

## 增长绑定龙头，优选成长赛道

### 休闲服务行业 2019 半年度策略

投资建议： 中性

上次建议： 中性

#### 投资要点：

**增长绑定龙头，子板块多层分化。**根据全行业2018年年报和一季报的数据显示，剔除中国国旅的影响后，全行业收入增速仅为7.57%，归母净利润增速仅为9.96%。细分子板块表现差异化明显，免税、酒店和演艺依旧成为行业增长的主力，盈利能力大幅领跑其他子板块。景区板块收入增长乏力，加上重点景区门票价格下调政策的影响，2019年收入端的压力更大；出境游板块受商誉减值以及目的地突发事件的影响，增长受挫；餐饮板块仅广州酒家收入和利润实现双增。目前行业增长已经深度捆绑龙头公司中国国旅、宋城演艺和锦江股份。

**门票价格下调的影响将在2019年集中显现。**去年6月，国家发改委印发了《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》，响应国家号召，各地景区开始降价，十一之前基本完成门票价格的下调，我们基于2018年各景区客流量的数据，对此轮门票、索道价格下调对上市公司的影响做了测算，其中对乌镇和丽江旅游收入影响较大。门票价格下降能否通过带动客流量增长来对冲影响，目前景区数据尚未得到明显的验证，但是峨眉山、丽江、长白山2018年已经出现客流复苏迹象。

**离岛免税+机场免税+市内免税，牌照渠道多重优势助力国旅腾飞。**2018年国内离岛免税销售额破百亿，购物限额放宽至3万的政策红利逐渐显现，2019年将延续高增长的态势；新增13家进境免税店以及7家市内免税店（境内5家+香港1家+澳门1家），其中中免中标8家机场进境免税店，同时运营7家市内免税店，未来存在整合海免牌照的预期，中免销售势头迅猛。未来集中采购将进一步拉升毛利率，盈利能力增强。

**酒店中端发展方向不改，进入存量竞争时代。**2018年我国连锁酒店的家数有望达到4.4万家，加上现有单体酒店的巨大体量，市场需求基本覆盖。未来一线城市以升级改造为主，新增酒店逐步向二三线城市转移，同时新增速度将逐步放缓，且主要集中在中端酒店，接下来市场将进入优胜劣汰的集中阶段。中期来看商旅需求的增加会为目前的出租率下滑提供支撑，ADR增长维稳，未来结构调整将成为拉升RevPAR增长速度的主要动力。

**行业重点个股推荐：**1) 宋城演艺 (300144.SZ)：聚焦演艺主业，轻重资产储备项目丰富；2) 中国国旅 (601888.SH)：高增长趋势延续，内生+外延贡献增量；3) 锦江股份 (600754.SH)：结构调整升级持续，中端盈利能力加强；4) 海底捞 (6862.HK)：行业发展热火朝天，门店布局+供应链一体化抢占市场份额。

**风险提示：**1) 宏观经济下行风险；2) 个股项目推进不达预期的风险；3) 突发事件对旅游限制的风险；4) 免税行业政策性风险。

#### 一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理

电话：051082832787

邮箱：jiangtli@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《2019年一季度美团亏损收窄，携程业绩高增》  
《休闲服务》
- 2、《酒店“六小件”再度热议，影响几何》  
《休闲服务》
- 3、《免税、酒店支撑行业增长，看好龙头白马股》  
《休闲服务》

## 正文目录

1.	增长绑定龙头，子板块多层分化 .....	4
1.1	中国国旅拉升行业增速，免税销售额突破 340 亿元.....	4
1.2	酒店、演艺表现可期，盈利能力持续 .....	5
2	景区发展受困，门票价格调整影响几何 .....	6
3	机场进境免税店相继开业，市内免税店卷土重来 .....	8
3.1	国内免税销售模式 .....	8
3.2	机场进境免税店布局落地，离岛免税销售额高增.....	9
3.3	再战市内免税店，打开入境游消费增量空间 .....	10
4	酒店中端方向不改，增量转存量竞争 .....	12
4.1	连锁酒店增速放缓，进入存量竞争时代 .....	12
4.2	需求端：商旅出行稳增 .....	13
4.3	中高端发展方向不变，新增逐步向二三线城市转移 .....	14
4.4	直销渠道+人力成本管控，有望释放利润弹性 .....	15
5	火锅行业规模高增，迎来万亿市场 .....	16
6	行业重点个股推荐 .....	17
6.1	宋城演艺 (300144.SZ)：聚焦演艺主业，轻重资产储备项目丰富 .....	17
6.2	中国国旅 (601888.SH)：离岛免税政策红利释放 .....	18
6.3	锦江股份 (600754.SH)：结构调整升级持续，中端盈利能力加强 .....	19
6.4	海底捞 (6862.HK)：行业高速发展带来投资机会 .....	19
7	风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1：2014 年—2019 年 Q1 行业营业总收入.....	4
图表 2：剔除中国国旅后行业营收及增速 .....	4
图表 3：2014 年—2019Q1 全行业归母净利润及增速.....	5
图表 4：剔除中国国旅后行业归母净利润及增速 .....	5
图表 5：2014—2019Q1 酒店板块营业收入及增速 .....	5
图表 6：酒店板块剔除华天酒店后归母净利润增速.....	5
图表 7：宋城现场演艺营收及增速 .....	6
图表 8：剔除六间房后宋城演艺的净利润及增速 .....	6
图表 9：2018 年部分上市景区客流量变化 .....	6
图表 10：2018 年乌镇接待游客人次同比下滑 9.7%.....	7
图表 11：2018 年古北水镇接待游客同比下滑 6.9%.....	7
图表 12：目前上市景区中门票价格和索道价格调整预期对公司 2019 年收入的影响 .....	8
图表 13：国内免税销售的主要模式 .....	9
图表 14：13 家机场进境免税店的中标情况及相关细则 .....	10
图表 15：离岛免税销售额一季度同比增长 29.24%.....	10
图表 16：离岛免税购物人数接近 300 万 .....	10
图表 17：2018 中国免税行业销售额仅为韩国的 35%.....	11
图表 18：首尔已开业市内免税店已经达到 13 家 .....	11
图表 19：中免公司设立的境内和港澳市内免税店情况 .....	11
图表 20：2018 年入境游总人数 1.41 亿人次 .....	12
图表 21：2018 年入境游收入达到 1271 亿美元 .....	12
图表 22：2018 年中国连锁酒店增长速度放缓 .....	13
图表 23：国内星级酒店数量逐渐减少 .....	13

图表 24: 住宿和餐饮业固定资产投资额同比下降 .....	13
图表 25: 国内星级酒店数量逐渐减少 .....	13
图表 26: 2018 年国内旅游人数达到 55.39 亿人次 .....	14
图表 27: 2018 年实现旅游总收入 5.97 万亿元 .....	14
图表 28: 国内商旅管理市场交易规模持续扩大 .....	14
图表 29: 2018 年中国各等级酒店房间数增长率 .....	15
图表 30: 2016-2018 年签约酒店城市分布 .....	15
图表 31: 2018 年各级城市新建酒店与翻新改造占比 .....	15
图表 32: 2016-2018 年签约酒店城市分布 .....	15
图表 33: WeHotel 预订平台酒店品牌数量 .....	16
图表 34: 华住会目前会员人数已经达到 1 亿 .....	16
图表 35: 职工薪酬占营业收入比重高达 27% .....	16
图表 36: 2018 年职工薪酬占营业收入的比重 .....	16
图表 37: 2010-2018 年餐饮行业收入及增速 .....	17
图表 38: 2017 年餐饮行业细分类别市场份额 .....	17
图表 39: 火锅行业龙头企业营收及增长情况 .....	17
图表 40: 火锅行业龙头企业已开业的门店数量 .....	17
图表 41: 宋城现场演艺业务收入增速企稳 .....	18
图表 42: 剔除六间房后宋城净利润收入增速下滑 .....	18
图表 43: 中国国旅营业总收入实现高速增长 .....	18
图表 44: 三亚海棠湾免税销售收入增长提速 .....	18
图表 45: 锦江股份境内酒店 RevPAR 同比增速 .....	19
图表 46: 锦江股份境外酒店 RevPAR 同比增速 .....	19
图表 47: 海底捞客单价稳步提升 .....	20
图表 48: 海底捞门店数量 .....	20

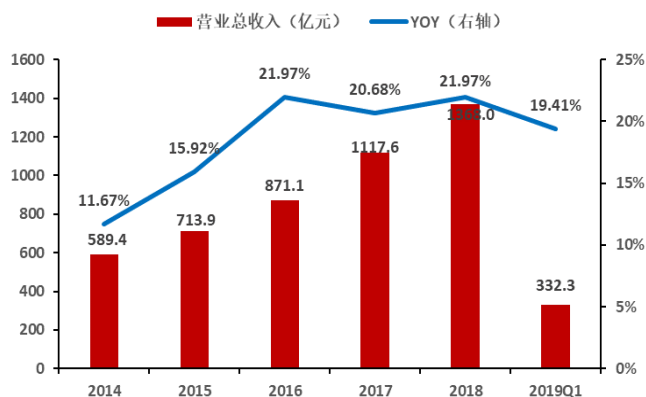
## 1. 增长绑定龙头，子板块多层分化

### 1.1 中国国旅拉升行业增速，免税销售额突破 340 亿元

根据全行业上市公司 2018 年披露的年报数据显示，31 家上市公司合计实现营业收入 1368 亿元，同比增长 21.97%，增速较 2017 年略有提高 1.3 个百分点。其中中国国旅 2018 年实现营业收入 470.1 亿元，占全行业营收份额超 34%，今年一季度表现尤为突出，2019Q1 全行业实现营业收入 332.3 亿元，而中国国旅凭一己之力贡献了 136.9 亿元。

