

社会服务

11月投资策略

超配

(维持评级)

2019年11月15日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《社会服务行业 2019 年三季报总结: 板块 Q3 持续分化, 长守龙头短兼风格》——2019-11-13
《国信证券-餐饮行业系列专题: 从美股餐饮龙头寻找行业估值的锚》——2019-11-11
《韩国免税行业重磅专题: 韩国市内免税 40 年启示录: 牌照之上, 规模永恒》——2019-10-22
《社会服务行业 10 月投资策略: 短期关注三季报业绩, 四季度逢低布局明年》——2019-10-14
《黄金周点评暨三季报前瞻: 黄金周平稳但免税一马当先, 预计板块三季报平稳增长》——2019-10-09

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

长守优质白马, 短看风格拐点

● 11月观点: 长守优质白马, 短看风格拐点

维持板块“超配”评级。结合近期跟踪, 中长线来看, 我们仍建议战略上聚焦优质龙头, 如宋城演艺(明年上半年核心推荐)、中国国旅(长期坚定看好, 短期估值可能在市场震荡格局中随情绪波动)、中公教育等。短期来看, 考虑市场情绪变化及对明年经济预期变化, 我们建议关注部分拐点型细分龙头, 出境游龙头凯撒旅游(涉足免税, 日本游大年)、广州酒家(新产能释放)、酒店龙头首旅酒店、锦江酒店(行业逻辑为主)等。综合推荐: 宋城演艺、中国国旅、中公教育、凯撒旅游、广州酒家、首旅酒店、锦江酒店、峨眉山 A、天目湖、黄山旅游、众信旅游、美吉姆、科锐国际、中青旅、三特索道等。

● 10月旅游板块有所调整, 个股表现分化, 宋城演艺领涨5.94%

10月, 旅游板块受三季报披露、市场风格转变以及部分前期涨幅较高个股回调等影响, 回调2.07%, 跑输沪深300指数3.96pct。个股表现分化, 其中业绩优于预期的宋城演艺领涨5.94%, 峨眉山 A 涨4.72%位列第二。

● 演艺: 宋城演艺三季报略超预期, 演艺集群模式探索新看点

2019年前三季度公司演艺主业收入+18%, 业绩+18.0%(扣非+20%)。Q3 主业收入+20%, 业绩+24%(扣非+24%), 整体略好于预期, 一系桂林、张家界新项目的良好表现; 二预计与轻资产确认有关, 此外存量项目预计继续稳定增长。公司目前积极探索演艺集群模式(杭州 3/4 号剧院, 三亚 2 号剧院等), 拓宽存量成长空间, 此外珠海项目落地打造演艺秀集群, 长线成长空间值得期待。

● 免税: 9月离岛免税同增40%+, 中国国旅 Q3 主业增速良好

基本面: 前三季度海南离岛免税销售额同增约 28%、购买人次同增约 30%, 估算 9 月在促销活动推动下销售额同增约 40%+, 客单价、购买人次均有提升; 中国国旅 19 年前三季度主业收入增约 42%、业绩增 32%, 弱市下表现良好。免税动态: 中免大兴机场免税店 10 月 27 日正式开业, 中服北京入境新门店将于明年开业, 杭州萧山国际机场有望在 2020 年 Q1 推出 T4 商业招标。

● 酒店: Q3 RevPAR 继续承压, 加速展店相对支撑主业增长

经营方面, 三大酒店龙头 Q3 继续承压。华住/锦江/首旅整体 RevPAR 分别为 -0.8%/-1.5%/-3.7%; 同店 RevPAR 方面, 华住/首旅 Q3 分别下滑 3.8%/6.1%, 跌幅环比扩大, 锦江 Q3 同店环比改善。展店方面, 华住/锦江/首旅 Q3 新开店 548/447/197 家, 净增 486/312/57 家, 展店节奏加快相对支撑酒店主业增长。

● 风险提示

自然灾害、疫情、政治事件等系统性风险; 政策风险; 收购整合低于预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘(元) | 总市值(百万元) | EPS | | PE | |
|--------|------|------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019E | 2020E | 2019E | 2020E |
| 300144 | 宋城演艺 | 买入 | 29.38 | 42,678 | 0.93 | 0.99 | 31.6 | 29.8 |
| 601888 | 中国国旅 | 买入 | 84.72 | 165,414 | 2.39 | 2.62 | 35.4 | 32.3 |
| 002607 | 中公教育 | 增持 | 20.35 | 125,507 | 0.28 | 0.38 | 73.9 | 53.4 |
| 000796 | 凯撒旅游 | 增持 | 7.36 | 5,910 | 0.21 | 0.28 | 34.3 | 26.3 |
| 603043 | 广州酒家 | 买入 | 33.17 | 13,401 | 1.11 | 1.36 | 30.0 | 24.5 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

