

行业评级：中性

## 社会服务：关注行业景气修复

研 究 员  
投资咨询证书号  
联 系 方 式  
邮 箱

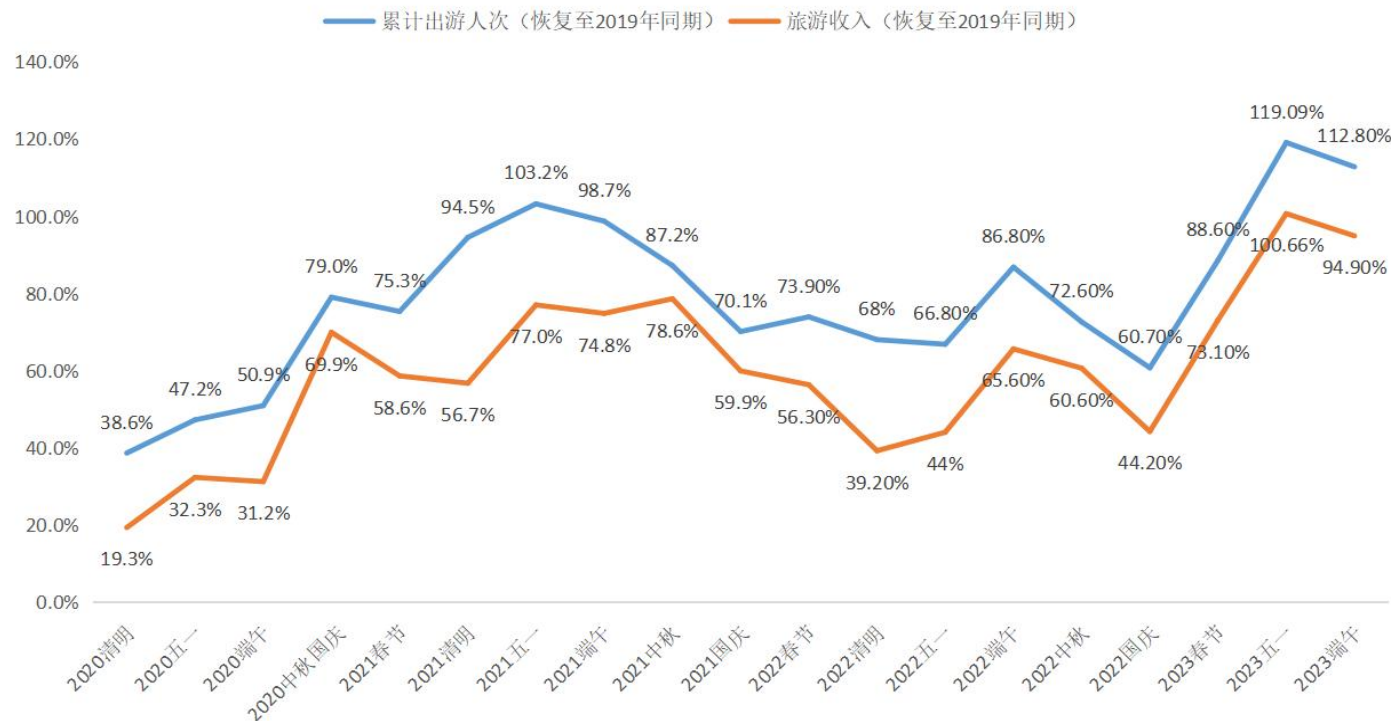
杨 妍  
S0620521100003  
025-58519170  
[yanyang@njzq.com.cn](mailto:yanyang@njzq.com.cn)

## 目录:

1. 行业近况：客单价修复较弱，整体消费不足
2. 景区：开辟文旅融合新玩法，名山大川客流增长亮眼
3. 酒店：关注景气修复及竞争格局
4. 投资建议
5. 风险提示

# 1.行业近况：客单价修复较弱，整体消费不足

图表1：2020年至今国内重点节日旅游数据恢复情况



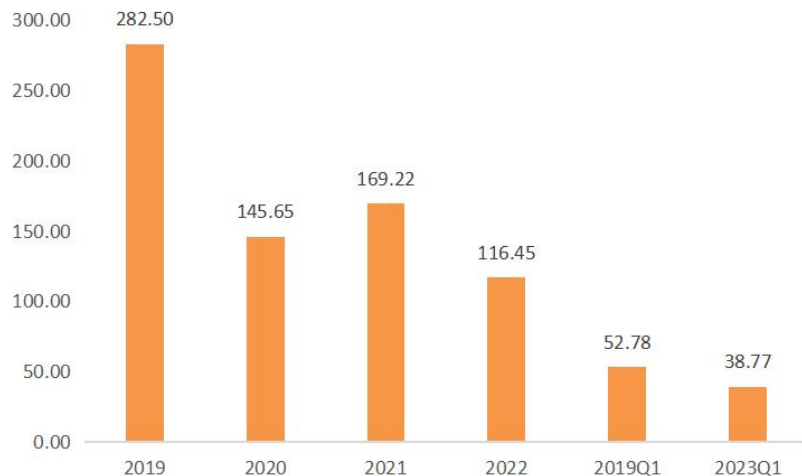
- **人均旅游消费尚未恢复到2019年同期水平：**“五一”假期，全国国内旅游出游合计2.74亿人次/+70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元/+128.90%，按可比口径恢复至2019年同期的100.66%，计算可得，人均旅游消费恢复至2019年的83.3%左右；今年端午假期全国国内旅游出游1.06亿人次/+32.3%，按可比口径恢复至2019年同期的112.8%；实现国内旅游收入373.10亿元/+44.5%，按可比口径恢复至2019年同期的94.9%，计算可得，人均旅游消费恢复至84%左右。旅游客单价尚未恢复至疫情前水平，受宏观经济环境影响，整体消费不足。

## 2.景区：开辟文旅融合新玩法，名山大川客流增长亮眼

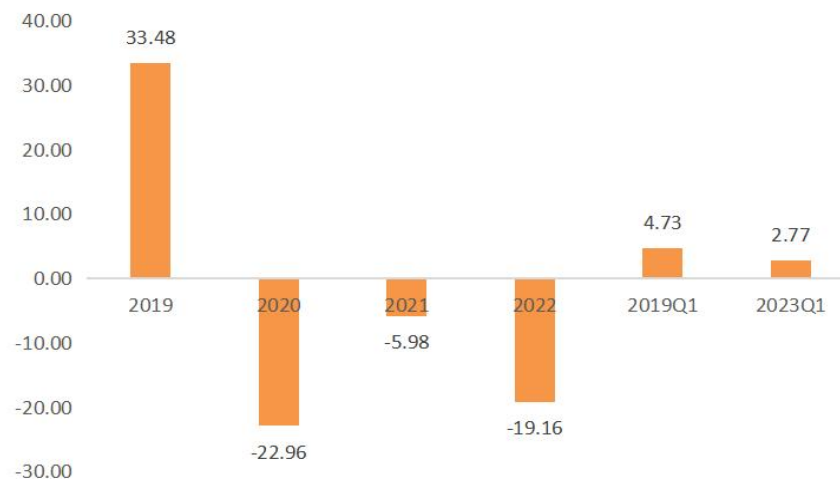
### 2.1. 行业概况

- **传统景区开辟文旅融合新玩法：**近年来，以宋城、西安文旅为代表的国内旅游头部企业，在借鉴海外文旅发展的经验上，持续创新突破传统观光游模式，更多融入传统文化内容表达，与游客形成更多互动，沉浸式文化体验成为塑造旅游IP的新玩法，沉浸式旅游能够带来几点变化：（1）延长游客游玩时间，包括大力开发夜经济；（2）持续性的文化体验创新，给游客带来不同的新鲜感，增加复游率；（3）景点IP化、拟人化，增加线下+线上的传播声量，进一步延伸了与游客的互动空间；（4）通过直播、电商平台等方式，实现多维度流量变现。
- **23Q1景区板块实现强势复苏：**22年景区板块（申万三级行业人工景区+自然景区标的营业收入/归母净利润加总计算所得）实现营业收入116亿元，仅恢复至19年的41%；23Q1开年实现强劲复苏，板块整体营业收入已经恢复至19Q1的73%。业绩端已经实现扭亏，23Q1板块整体归母净利润2.8亿元，19Q1盈利4.7亿元，而22年板块共亏损19亿元，23Q1已成功实现扭亏。

