

社会服务行业

2018-7-27

从 Booking 的投资布局看 OTA 龙头的成长路径

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 本周核心观点及投资建议

Booking (原名 Priceline) 是一家在线旅游公司, 2004 年开始大规模全球投资, 目前旗下有 6 大品牌, 过去十几年快速发展主要得益于收购的 Booking 和 Agoda 带来的欧亚两洲丰厚的佣金增长。在中国市场 Booking 虽然进入时间早, 但主要通过投资合作开拓, 已投资携程、美团和滴滴。目前国内最大 OTA 携程正在践行 Booking 成长路径, 一方面横向投资竞争对手巩固龙头地位; 另一方面纵向扩张, 投资出行产业链相关公司。结合 Booking 经验, 我们认为在线旅游兼具互联网轻资产和线下重资产, 单纯依靠内生成长难以跨越式成长, 投资并购有望帮助国内 OTA 龙头成长为国际巨头。重点推荐免税行业巨头中国国旅, 酒店行业龙头首旅酒店、**锦江股份**, 景区板块演艺龙头**宋城演艺**和休闲景区稀缺标的**中青旅**, 以及餐饮板块食品及餐饮双主业驱动的**广州酒家**。

■ 板块行情回顾

上周中信餐饮旅游指数下跌 0.82%, 分别跑输上证综指和沪深 300 指数 2.38 和 1.63 个百分点。中证体育指数上涨 1.93%, 分别跑赢上证综指和沪深 300 指数 0.37 和 1.12 个百分点。旅游类标的涨幅前三标的分别是西安饮食(+50.25%)、大东海 A(+10.94%)以及西安旅游(+8.21%); 体育类标的涨幅前三标的分别是上海凤凰(+19.15%)、英派斯(+13.32%)以及天音控股(+9.14%)。

■ 行业重要新闻概览

(1) **旅游**: 飞猪九州目的地 IP 主打火车之旅; 张家界签约 13 个总额 182.5 亿招商项目, 将建“天空之眼”; 途家预计 1 到 2 年后上市。(2) **体育**: 腾讯计划一年为电竞市场投资 10 亿元人民币; CBA 公司发布季前赛承办招标书, 每站承办方需缴纳 100 万元 (3) **教育**: 鲸鱼小班获千万美金 A 轮融资; 斯达营地教育宣布完成数千元 A 轮融资; 我国首份《中国义务教育质量监测报告》发布。(4) **养老**: 谷歌与养老机构洽谈合作开发面向老年人智能家居产品; 河南印发 2018 年推进健康养老产业转型发展专项方案。

■ 公司重要公告盘点

中青旅(600138): 因古北水镇 20%股权转让方京能集团向京交所提交《终结申请》, 公司拟终止本次交易和重大资产重组事项; **中国国旅(601888)**: 在澳门投资设立全资子公司, 注册资本为 1 亿港元, 并由该公司在澳门开设运营市内免税店; **新南洋(600661)**: 拟出资 9500 万元(占比 19%)与金山资本作为有限合伙人共同发起设立教育产业并购基金, 并购基金首期规模不超过 5 亿元。

风险提示: 1. 旅游业突发事件(交通事故、恐怖袭击等), 极端天气影响;
2. 项目推进不达预期。

分析师 赵刚

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490517020001

分析师 高超

☎ (8621) 61118739

✉ gaochao2@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490516080001

联系人 范晨昊

☎ (8621) 61118739

✉ fanch@cjsc.com.cn

联系人 杨会强

☎ (8621) 61118739

✉ yanghq@cjsc.com.cn

相关研究

《去杠杆背景下如何看待餐饮旅游板块投资机会?》2018-7-21

《三要素助力板块领涨, 估值仍待进一步修复》2018-7-15

《正是逍遥好光景, 潮平岸阔惠风清 ——餐饮旅游行业 2018 年中期策略报告》2018-7-14

目录

从 Booking 的投资布局看 OTA 龙头的成长路径	4
Booking 是如何依托并购成为 OTA 领军企业的?	4
如何看待 Booking 在中国的投资布局?	9
借鉴 Booking 经验, 国内 OTA 巨头成长路径如何?	13
本周观点及投资建议	20
板块行情回顾	21
行业主要数据回顾	22
行业重要新闻概览	23
行业近期政策汇总	24
公司重要公告盘点	24
板块历史估值	25
相关公司重点数据一览	27

图表目录

图 1: Booking (Priceline) 和 Expedia 市值对比 (单位: 亿美元)	4
图 2: Booking (Priceline) 和 Expedia 收入及扣非净利 (单位: 亿美元)	4
图 3: NYOP 自我定价模式示意图	5
图 4: Priceline 官网 NYOP 预订界面	5
图 5: Booking 代理模式收入占比快速提升	7
图 6: 公司收入中荷兰地区 (Booking) 收入增长迅速 (单位: 亿美元)	8
图 7: 公司目前收入占比中荷兰地区 (Booking) 占据核心地位	8
图 8: Booking (Priceline) 1999 年上市以来重大投资并购事件及股价复盘	9
图 9: 2018Q1Booking 的 80、90 后用户占比较高	11
图 10: 2018Q1Booking 的用户粘性相对较低	11
图 11: 中国国内 OTA 占据绝大部分市场份额	11
图 12: 携程、去哪儿等中国本土企业网络关注度显著领先	12
图 13: 携程旅行、去哪儿旅行等 APP 月活跃用户数保持高位 (单位: 万人)	12
图 14: 滴滴和 Uber 移动 APP 月活跃用户数 (单位: 万人)	13
图 15: 手机百度和 Chrome 移动 APP 月活跃用户数 (单位: 万人)	13
图 16: 淘宝网和亚马逊中国网站周度总覆盖人数 (单位: 万人)	13
图 17: 百度和必应网站周度总覆盖人数 (单位: 万人)	13
图 18: 携程股权结构图 (截至 2018.3.31)	14
图 19: 携程历年营业收入及增速	14
图 20: 携程各业务营收占比	14
图 21: 在线旅游市场竞争格局	15

图 22: 消费者选择 OTA 的各类理由的比例	15
图 23: 2015-2017 年携程、同程、艺龙营收及同比增速 (单位: 亿元)	15
图 24: 2015-2017 年携程、同程、艺龙净利润及同比增速 (单位: 亿元)	15
图 25: 在线酒店预订参与各方	16
图 26: 携程发展历史沿革	17
图 27: 携程国内收购历程	17
图 28: 携程的海外扩张历程	17
图 29: 携程网 2012 年以来重大投资事件及股价复盘	19
图 30: 目前携程总市值较 Booking 仍有差距 (截至 2018 年 7 月 26 日)	19
图 31: 2017 年携程营收和净利润规模不及 Booking 和 Expedia	19
图 32: 上周中信餐饮旅游指数跑输上证综指 2.38 个百分点	21
图 33: 上周中信餐饮旅游指数跑输沪深 300 指数 1.63 个百分点	21
图 34: 上周中证体育指数跑赢上证综指 0.37 个百分点	21
图 35: 上周中证体育指数跑输沪深 300 指数 1.12 个百分点	21
图 36: 上周中信餐饮旅游和中证体育指数涨跌幅分列 26、13 位	22
图 37: 中信餐饮旅游和中证体育板块市盈率(TTM)居中上游	22
图 38: 2006 年至今各板块 PE 估值比较 (TTM, 剔除负值)	25
图 39: 2013 年至今重点公司相对于全部 A 股溢价率	26
图 40: 2013 年至今重点公司相对于沪深 300 溢价率	26
表 1: Booking 旗下 6 大主要品牌及介绍	5
表 2: NYOP 和 Express Deals 两种模式对比	6
表 3: 2004 年以来 Priceline 部分主要全球投资收购情况	7
表 4: Booking 在中国的投资布局	10
表 5: 美团旅行、携程网对比	16
表 6: 携程最近几年海内外投资布局情况	18
表 7: 行业一周主要数据	22
表 8: 行业一周重点新闻	23
表 9: 行业近期主要政策一览	24
表 10: 上市公司一周重点公告	24
表 11: 相关公司重点数据一览	27

从 Booking 的投资布局看 OTA 龙头的成长路径

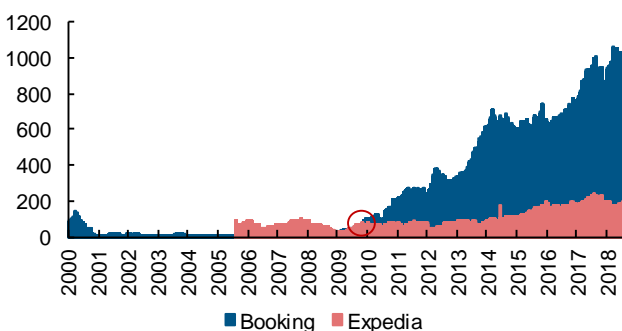
Booking (原名 Priceline) 是一家在线旅游公司, Priceline 从 2004 年便开始大规模展开全球投资并购, 逐步占据全球最大 OTA 的宝座。目前公司旗下有 6 大品牌, 过去十几年的快速发展主要得益于其收购的 Booking 和 Agoda 带来的欧亚两洲的酒店预订模式平稳且丰厚的佣金增长。在中国市场, Booking 虽然进入时间较早, 但业务方面布局一直较为谨慎, 主要通过投资与合作开拓市场, 截至目前已经投资了携程、美团点评和滴滴出行三家企业。以 Priceline 为标杆, 国内 OTA 巨头有望依靠资本走向全球。目前国内最大 OTA 携程正在践行 Booking 的成长路径, 一方面横向投资竞争对手, 巩固龙头地位; 另一方面不断纵向扩张, 投资出行产业链的一系列相关公司。结合 Booking 的经验, 我们认为在线旅游作为兼具互联网轻资产和线下重资产的行业, 单纯依靠内生成长难以成就全球领先的地位, 投资并购有望帮助国内 OTA 龙头成长为国际巨头。

Booking 是如何依托并购成为 OTA 领军企业的?

