岛免税购物人次高速增长	10
图表 11: 离岛免税客单价提升	10
图表 12: 海南离岛免税政策变化	10
图表 13: 出入境游客接待人次及同比增长率	11
图表 14: 首都和浦东机场国际旅客吞吐量	11
图表 15: 2018H 国内旅游人次同比增长 11.4%	12
图表 16: 2018H 国内旅游收入同比增长 12.5%	12
图表 17: 80% 的游客人均消费在 3000 元以下	12
图表 18: 游客消费集中在购物、餐饮和景区门票	12
图表 19: 重点国有景区门票降价	13
图表 20: 黄山景区客流增长情况	14
图表 21: 宏村景区客流增长情况	14
图表 22: 丽江市旅游客流增长情况	14
图表 23: 三亚接待旅游过夜人数及增长率	14
图表 24: 峨眉山动态 PE 估值	15
图表 25: 黄山旅游动态 PE 估值	15
图表 26: 乌镇景区收入构成	16
图表 27: 古北水镇景区收入构成	16
图表 28: 乌镇景区客流情况及同比变化	16
图表 29: 古北水镇景区客流情况及同比变化	16
图表 30: 三大酒店集团每年新增中端酒店数量	17
图表 31: 三大酒店集团中端酒店数量及占比	17
图表 32: 首旅如家成熟中端店与所有中端店经营数据对比	17
图表 33: 三大酒店集团加盟酒店数量占比	18
图表 34: 三大酒店集团新增加盟酒店数量占比	18
图表 35: 出境香港旅游人次及同比增长率	19
图表 36: 出境澳门旅游人次及同比增长率	19
图表 37: 出境台湾旅游人次及同比增长率	20
图表 38: 出境泰国旅游人次及同比增长率	20
图表 39: 出境韩国旅游人次及同比增长率	20
图表 40: 出境日本旅游人次及同比增长率	20
图表 41: 中国赴越南旅游人次及同比增长	20
图表 42: 中国赴新加坡旅游人次及同比增长	20
图表 43: 中国赴芬兰旅游人次及同比增长	21
图表 44: 中国赴奥地利旅游人次及同比增长	21

图表 45：首旅酒店 PE (TTM)	23
图表 46：锦江股份 PE (TTM)	23

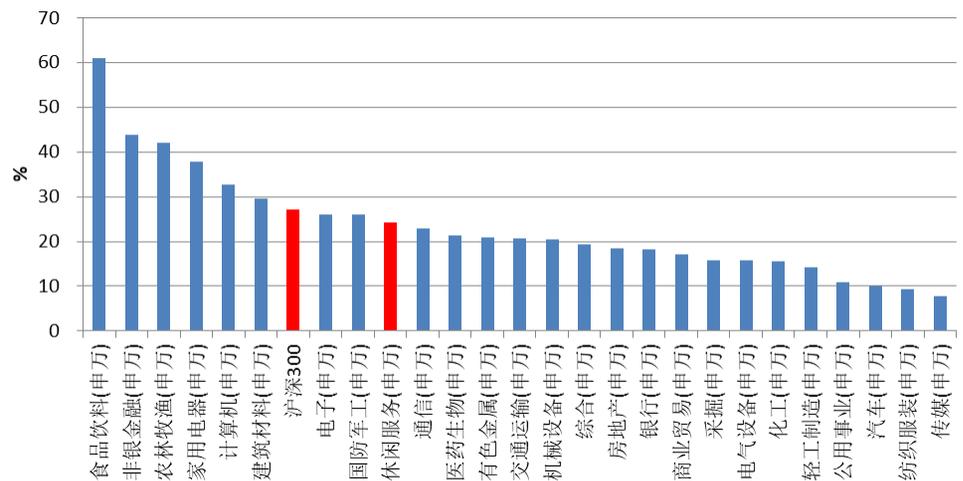
一、19年上半年回顾：白马股领涨，板块略逊于大盘

行业2019年上半年走势显著强于大盘。上半年，申万休闲服务行业指数上涨24.16%，沪深300指数上涨27.07%，行业跑输沪深300指数2.91pct，在申万行业排名中位列第9。

受益于免税行业大涨，二级子行业旅游综合涨幅最好。从二级细分子行业看，旅游综合子行业今年实现31.57%的增长，主要受益于中国国旅大幅上涨48.22%。其余二级子行业均实现上涨，涨幅分别为：其他休闲服务(+22.77%)>酒店(+14.58%)>景点(+12.24%)>餐饮(+2.64%)。

免税业是上半年最大亮点。上半年涨幅前三的个股分别为中国国旅(+48.22%)、大连圣亚(+41.53%)、金陵饭店(+37.17%)。免税行业继2018年涨幅居前后，2019年上半年再度涨幅第一，中国国旅受益于机场和离岛免税店销售收入的大幅增长，市场份额保持绝对领先，叠加市内免税政策预期和海免注入预期，今年走出不错的行情

图表1：2019年上半年休闲服务行业涨幅位列申万行业排名第9



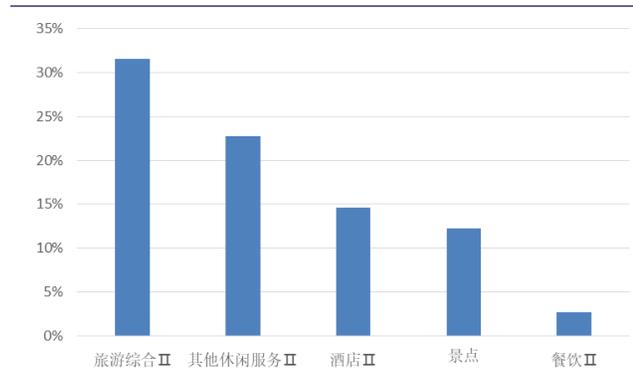
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：申万休闲服务指数相对沪深300指数走势

图表3：二级细分子行业涨跌幅

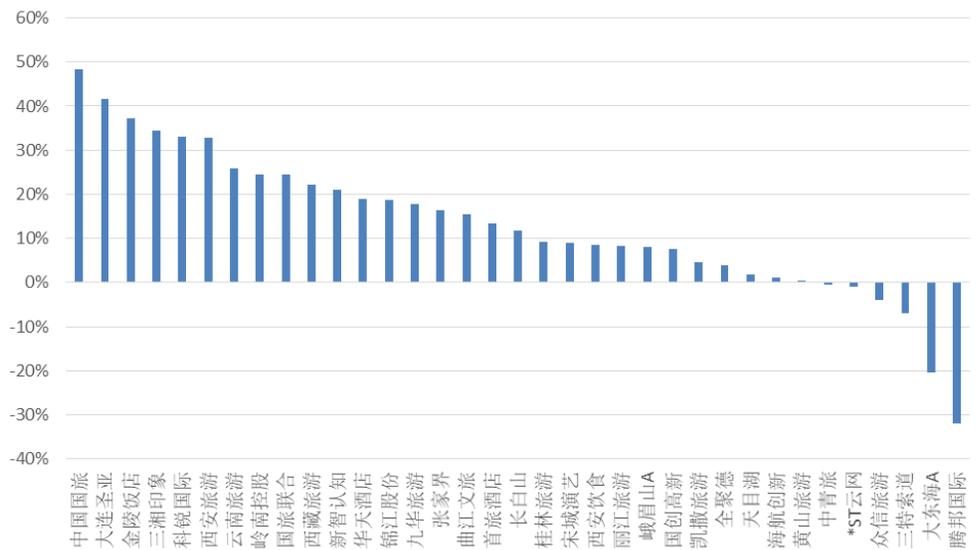


资料来源：Wind，太平洋研究院整理



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表4：行业个股涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、重点子行业：短期承压，中长期空间广阔

