

旅游经济平稳运行 坚守行业优质个股

——餐饮旅游行业四季度投资策略报告

分析师： 刘瑀

SAC NO: S1150516030001

2019年9月16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

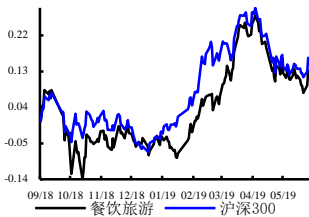
子行业评级

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
锦江酒店	增持
宋城演艺	增持
广州酒家	增持

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 上半年旅游数据平稳增长

根据中国旅游研究院统计情况，上半年国内旅游人数达 30.8 亿人次，比上年同期增长 8.8%；实现旅游收入 2.78 万亿元，同比增长 13.5%。此外，统计显示上半年我国出境旅游稳步增长，入境旅游市场上升趋势进一步稳固；预计入境旅游人数 7269 万人次，国际旅游收入 649 亿美元，均同比增长 5%；上半年全国旅游经济平稳运行。

● 出境游市场增速回暖，二三线城市仍有较大空间

2019 年上半年我国出境旅游人数约 8129 万人次，同比增长 14%，增速略低于去年同期，但降幅有限；出境旅游市场有望延续去年复苏态势。出境主要目的地国家和地区仍主要集中在亚洲市场，欧洲市场亮点频现，预计上半年赴欧洲人数达到 300 万人次，增长 7.4%。2019 年上半年，北京市出国旅游达到 198.6 万人次，同比减少 15.5%。19 年 1-7 月上海市出国游人次达到 254.5 万人次，同比减少 8.15%，一线城市出国游市场继续呈现下滑态势。

● 上半年离岛免税表现强劲，市内免税店陆续开业

2019 年上半年海南离岛免税销售保持强劲增势。根据海口海关 7 月 12 日通报，上半年海关共监管免税品销售 893.65 万件、销售金额 65.82 亿元，同比分别增长 27.54%和 26.56%。离境免税方面，中国国旅于 2019 年 3 月中国国旅发布公告，旗下子公司中免确定成为北京大兴国际机场国际区免税业务中标人。此外，公司陆续在青岛、厦门、大连、北京和上海恢复运营市内免税店，机场和市内免税店齐头并进，有望实现公司免税业务相互补充，协同发展。

● 上半年酒店数据增速下滑，中端酒店扩张仍是趋势

星级酒店方面，上海地区星级酒店 RevPAR 在 19 年有明显下滑，五星级酒店 5-7 月 RevPAR 分别为 704.15 元、675.65 元、614.82 元，分别同比变化 0.29%、-5.04%、-3.48%；四经济酒店 RevPAR 分别为 393.22 元、358.2 元、349.09 元，分别同比变化 1.31%、-6.82%、-3.44%，三星级酒店 RevPAR 分别为 208.92 元、190.31 元、196.68 元，分别同比减少 16.56%、22.8%、22.22%。有限服务酒店方面，主要酒店龙头华住、如家和锦江 19 年上半年 RevPAR 呈现下滑趋势，虽然得益于中高端酒店占比提升，平均房价有所上升，但平均出租率下降仍然有一定影响。

● 投资建议

整体来看，目前板块整体估值仍然合理，作为朝阳行业发展空间依然广阔，长期向好的逻辑并未改变，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)、锦江股份(600754)、宋城演艺(300144)以及广州酒家(603043)。

● 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. 旅游数据平稳增长	5
1.1 上半年国内旅游人次 30.8 亿人次	5
1.2 景区短期仍将受门票降价预期影响	6
2. 出境游增速回暖，一线城市接近饱和	6
2.1 一线城市增速放缓，二三线城市仍有较大空间	7
2.2 上半年国际航线客运量同比增长 16.59%	8
3. 上半年离岛免税表现强劲，市内免税店陆续开业	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 出境免税店出台招标新政，规范竞争利好行业龙头	9
3.3 机场和市内店齐头并进，中国国旅延续自身龙头优势	10
3.3 上半年海南免税表现强劲，政策长期助力离岛免税发展	11
3.4 海免股权划转落地，中免将建海口免税城	12
4. 上半年酒店数据增速下滑，中端酒店扩张仍是趋势	14
4.1 今年上半年星级酒店 RevPAR 增速放缓	14
4.2 受宏观经济影响，有限服务酒店数据下滑	15
4.3 经济型酒店步入成熟期，中端酒店崛起	16
4.4 行业结构调整助力企业经营持续改善	17
5. 行业涨跌幅位于前列，估值仍处于较低位置	18
6. 投资建议	19
7. 风险提示	20

图 目 录

图 1: 2016H1-2019H1 国内旅游人数 (亿人次) 及增速	5
图 2: 2008-2018 年中国出境游人数和增速	7
图 3: 2018 年出境游目的地数据	7
图 4: 近期北京市出国游情况 (万人)	7
图 5: 近期上海市出国游情况 (万人)	7
图 6: 近期浙江省出国游情况 (万人)	7
图 7: 国际航线民航客运量 (百万人)	8
图 8: 海南离岛免税销售额及同比变动情况 (单位: 亿元)	11
图 9: 国旅和海免划转前股权情况	13
图 10: 国旅和海免划转后股权情况	13
图 11: 海南离岛免税销售额及同比变动情况 (单位: 亿元)	13
图 12: 2018 年上海星级酒店 RevPar 同比增幅情况	14
图 13: 如家近年来 RevPAR 变动趋势	15
图 14: 华住近年来 RevPAR 变动趋势	15
图 15: 锦江股份国内酒店 RevPAR 和变化趋势	15
图 16: 锦江股份国内酒店平均房价 (元) 和增速	16
图 17: 锦江股份国内酒店平均出租率变化趋势	16
图 18: 我国有限服务酒店发展状况	16
图 19: 2013-2016 年中端酒店数量持续增长	17
图 20: 中端酒店在有限服务酒店市场的比例逐年提升	17
图 21: 2018 十大中端酒店品牌市占率	18
图 22: 行业年初至今涨跌排行	19

