

关注业绩改善估值修复 坚守细分行业优质龙头

——餐饮旅游行业 2019 年二季度投资策略报告

分析师： 刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2019 年 3 月 15 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

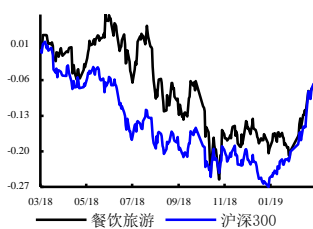
子行业评级

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
广州酒家	买入
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:

● 18 年旅游数据维持高增速，春节旅游市场不及预期

根据旅游和文化部统计，18 年国内旅游人数达到 55.39 亿人次，同比增长 10.8%。国内旅游收入 5.13 万亿元，同比增长 12.3%。整体来看，18 年国内旅游人数增速虽然较 17 年小幅下滑，但仍维持了两位数的增速。今年春节假期旅游数据则是低于此前预期，全国共接待游客 4.15 亿人次，同比增长 7.6%；实现旅游收入 5139 亿元，同比增长 8.2%，两项增速均为近十年来最低。

● 出境游增速回暖，一线城市接近饱和

2018 年中国公民出境旅游人数为 14972 万人次，比上年同期增长 14.7%，增速为近 5 年最高，出境旅游市场呈现出复苏的态势。2018 年，北京市出国旅游人次达到 483.69 万人次，同比增长 1.8%；2018 年，上海市出国游人次达到 467.81 万人，同比下降 10.39%。国际航线民航方面，18 年我国国际航线民航客运量达到了 5542.5 万人次，较 17 年同比增长 14.8%。整体来看，一线城市出国旅游市场趋近饱和，整体增速难言乐观。

● 春节海南免税持续高增长，中免成功中标大兴机场免税经营权

中国国旅和海免股权划转正式完成过户，旅游集团所持海免股权存在注入上市公司预期，如能按预期完成整合，国旅将实现对离岛免税牌照的垄断，未来有望充分受益于离岛免税政策红利。此外，公司于今年 3 月发布公告，中免公司确定成为大兴机场免税业务招标项目第一标段（烟酒、食品）和第二标段（香化、精品）两个标段的中选人。这一系列举措将进一步增强中国国旅在免税领域的竞争力，扩大公司的免税业务规模，未来公司将持续受益于政策红利以及规模优势，有望成为世界级的免税行业巨头。

● 春节假期提前影响酒店数据，中端酒店扩张仍是趋势

星级酒店方面，2018 年北京市五星级、四星级及三星级酒店的 RevPAR 基本呈增长趋势，其中 3-5 月各星级酒店的 RevPAR 增速超过两位数，但下半年开始增速有所放缓。上海地区星级酒店 RevPAR 在 18 年 10 月和 11 月实现了增长，但 18 年 12 月和 19 年 1 月数据则有明显下滑。有限服务酒店方面，锦江 18 年 10-12 月 RevPAR 为 172.17 元、155.03 元、149.17 元，分别同比增长 6.52%、5.70%、4.48%；19 年 1 月 RevPAR 为 134.8 元，同比减少 2.54%。

● 投资建议

今年以来（截至到 2019 年 3 月 14 日），餐饮旅游板块整体上涨 8.23%，跑输沪深 300 指数 14.62 个百分点。整体来看，当前板块仍处于 15 年以来的

相对估值低位，作为朝阳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维度选择个股：其一，优选逻辑清晰且确定性强的免税行业；其二，推荐兼具可选消费与必须消费特性的餐饮行业以及旅游演艺；其三，关注景区、出境游及酒店业的边际改善机会。综上，我们推荐中国国旅（601888）、首旅酒店（600258）、宋城演艺（300144）、广州酒家（603043）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。

目 录

1.18 年旅游数据维持高增速	5
1.1 国内旅游维持高增速	5
1.2 春节假期旅游增速不及预期，海南免税表现持续亮眼	5
2.出境游增速回暖，一线城市接近饱和	7
2.1 一线城市接近饱和，二线城市成为新增长驱动力	7
2.2 18 年国际航线客运量同比增长 14.8%	8
3.春节海南免税持续高增长，中免成功中标大兴机场免税经营权	8
3.1 高价差抑制国内奢侈品消费需求，消费回流推动免税行业发展	8
3.2 中标大兴机场免税业务，中国国旅延续自身龙头地位	9
3.3 政策红利+海口、博鳌免税店开业助力离岛免税延续高增速	10
3.4 海免股权划转落地，中免竞得海口市免税用地	11
4.春节假期提前影响酒店数据，中端酒店扩张仍是趋势	12
4.1 18 年四季度星级酒店 RevPAR 增速放缓	13
4.2 受春节提前影响，有限服务酒店数据下滑	14
4.3 经济型酒店步入成熟期，中端酒店崛起	15
4.4 行业结构调整助力企业经营持续改善	17
5. 关注业绩改善估值修复，坚守细分行业优质龙头	18
6.风险提示	19

图 目 录

图 1: 2008-2018 年国内旅游人数 (亿人次) 和增速	5
图 2: 2008-2018 年国内旅游收入 (万亿元) 和增速	5
图 3: 2009-2019 年春节假期旅游人数 (亿人次) 和增速	6
图 4: 2009-2019 年春节假期旅游收入 (万亿元) 和增速	6
图 5: 2008-2018 年中国出境游人数和增速	7
图 6: 2018 年出境游目的地数据	7
图 7: 2018 年北京市出国游情况 (万人)	7
图 8: 2018 年上海市出国游情况 (万人)	7
图 9: 2018 年浙江省出国游情况 (万人)	7
图 10: 国际航线民航客运量 (百万人)	8
图 11: 海南离岛免税销售额及同比变动情况 (单位: 亿元)	10
图 12: 国旅和海免划转前股权情况	12
图 13: 国旅和海免划转后股权情况	12
图 14: 2018 年北京星级酒店 RevPar 同比增幅情况	13
图 15: 2018 年上海星级酒店 RevPar 同比增幅情况	14
图 16: 如家近年来 RevPAR 变动趋势	14
图 17: 华住近年来 RevPAR 变动趋势	14
图 18: 锦江股份国内酒店 RevPAR 和变化趋势	15
图 19: 锦江股份国内酒店平均房价 (元) 和增速	15
图 20: 锦江股份国内酒店平均出租率变化趋势	15
图 21: 我国有限服务酒店发展状况	16
图 22: 2013-2016 年中端酒店数量持续增长	16
图 23: 中端酒店在有限服务酒店市场的比例逐年提升	16
图 24: 2018 十大中端酒店品牌市占率	17
图 25: 行业年初至今涨跌排行	18