长守优质白马，短看风格拐点

表 1：2019 年 11 月投资策略：长守优质白马，短看风格拐点

| | |
|--------------------------------------|--|
| <p>重点关注板块 投资看点</p> | <p>演艺：宋城演艺 19 年前三季度演艺主业收入同增 17.7%、归母业绩同增 18.0%（扣非+19.9%），其中 Q3 主业收入增 19.7%、业绩增 24.1%，略超此前预期，剔除轻资产估算主业业绩 Q3 增 15-16%；主业保持较快增长一系桂林、张家界新项目表现良好，二是预计与轻资产确认有关，此外存量项目预计继续保持稳定增长，六间房 Q3 贡献投资收益 2260 万元；公司积极探索演艺集群模式，逐步孵化中长期成长新看点。</p> <p>免税：前三季度海南离岛免税销售额同增约 28%、购买人次同增约 30%，估算 9 月在促销活动推动下销售额同增约 40%+，客单价、购买人次均有提升；中国国旅 19 年前三季度主业收入同增约 42%、业绩增 32%，弱市下表现良好，未来关注政策利好预期，长看牌照规模支撑；中免大兴机场免税店 10 月 27 日正式开业，中服北京入境新店将于明年开业，杭州萧山国际机场有望在 2020 年 Q1 推出 T4 商业招标。</p> <p>酒店：经营方面，三大酒店龙头 2019Q3 继续承压。华住整体 RevPAR-0.8%，16 年以来增速首次转负；锦江酒店境内酒店整体 RevPAR-1.5%，自 2017 年以来首次降为负值；首旅酒店整体 RevPAR-3.7%，下滑幅度环比扩大。同店方面，华住/首旅 Q3 分别下滑 3.8%/6.1%，跌幅环比扩大，锦江 Q3 同店环比改善；展店方面，华住/锦江/首旅 Q3 新开 548/447/197 家，净增 486/312/57 家。</p> <p>其他：出境游，9 月国内、国际航线客运量同增 7.6%/20.5%；日、泰、韩游增势良好，分别同增 25.5%/31.6%/24.6%，访澳游客+5.7%，访港游客下滑 35%。国内游，重点景区方面表现有所分化，预计受宏观经济、天气和接待瓶颈等影响。餐饮，9 月餐饮零售额增速为 9.4%，增速平稳，大众餐饮消费增速优于限上餐饮。博彩，澳门 10 月博彩收入同比下降 3.2%，受宏观经济及香港影响整体承压。</p> <p>宏观经济系统性风险、汇率风险，重大自然灾害及大规模传染疫情等。</p> |
| <p>风险因素</p> | <p>市场风格变化使得资金对小盘股的偏好也会有不确定性，商誉风险等国家出台相关政策不及预期；国企改革或者收购重组等进度不及预期。</p> |
| <p>投资策略</p> | <p>维持板块“超配”评级。结合近期跟踪，中长线来看，我们仍建议战略上聚焦优质龙头，如宋城演艺（明年上半年核心推荐）、中国国旅（长期坚定看好，短期估值可能在市场震荡格局中随情绪波动）、中公教育等。短期来看，考虑市场情绪变化及对明年经济预期变化，我们建议关注部分拐点型细分龙头，出境游龙头凯撒旅游（涉足免税，日本游大年）、广州酒家（新产能释放）、酒店龙头首旅酒店、锦江酒店（行业逻辑为主）等。综合推荐：宋城演艺、中国国旅、中公教育、凯撒旅游、广州酒家、首旅酒店、锦江酒店、峨眉山 A、天目湖、黄山旅游、众信旅游、美吉姆、科锐国际、中青旅、三特索道等。</p> |

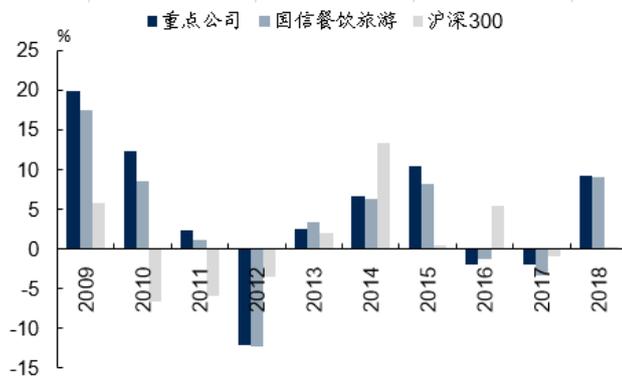
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

板块复盘：10 月旅游板块有所调整，宋城演艺领涨

近十年旅游板块 11 月表现相对强于大盘

我们统计了 2009 年至 2018 年十年间，旅游板块相对于沪深 300 指数 11 月单月涨跌幅情况，发现过去 10 年旅游板块 11 月表现相对强于大盘（4 次跑输，分别为 2012、2014、2016、2017 年），预计主要系以 10 月板块调整后的阶段反弹行情为主。由于 Q4 通常为旅游行业传统淡季，再结合 2019 年三季报板块持续分化，在当前宏观经济大环境尚不明朗的情况下，兼顾布局明年角度，我们仍建议中线聚焦优质龙头；短期则考虑市场情绪变化及对明年经济预期变化，建议关注部分拐点型细分龙头。

图 1：过去 10 年旅游板块 11 月表现相对强于大盘



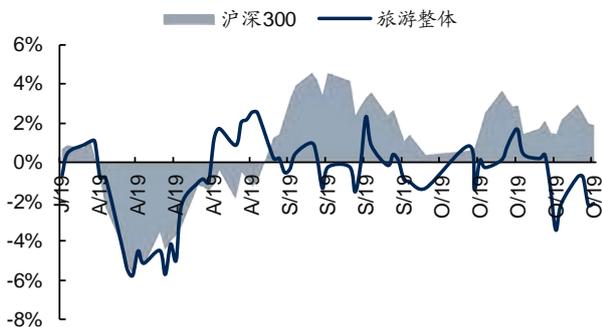
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

10 月旅游板块个股表现分化，宋城演艺领涨 5.94%

2019 年 10 月，受中美贸易谈判预期向好等因素影响，大盘指数整体上涨，其中沪深 300 指数上涨 1.89%。受三季报披露、市场风格转变以及前期涨幅较高部分个股有所回调等因素影响，餐饮旅游板块 10 月整体累计下跌 2.07%，跑输

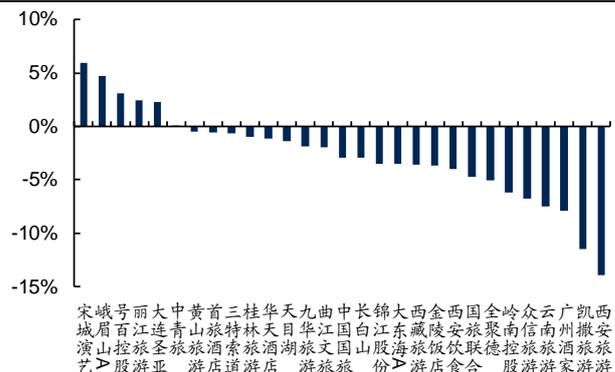
沪深 300 指数 3.96pct.