Booking Holdings Inc. (原名 Priceline.com Incorporated) 是一家在线旅游公司。公司提供网上订价系统, 包括度假机票、酒店房间及出租汽车的旅游服务; 同时提供个人财务服务, 包括住宅按揭、置业贷款、新车销售以及长途电话服务。公司原主体为美国 Priceline Group, 是一家向全球用户提供酒店、机票等旅游产品在线预订服务的核心服务商, 由 Jay Walker 于 1998 年创立, 并于 1999 年上市。

Priceline 通过并购实现了对原行业老大 Expedia 的反超。2003 年, Priceline 第一次实现盈利; 2009 年, Priceline 的利润和市值首次超过竞争对手 Expedia。Expedia 曾是全球全大的 OTA, 业务量一度占全球在线预订的 1/3。其后 Expedia 被 Priceline 全面赶超。我们认为主要原因是 Expedia 丢失了欧洲这一重要市场, 并且历次收购业务的精准度不及 Priceline。

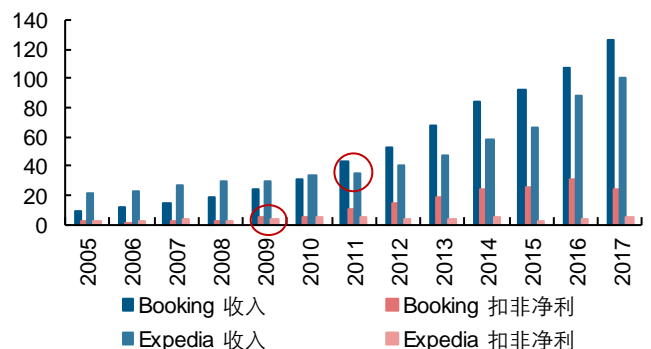
图 1: Booking (Priceline) 和 Expedia 市值对比 (单位: 亿美元)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

回溯历史, 从 2004 年 Priceline 便开始大规模展开全球投资并购, 帮助其逐步占据全球最大 OTA 的宝座。目前公司旗下有 6 大品牌, 过去十几年的快速发展主要得益于其收购的 Booking 和 Agoda 带来的欧亚两洲的酒店预订模式平稳且丰厚的佣金增长, 欧亚两洲消费力崛起和在线酒店预订渗透率的大幅攀升造就了 Priceline 的黄金时代。从

图 2: Booking (Priceline) 和 Expedia 收入及扣非净利 (单位: 亿美元)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

C2B 起家并通过有选择的收购，迅速壮大的过程，是旅游企业通过资本运作实现飞速发展的典型案例。

表 1: Booking 旗下 6 大主要品牌及介绍

子品牌	时间	主要业务区域	业务领域	发展现状
Booking.com	2005 年收购	欧洲	住宿（包括酒店、B&B、公寓、别墅等）	223 个国家，174 个办公室；超过 10000 名员工，42 种语言，24/7 服务；超过 90 万房源
Agoda.com	2007 年收购	亚洲、澳大利亚、德国、英国、美国	住宿	近 4 万城市；50 万房源，38 种语言；1900 多名员工
Priceline.com	1998 年成立	美国	机票、酒店、租车、包价旅游产品、游轮等	设立以来，为消费者节约 100 亿美元，1 亿次预订
KAYAK	2013 年收购	全球	元搜索引擎	35 个国家；20 种语言；年搜索量 10 亿
Rentalcars.com	2010 年收购	全球	租车	167 个国家，43000 个区域；210 万次用户点评
Open Table	2014 年收购	全球	订餐	超过 3.3 万家合作餐厅；每个月服务 1799 万食客；3600 万次用户点评

资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

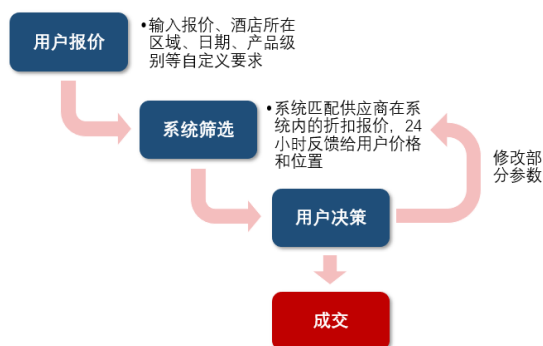
起步：通过独特的商业模式奠定行业地位

Priceline 的商业模式可以分为三个阶段：第一阶段是 Name Your Own Price（自我定价模式），第二阶段是 Express Deals（半透明竞价模式），第三阶段是 OTA 模式。前两者属于商家批发模式（Merchant），而 OTA 则属于代理模式（Agency）。

（1）第一阶段：NYOP 自我定价模式

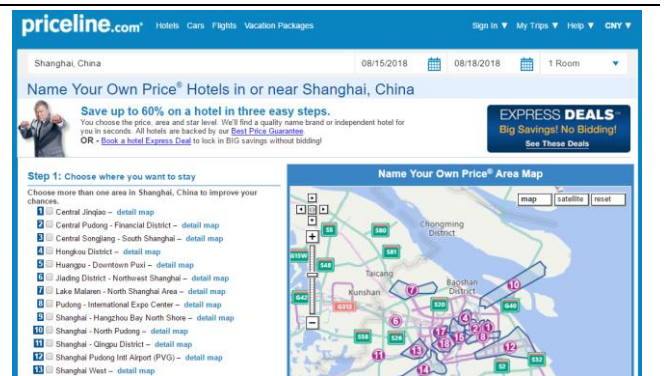
NYOP 模式奠定了 Priceline 旅游服务 C2B 网站的领先地位。这种模式允许消费者通过网络向 Priceline 网站就某种商品或服务报出自己愿意支付的价格，Priceline 从数据库或供应商网络中寻找愿意以消费者所定的价格出售该种产品的供应商。对消费者来说，可以节约出行成本，当然一定程度上要牺牲对品牌、产品的选择权；对供应商而言，可以增加他们的边际收益，帮助去库存，从而能平滑季节波动。

图 3: NYOP 自我定价模式示意图



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 4: Priceline 官网 NYOP 预订界面



资料来源：公司官网，长江证券研究所

但是这种定价模式并不适合所有人群，通常只对价格敏感型客户起作用，而对时间效率要求较高的商务人士或者高端客户并没有足够的吸引力。所以，Priceline 主要是针对价格敏感型客户和希望能够低价旅行的消费者设计自己的产品和服务，而正是这部分价格敏感的群体构成了 Priceline 的主要客户群。

(2) 第二阶段: Express Deals

Priceline 于 2003 年开始尝试 Express Deals (半透明竞价模式)，商家批发模式逐步演化。相比 NYOP 反复的竞价和复杂流程，Express Deals 更加简单清晰，虽然用户看不到具体的航空公司的名称或者酒店品牌，但可以预先看到价格，省去了繁琐的竞价过程。此外，在优惠力度上，Express Deals 的机票折扣也要高于 NYOP，而对消费者和供应商双方的好处总体上依旧保留。

表 2: NYOP 和 Express Deals 两种模式对比

	NYOP	Express Deals
流程	用户在指定价格、酒店星级、区域、航线等相关信息后，系统根据要价和粗略条件匹配供应商在系统内提供的折扣报价，24 小时之内会反馈给用户相应的酒店价格和位置	用户在指定价格、酒店星级、区域、航线等相关信息后，再返回符合条件的酒店或航班地点以供确认，预订完成后页面立即显示行程单和航空公司的名称。
特点	预订中用户不知道具体航空公司名称/酒店品牌、价格；需要通过调整某些参数来重复竞价，来增加匹配概率	预订中用户看不到航空公司名称/酒店品牌，可以预先看到价格；直接省去繁琐的竞价过程；价格高于 NYOP
优惠力度	机票：机票最多享受 4 折优惠 酒店：最高可以享受 4 折优惠	机票：比市场价最多低 50% 酒店：最高可以享受 4 折优惠

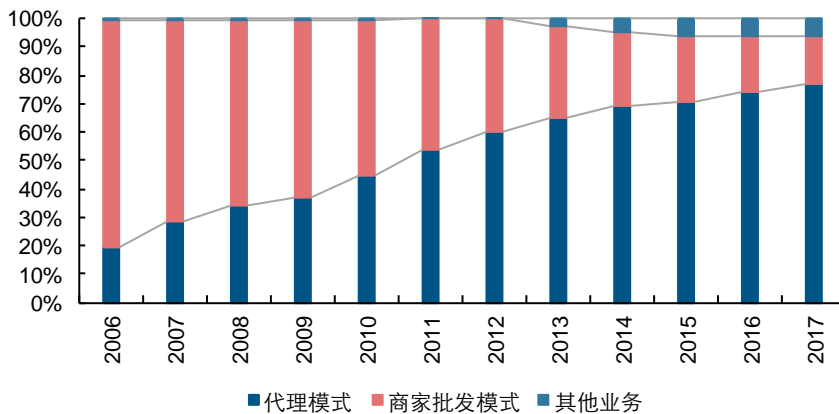
资料来源：新财富，长江证券研究所

(3) 第三阶段: OTA 代理商模式

随着在线旅游预订竞争者的不断出现，行业逐步向更为透明的 OTA 代理模式转变。代理模式主要是通过公司平台旗下的各类网站销售酒店、机票、租车等旅游产品，按销售额的一定比例收取佣金。代理模式下平台仅发挥撮合功能，价格由第三方供应商决定，这种情况下，Priceline 没有库存风险，是零成本的轻资产模式。

目前，Booking 旗下各子品牌均有向代理模式倾斜的趋势。专注美国本土市场的 Priceline.com 兼有商家批发和代理模式；专注亚洲市场的 Agoda.com 主要使用商家批发模式，近年来也有转向代理商模式的趋势；专注欧洲市场的 Booking.com 几乎全部为代理模式，汽车租赁网站 Rentalcars 则是代理和商家批发两种模式的业务兼具。

图 5: Booking 代理模式收入占比快速提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

壮大: 依托全球并购成就行业霸主

如果说商业模式的巧妙设计奠定了 Priceline 的先发优势, 那么其精准高效的全球投资并购帮助其成就行业霸主地位。2004 年 Priceline 收购了英国的线上酒店预订公司 ActiveHotels, 2005 年收购了荷兰的酒店预订网站 Bookings BV, 2005 年将 Active Hotels 和 Bookings BV 整合成 Booking.com, 成为欧洲最大的在线旅游网站。

表 3: 2004 年以来 Priceline 部分主要全球投资收购情况

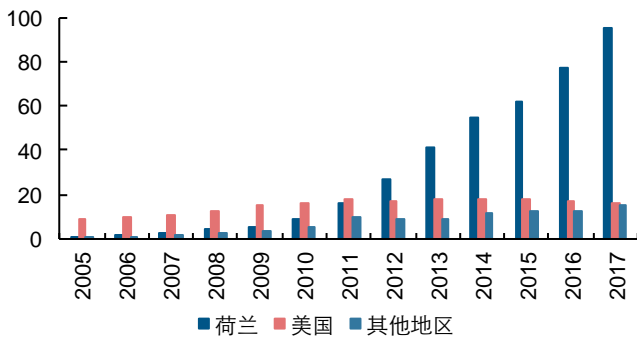
时间	方式	内容	总部
2004	收购	收购旅馆订房网 travel.com 的 71.4% 的股权, 在 travelweb 持股增至 85.7%	美国
2004	收购	以 1.61 亿美元收购英国线上酒店预订服务公司 Active Hotels	英国
2005	收购	以 1.33 亿美元收购了荷兰的酒店预订网站 Booking, 此后将 Active Hotels 和 Bookings 进一步整合为 Booking.com	荷兰
2007	收购	收购了亚洲曼谷和新加坡的在线酒店预订公司 Agoda	泰国
2010	收购	收购了英国曼彻斯特的租车网站 Travel Jigsaw, 并将其重组为 Rentalcars.com	英国
2012	收购	以 18 亿美元收购旅游搜索引擎 Kayak, 强化自身在旅游垂直搜索领域的业务拓展	美国
2014	收购	以 26 亿美元收购网上点餐平台 Open Table	美国
2014	投资	以 5 亿美元投资在线旅游企业携程	中国
2015	收购	收购了酒店管理定价系统 PriceMatch	法国
2015	收购	作价 2000 万美元收购订酒店送航空里程的 Rocketmiles	美国
2015	投资	先后以 2.5 亿美元、5 亿美元投资携程	中国
2015	投资	以 6000 万美元入股巴西 OTA——HotelUrbano; 2016 年将剩余股份进行清算, 退出投资	巴西
2015	收购	澳大利亚的订餐平台 AS Digital	澳大利亚
2016	收购	收购中国台湾创业公司 Woomo, 并转移至泰国曼谷	中国/泰国

2017	收购	以 5.5 亿美元收购英国元搜索网站领导品牌 Momondo	英国
2017	投资	以 4.5 亿美元投资美团点评	中国
2018	投资	以 5 亿美元投资滴滴出行	中国

