

# 休闲服务行业投资策略月报

五一期间免税、酒店恢复良好，看好旺季需求回升

## 核心观点：

- **行情回顾：**4月以来随着旅游需求逐步恢复叠加黄金周预期休闲服务板块上涨21.6%，跑赢上证综指16.3个百分点，跑赢沪深300 14.1个百分点。中国国旅(+37.9%)、宋城演艺(+21.2%)、锦江酒店(+17.0%)、首旅酒店(+17.0%)均表现亮眼。
- **免税：**五一黄金周增长靓丽，离岛免税韧性凸显。根据人民网，五一期间海南四家免税店购物总人数71121人次，销售额达到2.98亿元，人均购物花费4194元，同比分别增长64.6%、84.1%、11.8%。我国国内旅游或领先于全球旅游业率先复苏，海南离岛免税有望受益于后续海南岛旅游业的稳步复苏。短期来看中国国旅公告拟并表海免，有助于解决于控股股东之间的同业竞争，对营收和业绩均有所增厚，龙头地位进一步稳固，线上销售增长良好。长期来看国内免税业有望持续受益于消费回流和高端香化需求增长。
- **酒店：**商旅出行开始恢复，酒店龙头业绩弹性更强。随着出行限制放宽，商旅和休闲旅游开始恢复。近期民航单日客运量从3月初的40万人次回升至50-70万人次左右。根据STR五一期间全国酒店入住率恢复到50%左右，较五一之前有10pct左右增长。国内三大酒店龙头入住率恢复明显好于行业整体，短期经营恢复和股价表现均呈现出较高弹性。疫情之后一些小规模连锁或单体酒店或将出清，酒店龙头市占率有望提升。长期来看龙头有望维持轻资产模式拓店速度，中高端酒店占比提升引领酒店行业品质升级，加盟店利润贡献占比稳步增长。
- **景点：**五一旅游持续复苏，周边游、自驾游恢复较好。根据文旅部，五一期间全国接待国内游客总数为1.15亿人，实现国内旅游收入为475.6亿元，同比分别下降41.0%和59.6%。五一期间民航旅客运输量较清明节假期日均运输量增长56%。根据国务院最新指导意见，影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所可以恢复开放，预计旅游演艺恢复在即。看好核心经济区周边景区在周边游、周末游恢复较好的情况下率先回暖。
- **投资建议：**继续看好中国国旅（政策鼓励消费回流，离岛免税增长强劲）、宋城演艺（旅游演艺有望恢复，异地扩张逻辑不变）、锦江酒店和首旅酒店（酒店龙头维持较快开店，受益于疫情之后商旅回暖）、广州酒家（疫情期间速冻增长良好，产能加速释放）、科锐国际（疫情之后灵活用工有望成为长期用工趋势），建议关注天目湖、中青旅和境外上市的携程网、华住、复星旅游文化。
- **风险提示。**疫情发展存在不确定性，旅游需求恢复不及预期，商誉减值风险。

## 行业评级

买入

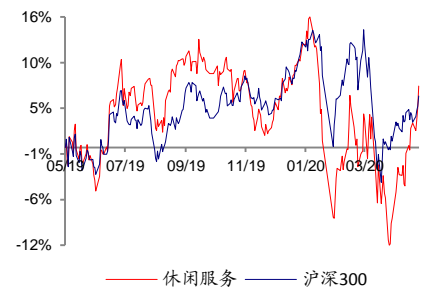
前次评级

买入

报告日期

2020-05-09

## 相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693

shentao@gf.com.cn

## 相关研究：

社服行业 2019 年报及 2020 2020-05-05

年一季报综述：龙头增长亮眼，

旺季回升可期，继续看好免税

酒店职教

联系人：

高鸿

gfgaohong@gf.com.cn

### 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国国旅	601888	CNY	92.68	2020/05/08	买入	99.00	1.74	2.83	53.26	32.75	40.80	22.11	20.9	21.1
宋城演艺	300144	CNY	30.27	2020/04/29	买入	31.90	0.51	0.96	59.35	31.53	48.59	26.84	12.3	12.8
锦江酒店	600754	CNY	28.16	2020/04/30	买入	32.76	0.93	1.25	30.28	22.53	23.21	11.76	7.8	9.1
首旅酒店	600258	CNY	15.74	2020/04/29	买入	17.00	0.19	1.00	82.84	15.74	23.92	9.22	9.9	9.3
广州酒家	603043	CNY	29.84	2020/04/30	买入	34.39	0.98	1.33	30.45	22.44	26.61	19.35	17.2	16.7
科锐国际	300662	CNY	38.19	2020/04/25	增持	40.43	0.91	1.20	41.97	31.82	28.53	22.17	19.0	19.1

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、月度观点：五一期间免税、酒店恢复良好，继续看好旺季需求回升 .....	5
二、行情回顾 .....	6
三、免税：五一黄金周增长靓丽，离岛免税韧性凸显 .....	7
（一）海南旅游稳步复苏，离岛免税体增长靓丽现出较强韧性 .....	7
（二）产业政策支持免税拓店引导消费回流 .....	8
（三）中国国旅拟收购并表海免，离岛免税龙头地位进一步强化 .....	9
四、酒店：商旅出行开始恢复，酒店龙头业绩弹性更强 .....	9
（一）3月民航客运量降幅收窄，国内客运量稳步回升 .....	9
（二）五一期间全国入住率恢复到 50% 左右，经济型中端酒店恢复更好 .....	10
（三）三大酒店集团发布 20 年 Q1 数据，龙头恢复较快，拓店逻辑延续 .....	11
五、景区：五一旅游持续复苏，周边游、自驾游恢复较好 .....	15
六、风险提示 .....	18

