

周期与变革

——2019年旅游行业投资策略

广发证券发展研究中心 社会服务研究团队

安鹏 S0260512030008 anpeng@gf.com.cn
沈涛 S0260512030003 shentao@gf.com.cn

2018年12月12日

1 消费：从高增长至稳增长，估值优势正在显现

2 消费周期：经济下行阶段，行业是否能够穿越周期？

3 消费变革：哪些子行业竞争格局在向好？

4 购——免税：结构性规模增长+毛利率提升，业绩增长确定性强

5 住——酒店：集中度提升明显，龙头公司估值具备优势

6 游&吃——行业经历变革，寻找小而美的公司

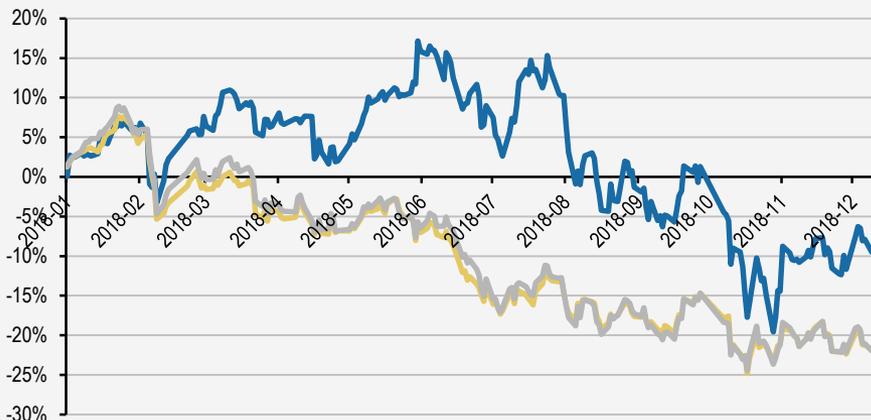
7 结论：免税、酒店有望维持景气，上至下和下至上两角度选股

板块行情：消费从乐观到悲观，社服前三季度盈利维持增长

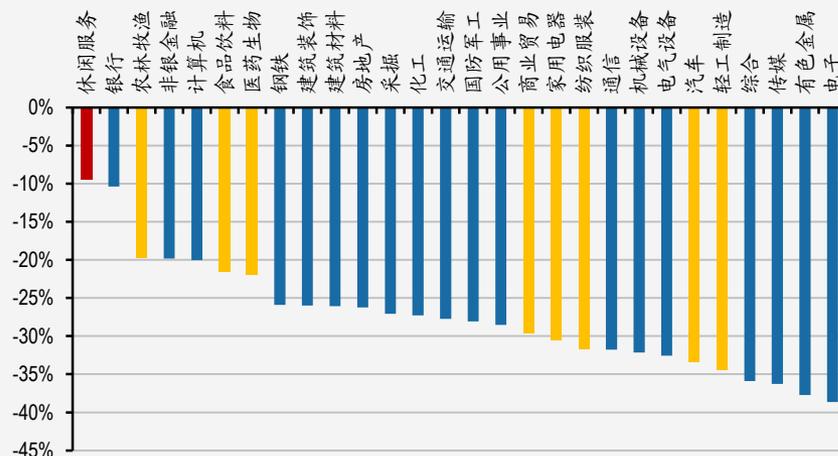
- 18年以来休闲服务板块表现强势，排名各板块第一，下半年相对其他消费行业优势明显。截止12月10日申万休闲服务板块整体累计下跌9.5%，排名1/28（同期上证综指、沪深300和创业板指数分别下跌21.8%、22.0%和24.3%），特别6月以来相比其他消费板块相对收益明显，高点以来回调幅度23%，上半年表现同样较好的医药、食品饮料和家用电器高点回调34%、30%和40%）。
- 国旅、宋城表现突出、景区、出境游部分个股跌幅最高，酒店龙头回调明显：权重个股中国国旅和宋城演艺年初至今涨幅分别达到37%和8.2%。跌幅靠前的公司主要是凯撒旅游、峨眉山、众信旅游、中青旅等公司，年初以来跌幅均超过30%。此外，首旅酒店和锦江股份6月高点以来回调幅度超过40%。

18年以来休闲服务板块下跌9.5%，跑赢上证指数12个PCT

— 休闲服务(申万) — 上证综指 — 沪深300



18年以来休闲服务板块涨幅位列申万28个子行业第1位



	休闲服务	食品饮料	医药生物	家用电器	商业贸易	汽车	轻工制造	中国国旅	宋城演艺	首旅酒店	锦江股份	中青旅	众信旅游	黄山旅游	峨眉山
全年	-9.5%	-21.6%	-21.9%	-30.5%	-29.6%	-33.4%	-34.5%	36.8%	8.2%	-23.7%	-28.0%	-33.9%	-39.9%	-28.7%	-45.6%
上半年	9.0%	0.1%	3.1%	-6.4%	-16.4%	-17.8%	-18.5%	49.6%	26.7%	21.1%	16.2%	-4.5%	-11.6%	-18.4%	-17.5%
下半年	-17.0%	-21.7%	-24.3%	-25.8%	-15.7%	-19.0%	-19.6%	-8.5%	-14.6%	-37.0%	-38.0%	-30.8%	-32.1%	-12.7%	-34.0%
高点以来	-23.0%	-29.7%	-33.9%	-39.7%	-32.9%	-34.5%	-36.4%	-22.5%	-27.9%	-41.8%	-42.6%	-43.6%	-52.1%	-30.2%	-48.2%

消费龙头：3季度业绩增速开始下滑，旅游龙头表现较好

- **跟其他消费龙头相比，中国国旅和宋城演艺股价韧性更强。** 股价表现来看中国国旅年初至今涨幅高达37%，与其他消费板块龙头公司相比表现相对强势，千亿市值的消费龙头如贵州茅台、格力电器和伊利股份年初至今股价分别下跌16%、18%和28%，国旅也超过海天味业和恒瑞医药24%和11%的表现。
- **板块龙头个股维持业绩稳健增长。** 在经济增速放缓、市场对消费预期较为悲观的环境下，股价强势的表现来自公司良好的业绩表现和增长预期，2018年Q3中国国旅营业收入和净利润同比分别增长59%和29%，宋城、锦江和首旅净利润增速也较高，优于多数其他消费龙头业绩增速，且国旅2019年业绩增长预期在25%以上。估值角度来看，2019年国旅、宋城预期估值在19-25倍，而锦江首旅回落至16-17倍水平，相比其他消费龙头PEG处于相对较低的水平。

简称	市值(亿元)	2018年涨幅	18Q3净利润涨幅	18Q3收入涨幅	P/E(2018)	P/E(2019)	2018E利润增速	2019E利润增速	
002507.SZ	涪陵榨菜	173	32%	65%	11%	27	22	56%	23%
601888.SH	中国国旅	1,150	37%	29%	59%	32	25	43%	28%
603288.SH	海天味业	1,774	24%	23%	17%	41	34	22%	21%
600276.SH	恒瑞医药	2,172	11%	33%	26%	55	43	23%	27%
300144.SZ	宋城演艺	292	8%	22%	4%	21	19	28%	14%
002563.SZ	森马服饰	241	16%	26%	17%	15	13	38%	20%
000895.SZ	双汇发展	744	-8%	2%	-3%	15	14	15%	9%
600398.SH	海澜之家	381	-9%	-12%	-6%	11	10	7%	8%
600519.SH	贵州茅台	7,251	-16%	3%	3%	21	18	28%	17%
000651.SZ	格力电器	2,155	-18%	38%	38%	8	7	27%	10%
600258.SH	首旅酒店	167	-24%	49%	2%	19	16	41%	18%
601933.SH	永辉超市	732	-23%	-75%	22%	48	34	-17%	42%
600887.SH	伊利股份	1,372	-28%	2%	13%	22	19	6%	16%
000333.SZ	美的集团	2,463	-32%	19%	1%	12	10	19%	15%
600754.sh	锦江股份	206	-28%	23%	7%	20	17	26%	19%

注：预期估值和盈利增速采用Wind一致预期

三季报：旅游行业平均业绩增速15%，3季度增速略放缓

- 2018年前3季度旅游行业业绩保持增长，增速有所放缓：**行业内21家重点上市公司前3季度合计营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润分别为959.9亿、86.5和77.8亿元，整体增速分别为24.8%，27.8%和25.2%，平均增速分别为12.5%、14.8%和14.7%，增速有所放缓。单3季度板块营业收入、归母净利润和扣非归母净利润的平均增速分别为10.3%、13.8%和10.5%，单三季度板块盈利增速有所放缓。
- 板块内净利润规模最高的五家公司分别是中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店和中青旅，**五家公司前三季度归母净利润合计占板块重点公司总和的70%，且龙头公司盈利增速表现相对较为稳健。
- 其中中国国旅前三季度营收和归母净利润同比大幅增长64.4%和41.8%，**而中国国旅的营业收入和归母净利润规模占到板块重点公司总和的36%和31%，中国国旅业绩的快速增长驱动板块整体盈利保持较快增长。

代码	公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		20173Q	20183Q	同比	20173Q	20183Q	同比	20173Q	20183Q	同比
601888.SH	中国国旅	207.45	341.01	64.4%	19.08	27.05	41.8%	18.90	26.93	42.5%
600754.SH	锦江股份	100.30	109.57	9.2%	7.12	8.72	22.5%	4.94	6.77	37.0%
600258.SH	首旅酒店	63.12	63.69	0.9%	5.50	8.01	45.6%	5.45	6.64	21.9%
601007.SH	金陵饭店	6.82	7.87	15.3%	0.73	0.60	-17.7%	0.61	0.49	-19.6%
300144.SZ	宋城演艺	23.14	24.71	6.8%	9.18	11.47	25.0%	9.23	11.12	20.5%
600138.SH	中青旅	77.11	89.29	15.8%	5.01	5.47	9.1%	3.69	4.45	20.9%
000796.SZ	凯撒旅游	62.40	69.27	11.0%	3.40	3.12	-8.2%	2.93	3.04	3.6%
002707.SZ	众信旅游	92.24	93.90	1.8%	1.82	2.09	15.0%	1.79	1.86	3.8%
000524.SZ	岭南控股	48.04	52.77	9.9%	1.41	1.62	14.7%	1.25	1.36	9.3%
300178.SZ	腾邦国际	27.94	44.78	60.2%	2.14	2.94	37.3%	1.48	2.08	41.1%
600054.SH	黄山旅游	13.17	11.90	-9.6%	3.42	4.21	22.9%	3.46	3.33	-3.8%
000888.SZ	峨眉山A	8.59	8.47	-1.3%	1.51	1.69	11.4%	1.55	1.69	9.0%
002033.SZ	丽江旅游	5.37	5.60	4.2%	1.84	2.03	10.5%	1.84	1.97	7.0%
002159.SZ	三特索道	3.94	5.04	27.9%	0.14	1.59	1032.4%	0.01	0.35	6799.7%
600706.SH	曲江文旅	8.04	9.87	22.8%	0.80	1.13	42.4%	0.75	1.10	47.4%
603136.SH	天目湖	3.51	3.67	4.7%	0.78	0.95	20.9%	0.77	0.91	17.0%
600593.SH	大连圣亚	3.05	3.00	1.5%	0.90	0.91	2.0%	0.90	0.88	-1.8%
603199.SH	九华旅游	3.46	3.63	4.9%	0.77	0.80	4.3%	0.76	0.79	2.9%
000978.SZ	桂林旅游	4.19	4.39	4.9%	0.70	0.79	13.7%	0.63	0.75	19.4%
603099.SH	长白山	3.17	3.84	21.2%	0.73	0.77	5.7%	0.72	0.77	6.8%
000430.SZ	张家界	4.26	3.66	-14.2%	0.71	0.55	-22.5%	0.46	0.50	8.9%
平均/合计增速		36.63	45.71	24.8%	3.22	4.12	27.8%	2.96	3.70	25.2%
算数平均(剔除异常)				12.5%			14.8%			14.7%

1 消费：从高增长至稳增长，估值优势正在显现

2 消费周期：经济下行阶段，行业是否能够穿越周期？

3 消费变革：哪些子行业竞争格局在向好？

4 购——免税：结构性规模增长+毛利率提升，业绩增长确定性强

5 住——酒店：集中度提升明显，龙头公司估值具备优势

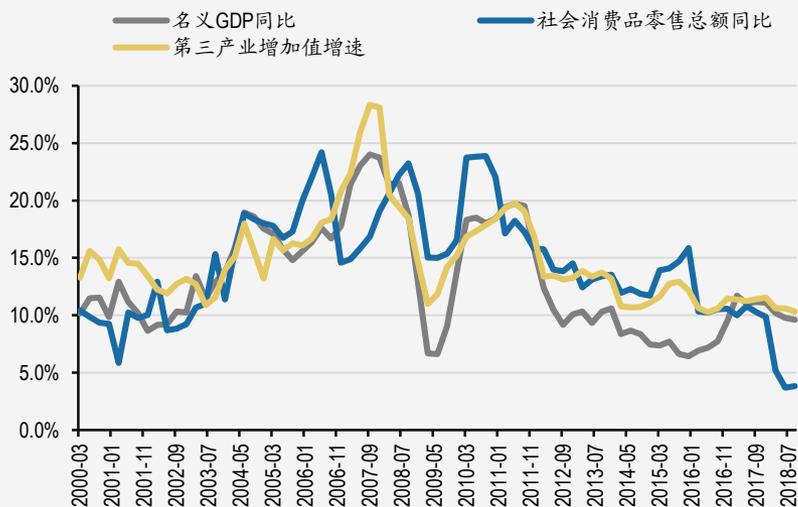
6 游&吃——行业经历变革，寻找小而美的公司

7 结论：免税、酒店有望维持景气，上至下和下至上两角度选股

宏观经济下行消费行业增速也受影响，休闲服务行业抗周期性较强

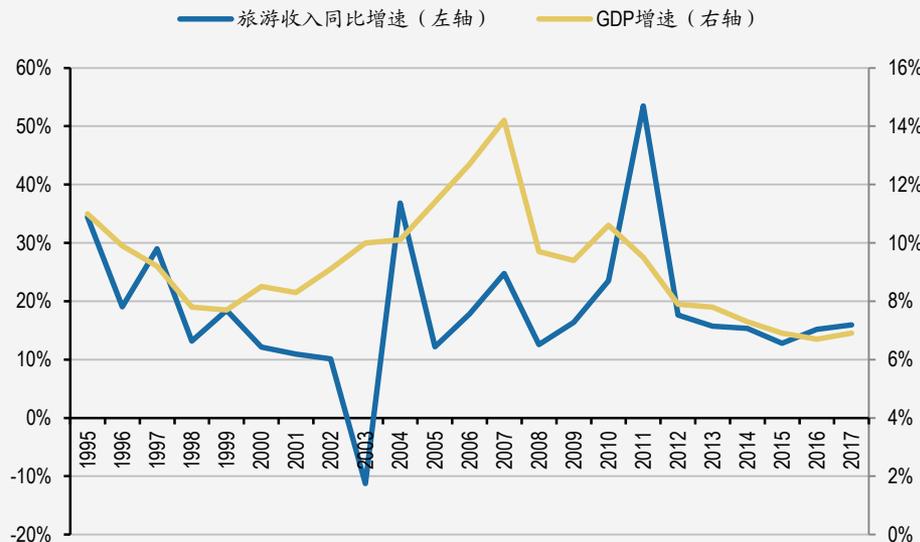
- **经济下行压力下，第三产业增速及社零增速均有回落。**从长期数据来看，消费行业增长与名义GDP增速高度相关。今年前三季度第三产业增加值由2017年同期的10.7万亿上升至11.8万亿，其中1、2、3季度增速分别为10.6%、10.6%和10.3%，逐步回落至16年上半年增速水平，但仍维持稳步增长。而社零增速回落更为明显，1-10月同比增长9.2%，相比16年17年的10.9%和9.4%均有明显下跌（与汽车行业消费基数有关），消费行业增速整体受到宏观经济下滑影响。
- **旅游行业在上一轮经济下滑阶段总体表现的抗周期性较强。**相对而言今年，第三产业对GDP增长的拉动仍较显著，前三季度第三产业对GDP同比拉动分别为4.2%、4.1%和4.0%，虽然略有下滑但整体相比其他产业抗周期性较为明显，行业整体增速并未受到宏观经济下行明显拖累。
- **国内旅游总收入逐年递增，增长势态较好。**2017年国内旅游业总收入达到4.57万亿元，同比增长16%。近10年复合增速高达19.4%，旅游行业收入增长较稳定，仅在03年非典和10年世博会出现较大波动，历史数据与宏观经济相关性不强。

社会消费品零售总额和名义GDP高度相关



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

旅游行业总收入增速与GDP增速相关度不高

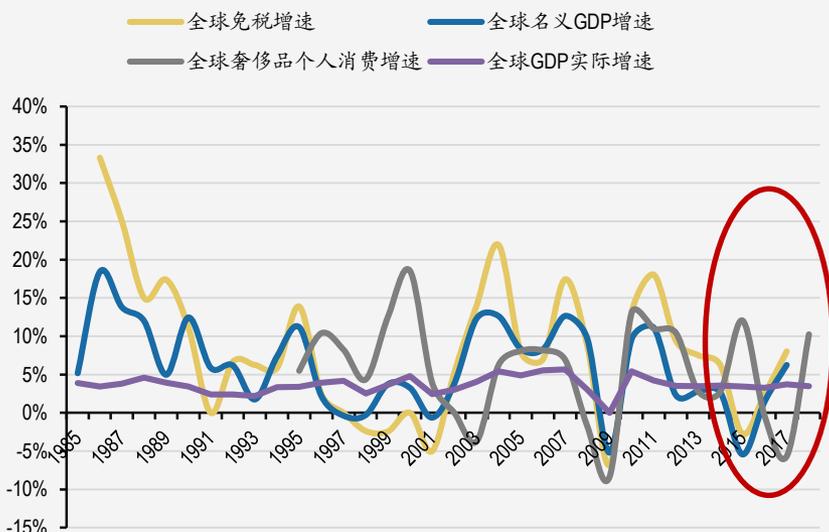


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

免税行业：全球免税与宏观相关性较高，国内相对较弱

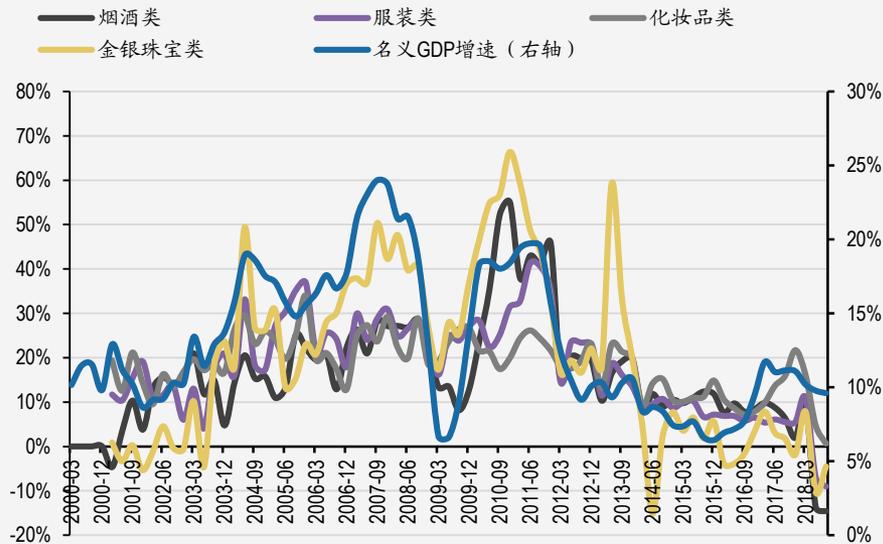
- **全球免税行业与名义GDP相关性较高。**从全球角度来看，由于免税行业弹性较高，对经济波动较为敏感，故受宏观经济周期影响较大，与名义GDP走势存在高度相关性。不过15年以来二者出现背离，贝恩预计2018年全球奢侈品个人消费增速由16、17年的负增长回升至10.2%，而世界银行、IMF对全球GDP的预测为增速放缓（增速背离可能主要受地缘政治的影响）。
- **国内免税行业和名义GDP增速相关性较弱。**主要由于：1) 国内免税行业受政策影响较强，近年来免税政策不断放开，引导消费回流意图明显；2) 中国逐渐成为全球奢侈品消费主力，助推免税和旅游零售渠道消费结构升级；3) 香化等品类产品消费不断升级，渗透率持续提升。同时，18年以来免税销售额增速与PPI增速发生一定程度的背离，国内免税行业存在一定的抗周期性。
- **零售消费分品类来看：服装配件、金银珠宝和香化产品增速均和名义GDP增速存在一定关联性，其中香化和烟酒关联性相对较低。**其中，服装配件和金银珠宝和宏观经济周期相关度较高，由于香化产品和烟酒单价较低，需求弹性低于珠宝首饰等品类，且国内香化产品消费不断升级，所以对宏观经济周期波动的敏感度相对小。从历史数据上来看，香化和烟酒零售额增速和名义GDP增速相关系数分别为63.2%和61.7%，低于金银珠宝和服装配件的74.6%和69.2%。

