

行业增长进入低速区间，龙头贡献加大

休闲服务行业

投资建议： 中性

上次建议： 中性

投资要点：

► **行业增长进入低速区间。**2019年上半年全行业实现营业收入659.7亿元，同比增长5.28%，增速较去年同期下降了22.2pct。从细分板块和个股的情况来看，剔除掉中国国旅后的旅游综合板块收入负增长，酒店板块和景区板块收入增速均连续三年回落。利润端，由于上半年非经常性损益贡献占比加大，扣除非经常性损益后的归母净利润为46.3亿元，同比增长6.02%，增速放缓。行业收入和利润进入低速增长区间。

► **国内旅游人次增速放缓，出境游冰火两重天。**根据中国旅游研究院数据，2019年上半年预计国内旅游人数30.8亿人次，同比增长8.8%，同比增速创下近9年来新低。但是人均花费上有所提升，上半年国内旅游收入2.78万亿元，同比增长13.5%，较去年同期上升1个百分点。上半年出境旅游人数约8129万人次，同比增长14%，增速延续了去年强劲的反弹态势。从目的地选择上来看，赴日游客人数558.3万人次，同比增长13.12%；赴泰游客人数565万，同比减少4.73%；香港受暴力示威冲击的影响、台湾受自由行签证暂停的影响，下半年增长受限。

► **免税行业高歌猛进。**据海口海关初步统计，2019年上半年，海关共监管三亚、海口、琼海四家离岛免税店销售免税品893.65万件、销售金额65.82亿元、购买旅客169.79万人次，较去年同期相比分别增长27.54%、26.56%和15.98%。其中三亚海棠湾免税购物中心实现免税业务收入51.81亿元，同比增长28.5%。

► **酒店中端发展方向不改。**今年上半年受到宏观经济增长放缓以及经济型酒店升级改造的影响，出租率下滑的态势持续，RevPAR增速放缓。目前酒店板块我们认为进入供给放缓的阶段，首先住宿业和餐饮业固定资产投资完成额在2018年2季度以后同比出现大幅持续性的下滑，其次连锁酒店以及签约酒店的数量均出现增长放缓，这些数据在印证我们的看法，供给趋缓对目前出租率下滑的态势具有相对支撑作用。此外，行业中端发展方向不改，一线城市未来将持续以升级改造为主，二三线城市以新增为主。

► **景区门票价格未来或再下调。**近期国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，《意见》提出了9项激发文化和旅游消费潜力的政策举措，其中第一条就指出要推出消费惠民措施，继续推动国有景区门票降价，因此未来景区门票的价格仍有下调的可能，景区类的上市公司面临门票降价和索道限价的双重影响，业绩增长承压。

► **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：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。

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：jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《上半年全行业实现营收 659.7 亿元，增速放缓》
- 2、《半年报陆续公布，行业增长或将进入低速区间》
- 3、《中青旅发布半年报，景区客单价稳增》
《休闲服务》

正文目录

1.	行业增长进入低速区间	4
1.1	非经常性损益贡献加大	4
1.2	增长深度捆绑龙头	5
2	国内旅游人次增速放缓	6
2.1	出境游市场冰火两重天	7
2.2	突发事件影响港澳台下半年旅游市场	8
3	旅游综合板块：个股波动影响较大	9
3.1	剔除国旅后收入和利润下滑	10
3.2	免税行业高歌猛进	11
4	酒店板块：中端发展方向不改	13
5	景区：门票降价和索道限价影响持续	15
5.1	政策带来业绩增长承压	15
5.2	上市景区上半年数据更新	16
6	重点标的推荐	18
7	风险提示	18

图表目录

图表 1:	全行业营业总收入增速下滑	4
图表 2:	全行业归母净利润同比增长 21.19%	4
图表 3:	扣除非经常性损益后的归母净利润增速放缓	4
图表 4:	毛利率净利率稳步提升	5
图表 5:	销售费用大幅上涨	5
图表 6:	剔除中国国旅后上半年营收增长仅为 1.9%	6
图表 7:	剔除中国国旅后的归母净利润负增长	6
图表 8:	上半年国内旅游人数达 30.8 亿人次	6
图表 9:	上半年国内旅游总收入 2.78 万亿元	6
图表 10:	上半年出境游人数达 8129 万人次	7
图表 11:	上半年大陆赴日游客人数 558.3 万人次	7
图表 12:	上半年大陆赴泰游客人数下滑	7
图表 13:	上半年内地赴台游客人数同比增长 29.95%	8
图表 14:	上半年内地赴澳游客人数同比增长 21.7%	8
图表 15:	上半年内地赴港游客人数同比增长 12.97%	9
图表 16:	旅游综合板块收入增速下滑	10
图表 17:	旅游综合板块归母净利润波动较大	10
图表 18:	旅游综合板块毛利率和净利率	10
图表 19:	旅游综合板块期间费用情况	10
图表 20:	上半年离岛免税销售额同比增长 26.56%	11
图表 21:	上半年离岛免税购物人次同比增长 15.98%	11
图表 22:	上半年三亚海棠湾免税商品销售收入达 51.81 亿元	11
图表 23:	上半年中国国旅实现营业收入 243.44 亿元	12
图表 24:	上半年归母净利润达 30.95 亿元	12
图表 25:	酒店板块上半年实现营业收入 158.2 亿元	13
图表 26:	酒店板块上半年归母净利润同比增长 19.7%	13
图表 27:	国内三大酒店集团数据对比（截至 2019 年 6 月 30 日）	14
图表 28:	2018 年中国各等级酒店房间数增长率	14

图表 29: 2016-2018 年签约酒店城市分布	14
图表 30: 2018 年各级城市新建酒店与翻新改造占比	15
图表 31: 2016-2018 年签约酒店城市分布	15
图表 32: 景区板块上半年实现营业收入 39.1 亿元	16
图表 33: 景区板块上半年归母净利润同比增长 8.13%	16
图表 34: 景区板块毛利率净利率持续上行	16
图表 35: 景区板块期间费用控制效果显著	16
图表 36: 上市自然风景区客流量数据更新	17
图表 37: 上半年乌镇客流人次同比减少 0.79%	17
图表 38: 上半年古北水镇客流人次同比减少 8.81%	17
图表 39: 重点标的推荐	18