## 图表索引

图 1: 2020 年 4 月以来申万休闲服务指数跑赢上证指数 16.3 个百分点.....	6
图 2: 2020 年 4 月以来休闲服务板块涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 1 位....	6
图 3: 截止 2020 年 5 月 8 日, 申万休闲服务板块 P/E (TTM) 估值为 63 倍.....	7
图 4: 休闲服务行业各个细分板块 P/E (TTM) 估值水平.....	7
图 5: 2020 年五一期间离岛免税销售额达到 2.98 亿元, 同比增长 84.1%.....	8
图 6: 五一期间海南累计接待游客 133.54 万人次, 同比下降 19.2%.....	8
图 7: 民航月度客运量及同比增速.....	10
图 8: 全国客运 (整体&高速公路网车流量&民航日客运量) 疫情后恢复情况.....	10
图 9: 五一期间全国酒店入住率恢复到 50% 左右.....	11
图 10: 3 月 1 日-4 月 11 日国内各级别酒店入住率对比.....	11
图 11: 3 月 1 日-4 月 11 日全国主要城市酒店入住率对比.....	11
图 12: 锦江酒店、首旅酒店、华住门店数对比 (家).....	12
图 13: 锦江酒店、首旅酒店、华住单季度净开店数对比 (家).....	12
图 14: 锦江酒店、首旅酒店、华住中高端酒店占比.....	12
图 15: 锦江酒店、首旅酒店、华住加盟店占比.....	12
图 16: 锦江酒店、首旅酒店、华住 RevPAR 对比 (单位: 元).....	13
图 17: 锦江酒店、首旅酒店、华住 RevPAR 增速.....	13
图 18: 锦江酒店、首旅酒店、华住 ADR 同比增速.....	13
图 19: 锦江酒店、首旅酒店、华住 OCC 同比增速.....	13
图 20: 北京、上海、广州、重庆主要客源地.....	18
表 1: 锦江酒店、首旅酒店和华住 Q1 分档次酒店经营数据对比 (华住采用包括临时关店酒店口径).....	14
表 2: 锦江酒店、首旅酒店和华住 Q1 分档次酒店同店经营数据对比.....	15
表 3: 主要旅游目的地和部分省市区五一期间游客接待情况.....	17
表 4: 五一期间三亚各区域旅游饭店平均出租率和平均房价.....	18

## 一、月度观点：五一期间免税、酒店恢复良好，继续看好旺季需求回升

从五一旅游情况来看，在文旅部旅游景区接待人数不能超过景区最大承载量的30%的限制下，整体恢复基本符合预期，较清明小长假期间有明显回暖，各省市游客数量基本恢复到去年同期的40%-60%，黄金周对旅游提振效果明显。我们认为随着各地旅游刺激措施纷纷出台、全国防控级别下调、出行限制逐步解除，居民旅游需求有望随着旺季到来加快复苏势头，建议关注几条主线优选龙头：

**免税：**离岛免税受境外疫情影响较小，五一期间海南免税销量增长良好。我国国内旅游或领先于全球旅游业率先复苏，海南离岛免税有望受益于后续海南岛旅游业的稳步复苏。短期来看，近日中国国旅公告拟并表海免，有助于解决于控股股东之间的同业竞争，对营收和业绩均有所增厚，龙头地位进一步稳固。疫情以来公司加大线上渠道布局力度，线上商城销量亮眼，离岛补购上线后效果良好，离岛免税表现韧性较好。长期来看今年以来政策加大对免税行业支持力度，鼓励免税拓店引导消费回流，支持中国免税产业规模扩张、渠道多元化。国内免税业有望持续受益于消费回流和高端香化需求增长。

**酒店：**根据国务院最新指导意见，各类必要会议、会展活动可以举办。同时个省市防控级别纷纷下调，整体出行限制放宽，商旅活动有望加速恢复。疫情之后企业成本管控力度加大，疫情之后经济型和中端酒店恢复好于高端及以上级别酒店。同时国内三大酒店龙头入住率恢复明显好于行业整体，短期经营恢复和股价表现均呈现出较高弹性。从休闲度假住宿消费倾向来看，消费者对酒店品质、卫生、安全保障要求提升，高端酒店产品需求在周末和节假日表现强劲。疫情之后一些小规模连锁或单体酒店或将出清，酒店龙头市占率有望提升。长期来看龙头有望维持轻资产模式拓店速度，中高端酒店占比提升引领酒店行业品质升级，加盟店利润贡献占比稳步增长。

**景点：**短期看好核心经济区周边景区在周边游、周末游恢复较好的情况下率先回暖，长期来看景区提质增效逻辑不变，景区改造升级、新项目推进和异地轻资产项目输出有望为景区带来新的业绩增长驱动。根据国务院最新指导意见，影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所可以恢复开放，预计旅游演艺恢复在即。

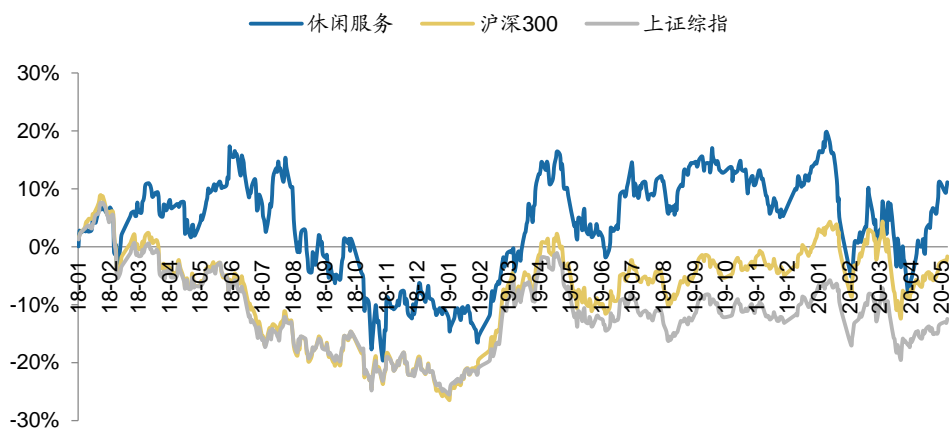
总体来看，休闲旅游行业我们看好中国国旅、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店、广州酒家（疫情期间速冻增长良好，产能加速释放，20年中秋国庆重叠或对月饼销量有所提振）、科锐国际（疫情之后灵活用工有望成为长期用工趋势，公司垂直布局力度加大，在线数字化服务能力提升），建议关注天目湖、中青旅、黄山旅游和境外上市的携程网、华住、复星旅游文化。

## 二、行情回顾

4月以来（4/1-5/8），上证综指上涨5.3%，沪深300上涨7.5%，休闲服务板块上涨21.6%，跑赢上证综指16.3个百分点，跑赢沪深300 14.1个百分点，在28个申万一级行业中排名第1位。

