

坚守价值迎接旺季，关注低估值行业龙头

——餐饮旅游行业半年度投资策略报告

分析师：刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2019年6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

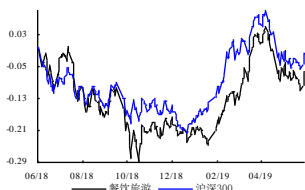
子行业评级

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:

● 五一假期数据回暖，关注门票降价预期影响

旅游数据方面：今年五一国内旅游接待总人数达到了 1.95 亿人次，按可比口径增长 13.7%；实现旅游收入 1176.7 亿元，按可比口径增长 16.1%。端午假期国内旅游接待总人数为 9597.8 万人次，同比增长 7.7%；实现旅游收入 393.3 亿元，同比增长 8.6%，整体增速低于此前预期。此外，今年 3 月，国家发改委发布了《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》，提出要推进更大范围和力度的门票降价。而当前国内多数景区对门票依赖仍较为严重，此次进一步推进门票降价短期内会对景区类公司的增长带来一定压力，但从长期角度来看，将会推动相关公司主动调整自身业务结构，探索留客环节和二次消费，使观光游形态向休闲度假游模式转变。

● 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。城市数据方面：北京一季度出国旅游人次为 92.8 万人次，同比减少 20.53%，仅几年首次单季度出国游人次低于 100 万。上海 19 年前两月出国旅游人次为 66.9 万人次，同比减少 3.2%。浙江省今年前四月出国游人数为 88.8 万人次，同比减少 2.85%。国际航线方面，今年一季度我国国际航线民航客运量达到了 1809.4 万人次，较去年同期增长了 16.83%。

● 今年以来海南免税持续高增长，中免市内店免税陆续开业

今年以来，离岛免税基本延续了去年高速增长的趋势。第一季度海南离岛免税共实现收入 42.4 亿元，同比增长 29.24%，购买旅客 102.64 万人次，同比增长 20.36%；4 月三亚、美兰机场、日月广场和博鰲四家免税店实现免税收入 8.22 亿元，同比增长 15.13%，购买旅客 23.2 万人次，同比增长 13.53%。此外，近一段时间中免在市内免税店上频繁发力，旗下北京、青岛、厦门和大连市内免税店已经先行开业，开业面积均在 300-500 平方米左右。当前中免已经拥有国内主要机场的免税经营权，市内免税店的开业有望作为口岸免税店的有效延伸，为公司带来一定业绩增量。

● 春节假期提前影响酒店数据，中端酒店扩张仍是趋势

19 年 1-2 月上海地区星级酒店 RevPAR 整体有所下滑，仅高星级酒店 2 月数据同比上市，预计是受春节错位影响。有限服务酒店方面，受到宏观经济下行影响华住、如家和锦江三大酒店集团 RevPAR 增速在今年 1 季度有明显下滑。截至 2018 年底，有限服务酒店中共有中端酒店 6036 家，同比增长 71.53%，增速同比仍有明显提升。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。虽然在有限服务型酒店

店中仍然占比较低，但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，具有品牌优势的酒店行业龙头公司有望进一步巩固自身在行业的优势。

● 投资建议

今年以来（截至到 2019 年 6 月 13 日），餐饮旅游板块整体上涨 14.91%，行业跑输沪深 300 指数 7.5 个百分点。整体来看，旅游业作为朝阳行业发展空间依然广阔，长期向好逻辑并未改变。因此我们维持对行业“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，优选逻辑清晰且业绩确定性强的免税行业；其二，关注估值处于历史相对低点且业绩具备较大弹性的酒店行业龙头；其三，当前门票降价预期下对门票收入依赖较低且具备异地复制可能的优质景区类公司。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。

目 录

1.五一假期数据回暖，门票降价预期影响仍在.....	6
1.1 五一游客增长明显，端午假期表低于预期.....	6
1.2 短期仍将受景区门票降价预期影响.....	6
2.18年出境游增速回暖，一线城市趋近饱和.....	7
2.1 一线城市增速回落，二线城市有望成为新增长点.....	8
2.2 一季度国际航线客运量同比增长 16.83%	8
3.春节海南免税持续高增长，中免市内店陆续开业.....	9
3.1 高价差抑制国内奢侈品消费需求，政策引导推动免税发展.....	9
3.2 我国离境免税业务绝对龙头.....	10
3.2.1 中标大兴机场免税业务，国旅延续自身龙头地位.....	10
3.2.2 市内店免税陆续开业，有望对机场免税店形成补充.....	11
3.3 离岛免税业务延续高增速.....	11
3.3.1 长期仍受益于政策红利.....	12
3.3.2 海免旗下免税店开，中免竞得海口市免税用地.....	13
3.3.3 海免股权划转完成，国旅有望独享离岛免税牌照.....	14
4.春节假期提前影响酒店数据，中端酒店扩张仍是趋势.....	14
4.1 星级酒店 RevPAR 增速放缓.....	15
4.2 受经济下行影响，有限服务酒店数据下滑.....	16
4.3 经济型酒店步入成熟期，中端酒店崛起.....	18
4.4 行业集中度呈现提升趋势，连锁化率存在进步空间.....	19
5.坚守价值迎接旺季，关注低估值行业龙头.....	21
6.风险提示	22

图 目 录

图 1: 2008-2018 年中国出境游人数和增速	7
图 2: 2018 年我国游客出境游目的地数据	7
图 3: 近四季度北京出国游情况 (百万人)	8
图 4: 近 12 个月上海出国游情况 (万人)	8
图 5: 近 12 个月浙江出国游情况 (万人)	8
图 6: 国际航线民航客运量 (百万人)	9
图 7: 海南离岛免税销售额及同比变动情况 (单位: 亿元)	12
图 8: 国旅和海免划转前股权情况	14
图 9: 国旅和海免划转后股权情况	14
图 10: 北京星级酒店 RevPar 同比增幅情况	15
图 11: 2018 年上海星级酒店 RevPar 同比增幅情况	15
图 12: 如家酒店几年来 RevPAR 和变化趋势	16
图 13: 如家近年来平均房价 (元) 和增速	16
图 14: 如家近年来平均出租率变动趋势	16
图 15: 华住酒店几年来 RevPAR 和变化趋势	17
图 16: 华住近年来平均房价 (元) 和增速	17
图 17: 华住近年来平均出租率变动趋势	17
图 18: 锦江股份国内酒店 RevPAR 和变化趋势	18
图 19: 锦江股份国内酒店平均房价 (元) 和增速	18
图 20: 锦江股份国内酒店平均出租率变化趋势	18
图 21: 我国有限服务酒店发展状况	19
图 22: 2013-2018 年中端酒店数量持续增长	19
图 23: 中端酒店在有限服务酒店市场的比例逐年提升	19
图 24: 全国酒店数量与连锁酒店数量对比	20
图 25: 2017 中国 10 大酒店集团在连锁酒店市场占有率	20
图 26: 2018 中国 10 大酒店集团在连锁酒店市场占有率	20
图 27: 行业年初至今涨跌排行	21

