南京证券 NANJING SECURITIES

行业评级：推荐

社会服务：精选化趋势显著，关注免税/酒店/景区复苏

研　究　员　　杨妍

投资咨询证书号　S0620521100003

联 系 方 式　　025-58519170

邮　　箱　　yanyang @njzq.com.cn

目录：

1. 行业近况

2. 免税：离岛免税由独家垄断走向有限竞争

3. 酒店：龙头格局稳定，高端/豪华酒店兴起

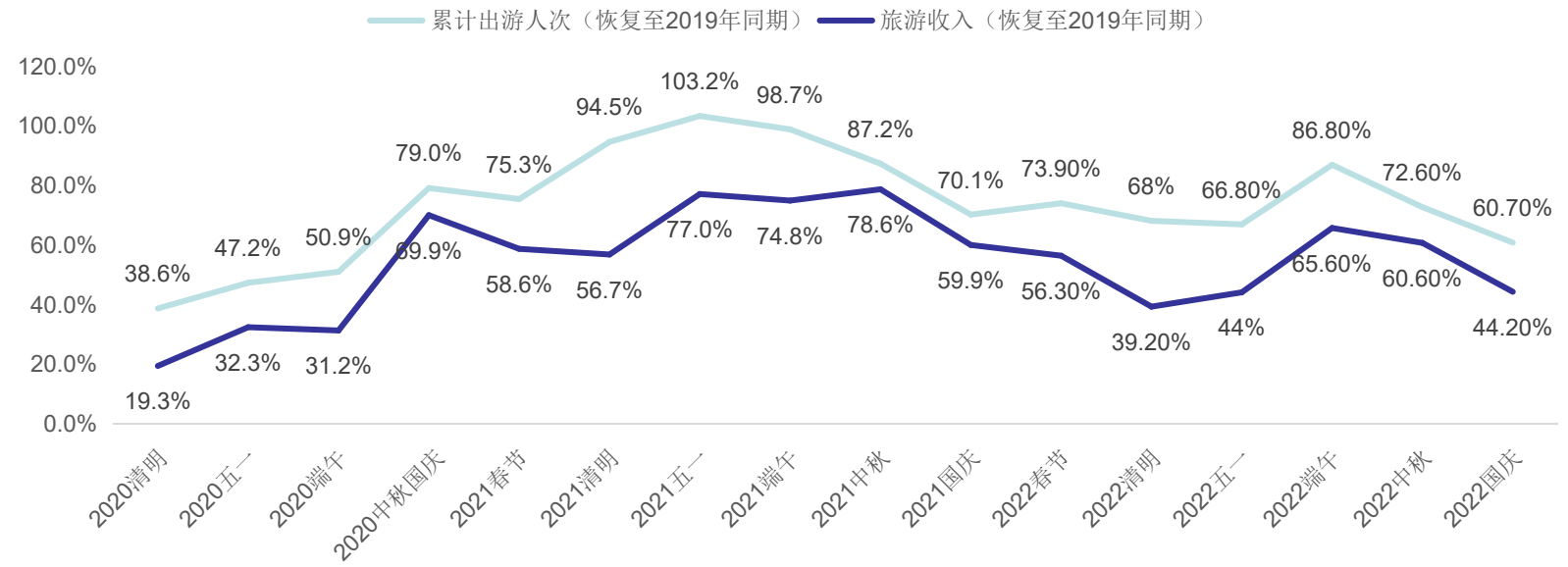
4. 景区：关注度假型旅游目的地

5. 投资建议

6. 风险提示

1.行业近况：疫情影响下国庆旅游恢复不及预期

图表1：2020年至今国内旅游数据



- **国庆旅游数据：**据文旅部数据，今年国庆国内出游人次约为4.2亿人/-18.2%，实现国内旅游收入2872.1亿元/-26.2%；今年国庆出游人次/旅游收入仅恢复至19年61%/44%，低于去年同期的70%/60%以及今年中秋的73%/61%，国庆出行人次及旅游收入表现较弱，主要系部分旅游城市在国庆期间突发疫情，游客临时取消或暂停行程，长线旅游市场受影响较为明显。国庆节假多地受到疫情扰动，其中包括几大旅游城市，天津、内蒙、深圳、云南、海南、新疆等地均有疫情扰动；叠加本地过节的倡导，旅游市场恢复不及预期。

- **周边游仍为主流：**据携程平台数据，本地游、周边游、短途游主导国庆假期旅游市场。国庆七天，本地、周边旅游订单占比达到65%，本地周边人均旅游花费较去年国庆增长近30%。数据显示，疫情影响下跨省游/省内跨市游比例下降14.4pct/9.5pct，前往城郊公园、城市周边乡村、城市公园的游客占比高达23.8%/22.6%/16.8%。

数据来源：文旅部，携程旅行，南京证券研究所

2.免税：政策推动免税发展

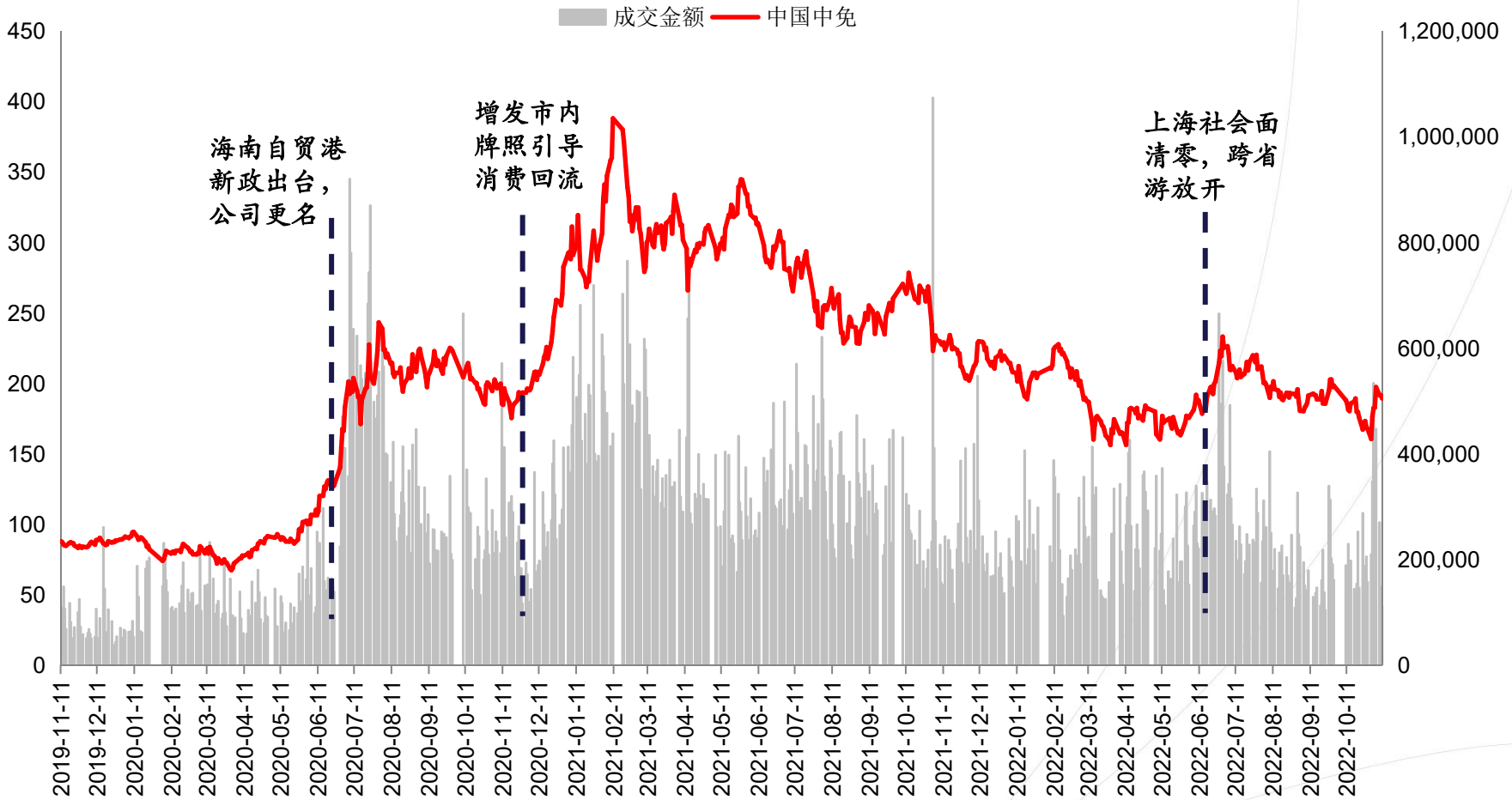
图表2：海南离岛免税政策发展

发布时间	政策对象	免税购物离岛次数	免税购物金额
2011.03	年满**18周岁，乘飞机离开**海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民	非岛内居民旅客每人每年最多2次，岛内居民旅客每人每年最多1次。	每人每次5000元，旅客在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买1件单价5000元以上的商品。
2012.10	将年满18周岁调整为年满**16周岁**		每人每次**8000**元，旅客在以“商品零售价格-剩余免税限额”计价缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买1件单价8000元以上的商品。
2016.01		对非岛内居民旅客取消购物次数限制	非岛内居民每人每年累计免税购物限额不超过**16000**元人民币，岛内不变。
2017.01	将**铁路离岛**旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策		
2018.11		对岛内居民旅客取消购物次数限制	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**30000元。**
2018.12	将**乘轮船离岛**旅客纳入离岛旅客免税购物政策		
2020.07			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**10万元，取消单件8000元限制。**

数据来源：南京证券研究所

2.免税：政策推动免税发展

图表3：中国中免近三年股价变化



数据来源：同花顺，南京证券研究所

2.免税：离岛免税由独家垄断走向有限竞争

图表4：海南离岛免税格局

	运营商	开业/预计开业时间	已有面积
中免	三亚凤凰机场	2020.12.30	800m2
	三亚凤凰机场二期	2021.12.31	5000m2
	三亚海棠湾	2014.09.01	建筑面积约12万m2，商业面积达7.2万m2
	三亚海棠湾一期2号地	**2023年元旦前**	总建筑面积约17.25万m2，免税部分7.65万m2
	日月广场	2019.01.19	2.2万m2
	美兰机场	2011.12.21	1.4万m2
	美兰机场T2	2021年底	1万m2
	博鳌	2019.01.19	4200m2
	海口免税城	**2022年10.28**	销售面积约15万m2
中出服		2020.12.30	1.5万m2
		2021.10.1	共计约4万m2
海旅投		2020.12.30	9.5万m2
海发控		2021.01.30	3000m2
		2021.08.30	3万m2
		——	6250m2
深免		2021.01.30	2.5万m2
		2022年底	新增约2万m2
		——	共计10万m2