全球免税和奢侈品增速和名义GDP相关性更强



数据来源：GENERATION，贝恩，广发证券发展研究中心

香化产品受宏观经济波动影响最低

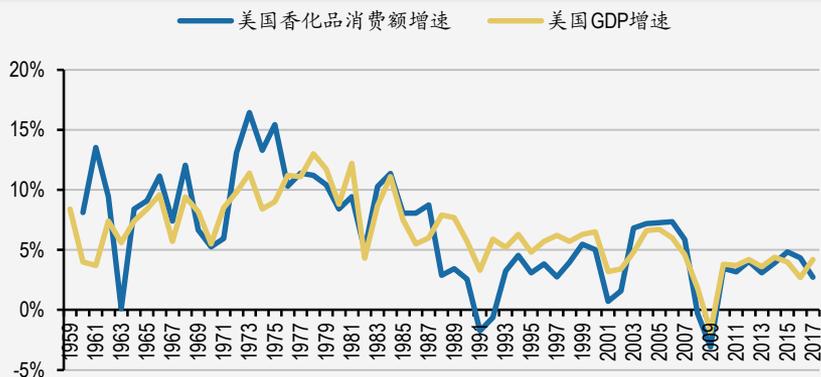


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

免税行业：占比较高的化妆品行业与宏观经济不完全一致

从海外国家化妆品消费的历史来看，美国的香化消费增速跟GDP增速基本保持吻合。韩国化妆品零售额和宏观经济周期相关性不高，韩国和日本在经济危机期间化妆品消费增速有出现前期下降后期快速回升的情况。韩国08年Q4和09年初经济负增长，化妆品增速却迅速回升，09年前三季度均维持在12%以上。日本化妆品人均消费金额自06年以来持续提升，受宏观经济影响较小。

美国化妆品香水消费额增速跟美国GDP增速走势基本一致



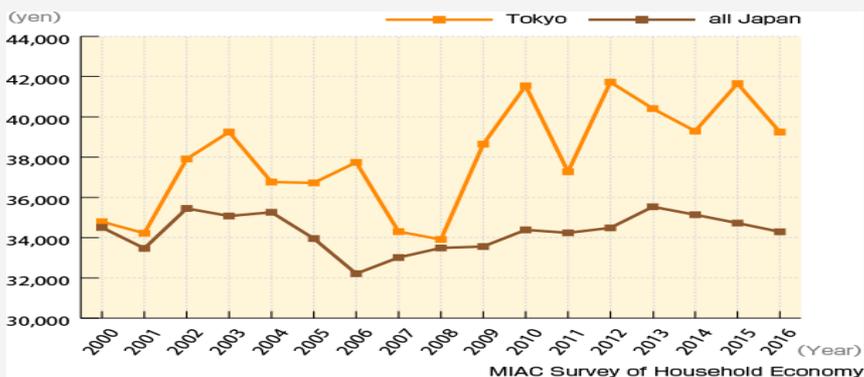
数据来源：美国经济分析局，广发证券发展研究中心

韩国化妆品零售销售额历年增速和韩国GDP增速相关性不高



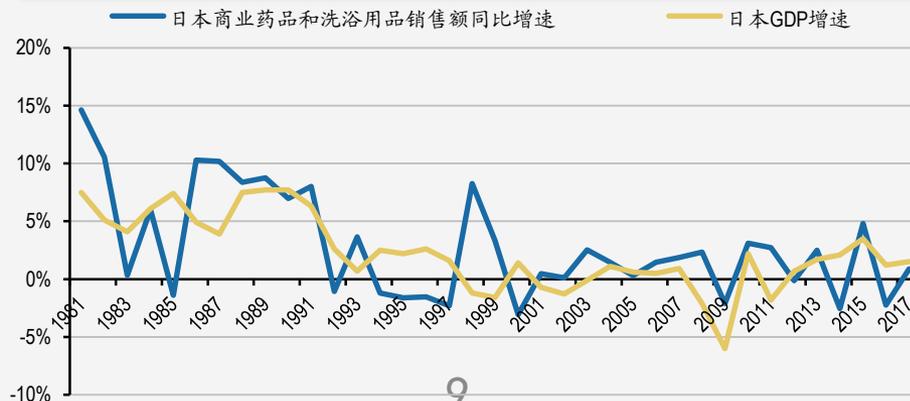
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

06年以来日本化妆品人均消费金额逐步提升



数据来源：日本化妆品工业联合会，广发证券发展研究中心

日本药品和洗浴用品销售额增速与GDP增速不完全一致

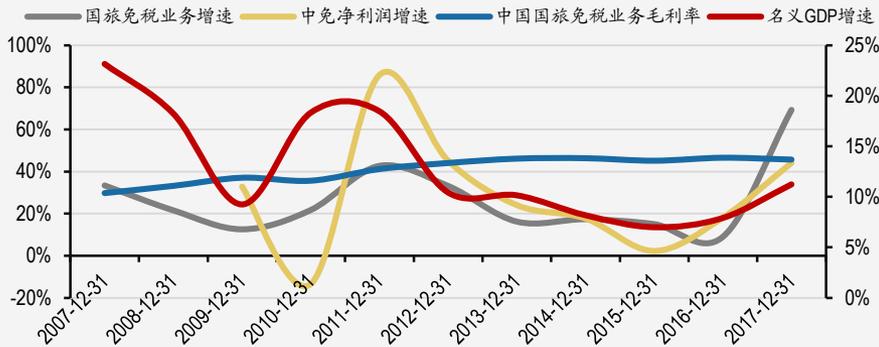


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

免税行业：包括国旅在内的免税龙头盈利能力受宏观经济影响不大

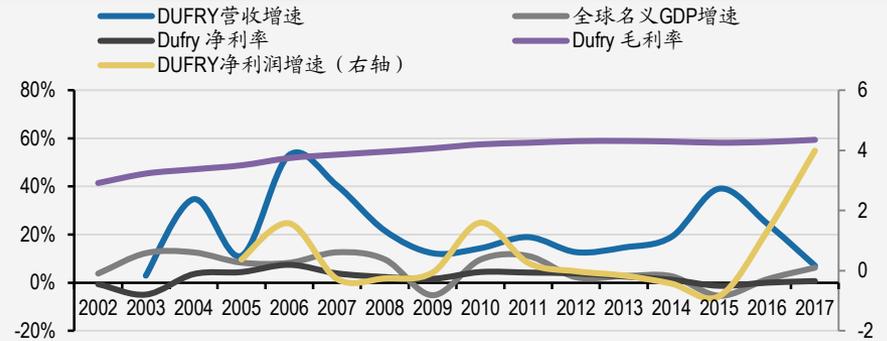
- **国旅免税业务盈利能力受宏观经济波动影响较小。**历史上中免集团销售额、净利润和名义GDP存在明显相关性，不过17年收购日上后，中免在国内的市场占有率从37%升至80%以上，在全球的市占率也已超过6%，毛利率也从2007年的29.8%提升至2018年上半年的52.5%，预计后期随着中免规模持续扩大，采购供应链和经营效率提升，中免盈利能力有望继续提升。
- **Dufry：营收和净利润增速和经济周期也存在相关性。**毛利率较平稳，净利率在08年、15年宏观经济下行时也分别有所下滑。
- **新罗和乐天：业绩增速受到中国宏观经济周期和地缘政治因素影响更为明显。**近年来净利率受中国宏观经济下行影响承压较重。

国旅免税业务增速17年大幅上升



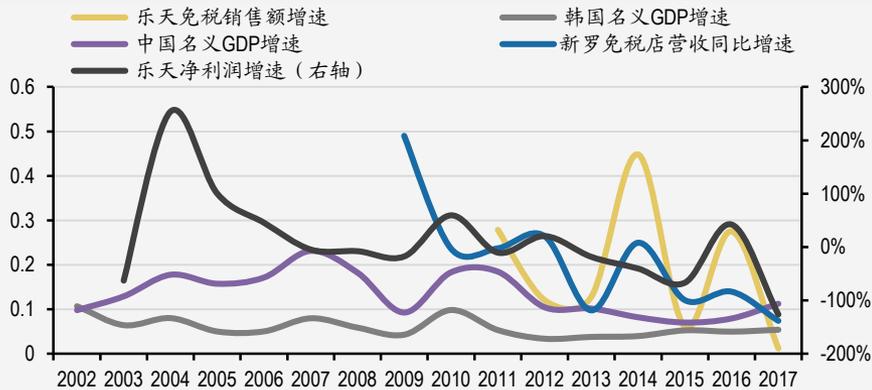
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

DUFERY财务数据和全球名义GDP走势



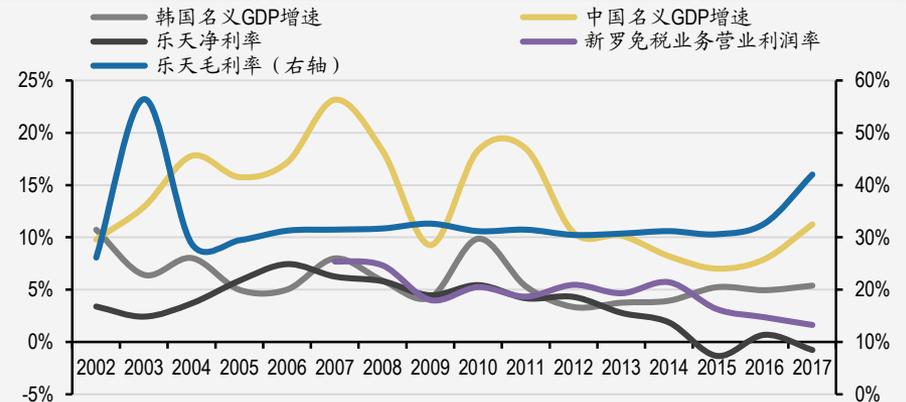
数据来源：BLOOMBERG，广发证券发展研究中心

韩国免税龙头营收、利润和中韩名义GDP走势



数据来源：BLOOMBERG，广发证券发展研究中心

韩国免税龙头盈利能力和中韩名义GDP走势

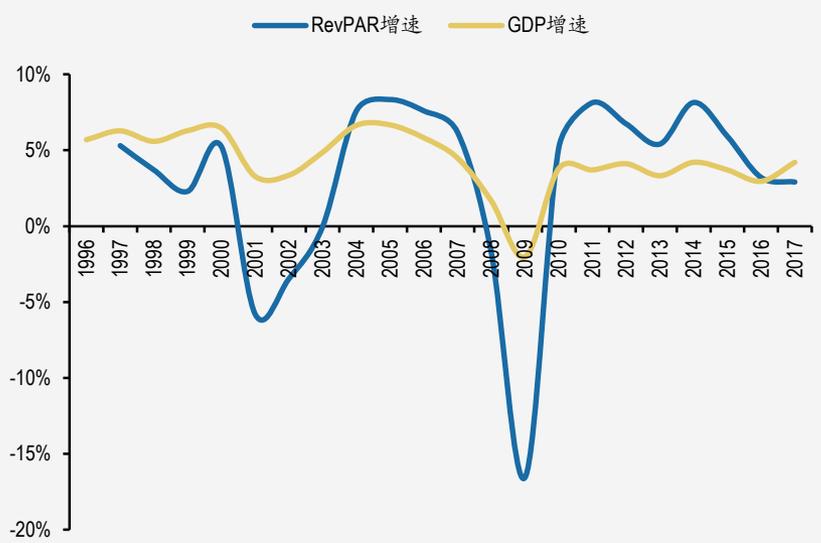


数据来源：BLOOMBERG，广发证券发展研究中心

酒店：全球酒店与经济高度相关，国内00年代高增长，08、12两轮下行

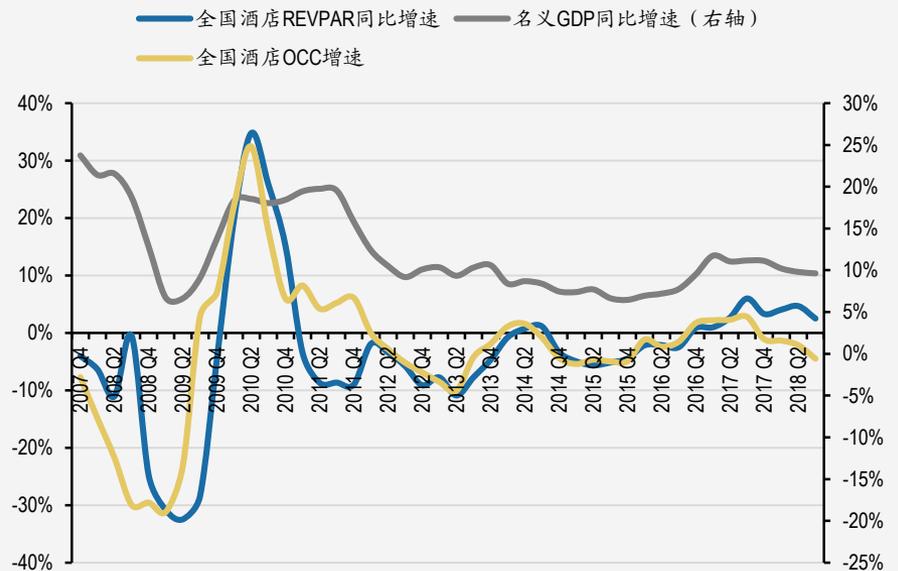
- 酒店行业是类周期品种，RevPAR增速相比GDP增速弹性高于1。**由于美国酒店行业数据周期较长，参照美国数据，美国酒店行业RevPAR增速受宏观环境影响较为显著，1997年至2017年美国GDP年平均增速为4.4%，酒店业Revpar平均增速为3.1%（复合增速为2.7%）。过去20年Revpar连续增长一般达4年以上，RevPAR增速平均约为GDP增速的1.3倍，弹性高于GDP增速。
- 酒店行业：宏观经济和政策环境带来两轮下行周期。**国内酒店行业周期也受到宏观经济影响，08-09年和11-15年经历下行：（1）08和09年受金融危机影响全国RevPAR同比分别下降11.3%和24.3%；入住率同比分别上升14.30%和下降5.10%；（2）而11年以后受宏观回落及成本上升等因素影响，11-13年RevPAR分别下降7.7%、5.3%和7.7%；平均房价分别下降6.2%、5.1%和13.3%，入住率分别下降1.7%、0.2%和上升6.5%。16年以来行业有所回暖，16和17年RevPAR同比分别增长-1.4%和3.5%，入住率同比分别增长3.6%和2.0%。

美国酒店行业REVPAR增速与宏观经济高度相关



数据来源：Wind, STR Global, 广发证券发展研究中心

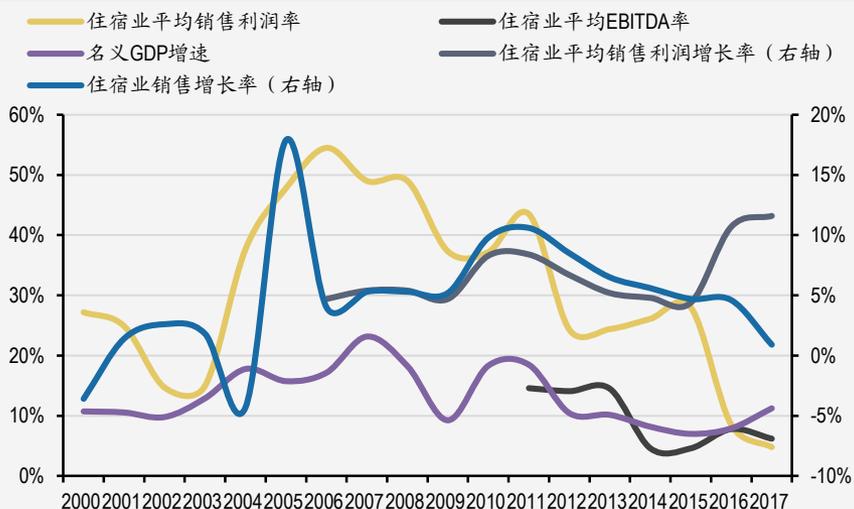
酒店REVPAR增速和名义GDP增速存在一定相关性



数据来源：Wind, STR Global, 广发证券发展研究中心

- 国内酒店行业利润增速略有回升，但全行业利润率维持低位水平：16年以来全国住宿业平均利润增速回升至10-12%的高位水平，不过从收入增长、利润率和EBITDA率看回升并不明显，其中16年和17年EBITDA率相比14-15年低点4.6%分别回升至7.8%和6.2%水平，销售利润率甚至低于02-03年水平，表明酒店行业仅有结构性回升，整体盈利仍较差。
- 龙头公司盈利增长和盈利能力显著高于行业水平：近年来受到规模扩张，并购整合影响加大。三大龙头酒店收入、净利润和净利率表现远高于行业水平。15年以来龙头酒店集团营收和净利润水平高速增长，2015-2017年三大龙头营收合计增速分别为18.8%、87.0%和27.3%，净利润增速分别为40.9%、73.1%和87.9%。盈利能力方面：首旅和华住净利率在最近一轮下行周期（14-15）中不降反升，并未受到明显冲击。17年锦江、华住和首旅净利率分别为7.3%、7.8%和15.1%，18年前三季度分别为9.0%、13.1%和15.5%。

全国住宿业和宏观经济周期走势



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

国内酒店龙头营收利润和宏观经济周期走势

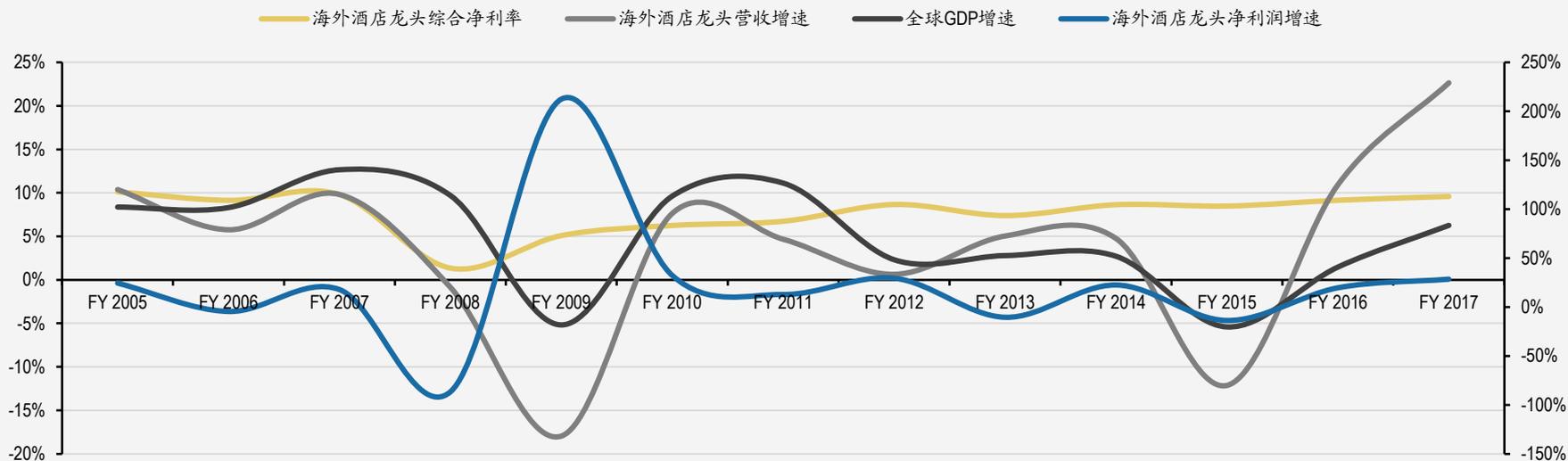


数据来源：公司公告，WIND，广发证券发展研究中心

国际酒店：龙头公司收入增速高于行业，部分龙头利润率较为平稳

- **海外酒店龙头方面**，大型酒店集团营收和全球GDP增速存在一定相关性，08年金融危机期间营收均受到较大冲击。14/15年的下行周期对雅高、希尔顿等龙头也带来一定影响。17年随着全球经济回暖，酒店龙头营收均有所回升，万豪、希尔顿、雅高17年营收同比分别为34.1%、23.8%和17.7%，增速领先。净利润方面，龙头净利润波动较大，2014-2015年，万豪、雅高和洲际等龙头净利润均受到宏观经济下行冲击。
- **从盈利能力角度看**，海外酒店龙头净利率受14-15年宏观经济下行影响不明显，其中雅高和希尔顿净利率下滑和宏观经济周期下行存在一定滞后。营收增速较快，规模持续扩张的酒店盈利能力受宏观经济周期波动冲击较弱，其中万豪和精品2013-17营收复合增速分别为15.7%和8.6%，增速领先其他海外酒店龙头，而万豪和精品净利润也较为平稳。

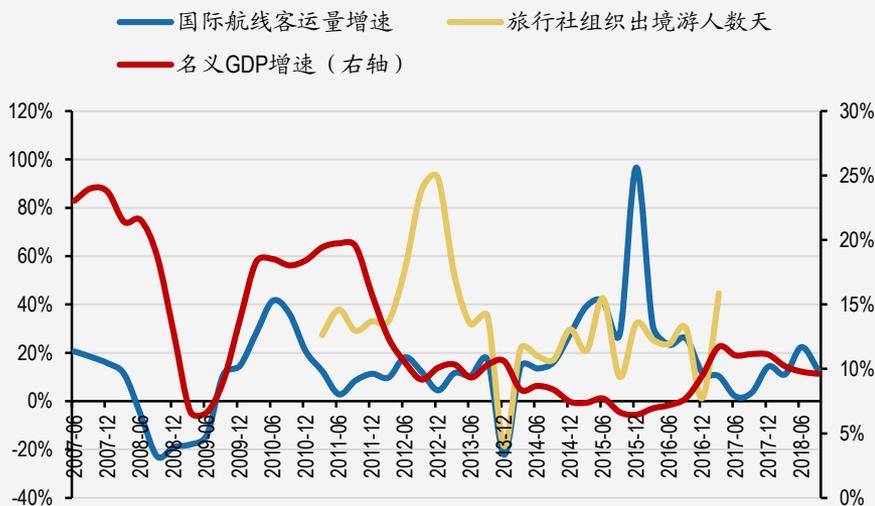
海外酒店龙头业绩和宏观经济关系（万豪、香格里拉、雅高、精品、洲际、温德姆）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