1、免税行业：政策引导消费回流，龙头公司占优

行业壁垒高，市场集中度不断提升。免税牌照具有极度稀缺性，目前国内免税行业分为离岛免税和出入境免税，海免注入后离岛免税将形成中免独家垄断的局面，出入境免税有四块牌照：中免、珠免、海免、中出服，中免相对其他地方国企更具有规模、运营管理和营销整合等优势，销售额绝对领先。近几年，在国家政策扶持下，中免集团不断加快免税市场布局，业务规模迅速扩大，完成了对日上中国、日上上海的

收购，拿下北上广港澳等重要枢纽机场的出入境免税业务，海免年内大概率注入，上半年市内店重新开业，下半年大兴机场店开业。

图表5：中免国内免税市场占有率近八成

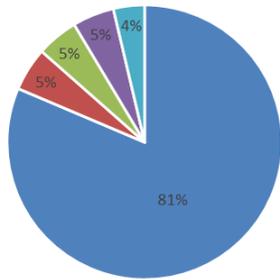
时间	扩张版图	运营方
2017	沈阳仙桃机场	中免
2017	乌鲁木齐地窝堡	中免
2017年2月	昆明长水机场	中免
2017年3月	广州白云	中免
2017年4月	青岛流亭机场	中免
2017年4月	南京禄口机场	中免
2017年4月	香港机场烟酒标段	中免&拉格代尔（中免控股80%）
2017年7月	成都双流机场	中免
2017年7月	首都机场T2	中免&中信
2017年7月	首都机场T3	日上中国（中免控股51%）
2017年12月	杭州萧山	中免
2018年5月	澳门机场	中免&皇权澳门（King Power）
2018年7月	上海浦东机场	日上上海（中免控股51%）
2018年7月	上海虹桥机场	日上上海（中免控股51%）
2019年5月	厦门、青岛、大连、北京市内店	中免
2019年9月	大兴机场店	中免&中信

资料来源：公司公告、互联网，太平洋研究院整理

销售额迅速提升，市占率超8成。2018年国内免税行业整体销售额395亿元，中免免税业务整体销售额332亿元，除去部分免税批发业务约10-15亿，免税零售业务达到约320亿，其中离岛免税80亿，出入境免税约240亿。经过快速的布局，中免已经成为国内免税行业的绝对霸主，市场占有率超八成，未来随着海免的注入以及现有业务销售额的提升，市占率还有一定的提升空间。

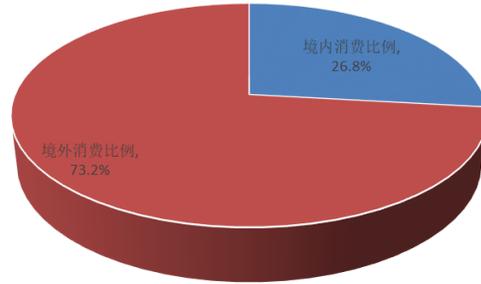
图表6：2018年中免国内免税市场占有率超八成

图表7：中国人个人奢侈品消费境内外占比



■ 中免 (含日上) ■ 海免 ■ 珠免 ■ 深免 ■ 中出服

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理



资料来源：贝恩咨询，太平洋研究院整理

政策鼓励消费回流，免税业受益明显。近年来，我国奢侈品消费在全球占比不断提高，但大部分奢侈品消费于境外，造成大量外汇流出。2018年全球个人奢侈品消费2600亿欧元，中国人消费858亿欧元，占总额的33%。国人境内消费230亿欧元，同比增速20%，占国人个人奢侈品消费总额的26.8%，也就是说仍有近四分之三的奢侈品在境外消费。在国内经济增速下行的大背景下，国家鼓励消费回流，多次调整关税，缩小境内外价差，实施《电商法》，规范海外代购。免税商品具有天然的价格优势，符合国家引导消费回流的政策方向，扩大免税消费人群，拓宽免税购物渠道，提高免税限制额度，以提高免税购物的吸引力是一个必然的趋势，免税业务将长期受益。

1) 离岛免税

多因素促免税销售额持续高增长。离岛免税政策从2011年4月开始实施至今已经8年多，免税销售额连年高速增长主要受益于：(1) 海南省过夜游客接待量的稳步提升，游客免税购物渗透率提升，免税购物人次增长；(2) 购物渠道不断放宽，市内免税店数量增加至4家，设立海口火车站、秀英港、新海港多个提货点；(3) 离岛免税政策的不断调整放松，免税限额提高，销售品类不断丰富，客单价提升。

图表8：离岛免税销售额高增长

图表9：海南过夜游客接待情况及免税购物渗透率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表10: 离岛免税购物人次高速增长



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表11: 离岛免税客单价提升



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

海免年内大概率注入，全面受益海南离岛免税政策。今年1月海免51%股权已经划转至旅游集团名下，旅游集团曾承诺划转完成后启动注入上市公司程序，估计今年大概率能完成注入，目前海免由中免托管和供货。2018年海免受到断货等因素的影响销售额21亿元，今年中免全面供货海免，1月海口市内免税店开业，6月1日市内店二期开业，合计2.2万平米，此外今年乘船离岛的游客纳入免税人群，秀英港和新海港增加提货点，预计2019年海免的销售额会有大幅提升。海免并入后中免将成为离岛免税的唯一运营商，将全面受益于离岛免税政策。

图表12: 海南离岛免税政策变化

时间	政策变化
2011年4月	每人每次免税购物金额 5000 元以内，非岛内居民旅客每人每年最多2次，岛内居民1次
2012年11月	离岛游客每人每次免税购物限额增至8000元，适当提高购买免税商品数量范围

2015 年 3 月	将零售包装的婴幼儿配方奶粉、咖啡、保健食品等 17 种消费品纳入离岛免税商品范围，放宽香水、化妆品、手表、服饰等 10 种热销商品的单次购物数量限制
2016 年 2 月	非岛内居民游客取消购物次数限制，每人每年累计免税限额不超过 16000 元，开设网上销售窗口
2017 年 1 月	铁路离岛游客纳入免税对象
2018 年 2 月	设立博鳌机场免税提货点
2018 年 11 月	离岛旅客（含岛内居民旅客）每人每年累计免税限额增加到 30000 元，不限次，增加部分家用医疗器械商品
2018 年 12 月	乘轮船离岛旅客纳入免税对象，设立港口提货点
2019 年 1 月	设立海口市免税店和博鳌免税店，离岛免税店增至 4 家，增设多个提货点