表 目 录

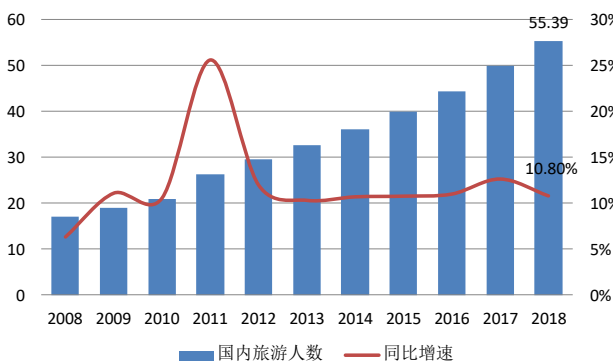
表 1: 2019 年春节重点景区接待游客情况	6
表 2: 进口商品税率汇总	9
表 3: 中国国旅近年来免税行业布局情况	9
表 4: 海南离岛免税政策调整情况	11
表 5: 海南新开市内免税店情况	11
表 6: 海口免税用地竞拍情况	12
表 7: 2017 年中国经济型连锁酒店品牌规模 10 强	16
表 8: CS 餐饮旅游行业内个股涨跌幅	18

1.18 年旅游数据维持高增速

1.1 国内旅游维持高增速

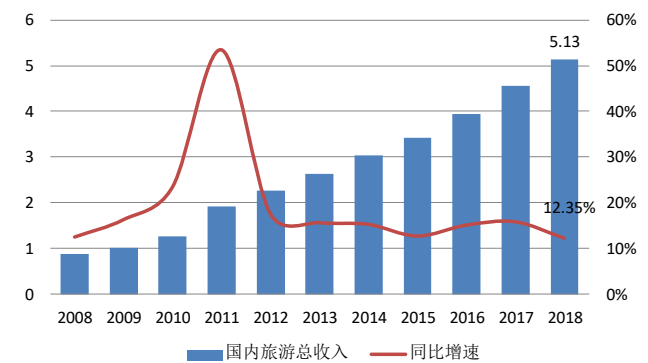
根据旅游和文化部统计，18 年国内旅游人数达到 55.39 亿人次，比上年同期增长 10.8%。期中，城镇居民 41.19 亿人次，同比增长 12.0%；农村居民 14.20 亿人次，同比增长 7.3%。国内旅游收入 5.13 万亿元，比去年同期增长 12.3%。其中，城镇居民花费 4.26 万亿元，同比增长 13.1%；农村居民花费 0.87 万亿元，同比增长 8.8%。整体来看，18 年国内旅游人数增速虽然较 17 年小幅下滑，但仍维持了两位数的增速。此外，经初步测算 18 年全国旅游业对 GDP 的综合贡献为 9.94 万亿元，占当年 GDP 总量的 11.04%，旅游业直接和间接就业人数达到 7991 万人，占全国就业总人口的 10.29%，旅游业持续对经济发展贡献重要力量。

图 1：2008-2018 年国内旅游人数（亿人次）和增速



资料来源：文化和旅游部，渤海证券

图 2：2008-2018 年国内旅游收入（万亿元）和增速



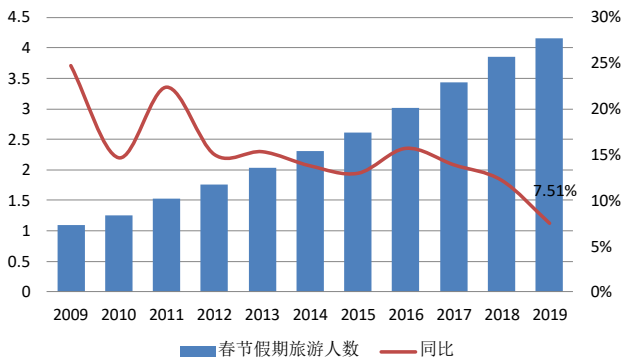
资料来源：文化和旅游部，渤海证券

1.2 春节假期旅游增速不及预期，海南免税表现持续亮眼

今年春节假期，全国共接待游客 4.15 亿人次，同比增长 7.6%；实现旅游收入 5139 亿元，同比增长 8.2%。结合历史数据来看，16-18 年春节黄金周全国旅游市场接待游客数量分别达到了 3.02、3.44 和 3.86 亿人次，增速分别为 14.60%、13.80% 和 12.21%，今年春节旅游市场 7.6% 的增速低于为近十年来最低。

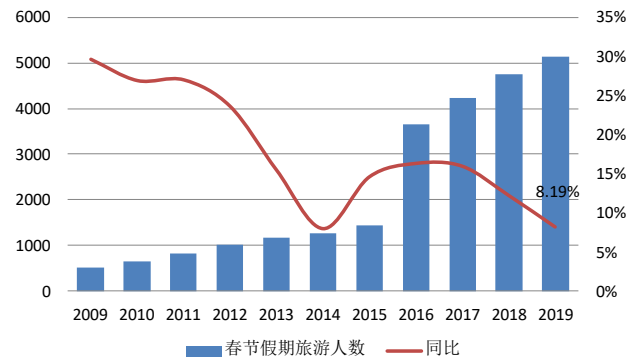
在出游形式上，旅游过年已成新民俗，家庭游、敬老游、亲子游、文化休闲游成为节日期间主流的旅游休闲方式。据中国旅游研究院调查，春节期间参观博物馆、美术馆、图书馆和科技馆、历史文化街区的游客比例分别达 40.5%、44.2%、40.6% 和 18.4%，观看各类文化演出的游客达到 34.8%。

