

研究所

证券分析师: 周玉华 S0350513110001
0755-83716906 zhouyh@gzhq.com.cn

龙头持续领先, 科技引领行业新趋势

——休闲服务行业 2019 年投资策略

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
休闲服务	7.4	-12.4	-9.9
沪深300	0.9	-6.4	-22.6

相关报告

《休闲服务行业周报: 美团第三季度营收同比增 97%, 同程艺龙香港上市》——2018-11-26

《休闲服务行业周报: 华住三季度净利同比增 44%, 华夏人寿战投凯撒旅游》——2018-11-19

《教育服务行业动态研究报告: 学前教育监管再加码, 行业证券化进程或将减缓》——2018-11-18

《休闲服务行业周报: 阿里无人酒店开业, 同程艺龙上半年盈利 8.5 亿元》——2018-11-13

《休闲服务行业三季报小结: 板块整体增速处在较高水平, 免税持续领先》——2018-11-04

投资要点:

■**餐饮旅游板块跑赢大盘 12.8PCT, 估值处于历史低位。**年初至 11 月 28 日餐饮旅游板块跌 8.5%, 跌幅 28/29 (中信行业指数), 分别跑赢大盘和沪深 300 指数 12.8 和 12.6PCT。期间上涨个股共 6 只, 下跌个股 26 只。11 月 28 日, 板块 TTM 整体法市盈率 (剔除负值) 为 25 倍, 对应 2018 和 2019 年的预测市盈率 (剔除负值) 分别为 24 和 19 倍。其中, 免税、酒店、旅行社、旅游综合、餐饮和景区对应的 2018 年预测市盈率分别为 30、20、18、20、24 和 23 倍。板块整体估值处于历史相对低位。

■**政策支持&市场份额集中, 免税子板块持续领先。**回顾 2018 年板块市场表现和盈利情况, 免税子板块不仅在行情上领先板块, 获得近 30% 的绝对收益, 在收入规模和盈利水平上亦领先其他板块。免税子板块表现优异, 主要源于板块在政策推动下, 行业进行了较大规模的并购整合。除了并购整合带来的业务增量, 原有的机场免税和三亚离岛免税业务均稳健增长。国家大力支持发展海南自贸区背景下, 近日财政部公告海南免税购物额度由之前的 1.6 万元提升至 3 万元/年, 不限购物次数, 且新增了部分家用医疗器械商品。未来在离岛方式及购物件数上仍有拓展空间。此外室内免税政策、国际业务拓张等方面亦值得期待。结合我国的经济发展阶段和消费水平, 并参照日韩等免税行业发展路径, 免税子板块未来仍有较大的发展空间, 值得重点关注。

■**加盟占比提升成酒店行业发展新趋势。**酒店行业在过去两年经历了快速发展, 其一源于行业供需关系改善带来的行业整体经营趋暖; 其二源于并购整合为板块龙头公司首旅酒店和锦江股份带来新增合并报表, 大幅带动板块业绩快速增长; 其三, 源于板块的经营模式逐渐发生变化。通过持续升级改造房价得到提升, 从而带动 RevPAR 提升, 另外加盟商占比不断提升, 板块整体经营效率得到提升。我们认为在未来几年里, 龙头公司持续的升级改造将带动行业 RevPAR 持续获得提升, 此外加盟占比仍有较大的提升空间。上述两个要素将支撑板块持续有较好的业绩。

■**旅行社增速趋缓, 看好长远发展空间。**旅行社子板块增速趋缓, 我们分析原因如下: 其一, 国内整体消费低迷及人民币贬值背景下, 人们出行意愿低迷, 出境需求有所回落; 其二, 受泰国沉船事件影响, 原本增速较高的亚洲市场受到较大冲击; 其三, 2017 年亚洲市场的高景气度带来更多竞争者, 下半年需求下滑情况下, 供需失衡, 竞争更加白热化, 拖累板块盈利水平; 第四, 外围环境动荡因素增加, 意外事件频发, 亦降低游客出境意愿。虽然旅行社子板块过去两年包括今年仍处在相对低迷阶段, 我们判断更多是受到不可控力、突发事件及外围动荡环境影响,