资料来源：商务部，太平洋证券整理

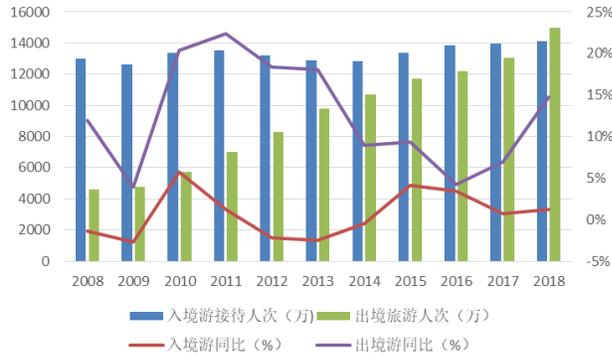
2) 出入境免税

出境旅游人次提升，保证机场免税客流增量。近年来，我国出境旅游人次持续提升，入境旅游人次保持稳中略有增长，给传统机场免税带来充足的客源保证。2018年我国出境游客流1.5亿人次，同比增长14.7%，入境游客流1.41亿人次，同比增长1.2%。从国内最大的两个客运枢纽机场——首都机场和浦东机场的国际旅客吞吐量看，多年来一直保持增长，2019年9月北京大兴机场即将投入运营，为机场免税带来客流增量。随着出境游的普及，二三线城市作为出境游出发地逐步增加，中免在二三线机场的布局也将逐步释放增量。

免税销售体量迅速放大，毛利率持续提升。中免在拿下北上广港澳等重要枢纽机场免税业务后，销售体量迅速放大，品牌议价能力大幅提升，随着与各大品牌重新谈判定价的推进，公司销售毛利率逐步提升，2018年免税业务毛利率同比提升7.37pct，后期随着谈判的逐步完成以及新开店逐渐进入成熟期，公司免税业务毛利率预计仍还有较大的提升空间，利好公司包括离岛免税在内的整体免税业务的利润提升。

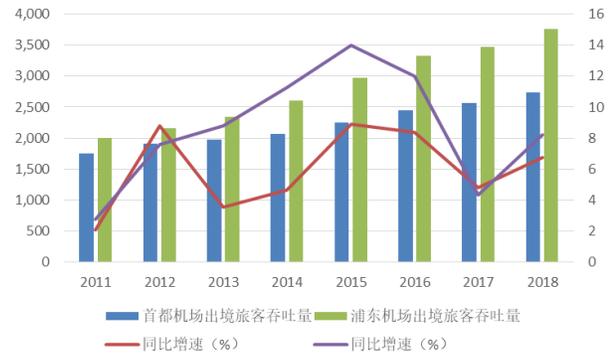
市内免税店开业，静待国人市内免税政策落地。2019年5月，中国国旅相继重开了厦门、青岛、大连和北京市内免税店，上海店也在筹划中。目前的政策下，市内免税店只允许外国人在出境前店内预订机场提货，根据国家促进消费回流的整体方针以及中免的开店速度，我们判断国人市内免税店政策有望加速落地。市内免税店相对于机场店来说在购物空间、选购时间和店租成本上都有更大的优势，政策落地对中免的销售额将有较大的促进作用，另一方面市内免税渠道销售也能降低机场扣点的压力，提升公司的盈利能力。

图表13：出入境游客接待人次及同比增长率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表14：首都和浦东机场国际旅客吞吐量

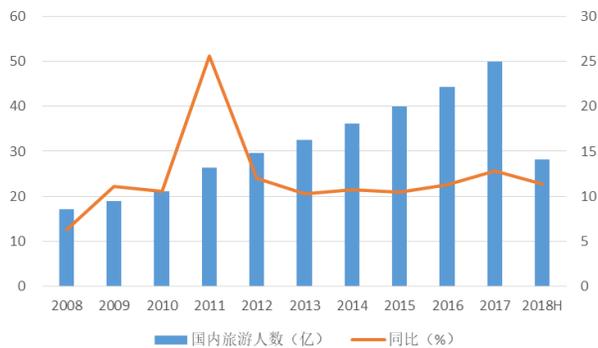


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、景区：休闲景区业绩稳健，盈利模式多样化

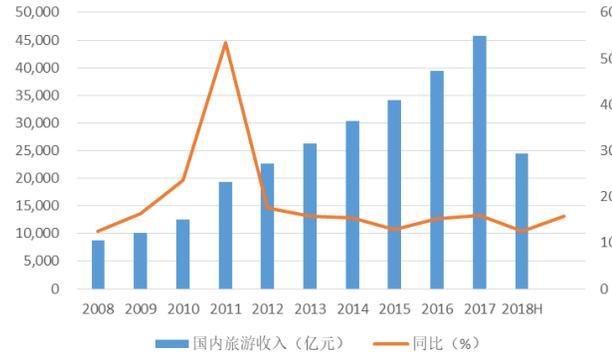
国内游人数保持平稳增长，旅游收入稳步提高。根据国家旅游局数据，2018年，国内旅游人数55.39亿人次，比上年同期增长10.76%；旅游收入5.13万亿，同比增长12.3%，人均消费926元。国内旅游人数2012年以来保持10%左右的增长速度，受到消费结构转变和消费升级的影响，旅游收入增速高于旅游人数增速。

图表15：2018H国内旅游人次同比增长11.4%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

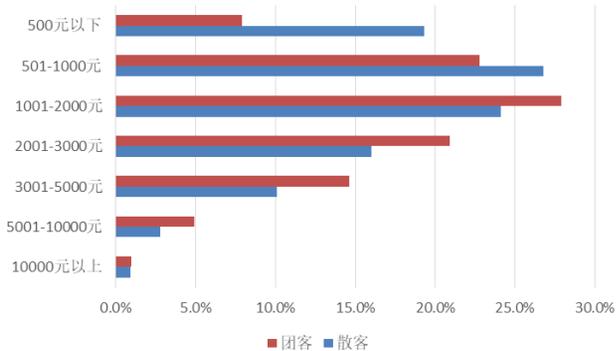
图表16：2018H国内旅游收入同比增长12.5%



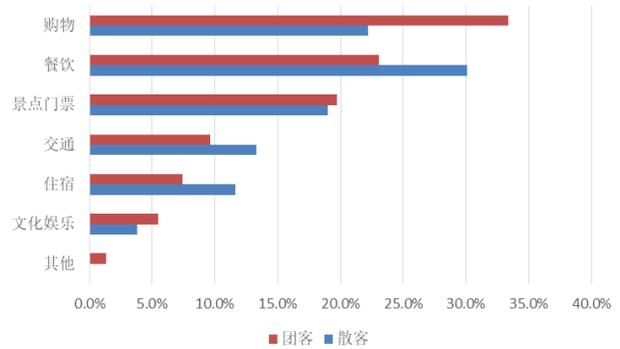
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表17：80%的游客人均消费在3000元以下