- **中国出境游增速周期性较低，行业起步晚、渗透率提升快，受缘政治影响较大。**国内出境游行业和宏观经济周期相关性整体偏弱。国际航线客运量增速、出境游人数出境游旅行社龙头业绩增速与名义GDP相关性较低，均表现出一定的抗周期性。出境游行业受地缘政治因素影响较大，经历了地缘政治影响下2016-2017上半年行业阶段性低迷，17年下半年行业恢复到20%以上增速水平。
- 具体来看，2017年全国出境游（剔除港澳台）总人次达到6117万人次，同比增长11%，较2016年19%增速进一步回落。2010年以来出国游行业年复合增速为17%。出境游17年总人次达1.31亿人次，同比增长7.0%，较2016年的4.3%有所提升。18年后增长势头不减，18年3月以来连续4个月增长保持在20%左右。18年1-9月国际航线客运量4775.4万人次，同比增长15.2%。三季度国际航班客流同比增长12.9%，相较上半年增速有所放缓，和上年同期的3.6%相比依然处于加速上升趋势。

出境游行业指标与名义GDP增速相关性较低



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

出境游人次增速和名义GDP增速相关系数为49%

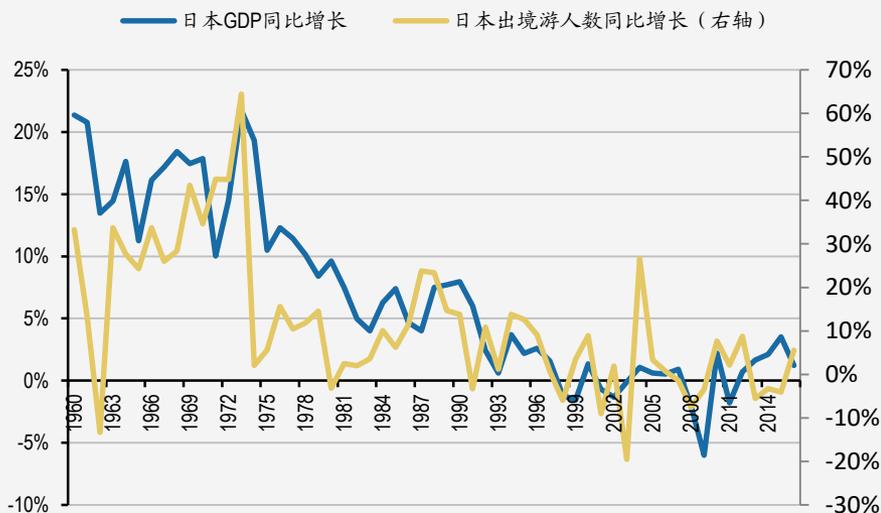


数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

出境游：美日与宏观经济有一定关联度，国内渗透率提升空间较大

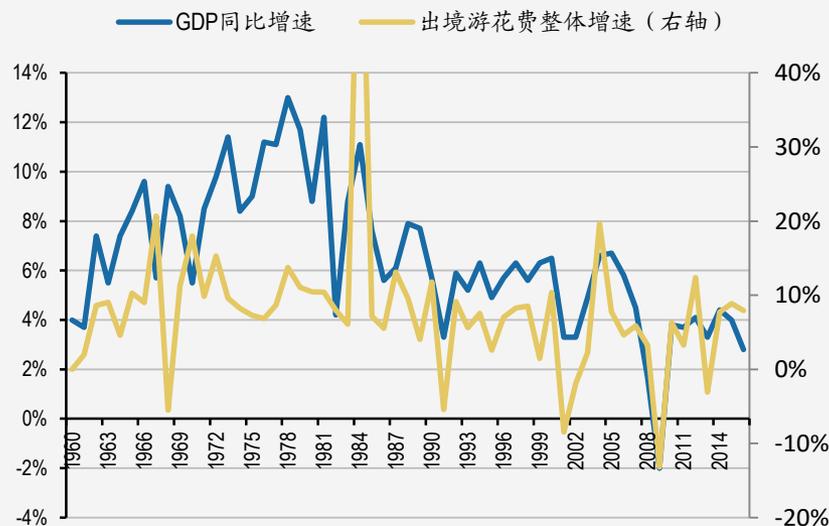
- **美国和日本出境游行业增速受宏观经济周期影响较大，相关性日本高于美国。**
- **日本出境游行业：**曾在1975年至1990年期间出现过持续的高增速发展，其平均增速达到了15%。日本出境游行业与宏观经济的发展联系紧密，高增速时期与GDP的高速成长有较大的同步性。目前来看，出境游行业主要受宏观经济疲软，人口老龄化，旅游预算占比提升停滞等因素影响，日本出境游行业渗透率已达到天花板，约为14%（中国目前渗透率约9.4%）。
- **美国出境游行业：**历史上持续的高成长时期平均增速为14%，时间段为1960年至1990年。美国出境游行业受宏观经济的影响多表现为突发事件的影响，而出境游行业更多的受中产阶级占比提升、人均可支配收入的提升以及娱乐预算支出占比的提升影响。

日出境游人数增长率与GDP增长相关度较高



数据来源：JNTO，日本内府阁，广发证券发展研究中心

美国出境游行业受宏观经济影响弱于日本

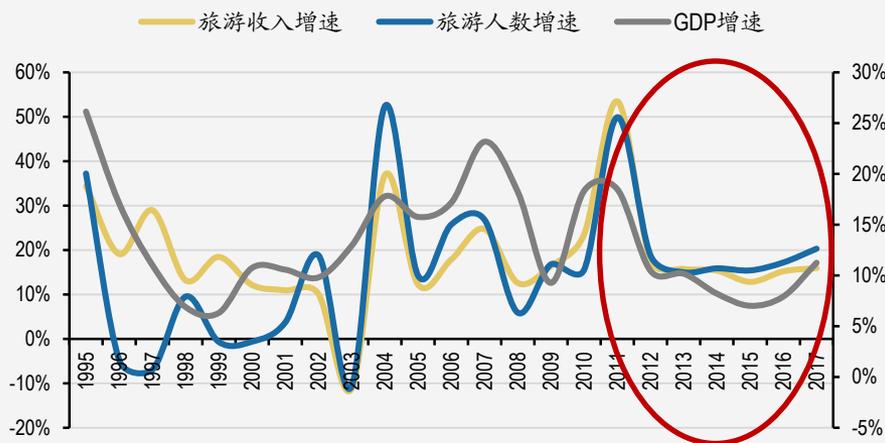


数据来源：美国经济分析局，广发证券发展研究中心

景区：客流和收入增速正在下滑，关联度减小

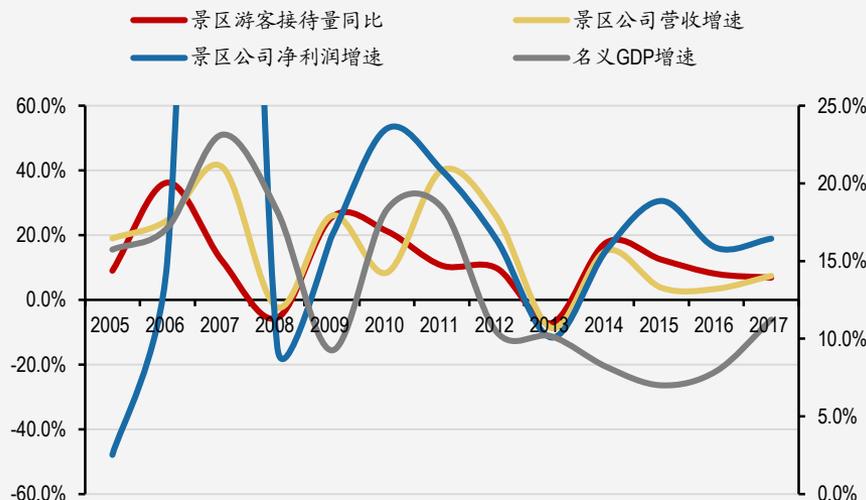
- **旅游行业一定程度上受宏观经济影响。**从历史上看，旅游人数和行业收入增速和名义GDP增速走势相关性较强，特别是2012年以来旅游人数及收入与名义GDP相关度有所提升。
- **不过从上市景区客流、收入和净利润增长看关联度在下降。**近年来上市公司客流增速和净利润增速与名义GDP增速相关系数为负。近几年上市景区业务增速下滑，游客量持续下降。营收方面，2015-17年景区类上市公司营收增速分别为3.7%、3.4%和7.4%，17年有所回升；净利润增速分别为30.6%、16.1%和18.9%。

旅游行业整体受宏观经济周期影响明显



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

上市景区客流量、经营业绩和名义GDP走势



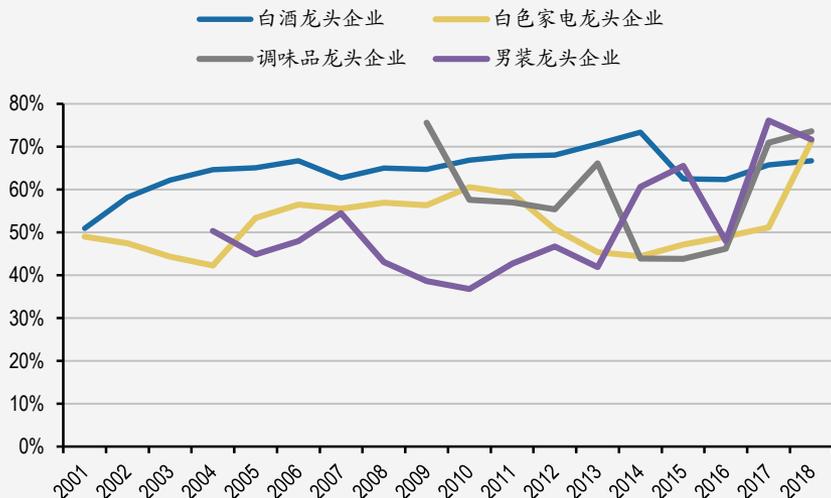
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

- 1 消费：从高增长至稳增长，估值优势正在显现
- 2 消费周期：经济下行阶段，行业是否能够穿越周期？
- 3 消费变革：哪些子行业竞争格局在向好？
- 4 购——免税：结构性规模增长+毛利率提升，业绩增长确定性强
- 5 住——酒店：集中度提升明显，龙头公司估值具备优势
- 6 游&吃——行业经历变革，寻找小而美的公司
- 7 结论：免税、酒店有望维持景气，上至下和下至上两角度选股

变革之一：消费品子行业集中度变化差异较大，盈利能力也有不同

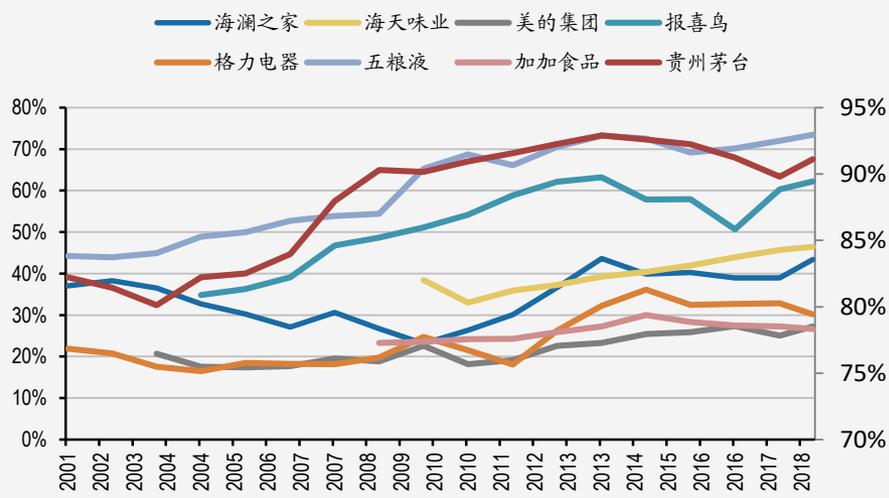
- 目前消费品行业中部分子行业出现市场份额向龙头企业集中的趋势，较为明显的是白酒、白色家电、调味品、男装等消费品子行业。贵州茅台、五粮液、洋河股份合计收入占白酒板块总收入的比重从2001年的51%上升至2018年的67%；海天味业、加加食品、中炬高新收入占调味品板块总收入的比重从2010年的58%上升至2018年的74%；美的集团、格力电器、青岛海尔三家合计收入占白色家电板块总收入的比重从2001年的49.%上升至2018年的71%；海澜之家、七匹狼、报喜鸟三家合计收入占男装板块总收入的比重从2004年的50%上升至2018年的72%。
- 消费龙头毛利率普遍上升。其中，家电和男装行业龙头由于市场份额提升较快，毛利率提升较为明显，其中美的和格力毛利率从2003年的21%和18%提升至2018年的27%和30%；男装行业的报喜鸟毛利率增长较快，从2004年的分别为35%上升至2018年的62%，海澜之家也从2001年的37%提升至2018年的43%；而白酒行业中的龙头企业贵州茅台、五粮液毛利率较高，2018年的毛利率分别为91%和74%，较2001年的82%和44%大幅提升，而调味品行业中的龙头企业海天味业和加加食品毛利率在提升，海天味业从2009年的38%提升至2018年的47%，毛利率提升显著，而加加食品从2008年的23%提升至2018年的27%。

部分消费品行业龙头企业营收合计占子行业总收入的比重上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

部分消费品行业龙头企业毛利率变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

- **免税行业龙头企业市占率持续提升，竞争格局趋好。**中免市占率从2015年的38%上升至2018年的82%，到2019年国内市占率将达到接近90%，市占率提升快速。
- **国内酒店龙头更加具备竞争优势，行业集中度不断提升。**2018年，锦江、如家、华住三大酒店集团市场占有率分别为21.0%、11.9%和11.7%，合计占比为44.6%。近三年国内酒店前三名的市场占有率稳步增长，2016年、2017年、2018年市场前三强的市占率总和分别为36.5%、44.1%、44.6%。此外，中产阶级比重提升、消费升级及高端转移推动中端酒店需求增长，中端酒店已成为市场新的投资热点，且集中度显著高于经济型酒店。

2015-2018年中免国内市占率快速提升



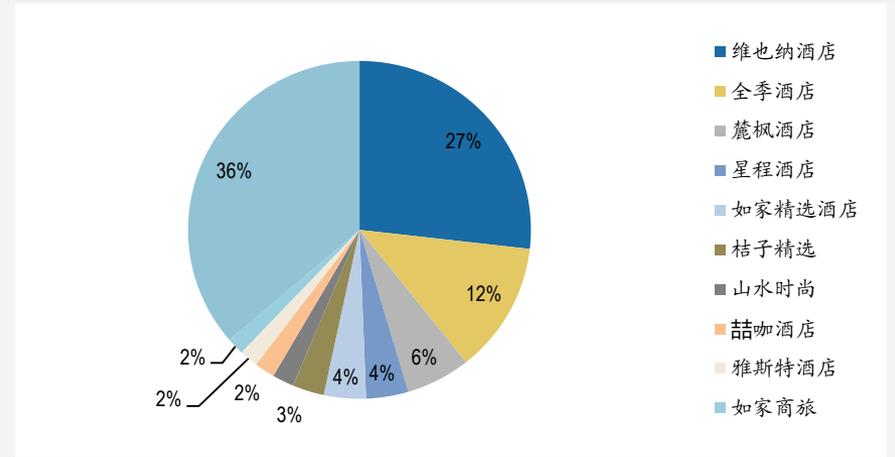
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

国内酒店行业市占率更向三大酒店集团集中



数据来源：中国饭店业协会，广发证券发展研究中心

2018年中端酒店前十品牌市占率

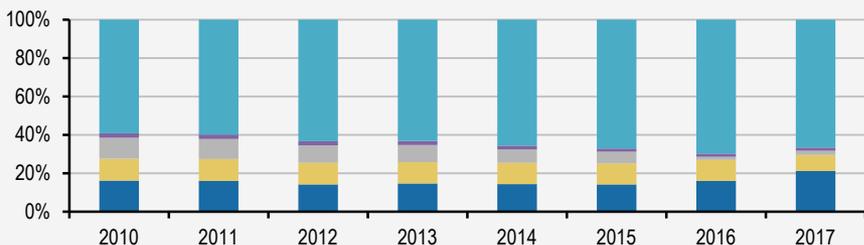


数据来源：中国饭店业协会，广发证券发展研究中心

- **在出境游市场份额上，众信、凯撒不断上升，国旅、中青旅呈现下滑趋势。**众信旅游已发展成为国内领先的大型出境旅游运营商，其出境游业务在各大上市旅行社出境游总营收中的比重以及在全国出境游业务总营收的比重均逐年上升，17年出境游业务实现营业收入109.63亿元。众信、国旅、凯撒占出境游市场份额前三，近年来前三名的市场占有率稳步增长，前三强合计市占率由2012年的8.73%上升至2016年的10.1%，龙头企业市场份额趋向集中。
- **国内旅游景区营业收入呈上升趋势，上市景区的营收总和占国内旅游景区营业收入比重提升。**2010年国内旅游景区营业收入为3960.8亿元，2011年下降至2658.6亿元，在2012-2016年期间，国内旅游景区营业收入呈稳步上升趋势，增速保持在10%左右。上市景区的营业收入总和占国内旅游景区营业收入的比重从2010年的0.9%上升至2016年的1.9%，但各景区表现差异明显。

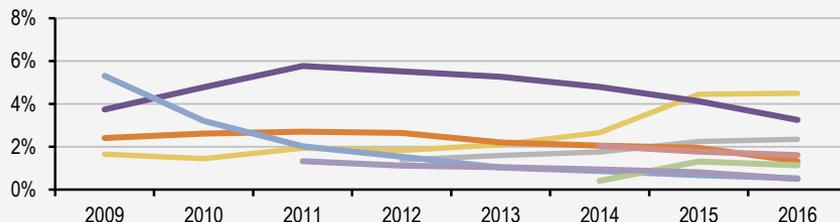
众信、国旅、凯撒位居出境游前三

■ 万豪国际 ■ 希尔顿酒店 ■ 雅高 ■ 洲际酒店 ■ 其他



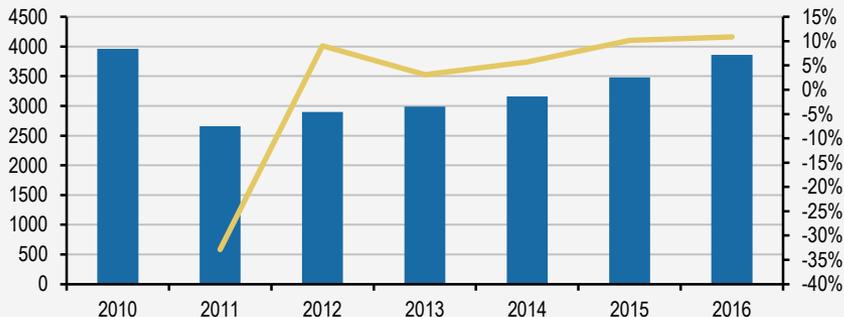
众信、凯撒市场占有率不断提升

— 众信旅游 — 凯撒旅游 — 中国国旅 — 中青旅
— 港中旅 — 广之旅 — 华远国旅 — 锦江旅游



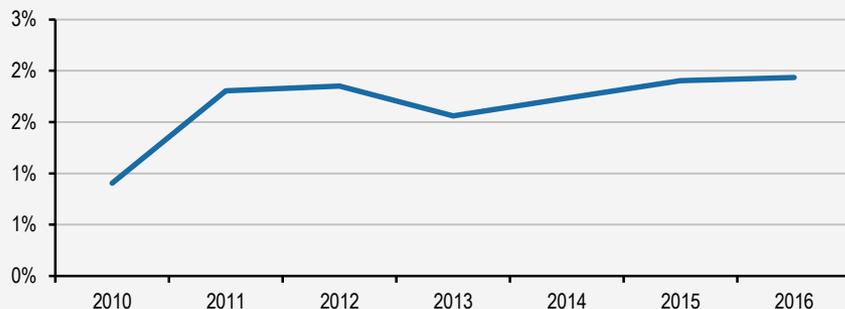
11-16年国内旅游景区营业收入逐年递增

■ 国内旅游景区营业收入 (亿元) — 国内旅游景区营收增速



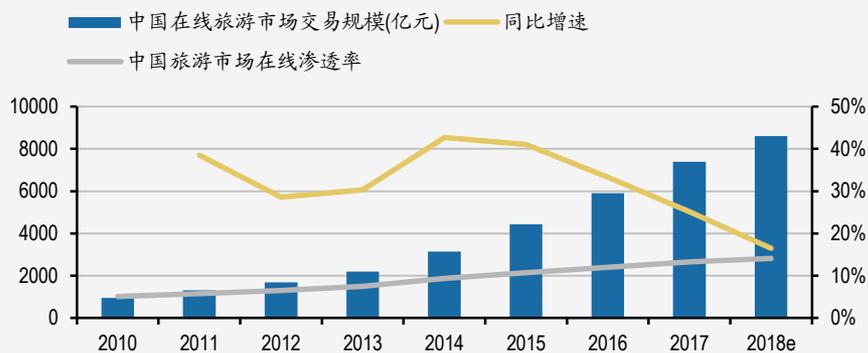
上市景区的营收总和占国内旅游景区营业收入比重提升

— 上市景区的营收总和占国内旅游景区营业收入比重



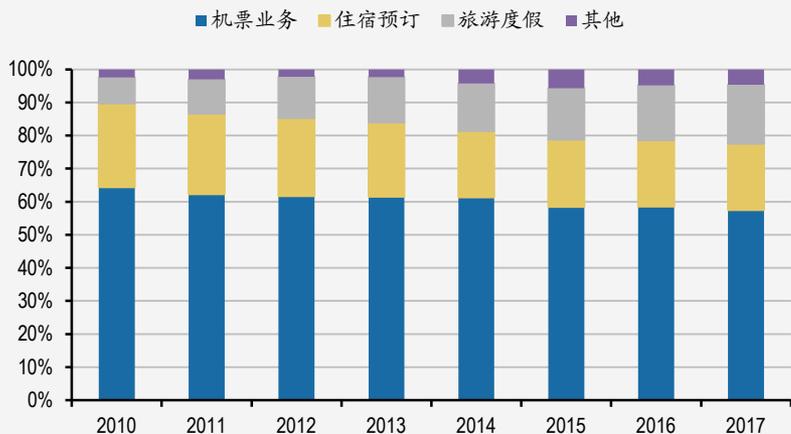
- 我国在线旅游市场交易规模不断扩大，其中住宿市场占比约20%基本稳定，度假市场正在提升。2017年在线旅游规模为7384.1亿元，预计在2018年年底达到8600.2亿元。在线旅游渗透率达预计2018年达到14.1%。其中在线机票市场交易规模比重从2010年的64.4%下降至2017年的57.5%；在线住宿市场的交易规模占比在近年来基本维持在20%左右，没有明显变化；在线旅游度假市场的交易规模占比从2010年的7.9%上升至2017年的17.9%。
- 在线旅游行业市场中，机票市场的在线渗透率最高，旅游度假市场的在线渗透率最低。2017年机票、住宿和旅游度假市场的在线渗透率分别达到74.9%、31.6%和12.8%，预计2018年进一步提高至83.1%、35.7%和13.7%。