资料来源：品橙旅游，长江证券研究所

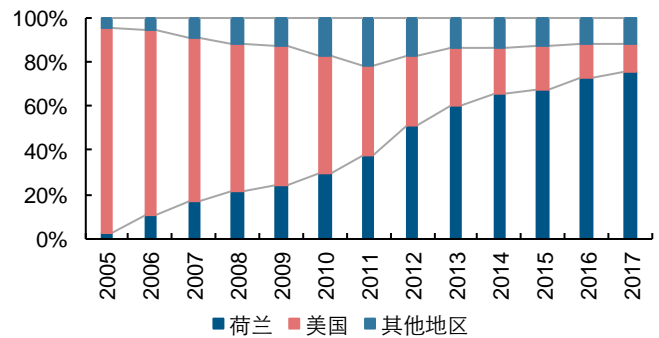
海外扩张对公司的业务提升意义重大。2004 年以前，Priceline 几乎所有业务收入都来自美国本土，从 2004 年收购 Booking 进入欧洲市场，再到 2007 年收购 agoda 进入了亚洲市场，Priceline 的国际业务收入稳步提升。2017 年，集团国际收入占比已经高达 87.2%。

图 6：公司收入中荷兰地区（Booking）收入增长迅速（单位：亿美元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：公司目前收入占比中荷兰地区（Booking）占据核心地位

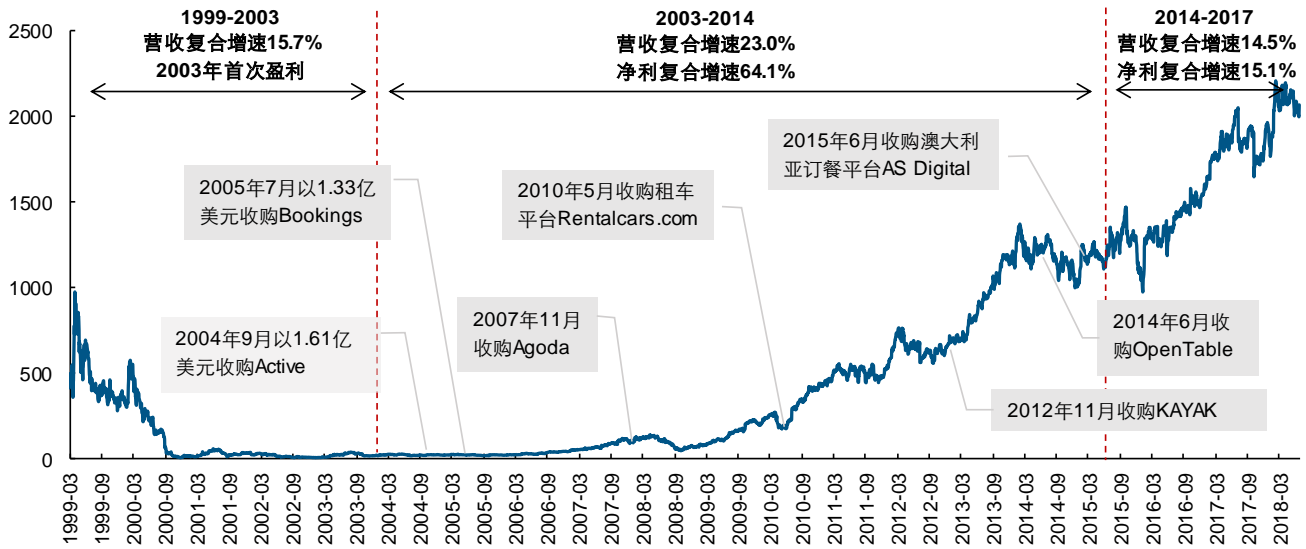


资料来源：Wind，长江证券研究所

在机票、酒店等旅游产品取得一定竞争优势后，Priceline 开始开拓出行产业链其他环节。公司先后将汽车租赁、餐馆预订、搜索比价等业务纳入版图，从而形成了在线旅游“吃、住、行、游”全方位服务，旨在实现通过平台“预订一切”。而除了初创品牌外，其他子品牌均是通过收购得来。

通过一系列的收购，公司收入及净利润规模快速做大，公司股价也相应大幅上涨。1999 年至 2003 年，公司主要通过内生发展，期间营业收入复合增速达 15.7%，并于 2003 年首次实现盈利；2003 年至 2014 年是公司发展的黄金时期，通过一系列海外收购，公司营业收入复合增速达 23.0%、净利润复合增速高达 64.1%，股价从 2003 年前初的低谷 7 元左右飙升至 2014 年底 1160 元左右，上涨 165 倍。2014 年后，公司收入和净利润增速回归正常水平，但股价依旧持续创新高。

图 8: Booking (Priceline) 1999 年上市以来重大投资并购事件及股价复盘



资料来源: Wind, 公司官网, 长江证券研究所

可以看出, Priceline 的全球投资布局帮助其成为在线旅游行业的全球霸主, 在公司经营和股价表现方面均取得了惊人的成绩。我们认为, 背后的原因一方面是公司善于进行商业模式创新, 并且收购决策眼光独到, 几大品牌优势互补并均取得快速发展。另一方面也是因为欧洲市场的红利, 除了欧洲国家假期多、度假需求庞大之前, 欧洲连锁酒店数量少、独立酒店更多, 酒店预订市场就更加细分, 收购 Booking 后集团快速抢占欧洲市场, 分享了欧洲在线旅游发展的最大蛋糕。可以说 Priceline 的高速发展是内外双重因素作用, 也是难以被效仿复制的。

如何看待 Booking 在中国的投资布局?

如果细看中国市场, Booking 虽然很早进入中国市场, 但业务方面布局一直较为谨慎, 主要通过投资与合作开拓市场。Booking 的目标很明确, 计划整合出行、景点、餐饮、住宿资源, 让客户在一次出行中的各方面需求都可以在一个平台上实现。

投资+合作并举, 持续深入中国市场

投资方面, Booking 从 2010 年开始进入中国市场, 并于 2012 年开始对中国企业投资, 截至目前已经投资了携程、美团点评和滴滴出行三家企业。

- (1) **Booking 与携程:** 两者核心主业类似, 均为综合性 OTA 企业, Booking 主要以可转债方式对携程进行投资, 两者在产品共享、用户互导等方面形成密切合作, 同时 Booking 还向携程董事会派遣观察员。
- (2) **Booking 与美团:** Booking 在 2017 年参与美团的融资, 并宣布将全面对接 Agoda 海外库存, 主要目的是借助美团切入目的地服务市场, 同时借助美团庞大的用户资源拓展自身影响力。

- (3) **Booking 与滴滴**: Booking 于 2018 年 7 月以 5 亿美元投资滴滴, 通过合作 Booking 旗下的 App 将为用户提供滴滴叫车服务接口, 而滴滴的乘客也将可以直接通过 Booking.com 或 Agoda 平台预订酒店住宿。和滴滴的这次合作重在相互导流及业务互补。

表 4: Booking 在中国的投资布局

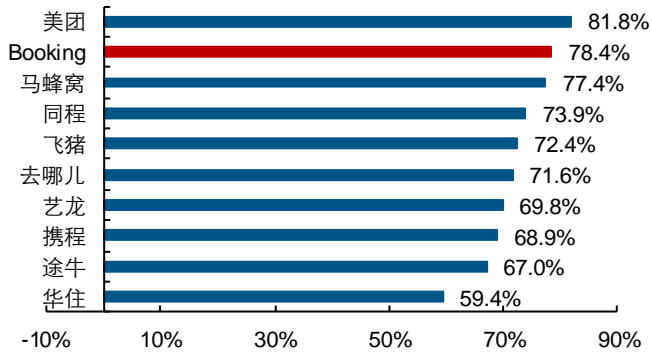
合作方	时间	合作内容
携程	2012 年	与携程开始商业合作, 携程可使用 Booking 在全球 170 多个国家和地区的 23.5 万多家加盟酒店的服务
	2014 年	投资携程 5 亿美元可转债, Priceline (Booking 前身) 获得向携程董事会委派一名观察员的权利
	2015 年	先后投资携程 2.5 亿和 5 亿美元可转债, 携程和 Priceline 将继续在双方平台上相互分享并推广双方的住宿类产品
	2018 年	双方共享酒店库存、在线餐饮预订公司 OpenTable 与携程合作, Booking.com 首席执行官将成为携程董事会观察员
美团点评	2017 年	以 4.5 亿美元投资美团点评, 与美团点评旗下的旅游品牌美团旅行达成了战略合作, 将全面对接 Agoda 海外库存
滴滴出行	2018 年	以 5 亿美元战略投资滴滴出行, Booking 旗下的 App 将为用户提供滴滴叫车服务接口

资料来源: 品橙旅游, 长江证券研究所

此外, Booking 还陆续与包括招商银行、中国移动、东方航空、春秋航空等中国战略合作伙伴达成合作, 为其 OTA+ 战略开展布局。例如和招商银行推出联名信用卡, 消费者在 Booking 预订全球酒店可获得 5% 返现; 和中国移动达成导流合作, 用户可以通过中国移动上海公司“和生活”、“和教授”网站、APP 或者微信公众号上的 Booking.com 专属页面完成酒店预订并成功入住后, 可获赠国内移动数据流量; 和东方航空达成战略合作, 启动“订海外酒店·送双重积分好礼”活动等等。

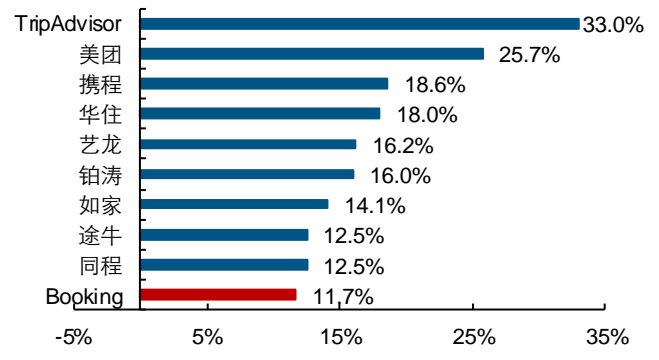
从用户视角来看, Booking 在中国的年轻用户占比较高, 但整体用户粘性不尽如人意。在 TrustData 公布的 2018Q1 调查报告中, Booking 的 80、90 后年轻用户占比位居各大酒店预订 APP 第二位, 达到 78.4%, 推测主要是年轻群体海外自由行需求较大, Booking 在海外市场占有率较高; 然而 Booking 在 2018Q1 的中国用户粘性排名第 10, 远低于 TripAdvisor, 我们认为主要原因一方面是 TripAdvisor 主打用户点评, UGC 内容能够吸引用户反复登陆浏览, 另一方面是 Booking 在与中国企业的合作中形成了多元的用户入口, 导致 Booking 自身 APP 粘性弱化。