表 目 录

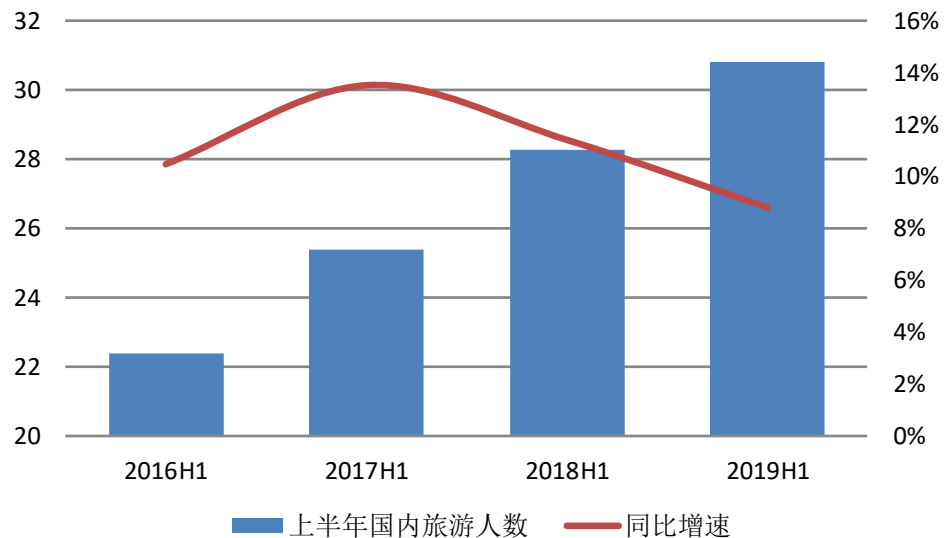
表 1: 2019 年主要假期旅游数据情况	5
表 2: 已经进行门票降价的主要景区	6
表 3: 进口商品税率汇总	9
表 4: 《口岸出境免税店管理暂行办法》主要内容汇总	9
表 5: 中国国旅近年来机场布局情况	10
表 6: 中国国旅近年来市内免税店布局情况	10
表 7: 海南离岛免税政策调整情况	11
表 8: 海南新开市内免税店情况	12
表 9: 海口免税城规划内容	14
表 10: 2018 年中国经济型连锁酒店品牌规模 10 强	17

1. 旅游数据平稳增长

1.1 上半年国内旅游人次 30.8 亿人次

根据中国旅游研究院统计情况，预计上半年国内旅游人数达 30.8 亿人次，比上年同期增长 8.8%；实现旅游收入 2.78 万亿元，同比增长 13.5%。此外，统计显示上半年我国出境旅游稳步增长，入境旅游市场上升趋势进一步稳固；预计入境旅游人数 7269 万人次，国际旅游收入 649 亿美元，均同比增长 5%；出境旅游人数约 8129 万人次，同比增长 14%，上半年全国旅游经济平稳运行。

图 1: 2016H1-2019H1 国内旅游人数（亿人次）及增速



资料来源：文化和旅游部，渤海证券

节假日数据方面，春节假期接待游客 4.15 亿人次，同比增长 7.6%，清明假期共接待游客 1.12 亿人次，同比增长 10.9%，五一假期共接待游客 1.95 亿人次，同比增长 13.7%，端午假期接待游客 9597.8 万人次，同比增长 7.7%，中秋假期接待人数 1.05 亿人次，同比增长 7.6%；实现旅游收入分别同比增长 8.2%、13.7%、16.1%、8.6%、8.7%。国内文化和旅游市场潜力不断释放，大众出游热情持续高涨，行业整体向好趋势并未改变。

表 1: 2019 年主要假期旅游数据情况

假期	接待游客数量 (亿人次)			实现旅游收入 (亿元)		
	2019 年	2018 年	同比变化	2019 年	2018 年	同比变化
春节	4.15	3.86	7.6%	5139	4750	8.2%
清明	1.12	1.01	10.9%	478.9	421	13.7%
五一	1.95	1.47	13.7%	1176.7	871.6	16.1%

端午	0.96	0.89	7.7%	393.3	337	8.6%
中秋	1.05	0.98	7.6%	472.8	435	8.7%

资料来源：公开资料，渤海证券

1.2 景区短期仍将受门票降价预期影响

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

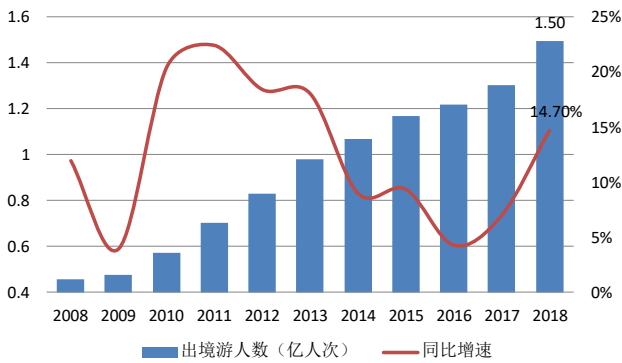
景区	原票价	降价后票价
黄山景区	旺季 230 元/人	旺季 190 元/人
乌镇	东栅景区门票价格 120 元/人 东西栅联票价格 200 元/人	东栅景区门票价格 110 元/人 东西栅联票价格 190 元/人
峨眉山景区	旺季 185 元/人	旺季 160 元/人
泰山景区	240 元/人	115 元/人且三日内有效
扬州瘦西湖	150 元/人	100 元/人
华山景区	旺季 180 元/人	旺季 160 元/人
黄鹤楼景区	80 元/人	60 元/人