图 3: 2009-2019 年春节假期旅游人数 (亿人次) 和增速



资料来源: 文化和旅游部, 渤海证券

图 4: 2009-2019 年春节假期旅游收入 (万亿元) 和增速



资料来源: 文化和旅游部, 渤海证券

重点景区方面, 部分景区在春节呈现增速较低或者游客减少的情况, 一方面是由于受到天气影响, 另一方面则是传统景区接待游客能力触及天花板, 难以在数量上取得突破。此外, 今年春节假期海南免税表现突出, 三亚、海口、琼海三地的四家离岛免税店共销售免税品 64.30 万件, 与去年春节期间相比增长 30.43%; 购买人数达到了 12.20 万人次, 同比增长 23.23%; 销售金额 6.01 亿元, 同比增长 33.56%。

表 1: 2019 年春节重点景区接待游客情况

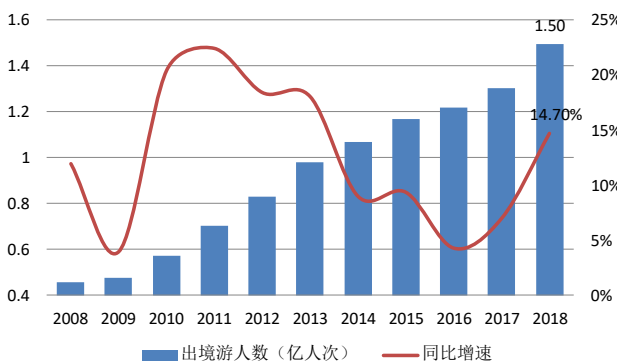
景区	接待人数 (万人次)	同比	景区	接待人数 (万人次)	同比
黄山	1.26	2.48%	三亚千古情	29.39	6.1%
九华山	37.51	-12.3%	三亚南山	30.22	-1.22%
乌镇	39.39	5.43%	漓江	20.38	-8.53%
长白山	2.73	-7.77%	银子岩	8.26	7.55%
武陵源	14.67%	13.5%	象山景区	14.66	84.4%
峨眉山	22.32	2.37%	桂林千古情	8.46	
玉龙雪山	17.12	19.62%	三亚免税店	25.57	17.06%

资料来源: 公开资料, 渤海证券

2.出境游增速回暖，一线城市接近饱和

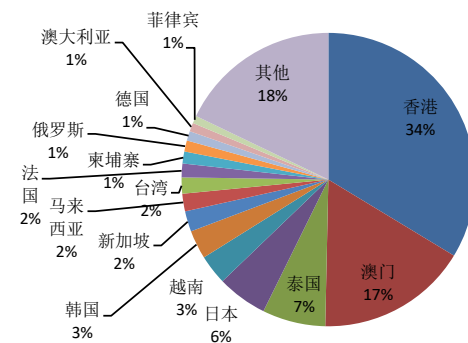
2018年中国公民出境旅游人数为14972万人次，比上年同期增长14.7%，增速为近5年最高，出境旅游市场呈现出复苏的态势。出境游目的地方面，港澳台仍是国人出境游的主要目的地，共占18年出境游总人次的43%（香港5104万人次，澳门2526万人次，台湾270万人次）。出国游方面泰国（1054万人次）、日本（838万人次）等短线游仍是国人出国旅游的重要选择。此外，俄罗斯（185万人次，同增21.1%）等欧洲新兴目的地也有望成为出境游市场的增长点。

图 5：2008-2018 年中国出境游人数和增速



资料来源：文化和旅游部，渤海证券

图 6：2018 年出境游目的地数据

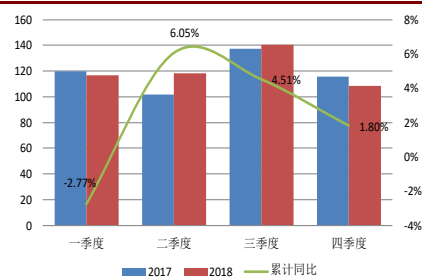


资料来源：各国旅游局和统计局，渤海证券

2.1 一线城市接近饱和，二线城市成为新增长驱动力

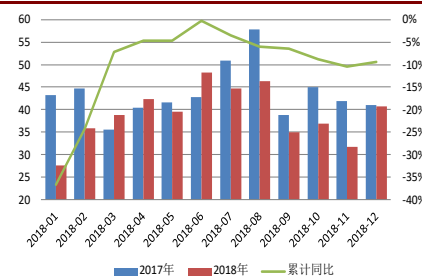
2018年，北京市出国旅游人次达到483.69万人次，同比增长1.8%；2018年，上海市出国游人次达到467.81万人，同比下降10.39%。整体来看，一线城市出国旅游市场趋近饱和，整体增速难言乐观。截至18年11月，浙江省出国游人次累计同比却有明显增长，达到22.14%。可以看出，一线城市需求较为饱和且渗透率较高，二线城市出国游增长情况要优于一线，未来有望接棒一线城市带动出国游市场继续增长。

图 7：2018 年北京市出国游情况 (万人)



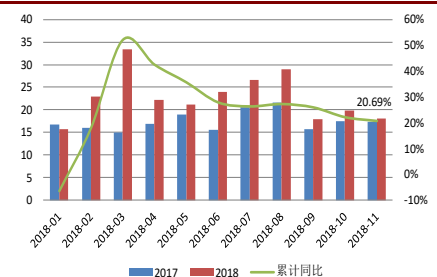
资料来源：北京市统计局，渤海证券

图 8：2018 年上海市出国游情况 (万人)



资料来源：上海市旅委，渤海证券

图 9：2018 年浙江省出国游情况 (万人)