图表5：三亚免税店分布



图表6：海口免税店分布



数据来源：南海网，央视网，光明网，公司公告，南京证券研究所

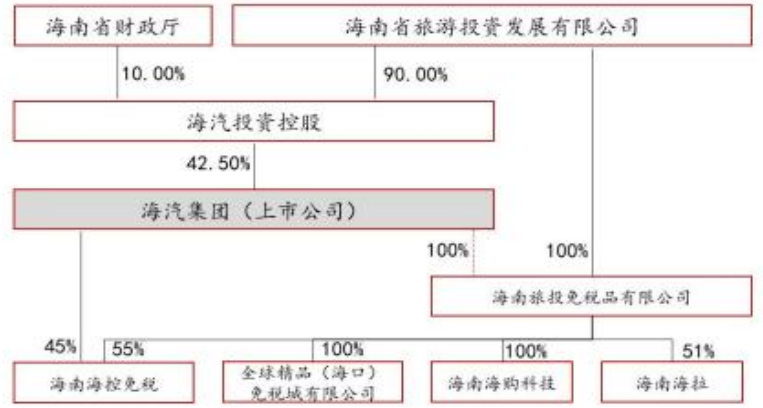
2.免税：离岛免税由独家垄断走向有限竞争

- **海南离岛免税运营主体扩容：**2021年是离岛免税由独家垄断走向有限竞争的元年，海南本土免税零售商海旅投和海发控于2020年下半年取得免税经营牌照；从销售情况来看，中免仍然是一家独大（市场份额85%左右），海旅、海控经营规模相对靠前，排名第二、第三位，21年两家公司基本处于亏损状态，22Q1海旅实现一定盈利（利润率4.5%）、海控基本盈亏平衡。

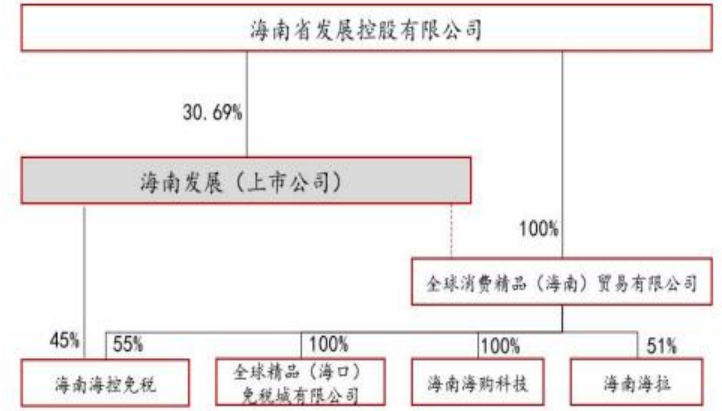
- **新入局者和中免仍有较大差距：**整体来看，海旅免税Q1净利润率水平为4.5%左右，虽转正但仍然维持较低水平（同时期中免净利润率水平达17-18%），两者盈利能力相差较大，充分反映出了各自在供应链、品类、物业成本等方面的差距。21年海控日月店营收大约在17亿元左右，仅为中免日月店的28%左右；中免在产品种类（中免日月店拥有400个品牌，而海控店为300个品牌）、畅销品库存充足率方面超过海控日月广场店，在同样地理位置和外部环境下，中免的经营效率显著高于海控免税。

- **盈利诉求持续增强：**海旅免税目前作为海南免税销售规模排名第二的企业，其低个位数的盈利水平也很大程度上限制了其未来进一步扩大折扣促销的可能。从理性经营角度，在度过早期求生存的阶段之后，海旅和海控的门店会从追求收入量增转向追求合理盈利（保持利润5%-10%利润率水平是理性诉求），尤其是考虑到海南政府积极谋求免税业务的资本化运作，盈利诉求将持续增强。

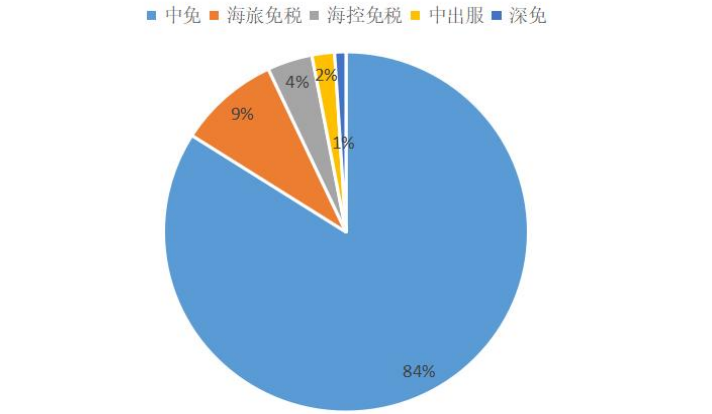
图表7：海气集团免税业务股权结构关系



图表8：海南发展免税业务股权结构关系



图表9：2022Q1海南离岛免税市场份



数据来源：同花顺，南京证券研究所

2.免税：中免盈利能力分析

- **收入端：**22H1 公司实现营收 276.51 亿元，同减 22.17%，主要是上半年国内疫情多点散发、多地频发及上海物流网点临时关闭，对公司线上线下销售业务带来了较大冲击。分季度看，22Q1/Q2 分别实现营收 167.82/108.68 亿元，同减7.45%/37.51%。

- **毛利率：**22H1 公司实现毛利率 33.98%，同减 4.35pct；主营业务毛利率较去年下半年环比提高 5.5 pct，并持续保持稳定。分季度看，公司 22Q1/Q2 毛利率基本持平，分别为 34.00%/33.96%，分别同减 5.11/3.57pct。22Q2 在疫情影响下，公司毛利率实现环比 Q1 持平，我们认为或主要由于 1）公司主动优化采购条款，2）积极采取精准营销策略，品类结构持续优化。

- **净利率：**22H1 实现归母净利润 39.38 亿元，同减 26.52%，实现扣非归母净利润 39.28 元，同减 25.40%。①分季度看，公司 22Q1/Q2 实现归母净利润 25.63/13.74 亿元，同减 10.02%/45.25%。②分渠道看，三亚市内免税店归母净利润 24.58 亿元，同减 3.94%，占公司归母净利润比例 62.41%，同增 14.67pct；海免公司归母净利润 1.82 亿元，同减 64.33%，占公司归母净利润比例 4.63%，同减 4.91pct。③归母净利率 14.24%，同减 0.84pct，其中 22Q1/Q2归母净利率分别为 15.27%/12.65%，同减 0.44/1.79pct。

图表10：中国中免营收情况



图表11：中国中免2018-2022Q1单季度毛利率情况



图表12：中国中免净利率情况



数据来源：公司公告，南京证券研究所

2.免税：长期仍有增长空间

- **中免完成港股发行，规划全球布局：**公司于今年八月下旬成功完成了港股的发行，募集资金162亿港币，为近一年多以来港股最大的IPO。未来公司也将深化全球布局，主要目标是紧跟国人的步伐，将境外热门旅游目的地销售做大做强，同时通过会员体系在境外做一些线上销售，进一步提升增量；近年来新的机场合作也在布局中。

- **新海港免税城项目即将落地：**海口国际免税城计划10月28日开业（销售面积约15万m2；三亚海棠湾2014.09.01开业，建筑面积约12万m2，商业面积达7.2万m2）；800多个品牌确认入驻，落位已经超过了90%。作为全球最大的单体免税店，海口国际免税城在旅游零售业务中，打造了近4000平方米的高奢通体主力店，将首次引进轩尼诗、卡慕、上下、宝诗龙等多家旅游零售渠道品牌复合业态；珠宝腕表品类引进了卡地亚（Cartier）、梵克雅宝（Van Cleef & Arpels）、江诗丹顿（VACHERON CONSTANTIN）等50多家全球一线腕表珠宝品牌，包括部分国内目前仍是空白的品牌首店；还设立了单层面积达3万平方米的全球零售面积最大、品牌最全的香化世界，囊括了香奈儿、迪奥、雅诗兰黛等头部护肤品牌。中免对新海港项目预期较高，预计未来2-3年收入有望超越三亚海棠湾项目。

- **全岛入驻品牌数量及经营面积快速提升：**9月底王府井国际免税港获批，预计将于2023年1月开业，经营面积10.25万平方米，正在开展装修和备货；两家离岛免税店开业后，海南离岛免税店经营面积将增加一倍以上，由现有的22万平米增加到52万平方米。2011年离岛免税发展之初三亚离岛免税店经营的国际品牌仅100个，商品主要集中在香化；目前海南离岛免税店进驻品牌数量已超过1500个，集合数10家全球品牌旗舰店，其中雅诗兰黛、卡地亚、宝格丽等20多个品牌单店销售位列全球第一。离岛免税的吸引力也在逐渐提升。

- **海南“邮寄送达”、“返岛提取”政策提升免税购物便利性：**截至目前，海南已保障邮寄送达免税品金额74.2亿元，惠及购物旅客148.2万人次，岛内居民返岛提取16.8亿元，惠及购物旅客15.9万人次。2019年以来，全岛离岛免税销售规模实现了大幅度的增长，2021年销售达到高峰，全年离岛免税销售超过600亿元；2021年约有1/2的进岛旅客进入免税店，1/6的进岛旅客参与购物。免税品销售逐渐成为支撑海南消费增长的重要力量；2021年免税品销售占全省旅游收入的1/2，进口免税商品占全省进出口总额的1/3，免税销售额达到全省社会销售消费品零售总额的1/4。

