

关注低估值业绩拐点 坚守绩优行业龙头

——餐饮旅游行业 2020 年投资策略报告

分析师： 杨旭

SAC NO: S1150519110001

2019 年 12 月 10 日

证券分析师

杨旭
022- 28451879
yangxu@bhqz.com

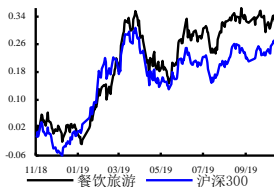
子行业评级

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
宋城演艺	增持
锦江酒店	增持
凯撒旅游	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，景区行业短期仍受门票降价影响

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%，增速较去年同期有小幅下滑。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》，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。

● 出境游市场受香港影响，关注明年奥运会带动作用

2019 年上半年我国出境旅游人数约 8129 万人次，同比增长 14%，增速基本与去年同期持平。上半年港澳台仍是出境游市场主要驱动力，但下半年赴港游客数量有明显下滑，7 月同比减少 5.5%，8 月同比减少 42.3%，预计 19 年出境游数据也将受到一定冲击。2020 年将迎来东京奥运会，日本历来是我国出境游重要目的地之一，并且日本于今年 7 月 30 日起简化了部分游客申请签证流程，预计明年有望迎来赴日旅游将迎高峰。

● 离岛免税表现持续强劲，市内免税店有望成为新驱动力

得益于政策的进一步放开以及新增免税店的带动作用，今年以来海南离岛免税销售保持强劲增势，据统计截至今年 11 月底，海南离岛免税实现销售额销售金额 128.86 亿元，与上年同期相比增长 34.08%；购买旅客 328.66 万人次，与上年同期相比增长 20.10%。行业龙头中国国旅在市内免税店也有所斩获，今年陆续在青岛、厦门、大连、北京和上海恢复了市内免税店运营。目前，市内免税店仅向即将离境的境外游客提供服务，国人市内免税店政策仍有诸多限制，未来如果能争取到国人免税政策将有望为公司带来新的业绩增长点。

● 酒店数据增长承压，中端酒店扩张仍是趋势

今年以来有限服务酒店龙头华住、如家和锦江 RevPAR 均呈现下滑趋势，虽然中高端酒店占比提升使得平均房价有所上升，但平均出租率的下滑导致 RevPAR 难以维持高增速。截至 2018 年底，我国中端酒店市场规模达到了 6036 家，同比增长 71.53%，增速远高于中端酒店。但是由于中端酒店在我国的发展刚刚起步，仅占有限服务酒店整体数量 14.23%，未来仍有较大增长空间。三大酒店集团作为行业龙头具备一定品牌优势，在中端酒店市场中也处于领先地位。

● 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：1) 坚守逻辑清晰且业绩确定性强的免税行业；2) 关注估值处于相对低点且业绩具备较大弹性的酒店行业龙头；3) 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；4) 明年将迎来日本奥运会，作为我国出境游主要目的地之一的日本市场有望迎来爆发，建议关注相关公司。综上，我们推荐中国国旅（601888）、锦江股份（600754）、宋城演艺（300144）以及凯撒旅游（000796）。

● 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 上半年国内游 30.8 亿人次，节假日增速小幅下滑	5
1.2 景区行业短期仍将受门票降价影响	6
2. 出境游市场受香港影响，关注明年奥运会带动作用	6
2.1 上半年出境游同增 14%，7 月起赴港游客同比大幅减少	6
2.2 京沪出国游同比减少，二三线城市仍有较大空间	7
2.3 前三季度国际航线客运量同比增长 17.15%	8
3. 离岛免税表现持续强劲，市内免税店有望成为新驱动力	9
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	9
3.2 出境免税店出台招标新政，进一步规范行业竞争	9
3.3 中国国旅机场和市内店齐头并进	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 期待海免注入上市公司，海口免税城助力国旅深耕离岛免税	13
4. 上酒店数据增长承压，中端酒店扩张仍是趋势	14
4.1 今年以来有限服务酒店数据增速不及预期	14
4.2 中端酒店驶入快车道，三大酒店集团具备先行优势	16
4.3 行业集中度呈上升趋势，酒店连锁化率仍有进步空间	17
5. 行业涨跌幅位于前列，估值仍处于较低位置	19
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: 2008-2019H1 中国出境游人数和增速	7
图 3: 2019 年上半年出境游目的地数据	7
图 4: 近期北京市出国游情况 (万人)	8
图 5: 近期上海市出国游情况 (万人)	8
图 6: 近期浙江省出国游情况 (万人)	8
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)	12
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)	14
图 12: 如家近年来 RevPAR 变动趋势	15
图 13: 华住近年来 RevPAR 变动趋势	15
图 14: 锦江股份国内酒店 RevPAR 和变化趋势	15
图 15: 三大酒店集团近年来新开业酒店数量情况	16
图 16: 三大酒店集团近年来储备酒店数量情况	16
图 17: 2013-2018 年经济型酒店增长情况	16
图 18: 2013-2018 年中端酒店增长情况	16
图 19: 2018 十大中端酒店品牌市占率	17
图 20: 三大酒店集团中高端酒店数量	17
图 21: 三大酒店集团中高端酒店占比情况	17
图 22: 全国酒店数量与连锁酒店数量对比	18
图 23: 2017 中国 10 大酒店集团在连锁酒店市场占有率	18
图 24: 2018 中国 10 大酒店集团在连锁酒店市场占有率	18
图 25: 行业年初至今涨跌排行	19