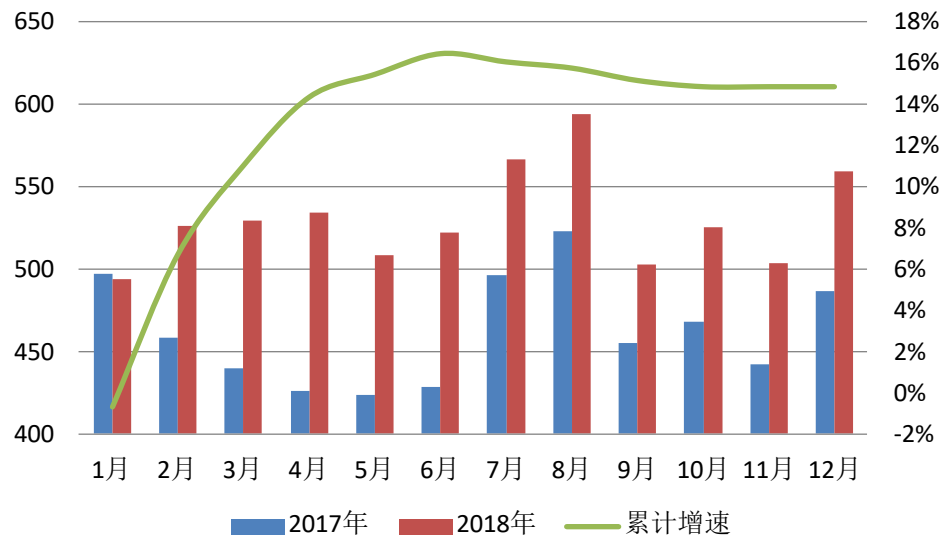
资料来源：浙江省旅游局，渤海证券

此外，去年目的地黑天鹅事件频发，也对整体出境游市场也带来一定的影响。泰国沉船事件、日本天气因素以及韩国政治因素，均导致以亚洲目的地为核心的旅游产品受到一定的影响。以一线城市需求为主的欧洲长线游则受到需求饱和及经济的影响，增速乏力。

2.218 年国际航线客运量同比增长 14.8%

国际航线方面，18 年我国国际航线民航客运量达到了 5542.5 万人次，较 17 年同比增长 14.8%。其中，3 月-6 月同比增速较高，增速基本打到 20%以上；但 18 年内下半年国际航线在暑期旅游旺季的增速明显放缓，预计是受到宏观经济增长承压的影响。

图 10: 国际航线民航客运量 (百万人)



资料来源: Wind, 渤海证券

3. 春节海南免税持续高增长，中免成功中标大兴机场免税经营权

3.1 高价差抑制国内奢侈品消费需求，消费回流推动免税行业发展

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 2017 年的全球奢侈品交易中占比达到

30%以上，是全球奢侈品市场增长的主推动因素。然而，中国消费者的奢侈品交易由于价格的差异导致大部分发生在境外。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 2: 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%	16%	10%
手表	11%-130%	16%	20%
酒	14%-180%	16%	10%
烟	10%-180%	16%	30%-56%
香化	6.5%-15%	16%	30%

资料来源：公开资料，渤海证券

此外，从目前的政策层面来看，对于境外消费回流不仅仅是一种引导，更是一个限制。《中华人民共和国电子商务法》将于明年 1 月开始执行，将对境外消费主力造成直接影响。此外，海关也将加大入境审查力度，提高境外购物成本。

3.2 中标大兴机场免税业务，中国国旅延续自身龙头地位

中国国旅旗下的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 17 年以来，中国国旅陆续完成对国内免税市场的整合：与国际免税品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；收购日上（中国）和日上（上海）51% 股权成功完成首都机场和上海机场免税经营权；中标大兴机场免税经营权，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。此外，公司于 2019 年 3 月中国国旅发布公告，公司子公司中免确定成为北京大兴国际机场国际区免税业务招标项目第一标段（烟酒、食品）和第二标段（香化、精品）两个标段的中标人。这一系列举措将进一步增强公司在免税领域的竞争力，扩大公司的免税业务规模，未来公司将持续受益于政策红利以及规模优势，有望成为世界级的免税行业巨头。

表 3: 中国国旅近年来免税行业布局情况

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

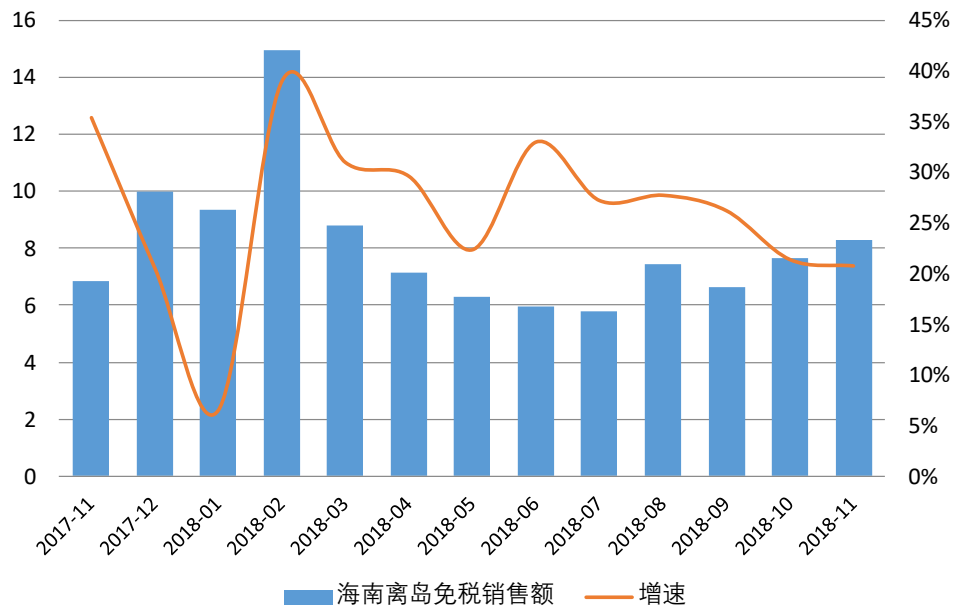
香港机场	2017年4月	与拉格代尔共同获得香港机场烟酒经营权
上海浦东机场	2018年3月	收购日上(上海)51%股权获得上海机场免税经营权
上海虹桥机场		
澳门机场	2018年5月	与王权免税联合取得
歌诗达邮轮	2018年7月	获得歌诗达大西洋号邮轮免税经营权
澳门市内	2018年7月	设立中免澳门免税店,计划在澳门开设市内免税店
香港市内	2019年2月	在香港投资设立全资子公司,计划开设市内免税店
北京大兴机场	2019年3月	成功中标大型机场全部免税标段

资料来源:公开资料,公司公告,渤海证券

3.3 政策红利+海口、博鳌免税店开业助力离岛免税延续高增速

整体上看,离岛免税在延续了去年高速增长的趋势。根据最新数据显示,2018年1月-11月海南离岛免税零售额达到88.31亿元,同比增长25.78%,其中10月和11月销售额为7.67亿元和8.27亿元,分别同比增长21.36%和20.73%。

图 11: 海南离岛免税销售额及同比变动情况(单位:亿元)