资料来源：公开资料，渤海证券

2. 出境游增速回暖，一线城市接近饱和

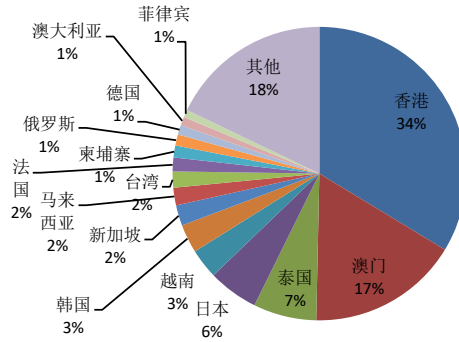
2018年中国公民出境旅游人数为14972万人次，比上年同期增长14.7%，增速为近5年最高。出境游目的地方面，港澳台仍是国人出境游的主要目的地，共占18年出境游总人次的43%（香港5104万人次，澳门2526万人次，台湾270万人次）。出国游方面泰国（1054万人次）、日本（838万人次）等短线游仍是国人出国旅游的重要选择。此外，俄罗斯（185万人次，同增21.1%）等欧洲新兴目的地也有望成为出境游市场的增长点。

图 2：2008-2018 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 3：2018 年出境游目的地数据



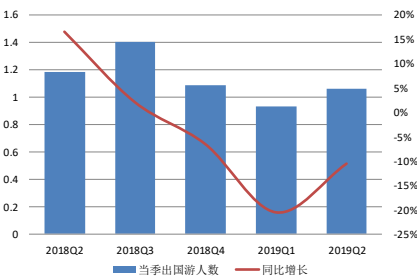
资料来源：各国旅游局和统计局，渤海证券

2019 年上半年我国出境旅游人数约 8129 万人次，同比增长 14%，增速略低于去年同期，但降幅有限；出境旅游市场有望延续去年复苏态势。出境主要目的地国家和地区仍主要集中在亚洲市场，欧洲市场亮点频现，预计上半年赴欧洲人数达到 300 万人次，增长 7.4%。

2.1 一线城市增速放缓，二三线城市仍有较大空间

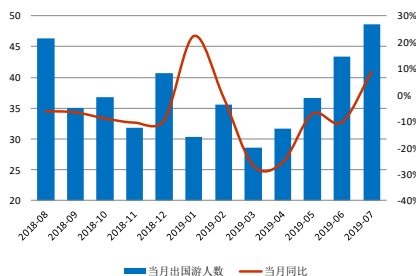
2019 年上半年，北京市出国旅游达 198.6 万人次，同比减少 15.5%。19 年 1-7 月上海市出国游人次达到 254.5 万人次，同比减少 8.15%，一线城市出国游市场继续呈现下滑态势，我们认为一方面受经济环境下行影响，另一方面一线城市出境旅游市场趋近饱和，增长空间有限。此外，浙江省前七月出国游人次达到 163.9 万人次，与去年基本持平，其中五个月出国游客数量都实现增长。可以看出，二线城市出国游增长情况要优于一线，未来有望接棒一线城市带动出国游市场继续增长。