10-18年在线旅游市场交易规模提升，在线渗透率提升



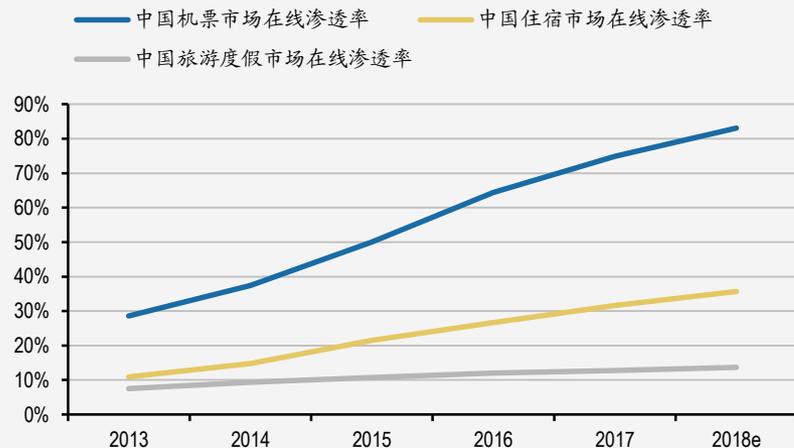
数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

在线机票市场占比下降，在线旅游度假市场占比上升



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

机票市场在线渗透率最高，旅游度假市场在线渗透率最低



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

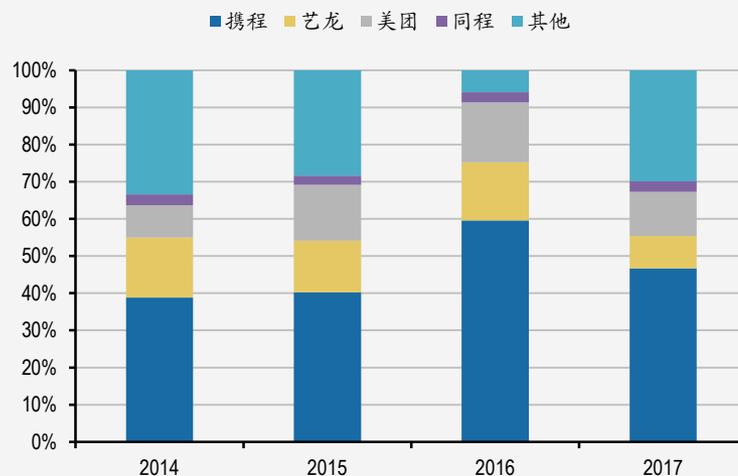
- **在线住宿市场交易规模逐年递增，在线渗透率不断提高，但增速也开始下降。**2017年，中国在线住宿市场交易规模达到1819.4亿元，比2016年增长27.3%，预计在2018年年末交易规模达到2230亿元；2017年住宿市场的在线渗透率达到31.6%，预计2018年在线渗透率达到35.7%。我国在线住宿市场交易规模和在线渗透率不断提高，不过从增速上看近几年的高增长已有下降，增速已从30%以上增长下滑至约20-25%的水平。
- **在线住宿市场中龙头企业市场份额稳定增长，市场竞争激烈。**2017年中国在线住宿企业中携程、美团和艺龙、同程共占有61.4%的市场份额，市场份额集中。在2014-2017年期间，OTA龙头企业携程、美团、同程、艺龙的市场份额不断提升，而行业内其他规模较小的企业的市场份额总和在不断下降，市场集中度将会进一步提升。

在线住宿市场交易规模逐年增加，在线渗透率提升



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

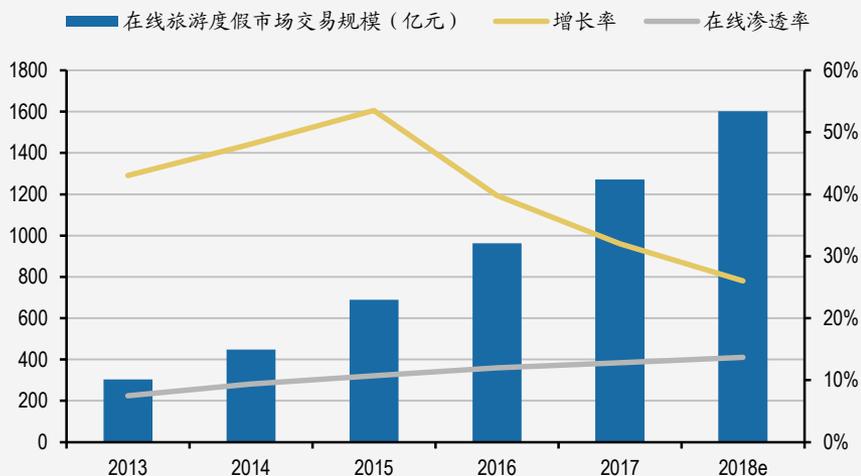
14-17年在线住宿市场中，龙头企业市场份额稳定增长



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

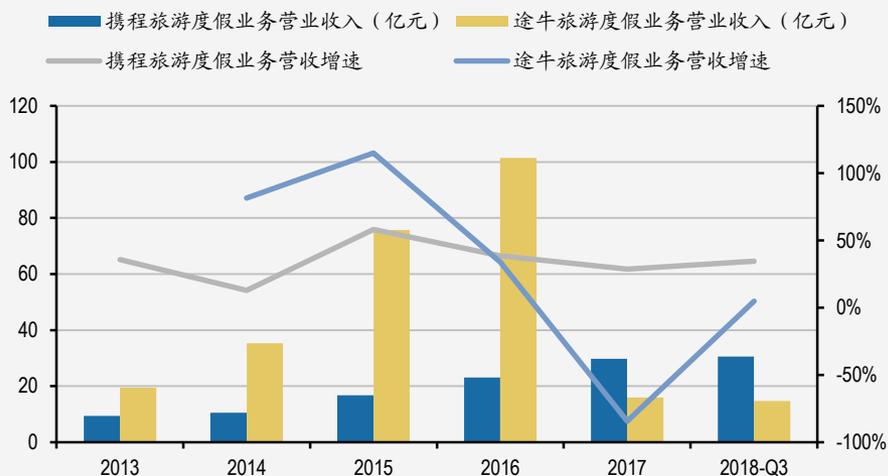
- 在线旅游度假市场交易规模逐年递增，但旅游度假市场的在线渗透率偏低。** 2017年中国在线旅游度假市场交易规模达到1271.7亿元，较2016年同比增长32%，预计在2018年年末交易规模达到1601.5亿元；2017年旅游度假市场的在线渗透率为12.8%，预计在2018年年末达到13.7%。旅游度假市场的在线渗透率与其他业务相比，在线渗透率偏低，这是因为相较于线上市场，线下旅游度假业务有更广的市场空间，很多OTA平台在不断拓展线下门店，并延伸至三四线城市，与传统旅行社的竞争不断加剧。
- 2013-2016途牛和携程旅游度假业务的营业收入不断增长，在2017年携程对的旅游度假业务营业收入下降至29.7亿元，而途牛的旅游度假业务营业收入稳步增长，2018年前三季度收入为14.73亿元。在2017年中国在线旅游度假市场中，途牛份额仍占据第一的位置，达27%，携程位列第二，占比25.7%，驴妈妈超过同程为第三，市场份额为15.3%。

在线旅游度假交易规模逐年增加，16年起增长速度趋缓



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

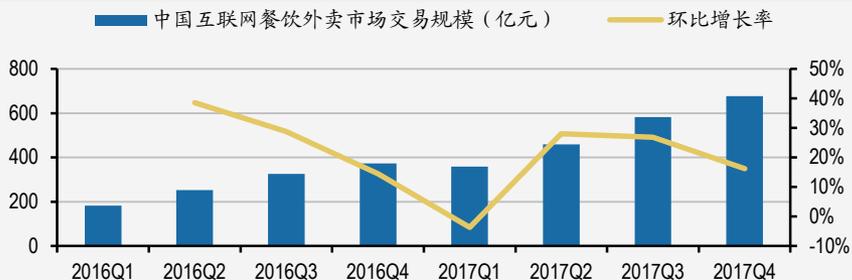
13-16年途牛和携程的旅游度假业务营业收入不断增长



数据来源：艾瑞数据，广发证券发展研究中心

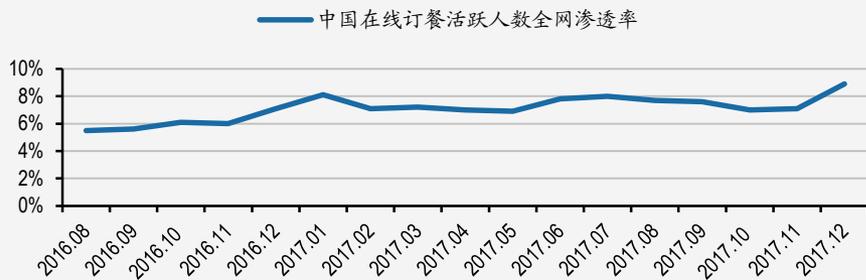
➤ **互联网餐饮外卖市场交易规模不断增长，在线餐饮市场发展快速。**2017年互联网餐饮外卖市场交易规模达到2078.3亿元，较2016年同比增长83.40%，2017年末在线订餐活跃人数全网渗透率达到8.9%，互联网在未来餐饮外卖市场的在线交易规模增长势头较快，这是因为餐饮实体店开展电子商务，与此同时外卖和外送服务模式发展迅速，促进了在线餐饮外卖市场的快速发展。2015-2017年中国外卖行业越来越集中于寡头之间的竞争，截止到2018年一季度，中国外卖行业的95.1%的市场份额已经被美团和饿了么占据，其中美团的市场份额远超饿了么。

互联网餐饮外卖市场交易规模不断增长



数据来源：中国产业信息，广发证券发展研究中心

在线订餐活跃人数全网渗透率波动增长



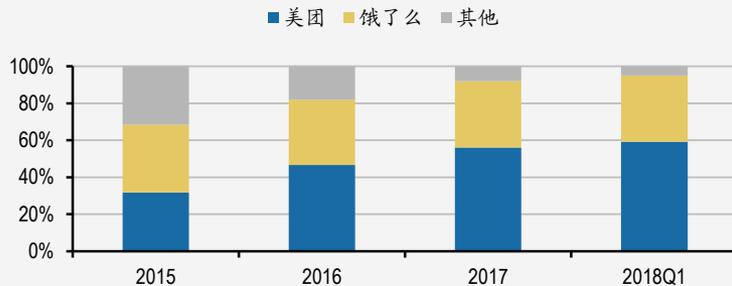
数据来源：中国产业信息，广发证券发展研究中心

15-18年美团餐饮外卖营业收入不断增长



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

18年第一季度美团市占率超过饿了么



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

1 消费：从高增长至稳增长，估值优势正在显现

2 消费周期：经济下行阶段，行业是否能够穿越周期？

3 消费变革：哪些子行业竞争格局在向好？

4 购——免税：结构性规模增长+毛利率提升，业绩增长确定性强

5 住——酒店：集中度提升明显，龙头公司估值具备优势

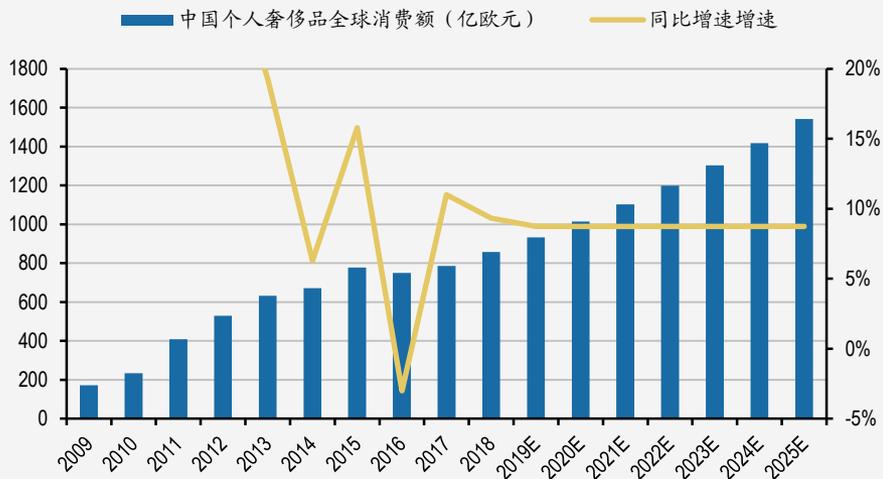
6 游&吃——行业经历变革，寻找小而美的公司

7 结论：免税、酒店有望维持景气，上至下和下至上两角度选股

中免规模增长确定，主要来自消费回流和占有率提升

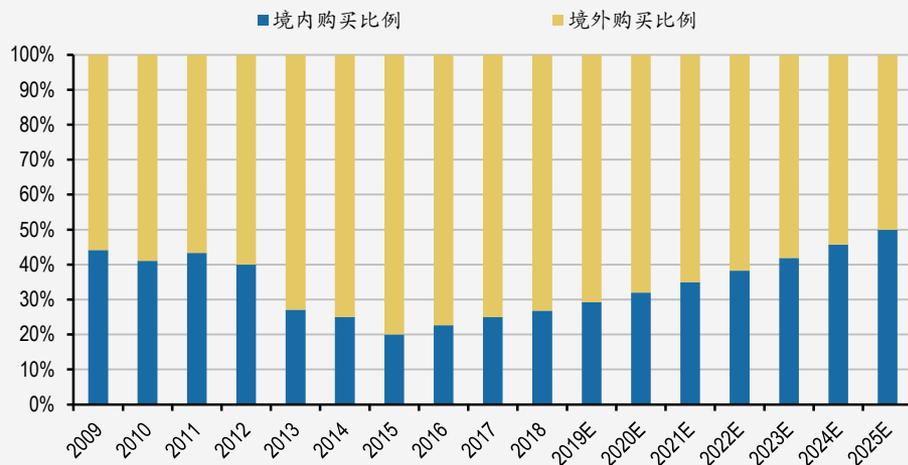
- **18年中国人海外高端消费4900亿人民币，未来境内渠道高端消费将保持19%高增长。**根据贝恩咨询数据，2018年中国人在全球的个人奢侈品消费总额858亿欧元，**约合6700亿人民币**，其中境内消费约1800亿人民币，境外消费约4900亿人民币，贝恩预测未来中国人奢侈品消费总量将以年复合4%的增速增长，到2025年达到1.2万亿人民币规模，届时境内和境外渠道将各占一半（目前境内消费仅占27%），意味着未来7年国人境内奢侈品（高端）消费的复合增速预期高达18.9%（18年增速18%，13-16年负增长），境外预期增速仅为3.0%（过去9年平均增速高达25%）。境内高端消费增量主要来自线上，传统线下渠道将受到剧烈挤压。机场和折扣渠道占比维持稳中有升，整体来看国人高端消费的境外回流空间较为广阔。
- **中国免税行业受政策支持，中免在全球份额稳步提升、引导居民海外消费回流。**2017年全球免税市场规模693亿美元，约合4500亿人民币，估算中国人在全球免税消费量在1800亿人民币体量，目前国内免税行业规模约370亿人民币，目前中免集团市占率高达90%，政策鼓励消费回流背景下离岛/机场/市内多业态免税渠道有望扩大政策支持，随着全球免税行业集中度进一步提升，中免集团将最大程度受益行业增长。

18年中国消费者全球个人奢侈品消费总额约858亿欧元



数据来源：贝恩咨询，广发证券发展研究中心

18年中国消费者海外购买比例为73%，约合4900亿人民币

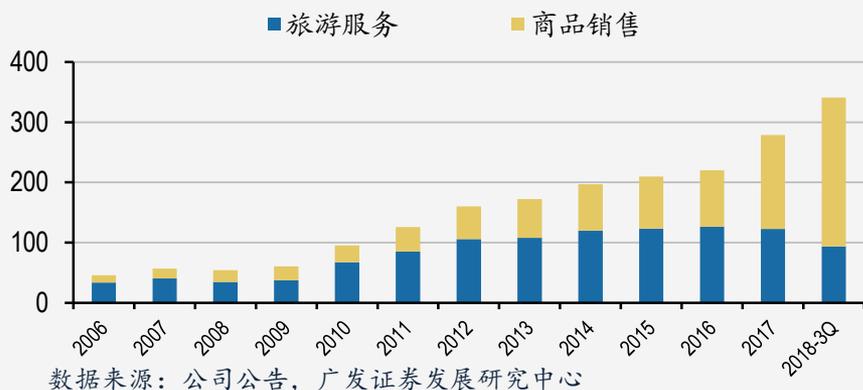


数据来源：贝恩咨询，广发证券发展研究中心

中免经营：公司规模提升后盈利能力持续增长

- **中国国旅：内生外延机场和离岛免税规模跃升、毛利率稳步提升。**近年来中免集团营收和归母净利润持续增长，5年CAGR达23.9%和20.5%，其中17年同比增长高达65.6%和44.1%，17年净利润率15.8%，受机场扣点较高影响，同比略有下滑。
- 2018上半年公司实现营业收入和归母净利润分别为210.8和19.2亿元，同比分别增长67.8%和47.6%。18前三季度收入和归母净利润分别为341.0亿元和27.1亿元，同比分别增长64%和42%，其中3季度收入和净利润分别为130.1和7.9亿元，同比分别增长59%和29%。

