

行业研究/中期策略

2018年05月30日

行业评级:

社会服务 增持 (维持)

买入优质成长，关注机制改善

2018年社会服务行业中期策略报告

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

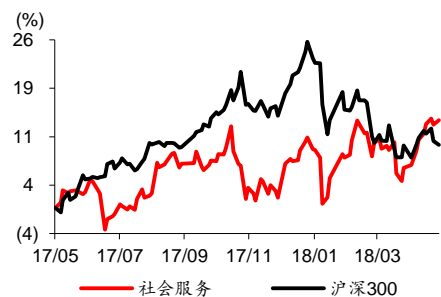
陈昊冉 0755-82368536
联系人 chenhaoran@htsc.com

孙丹阳 021-28972038
联系人 sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1《科锐国际(300662,增持): 民营人力资源服务龙头扬帆起航》2018.05
- 2《开元股份(300338,买入): 职教业务高成长, 模式创新扛大梁》2018.05
- 3《社会服务: 海底捞拟赴港 IPO: 火锅龙头亮相》2018.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

社服板块整体维持高景气，细分龙头表现靓丽

整体来看，18年上半年旅游市场整体维持高景气，子板块分化加剧，免税、酒店、出境游、周边休闲游景气度较高，传统自然景区表现平淡。餐饮旅游板块业绩高增长，受益于内生增长加外延扩张，细分龙头表现靓丽。年初至今（5月25日）板块涨幅11.63%，跑赢上证指数14.45pct，位列全行业第二，中国国旅、首旅酒店、锦江股份、宋城演艺等权重龙头涨幅居前。当前板块绝对估值和相对估值处于历史低位，具有向上弹性。参考历史行情，Q3旅游旺季板块取得超额收益概率较高，维持板块“增持”评级，延续年度策略择股思路，持续看好优质成长个股，建议关注机制改善标的。

免税：政策红利打开成长，盈利提升逐步兑现

受益于客流增长、毛利率提升，三亚免税城18Q1表现超市场预期，中免业绩高增长逐步兑现；短期看海南建省30周年，离岛免税限额提升、范围扩大利好政策有望近期落地；市内免税店空间广阔，试点工作18年有望在北京、上海落地，静待利好政策催化；中免日上持续推动整合采购渠道，规模优势提升对上游议价权，长期看毛利率有望提升。

酒店：产品升级、加盟扩张驱动龙头高成长

18年连锁酒店高景气度延续，房价提升成为RevPAR增长主要驱动力。我们预计国内中端酒店高速扩张有望维持3-4年，龙头加盟店占比还有15-25pct提升空间。华住、首旅、锦江三大龙头继续发力中端，加盟输出扩张提升规模和盈利，看好酒店龙头业绩高成长性，建议逢低积极配置。

出境游：亚洲持续复苏，俄罗斯世界杯催化

18Q1中国赴日本/泰国/越南/柬埔寨游客持续高增，赴韩游回暖。据民航数据，国航/东航/南航/海航1-4月国际旅客合计同比增0%/15%/19%/23%，景气度逐月攀升。同时18年中欧/中加旅游年、中东建交60周年、俄罗斯世界杯等催化，我们预计18年出国游增速15%-20%，较17年10%增速景气抬升。龙头公司具有规模、资源优势，高于行业成长。

餐饮：万亿红海，火锅龙头抢占最佳赛道

12年以来餐饮行业受“限三公”影响增速下滑，15年来大众餐饮驱动，行业恢复10%以上增长。17年我国餐饮企业100强市占率仅5%，市场高度分散，淘汰率较高。火锅易标准化，更易进行连锁复制扩张，诞生大体量公司。17年中国餐饮企业中，火锅企业海底捞、呷哺呷哺2017年收入规模分别达106/37亿，同比增速36%/33%，为火锅市场前两大龙头。

投资建议：坚定买入优质成长，关注机制改善标的

旅游业长期繁荣，三季度将进入传统旺季，细分行业数据预计将持续亮眼。建议紧抓两条投资逻辑：1) 免税、连锁酒店、出境游、演艺高景气，龙头优势突出、强者恒强，建议关注中国国旅、首旅酒店、锦江股份、腾邦国际；2) 景区公司管理机制改善带来估值回归，建议关注中青旅。

风险提示：突发事件影响客流；外延进展、国企改革进展不达预期；政策变化风险，宏观经济波动风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601888.SH	中国国旅	61.83	买入	1.30	1.69	1.97	2.28	47.56	36.59	31.39	27.12
600258.SH	首旅酒店	26.19	买入	0.64	0.89	1.15	1.43	38.90	28.28	21.73	17.54
600754.SH	锦江股份	38.28	增持	0.92	1.15	1.39	1.55	41.61	33.29	27.54	24.70
300178.SZ	腾邦国际	17.88	增持	0.46	0.61	0.80	0.91	38.87	29.31	22.35	19.65
600138.SH	中青旅	20.75	买入	0.79	0.93	1.09	1.26	26.27	22.31	19.04	16.47

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

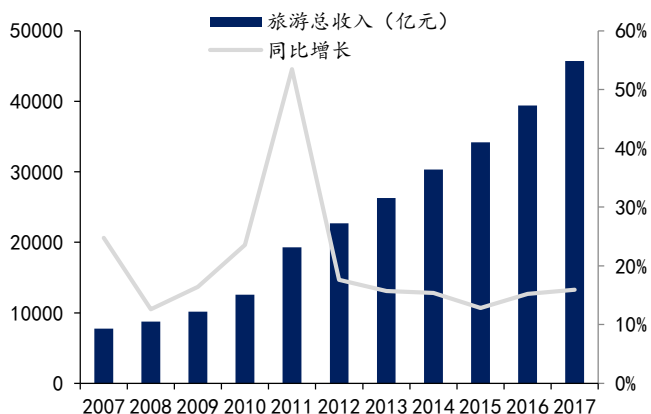
整体高景气，细分龙头靓丽	3
休闲游趋势下，子行业分化加剧	3
估值历史低位，布局 Q3 旺季行情	6
免税：政策红利打开长期成长空间	8
离岛免税政策加速落地，三亚店盈利快速提升	8
机场免税竞争格局确立，中免控股日上独占鳌头	10
市内店静待政策催化，退税市场有望启动试水	11
免税规模问鼎全球，渠道整合提升盈利	13
酒店：产品升级和加盟扩张驱动龙头成长	16
行业景气度维持，龙头延续高增长	16
周期性减弱，加盟稳健成长	17
龙头业绩高增长，估值回落逢低配置	20
出境游：亚洲持续复苏，俄罗斯世界杯催化	21
消费升级驱动长期景气，短期催化较多	21
龙头优势凸显，底部配置	24
餐饮：万亿红海，火锅龙头抢占最佳赛道	27
景区：改革稳步推进，静待新阶段	32
转型大势所趋，改革有望助力	32
估值处历史低点，静待新催化	34
投资建议：坚定买入优质成长，关注机制改善标的	36

整体高景气，细分龙头靓丽

休闲游趋势下，子行业分化加剧

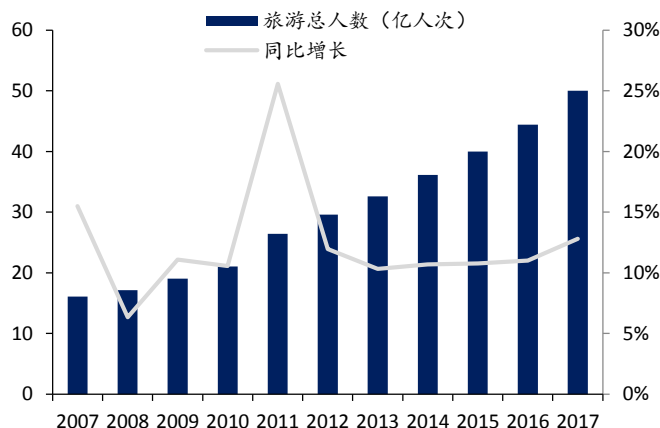
受益于经济复苏，需求扩大，政策支持，2018 年上半年旅游市场整体延续高景气，根据文化和旅游部数据中心测算，18 年上半年法定节假日，国内游客人次和旅游总收入增速均保持在 10% 左右。根据《中国旅游经济蓝皮书》预计，2018 年全年国内和入境旅游人数有望超过 57 亿人次，实现旅游总收入预计突破 6 万亿元。

图1： 旅游行业总收入平稳增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图2： 国内旅游人数增速稳中有升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图3： 2018 年上半年国内法定节假日游客情况

法定节假日	接待游客人次 (亿人次)	增速	国内旅游收入 (亿元)	增速
元旦	1.33	11.1%	744	11.2%
春节	3.86	12.1%	4750	12.6%
清明节	1.01	8.3%	421	8.0%
五一	1.47	9.3%	871.6	10.2%

资料来源：中国文化和旅游部，华泰证券研究所

由于我国处于观光游向休闲游转型阶段，旅游需求呈现出个性化、多元化，各个子行业分化程度加剧。整体来看，18 年上半年免税、酒店、出境游、周边休闲游景气度较高，传统自然景区表现平淡。

1) 免税：18Q1 三亚免税城业绩大增 71.3%，超市场预期。

据商务部和海口海关统计，2017 海口和三亚两家免税店离岛免税品销售金额 80.2 亿元/+32%，购买人数 233.4 万人次/+34.8%。2018 年免税行业景气度持续提升，1-2 月海南离岛免税销售额 24.3 亿元/+24.4%，购买人数 50.6 万人次/+1.3%。2018 年春节期间，海南离岛免税商品销售额 4.54 亿元/+26.65%，购物人次同比增长 33.6%。根据中国国旅一季报，我们估算 18Q1 三亚海棠湾离岛免税店实现营收 27 亿元/+27.7%；净利润 5.5 亿元/+71.3%，业绩增速超过市场预期。

2) 连锁酒店：18 年维持高增长，龙头呈现加速扩张态势

根据 STR 数据，2018 年 1-4 月中国酒店 RevPAR 增速持续提升，2018 年 4 月达到 7.5%，创下 2014 年以来单月历史新高，显示行业高景气度维持。根据公司公告，18Q1 华住、首旅如家、锦江三大集团 RevPAR 增速分别达到 13.8%/4.0%/7.7%，ADR 增速为 13.7%/7.3%/9.5%，OCC 增长-0.2/-3.2/-1.2pct。我们预计 18-19 年连锁酒店仍将维持高景气度，ADR 将成为驱动 RevPAR 增长的主要动力。三大集团继续发力扩张，华住、首旅如家、锦江 18Q1 分别开店 127/84/258 家，同比 17Q1 均有所提速；根据规划，三大集团计划 18 年分别开店 650-700/450+900 家门店，市场集中度有望进一步提升。

3) 出境游：17年Q4以来东南亚强劲复苏，18Q1权重目的地、四大航数据持续向好。
17年下半年地缘政治影响逐渐消化，行业增速拐点显现。据各国旅游局数据，18年1-4月中国赴泰国游客同比增30%，赴日本游客同比增21%，持续向好；18Q1中国赴越南游客同比增43%，柬埔寨同比增80%；18年3月韩国+11%，增速首次转正，4月大增60%，明显转好。据民航数据，国航/东航/南航/海航1-4月国际旅客同比增速分别为0%/15%/19%/23%，景气度逐月攀升。伴随权重目的地持续向好，以及18年中欧旅游年、中加旅游年、中东建交60周年、俄罗斯世界杯等催化，18年我们预计出国游增速15%-20%，较17年10%增速景气抬升。

4) 餐饮：行业高景气，市场高度分散，火锅更易连锁扩张，诞生大体量公司。
17年餐饮市场规模3.9万亿，同比增11%，2012年以来餐饮行业受到“限三公”影响增速有所下滑，近几年在大众餐饮消费的驱动下，行业恢复10%以上增长。2016年大众餐饮消费占比约70%，已成餐饮业主要构成，正餐市场中，16-17年大众餐饮消费人次增速均明显高于中档及高档餐饮，人均消费同比增速亦较为领先。2017年我国餐饮企业100强市占率仅5%，市场高度分散，淘汰率较高。火锅制作工艺相对简单，流程易标准化，相比其他品类带来较高的经营效率，更易进行连锁复制扩张，诞生大体量公司。18年5月海底捞向港交所递交IPO申请书，17年收入106亿，龙头上市有望提升市场对板块整体关注度。

5) 休闲游：交通网络不断完善，周边游、自驾游持续火热。
随着高铁网络的不断完善、汽车保有量不断提升、国内旅游信息日渐透明化，周边游、自驾游不断升温。据驴妈妈《2017年周边游消费报告》，2017年国内周边游出游人次同比增长20%，增幅高于国内旅游人数12.8%增速。在出游类型上，超过80%的人群选择周边自由行。而其中，自驾是周边游最主要出行方式，占比达64%。另据同程国旅《2018“五一”居民出行出游趋势报告》，周边游依然是今年五一假期需求量最大的出游类型，占比超六成，动物园、主题乐园等为热门主题。

6) 景区：18Q1自然景区业绩表现平淡，休闲景区收入结构多元、不断升级改造、客单价提升，表现略胜一筹。
自然景区中，因一季度阴雨天气较多影响客流，黄山旅游18Q1收入下降9.79%；峨眉山18Q1景区加强营销带动客流人次和门票收入增长，收入同比略增4.32%。休闲景区方面，乌镇因不利天气客流降18%，客单提升导致收入增4.3%，古北因淡季、两会召开等因素，18Q1客流基本持平，客单价提升带动收入增17%。两大休闲古镇虽因天气、两会召开等影响客流下滑，多元化收入结构、不断升级改造、客单价提升使得收入端仍有良好表现。杭州宋城景区17年收入增22%，三亚宋城增10%，丽江宋城因市场整治影响，收入增2%。

图表4：部分上市公司2017全年和2018Q1游客人次及增速

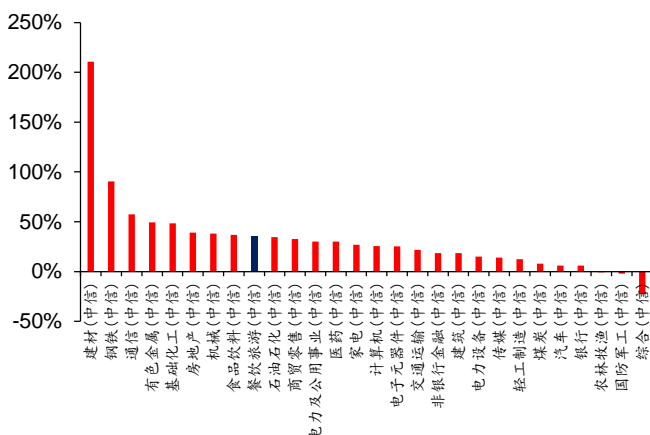
景区公司	2017-2018Q1年游客人次及增速
中青旅乌镇	截至2017年全年实现营收16.46亿元，同比增长20.93%，接待游客1013.48万人次，同比增长11.81%。2018Q1受天气影响接待游客同比下降18.30%，营收同比增长4.31%
中青旅古北水镇	截至2017年全年接待游客人次275.36万人次，同比增长12.89%，实现营收9.79亿元，同比增长35.16%。2018Q1营收同比增加16.93%，接待游客同比基本持平
三特索道华山索道	2017年全年接待游客146.17万人，同比增长3.42%，实现营收9886.89万元，同比增长1.25%
三特索道梵净山	2017年全年接待游客83.15万人次，同比增长36.58%，实现净利润7149.06万元，同比增长77.22%
三特索道庐山三叠泉	2017年全年接待游客47.82万人次，同比增长18.28%，实现净利润1089.51万元，同比增长5.41%
三特索道千岛湖索道	2017年全年接待游客90.60万人次，同比增长10.18%，实现净利润1511.43万元，同比增长26.15%
黄山旅游	2017年全年接待进山游客336.87万人，同比增长2.1%，实现营收17.84亿元，同比增长6.86%；公司索道缆车累计运送游客667.3万人次，同比增长3.34%。2018年春节假期黄山景区接待游客12.33万人，同比下降29.15%，门票收入1698.02万元，同比下降29.44%。2018年五一假期黄山景区接待游客5.85万人次，同比下降0.33%，门票收入1103.14万元，同比下降7.17%
首旅酒店南山景区	2017年全年入园人次达到489.46万，同比增长30.8%；实现营收44391万元，同比增长19.44%。2018Q1实现营收16286万元，同比增长0.32%
峨眉山	2017年全年实现游山人数319.14万人次，受地震影响同比下降3.26%，实现营收10.79亿元，同比增长3.59%。2018年春节假期接待游客21.86万人，同比增长1.96%，五一期间接待游客5.58万人，同比增长5.07%
长白山	2017年全年景区接待游客223.2万人，同比增长2.2%，实现营收38857.80万元，同比增长26.62%。2018Q1实现营收4301.08万元，同比增长66.74%，春节期间接待游客29611人次，同比减少1.29%，清明假期接待游客4789人次，同比下降36.4%
桂林旅游景区	2017全年银子岩公司接待游客244万人次，两江四湖公司接待游客141万人次，同比增长17.45%，丰业岩公司接待游客同比增长22%。2018年五一假期景区共接待游客93.9万人，同比增长20.46%。
张家界	2017年全年接待游客609.39万人次，同比下降14.80%，实现营收5.5亿元，同比下降7.18%。2018年春节假期武陵源景区接待游客49.94万人，同比增长22.29%，五一假期接待游客51.67万人，同比增长5.49%。
北部湾旅	2017全年航线及旅游业务总接待量670万人次，同比增长50%，实现营收25.12亿元，同比增长173.01%
丽江旅游	2017全年三条索道共接待游客357.14万人次，同比下降10.94%；其中，大索道接待游客259万人次，同比下降3.19%；云杉坪索道接待85.78万人次，同比下降31.46%；牦牛坪索道接待12.37万人次，同比增长48.32%。2018年1-3月丽江累计接待客流1014.39万人次，同比增长37.87%

资料来源：公司公告，华泰证券研究

2017年及2018Q1餐饮旅游板块整体业绩维持较高增长，免税、酒店、演艺等细分景气行业龙头中国国旅、首旅酒店、锦江股份、宋城演艺内生增长强劲，酒店、景区、出境游板块的外延扩张同样增添动力。