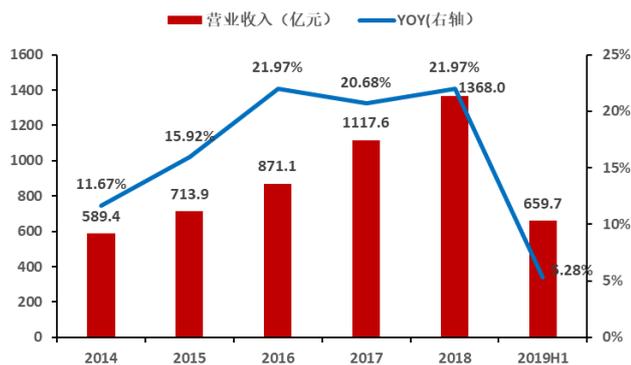
1. 行业增长进入低速区间

1.1 非经常性损益贡献加大

营业收入增速下滑。2019年上半年全行业实现营业收入659.7亿元，同比增长5.28%，增速较去年上半年同期下降了22.2pct。从细分板块和个股的情况来看，剔除掉中国国旅后的旅游综合板块收入负增长，酒店板块和景区板块收入增速均连续三年持续回落。个股层面全行业31家上市公司，18家收入实现正增长，其中仅有7家较去年同期增速超过10%，广州酒家上半年实现营业收入9.51亿元，同比增长20.22%，位于首位。13家上市公司收入负增长，腾邦国际、云南旅游和全聚德下滑幅度较大。

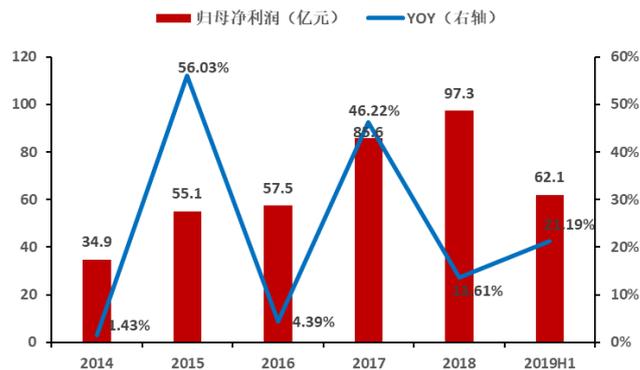
扣非后归母净利润增速放缓。2019年上半年，全行业实现归母净利润62.1亿元，同比增长21.19%，增速不降反增，主要是由于上半年非经常性损益贡献占比加大。扣除非经常性损益后的归母净利润为46.3亿元，同比增长速度仅为6.02%，下降的幅度明显。

图表 1: 全行业营业总收入增速下滑



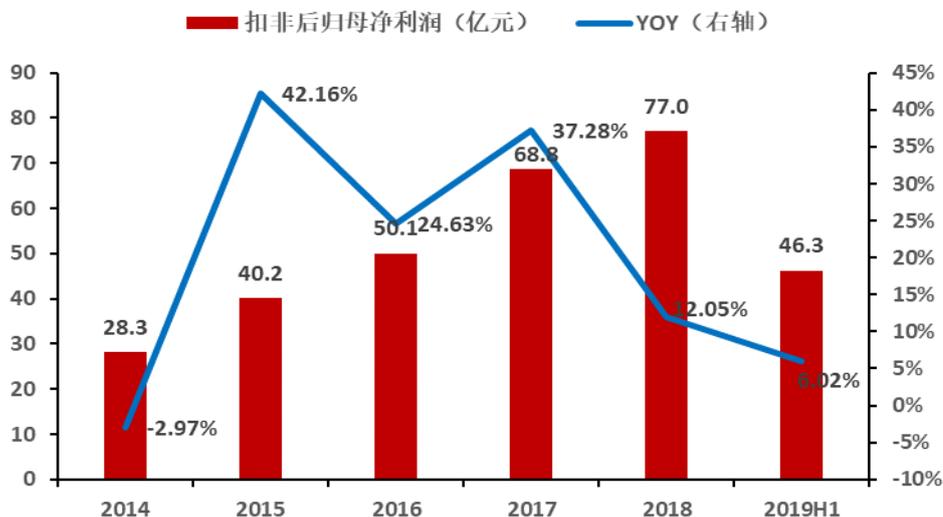
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 全行业归母净利润同比增长 21.19%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: 扣除非经常性损益后的归母净利润增速放缓



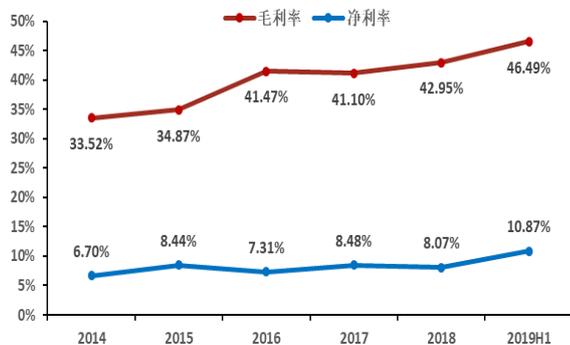
来源: Wind, 国联证券研究所

非经常性损益贡献占比加大。上半年全行业公司的非经常性损益合计达 15.8 亿元,其中中国国旅、锦江股份和宋城演艺的非经常性损益数额较大,分别为 7.8 亿元、2.1 亿元和 1.7 亿元。中国国旅上半年处置非流动资产获得收益 9.05 亿元,主要是剥离国旅总社带来的投资收益;锦江股份上半年交易性金融资产的公允价值变动收益和出售北京银行股票取得的投资收益近 2 亿元,较去年同期大幅增长;宋城演艺上半年顺利完成六间房和花椒平台的重组,带来投资收益贡献约 1.5 亿元。

毛利率、净利率创近年新高。2019H1 全行业实现毛利率 46.69%,较 2018 年全年有较 3.5 个百分点的提升,我们认为带来毛利率大幅提升的原因有以下几点:首先是高毛利业务收入占比的提升,尤其是免税行业的中国国旅,免税商品销售毛利率高达 50%以上;其次旅行社业务规模的萎缩,旅行社业务毛利率较低,从上半年上市公司的业务拆分情况来看,众信旅游、凯撒旅游、腾邦国际、云南旅游以及中青旅旗下的旅行社业务,增速放缓甚至出现负增长。上半年实现净利率 10.87%,较 2018 年提升 2.8 个百分点,主要是由于本期非经常性损益大幅增长所致。

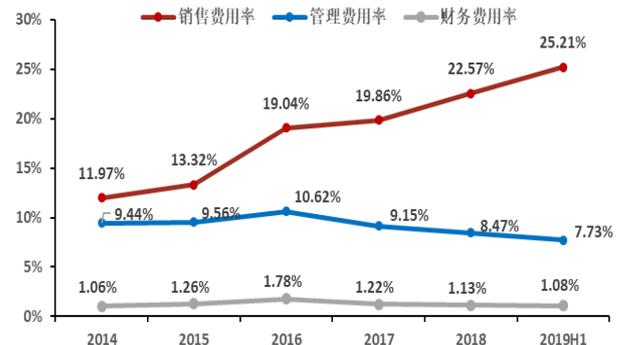
销售费用大幅增长。上半年期间费用中管理费用率和财务费用率自收购潮过后,整合效果明显,逐步下行,销售费用率有较大的上升。免税业务、酒店业务、餐饮业务的销售用较其他细分行业较高,例如中国国旅,2019H1 受报告期内开展机场免税业务带来的租赁费增加及薪酬增加的影响,中国国旅的销售费用高达 73.7 亿元,同比增长 51.7%;锦江股份和首旅酒店的销售费用分别为 37.8 亿元和 26.5 亿元,基本较去年同期持平。