资料来源:商务部,渤海证券

18年11月,财政部、海关总署和税务总局联合发布公告,对海南离岛旅客免税购物政策部分内容进行了调整,将离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每年累计免税购物限额增加到3万元,且不限次数。在离岛免税商品清单中增加部分家用医疗器械商品。此次免税限额的调整是海南离岛免税额度的第三次调增,一方面是针对海南全面深化改革开放要求的具体落实,另一方面也将实际上使得离岛

免税购物更加开放便利，利好国内免税业发展。

表 4: 海南离岛免税政策调整情况

时间	主要内容
2011 年 4 月	非岛内居民旅客每人每年最多可享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次。离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元以内（含 5000 元）。
2012 年 12 月	海南正式实施调整后的离岛免税政策，将每人每次免税购物限额由原来的 5000 元调整至 8000 元，并增加了美容、保健器材等 3 类免税商品品种
2015 年 2 月	增加免税品种类，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 种消费品纳入离岛免税商品范围。放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 10 种热销商品的单次购物数量限制
2016 年 1 月	为进一步方便旅客购物、满足不同消费者的购物需求，发挥海南离岛旅客免税购物政策效应，支持海南加快推进国际旅游岛建设，财政部经商发展改革委等 7 部委协商，并报国务院批准，对离岛免税政策部分内容进行调整。
2018 年 11 月	将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 3 万元，且不限次数。在离岛免税商品清单中增加部分家用医疗器械商品。

资料来源：公开资料，渤海证券

此外，位于海口和博鳌的两家免税店正式开业，海南离岛免税购物店增至 4 家。新开两家市内免税店均是海南免税品有限公司的全资子公司，其中海口免税店位于海口市日月广场，经营面积 2.2 万平方米，首期开业面积 1.3 万平方米。博鳌免税店位于琼海市博鳌亚洲论坛永久会址景区内，经营面积 4200 平方米。当下，中国国旅和海免股权划转正式完成过户，旅游集团所持海免股权存在注入上市公司预期，如能按预期完成整合，国旅将实现对离岛免税牌照的垄断，充分受益于离岛免税政策红利

表 5: 海南新开市内免税店情况

	地理位置	经营面积	开业日期
海口免税店	海口市日月广场	经营面积 2.2 万平方米 首期开业面积 1.3 万平方米	2019 年 1 月 19 日
博鳌免税店	海市博鳌亚洲论坛永久会址景区内	4200 平方米	

资料来源：公开资料，渤海证券

3.4 海免股权划转落地，中免竞得海口市免税用地

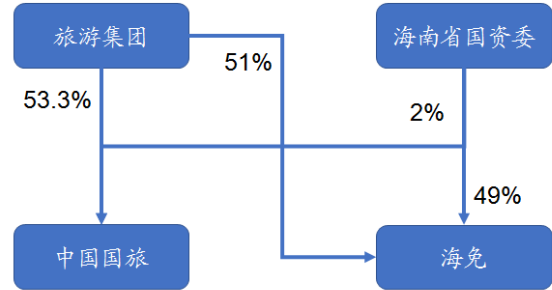
中国国旅于 2 月发布公告，公司控股股东中国旅游集团与海南省国资委关于国有股权无偿划转完成过户登记。本次股权划转完成后，旅游集团仍将持有公司 53.30% 的股份，海南省国资委持有公司 2.00% 股权；旅游集团持有海免公司 51% 股权，并开始启动注入上市公司程序。

图 12: 国旅和海免划转前股权情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 13: 国旅和海免划转后股权情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

2018 年 12 月 27 日, 海口投资公司成功竞得海口市滨海大道西侧、新港经六街以东的其余两块国有建设用地使用权, 并签订《成交确认书》, 总成交金额为人民币 34,609 万元。在此前的挂牌出让公告中上述四块土地明确将作为建设海口市国际免税城项目的商业配套用地。

表 6: 海口免税用地竞拍情况

宗地座落	面积	成交金额	土地用途	容积率	出让期限
海口市滨海大道西侧、新港经六街以东(地块一)	31,175.3 平方米	14,784 万元	商务金融用地	≤ 2.5	40 年
海口市滨海大道西侧、新港经六街以东(地块三)	28,632 平方米	19,825 万元	城镇住宅用地	≤ 2.8	70 年
合计	59,807.3	34,609	—	—	—

资料来源: 公司公告, 渤海证券

此外, 为解决中国国旅与控股股东之间的同业竞争问题, 公司拟以非公开协议转让方式将下属全资子公司国旅总社全部股权转让给股东中国旅游集团, 转让价格为人民币 18.31 亿元。国旅总社是上市公司旅行社业务的载体, 曾是公司主要的营收来源, 但随着公司业务重心的转变以及行业竞争加剧, 近年来重要性有所下降。考虑到旅行社业务对公司净利润贡献较小, 剥离后对公司业绩影响有限反而有助于公司聚焦免税主业, 进一步明晰战略定位, 促进自身业务结构的优化调整。

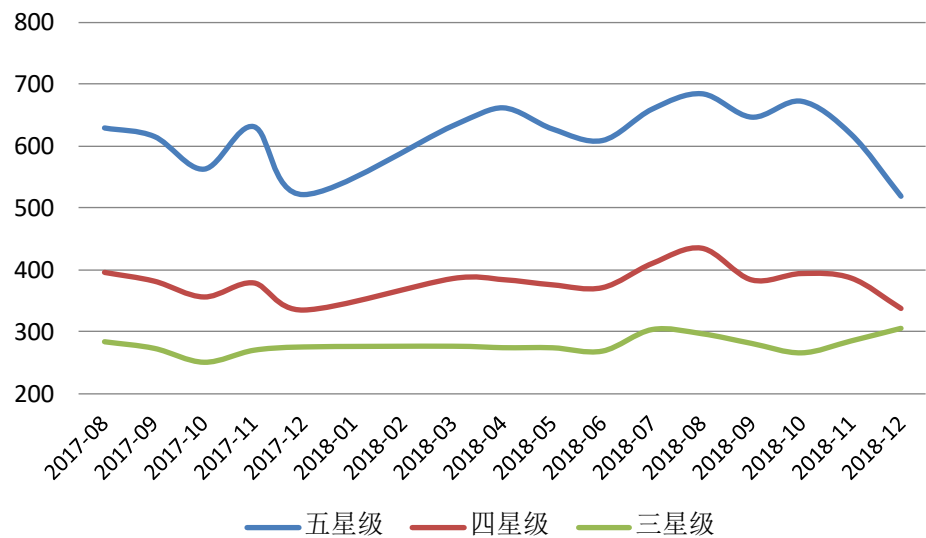
4. 春节假期提前影响酒店数据, 中端酒店扩张仍是趋势

截至 2017 年底，在有限服务酒店中，中端酒店共 2342 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的比例逐年提高，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。但 2018 年下半年来，随着宏观经济下行，酒店行业增长趋势无以为继，三大酒店集团出租率在三季度有小幅下滑。