图表18：游客消费集中在购物、餐饮和景区门票



资料来源：中国旅游景区发展报告，太平洋研究院整理



资料来源：中国旅游景区发展报告，太平洋研究院整理

1) 自然景区：业绩受门票降价压制

自然景区门票降价，公司业绩承压。2018年6月29日发改委印发的《关于完善国有景区门票价格形成机制，降低重点国有景区门票价格的指导意见》，提出对利用公共资源建设的国有景区，以补偿合理运营成本、保持收支总体平衡为改革方向，完善门票价格形成机制。9月份开始各地景区门票降价方案陆续出台。门票降价对上市公司的业绩形成一定的压力，预计影响将持续到今年10月，但中长期看，有利于景区走出“门票经济”，更多着眼于旅游服务体系的完善和服务水平的提升。

图表19：重点国有景区门票降价

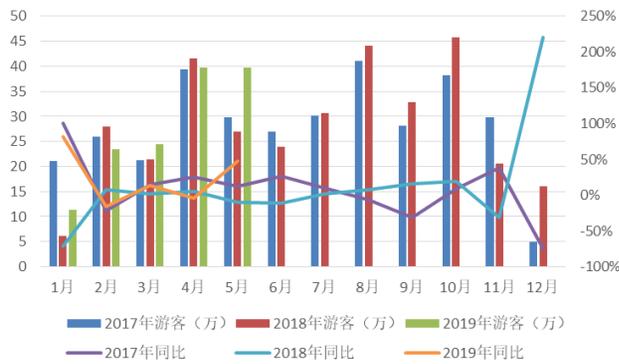
景区	原价	降价后	降价百分比	执行时间
黄山	230	190	17.4%	2018/9/28
峨眉山	185	160	13.5%	2018/9/20
长白山	125	105	16.0%	2018/10/1
玉龙雪山大索道	180	120	33.3%	2018/10/1
牦牛坪索道	60	45	25.0%	2018/10/1
云杉坪索道	55	40	27.3%	2018/10/1
云南世博园	100	70	30.0%	2018/10/1
漓江游船三星	270	215	20.4%	2018/10/1
漓江游船四星	450	360	20.0%	2018/10/1
银子岩	80	65	18.8%	2018/10/1
丰鱼岩	65	50	23.1%	2018/10/1
龙胜温泉	125	100	20.0%	2018/10/1
天门山	38	30	21.1%	2018/10/1
丹霞温泉	138	100	27.5%	2018/10/1
乌镇东栅	120	110	8.3%	2018/9/20

古北水镇	150	140	6.7%	2018/10/30
------	-----	-----	------	------------

资料来源：各地发改委，太平洋研究院整理

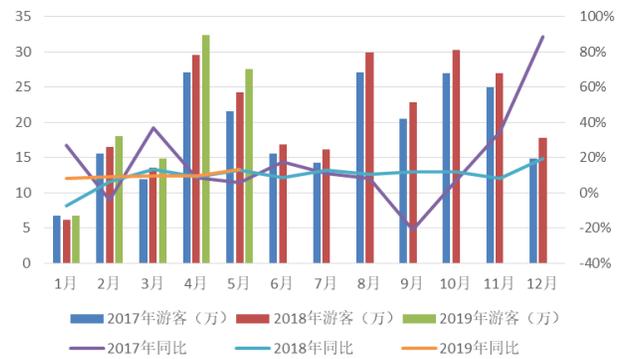
自然景区客流受节假日、天气、交通等多因素影响。自然景区的客流接待能力与自身的承载量以及天气、交通等因素相关，也与国内的假期制度息息相关，总体表现为一线景区节假日客流高峰承载力承压，全年客流增速放缓的特点。2018年黄山接待客流338万人，与2017年基本持平，今年1-5月黄山景区接待客流138.6万人次，同比增长11.7%，增长主要源于五一假期4天客流11.23万，同比2018年3天假期增长44%。上半年长白山接待客流59.5万人次，同比增长5.8%。今年云南旅游整治压力放缓，1-5月丽江市接待游客2134.28万人，同比增长18.3%。海南旅游政策放松的拉动下，1-5月三亚市接待过夜游客945.7万人，同比增长14.9%。

图表20：黄山景区客流增长情况



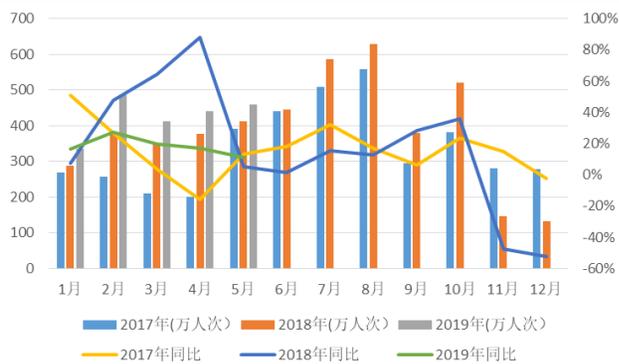
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表21：宏村景区客流增长情况



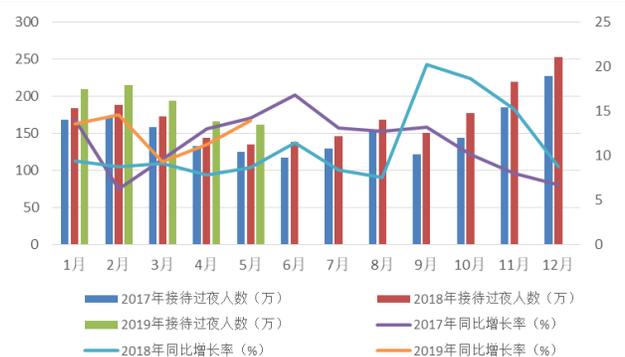
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表22：丽江市旅游客流增长情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

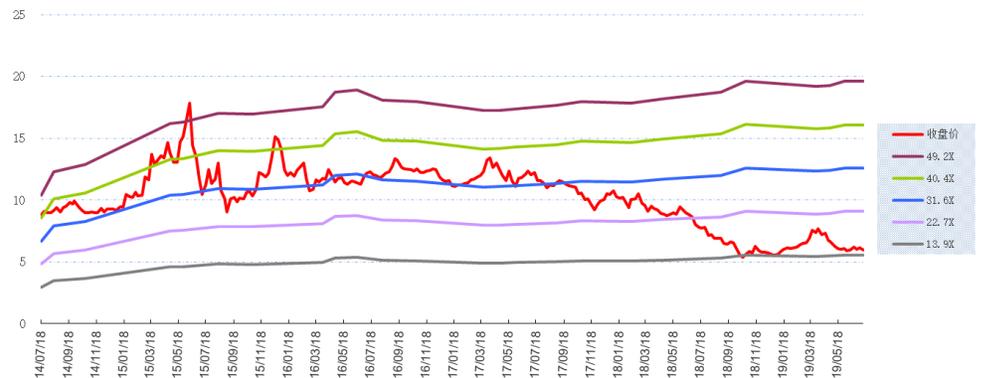
图表23：三亚接待旅游过夜人数及增长率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