图 4：近期北京市出国游情况（万人）



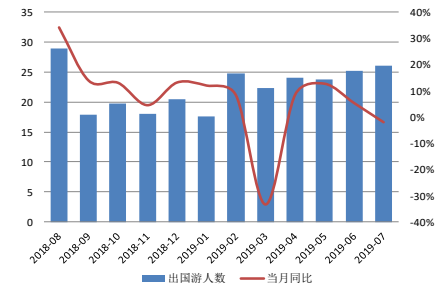
资料来源：北京市统计局，渤海证券

图 5：近期上海市出国游情况（万人）



资料来源：上海市旅委，渤海证券

图 6：近期浙江省出国游情况（万人）

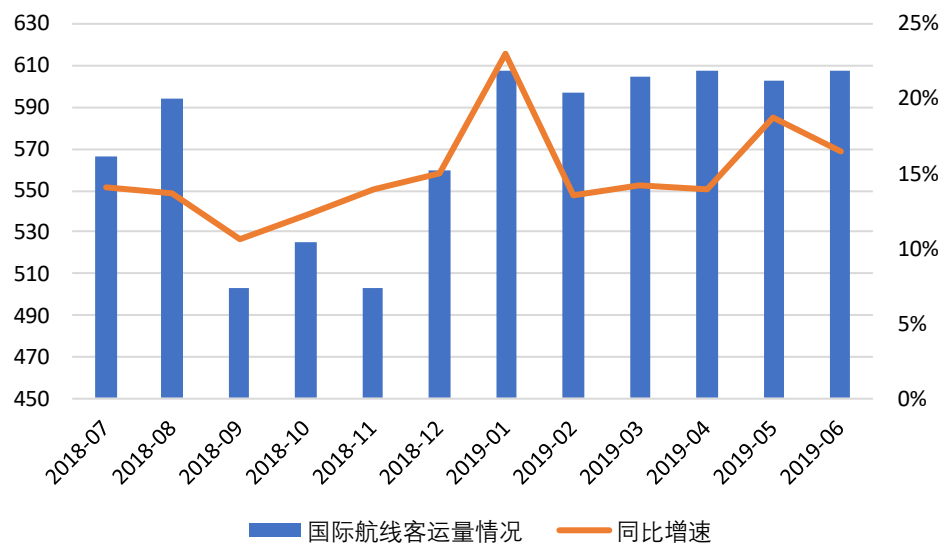


资料来源：浙江省旅游局，渤海证券

2.2 上半年国际航线客运量同比增长 16.59%

国际航线方面，今年上半年我国国际航线民航客运量达到了 3,628.60 万人次，较去年同期增长了 16.59%。其中，仅 1 月受春节假期错位影响同比增速最高，达到 20%以上；但其他 5 个月增速均低于去年同期，我们认为受到宏观经济增长承压的影响。

图 7: 国际航线民航客运量 (百万人)



资料来源: Wind, 渤海证券

3. 上半年离岛免税表现强劲，市内免税店陆续开业

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 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

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 出境免税店出台招标新政, 规范竞争利好行业龙头

2019 年 7 月 3 日, 财政部等五部门发布了《口岸出境免税店管理暂行办法》, 对出境免税招标进行了进一步的规范管理, 取消了对出境免税店竞标方的地域限制, 同时规范了租金和提成比例, 避免在招标时片面追求价高者得的情况。此次新办法的发布打破了国旅在出境免税市场的垄断地位, 但也有助于避免未来行业竞争环境的恶化, 对于整体实力雄厚的龙头企业仍然存在一定利好。

表 4: 《口岸出境免税店管理暂行办法》主要内容汇总

招标内容	主要变化
竞标开放条件	除国务院另有规定外, 对原经国务院批准具有免税品经营资质, 且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业 (暨中免、日上、朱免、深免、中出服), 并由免税品经营资质的企业绝对控股。
租金情况	合理规范口岸出境免税店租金比例和提成水平, 避免片面追求“价高者得”。租金单价原则上不得高于国内厅含税零售商业租金平均单价的 1.5 倍; 销售提成不得高于国内厅含税零售商业平均提成比例的 1.2 倍。
招标标准	财务指标在评标中占比不得超过 50%。技术指标在评标中占比不得低于 50%。技术指标分值中, 店铺布局和设计规划占比 20%; 品牌招商占比 30%; 运营计划占比 20%; 市场营销及客户服务占比 30%。品牌招商分值中, 烟酒占比不得超过 50%。
经营期限	经营期限不超过 10 年

资料来源: 公开资料, 公司公告, 渤海证券

3.3 机场和市内店齐头并进，中国国旅延续自身龙头优势

中国国旅于 2019 年 3 月发布公告，旗下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 5: 中国国旅近年来机场布局情况

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

除机场免税店外，国旅在市内免税店也有所斩获。今年公司陆续在青岛、厦门、大连、北京和上海恢复运营市内免税店，并在香港新开设了市内免税店。市内免税店的恢复设立，有助于中免集团旗下的免税业务相互补充，协同发展。目前，市内免税店仅向即将离境的境外游客提供“店内购买，口岸提货”的服务，国人市内免税店政策仍有诸多限制，但公司也在积极争取中。未来，如果市内免税店能为国人提供服务将有望为公司带来新的业绩增长点。

表 6: 中国国旅近年来市内免税店布局情况

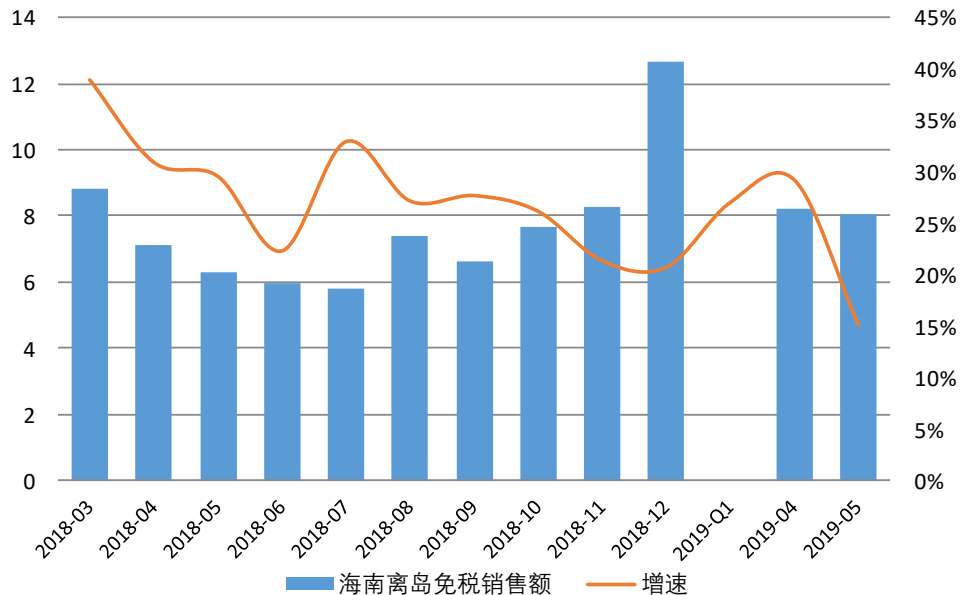
免税店位置	开业时间	免税经营情况	位置
青岛	2019 年 8 月	首期开业面积 355 平米	市北区 CBD 核心区卓越大融城购物中心一层
厦门	2019 年 8 月	初期营业面积 331 平米	思明南路中华城购物中心南区一层
大连	2019 年 8 月	开业面积 500 余平方米	朝阳公园路 6 号蓝色港湾购物中心 17 号楼
北京	2019 年 5 月	开业面积 513 平方米	大连市沙河口区新星·星海中心
上海	2019 年 8 月	营业面积 874.4 平方米	浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅
香港	2019 年 8 月	超过 1000 平方米	香港大屿山东涌达东路的东荟城