图 9：2018Q1Booking 的 80、90 后用户占比较高



资料来源：TrustData，长江证券研究所

图 10：2018Q1Booking 的用户粘性相对较低



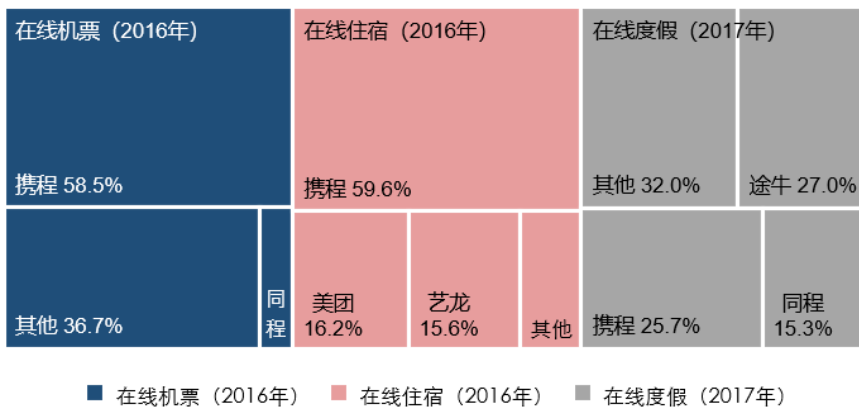
资料来源：TrustData，长江证券研究所

选择投资合作背后的原因是严峻的竞争环境

Booking 之所以选择以投资合作的方式开发中国市场，主要有两方面原因：一是中国 OTA 市场已经相对成熟，直面竞争难度过大，二是海外企业对中国消费者的理解程度有待加深；总之，以投资合作方式切入新市场，为的是在拓展新市场的同时降低经营风险。

一方面，中国 OTA 企业在 21 世纪初期第一波互联网热潮中已经初具雏形，到目前为止已经占据了国内市场绝大部分份额。携程、艺龙、同程、去哪儿、途牛分别成立于 1999 年、1999 年、2004 年、2005 年和 2006 年，本质上市效仿美国的旅游电子商务网站模式，经过数十年的发展已经具备了较强的竞争力。根据艾瑞咨询数据，2016 年在线机票和在线住宿领域携程的交易规模市占率均接近 60%，成为当之无愧的龙头；2017 年在线度假领域途牛和携程分列第一、第二位。

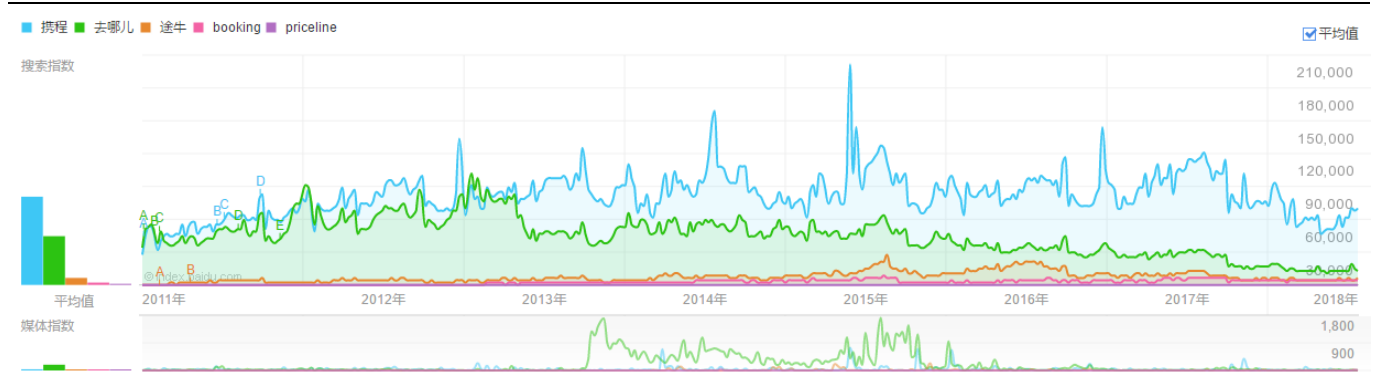
图 11：中国国内 OTA 占据绝大部分市场份额



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

而 Booking2010 年才切入中国市场，在市场影响力方面远不及本土 OTA 企业。根据百度指数的数据，携程、去哪儿、途牛等中国本土企业的网络关注度显著领先 Booking 和 Priceline，在这样的竞争环境下，直接与中国企业争夺市场难度太大。

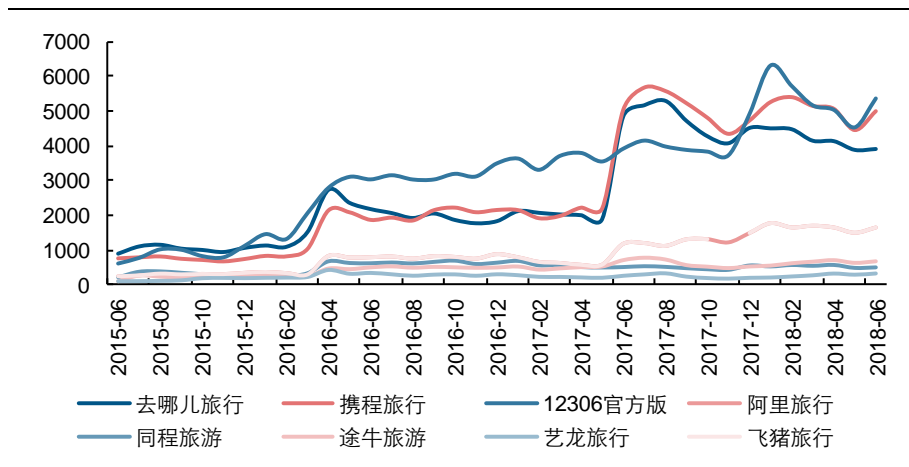
图 12：携程、去哪儿等中国本土企业网络关注度显著领先



资料来源：百度指数，长江证券研究所

从 APP 活跃用户来看，12306、携程旅行和去哪儿旅行月活跃用户显著领先。2018 年 6 月，12306、携程旅行和去哪儿旅行的月活跃用户规模分别达到 5,375 万、4,964 万和 3,886 万人，在旅游出行 APP 中名列前三甲。如此强大的竞争对手为 Booking 的市场拓展带来的显著的竞争压力。

图 13：携程旅行、去哪儿旅行等 APP 月活跃用户数保持高位（单位：万人）



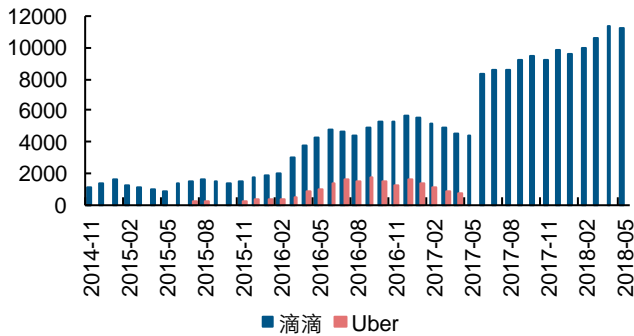
资料来源：Wind，长江证券研究所

另一方面，外来竞争者对中国本土消费者的理解普遍欠缺，与中国企业的合作有助于提高本土化。从原因上分析有三个角度：第一，中国消费者对其不习惯，外国公司对提供适合中国消费者习惯的服务意识不足；第二，中外文化差距非常之大，社会结构不同，以推特为例，推特要求每条不得超过多少字，这对于中国文化和表达习惯很不适用；第三，团队的重要性，外国企业仍然沿用外国的团队，对中国的文化背景不甚了解，反观中国自己的企业，更具有“本土优势”，更了解本土消费者习惯，因此成功不难理解。

从过去几大外国巨头公司的中国市场表现，可以明显看出水土不服的情况。以出行领域为例，Uber 于 2016 年在中国市场稍有起色，但由于较晚的起步以及对中国消费者的营

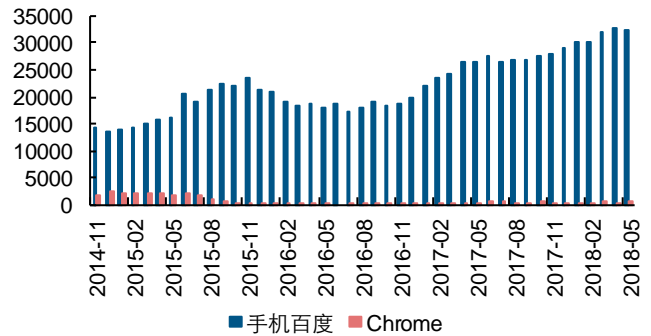
销力度不足，导致面对滴滴竞争乏力，最后 Uber 中国选择与滴滴合并。而在其他搜索引擎、网络购物等领域中国本土巨头的优势更加明显，对海外公司来说竞争难度颇大。

图 14：滴滴和 Uber 移动 APP 月活跃用户数（单位：万人）



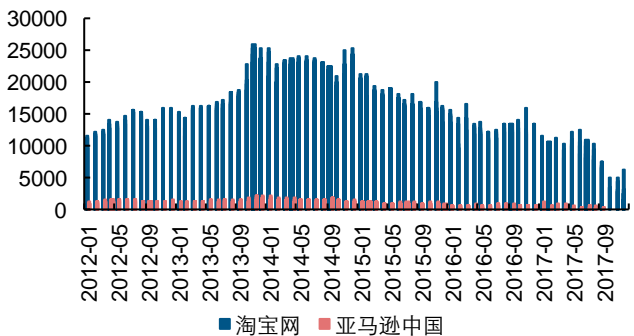
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：手机百度和 Chrome 移动 APP 月活跃用户数（单位：万人）



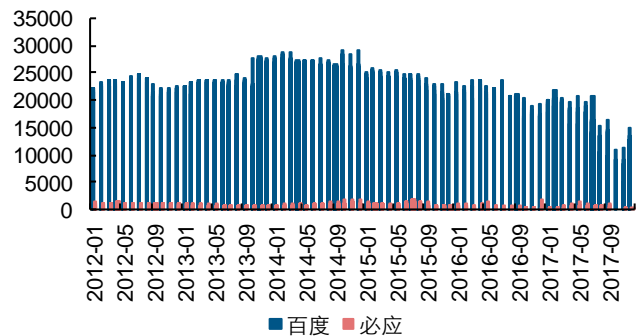
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 16：淘宝网和亚马逊中国网站周度总覆盖人数（单位：万人）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：百度和必应网站周度总覆盖人数（单位：万人）



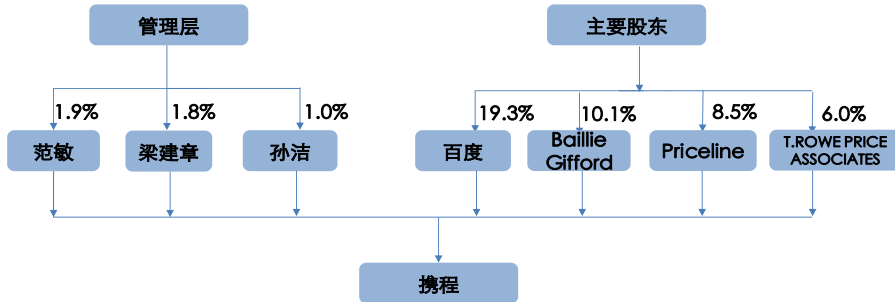
资料来源：Wind，长江证券研究所

借鉴 Booking 经验，国内 OTA 巨头成长路径如何？

国内 OTA 玩家众多，携程领先优势初步建立

携程是目前国内最大的 OTA 企业。截至 2018 年 3 月 31 日，携程前三大股东为百度、Baillie Gifford、Priceline，持股比例分别为 19.3%、10.1%、8.5%；创始人梁建章持股比例为 1.8%左右。

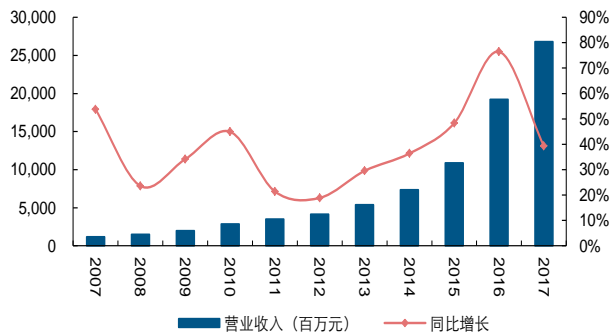
图 18: 携程股权结构图 (截至 2018.3.31)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