图表2：景区板块营业收入（亿元）



图表3：景区板块归母净利润（亿元）



## 2.景区：开辟文旅融合新玩法，名山大川客流增长亮眼

### 2.1. 行业概况

- **收入端：**申万三级行业人工景区+自然景区的16家景区上市公司中，已经有11家公司23Q1营业收入超过19年同期，其中天目湖营业收入恢复至19Q1的135%，丽江股份恢复至19Q1的140%，西藏旅游恢复至19Q1的165%，黄山旅游恢复至128%，峨眉山恢复至93%。
- **业绩端：**峨眉山23Q1归母净利润恢复领先，23Q1实现归母净利润0.7亿元，19Q1仅为0.19亿元，主要系公司23Q1收入同比实现较好的恢复，同时成本、费用控制良好，业绩大幅释放。黄山旅游、丽江股份23Q1归母净利润分别为0.65、0.55亿元，远超疫情前19Q1的0.24、0.35亿元；此外天目湖23Q1实现业绩0.19亿元，同样比19Q1的0.15亿元实现较好修复。

图表4：景区标的营收及恢复情况

营业收入（亿元）	2019	2020	2021	2022	2019Q1	2023Q1	恢复度
中青旅	140.54	71.51	86.35	64.17	25.43	16.58	65.20%
大连圣亚	3.19	1.14	2.05	1.57	0.44	0.69	156.88%
人工景区 曲江文旅	13.05	10.77	13.65	8.91	3.17	3.27	102.98%
云南旅游	28.79	18.12	14.18	5.39	3.27	1.05	32.01%
宋城演艺	26.12	9.03	11.85	4.58	8.25	2.34	28.43%
黄山旅游	16.07	7.41	8.95	8.00	2.64	3.38	127.89%
西藏旅游	1.88	1.26	1.74	1.21	0.15	0.25	165.08%
长白山	4.67	1.48	1.93	1.95	0.49	0.70	141.25%
天目湖	5.03	3.74	4.19	3.69	0.89	1.20	135.34%
九华旅游	5.37	3.41	4.26	3.32	1.34	1.92	143.48%
自然景区 张家界	4.25	1.69	1.99	1.32	0.54	0.64	118.02%
峨眉山A	11.08	4.67	6.29	4.31	2.55	2.38	93.11%
桂林旅游	6.06	2.55	2.39	1.29	1.16	0.86	73.81%
丽江股份	7.23	4.31	3.58	3.17	1.28	1.80	140.14%
三特索道	6.77	4.05	4.35	2.56	1.09	1.60	147.15%
*ST西域	2.41	0.51	1.49	1.02	0.08	0.11	134.08%

图表5：景区标的归母净利润及恢复情况

归母净利润（亿元）	2019	2020	2021	2022	2019Q1	2023Q1	恢复度
中青旅	5.68	-2.32	0.21	-3.34	0.64	-0.05	-
大连圣亚	0.42	-0.70	-1.98	-0.78	-0.09	0.02	-
人工景区 曲江文旅	0.45	-0.72	0.07	-2.49	0.31	0.09	-70.23%
云南旅游	0.95	1.59	-3.26	-2.83	-0.21	-0.21	-
宋城演艺	13.40	-17.52	3.15	0.10	3.70	0.60	-83.71%
黄山旅游	3.40	-0.46	0.43	-1.32	0.24	0.65	173.99%
西藏旅游	0.21	0.05	-0.08	-0.29	-0.08	-0.09	-
长白山	0.75	-0.56	-0.52	-0.57	-0.25	-0.04	-
天目湖	1.24	0.55	0.52	0.20	0.15	0.19	27.60%
九华旅游	1.17	0.55	0.61	-0.14	0.39	0.62	59.61%
自然景区 张家界	0.11	-0.92	-1.35	-2.60	-0.08	-0.30	-
峨眉山A	2.26	-0.39	0.18	-1.46	0.19	0.70	261.84%
桂林旅游	0.55	-2.66	-2.13	-2.82	-0.02	-0.13	-
丽江股份	2.03	0.70	-0.38	0.04	0.35	0.55	56.29%
三特索道	0.11	0.29	-1.74	-0.77	-0.39	0.29	-
*ST西域	0.74	-0.43	0.27	-0.09	-0.13	-0.13	-



## 2.景区：开辟文旅融合新玩法，名山大川客流增长亮眼

### 2.1. 行业概况

- **景区降低门票依赖度，平民消费时代逐渐到来：**2018年之前，我国传统景区对门票经济依赖较大，提票价是传统景区收入增长的主要方式之一。2018年国家发改委发布《关于完善国有景区门票价格形成机制，降低重点国有景区门票价格的指导意见》，各地核心景区纷纷响应文件精神，下调门票价格，景区“门票经济”时代落幕，景区开始从观光游转型升级至深度游、休闲游的新模式。
- **沉浸式体验+直播电商+数字藏品+文创产品，“旅游+”多元业态提升二次消费水平：**西安曲江文旅演艺中心于2022年下半年推出沉浸式脱口秀表演节目《盛唐秘盒》，快速“出圈”；据黄山旅游官网，2022年5月31日，公司联合抖音生活服务做了“黄山归来，劲足之旅”产品预售活动，三天内达成2000万元，一周内4000万元的销售额，以迎客松为主题的饼干、雪糕等商品随之风靡；2022年泰山景区选定支付宝旗下“鲸探”平台作为主攻方向，策划推出首期“泰山系列数字藏品”，包含了五岳独尊、风月无边、如意、“虎”字石刻等标志性景观，32000份泰山首期数字藏品瞬间售罄，实现销售收入80万元；北京故宫口红、兵马俑雪糕、杭州永福寺的“慈杯”咖啡等，都成为了现象级的文创产品，传统与现代设计的融合越来越得到年轻游客的认可，而文创产品零售也逐渐成为景区主要创收来源。
- **相关标的：**具备创新活力的景区通过直播电商、文创产品、数字藏品等新业态、新模式持续提升变现潜力，未来盈利有望实现多元化，并迎来新一轮成长机遇；相关受益标的为：曲江文旅、黄山旅游、丽江旅游、宋城演艺、中青旅、峨眉山A、天目湖等。

图表6：2018年全国重点景区下调门票价格（部分）

景区	价格调整	执行时间
乌镇风景区	东栅景区门票价格从120元/人调整为110元/人；东西栅景区联票价格从200元/人调整为190元/人	2018.9.20
武陵源核心景区	旺季普通门票价格从245元/人降至225元/人，淡季普通门票价格从136元/人降至115元/人	2018.9.22
九寨沟风景名胜区	旺季门票价格由220元/人降至190元/人，淡季门票价格维持80元/人	2018.9.20
黄山风景区	黄山风景区旺季门票价格由230元/人降至190元/人	2018.9.28
黄鹤楼景区	门票价格从80元/人降至70元/人	2018.6.01
龙门石窟景区	门票价格由100元/人降至90元/人	2018.9.20