资料来源：公开资料，公司公告，渤海证券

3.3 上半年海南免税表现强劲，政策长期助力离岛免税发展

2019年上半年海南离岛免税销售保持强劲增势。根据海口海关7月12日通报，上半年海关共监管免税品销售893.65万件、销售金额65.82亿元，同比分别增长27.54%和26.56%；购买旅客169.79万人次，同比增长15.98%。其中，4月销售额8.23亿元，同比增长15.13%；5月销售额8.05亿元，同比增长24.3%。整体上看，离岛免税在延续了去年高速增长的趋势。

图8：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，一方面对于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
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 8: 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，中免将建海口免税城

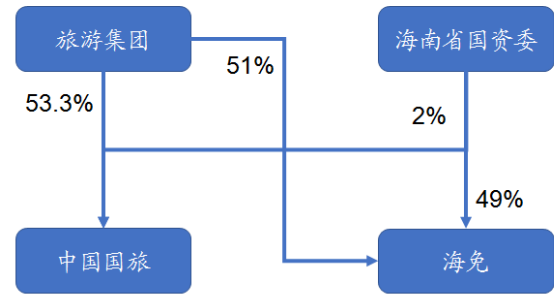
中国国旅于 2 月发布公告，公司控股股东中国旅游集团与海南省国资委关于国有股权无偿划转完成过户登记。本次股权划转完成后，旅游集团仍将持有公司 53.30% 的股份，海南省国资委持有公司 2.00% 股权；旅游集团持有海免公司 51% 股权，并开始启动注入上市公司程序。

图 9: 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 10: 国旅和海免划转后股权情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

7月16日, 中国国旅发布公告称, 其旗下全资子公司国旅投资拟投资 128.6 亿元用于海口市国际免税城项目建设, 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、餐饮住宿等多元素的复合型旅游零售综合体。海口市国际免税城位于海南省琼北综合经济区与西海岸城市副中心, 是海南省经济发展的核心区域、港口离岛游客必经之路。

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

一期项目包含免税商业综合体、公寓和住宅, 有望在 2020 年投入使用。长期来看, 海口免税城位于省会海口市, 并完善了对港口离岛游客的覆盖, 在投入运营后具备较大成长潜力, 有望成为公司离岛免税业务新的增长点。

表 9: 海口免税城规划内容

开发分期	宗地座落	土地用途	容积率	面积	出让期限	成交金额 (万元)
第一期	地块二	商业用地	≤2.5	16561	40 年	7872
	地块三	人才公寓	≤2.8	28632	70 年	19825
	地块五	免税和商业	≤2.26	88566	40 年	41203
第二期	地块一	办公用	≤2.5	31175	40 年	14784
	地块四	酒店	≤2.8	21256	40 年	11074
	地块六	商业用地	≤1.7	137324	40 年	61167

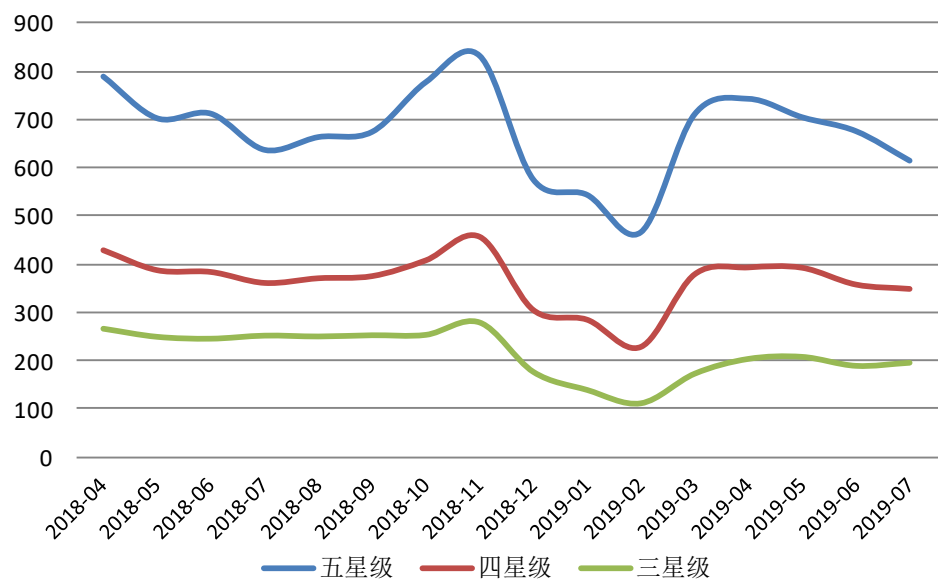
资料来源: 公司公告, 渤海证券

4.上半年酒店数据增速下滑, 中端酒店扩张仍是趋势

4.1 今年上半年星级酒店 RevPAR 增速放缓

上海地区星级酒店 RevPAR 在 19 年有明显下滑, 五星级酒店 5-7 月 RevPAR 分别为 704.15 元、675.65 元、614.82 元, 分别同比变化 0.29%、-5.04%、-3.48%; 四经济酒店 RevPAR 分别为 393.22 元、358.2 元、349.09 元, 分别同比变化 1.31%、-6.82%、-3.44%, 三星级酒店 RevPAR 分别为 208.92 元、190.31 元、196.68 元, 分别同比减少 16.56%、22.8%、22.22%。