表 目 录

表 1: 2019 年五一假期重点景区接待游客情况	6
表 2: 已经进行门票降价的主要景区	7
表 3: 进口商品税率汇总	9
表 4: 近年来关于免税行业利好政策	10
表 5: 中国国旅近年来免税行业布局情况	11
表 6: 中国国旅市内免税店布局情况	11
表 7: 海南离岛免税政策调整情况	12
表 8: 海免新开市内免税店情况	13
表 9: 海口免税用地竞拍情况	13

1.五一假期数据回暖，门票降价预期影响仍在

1.1 五一游客增长明显，端午假期表低于预期

今年五一假日期间，全国国内旅游接待总人数达到了 1.95 亿人次，按可比口径增长 13.7%；实现旅游收入 1176.7 亿元，按可比口径增长 16.1%，得益于假期时间调整为四天，今年五一假期旅游数据较春节期间有明显改善。

重点景区方面：黄山风景区共接待游客 11.23 万人，日均值同比增长 43.91%。九华山景区接待游客 21.89 万人次，同比增长 2.32%。乌镇景区共接待游客 30.44 万人次，同比增长 21.05%，实现门票收入 3455.98 万元，同比增长 18.08%。长白山接待游客 4.6 万人次。武陵源核心景区接待一次进山游客同比增长 72.97%，天门山景区同比增长 29.05%。

表 1: 2019 年五一假期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	11.23	43.91%	三亚千古情	14.71	-18.1%
九华山	21.89	2.3%	三亚南山	6.62	0.9%
宏村	7.7	68.3	乌镇	30.44	21.1%
长白山	4.6	-7.77%	漓江	10.5	2%
武陵源	10.91	73%	峨眉山	7.34	31.6%

资料来源：公开资料，渤海证券

根据文化和旅游部测算，今年端午假期全国国内旅游接待总人数为 9597.8 万人次，同比增长 7.7%；实现旅游收入 393.3 亿元，同比增长 8.6%，整体增速低于此前预期。由于受到放假时间与高考重合的影响，今年端午游客增速较去年和五一假期有一定程度下滑。此外，受假期时间的约束，“三小时”中短途出行圈为游客首选，周边游、自驾游、高铁游成出行主流。

1.2 短期仍将受景区门票降价预期影响

2019 年 3 月，国家发改委发布了《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》。通知中提出，自 18 年以来降低重点国有景区门票价格取得阶段性成效，但总体看降价景区范围仍然偏小，为完善国有景区门票价格形成机制，促进旅游业转型升级，要推进更大范围和力度的门票降价。当前国内多数景区对门票依赖仍较为严重，此次进一步推进门票降价短期内会对景区类公司的增长带

来一定压力，但从长期角度来看，将会推动相关公司主动调整自身业务结构，探索留客环节和二次消费，使观光游形态向休闲度假游模式转变。

表 2: 已经进行门票降价的主要景区

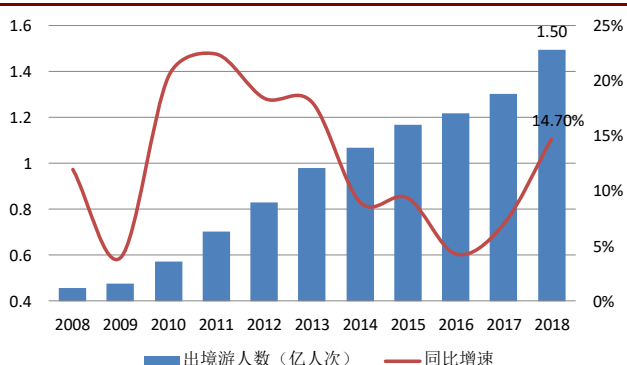
景区	原票价	降价后票价
黄山景区	旺季 230 元/人	旺季 190 元/人
乌镇	东栅景区门票价格 120 元/人 东西栅联票价格 200 元/人	东栅景区门票价格 110 元/人 东西栅联票价格 190 元/人
峨眉山景区	旺季 185 元/人	旺季 160 元/人
泰山景区	240 元/人	115 元/人且三日内有效
扬州瘦西湖	150 元/人	100 元/人
华山景区	旺季 180 元/人	旺季 160 元/人
黄鹤楼景区	80 元/人	60 元/人

资料来源: 公开资料, 渤海证券

2.18 年出境游增速回暖，一线城市趋近饱和

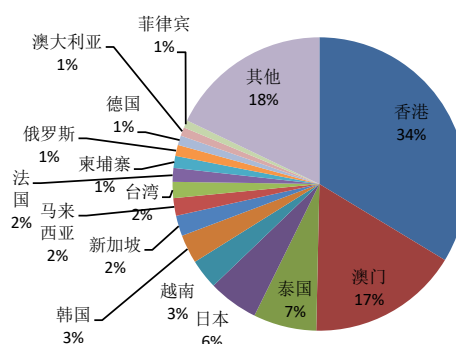
2018 年中国公民出境旅游人数为 14972 万人次，比上年同期增长 14.7%，增速为近 5 年最高，出境旅游市场呈现出复苏的态势。出境游目的地方面，港澳台仍是国人出境游的主要目的地，共占 18 年出境游总人次的 43%（香港 5104 万人次，澳门 2526 万人次，台湾 270 万人次）。出国游方面泰国（1054 万人次）、日本（838 万人次）等短线游仍是国人出国旅游的重要选择。此外，俄罗斯（185 万人次，同增 21.1%）等欧洲新兴目的地也有望成为出境游市场的增长点。