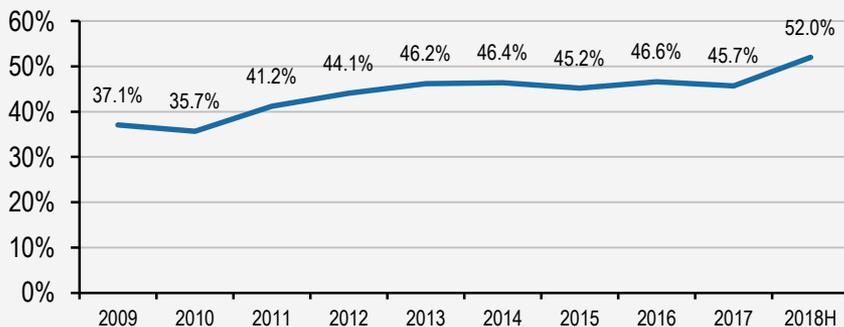
2017年起免税销售驱动收入大幅增长，2018年前三季度免税收入达到247亿元



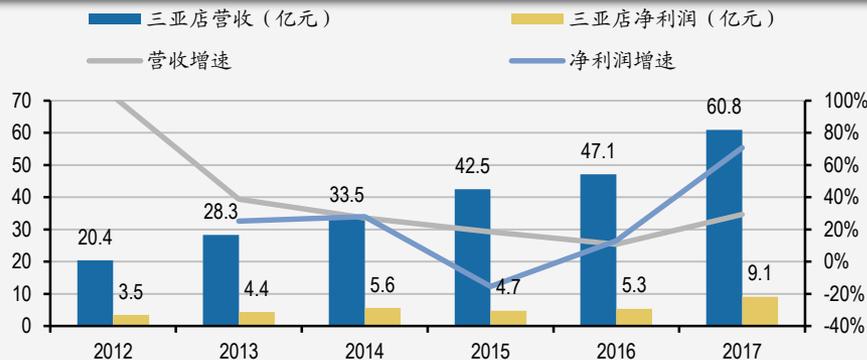
公司利润主要来自三亚免税店，18年上半年免税业务净利润18.6亿元



免税业务毛利率稳步提升，2018年上半年达52%，同比提升8个百分点

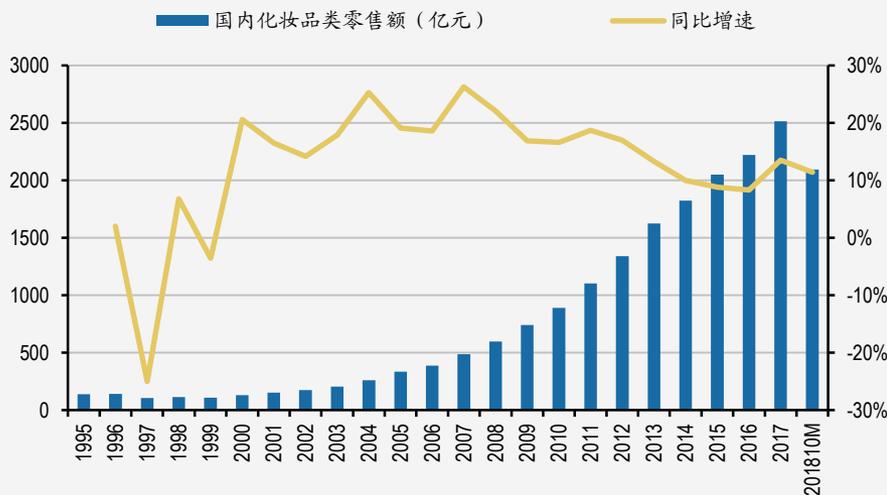


17年三亚免税店营收和净利润为60.8和9.1亿元，同比增长29%和71%



- **中国消费者在高端香化消费量约780亿，免税零售为主要消费渠道：**2017年中国消费者购买化妆品总额达到434亿欧元，约合人民币3400亿元，推算中国人均消费约31欧元，较美国131、韩国188、日本235欧元有较大提升空间。按渠道分国内零售消费约2700亿，免税渠道约700亿；按档次分高端占比约23%，估算国人高端消费量约780亿。伴随着高收入人群扩大和中国人出境旅游的兴起，高端产品占化妆品整体消费比例将稳步提升，高端产品贡献40%的行业增长。
- 免税渠道来看，全球免税渠道销售香化282亿美元，其中亚太地区销量达到140亿美元，香化品类占亚太地区整体免税销量46%，2017年增速高达30.1%，近3年复合增速18.2%。18年1季度增速为15.9%，Generation预测2018年亚太免税渠道香化品类增速将放缓至14.3%。近年来亚太地区免税销售额的高速增长几乎全部由香化品类的高增长驱动，2015-17年复合增速高达21%。亚太地区其他品类中，免税烟酒品类占比22%，低于全球烟酒27%的水平，时尚精品15%，与全球水平14%相当。

2017年国内化妆品零售额2514亿元，同比增长13.5%，18年1-10月累计增长11.4%，00-17年复合增速19%



2017年中国消费化妆品总额434亿欧元，人均消费31欧元，较美国131、韩国188、日本235欧元有较大提升空间



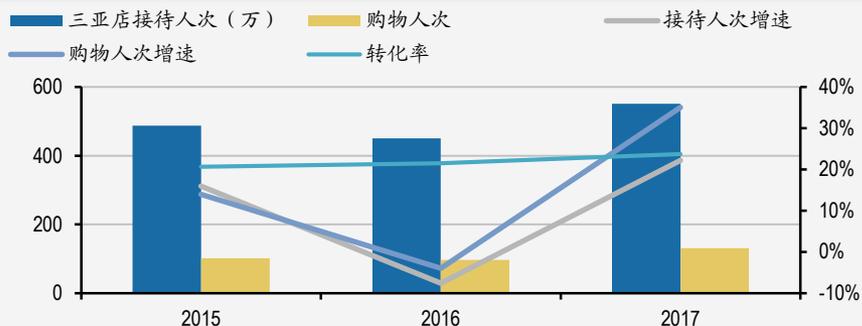
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：欧洲化妆品协会，美国经济分析局，广发证券发展研究中心

中免经营：公司规模提升后盈利能力持续增长

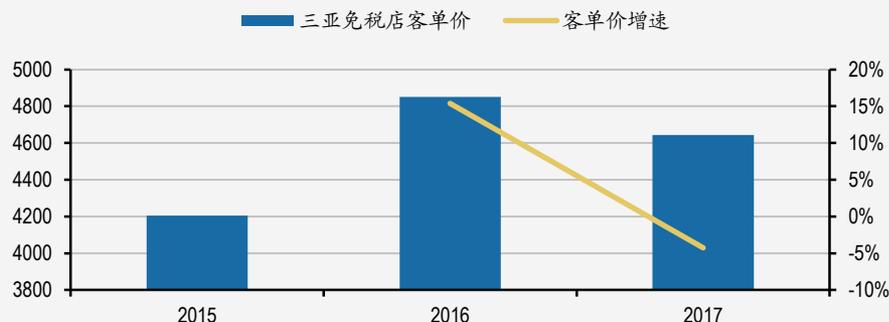
2017年，三亚海棠湾免税购物中心实现营收60.8亿元，同比增长29.3%；实现归母净利润9.1亿元，同比大幅增长70.6%。17三亚店接待，购物人数131万人次，同比增长35%，客单价4645元，同比下降4.2%。2018上半年三亚市内免税店实现营业收入和归母净利润分别为41.4和7.9亿元，同比分别增长28.2%和69.2%，三亚店实现净利率19.0%，同比提升4.6个百分点。经营数据来看，三亚店上半年购物人次和客单价分别为83万人次和4998元，同比分别增长23%和4%，目前购物人次增长为三亚免税销售额增长的主要驱动力。未来三亚免税店将持续受益于离岛免税额度提升、海南居民购物不限次数，并随着免税店经营持续改善（品牌调整、商品结构优化、加强市场渠道拓展、促销活动常态化等），三亚海棠湾免税购物中心经营业绩有望持续增长。

17年三亚店购物人次131万，同比增长35%



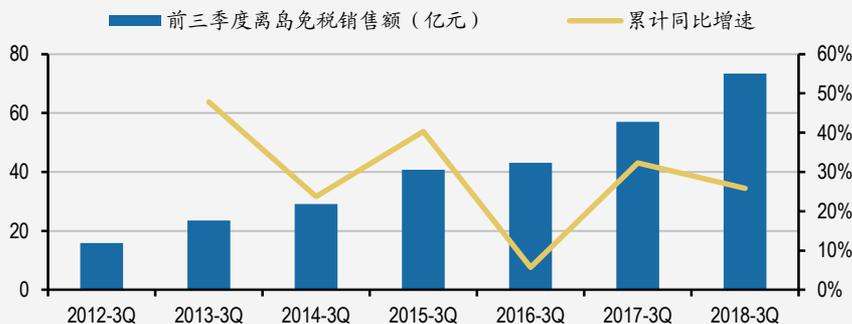
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

17年三亚店客单价4645元，同比下降4.2%



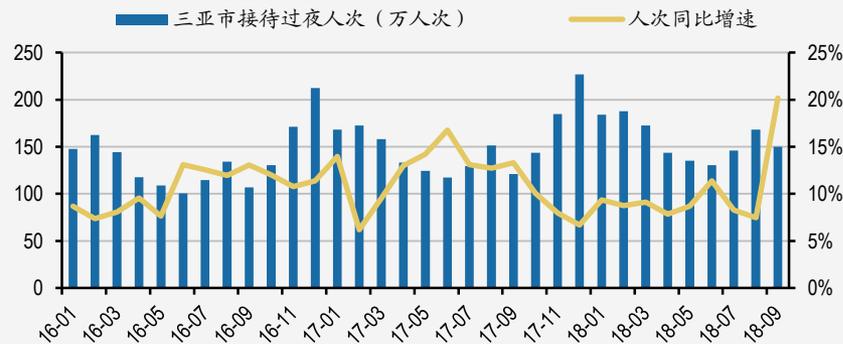
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

2018年前三季度离岛免税免税销售额同比增长25.8%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

18年三亚市1-9月接待过夜游客1451万人次，增长9.9%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

- **离岛免税政策持续利好：**2018年12月1日起，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，海南省居民购买免税品次数不限次。公司三亚离岛免税业务快速发展受益于离岛免税政策的持续放宽。
- 2017年，三亚海棠湾免税店实现营收和归母净利润分别为60.8和9.1亿元，分别占中免集团营收和归母净利润39%和37%。
- 18年10月22日，公司控股股东中国旅游集团与海南省国资委签署股份无偿划转协议，无偿划转完成后旅游集团将持有海免公司51%股权，成为海免公司的控股股东。2017年海口美兰机场实现免税销售额20.5亿元，同比增长37.8%。
- 18年8月30日，公司拟将中免下属83家全资或控股子公司划转至中免海南公司，其中包括三亚店、日上上海、日上中国等公司，预计划转后，海南免税业务有望充分享受当地各项优惠政策有望持续增长。

表：海南离岛免税政策再放宽：购物额度提升、岛内居民购物次数不限

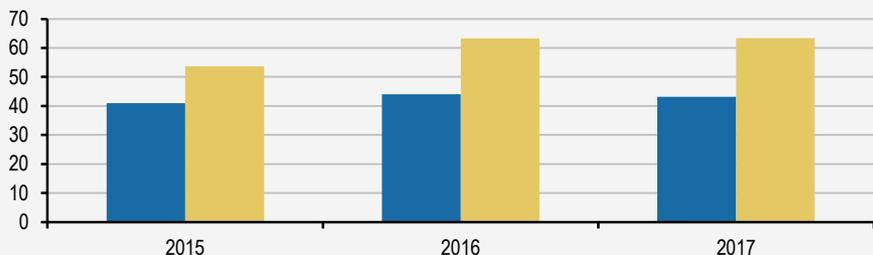
变化	时间	政策调整内容
第五次调整	2018年12月1日	离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000元 ，不限次。
第四次调整	2017年1月15日	1月起海南 铁路离岛 旅客纳入免税政策适用对象范围：年满16周岁的铁路离岛旅客凭个人离岛车票及有效身份证件，可在三亚海棠湾免税店或者通过三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店的网上销售窗口购买免税商品
第三次调整	2016年2月1日	对非岛内居民旅客 取消购物次数限制 ，每人每年累计免税购物限额不超过 1.6万元 ；同意海南两家实体免税店开设 网上销售窗口 ，离岛旅客可通过网上销售窗口免税购物，凭身份证件和登机牌在海口和三亚两个机场隔离区提货点提货并携带离岛
第二次调整	2015年3月20日	离岛免税试点商品增至 38类 ；放宽了香化、手表、服饰等 10 种类别热销商品的 单次购物数量限制
第一次调整	2012年11月1日	政策适用对象的年龄下限调整为16周岁；离岛免税试点商品增至 21类 ； 免税购物限额增至8000元
政策落地	2011年4月20日	离岛免税政策落地。政策适用对象为年满18周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客；免税试点商品为 18类 ；离岛旅客每人每次免税 购物限额为5000元

机场免税实力大增，市内免税店稳步推进

- 机场免税方面，17年以来，中免集团先后收购日上北京和日上上海，机场免税实力大幅提升。2018/上半年首都机场免税店（含T2和T3航站楼）整体实现免税业务收入39.73亿元。日上上海2018年3-6月实现营收和净利润分别为39.2和4.2亿元，贡献权益净利润2.1亿元，上半年净利率10.7%，目前盈利能力较为良好。
- 对标韩国免税市场，我国国内市内免税市场发展潜力较大。海外对比来看，韩国免税为全球第一大市场，17年韩国免税销售额达到14.47万亿韩元，其中市内免税店销售额占77%，而市内免税店是中国游客首选渠道。我国出境市内免税店的开放或有效达到引导消费回流的目的，对比韩国免税业的发展史，国内出境市内免税政策或有望取得突破。

北京上海机场免税体量较大，18年合计达到约160亿

■ 日上中国免税收入（亿元） ■ 日上上海免税收入



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2010-2016年日上整体营业额年复合增速23%

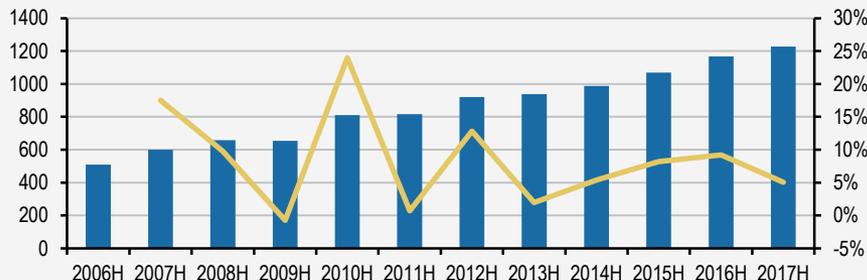
■ 日上免税行销售额（亿人民币） ■ 同比增速



数据来源：Moodie，广发证券发展研究中心

17上半年首都机场国际旅客吞吐量1227万人次

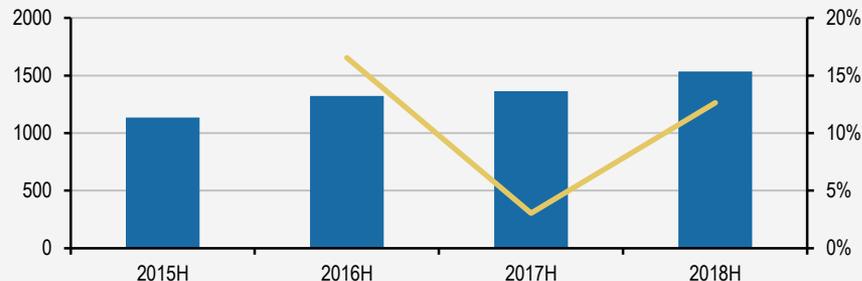
■ 首都机场国际旅客人次（万人次） ■ 同比增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

18上半年浦东机场国际旅客吞吐量增长12.6%

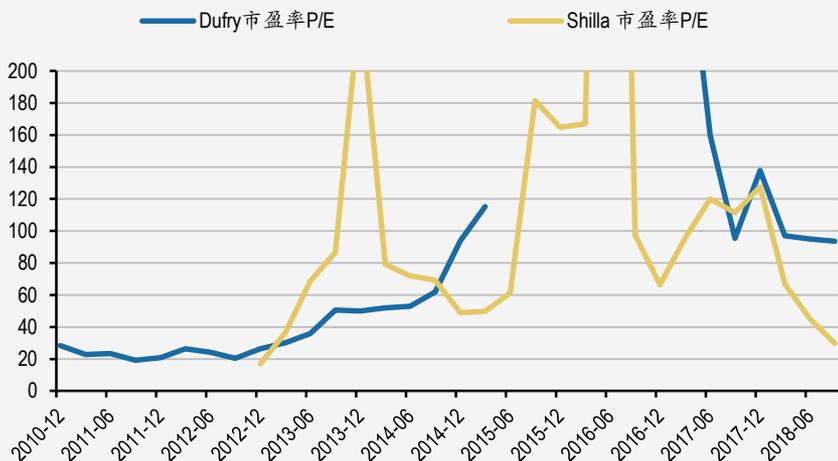
■ 浦东机场国际旅客人次（万人次） ■ 同比增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

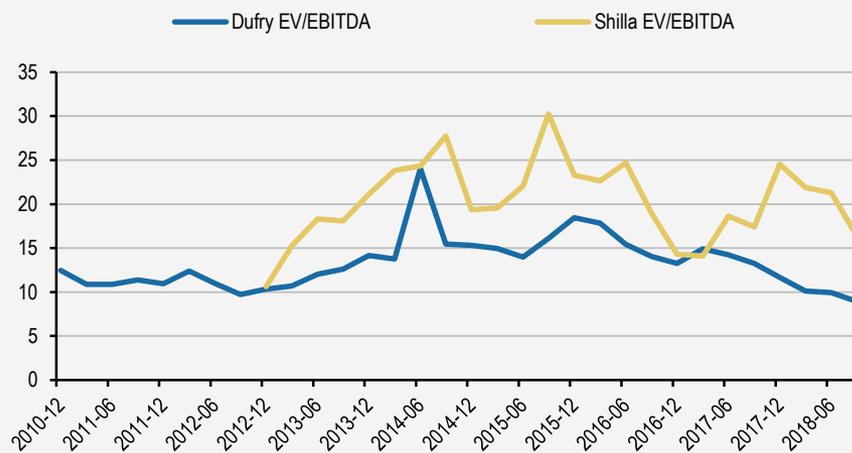
- 海外免税运营商：Dufry和Shilla盈利能力较低、净利润波动较大，P/S和EV/EBITDA中枢分别为1.0倍和20倍。
- 市盈率方面，国际免税运营商由于机场渠道占比高、竞争格局相对分散导致盈利能力较弱，叠加Dufry15年以来收购频繁，Dufry和Shilla的净利润水平波动较大，从2010年Q4以来的市盈率平均值分别高达68.2和125.0倍，中位数也达50.3和79.2倍，目前市盈率为82和30倍，18年彭博一致预期P/E分别为13和20倍，19年为13和17倍，中国国旅目前18年32倍、19年25倍P/E的估值高于Dufry和Shilla，主要由于国旅增长和盈利水平显著好于海外同行公司。
- EV/EBITDA方面，该指标相对较为稳定，Dufry和Shilla历史EV/EBITDA均值分别为13.4和20.5倍，目前分别为9.1和15.4倍，处于历史低位。
- 市销率P/S方面，Dufry和Shilla历史市销率均值和中位数均为1.0，目前均为0.7倍，处于历史低位。

2018年Dufry和新罗预期P/E分别为13和20倍



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

2018年Dufry和新罗预期EV/EBITDA分别为9和12倍



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

➤ 我们看好中国国旅，主要原始因是：

1、未来盈利增长较为确定

离岛免税：离岛免税政策正式落地并将于18年12月1日起正式执行，全年总额度提升和对岛内居民不限次数有望带动岛民免税购物量、驱动三亚店未来业绩稳步提升。未来离岛免税新政执行，以及中免并购海免后，公司在海南的销售额有望继续提升，岛内居民也带来增量。

免税行业增速仍较快：虽然国旅18年2、3季度盈利低于预期，但机场和三亚经营超预期，上海、海口和北京市内店也在稳步推进。未来，北京和上海机场在价格优势和品牌效应下在全球免税的份额将稳步提升，两大机场免税收入有望维持收入15%以上增速，规模提升后毛利率也有望提升。

2、估值已有大幅下降

我们测算目前公司估值已接近历史低位估值水平，考虑到未来相对确定的业绩增长，估值仍相对较低。预计18-20年归母净利润分别为35.7、44.2和55.2亿元，对应19年PE约25倍。

3、市场忽略的增长点

2、3季度汇率带来的下降、批发端盈利的增长、市内店推进。

中国国旅和医药、家用电器股票动态PE估值对比



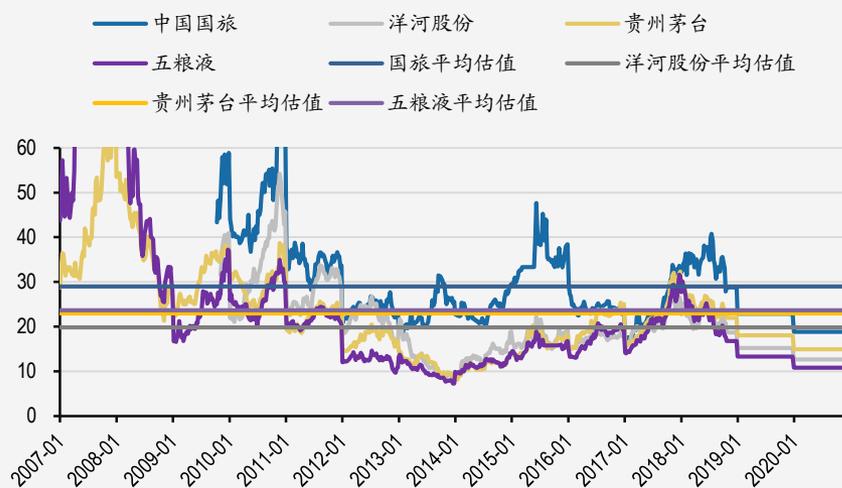
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

中国国旅和食品饮料股票动态PE估值对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

中国国旅和白酒龙头动态PE估值对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1 消费：从高增长至稳增长，估值优势正在显现