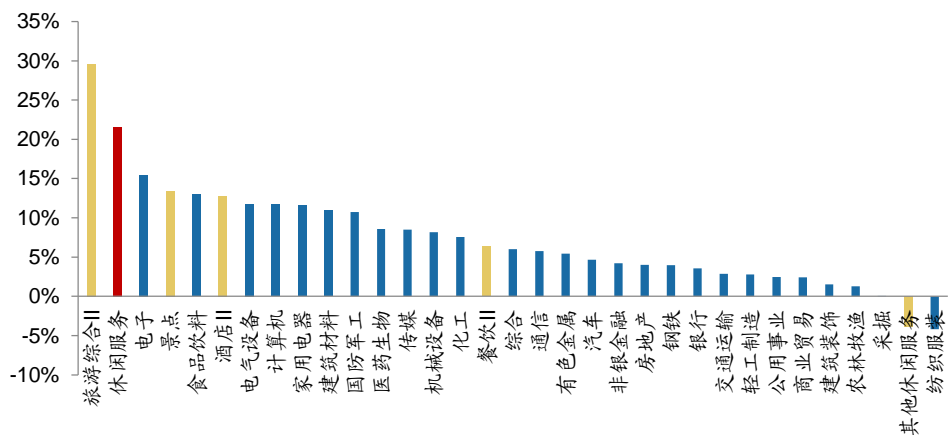
**子板块方面，随着旅游需求逐步恢复叠加黄金周预期，休闲服务板块普涨：**休闲服务的五个子板块涨跌幅排序分别为旅游综合（+29.6%）>景点（+13.4%）>酒店（12.8%）>餐饮（6.3%）>其他休闲服务（-3.8%）。中国国旅（+37.9%）、宋城演艺（+21.2%）、锦江酒店（+17.0%）、首旅酒店（+17.0%）均表现亮眼。

图1：2020年4月以来申万休闲服务指数跑赢上证指数16.3个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：2020年4月以来休闲服务板块涨幅在28个申万一级行业中排名第1位

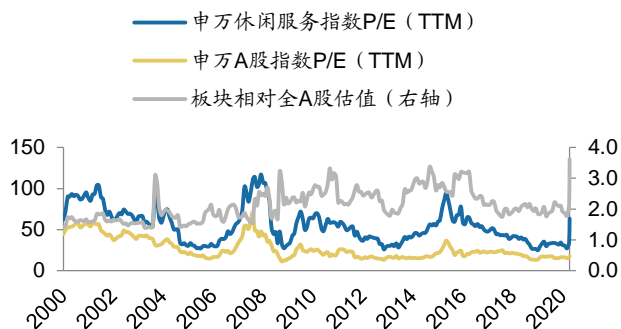


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心



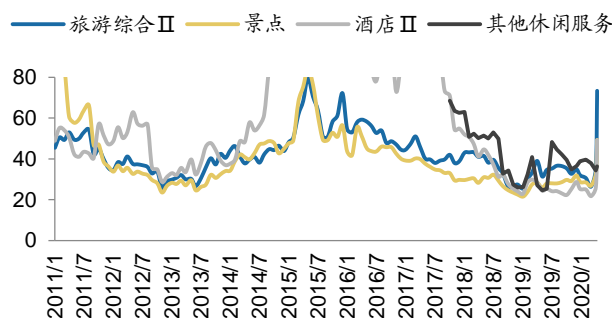
截止2020年5月8日，申万休闲服务板块P/E(TTM)估值为63倍，板块相对申万A股板块P/E估值为3.6倍，高于2010年以来平均2.4倍的历史估值中枢。分子板块来看，旅游综合、景点、酒店和其他休闲服务截止5月8日P/E(TTM)估值分别为73X、49X、49X和36X，2010年以来平均P/E(TTM)估值分别为44X、47X、61X和42X，仍目前整体高于历史估值中枢。

图3：截止2020年5月8日，申万休闲服务板块P/E(TTM)估值为63倍



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图4：休闲服务行业各个细分板块P/E(TTM)估值水平



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

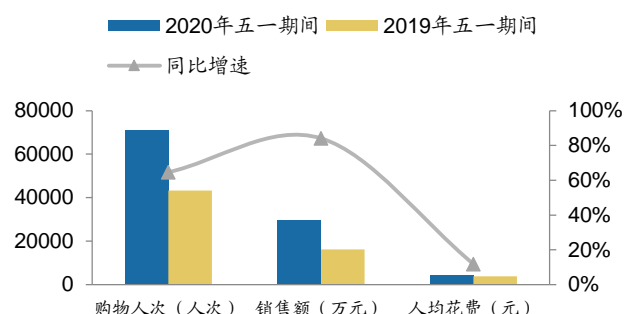
### 三、免税：五一黄金周增长靓丽，离岛免税韧性凸显

#### （一）海南旅游稳步复苏，离岛免税体增长靓丽现出较强韧性

从海南五一期间整体旅游接待情况来看，2020年五一期间海南累计接待游客133.54万人次，同比下降19.2%，旅游总收入9.9亿元，同比下降47.4%。三亚五一期间接待游客30.39万人，按五天计算同比下降19.5%，按四天同口径同比下降28.6%。整体恢复较好。

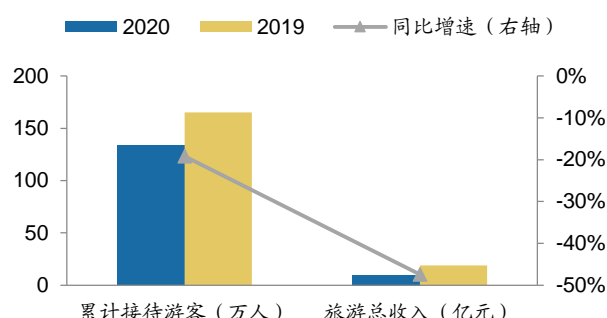
在海南旅游热度回升的情况下，离岛免税开始恢复较快增长，渗透率持续提升。近期离岛免税促销力度加大，叠加黄金周出游刺激，五一期间离岛免税表现亮眼。根据人民网，五一期间，海南四家免税店购物总人数71121人次，销售额达到2.98亿元，人均购物花费4194元，同比分别增长64.6%、84.1%、11.8%。海口美兰机场免税店和日月广场免税店共接待购物人数2.56万人次，销售额6237.24万元，同比增长18.57%，人均花费2431.96元，同比增长23.65%。“双品购物节”期间，三亚国际免税城推出“双品网购、惠享免税”活动，全场8000元以下香化产品7.5折起，其他品类5折起优惠，网上商城同步。海口机场和日月广场免税店五一期间口红节继续，十万只爆款口红5折起；日月广场免税店推出三人成团7折活动。

图5: 2020年五一期间离岛免税销售额达到2.98亿元, 同比增长84.1%



数据来源: 海口海关, 人民网, 广发证券发展研究中心

图6: 五一期间海南累计接待游客133.54万人次, 同比下降19.2%



数据来源: 海南文旅局, 广发证券发展研究中心

**线上销售快速增长:** 今年疫情爆发以来, 海南离岛免税通过加强线上免税销售、增加线上补购业务, 线上免税销售额大幅增长、电商运营能力得到锻炼和改善, 未来海南离岛常态线上免税销售比例有望稳步提升。同时机场免税店也受益于多样化的线上免税销售渠道、一定程度上缓解库存压力、弥补出境游大幅下降导致的口岸出境免税店损失。

