

社会服务

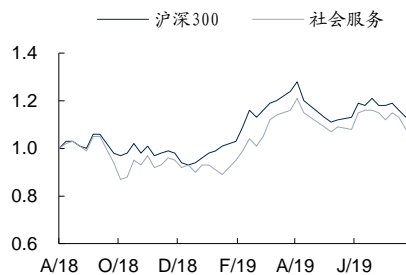
8月投资策略

超配

(维持评级)

2019年08月15日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《社会服务行业7月投资策略暨中报前瞻: 预计板块中报稳定增长, 中线坚守龙头》——2019-07-15

《社会服务行业2019年中期投资策略: 优质龙头为体, 弹性品种为用》——2019-06-26

《社会服务行业5月投资策略: 旺季逐渐来临, 紧守龙头, 兼顾下半年预期》——2019-05-13

《18年年报及19年一季报总结: 强者仍恒强, 紧抓龙头兼顾短期经济走势》——2019-05-09

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

经济继续平稳运行, 坚守业绩增长确定赛道

● 8月观点: 经济继续平稳运行, 坚守业绩增长确定赛道

维持中线“超配”评级。上半年, 国内游人数/收入各增 8.8%/13.5%, 显示行业基本面仍稳定, 结合我们此前中报前瞻, 旅游板块整体预计上半年保持稳健增长。考虑目前宏观经济环境下, 强者恒强仍然凸显, 中线仍然建议以时间换空间的思维继续聚焦业绩确定性强的优质龙头公司, 后续若市场风格变化再阶段兼顾弹性, 短期兼顾月饼销售旺季等因素及中报密集期等进行配置, 综合推荐: 中国国旅、宋城演艺、广州酒家、中公教育、首旅酒店、锦江股份、美吉姆、科锐国际、众信旅游、凯撒旅游、中青旅、三特索道、天目湖、黄山旅游、峨眉山 A 等。

● 7月板块略跑赢大盘, 宋城演艺领涨表现突出

7月沪深300上涨0.26%, 餐饮旅游板块上涨1.10%, 跑赢沪深300指数0.84pct, 主要系宋城演艺(+13.1%, 张家界项目开业, 进入第二轮项目扩张期)、中国国旅(+2.1%)等白马龙头表现优异推动, 以及大连圣亚等贡献。

● 免税: 中国国旅跻身全球免税第四, 拟投资打造海口国际免税城

基本面: 中国国旅业绩快报显示上半年实现业绩 32.79 亿元, 同增 71%, 扣非后同增 31%, 其中 Q2 扣非业绩同增 21%, 符合市场预期; 2018 年销售额已跻身全球免税第四。免税动态: 拟投资 129 亿打造海口国际免税城项目, 兼顾香港事件近期影响(短期直接影响香港机场免税业务, 但对比公司盈利规模影响较可控, 中线香港旅游零售可能分流至国内其他免税, 公司反而可能受益)。

● 演艺: 中报业绩预增 10%-25%, 演艺主业增长符合预期

宋城演艺预计上半年盈利 7.32~8.32 亿元, 同比增长 10%~25%, 估算上半年旅游演艺主业扣非后业绩增长约 18%, 保持稳定良好增长, 符合预期。公司去年新开业桂林项目今年上半年盈利约 1950 万元, 表现突出, 今年 6 月底新开业张家界项目开局良好, 看好公司 2019-2021 年第二轮旅游演艺扩张及多剧院模式。

● 酒店: Q2 华住 RevPAR 增速进一步放缓, 但展店明显提速

华住 Q2 整体 RevPAR 同增 1.3%, 较 Q1 增速继续放缓, 其中同店 RevPAR 同减 2.1%, 量价均有承压, 主因宏观经济和高基数压力, 经济型同店下滑 2.0%, 中端同店下滑 2.4%; 但展店方面, Q2 华住新开门店 311 家, 较 Q1 进一步提速。

● 风险提示

自然灾害、疫情、政治事件等系统性风险; 政策风险; 收购整合低于预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601888	中国国旅	买入	88.65	173,087	2.31	2.57	38.4	34.6
300144	宋城演艺	买入	25.15	36,533	0.91	0.96	27.5	26.1
603043	广州酒家	买入	32.18	13,001	1.11	1.36	29.0	23.7
002607	中公教育	增持	13.94	85,974	0.26	0.35	53.9	39.7
600258	首旅酒店	买入	16.00	15,804	0.93	1.13	17.1	14.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 经济继续平稳运行，坚守业绩增长确定赛道

表 1：2019 年 8 月投资策略：经济继续平稳运行，坚守业绩增长确定赛道

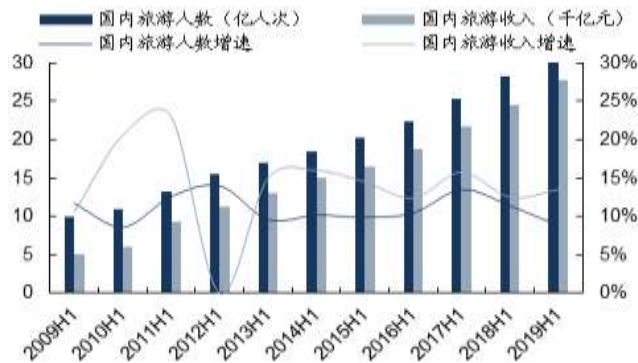
<p><b>重点关注板块 投资看点</b></p>	<p><b>免税：</b>中国国旅业绩快报显示 2019 年上半年实现业绩 32.79 亿元，同增 71%，扣非后同增 31%，其中 Q2 扣非业绩同增 21%，符合市场预期；2018 年销售额已跻身全球免税第四。免税动态，拟投资 129 亿打造海口国际免税城项目，兼顾香港事件近期影响（短期直接影响香港机场免税业务，但对比公司盈利规模影响相对可控，中线香港旅游零售可能分流至国内其他免税，公司反而可能受益）。</p> <p><b>演艺：</b>宋城演艺预计上半年盈利 7.32~8.32 亿元，同比增长 10%~25%，中值 7.81 亿元，同比增长 18%；估算上半年旅游演艺主业扣非后业绩增长约 18%，保持稳定良好增长，符合市场预期。去年新开业桂林项目今年上半年盈利约 1950 万元，表现突出。</p> <p><b>酒店：</b>Q2 华住整体 RevPAR 同增 1.3%，较 Q1 增速继续放缓，其中同店 RevPAR 同减 2.1%，量价均有承压，宏观经济和高基数压力，经济型同店下滑 2.0%，中端同店下滑 2.4%；<b>但展店方面</b>，Q2 华住新开门店 311 家，较 Q1 进一步提速。</p>
<p><b>风险因素</b></p>	<p>宏观经济系统性风险、汇率风险，重大自然灾害及大规模传染疫情等。</p> <p>市场风格变化使得资金对小盘股的偏好也会有不确定性，商誉风险等</p> <p>国家出台相关政策不及预期；国企改革或者收购重组等进度不及预期。</p>
<p><b>投资策略</b></p>	<p><b>维持中线“超配”评级。</b>上半年，国内游人数/收入各增 8.8%/13.5%，显示行业基本面仍稳定，结合我们此前中报前瞻，旅游板块整体预计上半年保持稳健增长。考虑目前宏观经济环境下，强者恒强仍然凸显，中线仍然建议以时间换空间的思维继续聚焦业绩确定性强的优质龙头公司，后续若市场风格变化再阶段兼顾弹性，短期兼顾月饼销售旺季等因素及中报密集期等进行配置，综合推荐：<b>中国国旅、宋城演艺、广州酒家、中公教育、首旅酒店、锦江股份、美吉姆、科锐国际、众信旅游、凯撒旅游、中青旅、三特索道、天目湖、黄山旅游、峨眉山 A 等。</b></p>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 上半年全国旅游人数和收入稳定增长