2 消费周期：经济下行阶段，行业是否能够穿越周期？

3 消费变革：哪些子行业竞争格局在向好？

4 购——免税：结构性规模增长+毛利率提升，业绩增长确定性强

5 住——酒店：集中度提升明显，龙头公司估值具备优势

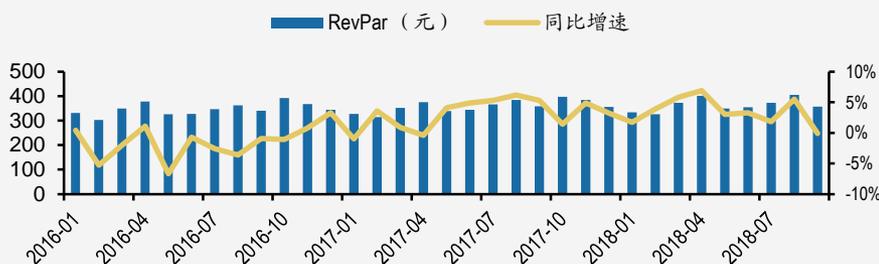
6 游&吃——行业经历变革，寻找小而美的公司

7 结论：免税、酒店有望维持景气，上至下和下至上两角度选股

酒店行业：周期性较强，17年达到峰值，18年放缓

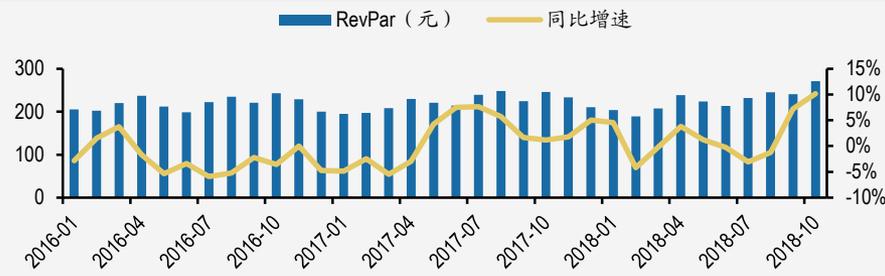
- 16、17年酒店业经营指标显著好转，旺季RevPar同比增速更高，18年以来行业延续上升趋势，但从5月开始增速相比前期有所放缓，加上宏观经济预期悲观，市场对酒店行业情绪从乐观转向悲观。
- 全国酒店：17年Q3增速达到峰值，18年有所放缓，18年Q2、Q3Revpar分别增长4.6%、2.5%，上年同期分别为2.6%、5.6%。
- 酒店集团：RevPar增速超过行业，18年三季度华住、锦江、如家RevPar分别同比增长12.4%、3.7%、4.2%。
- 行业复苏的支撑核心是周期性供需调整。12年以后全国住宿业固定资产增速呈逐年下降趋势，16年全国住宿业固定资产投资额同比下降11.5%。供给侧持续出清改善了行业的供需关系，是支撑酒店业复苏的核心逻辑。

近几月STR数据增速有所放缓，但仍保持较高增速



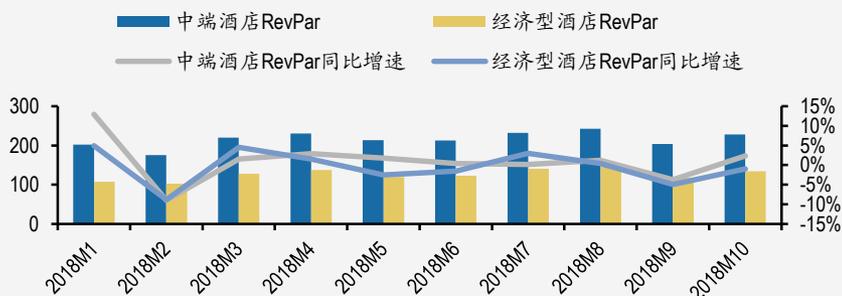
数据来源：STR Global，广发证券发展研究中心

星级酒店RevPar小幅波动，但并未明显恶化



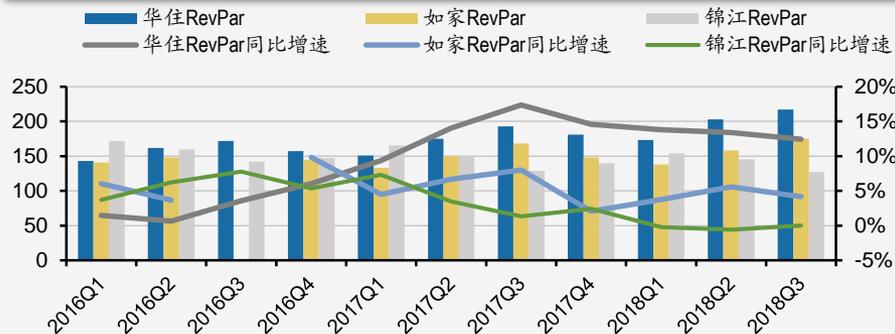
数据来源：STR Global，广发证券发展研究中心

锦江境内中端和经济型酒店月度RevPar增速维持稳健增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三大酒店集团RevPar增速总体保持稳定



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

酒店行业：出租率受宏观影响，平均房价增长持续

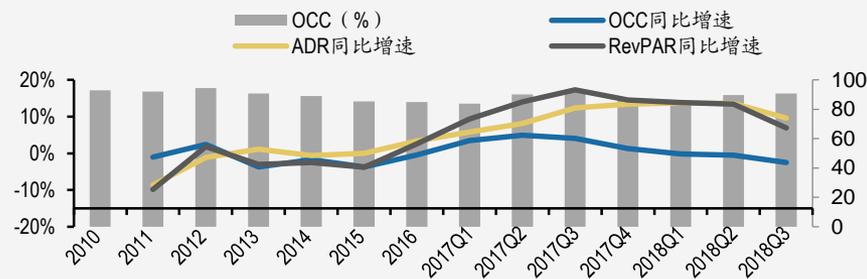
- 18年酒店增长结构发生变化，17年酒店市场出租率和平均房价均有上涨，18年在出租率高位的背景下酒店出租率整体小幅回落，平均房价持续上行成为驱动RevPar向好的主要动力。
- **STR数据**：18年国内酒店出租率较上年增长放缓，但平均房价呈现加速上涨趋势。18年1-7月酒店出租率增长0.9pct，相比17年全年增速3.6pct有显著下降，平均房价增速达到3.2%，较17年全年-0.1%（剔除营改增因素约1.5%增长）明显提升。
- **华住**：今年以来房价上涨更为明显，出租率在去年高基数基础上仅有小幅下降。其中，18年Q1、Q2、Q3出租率分别下降-0.2%、-0.5%和-2.5%，而平均房价同上升13.7%、13.6%、9.6%。
- **锦江**：18年8、9、10月锦江境内酒店平均房价分别增长9.2%、8.7%、8.6%，出租率则分别下滑2.8pct、6.4pct和1.6pct。

全国酒店业经营指标



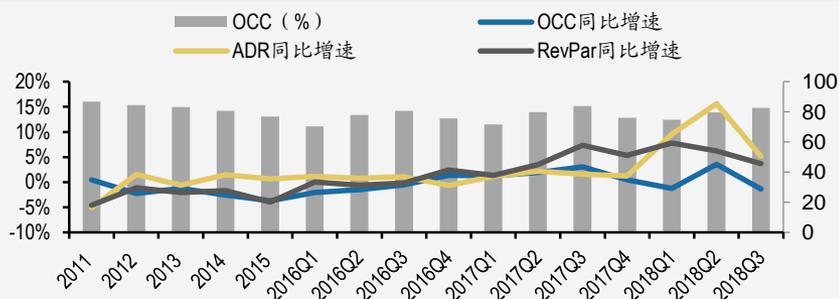
数据来源：STR Global，广发证券发展研究中心

华住经营指标



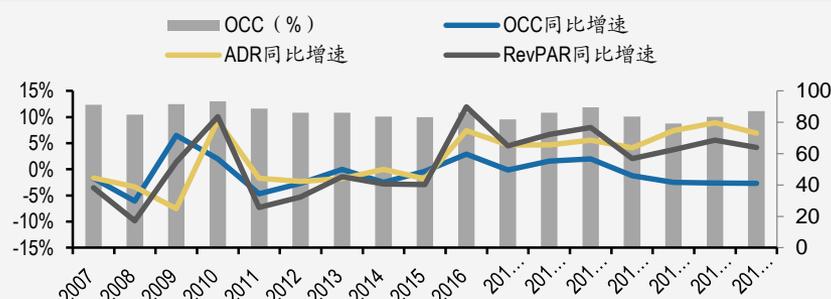
数据来源：STR Global，广发证券发展研究中心

锦江经营指标



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

如家经营指标



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

- **三大酒店集团盈利能力显著提升。华住截至18年Q3，华住实现净利润11.3亿元，同比增长13.3%，净利率达到15.31%。锦江自15年来维持较快增长，截至18年Q3，实现净利润8.7亿元，同比增长22.5%，净利率为7.96%。首旅酒店截至18年Q3实现净利润8.0亿元，同比增长45.6%，净利率为12.58%。**

表：三大酒店集团财务数据

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
华住	营业收入	17.4	22.5	32.2	41.7	49.6	57.7	65.4	16.1	19.9	23.9	22.3	20.9	25.2	27.7
	yoy		29.4%	43.3%	29.3%	19.1%	16.3%	13.2%	6.2%	18.3%	35.4%	33.3%	29.6%	26.7%	15.9%
	直营收入	17.1	21.7	30.7	38.7	45.2	49.9	52.1	12.3	15.4	18.5	17.2	15.8	19.0	20.5
	占营收比重	98%	97%	95%	93%	91%	86%	80%	76%	78%	78%	77%	75%	75%	74%
	加盟收入	1.3	2.1	3.5	5.5	7.4	11.2	14.1	3.8	4.4	5.3	5.0	5.1	6.2	7.0
	占营收比重	8%	9%	11%	13%	15%	19%	22%	23%	22%	22%	22%	24%	24%	25%
	净利润	2.2	1.1	1.7	2.8	3.1	4.4	8.0	1.5	3.9	4.6	2.3	1.3	3.4	6.7
	yoy		-46.8%	52.3%	60.0%	9.8%	42.1%	84.3%	113.4%	23.5%	57.8%	79.3%	-13.2%	-13.1%	44.0%
净利率	12.4%	5.1%	5.4%	6.7%	6.2%	7.6%	12.3%	9.2%	19.6%	19.4%	10.1%	6.1%	13.4%	24.1%	
锦江	营业收入		17.6	19.6	22.6	24.7	55.6	106.4			61.6		32.5	36.9	40.2
	yoy			11.3%	15.5%	9.2%	91.0%	91.2%					14.5%	6.9%	7.4%
	直营收入		16.1	17.3	19.7	21.3	43.6	82.5			42.6				
	占营收比重		91%	88%	87%	86%	82%	80%			69%				
	加盟收入		1.5	2.3	2.9	3.4	9.4	21.3			18.6				
	占营收比重		9%	12%	13%	14%	18%	21%			30%				
	净利润		3.7	4.4	4.7	6.3	6.4	7.0			4.4		2.3	2.7	3.7
	yoy			20.9%	5.6%	35.0%	30.9%	8.9%					15.8%	27.9%	23.1%
净利率		20.9%	22.7%	20.8%	25.7%	11.5%	6.5%			7.1%		7.1%	7.4%	9.2%	
如家	营业收入	31.7	39.6	57.7	63.5	66.8	13.3	65.2	15.5	17.8	19.7	18.4	19.2	20.8	23.7
	yoy		25.0%	45.7%	10.1%	5.2%	-52.2%	389.4%	5.0%	5.7%	6.1%	8.9%	0.6%	0.1%	1.8%
	直营收入	29.1	35.6	51.6	55.9	57.4	56.3	51.9	13.2	14.8	16.7	15.4			
	占营收比重	92%	90%	90%	88%	86%	84%	80%	85%	83%	85%	84%			
	加盟收入	2.6	4.0	6.0	7.7	9.4	10.4	9.6	2.2	2.5	2.9	3.0			
	占营收比重	8%	10%	10%	12%	14%	16%	15%	14%	14%	15%	16%			
	净利润	5.1	5.3	1.1	4.0	7.5	1.0	2.1	0.4	2.1	3.2	0.0	0.8	2.6	4.6
	yoy		4.0%	-78.4%	254.8%	86.3%	-11.0%	110.7%		60.5%	64.4%		116.6%	28.5%	49.0%
净利率	16.0%	13.3%	2.0%	6.3%	11.2%	7.5%	3.2%	2.6%	11.5%	16.4%	0.0%	3.9%	12.7%	19.5%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

变革：竞争格局改善，龙头护城河加深

- 行业增长放缓趋势下，酒店龙头更加具备竞争优势，行业集中度不断提升。2018年三大酒店集团客房数占有率分别为21.0%、11.9%和11.7%，合计占比为44.5%，而2016年则为13.1%、12.4%和10.7%。前十大中端酒店品牌客房数和门店数不断扩张，16、17和18年的市占率分别达到51.25%、64.77%和66.88%。
- 酒店龙头的护城河：品牌、会员、成本。
 - 品牌：龙头酒店集团在物业资源、会员导流、市场推广等方面占据规模优势，更加擅长品牌的塑造和推广
 - 会员：酒店集团的会员忠诚度高，无需向OTA支付高昂佣金，会员体系强化了龙头的竞争优势。
 - 成本：酒店集团通过规模效应降低了装修、采购成本，并以精细化管理降低人工成本。

表：2015-2018年十大酒店集团

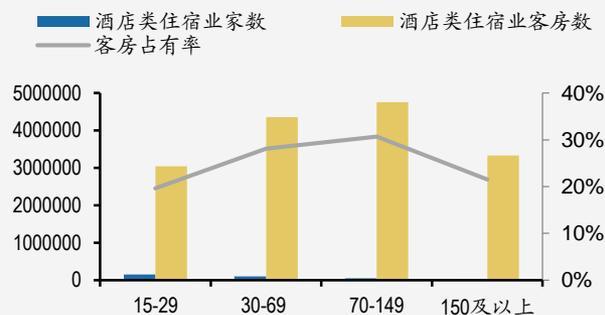
2015十大酒店集团				2016十大酒店集团				2017十大酒店集团				2018十大酒店集团			
酒店品牌	客房数	门店数	市占率	酒店品牌	客房数	门店数	市占率	酒店品牌	客房数	门店数	市占率	酒店品牌	客房数	门店数	市占率
如家	296075	2609	13.77%	锦江国际	341666	2783	13.14%	锦江国际	602363	5977	20.31%	锦江国际	680000	6794	20.95%
锦江国际	231033	1520	10.74%	如家	321802	2922	12.38%	首旅如家	373560	3402	12.59%	首旅如家	384743	3712	11.86%
华住	209955	1995	9.76%	华住	278843	2763	10.73%	华住	331347	3269	11.17%	华住	379675	3746	11.70%
铂涛	195976	2112	9.11%	铂涛	238519	2662	9.18%	格林豪泰	148872	1712	5.02%	海航	218660	1349	6.74%
格林豪泰	108458	1219	5.04%	格林豪泰	134164	1521	5.16%	东呈	63169	733	2.13%	格美	190807	2289	5.88%
首旅京伦	40512	155	1.88%	维也纳	48001	295	1.85%	尚美	62349	1107	2.10%	尚美	97518	1870	3.00%
维也纳	30409	182	1.41%	尚客优	46961	822	1.81%	都市	55439	1126	1.87%	东呈	82378	906	2.54%
尚客优	24075	257	1.11%	东呈	41929	453	1.61%	住友	33492	504	1.13%	都市	78504	1368	2.42%
东呈	23813	428	1.08%	首旅	41904	173	1.61%	万达	27521	92	0.93%	港中旅	34977	139	1.08%
玖玖	22287	387	1.04%	杭州住友	29597	436	1.14%	恭胜	26699	493	0.90%	住友	33069	499	1.02%
合计	1182593	10864	54.94%	合计	1523386	14830	58.61%	合计	201222	18415	58.15%	合计	2180331	22672	67.19%

有限服务酒店行业市占率更加向三大酒店集团集中



数据来源：中国饭店业协会，广发证券发展研究中心

全国酒店类住宿业物业门店和客房数量情况



数据来源：盈蝶咨询，广发证券发展研究中心

2016年、2018年全国十大中端酒店品牌

中端酒店品牌规模前十		
品牌	2016年市占率	2018年市占率
维也纳酒店	17.84%	28.14%
全季酒店	10.39%	13.15%
星程酒店	4.58%	6.37%
和颐酒店	3.75%	4.19%
亚朵酒店	2.88%	4.17%
麓枫酒店	2.76%	3.14%
南苑e家	2.63%	2.14%
山水时尚	2.18%	2.03%
桔子精选	2.17%	1.86%
富驿时尚	2.07%	1.69%
合计	51.25%	66.88%

数据来源：盈蝶咨询，广发证券发展研究中心

变革：龙头高速扩张，门店结构优化

- **三大酒店集团保持高速扩张，远超行业约3%的增速。** 锦江18年1-10月净增535家门店，总数达到7193家。华住18年积极扩张，1-9月已净增309家，总数达4055家。首旅18年前9个月分别净增304家，总数3858家。三大集团的增长速度约为8-10%左右，远高于行业约3%的扩张速度。
- **中高端酒店扩张速度更快，龙头旗下门店结构不断优化。** 截至2018年9月30日，华住旗下中高端酒店达到1197家，占比29.5%，较年初提升8.9个百分点。18年10月末锦江的中端酒店达到2248家，占比31.1%，较年初提升8.4个百分点。首旅如家18年9月中高端酒店516家，占比13.9%，较年初提升2.5个百分点。

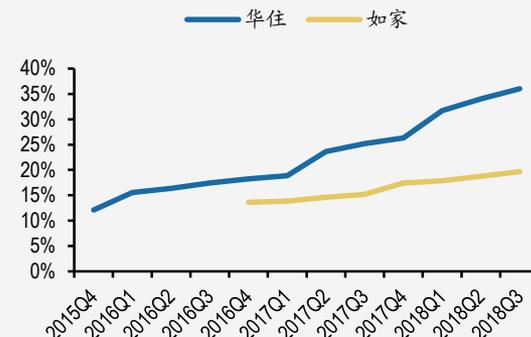
三大酒店旗下门店数量 (家)



三大酒店集团历年门店净增数量 (家)

时间	华住	如家	锦江
2011	201	608	137
2012	396	346	136
2013	390	408	138
2014	570	429	140
2015	768	313	1255
2016	506	480	3645
2017Q1	67	1	236
2017Q2	205	69	193
2017Q3	115	71	206
2017Q4	90	169	191
2018Q1	71	21	164
2018Q2	86	55	177
2018Q3	152	70	158

华住酒店和首旅如家中高端酒店客房占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表：三大酒店集团门店情况

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

	华住				首旅如家				锦江		
	门店总数	加盟比	中高端占比	客房总数	门店总数	加盟比	中高端占比	客房总数	门店总数	直营店	中高端酒店
2010	438	44.5%		50438	818	44.5%			417	65.5%	
2011	639	46.2%	3.4%	71621	1426	51.1%			554	69.1%	
2012	1035	55.1%	9.4%	113650	1772	54.7%	0.4%		690	72.2%	
2013	1425	60.4%	8.1%	152879	2180	60.0%	0.8%		828	71.1%	
2014	1995	69.4%	8.8%	209955	2609	65.0%	1.6%		968	72.4%	0.5%
2015	2763	77.7%	11.2%	227542	2922	68.2%	4.1%		2223	76.1%	3.0%
2016	3269	80.9%	13.9%	331347	3402	67.3%	9.3%	373560	5868	81.4%	17.7%
2017Q1	3336	81.4%	14.5%	335900	3403	71.1%	9.6%	371279	6104	82.1%	19.0%
2017Q2	3541	80.6%	18.3%	359530	3472	72.0%	10.2%	374939	6297	82.9%	20.8%
2017Q3	3656	81.3%	19.6%	372464	3543	72.6%	10.9%	376720	6503	83.6%	22.9%
2017Q4	3746	82.1%	20.6%	379876	3712	74.1%	13.6%	384743	6694	84.2%	22.7%
2018Q1	3817	76.8%	25.0%	384959	3733	74.7%	14.1%	383545	6858	84.8%	26.4%
2018Q2	3903	82.8%	26.8%	393417	3788	75.2%	15.1%	383396	7035	85.4%	28.2%
2018Q3	4055	82.8%	29.5%	409516	3858	75.6%	16.9%	387251	7193	85.9%	30.5%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

变革：经营结构改善，龙头盈利能力显著提升

- **加盟酒店占比持续提升，受宏观经济影响也在下降。**2012年之前国内酒店集团均以直营店为主，近年来出于成本管控考虑，三大酒店集团均控制直营酒店数量，重点发展加盟酒店模式。截至2018年3月，华住、锦江和如家的加盟比分别达到了历年以来的最高点82.97%、85.88%和75.64%。
- **从收入构成上看，当前国内酒店集团营业收入以直营收入为主，从增长趋势上看，加盟模式增速更快，将成为未来酒店营收的主要增量，受宏观经济的影响也相对较小。**2017年华住、锦江、首旅的加盟收入占营业收入的比重分别为21.9%、24.2%、15.4%，较以前年度有所提升。

图：三大酒店集团历年门店结构情况

酒店集团	经营模式	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3
华住酒店	直营(家)	243	344	165	565	611	616	624	671	673	673	698
	加盟(家)	195	295	570	860	1384	2147	2645	3075	3144	3230	3357
	加盟比	44.5%	46.2%	77.6%	60.4%	69.4%	77.7%	80.9%	82.1%	82.4%	82.8%	82.8%
锦江股份	直营(家)	144	171	192	239	267	531	1093	1055	1045	1025	1016
	加盟(家)	273	383	498	589	701	1692	4775	5639	5813	6010	6177
	加盟比	65.5%	69.1%	72.2%	71.1%	72.4%	76.1%	81.4%	84.2%	84.8%	85.4%	85.9%
首旅酒店	直营(家)	454	698	803	872	914	929	988	1104	963	939	940
	加盟(家)	364	728	969	1308	1695	1993	2414	2608	2749	2849	2918
	加盟比	44.5%	51.1%	54.7%	60.0%	65.0%	68.2%	70.9%	70.3%	74.6%	75.2%	75.6%