表 目 录

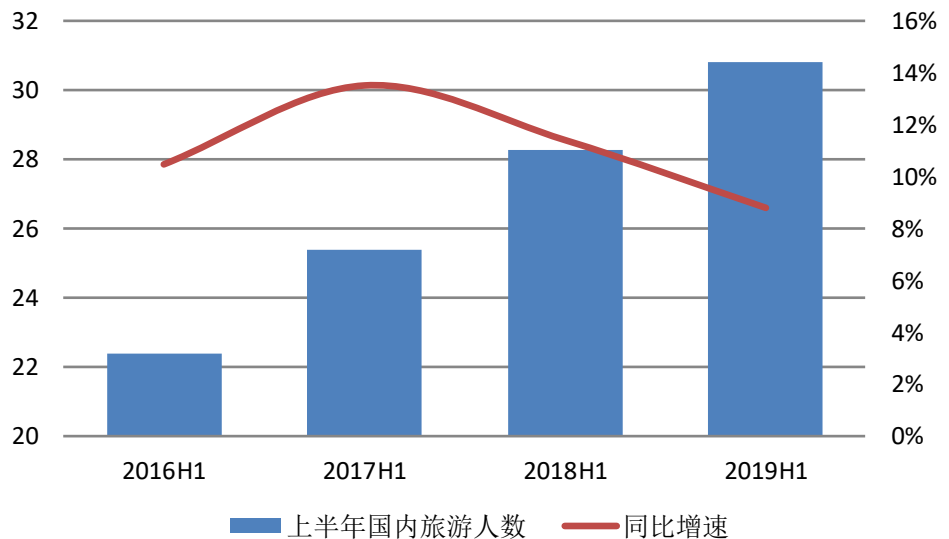
表 1: 2019 年主要假期旅游数据情况	5
表 2: 已经进行门票降价的主要景区	6
表 3: 进口商品税率汇总	9
表 4: 《口岸出境免税店管理暂行办法》主要内容汇总	9
表 5: 中国国旅近年来机场布局情况	10
表 6: 中国国旅近年来市内免税店布局情况	10
表 7: 海南离岛免税政策调整情况	11
表 8: 海南新开市内免税店情况	12
表 9: 海口免税城规划内容	14
表 10: CS 餐饮旅游行业内个股涨跌幅	19

1. 旅游数据平稳增长

1.1 上半年国内游 30.8 亿人次，节假日增速小幅下滑

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%，增速较去年同期有小幅下滑。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整体平稳发展。

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，国内黄金周增速均较去年同期有小幅回落。其中，春节假期接待游客 4.15 亿人次，同比增长 7.6%，实现旅游收入同比增长 8.2%；国庆假期接待国内游客 7.82 亿人次，同比增长 7.81%；实现国内旅游收入 6497.1 亿元，同比增长 8.47%。其他小长假方面，清明假期共接待游客 1.12 亿人次，同比增长 10.9%，五一假期接待游客 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 13.7%、16.1%、8.6%、8.7%。

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%	6497.1	6000.0	8.2%
清明	1.12	1.01	10.9%	1370.0	1270.0	13.7%
五一	1.95	1.72	13.7%	1610.0	1400.0	16.1%
端午	0.96	0.89	7.7%	860.0	790.0	8.6%
中秋	1.05	0.98	7.6%	870.0	800.0	8.7%

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%
国庆	7.82	7.26	7.81%	6497.1	5990.8	8.47%