根据中国旅游研究院数据，2019 年上半年，我国国内旅游人次 30.8 亿人次，同增 8.8%，国内旅游收入 2.78 万亿，同比增长 13.5%，整体保持良好趋势；入境旅游 7269 万人次，同比增长 5%；出境游人次达 8129 万，同比增长 14%。

图 1：2019 年上半年，国内游人数增长 8.8%，国内游收入增长 13.5%



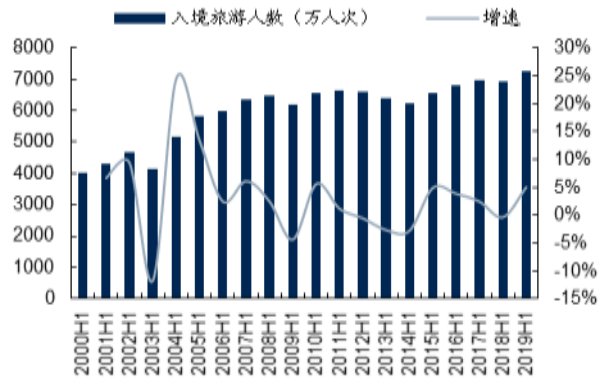
资料来源：中国政府网、中旅院等，国信证券经济研究所整理

图 2：2019 年上半年出境游人数增 14%



资料来源：中旅院，国信证券经济研究所整理  
注释：2014 年及以前为“出境人数”，2014 年之后为“出境游人数”

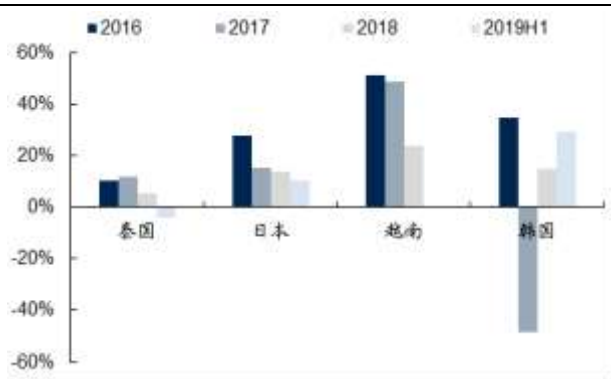
图 3：2019H1 年入境游人次同增 5%



资料来源：Wind，中旅院，国信证券经济研究所整理

2019 上半年全年中国公民出境旅游人数 8129 万人次，比上年同期增长 14%。增速相比于 2018 上半年的 8.59% 有显著提高，预计主要受人数占比高的港澳游、韩国游复苏推动。具体来看，2019H1 年香港、澳门游人次同比增长 16.4%、22.29%，合计增长 18.35%，预计主要受 2018 年 9 月广深港高铁通车及港珠澳大桥开通影响，较 2018H1 年提速较明显(2018H1 港澳游人数增长 13.35%)。与此同时，2019H1 年出国游人数同比增长 15.1% (不含港澳)，与 2018H1 年 15.7% 的高增长基本持平，主要受韩国线持续复苏影响(受萨德事件影响，韩国线 2017 年游客下滑 48.3%，2018 年弱复苏同增 14.9%，2019H1 持续明显复苏同增 29.11%)，但是泰国线受高基数及泰国大选等影响同比下滑 4.3%，拖累今年上半年东南亚增速相对放缓。

图 4：主要出境游目的地增长状况



资料来源：Wind、各国旅游网站，国信证券经济研究所整理

图 5：出境游构成与增长情况



资料来源：Wind、各国旅游网站，国信证券经济研究所整理

需要说明的是，今年 7 月以来，香港事件不断发酵，后续可能对香港游人数产生持续不利影响，考虑香港游在我国出境游中的人数占比相对较高，因此可能部分拖累整体出境游增长。不过，泰国游去年下半年因 6 月沉船事件持续发酵影响相对低基数，后续不排除低基数下有所反弹。

## 板块复盘：7月旅游板块略跑赢，宋城演艺领涨

### 近十年旅游板块8月表现倾向于强于大盘

我们统计了2009年至2018年十年间，旅游板块相对于沪深300指数8月单月涨跌幅情况，发现过去10年旅游板块8月表现通常强于大盘（仅2015、2016和2018年3次跑输），主要系旅游旺季支撑，不过，近几年上述规律有所扰动，与市场风格变化，季节性反应有所弱化。同时，过往旺季行情景区板块表现较突出，但2018年景区门票降价压力下，景区板块的表现受到压制。

在当前经济环境下，考虑8月将进入中报密集期，建议仍然聚焦业绩确定性强的优质龙头公司，如中国国旅、宋城演艺、中公教育等白马龙头，同时考虑月饼销售旺季来临，可兼顾广州酒家等相关标的。

图6：过去10年旅游板块8月表现通常强于大盘

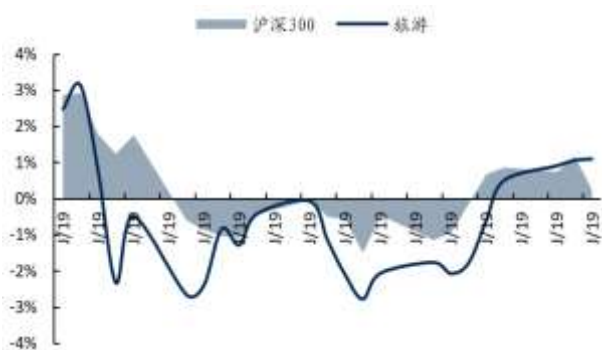


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 7月宋城演艺大涨13.05%，旅游板块整体跑赢大盘0.84pct