图 1: 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 2: 2018 年我国游客出境游目的地数据

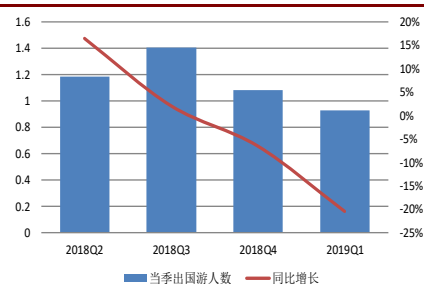


资料来源: 各国旅游局和统计局, 渤海证券

2.1 一线城市增速回落，二线城市有望成为新增长点

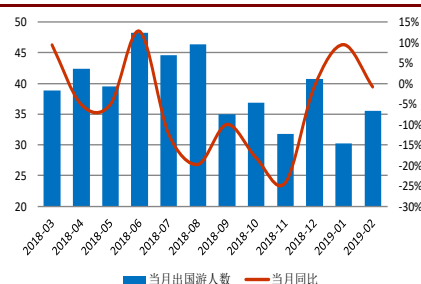
虽然全国出境游数据有所回暖，但一线城市作为当前主要客源市场近年来增长乏力，上海和北京在今年已有数据中均实现出国旅游人次同比下降。其中：北京 2018 年出国旅游人次达到 483.69 万人次，同比增长 1.8%；19 年一季度，北京出国旅游人次为 92.8 万人次，同比减少 20.53%，仅几年首次单季度出国游人次低于 100 万。上海 2018 年出国游人次达到 467.81 万人，同比下降 10.39%；19 年前两月上海市出国旅游人次为 66.9 万人次，同比减少 3.2%。浙江省 2018 年出国游人次累计同比有明显增长，达到 22.14%；但在今年前四月浙江省出国游人数为 88.8 万人次，同比减少 2.85%。

图 3: 近四季度北京出国游情况(百万人)



资料来源: 北京市统计局, 渤海证券

图 4: 近 12 个月上海出国游情况(万人)



资料来源: 上海市旅委, 渤海证券

图 5: 近 12 个月浙江出国游情况(万人)



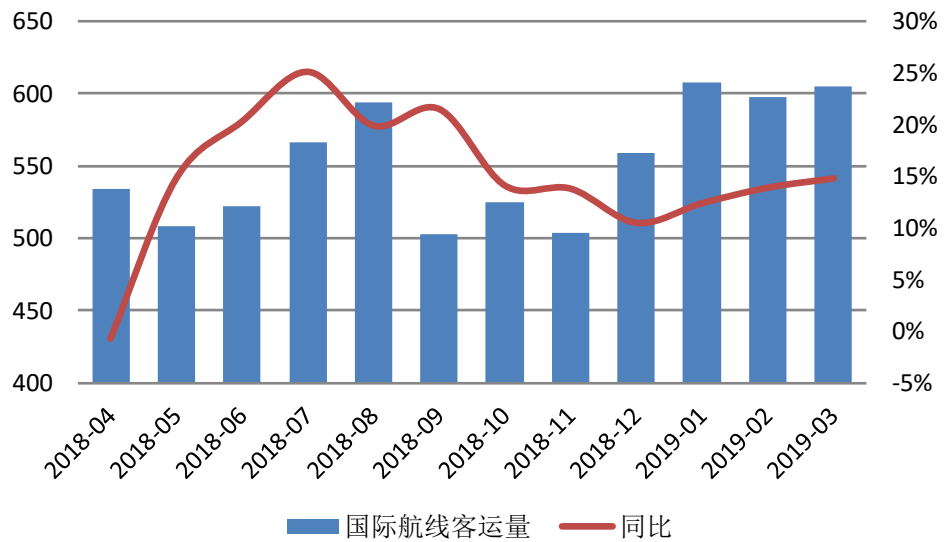
资料来源: 浙江省旅游局, 渤海证券

整体来看，去年目的地黑天鹅事件频发，对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；而今年受宏观经济环境下行的影响，出境游数据整体也不理想。此外，当前我国一线城市的出境游市场渗透率较高，相对来说上升空间有限，而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境游市场继续增长。

2.2 一季度国际航线客运量同比增长 16.83%

国际航线方面，今年一季度我国国际航线民航客运量达到了 1809.4 万人次，较去年同期增长了 16.83%。其中，1-3 月客运量分别达到了 607.5、597.3 和 604.6 万人次，同比增长 22.9%、13.5%和 14.1%，仅 1 月同比增速有明显增长，2-3 月同比增速均有小幅下滑。

图 6: 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, 中免市内店陆续开业

3.1 高价差抑制国内奢侈品消费需求, 政策引导推动免税发展

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。

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%	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

因此为了鼓励消费回流，提高奢侈品境内的消费需求，近年来我国出台了多项政策推动免税行业发展。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。

表 4：近年来关于免税行业利好政策

时间	文件或者会议	具体内容
2014 年	《关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》	将免税店的设立由工商登记前置审批明确为由海关总署根据《海关法》后置审批，相关公司可以先办理工商营业执照后再去有关部门审批，为免税公司设立提供更便捷条件。
2015 年	《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》	对从事跨境电子商务的企业和个人进行监管，打击代购等灰色产业。
2015 年	国务院第 90 次常务会议	增设和恢复口岸进境免税店。财政部会同商务部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局研究提出了口岸进境免税店政策和增设方案。国务院同意在广州白云等 13 个机场口岸，深圳福田等口岸，黑河口岸等水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店。
2016 年	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	跨境电子商务零售进口商品的单次交易限值为人民币 2000 元，个人年度交易限值为人民币 20000 元。在限值以内进口暂时免收关税。开始征收消费税和增值税。增设和恢复口岸进境免税店，合理扩大免税品种，增加一定数量的免税购物额。
2016 年	《口岸进境免税店管理暂行办法》	在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。

资料来源：公开资料，公司公告，渤海证券

3.2 我国离境免税业务绝对龙头

3.2.1 中标大兴机场免税业务，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，现在拥有上海、北京和广州等主要国际枢纽机场的免税经营权，成为国内免税行业绝对龙头。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 5: 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
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

3.2.2 市内店免税陆续开业，有望对机场免税店形成补充

近期，中免旗下北京市内免税店已经开业，此次开业面积达到了 513 平方米。近一段时间中免在市内免税店上频繁布局，旗下青岛、厦门和大连市内免税店已经先行开业，开业面积均在 300-500 平米左右。当前中免已经拥有国内主要机场的免税经营权，市内免税店的开业有望作为口岸免税店的有效延伸，为公司带来一定业绩增量。