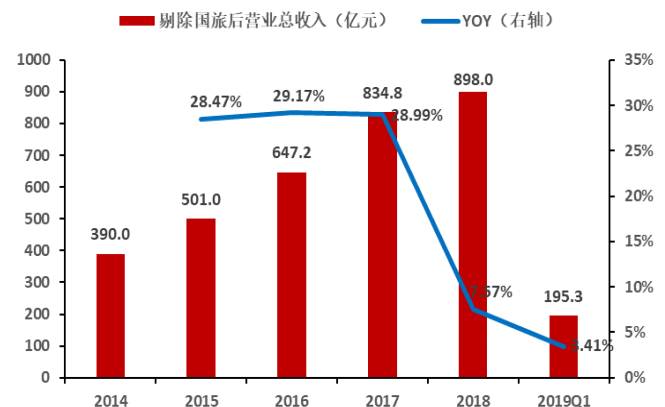
如果剔除中国国旅的影响，我们可以看到 2018 年行业营收增速仅为 7.57%，今年一季度持续走低，同比增长仅为 3.41%。2015 年-2017 年行业内经历了连续的并购整合，行业营收增速一直维持在高位，并购贡献逐步消失后，细分行业和个股的差异化越来越明显，部分个股的内生增长乏力，加上 2018 年并表带来外延增长红利消失，剔除中国国旅后行业营业收入增长承压。

图表 1：2014 年—2019 年 Q1 行业营业总收入



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：剔除中国国旅后行业营收及增速

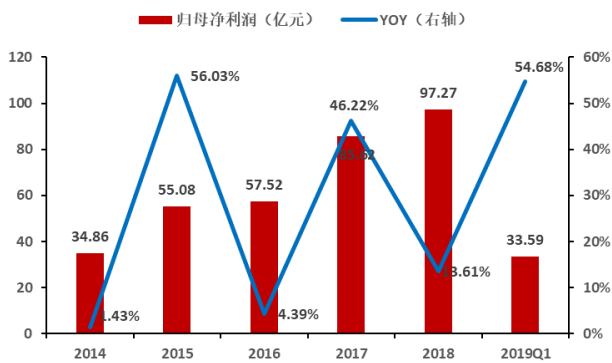


来源：Wind，国联证券研究所

2018 年全行业实现归属于母公司的净利润 97.27 亿元，同比增长 18.61%，增速较 2017 年下滑了 27.61 个百分点；其中中国国旅实现归母净利润 30.95 亿元，如果剔除国旅的影响，2018 年行业归母净利润增长仅为 9.96%，造成这一大幅波动的原因主要是由于华天酒店、众信旅游、腾邦国际和国旅联合个股的净利润波动较大，其中 2018 年华天酒店受控股子公司灰汤高尔夫项目被政府取缔及投资收益减少的影响，大幅亏损 4.8 亿元；众信旅游受目的地事件叠加资产减值损失双重影响，归母净利润较去年同期减少 2.1 亿元。

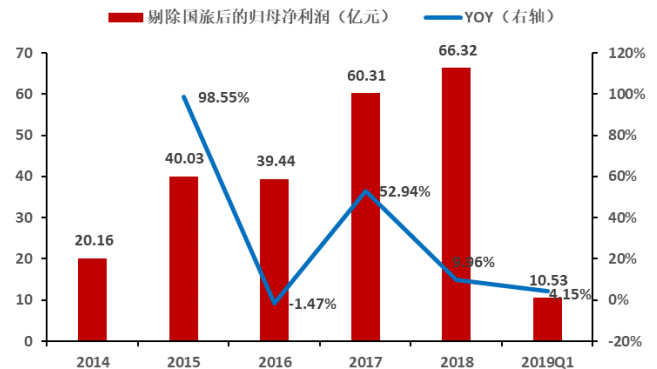
2019 年一季度实现归母净利润 33.59 亿元，同比大幅增长 54.68%，其中中国国旅实现归母净利润 23.06 亿元，同比大幅增长 98.8%，主要是因为公司今年年初处置国旅总社获得投资收益约 9 亿元，占行业总归母净利的 27%。如果剔除中国国旅的影响，2018 年行业归母净利润同比增长 9.96%，今年一季度同比增长仅为 4.15%。

图表 3: 2014 年-2019Q1 全行业归母净利润及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 剔除中国国旅后行业归母净利润及增速

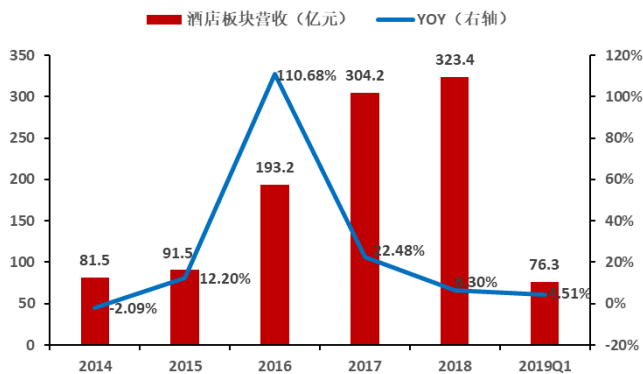


来源: Wind, 国联证券研究所

## 1.2 酒店、演艺表现可期，盈利能力持续

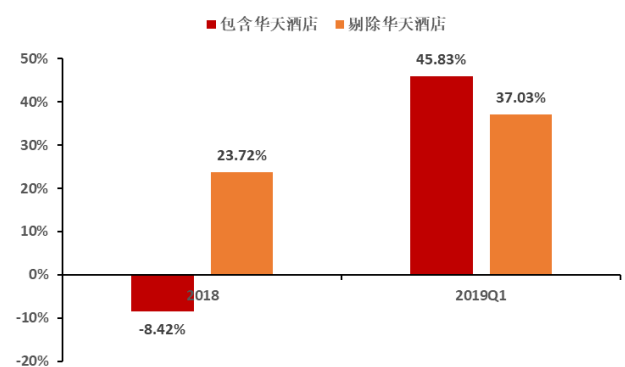
2018 年酒店板块实现营业收入 323.4 亿元，同比增长 6.3%；2019 年一季度实现营业收入 76.3 亿元，同比增长 4.51%。酒店板块龙头公司锦江股份和首旅酒店去年年报和今年一季报的营收增长速度略低于市场的预期，主要受到宏观经济波动的影响以及直营酒店升级改造的影响。2018 年酒店板块实现归母净利润 17.4 亿元，同比下滑 8.42%，主要是由于华天酒店 2018 年大幅亏损 4.8 亿元所致。酒店目前受到宏观经济增长放缓的影响，出租率下滑，平均房价增长收窄，但是依然是盈利能力较强的子板块，今年 Q1 板块实现归母净利润 4.2 亿元，同比大幅增长 45.83%。

图表 5: 2014-2019Q1 酒店板块营业收入及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

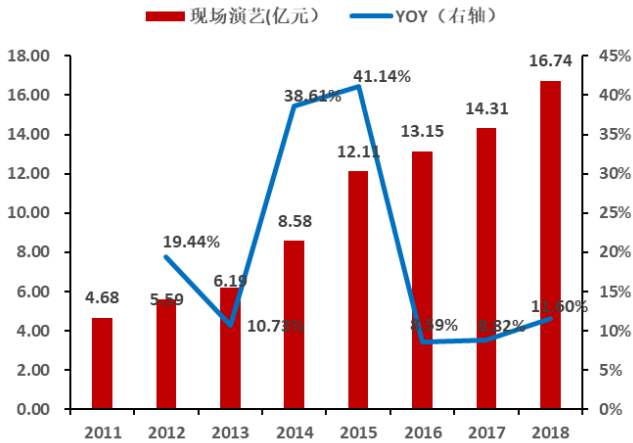
图表 6: 酒店板块剔除华天酒店后归母净利润增速



来源: Wind, 国联证券研究所

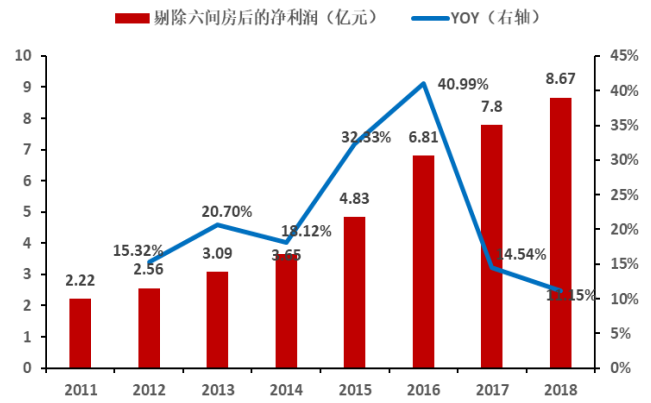
目前宋城演艺旗下的六间房已经与花椒平台顺利的完成了重组，整合后宋城仅持有六间房 39.53% 股权，奇虎三六零合计共持有六间房 39.54% 的股权。六间房剥离后，现场演艺成为公司未来发展的主要方向，2018 年公司的现场演艺业务实现营业收入 16.74 亿元，同比增长 11.6%；剔除六间房以后公司 2018 年净利润 8.67 亿元，同比增长 11.15%。目前公司杭州宋城、三亚宋城和丽江宋城成为业绩增长的支撑，九寨宋城因地震关闭尚未营业，新开业的桂林宋城去年已经实现盈利，今年 6 月底，张家界宋城有望开园运营，我们测算对 2019 年有望为收入带来增量贡献 4500 万。

图表 7: 宋城现场演艺营收及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 剔除六间房后宋城演艺的净利润及增速