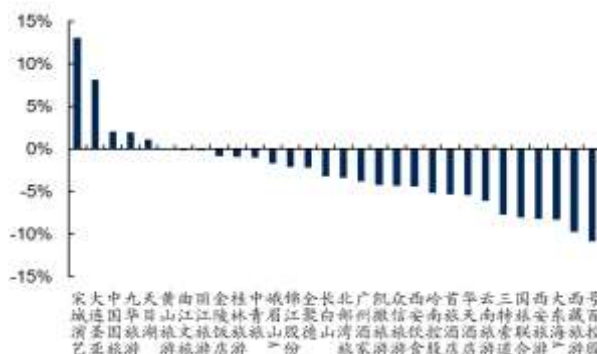
2019年7月，伴随着科创板开板，创业板上涨3.90%，沪深300上涨0.26%，上证综指和上证50小幅下跌1.56%和0.61%。具体看餐饮旅游板块，7月累计上涨1.10%，跑赢沪深300指数0.84pct，主要系宋城演艺、中国国旅等白马龙头表现优异，以及大连圣亚等贡献。

图7：2019年7月，旅游板块微涨1.10pct



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2019年7月个股涨跌幅排名：宋城演艺领涨



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

7月餐饮旅游板块整体表现有所分化，宋城演艺表现靓丽。具体来看，宋城演艺大涨13.05%，位居板块首位，伴随着6月底张家界项目的开业，公司进入了第二轮项目扩张周期。免税龙头中国国旅也表现优异，涨幅2.09%，位居第三。

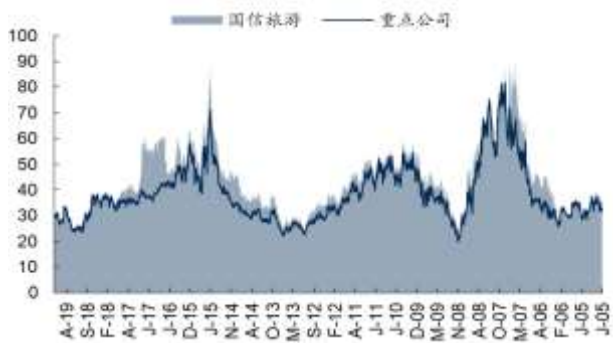


大连圣亚上涨 8.11%，预计主要受股东增持影响。此外九华旅游 (+1.98%)、天目湖 (1.14%) 也收涨。跌幅后三名为：号百控股 (-10.81%)、西藏旅游 (-9.69%)、大东海 A (-8.24%)。

### 7 月重点公司 TTM 市盈率和相对估值较 6 月有所回升

2005 年 1 月 4 日至 2019 年 7 月 31 日，国信旅游板块 TTM 市盈率均值为 43.68 倍，波动区间为【21.12, 89.25】。旅游重点公司 TTM 市盈率均值为 38.49 倍，波动区间为【19.88, 81.65】。2019 年 7 月 31 日，旅游板块整体 TTM 市盈率为 30.30 倍，高于上月同期 (29.91 倍)，但明显低于历史平均水平；旅游重点公司市盈率为 30.85 倍，高于上月同期 (30.31 倍)，但仍低于历史平均水平。

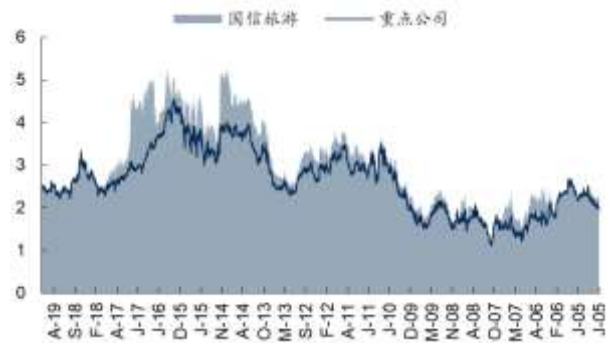
图 9: 7 月旅游板块 TTM 市盈率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注释: 重点公司含中国国旅、锦江股份、首旅酒店、中青旅、黄山旅游、宋城演艺、众信旅游、三特索道、丽江旅游、桂林旅游、峨眉山 A、凯撒旅游、广州酒家、天目湖

图 10: 7 月旅游板块相对估值 (TTM 市盈率)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注释: 相对市盈率采用 TTM 市盈率, 整体法, 对比基准为沪深 300

2005 年 1 月 4 日至 2019 年 7 月 31 日，旅游板块相对估值 (沪深 300, TTM 市盈率) 均值为 2.99 倍，波动区间为【1.10, 5.26】。重点公司相对估值均值为 2.63 倍，波动区间为【1.11, 4.54】。2019 年 7 月 31 日，旅游板块相对估值为 2.50 倍，略高于上月同期 (2.45 倍)；旅游重点公司相对估值为 2.54 倍，高于上月同期 (2.48 倍)，但仍低于历史平均水平。

## 2019年5-6月行业数据及相关动态跟踪

根据我们对国内旅游行业的跟踪观察，汇总各行业如下。**免税**：中国国旅2019年业绩快报显示上半年实现业绩32.79亿元，同增71%，扣非后同增31%，其中Q2扣非业绩同增21%，符合市场预期；2018年销售额位列全球免税第四。**演艺**：宋城演艺预计上半年盈利7.32~8.32亿元，同比增长10%~25%，中值7.81亿元，同比增长18%；估算上半年旅游演艺主业扣非后业绩增长约18%，保持稳定良好增长。**酒店**：Q2华住RevPAR同增1.3%，较Q1增速继续放缓，其中同店RevPAR同减2.1%，经济型同店下滑2.0%，中端同店下滑2.4%，受宏观经济影响均有承压；**展店方面**，Q2华住新开门店311家，较Q1进一步提速。**其他旅游数据**：国际航线客运量6月同增16.5%，香港游增速明显放缓，日本游表现良好，韩国游继续维持高增长；国内游表现平稳。**餐饮**：7月餐饮零售额增速为9.4%，基本保持平稳，大众餐饮消费增速优于限上。**博彩**：澳门7月博彩收入同比下滑3.5%，预计受宏观经济压力及香港事件影响。