长远看，我国处于居民收入增长和消费升级的发展阶段，而出境游无疑是精神领域需求确定性选择之一。此外国际航线运力投放增加、护照持有率提升、签证便捷等要素均是促进出境游业务发展的重要推动力。

■升级转型为景区类公司发展的必经之路。一方面，作为国有背景，景区板块享受了优质独特的景区资源，充沛的现金流和独特的资源优势，使其具备独特的投资价值。但另一角度看，景区公司仍以门票经济为主，长期以来经营相对僵化，随着居民休闲服务需求提升，其单一的门票产品已经不能满足游客需求。再考虑上市公司景区相对成熟，大部分景区接待量几近饱和，因而表现为传统景区客流增长乏力，即便交通改善等催化剂边际效用亦呈递减趋势。景区板块正面临量价齐跌的重压阶段，我们认为转型升级、提高效率已经成为景区板块发展的必经之路。

■传统餐饮发展趋缓，新兴模式快速兴起。整体看，餐饮板块上市公司数量偏少，业绩平淡，个股在市场上亦表现平淡。自三公消费政策监管从严后，板块一度萎靡不振，以湘鄂情为代表的公司经营严重受创，被迫转型。相较而言，餐饮类上市公司的经营竞争压力大，相较非上市类企业，其经营难度更大。近几年来，瑞幸咖啡、喜茶等创新模式轻型餐饮公司的出现，为市场带来新机。另外，呷哺呷哺、海底捞部分餐饮公司等登陆港股、广州酒家登陆 A 股，美团登陆港股亦有望为板块带来新一轮的发展。此外人工智能在板块的应用亦值得关注。

■休闲度假成为行业主流，关注新兴产业方向。趋势上看，行业三游数据平稳，总体趋势平稳向上。消费分层，休闲游逐步成为需求主流。部分一线二线城市的旅游消费需求已经过渡到高层的度假休闲游、定制游，而三四线甚至更偏远地带的旅游需求尚处于崛起阶段，他们对观光游有较强烈需求。因此国内大众化旅游和小众化旅游同时蓬勃发展。其中，多元化和个性化的旅行需求集中在 80、90 后，尤其以 90 后为主。他们更崇尚思想自由、无拘无束，及探索新兴事物，其需求变化值得追踪关注。此外，随着人工智能应用，无人驾驶、无人餐厅、无人酒店等智能化应用为传统的旅游行业各个要素带来了根本性的改变。主要集中在人力成本缩减、精细化和标准化服务，行业效率和硬性服务质量的提升。

■看好行业整体发展趋势。整体看，旅游行业在我国社会发展及居民生活中的地位越来越重要，旅游产业对国民经济和社会综合贡献率已经超过 10%。随着经济发展，居民消费能力提升，旅游产业向上趋势明确。在物质生活得到满足后，居民对精神领域的追求越发显著，旅游中的休闲、健身、医疗、教育等多种需求亦不断迸发。未来随着收入和需求提升、交通条件不断完善、产品不断丰富，行业将持续快速发展，维持行业“推荐”评级。**建议关注免税、酒店和出境游子板块。**

■建议重点关注板块龙头。建议重点关注龙头公司，包括中国国旅（行业龙头&规模效应持续提升）、宋城演艺（六间房风险逐渐解除&模式优）、首旅酒店（行业处于拐点周期&龙头）及黄山旅游（高铁通车）等。