4.118 年四季度星级酒店 RevPAR 增速放缓

星级酒店方面，2018 年北京市五星级、四星级及三星级酒店的 RevPAR 基本呈增长趋势，其中 3-5 月各星级酒店的 RevPAR 增速超过两位数，但下半年开始增速有所放缓。具体来看，2018 年 10-12 月，北京市五星级酒店 RevPAR 分别同比变化 19.70%、-1.98%、-0.51%；四星级酒店 RevPAR 分别同比增长 10.81%、2.11%、0.78%；三星级酒店 RevPAR 分别同比增长 6.11%、5.62%、10.99%。

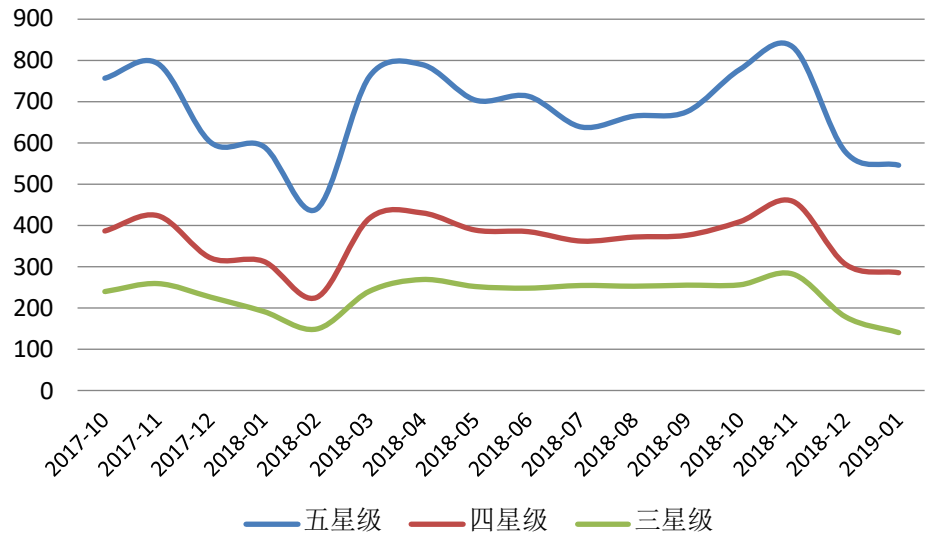
图 14: 2018 年北京星级酒店 RevPar 同比增幅情况



资料来源: 北京市统计局, 渤海证券

上海地区星级酒店 RevPAR 在 18 年四季度前两月实现增长,但 18 年 12 月和 19 年 1 月 RevPAR 数据有明显下滑。具体来看,18 年 4 季度上海五星级酒店 RevPAR 分别同比变化 2.84%、5.07%、-3.99%;四星级酒店 RevPAR 同比变化 5.87%、8.21%、-4.87%;三星级酒店 RevPAR 同比变化 6.79%、8.83%、-20.99%。19 年 1 月份上海星级酒店数据未能实现改善,五星级、四星级、三星级酒店 RevPAR 分别同比变化-7.69%、-8.85%、-26.46%。

图 15: 2018 年上海星级酒店 RevPar 同比增幅情况

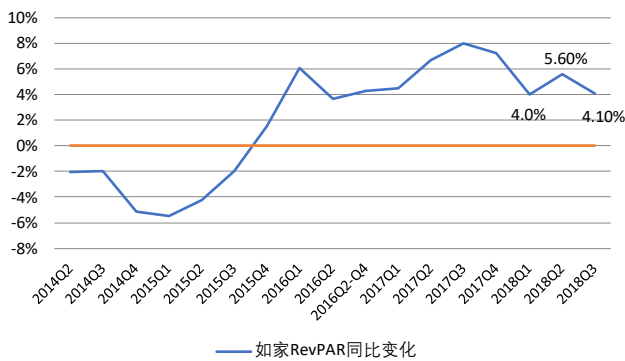


资料来源: 上海市旅委, 渤海证券

4.2 受春节提前影响, 有限服务酒店数据下滑

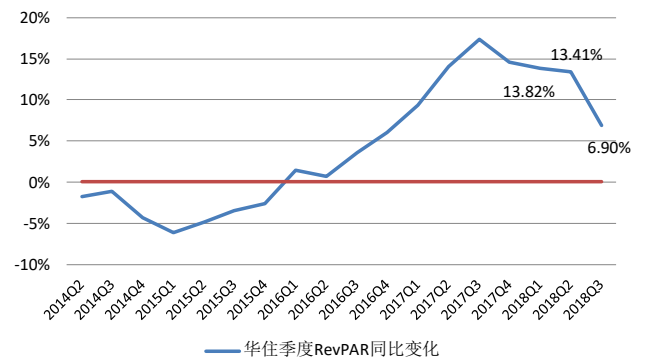
有限服务酒店方面, 华住、如家和锦江 18 年 RevPAR 在房价提升的影响下同比增长。其中, 如家 2018 年前三季度的 RevPAR 分别为 138 元、158 元、175 元, 同比增长 4%、5.6%、4.1%。华住 2018 年前三季度的 RevPAR 分别为 173 元、203 元、217 元, 同比增长 13.82%、13.41%、6.90%。