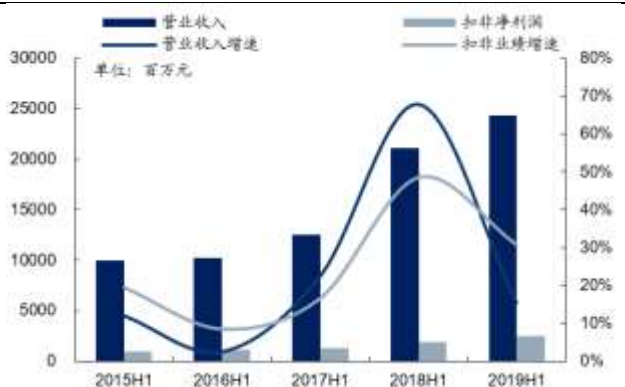
### 免税：中国国旅跻身全球免税第四，拟投资打造海口国际免税城

#### 基本面：中国国旅18年跻身全球免税第四，2019中报扣非业绩预增31%

中国国旅发布业绩快报，上半年实现总营收243.44亿元，同比增长15.46%；实现归母净利润32.79亿，同比增长70.87%；扣非归母业绩25.00亿元，同增30.86%；EPS1.68元/股，整体符合市场预期。Q2单季，公司实现营收106.53亿元，同比下滑13%，主要受国旅总社剥离影响，预计中免Q2收入增长18%，如果进一步剔除去年中报时补充追溯并表日上上海18年3月收入业绩影响，估算中免Q2整体收入可比增长约32%，仍然可圈可点。

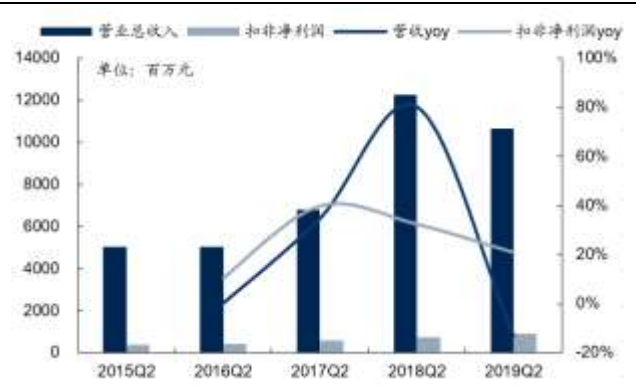
从盈利来看，按照业绩快报推算，公司Q2实现归母净利润9.73亿元，同增28%，扣非归母业绩9.10亿元，同增21%（Q2非经常损益6300万）。剔除国旅总社及非经扰动影响，估算中免Q2业绩增长25-28%，保持良好增长。不过，从基数来看，2018Q2，中免业绩受日上上海追溯并表3月业绩及香港机场亏损拖累综合影响。如果同时剔除上述影响，估算中免业绩2019Q2增长20%+，受T2扣点提升等因素影响业绩增速预计相对逊于收入增速，但整体仍较良好。

图 11：2019H1 中国国旅扣非业绩同增约 31%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：2019Q2 中国国旅扣非业绩同增约 21%



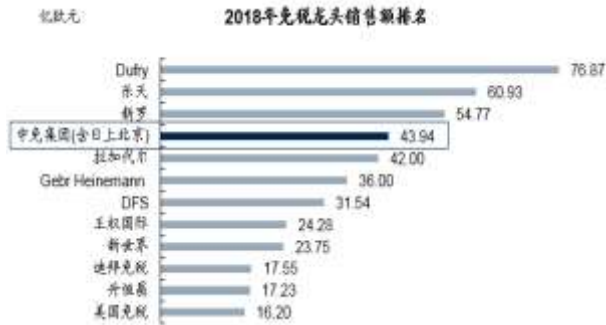
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据穆迪报道，2018年中国国旅跃居全球免税第四，相比2017年的第八位提升明显，在前25位中占据约8.29%的市场份额，仅次于Dufry（14.49%）、乐天（11.49%）和新罗（10.33%），其中Dufry主要依靠并购做大做强，而乐天和新罗免税销售额里中国人贡献居功至伟。

结合我们此前报告《中国国旅-601888-好风凭借力，大鹏展翅飞》分析，在吸引消费回流大趋势下，国内免税政策有望持续利好（海南离岛免税、市内免税

店政策), 叠加免税品本身香化、烟酒居多, 相对刚需特点, 我们认为国内免税市场整体容量仍有望积极成长, 未来 3-5 年预计国内免税行业有望实现 20%左右的行业增速(考虑首都 T4 即大兴机场启用等以及更积极的免税新政策推出)。中国国旅作为我国免税行业的绝对霸主, 有望充分分享上述行业红利, 其全球排名有望持续提升, 继续朝“保三争一”目标奋进。

图 13: 2018 年全球免税龙头排名, 中免跻身第四



资料来源: Moodie Davitt, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2018 年全球免税前 25 强市场份额构成



资料来源: Moodie Davitt, 国信证券经济研究所整理

免税动态: 拟巨资打造海口国际免税城项目, 兼顾香港事件后续影响

中国国旅公告: 公司全资子公司国旅投资发展有限公司拟投资人民币 128.6 亿元用于海口市国际免税城项目, 拟将其建设成为以免税为核心, 涵盖有税零售、文化娱乐、商务办公、餐饮住宿等多元元素的复合型旅游零售综合体。

结合我们 7 月 18 日快评《海口国际免税城助力新成长, 投资不低但实质可控》, 我们认为本次海口免税综合体项目虽然总投资较大可能带来短期情绪影响, 但因分期投入, 且地产部分可快速回收资金, 资金压力相对可控。并且, 项目所在地新海港未来系海南国际自由贸易港枢纽, 区位优势意义和交通优势绝佳, 无论看项目未来免税综合前景, 亦或地产升值潜力均较为可观。尤其考虑海口机场及港口进出人数约占海南进出岛人数的 2/3, 基数庞大, 且海口免税项目的地理位置优越, 综合定位支撑, 未来, 我们认为海口新海港国际免税购物中心不排除远期对比三亚海棠湾免税购物中心, 成为公司下一步成长的驱动之一。综合而言, 我们认为短期情绪影响大于实质, 中线投资价值依旧不变, 仍然看好中免未来离境市内免税店、离岛市内免税店和海外市内免税店三维共振前景。

图 15: 海口免税综合体位置



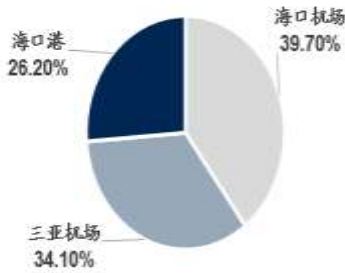
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 海口免税项目位于海口城市副中心西海岸商圈



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 2017 年海南三大进岛渠道占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 海口免税项目综合定位



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 项目开发规划情况

开发分期	地块及体量	建设周期
第一期	地块五+地块二+地块三, 免税商业综合体+公寓+住宅	36 个月
第二期	地块一+地块四+地块六, 商业街区+写字楼+酒店	42 个月