表 6: 中国国旅市内免税店布局情况

免税店	位置	开业时间	营业面积
青岛市内免税店	青岛市市北区 CBD 核心区卓越大融城购物中心一层	2019 年五一假日期间	首期开业面积 355 平方米
厦门市内免税店	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	2019 年五一假日期间	初期营业面积 331 平方米
大连市内免税店	大连市沙河口区新星·星海中心	2019 年 5 月 26 日	500 余平方米
北京市内免税店	北京市朝阳区公园路 6 号蓝色港湾购物中心 17 号楼	2019 年 5 月 30 日	513 平方米
澳门上葡京免税店	上葡京综合度假村内的购物中心一层	2019 年 5 月 30 日签约	约 7,500 平方米

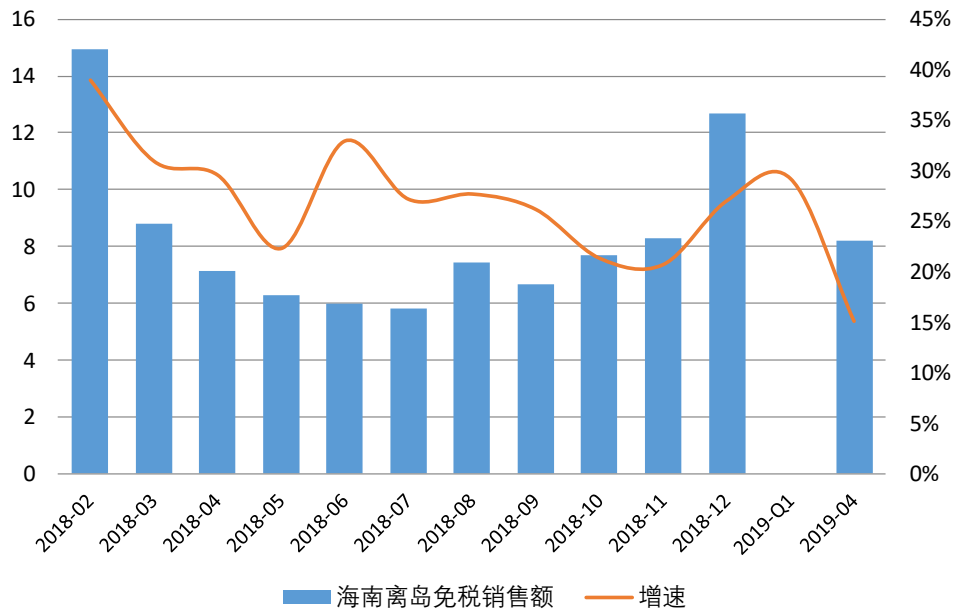
资料来源：公开资料，公司公告，渤海证券

3.3 离岛免税业务延续高增速

今年以来，离岛免税基本延续了去年高速增长的趋势。第一季度海南离岛免税共

实现收入 42.4 亿元，同比增长 29.24%，购买旅客 102.64 万人次，同比增长 20.36%；4 月三亚、美兰机场、日月广场和博鰲四家免税店实现免税收入 8.22 亿元，同比增长 15.13%，购买旅客 23.2 万人次，同比增长 13.53%。

图 7: 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

3.3.1 长期仍受益于政策红利

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，一方面是对海南全面深化改革开放要求的具体落实，另一方面也将从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 7: 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

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。

2016年1月

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

3.3.2 海免旗下免税店开，中免竞得海口市免税用地

位于海口和博鳌的两家免税店于今年11月正式开业，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。中国国旅和海免股权划转事项已经完成过户，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8：海免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	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	
海口免税店	海口市日月广场二期	9000平方米	2019年6月1日

资料来源：公开资料，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9：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

3.3.3 海免股权划转完成，国旅有望独享离岛免税牌照

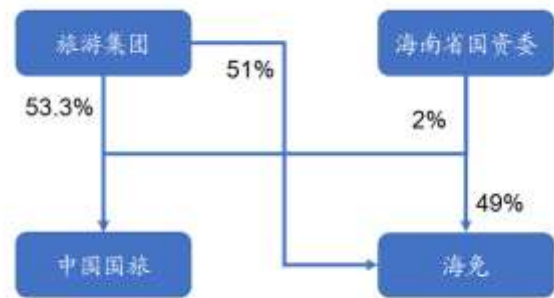
中国国旅于 2 月发布公告，公司控股股东中国旅游集团与海南省国资委关于国有股权无偿划转完成过户登记。本次股权划转完成后，旅游集团仍将持有公司 53.30% 的股份，海南省国资委持有公司 2.00% 股权；旅游集团持有海免公司 51% 股权，并开始启动注入上市公司程序。

图 8：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 9：国旅和海免划转后股权情况



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。

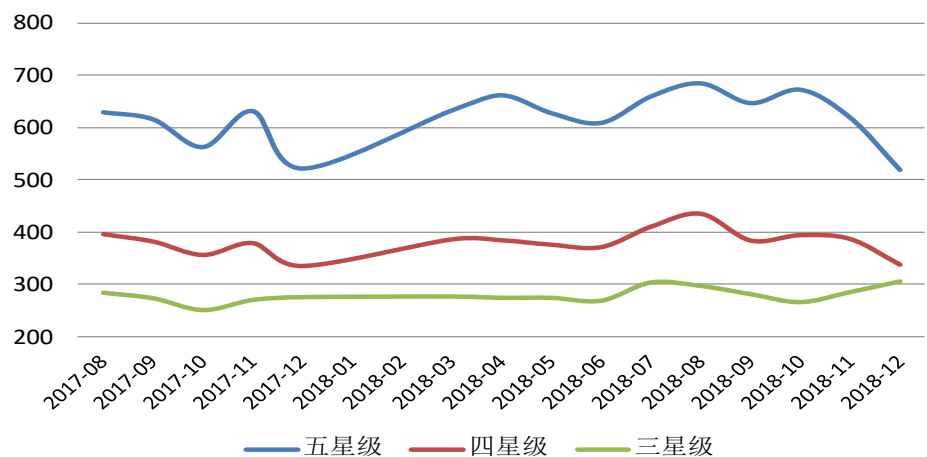
4. 春节假期提前影响酒店数据，中端酒店扩张仍是趋势

截至 2018 年底，在有限服务酒店中，中端酒店共 6036 家，同比增长 57.24%，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。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均有小幅下滑。