图 2：2019 年 10 月，旅游板块跑输 3.96pct



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：2019 年 10 月个股涨跌幅排名



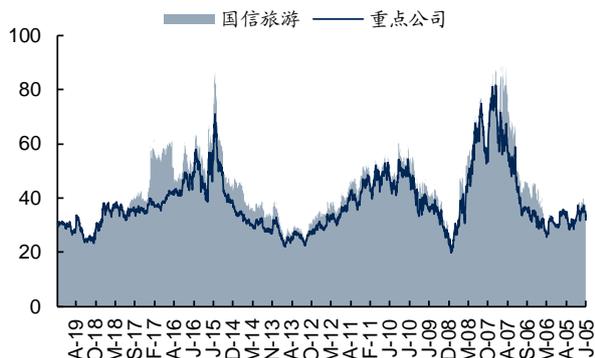
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

10 月餐饮旅游板块个股表现分化，其中宋城演艺领涨 5.94%。具体来看，宋城演艺 10 月累计上涨 5.94%，位列行业涨幅第一，预计主要与公司三季报略超预期有关，新开项目表现良好持续印证商业模式；**峨眉山 A** 上涨 4.72% 位列第二，公司三季报略优于预期，门票降价影响相对有限，公司估值处于历史底部；此外**丽江旅游** (+2.43%)、**大连圣亚** (+2.27%)、**中青旅** (+0.08%) 也收涨。中国国旅在前期涨幅较高的基础上有所回调，累计下跌 2.91%。跌幅后三名为**西安旅游** (-13.88%)、**凯撒旅游** (-11.48%)、**广州酒家** (-7.86%)，预计主要受市场风格、前期涨幅较高及三季报影响，但其中广州酒家三季报表现仍良好。

10 月重点公司 TTM 市盈率和相对估值较 9 月略有回落

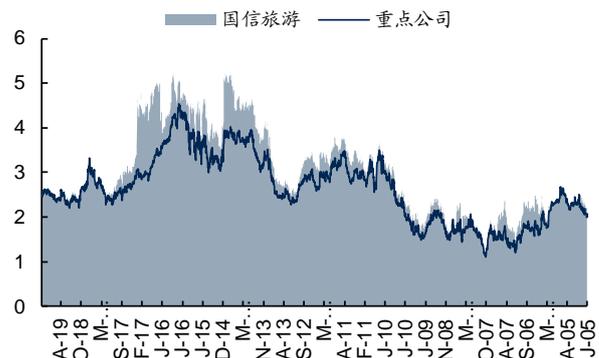
2005 年 1 月 4 日至 2019 年 10 月 31 日，**国信旅游板块 TTM 市盈率**均值为 43.45 倍，波动区间为【21.12, 89.25】。**旅游重点公司 TTM 市盈率**均值为 38.35 倍，波动区间为【19.88, 81.65】。2019 年 10 月 31 日，**旅游板块整体 TTM 市盈率**为 29.90 倍，略低于上月同期 (30.69 倍)，明显低于历史平均水平；**旅游重点公司市盈率**为 30.20 倍，与上月同期 (30.64 倍) 略有下降，仍低于历史平均水平。

图 4：10 月旅游板块 TTM 市盈率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
 注释：重点公司含中国国旅、锦江酒店、首旅酒店、中青旅、黄山旅游、宋城演艺、众信旅游、三特索道、丽江旅游、桂林旅游、峨眉山 A、凯撒旅游、广州酒家、天目湖

图 5：10 月旅游板块相对估值 (TTM 市盈率)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
 注释：相对市盈率采用 TTM 市盈率，整体法，对比基准为沪深 300

2005 年 1 月 4 日至 2019 年 10 月 31 日，**旅游板块**相对估值 (沪深 300, TTM 市盈率) 均值为 2.98 倍，波动区间为【1.10, 5.26】。**重点公司**相对估值均值为 2.63 倍，波动区间为【1.11, 4.54】。2019 年 10 月 31 日，**旅游板块**相对估值为 2.55 倍，略低于上月同期 (2.61 倍)；**旅游重点公司**相对估值为 2.58 倍，略低于上月同期 (2.61 倍)，仍低于历史平均水平。

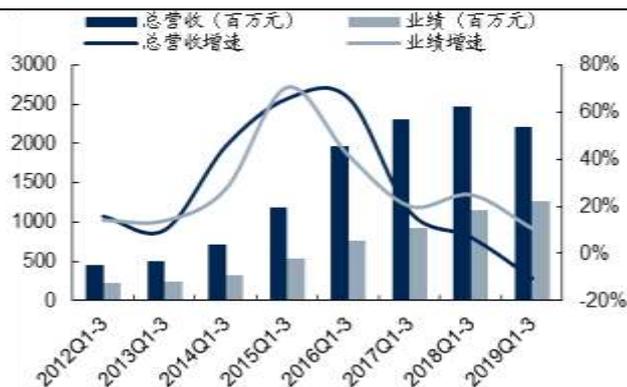
2019年9-10月行业数据及相关动态跟踪

根据我们对国内旅游行业的跟踪观察，汇总各行业如下，总体来看，**免税、演艺依旧为板块最重要支撑**。**演艺**：宋城演艺 2019 年前三季度演艺主业收入同增 17.7%、归母业绩同增 18.0%（扣非+19.9%），略超预期，存量稳定+新项目良好+轻资产确认为主要推动力。**免税**：前三季度海南离岛免税销售额同增 28%，估算 9 月同增约 40%+；中国国旅 19 年前三季度主业收入增约 42%、业绩增 32%，未来关注政策利好预期，长看牌照规模支撑；中免大兴机场免税店 10 月 27 日正式开业，中服北京入境新门店将于明年开业，杭州萧山国际机场有望在 2020 年 Q1 推出 T4 商业招标。**酒店**：经营方面，三大酒店龙头 2019Q3 继续承压。华住/锦江/首旅整体 RevPAR 分别为-0.8%/-1.5%/-3.7%。同店方面，华住/首旅 Q3 分别下滑 3.8%/6.1%，跌幅环比扩大，锦江 Q3 同店环比改善；展店方面，华住/锦江/首旅 Q3 新开店 548/447/197 家，净增 486/312/57 家。**出境游**，9 月国际航线客运量同增 20.5%，增速环比提升；泰、日、韩游增势良好，分别同增 31.6%/25.5%/24.6%，访澳游客+5.7%，访港游客-35%。**国内游**，重点景区方面表现有所分化，预计受宏观经济、天气和接待瓶颈等影响。**餐饮**，9 月餐饮零售额增速 9.4%整体平稳，大众餐饮消费增速优于限上餐饮。**博彩**，澳门 10 月博彩收入整体承压同比下降 3.2%。