图 12: 2019 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 受宏观经济影响，有限服务酒店数据下滑

有限服务酒店方面，主要酒店龙头华住、如家和锦江 19 年上半年 RevPAR 呈现下滑趋势，虽然得益于中高端酒店占比提升，平均房价有所上升，但平均出租率下降仍然有一定影响。如家 2019 年前二季度 RevPAR 分别为 137 元、162 元，同比减少 0.5%和 1.5%。华住 2019 年前二季度的 RevPAR 分别为 178 元、206 元，同比增长 2.89%和 1.48%。

图 13: 如家近年来 RevPAR 变动趋势

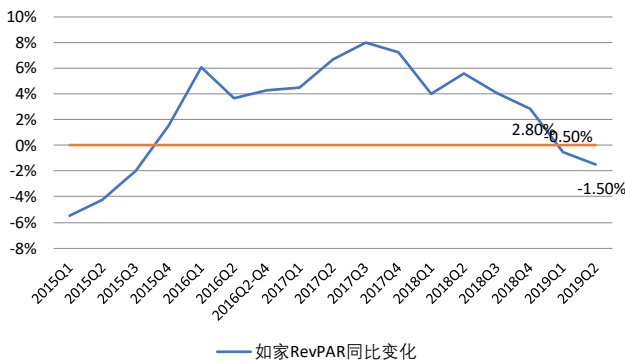
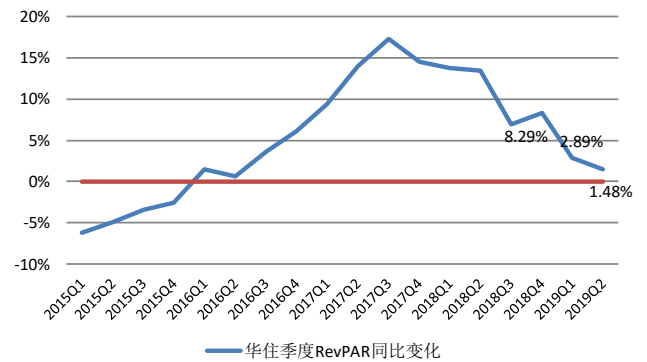


图 14: 华住近年来 RevPAR 变动趋势

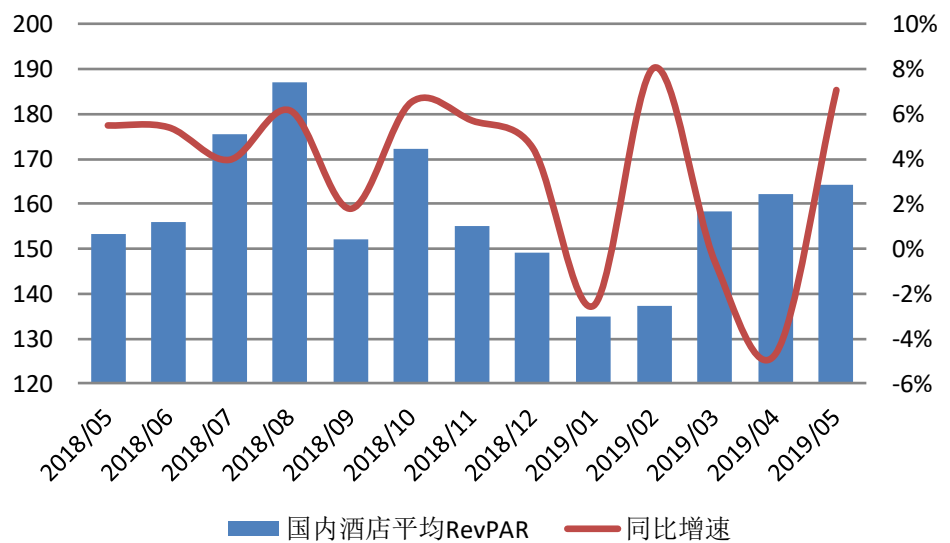


资料来源: Wind, 渤海证券

资料来源: Wind, 渤海证券

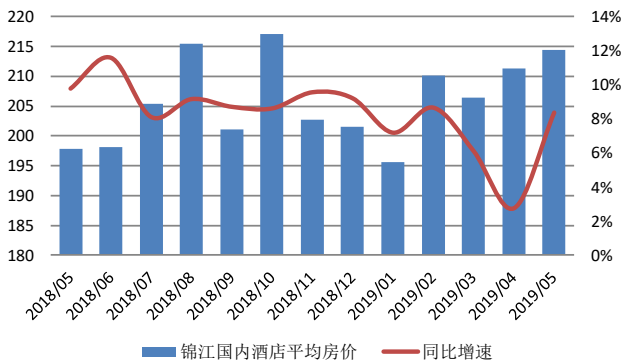
锦江 19 年 3-5 月 RevPAR 为 158.29 元、162.05 元、164.1 元，分别同比变化 -0.59%、-4.67、7.06%，出租率均低于去年同期。整体来看，三家龙头企业今年以来数据均有一定程度下滑。

