

## 陶伊雪行业分析师

执业编号: S1500517070002

联系电话: +86 10 83326790

邮箱: taoyixue@cindasc.com

## 范峻巍研究助理

联系电话: +86 10 83326876

邮箱: fanjunwei@cindasc.com

## 产品提示:

【卓越推】为行业周产品,集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体,对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优,每期只推 1-2 只股票。每周更新,若荐股不变,则跟踪点评,若荐股变,则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好,我们认为这些股票走势将显著战胜市场,建议重点配置。

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编: 100031

## 社会服务行业

2019 年 2 月 18 日

## 资本加持 OYO 快速扩张,IT、运营和管理能力提升将成重点。

2 月 14 日,印度酒店连锁平台 OYO Hotels & Homes 近日获滴滴出行控股的 Star Virtue Investment 1 亿美元投资。本次融资结束后,OYO 此前宣布的 10 亿美元 E 轮融资正式完成,OYO 估值达到 50 亿美元。去年 9 月,OYO 酒店宣布获得由软银、光速资本、红杉资本以及 Greenoaks Capital 等知名机构投资的 10 亿美元。据 OYO 官网信息:自 2017 年年底进入中国以来,OYO 在中国市场的 290 多个城市布局了超过 5500 家酒店,客房总数超过 25 万个。

OYO 短时间内通过巨额融资快速扩张,取得规模化和品牌效应的同时,也暴露出运营管理精细化程度不足的问题。OYO 宣称融资资金中的 6 亿美元将用于 OYO 继续扩大中国业务规模,资金投入主要包括团队组建、酒店改造、软装补贴及 APP、小程序、PMS、CMS 等系统的开发、更新和维护。OYO 前期投入巨资,团队迅速扩大,酒店规模急剧膨胀,但旗下低线城市的单体酒店由于其原本的入住率低、效率低、系统弱、设计差、服务参差不齐、品牌知名度低等问题,目前来看仍像只换上 OYO 招牌的松散的单体酒店联盟。OYO 在中国以加盟模式为主,通过免加盟费甚至提供软装补贴吸引加盟商,此种模式的可持续性仍取决于 OYO 自身的 IT、运营和管理效率能否同步提升,使得后续运营所获的收入可以覆盖前期免加盟费和软装成本。高效的运营管理能力及 IT 支持能力是 OYO 构筑核心竞争力的关键,需要一定的时间积淀,难以仅仅通过巨额投资实现质变。此外,用户体验的提升仍需进一步精细化管理及全面的标准规范,包括日常的安全、卫生保障,以及酒店待客标准、酒店数据安全等。这是 OYO 保持扩张速度的同时,要获得更好的产品、更优质的服务、更多的流量所需要突破的难题。

## 本周行业观点

【酒店】中国:2018 年 6 月我国样本星级酒店入住率为 59.6%,同比下降 1 个百分点;平均房价为 358.3 元,同比增长 0.9%;每间可用房收入为 213.5 元,同比下降 0.2%。

美国:2019 年 2 月第一周美国地区酒店入住率为 59.9%,同比上升 0.2 个百分点;平均日房价为 126.68 美元,同比上升 1.5%;每间可用房收入为 75.84 美元,同比上升 1.7%。

全球:2018 年 12 月,全球入住率最高的地区为亚洲地区,达到 69.4%,最低的地区为美洲地区,为 54.0%;

全球平均房价最高的地区为中东及非洲地区，达到 155.1 美元，最低的地区为亚太地区，为 112.1 美元；全球每间可售房收入最高的地区为中东及非洲地区，达到 100.7 美元，最低的地区为美洲地区，为 77.8 美元。

**【免税】**2018 年 11 月，我国离岛免税销售额为 8.3 亿元，同比增长 21.0%。离岛免税消费人数为 22.3 万人，同比增长 6%。截止 2019 年 1 月，我国免税品进口额已达到 22.5 亿元，同比增长 27.8%。

**【航空】**截止 2018 年 12 月，我国民航客运量已达到 6.1 亿人次，同比增长 10.9%。

风险因素：宏观经济下行、汇率波动剧烈；政治外交紧张、恶性事件频发；气象灾害不断，极端天气频发。

➤ 本期**【卓越推】**中国国旅（601888.SH）、首旅酒店（600258）。

### **中国国旅（601888.SH）（2019-02-15 收盘价 59.61 元）**

➤ **免税业务快速高速发展，毛利率持续上升**

**毛利率持续上升。**免税业务快速发展驱动公司毛利率持续上升，业绩高速增长。公司第三季度单季利润增速低于一二季度，主要源于三亚海棠湾免税店支付前三季度租金等一次性支出，其它地区免税业务保持良好发展。据公司介绍，香港拉格代尔及广州白云机场免税业务在 9 月份均已扭亏为盈，其中广州白云机场前三季度免税业务收入约 5.4 亿元。