演艺：宋城演艺三季报主业略超预期，演艺集群模式探索新看点

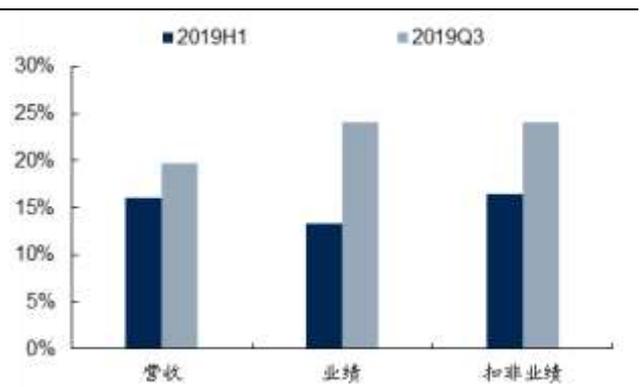
宋城演艺发布三季度报告，剔除六间房出表影响及其投资收益影响，2019 年前三季度，公司旅游演艺主业实现收入 18.2 亿元，同比增长 17.7%；实现归母业绩 10.1 亿元，同比增长 18.0%（扣非增长 19.9%）。其中 Q3 公司演艺主业收入、业绩分别同增 19.7%/24.1%，**略好于预期，预计系新项目表现良好+轻资产确认助力**。具体到各项目，张家界、有望盈利 1000 万+，桂林项目 Q3 估算归母业绩约 3-4000 万元；同时杭州本部整体平稳，三亚项目略有承压，丽江项目预计收入+20%，业绩同增 30%；预计轻资产确认助力业绩增长，剔除轻资产估计演艺主业业绩增约 15-16%，仍保持良好增势；此外六间房与 4 月底出表，Q3 贡献投资收益 2260 万元。

图 6：宋城演艺 2019 年三季报业绩增 11%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：宋城演艺剔除六间房影响的旅游演艺主业增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

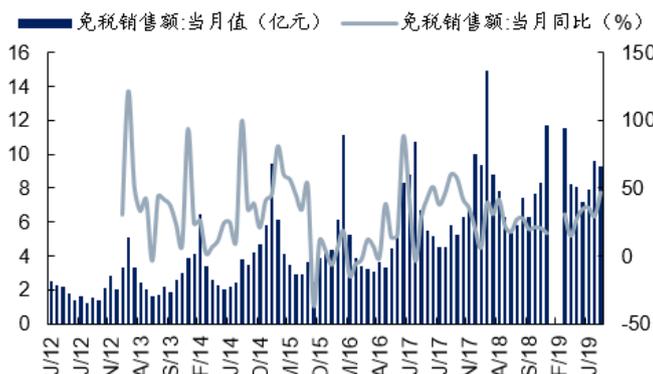
新一轮项目持续验证，全国扩张持续加码+演艺集群新模式探索。公司新项目表现突出，持续验证商业模式优势。目前，公司西安、新郑、上海项目预计明年上半年推出，佛山、西塘积极推进，珠海落地，未来还可能在北、成都、重庆等继续布局。同时，公司演艺集群模式正有效铺开。现有存量项目未来第二或第 3/4 剧院有望陆续推出，通过探索演艺集群模式持续拓宽存量项目成长空间。珠海项目有望孵化公司中长期成长新看点。

免税：离岛免税持续高增长，中国国旅三季度报依旧靓丽

基本面：9月离岛免税销售同增约47%，中国国旅三季度报持续靓丽

据海口海关数据披露，2019年前三季度，在离岛免税政策第五次调整等利好的影响和带动下，海南离岛免税购物继续保持快速发展势头，前三季度海关共监管销售免税品1276万件，同比增长29.2%；购物人数268万人次，同比增长29.7%；销售金额92.6亿元，同比增长28.4%。其中三亚海棠湾，海口美兰机场、日月广场、博鳌东屿岛免税店分别销售免税品70.5亿元、16.2亿元、5.4亿元和0.5亿元。据此估算9月离岛免税销售额约9+亿元，同比大增40%+，离岛免税业务依旧保持稳定高速增长。

图8：2019年9月离岛免税销售额同比大增40%+

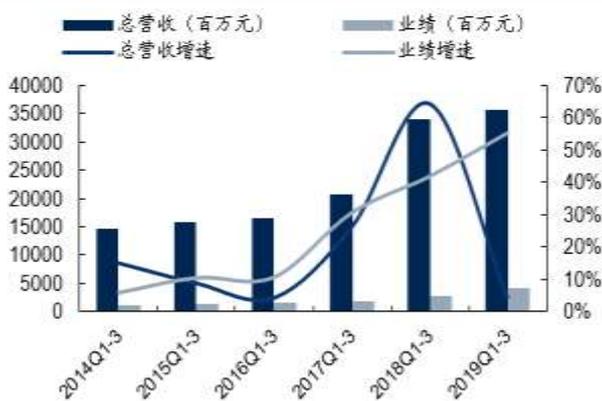


资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

中国国旅三季度报：三亚店增长靓丽，关注政策，长看规模支撑

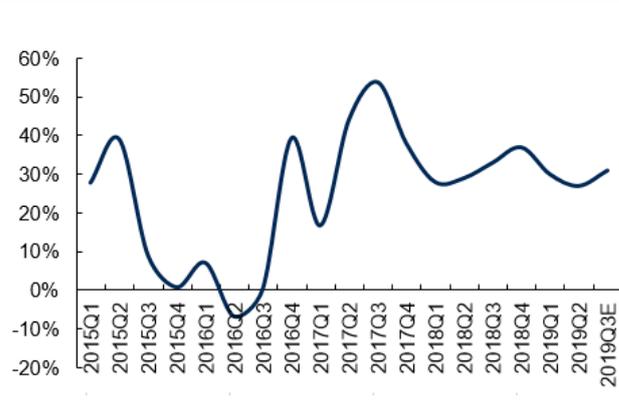
前三季度，公司实现收入358.9亿元/+4.4%，归母业绩42.0亿元/+55.1%，扣非后+26.9%；剥离国旅总社剥离以及由此带来的非经扰动影响，公司前三季度收入、业绩分别增42%/32%，基本符合预期。其中Q3单季，剔除国旅总社剥离影响，公司Q3收入/业绩/扣非业绩增+23.68%/+20.96%/+21.59%，弱市下仍保持良好增长。