■风险提示：1) 突发事件或不可控灾害；2) 宏观经济低迷影响需求；3) 行业重大政策变化；4) 相关公司项目进度不确定；5) 重点推荐公司业绩不达预期

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-11-29 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000888.SZ	峨眉山 A	5.95	0.37	0.45	0.5	16.08	13.22	11.9	增持
000978.SZ	桂林旅游	5.53	0.23	0.27	0.33	24.04	20.48	16.76	增持
002707.SZ	众信旅游	6.58	0.27	0.29	0.33	24.37	22.69	19.94	增持
300144.SZ	宋城演艺	21.56	0.73	0.88	1.05	29.53	24.5	20.53	买入
600054.SH	黄山旅游	10.06	0.55	0.58	0.64	18.29	17.34	15.72	买入
600138.SH	中青旅	13.61	0.79	0.9	1.01	17.23	15.12	13.48	买入
600258.SH	首旅酒店	16.5	0.77	1.04	1.23	21.43	15.87	13.41	增持
601888.SH	中国国旅	54.72	1.3	1.94	2.47	42.09	28.21	22.15	买入
603043.SH	广州酒家	24.51	0.84	1.03	1.2	29.18	23.8	20.43	增持

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

内容目录

1、整体跑赢大盘 12.8PCT，优质白马引领板块	6
2、免税、酒店表现优秀，旅行社景区历经低迷	8
2.1、政策支持&市场份额集中，免税子板块持续领先	8
2.2、加盟占比提升成酒店行业发展新趋势	10
2.3、旅行社增速趋缓，看好长远发展空间	13
2.4、景区经营压力较大，转型是大方向	15
2.5、传统餐饮发展趋缓，新兴模式快速兴起	17
3、休闲度假成为行业主流，关注新兴产业方向	18
3.1、三游数据平稳，行业总体趋势平稳	18
3.2、消费分层，休闲游逐步成为需求主流	20
3.3、人工智能应用落地，无人餐厅和酒店探索新模式	21
3.4、美团和海底捞登陆港股，资本市场规模持续壮大	24
4、看好行业整体发展方向，维持推荐评级	24
5、重点推荐个股	25
6、风险提示	26

图表目录

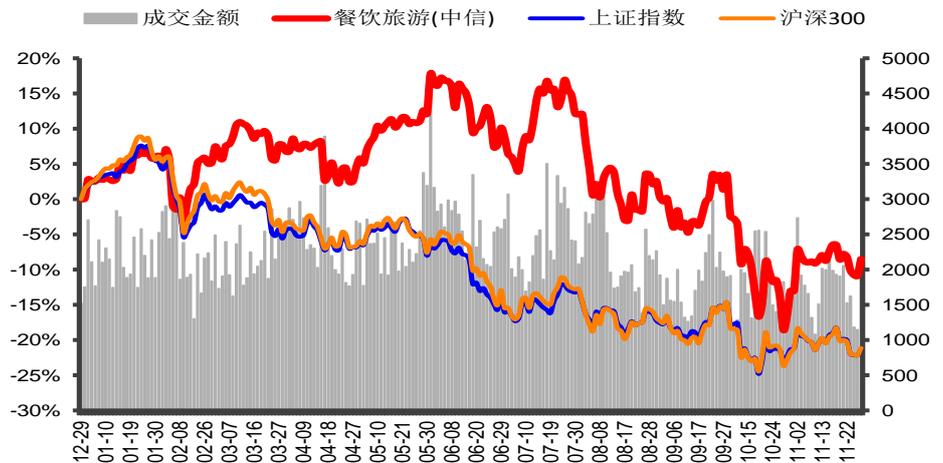
图 1: 年初至 11 月 28 日餐饮旅游板块跑赢大盘 12.8 个百分点	6
图 2: 年初至 11 月 28 日餐饮旅游板块跌幅居于中信一级子板块第 28 位	6
图 3: 年初至 11 月 28 日板块 6 只个股为正收益	7
图 4: 板块 TTM 估值处于相对底部位置	8
图 5: 2018 年上半年我国免税销售额同比增 26.8%	9
图 6: 2018 年上半年我国免税购物人数同比增 20.7%	9
图 7: 2013-2017 年我国免税销售额和购物人数 CAGR 分别为 34.5%和 28.5%	9
图 8: 星级饭店数量持续下滑，收入同比提升	11
图 9: 三星饭店数量持续下滑，四星级数量回升	11
图 10: 全国样本星级饭店 RevPar 情况	11
图 11: 全国样本五星级饭店 RevPar 情况	11
图 12: 全国样本四星级饭店 RevPar 走势相对平稳	12
图 13: 全国样本三星级饭店 RevPar 回升明显	12
图 14: 上海星级饭店 RevPar 自 2015 年以来持续向好	12
图 15: 北京星级饭店 RevPar 2015 年以来持续提升	12
图 16: 华住集团加盟管理店占开店总量比超过 82%	13
图 17: 锦江股份加盟店占开店总量比超过 85%	13
图 18: 北京市旅行社组织出境旅客量情况	14
图 19: 2018 年前三季度北京旅行社组织出境游主要国家排名前三位分别为日本、泰国和韩国	14
图 20: 北京、上海、浙江省 2018 上半年旅行社组织出境旅客量及同比	14