图表 4: 毛利率净利率稳步提升



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 销售费用大幅上涨



来源: Wind, 国联证券研究所

1.2 增长深度捆绑龙头

由于中国国旅对行业的影响很大,尤其是免税业务近年来的持续高增,收入和利润贡献占比超过 35%,因此剔除国旅后再来看其余板块的情况。下文中我们会将免税单独作为一个板块展开分析,不再并入旅游综合板块。

剔除中国国旅后,全行业 2019H1 实现营业收入 416.3 亿元,同比增长仅为 1.09%,从 2017 年后,收入骤降,主要是由于 2015/2016/2017 年行业发生了多起并购事件,并表带来的增长驱动已经逐步消失了。剔除中国国旅后,2019H1 全行业归母净利润为 29.26 亿元,同比减少 7.29%,盈利能力并不如毛利率和净利率表现的那么强劲。

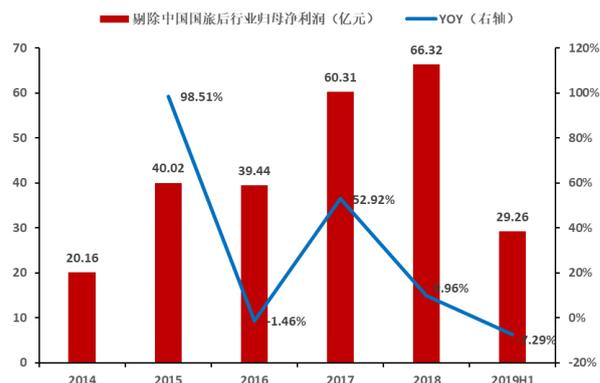
目前行业增长深度捆绑龙头，2019H1 中国国旅收入贡献占比达到 36.9%，锦江股份收入贡献占比为 10.8%，中青旅、众信旅游和首旅酒店次之；归母净利润的龙头集中效应更为明显，2019H1 中国国旅贡献了全行业归母净利润的 52.84%，即使不考虑国旅总社剥离带来的投资收益的影响，免税业务的净利润贡献占比也超过了 40%，宋城演艺、锦江股份和首旅酒店合计占归母净利润规模的 27.7%，因此，以上四家公司赚了全行业 80% 的利润。

图表 6: 剔除中国国旅后上半年营收增长仅为 1.9%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 剔除中国国旅后的归母净利润负增长



来源: Wind, 国联证券研究所

2 国内旅游人次增速放缓

根据中国旅游研究院数据，2019 年上半年预计国内旅游人数 30.8 亿人次，同比增长 8.8%，同比增速创下近 9 年来新低。宏观经济增速放缓以及区域天气的原因，导致出行的意愿较以往有所降低，旅游人数增速放缓，但是人均花费上有所提升，2019 年上半年国内旅游收入 2.78 万亿元，同比增长 13.5%，较去年同期上升 1 个百分点。国家统计局数据显示，2019 年上半年全国居民人均教育文化娱乐消费支出 1033 元，占人均消费支出的比重为 10.0%，为近 7 年来新高。虽然出游人次增速放缓，但是消费升级的趋势从花费提升中仍然可见。

图表 8: 上半年国内旅游人数达 30.8 亿人次



来源: 中国旅游研究院, 国联证券研究所

图表 9: 上半年国内旅游总收入 2.78 万亿元



来源: 中国旅游研究院, 国联证券研究所

2.1 出境游市场冰火两重天

2019年上半年出境游人数依旧保持高速增长。中国旅游研究院数据显示，2019年上半年出境旅游人数约8129万人次，同比增长14%，增速延续了去年强劲的反弹态势。从目的地选择上来看，港澳台、日本、泰国和欧洲依然是出境的首选。

日本：根据日本观光厅最新公布的数据显示，2018年访日游客达3119千万，总消费超4.5万亿日元（约合人民币2875亿元），突破历史纪录，其中中国游客贡献最大，2018年访日中国内地游客数量达838万人，占比26.9%，总消费规模也是夺得第一，达1.545万亿日元（约合人民币987亿元）。今年上半年，大陆赴日游客达到558.3万人次，同比增长13.12%。

泰国：受上半年泰铢升值以及去年沉船事件的影响，今年上半年到泰国旅游的中国大陆游客达565.04万人次，同比下降4.73%。暑期旺季旅游人次有所提升，下半年泰国外国游客市场情况或好于上半年，但仍面临泰铢升值等压力。

欧洲：2018年赴欧洲人数超过600万人次，预计2019年上半年赴欧洲人数达到300万人次，同比增长7.4%。

图表 10：上半年出境游人数达 8129 万人次



来源：中国旅游研究院，国联证券研究所

图表 11：上半年大陆赴日游客人数 558.3 万人次



来源：Wind，国联证券研究所

图表 12：上半年大陆赴泰游客人数下滑



来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 突发事件影响港澳台下半年旅游市场

台湾: 今年上半年, 赴台游的半自由行产品备受 80/90 后的青睐, 台湾观光景气有所回温, 4 月赴台境外旅客突破百万大关, 较 2018 年同期增长近 25%, 大陆游客赴台人数则月月突破新高, 4 月陆客人数较同期增长 34.95%, 5 月则增长 81.9%, 为历史新高, 上半年 1-7 月, 内地赴台游客达到 199.9 万人次, 同比增长 29.95%, 持续下滑态势扭转, 出现了大幅的回升。

但是, 7 月 31 日, 文化和旅游部网站正式发布海峡两岸旅游交流协会关于暂停大陆居民赴台个人游试点的公告。公告称: 鉴于当前两岸关系, 决定自 2019 年 8 月 1 日起暂停 47 个城市大陆居民赴台个人游试点。赴台自由行签证暂停后, 对 8 月台湾旅游市场的影响逐步显现, 8 月送到‘移民署’办入台证件数出现明显下滑, 从平均每个工作日约 4500 件, 减少到 8 月 30 日的 630 件, 大减 86%; 自由行也从平均每天 5000 件减到 30 日的 783 件, 大减 85%。截至 9 月 2 日下午 7 时, 大陆游客团申请件数仅约 760 件, 自由行 980 件。目前签证政策的恢复时间未知, 因此大陆赴台人次仍将持续下跌。