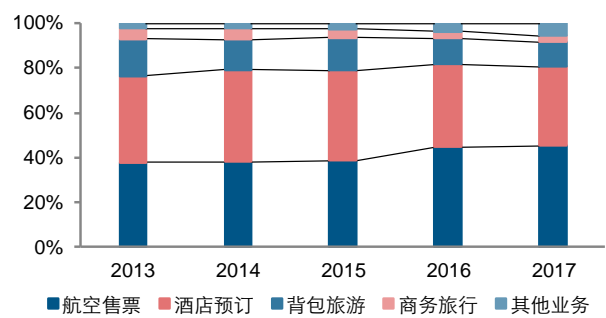
携程 2015 年、2016 年及 2017 年分别实现营业收入 108.98 亿元、192.28 亿元和 267.80 亿元, 同比分别为 48.33%、76.45% 和 39.27%, 实现快速稳定增长。公司主营业务由交通票务、住宿预订、旅游度假和商旅管理组成, 其中航空售票和酒店预订占比最大, 合计占总收入接近 80%, 新兴业务度假游占比上升, 有望成为未来的增长点。

图 19: 携程历年营业收入及增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

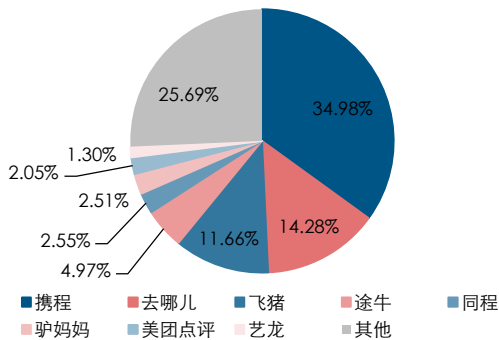
图 20: 携程各业务营收占比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

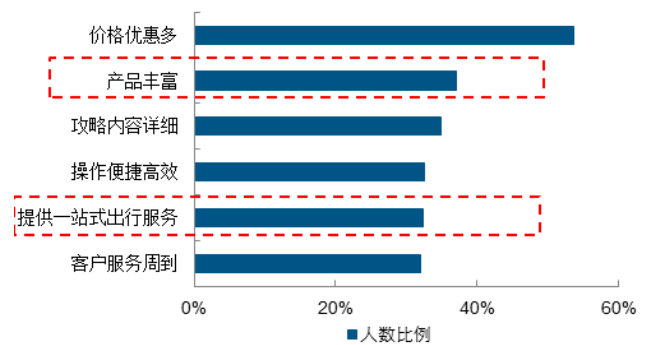
规模效应下, 携程强议价能力+完善的产业链优势显现。携程完成对艺龙、同程、去哪儿的收购之后, 成为 OTA 市场的绝对龙头。2017 年在线预订市场上携程的份额达到 35% 左右, 而同程和艺龙分别为 2.55% 和 1.30%。高市占率为携程带来明显的规模效应, 具体从以下两方面体现相应优势: (1) 携程庞大的业务规模使其在面对上游供应商时具备强大的议价能力, 且自身压缩成本的能力更强。(2) 庞大的业务规模从另一方面意味着携程拥有完善的产业链, 不同的业务间通过增值服务等形式产生较强的协同作用。根据艾瑞咨询, 完善的产业链所带来的一站式出行服务、丰富的产品正是消费者所看重的。

图 21：在线旅游市场竞争格局



资料来源：易观智库，长江证券研究所

图 22：消费者选择 OTA 的各类理由的比例

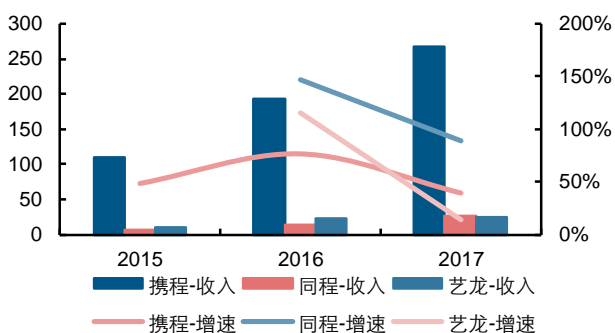


资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

在传统 OTA 企业中，携程收入和净利润规模领先优势明显：

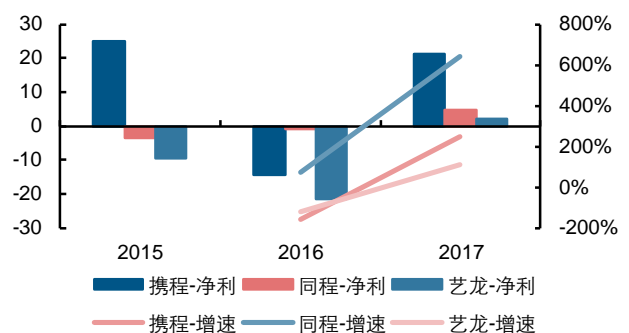
- 从营业收入规模来看，携程位居第一，同程网络于 2017 年以微小优势超越艺龙位居第二。**2017 年，携程实现营业收入 267.80 亿元，同比增长 39.27%；同程网络实现营业收入 27.07 亿元，同比大幅增长 88.68%；艺龙实现营业收入 25.19 亿元，同比小幅增长 14.24%。三家公司营业收入增速相比 2016 年均有所下滑，而其中艺龙下滑幅度最大。
- 从净利润来看，携程于 2015 年实现扭亏为盈后，于 2016 年再度陷入亏损状态，并于 2017 年恢复盈利，而同程、艺龙则于 2017 年首度扭亏为盈。**2017 年，携程、同程网络、艺龙净利润均实现三位数增长，其中携程、艺龙由 2016 年的负增长转为正增长，同城网络则在 2016 年的基础上进一步实现加速增长。从规模来看，携程以 21.42 亿元的净利润位居第一，同程、艺龙分别实现净利润 4.91、1.94 亿元，位居二、三位。
- 从毛利率来看，携程毛利率高于同程和艺龙。**三家公司的毛利率在 2015-2017 年均有所上升，其中艺龙的上升幅度最大，由 2015 年的 37.62%变为 2017 年的 67.76%。2017 年携程、同程和艺龙的毛利率分别为 82.53%、68.27%和 67.76%，携程以较大优势领先于同程和艺龙。造成三者毛利率差异的原因在于不同的业务结构、不同的佣金率和不同的成本控制能力。

图 23：2015-2017 年携程、同程、艺龙营收及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：2015-2017 年携程、同程、艺龙净利润及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

除了传统 OTA 企业外，新玩家也纷纷参与角逐。在线酒店预订业务从最初的在线代理分销渠道为主，变为 OTA、酒店自有、UCG 社区电商、生活服务平台、共享住宿等各方纷纷介入，欲分一杯羹。新玩家中以美团点评和飞猪作为典型的代表。背靠阿里的飞猪和团购起家的美团点评在短时间内快速抢占了市场份额，挑战包括携程在内的原有竞争者。2018Q1，美团酒店的累计订单达到 5,600 万，在总订单数量中占比为 49.3%，超过携程的 2100 万。从在线酒店预订平台间夜量来看，2018 年 3 月美团酒店达到 2,390 万，占比为 46.1%，超过携程的 1140 万。

图 25：在线酒店预订参与各方



资料来源：Trustdata，长江证券研究所

以美团点评为例，同样作为 Booking 的投资企业，美团旅行正在试图以差异化的竞争挑战携程的霸主地位。携程以商旅出行为切入点，围绕机酒打造出规模优势；美团旅行群体年轻、价格敏感，订单量大但收入规模不大。美团订单量、间夜量高背后可能存在无效订单、刷单等因素，且钟点房占比大，间夜重复计算。

表 5：美团旅行、携程网对比

	美团旅行	携程网	调查时间
业务定位	以酒店为主	以机票、酒店为主	2018 年 7 月
业务开展时间	2013 年	1999 年	-
合作酒店	70 万+	130 万+	2017 年底
交易规模占比	12.90%	46.40%	2018Q1
活跃渗透率 TGI	171.43	178.16	2017 年底
活跃用户数	28484 万	6949 万	2017 年 12 月
用户粘性	25.70%	18.60%	2018Q1
用户日打开次数	3.7	3.1	2018Q1
80 及 90 后用户占比	81.80%	68.90%	2018Q1
其他用户入口	美团、大众点评	线下 7000 家门店	2018 年 7 月
酒店订单量	5770 万	2210 万	2018Q1
酒店间夜量	2270 万	1100 万	2018 年 3 月
收入规模	-	267 亿	2017 年
酒店佣金率	8%-10%	15%-20%	2017 年

资料来源：QuestMobile，Trustdata，易观智库，长江证券研究所

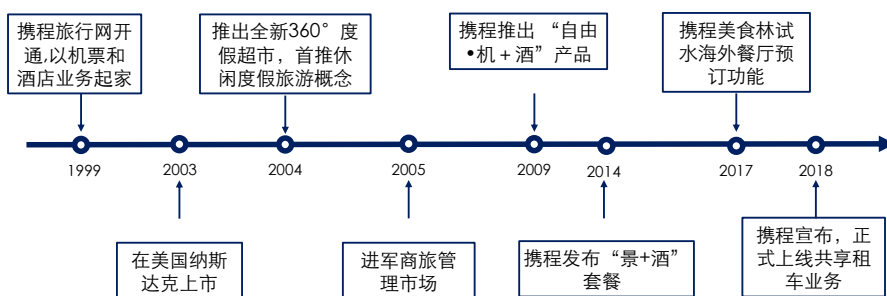
我们认为，美团旅行和携程的差异主要体现在几个方面：一是产品差异，美团目前专注酒店业务，且以中低端为主，而携程涵盖在线旅游各环节，以商旅高端为特色；二是模式差异，美团旅行依托生活服务综合平台，而携程则主要依靠自身旅行平台；三是用户

差异，美团用户年轻化特征明显但客单价低、消费频次低、衍生需求少，携程用户更为成熟、变现率高。短时间内携程霸主地位难以被撼动，长期来看需要重点关注外延并购的进度和成效。

借鉴 Booking 经验，携程投资并购开始加速

携程作为中国最大的 OTA，同时又是 Booking 参股投资的企业，在经营策略上两者颇为相似。在发展过程中，携程也积极进行海内外的投资布局，不仅是横向投资竞争对手，同时也纵向深耕旅游产业链。

图 26：携程发展历史沿革

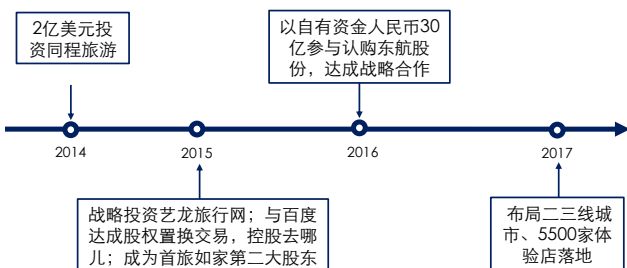


资料来源：公司官网，长江证券研究所

一方面，携程横向投资竞争对手，巩固龙头地位。2014 年携程以 2 亿美元投资同程，持股约 30%，为同程的第二大股东，该战略投资加强了携程在门票市场的布局。2015 年 5 月携程从 Expedia 手中买入艺龙 37.6% 的股份，成为艺龙最大股东，该收购有助于携程在中低端酒店市场的布局。2015 年 10 月携程与百度置换股权，拥有了去哪儿 45% 投票权。携程通过对竞争对手的一系列收购，稳固了其在 OTA 市场的龙头地位。