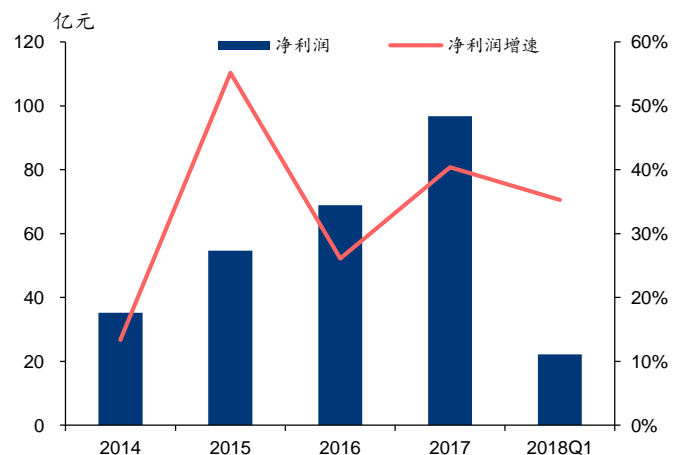
根据Wind，2017年餐饮旅游板块（中信行业分类）上市公司共实现营收1128.8亿元，同比增长24.08%；实现归母净利润88.19亿元，同比增长40.4%；扣非归母净利润71.46亿元，同比增长21.65%；18Q1单季度共实现营收274.3亿元，同比增长21.12%，归母净利润20.5亿元，同比增长35.25%；扣非归母净利润17.8亿元，同比增长24.92%。餐饮旅游板块18Q1净利润增速处于全行业第9，在可选消费行业中排名第1，彰显行业高景气度。

图表5：18Q1餐饮旅游板块净利润增速处于全行业第9



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2014-2018Q1餐饮旅游板块净利润（左轴）及增速情况

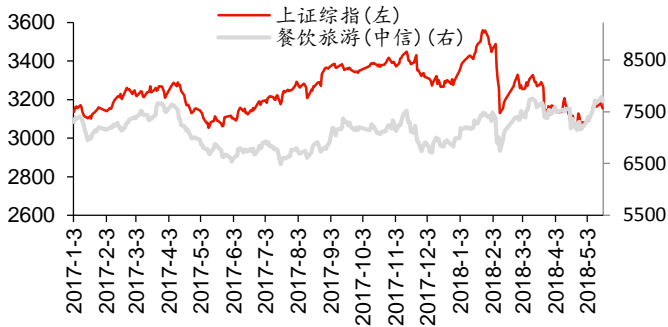


资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值历史低位，布局 Q3 旺季行情

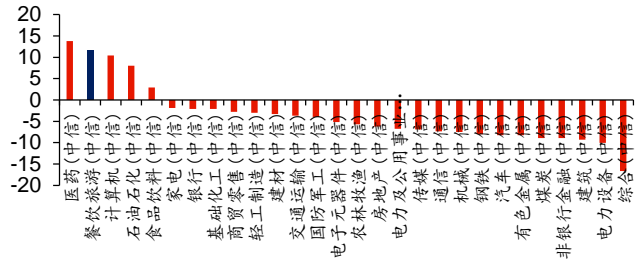
餐饮旅游（中信一级）指数年初至今（2018年5月25日）上涨 11.63%，跑赢上证指数 14.45 个百分点，在中信 29 个一级行业涨跌幅排名中位列第 2。2018 年初至今，获得明显正收益的包括免税龙头中国国旅（涨幅+43.7%/市值 1217 亿元），连锁酒店龙头首旅酒店（+11.8%/市值 245 亿元）和锦江股份（+15.2%/市值 356 亿元），演艺龙头宋城演艺（+10.4%/市值 298 亿元），这些龙头权重股在板块中市值相对较大，业绩增速、ROE 均处于行业前列，对板块整体涨幅拉动贡献较大。

图表7： 餐饮旅游板块指数 2018 年初至今表现优于大盘



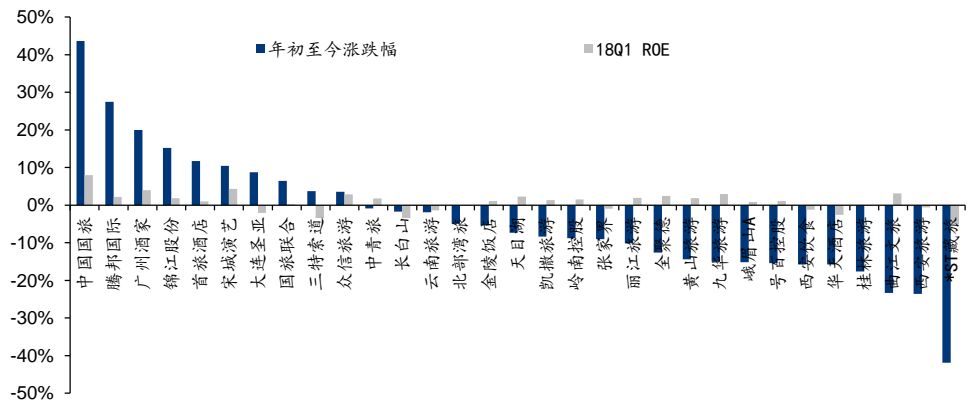
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 餐饮旅游板块 2018 年初至今涨幅位列行业板块第 2



资料来源：Wind，华泰证券研究所

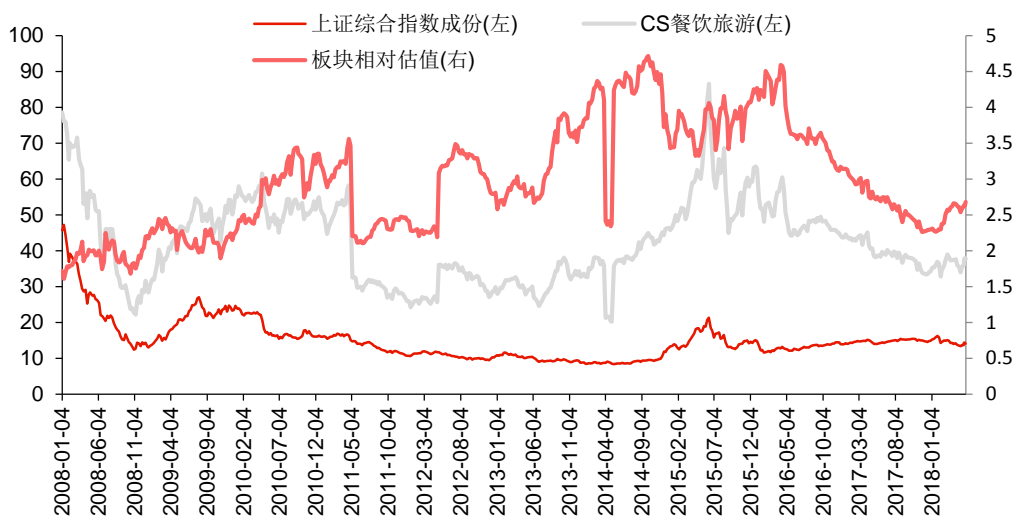
图表9： 餐饮旅游板块年初至今表现分化，免税、酒店龙头领涨（截至 2018 年 5 月 25 日）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

截至 2018 年 5 月 25 日收盘，板块估值 $PETM$ （整体法）为 37.8 倍，相对大盘（上证综指）估值 2.68 倍。旅游餐饮板块整体绝对估值低于 2008 年以来历史平均水平 42.5 倍，相对估值低于历史均值 2.98，我们认为具有向上空间。

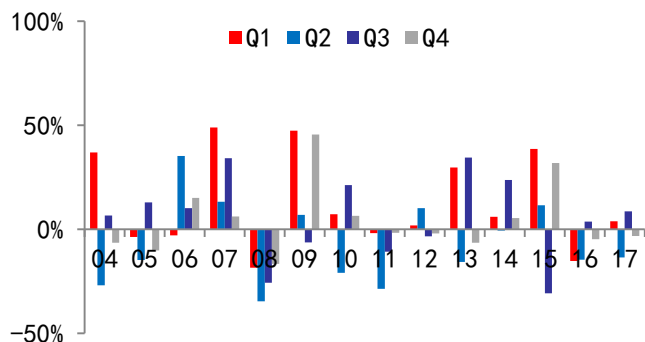
图表10： 2008年以来餐饮旅游绝对估值和相对大盘估值历史走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

根据历史数据统计，餐饮旅游板块 Q3 大概率获得绝对收益和超额收益（相对上证综指）。2004-2017 年，全年最高绝对收益出现在 Q3 的概率最高，Q1-Q4 取得正的超额收益次数分别为 9/3/11/6 次；Q1-Q4 出现全年最高绝对收益的次数分别为 4/2/6/2 次。我们看好 Q3 旺季行情，建议提前布局优质成长股。

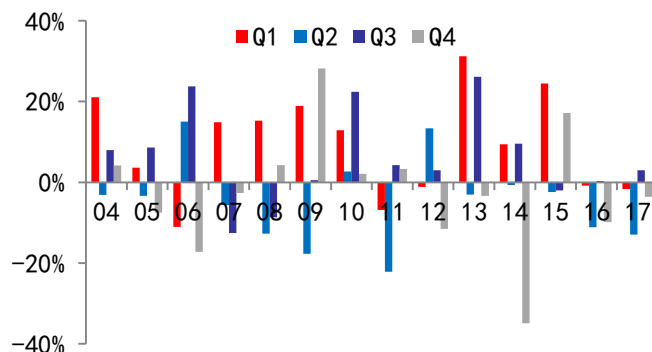
图表11： 分季度来看，Q3 绝对收益全年最高的可能性最大



注：板块季度绝对收益=中信餐饮旅游指数季末值/指数季初值-1

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 分季度来看，Q3 最容易取得超额收益



注：板块季度相对收益=中信餐饮旅游板块绝对收益-上证综指绝对收益

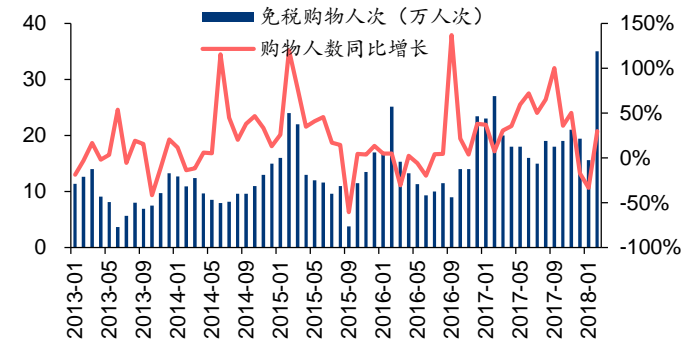
资料来源：Wind，华泰证券研究所

免税：政策红利打开长期成长空间

离岛免税政策加速落地，三亚店盈利快速提升

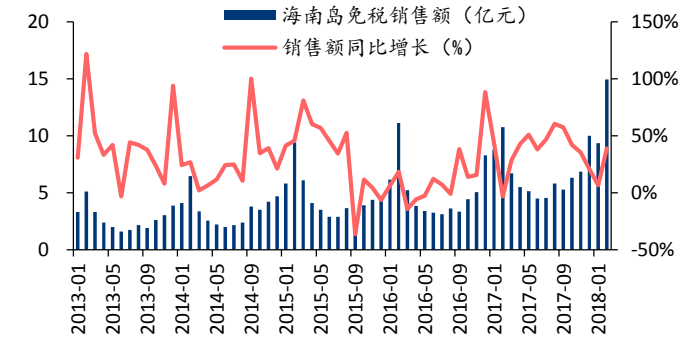
2018年4月海南迎来建省30周年，4月14日中共中央、国务院出台《支持海南深化改革开放指导意见》，提出“实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额”，符合海南离岛免税政策持续放宽的发展方向。

图表13：海南岛免税商品购买人次不断增长



资料来源：海南省旅游委，华泰证券研究所

图表14：海南岛免税商品销售额快速提升



资料来源：海南省旅游委，华泰证券研究所

限额提升、覆盖范围扩大的政策预期有望加速落地。海南岛离岛免税政策自2011年4月20日起正式实行，经2012年、2015年、2016年3次调整，免税政策逐步放宽。从历史经验来看，海南岛离岛免税政策每隔1-2年将会调整一次，呈现出免税购物限额提升、免税覆盖品种增加、购物次数限制取消的政策方向。随着居民收入水平提升和消费升级趋势明显，2016年1月设定的16000元免税购物额度仍然不能满足国民需求。

图表15：离岛免税政策不断放宽

时间	2011年4月	2012年12月	2015年3月	2016年2月	2017年1月
适用范围	年龄限制 方式限制	年满18周岁 飞机离岛	调整年满16周岁		海南铁路离岛纳入离岛免税政策范围内
经营品类	共18种	新增3种	新增17种		
购买次数、免税额度	非岛居民 岛内居民	每年2次，每次5000元 每年1次，每次5000元	每次5000元增至8000元	取消次数限制，每年额度16000元	
免税品件数		提高购买免税商品数量范围	放宽10种热销商品的单次购物数量限制		
购买方式		即购即提，先征后退		三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店 开设网上销售窗口	

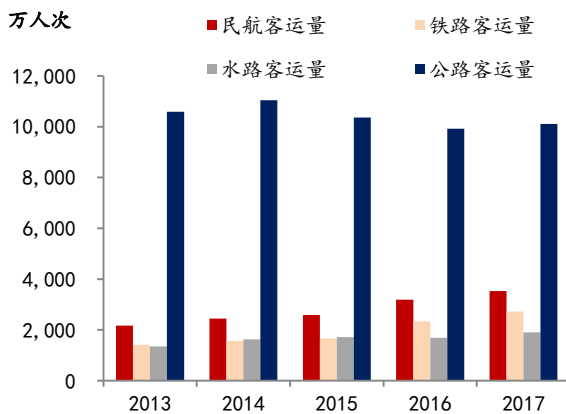
资料来源：中华人民共和国财政部，华泰证券研究所

首先，限额提升有助于提升免税购物客单价水平。2010年离岛免税政策实施以来，免税额度总共经历过两次提升：1) 2012年12月，免税额度从5000元增加至8000元，2013年离岛免税客单价（按购买人次计算）达到3000元，同比2012年提升47%；2) 2016年2月免税额度从8000元提升至16000元，16年客单价达到3543元，同比15年提升9.1%。参考韩国免税业，海南离岛免税购物客单价还有较大提升空间。韩国免税店并没有具体的购买额度和件数限制，根据韩国免税业协会统计，2016年韩国面向中国人免税销售额7.8万亿韩元（约合人民币458亿元），赴韩游客人均消费5682元，远高于赴海南游客人均免税消费额101元。未来随着海南离岛免税限额提升，被政策压制的消费需求进一步释放，更多单品价值较高的免税品类（如箱包、珠宝等）销售占比有望提升，带动整体客单价提升。

其次，实施离岛游客全覆盖意味着航空、公路客流有望被纳入适用范围。目前海南离岛游客可以选择航空、铁路、轮渡和公路四种交通方式。离岛免税政策最初只适用于通过航空离境的国内外游客，2017年进一步将铁路离岛游客纳入免税覆盖范围。实施离岛游客全覆盖，意味着未来邮轮、自驾游的游客也将享受免税购物权利。根据Wind，2017年海南省民航客运量3525.9万人次，铁路客运量2724.4万人次，水路客运量1911万人次，公路客运量1.01亿人次（含岛内交通），若离岛免税覆盖范围拓宽，将进一步释放购买人群潜力。

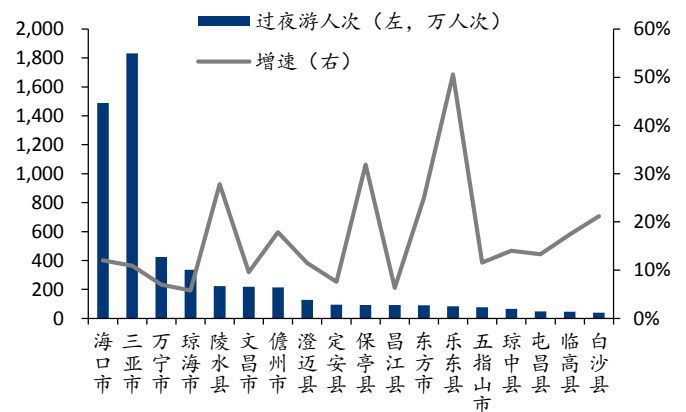
新增免税店政策同样值得期待。2017年12月发布的《海南省旅游发展总体规划(2017—2030)》提出了“选择在客流量大的高铁站、港口码头增设免税店”。2018年4月18日新华社报道，海南省财政厅正在积极争取尽快实施更加开放便利的离岛免税购物政策，在琼海博鳌设立免税店，将离岛免税购物对象扩大至乘轮船离岛旅客，提高免税购物限额。我们预计博鳌免税店有望采用合作经营模式，充分发挥中免采购体系优势和海免本地资源优势。根据海南省旅游委数据，2017年博鳌所在琼海市接待过夜游客335万人次/+5.8%，在三亚、海口和万宁之后位列全岛第四。考虑到博鳌在岛内具有特殊区位意义，尽管短期内预计博鳌免税店客流规模有限，但长期提升空间值得期待。

图表16：海南省各类交通方式客运量情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17：2017年海南省各市县接待过夜游客人次情况

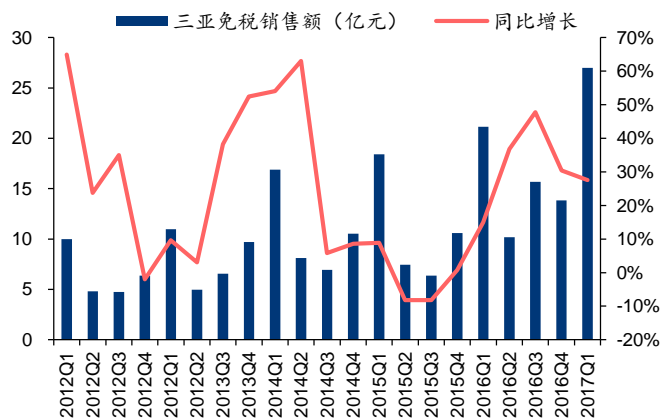


资料来源：海南省旅游委，华泰证券研究所

我们认为自贸区、自贸港政策对离岛免税影响有限。《意见》提出海南省“建设自由贸易试验区和中国特色自由贸易港”，所谓自由贸易区指的是关境内的一小块区域，对境外入区货物的关税实施免税或保税，而不是降低关税。自由贸易港是设在一国(地区)境内关外、货物资金人员进出自由、绝大多数商品免征关税的特定区域，是目前全球开放水平最高的特殊经济功能区。从概念上看，自贸区、自贸港与离岛免税政策有明显区别：1) 自贸区/自贸港并非完全免税，只是在区域内免除关税，一旦带出区域仍要缴纳一定的关税(参考香港)；免税购物是免除了关税、消费税和增值税，因此在商品价格上仍有具有优势；2) 免税企业凭借采购规模和渠道优势，在对奢侈品采购方面仍然具有明显的成本优势。因此，我们认为自贸区/自贸港政策暂时对离岛免税购物市场影响有限。