根据中免集团2月29日官网新闻, 三亚国际免税城电商单日销售额突破4428万元, 创历史新高。疫情期间三亚店积极推动电商渠道业务量增长, 在官方网上商城开展活动, 活动期间订单量激增, 电商团队高强度运转, 各部门密切合作, 通过增加班次、优化系统、加快补货, 克服人手不够、分拣困难等问题。3月17日起, 中免集团开展补购业务, 补购平台上线以来销售额累计达8112万元。

根据海口日报4月22日报道, 疫情期间海南离岛免税网络销售额增长迅猛, 截至4月19日, 海口机场免税店官网销售额逾2亿元, 19年海口机场免税店官网销售额2.3亿元, 较16年上线第一年的近9千万元增幅较大。海口机场店的海南本岛居民旅客消费金额由2012年的2000万元增长到2019年的2.8亿元。

## (二) 产业政策支持免税拓店引导消费回流

**顶层设计层面:** 2020年3月13日, 国家发改委发布《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》首次提出了建设中国特色免税体系为目标, 坚持服务境外人士和我出境居民并重, 完善市内免税店政策, 建设一批中国特色市内免税店。根据居民收入水平提高和消费升级情况, 适时研究调整免税限额和免税品种类。

意见首次从顶层设计的高度提出了建设“中国特色免税体系”的目标, 提出坚持服务境外人士和我出境居民并重, 这与中国消费者在全球奢侈品和全球旅游零售渠道的消费主体地位是相匹配的, 顶层设计的定位高度和政策方向破除了此前中国免税



行业发展过程中产业链各个环节在方向和目标上的障碍，有利于激发产业链各个环节的投资动能，中国免税产业景气向好可期。

**海南离岛免税方面：**2020年3月25日，海南省人民政府发布的《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020-2021年)》提出：扩大离岛免税购物消费限额，增加免税商品品种。引导免税品经营企业在现有门店增加品牌数量，简化免税购物手续，扩大免税品网络销售规模。推出离岛免税购物系列促销活动，举办优惠月(季)活动。

### （三）中国国旅拟收购并表海免，离岛免税龙头地位进一步强化

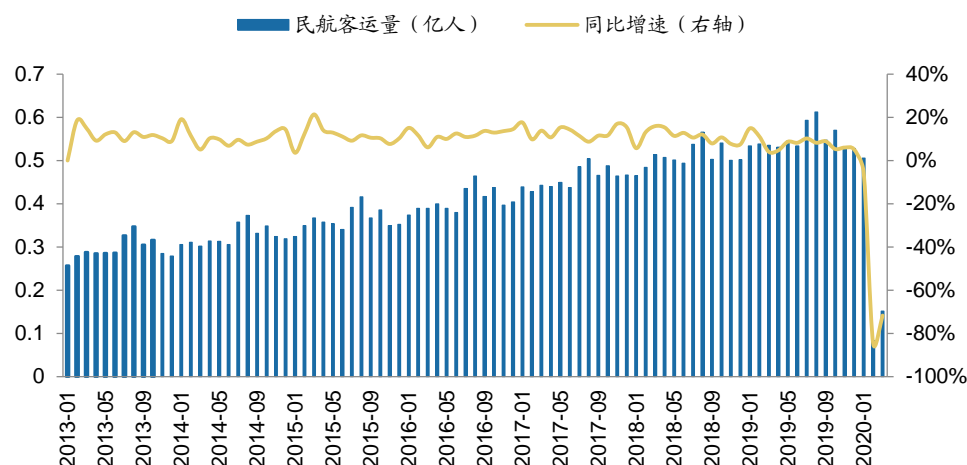
5月7日中国国旅全资孙公司中免集团（海南）运营总部有限公司拟以非公开协议转让方式现金收购中国旅游集团持有的海免公司51%股权，收购价格为20.65亿元。海免公司19年实现营收32.3亿元，同比增长54%。归母净利润2.6亿元。19年毛利率和净利率分别为42.9%和10.7%。2020Q1营收和归母净利润分别为8.5亿元和9154万元。海免公司全资拥有海口日月广场店和博鳌店两家市内免税店，同时持有海口美兰机场免税店51%股权。并表海免有望增厚公司营收和业绩，提升公司行业地位和市场竞争力，也有助于解决公司与控股股东之间的同业竞争问题，减少关联交易。

## 四、酒店：商旅出行开始恢复，酒店龙头业绩弹性更强

### （一）3月民航客运量降幅收窄，国内客运量稳步回升

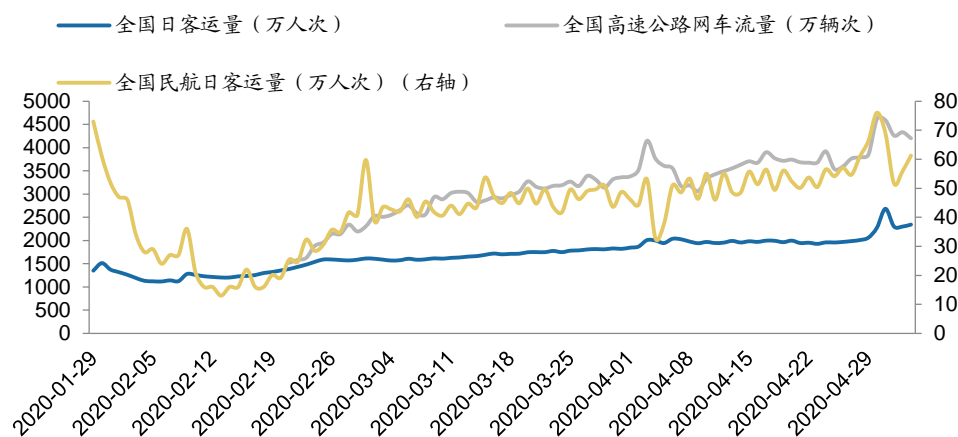
从全国客运情况来看，2月下旬返工高峰后，全国客运量开始稳步回升。全国日客运量从3月初的1500万人次左右回升至4月末的2300万人次左右；民航单日客运量也从3月初的40万人次回升至50-70万人次左右。民航三月客运量为1515万人，同比下降72%，降幅较2月有所收窄。截止5月2日，全国已无防控一级响应省份。近日北京、广东防控级别也均有下调。根据国务院最新指导意见，各类必要会议、会展活动可以举办，商旅活动有望加速恢复。酒店需求有望持续复苏。