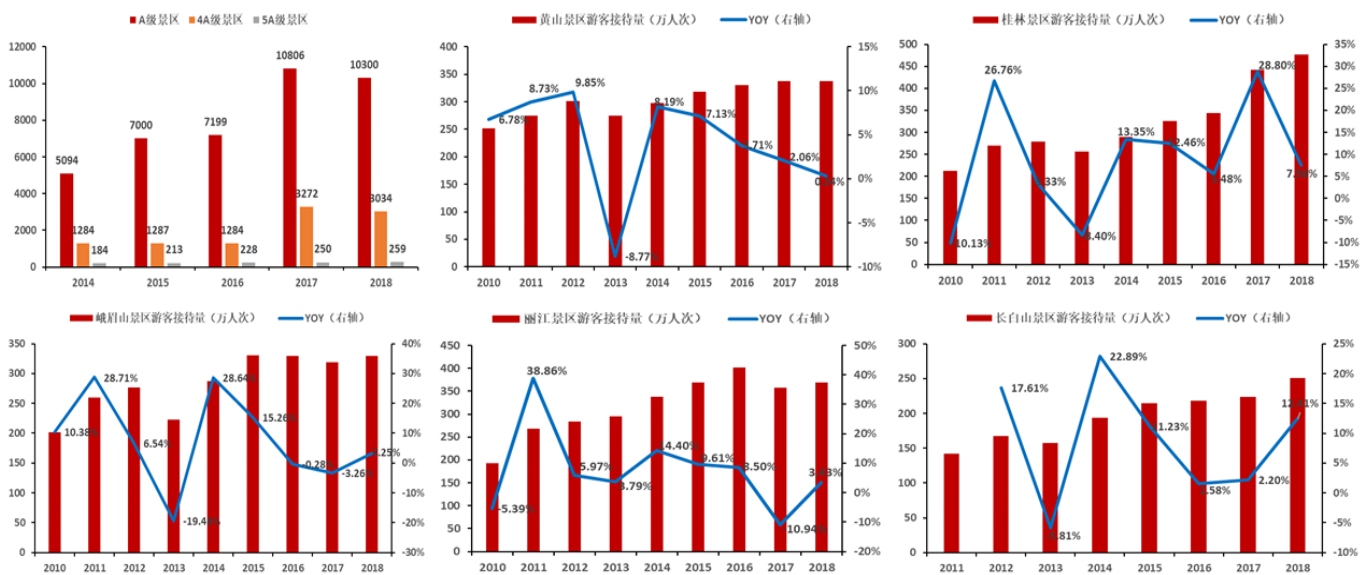


来源: Wind, 国联证券研究所

## 2 景区发展受困，门票价格调整影响几何

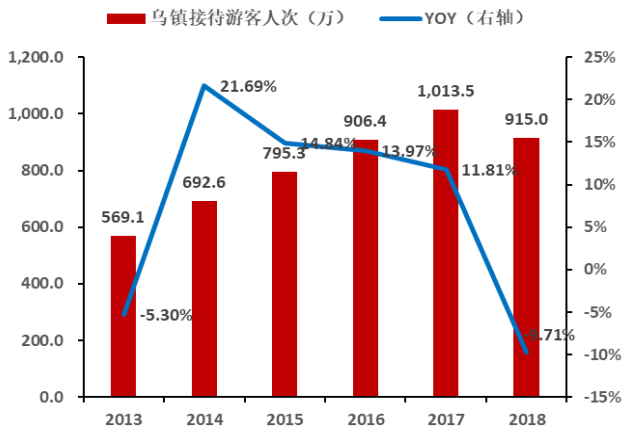
2018 年全国共推出 A 级旅游景区 10300 个，其中 4A 级景区 3034 家，5A 级景区 259 家。景区板块近年来的发展始终处在一个困顿期，先是面临行业服务乱象的问题，强制购物、黑导游、不合理低价团等现象将景区的发展置于风口浪尖，通过限流、监管等诸多措施，目前已经有明显的改善；接着迎来景区客流量增速放缓甚至下滑的冲击；去年下半年又出台了降低重点国有景区门票价格的政策，目前已经有不少景区门票价格均有所下调，以上问题使得对门票收入过分依赖的景区发展更加困难。上市景区中峨眉山景区旺季门票从 185 元/人将降为 160 元/人，平均降幅 13.5%；黄山景区旺季门票由 230 元/人降为 190 元/人，降幅为 17.4%；长白山风景区门票由 125 元/人降为 105 元/人，降幅为 16%。

图表 9: 2018 年部分上市景区客流量变化



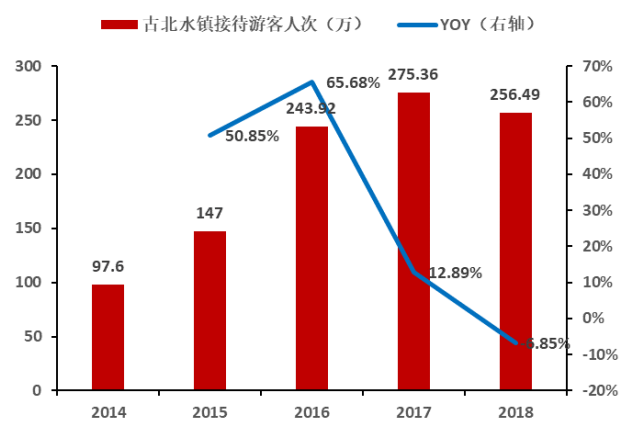
来源: 公司公告, 景区管委会, 国联证券研究所

图表 10: 2018 年乌镇接待游客人次同比下滑 9.7%



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 11: 2018 年古北水镇接待游客同比下滑 6.9%



来源: 公司公告, 国联证券研究所

去年 6 月, 国家发改委印发了《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》, 响应国家号召, 各地景区开始降价, 门票价格的下调对景区的影响到底有多大, 基于 2019 年景区或者索道接待的游客人次与 2018 年同期持平的预期, 我们对上市景区中门票价格和索道价格下调带来的影响进行了测算。

**峨眉山、黄山:** 峨眉山和黄山是较早一批上市的国有自然风景区, 门票收入扣除了游山票本身制作、游山票房全部管理费用、游客人身保险费和峨眉山旅游风景资源保护基金等成本和营业税后, 上市公司和地方景区管委会各分 50%。在次轮门票下调的政策下, 峨眉山和黄山均调整了旺季的门票, 下降幅度分别为 13.5% 和 17.4%。由于门票收入的一部分计入营收, 因此降价直接影响上市公司的收入和利润。此次门票价格下调幅度不是很大, 因此降价对游客的吸引力并不强, 但如果综合考虑到未来客流量的增长, 15% 左右的客流增量有望覆盖掉门票下调对收入的影响。

**武陵源核心景区:** 由张家界国家森林公园、天子山自然保护区、索溪峪自然保护区、杨家界自然保护区组成。武陵源核心景区的门票价格和环保客运的票价是捆绑销售的, 因此景区门票价格的下调带来相应环保客运的收入也会减少。

2008 年后上市的景区企业, 凡非私有景区的, 门票均已不包含在上市公司收入范围内, 上市公司主要从事索道、交通车等服务, 以及景区酒店、餐饮、旅行社、导游等服务。

**长白山、九华山:** 长白山景区的门票收费权由控股股东长白山开发建设集团 (长白山管委会下属企业) 享有, 公司不参与景区的运营管理和门票分成。但 2017 年公司与集团就长白山景区服务运营管理及景区资产经营管理签订了委托合同, 合同期限为三年, 根据门票收入比例计提管理费。此次长白山景区门票下调 16%, 直接影响门票收入, 间接对管理费用的产生影响。九华山门票均归属景区管委会所有, 上市公司体内主要是索道收入, 但是门票非捆绑销售, 门票价格影响客流量从而间接影响公司索道缆车收入, 影响相对较小。

同年 7 月, 云南省政府印发《关于加快推进旅游转型升级的若干意见》明确提出, 在国庆前完成大幅降低国有景区门票及景区内索道、接驳车船价格, 降低旅游线路产

品成本。丽江旅游按照云南省政府的要求，对索道票价进行大幅的下调，其中，玉龙雪山索道票价从 180 元调整为 120 元，降幅 33.3%；云杉坪索道票价从 55 元调整为 40 元，降幅 27.3%；牦牛坪索道票价从 60 元调整为 45 元，降幅 25%，索道价格下调的影响在去年年报和一季报中已经有所显现，根据我们的测算，预期 2019 年将减少上市公司营业收入 1 亿元左右。

**乌镇、古北水镇：**乌镇和古北水镇作为民俗类人造景区，门票的价格也进行了小幅的调整，乌镇仅把东栅的门票价格从 120 元调整到 110 元；古北水镇门票从 150 元调整到 140 元。根据公开资料显示，乌镇景区的门票价格占营收比重在 50% 左右，2018 年客单价达到 208.2 元/人次，但是目前乌镇年接待客流人次接近 1000 万，虽然调整幅度较小，但根据我们测算，对景区 2019 年全年收入影响约在 5000 万左右。古北水镇业态丰富，对门票的依赖程度较低，2018 年客单价达到 389.2 元/人次，门票下调 10 元到上市公司层面影响相对较小。

图表 12：目前上市景区中门票价格和索道价格调整预期对公司 2019 年收入的影响

		调整前 (元/人)	调整后 (元/人)	下降幅度	2018 年客流量 (万人次)	预期对 2019 年门票收入影响 (万元)	门票收入归属	对上市公司的影响
峨眉山	旺季	185	160	13.51%	329.5	4500	扣除相关费用后上市公司和峨眉山管委会各 50%	直接影响营业收入减少约 2250 万
	淡季	110	110	0.00%				
黄山	旺季	230	190	17.39%	338.0	6000	扣除相关费用后上市公司和黄山管委会各 50%	直接影响公司营业收入减少约 3000 万
	淡季	150	150	0.00%				
长白山	四季	125	105	16.00%	250.9	4000	归长白山管委会	间接影响景区托管费用
张家界武陵源核心区	旺季	245	225	8.16%	环保客运购票人数 335.5 万人次	—	门票中包含部分的环保客运票价归上市公司	直接影响公司环保客运收入减少 2000 万左右
	淡季	136	115	15.44%				
九华旅游	旺季	190	160	15.79%	九华山接待游客 1082.5 万人次，索道缆车购票人数未知	—	门票收入全部归九华管委会	间接影响公司索道缆车收入
	淡季	140	140	0.00%				
乌镇	东栅	120	110	8.33%	401	门票收入约占景区总营收的 50% 左右	门票收入全部归上市公司	直接影响乌镇收入约 5000 万左右
	东栅+西栅	200	190	5.00%	915.03			
古北水镇	四季	150	140	6.67%	256.5	古北水镇业态丰富，对门票依赖程度低	门票收入全部归上市公司	直接影响古北水镇收入 2500 万左右，间接影响上市公司投资收益
丽江旅游索道	玉龙雪山	180	120	33.33%	259.54	玉龙雪山索道收入预期将减少 9000 万左右	索道收入归上市公司所有	直接影响公司索道业务收入减少约 1 亿元
	云杉坪	55	40	27.27%	83.08	云杉坪索道收入预期将减少 800 万左右		
	牦牛坪	60	45	25.00%	16.78	牦牛坪索道收入预期将减少 150 万左右		