澳门: 澳门旅游市场上半年也实现了较快的增长, 今年 1-7 月份, 内地赴澳门游客人数达到 1688.4 万人次, 同比增长 21.7%, 增速提升较快。7 月来自内地和东南亚航线的旅客与去年同期相比分别增长 26%和 13%, 下半年台湾和香港的旅游市场受突发事件影响受挫, 我们认为游客有望向澳门分流, 全年增速仍然可期。

图表 13: 上半年内地赴台游客人数同比增长 29.95%

图表 14: 上半年内地赴澳游客人数同比增长 21.7%



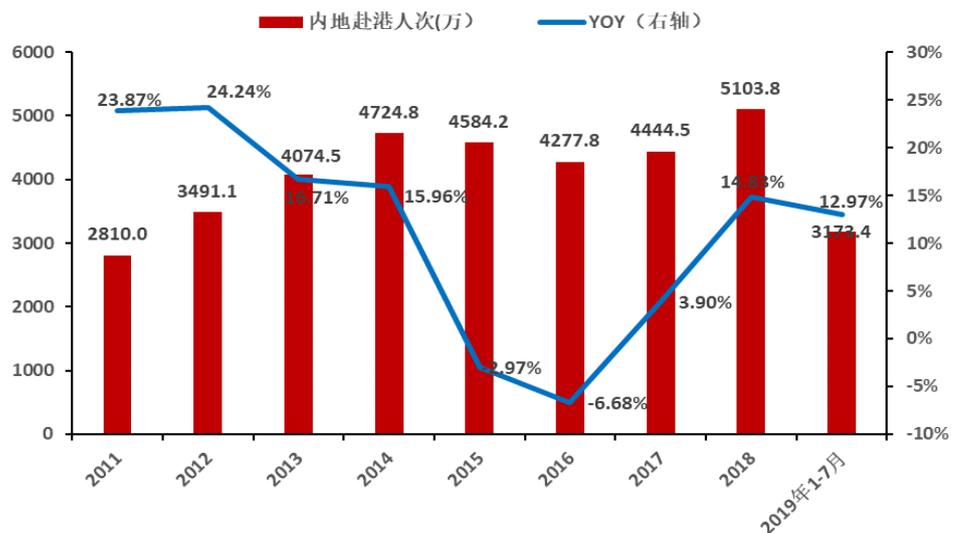
来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

香港: 2019年1-7月,内地赴港游客人数达3173.4万人次,同比增长12.97%。自今年6月以来,连续两个多月示威活动导致赴港的旅游团队和人数锐减,与去年同期相比,香港接待旅游团的数量平均下跌超过70%,收入平均下跌超过75%,来自东南亚市场的旅游团队数量有5成下跌,与往年同期相比,自由行旅客人次出现约30%的下滑。访港旅游业给香港GDP的直接贡献大约在3.6个百分点,2018年访港游客人数6515万人次,其中内地赴港游客5138万人次;消费支出层面中过夜游客购物消费支出到达988亿港元,不过夜游客的购物消费支出达到683亿港元。持续的暴力游行给香港旅游业带来了冲击,在酒店业和零售业表现较为明显,首先酒店的平均房价出现大幅下跌,部分酒店入住率已录得双位数跌幅,个别跌幅甚至达到30%至50%;其次零售业2019年6月,珠宝首饰、钟表及名贵礼物销货价同比下跌17.1%,创2016年8月以来34个月最大跌幅,反映本地消费情绪更趋谨慎及访港客人数升幅放缓的影响。三季度正值暑期旺季,单独7月的数据显示,赴港游客人数同比下滑了5.5%,暴力示威对旅游业的冲击已经显现,全年形势不容乐观。

图表 15: 上半年内地赴港游客人数同比增长 12.97%



来源: Wind, 国联证券研究所

3 旅游综合板块: 个股波动影响较大

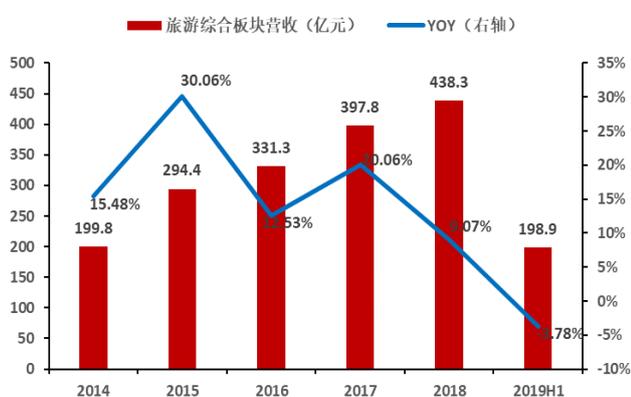
3.1 剔除国旅后收入和利润下滑

旅游综合板块中，免税业务的影响非常大，因此下文的分析中，我们单独分析了免税行业，不再将中国国旅并入旅游综合板块分析。

2019 上半年，旅游综合板块实现营业收入 198.9 亿元，同比增长-3.78%，近年来首次出现收入负增长，实现归母净利润 6.7 亿元，同比大幅下滑 39.06%。我们认为导致收入和利润均出现大幅下滑的原因有以下几点：

- 1) 出境游的相关标的业绩增长略低于预期。旅游综合板块中出境游的相关标的包括众信旅游和凯撒旅游，但从今年的数据来看，众信旅游上半年实现营业收入 57.19 亿元，同比下降 1.09%，实现归母净利润 1.10 亿元，同比下降 20.37%；凯撒旅游上半年实现营业收入 34.49 亿元，同比减少 8.46%，实现归母净利润 0.62 亿元，同比减少 18.54%。旅行社业务的盈利能力持续走弱。
- 2) 腾邦国际业绩波动巨大，影响板块整体业绩。上半年公司实现营业总收入为 20.16 亿元，同比减少 21.04%；归母净利润为-3394.08 万元，同比减少 114.95%。去年同期腾邦国际实现归母净利润 2.27 亿元，如果剔除掉腾邦国际大幅波动的影响，归母净利润同比下滑了 31.9%。