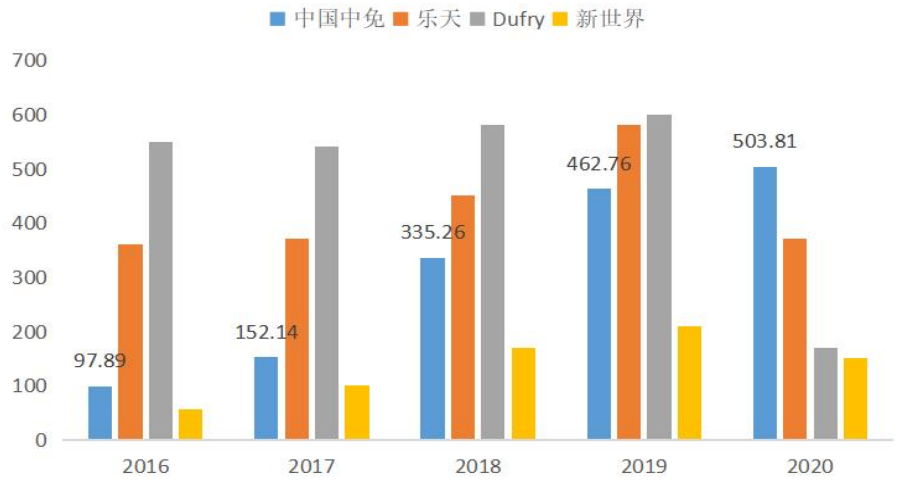
数据来源：公司公告，南京证券研究所

2.免税：中免未来的竞争优势

- **由于我国境内疫情控制明显优于境外，叠加2020年海南自贸港政策落地，中免已经在这一两年的时间内在规模上取得显著突破，在品牌方面的议价能力增强。**未来即便出境游开放，中免仍然具备价格优势、便捷的线上平台、丰富的品牌矩阵、相对更小的疫情风险等优势。

- **市场份额可对标最成熟的免税市场韩国：**在牌照有限度放开并经过5年的竞争达到动态平衡之后，中免在海南免税行业的市占率或可参考韩国三大免税巨头乐天（乐天）、新罗（三星）、新世界（三星）的情况；若仅考虑乐天+新罗的情况，合计市占率可以达到63.8%；若考虑到同为三星系的新世界，合计市占率可超80%，十分可观。

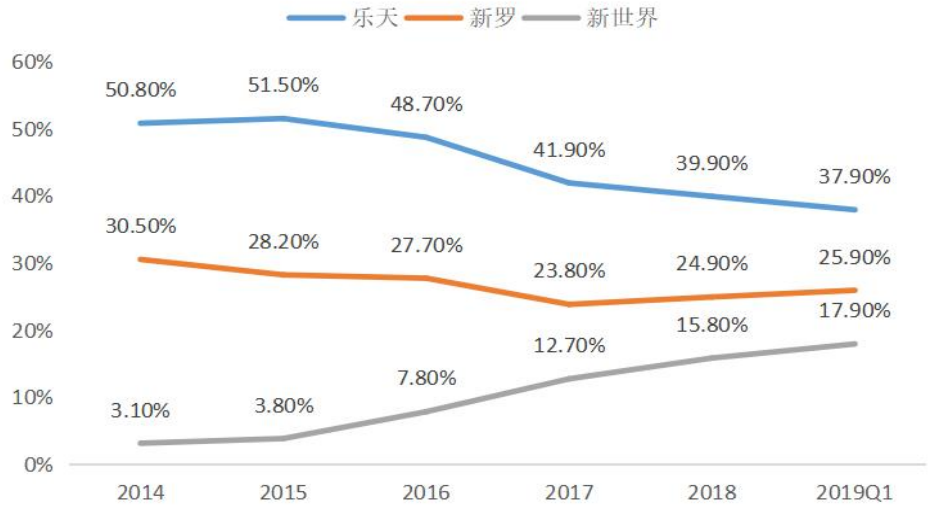
图表13：2021年免税龙头销售额对比（亿元）



图表14：2021年免税龙头销售额排名（百万欧）

排名	公司	销售额
1	China Duty Free	6603
2	Lotte Duty Free	4820
3	Shilla Duty Free	4291
4	Dufry Group	2370
5	Lagardere Travel Retail	2300
6	DFS Group	2200
7	Shinsegae Duty Free	1915
8	Gebr Heinemann	1600

图表15：韩国三大免税龙头市占率变化



数据来源：公司招股书，穆迪，南京证券研究所

2.免税：中国中免盈利预测及风险提示

- **2025年盈利预测：**离岛免税是算在海南的社零里面的，按照规划是从2020年的1974.6亿增长到2025年的3340亿。2020年剔除免税后其他社零剩余1647亿（-1.5%），19/18年剔除免税后增速为3.5%/5%。所以假设老社零部分年均2%的增速到2025年应该是1818亿，则剩余离岛免税1522亿，相较600亿的CAGR为26.2%。假设中免市场份额为80%左右，则中免2025年的离岛免税销售额达到1217亿元左右。

- **长期净利率预测：**免税店与零售商的成本结构中最大的区别在于是否有租金支出，经测算在无租金状态下，四家知名零售商Ulta Beauty（美国）、莎莎国际（香港）、Francesca’s（美国）、TJX（美国）近年来净利率在15%上下波动，尽管四家零售商所在地区、租金、人力成本方面都具有结构性差异；那么可以大致推测**在充分竞争状态且自有物业模式下的中国中免净利率可以达到15%的水平。**

- **2025年合理市值：**2025年，离岛免税净利润约为182.55亿元；假设非离岛端净利润达到20 亿元左右，那么中免实现总净利润为202.55亿元左右；PE倍数给25-35，那么**合理市值为5064-7089亿元**。

- **近期盈利预测：**中国中免发布2022年三季报，公司前三季度实现营收393.64亿元，同比下降20.47%；实现归母净利润46.28亿元，同比下降45.48%。2022年单Q3，公司实现营收117.14亿元，同比下降16.17%，归母净利润6.90亿元，同比下降77.96%。今年的一致预测是实现归母净利润78亿元/-19.10%，前日收盘价对应的PE是50倍。

- **风险提示：**竞争加剧导致利润率下降；宏观经济景气度不高；居民消费能力和消费意愿下降；疫情反复影响线下客流量。

数据来源：公司公告，南京证券研究所

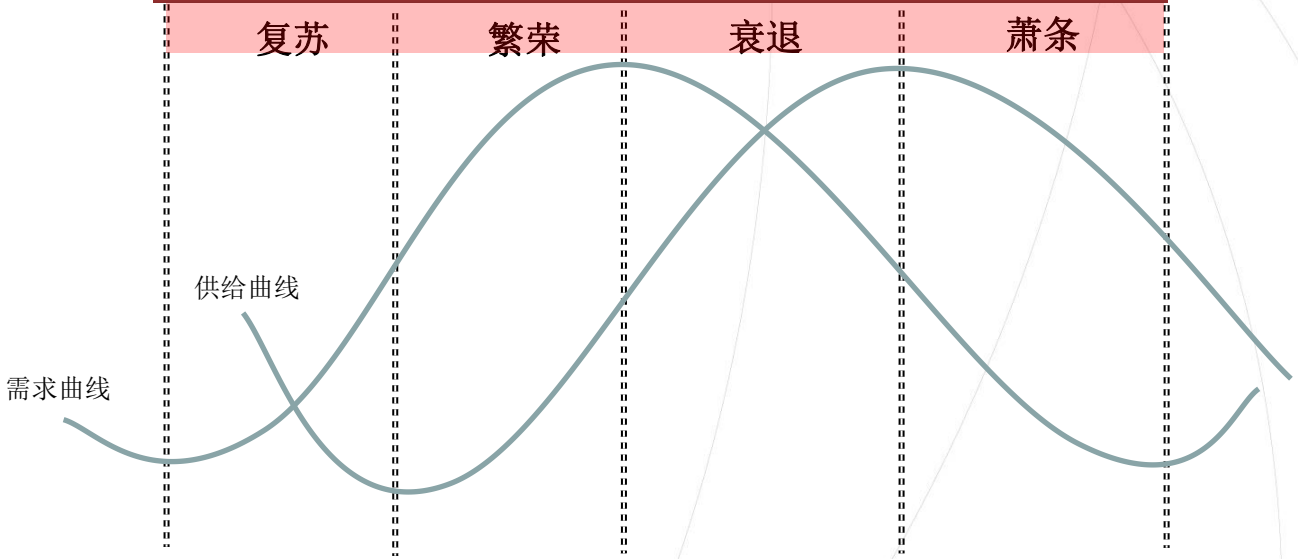
3.酒店：酒店分析的三个重要指标

出租率（OCC）：
- 是行业供求关系最直接的反映。
- 出租率提高代表供需关系改善，一定程度上表明酒店的经营状况向好。
- 酒店理想的年平均出租率为75%-80%，最高不超过85%，否则将不符合酒店的最优效率。

平均房价（ADR）：
- 一般滞后于出租率的变化。
- 经营者通过调节房价将出租率维持在最优点，一般OCC的变化会比ADR提前一个季度以上，即OCC先于ADR反映酒店行业的变化趋势。

平均每间可售房收入（RevPAR）：
- 是衡量客房经营水平和酒店周期走势的**核心指标**。
- RevPAR=客房收入/可供出租客房数=客房出租率（OCC）*平均房价（ADR）。
- 酒店经营者的目标是通过提高OCC和ADR实现RevPAR的最大化。