来源：公开资料，公司公告，国联证券研究所整理

### 3 机场进境免税店相继开业，市内免税店卷土重来

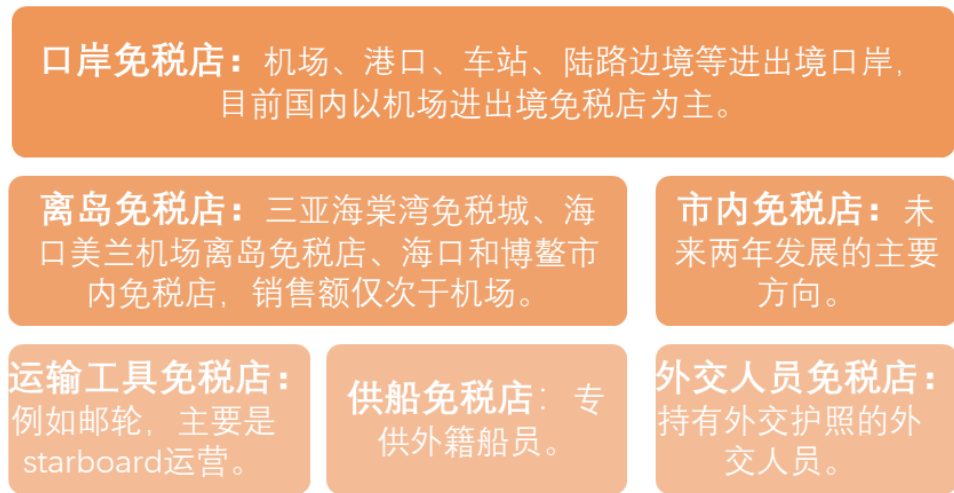
#### 3.1 国内免税销售模式

目前国内免税销售的模式主要有以下几种：1) 口岸免税店，指的是机场、港口、车站、陆路边境等进出境口岸；2) 运输工具免税店，例如邮轮；3) 市内免税店，近期厦门、大连、青岛市内免税店已经开业；4) 外交人员免税店，指的是持外交护照的外交人员，凭外交护照可以购买该免税店供应的免税商品，目前北京尚存一家；5) 供船免税店，是指国外船舶停靠我国港口，而在港口开设的专门供应外籍船员的免税店，即外籍船员凭外籍船员证可以在该免税店购买免税商品；6) 离岛免税店，三亚海棠湾离岛免税购物中心、美兰机场免税店以及年初新增海口、博鳌两家市内免税店。随着免税行业在国内的蓬勃发展，机场口岸进出境免税店和离岛免税店成为近年



来拓展的主要方向，而今年热度漫延到了市内免税店，国内市内免税店迎来重启。

**图表 13：国内免税销售的主要模式**



来源：公开资料整理，国联证券研究所

在国内拥有免税牌照的经营主体有七家，分别是中免公司、日上免税行、海南免税公司、深圳市国有免税商品有限公司（深免）、珠海市免税企业集团有限公司（珠免）、中国华侨旅游侨汇服务总公司（中侨免）以及中国出国人员服务总公司（中出服）。其中，中免是唯一一家经国务院授权，可在全国范围内开展免税业务的国有专营公司，目前日上免税行目前已经纳入中免旗下，海免也成为中国旅游集团下属子公司，未来存在牌照整合的预期。

### 3.2 机场进境免税店布局落地，离岛免税销售额高增

2018 年中国免税行业销售额达到 395 亿元，其中出入境免税市场规模达到 294 亿元，离岛免税市场规模达到 101 亿元。国内免税销售仍然以机场为主，尤其是出境口岸免税店。在积极引导境外消费回流的趋势下，2016 年《口岸进境免税店管理暂行办法》出台，国务院同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸（共 13 家机场进境免税店），深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口岸，黑河口岸等水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店。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。

我们统计了 13 家机场进境免税店的中标情况，其中，中免中标了 8 家，分别为广州白云机场、杭州萧山机场、成都双流机场、青岛流亭机场、南京禄口机场、昆明长水机场以及沈阳仙桃机场，目前这 8 家机场的进境免税店已经陆续开业。此外中出服中标 2 家，分别为重庆江北机场和大连周水子机场；深免中标 2 家，分别为深圳宝安机场和西安咸阳机场；珠免中标 1 家，为天津滨海机场。但是这几家机场的出入境旅客吞吐量远不如中免中标的规模大，客流量较大的白云机场、双流机场和萧山机场均被中免拿下，同时所在城市的人均消费能力也低于广州、杭州、成都这样的一线城市，中免竞争优势凸显。

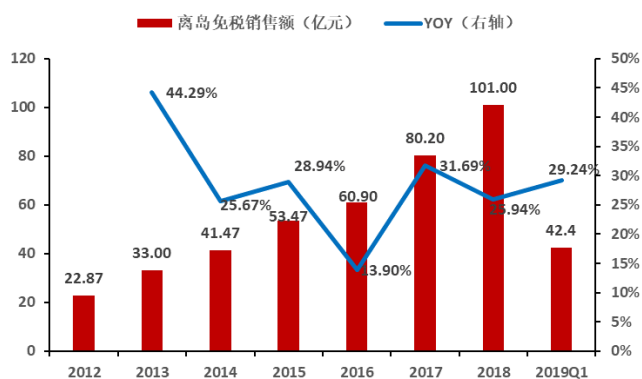
图表 14: 13 家机场进境免税店的中标情况及相关细则

机场	中标企业	面积 (平方米)	保底销售额	扣点率	经营期限	2018 年出入境旅客 容量 (万人次)	开业时间
广州白云机场 (T1)	中免	300	3224 万元/月	39%			2018 年 2 月
广州白云机场 (T2 启用后)	T1	300	2356 万元/月	42%			
	T2	686.4	3533 万元/月	42%	6 年	1730	/
杭州萧山	中免	111		45%左右	4+N	547.63	已开业
成都双流	中免	一期 172 二期 282	/	/	/	599.82	2017 年 9 月
青岛流亭	中免	70	/	/	/	363	2017 年 11 月
南京禄口	中免	530	3300 万元/年+33%		8 年	342.3	2018 年 7 月
深圳宝安	深免	377	377.3 万元/ 月	35%	3+2	458	2017 年 12 月
昆明长水	中免	272	租金: 619 万元/年+9%扣点 率		/	409	2017 年 12 月
重庆江北	中出服	572	114.4 万元/月+27%扣点率		/	324	2017 年 8 月
天津滨海	珠免	110	6000 万元/年	40%	/	302	2018 年初
大连周水子	中出服	300	/	/	/	180	2017 年 11 月
沈阳桃仙	中免	/	/	/	/	/	/
西安咸阳	深免	576	/	/	/	270	2017 年 12 月
乌鲁木齐地窝堡	中免	/	/	/	/	100	/

来源: 前瞻经济学人, 公开资料, 国联证券研究所整理

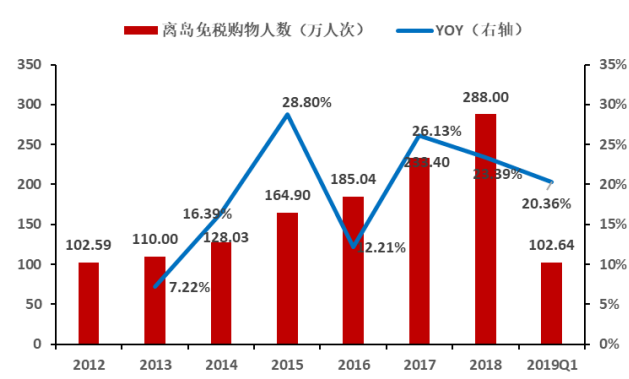
离岛免税销售高增, 政策红利逐渐显现。2018 年离岛免税销售额突破 100 亿元, 同比增长 25.94%。2018 年 12 月 1 日, 旅客每个自然年能享受的免税购物限额提高到 30000 元, 且不限购买次数, 同时增加了免税产品的品类。从 2018 年的数据上来看, 免税购物限额提高的影响甚微, 但是从今年一季度的情况来看, 销售额的增长已经提速, 政策红利逐渐显现。一季度, 海南离岛免税商品销售额 42.4 亿元, 同比增加 29.24%; 销售数量 547.03 万件, 同比增加 33.3%; 购买旅客 102.64 万人次, 同比增长 20.36%。

图表 15: 离岛免税销售额一季度同比增长 29.24%



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 16: 离岛免税购物人数接近 300 万



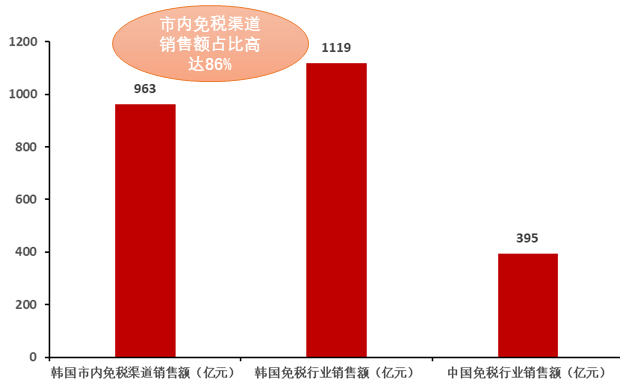
来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 3.3 再战市内免税店, 打开入境游消费增量空间

早在 1990 年我国就在北京设立了第一家市内免税店，由中免公司运营，但是免税产品仅限于首饰、工艺品、香水、化妆品等 16 种，随后上海、大连、青岛和厦门也在 1999 年之后先后设立了市内免税店，均由中免运营。但是由于客源市场不佳以及配套政策不完善等问题，这五家市内免税店相继关闭。2009 年，三亚市内免税店开业，2011 年离岛免税政策出台后，免税销售额大幅增长，严格意义上讲三亚海棠湾免税城是在三亚市内免税店的基础上发展而来，但是由于政策的特殊性，三亚免税城、以及新开业的海口和博鳌市内免税店我们看作是离岛免税。

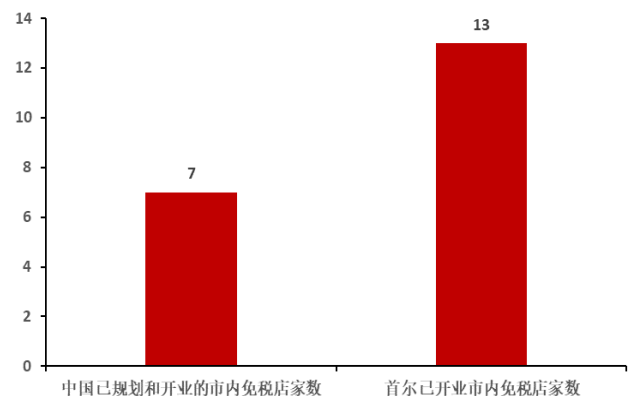
在国际上，市内免税店是仅次于机场口岸免税店的主要零售销售渠道，销售额占比达 35% 以上，以韩国为例，2018 年，韩国市内免税渠道销售额为 963 亿元人民币，同比增长 42%，占韩国免税市场份额的 86% 左右。目前我国的免税行业市场规模仅为韩国的三分之一，市内免税店几乎是一块空白的市场，而现在首尔市内免税店从 2015 年的 6 家已经增至 13 家。对比国内来看，今年年度至今，全国一共才布局了 7 家市内免税店，5 家境内，港澳各一家，差距不言而喻。