## 2. 景区：开辟文旅融合新玩法，名山大川客流增长亮眼

### 2.1. 行业概况

#### ➤ 重点景区端午旅游表现：

- ①黄山：端午假期三天接待游客3.57万人，较2019年同期增长23%。
- ②峨眉山：接待游客7.20万人次、实现门票收入586.81万元，同比分别增长153.32%、378.46%。
- ③九华山：接待游客5.35万人，同比增长343.75%，较2019年基本持平；实现旅游收入4766.47万元，同比增长198.58%，较2019年下滑11.7%。
- ④长白山：共接待游客5.68万人次，较2019年同期增长76.95%。
- ⑤丽江：接待游客近40万人次，同比增长超150%；玉龙雪山景区接待游客超6万人次，客流量同比增长164%。
- ⑥华山：接待游客6.6万人次，较2019年同期增长57%；实现经营收入1506.94万元，较2019年同期增长122.67%。

- #### ➤ 暑期或将成为出行景气回升的起点：
- 端午节假期，时值各地区中考与高考出分，同时暑期临近，周边短途游成为本次假期主旋律，对长距离跨地区出游有一定影响。端午期间华北持续高温、南方多雨，复杂天气一定程度上影响出行需求。我们认为今年出行市场整体呈现“两头高，中间低”局面（即年初、年末复苏较好，年中相对较弱），端午节后的暑期有望成为出行需求新一轮高景气周期。

## 2. 景区：开辟文旅融合新玩法，名山大川客流增长亮眼

### 2.2. 宋城演艺

- **疫情前：旅游演艺热度不减，主题公园演艺市场规模逐年提升。**根据道略文旅，疫情前旅游演出市场持续走高，演出剧目台数由2015年的225场增长到2019年的340场，同时拉动剧目票房由27.03亿元增长到2019年的68.02亿元，5年CAGR分别为10.9%/16.9%。细分来看，主题公园因其多元的演出剧目、丰富的园内活动，对游客吸引力更大、留客时间更长，增长幅度较快。
- **疫情期间：旅游演艺行业多次按下暂停键，市场明显收缩。**根据中国演出行业协会数据，2021年上半年各细分市场（剧场演出、音乐会等）恢复情况较好，但以五一假期为分水岭，下半年受极端天气及多地疫情影响，三四季度演出情况持续下行；2022年五一假日期间全国演出场次5900场，同比下降53%，演出票房收入约1.43亿，同比下降79%，观演人次200余万，同比下降67%，收缩明显。因此，旅游演艺作为疫情强相关的行业，其发展受到防疫局势演变的直接影响。
- **疫情后：出行意愿高涨，旅游演艺随之回暖。**2023年春节国内旅游人次同比增长23.1%，受益于人流恢复，旅游演艺的观演人次也较2022年同期有所增长。根据中国演出行业协会数据，全国大中型旅游演艺春节假期在演项目114个，演出场次约3300场，同比增长17.68%；票房收入1.93亿元，同比增长24.33%；观演人数210.7万人次，与2022年同比增长15.02%。春节期间峨眉山景区、三星堆博物馆、玉龙雪山景区等多地景区门票售罄，游客饱和，显示出人们高涨的出行意愿以及消费潜能。

图表7：杭州宋城



图表8：西安宋城





## 2.景区：开辟文旅融合新玩法，名山大川客流增长亮眼

### 2.2. 宋城演艺

- 公司旗下演艺项目扩张主要分为2个阶段：1) 一轮扩张：三亚、丽江项目的成功验证了公司的异地扩张能力，其中九寨项目较为特殊，其与丽江项目同年开业，但2017年8月遭遇地震，所在地交通系统受损严重，随后一直处于停业状态，直至2020年6月12日，九寨千古情景区才再次重新开业，因此九寨项目首次开业时间虽早，但并未经过足够的市场培育。2) 二轮扩张：2018年开业的桂林项目拉开了公司二轮扩张的序幕，但2020年以来的新冠疫情打断了二轮项目正常的培育进程。目前二轮项目中桂林、张家界、西安、上海项目均于疫情前后开业营业，但疫情期间多次受防疫影响长期闭园。当前国内疫情防控政策优化，公司旗下多园区陆续恢复营业，根据公司公众号，预计至2023年4月上海项目开业后，今年预计将共有不少于8个项目同时运营。

图表9：公司十一个项目的培育状况

	项目	首次开业时间	2023年重新开业时间	培育状态
大本营	杭州千古情	1996.05	3月4日	成熟
	三亚千古情	2013.10	1月14日	成熟
一轮扩张	丽江千古情	2014.03	1月22日	成熟
	九寨千古情	2014.05	3月22日	半成熟
	桂林千古情	2018.07	1月22日	半成熟
二轮扩张	张家界千古情	2019.06	3月4日	培育
	西安千古情	2020.06	3月4日	培育
	上海项目	2021.04	预计4月	培育
	佛山千古情	预计 2023.07	预计7月	培育
	西塘千古情	暂未开业		
演艺谷	珠海演艺王国	暂未开业		

图表10：公司轻资产项目

项目名称	签约时间	开业时间	协议条款
长沙 宁乡炭河千古情	2016.06	2017.07	项目一揽子服务等一次性费用2.6亿元，合同签订之日起至本项目正式开业后服务期5年，按照景区经营收入的20%收取基本管理费。
江西 宜春明月千古情	2016.06	2018.12	项目一揽子服务等一次性费用2.7亿元，服务期10年，按照景区经营收入的20%收取基本管理费。
郑州 新郑黄帝千古情	2017.11	2020.09	项目一揽子服务等一次性费用2.6亿元，规划设计标准建设完成并交付之日起授权期5年，按照景区经营收入的20%收取基本管理费。
延安千古情	2020.11	开业未定	项目设计输出等一次性费用2.6亿元，项目试营业/开业后，按照景区经营收入的20%收取基本管理费，连续收满60个月。
三峡千古情	2022.11	预计 2024.05	项目设计输出等一次性费用2.6亿元；委托经营管理期限为十年（120个月），按照景区经营收入的20%收取基本管理费。十年期满后，宋城演艺方拥有优先续约权。

## 2.景区：开辟文旅融合新玩法，名山大川客流增长亮眼

### 2.2. 宋城演艺

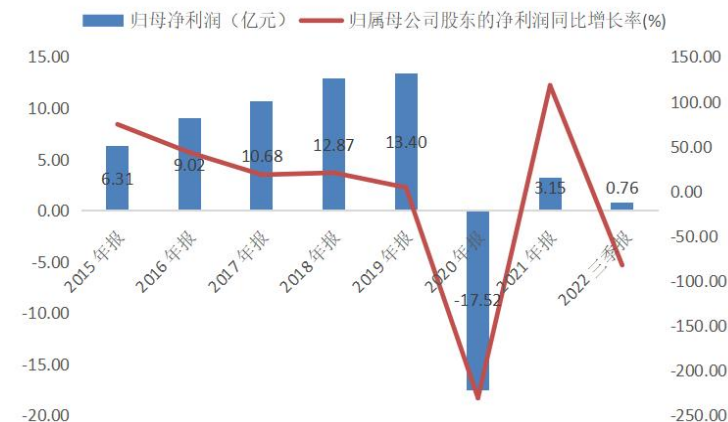
- **疫情前公司归母净利润逐年稳定增长**：2015-2019年，公司归母净利润由6.31亿元增长至13.40亿元，四年实现了翻倍的增长；2020年，受突发疫情影响，公司出现亏损。然而疫情期间公司利用闭园时间对园区进行升级改造，景区承载量提升，剧目打磨升级，并不断推进轻资产项目落地；同时向宋城集团转让了澳洲项目及珠海项目，化解在建项目的不确定性，带来资金回流，进一步减轻上市公司本身的经营及财务压力。公司在2021年及2022年前三季度均实现盈利。