图 21: 上海市和浙江省 2018 上半年旅行社组织出国游客量及同比	14
图 22: 丽江和桂林旅游上市公司游客量情况	15
图 23: 黄山和峨眉山游客量增速逐渐趋于平稳	15
图 24: 乌镇西栅游客量增速高于东栅	16
图 25: 海南南山游客接待量近两年回暖	16
图 26: 三亚 2018 年 1-9 月过夜游客接待量同比增 12%	16
图 27: 三亚过夜游客量增速逐渐回升趋稳	16
图 28: 张家界游客量增速逐渐放缓	17
图 29: 张家界月度游客接待量情况	17
图 30: 餐饮板块主要上市公司营收同比增速	17
图 31: 餐饮板块主要上市公司净利率情况	17
图 32: 今年以来社消品零售总额餐饮收入增速趋缓	18
图 33: 限额以上企业餐饮月度收入总额增速趋缓	18
图 34: 瑞幸咖啡倡导新鲜式咖啡和灵活的购买体验	18
图 35: 喜茶推出不同口味系列茶品以满足不同消费者	18
图 36: 2018 上半年国内旅游人数同比增 11.4%	19
图 37: 2018 上半年国内旅游收入同比增 12.5%	19
图 38: 2018 上半年我国入境旅游人数同比增 0.27%	19
图 39: 2018 上半年我国国际旅游收入同比增 2.8%	19
图 40: 2018 上半年我国出境旅游人数同比增 15%	19
图 41: 内涵式体验消费和精神需求的满足逐渐成为消费主流	20
图 42: 新兴代旅游消费需求多元化和个性化趋势明显	21
图 43: 旅游产品需求多元化、小众化成为新趋势	21
图 44: 人工智能在餐饮和酒店行业应用项目及效果	23
图 45: 人工智能在餐饮和酒店行业已经逐渐投入应用	23
图 46: 近几年板块新增上市公司较少	24
表 1 板块 TTM 整体法市盈率 (剔除负值) 为 25 倍	7