资料来源：公开资料，渤海证券

1.2 景区行业短期仍将受门票降价影响

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

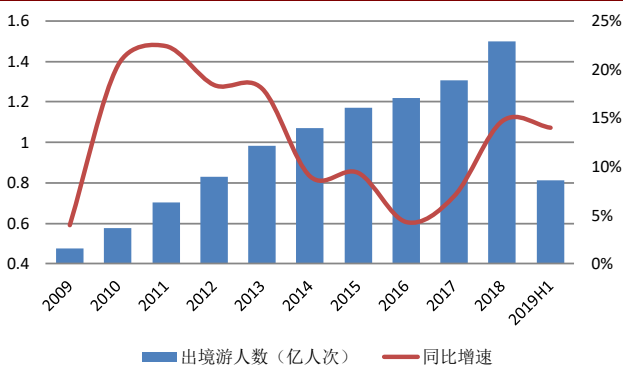
资料来源：公开资料，渤海证券

2. 出境游市场受香港影响，关注明年奥运会带动作用

2.1 上半年出境游同增 14%，7 月起赴港游客同比大幅减少

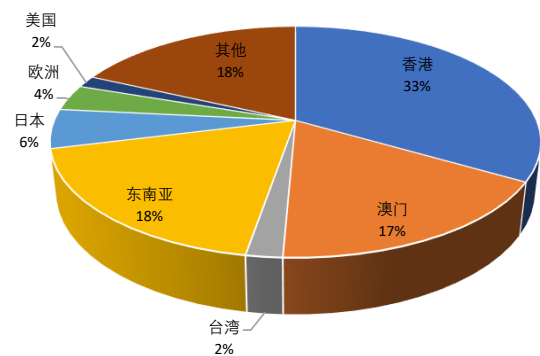
2018 年中国公民出境旅游人数为 14972 万人次，比上年同期增长 14.7%，增速为近 5 年最高；2019 年上半年我国出境旅游人数约 8129 万人次，同比增长 14%，增速基本与去年同期持平。今年上半年港澳台仍是出境游市场主要驱动力，前 6 月内地赴港游客 2757.4 万人次（+16.4%），赴澳门游客 1431.5 万人次（+22.3pct），赴台游客达 167.7 万人次（+27.7%）。出国游方面，上半年赴日游客达 453.3 万人次（+11.7%），游客人数创历史新高；赴东南亚旅游人数约 1520 万人/+3.6%，增速较去年同期下降逾 20 个百分点；赴欧洲人数约 300 万人次/+7.4%；赴美国人数约 135.9 万人次，与前期基本持平。

图 2：2008-2019H1 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 3：2019 年上半年出境旅游目的地数据



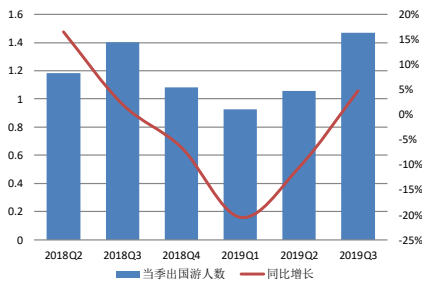
资料来源：中国产业信息网，渤海证券

作为出境游最大目的地的香港今年上半年保持了较高增速，但下半年以来受暴力行动的影响，7-8 月赴港游客同比大幅下滑，7 月同比减少 5.5%，8 月同比减少 42.3%，预计 19 年整体数据也将受到一定冲击。此外，2020 年将迎来东京奥运会，而日本也是我国出境游重要目的地之一，并且于今年 7 月 30 日起对部分单次赴日的中国旅游团体游客签证开启网上申请模式，预计明年有望迎来赴日旅游将迎高峰。

2.2 京沪出国游同比减少，二三线城市仍有较大空间

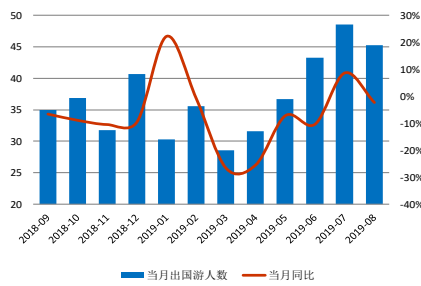
2019 年前三季度，北京市出国旅游达 345.59 万人次，同比减少 7.94%，仅三季度出国游人数同比增长；19 年前 8 月上海市出国游人次达到 299.82 万人次，同比减少 7.31%。综合来看，一线城市出国游市场继续呈现下滑态势，一方面是受经济下行影响，另一方面一线城市出境旅游市场趋近饱和，增长空间有限。其他主要省市方面，浙江省前 10 个月出国游人次达到 235.9 万人次，较去年同比增长 1.46%，仅 3 月和 8 月出国游客数量未能实现增长。可以看出，二线城市出国游增长情况和成长空间均要优于一线，未来有望成为出国游市场主要增长驱动力。

图 4: 近期北京市出国游情况 (万人)



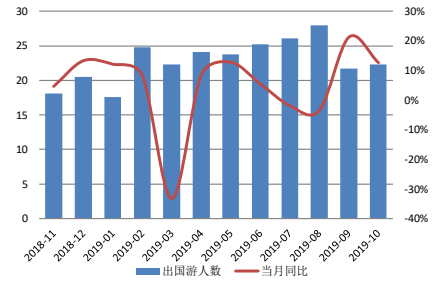
资料来源: 北京市统计局, 渤海证券

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)