- **毛利率及资产负债率水平稳定**：2016年至2019年，公司销售毛利率水平逐年稳定增长，资产负债率水平逐年稳定下降。后期受疫情影响，利润率及资产负债率有一定程度波动。

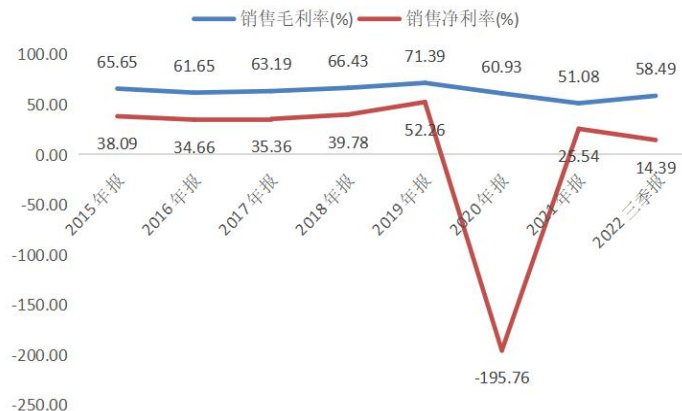
图表11：公司近年营收情况



图表12：公司近年归母净利润情况



图表13：公司近年利润率情况



图表14：公司偿债能力及盈利能力

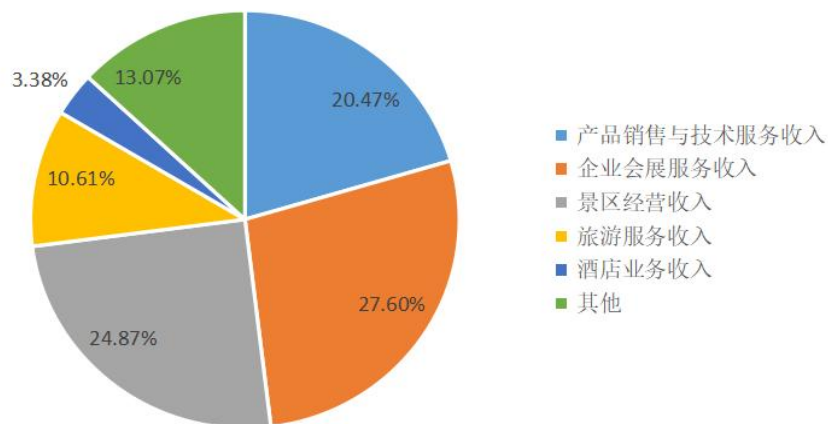


## 2.景区：开辟文旅融合新玩法，名山大川客流增长亮眼

### 2.3. 中青旅

- **深耕行业40余载：**中青旅是国内A股首家旅行社类上市公司与中国第一家拥有中央大型金融控股集团发展背景的旅游类上市公司。回顾公司发展历程，可大致分为以下三个阶段：
- **第一阶段（1980-1997年）：聚焦旅行社业务培育期。**1980年，公司作为改革开放后国内首家旅行社企业正式创立，并迅速发展成为国内三大骨干旅行社之一。1997年，公司作为中国第一家完整旅游概念企业在上交所A股上市。
- **第二阶段（1998-2016年）：多元化业务转型开拓期。**公司以旅行社业务为起点，持续拓展业务布局，通过投资、控股逐渐转型为涵盖旅行社、景区、整合营销、酒店等多元化业务的综合旅游服务提供商。多元化业务开拓使公司发展步入快车道，两大景区业务贡献增长动能，公司营收从1998年的8.4亿元增长至2016年的103.3亿元。
- **第三阶段（2017年-至今）：“旅游+”产业融合发展期。**公司深化“旅游+”战略布局，挖掘新兴业态，促进旅游与文化、科技、体育等产业不断融合。同时，拓展智慧文旅、景区运营管理等轻资产项目，不断增强公司文旅业务辐射范围与全产业链能力。

图表15：公司毛利润占比情况



数据来源：公司公告，南京证券研究所

图表16：公司优质景区

景区名称	地理位置	简介
乌镇景区	浙江省桐乡市北端	典型的江南水乡古镇，现已形成东栅（观光旅游）+西栅（休闲度假）+乌村（高端乡村度假）的协同发展格局。作为世界互联网大会、乌镇戏剧节等高规格活动举办地，乌镇兼具江南水乡底蕴+高端文化品牌+国际交流窗口特色，竞争优势显著。疫情期间，乌镇景区进一步加强配套设施建设，截至2022年末，景区内外可实现度假、会议接待功能客房超过3000间，为景区提质扩容、抢抓疫后市场、提升人均消费奠定了基础。
古北水镇	北京市密云区古北口镇司马台长城脚下	独具司马台历史文化内涵，景区内拥有43万平方米精美的明清及民国风格的山地合院建筑，包含17家酒店、28家民宿客栈、30余家独立餐厅、50余处商铺和10多个文化展示体验区，集观光游览、休闲度假、商务会展、创意文化等旅游业态为一体。古北水镇当前客源仍集中于周边京津冀地区，未来有望进一步开拓中远端市场，成长为全国性旅游目的地。
濮院景区	浙江省桐乡市濮院镇	距乌镇景区约30分钟车程，濮院镇现为全球最大的羊毛衫集散中心，产业底蕴奠定了濮院独特的“时尚”基因与客流基础。景区已于2023年3月1日开始试营业；预计5月1日开始正式营业，门票价格120元/人。随着濮院景区配套设施逐渐完善，未来有望复制乌镇与古北的成功。



### 3.酒店：关注景气修复及竞争格局

#### 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。

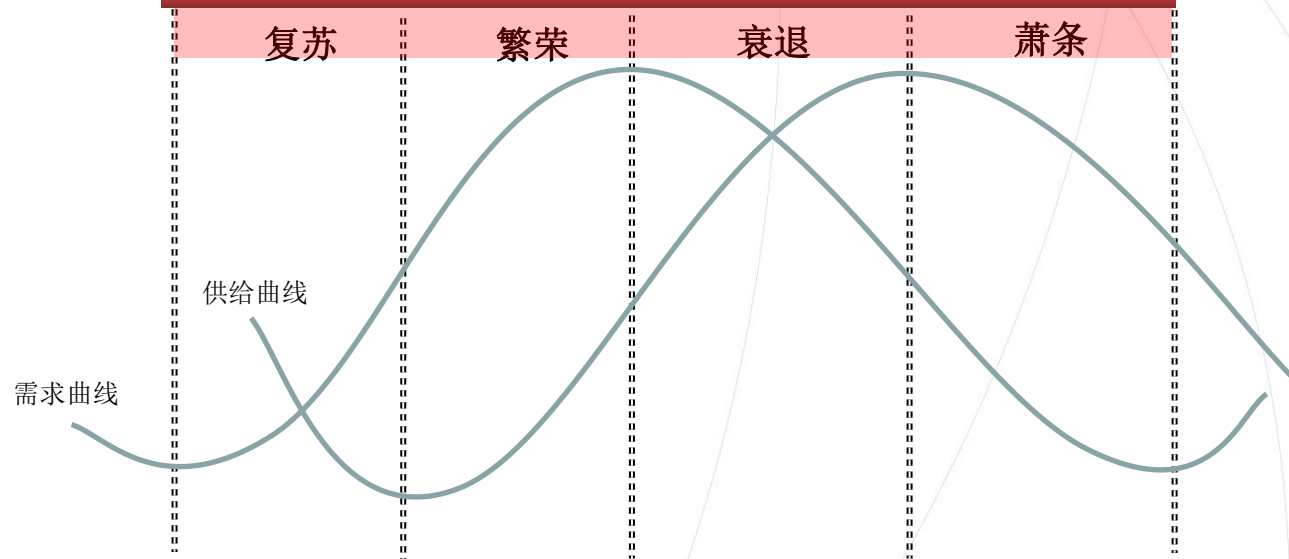
#### 平均房价（ADR）：

- 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**。
- $\text{RevPAR} = \text{客房收入} / \text{可供出租客房数} = \text{客房出租率 (OCC)} * \text{平均房价 (ADR)}$ 。
- 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17：酒店周期