4.1 星级酒店 RevPAR 增速放缓

星级酒店方面，2018年北京市五星级、四星级及三星级的RevPAR基本呈增长趋势。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%。

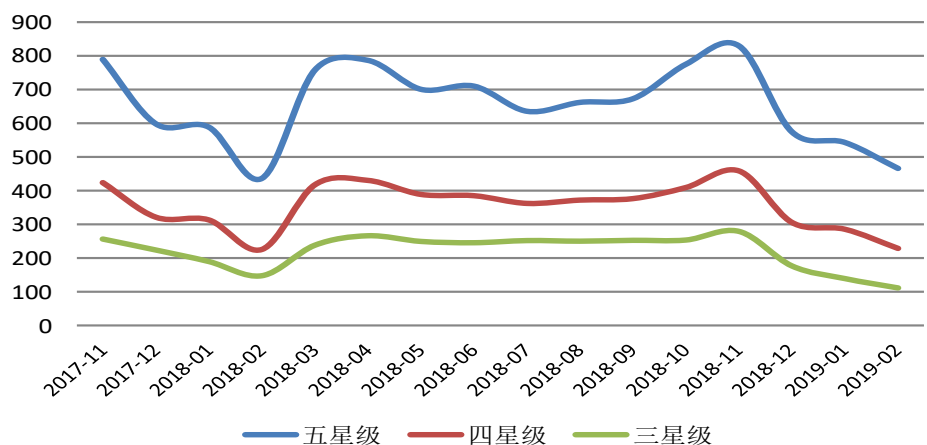
图 10: 北京星级酒店 RevPar 同比增幅情况



资料来源: 北京市统计局, 渤海证券

19年1-2月上海地区星级酒店RevPAR整体有所下滑, 仅高星级酒店2月数据同比上市, 预计是受春节错位影响。具体来看, 19年1-2度上海五星级酒店RevPAR分别同比变化-7.69%和6.74%; 四星级酒店RevPAR同比变化-8.85%和1.40%; 三星级酒店RevPAR同比下降26.46%和24.28%。

图 11: 2018 年上海星级酒店 RevPar 同比增幅情况

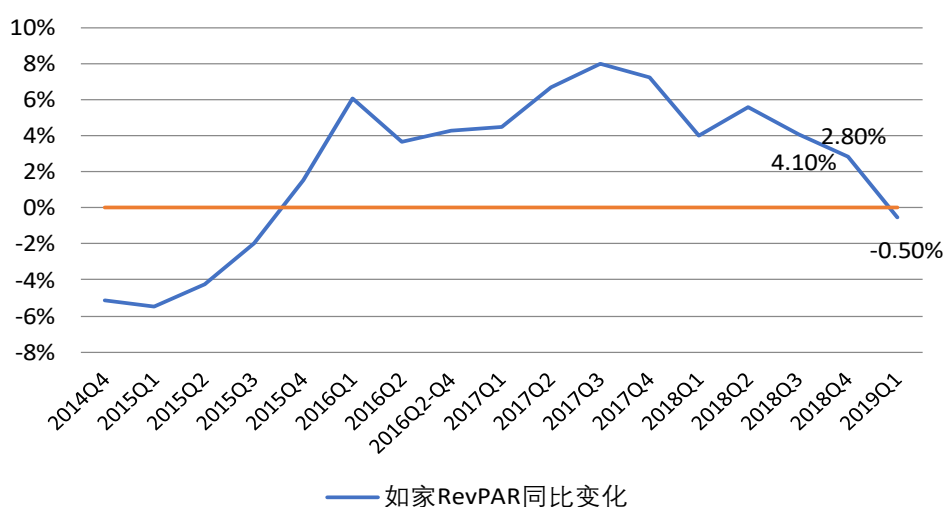


资料来源: 上海市旅委, 渤海证券

4.2 受经济下行影响，有限服务酒店数据下滑

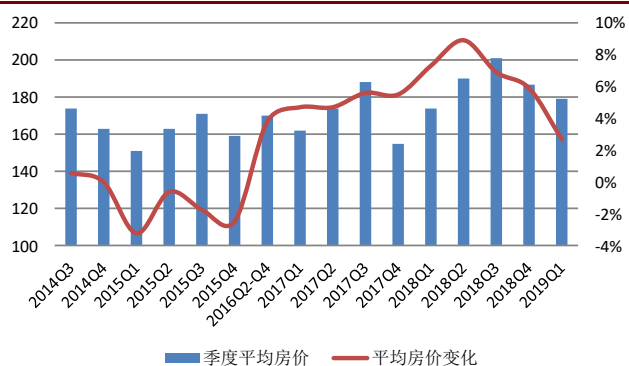
有限服务酒店方面，受到宏观经济下行的影响华住、如家和锦江三大酒店集团 RevPAR 增速在今年 1 季度有明显下滑。其中，如家酒店 18 年 Q4 和 19 年 Q1 的 RevPAR 为 152 元/间、137 元/间，分别同比变化 2.8%、-0.5%。具体来看，平均房价仍有一定增长但增速已有回落；近两个季度为 187 元和 179 元，同比增长 5.9%和 2.7%；平均出租率则延续了 18 年的下滑趋势，两个季度均同比减少 2.5 个百分点。