图7：民航月度客运量及同比增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：全国客运（整体&高速公路网车流量&民航日客运量）疫情后恢复情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

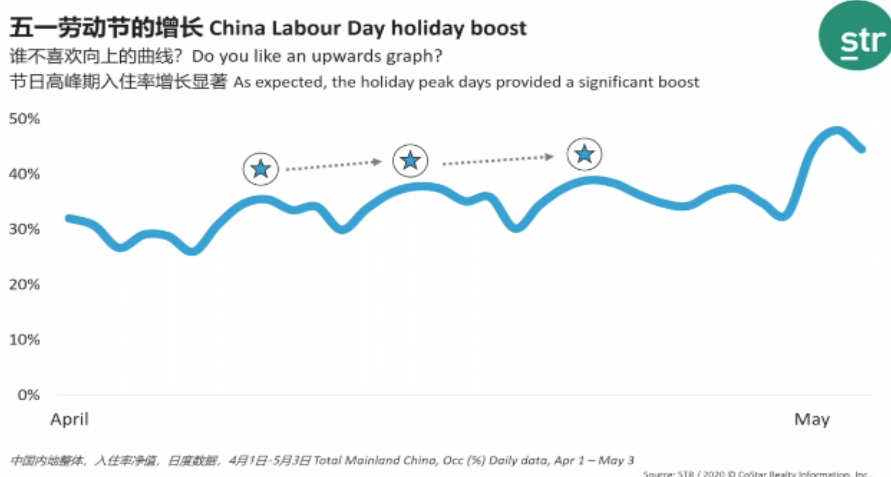
## （二）五一期间全国入住率恢复到50%左右，经济型中端酒店恢复更好

从行业恢复情况来看，根据STR数据，截止4月11日全国酒店入住率恢复至30%以上，其中成都、西安、杭州整体入住率均已恢复至40%以上。北京由于此前疫情防控级别较高，入住率恢复到接近20%。五一期间全国酒店入住率恢复到50%左右，较五一之前有10pct左右增长。

分级别和地区来看，受益于商旅需求回暖，经济型和中端酒店整体恢复更快，休闲度假住宿品质提升。根据STR数据，截止4月11日经济型和中档酒店入住率已经恢复到接近60%左右，而中高端及以上入住率仍不足40%。上海中档和经济型酒店入住率达到50%以上，恢复情况较好，中高端酒店入住率也接近40%水平；广州中档和经济型恢复至60%以上；杭州中档和经济型酒店入住率已恢复至70%。三亚五一期

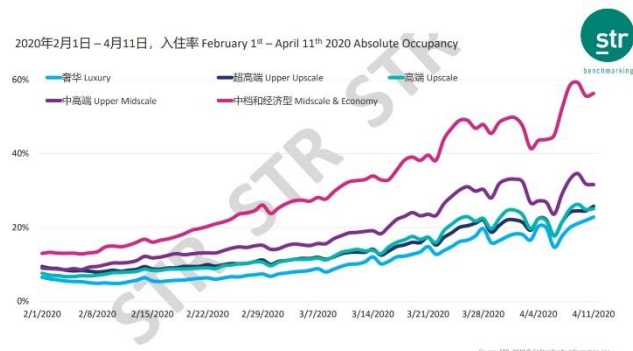
间旅游饭店平均开房率为41.89%，其中海棠湾出租率已经达到67.1%。三亚亚特兰蒂斯1-3日入住率均在90%左右。根据STR数据，五一期间千岛湖入住率达到95%，平均房价在1100元以上。高端以上级别酒店在周末和节假日表现良好，体现出疫情之后休闲度假品质升级以及一部分出境游需求的释放。

图9：五一期间全国酒店入住率恢复到50%左右



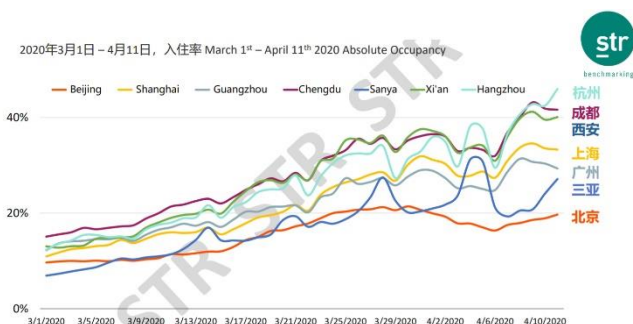
数据来源：STR，广发证券发展研究中心

图10：3月1日-4月11日国内各级别酒店入住率对比



数据来源：STR，广发证券发展研究中心

图11：3月1日-4月11日全国主要城市酒店入住率对比



数据来源：STR，广发证券发展研究中心

### （三）三大酒店集团发布 20 年 Q1 数据，龙头恢复较快，拓店逻辑延续

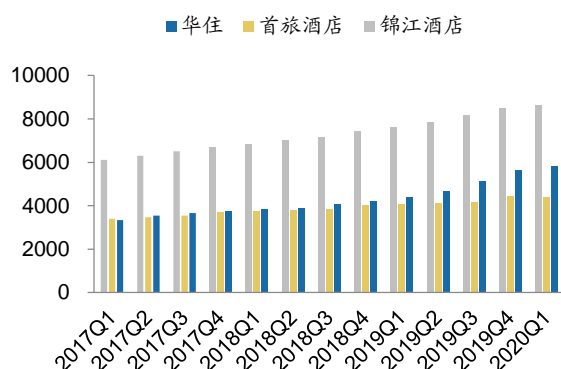
#### 1. 开店情况：酒店龙头延续较快开店，中高端、加盟店占比持续提升

2019年在宏观经济下行，酒店行业RevPar整体回落的背景下，国内四家酒店龙头公司锦江、华住、首旅和格林酒店开店数稳步增长，成为龙头增长的主要驱动。20年一季度受疫情影响三大酒店集团部分门店被迫关店，开店速度也受到一定影响，Q1

锦江酒店、首旅酒店和华住分别新开店253家、296家、62家；关店120家、100家、76家；Q1净开店数分别为133家、-38家和220家。截止2020Q1，锦江酒店、首旅酒店和华住门店数分别为8647家、4261家和5838家，较18年末分别增加1204家、363家和1608家门店。