图9：中国国旅前三季度收入和业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：2015年至今三亚免税店销售额增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业务经营方面，结合我们持续跟踪，预计Q3三亚免税店收入增约30%，估算业绩低基数下大增，系公司今年Q3业绩增长的最核心支撑，其中估算9月收入同比同增约40%+，且十一黄金周继续高增长（销售额同增45%+）。传统免税依托海免批发收入等贡献，收入增长估算20-30%，进一步助力增长。不过，受香港事件影响，一是日上上海和日上北京的收入增速均有所放缓，预计Q3收入仅增长10%+，较上半年明显放缓，对应业绩增长相对平稳（浦东T2扣点

提高);二是公司香港机场烟酒段免税收入放缓,业绩承压,预计亏损约几千万。此外,公司5个新开仅对外国人的离境市内免税店等前期费用预计也部分拖累业绩。

免税动态:中免大兴免税店如期开业,韩国免税月度销售创历史第二高

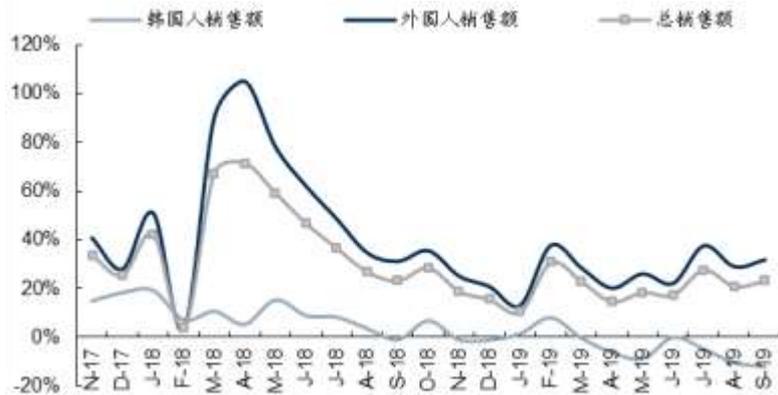
1、大兴国际机场免税店于10月27日正式开业。随着大兴机场国际航班的启航,中国免税品集团大兴国际机场免税店同步营业。根据DFE数据,预计到2022年,大兴国际机场旅客吞吐量将达4500万人次,国际航班占比20%;到2025年,旅客吞吐量将达到7200万人次,国际航班占比有望达到30%。与此同时,众多国际品牌包括路易威登、古驰、卡地亚、爱马仕纷纷入驻北京大兴机场。另外,据有关方面消息,2022年中国举办冬奥会时,预计大兴国际机场的客流量有望大幅增加。

2、中出服北京入境新门店将于明年开业。据DFE报道,旅游零售商CNSC(中国出国人员服务总公司,简称中出服)明年将在北京坊开放近1800平方米的出国后入境免税商店,针对出国归国人员180天内可购买,新店位于北京坊,毗邻故宫、国家大剧院等景点,主要面向年轻的本地客户。新店将取代目前的旧市内店。

3、杭州萧山国际机场有望在2020年Q1推出T4商业招标。据DFE报道,鉴于目前中国免税店仅限国营的几家企业主营,该免税标段招标应该只有一份招标合同。中国免税集团目前已在杭州现有的航站楼开设有免税门店。

4、韩国免税销售额创下历史月度第二高。2019年9月韩国免税店实现销售额22422亿韩元(合18.72亿美元),同比增长23.2%,其中韩国本国消费者实现销售额2.63亿美元,同比下滑11.8%,外国消费者支出达16.09亿美元,同比上升31.8%(7、8月分别同增38%/29%),继续维持高增长。

图 11: 韩国免税销售额 9 月同增 23%, 其中国外消费者销售同增 32%



资料来源:韩国免税商业协会,国信证券经济研究所整理

酒店: Q3 RevPAR 继续承压, 展店加速相对支撑主业增长

在宏观经济疲软及去年同期高基数影响下,2019年Q3三大酒店龙头 RevPAR 继续承压。其中华住整体 RevPAR 同比下滑 0.8% (ADR+2.6%/OCC-3.1%), 16 年以来增速首次转负 (Q2 RevPAR+1.3%); 锦江酒店境内酒店整体 RevPAR 同降 1.5% (ADR+3.7%/OCC-4.2%), 自 2017 年以来首次降为负值 (Q2 RevPAR+0.2%); 首旅酒店整体 RevPAR 下滑 3.7% (ADR+0.2%/OCC-3.4%), 下滑幅度较 Q2 (RevPAR-1.5%) 进一步扩大。

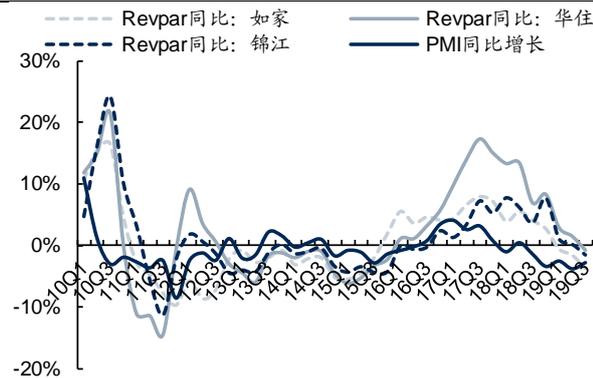
华住: Q3 同店 RevPAR-3.8% (ADR-2.5%/OCC-2.5%), 环比 Q2 (-2.1%) 下滑幅度加大。其中经济型同店 RevPAR-3.7%, 中高端同店 RevPAR-3.9%, 在去年基数压力、宏观经济影响及暑期促销增多影响下继续承压。