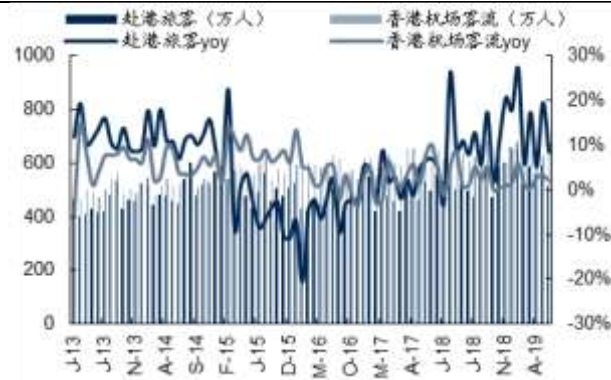
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

近期香港暴力事件不断发酵，市场也关心对中国国旅的影响。我们认为需综合香港机场免税影响及香港旅游零售向国内其他免税渠道分流等两方面综合判断。

- 首先，公司此前竞得香港机场烟酒段免税本身主要看重香港国际机场枢纽渠道优势和由此带来公司整体对烟酒议价能力的提升，但考虑国际枢纽机场免税本身的保底、扣点影响，该渠道后续单独盈利的预计本身相对不高。
- 从去年香港机场烟酒免税的情况来看，公司从 2017 年 11 月至 2018 年 5 月期间进行店铺交接，陆续接下香港机场烟酒免税门店，并进行重新装修改造，于 2018 年 7 月底全面重新亮相。受上半年交接过度期影响，香港机场 2018 年营收约 20 亿元，但因开办费用、过度期保底租金等压力影响，2018 年权益亏损我们估算在 1.5-2.0 亿之间（保底租金+开办费用综合影响）。
- 今年上半年结合我们的持续跟踪，香港机场上半年客流吞吐量同比增长 4.23%，考虑今年上半年公司机场免税不再受过度期影响，我们预计上半年香港机场免税收入 12-13 亿元，预计微利。
- 下半年来看，7 月虽有影响但客流量同比基本平稳，8 月后情况继续发酵，8 月 12 日、8 月 13 日均阶段关闭，我们认为下半年综合影响需要观察后续香港上述事件持续发酵的影响，同时兼顾中免与香港机场之间的保底条款的约定（保底是否根据客流量调整），但目前来看，我们谨慎估算如果情况持续发酵，悲观情形下或导致公司今年香港机场免税业务亏损 2000 万元至 1 亿元不等（此前我们预测为盈利 2000 万+）。当然实际影响仍待进一步跟踪观察后续影响。考虑香港机场烟酒段免税并非公司收入和盈利的主体，在总利润体量占比极低（2019 年我们预测 38 亿主业利润+7 亿旅行社转让收益），整体影响仍可控。
- 中线来看，香港事件的影响发酵可能会削弱香港作为购物港的地位，从免税消费分流的视角，可能国人更多免税购物需求向国内其他免税购物渠道如首都、上海机场免税（上海机场进一步打造世界级的枢纽地位）及有区位优势重叠的海南、白云机场免税等分流。考虑海南离岛免税、京沪机场及白云机场免税等是公司主要的收入和盈利支撑，此消彼长下未来对公司整体收入盈利的影响或可能利大于弊。



图 19: 赴港旅客与香港机场旅客接待变动



资料来源：摩根士丹利，国信证券经济研究所整理

图 20: 香港社会零售额变动



资料来源：摩根士丹利，国信证券经济研究所整理

### 演艺：中报业绩预增 10%-25%，演艺主业增长符合预期

宋城演艺此前发布 2019 年上半年业绩预告，预计上半年实现盈利 7.32~8.32 亿元，同比增长 10%~25%，中值 7.81 亿元，同比增长 18%。其中非经常性损益约 1.65 亿元，扣非后预计业绩平稳，整体符合预期。

具体来看，我们认为，扣非主业平稳主要受六间房持股比例下滑等业绩贡献下滑拖累，去年中报六间房业绩 1.89 亿，今年中报考虑持股比例下降我们估计 1 亿+。剔除其影响，我们估算上半年旅游演艺主业扣非后业绩增长约 18%，保持稳定良好增长（Q1 旅游演艺主业增长 30%+预计有轻资产宜春确认的因素，剔除其影响估计主业增长在 15-20%）。

从公司去年 7 月底 8 月初新开业项目——桂林阳朔漓江千古情来看，继续延续了开业当年业绩打平的良好表现，今年上半年，阳朔项目实现收入近 7500 万，业绩约 1950 万，表现突出。开业一周年，大型歌舞《桂林千古情》累计演出约 1000 场、接待游客近 360 万人次，单日最高演出 6 场。整体来看，公司无论是上一轮开业的三亚、丽江、九寨项目，还是本轮新开业的桂林项目，均表现突出，均实现开业当年打平，次年盈利，此后盈利能力快速爬升。从今年 6 月底新开业的张家界项目来看，近期多次单日上演 5 场，同样表现不俗。

在这种情况下，我们继续看好公司已被验证的商业模式，看好公司 2019-2021 年第二轮旅游演艺项目扩张带来的持续业绩增长以及单一项目多剧院模式拓宽存量成长空间，继续维持公司“买入”评级。

### 酒店行业：Q2 华住 RevPAR 进一步放缓，但展店明显提速

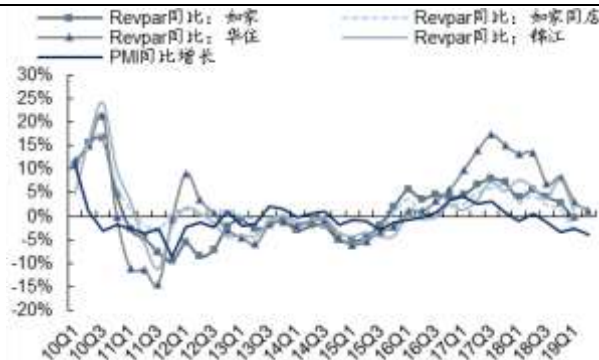
从酒店行业龙头的表现来看，2019Q2 华住整体 RevPAR 206 元，同比增长 1.3%，增速较 Q1 继续放缓（19Q1 RevPAR 增 2.9%），宏观经济放缓+高基数叠加影响（18Q2 增长 13.4%）。其中出租率同比下滑 2.7pct；ADR 同增 4.4%，中端升级仍支撑价格提升，但提价幅度较前期也有所放缓（Q1 价格+6.9%），出租率继续回调（Q1 出租率-3.1%）。华住同店 RevPAR 同比下滑 2.1% 相比 2019Q1（-0.4%）的增速也进一步放缓，其中经济型同店下滑 2.0%，中端同店下滑 2.4%。由于中高端商务占比相对高于经济型，所以其同店 RevPAR 压力比经济型更加明显。