**前三季度三亚旅游人数、旅游收入均双位数增长。**据三亚市旅游委，今年前三季度三亚接待游客 1551 万人次，同比增长 10.8%；旅游总收入 354 亿元，同比增长 13.9%；1 至 9 月累计购物人次同比上升 30.3%。三亚入境游市场表现强劲，今年 1 至 9 月，三亚接待入境游客 57.79 万人次，同比增长 13.3%。离岛免税政策和旅游产品的扩展有效促进了三亚旅游收入和旅游人数的双增长，对国旅业绩有明显促进。

**日上上海并表时间早于预期。**据公司介绍，日上上海于 2018 年 3 月开始并表，早于我们之前预期的 9 月并表，导致日上上海 2018 年合并比例由 33% 上升至 83%，因此我们上调 2018 年归母净利润预测 6.2% 至 35.4 亿元。

➤ **盈利预测与投资评级**

➤ 中国国旅受自身规模扩张和行业高速增长拉动，免税业务将持续高速增长，同时公司旅行社业务稳中有升，我们预计 18、19、20 年公司 EPS 分别为 1.81、2.23、3.17 元，维持目标价 86.61 元，对应 18 年估值为 48 倍。由于日上上海并表因素增厚公司利润，三亚接待游客人次高速增长利好公司离岛免税业务，因此维

持公司“买入”评级

- **风险提示:** 宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险、行业增长不及预期，以及不可抗力因素。
- **相关研究:** 《20180717 中国国旅（601888.SH）：消费升级+政策支持，免税龙头越大越强》、《20180723 中国国旅（601888.SH）：日上中标上海双机场，免税经营权再度扩展》、《20181106 中国国旅（601888.SH）：免税业务高速增长，一次性支出影响利润增速》

### **首旅酒店（600258）（2018-02-15 收盘价 16.84 元）**

- **成本费用率如期下降**

**费用率继续下降。**在酒店繁荣期中，酒店收入增速超过成本费用增速，成本费用率下降，利润大幅提升。2018年 Q3 公司 TTM 销售+管理费用率为 78.5%，比 2018Q2 的销售+管理费用率降低 0.2 个百分点。我们在前期报告中预期公司 2017 年至 2020 年每个季度销售管理费用率约下降 0.7~1.2 个百分点，公司实际 2018 年 Q3 下降 0.2 个百分点，降幅低于平均值，仍处在费用率下降通道内。

**公司收入增速低于我们预期，利润总额大幅上涨。**公司前三季度营业收入 636,851 万元，同比增速 0.9%，低于我们预期，主要源于公司发展战略调整，直营中高端酒店新开数量低于我们预期。公司实现利润总额 115,602 万元（同比+35.0%），上升 29,940 万元。利润总额上升主要因为公司酒店业务利润增长，符合我们预期的酒店繁荣期当中，成本费用率下降，利润大幅提升；公司出售燕京饭店等股权以及其它非经营性因素影响，导致非经常损益比上年同期增加利润总额 17,161 万元；公司通过良好的资金管理节约了财务费用，比上年同期增加利润总额 5,185 万元。

- **盈利预测与投资评级**

受益于酒店行业进入上行周期，RevPAR 的上涨将持续带动公司运营利润率的增长。公司完成大规模收购，对内部资源的整合将降低公司成本费用率，公司盈利能力将显著提升并逐步释放，我们预测公司 18/19/20 年将实现营业收入 99/123/131 亿元，实现归母净利润 9/17/21 亿元，按照最新的股本计算，对应 EPS 0.96/1.69/2.10 元/股，维持公司“买入”评级。

- **风险提示:** 宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险、行业增长不及预期，以及不可抗力因素。

- **相关研究:**《20180202 首旅酒店 (600258): 新首旅, 新轮回, 新发展》、《20180502 首旅酒店 (600258): 成本费用率如期下降, 注重中高端品牌发展》、《20180509 首旅酒店 (600258): 费用率如期下降, 利润总额大幅上升》、《20180525 首旅酒店 (600258): 紧跟行业结构变化, 大力发展中高端业务》、《20180905 首旅酒店 (600258.SH): 中报点评, 利润总额大幅上升, 继续发力中高端业务》、《20181030 首旅酒店 (600258): 收入增速缓慢 费用率持续下降》。

## 研究团队简介

陶伊雪，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014年12月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业、能源化工行业研究。

范峻巍，艾克赛特大学金融与投资硕士，2017年4月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话         | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁泉  | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张华  | 010-83252088 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-83252069 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678580 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678586 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪辰  | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 袁泉  | 010-83252068 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 国际 | 唐蕾  | 010-83252046 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。