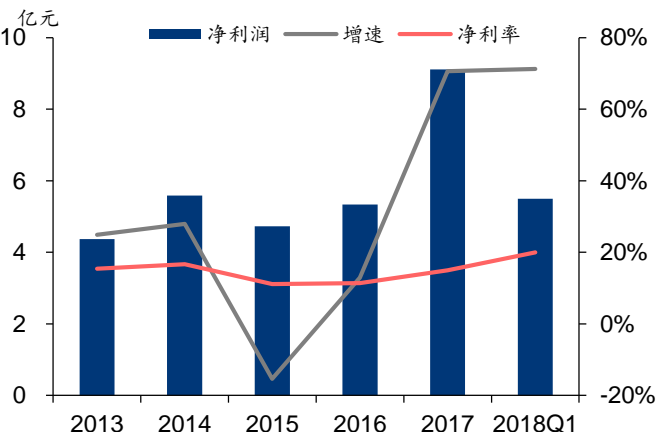
中免三亚海棠湾免税城业绩靓丽，盈利能力快速提升。根据中国国旅2017年年报和一季报，三亚海棠湾国际免税城2017年实现购物人次131万次，同比增长35%，免税销售额58.67亿元，同比增长28.04%，净利润9.11亿元/+70.6%；2018Q1实现营收27.5亿元，同比增长30.1%；实现净利润5.5亿元，同比增长71.3%。三亚免税店业绩快速提升主要得益于进店购买人次增长，以及品类优化、汇率变动带来毛利率提升。随着中免进一步整合批发进货渠道，规模效应有望进一步带动三亚店盈利能力提升。考虑到海南离岛免税限额提升、覆盖范围扩大，三亚免税店有望率先受益，未来成长空间广阔。

图18: 16Q3以来三亚免税店营收(左)及增速情况



资料来源: 中国国旅财报, 华泰证券研究所

图19: 三亚免税店净利润(左)、增速及净利率情况



资料来源: 中国国旅财报, 华泰证券研究所

机场免税竞争格局确立, 中免控股日上独占鳌头

收购日上上海51%股权, 中免斩获国内第一大机场免税店。中国国旅18年2月发布公告, 子公司中免集团以现金15.05亿元收购日上上海51%股权, 收购价格对应16年PE为12.4倍。日上上海主要经营浦东机场和虹桥机场免税店。上海机场2017年国际旅客吞吐量达到3794万人次, 是国内第一大国际机场。根据公告, 双方约定在过渡期(不超过1年)结束后, 中免将统一采购渠道。2017年首都机场实现免税收入57亿元/估算毛利率55%; 上海机场公司免税收入80亿元, 估算毛利率60%, 收购完成后有望充分发挥规模优势和日上渠道优势, 持续提升公司整体毛利率水平。

浦东T2及虹桥机场有望实现招标, 长期业绩增厚可观。根据公告, 浦东机场T1航站楼免税店续约后将于2021年底到期, T2航站楼与虹桥机场已于2018年3月底到期。我们预计浦东T2及虹桥机场新免税店有望采取招标模式, 目前招标时间取决于财政部与上海机场方面申报和审批进度, 在新标落地前仍然按照旧合同执行。

公司资产评估报告预计浦东T1航站楼免税店18-21年营收规模40-60亿元, 净利润5-7亿元。我们假设由日上上海中标获得, 考虑到上海机场的国内地位及公司牌照资源和规模优势, 我们预计新协议扣点率大概率介于首都机场(43.5%/47.5%)和广州白云机场(35%/42%)之间。假设扣点率43%, 毛利率稳定在60%, 我们估算18/19年实现净利润3.7/4.1亿元。假设上半年完成招标, 下半年开始并表, 按照51%股权比例计算, 预计18/19年日上上海全年贡献给中国国旅的权益净利润1.46/4.0亿元。

图表20: 上海机场免税店业绩测算(单位:百万元)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
上海机场					
收入(百万元)	6330.0	8000.0	9318.4	10557.7	11744.4
总体预测					
yoy	8.0%	26.4%	16.5%	13.3%	11.2%
出入境旅客人次 (万人次)	3330.0	3471.5	3610.4	3718.7	3830.3
yoy	4.1%	4.3%	4.0%	3.0%	3.0%
人均消费额(元/人)	190.1	230.4	258.1	283.9	306.6
yoy	12.65%	21.23%	12.0%	10.0%	8.0%
毛利(百万元)		3200.00	3727.4	4117.5	4462.9
毛利率		60.0%	60.0%	61.0%	62.0%
浦东 T1 航站楼(2021 年底到期)					
免税营收 (百万元)	1062.48	3200.00	3727.4	4223.1	4697.8
收入占比	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
租赁费+销售管理运营成 本+特许经营费			447.28	477.03	505.51
扣点费用率 (假设 35%)			1304.58	1478.08	1644.22
净利润			363.4	465.7	572.2
浦东 T2 航站楼及虹桥 机场(2018年3月底到 期,假设日上上海继续 中标)					
免税营收 (百万元)	3364.52	4800	5591.0	6334.6	7046.7
收入占比	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
租赁费+销售管理运营成 本+特许经营费			447.28	477.03	505.51
扣点费用率 (假设 43%)			2404.15	2723.90	3030.07
净利润			209.7	318.5	435.5
日上上海权益净利润贡献(按下半年并表, 51%权 益计算)			146.1	400.0	513.9

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

根据模型进行敏感性分析,假设浦东 T2 及虹桥机场扣点率在 35%~45%之间,那么 18 年日上上海有望增厚公司净利润 1.25~2.32 亿元,2019 年增厚业绩 3.52~5.94 亿元。

图表21: 浦东 T2 航站楼与虹桥机场扣点率对日上上海贡献权益利润的敏感性分析(单位:亿元)

浦东 T2 及虹桥机场扣点率	35%	36%	37%	38%	39%	40%	41%	42%	43%	44%	45%
2018 年日上上海并表利润	2.32	2.21	2.10	2.00	1.89	1.78	1.68	1.57	1.46	1.35	1.25
2019 年日上上海并表利润	5.94	5.70	5.45	5.21	4.97	4.73	4.48	4.24	4.00	3.76	3.52

资料来源:华泰证券研究所

北京新机场开始零售招标,未来有望打开免税市场增量空间。18 年 5 月 3 日,北京新机场航站楼内部分零售店面将面向社会公开招商,店面位于国内隔离区二层混流区,总面积约 1609 平方米,共分为两个标段,店面品牌档次定位为国际一线、国际二线及国际轻奢。北京新机场商业零售资源共计约 2 万平方米,其中国际区域约 7000 平方米,国内区域约 1.3 万平方米。根据北京首都机场商贸有限公司披露信息,未来新机场免税品牌种类丰富度有望超越首都机场,并在价格上与其保持同步。根据中国民航局信息,北京新机场预计在 2019 年 10 月建成投用,预计启用初期年客流量 4500 万人次、2025 年 7200 万人次,远期规划 1 亿人次以上。占据北京首都国际机场、天津滨海国际机场、河北石家庄正定机场三大交通枢纽中心点区域的北京新机场,将成为京津冀协同发展的重要引擎,充分打开周边区域免税市场消费潜力。

市内店静待政策催化,退税市场有望启动试水

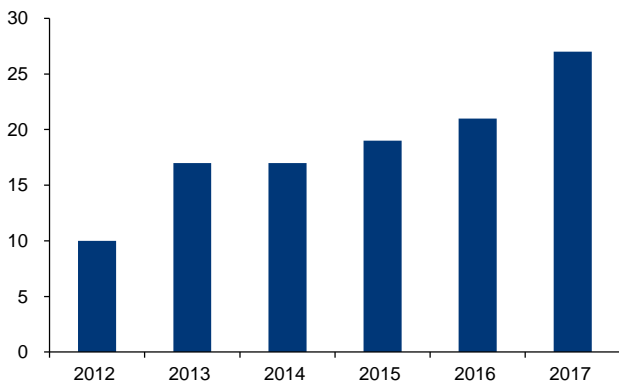
与其他免税渠道相比,市内免税店的最大优势在于突破时间与空间限制,为出入境游客提供更加灵活、便捷的购物体验。市内店通常位于城市的繁华商业区,手持出入境护照并持有一定时间内离开本国有效机票的游客可在此购买免税品,并在机场、口岸提货。相比

于机场店固定的购物时间和空间安排，市内店大大提升了游客购物的灵活性；相比于机场区域的高租金，市内店铺具有更低的租金优势，从而提供更加宽敞的展区面积，容纳更加丰富的品类，对顾客购物体验提升效果明显。Generation Research 数据显示，市内和口岸免税店是全球第二大免税购物渠道，2016年贡献了全球免税销售额的28%。

市内免税店支撑韩国免税市场半壁江山，其中中国游客贡献最大。韩国作为全球免税市场份额最大的国家，根据 Moodie Report 数据，2016年销售额超过107亿美元，其中市内店和机场店占总销售额的80%。根据韩国关税厅数据，首尔市内免税店销售额占全国的55%；作为全球第二大、韩国第一大免税集团，乐天免税80%来自于市内店贡献。中国游客对韩国市内免税消费贡献最大，根据乐天与新罗免税公司披露，2016年上半年，中国游客贡献了韩国首尔的乐天市内免税店78%的销售额，以及新罗市内免税店80%的销售额。

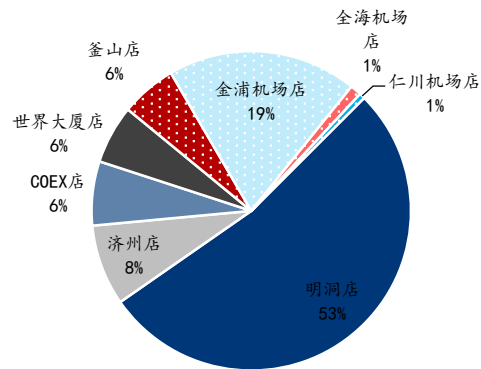
对比韩国市场，中国市内免税店起步晚、发展缓慢。韩国市内免税店发展成熟，主要针对出入境的本国及外国居民开放，在市内免税店的牌照方面比较宽松。我国市内免税店起步较晚且受到限制较多，目前国内仅有13家市内免税店，其中1家由港中旅集团运营，另外12家由中出服公司运营。为了避免对有税商品市场造成影响，中出服市内免税店规模较小，且仅针对年满16周岁、持护照回国180天以内的归国人员。

图表22： 韩国市内免税牌照持续放宽



资料来源：韩国免税业协会，华泰证券研究所

图表23： 2016年乐天免税行中市内免税店贡献了接近80%的营收



资料来源：韩国免税业协会，华泰证券研究所

中免持有市内免税店牌照，随着首都、上海机场纳入体系，未来有望积极布局静待利好政策落地。根据中国国旅招股说明书，中免集团拥有国务院批准的北京、上海、青岛、厦门、大连5座城市的市内免税店经营牌照，主要针对出境外国人及港澳台同胞。由于2017年之前上海、首都机场归属于日上免税行，中免市内店在机场提货存在一定困难，随着中免收购日上中国和日上上海股权，提货障碍问题迎刃而解。当前公司正在积极探索市内免税店运营，静待市内免税店政策放宽利好催化。

市内免税店有望大幅提升公司业绩。参考2016年韩国免税业销售额107亿美元，假设70%由市内免税店贡献，其中中国游客占比60%，对应市场规模45亿美元。假设随着国内市内免税店政策完全放开，其中50%的消费回流国内，按照日上+中免国内80%的市占率计算，则可以带来18亿美元（折合人民币115亿元），收入规模接近同期海南离岛免税销售额（2016年60.7亿元）的两倍。参考三亚海棠湾免税店2016年净利率15.2%，预计市内免税店可以贡献净利润约17亿元。

国产品吸引力提升，退税有望迎来布局良机。1997年，海关总署、国家税务总局发布《关于对出境口岸免税店经销国产品试行退税政策有关事宜的通知》规定对中免公司统一管理的出境口岸免税店销售的国产品试行退税政策。财政部、海关总署等先后发布的《关于中国免税品（集团）总公司扩大退税国产品经营范围和简化退税手续的通知》（2003年）、《对

中国免税品（集团）总公司经营的国产商品监管和退税有关事宜的通知》（2004 年），明确了相关退税商品品类、流程及退税情况等目前中免出境免税店销售的免税商品多为国外品牌，而国产烟酒适用于退税商品。未来随着国产品退税品类逐步丰富，诸如国产品牌手机、特色纪念品等也有望纳入退税范围，从而丰富出境机场产品品类，增强机场免税店对国外游客的吸引力。

免税规模问鼎全球，渠道整合提升盈利

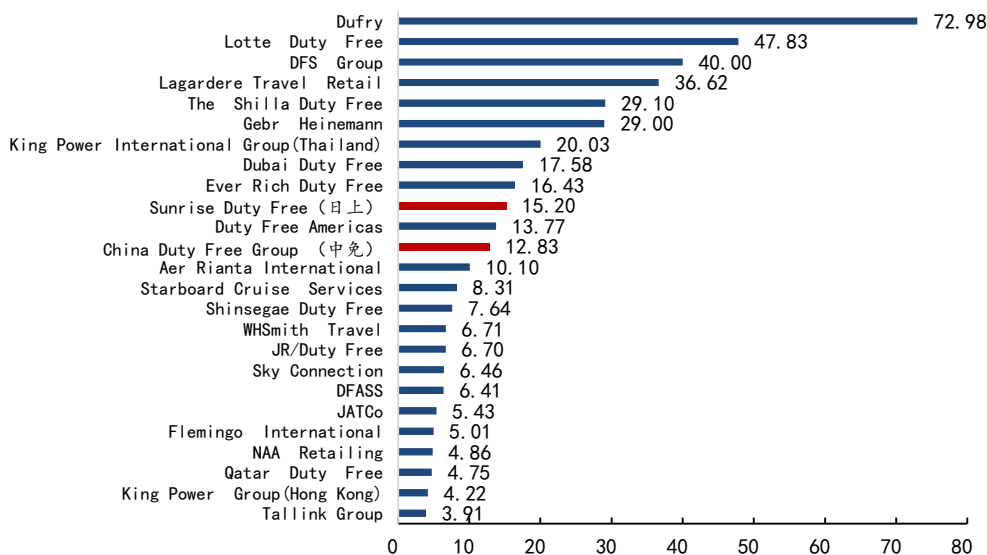
中免联合日上免税未来 2-3 年有望成为全球规模第一。根据 Moddie Report 数据，2016 年全球前十五大旅游零售商中，日上免税行以 15.20 亿欧元收入排行第 10，中免集团以 12.83 亿欧元年收入排名第 12。两家集团合计收入规模约 28 亿欧元（免税业务占比 95% 以上），排名全球第 7。全球第一大免税集团 Dufry 年报显示，2016 年收入 72.98 欧元，其中免税业务 46.11 亿欧元；2017 年免税业务收入 45.1 亿欧元。根据我们估算，2019 年中免+日上免税收入超过 350 亿元人民币（约合 47 亿欧元），有望超越前两大免税商 Dufry 与韩国乐天，成为全球第一大免税运营商。

图表24：中免+日上收入规模测算

单位：百万元人民币	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
中免+日上合计	18244.0	20277.0	25330.0	35332.2	40728.4	48199.1	54349.2
三亚海棠湾	4246.4	4705.0	6084.3	8650.3	10811.7	15091.2	18261.4
中免其他免税	4497.6	4815.0	5368.4	6358.9	7073.6	7868.7	8753.1
首都机场（含日上）	4100.0	4427.0	5697.3	6700.0	7738.5	8691.9	9581.9
白云机场			180.0	2632.8	2790.8	2958.2	3135.7
香港机场烟酒段				1671.8	1756.1	1844.6	1918.9
上海机场（浦东+虹桥）	5400.0	6330.0	8000.0	9318.4	10557.7	11744.4	12698.1

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

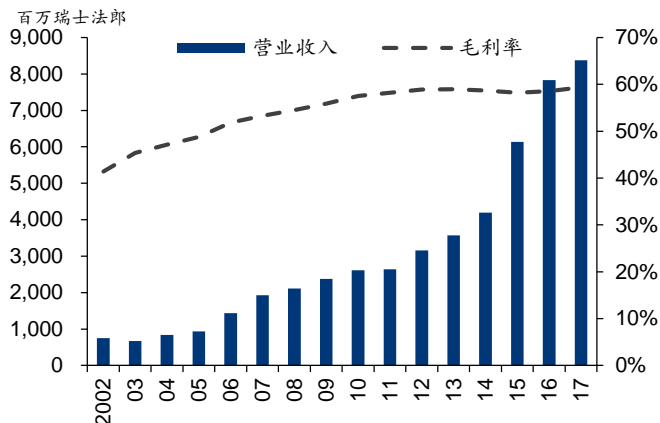
图表25：2016 年全球前二十五大旅游零售商收入排名（单位：欧元）



资料来源：Moodie，华泰证券研究所

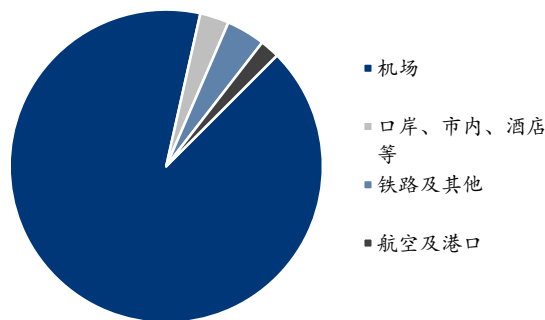
对标 Dufry，中免毛利率还有明显提升空间。作为全球第一大免税零售商，2017 年 Dufry 的商品销售业务毛利率 59.4%，高于中免集团 2016 年毛利率 45.72%。考虑到 Dufry 和中免集团的业务结构差异，Dufry 商品销售业务中免税销售额占比仅 62%，而中免集团占比 95.1%。Dufry 免税商品销售业务毛利率约为 65%-70%，相比之下中免毛利率未来仍有 20 pct 的提升空间。随着中免控股日上中国和日上上海，并逐步统一采购渠道，凭借规模优势提升对上游供应商议价能力，毛利率有望持续提升。

图表26: Dufry 营收规模与毛利率增长情况



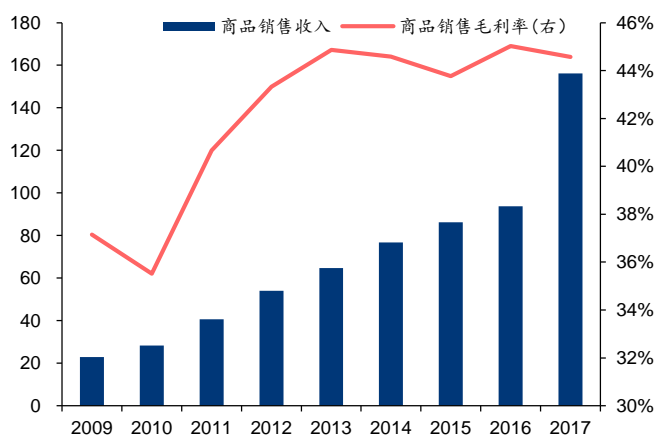
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表27: 2017年 Dufry 销售渠道分布