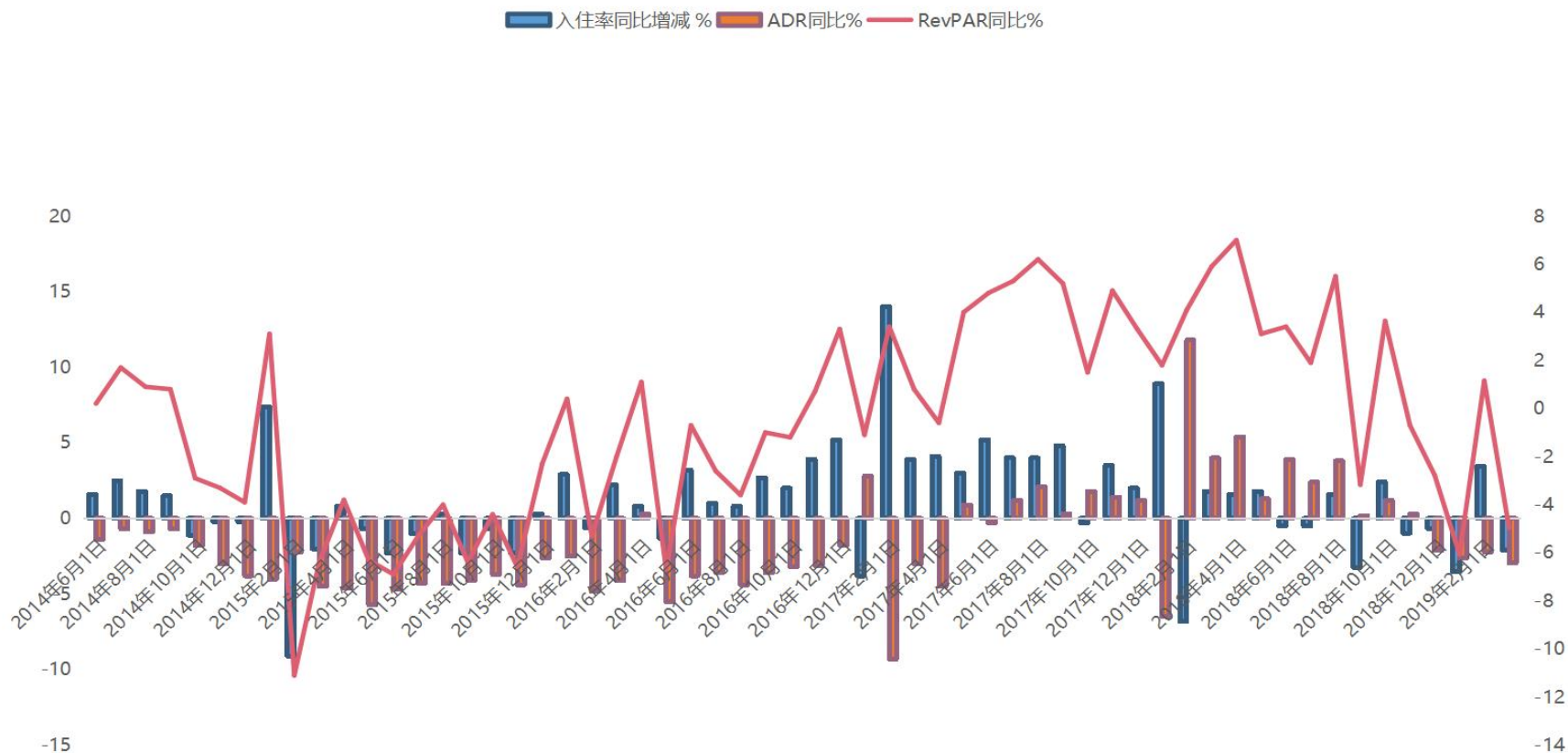


- 酒店周期分为：复苏期、繁荣期、衰退期、萧条期，四个阶段循环往复。
- 复苏期：在外生冲击或经济低迷的影响下，供给逐渐清退，供需关系改善，随后需求抢先供给开始复苏；入住率（OCC）增速转正，随后平均房价（ADR）增速止跌回升。
- 繁荣期：需求继续维持增长，供给缓慢恢复但仍小于需求；OCC和ADR双升，RevPAR处于上行周期。
- 衰退期：需求见顶，转而下降，供给维持上升；OCC下降，后期伴随着ADR下降，RevPAR达到最高点之后开始回落。
- 萧条期：供给开始出清，但仍高于市场需求；OCC和ADR双降，RevPAR处于下行周期，并且达到周期低点。