图表 16: 旅游综合板块收入增速下滑



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 旅游综合板块归母净利润波动较大



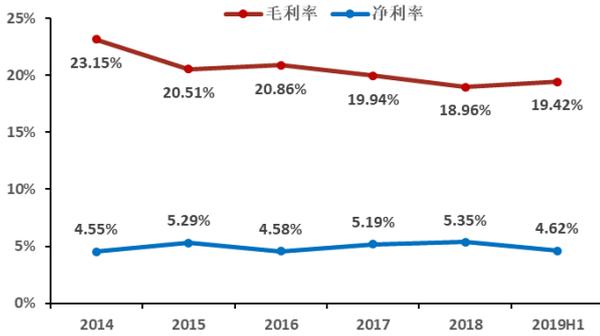
来源: Wind, 国联证券研究所

毛利率表现平稳，净利率小幅回落。2019H1 旅游综合板块的毛利率为 19.42%，较去年整体提升了 0.5 个百分点，净利率 4.62%，略有下滑的趋势。

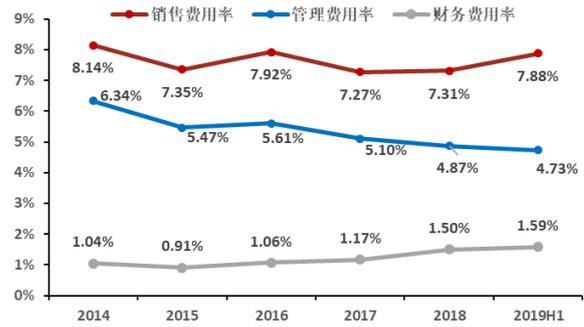
期间费用：销售费用率和财务费用率小幅上行，管理费用率持续走低。报告期内中青旅的销售费用高达 6.4 亿元，同比增长 23.2%；众信旅游较去年同期增加 3.6%；岭南控股增长了 7.6%，以上三家公司销售费用占旅游综合板块整体销售费用的 70%，因此个股带来的影响较大。

图表 18: 旅游综合板块毛利率和净利率

图表 19: 旅游综合板块期间费用情况



来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所

3.2 免税行业高歌猛进

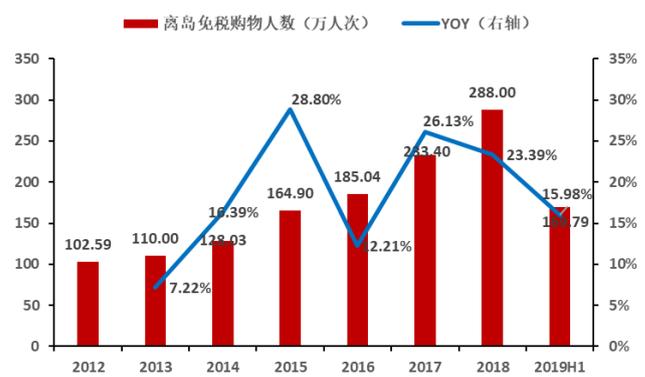
据海口海关初步统计, 2019 年上半年, 海关共监管三亚、海口、琼海四家离岛免税店销售免税品 893.65 万件、销售金额 65.82 亿元、购买旅客 169.79 万人次, 较去年同期相比分别增长 27.54%、26.56%和 15.98%。其中三亚海棠湾免税购物中心实现免税业务收入 51.81 亿元, 同比增长 28.5%。其实上半年, 三亚旅游市场较往年场表现平淡, 从游客规模看, 1-6 月全市旅游饭店接待游客同比仅增长 3.9%, 增速比上年同期回落 4.6 个百分点, 因此客流量增长放缓下, 人均购物支出提高带来的影响成为推动销售额高增的主要动力。

图表 20: 上半年离岛免税销售额同比增长 26.56%



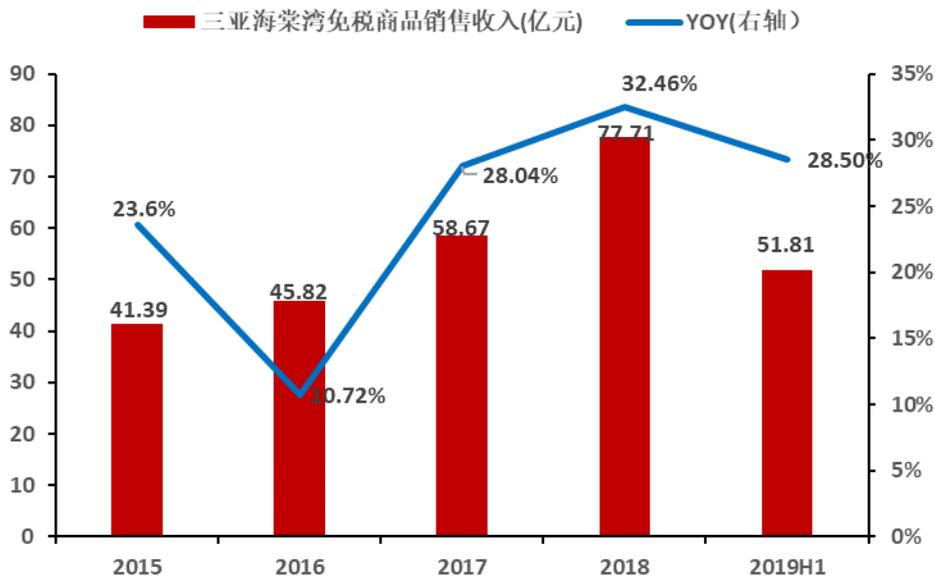
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 上半年离岛免税购物人次同比增长 15.98%



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 22: 上半年三亚海棠湾免税商品销售收入达 51.81 亿元



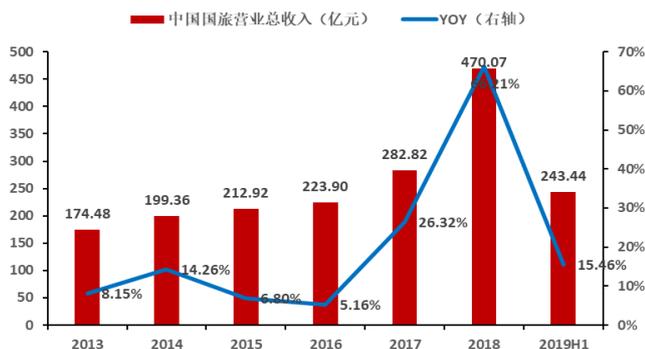
来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 中国国旅免税销售高增，机场渠道增量贡献加大。

上半年中国国旅实现营业收入 243.44 亿元，同比增长 15.46%；受益于国旅总社剥离带来的投资收益，归属于上市公司股东的净利润 32.79 亿元，同比增长 70.87%，扣非后同比增长 30.86%。拆分公司上半年的收入构成，其中旅游服务业务实现营业收入 5.99 亿元，主要是由于国旅总社剥离完成，自今年 2 月份起不再并表，所以收入骤降；商品销售业务实现收入 235.27 亿元，同比增长 52.2%。商品销售业务的增长主要来自于免税业务的贡献，公司免税商品销售业务实现营业收入 229.08 亿元，同比增长 53.26%。