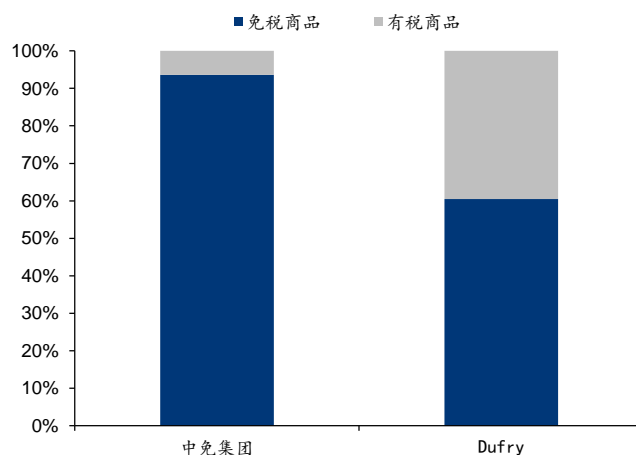
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表28: 中免营收及毛利率同比变动 (亿元)



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表29: 2017年中免集团与 Dufry 业务结构对比



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

业绩释放消化估值, 维持中国国旅“买入”评级。中国国旅从2016年完成国企改革以来, 在国家政策引导支持下逐步整合国内免税版图, 外延扩张推动公司估值迅速提升, 并表叠加内生增长下, 业绩高增长逐步兑现, 进一步刺激估值提升。根据我们测算, 2018-2020年中免业绩(基本等同于上市公司净利润)复合增速有望达到41%, 公司18年估值37倍, PEG为0.89, 处于相对合理水平。考虑到后续海南离岛免税限额提升、市内免税店开业打开新的业绩增量, 业绩高增长有望进一步消化当前估值水平, 维持中国国旅“买入”评级。

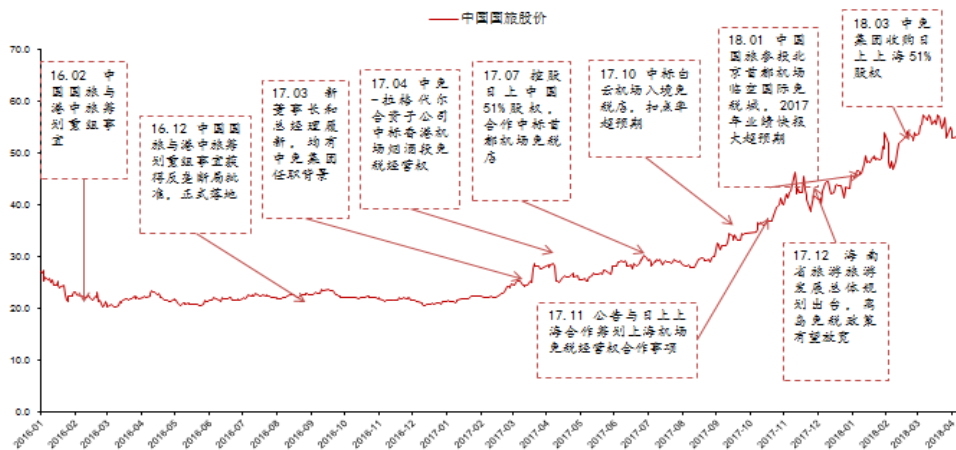
图表30: 中免业绩预测

单位: 百万元人民币	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
中免集团净利润	1470.7	1690.5	2492.7	3614.5	5243.5	7035.4	8721.3
YoY		14.9%	47.5%	45.0%	45.1%	34.2%	24.0%
三亚海棠湾	629.3	714.2	911.3	1654.36	2294.79	3474.76	4533.40
中免其他免税	841.4	976.2	1376.6	1783.66	2084.95	2431.42	2822.88
首都机场(含日上)			204.77	-195.58	87.15	165.82	250.39
白云机场				237.68	351.84	398.88	439.72
香港机场烟酒段				-11.78	24.80	50.65	77.69
上海机场(浦东+虹桥)				146.14	399.97	513.89	597.26

注: 上海机场按照下半年并表, 日上上海获得浦东T2和虹桥机场, 新扣点率43%的假设测算, 贡献51%的权益利润

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表31：中国国旅股价走势图（单位：元）



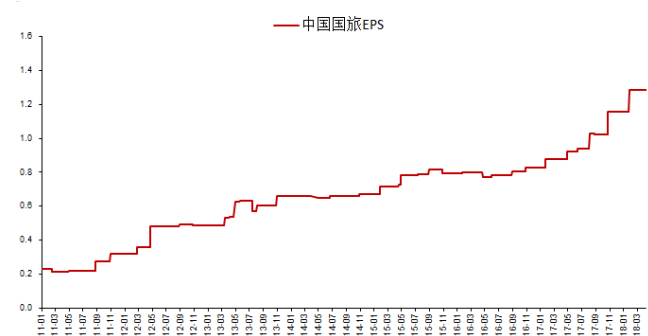
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32：2011年以来中国国旅PE^{TTM}走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：中国国旅EPS变化（单位：元）



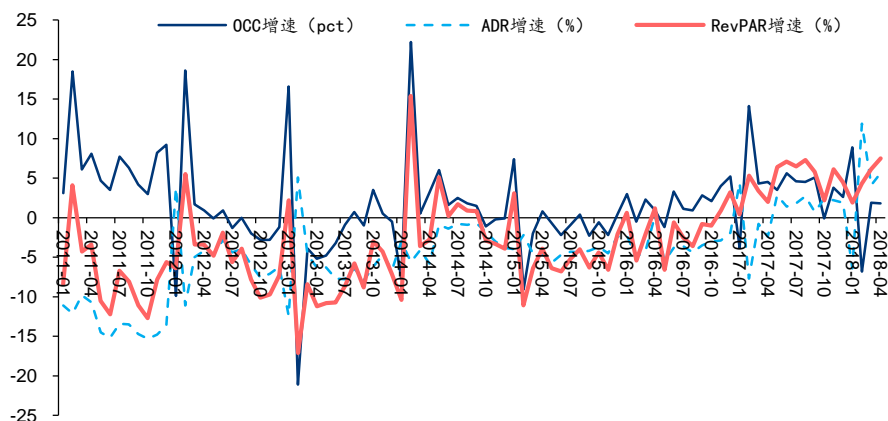
资料来源：Wind，华泰证券研究所

酒店：产品升级和加盟扩张驱动龙头成长

行业景气度维持，龙头延续高增长

本轮国内酒店行业复苏起始于2016年底，2018年高景气度持续。根据STR数据，中国酒店行业整体RevPAR增速在2015年2月触底回升，2016年12月为三年来首次由负转正(+3.2%)，标志着行业进入整体复苏阶段，此后RevPAR增速呈现上升趋势。2018年4月，中国酒店行业平均RevPAR同比增速7.5%，创2014年以来历史新高，ADR同比增长5.6%，OCC同比提升1.9pct。国内酒店行业仍然维持高景气度，ADR提升成为驱动RevPAR高增长的主要动力。

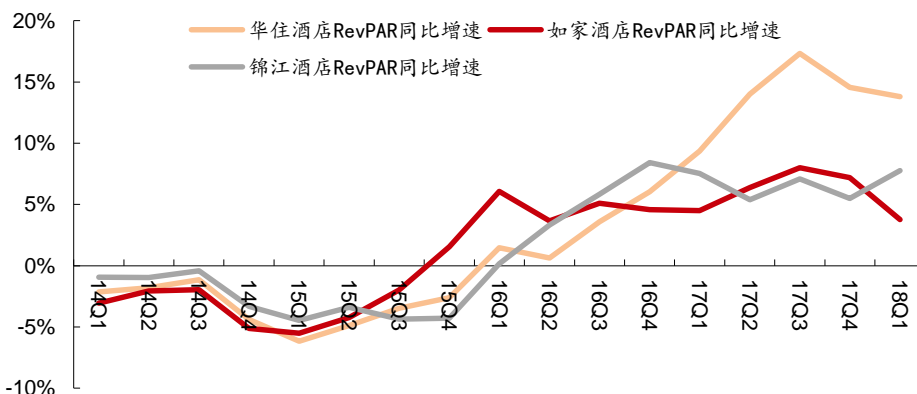
图表34：中国酒店行业 RevPAR 增速从 2015 年初见底回升



资料来源：STR，华泰证券研究所

龙头酒店集团继续领跑行业，RevPAR 维持较高增长。华住、首旅如家、锦江三大酒店集团 RevPAR 增速在 2015 年 Q1 见底反弹，15Q4 如家 RevPAR 率先转正(+1.5%)，随后 16Q1 华住(+1.5%)、锦江(+0.2%) 同样实现正增长，三大集团大约领先行业整体一年左右开始复苏。受益于行业景气提升，入住率和平均房价快速提升，2017 年华住、如家、锦江三大集团 RevPAR 分别增长 15%/6.9%/4.55%，ADR 分别增长 13.7%/7.4%/9.5%，OCC 增速为-0.2/-2.5/-1.22pct，考虑到一季度作为酒店淡季，ADR 提升成为 RevPAR 增长主要驱动力。

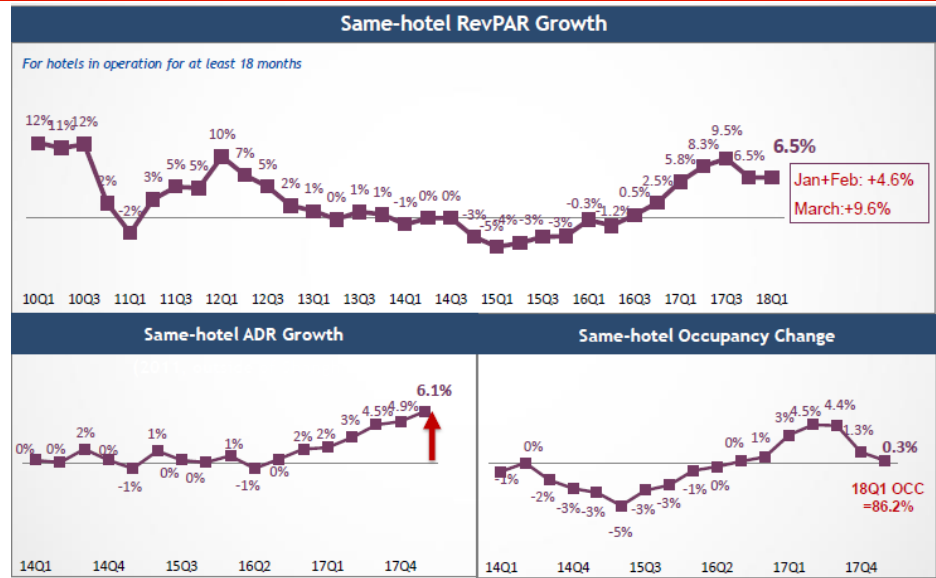
图表35：华住、如家、锦江三大酒店集团 RevPAR 维持高增长



资料来源：华住酒店、首旅酒店、锦江股份公司公告，华泰证券研究所

华住上调全年业绩指引，彰显对行业高景气度信心。华住酒店 2018Q1 实现净收入 20.91 亿元/+29.6%；剔除证券公允价值变动损益影响，调整后 EBITDA (non-GAAP) 5.60 亿元/+47.5%，调整后净利润 (non-GAAP) 2.82 亿元/+67.6%，超出市场预期。同店 RevPAR/ADR/OCC 增速 6.5%/6.1%/0.3pct，超出年初公司同店 RevPAR 增速 3%-5% 的指引。公司上调 18 年净收入增速指引为 18%-22% (前值 16%-19%)，18Q2 增速指引 24%-26%，彰显对全年行业高景气下业绩快速提升的信心。

图表36： 华住同店 RevPAR 保持高增长



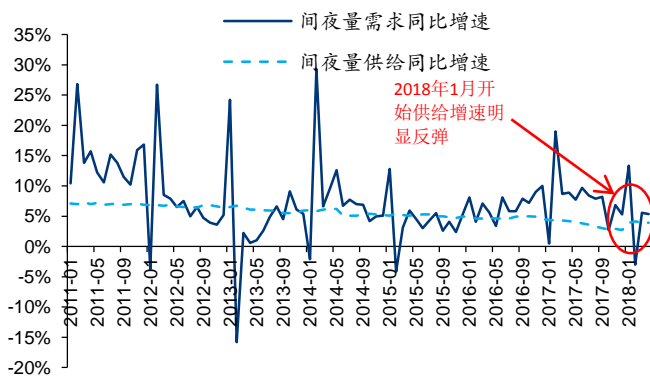
资料来源：华住酒店公司公告，华泰证券研究所

周期性减弱，加盟稳健成长

我们认为以三大酒店集团为首，本轮酒店行业景气度持续提升来源于两个方面：经济型酒店进入向上周期，和中端崛起、加盟扩张带来的高成长性。

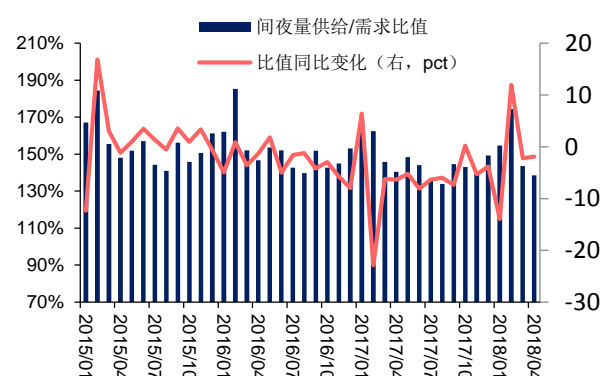
周期性效应减弱，龙头酒店入住率和 RevPAR 增速放缓。2011 年以来国内酒店行业供给增速呈现下降趋势，间夜量供给/需求比值从 2015 年至今呈现下降趋势，反映了供需结构趋于好转，供需结构改善成为驱动酒店行业景气提升的重要因素。2018 年初至今，18Q1 间夜量供给增速呈现触底反弹趋势，供给需求比下降速度放缓。供给扩张加速导致入住率增速下滑，2017Q4 以来华住、如家、锦江三大酒店集团 RevPAR 增速有所回落，周期性增长动能减弱。

图表37： 中国酒店间夜量需求和供给增速情况



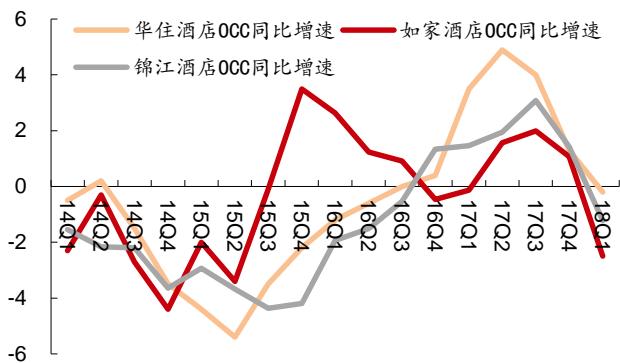
资料来源：STR，华泰证券研究所

图表38： 中国酒店间夜量供给/需求比值下降趋势有所放缓



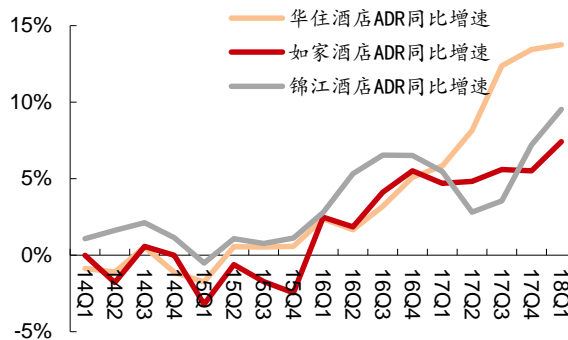
资料来源：STR，华泰证券研究所

图表39: 三大酒店集团 OCC 同比增速 (单位: pct)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

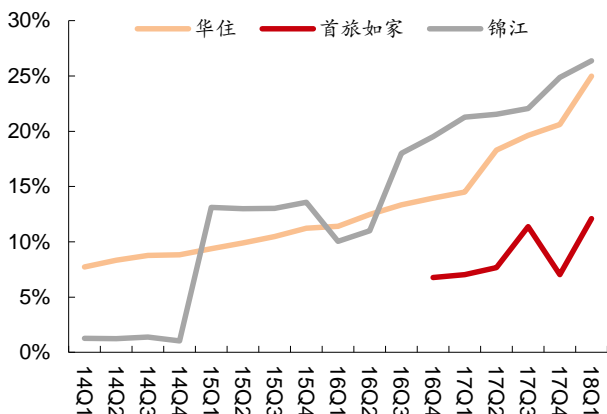
图表40: 三大酒店集团 ADR 同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

消费升级促进产品升级, 中端酒店扩张有望持续 3-4 年。消费升级, 中端酒店住宿需求旺盛。根据盈蝶咨询数据, 2014-2017 年我国中端连锁酒店门店总量 CAGR 达到 52.6%/客房数量 CAGR 42.6%, 目前国内三大酒店集团中端酒店占比快速提升, 截至 2018Q1, 华住、首旅如家、锦江三大集团中端门店占比分别达到 25%/11.4%/22.1%。根据盈蝶咨询统计, 截至 2017 年底我国有连锁酒店客房总量 241 万间, 中端酒店占比 16.7%; 参考欧美国家中端酒店占比 50%左右, 按照当前 40%的年复合增速, 我们预计国内中端酒店可以扩张 3-4 年。