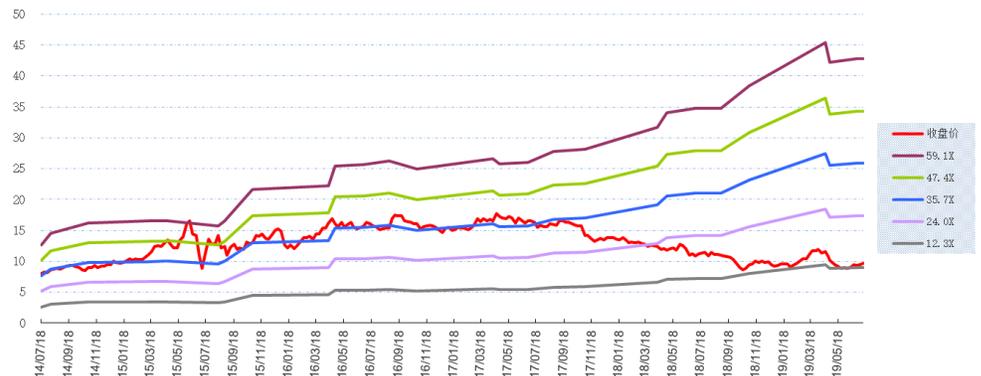
关注交通改善和景区运营能力提升。国有景区门票降价对景区估值造成一定影响，目前部分A股景区股估值已近历史底部，2019年随着个股业绩提升估值有待修复。个股业绩提升主要从两方面考虑：1、交通改善带来的客流增长，持续关注黄杭高铁对黄山、九华山景区客流的拉动。2、景区运营能力提升：景区对外拓展休闲业态，提升客单价和重游率，对内提升管理效率，实现业绩增长。

图表24：峨眉山动态PE估值



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表25：黄山旅游动态PE估值



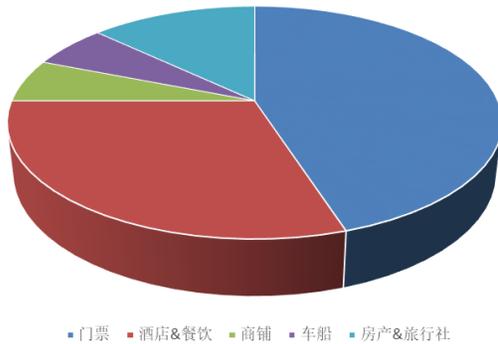
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2) 休闲景区：产业链条长，异地扩张提升业绩

休闲景区对门票依赖度低，盈利模式更加多样化。休闲景区不完全依赖自然环境，选址更加灵活，受气候条件影响相对较小，拥有更加完善的休闲业态和更丰富的盈利点，对门票的依赖程度低，品牌可复制性强，客单价高，盈利能力更强。乌镇景区的门票收入占比45%，古北水镇门票、索道占比36%，其余酒店、餐饮、商铺、车船等收入占比过半。

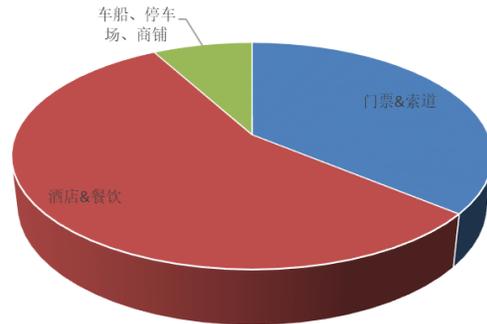
乌镇转型会展业务提升业绩。2018年乌镇客流经过多年的高速增长后出现下滑10%，但公司积极转型商务会展，通过增加商务客人的占比提升客单价，2018年乌镇人均消费208元，同比提高28%，乌镇公司18年营收19.05亿元，同比增长15.7%，净利润7.34亿元，同比增长6%。

图表26：乌镇景区收入构成



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表27：古北水镇景区收入构成



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表28：乌镇景区客流情况及同比变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表29：古北水镇景区客流情况及同比变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

宋城演艺异地复制加速成长可期。2018年以来公司进入第二轮异地扩张期，18年7

月桂林项目开业，12月宜春轻资产项目开业，2019年6月张家界项目开业，新开业项目的火爆一次次验证了公司异地复制的盈利模式是成功的。近两年是公司第二轮异地项目的集中开业期，明年还有上海、西安、郑州、佛山项目开业，特别是上海和西安项目，潜力远超现有的异地项目，公司在一条优秀的赛道上，又值业绩加速期，是一个中长期品种。

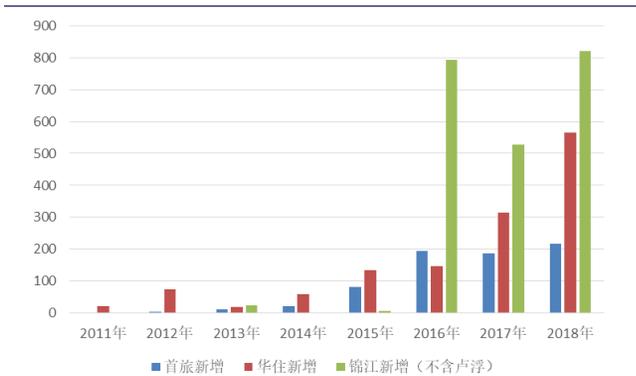
3、酒店业：存量升级，中高端进入成熟期

上半年行业整体触底，下半年预期企稳改善。酒店行业对经济高度敏感，酒店住宿需求中超过6成为商旅住宿，2018年Q3以来受经济下行因素的影响，酒店行业进入下行区间，表现在入住率下滑幅度加大，拖累平均房价增速放缓。今年初以来，需求疲软叠加去年的高基数，数据进一步恶化，在经历了4月份需求延后导致的低点后，5月受假期因素影响大幅回暖，综合4月和5月的数据看，环比3月仍有一定幅度的改善，预计下半年在去年同期低基数的基础上，酒店数据存在边际改善的预期。