图 12: 如家酒店几年来 RevPAR 和变化趋势



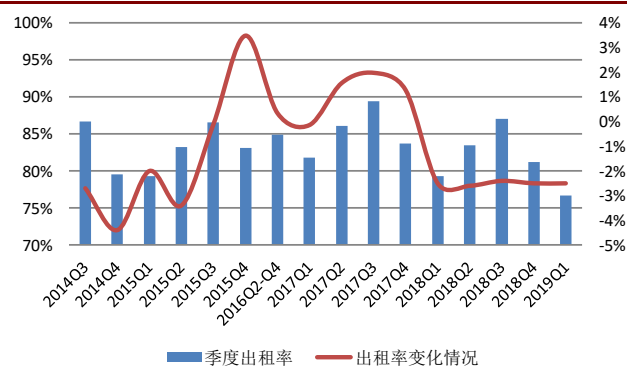
资料来源：公司公告，渤海证券

图 13: 如家近年来平均房价 (元) 和增速



资料来源：公司公告，渤海证券

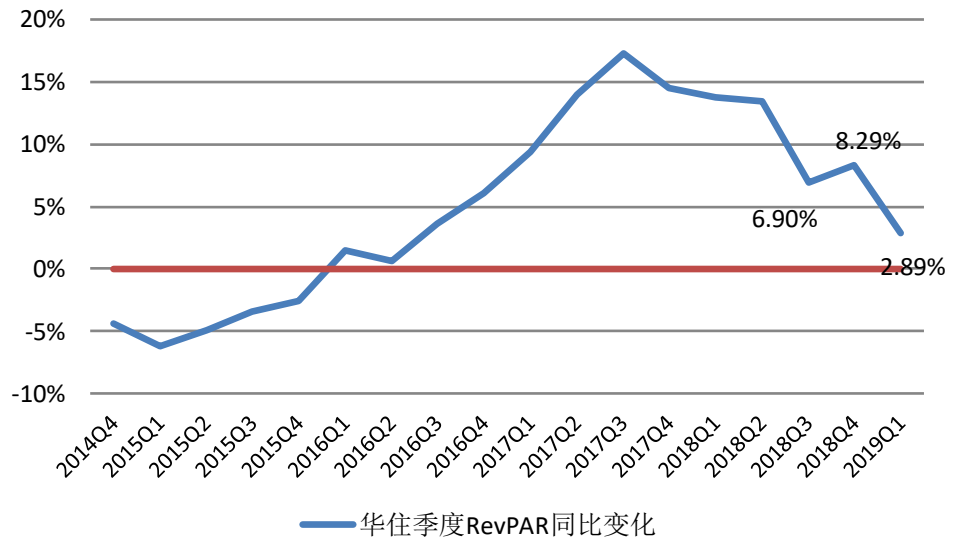
图 14: 如家近年来平均出租率变动趋势



资料来源：公司公告，渤海证券

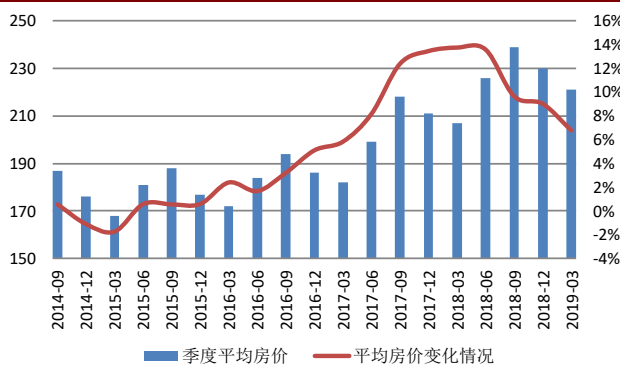
华住酒店 18 年 Q4 和 19 年 Q1 的 RevPAR 为 169 元/间、178 元/间，分别同比增长 8.29%、2.89%，增速较去年同期均有明显下滑，同样是受到出租率下滑的影响。具体来看，近两个季度华住平均房价分别为 230 元和 221 元，分别同比增长 9%和 6.76%，但出租率分别同比减少了 0.8 和 3.1 个百分点。

图 15: 华住酒店几年来 RevPAR 和变化趋势



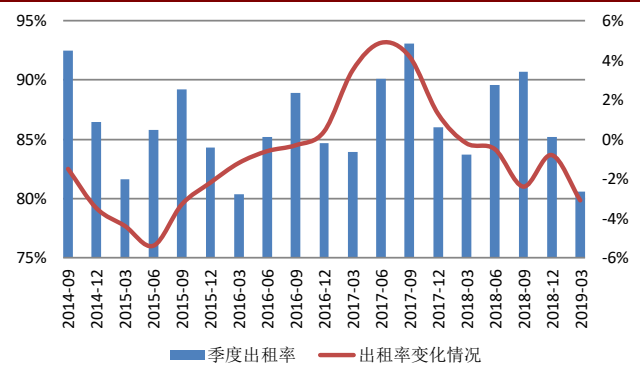
资料来源：公司公告，渤海证券

图 16: 华住近年来平均房价(元)和增速



资料来源：公司公告，渤海证券

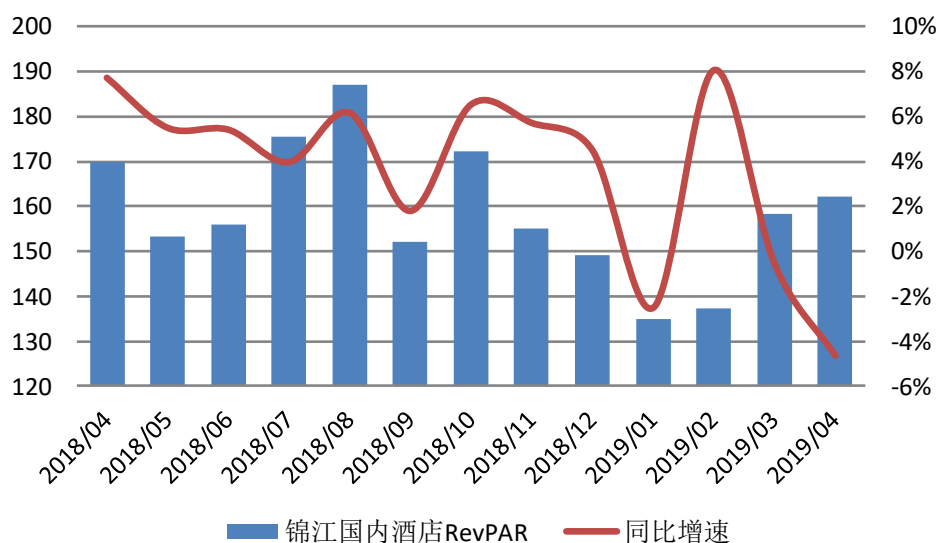
图 17: 华住近年来平均出租率变动趋势



资料来源：公司公告，渤海证券

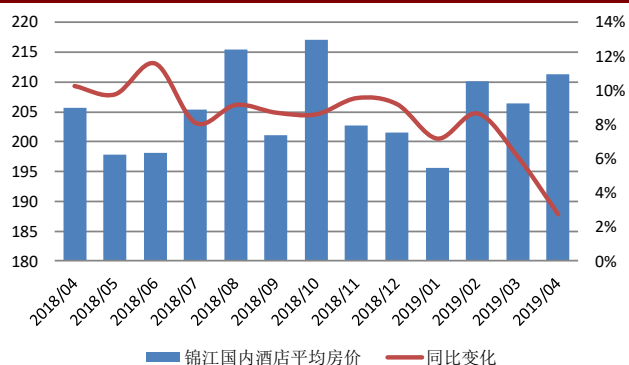
锦江国内酒店 19 年 1-4 月 RevPAR 为 134.8 元/间、137.37 元/间、158.29 元/间和 162.05 元/间，分别同比增长-2.54%、8.05%、-0.59%和-4.67%，整体较去年有一定程度下滑，主要是受出租率下滑的影响。具体来看，今年 1-4 月锦江国内酒店平均房价为 195.56 元、210.18 元、206.38 元和 211.33 元，分别同比增长 7.19%、8.67%、6.11%和 2.75%。出租率方面，1-4 月分别同比降低 6.88、0.37、5.17 和 5.97 个百分点。