图表 17: 2018 中国免税行业销售额仅为韩国的 35%



来源：公开资料整理，国联证券研究所

图表 18: 首尔已开业市内免税店已经达到 13 家

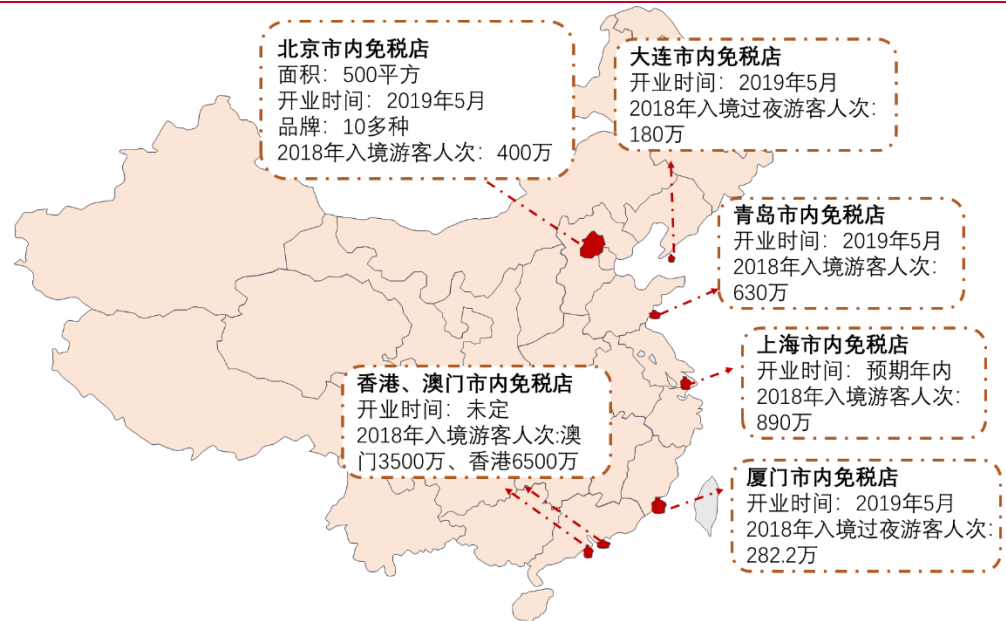


来源：中国国际贸易促进委员会，国联证券研究所

2018 年 7 月 24 日，中国国旅宣布，中免国际以自有资金在澳门投资设立全资子公司—中免集团澳门市内免税店有限公司，注册资本为 1 亿元，并由该公司在澳门开设和运营市内免税店。这是中免在全国范围内市内免税店的第一城布局，接着香港、大连、青岛、厦门项目落地，境内四家已经开业，今年年内上海市内免税店也有望实现运营。布局境内的 5 所城市均为历史上经营倒闭的那五家，此次对选址、定位以及品牌均进行了重新的梳理和规划。从入境游客的人次来看，上海、北京、青岛的入境游客人次均较大，以上海为例，2018 年接待入境旅游者 893.71 万人次，国际旅游收入达到 73.71 亿美元，目前免税店基本已经确定选址陆家嘴，预计年内开业。

但是目前根据政策规定，北京、上海、大连、厦门和青岛的市内免税店服务主要针对境外旅客，购物需凭有效证件，如护照、台胞证等，以及离境航班信息。国际通行意义上的市内免税店是指在市内免税店购物，到出境口岸提货的免税店。目前政策对金额和人员的限制较多，我们期待未来市内免税店政策的进一步放开。

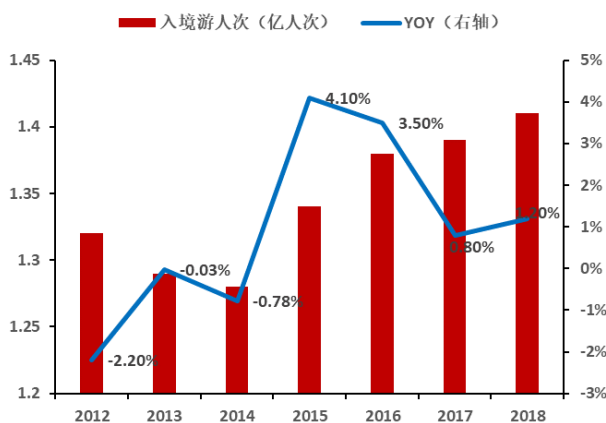
图表 19: 中免公司设立的境内和港澳市内免税店情况



来源：公开资料整理，国联证券研究所

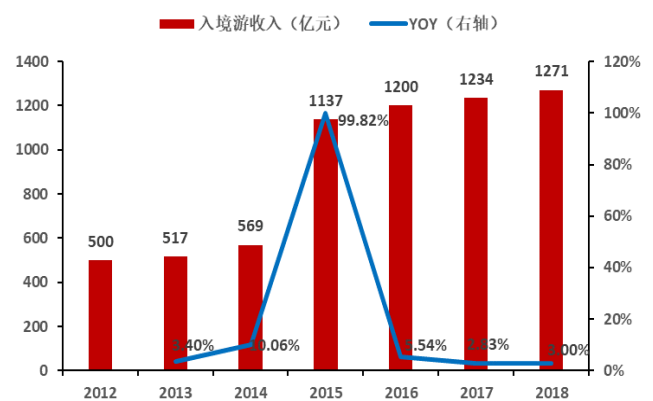
入境市场虽然增长速度较低，但是基数较大，2018年入境旅游人数14120万人次，比上年同期增长1.2%。其中以港澳台同胞为主，香港同胞7937万人次，同比略有下降0.5%；澳门同胞2515万人次，同比增长2.0%；台湾同胞仅614万人次，同比增长4.5%。入境外国游客3054万人次，同比增长4.7%，主要以亚洲人为主，占比达到76.3%。2018年入境游收入1271亿美元，这两年一直维持相对低速的增长。

图表 20：2018 年入境游总人数 1.41 亿人次



来源：文化和旅游部，国联证券研究所

图表 21：2018 年入境游收入达到 1271 亿美元



来源：文化和旅游部，国联证券研究所

## 4 酒店中端方向不改，增量转存量竞争

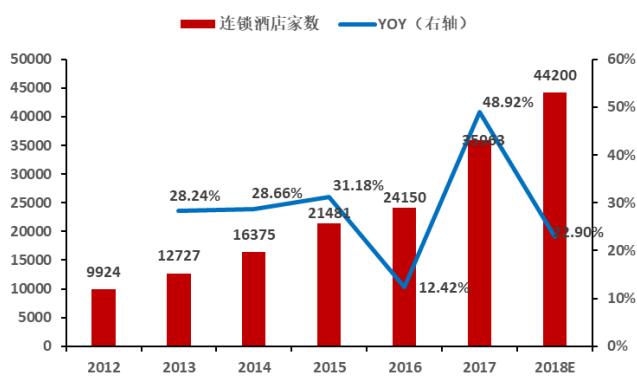
### 4.1 连锁酒店增速放缓，进入存量竞争时代

酒店行业在经过了快速扩张后，我们认为目前已经进入了增速放缓的阶段，我们从多方数据来验证目前放缓的这一趋势。首先据前瞻产业研究院发布的《中国连锁酒店行业发展前景预测与投资战略规划分析报告》中披露的数据，2012年我国连锁酒店

店数量已达 9924 家，接下来的三年均维持相对平稳的增长趋势，随着供给的连续扩张，2016 年行业跌入低估，但是在 2016 年底至 2017 年，又进行了一轮疯狂的扩张，2018 年连锁酒店的家数有望达到 4.4 万家，加上现有单体酒店的巨大体量，市场需求基本覆盖，接下来行业要进入优胜劣汰的集中阶段。

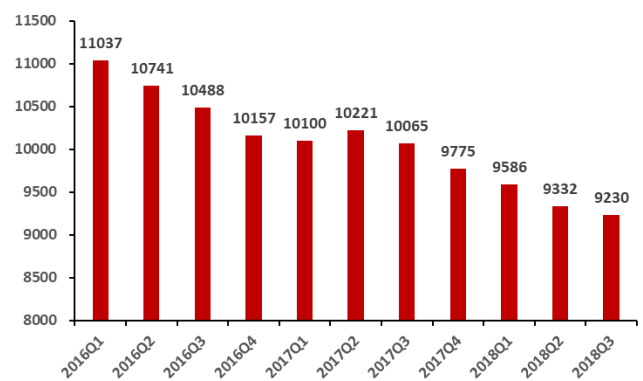
从星级饭店数量来看，去年三季度已经下滑到仅有 9230 家，同时固定资产投资呈现明显的下降趋势。另外根据浩华的数据，受国内龙头品牌扩张以及国际酒店中国布局的影响，签约酒店增速从 2016 年开始一直维持在 26% 以上，2017 年由于中端酒店准入门槛放低，带来大规模扩张，拉动了行业整体增速，但进入 2018 年后，增长率有所放缓，进入存量市场博弈时期。