锦江酒店: Q3 境内经济型酒店 RevPAR-8.1%, 中端酒店 RevPAR-5.7%, 二

者均承压。前三季度,境内同店 RevPAR 同降 3.6%(ADR+1.3%/OCC-3.8%),其中经济型同店 RevPAR 同比下滑 7.5%,预计主要受 7 天等拖累,而中端酒店 RevPAR 微跌 0.4%,结构升级下相对有支撑;其中 Q3 同店下滑幅度略好于上半年,预计与其中高端次新店相对主导,且这些次新店表现相对良好有关。

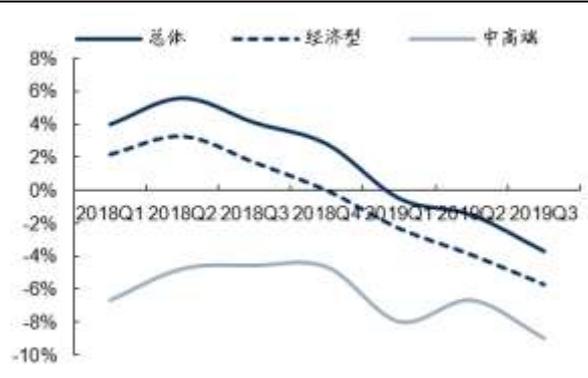
首旅酒店: Q3 酒店整体 RevPAR 下滑 3.7%,其中经济型/中高端/云酒店各降 5.7%/9.0%/10.3%;同店 RevPAR 下滑 6.1%(ADR-2.6%/OCC-3.1%),量价均有承压,其中经济型/中高端/云酒店各降 6.5%/5.2%/8.4%,中高端同店降幅相对最低。整体来看, Q3 整体及同店 RevPAR 较 Q2 下滑程度进一步扩大。

图 12: 酒店龙头 RevPAR 经营趋势



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 首旅酒店整体、经济型及中高端季度 RevPAR

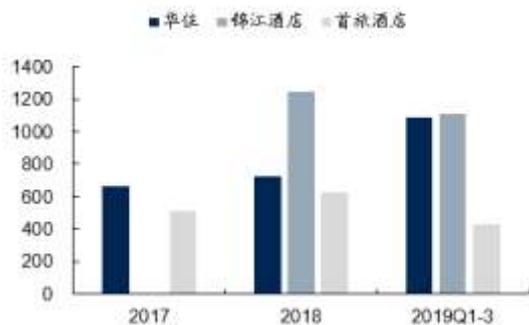


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

展店节奏: 三家酒店龙头均保持较快的展店速度。华住 Q3 新开店 548 家(Q2 新开 311 家),净开店 486 家(Q2 净增 269 家);中高端品牌净增 272 家,经济型酒店 214 家,前三季度新开店数合计达到 1085 家,基本完成全年开店目标(1100-1200 家)。**锦江酒店 Q3 新开店 447 家**,关店 135 家,净开店 312 家,其中经济型+2/中高端+310 家,公司整体中端布局 and 加盟布局持续进行,前三季度公司合计新开店 1107 家,关店 389 家,净增 718 家(经济型/中高端各-37/755),展店速度依旧迅猛。**首旅如家 Q3 公司新开店 197 家**(经济型/中高端/云酒店/管理输出各 29/73/54/41 家),关店 140 家,净增 57 家。前三季度公司合计新开店 431 家(经济型/中高端/云酒店/管理输出各 70/144/90/127 家),净增 125 家。

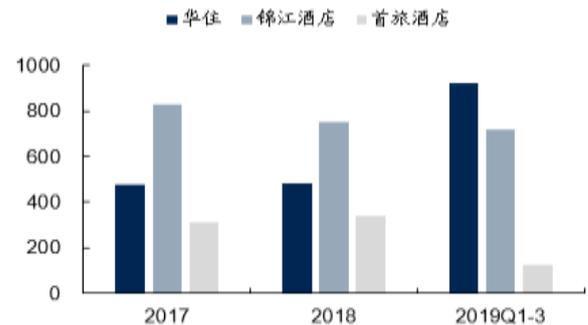
结合华住三季报及电话会议交流情况,RevPAR 暂时还未看到复苏迹象。从首旅酒店和锦江酒店来看,考虑其贝塔属性,短期投资角度主要看经济周期预期变化。未来如果随着经济预期的改善,若后续经营数据开始改善验证,A 股两家酒店龙头的投资机会有望显现。

图 14: 三大酒店龙头新开店数据



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 三大酒店龙头净开店数据



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

星级酒店: 上海星级酒店 9 月 RevPAR 同比下滑 2.0%

上海文旅局最新数据显示，上海星级酒店 9 月平均房价 766.71 元，同比增长 1.97%；当月星级饭店平均出租率为 64.48%，同比下滑 2.64pct。综合来看 9 月上海星级酒店 RevPAR 值 494.37 元，同比下滑 2.04%。从 1-9 月累计值来看，上海市星级饭店平均房价 739.12 元，同比上涨 1.06%；平均出租率为 62.13%，同比下滑 3.40pct。综合来看 2019 年 1-9 月上海星级酒店 RevPAR 为 459.22 元，同比下滑 5.83%。

上海五星级酒店 9 月平均房价 980.68 元，同比下滑 0.68%，对应出租率为 67.54%，同比下滑 0.73pct。综合来看 9 月上海五星级 RevPAR 值 662.35 元，同比下滑 1.74%。从 1-9 月累计值来看，平均房价为 947.56 元，同比下滑 1.44%，对应出租率为 67.92%，同比下滑 1.17pct。综合来看 2019 年 1-9 月上海五星级酒店 RevPAR 值 643.58 元，同比下滑 3.11%。

图 16: 上海星级酒店 RevPAR 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 上海五星级酒店 RevPAR 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