1、整体跑赢大盘 12.8PCT，优质白马引领板块

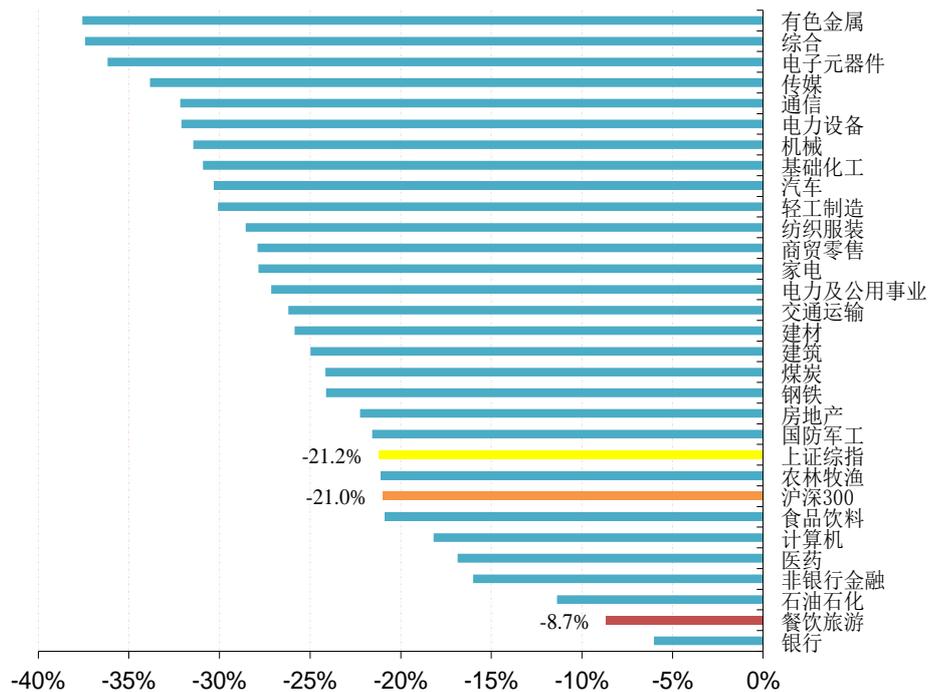
餐饮旅游板块跑赢大盘 12.8PCT。年初至 11 月 28 日餐饮旅游板块跌 8.5%，跌幅 28/29（中信行业指数），分别跑赢大盘和沪深 300 指数 12.8 和 12.6PCT。期间上涨个股共 6 只，下跌个股 26 只，上涨个股分别为大连圣亚（+40.9%）、中国国旅（+28.7%）、广州酒家（+28.3%）、宋城演艺（+19%）、三特索道（+5.6%）和大东海 A（+3.4%），跌幅靠前个股分别为 ST 藏旅（-51.3%）、凯撒旅游（-47.3%）、峨眉山（-42.7%）、曲江文旅（-41.1%）和国旅联合（-37.8%）。

图 1：年初至 11 月 28 日餐饮旅游板块跑赢大盘 12.8 个百分点



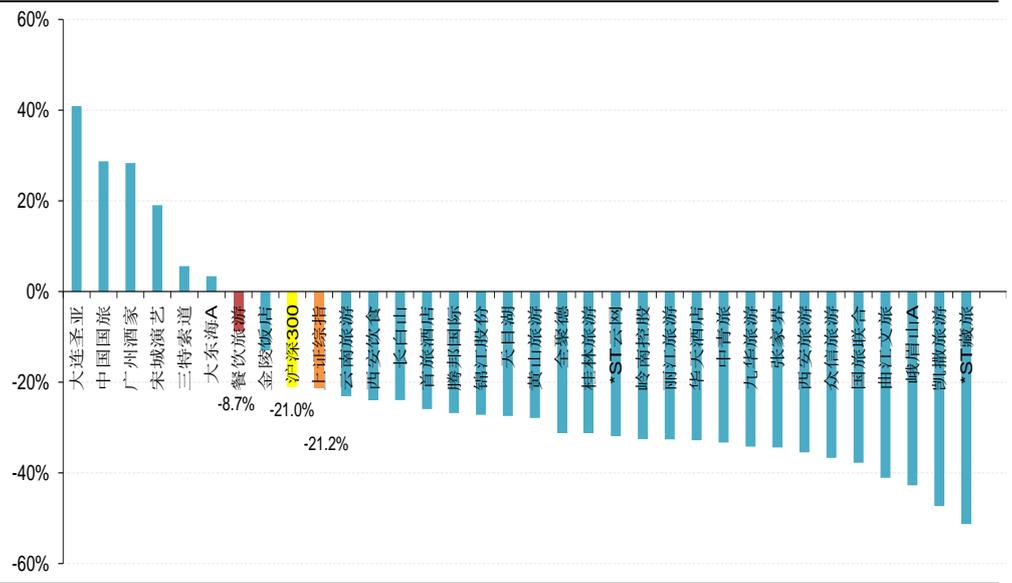
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：年初至 11 月 28 日餐饮旅游板块跌幅居于中信一级子板块第 28 位