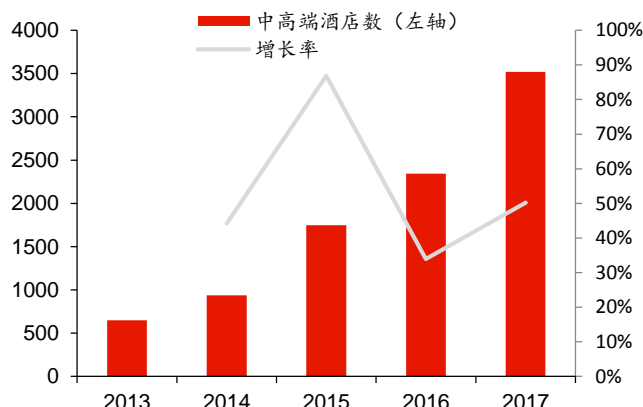
图表41: 2014 年以来三大酒店集团中端酒店占比呈上升趋势



注: 2016 年首旅收购如家, 因此只有 2017 年及以后数据

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

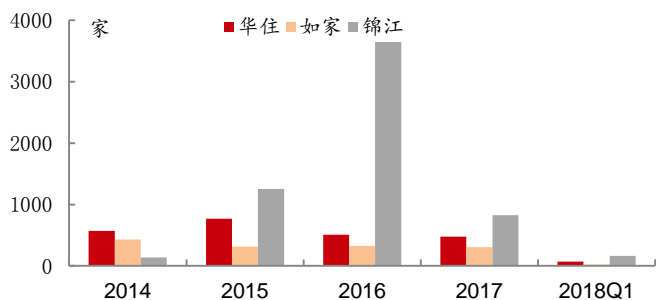
图表42: 2013-2017 年国内中端连锁酒店门店数量



资料来源: 盈蝶咨询, 华泰证券研究所

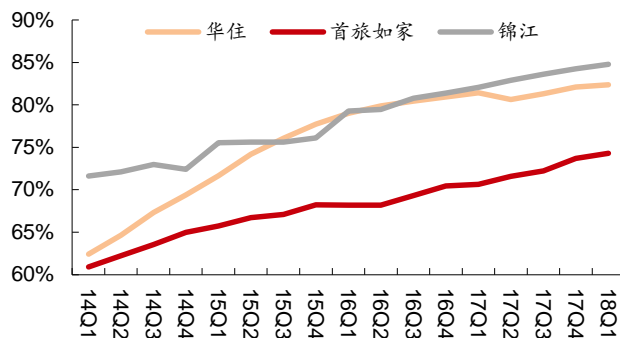
加盟开店稳健成长, 龙头坚持轻资产管理输出扩张。参考美国酒店发展历史, 酒店行业往往随着成熟度提升由重资产向轻资产模式转型, 从 2017 年各酒店加盟店占比结构来看, 相比美国酒店巨头万豪国际 (98.9%)、希尔顿 (97.1%)、洲际酒店 (99.8%)、凯悦酒店 (93.9%)、温德姆酒店 (99.9%), 我国酒店龙头华住酒店 (82%)、首旅如家 (74%) 和锦江酒店 (84%) 仍有 10-25 pct 的差距。由于我国酒店行业起步较晚, 目前国内龙头凭借品牌和导流成本优势, 以加盟输出为主要扩张手段, 加盟店占比迅速提升。2018 年一季度, 华住、首旅如家、锦江净新增门店 71/21/164 家, 加盟店占新增门店数量 97%/176%/106%。

图表43: 2014-2018Q1 三大酒店集团门店数量变化情况



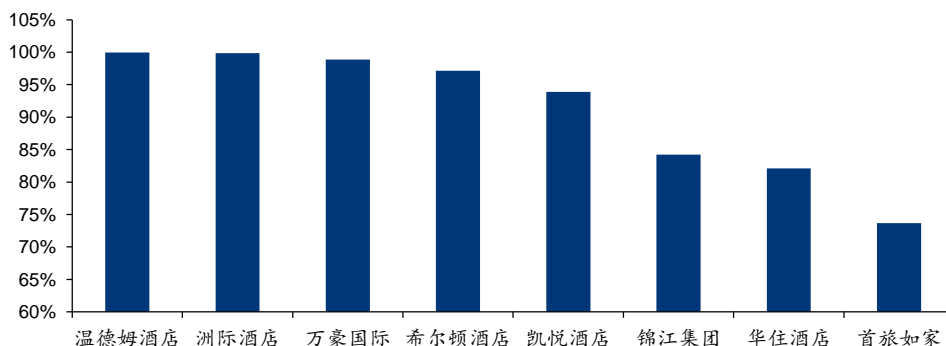
注: 2016年锦江大幅增长主要因为收购维也纳和铂涛酒店
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表44: 三大酒店集团加盟店占比持续提升



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

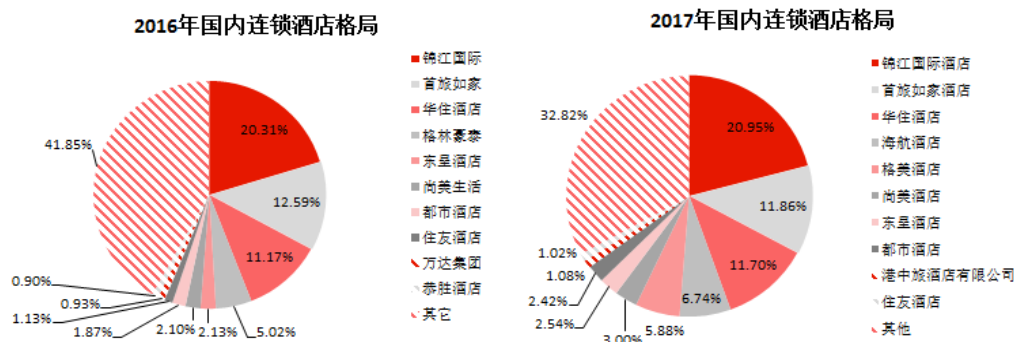
图表45: 中美大型酒店集团加盟店占比 (截至2017年底)



资料来源: 盈碟咨询, 华泰证券研究所

华住、锦江、如家三大酒店寡头垄断格局稳固, 国内连锁酒店市场集中度进一步提升。三大酒店集团在行业中形成三足鼎立格局, 在经济型酒店持续扩张规模, 凭借品牌和产品优势通过加盟连锁和外延并购方式整合存量空间; 此外, 三大酒店集团正在加大布局契合消费升级趋势、盈利能力更高的中端酒店。行业景气度提升、产品升级和提价带动龙头酒店 RevPAR 加速增长, 盈利水平快速提高。龙头扩张进一步推动行业整合升级, 市场集中度不断提升, 根据盈碟咨询数据, 国内连锁酒店 CR10 从 2016 年的 58.15% 提升至 2017 年的 67.18%。

图表46: 2016-2017 年国内连锁酒店市场集中度 CR10 明显提升



资料来源: 盈碟咨询, 华泰证券研究所

我们认为中国酒店行业与美国存在较大差距, 国内龙头规模和盈利能力仍有明显提升空间。中国连锁酒店行业起步较晚, 相比美国还有较大差距。根据盈碟咨询数据, 截至 2017 年底, 中国市场连锁化率约 52%, 相比美国 70% 的水平还有 18 pct 的提升空间; 美国龙头酒店集团加盟店占比 95% 以上, 而国内华住、首旅、锦江三大集团约为 75%-85%, 仍有

10-25pct 的差距；产品结构方面，国内酒店供给结构中中端酒店占比约 10%，相比美国还有大约 2 倍提升空间。

图表47：中美酒店市场指标对比（截至 2017 年底）

指标	中国酒店市场	美国酒店市场	国内提升空间
供给总量			
酒店客房人均保有量	100.33 间/万人	158.43 间/万人	50%
有限服务酒店人均客房拥有量	32.78 间/万人	67.54 间/万人	100%
连锁化率			
按照客房口径计算连锁化率	52%	70%	18 pct
龙头酒店集团加盟店占比	70%-85%	95%以上	10-25 pct
市场集中度			
经济型酒店	锦江/华住/首旅 23.5%/14.7%/14%	经济型龙头 温德姆超过 40%	超过 16 pct
中端酒店	中端 CR4 51.85%	中端 CR4 85.6%	约 20 pct
供给结构			
中端酒店客房人均保有量	15.3 间/万人	43.3 间/万人	200%
中端酒店在总供给量占比	9.8% (门店口径)	27.7% (门店口径)	220%
	16.8% (客房口径)	27.3% (客房口径)	80%
龙头规模			
2017 年龙头营收	锦江、华住、首旅 12~20 亿美元	万豪国际超过 51.2 亿美元	200%-300%
2017 年龙头净利润	锦江、华住、首旅 均在 1-2 亿美元左右	万豪国际 13.7 亿美元	600%以上
龙头市值 (截至 2018 年 5 月 27 日)	华住酒店 120 亿美元 锦江 55.7 亿左右家，龙头万豪 488 亿美 首旅 38.3 亿左右	百亿美元市值公司有 5 元	300%-400%

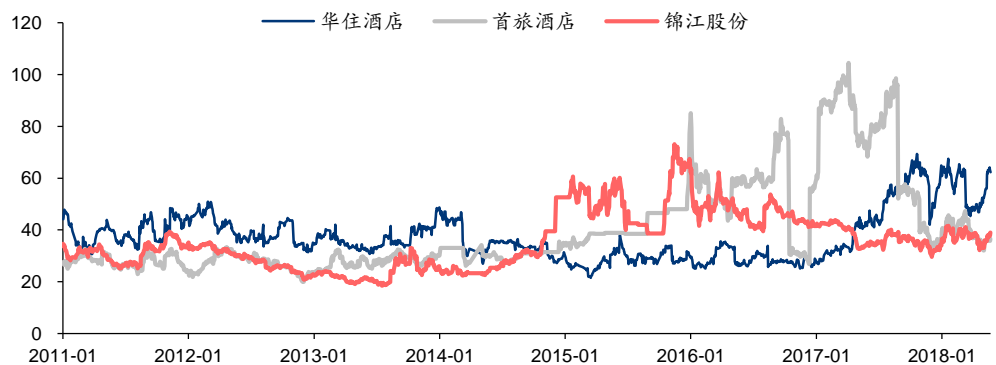
注释：为统一比较口径，万豪国际营收剔除了实际归属于加盟商部分的赔偿收入部分

资料来源：盈碟咨询，STR，Wind，华泰证券研究所

龙头业绩高增长，估值回落逢低配置

截至 2018 年 5 月 25 日，华住酒店 18 年 PE 40.41 倍（Wind 一致预期），首旅酒店和锦江股份分别为 29.15/32.34 倍。考虑到华住 18-19 年业绩平均增速 54.7%（Wind 一致预期），首旅和锦江业绩增速 30%左右，华住凭借更高的业绩增速享有一定估值溢价。短期看，首旅和锦江面临一定的减持压力，对估值有所压制；长期来看，随着周期性特征减弱，酒店公司业绩增长的稳定性不断提升。三大酒店龙头通过加盟扩张、发力中端，实现规模和盈利快速提升，业绩有望实现高增长，我们长期看好，建议逢低配置。

图表48：华住酒店、首旅酒店和锦江股份估值（PETM）对比



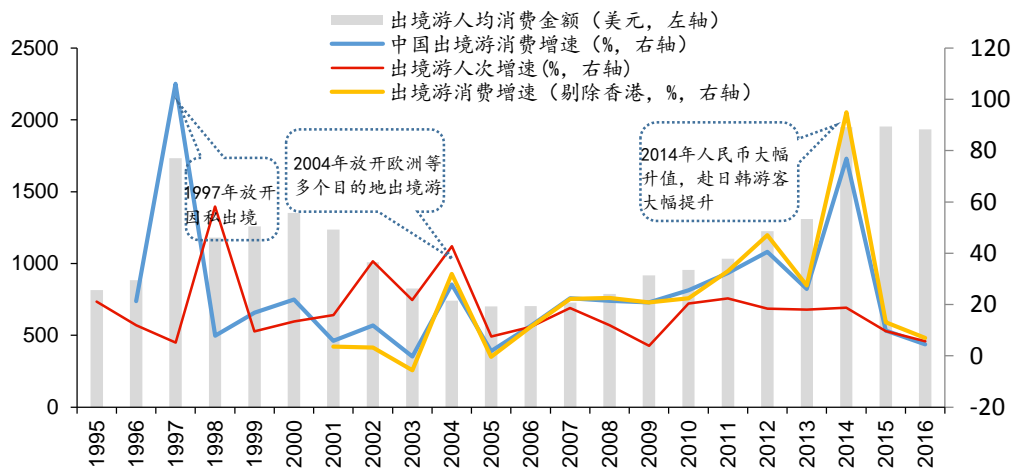
资料来源：Wind，华泰证券研究所

出境游：亚洲持续复苏，俄罗斯世界杯催化

消费升级驱动长期景气，短期催化较多

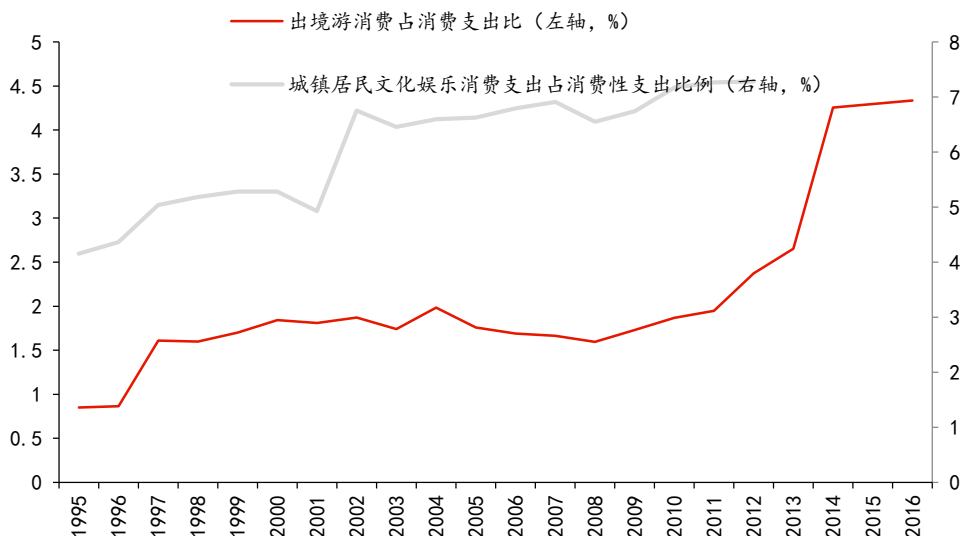
据国家旅游局数据，17年我国出境/出国渗透率10%、5%，低于美国21%/日本13%/韩国40%的水平，与发达国家差距明显。我国处出境游消费占个人消费支出比例长期提升的周期，二三线城市消费升级驱动，我国出境游行业大概率长期维持15%-20%左右较快增长，有望维持长期景气。

图表49：中国出境游消费与及人次变化情况



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表50：中国出境游消费支出占总消费支出比例明显提升



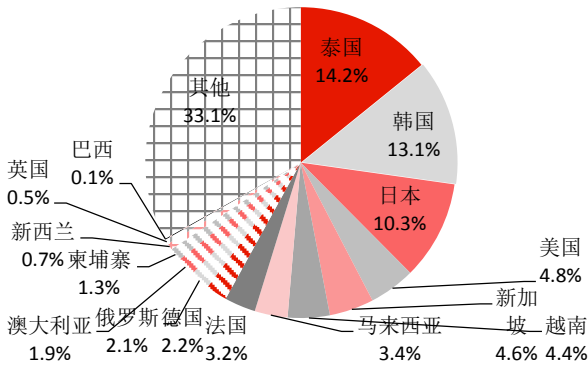
注：世界银行的中国出境整体消费及居民总消费支出均为美元，且为总量数据，为增强数据可比性，剔除汇率影响，出境游消费支出占比用世界银行的出境消费/消费支出计算；娱乐消费支出采用国家统计局公布的城镇居民文化娱乐用品及服务消费占消费性支出比例计算。

资料来源：世界银行，国家统计局，华泰证券研究所

18年Q1权重目的地出境游数据表现靓丽。16-17年权重目的地韩国因萨德事件、日本因萨德事件拖累跟团游受到政策管制、泰国因国内市场整治等事件性影响，出国游行业增速下滑，17年出国游人次增速仅约10%，增速为近5年来低点。17年四季度开始，中国赴泰、赴日游客增速明显回暖，18年1-4月中国赴泰国游客同比增30%，赴日本游客同比增21%，持续向好；18Q1中国赴越南游客同比增43%，柬埔寨同比增80%，持续高景

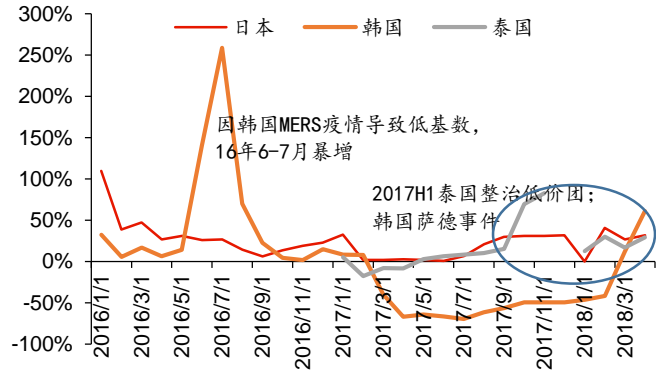
气，今年中柬建交 60 周年，受中柬关系友好、直通航班增加驱动，东方预计 18 全年中国游客可达 170 万，同比增 40%；18 年 3 月韩国+11%，增速首次转正，4 月大增 60%，明显转好。