出境游: 出国游保持快速增长, 内地访港游客持续下滑

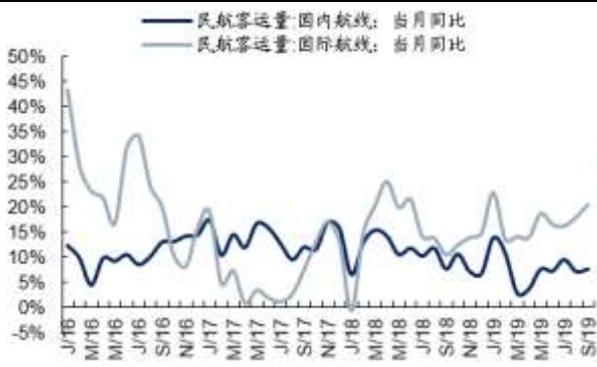
航空客运方面，2019 年 9 月共完成旅客运输量 5475.3 万人次，同比增长 8.9%，增速较上月 (+8.3%) 继续提升。其中国内、国际航线分别完成客运量 4869.4 万人、605.9 万人，同比增长 7.6%、20.5%，国际航线增速较上月 (+18.0%) 提升 2.5pct。今年三季度，民航全行业共完成旅客运输量 1.75 亿人次，同增 9.2%，增速较去年同期下降 1.2pct。1-9 月国内航线客运量累计同增 7.8%，国际航线客运量累计同增 17.2%，较去年同期增速 (+15.2%) 提升 2.0pct。

图 18: 国际航线客运量 2019 年 9 月同比增长 20.5%



资料来源: Wind、中国民航局, 国信证券经济研究所整理

图 19: 国际航线客运量 18 年以来增速高于国内航线



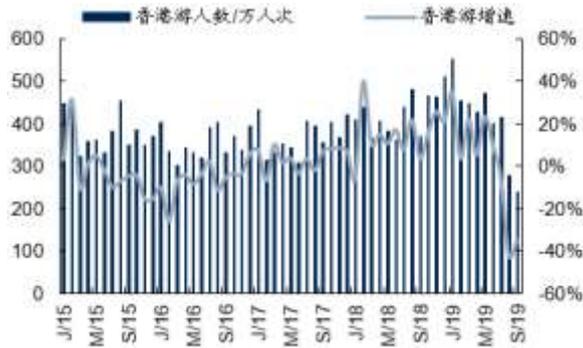
资料来源: Wind、中国民航局, 国信证券经济研究所整理

港澳游方面，受香港动乱影响，9 月赴港游客仅为 241.3 万人次，同比下滑 35.0%，继 8 月同比下滑 42.3%后，游客数量持续大幅同比下降；9 月份赴澳人数为 192.5 万人次，同比增长 5.7%(8 月+4.7%)，预计部分受香港事件影响。

出国游方面，在去年相对低基数以及香港替代效应影响下，9 月赴日游客达 81.9

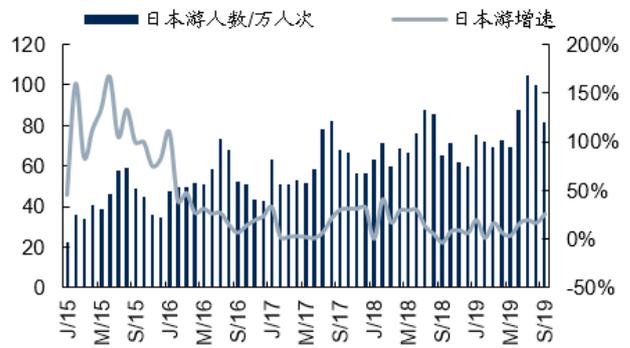
万人次,同比增长 25.5%,较 8 月增速 16.3%进一步提高;9 月赴泰游客为 85.2 万人次,同比增长 31.6%,低基数基础上增速大幅提升;9 月赴韩旅客 54.1 万人次(距离萨德前水平仍有一定提升空间),同比增长 24.6%,仍然维持高增长。

图 20: 9 月赴香港旅游人数同比减少 35.0%



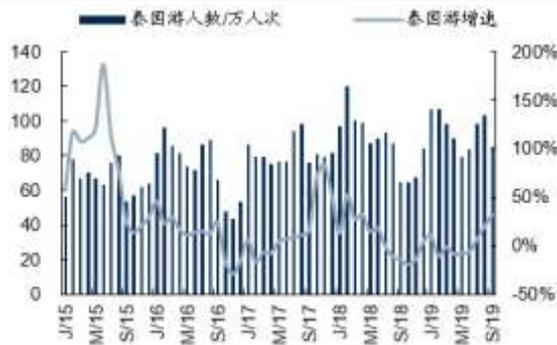
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 21: 9 月赴日旅游人数同比增长 25.5%



资料来源: 日本国家旅游局, 国信证券经济研究所整理

图 22: 9 月赴泰旅游人数同比增长 31.6%



资料来源: 泰国旅游体育部, 国信证券经济研究所整理

图 23: 9 月赴韩旅游人数同比增长 24.6%

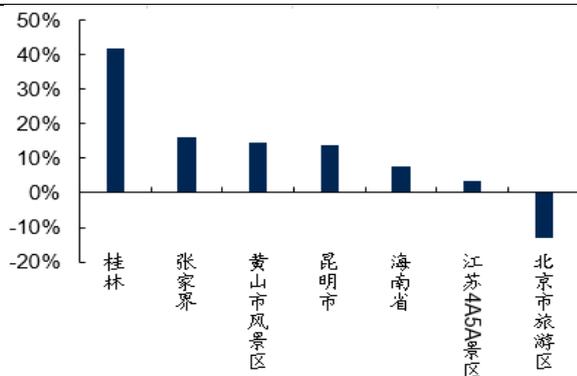


资料来源: 韩国旅游发展局, 国信证券经济研究所整理

国内游: 重点旅游区域 9 月数据跟踪, 各地表现稍有分化

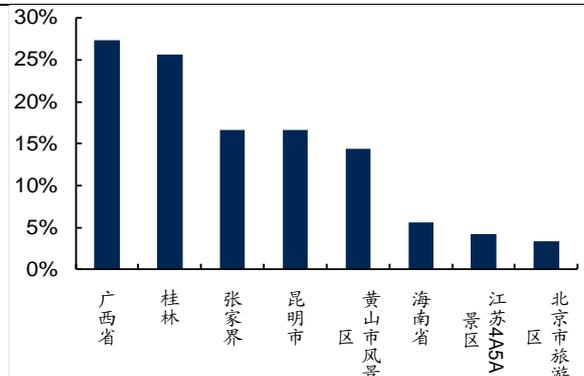
9 月单月,桂林接待国内游客 1606.72 万人次,同比增长 41.61%;张家界接待国内游客 502.17 万人次,同比增长 15.87%;黄山市风景区接待国内外游客 607.12 万人次,同比增长 14.50%;昆明市接待国内游客 1359.81 万人次,同比增长 13.89%;海南省接待国内外游客 494.73 万人次,同比增长 7.80%;江苏 4A5A 景区接待国内外游客 5018.18 万人次,同比增长 3.50%;北京市旅游区接待国内游客 2451.70 万人次,同比下降 13.11%;