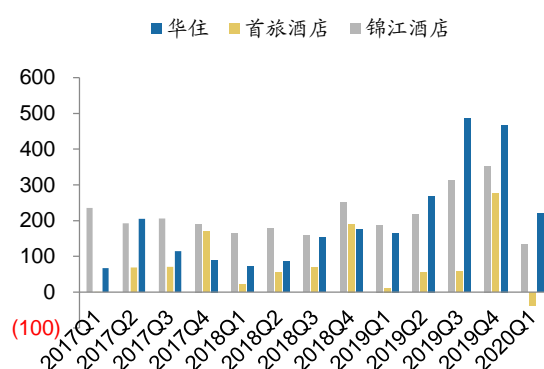
2019年以来酒店龙头轻资产战略持续推进，中高端酒店占比稳步提升，门店结构持续优化。截止2020Q1，锦江酒店、首旅酒店、华住加盟店占比分别为88.8%、80.9%和88.2%。中高端酒店占比分别为42.7%、21.9%、31.6%（华住2020Q1将宜必思重新划分至经济型酒店）。

图12：锦江酒店、首旅酒店、华住门店数对比（家）



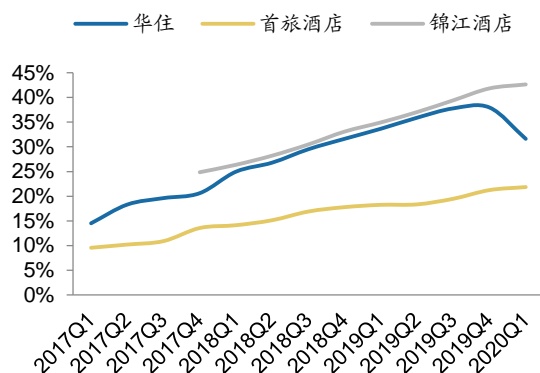
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图13：锦江酒店、首旅酒店、华住单季度净开店数对比（家）



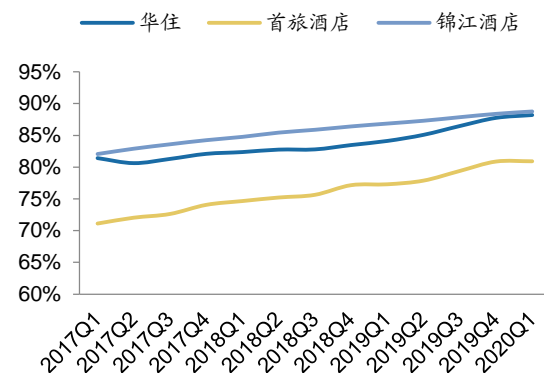
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14：锦江酒店、首旅酒店、华住中高端酒店占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图15：锦江酒店、首旅酒店、华住加盟店占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

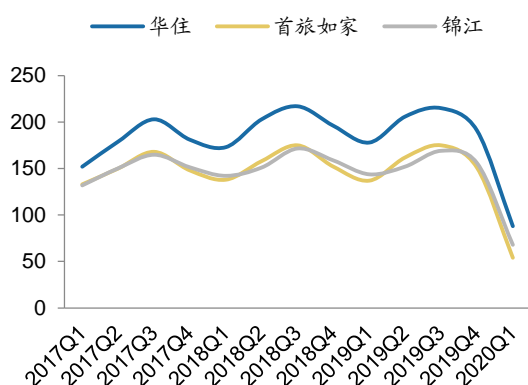
## 2. 经营情况：Q1受疫情影响酒店经营整体承压，经济型酒店表现好于中高端

受到疫情影响，一季度酒店行业经营情况整体压力较重。2020Q1锦江酒店、首旅酒店、华住RevPAR分别为68元、54元和75元，同比分别下降52.8%、61.7%和58.1%（锦江酒店、华住剔除临时关闭门店后同比分别下降38.8%和50.5%）。锦江酒店、

首旅酒店、华住Q1ADR同比分别下降2.1%、-14.1%和-14.6%；OCC同比分别下降36.5pct、41.7pct、41.0pct。

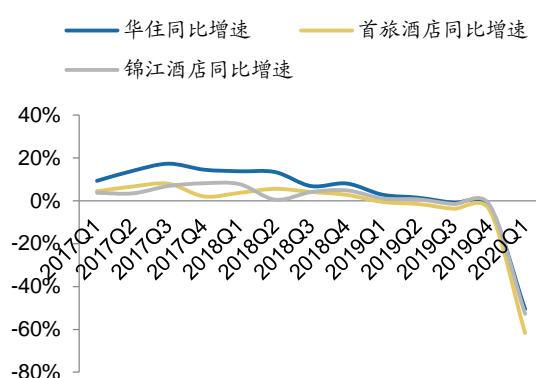
三大酒店集团经济型门店价格下调空间较小，同店RevPAR整体表现好于中高端酒店。2020Q1锦江酒店、首旅酒店、华住经济型酒店同店RevPAR同比分别下降45.69%、62.3%、50.6%；中端酒店同比分别下降50.05%、65.5%、56.2%。

图16: 锦江酒店、首旅酒店、华住RevPAR对比 (单位: 元)



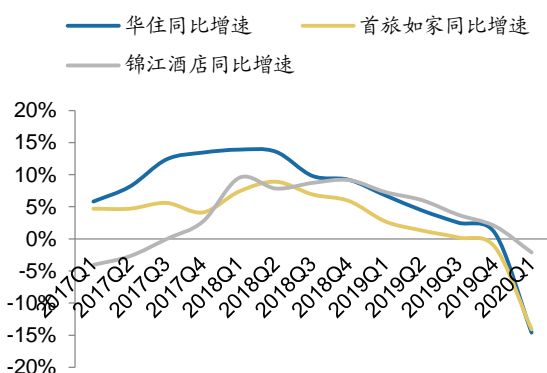
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图17: 锦江酒店、首旅酒店、华住RevPAR增速



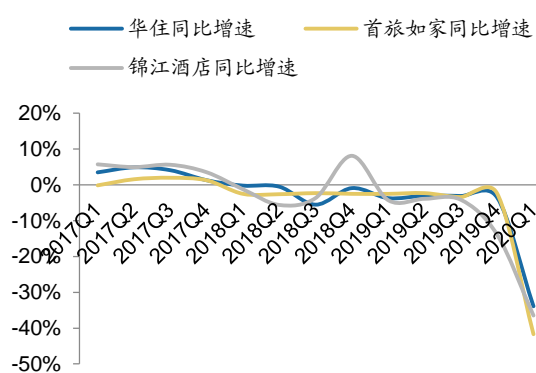
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图18: 锦江酒店、首旅酒店、华住ADR同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图19: 锦江酒店、首旅酒店、华住OCC同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**锦江酒店:** 境内酒店Q1 RevPAR、ADR、OCC分别为67.9元、199.6元、34.04%，同比分别-52.75%、-2.11%、-36.48pct。其中经济型和中端酒店RevPAR同比分别下降57.6%和52.9%，入住率分别为29.9%和38.1%，同比分别下降38.3pct 和35.5pct，中端酒店入住率较好对中端酒店整体表现有所支撑。中端酒店和经济型酒店平均房价同比分别下降9.0%和3.2%。从境外酒店情况来看，Q1卢浮酒店营收8978万欧元，同比下降21.4%，亏损906万欧元。RevPAR同比下降14.5%，剔除受疫情影响停业酒店，境外酒店RevPAR同比下降5.47%。考虑到海外疫情影响，预计Q2