图：三大酒店集团历年直营收入占比情况

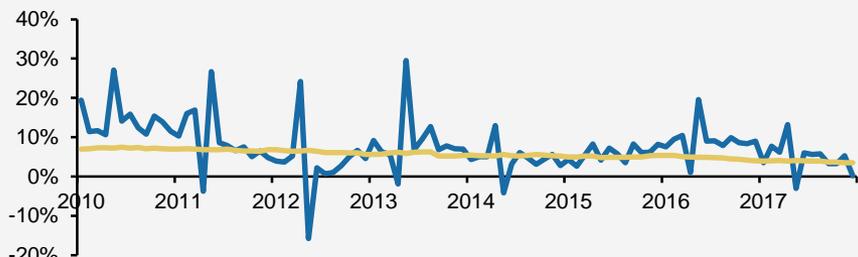
	酒店集团	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1	2018Q2	2018Q3
直营收入	华住酒店	17.1	21.7	30.7	38.7	45.2	49.9	52.1	63.4	15.8	19.0	20.5
	锦江股份		16.1	17.3	19.7	21.3	43.6	82.5	99.4			
	首旅酒店	29.1	35.6	51.6	55.9	57.4	56.3	51.9	66.8			
直营占比	华住酒店	98.2%	96.6%	95.2%	92.9%	91.1%	86.4%	79.7%	77.6%	75.6%	75.5%	74.6%
	锦江股份		91.4%	88.2%	87.1%	86.3%	82.3%	79.5%	74.0%			
	首旅酒店	91.9%	89.9%	89.5%	88.0%	85.9%	84.4%	79.6%	83.8%			
加盟收入	华住酒店	1.3	2.1	3.5	5.5	7.4	11.2	14.1	17.9	5.1	6.2	7.0
	锦江股份		1.5	2.3	2.9	3.4	9.4	21.3	34.9			
	首旅酒店	2.6	4.0	6.0	7.7	9.4	10.4	9.6	13.0			
RevPar	华住酒店	183	165	168	163	159	153	157	180	173	203	217
	锦江股份	162	154	153	150	147	141		131	142	160	172
	首旅酒店	164	152	144	142	138	134	150	150	138	158	175

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

- **房价提升驱动力一：行业供需向好，支撑复苏持续性。** 12年以前国内酒店处于扩张期，大量同质化供给增加造成行业供大于求局面，酒店之间竞争激烈，盈利能力持续承压。12-15年行业景气度下行，新增酒店供给放缓，同时大量经营不善酒店退出市场。16年供需拐点出现，需求端增速超过供给端增速。预计未来酒店供给保持低增长，需求长期看好。
- **房价提升驱动力二：供给结构改善，驱动平均房价进入上行周期。** 国内酒店市场供给增长13年以来显著放缓，04-12年住宿和餐饮业（住宿业占比约80%）固定资产投资增速平均达到35%以上，13年增速下行至5%以下，17年行业整体回升，但17年和18年1-7月固投增速也仅约3.9%和0.7%，维持低位。

16年酒店供需拐点出现，行业供需关系向好

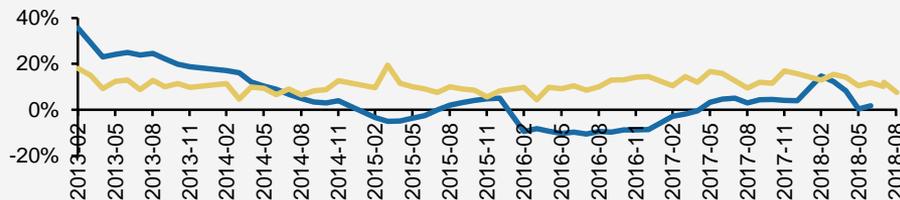
— 房间需求同比增速 — 房间供给同比增速



数据来源：STR Global，广发证券发展研究中心

国内住宿业和餐饮业固定资产投资完成额与航空客运量增速对比

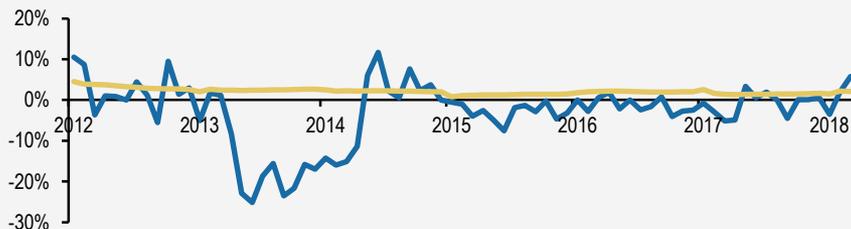
— 住宿和餐饮业固定资产投资完成额增速 (%) — 国内航线民航客运量增速 (%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

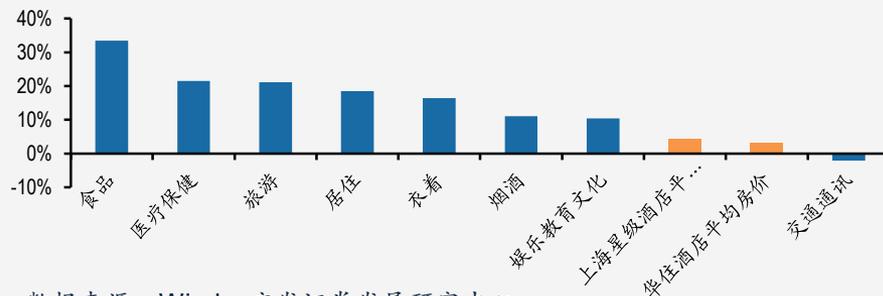
星级酒店平均房价同比增速近期跑输CPI增速

— 星级酒店平均房价同比增速 — CPI同比增速



数据来源：STR Global，广发证券发展研究中心

2010年以来各个主要消费品行业价格增幅

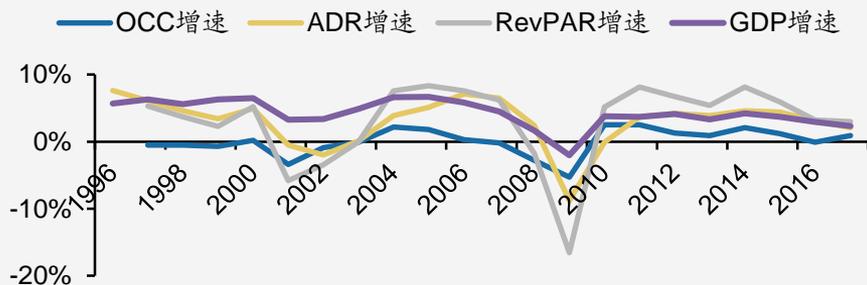


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

估值：海外估值随经济周期变化，受宏观经济影响显著

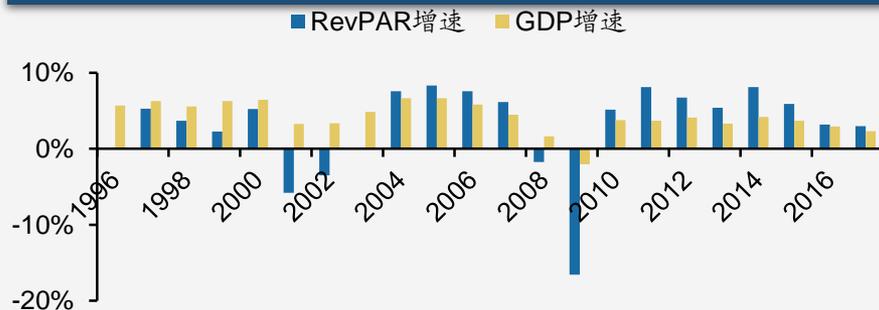
- 美国酒店行业RevPar增长随经济周期变化，属于典型β行业。美国酒店行业RevPAR增速受宏观环境影响较为显著，1997年至2017年美国GDP年平均增速为4.4%，酒店业Revpar平均增速为3.1%（复合增速为2.7%）。过去20年Revpar连续增长一般达4年以上，RevPAR增速平均约为GDP增速的1.3倍，弹性高于GDP增速。
- 国际酒店龙头之间的PE估值差异较大，历史波动也较大，而EV/EBITDA的波动较小，行业均值维持在15倍左右。目前美国酒店平均PE和EV/EBITDA（TTM）分别为29倍和18倍。

美国酒店经营数据和GDP高度相关



数据来源：STR, Wind, 广发证券发展研究中心

美国酒店RevPar相较GDP增长弹性较高



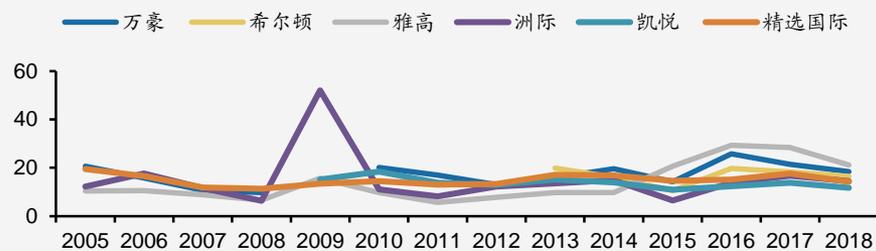
数据来源：STR, Wind, 广发证券发展研究中心

2005-2018主要国际酒店集团PE(TTM)



数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2005-2018主要国际酒店集团EV/EBITDA



数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

估值：国内酒店龙头低估值高成长

- 考虑国内酒店的增速正在提升，锦江股份和首旅酒店目前处于价值洼地。目前美国酒店平均PE和EV/EBITDA (TTM) 分别为29倍和18倍，华住酒店18年动态PE和EV/EBITDA (TTM) 分别为44倍和25倍，格林酒店为31倍和23倍，美股给华住和格林较高估值是由于看好中国酒店市场的竞争格局利于龙头成长，而国内A股的锦江和首旅的PE (TTM) 分别为21、19倍，EV/EBITDA (TTM) 分别为11、9倍。

表：国内主要酒店集团估值、财务、经营指标对比

指标	华住酒店	锦江股份	首旅酒店	格林酒店	
估值指标	市值(亿元)	605	206	172	103
	PE(TTM)	44.32	21.04	19.48	31.29
	EV/EBITDA	24.63	10.72	9.03	22.73
经营指标	门店数(间)	4055	7193	3858	2558
	—中高端(间)	1197	2193	610	
	—经济型(间)	2858	5000	3001	
	RevPar(元/晚)	217	172	175	146
	会员数量(亿人)	1.18	1.59	1.04	0.26
财务指标	营业收入(亿元)	73.80	108.24	63.24	6.95
	归母净利润(亿元)	11.35	8.72	8.02	3.40
	净利率	15.38%	8.06%	12.67%	48.94%
	资产负债率(%)	68.35	65.55	50.59	37.97
	ROE(%)	16.63	6.80	10.39	27.66

注：1) 估值指标：估值时间截面为2018年12月6日。2) 经营指标选取2018年三季度公司经营指标，3) 财务指标选取2017年年报各公司财务指标。数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

➤ 2018年我们看好酒店行业悲观情绪缓解，估值提升，主要由于：

1、Revpar增速放缓，出租率高位回落，但直营店改造有望带来弹性提升

酒店行业相比其他消费行业具有更高的弹性，在经济下行阶段Revpar增速或有下降，按照美国经营Revpar增速一般为GDP的约1.3倍。国内酒店行业也有类似的弹性，在经历17年的大幅增长后酒店行业增速有所回落，预计未来成为常态。但由于直营店收入占比仍较高，未来直营店房价提升带来的盈利预期改善将成为常态。

2、相比其他行业，酒店行业竞争格局明显向好

2017年末锦江、华住和首旅的市占率占有限幅度酒店比重为44.5%，较14年末提升10个百分点。在经济预期增速下滑的背景下，业主加盟意愿相对增强，龙头公司外延扩张有望延续稳步增长。前三季度龙头公司盈利仍维持稳健增长，看好龙头酒店结构优化带来的业绩弹性高于宏观经济增长弹性。

3、酒店行业股价相比其他消费公司更为明显，估值有望修复

总体来看，我们认为经过17年的大幅上涨，行业供需和RevPar增速或回归平稳。酒店行业可能从高 β 转向高 α 行业，主要由于：（1）龙头公司开店速度明显高于行业，新开店基本占目前酒店家数的10-15%，内生增长稳健；（2）加盟店门店和收入占比不断提升，受宏观经济周期的影响也在下降。

1 消费：从高增长至稳增长，估值优势正在显现

2 消费周期：经济下行阶段，行业是否能够穿越周期？

3 消费变革：哪些子行业竞争格局在向好？

4 购——免税：结构性规模增长+毛利率提升，业绩增长确定性强

5 住——酒店：集中度提升明显，龙头公司估值具备优势

6 游&吃——行业经历变革，寻找小而美的公司

7 结论：免税、酒店有望维持景气，上至下和下至上两角度选股

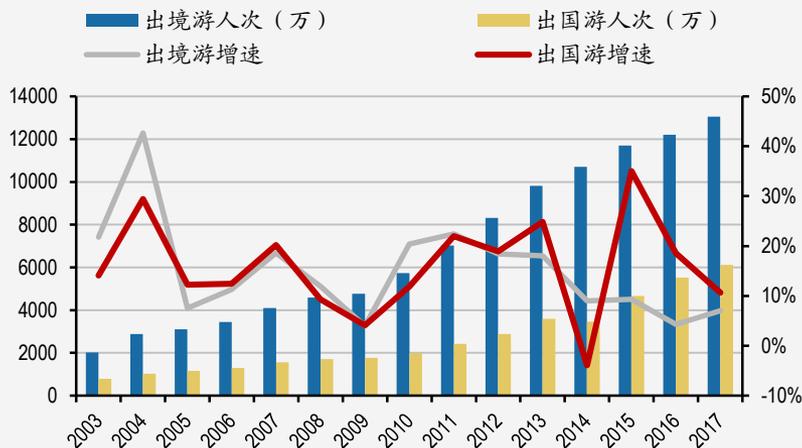
2010年以来出境游快速增长，2016以后增速放缓。2017年全国出国游（剔除港澳台）总人次达到6117万人次，同比增长11%，较2016年19%增速进一步回落。2010年以来出国游行业年复合增速为17%，经历了地缘政治影响下2016-17上半年行业阶段性低迷，出境客流自17年下半年开始复苏，18年后增长势头不减，18年3月以来连续4个月增长保持在20%左右，三季度国际航班客流相较上半年增速有所放缓，和上年同期相比依然处于加速上升趋势。18年1-9月国际航线客运量4775.4万人次，同比增长15.2%，17年1-9月国际航线客运量增速为5.2%。

2010年以来民航国际线吞吐复合增速达14%



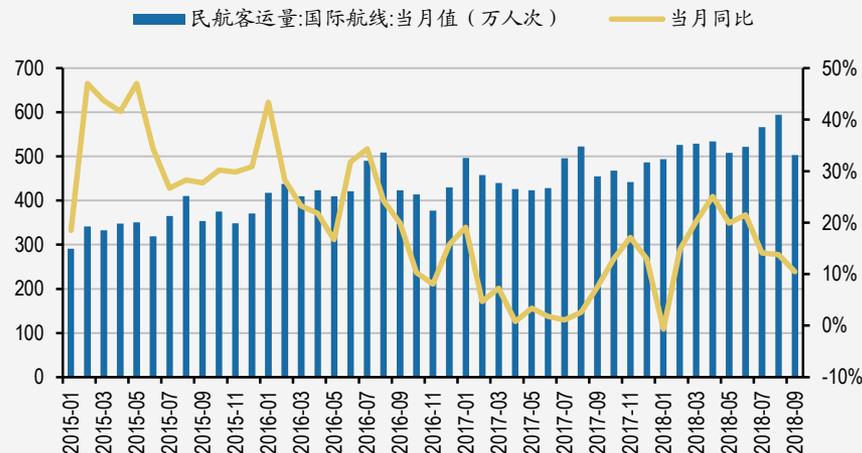
数据来源：中国民用航空局，广发证券发展研究中心

2010年以来出国游行业复合增速达17%



数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

民航国际航班客运量及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

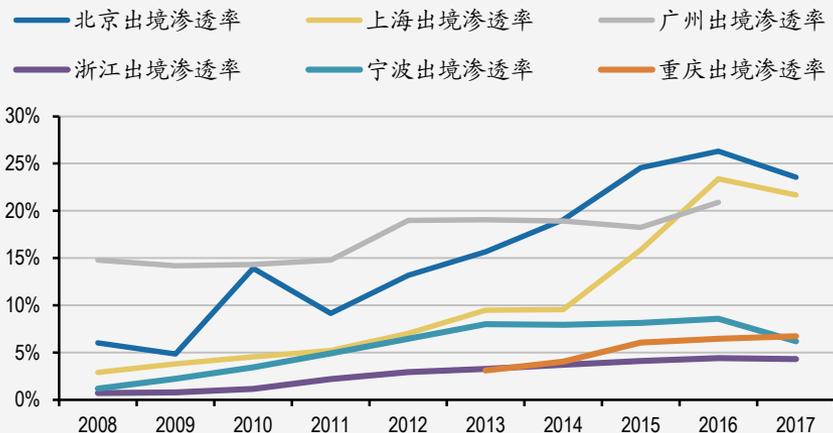
➤ **二三四线城市渗透率提升空间较大。** 目前国内约有1.29亿因私普通护照持有量，持有因私普通护照人口约占全国总人口的9.3%，整体相较成熟国家护照持有率仍有较大提升空间。其中北京、上海、广州三地跟团出境游渗透率（旅行社组织出境人次数占城市总人口数量比例）分别为24%、22%和21%，大量二、三、四线城市渗透率仍然低于3%，未来随着消费升级的不断推进，支线机场国际航班量不断增长，大量低线城市出境需求将持续本地化释放，消费升级和渠道下沉将助力出境游行业中长期保持高速增长态势。

18年1季度北京市跟团出境人次同比下降4.8%



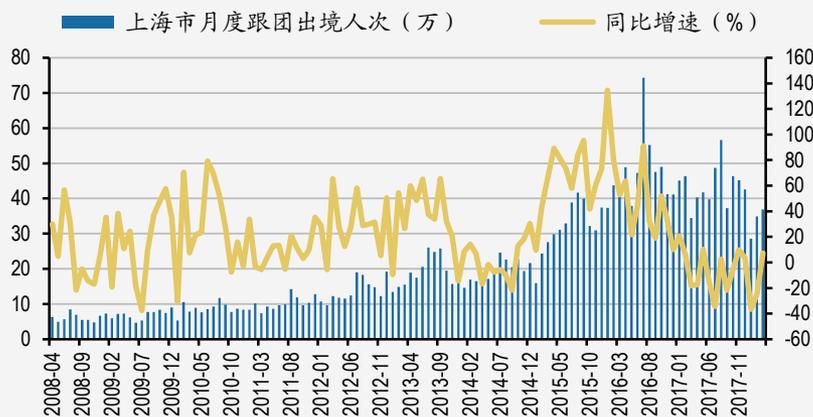
数据来源：北京市统计局，广发证券发展研究中心

一线城市出境游渗透率超20%，二线城市渗透率6%



数据来源：各地旅游局官网，广发证券发展研究中心

18年1季度上海市跟团出境人次同比下降7.2%



数据来源：上海市旅游局，广发证券发展研究中心

龙头公司业绩增速放缓，盈利能力持续提升。

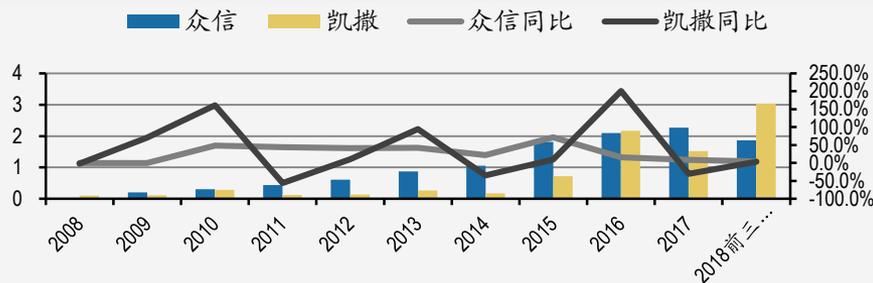
- 2018年前三季度出境游龙头众信旅游和凯撒旅游分别实现营收94.36亿元和69.27亿元，同比分别上涨2.2%和11.0%，增速较去年同期的10.6%和24.1%有所下滑。前三季度扣非后净利润分别为1.86亿元和3.04亿元，同比分别增长3.8%和3.6%。
- 盈利能力方面：**众信和凯撒的毛利率和净利率水平平均较为稳定。2018年前三季度众信和凯撒毛利率分别为10.5%和18.3%，与去年同期大致相同，净利率分别为2.6%和5.0%，同比分别增加和下降0.2和1个百分点。盈利能力方面凯撒整体优于众信。
- 费用方面：**众信和凯撒期间费用整体维持稳定。2018年前三季度众信和凯撒期间费用率分别为7.8%和12.0%，比去年同期分别增长1.0和0.3个百分点。各项费用率均较为稳定。