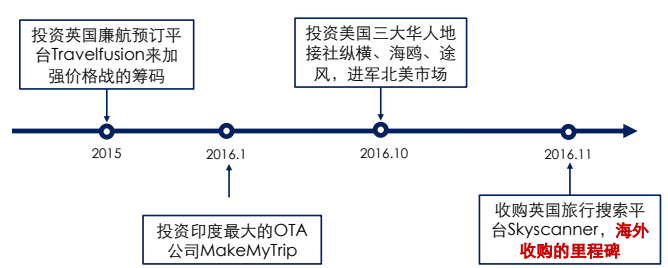
另一方面，携程不断纵向扩张，投资了出行产业链的一系列相关公司，如一嗨租车、易到用车、途家等。2015 年携程成为首旅如家的第二大股东，2016 年携程与东航达成战略合作，增强了对上游机票和酒店资源的控制。

图 27：携程国内收购历程



资料来源：携程官网，长江证券研究所

图 28：携程的海外扩张历程



资料来源：携程官网，长江证券研究所

此外，在国内独占鳌头后，携程还积极推动海外扩张。携程 2015 年 1 月投资英国廉航预订平台 Travelfusion 来加强价格战的筹码。2016 年 1 月携程投资印度最大的 OTA 公司 MakeMyTrip，进军东南亚市场；同年携程投资美国三大华人地接社纵横、海鸥、途风，进军北美市场。

请阅读最后评级说明和重要声明

风，进军北美市场。2016 年 11 月携程收购英国旅行搜索平台 Skyscanner，这是携程海外扩张历程的里程碑，对携程的海外业务有很大影响。

表 6：携程最近几年海内外投资布局情况

时间	布局情况	总部
2013.2	投资途家 3670 万美元	中国
2013.8	以 4600 万元人民币收购 B2B 预订服务商上海大都市旅行社 51% 的股份	中国
2013.11	以 3500 万元人民币的现金加股权收购慧评网 35% 的	中国
2013.12	参与投资一嗨 E 轮融资 9405 万美元，占股 19.6%	中国
2013.12	投资易到用车 2300 万美元，占股 20%	中国
2014.1	以 2309 万美元获途风 51% 股权	中国
2014.4	以 14 亿元(2.28 亿美元)入股同程旅游，占股约 20%	中国
2014.8	投资 8100 万元现金入股世纪明德	中国
2014.9-11	9 月投资 5250 万美元入股天海邮轮，持股 70%；11 月转让 35% 股份，完成后持有 35% 股份。	中国
2014.12	合计持有途牛 4.6% 股份。	中国
2014.12	收购了华远国旅 43% 的股份并获得多数投票权，价格为 5000 万美元	中国
2015.1	以 7.21 亿元(7560 万英镑)收购了 Travelfusion 70% 的股权	英国
2015.10	与百度通过股权置换，成为去哪儿最大股东	中国
2016.1	通过可转债的方式投资印度 MakeMyTrip 1.8 亿美元，持股 18%	印度
2016.10	投资美国三大华人地接社	美国
2016.11	以 14 亿英镑收购英国最大的旅游搜索巨头天巡	英国
2017.5	携程及其他投资人投资 MakeMyTrip 3.3 亿美元	印度
2017.11	收购美国旅游元搜索平台 Trip.com，同月收购英国社交媒体 Twizoo	英国
2018.1	子公司途风收购印度 B2B 旅游平台 Travstarz Global Group	印度
2018.4	以 5000 万元人民币控股德国开元旅游	德国

资料来源：品橙旅游，公司官网，长江证券研究所

随着投资并购布局的加快，携程的股价表现也越来越强势。从 2012 年开启有计划的投资并购后，公司股价实现快速提高，2017 年 8 月前复权股价达到最高值 60.65 美元，较 2012 年底的 11.33 美元上涨超过 435%。

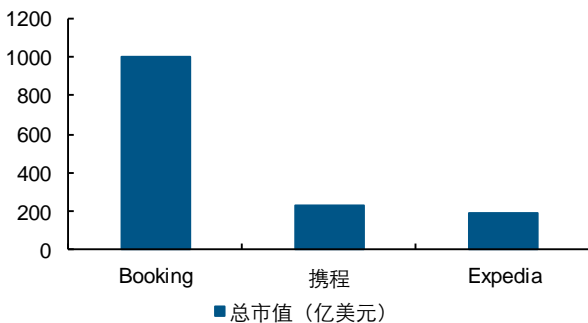
图 29: 携程网 2012 年以来重大投资事件及股价复盘



资料来源: Wind, 公司官网, 长江证券研究所

作为国内最大的 OTA, 携程和 Booking 仍有较大差距, 未来的成长之路依旧漫长。从规模上来看, 目前携程的市值达到了 231 亿美元 (截至 2018 年 7 月 27 日), 相当于 Booking 的 1/4, 但已经超过了另一大巨头 Expedia 的 189 亿市值。在盈利能力上, 2017 年携程和 Booking 的营业收入分别为 40.98 亿美元和 126.81 亿美元, 净利润分别为 3.78 亿美元和 23.41 亿美元, 携程较国际巨头的差距仍然明显。

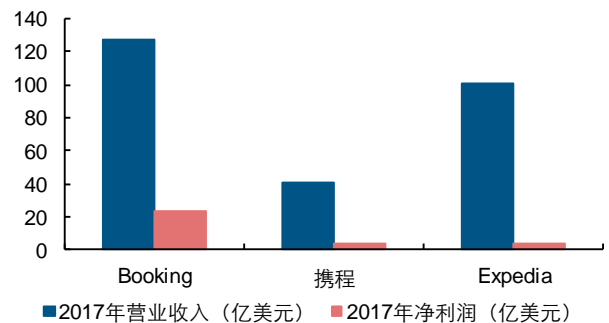
图 30: 目前携程总市值较 Booking 仍有差距 (截至 2018 年 7 月 26 日)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

未来可以肯定的是, 携程依旧需要继续加强投资并购来确保自己的领先优势。就目前来看携程在国内的横向投资布局已经初具规模, 未来不排除进一步投资收购业务与之互补或者具备挑战潜力的竞争对手, 从而降低竞争风险、巩固龙头地位。此外, 更重要的是将继续进行海外投资, 一方面是以服务中国游客出境游为目的的海外渠道、目的地资源投资; 另一方面是进入新兴市场如印度等, 计划在未来 5 年内将国际市场收入提升 40% 至 50%。以印度市场为例, MakeMyTrip 是印度市场上最大的在线旅游提供商, 携程和 MakeMyTrip 团队在产品和经验方面都可进行共享。以 Priceline 为标杆, 国内 OTA 巨头有望依靠资本走向全球, 成为行业领军者。

图 31: 2017 年携程营收和净利润规模不及 Booking 和 Expedia



资料来源: Wind, 长江证券研究所

本周观点及投资建议

免税板块推荐中国国旅，日上批发业务整合 6 月 1 日启动，毛利率提升已经开始；国内免税市占率约 80%，国际拓展稳步推进。国内业务方面，6 月日上开始整合日上批发业务，1 年内完成，广州机场免税店 8 月份全面开业，规模效应和经营改善并进，毛利率提升速度有望加快（18 年以来已经提升 2-5%）；国际业务方面，继联合拉加代尔成功竞标香港机场烟酒标段后，中免又联合皇权(香港)成功获得澳门机场 5 年免税经营权，验证了联合竞标的可行性。期待未来，公司继续和国际领先免税运营商拓展在新加坡等地区的国际业务，向着全球第一免税运营商的目标更进一步。短期看，（1）中报业绩向好，（2）离岛免税政策放宽(新开博鳌店、提升购物限额等)，（3）批发业务整合、运营效率提升带动毛利率提升，（4）北京&上海市内免税店或有所突破；中长期看国际拓展和规模效应增厚业绩。

酒店板块看好中端酒店细分领域，根据美国酒店周期我们判断我国酒店行业有望自 17 年进入 3-5 年上升周期且 18 年开始有望进入提价通道，通过比较美国三轮周期酒店龙头价格提升区间以及中美消费品价差，我们判断酒店提价尚有 30~50%空间。**重点推荐首旅酒店**，看好公司受益于行业发展和自身结构调整、逐步释放业绩，看好公司在本轮国内酒店上升周期中，实现业绩与估值提升的戴维斯双击。**锦江股份**，未来公司将继续践行“全球布局、跨国经营”的发展战略，受益于规模效应、中高端品牌效应以及经营效率的提升，业绩有望持续释放。

景区板块看好休闲景区，观光游转型休闲游行业趋势下，优质休闲景区供不应求，从而实现客流量和客单价的双重提升。**重点推荐宋城演艺**，异地复制第二轮阳朔项目有望于 2018 年，张家界、西安项目有望于 2019 年开业；轻资产项目持续落地；打造 4.0 产品版本西塘演艺小镇夯实宋城行业龙头地位。此外，六间房整合重组有利于优化股权结构，直接增厚宋城演艺盈利和现金流。**中青旅**，低估值休闲景区稀缺标的，18 年乌镇景区提价全年受益，古北水镇有望通过完善配套设施和服务带动客单价提升，进而驱动业绩增长；控股股东划转光大后，公司有望借助光大集团金融产业背景，以及在旅游、体育、教育、养老等产业的布局实现业务的扩展。

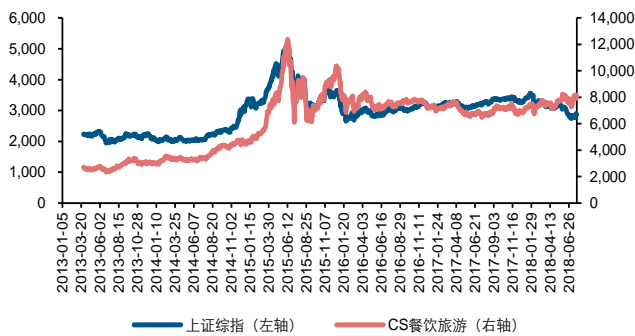
餐饮板块推荐广州酒家。公司主营业务包括餐饮服务和食品生产经营，多元发展潜力十足。产能扩张和市场拓展双管齐下，2018 年业绩增长具备坚实基础。（1）产能扩张方面，通过技术改进保持持续性增长，未来主要看点还是募投项目新增产能、合资公司粮丰园贡献产能以及湘潭、梅州两大生产基地贡献 3.2 万吨食品产能，预计 1-2 年后产能会有大的提升。（2）市场拓展方面，省内外重点拓展区域营销力度会加大，广告费随销售额保持正常增长。

板块行情回顾

过去一周：餐饮指数(-0.82%)，中证体育指数(+1.93%)，教育指数(+14.35%)，上证综指(+1.57%)，沪深 300(+0.81%)，创业板(-0.93%)，中小板(-0.16%)。餐饮旅游板块、体育板块、教育板块市盈率(TTM)分别为 38.4X、27.2X、47.2X。