图 15: 锦江股份国内酒店 RevPAR 和变化趋势



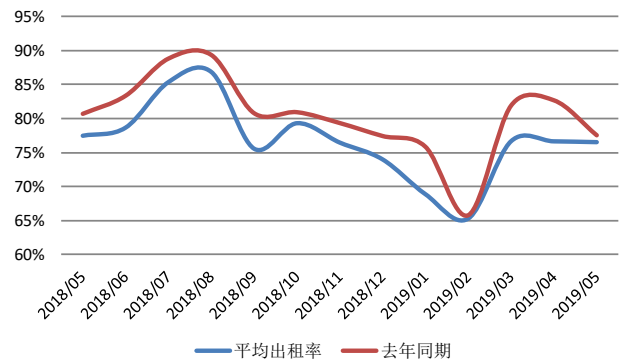
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 16: 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 17: 锦江股份国内酒店平均出租率变化趋势

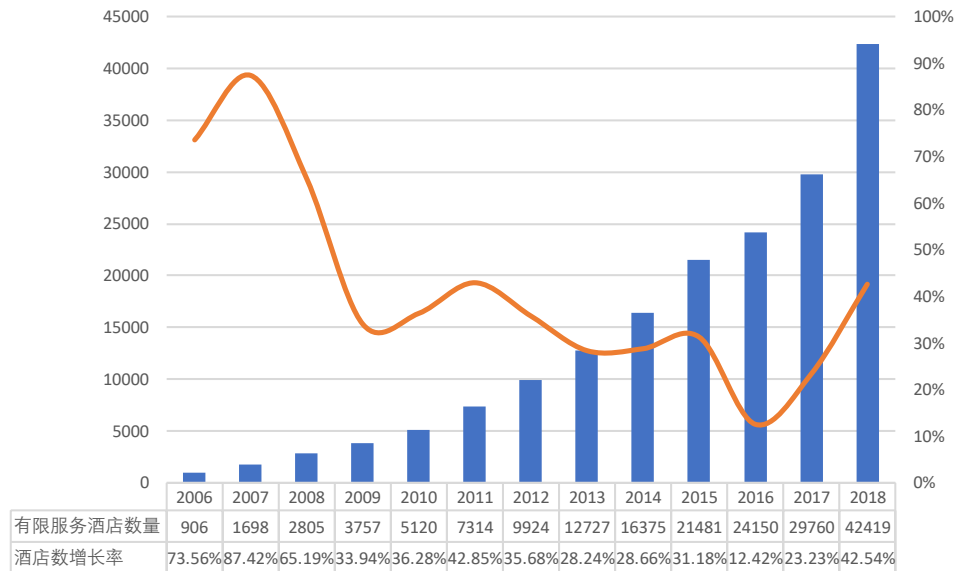


资料来源: 公司公告, 渤海证券

4.3 经济型酒店步入成熟期, 中端酒店崛起

截至 2018 年底, 我国有限服务酒店总数已经达到 42419 家, 同比增长 42.54%, 客房总数 3054186 间, 同比增长 28.24。而 10 年前, 有限服务酒店数量仅为 2805 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, 行业格局逐步稳定。

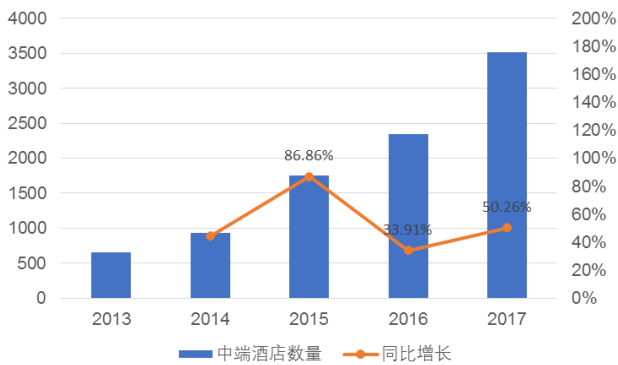
图 18: 我国有限服务酒店发展状况



资料来源: 中国饭店协会, 渤海证券

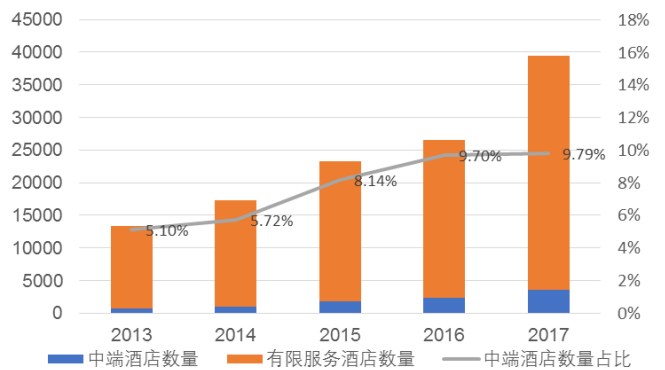
与此同时, 有限服务酒店行业内部结构开始悄然发生转变。截至 2018 年底, 在有限服务酒店中, 中端酒店共 6036 家, 同比增长 71.53%, 远远超过同年有限服务酒店增速。经济型酒店的增速放缓叠加中端酒店发展驶入快车道, 使得中端酒店占有限服务酒店市场比例逐年提高, 至 2018 年达到 14.23%。

图 19: 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 20: 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 行业结构调整助力企业经营持续改善

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 9.96%、9.12%和 8.32%。2018 年中国经济型连锁酒店品牌规模前 10 强的市占率达到 52.42%，行业集中程度有所下滑。我们认为由于部分龙头酒店对品牌进行升级，使得经济型酒店在自身占比下降，从而导致整体集中度下降。