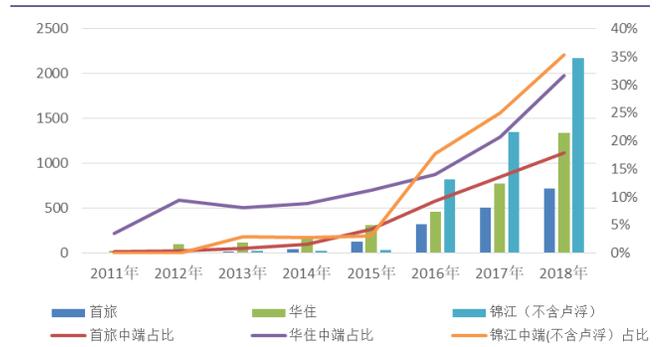
中高端酒店数量高速增长，大量进入成熟期贡献业绩。2016年开始各大酒店集团加速中端布局，随着大量开业的中端酒店逐步进入成熟期，成熟店的比例占比逐渐提升。从如家中端酒店的经营情况对比可以看到，成熟期酒店的Revpar及同比增速明显高于所有中端酒店。中端酒店的Revpar是经济型酒店1.5-2倍，随着数量的提升，中端酒店在酒店整体收入中占比提升，2019Q1华住酒店集团中端酒店数量占比33.7%，收入占比54%。未来中端酒店对酒店集团的收入和利润贡献占比将越来越大，拉动酒店集团整体Revpar和利润的提升。

图表30：三大酒店集团每年新增中端酒店数量

图表31：三大酒店集团中端酒店数量及占比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表32：首旅如家成熟中端店与所有中端店经营数据对比

	成熟中端酒店数量	中端酒店数量	成熟中端店占比	成熟中端店 Ravpar	成熟中端店 Ravpar 同比	所有店 Ravpar	所有中端店 Ravpar 同比
2017Q1	67	325	21%	243	12.10%	224	8.40%
2017Q2	114	354	32%	286	8.80%	255	2.70%
2017Q3	115	386	30%	313	7.20%	276	1.30%
2017Q4	131	503	26%	285	5.80%	242	-3.40%
2018Q1	153	527	29%	253	4.30%	209	-6.70%
2018Q2	211	573	37%	287	5.00%	243	-4.80%
2018Q3	219	610	36%	300	1.40%	263	-4.60%
2018Q4	244	720	34%	265	0.3%	231	-4.7%
2019Q1	282	741	38%	217	-6.8%	193	-8.0%

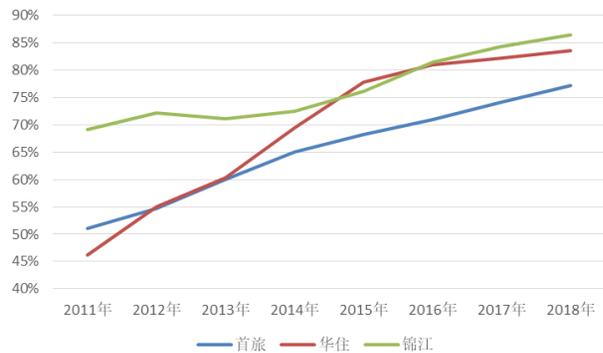
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

经济型酒店增速放缓，升级改造提质提价。2017年以来经济型酒店的增速大幅放缓，2018年三大酒店集团经济型酒店数量都是负增长。消费需求以及酒店自身的成本压力推动了经济型酒店的升级改造，华住于2014年开始改造计划，18年底已经完成50%汉庭的升级改造，计划与19年底完成60%。首旅如家推出升级品牌如家NEO，首批100家店改造完成能够提升Revpar 10%-18%。目前已经完成200家改造，后续每年淡季都会有持续的100-200家改造，并希望能够通过业绩的提升带动加盟商的改造。

轻资产模式迅速扩大规模，收益率高，稳定性好。酒店加盟业务的主要收入来源于初次加盟收入、持续加盟收入和中央订房系统渠道收入，加盟业务有利于酒店集团迅速扩大规模和影响力，收益率显著高于自营业务，且收入稳定性好，风险防御能力强。近年来，各大酒店集团在开店策略上着力加大加盟店比例，加盟店占比大幅提升，2019Q1首旅如家、锦江、华住的加盟店占比分别为77.3%、86.9%、84.1%，2018年新

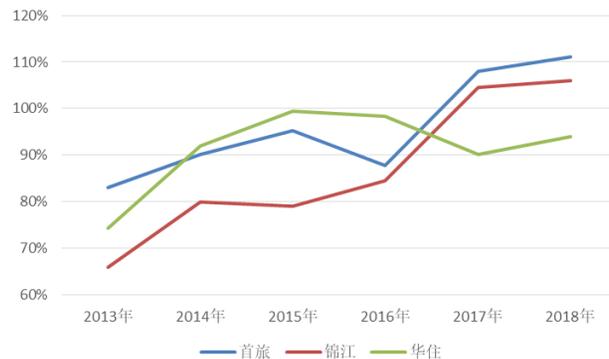
增酒店中加盟店占比分别为111%、106%、94%，首旅如家和锦江直营店负增长，华住由于收购花间堂21家直营店导致新增加盟店占比相对略低。

图表33：三大酒店集团加盟酒店数量占比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表34：三大酒店集团新增加盟酒店数量占比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

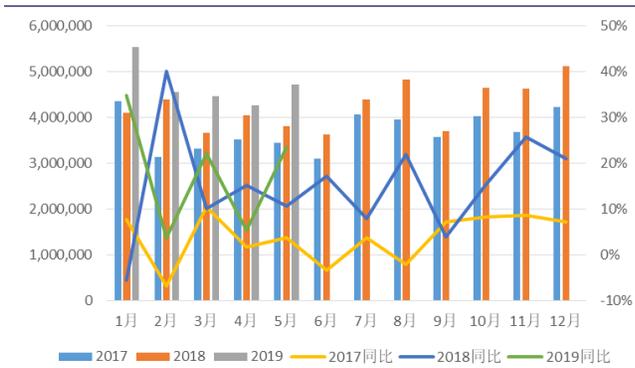
4、出境游：亚洲恢复增长，欧洲稳中有升

上半年东南亚市场逐步恢复，预计下半年会有较好表现。根据国家旅游局数据，2018年我国公民出境游1.5亿次，同比增长14.7%，增速创2013年以来新高。2018年下半年受到泰国沉船事件、日本台风和国内经济增速下行等因素影响，泰国、日本、新加坡、越南等亚洲出境目的地出现客流增速下滑，甚至负增长的情况。今年上半年整个东南亚地区仍处于恢复期，预计下半年在去年同期低基数的基础上会有较好表现。

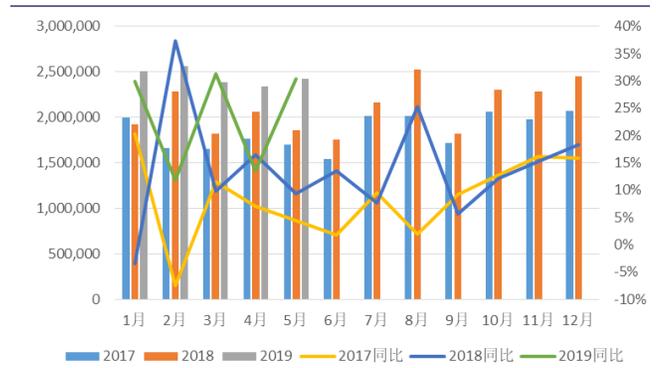
港澳游热度持续提升，赴台客流大幅回暖。受益于港珠澳大桥的开通和广深港高铁的开通，港澳游增速持续走高。2019年1-5月，赴港客流增速17.5%，赴澳客流增速22.7%。受7月初冲击立法会事件的影响，下半年赴港客流增速有下滑的可能性。赴台客流在经历了2016-2018年连续三年的下滑后，今年年初以来明显回暖，1-5月客流增速达27.8%，随着两岸关系的改善，预计下半年仍旧保持高增长。