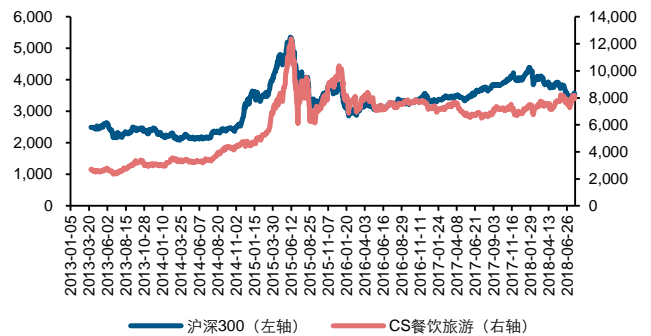
上周中信餐饮旅游指数下跌 0.82%，分别跑输上证综指和沪深 300 指数 2.38 和 1.63 个百分点。上周中证体育指数上涨 1.93%，分别跑赢上证综指和沪深 300 指数 0.37 和 1.12 个百分点。

图 32：上周中信餐饮旅游指数跑输上证综指 2.38 个百分点



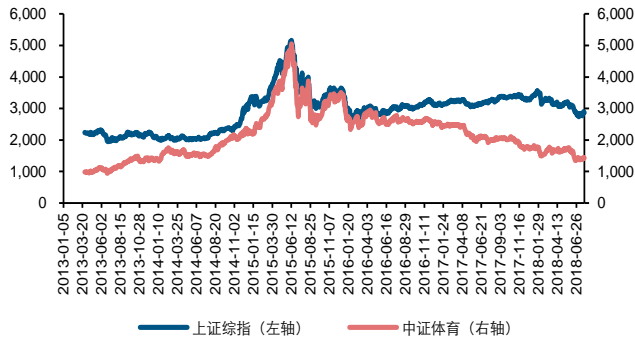
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：上周中信餐饮旅游指数跑输沪深 300 指数 1.63 个百分点



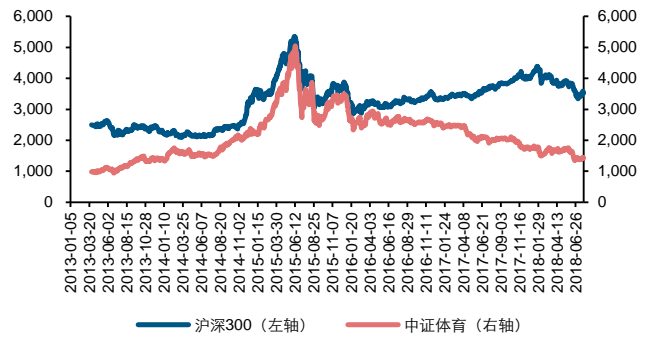
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34：上周中证体育指数跑赢上证综指 0.37 个百分点



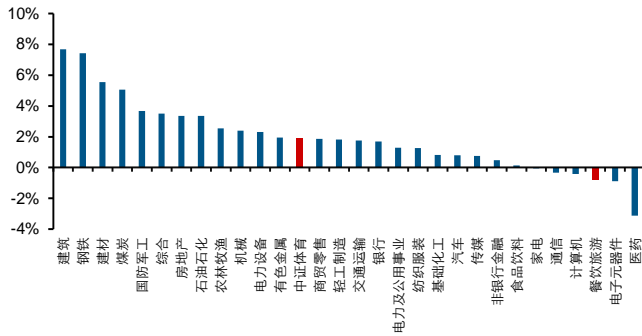
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：上周中证体育指数跑输沪深 300 指数 1.12 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

上周中信餐饮旅游指数位居涨跌幅排行榜第 28 位，中证体育指数位居第 13 位。截至上周末，餐饮旅游板块和体育板块的市盈率(TTM)分别为 38.4X 和 27.2X，在全行业中居于中上游。

图 36：上周中信餐饮旅游和中证体育指数涨跌幅分列 26、13 位


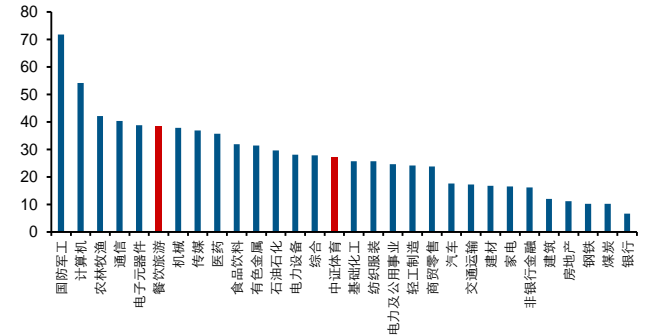
资料来源：Wind，长江证券研究所

旅游类标的中，涨幅前三标的分别是西安饮食(+50.25%)、大东海 A(+10.94%)以及西安旅游(+8.21%)；跌幅前三标的分别是凯撒旅游(-11.10%)、锦江股份(-6.67%)以及首旅酒店(-6.57%)。

体育类标的中，涨幅前三标的分别是上海凤凰(+19.15%)、英派斯(+13.32%)以及天音控股(+9.14%)；跌幅前三标的分别是美国天然食品股份有限公司(-20.20%)、双象股份(-2.17%)以及金陵体育(-1.49%)。

美股消费类标的中，涨幅前三标的分别是桥点教育公司(+63.19%)、Supervalu 公司(+56.09%)以及自由女神税务服务股份有限公司(+28.37%)；跌幅前三标的分别是美国天然食品股份有限公司(-20.20%)、Mohawk 工业股份有限公司(-20.03%)、以及 Empire Resorts 股份有限公司(-20.00%)。

港股消费类标的中，涨幅前三标的分别是寰宇国际金融(+22.95%)、环球数码创意(+22.49%)以及启迪国际(+21.62%)；跌幅前三标的分别是拉近网娱(-56.38%)、IDT INT'L (-36.55%)以及千百度(-20.69%)。

图 37：中信餐饮旅游和中证体育板块市盈率(TTM)居中上游


资料来源：Wind，长江证券研究所

行业主要数据回顾

表 7：行业一周主要数据

主体	概要	内容
《中国西部自驾游发展报告 2018》	途牛旅游网携手中国旅游车船协会自驾游与露营房车分会、西部自驾车旅游联盟共同发布《中国西部自驾游发展报告 2018》。	近五年来国内自驾游出行人数持续增长，占到国内旅游人数比例稳定在半数以上。最新公布数据显示，2017 年中国自驾游总人数达 31 亿人次，比 2016 年增长 17.4%，占国内出游总人数的 62%。长线自驾游热门目的地主要集中在以内蒙古、青海、四川、云南、新疆、甘肃等为主的西部地区。6-8 月为出游高峰段，正处于西部地区旅游旺季。 截至 2017 年年末，全国建成营业的自驾车露营地约有 500 家，在建的自驾车露营地约有 400 家；建成和在建的露营地总数量为 900 家左右。（环球旅讯）
《2017 年度文化和旅游部部门决算》	7 月 20 日，文化和旅游部官网发布《2017 年度文化和旅游部部门决算》	原国家旅游局 2017 年度公共预算总收入 85,757.31 万元，其中本年收入 57,444.39 万元。其中，财政拨款收入 52,098.48 万元，同比增长 9.4%，主要原因一是为推动建立澜沧江—湄公河国家命运共同体，二是增加世界旅游组织第 22 届全体大会项目预算。（环球旅讯）

资料来源：长江证券研究所整理

行业重要新闻概览

表 8: 行业一周重点新闻

旅游行业		
主体	概要	内容
飞猪	飞猪九州目的地 IP 主打火车之旅, 和 JR 九州携手, 在主题列车上下足功夫。	飞猪联合 JR 九州正式发布九州专线, 中国消费者最早今年十一假期即可体验。飞猪九州专线首发线路目前已上线, 消费者在飞猪上搜索九州小火车即可直达浏览。这也是飞猪继北极、南极 IP 后, 在旅行线路上拓展的新尝试。(环球旅讯)
张家界	张家界签约 13 个总额 182.5 亿招商项目, 将建“天空之眼”。	在 7 月 23 日举行的张家界招商推介会暨项目签约仪式上, 总额 182.5 亿元的 13 个招商签约项目签约, 主要项目有北京复华旅游文化发展有限公司投资 40 亿元的张家界武陵源复华国际度假世界、澳门君天集团投资 38.5 亿元的张家界天空之眼项目等。(环球旅讯)
途家	途家预计 1 到 2 年后上市, 共享住宿或在一年后大爆发。	今年 7 月 16 日, 途家披露了最新的业务数据: 日间夜量突破 13 万、全球房源超过 120 万, 预计 2018 年全年间夜量超 3000 万。有业内人士估算, 13 万的间夜量相当于 Airbnb 和小猪短租间夜量总和的近 5 倍。途家 COO 杨昌乐表示预计 1~2 年后上市, 共享住宿或在一年后大爆发。(环球旅讯)
体育行业		
《2018 全国优选体育产业项目名录》	体育总局及四大银行联合发布《2018 全国优选体育产业项目名录》, 拟融资金额 1682 亿元。	国家体育总局与中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行联合印发了《2018 年全国优选体育产业项目名录》。全国各省市共有 383 个项目入选, 拟融资 1682 亿元, 预计拉动投资 3528 亿元。(体育大生意)
电竞	腾讯计划一年为电竞市场投资 10 亿元人民币。	中国电竞市场价值 130 亿美元, 腾讯占据了全球最大游戏市场的核心位置, 它计划一年为电竞市场投资 10 亿元人民币 (约合 1.5 亿美元), 希望像《王者荣耀》这样的激烈比赛能够确保公司在这一快速发展的市场占据首位。(体育大生意)
CBA	CBA 公司发布季前赛承办标书, 每站承办方需缴纳 100 万元。	近日, CBA 公司发布 2018-2019 赛季 CBA 联赛季前赛承办标书, 面向全国招募 CBA 季前赛承办方。CBA20 支球队将分为五组, 每组四支球队, 分别在五站进行单循环赛制, 每站赛期为三天。每天进行两场比赛, 比赛采用 4 节每节 10 分钟的赛制, 比赛将在 10 月 3 日-11 日之间举行。承办方每站比赛需缴纳 100 万元, 其中 40 万元为承办费, 另外 60 万元是奖金。(体育大生意)
教育行业		
鲸鱼小班	鲸鱼小班获千万美金 A 轮融资, 主打固定外教、固定同伴、固定课表的在线小班课。	近日, 在线少儿英语学习平台“鲸鱼小班”(原柔持英语) 对外宣布已完成由清新资本领投、山行资本跟投的千万美金 A 轮融资。去年 12 月, 鲸鱼小班完成了由山行资本领投的 1500 万元 Pre-A 轮融资。(芥末堆)
斯达营地教育	斯达营地教育宣布, 公司已完成数千万元 A 轮融资, 由中以智教资本领投, 泽厚资本跟投。	近日, 斯达营地教育宣布已完成数千万元 A 轮融资, 本轮融资由中以智教资本领投, 泽厚资本跟投。斯达营地已成立 4 年多, 所有产品均直营, 已累计服务 30000+ 名营员及家长, 预计 2018 单年即可服务 20000+ 名营员, 目前已实现盈利。(芥末堆)
《中国义务教育质量监测报告》	我国首份《中国义务教育质量监测报告》发布。	近日, 教育部基础教育质量监测中心发布了《中国义务教育质量监测报告》。这是我国首份国家义务教育质量监测报告。《报告》的监测结果显示, 学生综合应用能力相对薄弱, 肥胖、近视和睡眠不足问题突出。另外学生参加校外学业辅导班比例较高, 学业压力较大。(芥末堆)
养老行业		