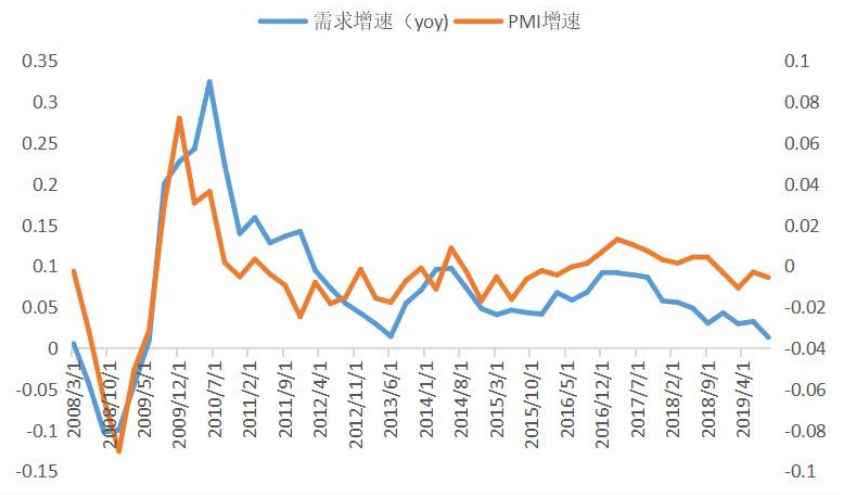
图表16：酒店周期



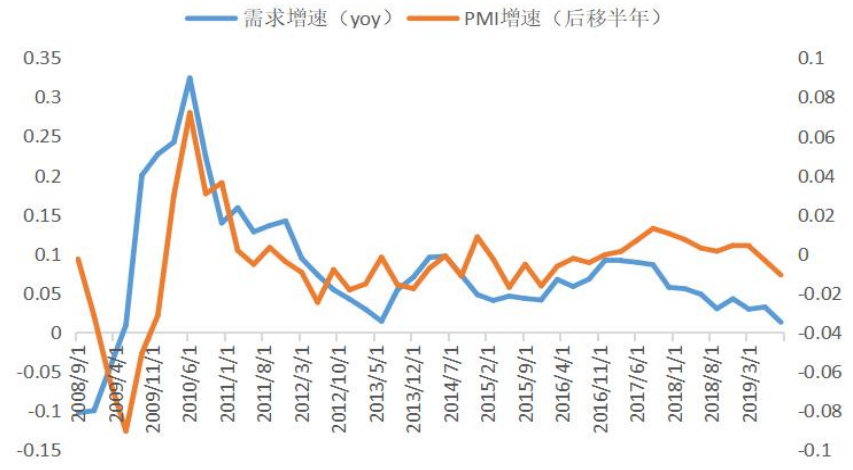
- **酒店周期分为：复苏期、繁荣期、衰退期、萧条期**，四个阶段循环往复。
- **复苏期：**在外生冲击或经济低迷的影响下，供给逐渐清退，供需关系改善，随后需求抢先供给开始复苏；入住率（OCC）增速转正，随后平均房价（ADR）增速止跌回升。
- **繁荣期：**需求继续维持增长，供给缓慢恢复但仍小于需求；OCC和ADR双升，RevPAR处于上行周期。
- **衰退期：**需求见顶，转而下降，供给维持上升；OCC下降，后期伴随着ADR下降，RevPAR达到最高点之后开始回落。
- **萧条期：**供给开始出清，但仍高于市场需求；OCC和ADR双降，RevPAR处于下行周期，并且达到周期低点。

数据来源：南京证券研究所

3.酒店：非制造业PMI可以作为需求的监测指标








```
> cor(data[5:51,3],data[5:51,5])
[1] 0.7758903
> cor(data[6:51,3],data[5:50,5])
[1] 0.665441
> cor(data[7:51,3],data[5:49,5])
[1] 0.4768852
```

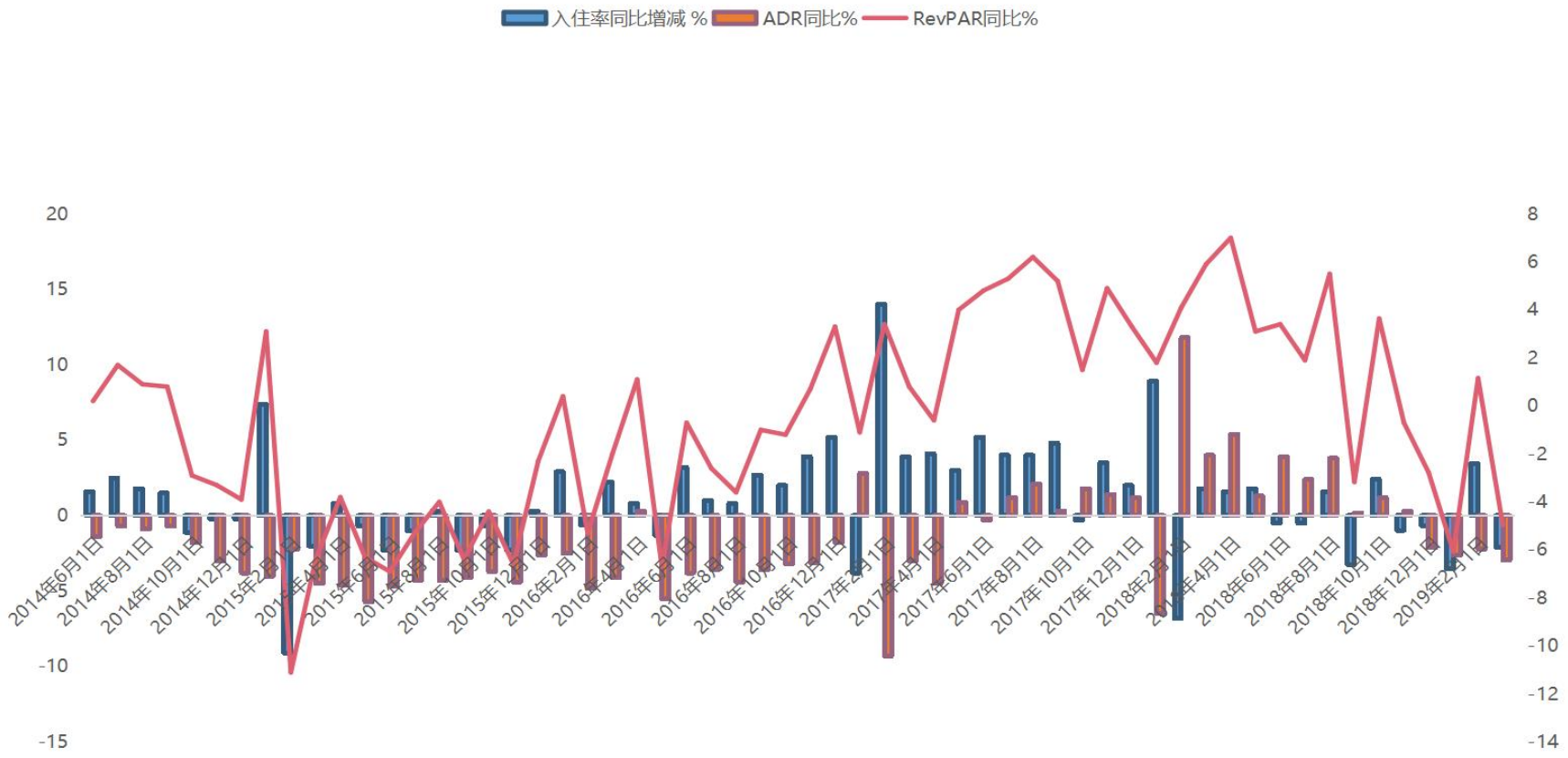
- 供给端一般可以用餐饮与住宿固定资产投资完成额来监测，或者直接跟踪国内酒店客房数量。

- 选取2008Q1-2019Q1非制造业PMI增速数据以及STR Global公布的国内酒店需求增速数据，画出折线图。
- **图一：同期数据。**从图像上看，两组数据相关度不高。
- **图二：将PMI数据向后平移一个季度。**从图像上看，两组数据变化比较同步。
- **图三：将PMI数据向后平移两个季度。**效果比图二差一些。
- 用R语言进行数据分析，计算出图二两组数据的相关系数为0.665，说明两组数据的相关性不低，可以将非制造业PMI增速作为一个先行性监测指标，酒店需求增速滞后一个季度发生变化。

数据来源：STR Global，南京证券研究所

3.酒店：新一轮景气周期

图表17：2014-2019年国内酒店行业经营数据情况



- **最近一轮行业周期：**
- **2015Q3-2018Q2：复苏和繁荣期。**供给逐步出清，行业进入阶段性供不应求区间，需求已经开始回暖，OCC同比回正，但供给仍未开始恢复。2017Q2后供给和需求双增，行业景气度较高。

- **2018Q3-2019：衰退和萧条期。**受宏观经济环境和中美贸易摩擦影响，行业需求持续低迷，行业供给快速下跌，并未经历供给保持增长、需求下跌的阶段，直接进入萧条。

- **2020年-至今：探底和复苏期。**2020年初受新冠疫情影响，酒店经营数据进一步探底，行业大范围出清，单体酒店退场或选择加盟；之后随着防控情况逐渐好转，酒店行业慢慢复苏。

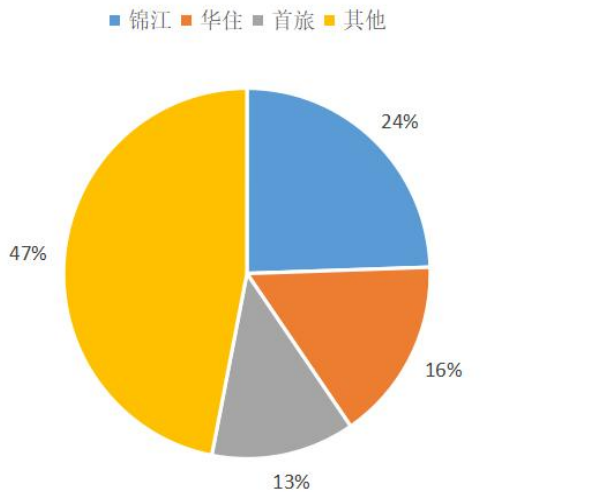
数据来源：STR Global，南京证券研究所

3.酒店：新一轮景气周期

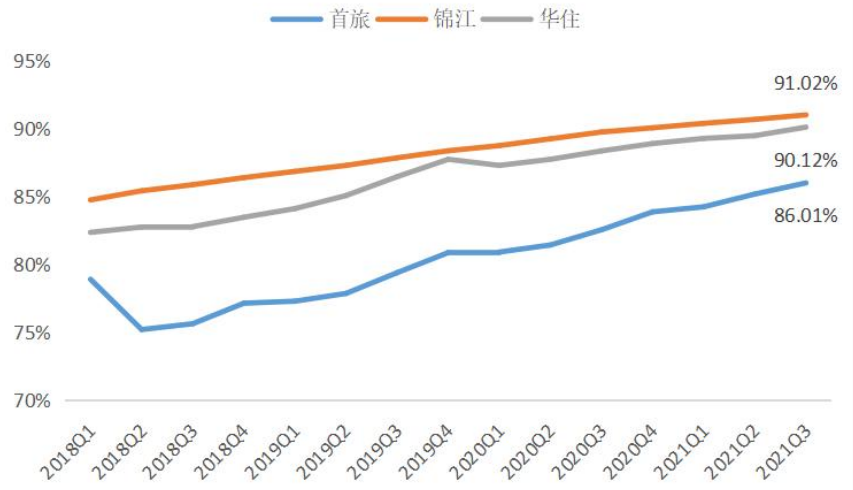
- **从长期来看**，我们认为当前酒店行业正处于新一轮景气周期的复苏阶段，主要理由是：（1）需求端，国内经济复苏，PMI持续在荣枯线以上，带动酒店需求复苏；（2）酒店上一轮下行周期+疫情加速行业供给端优化，供给端会一段时间（1-2年）内持续承压，且存量也在加速向品牌化靠拢（尤其是三四线城市市场），那么在这种情况下，头部酒店集团的开店速度和市占率会快速提升。