但从展店节奏来看，华住 2019Q2 新开门店 311 家，较 Q1 有进一步提速（Q1 新开店 226 家）。截至 2019 上半年末，公司开业总家数 4665 家，其中直营店占比 14.92%（19Q1 为 15.88%），中高端占比 35.91%。签约待开业门店 1553 家（19Q1 为 1311 家），为全年开店目标 1100-1200 家的完成奠定良好信心，其中直营店占比仅 3.54%；中高端占比为 72.12%。加盟扩张仍然保持良好势头。

综合来看，高基数及宏观经济压力下，酒店龙头 RevPAR 相对承压，预计直营

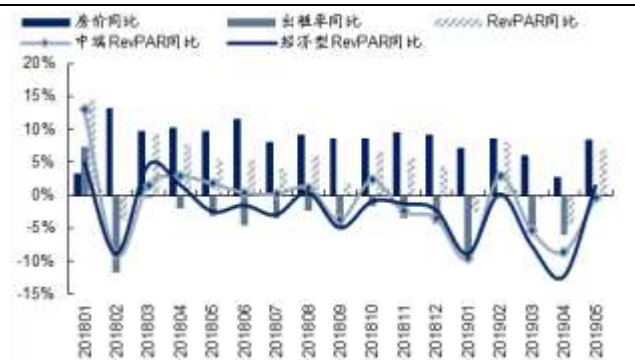
店盈利相应受此影响，不过，几大龙头今年纷纷加快了加盟展店的步伐，在行业竞争趋于不利，单体酒店经营压力加大，品牌优势日益显著的背景下，积极加大其市场份额提升，同时通过加盟展店对自身业绩进行支撑。

图 21: 酒店龙头季度 RevPAR 增长趋势



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 5 月锦江 RevPAR 同比增长 7.06%



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 3: 酒店龙头 2019 年开店计划多数较 2018 年进一步加快

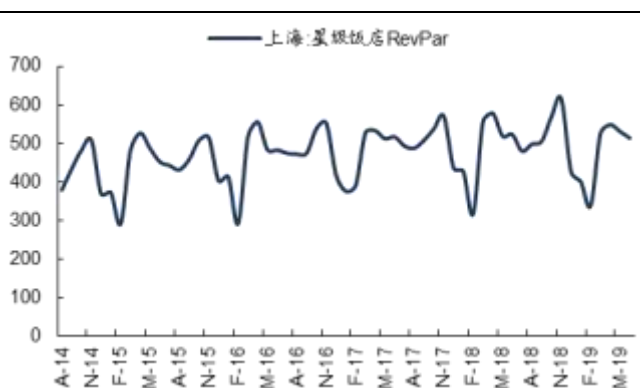
龙头	2019 年开店计划	18 年开店规划	2018 开店情况			2019Q1 开店情况			2019Q1 净增分拆	
			开店	关店	净增	开店	关店	净增	加盟	直营
华住	上调开店计划至 1100-1200 家 (此前为 800-900 家), 关店 200-250 家	全年计划新开 650-700 家, 中高端酒店占比 60-65% (390-455 家)	723	239	484	226	60	166	167	-1
锦江	计划新开店 900 家	全年计划新开 900 家, 中高端酒店占比 60-70%	1243	494	749	313	125	188	197	-9
首旅	计划新开门店 800 家, 其中 500-600 家核心品牌, 200-300 家管理输出 (此前开店一直保持在 450-500 多家)	全年计划新开 450 家, 中高端酒店占比 50%+	622	285	337	75	63	12	15	-3
格林	计划开设更多旗下无眠以及格林公寓以满足年轻商务旅客的需求	--	554	86	468	102	30	72	71	1

资料来源: 公司公告及官网资料, 国信证券经济研究所整理

星级酒店行业: 上海星级酒店 6 月 RevPAR 同比下滑 1.74%

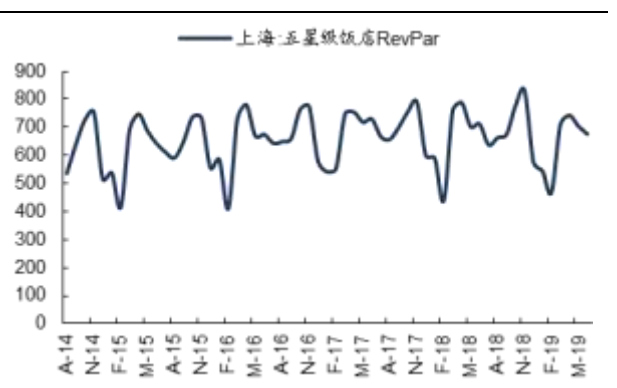
根据目前公布的最新数据, 上海星级酒店 6 月平均房价 764.84 元, 与去年同期基本持平, 当月星级酒店平均出租率为 67.07%, 同比下滑 2.45 个百分点。综合来看 6 月上海星级酒店 RevPAR 值 512.98 元, 同比下滑 1.74%。从 1-6 月累计值来看, 上海市星级酒店平均房价 748.27 元, 同比上涨 0.93%, 平均出租率为 63.47%, 同比下滑 1.83 个百分点。综合来看 2019 上半年上海 RevPAR 值 474.93 元, 同比下滑 1.9%。

图 23: 上海星级酒店 RevPAR 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 上海五星级酒店 RevPAR 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

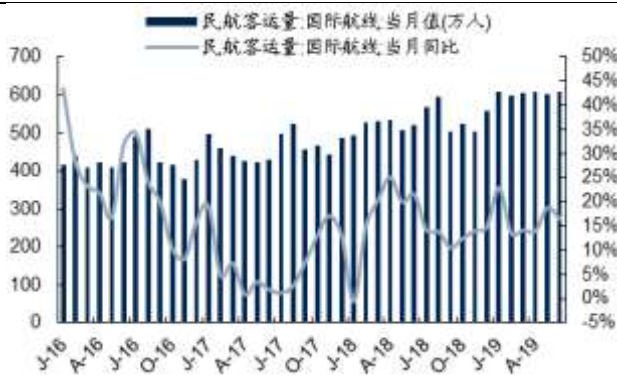
上海五星级酒店 6 月房价 952.96 元，同比下滑 2.79%，对应出租率为 70.9%，同比下滑 1.68 个百分点。综合来看 6 月上海五星级 RevPAR 值 675.65 元，同比下滑 5.04%。2019 年上半年累计值来看，平均房价 953.63 元，同比下滑 2.19%，对应出租率为 67.49%，同比下滑 0.96 个百分点。综合来看 2019H1 上海五星级酒店 RevPAR 累计值 643.6 元，同比下滑 3.57%。五星级酒店的 RevPAR 下滑力度较其他星级酒店更大，显示受宏观经济影响更加显著。