图表 22: 2018 年中国连锁酒店增长速度放缓



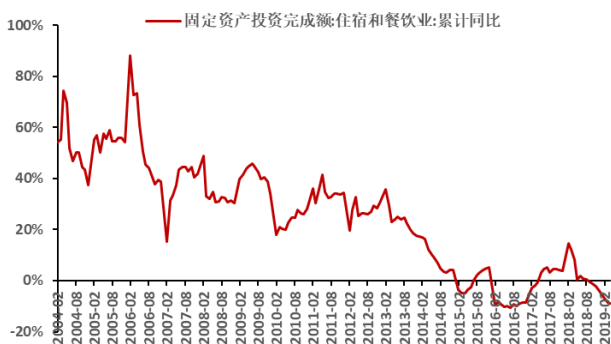
来源：中国饭店业协会，前瞻产业研究院，国联证券研究所

图表 23: 国内星级酒店数量逐渐减少



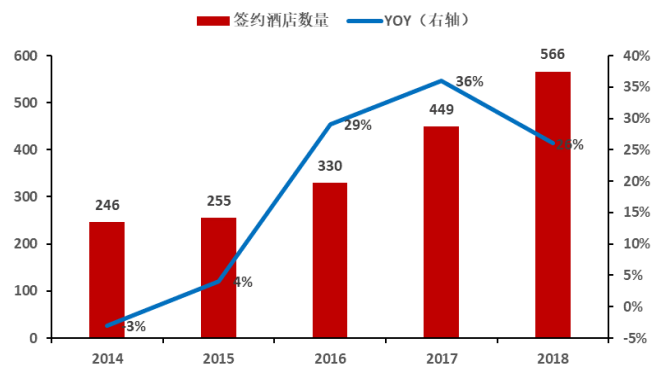
来源：中国饭店业协会，国联证券研究所

图表 24: 住宿和餐饮业固定资产投资额同比下降



来源：Wind，国联证券研究所

图表 25: 国内星级酒店数量逐渐减少



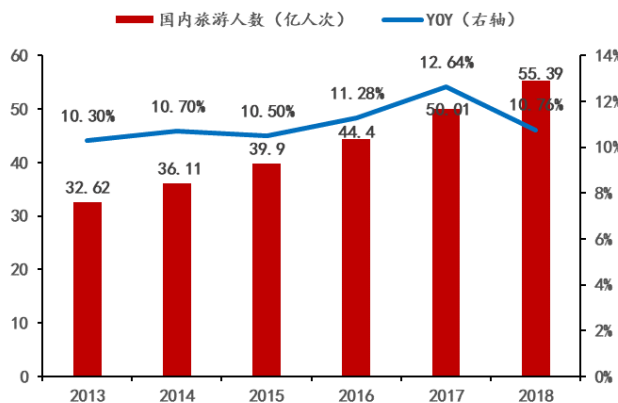
来源：浩华咨询，国联证券研究所

## 4.2 需求端：商旅出行稳增

国内旅游大环境欣欣向荣，出行人次高增为酒店行业增长提供支撑。根据文化和旅游部发布的数据，2018 年国内旅游市场持续高增，去年国内旅游人数 55.39 亿人次，比上年同期增长 10.8%；入出境旅游总人数 2.91 亿人次，同比增长 7.8%；全年实现旅游总收入 5.97 万亿元，同比增长 10.5%，其中，城镇居民花费 4.26 万亿元，增长 13.1%；农村居民花费 0.87 万亿元，增长 8.8%。旅游行业良好的发展态势，对

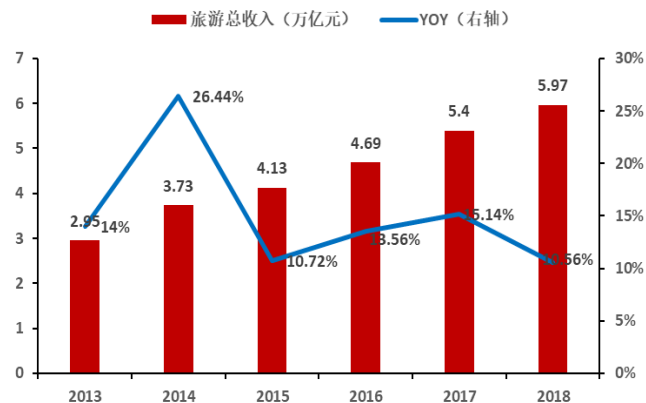
酒店行业的发展也起到了促进作用。同时随着旅游人均消费支出的提高，对酒店的选择将会更加的倾向于中高端，2018年国内旅游人均花费已经达到926.2元，同比增加1.4%。

图表 26: 2018 年国内旅游人数达到 55.39 亿人次



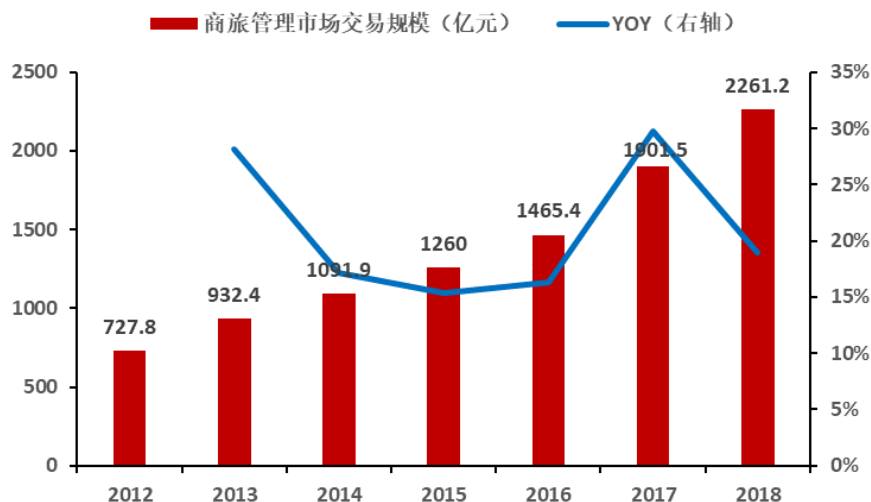
来源: 文化和旅游部, 国联证券研究所

图表 27: 2018 年实现旅游总收入 5.97 万亿元



来源: 文化和旅游部, 国联证券研究所

图表 28: 国内商旅管理市场交易规模持续扩大



来源: 艾瑞咨询, 国联证券研究所

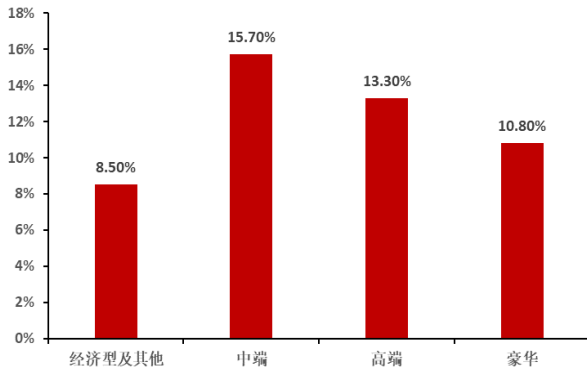
### 4.3 中高端发展方向不变, 新增逐步向二三线城市转移

目前国内酒店市场仍然是典型的金字塔形状, 经济型酒店数量占比高达 70%左右, 中高端酒店在经过了 2017 年和 2018 年的高速扩张后, 占比有所提升。未来随着消费者对住宿环境要求的提高, 无论是开业酒店数量还是房间数量, 仍然以中高端的增长趋势为主。2018 年全年的酒店签约数量为 566 家, 其中中档酒店占比就达到了 53%, 二线城市签约数量最多, 有 261 家, 占比 46%, 同比增长 39%, 占比和增速均明显领先于其他层级市场。

二三线城市以新建酒店为主, 而一线城市以翻修升级改造为主。近年来新兴产业开始逐步向城市群转移, 二线城市经济形势向好刺激了酒店市场的供需, 加上一线城市酒店物业成本越来越高, 锦江、首旅、华住等龙头企业也开始向二三线城市扩张。

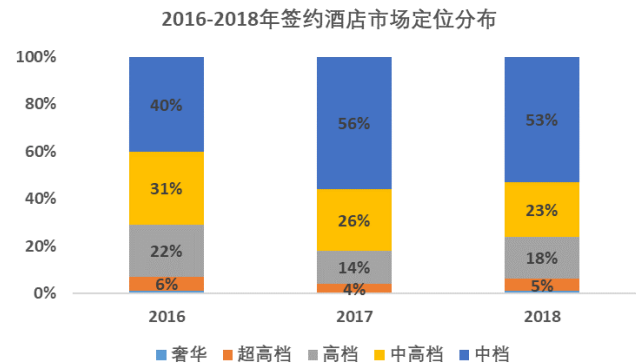
所以停留在一线城市早期的酒店迎来了一轮改造升级，改造升级后的酒店，大大的提高了酒店的平均房价和 RevPAR。

图表 29: 2018 年中国各等级酒店房间数增长率



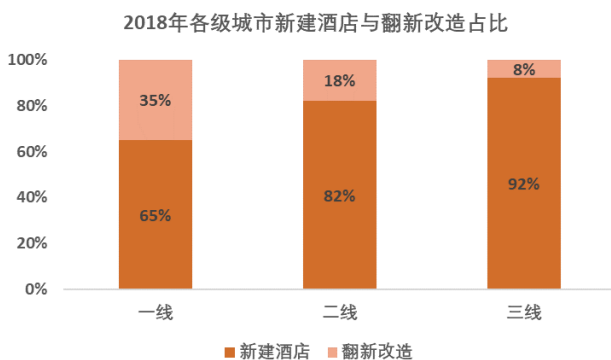
来源：中国饭店业协会，艾瑞咨询，国联证券研究所

图表 30: 2016-2018 年签约酒店城市分布



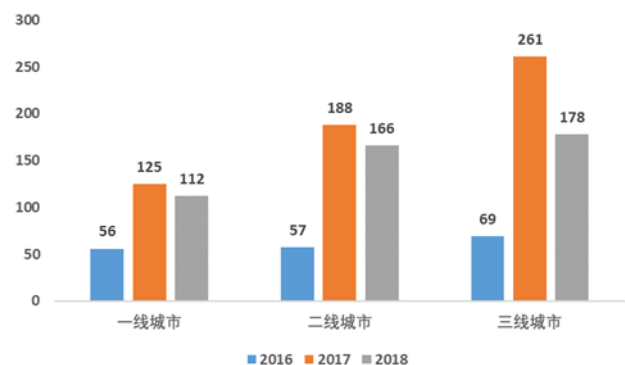
来源：浩华咨询，国联证券研究所

图表 31: 2018 年各级城市新建酒店与翻新改造占比



来源：浩华咨询，国联证券研究所

图表 32: 2016-2018 年签约酒店城市分布



来源：前瞻经济学人，国联证券研究所

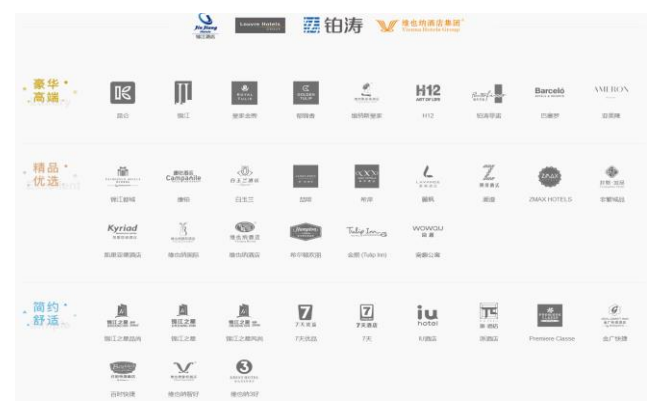
#### 4.4 直销渠道+人力成本管控，有望释放利润弹性

在酒店发展的初期，需要迅速的积聚人气，抢夺市场份额，因此需要利用 OTA 平台庞大的用户流量，但是 OTA 平台在酒店发展过程中，不断蚕食他们的利润，尤其是单体酒店，渠道费的存在让利润不断被压缩。除了利润的减少，客户的数据也逐步缺失，对营销和产品创新均带来了困难。为了对抗 OTA，同时服务公司内部，锦江和华住均搭建了自己的互联网预订平台，集合自己旗下各品牌酒店。