- **市场三足鼎立，龙头市占率预计持续提升。**酒店行业由规模和品牌驱动，先发优势明显，国内酒店市场格局已定，锦江、华住、首旅三足鼎立。龙头通过品牌、流量、采购、运营管理优势不断强化竞争壁垒。目前，三家龙头公司总客房数占比已经达到53%，但与美国头部酒管公司仍存在差距（70%-80%）。疫情之下，相比于连锁酒店来看，单体酒店受损更加严重；单体酒店抗风险能力较弱，经营面临的不确定性较高，在未来流量成本不断提升、消费升级趋势的演化下，单体酒店将面临出局或者加盟连锁品牌两种选择。国内未来连锁化率提升和城镇化率推进将带来行业增长。

图表18：国内三大酒店龙头市占率情况



图表19：国内三大酒店龙头连锁化率情况



数据来源：STR Global，同花顺，南京证券研究所

3.酒店：疫情以来龙头酒店股价变化情况

图表20：锦江酒店&首旅酒店自疫情以来股价变化情况



- 2020.01-2020.06：新冠疫情导致酒店股价下跌。
- 2020.07-2021.06：疫情得到初步控制，出行逐渐恢复，旅游消费在2021年五一小长假迎来报复性复苏；在此期间，受局部地区零散疫情影响，两家酒店股价呈现出短期波动行情，但每次波动的价格低点不断抬升；酒店行业在大方向上呈现出复苏趋势，以锦江和首旅为代表的龙头酒店体现出较高的抗风险能力。
- 2021.07-2021.09：南京突发Delta疫情，其传染速度和波及范围均超出预期，酒店股价下挫。
- 2021.10-2022.02：国内疫情状况较稳定，酒店股价回升后稳定维持在较高位置。
- 2022.03-2022.05：上海及全国爆发大规模疫情，酒店股价下跌。
- 2022.06-至今：上海社会面清零，国内出游政策在六月底全面放开，跨省游基本全部打通；酒店股价短期快速上升，后期略微下调后基本维稳。

数据来源：同花顺，南京证券研究所

3.酒店：悲观环境下股价安全边际测算

➢ 对比公司数据整理：

酒店名称	收购定价时间	上一年度EBITDA	企业价值EV（亿）	EV/EBITDA
维也纳酒店	2016.04	2.95亿	21.15（80%股权）	8.96
铂涛集团	2015.10	8.72亿	108	12.39
如家酒店集团	2015.12	12.63亿	55.36（65.13%股权）	8.73
卢浮集团	2015.01	107.6百万欧	1484.41（百万欧）	13.80
标的均值				10.97
国内标的均值				10.03

维也纳：已形成在营的5个品牌系列，包括维纳斯皇家酒店、维也纳国际酒店、维也纳酒店、维也纳智好酒店、维也纳3好酒店，属于中高端酒店。拥有开业酒店303家，已签约未开业酒店262家。

铂涛：拥有7天酒店、7天优品等经济型酒店品牌，以及丽枫、喆•啡等中高端有限服务酒店品牌。已经开业酒店2,200多家，已签约未开业酒店760多家，覆盖国内外300多个城市。

如家：共拥有2787家已开业酒店，其中如家酒店2273家，莫泰酒店409家，云上四季30家，和颐酒店56家，如家精选19家。

卢浮：立足于法国，在全球46个国家拥有超过1000家酒店，主要是经济型+中高端。

数据来源：同花顺，南京证券研究所

➢ EV/EBITDA 又称企业价值倍数，是一种被广泛使用的公司估值指标，公式为，EV÷EBITDA ;它和市盈率（PE）等相对估值法指标的用法一样，其倍数相对于行业平均水平或历史水平较高通常说明高估，较低说明低估，不同行业或板块有不同的估值（倍数）水平。

➢ **公司价值EV**=市值+总负债-总现金=市值+净负债

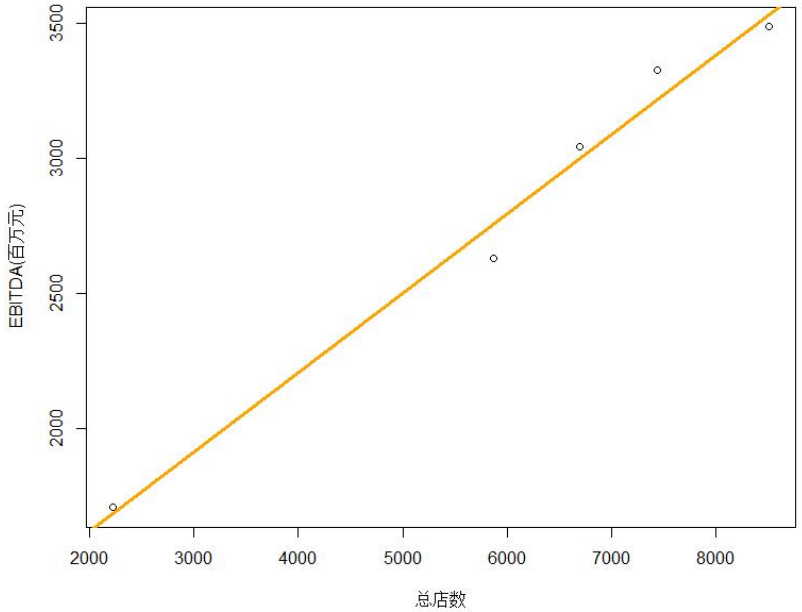
➢ **EBITDA（利息、所得税、折旧、摊销前盈余)**=EBIT+折旧费用+摊销费用；其中，EBIT=净利润+所得税+利息）。

➢ **优点：**1）因为EBITDA剔除了利息、税收、折旧和摊销，这就在很大程度上排除了各国之间利率、会计法则、税收和资本结构的不同，所以可以用来比较不同国家间资本市场估值的高低并预测走势；2）排除了折旧摊销这些非现金成本的影响（现金比账面利润重要），可以更准确地反映公司价值。3）它非常适合用来评价一些前期资本支出巨大，而且需要在一个很长的期间内对前期投入进行摊销的行业，比如核电行业、酒店业、物业出租业等。

3.酒店：悲观环境下股价安全边际测算

➢ 锦江酒店的EBITDA预测：

	2015	2016	2017	2018	2019
年末合计	2223	5868	6694	7443	8514
直营	531	1093	1055	1012	989
加盟	1692	4775	5639	6431	7525
直营占比	23.9%	18.6%	15.8%	13.6%	11.6%
EBITDA（百万元）	1708.39	2630.83	3041.36	3327.32	3485.45



数据来源：同花顺，南京证券研究所

```
Call:
lm(formula = ebi ~ total)

Residuals:
      1       2       3       4       5
  22.20 -125.70   42.28  108.29  -47.07

Coefficients:
             Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) 1.033e+03  1.401e+02   7.375 0.005155 **
total       2.937e-01  2.152e-02  13.647 0.000851 ***
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 103.3 on 3 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.9841,    Adjusted R-squared:  0.9789
F-statistic: 186.3 on 1 and 3 DF,  p-value: 0.0008511
```

➢ **拟合结果：**选取疫情前（2015-2109年）的数据，对EBITDA和酒店数量进行线性拟合，得到方程 EBITDA=0.2937*酒店数量+1033，从模型分析来看，拟合优度较高，自变量和常数显著性高。

➢ **预测：**根据公司2021年报及2022年开店计划，截至2022年末，公司约有开业酒店12113家（10613+1500），带入公式计算得，剔除疫情影响，公司2022年EBITDA约为4590.59百万元。

➢ **用相对估值预测股价：**

➢ 可比公司的EV/EBITDA均值为10.97，得到锦江酒店的EV约为503.6亿元。锦江酒店最新的净负债是44.33亿元，得到锦江酒店市值约为459.27亿元，A股总股本为9.14亿，对应股价为50.25元。

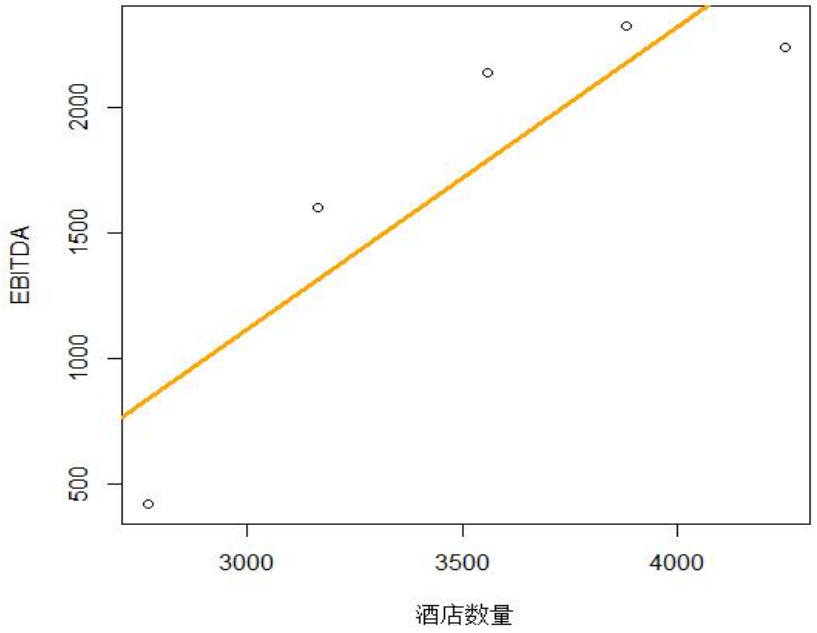
➢ 除卢浮之外可比公司的EV/EBITDA均值为10.03，得到锦江的EV约为460.44亿元，市值约为416.11亿元，对应股价为45.5元。

➢ **结论：**锦江酒店2022年的股价安全边际在45.5-50.25元之间。

3.酒店：悲观环境下股价安全边际测算

➢ **首旅酒店的EBITDA预测：**

运营中酒店（家）	2015	2016	2017	2018	2019
（年初+年末）/2	2768	3164.5	3557	3880.5	4249.5
直营	921.5	958.5	975.5	944	888
加盟	1846.5	2206	2581.5	2936.5	3361.5
直营占比%	32%	30%	28%	25%	20%
EBITDA（百万元）	419.45	1605	2139.54	2328.68	2239.88




```
Call:
lm(formula = y ~ x)

Residuals:
     1      2      3      4      5
-416.5  291.4  353.2  152.6 -380.7

Coefficients:
             Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -2498.3281  1311.7193  -1.905   0.1529
x               1.2046     0.3682   3.271   0.0467 *
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 428.7 on 3 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.781,     Adjusted R-squared:  0.708
F-statistic:  10.7 on 1 and 3 DF,  p-value: 0.04673
```