图表51： 17 年中国赴泰、韩、日等权重目的的游客占出国游比重接近 40%



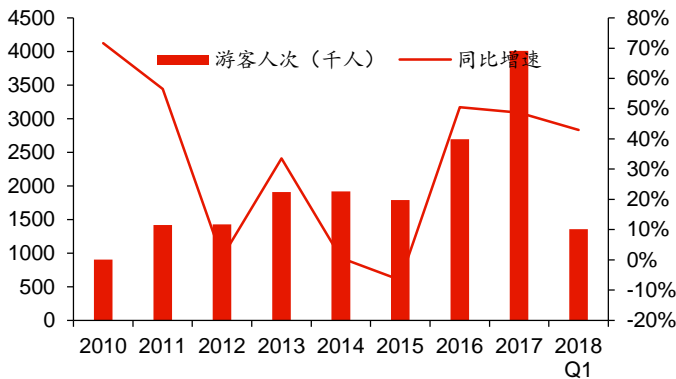
资料来源：各国旅游局，华泰证券研究所

图表52： 17 年 Q4-18Q1 中国赴日韩泰游客增速明显转好



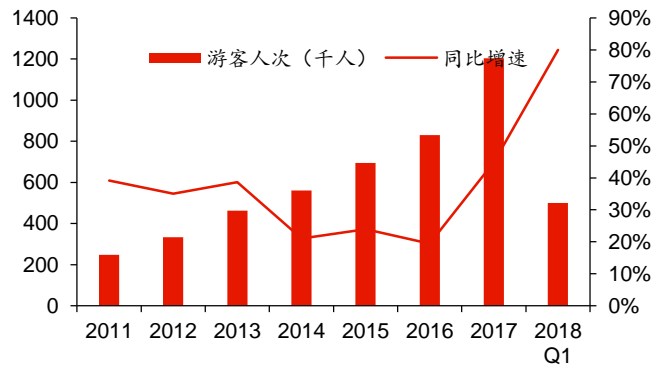
资料来源：各国旅游局，华泰证券研究所

图表53： 中国赴越南游客持续较高增长



资料来源：越南旅游局，华泰证券研究所

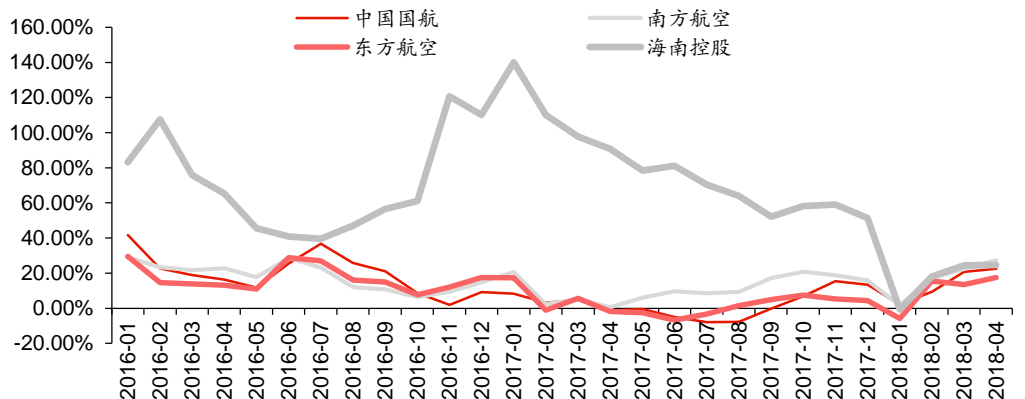
图表54： 中国赴柬埔寨游客持续较高增长



资料来源：柬埔寨旅游局，华泰证券研究所

四大航国航/东航/南航/海航 1-4 月国际旅客合计同比增速分别为 0%/15%/19%/23%，景气度逐月攀升。分拆来看，国航/南航/东航/海航 18 年 4 月国际旅客同比增速 22.57%/27.34%/17.55%/24.67%，均较 Q1 有所提速。

图表55： 四大航 18 年 1-4 月国际旅客同比增速逐月提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

伴随权重目的地持续向好，以及18年中欧旅游年、中加旅游年、中东建交60周年、俄罗斯世界杯等催化，18年我们预计出国游增速15%-20%，较17年10%增速景气抬升，龙头有望较大程度受益行业增长红利。

图表56：保守预计18年出国游增速可恢复至15%-20%

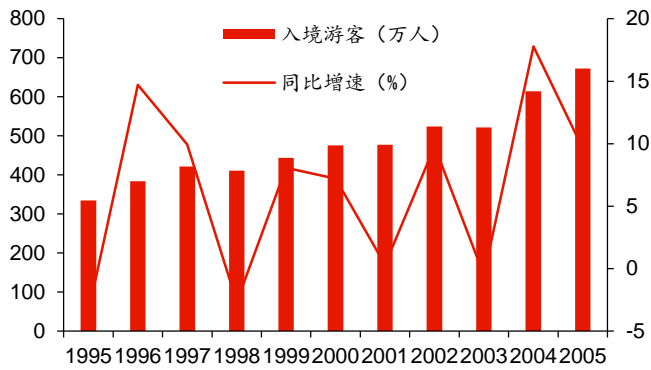
国家或地区	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
台湾	39.02%	-3.01%	-10.34%	-21.33%	10.00%	10.00%	10.00%
澳门	14.06%	-3.95%	0.20%	8.54%	6.00%	6.00%	6.00%
香港	15.10%	-2.98%	-6.68%	3.89%	8.00%	8.00%	8.00%
出国游	13.25%	30.90%	20.21%	2.47%	15.48%	14.76%	12.23%
欧洲	5.81%	34.41%	-2.72%	19.25%	20.56%	16.05%	14.64%
俄罗斯	-5.43%	28.74%	15.18%	16.28%	20.00%	15.00%	10.00%
冰岛	47.96%	82.98%	40.17%	28.78%	30.00%	30.00%	30.00%
芬兰	7.57%	41.95%	30.55%	31.50%	30.00%	30.00%	30.00%
土耳其	43.83%	57.05%	-46.58%	47.57%	30.00%	25.00%	20.00%
法国	3.75%	32.53%	-9.09%	22.00%	20.00%	15.00%	15.00%
德国	17.05%	33.98%	-0.72%	13.36%	20.00%	15.00%	15.00%
英国	-4.17%	43.48%	-6.06%	16.33%	15.00%	13.00%	10.00%
澳洲	17.02%	26.36%	15.83%	9.81%	10.00%	10.00%	10.00%
澳大利亚	18.31%	22.62%	16.50%	12.64%	10.00%	10.00%	10.00%
新西兰	13.04%	38.46%	13.89%	1.54%	10.00%	10.00%	10.00%
亚洲	13.64%	32.54%	25.98%	-0.69%	15.98%	15.78%	12.53%
日本	83.97%	107.05%	27.66%	6.62%	20.00%	15.00%	10.00%
马来西亚	-10.06%	3.73%	26.95%	7.63%	10.00%	10.00%	10.00%
新加坡	-24.23%	22.09%	36.19%	12.83%	10.00%	10.00%	10.00%
泰国	0.00%	71.12%	10.33%	11.99%	20.00%	15.00%	10.00%
韩国	41.57%	-2.28%	34.72%	-48.33%	0.00%	20.00%	15.00%
越南	0.52%	-6.77%	50.84%	48.46%	20.00%	18.00%	18.00%
柬埔寨	21.74%	23.21%	20.29%	45.00%	30.00%	30.00%	28.00%
美洲	21.66%	15.89%	16.16%	2.06%	5.00%	5.00%	5.00%
加拿大	28.77%	8.77%	23.55%	11.86%	5.00%	5.00%	5.00%
美国	20.99%	18.26%	14.67%	-0.01%	5.00%	5.00%	5.00%
巴西	0.00%	-16.67%	20.00%	5.19%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：各国旅游局，华泰证券研究所

俄罗斯世界杯开幕在即，出境游热度有望提升。2018年俄罗斯世界杯比赛将于今年6月14日至7月15日在俄罗斯境内11座城市中的12座球场内举行。世界杯期间俄罗斯对外国观众实施免签政，中国观众可凭记载个人信息的实体或电子观众卡（球迷护照）和门票或者获取门票的证明免办签证入境俄罗斯。签证政策便利化、直飞国际航线开拓催化，俄罗斯联邦政府预计世界杯期间将有10万中国球迷赴俄观看比赛、游玩。

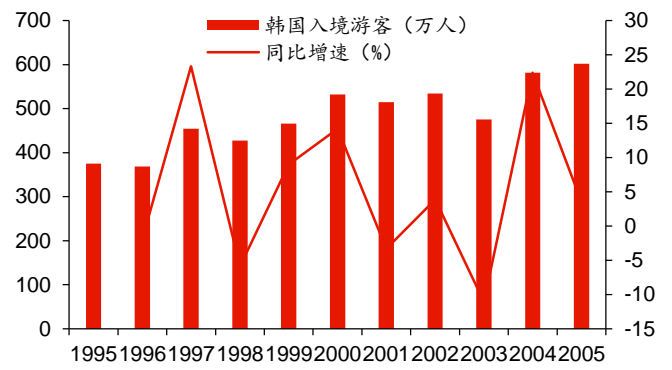
预计今年赴俄游客增速将在20%以上。据俄罗斯旅游局，17年我国赴俄人次150万，同比增16%，14-17年复合增速20%，10-16年我国赴俄旅行社组织赴俄游客增速GAGR40%，高速增长，俄罗斯跟团游快速发展。伴随赛事期间各赛场目的地持续曝光，我们预计世界杯对出游热度的积极提振有望延续，参考02年日韩举办世界杯，入境游客增速分别较前一年提升9.5pct/7pct，预计18全年赴俄游客增速可达20%以上。

图表57: 2002年日本举办世界杯,当年入境游客增速约10%



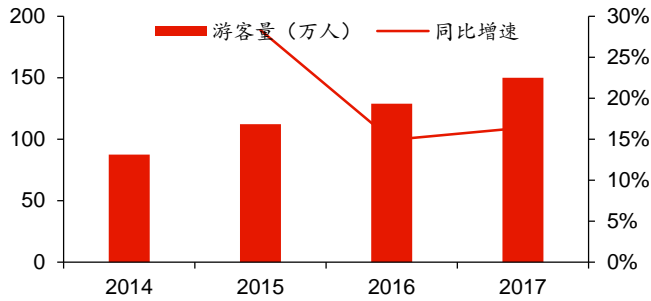
资料来源: 日本旅游局, 华泰证券研究所

图表58: 2002年韩国入境游客增速约3.9%,01年为-3.3%



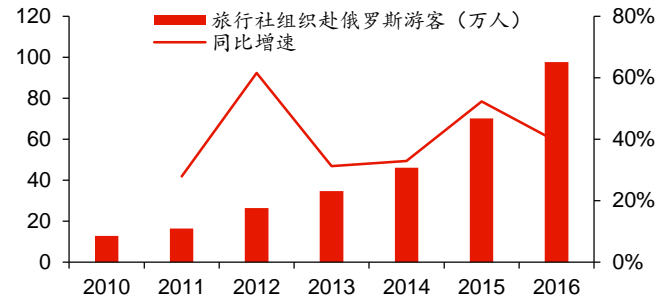
资料来源: 韩国旅游局, 华泰证券研究所

图表59: 14-17年中国赴俄游客复合增速约20%



资料来源: 俄罗斯旅游局, 华泰证券研究所

图表60: 10-16年我国旅行社组织赴俄游客快速增长

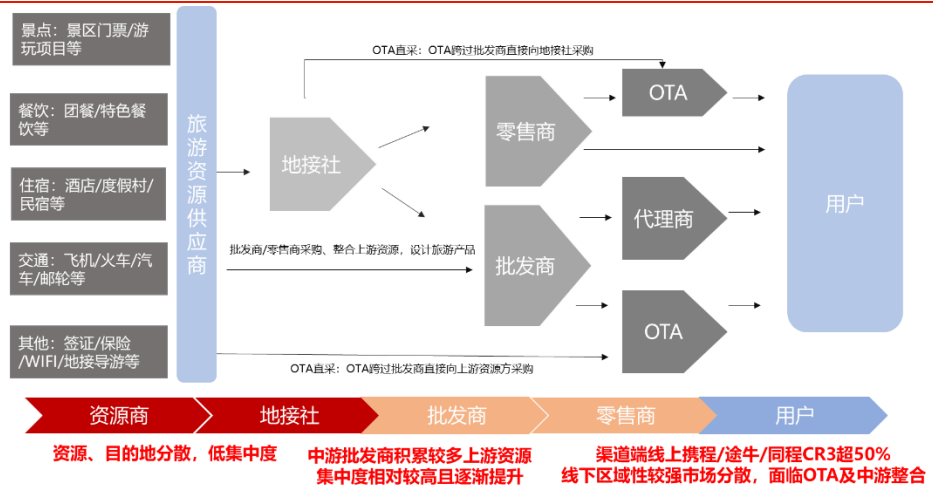


资料来源: 国家旅游局, 华泰证券研究所

龙头优势凸显, 底部配置

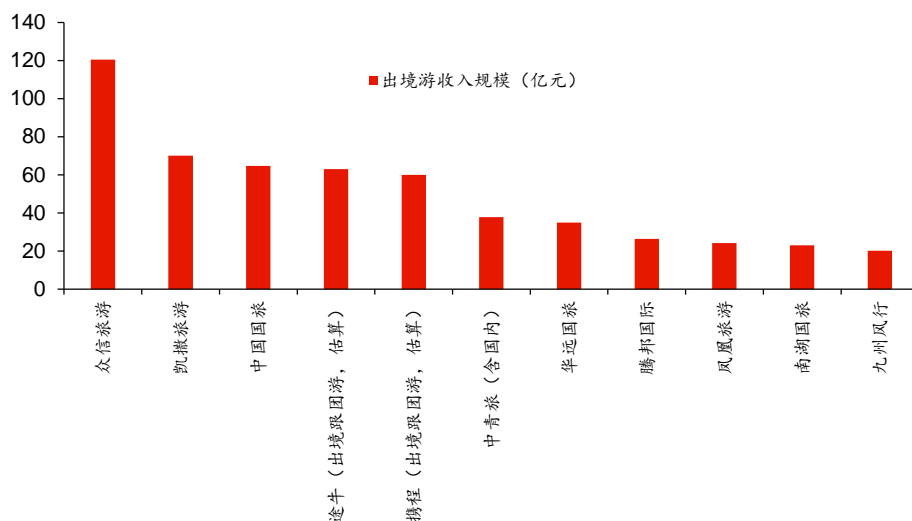
我们认为, 出境游行业产业链长、环节多, 产品复杂度高, 中游批发环节, 批发商积累较多上游资源, 具备较强产品服务供应能力, 已有相对较高市场份额。随着市场加速出清, 格局向好, 龙头规模优势、资源优势、先发优势会逐渐凸显, 市场集中度有望持续提升。

图表61: 出境游产业链较长, 环节多



资料来源: 华泰证券研究所

图表62： 龙头规模优势突出

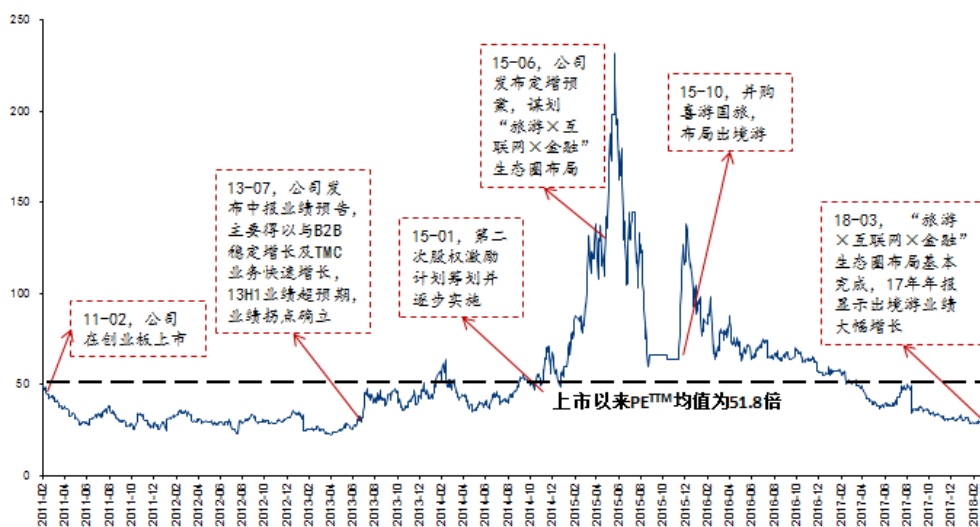


注：除华远国旅为16年预估数据，凤凰旅游、九州风行为16年数据，其余皆为17年数据；其中中青旅未拆分出境游和国内游。
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

出境游板块 PE 估值水平近两年来不断消化，已达历史较低水平，出境游行业景气度有望回升，建议底部配置。出境游企业凯撒旅游15年10月借壳上市以来因行业景气度较高、整合行业等因素享有一定估值溢价。2016年下半年至今，出境游行业受欧洲、东南亚、日韩等权重目的地外部政治、安全事件影响，增速放缓，公司估值水平持续回落。

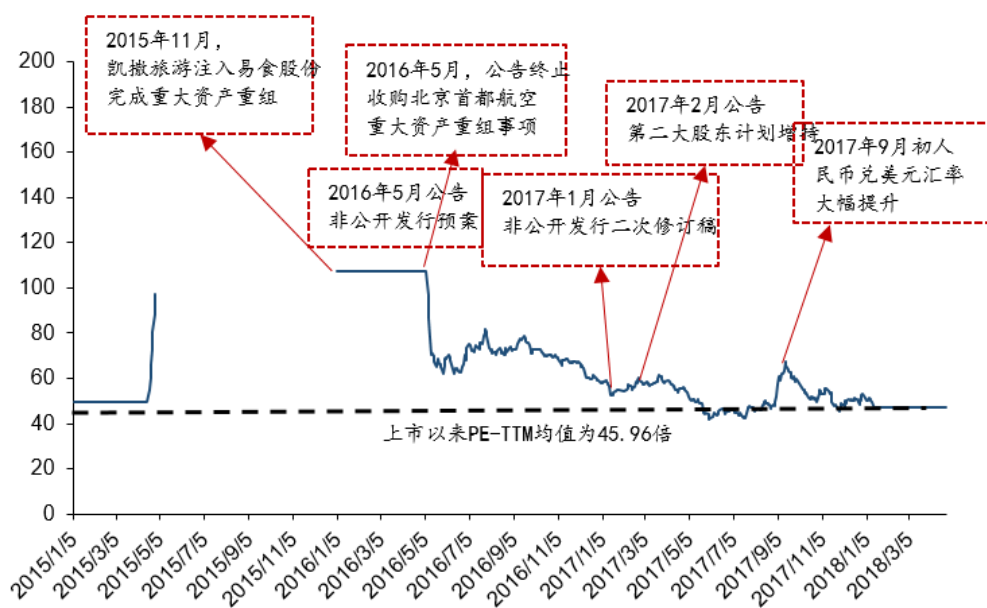
腾邦国际13年来开始以票代业务为入口，布局金融领域和商旅 TMC 业务，15年10月并购喜游国旅开始向出境游业务转型。因16-17年票代行业“提直降代”、利润空间被大幅压缩；出境游行业景气度下行亦导致估值水平持续回调。截至18年5月25日，凯撒旅游、腾邦国际 PE^{TTM} 分别为 47/33 倍，均已接近历史最低水平。18年出境游行业有望持续复苏，龙头公司有望迎来业绩释放，建议底部配置。