图 18: 锦江股份国内酒店 RevPAR 和变化趋势



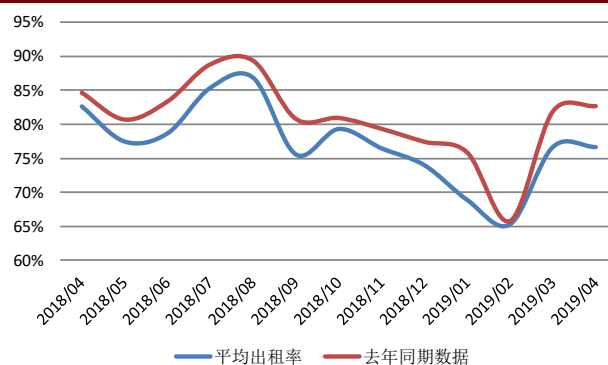
资料来源: 公司公告, 渤海证券

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

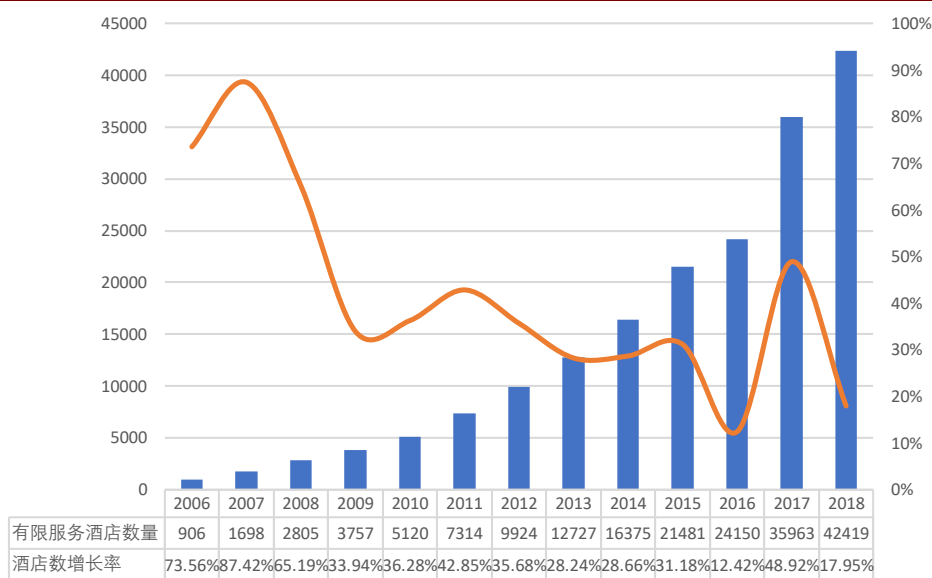


资料来源: 公司公告, 渤海证券

4.3 经济型酒店步入成熟期, 中端酒店崛起

根据盈蝶咨询统计, 截至 2018 年底, 我国有限服务酒店总数已经达到 42419 家, 同比增长 17.95%。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 31.21%。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

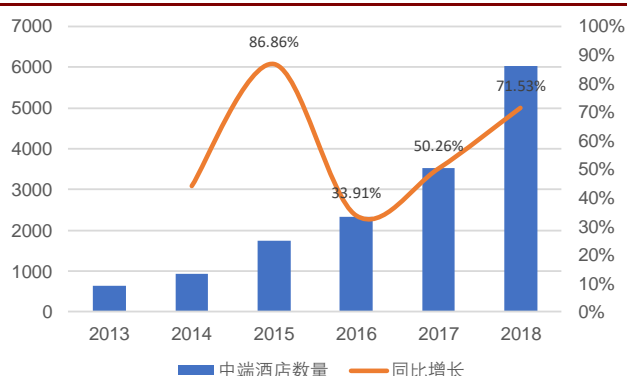


资料来源: 中国饭店协会, 渤海证券

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 2018 年底, 在有限服务酒店中, 中端酒店共 6036 家, 同比增长 71.53%, 增速同比仍有明显提升。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 2018 年达到 14.23%。

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。虽然在有限服务型酒店中仍然占比较低, 但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, 具有品牌优势的酒店行业龙头公司有望进一步巩固自身在行业的优势。