➢ **分析：**选取疫情前2015-2109年的数据，对EBITDA和酒店数量进行线性拟合，得到方程拟合优度很低，自变量和因变量相关性低。

➢ **原因：**由点图可以看出运营中酒店数量和EBITDA不呈线性关系，可能是由于首旅酒店的直营店占比较高，所以利润的周期属性相对于锦江酒店更强。公司2019年年报中表示，公司营收同比下降2.67%，系直营酒店房量减少和RevPAR的下降。

```
Call:
lm(formula = y ~ x1 + x2)

Residuals:
      1       2       3       4       5
-59.596 136.996 -85.074  -3.888  11.563

Coefficients:
             Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) -1.394e+04  1.966e+03  -7.089   0.0193 *
x1           1.277e+01  1.954e+00   6.534   0.0226 *
x2           1.437e+00  1.118e-01  12.854   0.0060 **
---
Signif. codes:  0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Residual standard error: 121.9 on 2 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.9882,    Adjusted R-squared:  0.9764
F-statistic: 83.76 on 2 and 2 DF,  p-value: 0.0118
```

➢ **分析：**选取疫情前2015-2109年的数据，对EBITDA和直营店数量（X1）&加盟店数量（X2）进行线性拟合，得到方程EBITDA=12.77*直营店数量+1.437*加盟店数量-13940，从模型分析来看，拟合优度较高，自变量和常数显著性高。

➢ **预测：**公司2021年末开业酒店5916家，其中直营店数为749家，加盟店数为5167家；公司计划2022年新开店1800-2000家，假设2022年末直营店数为730家，加盟店数为6967家，那么X1=739.5,X2=6067，代入线性方程，得到EBITDA=4221.7（百万元）。

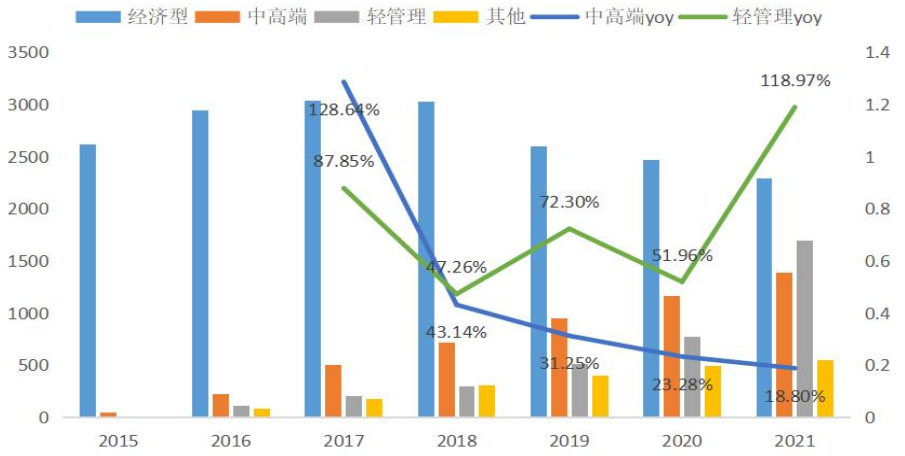
数据来源：同花顺，南京证券研究所

3.酒店：悲观环境下股价安全边际测算

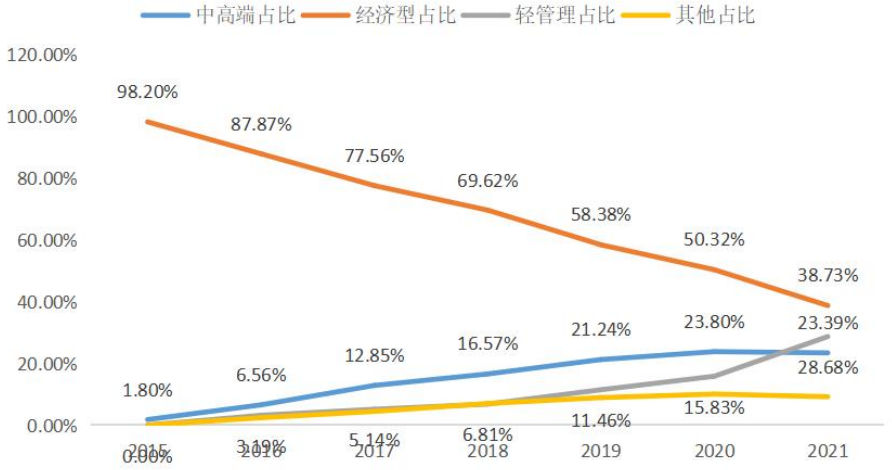
- **首旅酒店预测模型不合理：**首旅酒店从2019年下半年开始发力布局下沉市场的轻管理酒店，包括云酒店和华驿品牌，由于轻管理酒店主要布局在四五线城市，盈利能力较低，所以放在加盟店里面计算不太合理。

2021年1至12月首旅酒店指标统计						
	RevPAR	同比2020年（%）	ADR	同比2020年（%）	OCC	同比2020年
经济型	104	+23.4%	160	+11.5%	65.3%	+6.3pct
中高端	158	+16.8%	264	+7.4%	59.9%	+4.8pct
轻管理	76	+1.2%	148	+2.3%	51.4%	-0.5pct

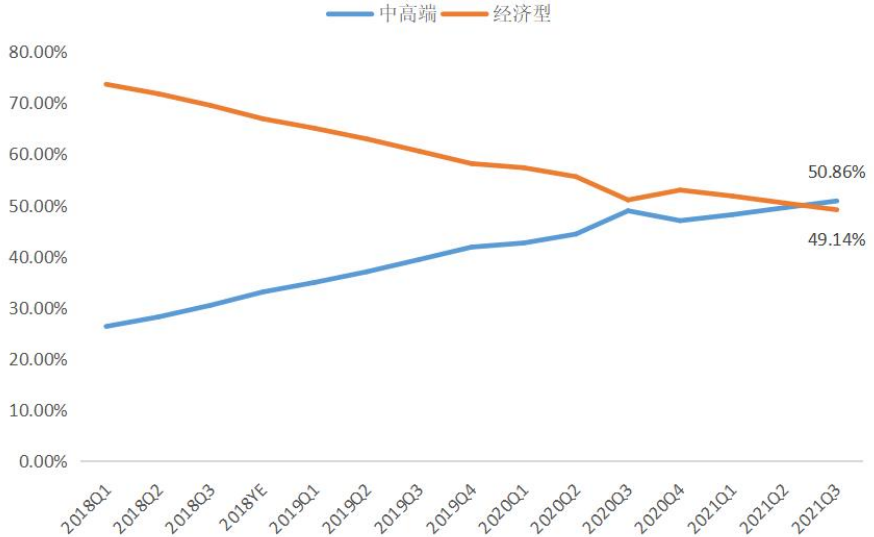
图表21：首旅酒店各层次酒店数量变化



图表22：首旅酒店各层次酒店数占比



图表23：锦江酒店各层次酒店数占比



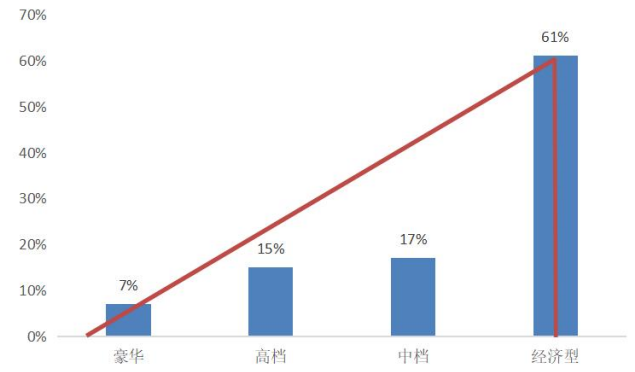
数据来源：同花顺，南京证券研究所

3.酒店：高端/豪华酒店兴起

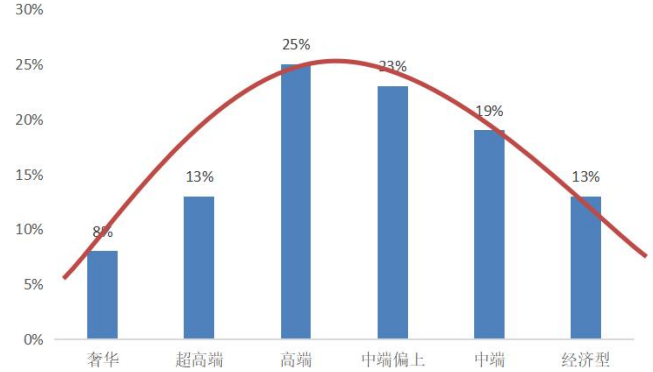
- **国内酒店业有很大结构升级空间：**根据盈蝶咨询，截至2020年末，我国连锁酒店中经济型占比最大，为61%，中高档合计占比32%；根据洲际酒店2020年财报，2020年末美国连锁酒店结构呈橄榄型，中高档占比75%。对比美国酒店市场，随着今后国内消费升级趋势的不断演变，中高档乃至豪华型酒店仍有较大增长空间。

- **中端酒店格局已较为集中，高端/豪华酒店仍为蓝海市场：**截至2020年末，我国中端/高端/豪华酒店市场CR10分别为71%/26%/34%，由此可见，中高端、豪华型酒店的竞争格局固化程度低。目前国内的高端品牌主要分为两类：（1）以经济型酒店起家，近年来加速中高端酒店布局和升级的连锁酒店集团，包括华住、锦江、首旅；这一类酒店有庞大的会员基础和品牌优势。（2）专注于中高端赛道的连锁品牌，比如亚朵、君亭、开元等；这一类酒店有鲜明的品牌特色，风格定位清晰，借着近年来消费升级的浪潮进入大众视野。国家发改委将人均年收入3.4-10万元作为中等收入群体的标准。当前**国内酒店供给结构基本与收入结构一致**，但是对照美国的稳态酒店结构，在产品端、价格带方面仍有进一步细分的空间，相邻档次的酒店产品有向上升级的发展空间。