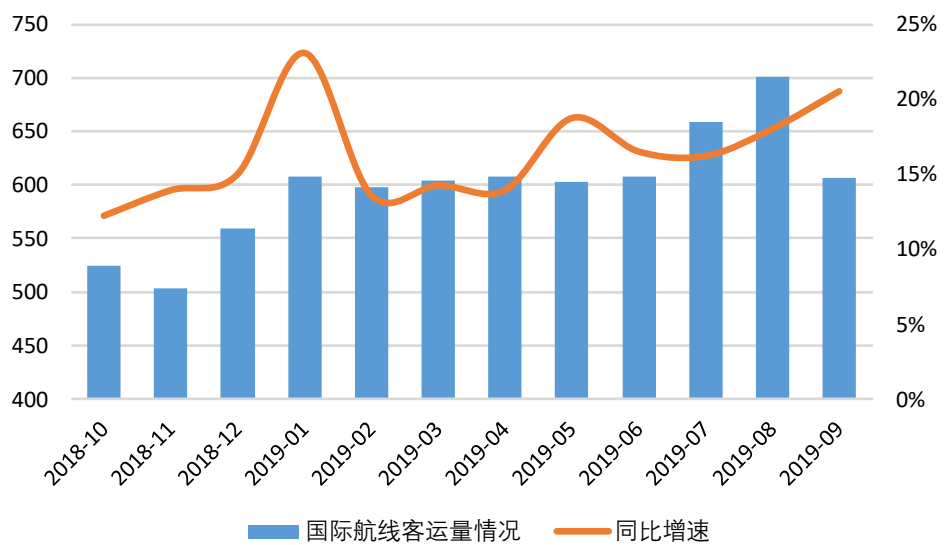


资料来源: 浙江省旅游局, 渤海证券

2.3 前三季度国际航线客运量同比增长 17.15%

国际航线方面, 今年前三季度我国国际航线民航客运量达到了 5,594.70 万人次, 较去年同期增长了 17.15%。其中, 三季度客运量 1966.1 万人次, 同比增长 18.22%, 较上半年情况有一定改善。

图 7: 国际航线民航客运量 (百万人)



资料来源: Wind, 渤海证券

3. 离岛免税表现持续强劲，市内免税店有望成为新驱动力

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

3.2 出境免税店出台招标新政，进一步规范行业竞争

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 中国国旅机场和市内店齐头并进

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

城市	时间	面积/开业情况	具体位置
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	辽宁大连市沙河口区新星·星海中心
北京	2019年5月	开业面积 513 平方米	朝阳公园路 6 号蓝色港湾购物中心 17 号楼
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名店仓

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

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进行了第五次调整，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。此次免税限额的调整是海南离岛免税额度的第三次调增，一方面是针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
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。
2019年11月	海南省药品监督管理局宣布进口非特殊用途化妆品实行告知性备案，审批时间由3至5个月缩短为5个工作日。

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

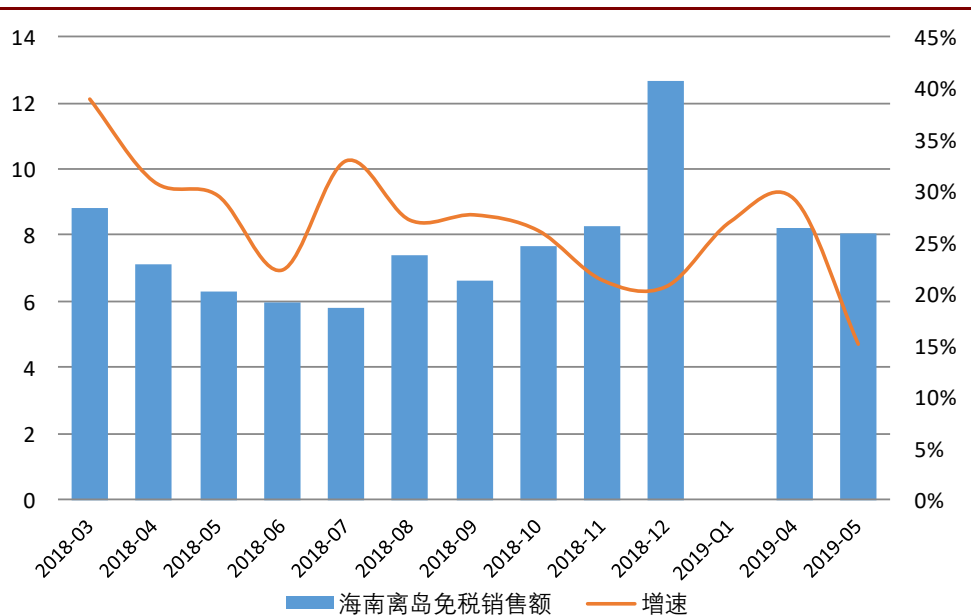
表 8: 海南新开市内免税店情况

	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

得益于政策的进一步放开以及新增免税店的带动作用，今年以来海南离岛免税销售保持强劲增势，据统计截至今年 11 月底，海南离岛免税实现销售额销售金额 128.86 亿元，与上年同期相比增长 34.08%；购买旅客 328.66 万人次，与上年同期相比增长 20.10%。其中，三亚海棠湾免税店销售免税品 98.06 亿元，海口美兰机场免税店销售免税品 22.67 亿元，海口日月广场免税店销售免税品 7.52 亿元，琼海博鳌东屿岛免税店销售免税品 0.60 亿元。

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

3.4 期待海免注入上市公司，海口免税城助力国旅深耕离岛免税

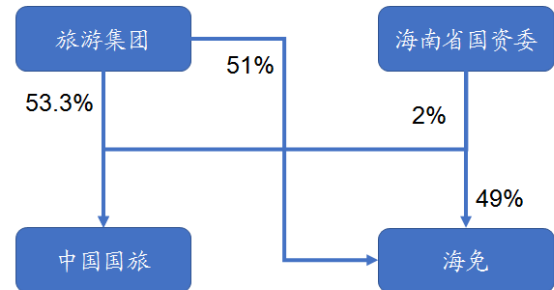
中国国旅于今年 2 月发布公告，公司控股股东中国旅游集团与海南省国资委关于国有股权无偿划转完成过户登记。本次股权划转完成后，旅游集团仍将持有公司 53.30% 的股份，海南省国资委持有公司 2.00% 股权；旅游集团持有海免公司 51% 股权，并开始启动注入上市公司程序。完成整合后，国旅将统一离岛免税牌照，在海南离岛免税的规模优势有望进一步巩固。