图表63： 腾邦国际上市以来历史 PE^{TTM} 均值为 51.8 倍



资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

图表64：凯撒旅游借壳上市以来历史PE^{TTM}均值为46倍

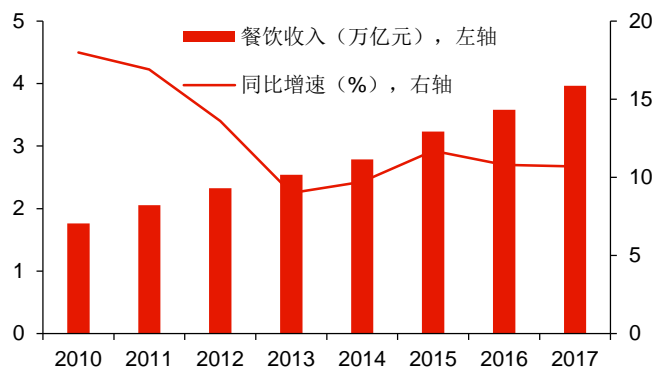


资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

餐饮：万亿红海，火锅龙头抢占最佳赛道

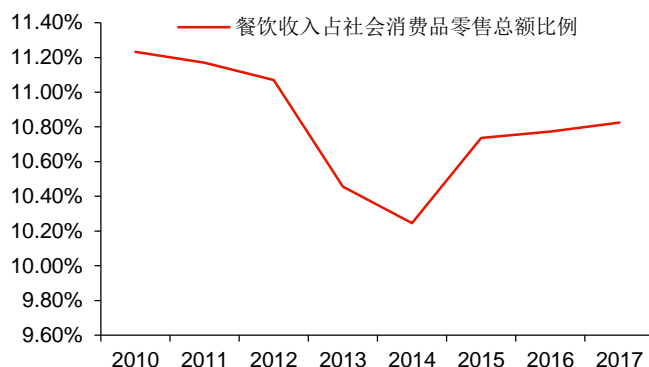
餐饮行业维持较高景气度。2012 年以来餐饮行业受到“限三公”影响增速有所下滑，近几年在大众餐饮消费的驱动下，行业恢复 10% 以上增长，未来随着消费升级、餐饮品类百花齐放，我们预计行业将长期保持较高景气度。

图表 65：2013 年以来餐饮市场增速下滑，近两年有所回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

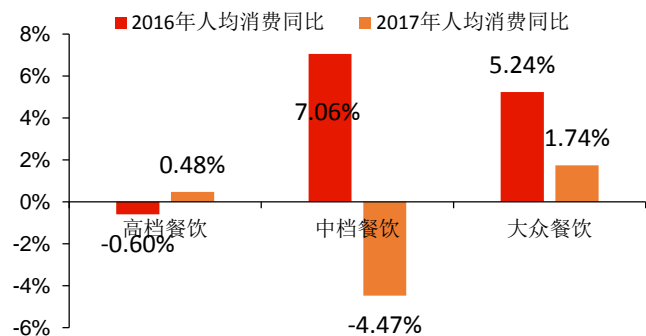
图表 66：2015 年以来，餐饮收入占社会消费品零售总额的比例企稳回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

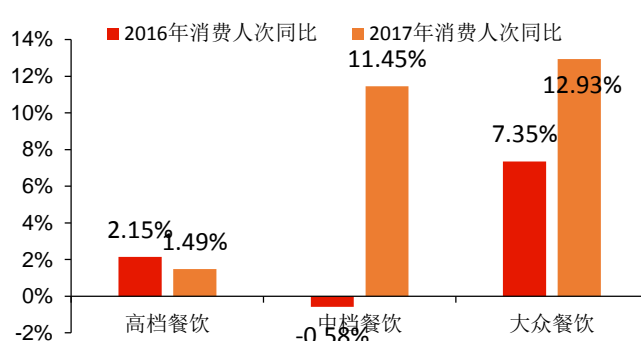
消费升级，大众餐饮崛起。根据美团点评数据，2016 年大众餐饮消费已经成为餐饮业收入的主要构成部分，占比约 70%。根据中国饭店协会数据，正餐占餐饮总体市场比例约 54%，16-17 年大众餐饮消费人次增速均明显高于中档及高档餐饮，人均消费同比增速亦较为领先。

图表 67：17 年大众餐饮的人均消费同比增速更高



资料来源：中国饭店协会，华泰证券研究所

图表 68：16-17 年大众餐饮消费人次均明显高于中高档餐饮



资料来源：中国饭店协会，华泰证券研究所

中国餐饮服务市场高度分散，激烈竞争导致高淘汰率。据中国饭店协会数据，2017 年我国餐饮企业 100 强市占率仅 5%，市场高度分散。另据美团《中国餐饮报告 2018》，从店铺变化率来看，2017 年年底比年初新增了 311 万家餐厅，但也有 285 万家餐厅在这一年中倒闭，餐饮门店的关店数是开店数的 91.6%，平均每个玩家的生命周期仅 508 天，低门槛、激烈竞争、人力租金成本不断上升、消费者需求不断变化导致餐饮行业具有较高淘汰率。

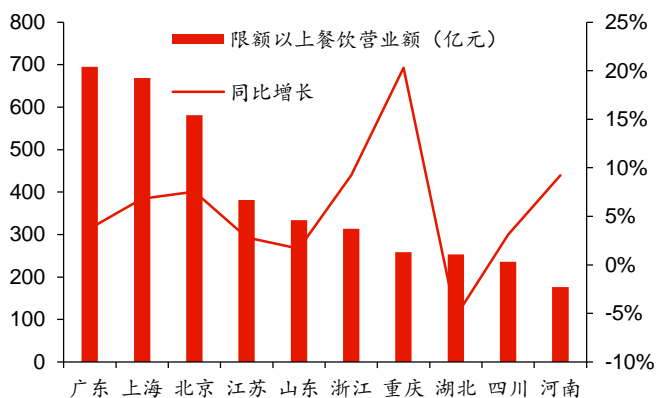
图表69： 我国餐饮行业细分市场均高度分散（2017 年度数据）

指标	收入 (亿元)	占整体餐饮企业份额 (%)	龙头企业	龙头企业收入 (亿元)
餐饮行业整体	39644			
前 100 强	1790	5.00%	四川海底捞餐饮股份有限公司	106
正餐 50 强	550	1.54%	杭州饮食服务集团	60
火锅 20 强	440	1.23%	四川海底捞餐饮股份有限公司	106
快餐 10 强	150	0.42%	真功夫	30
团餐 10 强	550	1.54%	河北千喜鹤饮食股份有限公司	95
西餐及休闲餐饮 10 强	100	0.28%	厦门豪客来餐饮管理有限公司	-

资料来源：中国饭店协会，华泰证券研究所

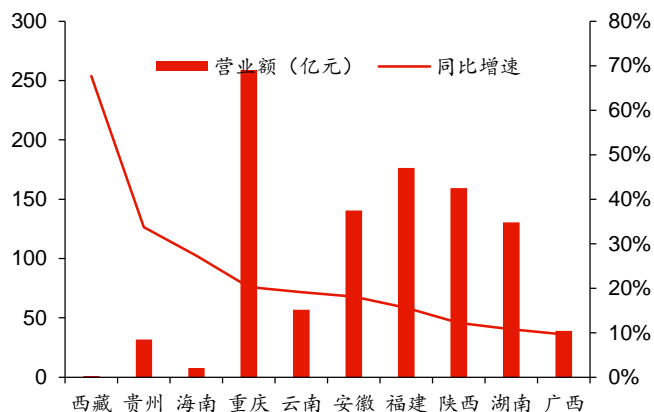
2016 年我国限额以上餐饮业营业额 5127 亿元，占整体餐饮市场比例 14%。分地区来看，限额以上（年收入 200 万以上）餐饮市场中，广东、上海、北京收入占比 38%，为主要构成。西藏、贵州、海南、重庆等地限额以上餐饮业营业额同比增速最快，但除重庆外整体基数较小。

图表70： 16 年限额以上餐饮营业额排名前十的区域



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

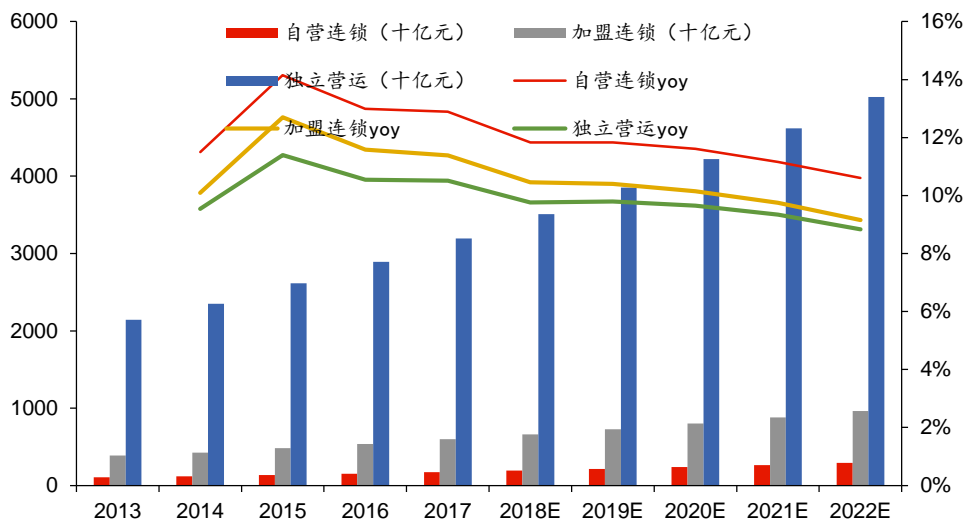
图表71： 16 年限额以上餐饮营业额同比增速排名前十的区域



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

单体运营餐厅主导，自营连锁餐厅快速扩张。因在管理复制、标准化业务、食材供应链管理等方面的困难，据沙利文报告，17年自营连锁餐厅收入占比仅有4.3%，但随着消费者对品牌形象、食品安全、食材服务质量重视度不断提升，自营连锁餐厅拥有更为强大的资本平台、更高的品牌认知和食品供应链管理控制，沙利文预计17-22年自营连锁餐饮增长率将达11.4%，有望超越单体餐厅（9.5%）和加盟连锁餐厅（10%）。

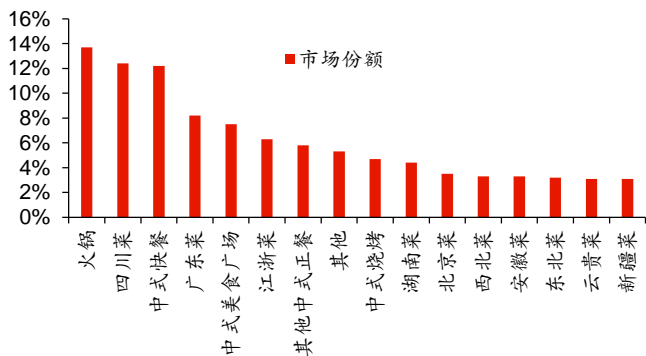
图表72： 自营连锁餐厅增长率有望持续快于加盟连锁及独立运营餐厅



资料来源：沙利文报告，华泰证券研究所

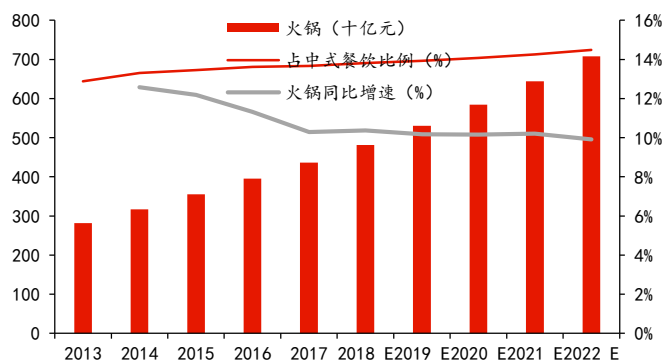
火锅更易标准化，占据餐饮业最大市场份额。据沙利文报告，火锅市场占中式餐饮比例14%，占比最高，火锅餐厅市场的总收入由2013年的人民币2813亿元增加至2017年的人民币4362亿元，复合年增长率为11.6%，是中式餐饮中增长最快的细分品类。

图表73： 2017年按收入计，中式餐饮中，火锅市场份额约14%



资料来源：弗若斯特·沙利文，华泰证券研究所

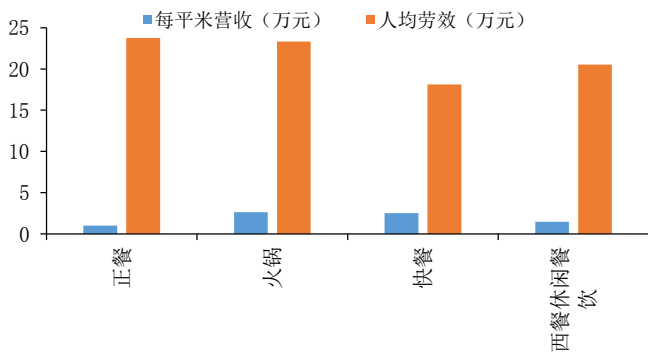
图表74： 13-17年中高端火锅餐厅市场的增长速度最快(单位：十亿元)



资料来源：弗若斯特·沙利文报告，华泰证券研究所

火锅操作工艺相对简单，流程易标准化，相比其他品类带来较高的经营效率，更易进行连锁复制扩张，诞生大体量公司。据中国饭店协会数据，2016年火锅市场每平营收、人均劳效均为餐饮各品类最高，平均净利率可达11.76%，为细分品类中最高。据中国饭店协会数据，2017年中国餐饮企业中，火锅企业海底捞、呷哺呷哺2017年收入规模分别达106/37亿，同比增速36%/33%，为火锅市场前两大龙头。18年5月海底捞向港交所递交IPO材料，有望提升市场对餐饮及火锅市场关注度。

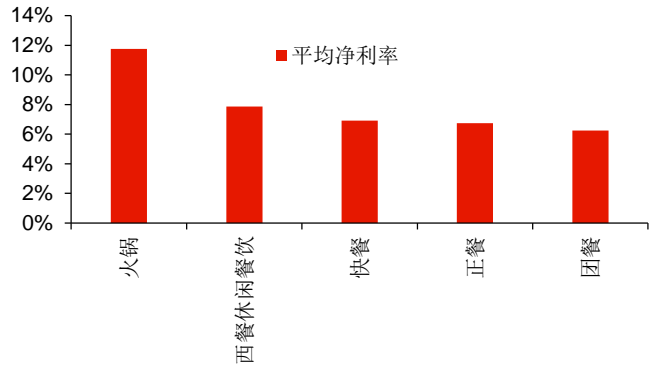
图表75: 2017年火锅品类每平米营收最高(年度数据)



注: 人均劳效计算方法: 月平均销售金额 ÷ 月平均工资人数。

资料来源: 中国饭店协会, 华泰证券研究所

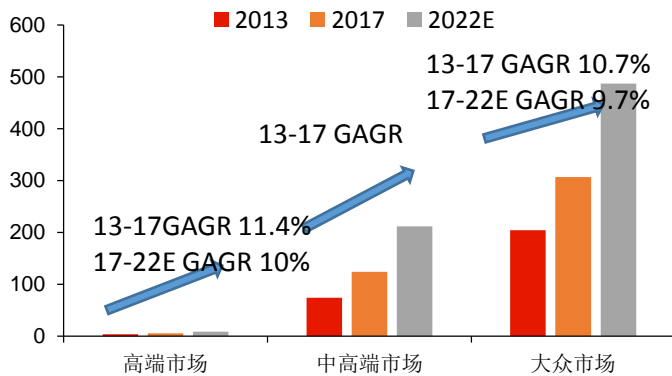
图表76: 2017年火锅品类每平米营收最高(年度数据)



资料来源: 中国饭店协会, 华泰证券研究所

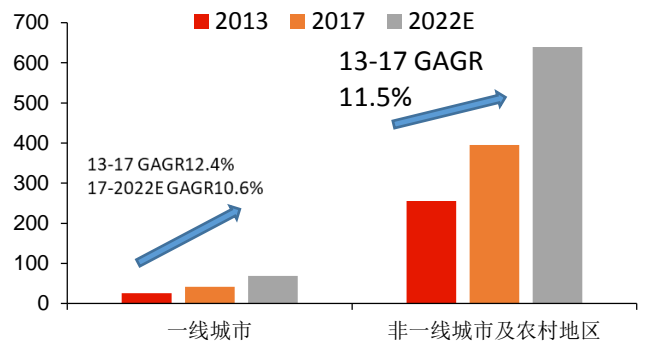
中高端火锅市场增长迅速, 非一线城市潜力较大。分市场来看, 与高端市场及大众市场相比, 2013年至2017年间中高端火锅餐厅市场的增长速度最快, 在此期间的复合年增长率为13.9%。分区域来看, 伴随收入提升及生活节奏加快, 一线城市居民外出用餐需求有望不断增加, 这一趋势有望不断推动一线火锅市场发展。非一线城市市场规模90%, 而伴随非一线城市居民更加富裕及日趋城镇化, 存在较大的增长空间。

图表77: 13-17年中高端火锅餐厅市场增速最快(收入单位: 十亿元)



资料来源: 弗若斯特·沙利文, 华泰证券研究所

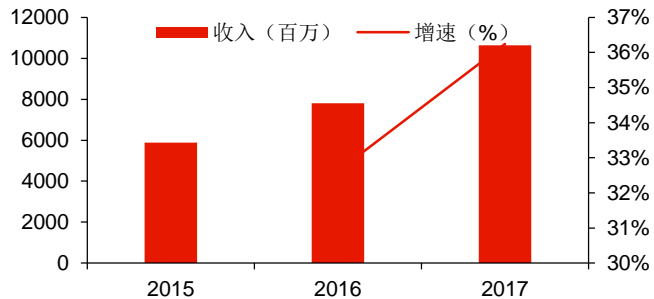
图表78: 一线城市增速快, 非一线城市增长潜力大(收入单位: 十亿元)



资料来源: 弗若斯特·沙利文报告, 华泰证券研究所

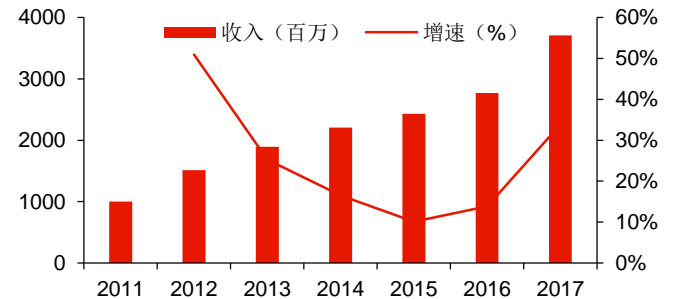
龙头持续发力自营门店扩张。截至17年海底捞/呷哺呷哺门店数分别达273/738家, 据招股说明书, 海底捞计划18年新开180-200家门店, 据年报, 呷哺呷哺亦计划18年新开100多家餐厅。

图表79: 海底捞2015-2017年收入快速增长



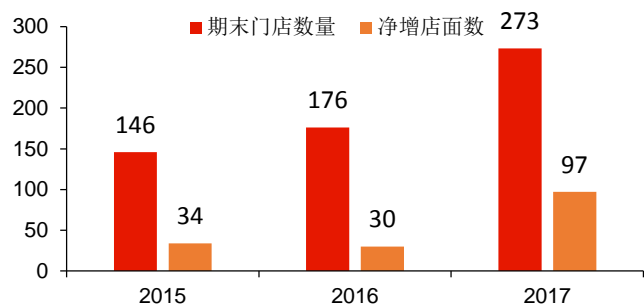
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表80: 呷哺呷哺2017年收入快速增长