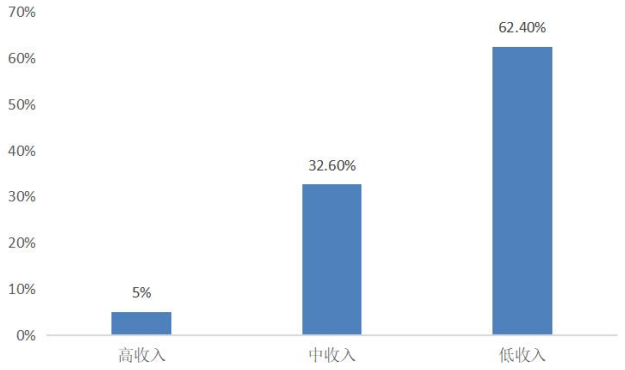
图表24：国内酒店市场结构呈金字塔型



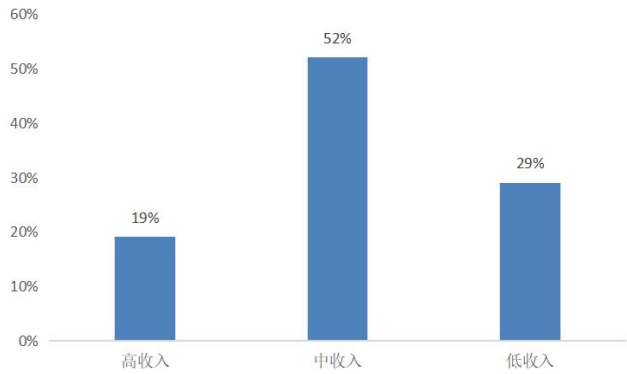
图表25：美国酒店市场结构呈橄榄型



图表26：国内人群收入结构



图表27：美国人群收入结构



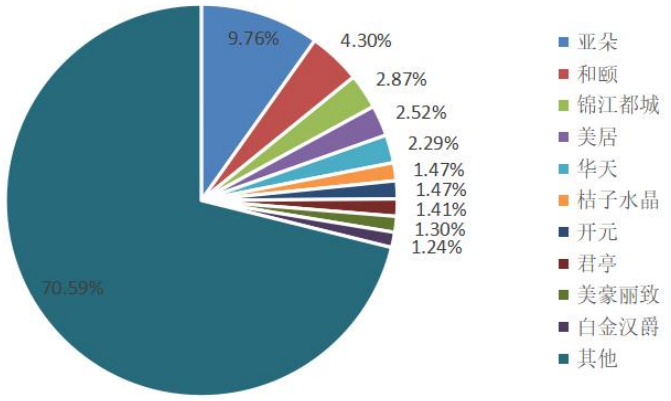
数据来源：STR，饭店业协会，南京证券研究所

3.酒店：高端/豪华酒店兴起

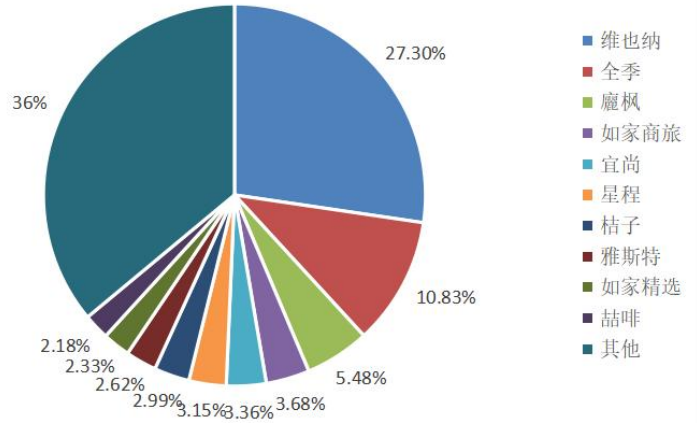
- **中端酒店格局已较为集中，高端/豪华酒店仍为蓝海市场：**截至2020年末，我国中端/高端/豪华酒店市场CR10分别为64%/29.4%/34%，由此可见，高端、豪华型酒店的竞争格局固化程度低。目前国内的高端品牌主要分为两类：（1）以经济型酒店起家，近年来加速中高端酒店布局和升级的连锁酒店集团，包括华住、锦江、首旅；这一类酒店有庞大的会员基础和品牌优势，锦江/华住/首旅的客房市占率目前约为24%/16%13%。（2）专注于中高端赛道的连锁品牌，比如亚朵、君亭、开元等；这一类酒店有鲜明的品牌特色，风格定位清晰，借着近年来消费升级的浪潮进入大众视野。

- **亚朵、华天、开元、君亭在前十大高端品牌中各占据一席：**国内前十大高端酒店品牌市场按市占率排序分别为亚朵、和颐、锦江都城、美居、华天、桔子水晶、开元、君亭、美豪丽致、白金汉爵，除亚朵市占率为9.76%之外，其他的酒店品牌市占率都低于5%，前十大的总市占率不到30%左右，可见目前高端酒店市场的集中度不高，格局固化程度低，各家龙头都有较大的发展空间。国内前十大中端酒店品牌中首旅酒店占据2席（如家商旅、如家精选）、锦江酒店占据3席（维也纳、麗枫、喆啡）、华住集团占3席（全季、桔子水晶、星程）

图表28：2020中国十大高端酒店品牌市占率



图表29：2020中国十大中端酒店品牌市场占有率



数据来源：盈蝶咨询，南京证券研究所

3.酒店：高端酒店以君亭为代表

- **发展历程：**
- **2005-2008：起步阶段。**创始人吴启元于1997年创建**君澜**酒店管理公司，2007年以精选服务模式创立君亭酒店品牌。
- **2009-2015：整合阶段。**2009年君亭酒店和君澜酒店整合发展，2015年5月，吴启元及其核心团队以管理层收购的方式完成君亭和君澜的分拆，分拆之后君亭酒店聚焦于中高端精选服务的市场定位，君澜酒店继续深耕度假酒店及高星级酒店管理服务。
- **2015-2022：快速发展。**公司进行股份制改造，实现规模化发展，并于深交所挂牌上市，且于2022年重新收回君澜、景澜，延续高端品牌发展。

- **创始人深耕酒店行业多年，核心高管团队管理经验丰富。**2001-2006年，吴启元担任浙江世贸中心大饭店董事长。在中国中端酒店创世初期的2007年，吴启元以商旅度假品牌为创业目标，创立君亭酒店品牌。管理团队核心成员平均从业年限超过20年；新上任的总经理朱晓东女士曾任凯悦中国区副总裁。

- **君亭酒店三大品牌特色鲜明：**公司立足于长三角城市群，专注于中高端服务连锁酒店和运营以及委托管理，主营三大品牌，致力于建设具有中国文化特色的民族品牌。目前的三个中高端酒店品牌主题鲜明，其中“君亭”品牌定位于东方艺术特色，服务于大众消费群体；“夜泊君亭”品牌定位于历史文化目的地，目标客群是具有文化艺术消费特征的中高产消费群体；“Pagoda君亭”定位于中西融合的高档艺术设计，针对年轻化、追求时尚的消费群体。







数据来源：公司招股说明书，南京证券研究所

3.酒店：高端酒店以君亭为代表

- 截至2021年末，公司共开业58家酒店，其中直营店18家，其余均为委托管理酒店
- **酒店运营：即直营店。**收入来源主要包括客房住宿服务、餐饮服务及其他配套服务（会议、宴会及酒店物业出租等）。
- **酒店管理：委托管理店。**公司委派关键管理人员，对托管酒店进行受托管理，并授权委托方使用公司的品牌经营，以确保公司能以自己的装修标准、管理系统、服务规范等各项运营指标来向委托方酒店输出酒店管理服务。公司向委托方收取**技术服务费+基本管理费+奖励管理费：**技术服务费为开业前收取；基本管理费用开业后每年固定收取；奖励管理费按照年度GOP收取。

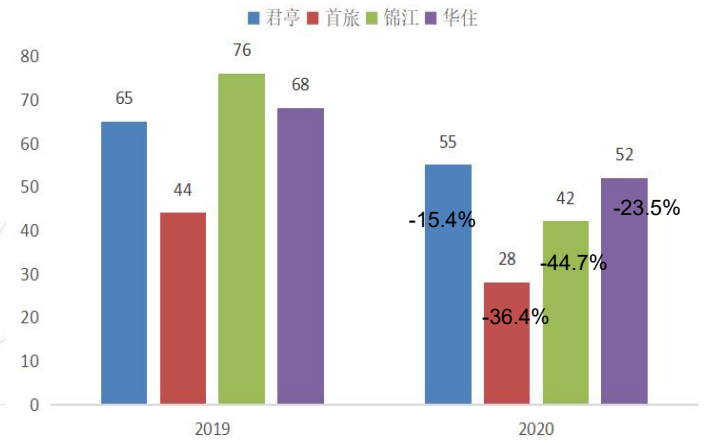
- **经营模式差异化：**截至2021年底，同为深耕中高端领域的开元酒店委托管理模式占比73%；而锦江、首旅、华住主要通过加盟模式扩店，加盟占比分别为91%/86%/90%。海外以洲际酒店为例，2020年末其直营/加盟/委托管理门店占比分别为1%/71%/28%。

- **管理赋能，阶梯式收费对团队形成激励：**在委托管理模式下，品牌方对于酒店的装修设计、经营等环节更具有把控力，更能够确保服务质量；奖励管理费的设置也能对管理层有更好的激励作用。部分门店的基本管理费用每年为定值，不与收入挂钩，所以委管模式也体现出更强的抗风险能力。君亭酒店的委管门店单店收入在2020年同比下降15.38%，而首旅/锦江/华住的加盟店单店收入同比下降36.4%/44.7%/23.5%。

图表30：委托管理酒店的收费模式

费用项目	价格标准
技术服务费	50-200万元不等
基本管理费	50-60万元/年不等 或者 根据酒店营收的5%左右收取
奖励管理费	根据酒店GOP的4%-6%左右收取，具体收费参考受托管理酒店的规模、管理内容和市场费率等各种因素双方协商确定，以及酒店的年度毛利率需要达到一定的要求才会支付奖励管理费

图表31：委托管理/加盟店单店收入对比（万



数据来源：公司招股说明书，南京证券研究所

3.酒店：高端酒店以君亭为代表

- **成功并购实现规模跃迁：**截至2021年末，公司共开业58家酒店，其中直营店18家，其余均为委托管理酒店；2022年上半年，收购浙江君澜酒店管理有限公司79%股权（6600万元）、景澜酒店投资管理有限公司70%股权（1400万元）以及“君澜”系列商标（6000万元），规模从58家上升至300+家，覆盖省份数量从11个攀升至26个，走向全国化布局。君亭坚持打造中式风格，牢牢抓住江浙沪地区商务客群。