图 22: 2013-2018 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

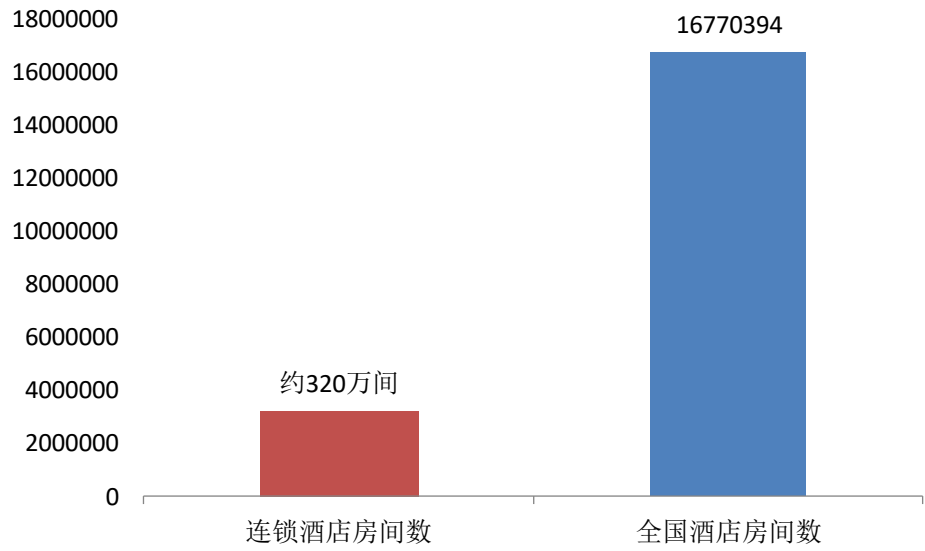


资料来源: 中国饭店协会, 渤海证券

4.4 行业集中度呈现提升趋势, 连锁化率存在进步空间

中国饭店协会和盈蝶咨询联合发布了《2018 中国大住宿业发展报告》，报告对我国连锁酒店市场进行了一个统计（包括非星级、连锁经营的酒店）。据统计 2017 年，我国连锁酒店的市场规模大致为 320 万间，而据测算连锁酒店仅占据我国酒店市场 20% 的市场份额。这也证明我国的大部分酒店都是单体酒店，连锁化的比重并不高，未来仍有较大提升空间。

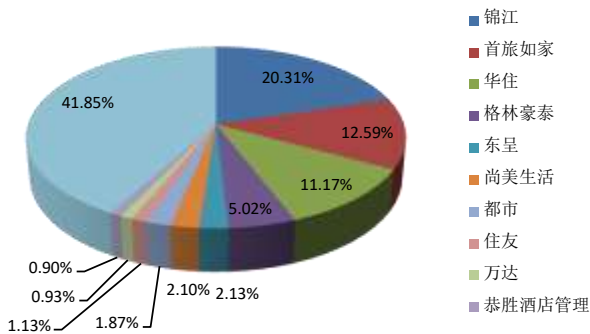
图 24: 全国酒店数量与连锁酒店数量对比



资料来源: 盈蝶资讯, 渤海证券

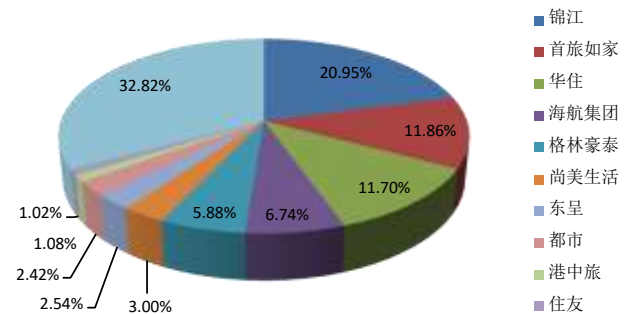
根据盈蝶咨询发布的《2018 中国酒店连锁发展与投资报告》统计，连锁酒店行业 CR10 的市场占有率在 17 年底为 67.18%，这与数据较 16 年增长了 9.03 个百分点。这一现象在一定程度上证明了连锁酒店行业的集中度正在提升，而龙头公司在由于在扩张中具备品牌效应，有望获得先行者效应。

图 25: 2017 中国 10 大酒店集团在连锁酒店市场占有率



资料来源: 盈蝶资讯, 渤海证券

图 26: 2018 中国 10 大酒店集团在连锁酒店市场占有率

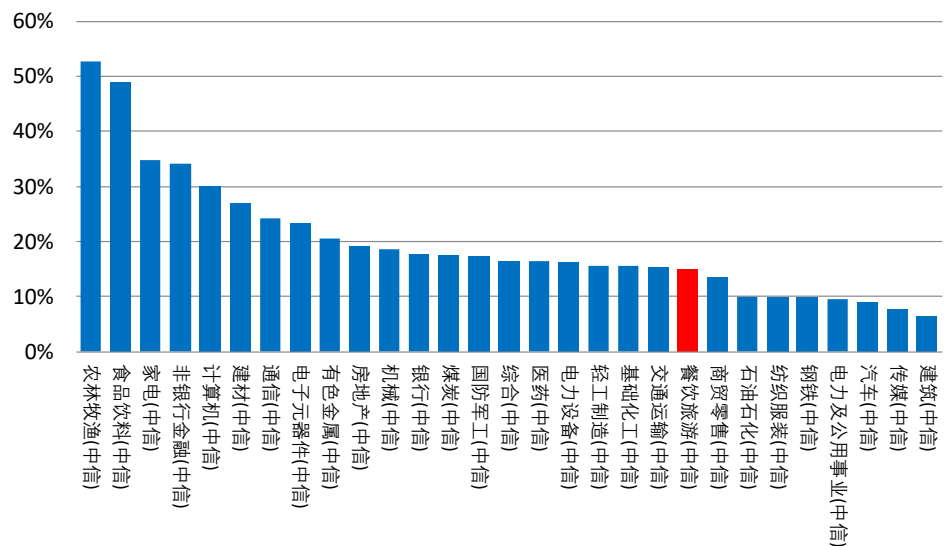


资料来源: 盈蝶资讯, 渤海证券

5. 坚守价值迎接旺季，关注低估值行业龙头

今年以来（截至到 2019 年 6 月 13 日），餐饮旅游板块整体上涨 14.91%，沪深 300 指数上涨 22.41%，行业跑输沪深 300 指数 7.5 个百分点，位列中信 29 个一级行业下游。子板块中，景区上涨 3.73%，旅行社上涨 25.33%，餐饮上涨 6.03%，酒店上涨 7.70%。

图 27：行业年初至今涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面，西安旅游、金陵饭店以及中国国旅涨幅居前，腾邦国际、大东海 A 和三特索道跌幅居前。

表 10：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 (%)
西安旅游	38.42%	腾邦国际	-26.88%
金陵饭店	30.73%	大东海 A	-21.55%
中国国旅	30.40%	三特索道	-7.11%

资料来源：Wind，渤海证券

整体来看，旅游业作为朝阳行业发展空间依然广阔，长期向好逻辑并未改变。因此我们维持对行业“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，优选逻辑清晰且业绩确定性强的免税行业；其二，关注估值处于历史相对低点且业绩具备较大弹性的酒店行业龙头；其三，当前门票降价预期下对门票收入依赖较低且具备异地复制可能的优质景区类公司。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）。

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
王磊
+86 22 2845 1802

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

 徐勇
+86 10 6810 4602
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

固定收益研究

 崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

 宋昉
+86 22 2845 1131
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

 张敬华
+86 10 6810 4651

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

请务必阅读正文之后的免责声明