境外酒店经营业绩会进一步承压。从同店情况来看，剔除因疫情影响停业酒店后Q1同店RevPAR、ADR、OCC同比分别下降48.3%、3.79%和33.96pct。经济型酒店RevPAR、ADR、OCC同比分别下降45.69%、0.23%和31.63pct，中端酒店RevPAR、ADR、OCC同比分别下降50.05%、5.74%、36.59pct。中端酒店房价下滑较大影响同店RevPAR表现。

**首旅酒店：**2020年Q1首旅如家经济型、中高端、云酒店RevPAR同比分别下降61.5%、65.5%和58.4%，经济型和云酒店表现相对较好，中高端酒店RevPAR降幅更大，主要是受疫情影响中高端平均房价下降空间更大。以及房价下调和特殊时期消费者对酒店品质要求提高的因素下中高端酒店入住率表现更好。一季度经济型、中高端、云酒店ADR同比分别下降13.8%、25.0%、10.9%，入住率同比分别下降43.6pct、34.9pct、33.5pct。从同店经营情况来看，全部酒店同店RevPAR/ADR/OCC同比分别下降63.1%、16.1%和43.2pct。经济型、中高端、云酒店RevPAR同比分别下降62.3%、65.5%、56.8%。

表1：锦江酒店、首旅酒店和华住Q1分档次酒店经营数据对比（华住采用包括临时关店酒店口径）

项目	Revpar (元)		ADR (元)		OCC	
	2020Q1	同比%	2020Q1	同比%	2020Q1	同比增减百分点
<b>首旅酒店</b>						
经济型酒店	49.0	-61.5%	138.0	-13.8%	35.30%	-43.6
中高端酒店	70.0	-65.5%	237.0	-25.0%	29.60%	-34.9
云酒店	42.0	-58.4%	144.0	-10.9%	29.30%	-33.5
<b>整体</b>	<b>54.0</b>	<b>-61.7%</b>	<b>162.0</b>	<b>-14.1%</b>	<b>33.50%</b>	<b>-41.7</b>
<b>锦江酒店</b>						
经济型酒店	45.1	-57.6%	151.0	-3.2%	29.85	-38.3
中端酒店	90.1	-52.9%	236.5	-9.0%	38.1	-35.5
<b>整体</b>	<b>67.9</b>	<b>-52.8%</b>	<b>199.6</b>	<b>-2.1%</b>	<b>34.04</b>	<b>-36.5</b>
<b>华住</b>						
<b>整体</b>	<b>75.0</b>	<b>-58.1%</b>	<b>189.0</b>	<b>-14.6%</b>	<b>39.6</b>	<b>-41.0</b>

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



表2: 锦江酒店、首旅酒店和华住Q1分档次酒店同店经营数据对比

项目	Revpar (元)		ADR (元)		OCC	
	2020Q1	同比%	2020Q1	同比%	2020Q1	同比增减百分点
<b>首旅酒店</b>						
经济型酒店	49.0	-62.3%	138.0	-14.3%	35.40%	-45.1
中高端酒店	74.0	-65.5%	260.0	-19.6%	28.50%	-38.0
云酒店	47.0	-56.8%	149.0	-8.8%	31.10%	-34.7
<b>整体</b>	54.0	-63.1%	159.0	-16.1%	33.90%	-43.2
<b>锦江酒店</b>						
经济型酒店	64.2	-45.7%	169.9	-23.0%	37.79%	-31.6
中端酒店	105.8	-50.1%	256.6	-5.7%	41.24%	-36.6
<b>整体</b>	84.1	-48.3%	213.1	-3.8%	39.44%	-34.0
<b>华住</b>						
经济型酒店	76.0	-50.6%	150.0	-16.2%	50.90%	-35.4
中端酒店	108.0	-56.2%	259.0	-18.9%	41.70%	-35.5
<b>整体</b>	87.0	-52.8%	180.0	-17.9%	48.00%	-35.5

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从目前恢复情况来看, 龙头公司体现出更强的弹性, 考虑到疫情对消费者消费习惯的长期影响, 对安全保障更好, 标准化强的大品牌也体现出更强的倾向。华住“五一”小长假期间, 所有品牌酒店的日均入住率已接近70%, 相比于今年清明期间的日均入住率增长近10个百分点。根据锦江酒店电话会, 截止4月6日境内恢复运营酒店回升至92%以上, 旗下锦江都城、铂涛和维也纳中的两家入住率已超过50%, 另外一家入住率接近40%。首旅酒店截止4月15日90%酒店已经恢复经营, 如家复工开业店出租率达到65%。

## 五、景区: 五一旅游持续复苏, 周边游、自驾游恢复较好

2020年Q1旅游行业受疫情影响较大, Q2以来随着国内疫情逐步得到控制, 出行限制逐步放宽, 居民旅游信心和意愿开始恢复。从五一旅游情况来看, 五一期间较清明小长假旅游热度明显提升。根据文旅部数据, 5月1日-5日全国接待国内游客总数为1.15亿人, 实现国内旅游收入为475.6亿元, 同比分别下降41.0%和59.6%。根据中国旅游研究院, 五一期间铁路每日发送旅客500万人次, 较清明节假期日均发送旅客量增长32%; 民航旅客运输量日均63.2万人次, 较清明节假期日均运输量增长56%。根据携程数据, 五一假期前三天通过携程预约景区门票的人数相比清明增长176%, 门票预约人数也恢复至去年同期50%左右。在4月29日预订4月30日-5月5日出行的交通订单(含机票、火车票、汽车票、用车), 对比4月1日-4月23日期间预订4月24