**出境游：国际航线客运量 6 月同增 16.5%，Q2 出境游增势有所放缓**

航空客运方面，2019 年 6 月国内、国际航线分别完成客运量 4732 万人、608 万人，同增 7.1%、16.5%，国际航线客运量增速较 5 月份 (+18.7%) 略有放缓，预计受去年高基数（去年同期同增 21.5%）与宏观经济影响。Q2 国际航线客运量累计同增 16.3%，与 Q1（16.7%）基本持平。

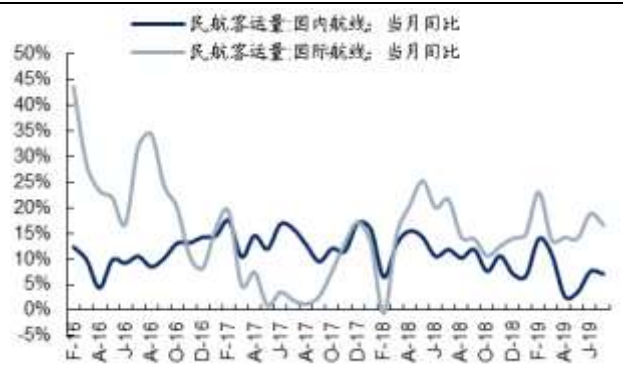
上半年国内、国际航线客运量累计分别为 28548 万人、3629 万人，同增 7.6%、16.6%，国际航线增速仍明显高于国内航线。

图 25：国际航线客运量 2019 年 6 月同比增长 16.5%



资料来源：Wind、中国民航局，国信证券经济研究所整理

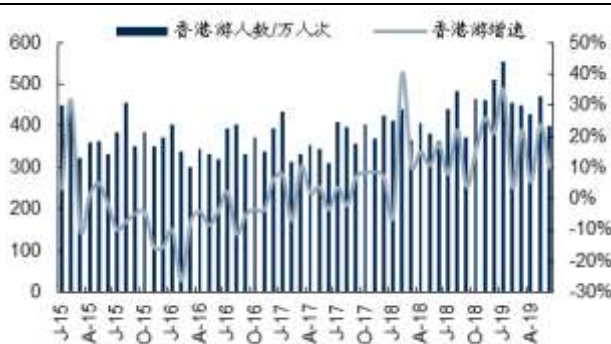
图 26：国际航线客运量 18 年以来增速高于国内航线



资料来源：Wind、中国民航局，国信证券经济研究所整理

从目的地来看，港澳游方面，受益于去年 9 月广深港高铁开通，今年以来港澳游一直呈现复苏之势。但 6 月以来受香港事件影响，游客增速开始放缓，6 月赴香港旅客 400 万人次，同比增长 10.10%，较 2018 年同期增速 (+17.32%) 有所放缓，较 2019 年 5 月 23.58% 的增速也明显放缓（5 月还受五一放假差异影响）；Q2 赴港游客累计同增 12.9%，较 Q1 累计 19.7% 有所放缓。6 月赴澳门游客 210.06 万人次，同比增长 19.88%，相比于去年同期 (+13.47%) 有小幅提升，但环比也有所放缓；Q2 赴澳游客累计同增 21.02%，较 Q1 放缓 2.5pct（Q1 累计同增 23.49%）。考虑 7-8 月香港事件持续发酵，今年下半年港澳游客流预计较有压力。

图 27：6 月赴香港旅游人数同比增长 10.10%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 28：6 月赴日旅游人数同比增长 15.74%



资料来源：Wind、日本旅游局，国信证券经济研究所整理

出国游方面，6 月赴日游客达 88.07 万人次，同增 15.74%，增速较 4 月 (+6.25%)、



5月(+3.39%)有明显提升; Q2累计同增8.8%,较Q1放缓2.9pct。受泰国大选等因素影响,6月赴泰旅游83.67万人次,同减7.10%,对比4-5月份,增速有所回升;Q2累计同减8.2%(去年上半年仍高基数)。6月赴韩旅客47.50万人次(距离萨德前水平仍有一定提升空间),同增25.04%;Q2累计同增31.5%,较Q1提升4.96pct,增速自2018年4月以来一直维持在较高水平。

图 29: 6月赴泰旅游人数同比下滑 7.10%



资料来源: Wind、泰国旅游局, 国信证券经济研究所整理

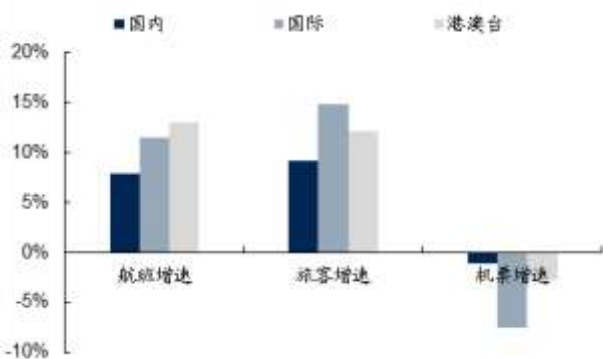
图 30: 6月赴韩旅游人数同比增长 25.04%



资料来源: Wind、韩国旅游局, 国信证券经济研究所整理

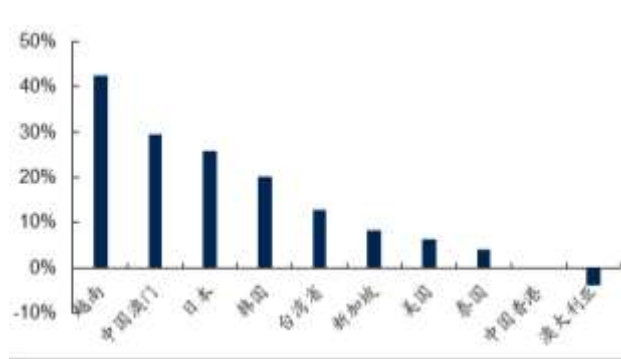
从暑期航线的表现来看,2019年暑期国际航线航班量为4.2万,同增11.4%;旅客总量为648.2万人次,同增14.8%;但国际航线平均票价下降7.5%,侧面显示了外围市场压力,也再一定程度上刺激了旅客量的增长。从目的地来看,越南、中国澳门、日本、韩国是最受欢迎的热门目的地,增幅分别达42.6%/29.4%/25.7%/20.1%。