图 16: 如家近年来 RevPAR 变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

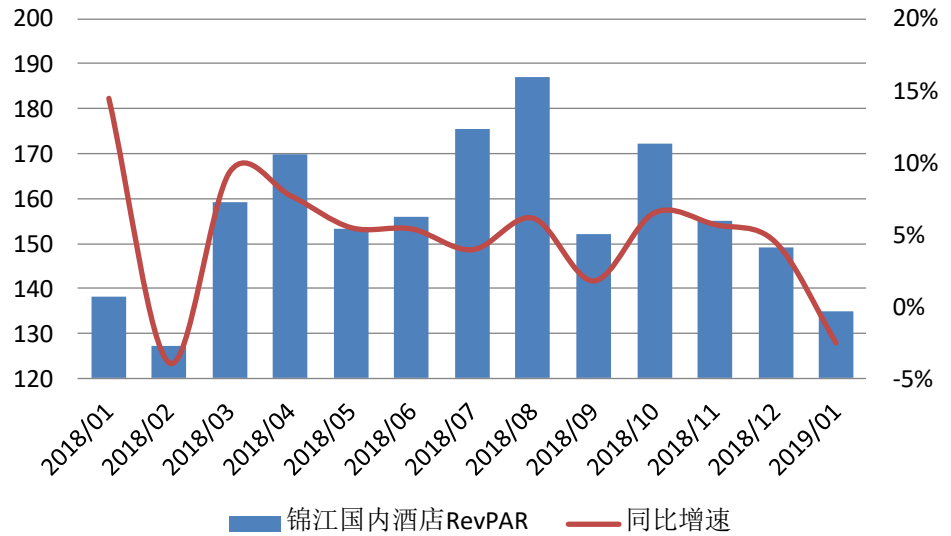
图 17: 华住近年来 RevPAR 变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

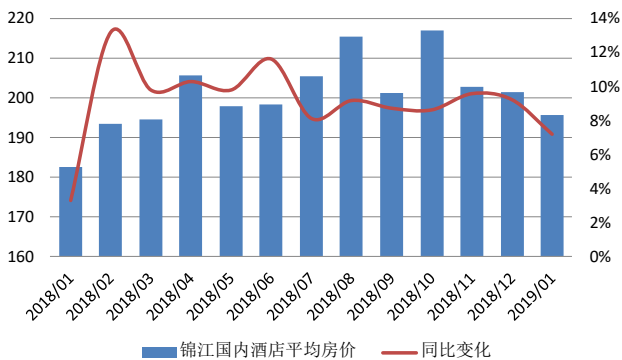
锦江 18 年 10-12 月 RevPAR 为 172.17 元、155.03 元、149.17 元, 分别同比增长 6.52%、5.70%、4.48%; 19 年 1 月 RevPAR 为 134.8 元, 同比减少 2.54%。整体来看, 三家龙头企业自 18 年 1 月以来的 RevPAR 基本维持了增长的趋势, 但增速较前期出现明显下滑。

图 18: 锦江股份国内酒店 RevPAR 和变化趋势



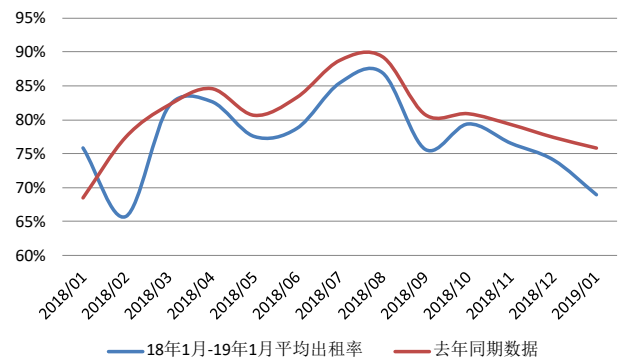
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 19: 锦江股份国内酒店平均房价 (元) 和增速