表 10: 2018 年中国经济型连锁酒店品牌规模 10 强

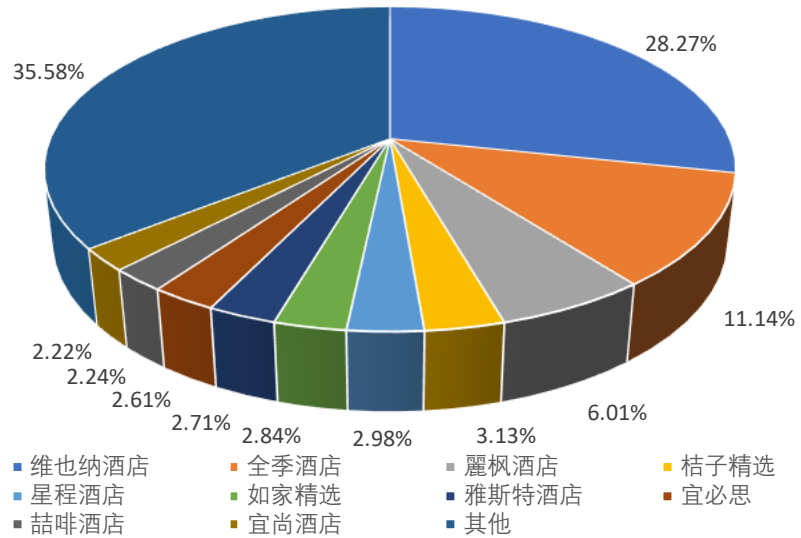
排名	品牌名称	控股集团	门店数	客房数	市占率
1	如家酒店	首旅如家酒店集团	2253	233226	9.64%
2	汉庭酒店	华住酒店集团	2283	220646	9.12%
3	7 天酒店	锦江国际酒店集团	2326	201432	8.32%
4	格林豪泰	格林豪泰酒店集团	1881	162844	6.73%
5	锦江之星	锦江国际酒店集团	1088	129113	5.34%
6	尚客优	尚美生活集团	1621	85489	3.53%
7	都市 118	都市酒店集团	1392	83420	3.45%
8	城市便捷	东呈国际集团	887	75935	3.14%
9	莫泰酒店	首旅如家酒店集团	339	39579	1.64%
10	99 连锁酒店	恭胜酒店集团	773	36574	1.51%

资料来源: 盈蝶咨询, 渤海证券

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 2018 年底，中端酒店共 6036 家，同比增长 71.53%，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 64.42%，行业集中度远超经济型连锁酒店。但是由于中端酒店在我国的发展刚刚起步，数量十分有限，未来仍有较大增长空间。

图 21: 2018 十大中端酒店品牌市占率



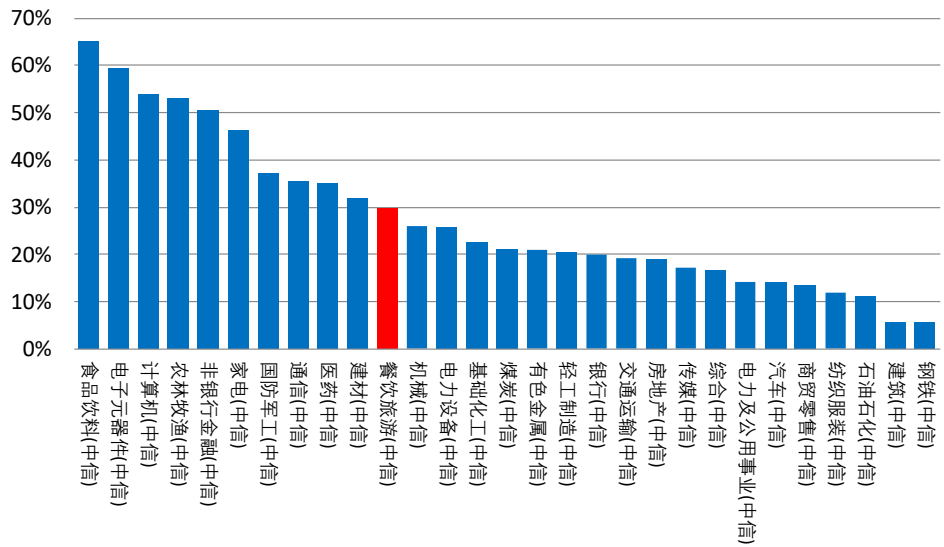
资料来源: 盈碟资讯, 渤海证券

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.行业涨跌幅位于前列，估值仍于处较低位置

今年以来（截至到 2019 年 9 月 16 日），餐饮旅游板块整体上涨 29.66%，沪深 300 指数上涨 31.46%，行业跑输沪深 300 指数 1.8 个百分点，位列中信 29 个一级行业中上游。子板块中，景区上涨 15.79%，旅行社上涨 46.30%，餐饮上涨 8.09%，酒店上涨 12.29%。

图 22: 行业年初至今涨跌排行



资料来源: Wind, 渤海证券

个股方面, 中国国旅、西安旅游和大连圣亚涨幅居前, 腾邦国际、大东海 A 和三特索道跌幅居前。

表 11: 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 (%)
中国国旅	55.07%	腾邦国际	-29.31%
西安旅游	53.67%	大东海 A	-25.97%
大连圣亚	47.79%	三特索道	-14.05%

资料来源: Wind, 渤海证券

6. 投资建议

整体来看, 目前板块整体估值仍然合理, 作为朝阳行业发展空间依然广阔, 长期向好的逻辑并未改变, 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)、锦江股份 (600754)、宋城演艺 (300144) 以及广州酒家 (603043)。

7.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