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

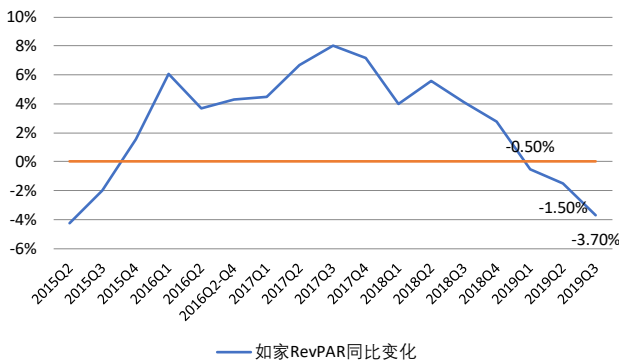
4. 上酒店数据增长承压, 中端酒店扩张仍是趋势

4.1 今年以来有限服务酒店数据增速不及预期

有限服务酒店方面, 主要酒店龙头华住、如家和锦江今年以来的 RevPAR 均呈现下滑趋势, 虽然中高端酒店占比提升使得平均房价有所上升, 但平均出租率的下

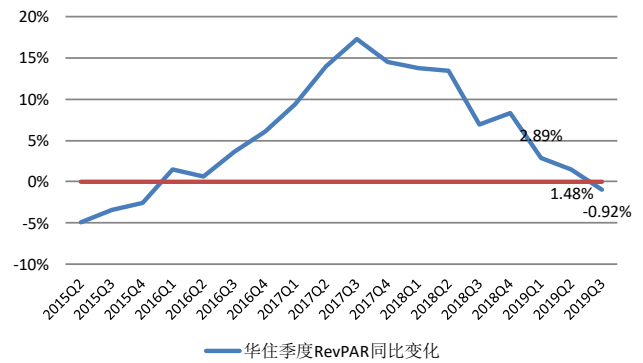
滑导致 RevPAR 增速下滑。具体来看，如家 2019 年前三季度 RevPAR 分别为 137 元、162 元、175 元，分别同比减少 0.5%、1.5%和 3.7%。华住 2019 年前三季度的 RevPAR 分别为 178 元、206 元和 215 元，同比变化 2.89%、1.48%和 -0.92%。

图 12: 如家近年来 RevPAR 变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

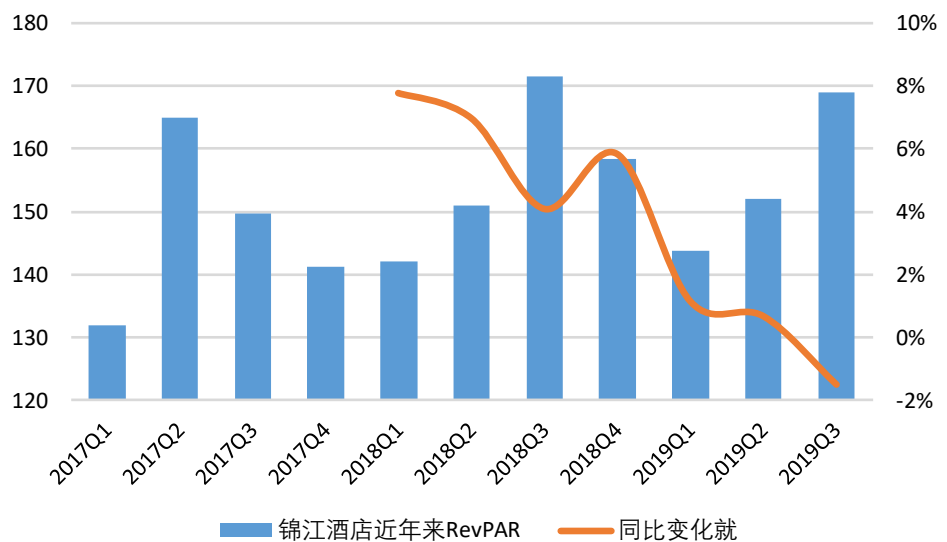
图 13: 华住近年来 RevPAR 变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券

锦江 19 年三个季度 RevPAR 为 143.78 元、152.13 元和 169.08 元，分别同比变化了 1.15%、0.68%和-1.49%，整体增速均低于去年同期。整体来看，三家龙头企业今年以来数据均有一定程度下滑。