### 3.酒店：关注景气修复及竞争格局

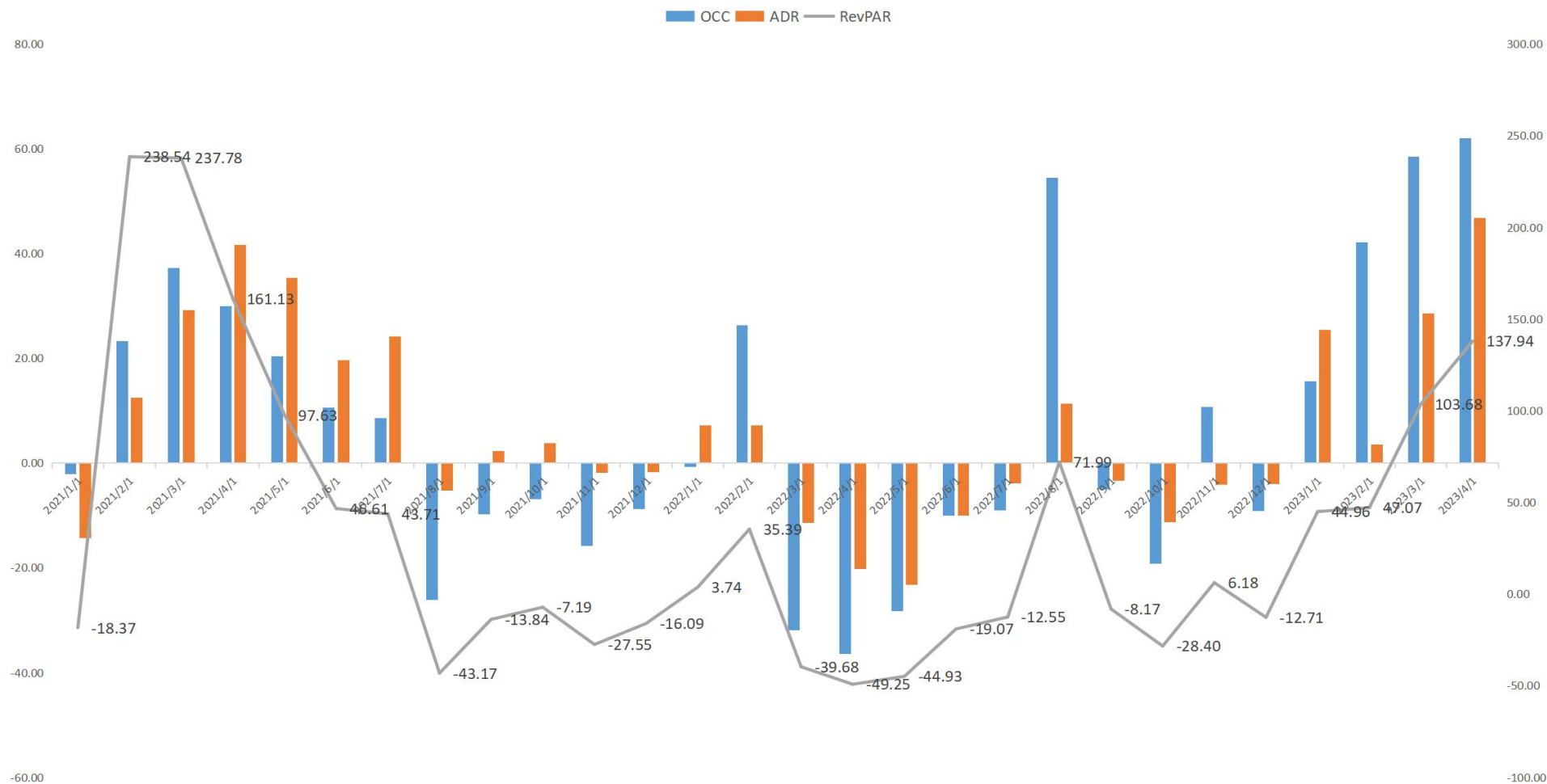
图表18：2014-2019年国内酒店行业经营数据情况



- **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。

### 3.酒店：关注景气修复及竞争格局

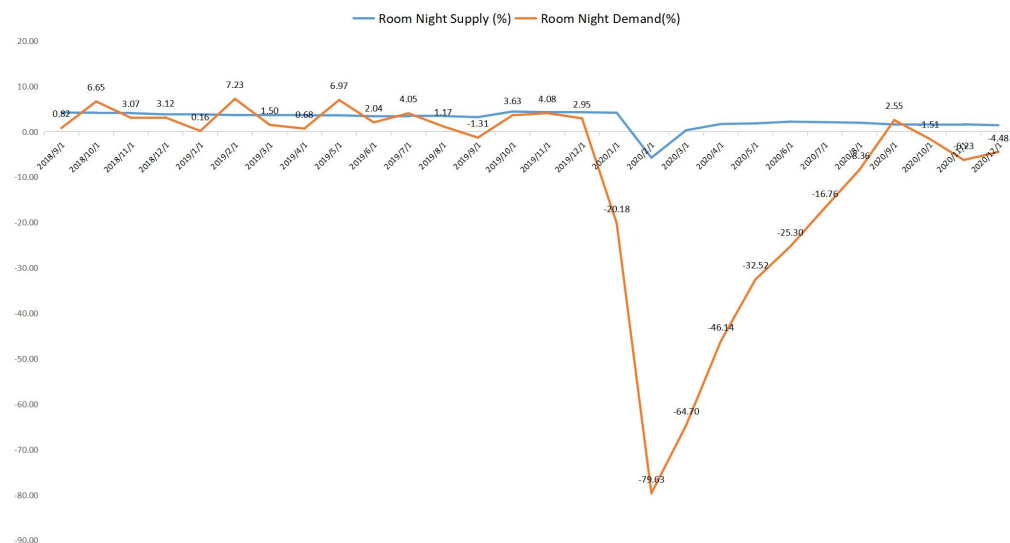
图表19：2021-2023Q1国内酒店行业经营数据同比增减情况（%）



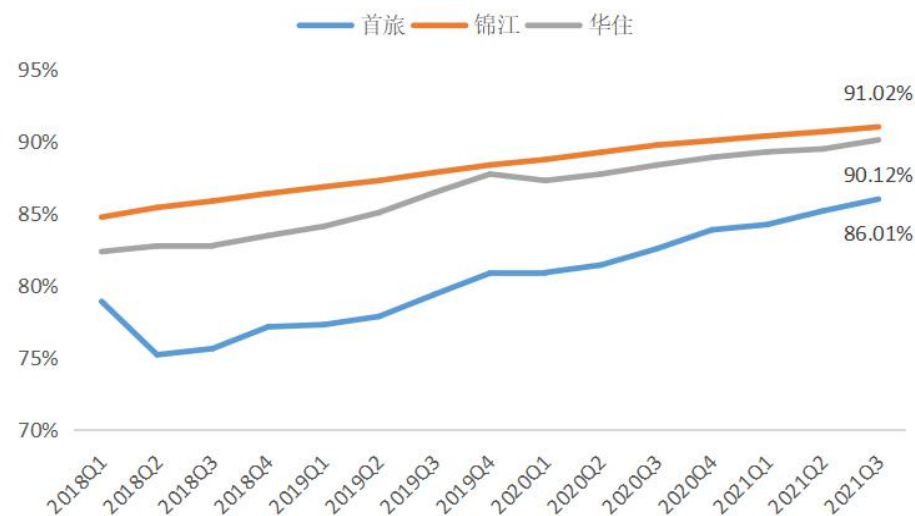
### 3.酒店：关注景气修复及竞争格局

- 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，出行政策放开，国内经济复苏，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20：2018-2020年国内酒店供需量同比变化情况