图 31: 2019年暑期国际航线增速



资料来源: 中国航信, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2019年暑期出境游各大目的地客流增速



资料来源: 中国航信, 国信证券经济研究所整理

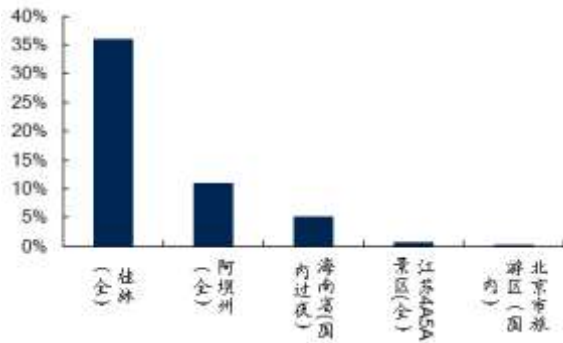
国内游: 国内重点旅游区域 6月数据跟踪, 各地市场相对分化

6月单月,国内重点旅游区域游客人数增长有所分化。桂林市接待国内游客1400.25万人次,同比增长35.95%,表现出众;阿坝州接待国内外游客430.79万人次,同比增长11.07%;海南省接待国内过夜游客436.86万人次,同比增长5.10%,增速相对平稳;江苏4A5A景区接待国内外游客5056.26万人次,同比增长0.70%;北京市旅游区接待国内游客2612.40万人次,同比增长0.29%;张家界市接待国内游客406.90万人次(统计口径改变致无法计算增速)。

从1-6月的累计变化来看,张家界市接待国内外游客2701.19万人次,累计同增20.75%;桂林市接待国内外游客5998.19万人次,累计同比增长20.50%;阿坝州接待国内外游客1392.05万人次,累计同比增长10.91%;北京市旅游区接待国内游客14766.70万人次,累计同比增长5.33%;海南省接待国内过夜游客3060.24万人次,累计同比增长4.50%;江苏4A5A景区接待国内外游客32224.99万人次,累计同比增长3.90%。

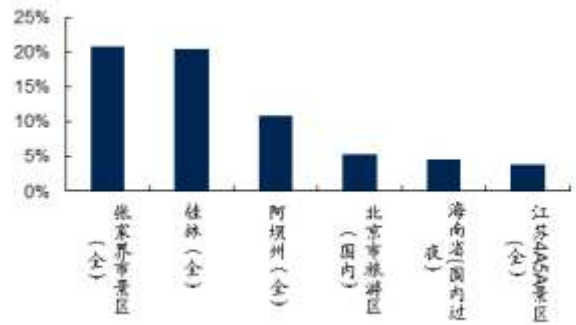


图 33: 2019 年 6 月部分旅游城市国内游人数增长情况



资料来源: 国家旅游局、各地旅游局, 国信证券经济研究所整理  
备注: 阿坝州、江苏 4A5A 景区为国内外游客数

图 34: 2019 年 1-6 月部分旅游城市客流累计增长情况



资料来源: 国家旅游局、各地旅游局, 国信证券经济研究所整理  
备注: 张家界景区、阿坝州、江苏 4A5A 景区为国内外游客数

**餐饮: 2019 年 7 月餐饮收入同增 9.4%，增速平稳**

根据国家统计局公布的相关数据, 7 月社会消费品零售总额中餐饮收入为 3658 亿元, 同比增长 9.4%, 较 6 月增速 (+9.5%) 略有放缓, 与 Q2 增速 (+9.4%) 相比基本持平, 但较 Q1 的 9.6% 有所放缓; 限额以上企业餐饮收入为 777 亿元, 同比增长 7.3% (6 月+7.6%)。2019 年 1-7 月社会消费品零售总额中餐饮收入为 24937 亿元, 同比增长 9.4%; 限额以上企业餐饮收入为 5238 亿元, 同比增长 7.2%, 大众消费增速仍好于限额以上增长情况。

图 35: 7 月餐饮收入同比增长 9.4%



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理  
注释: 1-2 月国家统计局合并计算增速, 故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

图 36: 7 月限额以上餐饮收入同比增长 7.3%



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理  
注释: 1-2 月国家统计局合并计算增速, 故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

**博彩: 7 月澳门博彩收入同比下滑 3.5%**

2019 年 7 月, 澳门博彩毛收入为 244.53 亿澳门元, 同比下降 3.50%, 对比上半年同比增速 (-0.5%) 进一步放缓, 预计主要受中美贸易摩擦升级、宏观经济因素, 6 月以来香港事件等因素拖累。1-7 月累计博彩毛收入为 1740 亿澳门元, 同比下降 0.90%。我们预计澳门博彩收入下半年受宏观经济以及香港事件持续发酵影响仍有一定压力。

图 37: 2019 年 7 月博彩赌收同比下降 3.5%



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

### 风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险；  
 国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；  
 收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-8-14	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	88.65	1.61	2.31	2.57	55.00	38.41	34.55	10.66
300144	宋城演艺	买入	25.15	0.89	0.91	0.96	28.38	27.50	26.15	4.31
603043	广州酒家	买入	32.18	0.95	1.11	1.36	33.87	28.99	23.66	6.67
002607	中公教育	增持	13.94	0.19	0.26	0.35	74.57	53.85	39.67	29.10
600258	首旅酒店	买入	16.00	0.88	0.93	1.13	18.28	17.13	14.15	1.94
600754	锦江股份	买入	23.74	1.13	1.18	1.34	21.01	20.07	17.72	1.80
002621	美吉姆	增持	12.05	0.05	0.31	0.39	225.67	39.30	30.91	5.92
300662	科锐国际	买入	34.00	0.65	0.90	1.17	52.01	37.87	29.03	8.41
002707	众信旅游	增持	4.93	0.04	0.30	0.36	120.24	16.43	13.69	2.04
000796	凯撒旅游	增持	6.07	0.24	0.36	0.42	25.11	16.89	14.51	2.20
600138	中青旅	买入	11.16	0.83	0.90	1.05	13.52	12.33	10.64	1.32
002159	三特索道	买入	14.26	0.97	0.28	0.54	14.68	50.20	26.39	2.06
603136	天目湖	增持	20.30	1.29	1.46	1.76	15.74	13.90	11.53	2.85
600054	黄山旅游	增持	8.86	0.78	0.51	0.55	11.37	17.41	16.11	1.58
000888	峨眉山A	增持	5.52	0.40	0.39	0.42	13.90	14.03	13.06	1.23
000978	桂林旅游	增持	5.19	0.22	0.16	0.25	23.24	32.92	20.74	1.19
002033	丽江旅游	增持	5.67	0.35	0.28	0.31	16.26	20.47	18.31	1.28

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 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，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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