日-4月29日交通出行订单量，增长幅度超过130%。在文旅部旅游景区接待人数不能超过景区最大承载量的30%的限制下，整体恢复基本符合预期。

**北京：**五一假期北京全市旅游接待总人数为463.3万人次，恢复到去年同期的55%；

**上海：**五一期间上海共接待游客707万人次，通过旅游拉动消费95亿元。其中已开放的130家主要景区累计接待游客285万人次。

**黄山：**截止5日中午12点，黄山风景区5天累计接待游客54957人次，门票收入297.58万元；

**张家界：**1-4日旅游总人数95.25万人，1-3日同比分别下降68%、50%、47%；武陵源核心景区总游客数为4.6万人；

**三亚：**五一期间接待游客30.39万人次，按五天实际计算同比下降19.51%，按四天同口径同比下降28.61%。景区、乡村旅游点共接待游客19.29万人次，按五天实际计算下降60.81%，按四天同口径同比下降68.65%。亚特兰蒂斯（水世界&水族馆&海豚湾）接待人次3.27万人。

**海南：**五一期间海南累计接待游客133.54万人次，同比下降19.2%，旅游总收入9.9亿元，同比下降47.4%。

表3: 主要旅游目的地和部分省市五一期间游客接待情况

旅游目的地	五一期间游客接待情况
全国整体	5月1日-5日全国接待国内游客总数为1.15亿人,实现国内旅游收入为475.6亿元,同比分别下降41.0%和59.6%。民航局预计“五一”假期5天期间民航将运输旅客约290万人次,日均约58万人次,比2019年同期减少约66.8%,比今年清明假期日均旅客运输量增长43.2%。
海南	五一期间海南累计接待游客133.54万人次,同比下降19.2%,旅游总收入9.9亿元,同比下降47.4%。
三亚	五一期间接待游客30.39万人次,按五天实际计算同比下降19.51%,按四天同口径同比下降28.61%。旅游总收入4.55亿元,按五天实际计算下降62.07%,按四天同口径同比下降69.66%。 旅游饭店平均开房率为41.89%,其中海棠湾、亚龙湾出租率分别为67.1%和54.7%。亚特兰蒂斯5月1日至3日的客房入住率数据显示均在90%左右。 景区、乡村旅游点共接待游客19.29万人次,按五天实际计算下降60.81%,按四天同口径同比下降68.65%。亚特兰蒂斯(水世界&水族馆&海豚湾)接待人次3.27万人。
黄山	截止5日中午12点,黄山风景区5天累计接待游客54957人次,门票收入297.58万元。
上海	五一期间接待游客707万人次,拉动消费95亿元,其中130家主要景点累计接待游客285万人次。
北京	五一假期,全市旅游接待总人数为463.3万人次,恢复到去年同期的55%,旅游总收入41.8亿元,恢复到去年同期的36%。
张家界	张家界1-4日旅游总人数95.25万人,1-3日同比分别下降68%、50%、47%;武陵源核心景区总游客数为4.6万人。
浙江	五一期间全省4A级及以上景区接待游客829.2万人次,同比下降45.3%。西湖游客人数为142.7万人次,较去年同期下降39.1%。全省高速自驾车流量1924.3万车次,较去年同期2053.3万车次下降6.3%,明显好于航旅游客和过夜游。
江苏	五一期间全省接待游客总人数806.15万人次,恢复到去年同期的37.6%;实现旅游总收入47.66亿元,恢复到去年同期的26.3%。其中纳入监测的25家景区共接待游客279.06万人次,恢复到去年同期的38.8%;实现门票收入5239.08万元,恢复到去年同期的26.5%。
四川省	已开放的A级旅游景区共接待游客688.96万人次,实现门票收入8556.40万元,分别恢复到去年同期的50.02%、45.89%。A级旅游景区开园率91.16%;旅行社复工率40.43%;星级饭店复工率83.61%。

数据来源:文旅部,各省市文旅局,广发证券发展研究中心

从疫情后的旅游出行倾向来看,周边游和自驾游恢复明显,同时呈现出休闲度假品质升级的趋势。由于疫情影响尚未完全消除,短途、城市周边旅游率先恢复。从北京上海广州重庆客源地来看,周边城市是主要游客来源。根据携程和中国旅游研究院调查,疫情结束后中短途游和城市周边游出行意愿分别占43%和23%,携程五一期间租车预订单已恢复至去年同期水平,并且还有10%左右的增长,也反映出周边游的率先复苏。

图20: 北京、上海、广州、重庆主要客源地

天津	3.1%	苏州	5.3%	深圳	6.3%	成都	4.5%
上海	2.9%	北京	3.9%	佛山	6.0%	北京	2.9%
廊坊	2.4%	杭州	2.6%	东莞	4.6%	上海	2.3%
重庆	2.0%	南京	1.8%	北京	2.6%	广州	1.8%
保定	1.9%	重庆	1.8%	上海	2.1%	深圳	1.7%
广州	1.7%	南通	1.7%	重庆	1.8%	郑州	1.5%
郑州	1.6%	无锡	1.6%	中山	1.8%	西安	1.5%
深圳	1.6%	广州	1.6%	惠州	1.5%	天津	1.3%
成都	1.5%	深圳	1.6%	成都	1.3%	武汉	1.2%
石家庄	1.5%	成都	1.5%	清远	1.3%	苏州	1.0%

数据来源: 携程, 广发证券发展研究中心

根据携程数据, 五一期间消费者已预订的酒店中4星、5星间夜占比达55%, 携程的酒店预售中5星级酒店的间夜占比达到了50%, 选择1000元以上酒店产品的订单比例也在全部订单中占比最高。根据STR数据, 五一期间千岛湖入住率达到95%, 平均房价在1100元以上。根据三亚文旅局, 五一期间三亚旅游饭店平均开房率为41.89%, 其中海棠湾、亚龙湾出租率分别为67.1%和54.7%, 高端酒店产品表现明显高于整体。亚特兰蒂斯5月1日至3日的客房入住率数据显示均在90%左右。

表4: 五一期间三亚各区域旅游饭店平均出租率和平均房价

区域	出租率	平均房价
亚龙湾旅游饭店客房	54.69%	1045 元
海棠湾旅游饭店客房	67.13%	881 元
三亚湾旅游饭店客房	36.50%	416 元
大东海旅游饭店客房	32.27%	461 元
市区旅游饭店客房	22.64%	258 元

数据来源: 三亚文旅局, 广发证券发展研究中心

## 六、风险提示

1. 疫情发展存在不确定性, 商旅和度假需求恢复不及预期;
2. 酒店直营店改造效果和进程不及预期, 加盟店拓展进度不及预期;
3. 免税政策出台不及预期, 机场招标租金水平较高、新拓展免税业务盈利不及预期;
4. 商誉减值风险。

## 广发社会服务行业研究小组

沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名。

康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心，2019 年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

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。

## 广发证券—公司投资评级说明

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。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广



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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

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。