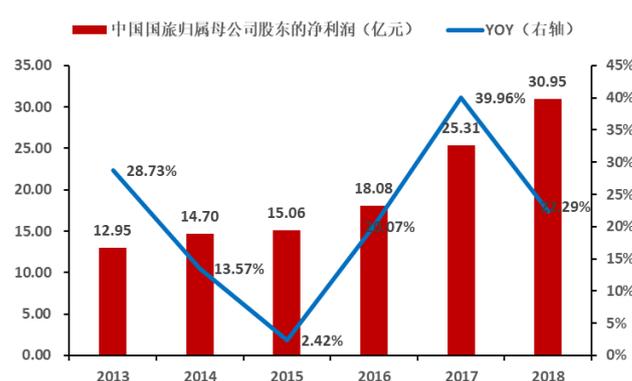
上半年机场表现上：1) 香港机场免税业务收入 12.96 亿元，同比增长 36.13%，但是 7、8 月份，持续的暴力游行导致赴港人次骤降，下半年香港机场免税店的销售增速或将放缓；2) 广州白云机场去年 T2 正式启用，上半年 T1、T2 合计实现免税销售收入 8.44 亿元；3) 上海机场上半年实现免税收入 73.77 亿元，带来免税业务收入增量 35.43 亿元（自 2018 年 3 月开始纳入合并报表）；4) 首都机场免税店（含 T2 和 T3 航站楼）实现免税业务收入 43.65 亿元，同比增长 9.87%。

图表 23: 上半年中国国旅实现营业收入 243.44 亿元



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24: 上半年归母净利润达 30.95 亿元



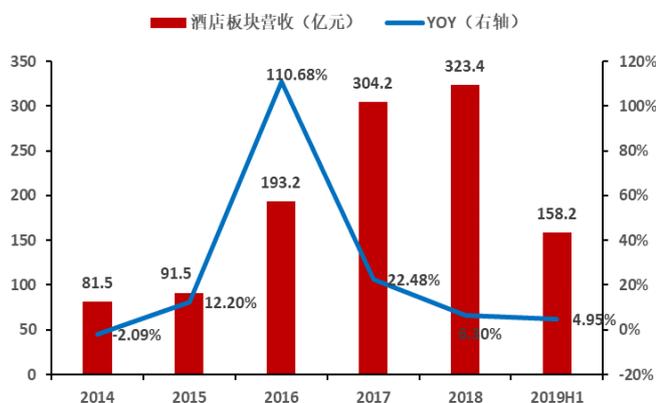
来源: Wind, 国联证券研究所

4 酒店板块：中端发展方向不改

营业收入：受宏观经济环境的影响，酒店行业自全年二季度开始，出租率出现了持续的下滑，平均房价的增长也逐渐乏力。2019年上半年酒店板块实现营业收入158.2亿元，同比增长4.95%，增速持续回落，这基本符合我们的预期。

归母净利润：上半年酒店板块实现归母净利润10.2亿元，同比增长19.74%，其中锦江股份和首旅酒店合计贡献了9.36亿元，占比超过90%。岭南控股报告期内由于出售物业办公楼或得投资收益增加7600万，从而导致归母净利润大幅增长80.1%。

图表 25：酒店板块上半年实现营业收入 158.2 亿元



来源：Wind，国联证券研究所

图表 26：酒店板块上半年归母净利润同比增长 19.7%



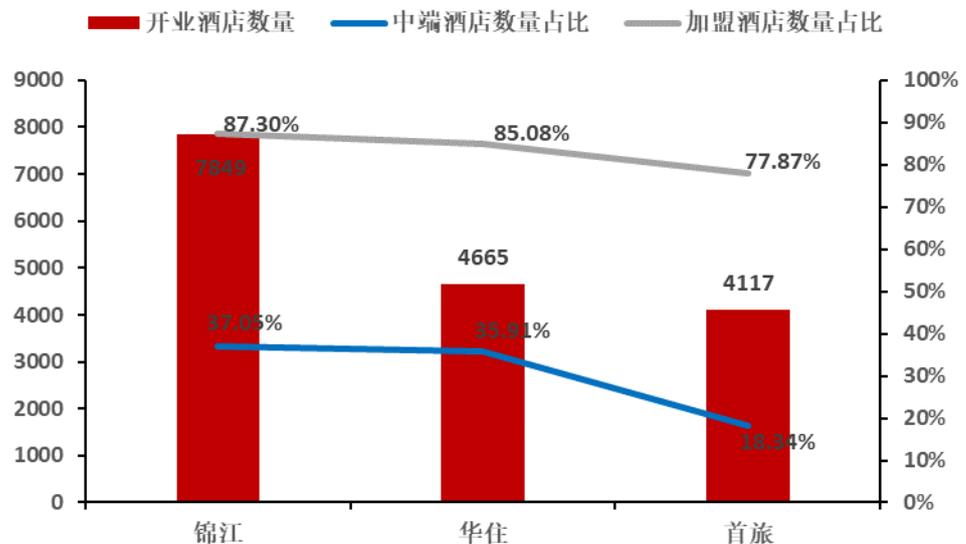
来源：Wind，国联证券研究所

锦江股份：截至2019年6月30日，已经开业的酒店合计达到7849家，其中中端酒店占比37.05%，已经开业的酒店客房总数达到779532间，中端客房数占比45.58%。上半年、境内整体有限服务型酒店的平均房价为207.4元/间，同比增长6.02%，我们认为主要是由于中端酒店占比提升带来的拉动，出租率为73.35%，较去年同期下降3.89个百分点，RevPAR为152.13元/间，同比增长0.68%。

首旅酒店：截至2019年6月30日，已经开业的酒店合计达到4117家，其中中端酒店占比18.34%，已经开业的酒店客房总数达到398006间，中端客房数占比23.06%。二季度首旅如家全部酒店RevPAR 162元，比去年同期下降了1.5%；平均房价202元，比去年同期增长了1.3%；出租率80.2%，比去年同期下降了2.3个百分点。上半年如家18个月以上成熟酒店共有3,149家，全部酒店RevPAR 160元，比去年同期下降了3.6%；平均房价197元，比去年同期下降了1.1%；出租率81.3%，比去年同期下降了2.1个百分点。

华住酒店：截至2019年6月30日，已经开业的酒店合计达到4665家，其中中端酒店占比35.91%，已经开业的酒店客房总数达到463296间，中端客房数占比42.79%。上半年华住旗下全部酒店的平均房价为281元，同比增长4.1%，出租率为89.4%，较去年同期下降了1个百分点，RevPAR 252元，同比增长2.4%。

图表 27: 国内三大酒店集团数据对比 (截至 2019 年 6 月 30 日)