**Wehotel:** 为广大消费者提供手机客户端、微信、智能客服等一站式移动互联网预订体系；为逾亿会员提供全球约 30 个品牌，近 8000 家优质酒店预订、在线商城旅行服务体系。

**华住会:** 目前涵盖了旗下汉庭、全季、桔子等 18 大品牌，遍布海内外 1164 个城市，拥有 5777 家酒店，20 万+间客房。目前会员人数已经突破 1 亿。

图表 33: WeHotel 预订平台酒店品牌数量



来源: 浩华咨询, 国联证券研究所

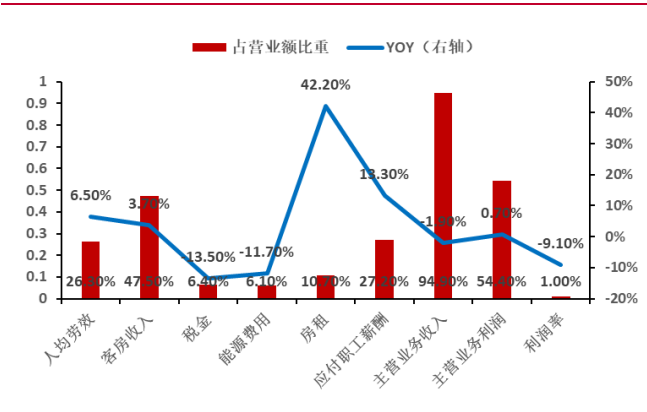
图表 34: 华住会目前会员人数已经达到 1 亿



来源: 华住会官网, 国联证券研究所

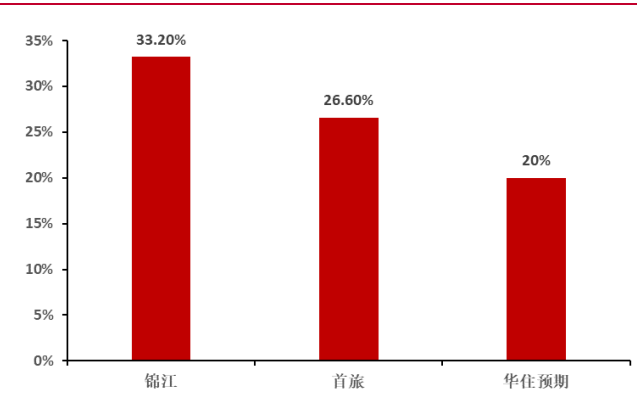
2017 年, 中国酒店应付职工薪酬为营业额的 27.2%, 较上年增长 13.3%; 能源为营业额的 6.1%, 较上年同期下降 11.7%; 房租为营业额的 10.7%, 较上年增加 42.7%。成本费用的上涨主要来自于房租以及职工薪酬, 由于一二线城市房价的上涨以及优质物业的稀缺, 因此租金的上涨处在是一个相对长期的趋势, 但是 2018 年房价维稳后, 房租增速有望下降。另一方面人力成本成为最有可能释放业绩弹性的领域, 未来有望通过智能化服务来实现。首先是智能化终端, 简化入住流程, 降低前台人员的工作量, 缩减酒店前台人员的数量; 其次配备酒店客房智能自助售货机, 为客户提供更加便捷智能的服务, 客户自助下单, 补换货统一管理, 减少酒店在有偿物品销售方面的人力付出, 降低酒店人力成本, 目前有很多酒店已经引入; 智能化机器人, 2018 已经有 400 多家酒店正在付费使用云迹机器人, 每台机器 13.8 万元, 虽然体量很小, 但是这反应了市场潜在的发展趋势。

图表 35: 职工薪酬占营业收入比重高达 27%



来源: 艾瑞咨询, 国联证券研究所

图表 36: 2018 年职工薪酬占营业收入的比重



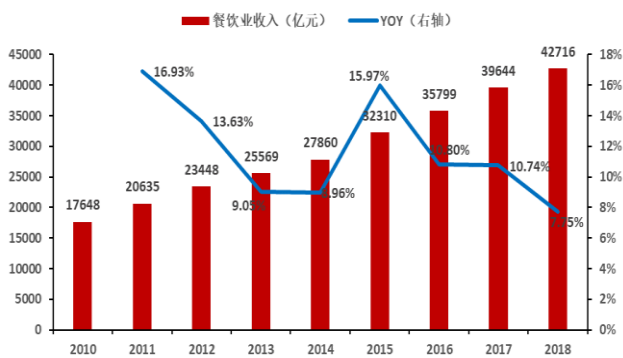
来源: 公司公告, 国联证券研究所整理

## 5 火锅行业规模高增, 迎来万亿市场

2018 年全国餐饮收入 42716 亿元, 同比增长 7.8%, 其中, 火锅餐饮成为餐饮细分中最大品类, 全国火锅业总收入 8757 亿元, 占餐饮市场份额的比重达到 20.5%, 较 2017 年大幅提升 6.8 个百分点, 位居细分类别第一, 预计到 2020 年, 国内火锅市场规模有望破万亿。

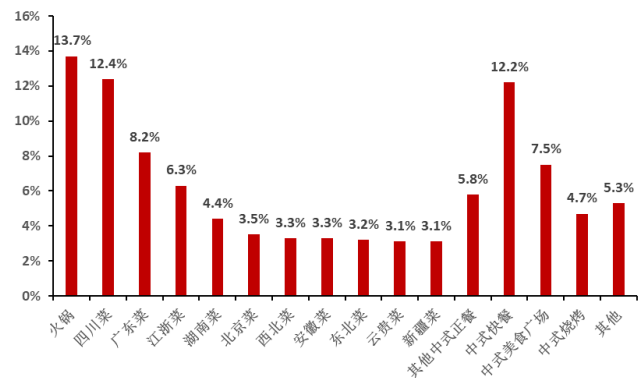


图表 37: 2010-2018 年餐饮行业收入及增速



来源: 国家统计局, 国联证券研究所

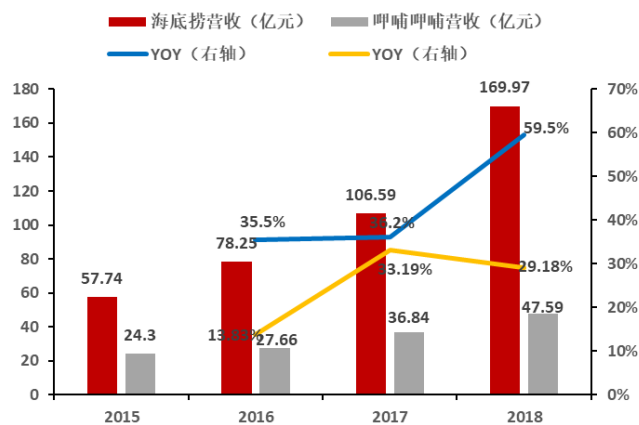
图表 38: 2017 年餐饮行业细分类别市场份额



来源: 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

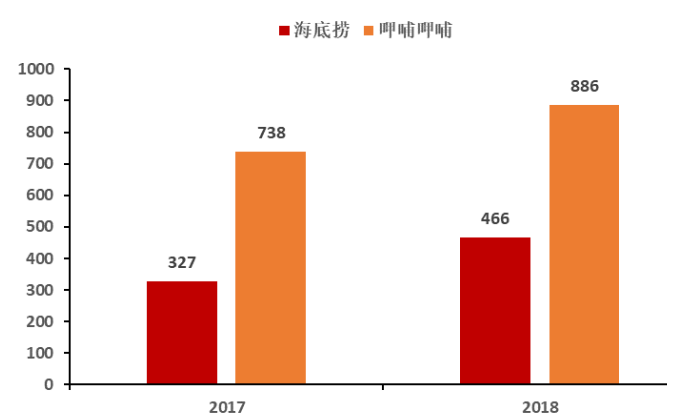
火锅行业目前竞争非常分散, 根据公开数据显示, 作为行业规模最大的海底捞, 市场占有率也仅为 2.2%。2018 年海底捞开业门店数达到 466 家, 实现营业收入 169.97 亿元, 同比大幅增长 59.5%; 呷哺呷哺 2018 年开业门店 886 家, 实现营业收入 47.59 亿元, 同比增长 29.18%, 增速略有下滑。

图表 39: 火锅行业龙头企业营收及增长情况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 40: 火锅行业龙头企业已开业的门店数量



来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 6 行业重点个股推荐

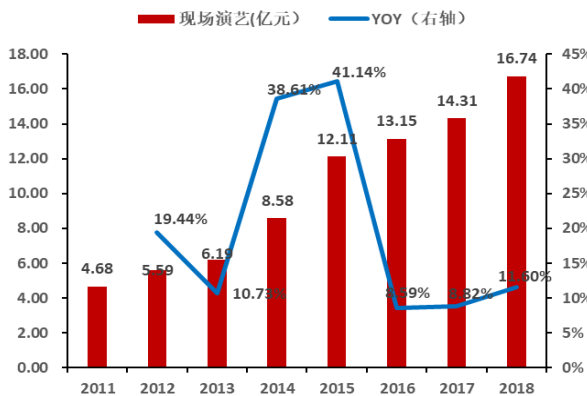
### 6.1 宋城演艺 (300144.SZ): 聚焦演艺主业, 轻重资产储备项目丰富