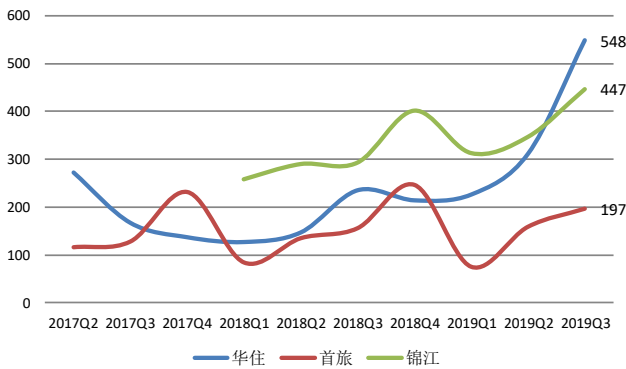
图 14: 锦江股份国内酒店 RevPAR 和变化趋势



资料来源: 公司公告, 渤海证券

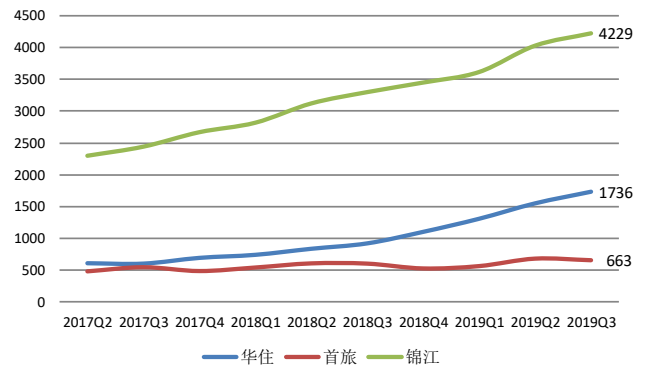
开业情况方面，2019 年三季度华住集团开业酒店 548 家、锦江开业 447 家、首旅开业 197 家。储备方面截至三季度末，锦江签约且未开业酒店 4299 家、华住为 1736 家、首旅为 663 家。在目前 RevPAR 增速承压的环境下，开店速度以及储备酒店数量是酒店企业业绩增长的一个主要指标。

图 15: 三大酒店集团近年来新开业酒店数量情况



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 16: 三大酒店集团近年来储备酒店数量情况

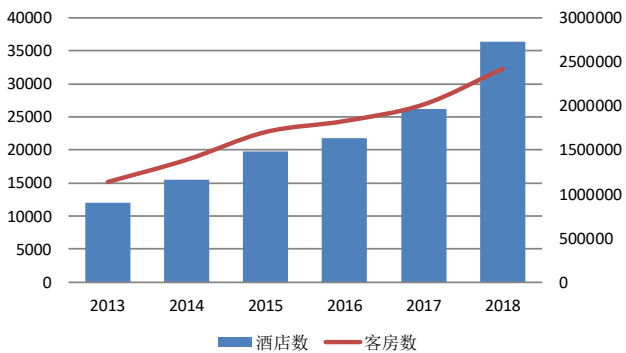


资料来源: 公司公告, 渤海证券

4.2 中端酒店驶入快车道, 三大酒店集团具备先行优势

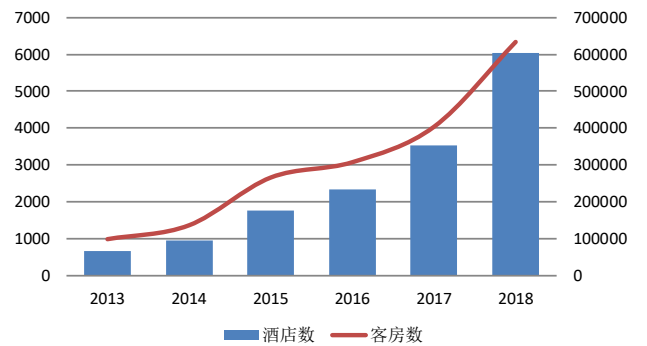
截至 2018 年底, 我国中端酒店市场规模达到了 6036 家, 同比增长 71.53%, 客房数量增长了 57.24%; 同期经济型酒店客房数量同比增长为 20.04%, 增速远低于中端酒店。经济型酒店的增速放缓叠加中端酒店发展驶入快车道, 使得中端酒店占有限服务酒店市场比例逐年提高, 至 2018 年达到 14.23%。

图 17: 2013-2018 年经济型酒店增长情况



资料来源: 中国饭店协会, 渤海证券

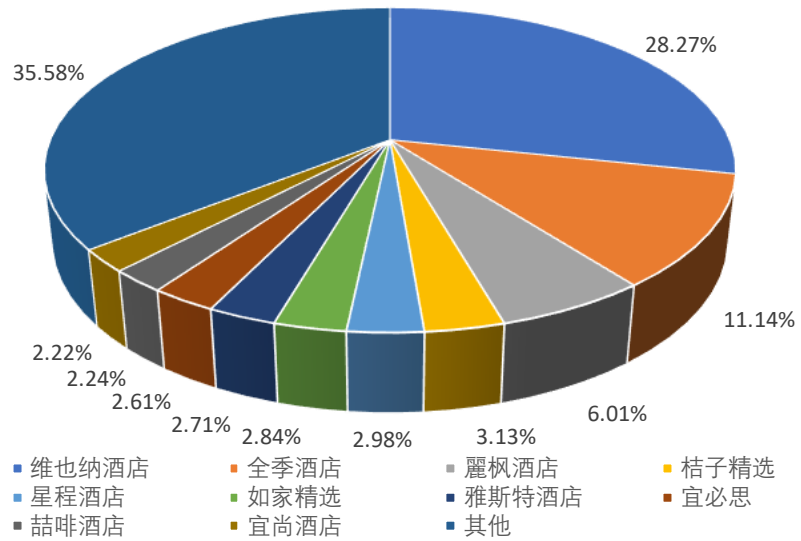
图 18: 2013-2018 年中端酒店增长情况



资料来源: 中国饭店协会, 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。2018 年, 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。