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 20: 锦江股份国内酒店平均出租率变化趋势

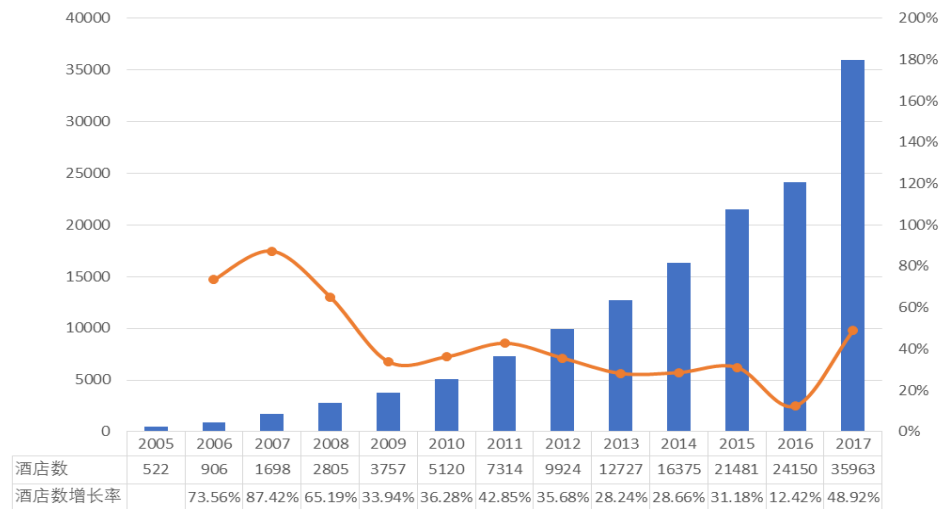


资料来源: 公司公告, 渤海证券

4.3 经济型酒店步入成熟期, 中端酒店崛起

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。

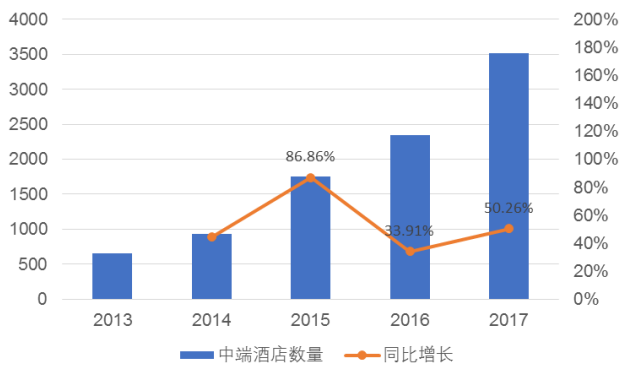
图 21: 我国有限服务酒店发展状况



资料来源: 中国饭店协会, 渤海证券

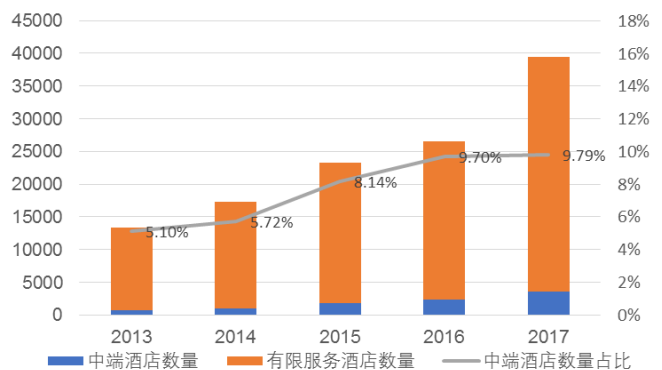
与此同时, 有限服务酒店行业内部结构开始悄然发生转变。截至 2017 年底, 在有限服务酒店中, 中端酒店共 3519 家, 同比增长 50.26%, 远远超过同年有限服务酒店增速。经济型酒店的增速放缓叠加中端酒店发展驶入快车道, 使得中端酒店占有限服务酒店市场比例逐年提高, 至 2017 年达到 16.71%。

图 22: 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 23: 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 7: 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
----	------	------	-----	-----	-----

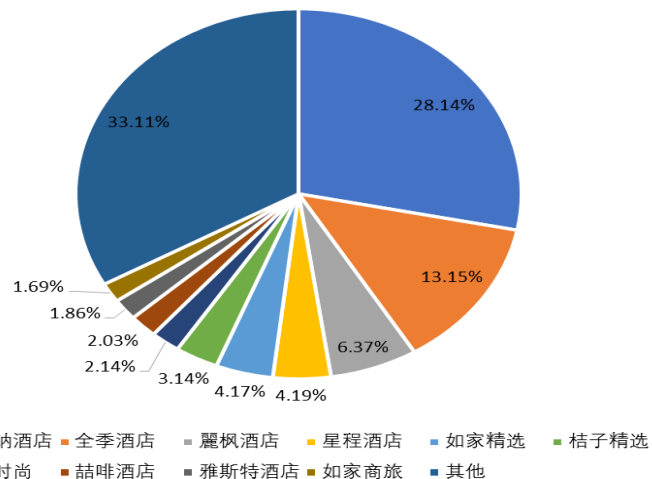
1	如家酒店	首旅如家酒店集团	2385	251987	13.79%
2	汉庭酒店	华住酒店集团	2181	221157	12.10%
3	7天酒店	锦江国际酒店集团	2424	218372	11.95%
4	锦江之星	锦江国际酒店集团	1011	121993	6.67%
5	格林豪泰	格林豪泰酒店集团	1332	118578	6.49%
6	城市便捷	东呈酒店集团	665	57309	3.14%
7	都市 118	都市酒店集团	1126	55439	3.03%
8	尚客优	尚美生活集团	925	51993	2.84%
9	莫泰酒店	首旅如家酒店集团	411	50220	2.75%
10	布丁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

资料来源：盈蝶咨询，渤海证券

4.4 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 24：2018 十大中端酒店品牌市占率



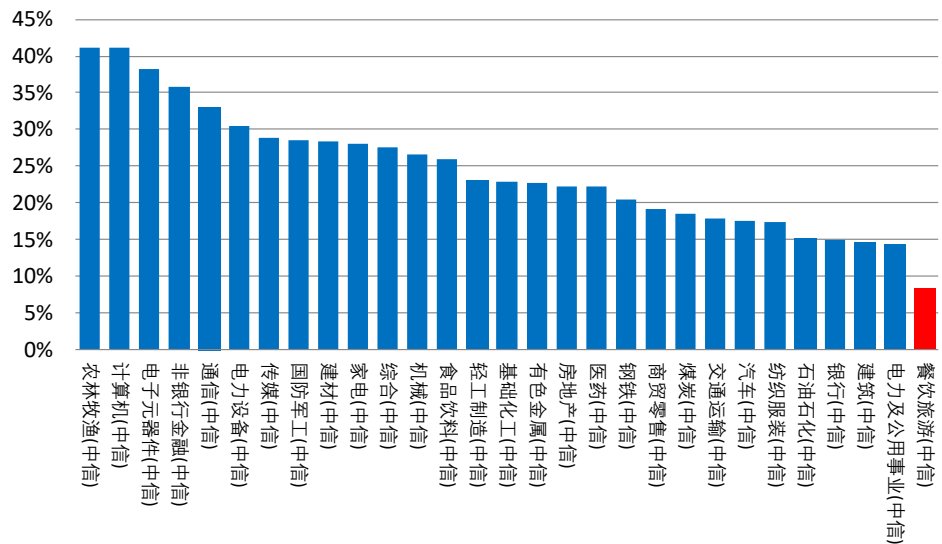
资料来源：盈蝶资讯，渤海证券

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。

5. 关注业绩改善估值修复，坚守细分行业优质龙头

今年以来(截至到 2019 年 3 月 14 日), 餐饮旅游板块整体上涨 8.23%, 沪深 300 指数上涨 22.85%, 行业跑输沪深 300 指数 14.62 个百分点, 位列中信 29 个一级行业最后一名。子板块中, 景区上涨 13.76%, 旅行社上涨 2.19%, 餐饮上涨 14.47%, 酒店上涨 15.22%。目前板块整体动态市盈率为 29.2 倍, 板块估值仍处于近两年以来相对低位。

图 25: 行业年初至今涨跌排行



资料来源: Wind, 渤海证券

个股方面, 大连圣亚、云南旅游以及华天酒店涨幅居前, 仅大东海 A 和中国国旅下跌。

表 8: 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 (%)
大连圣亚	29.41%	大东海 A	-2.41%
云南旅游	28.05%	中国国旅	-0.10%
华天酒店	27.42%		

资料来源: Wind, 渤海证券

当前板块仍处于 15 年以来的相对估值低位, 作为朝阳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维度选择个股: 其一, 优选逻辑清晰且确定性强的免税行业; 其二, 推荐兼具可选消费与必须消费特性的餐饮行业以及旅游演艺; 其三, 关注景区、出境游及酒店业的边际改善机会。

综上，我们推荐中国国旅（601888）、首旅酒店（600258）、宋城演艺（300144）、广州酒家（603043）以及众信旅游（002707）。

6.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。

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

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

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

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123
李元玮
+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

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
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&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
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白琪玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

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