**核心观点:** 1) 现开园的杭州宋城、三亚宋城、丽江宋城和漓江宋城运营情况良好, 三亚市场增速企稳, 丽江市场逐步复苏, 漓江宋城开业半年已实现盈利; 2) 在建重资产项目 5 个, 轻资产项目 2 个, 今年 6 月 28 日, 张家界千古情有望开园运营, 我们测算对 2019 年的业绩影响约 4500 万左右; 3) 六间房与花椒的重组, 由估值提升带来的投资收益影响约在 4.5 亿元左右。

**估值情况:** 我们预计 2019 年至 2021 年的 EPS 分别为 1.06 元、0.94 元和 1.19 元, 对应当前股价 PE 分别为 19 倍、22 倍和 17 倍。

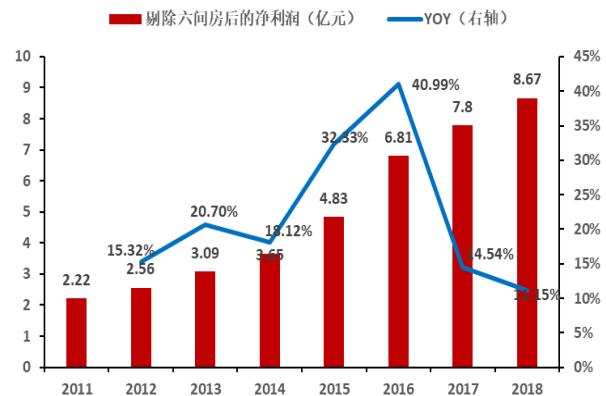
**风险提示:** 项目推进不达预期的风险、突发事件带来旅游限制的风险。

图表 41: 宋城现场演艺业务收入增速企稳



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 42: 剔除六间房后宋城净利润收入增速下滑



来源: 公司公告, 国联证券研究所

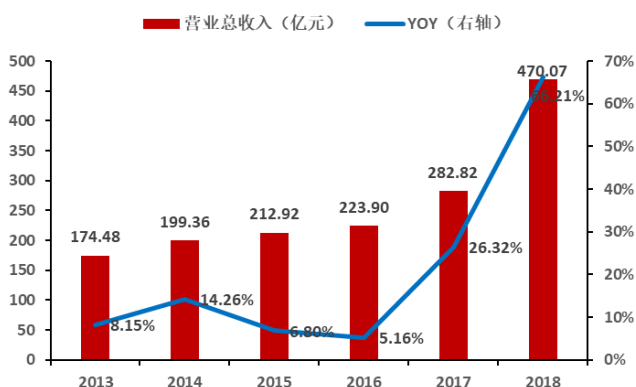
## 6.2 中国国旅 (601888.SH): 离岛免税政策红利释放

**核心观点:** 1) 免税牌照的稀缺性, 国内拥有权限的仅 7 家, 其中日上已经被公司收购, 海免也划转至集团旗下, 目前整合了三家牌照, 规模最大; 2) 去年 12 月份, 海南离岛免税购物限额已经调整到 3 万元, 政策红利的释放在今年有望显现, 一季度, 海南离岛免税商品销售额 42.4 亿元, 同比增加 29.24%; 3) 新增 13 家机场免税店中, 中免中标了 8 家, 分别为白云机场、萧山机场、双流机场、流亭机场、禄口机场、长水机场以及仙桃机场, 目前这 8 家机场的进境免税店已经陆续开业, 其中白云机场、萧山机场和双流机场的出入境人次规模大; 4) 境内北京、大连、青岛、厦门和上海五家市内免税店已经设立, 除了上海其他四家已经开业, 澳门和香港是内免税店也正在建设中, 入境游带来的增量市场可期; 5) 整合集中采购的优势将会通过毛利率的不断提升而显现。

**估值情况:** 我们预计公司 2019 年至 2021 年的 EPS 分别为 2.16 元、2.63 元和 3.12 元, 对应当前股价 PE 分别为 36 倍、30 倍和 25 倍。

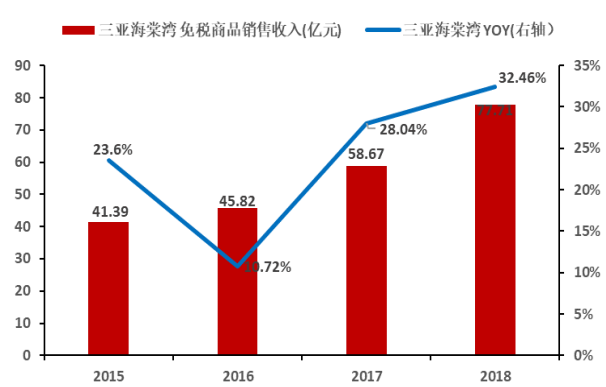
**风险提示:** 宏观经济下行的风险、海南旅客增速不达预期的风险、免税行业政策性风险。

图表 43: 中国国旅营业总收入实现高速增长



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 44: 三亚海棠湾免税销售收入增长提速



来源: 公司公告, 国联证券研究所

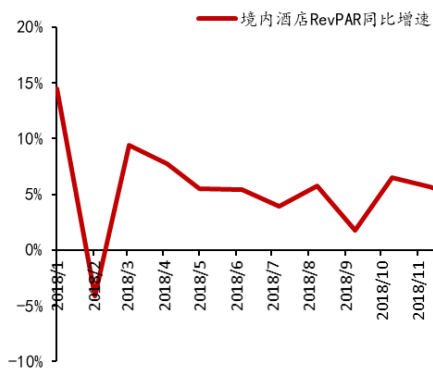
### 6.3 锦江股份 (600754.SH): 结构调整升级持续, 中端盈利能力加强

**核心观点:**1) 中端酒店持续扩张, 截止 2019 年 4 月底, 中端酒店门店数占比达到 35.9%, 客房数占比达到 44.4%; 2) 铂涛和维也纳的盈利能力增强, 2018 年铂涛集团实现营业收入 43.3 亿元, 同比增长 8.73%, 实现归母净利润 4.06 亿元, 同比大幅增长 49.84%, 盈利能力增强; 维也纳实现营业收入 27.23 亿元, 同比增长 20.49%, 实现归母净利润 2.6 亿元, 同比增长 12.47%; 3) 目前估值处于历史底部, 存在估值修复的预期; 4) 商旅出行市场高增支撑需求端, 如果后续宏观经济形势回暖, 公司业绩将会出现大幅反弹。

**估值情况:**我们预计公司 2019 年至 2021 年的 EPS 分别为 1.33 元、1.61 元和 1.87 元, 对应当前股价 PE 分别为 18 倍、15 倍和 13 倍。

**风险提示:** 宏观经济下行的风险、中端酒店拓展不及预期的风险。

图表 45: 锦江股份境内酒店 RevPAR 同比增速



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 46: 锦江股份境外酒店 RevPAR 同比增速



来源: 公司公告, 国联证券研究所

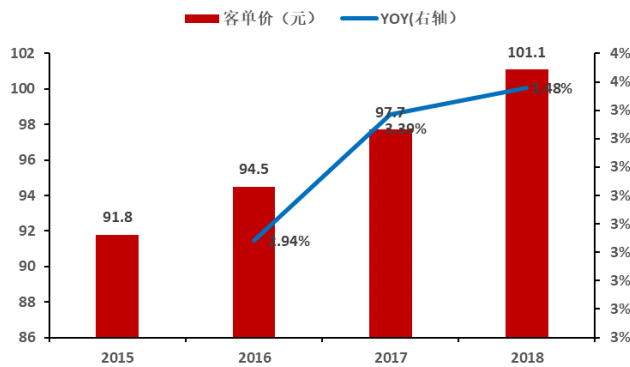
### 6.4 海底捞 (6862.HK): 行业高速发展带来投资机会

**核心观点:**1) 国内火锅市场规模高增, 2018 年市场规模 8700 亿元, 2020 年有望达到万亿级别, 而目前行业竞争分散, 海底捞市占率最高; 2) 采用阿米巴经营模式, 从食材供应、底料加工、装修设计到技术服务, 实现供应链一体化, 提高经营效率, 降低食材成本; 3) 未来持续的门店扩张预期, 截至 2018 年底, 公司门店总数 466 家, 较 2017 年 273 家增长了 70.7%, 未来公司将持续加大对一二三线城市的布局, 提高覆盖密度; 4) 翻台率和客单价均持续提升, 2018 年门店整体翻台率维持在 5.0 次/天, 同时客单价破百元; 5) 收购优鼎优, 布局快餐行业, 目前优鼎优国内门店有 45 家。

**估值情况:**我们预计公司 2019 年至 2021 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.77 元和 0.98 元, 对应当前股价 PE 分别为 52 倍、38 倍和 30 倍。

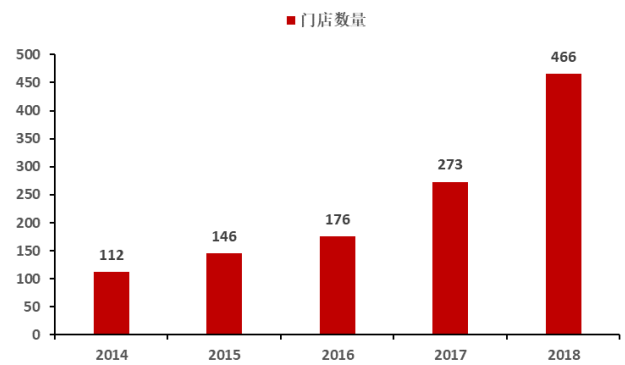
**风险提示:** 食品安全风险、原材料价格上涨的风险、开店速度不及预期的风险。

图表 47: 海底捞客单价稳步提升



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 48: 海底捞门店数量



来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 7 风险提示

- 1) 宏观经济下行风险;
- 2) 个股项目推进不达预期的风险: 宋城演艺异地复制项目终止的风险、锦江股份中端酒店扩张不及预期的风险;
- 3) 突发事件对旅游限制的风险: 政治事件、突发性天气灾害、暴恐等;
- 4) 免税行业风险: 免税牌照放开的风险、市内免税店政策开放不达预期的风险、离岛免税销售增长不达预期的风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-85603281

### 上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210