- **差异化竞争——以南京君亭为例：**君亭在南京的“夜泊”系列包括五家酒店，秦淮书舍、棋峰试馆、大戏院、金陵书画院、桃叶渡；均集中在夫子庙地区，在秦淮河沿岸。五家酒店主题都不相同，秦淮书舍内部有下沉式图书馆（25间），棋峰试馆是明清院落（9间），大戏院是民国戏剧主题，书画院是王献之主题，桃叶渡是诗词主题；五家总客房量152间。由于客房量比较少，所以在疫情防控情况比较好的时候，非淡季的周末都是满房，工作日OCC大概50%+，全年平均75%左右。正常的客房ADR是700-1000+，淡季有折扣。这个系列是非标酒店，跟传统的商务酒店相比有更多的个性化设施和服务；跟夫子庙周边的全季、汉庭、亚朵形成差异化竞争。

- **拓店速度不如标准化酒店：**目前南京的五家夜泊君亭均为委托管理店，2022年底或将官宣一个直营店以提升地区的品牌效应。未来三到五年南京地区的拓店计划是5-10家委托管理。全国范围的拓店速度：公司招股说明书中表明计划每年新增2-4家直营店，委管店参照南京的增量，全国每年大约新增10+家。受高端、非标的调性限制，君亭的拓店速度不及全季、如家商旅之类的标准化酒店。

- **估值的合理性分析：**2009-2019年，锦江/首旅/华住的PE中枢分别为33.49/30.8/36.5，开元酒店2020年之前的估值中枢为45.80。首旅酒店在2015年底出现过PE达到69的情况，锦江酒店也在2015年底PE达到68，主要系两家酒店都在2015年开始了并购进程，同时当时的市场环境比较乐观。目前君亭酒店也处于并购拓店的开始阶段，所以估值在一个比较高的位置。

图表32：棋峰试馆



图表33：秦淮书舍



数据来源：公司公告，南京证券研究所

4.景区：关注度假型旅游目的地

- **长三角一站式度假目的地龙头：**天目湖位于苏浙皖三省交界的溧阳市内，其前身是五六十年代开工建设的沙河、大溪两座水库。2001年，公司围绕沙河水库建成推出首个湖泊型精品景区“山水园”；2006年，南山竹海推向市场，与山水园形成南北对望格局；2009年，南山竹海景区附近推出御水温泉及“御水温泉客栈”；次年，御水温泉度假酒店开业，“南山竹海+温泉+酒店”的一站式布局初具规模；2014年，紧邻山水园的水世界主题公园投运；2020年，近御水温泉的高端酒店“竹溪谷酒店”开业，进一步完善了南山竹海的周边配套；2020-2021年，山水园内的精品酒店“遇.十四澜”和“遇.天目湖”相继开业，形成“山水园+水世界+高端酒店”的一站式布局。

- **区位优势明显：**天目湖度假区地处中国经济最发达的长三角中心地带，区位优势明显，覆盖最具消费能力的2亿人口，市场前景广阔。周边主要城市距离天目湖里程在250公里内，一般行程时间在2.5小时内，有利于都市圈休闲度假市场的快速恢复。

图表34：天目湖发展历程



图表35：天目湖未来拟布局区域



- **一站式模式对资源依赖程度较低：**公司基于沙河水库和天然竹林，不同于三山五岳、四大湖等名山名水风景区，天目湖对自然资源的依赖程度较低；鉴于一站式模式可复制性，公司将以并购等方式在五大经济都市圈，通过轻重资产并举的方式实现多目的地复制，并在年报中表示2022年至少落地一个外延战略区的项目。

数据来源：同花顺，南京证券研究所

4.景区：关注度假型旅游目的地

- **布局高端酒店，提升产品定位：**酒店都是毗邻景区而建，山水园景区里面建有遇.天目湖和遇.十四澜两大精品酒店，南山竹海附近有南山竹海客栈，御水温泉景区建有竹溪谷酒店、御水温泉客栈、御水温泉度假酒店，形成了“山水园+水世界+酒店”&“南山竹海+御水温泉+酒店”两大一站式旅游目的地，极大缩短了游客的路程。

- **酒店产品矩阵丰富，实现高性价比-高星级度假酒店全覆盖：**竹溪谷酒店（50栋单栋式客房错落隐于竹海，环绕山谷而建，每栋均自带独立泳池和独立温泉泡池，共120间客房，配套高端会所和全竹景餐厅），定位高野奢，2021年部分节假日满房；遇.天目湖酒店（轻奢度假型酒店，共81间客房，主打情侣度假和亲子出游）；遇.十四澜酒店（高端全湖景酒店，共14间客房，山水园景区内）。

图表36：天目湖旗下酒店情况梳理

酒店名称	开业时间	价格区间（元）	酒店定位
御水温泉客栈	2009	450-800	度假民宿，传统的古老院落
御水温泉度假酒店	2010	700-2500	五星级奢华度假酒店
南山竹海客栈	2014	600-1300	江南精品酒店，传统徽派建筑与现代建筑风格融合
竹溪谷酒店	2020	2800-20000	高端主题酒店，配套全竹景餐厅、娱乐休闲区
遇.十四澜酒店	2020	1200-2100	高端临湖观景民宿
遇.天目湖酒店	2021	600-2300	原生态亲子度假酒店

图表37：竹溪谷酒店



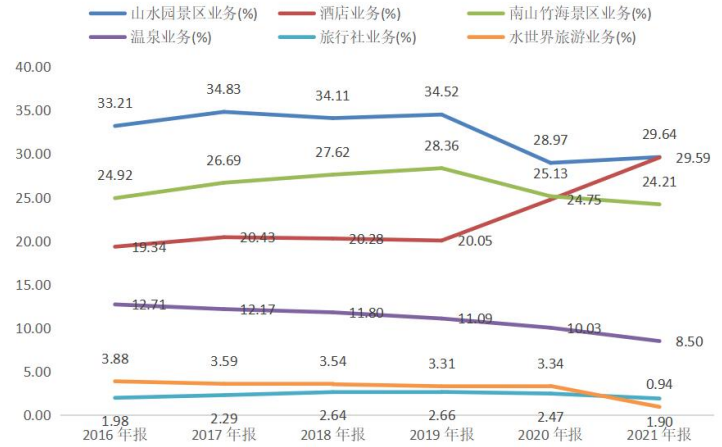
数据来源：同花顺，大众点评，南京证券研究所

4.景区：关注度假型旅游目的地

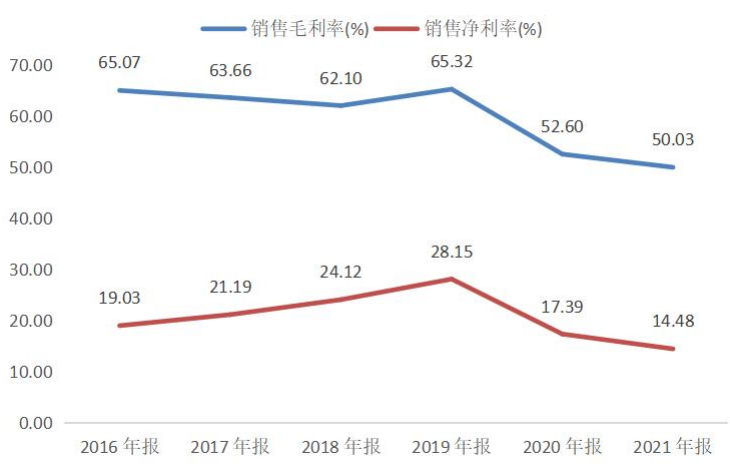
- **山水园、南山竹海、酒店业务为主要收入来源：**2021年，山水园、酒店、南山竹海、温泉、旅行社、水世界业务营收占比分别为29.64%/29.59%/24.21%/8.50%/1.90%/0.94%。其中，酒店业务的营收占比在2020年和2021年有大幅的提高，从2016年的19.34%提升至2021年的29.59%。

- **主营业务毛利率稳定：**疫情之前，酒店、南山竹海、山水园业务的毛利率整体维持在65%以上，温泉业务的毛利率维持在60%左右，水世界和旅行社的毛利率较低，分别为20%/5%；2020年受疫情影响，各业务毛利率均有不用程度下滑。
- **费用率：**2016-2019年，公司费用管控效果显著，管理费用下降、银行贷款偿还使得财务费用下降，使得整体期间费用率由37.75%降至26.77%；2020年受疫情影响收入下滑严重，导致费用率反弹12pct，但从绝对值来看，2020年的期间费用为1.46亿元，低于2018年，且管理费用维稳在0.71-0.76亿元。
- **净利率：**公司净利率在2019年是28.15%，大约是2015年的两倍；疫情之后的变动趋势基本和毛利率一致。

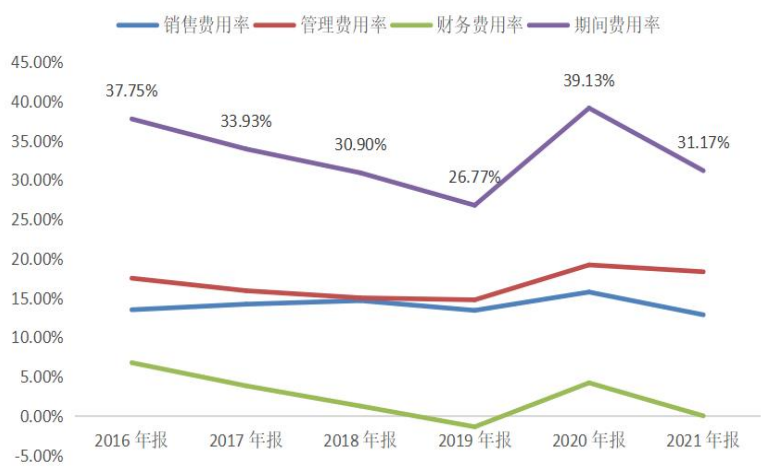
图表38：天目湖主营业务营收结构



图表39：天目湖利润率情况



图表40：天目湖费用率情况



数据来源：同花顺，南京证券研究所

5.投资建议

- 各子行业短期竞争格局稳定，精选化高端化趋势明显；
- 出行行业对于疫情变化的敏感度很高，积极关注疫情及防疫政策变化趋势；
- **推荐个股：**免税（中国中免）、酒店（锦江、首旅、君亭）、景区（天目湖）、出境游（众信旅游）

6.风险提示

- 宏观经济景气度不高；
- 居民消费能力和消费意愿下降；
- 疫情反复影响线下客流量。

免责声明

- 。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：
推荐：预计6个月内该行业超越整体市场表现；
中性：预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平；
回避：预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：
强烈推荐：预计6个月内绝对涨幅大于20%；
推　　荐：预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间；
中　　性：预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
回　　避：预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。