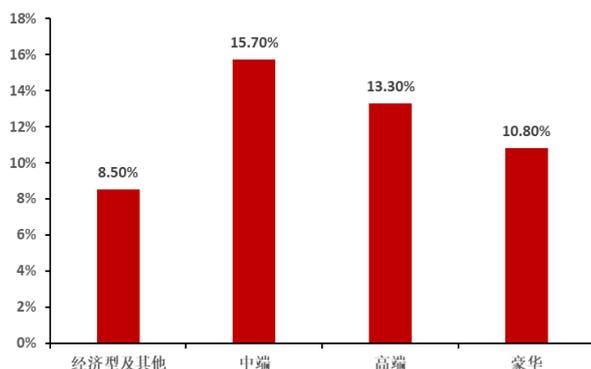
来源: 公司公告, 国联证券研究所

➤ 中高端发展方向不变

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。

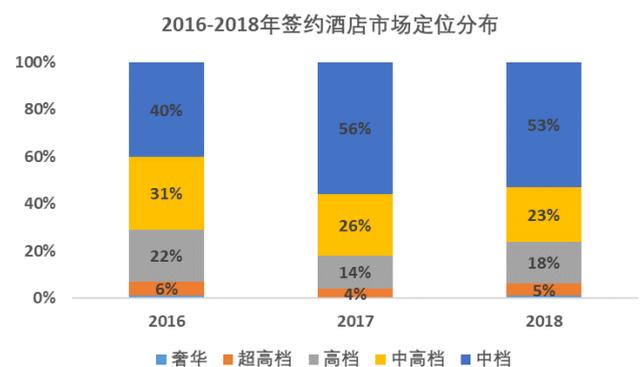
二三线城市以新建酒店为主, 而一线城市以翻修升级改造为主。近年来新兴产业开始逐步向城市群转移, 二线城市经济形势向好刺激了酒店市场的供需, 加上一线城市酒店物业成本越来越高, 锦江、首旅、华住等龙头企业也开始向二三线城市扩张。所以停留在一线城市早期的酒店迎来了一轮改造升级, 改造升级后的酒店, 大大的提高了酒店的平均房价和 RevPAR。

图表 28: 2018 年中国各等级酒店房间数增长率



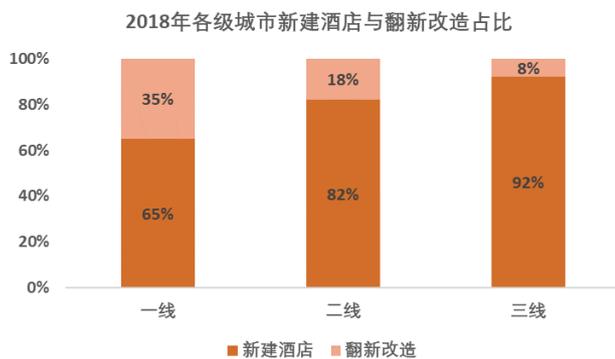
来源: 中国饭店业协会, 艾瑞咨询, 国联证券研究所

图表 29: 2016-2018 年签约酒店城市分布



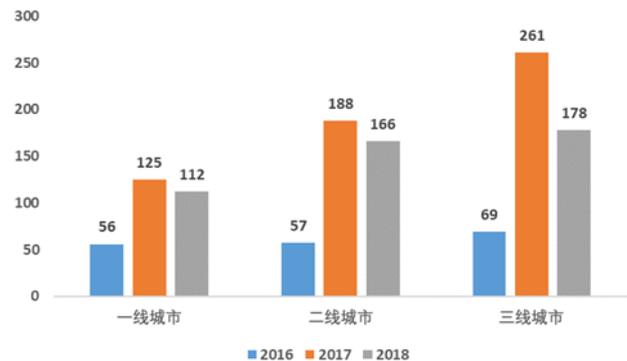
来源: 浩华咨询, 国联证券研究所

图表 30: 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 31: 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

5 景区: 门票降价和索道限价影响持续

5.1 政策带来业绩增长承压

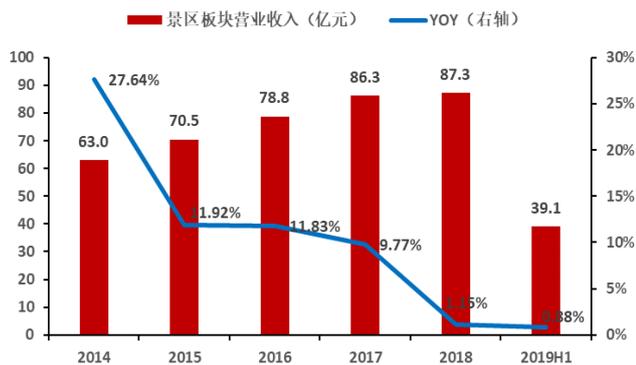
景区板块近年来的发展始终处在一个困顿期, 先是面临行业服务乱象的问题, 强制购物、黑导游、不合理低价团等现象将景区的发展置于风口浪尖, 通过限流、监管等诸多措施, 目前已经有明显的改善; 接着迎来景区客流量增速放缓甚至下滑的冲击; 去年下半年又出台了降低重点国有景区门票价格的政策, 目前已经有不少景区门票价格均有所下调, 以上问题使得对门票收入过分依赖的景区发展更加困难。上市景区中峨眉山景区旺季门票从 185 元/人将降为 160 元/人, 平均降幅 13.5%; 黄山景区旺季门票由 230 元/人降为 190 元/人, 降幅为 17.4%; 长白山风景区门票由 125 元/人降为 105 元/人, 降幅为 16%。门票降价和索道限价对上市公司的业绩影响在去年年报中已经初显, 今年上半年影响持续。

2019 上半年景区板块实现营业收入 30.1 亿元, 同比仅增长 0.88%, 创近年来的新低。实现归属于母公司的净利润 11.7 亿元, 同比增长 8.13%。虽然收入端增速非常缓慢, 但是通过降低期间费用, 归母净利润的增长仍然有 8.13%。

上半年全行业毛利率和净利率分比为 55.07% 和 30.5%, 维持稳步提升的态势, 期间费用中, 销售费用率较去年全年持平, 管理费用率有大幅的下降, 财务费用了也出现持续的下降。通过提高运营效率, 压缩期间费用, 成为短期景区板块利润增长的主要途径。

近期国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》, 《意见》指出, 要顺应文化和旅游消费提质转型升级新趋势, 深化文化和旅游领域供给侧结构性改革, 提升文化和旅游消费质量水平, 不断激发文化和旅游消费潜力, 以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感。《意见》提出了 9 项激发文化和旅游消费潜力的政策举措, 其中第一条就指出要推出消费惠民措施, 继续推动国有景区门票降价, 因此未来景区门票的价格仍有下调的可能。

图表 32: 景区板块上半年实现营业收入 39.1 亿元



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 33: 景区板块上半年归母净利润同比增长 8.13%



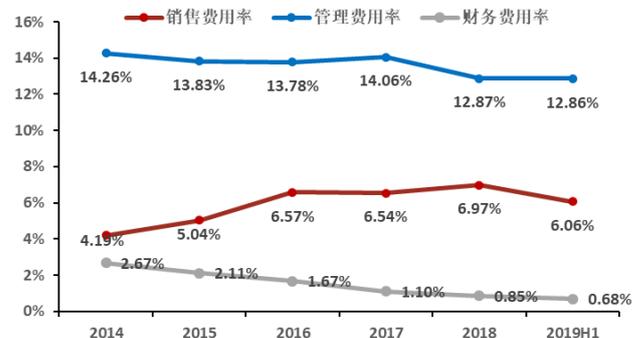
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 34: 景区板块毛利率净利率持续上行