图表35：出境香港旅游人次及同比增长率

图表36：出境澳门旅游人次及同比增长率



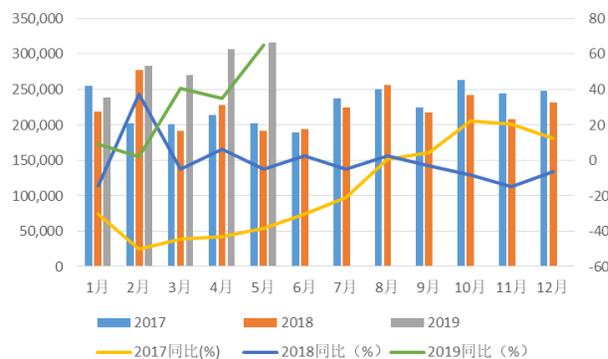
资料来源：Wind，太平洋研究院整理



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

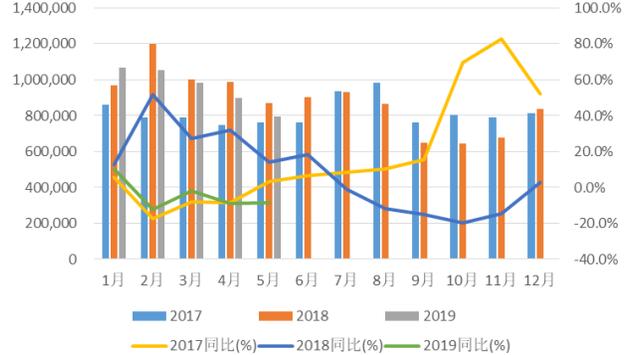
泰国客流仍在恢复期，越南、新加坡、马来西亚增速下滑。2018年7月沉船时间后，赴泰国客流经历了大幅下滑到逐步恢复的过程，2019年1-5月赴泰客流在去年同期高基数的基础上同比-4.5%，预计下半年会有较好表现。2019年1-5月，赴韩客流同比增长30%（2018年同期-10.4%），赴越南客流同比-0.8%（2018年同期37%），赴新加坡同比增速3.4%（2018年同期11.5%），赴马来西亚同比增速8.8%（2019年1-3月，2018年同期40.3%），赴韩国客流高速增长，越南、新加坡、马来西亚等东南亚国家客流增速下滑，预计与宏观经济疲软带来的未来收入预期下行有关。

图表 37：出境台湾旅游人次及同比增长率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

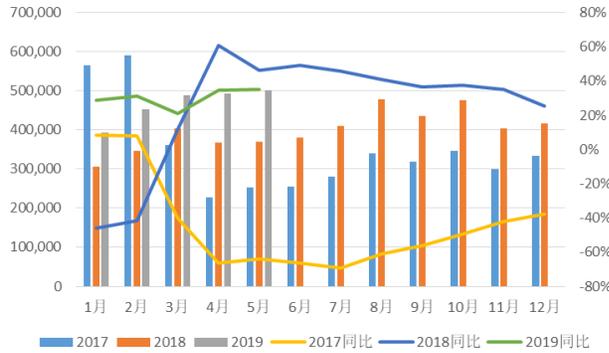
图表 38：出境泰国旅游人次及同比增长率



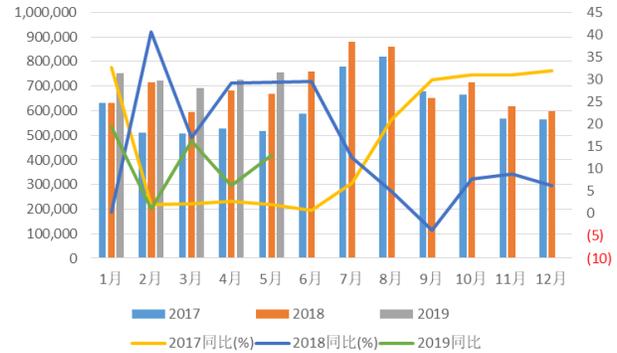
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 39：出境韩国旅游人次及同比增长率

图表 40：出境日本旅游人次及同比增长率

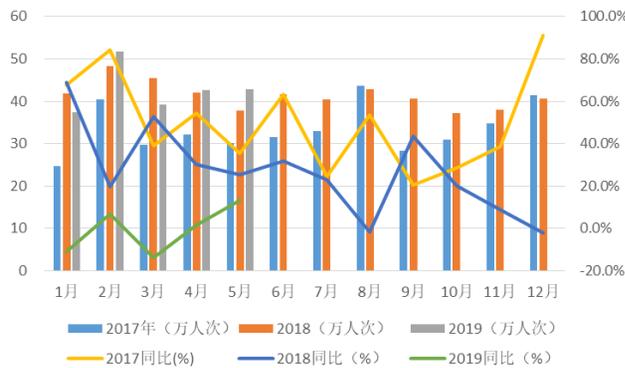


资料来源：WIND，太平洋证券整理



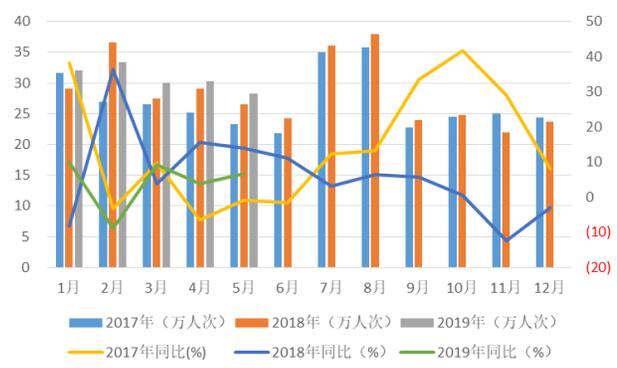
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 41：中国赴越南旅游人次及同比增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 42：中国赴新加坡旅游人次及同比增长