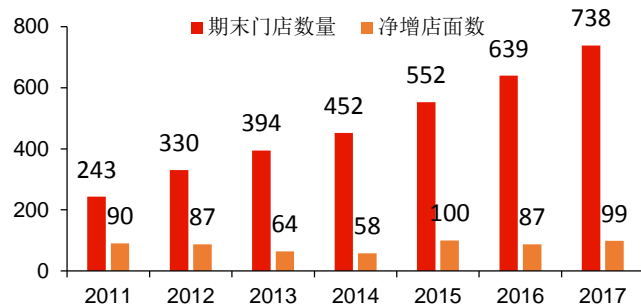
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表81: 海底捞历年门店数量(家数)



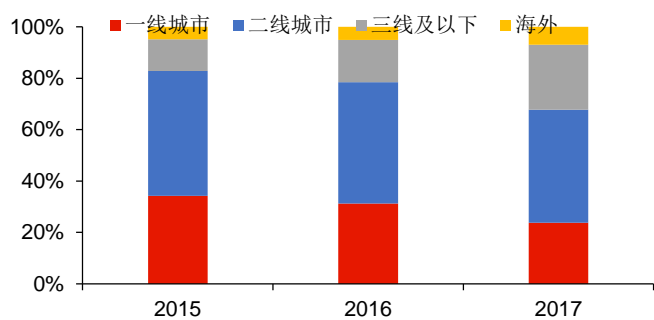
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表82: 呷哺呷哺历年门店数量(家数)



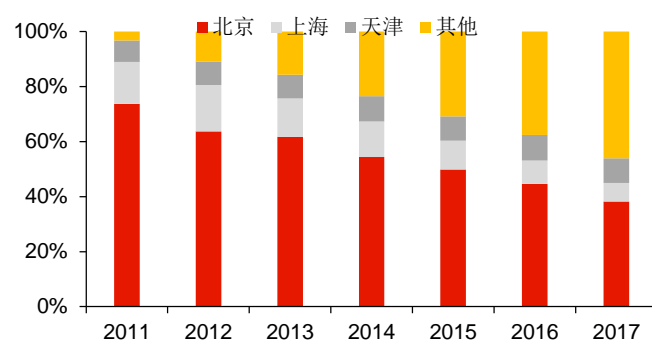
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表83: 海底捞门店分布



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表84: 呷哺呷哺门店分布



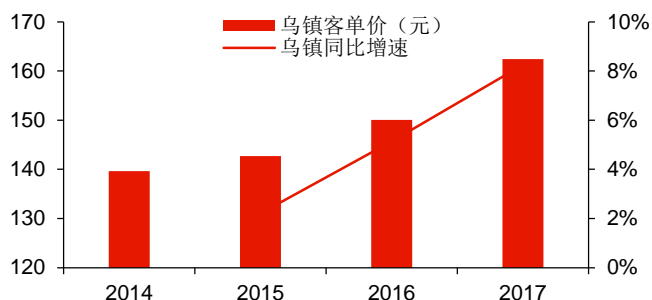
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

景区：改革稳步推进，静待新阶段

转型大势所趋，改革有望助力

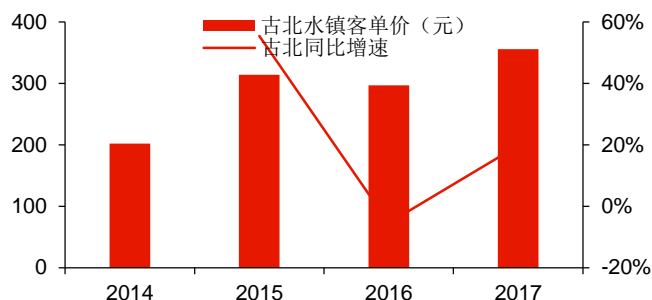
自然景区表现平淡，休闲景区更胜一筹。自然景区中，因一季度阴雨天气较多影响客流，黄山旅游18Q1收入下降9.79%；峨眉山18Q1景区加强营销带动客流人次和门票收入增长，收入同比略增4.32%。休闲景区方面，乌镇因不利天气客流降18%，客单提升导致收入增4.3%，古北因淡季、两会召开等因素，18Q1客流基本持平，收入增17%。两大休闲古镇虽因天气、两会召开等影响客流下滑，多元化收入结构、不断升级改造、客单价提升使得收入端仍有良好表现。杭州宋城景区17年收入增22%，三亚宋城增10%，丽江宋城因市场整治影响，收入增2%。

图表85：乌镇景区客单价不断提升



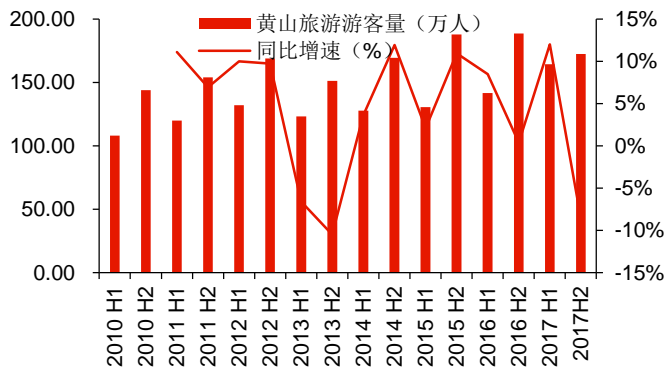
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表86：古北水镇客单价不断提升



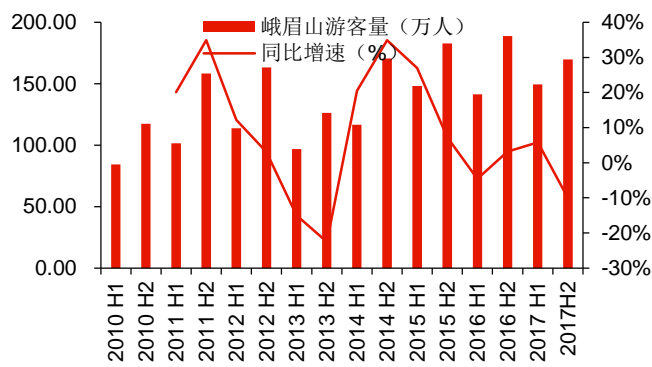
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表87：黄山景区10年来客流增速基本在10%以下



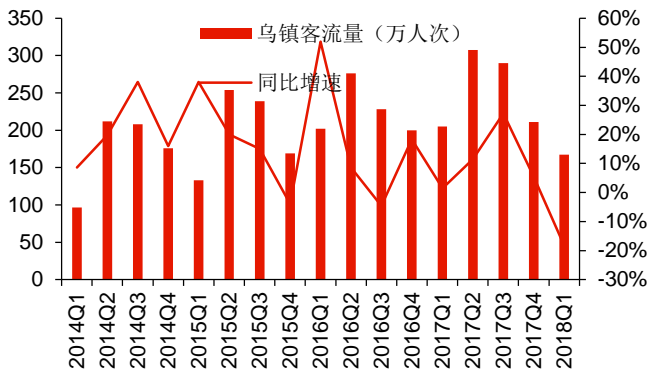
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表88：峨眉山景区16年来客流增速均在10%以下



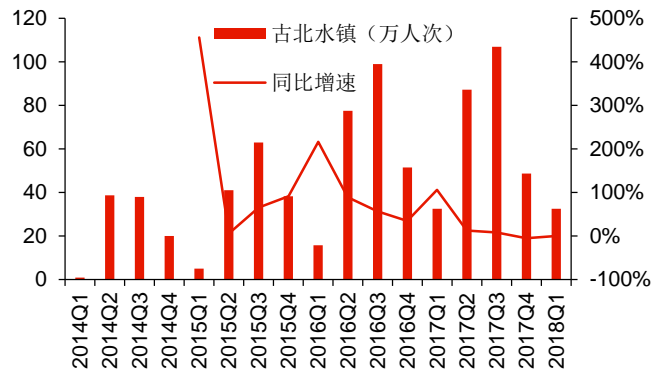
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表89: 乌镇14年来维持较快增长, 17Q4-18Q1因天气原因客流下滑



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表90: 古北水镇15年-17年快速增长, 17H2以来客流增速放缓



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

传统景区转型升级大势所趋, 打造综合度假区、形成旅游目的地品牌化成重要发展方向。大众观光游向休闲游升级趋势下, 景区公司打造综合度假区、形成旅游目的地品牌化成重要发展方向, 近几年部分景区公司在管理机制开始逐渐改善, 在经营效率提升、外延扩张上初见成效。如黄山旅游、三特索道、张家界管理层变更, 中青旅、丽江旅游实际控制人变更, 峨眉山A管理层和实际控制人均发生变更, 我们认为改革动作有望带来费用管控加强、区域旅游资源整合等预期, 后续改革举措和成效值得持续跟踪。

图表91: 2016年1月以来覆盖标的中, 管理层人员变动、控制权变更的公司

公司简称	管理层人员变动情况	控制权变更情况
黄山旅游	18年4月公司完成换届, 选举章德辉先生为公司董事长、公司总裁; 聘任陶平先生为公司常务副总裁; 聘任孙峻先生为公司副总裁; 聘任丁维先生为公司董事会秘书兼总裁助理。	
峨眉山A	2017年4月董事长上任, 履新前任乐山市国资委党委副书记、主任。2017年6月公告两名副董事长、两名副总经理因年龄等原因递交辞职。18年4月新聘任2名副总经理、1名人力资源总监及1名财务总监。	
三特索道	2017年3月48岁的副董事长上任, 履新前任武汉市江夏区委常委、副区长。同期履新的还包括3名董事和2名独立董事。2017年6月原任董事长刘丹军辞职, 原副董事长卢胜先生为董事长。	
云南旅游	2017年5月原任董事长辞职, 49岁的上市公司总经理任代董事长; 2017年11月, 原财务总监张晓翔辞职, 云南世博旅游控股集团财政部部长唐海成公司新任财务总监。18年2月公司董事、总经理、董事会秘书辞职。	
三特索道		2016年11-12月, 控股股东合计增持680万股; 2017年5月公告增发预案, 拟通过定增方式进一步提升控制权, 截至18年1季度当代科技持股比例19.97%, 若按总股本20%的上限发行, 持股比例可提升至约40%。
峨眉山A		18年5月公司公告出资人由峨眉山管委会更改为乐山市国资委, 实际控人相应变更。
云南旅游		2016年11月, 公告公司实际控制人由云南省国资委变更为国务院国资委, 截至18Q1控股股东持股49.52%, 实控人国务院国资委间接持股25.26%
丽江旅游		18年3月公司公告华邦健康及其一致行动人共计直接持有丽江旅游14.26%股权, 华邦健康能够通过控制雪山公司持有丽江旅游15.73%, 共计控制丽江旅游29.99%股份, 张松山先生通过控制华邦健康及其一致行动人进而控制丽江旅游, 为丽江旅游的实际控制人。
中青旅		18年1月公司公告公司控股股东中国青年旅集团公司的控股股东将由中国共产主义青年团中央委员会变更为中国光大集团股份公司, 中青旅的实际控制人将变更为国务院。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表92: 景区标的董事会、监事会换届周期情况

公司名称	董事会、监事会换届周期	上一次换届时间	据以往正常周期, 预计下次换届时间
黄山旅游	3年	2018年4月	2021年4月
峨眉山A	3年	2011年5月29日; 2017年4月19日已选举新董事长;	——
三特索道	3年	2017年2月17日	2020年2-3月
中青旅	3年	2015年12月21日	2018年12月下旬

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

18年3月政府工作报告提出“创建全域旅游示范区，降低重点景区门票价格”的指导方向，18年5月10日华山景区门票价格已从180元下降至160元，我们认为其他国有景区门票降价也为大概率事件，有望倒逼传统景区加速转型升级。

图表93：景区门票降价对上市公司业绩的影响测算

	2018 E	黄山	峨眉山	乌镇	古北水镇
客流(万人次)		370	381	1020	350
门票价格		旺季 230 淡季 150	旺季 185 淡季 110	东栅 120 西栅 150	150
门票下降10元减少收入(万元)		1400	5644	8894	3932
门票下降10元减少毛利(万元)		1265	2124	7115.2	2359.2
门票每降10元减少净利(万元)		716	901	3112.9	1327
净利降幅%		1.73%	3.71%	4.49%	1.91%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

估值处历史低点，静待新催化

自然景区、人工景区估值中枢下移，龙头公司估值处于历史低点。自然景区方面，过去自然景区因资源稀缺享受较高估值溢价。2011年之前自然景区整体法历史动态市盈率约在60倍左右，近5年来自然景区估值中枢则约在40倍左右，13/14年达到估值低点。17年初以来，受国有景区门票可能下降、客流增速乏力、业绩增长不达预期、市场风格等因素影响，板块整体历史动态市盈率从17年初的45倍调整至5月25日的30倍。考虑重点国有景区公司门票降价事项未落地，风险尚未完全释放，建议持续关注门票降价进程、国企改革进展。

人工景区方面，中青旅因旗下古北水镇开业带来新业绩增长点，13年10月-16年1月PE^{TTM}水平明显提升，17年下半年以来因乌镇、古北客流增速不及预期、古北水镇股权纷争问题等，估值水平有所回落，截至5月25日PE^{TTM}27倍，处历史较低水平。宋城演艺13年9月三亚千古情开业，14年3月、5月丽江、九寨千古情相继开业，异地项目拓展带来估值弹性，15年3月提出“互联网+演艺”收购六间房，估值水平大幅提升。因市场风格转化、市场对六间房能否完成业绩承诺等担忧，截至5月25日PE^{TTM}27倍，亦处历史较低水平。建议持续跟踪中青旅旗下两大古镇业绩情况、光大集团层面旅游项目推进情况，宋城演艺新项目落地进展及六间房运营情况。

图表94：15年下半年以来自然景区、人工景区PE^{TTM}水平均有所回落



注：因中信行业分类未区分人工景区和自然景区，在此采用申万行业分类下整体估值法；

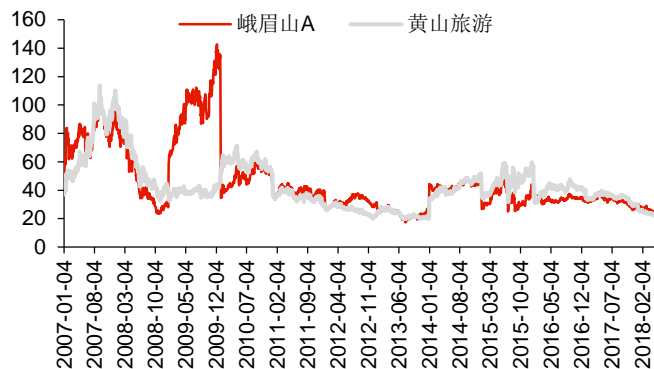
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表95: 中青旅、宋城演艺 PETM水平已接近历史低点



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表96: 峨眉山A、黄山旅游 PETM水平已接近历史低点



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

投资建议：坚定买入优质成长，关注机制改善标的

旅游行业长期繁荣，二三季度将进入传统旺季，细分行业数据预计将持续亮眼。建议紧抓两条投资逻辑：

- 1) 免税、连锁酒店、出境游、演艺行业高景气，龙头优势突出、强者恒强，优质成长，建议关注中国国旅、首旅酒店、锦江股份、腾邦国际。
- 2) 景区公司管理机制改善带来估值回归，建议关注中青旅。

图表97： 餐饮旅游板块推荐标的估值表（截至 2018-5-29）

代码	名称	现价	18EPS	19EPS	20EPS	18PE	19PE	20PE	主要看点
601888.SH	中国国旅	61.83	1.69	1.97	2.28	36.59	31.39	27.12	海南离岛免税限额提升、范围扩大利好政策有望近期落地。市内免税店试点工作 18 年有望在北京、上海落地，静待利好政策催化。中免日上采购渠道下半年有望开始整合，长期看毛利率有望提升 10-15pct。
600258.SH	首旅酒店	26.19	0.64	0.89	1.15	1.43	38.90	28.28	发力中端酒店和加盟扩张，18 年开店有望提速；业绩高增长，18-19 年增速接近 30%
600754.SH	锦江股份	38.28	1.15	1.39	1.55	33.29	27.54	24.70	维也纳和铂涛快速扩张，带动加盟收入高增长。19 年预期前后端内部整合有望释放较大利润弹性。
000796.SZ	凯撒旅游	12.90	0.52	0.66	0.72	24.81	19.55	17.92	出境游行业复苏，背靠海航集团，航空、酒店等资源优势突出。目前公司停牌中。
300178.SZ	腾邦国际	17.88	0.61	0.80	0.91	29.31	22.35	19.65	机票代理 B 龙头成功转型“旅游×互联网×金融”，大交通+目的地资源切入出境游，出境游收入规模有望爆发式增长，受益于俄罗斯世界杯。16-17 年高管增持均价在 15.85-19.07 元，接近现价 17.6 元。
600138.SH	中青旅	20.75	0.89	1.15	1.43	28.28	21.73	17.54	古北水镇股权事宜落地，提升释放业绩动力。光大集团助力旅游资源整合
002159.SZ	三特索道	19.5	0.31	0.44	0.62	62.90	44.32	31.45	定增和 ABS 多元融资渠道缓解财务压力，释放较大利润弹性。
600054.SH	黄山旅游	12.15	0.56	0.61	0.66	21.70	19.92	18.41	景区改革先锋，下半年杭黄高铁有望开通提振客流，入境游复苏有望提振酒店业绩。坚定转型，太平湖项目有序推进，牵手蓝城集团打造特色小镇，东黄山开发提升承载能力。
000888.SZ	峨眉山 A	8.94	0.46	0.54	0.62	19.43	16.56	14.42	西成、渝贵高铁打通外省客流空间。新管理层控本降费治理改善，提升盈利能力，有资源整合预期。实际控制人变更为乐山市国资，机制理顺。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：

- 1) **突发事件影响客流**：天气、地震、国内外安全局势无法预料因素会影响景区客流情况，进而影响公司旅游收入和业绩。
- 2) **外延进展、国企改革进展不达预期**：公司外延扩张、内生改革进程对公司战略布局、完善产业链、管理效率等具有重要影响，进而影响公司的收入水平和费用水平。
- 3) **政策变化风险**：免税行业政策、景区门票调价政策、出境游签证政策等行业景气度及上市公司业务发展具有重大影响，相关政策调整会导致供给或者需求产生较大变化，进而影响公司业绩水平。
- 4) **宏观经济波动风险**：旅游行业作为可选消费行业，对宏观经济环境变化比较敏感，经济增速、居民收入、物价、汇率等波动会对免税、酒店、餐饮、出境游和国内游等需求产生较大影响，进而影响相关公司经营业绩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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“华泰证券研究所”，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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com