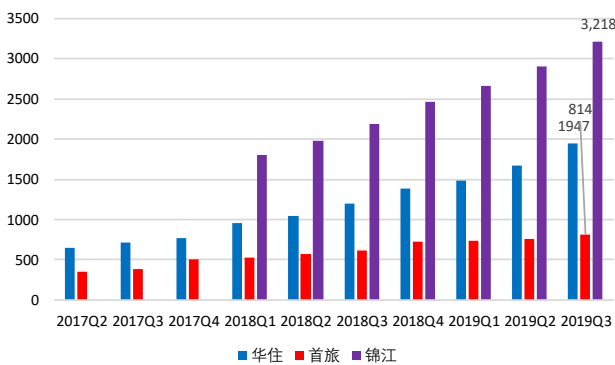
图 19: 2018 十大中端酒店品牌市占率



资料来源: 盈蝶资讯, 渤海证券

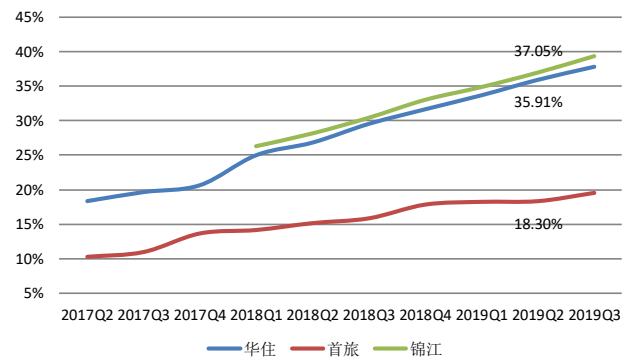
三大酒店集团作为行业龙头具备一定品牌优势, 在中端酒店市场中也处于领先地位。截至 19 年三季度, 锦江旗下中高端酒店共 3218 家, 华住拥有中高端酒店 1947 家, 首旅 814 家; 分别占各自酒店数量的 37.05%、35.91%和 18.30%。可以看出, 华住和锦江的中高端酒店数量占比均超过 35%, 且近几年呈现不断增长的趋势。

图 20: 三大酒店集团中高端酒店数量



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 21: 三大酒店集团中高端酒店占比情况



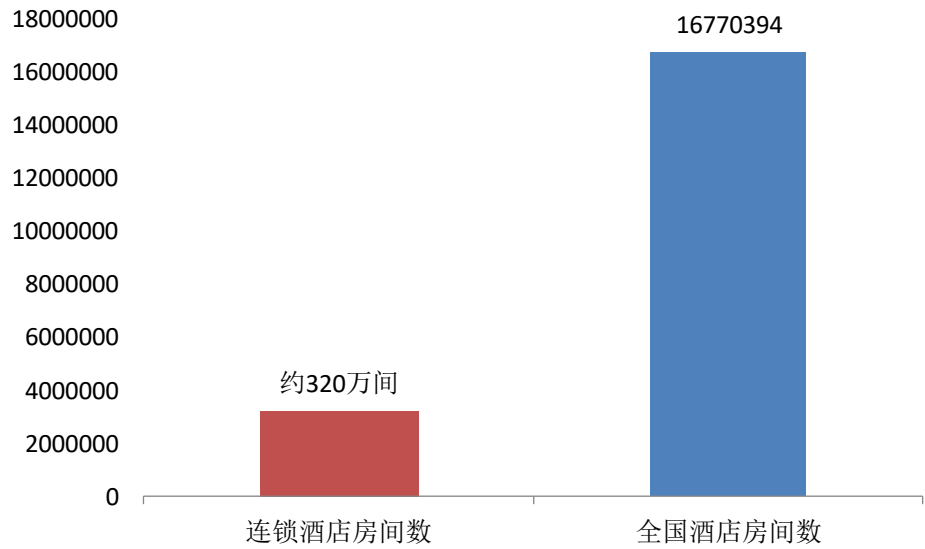
资料来源: 公司公告, 渤海证券

4.3 行业集中度呈上升趋势, 酒店连锁化率仍有进步空间

中国饭店协会和盈蝶咨询联合发布了《2019 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，目前我国连锁酒店的市场规模大致为 313 万间，而据测算连锁酒店仅占据我国酒店市场 19% 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。