老年智能家居	谷歌与养老机构洽谈合作, 开发面向老年人智能家居产品。	据彭博社北京时间 7 月 24 日报道, 谷歌旗下智能家居业务部门 Nest 在考虑开发新产品, 目标是帮助老年人能在尽可能长的时间内独立生活。Nest 与养老机构探索的另外一个方面, 是预测可能对生命造成威胁的摔倒。这是一项雄心勃勃的长期项目, 传感器可以监测运动的变化, 以及标志着可能摔倒的其他信号。(凤凰网科技)
河南	河南印发 2018 年推进健康养老产业转型发展专项方案。	《通知》中对社区居家、养老机构、养老品牌等作出一系列指导, 计划启动建设社区养老服务中心 500 个, 年底前城市社区养老服务设施覆盖率达到 60% 以上。(中国养老网)
其他行业		
人力	人力资源服务京津冀区域协同地方标准将于今年 8 月 1 日起正式实施。	今年 4 月, 京津冀三地人社保和质监部门共同发布了人力资源服务京津冀区域协同地方标准, 并将于今年 8 月 1 日起正式实施。三地分别组建评委会开展等级评定标准实施后, 三地人力资源服务机构将通过一系列量化指标打分评级, 被赋予 A-5A 的等级。京津冀三地分别组建人力资源服务机构等级评定委员会, 对本区域内人力资源服务机构开展等级评定。(中国青年网)
宠物	太平洋保险与宠城科技正式签约	2018 年 7 月 24 日, "太平洋保险集团与宠城科技有限公司签约活动"在杭州举行。此次太平洋保险与宠城科技的合作可充分发挥各领域的优势, 增强双方产品的市场竞争力与行业竞争力, 共同推动宠物医保的发展。(宠巴巴)

资料来源: 长江证券研究所整理

行业近期政策汇总

表 9: 行业近期主要政策一览

政策	部门	行业	内容
江苏省 2018 年退休人员基本养老金调整方案	江苏省人力资源和社会保障厅	养老	全省 820 万退休人员从今年 1 月 1 日起增加基本养老金, 新增养老金将在 7 月底前补发到位。按照今年的调整方案, 全省企业退休人员人均基本养老金调整幅度将达到 5.5% 左右, 机关事业单位退休人员人均基本养老金调整幅度将控制在不超过 4%, 这将进一步缩小机关事业单位和企业退休人员之间的基本养老金水平相对差距。(人民网)

资料来源: 长江证券研究所整理

公司重要公告盘点

表 10: 上市公司一周重点公告

旅游上市公司公告			
日期	公司代码	公司简称	公告内容
7.23	600138.SH	中青旅	因古北水镇 20% 股权转让方京能集团向京交所提交《终结申请》, 公司拟终止本次交易和可能构成的重大资产重组事项。
7.24	601888.SH	中国国旅	董事会同意中免的全资子公司在澳门投资设立全资子公司, 注册资本为 1 亿港元, 并由该公司在澳门开设运营市内免税店。
7.26	000428.SZ	华天酒店	拟向全国银行间市场交易商协会申请注册发行不超过 6 亿元的中期票据; 拟向北交所申请发行不超过 3 亿元的债权融资计划。
体育上市公司公告			
7.23	000592.SZ	平潭发展	全资子公司龙岩中福收到增值税退税款 134 万。

请阅读最后评级说明和重要声明

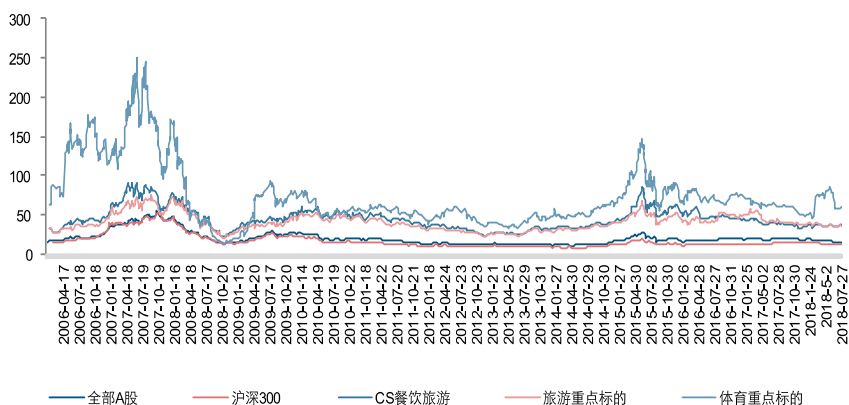
7.25	601718.SH	际华集团	发布 2018 年半年度业绩预减公告，归母净利润预计减少 2.77 亿元到 3.52 亿元，同比减少 53.87%至 68.53%；扣非业绩预计增加 5670 万元到 9416 万元，同增 816.87%到 1356.56%。
7.26	000558.SZ	莱茵体育	全资子公司小镇公司与无锡锡东新城商务区管委会签署合作框架协议。
教育上市公司公告			
7.23	002599.SZ	盛通股份	发布 2018 年中报业绩快报，预计实现营业总收入 8.56 亿元 (+63.09%)；归母净利润为 5023 万元 (+66.33%)。
7.25	600661.SH	新南洋	拟出资 9500 万元(占比 19%)与金山资本作为有限合伙人共同发起设立教育产业并购基金，并购基金首期规模不超过 5 亿元；拟出资 1.2 亿元与威海产业发展基金作为有限合伙人共同发起设立鲲鹏新南洋教育产业并购基金，并购基金首期规模拟为 5 亿元；拟收购韩国 CDL 公司 79 万股普通股，股份占比约为 10.37%，预估交易金额 7460 万元；全资子公司昂立教育拟出资 3060 万元(持股 51%)与韩国 CDL 公司全资子公司清潭中国共同发起设立合资公司。
7.25	002308.SZ	威创股份	凯瑞联盟股权过户手续已完成，公司目前已持有凯瑞联盟 35%股权。
养老上市公司公告			
7.25	002162.SZ	悦心健康	董事兼总裁王其鑫辞职，聘任李慈雄为总裁，聘任朱彦忠为执行副总裁，聘任刘晖、柯雅祯为副总裁。

资料来源：Wind，长江证券研究所整理

板块历史估值

截至 2018 年 7 月 27 日，中信餐饮旅游行业 PE(历史 TTM, 整体法, 剔除负值)为 36.8X, 相较于 2006 至今的历史平均 PE(44.3X)折价 16.8%。旅游重点标的 PE(TTM)为 35.6X, 相较于 2006 至今的历史平均 PE(40.3X)折价 11.7%；体育重点标的 PE(TTM)为 59.1X, 相较于 2006 至今的历史平均 PE(72.7X)折价 18.8%。

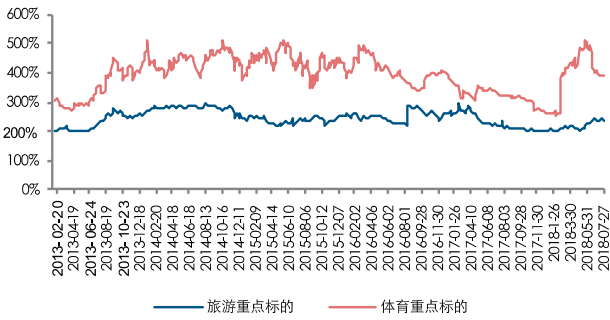
图 38：2006 年至今各板块 PE 估值比较 (TTM, 剔除负值)



资料来源：Wind，长江证券研究所

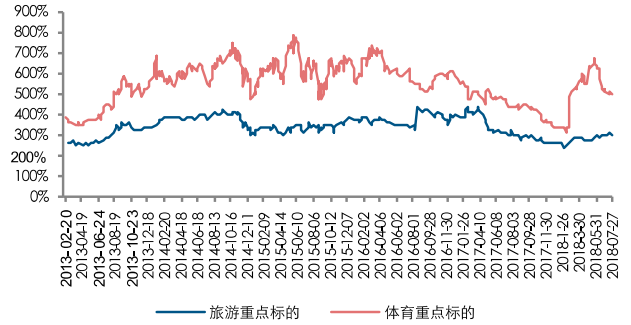
截至 2018 年 7 月 27 日，旅游重点标的相对全部 A 股溢价率为 235% (2013 年至今历史均值为 243%)，相对于沪深 300 溢价率为 300% (2013 年至今历史均值为 338%)。体育重点标的相对全部 A 股溢价率为 390% (2013 年至今历史均值为 391%)，相对于沪深 300 溢价率为 497% (2013 年至今历史均值为 545%)。

图 39：2013 年至今重点公司相对于全部 A 股溢价率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：2013 年至今重点公司相对于沪深 300 溢价率



资料来源：Wind，长江证券研究所

相关公司重点数据一览

表 11: 相关公司重点数据一览

股票代码	公司简称	2018/7/27 收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
601888.SH	中国国旅	73.46	1,434	1.30	2.13	2.73	3.33	57	34	27	22
600138.SH	中青旅	18.61	135	0.79	0.94	1.08	1.20	24	20	17	16
600258.SH	首旅酒店	25.56	250	0.77	0.95	1.06	1.25	33	27	24	20
600754.SH	锦江股份	34.32	300	0.92	1.16	1.43	1.81	37	30	24	19
000888.SZ	峨眉山 A	7.90	42	0.37	0.46	0.51	0.56	21	17	15	14
600054.SH	黄山旅游	11.55	77	0.55	0.58	0.61	0.69	21	20	19	17
002159.SZ	三特索道	20.92	29	0.04	0.28	0.34	0.49	523	74	62	42
300144.SZ	宋城演艺	26.61	387	0.73	1.16	0.86	1.06	36	23	31	25
000524.SZ	岭南控股	8.24	55	0.28	0.33	0.39	0.44	29	25	21	19
000430.SZ	张家界	6.75	27	0.19	0.11	0.13	0.16	36	62	52	43
000978.SZ	桂林旅游	5.92	21	0.15	0.22	0.29	0.33	40	26	21	18
603869.SH	北部湾旅	17.76	62	0.77	1.06	1.39	1.76	23	17	13	10
000796.SZ	凯撒旅游	10.45	84	0.27	0.48	0.60	0.72	38	22	17	15
000802.SZ	北京文化	12.23	88	0.43	0.58	0.71	0.91	29	21	17	14
600593.SH	大连圣亚	24.52	32	0.60	0.52	0.63	0.76	41	47	39	32
600749.SH	*ST 藏旅	9.35	21	-0.42	0.03	0.03	0.03	-22	312	312	312
603043.SH	广州酒家	27.10	109	0.90	1.02	1.24	1.62	30	27	22	17
002033.SZ	丽江旅游	7.59	42	0.37	0.43	0.48	0.53	20	18	16	14
002059.SZ	云南旅游	7.28	53	0.10	0.14	0.18	0.20	74	50	41	36
601007.SH	金陵饭店	9.99	30	0.35	0.33	0.37	0.42	29	31	27	24
002186.SZ	全聚德	14.21	44	0.44	0.49	0.54	0.57	32	29	26	25
002707.SZ	众信旅游	9.98	85	0.28	0.39	0.49	0.60	36	26	20	17
603099.SH	长白山	10.59	28	0.27	0.30	0.36	0.46	39	36	30	23
300178.SZ	腾邦国际	12.74	79	0.50	0.58	0.74	0.90	25	22	17	14
600706.SH	曲江文旅	11.67	21	0.35	0.42	0.48	0.59	33	28	24	20
000863.SZ	三湘印象	4.65	64	0.19	0.26	0.31	0.39	24	18	15	12
603136.SH	天目湖	34.31	27	1.30	1.21	1.29	1.37	26	28	27	25

资料来源: Wind, 长江证券研究所

注: 部分上市公司 18-20 年 EPS 为 Wind 一致预期

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。