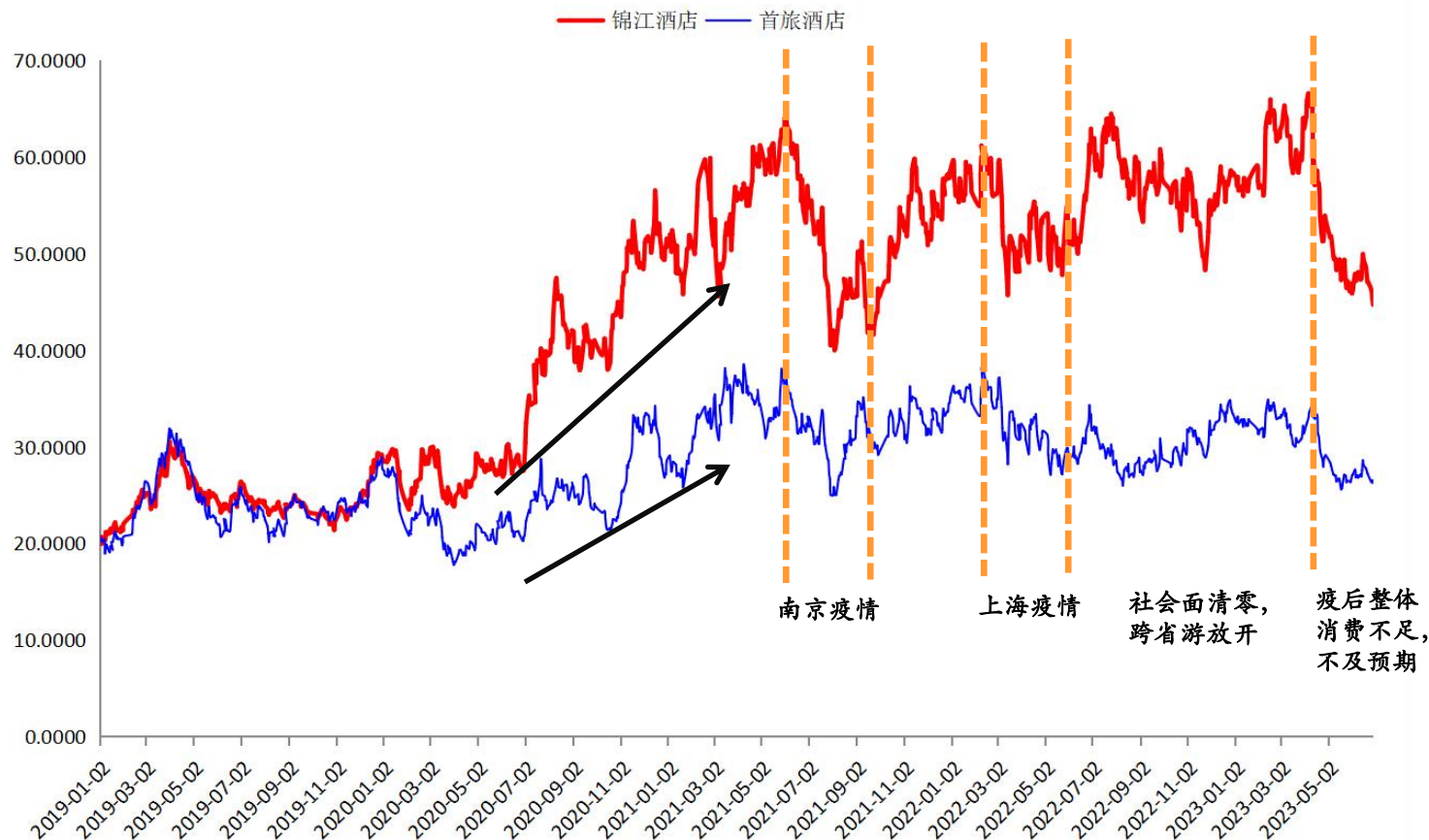


图表21：2018-2021Q3国内三大酒店集团连锁化率情况



### 3.酒店：关注景气修复及竞争格局

图表22：锦江酒店&首旅酒店自疫情以来股价变化情况



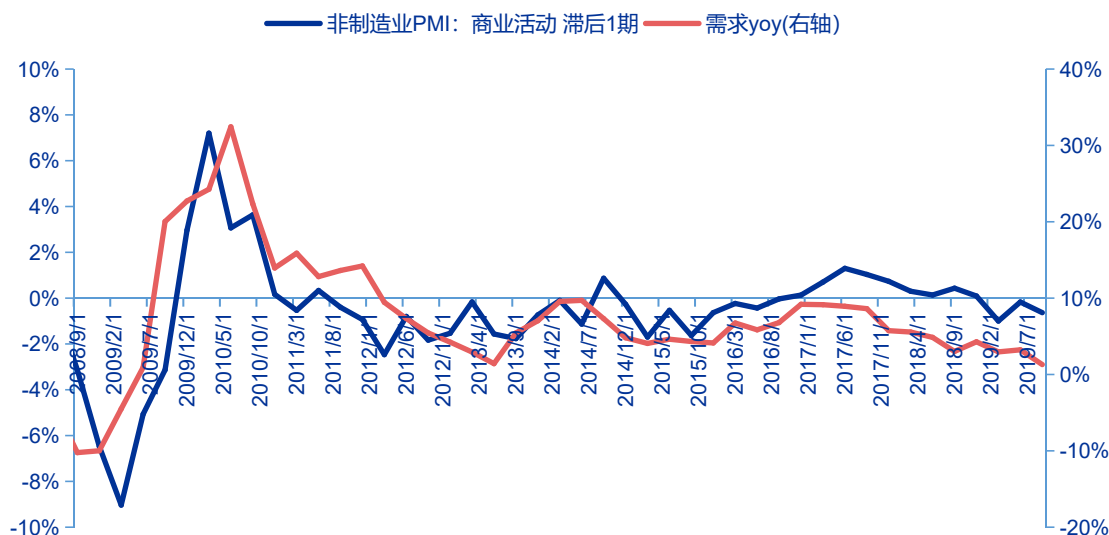
- 2020.01-2020.06：新冠疫情导致酒店股价下跌。
- 2020.07-2021.06：疫情得到初步控制，出行逐渐恢复，旅游消费在2021年五一小长假迎来报复性复苏；在此期间，受局部地区零散疫情影响，两家酒店股价呈现出短期波动行情，但每次波动的价格低点不断抬升；酒店行业在大方向上呈现出复苏趋势，以锦江和首旅为代表的龙头酒店体现出较高的抗风险能力。
- 2021.07-2021.09：南京突发Delta疫情，其传染速度和波及范围均超出预期，酒店股价下挫。
- 2021.10-2022.02：国内疫情状况较稳定，酒店股价回升后稳定维持在较高位置。
- 2022.03-2022.05：上海及全国出现大规模疫情，酒店股价下跌。
- 2022.06-2023Q1：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。
- 2023Q2：宏观经济环境导致整体消费不足，旅游消费不及预期，消费板块股价快速下跌。



### 3.酒店：关注景气修复及竞争格局

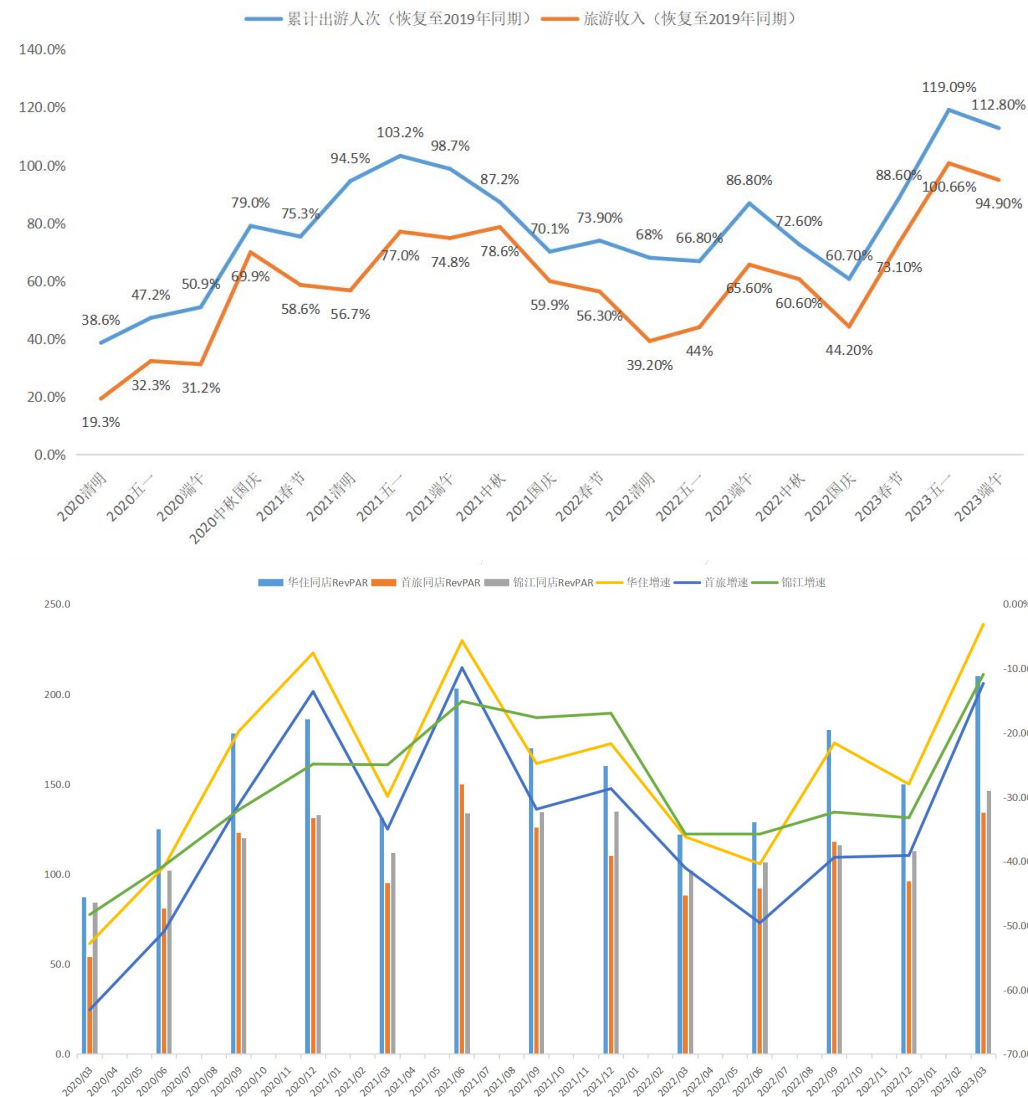
- **先行指标：**非制造业PMI可以提前一季度到五个月时间，反应酒店需求增速的变化。数据敏感性在不同时期有明显差异，经济波动较大时期需求变化幅度更大，而经济增长平稳期需求波动幅度小。  
(需求数据来自于STR的指标统计)从经验数据判断上，我们认为PMI达到52以下，需求增速可能会停滞或下滑，PMI达到55以上，需求增速将加快增长。
- **一致指标：**2020-2023Q1，国内三大酒店集团RevPAR同比2019年增速与国内旅游数据增速变化趋势相似。