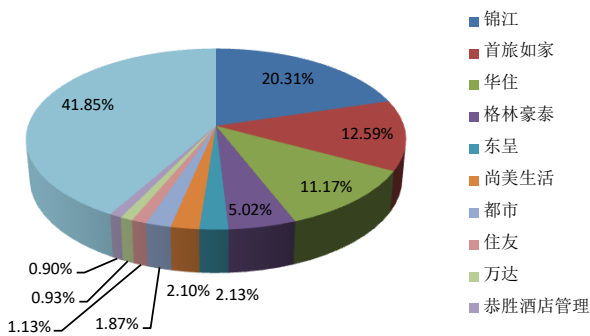
图 22: 全国酒店数量与连锁酒店数量对比



资料来源: 盈蝶资讯, 渤海证券

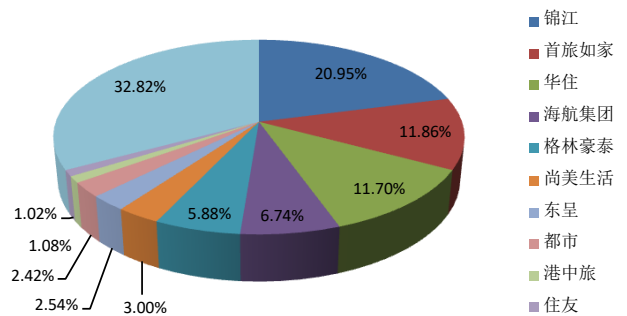
根据盈蝶咨询发布的《2018 中国酒店连锁发展与投资报告》统计，连锁酒店行业 CR10 的市场占有率在 17 年底为 67.18%，这与数据较 16 年增长了 9.03 个百分点。这一现象在一定程度上证明了连锁酒店行业的集中度正在提升，而龙头公司在由于在扩张中具备品牌效应，有望获得先行者效应。

图 23: 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 24: 2018 中国 10 大酒店集团在连锁酒店市场占有率

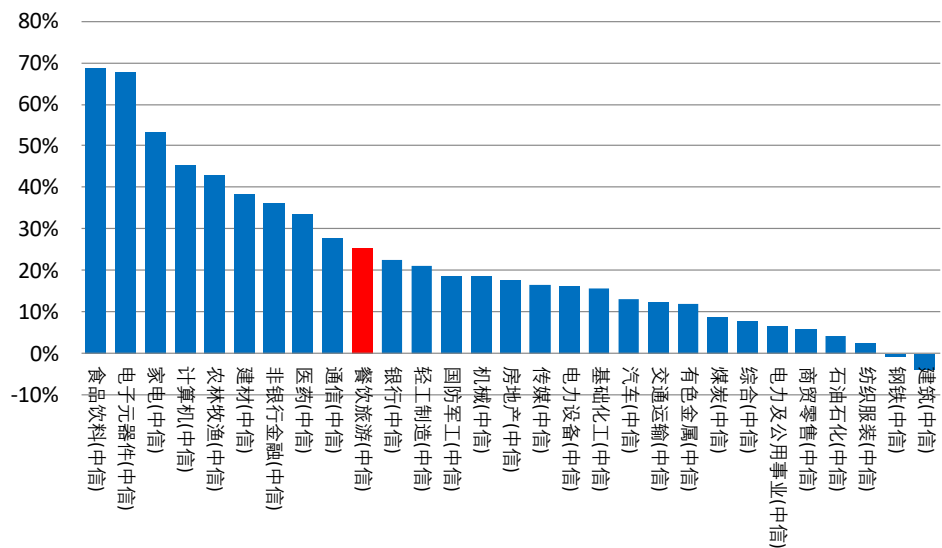


资料来源: 盈蝶资讯, 渤海证券

5.行业涨跌幅位于前列，估值仍处于较低位置

今年以来（截至到 2019 年 12 月 10 日），餐饮旅游板块整体上涨 25.35%，沪深 300 指数上涨 29.55%，行业跑输沪深 300 指数 4.2 个百分点，位列中信 29 个一级行业第十位。子板块中，景区上涨 15.63%，旅行社上涨 39.39%，餐饮下跌 2.07%，酒店上涨 10.04%。

图 25：行业年初至今涨跌排行



资料来源：Wind，渤海证券

个股方面，大连圣亚、中国国旅和宋城演艺涨幅居前，腾邦国际、三特索道和大东海 A 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 (%)
大连圣亚	55.72%	腾邦国际	-42.87%
中国国旅	47.92%	三特索道	-31.51%
宋城演艺	34.46%	大东海 A	-27.72%

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：1) 坚守逻辑清晰且业绩确定性强的免税行业；2) 关注估值处于相对低点且业绩具备较大弹性的酒店行业龙头；3) 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；4) 明年将迎来

日本奥运会，作为我国出境游主要目的地之一的日本市场有望迎来爆发，建议关注相关公司。综上，我们推荐中国国旅（601888）、锦江股份（600754）、宋城演艺（300144）以及凯撒旅游（000796）。

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

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

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
张山峰
+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
滕飞
+86 10 6810 4686

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

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

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
朱林宁
+86 22 2387 3123
张婧怡
+86 22 2383 9130

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
马丽娜
+86 22 2386 9129

金融工程研究

宋旻
+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

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

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