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 35: 景区板块期间费用控制效果显著



来源: Wind, 国联证券研究所

5.2 上市景区上半年数据更新

黄山景区: 今年上半年, 黄山景区接待进山人数 162.4 万人, 比增长 9.6%; 索道及缆车累计运送游客 326.7 万人次, 同比增长 12.91%。

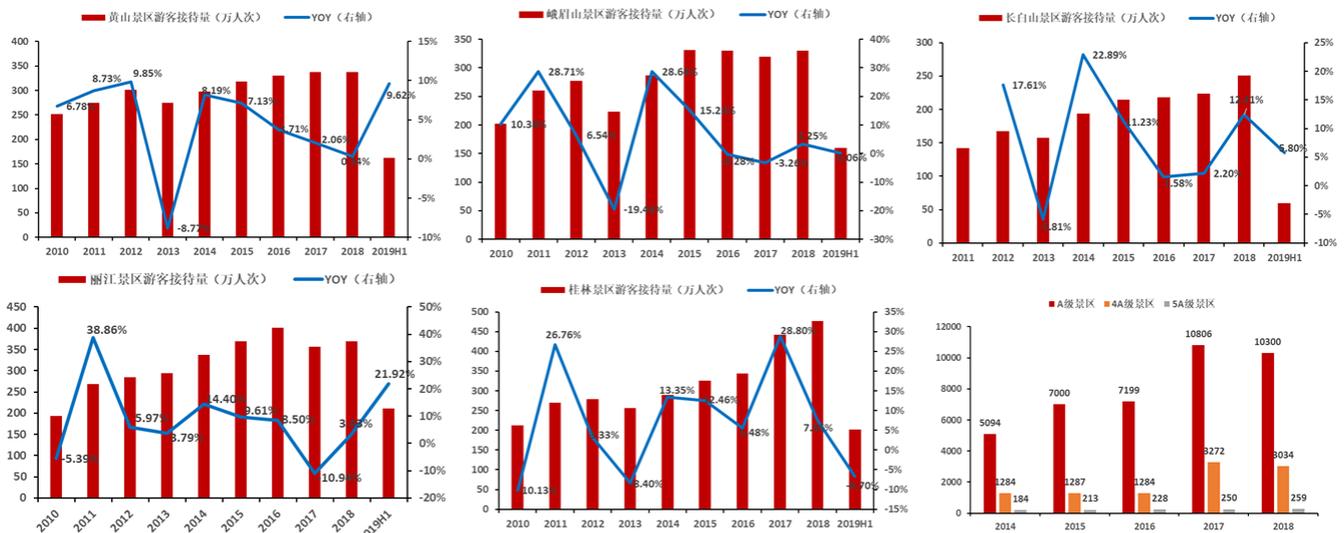
峨眉山景区: 今年上半年峨眉山接待游客人次 160.11 万人次, 同比增长 0.06%。

长白山: 本年截止到 6 月底, 长白山景区共接待游客 59.5 万人次, 同比增长 5.8%。其中: 北景区接待游客 46.7 万人次, 同比增长 7.5%; 西景区接待游客 12.8 万人次, 同比增长 13.3%, 南景区未开放。接下来 7 月、8 月、9 月是长白山旅游旺季, 近期数据显示 7 月长白山景区共接待游客 53.1 万人次, 同比下降 2.9%, 8 月长白山景区共接待游客 66.3 万人次, 同比下降 1.4%。

丽江景区: 上半年漓江景区合计接待游客 210.17 万人次, 同比增长 21.92%, 丽江旅游市场整体复苏态势强劲。上市公司丽江旅游三条索道共计接待游客 210.17 万人次, 同比增长 21.92%, 其中, 玉龙雪山索道接待游客 147.87 万人次, 同比增长 11.44%; 云杉坪索道接待游客 53.67 万人次, 同比增长 67.91%; 牦牛坪索道接待游客 8.63 万人次, 同比增加 11.80%

桂林景区：统计数据仅包含两江四湖景区、银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、贺州温泉、资江丹霞、丹霞温泉景区。由于桂林地区上半年持续降雨，因此1-6月共接待游客201.48万人次，同比下降6.7%。

图表 36：上市自然风景区客流量数据更新



来源：Wind，公司公告，长白山管委会，国联证券研究所

乌镇景区：乌镇景区继续打造“度假—会展—文化”小镇品牌，在度假方面打造亲子游相关产品，以乌村做标榜；会展方面不断开拓新的客户和口碑，成功举办2019华为用户大会、2019海尔中央空调节能生态交互峰会等；文化方面继续培育乌镇标签文化产品，通过乌镇国际当代艺术邀请展进行文化的输出和传播。上半年乌镇景区接待游客445.98万人次，与去年同期持平，实现营业收入8.55亿元，同比增长2.60%，实现净利润4.72亿元，与去年同期持平，客单价为191.7元，较去年同期提升3.5%。

古北水镇：受竞争压力加剧及交通瓶颈因素影响，古北水镇上半年共接待游客100.68万人次，同比下降8.81%，实现营业收入4.20亿元，同比下降8.04%，净参股房地产公司投资收益大幅减少的影响，净利润仅6545万，同比下降47.23%，实现客单价417.2元，较去年同期小幅提升0.8%。

图表 37：上半年乌镇客流人次同比减少 0.79%



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 38：上半年古北水镇客流人次同比减少 8.81%



来源：公司公告，国联证券研究所

6 重点标的推荐

图表 39: 重点标的推荐

股票名称	股票代码	主要观点	主要风险	PE(TTM)	2019PE	2020PE
中国国旅	601888.SH	1) 免税牌照的稀缺性, 国内拥有权限的仅7家, 目前公司整合了三家牌照, 规模最大; 2) 上半年海南旅游市场表现平淡, 但离岛免销售额仍实现26.56%的增长, 未来的弹性空间大; 3) 新增13家进境机场免税店中, 中免中标了8家; 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并开业运营, 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。	免税政策不达预期、机场计提比例较高	41	36	30
宋城演艺	300144.SZ	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4500万元左右; 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1.5亿元左右。	异地项目推进不达预期的风险、资产减值损失的风险	28	26	23
海底捞		1) 国内火锅市场规模高增, 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, 未来公司将持续加大对一二三线城市布局, 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。	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	88	52	38

来源: Wind, 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: 免税牌照开放的风险、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/或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/或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