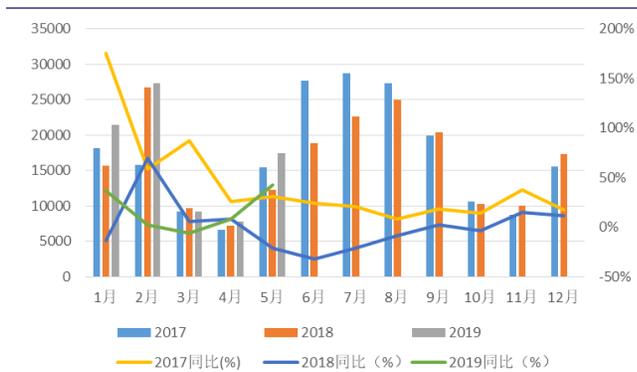


资料来源：WIND，太平洋证券整理

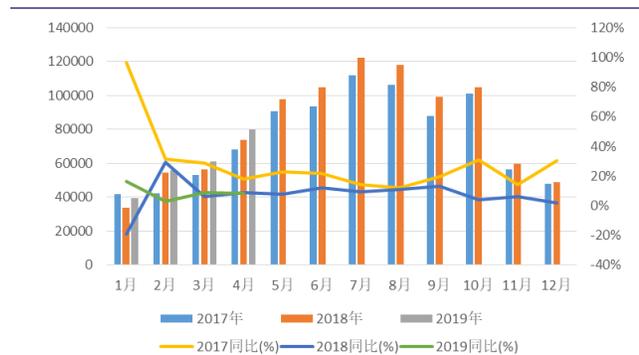
欧洲游稳中有升。根据欧洲旅游委员会数据，2018年欧盟目的地的中国游客人数同比增长5.1%，其中中欧/东欧增长10.6%、西欧增长6.1%、而南欧和北欧分别增长5.2%和2.7%。受到2018中欧旅游年的积极影响，2019年1月至4月中国赴欧旅游的预订量比2018年同期增加了16.9%，超过了中国游客预订全球目的地的9.3%增长均值。今年以来，赴芬兰客流同比增长16.2%（18年同期增速9.7%），赴奥地利客流同比增长8.2%（18年同期增速6.5%），赴荷兰客流同比增长4.6%（18年同期增速-2.2%），整体来看，今年以来赴欧洲客流稳中有升，略好于预期。

图表 43：中国赴芬兰旅游人次及同比增长

图表 44：中国赴奥地利旅游人次及同比增长



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

预计下半年澳台游保持高增长，亚洲目的地恢复性反弹，欧洲游平稳增长。交通便利性的提升有利于继续拉动港澳游保持增长，但事件性因素可能导致赴港增速下行。台湾游受益于两岸关系改善，恢复期预计保持高增长。今年下半年亚洲旅游客流在18年低基数的基础上有望超预期，欧洲游预计整体稳中有升，小众目的地增速更高。

签证政策放松，护照持有率持续提升，出境游市场空间广阔。中国已经连续多年蝉联世界第一大出境国，越来越多的国家开始在签证政策上给予中国游客优惠政策，对中国护照免签和落地签的国家持续增加。我国目前大约有1.2亿人持有护照，占总人口数的8.6%。2016年日本的护照持有率24%，美国、英国、加拿大的护照持有率分别为46%、76%、66%，与发达国家相比，我国的护照持有率还很低。根据携程预测，到2020年我国护照持有率可能扩大一倍，带来出境游市场巨大的成长空间。

三、投资建议：优选细分行业龙头

我们看好休闲服务行业的长期成长性，维持行业“增持”评级。在经济增速放缓背景下，旅游行业需求持续增长，同时受到政策扶持、交通改善等利好因素的影响，保持了较高的增长速度，成为稳增长、扩内需、促就业的重要产业，成长空间巨大。当前行业估值处于相对低位，建议从以下几个维度选择个股：

1、免税业：行业壁垒高，规模扩张迅速

中国国旅全资子公司中免集团在拿下多个枢纽机场经营权后，免税销售体量迅速放大，品牌议价能力大幅提升，毛利率明显提升。海免年内大概率注入，中免获得离岛免税业务独家经营权。现有机场店保持良好增速，新开店带来增量。离境市内免税

店政策有望落地，给公司带来新的增长点。免税行业进入壁垒高，盈利能力强，国旅目前在国内免税市场占有率超过8成，是绝对的龙头公司，看好公司在免税行业的优质布局和未来成长空间，推荐中国国旅。

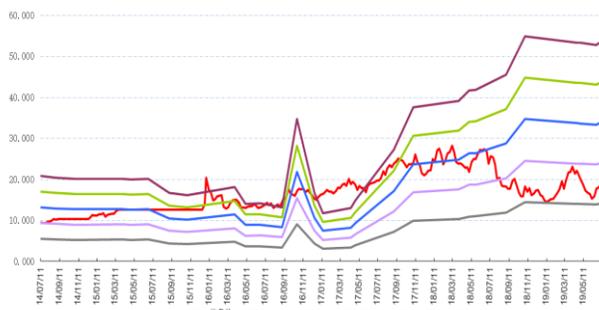
2、休闲景区：异地复制扩张加速

宋城演艺2018年开始进入第二轮项目扩张期，公司依托“演艺+景区”的模式，异地项目不断落地，公司主创团队稳定，运营能力突出，六间房风险解除，明后年将有上海、西安、郑州、佛山等多个项目开业，按照公司以往开业当年实现盈利的表现，公司业绩有望加速提升。推荐宋城演艺。

3、酒店业：数据触底回升，业绩边际改善

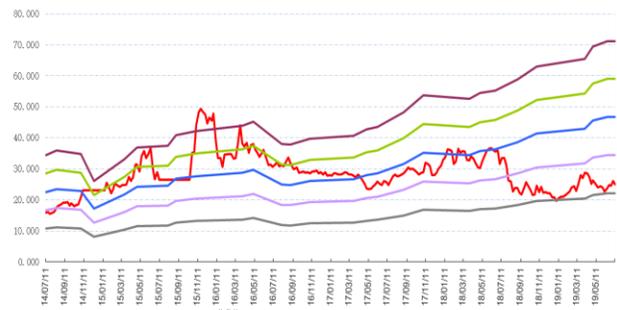
受宏观经济影响，酒店行业从2018年5月开始增速放缓，今年初以来，需求疲软叠加去年的高基数，入住率进一步下滑，拖累平均房价下行，尤其是4月由于五一长假导致需求延后，数据进一步恶化。受到五一假期的影响，5月锦江股份的经营数据大幅改善，如果看4-5月的综合情况，环比3月数据，入住率降幅缩窄，revpar实现由负转正，我们认为酒店行业进入数据企稳回升阶段，目前首旅和锦江19年估值均为19倍，板块估值处于相对低位。推荐首旅酒店、锦江股份。

图表45：首旅酒店PE(TTM)



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表46：锦江股份PE(TTM)



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

4、出境游：低基数下存在估值修复预期

出境游从去年7月份泰国沉船事件开始转向，龙头公司业绩大幅下滑，今年上半年

东南亚处于修复期，数据逐渐改善，欧洲客流稳中有升，预计下半年在去年低基数基础上会有超预期表现。龙头公司加速在渠道端的布局，打通产业链上下游，获得更多的盈利增长点。推荐众信旅游。

四、风险提示

经济增速下行，居民消费意愿减弱，出游率下滑；行业进入下行周期；自然灾害、恶性事件、政府整治、政策变更等原因造成的客流大幅减少，企业盈利能力下降；企业经营状况、并购重组进度不计预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。