图 24: 2019 年 9 月部分旅游城市国内游人数增长情况



资料来源: 国家旅游局、各地旅游局, 国信证券经济研究所整理
注释: 黄山市风景区、江苏 4A5A 景区为国内外游客数, 海南省为国内过夜游客数

图 25: 2019 年 1-9 月部分旅游城市客流累计增长情况



资料来源: 国家旅游局、各地旅游局, 国信证券经济研究所整理
注释: 黄山市风景区、江苏 4A5A 景区为国内外游客数, 海南省为国内过夜游客数

从 1-9 月的累计变化来看，**广西省**接待国内游客 6.65 亿人次，累计同比增长 27.30%；**桂林**接待国内游客 1.02 亿人次，累计同比增长 25.60%；**张家界**接待国内游客 4159.86 万人次，累计同比增长 16.60%；**昆明市**接待国内游客 1.30 亿万人次，累计同比增长 16.60%；**黄山市风景区**接待国内外游客 5763.51 万人次，累计同比增长 14.40%；**海南省**接待国内过夜游客 4547.42 万人次，累计同比增长 5.60%；**江苏 4A5A 景区**接待国内外游客 4.77 亿人次，累计同比增长 4.20%；**北京市旅游区**接待国内游客 2.42 亿人次，累计同比增长 3.33%。

餐饮：2019 年 9 月餐饮收入同增 9.4%，整体增势平稳

根据国家统计局公布的相关数据，**9 月社会消费品零售总额中餐饮收入为 3770.2 亿元，同比增长 9.4%（8 月+9.7%），增速整体平稳**；限额以上企业餐饮收入为 814.5 亿元，同比增长 7.1%（8 月+7.6%）。2019 年 1-9 月社会消费品零售总额中餐饮收入为 32564.8 亿元，同比增长 9.4%；限额以上企业餐饮收入为 6862.1 亿元，同比增长 7.3%，**大众消费增速仍好于限额以上增长情况**。

图 26：2019 年 9 月餐饮收入同比增长 9.4%



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理
 注释：1-2 月国家统计局合并计算增速，故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

图 27：2019 年 9 月限额以上餐饮收入同比增长 7.1%



资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理
 注释：1-2 月国家统计局合并计算增速，故图中 1 月、2 月增速用当年 1-2 月累计增速代替。

博彩：10 月澳门博彩收入继续承压，同比下降 3.2%

2019 年 10 月，澳门博彩毛收入为 264.4 亿澳门元，同比下降 3.2%，增速持续承压。1-10 月累计博彩毛收入为 2467.4 亿澳门元，同比下降 1.8%。我们预计澳门博彩收入短期受宏观经济及香港事件影响仍有一定压力。

图 28：2019 年 10 月澳门博彩赌收同比下降 3.2%



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险；
国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；
收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 收盘价 19-11-14 | EPS | | | PE | | | PB |
|----------|----------|----------|-----------------|------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| | | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 |
| 300144 | 宋城演艺 | 买入 | 29.38 | 0.89 | 0.93 | 0.99 | 33.16 | 31.63 | 29.80 | 5.04 |
| 601888 | 中国国旅 | 买入 | 84.72 | 1.59 | 2.39 | 2.62 | 53.45 | 35.38 | 32.29 | 10.19 |
| 002607 | 中公教育 | 增持 | 20.35 | 0.19 | 0.28 | 0.38 | 108.86 | 73.92 | 53.38 | 42.49 |
| 000796 | 凯撒旅游 | 增持 | 7.36 | 0.24 | 0.21 | 0.28 | 30.44 | 34.33 | 26.35 | 2.67 |
| 603043 | 广州酒家 | 买入 | 33.17 | 0.95 | 1.11 | 1.36 | 34.92 | 30.00 | 24.47 | 6.87 |
| 600258 | 首旅酒店 | 买入 | 17.91 | 0.87 | 0.82 | 0.96 | 20.64 | 21.93 | 18.66 | 2.17 |
| 600754 | 锦江酒店 | 买入 | 22.70 | 1.13 | 1.05 | 1.26 | 20.09 | 21.63 | 18.03 | 1.72 |
| 000888 | 峨眉山A | 增持 | 6.24 | 0.40 | 0.44 | 0.46 | 15.71 | 14.33 | 13.62 | 1.39 |
| 603136 | 天目湖 | 增持 | 26.45 | 1.29 | 1.46 | 1.76 | 20.50 | 18.12 | 15.03 | 3.72 |
| 600054 | 黄山旅游 | 增持 | 8.95 | 0.78 | 0.53 | 0.57 | 11.48 | 16.85 | 15.57 | 1.60 |
| 002707 | 众信旅游 | 增持 | 5.64 | 0.04 | 0.27 | 0.33 | 137.56 | 21.15 | 17.33 | 2.34 |
| 002621 | 美吉姆 | 增持 | 11.61 | 0.05 | 0.28 | 0.34 | 217.43 | 41.18 | 34.65 | 5.71 |
| 300662 | 科锐国际 | 增持 | 29.59 | 0.65 | 0.81 | 1.01 | 45.26 | 36.65 | 29.42 | 7.32 |
| 600138 | 中青旅 | 买入 | 11.79 | 0.83 | 0.84 | 0.94 | 14.28 | 14.10 | 12.50 | 1.39 |
| 002159 | 三特索道 | 买入 | 11.89 | 0.97 | 0.07 | 0.39 | 12.24 | 181.97 | 30.26 | 1.72 |
| 000978 | 桂林旅游 | 增持 | 5.13 | 0.22 | 0.16 | 0.25 | 22.98 | 32.54 | 20.50 | 1.18 |
| 002033 | 丽江旅游 | 增持 | 5.86 | 0.35 | 0.28 | 0.31 | 16.80 | 21.16 | 18.92 | 1.32 |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032