18年前三季度众信和凯撒营收增速均有所下降



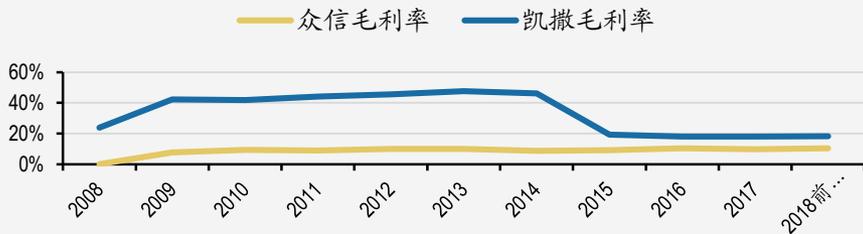
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

18年前三季度众信和凯撒扣非后净利润



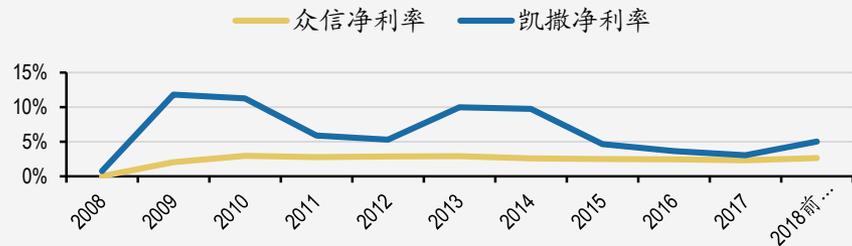
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

众信和凯撒毛利率较为稳定



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

凯撒净利率水平高于众信

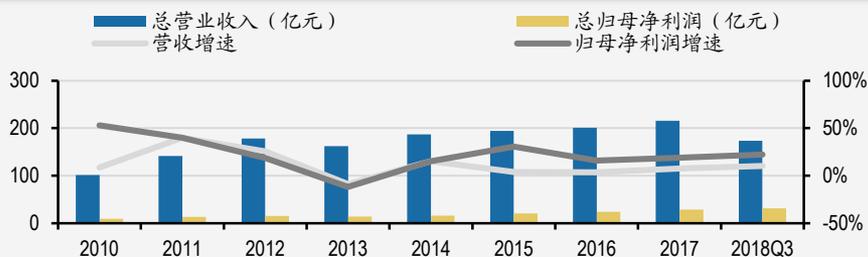


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

景区：过去五年景区盈利稳健增长，18年上市景区客流量多有下滑

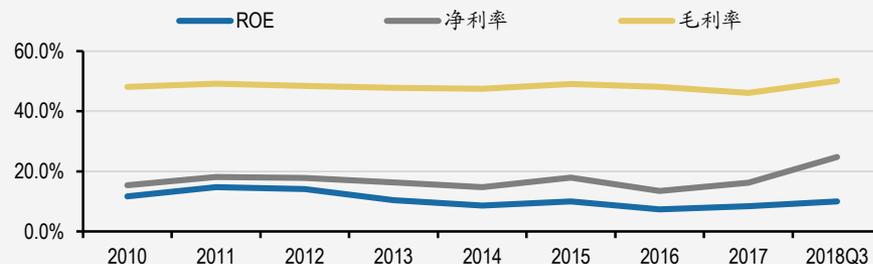
财务数据：过去几年景区类上市公司盈利稳健增长。景区类上市公司多为成熟景区，收入增长较为稳健。18年前三季度营收和归母净利润合计分别为173.4亿元和31.4亿元，同比分别增长10.1%和22.2%。18年前三季度平均毛利率为50.2%，同比增长0.4个百分点，盈利能力相对稳定。未来自然景区在国家公园体制转型、风景名胜景区公益化过度的方向下长期盈利成长前景受到影响。中短期来看，部分优质休闲景区凭借复制扩张、精细化运营管理能力，以及交通改善预期下仍然具备增长看点。

景区行业营收和归母净利润规模



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

景区行业盈利能力有所好转



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表：2018年前三季度重点景区客流增长情况统计

	9月单月客流 (万人次)	单月客流增速	1-9月累计客 流 (万人次)	累计客流增速	相关上市公司
黄山景区	32.8	16.31%	255.7	-3.1%	黄山旅游
宏村景区	22.9	11.71%	175.8	9.8%	
长白山景区	33.2	47.3%	211.3	10.4%	长白山
乌镇景区			719	-10.4%	中青旅
古北水镇			205	-9.4%	中青旅
海南省	533.99	12.6%	5231.79	12.8%	中国国旅、宋城演艺、三特索道、首旅酒店
三亚市	158.86	31.26%	1550.54	21.54%	中国国旅、宋城演艺、首旅酒店、三特索道
丽江	379.53	28.5%	3,844.87	22.84%	丽江旅游、宋城演艺

数据来源：Wind、公司公告，广发证券发展研究中心

景区：公司表现分化，以宋城演艺为代表的景区增长确定

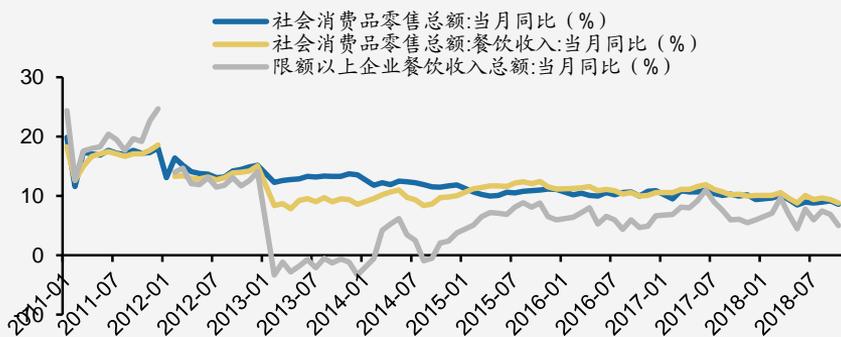
宋城演艺主要景区净利润预测 (单位：万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
存量项目	杭州	27,374	26,454	37,467	40,464	43,701	47,197	50,973	54,032	57,273	60,137	63,144
	yoy		-3%	42%	8%	8%	8%	8%	6%	6%	5%	5%
	三亚	14,043	16,165	17,815	22,953	26,715	31,073	34,956	39,320	43,253	47,578	52,336
	yoy		15%	10%	29%	16%	16%	12%	12%	10%	10%	10%
	丽江	7,175	11,966	12,041	13,337	14,671	16,138	17,429	18,823	20,329	21,955	23,711
	九寨	6,431	8,300	3,144			3,624	4,892	6,522	7,827	9,001	10,351
	合计	55,023	62,885	70,467	76,754	85,087	98,032	108,250	118,697	128,682	138,671	149,542
	yoy		14%	12%	9%	11%	15%	10%	10%	8%	8%	8%
异地项目	上海-88%					13,472	24,213	31,961	39,695	47,932	55,362	
	西安-80%				2,616	9,190	12,363	14,929	17,243	19,915	22,584	
	张家界				2,071	9,403	11,822	13,902	16,057	18,016	19,847	
	桂林-70%				5,295	7,883	10,196	12,113	13,990	15,865	17,991	
	合计				9,982	39,948	58,594	72,905	86,986	101,729	115,783	
	yoy					300%	47%	24%	19%	17%	14%	
轻资产业务	宁乡-项目		5,500	6,000	1,500							
	宁乡-运营				2,240	2,464	2,587	2,717	2,852	2,995	3,145	3,302
	宜春-项目				1,500	7,500	3,000	1,000				
	宜春-运营						2,100	3,570	3,927	4,320	4,752	5,227
	佛山-项目			2,000	8,000	3,000						
	佛山-运营					2,100	2,310	2,541	2,795	3,075	3,382	3,720
	新郑-项目				1,500	7,500	3,000	1,000				
	新郑-运营						1,680	2,856	3,142	3,456	3,801	4,181
	合计		5,500	8,000	14,740	22,564	14,677	13,684	12,716	13,845	15,080	16,431
合计		68,385	78,467	91,494	117,633	152,657	180,527	204,318	229,513	255,480	281,756	
YOY			15%	17%	29%	30%	18%	13%	12%	11%	10%	

数据来源：Wind、公司公告，广发证券发展研究中心

- **行业增长稳定：**截至2018年10月，社会消费品零售总额中餐饮收入达到33769.3亿元，同比增长9.6%，高于社消总额增速0.4个百分点；18年1-10月限额以上企业餐饮收入为7540.3亿元，同比增长6.8%。
- **火锅、快餐坪效最高、盈利能力最好：**从细分市场数据来看，火锅、快餐整体表现最佳，坪效分别为3.21万元和1.71万元，每餐位营收分别为4.93万元和5.12万元，毛利率分别为44.49%和64.02%，净利率分别为13.51%和14.31%。
- **我国餐饮行业中火锅市占率最高，**达到14%。火锅市场规模由2013年2813亿元增长至2017年4362亿元，预计2018年将达到4814亿元。2015年之后，以呷哺呷哺、海底捞为代表的龙头增速高于行业整体增速，行业集中度处于提升区间。

历年社会消费品总额与餐饮收入情况(%)



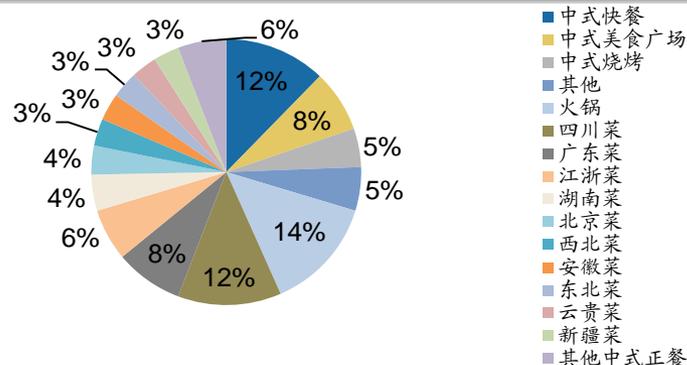
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表：17年餐饮行业细分市场经营情况

细分市场	每平方米营收(万元)	每餐位营收(万元)	人均劳效(万元)	毛利率	净利率
正餐	1.08	4.61	23.1	58.41%	5.76%
火锅餐饮	3.21	4.93	27.9	44.49%	13.51%
快餐	1.71	5.12	19.43	64.02%	14.31%
团餐	1.23	2.51	21.99	32.15%	6.85%
西餐	1.71	5.77	23.43	48.22%	12.63%

数据来源：中国饭店业协会、广发证券发展研究中心

我国餐饮行业中火锅市占率最高



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

- **餐饮上市公司盈利差异较大，海底捞、呷哺呷哺领先。** 餐饮业上市公司利润率较低，仅海底捞、呷哺呷哺的净利率超过10%，大部分餐饮上市公司的净利率在5%-8%左右。
- **餐饮上市公司的成长性两极分化。** 火锅类的海底捞、呷哺呷哺、唐宫中国近三年增长较快，近三年利润复合增速分别超过营收复合增速32.9、1.9、31.7个百分点，反映出公司的盈利水平在不断提升。其余9家上市公司中5家的营收为负增长，其余4家的营收增速也在5%以内。
- **餐饮类上市公司市值普遍较小，A股餐饮公司市盈率显著高于港股。** A股的全聚德估值接近30倍，而港股餐饮公司估值普遍较低，唐宫的市盈率仅为9倍，估值较高的呷哺呷哺也仅有23倍。

表：餐饮上市公司主要信息一览（单位：亿元）

代码	公司	营业收入			近三年 营收复合增 速	净利润			近三年 利润复合 增速	利润率			市盈率 (P/E) PE (TTM)	市值	所属 子行业
		2016	2017	2018Q3		2016	2017	2018Q3		2016	2017	2018Q3			
6862.HK	海底捞	78	107	74	22.7%	7	10	6	55.6%	12.5%	11.2%	8.8%	62	808	餐馆
0520.HK	呷哺呷哺	28	37	21	14.9%	4	4	2	16.8%	13.3%	11.4%	9.8%	24	109	餐馆
0341.HK	大家乐	70	68	37	3.7%	4	4	2	-4.0%	6.4%	5.5%	5.7%	23	98	餐馆
002186.SZ	全聚德	18	18	14	0.1%	1	1	1	1.2%	8.3%	8.2%	10.3%	29	37	餐馆
0052.HK	大快活	23	23	13	5.4%	2	2	1	2.5%	7.9%	7.6%	6.8%	17	31	餐馆
000721.SZ	西安饮食	5	5	4	-0.3%	0	(0)	(0)	-29.2%	2.0%	-2.6%	-1.4%	(188)	22	餐馆
0047.HK	合兴集团	19	19	10	2.7%	1	1	1	36.5%	6.0%	7.5%	6.3%	10	14	餐馆
0573.HK	稻香控股	38	34	18	-3.9%	2	1	0	-19.6%	4.0%	2.1%	2.0%	14	12	餐馆
1181.HK	唐宫中国	13	14	8	7.6%	1	1	1	39.3%	8.0%	9.6%	7.0%	9	11	餐馆
1632.HK	膳源控股	2	2	1	-1.3%	(0)	(0)	(0)	-139.7%	-4.2%	-0.8%	-6.4%	(113)	11	餐馆
1314.HK	翠华控股	16	15	8	-0.7%	1	1	0	3.8%	4.9%	4.4%	1.6%	21	9	餐馆
3666.HK	国际天食	20	19	8	-2.1%	0	1	0	-202.9%	1.7%	5.3%	4.0%	5	5	餐馆

注：港股餐饮上市公司营业收入、净利润、利润率数据截止至2018H。 数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

- **净利率：**呷哺呷哺2015-2018上半年净利率分别为10.9%、13.3%、11.5%和9.8%，海底捞2018年上半年与呷哺呷哺的净利率基本持平，为8.8%。
- **成本对比：**2018年上半年海底捞的成本高于呷哺，一是由于海底捞提供给顾客免费的零食水果；二是由于海底捞对员工数量，素质要求较高产生的员工成本。
- **餐饮业上市公司自营和加盟经营模式并举，**火锅类公司门店全部为自营且扩张速度最快，海底捞开店提速，16、17和18年上半年分别净增30、97、68家门店。呷哺开店速度较稳定，15-18年上半年分别开业100/87/120/49家门店。

表：餐饮龙头盈利情况对比（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018H	2015	2016	2017	2018H
	海底捞				呷哺呷哺			
营业收入总额	57.6	78.1	106.4	73.4	24.2	27.6	36.6	21.3
yoy		35.6%	36.2%	54.4%		13.8%	32.8%	35.1%
成本开支	52.4	65.3	91.2	64.8	21.8	23.6	31.6	18.9
税前利润	5.6	13.5	16.3	9.0	3.2	4.7	5.4	2.9
所得税开支	-1.5	-3.7	-4.3	-2.5	-0.6	-1.1	-1.2	-0.8
净利润	4.1	9.8	11.9	6.5	2.6	3.7	4.2	2.1
yoy		138.2%	22.1%	17.0%		39.7%	14.2%	11.2%
利润率	7.1%	12.5%	11.2%	8.8%	10.9%	13.3%	11.5%	9.8%
大家乐								
营业收入总额	63.1	70.1	67.5	36.9				
yoy		11.2%	-3.7%	5.3%				
成本开支	57.9	64.5	62.9	34.5				
税前利润	5.2	5.4	4.7	2.6				
所得税开支	0.9	1.0	1.0	0.5				
净利润	4.3	4.5	3.7	2.1				
yoy		3.6%	-18.0%	20.4%				
利润率	6.8%	6.4%	5.4%	5.7%				

数据来源：公司公告

表：餐饮龙头门店数量与经营模式统计

	门店数	类型	加盟情况
海底捞	341	中高端火锅	全部直营
呷哺呷哺	780	大众火锅	全部直营
大家乐	463	快餐	有加盟

数据来源：公司公告

1 消费：从高增长至稳增长，估值优势正在显现

2 消费周期：经济下行阶段，行业是否能够穿越周期？

3 消费变革：哪些子行业竞争格局在向好？

4 购——免税：结构性规模增长+毛利率提升，业绩增长确定性强

5 住——酒店：集中度提升明显，龙头公司估值具备优势

6 游&吃——行业经历变革，寻找小而美的公司

7 结论：免税、酒店有望维持景气，上至下和下至上两角度选股

1、6月以来受宏观经济预期悲观影响，板块大幅下跌，但龙头增长确定

目前TTM-PE已从年初40倍下降至27倍，我们认为虽然预期悲观，但部分龙头公司增长确定、长期增长前景良好，部分公司估值水平逐渐具备吸引力。特别是在经济增速回落的预期影响下，行业竞争格局的变化成为影响增长预期的重要因素，其中免税和酒店行业集中度增加更为明显，龙头公司有望受益。当前龙头公司18-19年PEG普遍已回落至0.7-1.0水平，板块的长期配置价值正在逐步凸显。

2、免税行业：中国国旅未来增长仍相对稳健，估值相比历史有所低估

离岛免税：离岛免税政策正式落地并将于18年12月1日起正式执行，全年总额度提升和对岛内居民不限次数有望带动岛民免税购物量、驱动三亚店未来业绩稳步提升。未来离岛免税新政执行，以及中免并购海免后，公司在海南的销售额有望继续提升，岛内居民也带来增量。

免税行业增速仍较快：虽然国旅18年2、3季度盈利低于预期，但机场和三亚经营超预期，上海、海口和北京市内店也在稳步推进。未来，北京和上海机场在价格优势和品牌效应下在全球免税的份额将稳步提升，两大机场免税收入有望维持收入15%以上增速，规模提升后毛利率也有望提升。

估值已有大幅下降：我们测算目前公司估值已接近历史低位估值水平，考虑到未来相对确定的业绩增长，估值仍相对较低。预计18-20年归母净利润分别为35.7、44.2和55.2亿元，对应19年PE约25倍。

相比其他消费品行业龙头，公司优势在于受益于消费回流及规模提升带来的毛利率增长，即使经济增速回落，潜在增速可能也高于其他行业增速。

3、酒店行业：首旅酒店、锦江股份股价跌幅更大，悲观预期有望扭转

二、三季度酒店RevPar增速下行，需求不足是拖累酒店经营的主要原因，另外中秋错位也对酒店出租率起到不利影响。尽管行业增速放缓，但酒店龙头的业绩依然维持高增速，锦江、首旅前三季度扣非净利润分别增长37%、22%，龙头的业绩增长主要来自直营店改造和加盟店扩张。**总体来看，未来酒店行业逐步从高 β 行业转变为高 α 行业**，增长主要来自：（1）房间改造升级（经济型改造或经济型升级为中端）带来的房价提升；（2）远高于行业整体的开店速度；（3）加盟店和中端店占比的提升，盈利能力也在提升。锦江股份和首旅酒店6月末高点以来至今均有40%以上的跌幅，价值逐步显现。2019年悲观预期好转后，股价和估值有望修复。

4、出境游和景区行业：看好宋城演艺，其他景区和出境游公司等待催化剂

- **出境游**：18年下半年以来出境游行业增速显著放缓，泰国受沉船事件影响客流量下滑，日本增速回落，欧美等远程线路也出现显著放缓。10月四大航国际航线客运量446万人次，同比增长10.3%，1-10月累计客运量4502万人次，同比增长13.9%。10月赴日客流量增长7.8%，1-10月累计增长15%；10月泰国客流量下滑19.8%，越南10月客流增长20%，港澳9月分别增长4%/6%。出境游行业未来增长主要来自渗透率提升、低线城市出境需求增长，线下市场整合加剧下OTA和传统龙头旅行社有望依靠资本和产业资源优势提升市占率。不过出境游行业产业链较长，众信、凯撒等公司很难短期获得明显竞争优势，相对上下游的议价能力也难以体现，估值提升可能更多来自外部因素，如人民币升值、泰国客流回升带来的业绩增长等方面。
- **景区**：今年以来景区客流一般，不过9/10月数据有所回暖，其中黄山景区客流增长16.3%/19.6%（1-10月累计下降0.2%）、长白山9月客流增长47%（1-9月累计增长10.4%），三亚游客单月增长21%（1-9月累计增长10.8%）。国庆节前全国各地景区门票降价政策集中落地，预计对后续客流增长起到持续利好作用。虽然景区板块票价下降预期仍未结束，但休闲景区总体影响有限，2019年是休闲景区异地扩张大年，宋城演艺在继桂林项目开业后，西安项目、张家界项目和上海项目将于19-20年开业，中青旅的濮院也预计在19年开业。不过总体看，受票价下降影响，多数自然景区公司盈利和估值会继续受到影响。人工景区中我们看好宋城演艺。此外，景区公司按照DCF模型测算，黄山旅游、峨眉山、天目湖、中青旅等公司估值也有优势。

5、重点公司

重点看好中国国旅、宋城演艺、首旅酒店和锦江股份，同时建议关注中青旅、众信旅游、黄山旅游等跌幅较大的公司。

- 1、宏观经济下行影响行业整体需求；
- 2、天气、突发事件等因素影响国内和出境旅游人数增长，免税政策突破不及预期；
- 3、景区项目拓展进度和盈利不及预期。

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。2016、2017年新财富社会服务行业第五名。

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。2016、2017新财富社会服务行业第五名。

张雨露：研究助理，美国杜兰大学金融学硕士。

康凯：研究助理，北京大学应用数学硕士。

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

Thanks!

谢谢