图表23：商务活动指数提前一期反应酒店住宿需求变化



数据来源：STR，同花顺，文旅部，南京证券研究所

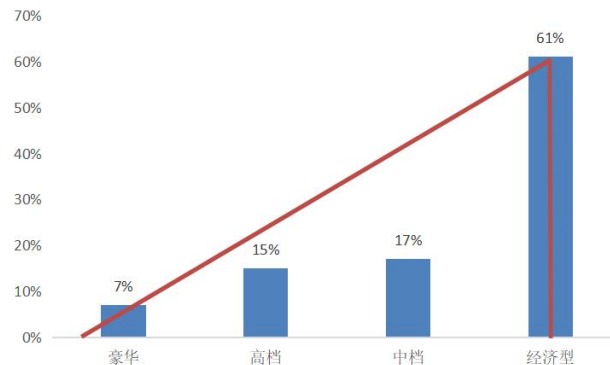
图表24：酒店RevPAR与国内旅游数据变化趋势基本同步（同比2019）



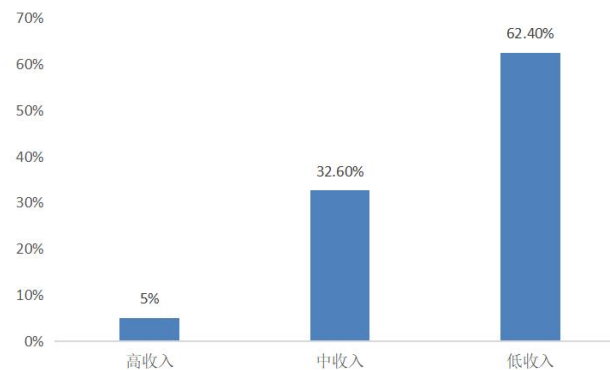
### 3.酒店：关注景气修复及竞争格局

- 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 and 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。

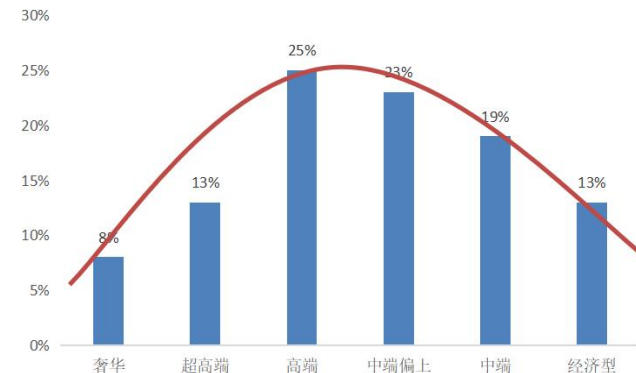
图表25：国内酒店市场结构呈金字塔型



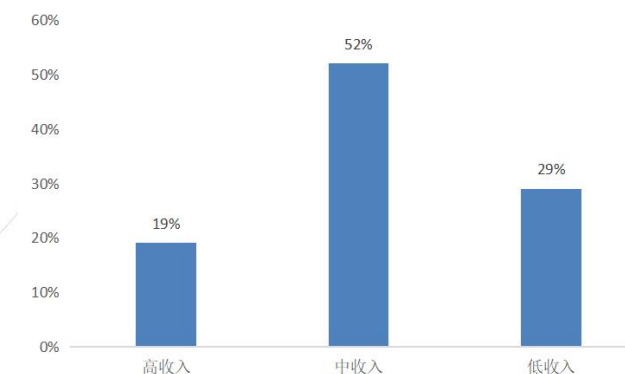
图表26：国内人群收入结构



图表27：美国酒店市场结构呈橄榄型



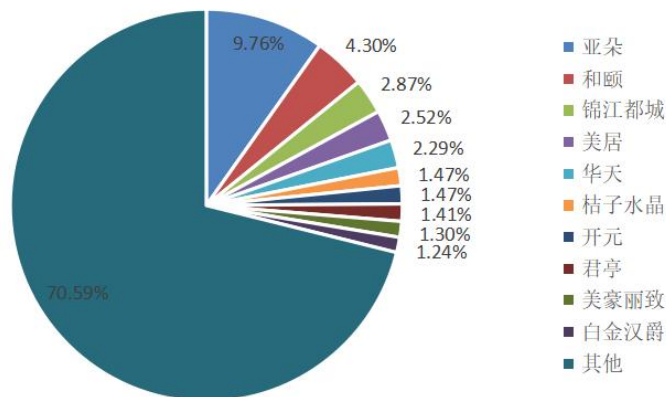
图表28：美国人群收入结构



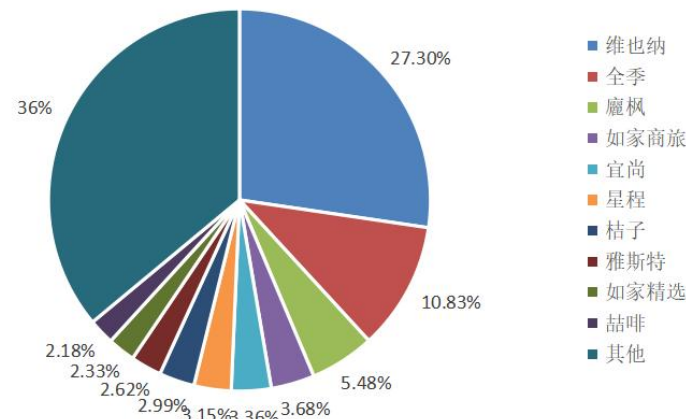
### 3.酒店：关注景气修复及竞争格局

- **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 and 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29：2020中国十大高端酒店品牌市占率



图表30：2020中国十大中端酒店品牌市场占有率



## 4.投资建议

- 沉浸式体验+直播电商+数字藏品+文创产品，“旅游+”多元业态提升二次消费水平；具备创新活力的景区通过直播电商、文创产品、数字藏品等新业态、新模式持续提升变现潜力，未来盈利有望实现多元化，并迎来新一轮成长机遇。
- 宏观经济环境导致整体消费不足，关注行业后期景气度修复；
- **重点推荐个股：**景区（曲江文旅、黄山旅游、长白山、丽江旅游、宋城演艺、中青旅、峨眉山A、天目湖等）、酒店（锦江、首旅、君亭）



## 5.风险提示

- 宏观经济景气度不高；
- 新项目拓展不及预期；
- 市场竞争加剧。

## 分析师声明

- 作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。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投资者私人投资建议。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个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在10%以上；  
中 性：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在-10%~10%之间；  
回 避：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数跌幅在10%以上。

### 南京证券上市公司投资评级标准：

买 入：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在15%以上；  
增 持：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在5%~15%之间；  
中 性：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在-10%~5%之间；  
回 避：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数跌幅在10%以上。