资料来源：wind，国海证券研究所

图 3: 年初至 11 月 28 日板块 6 只个股为正收益



资料来源: wind, 国海证券研究所

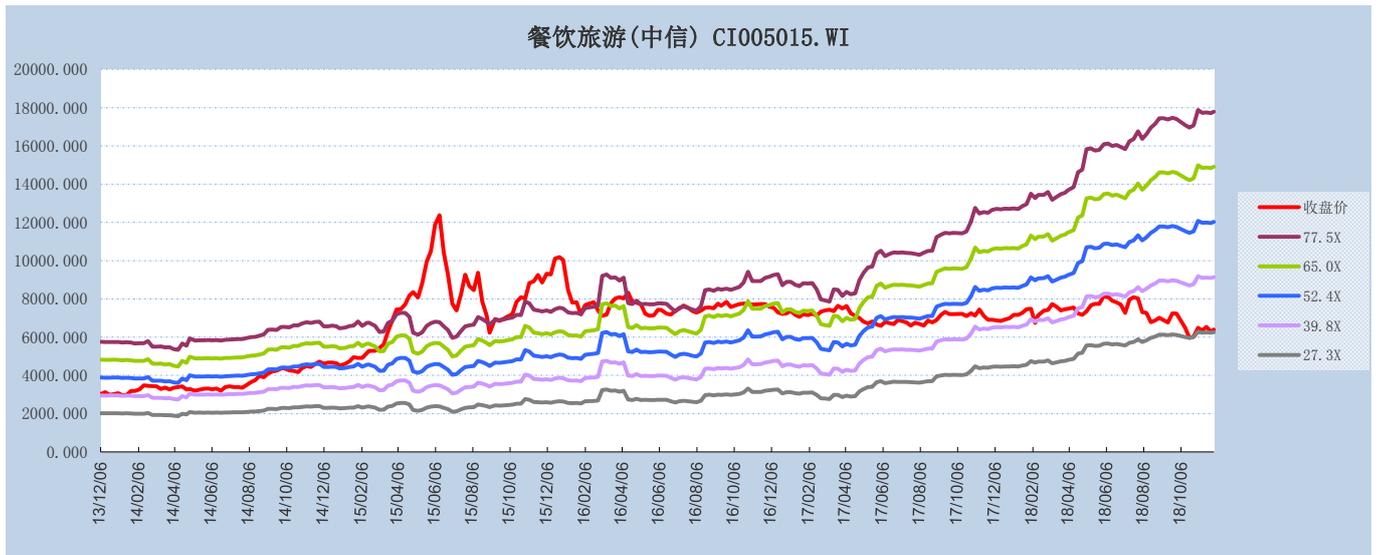
板块估值处于历史相对低位。11 月 28 日, 板块 TTM 整体法市盈率(剔除负值)为 25 倍, 对应 2018 和 2019 年的预测市盈率(剔除负值)分别为 24 和 19 倍。其中, 免税、酒店、旅行社、旅游综合、餐饮和景区对应的 TTM 整体法市盈率(剔除负值)分别为 33、23、22、21、24 和 23 倍, 对应 2018 年预测市盈率分别为 30、20、18、20、24 和 23 倍。板块整体估值处于历史相对低位。

表 1 板块 TTM 整体法市盈率(剔除负值)为 25 倍

子板块	11 月 28 日 总市值, 亿元	11 月 28 日 算术平均总 市值, 亿元	TTM 整体法 市盈率	TTM 整体法 市盈率, 剔 除负值	TTM 整体 法市盈率 中值, 剔 除负值	2018 年 预测市盈 率, 剔除 负值	2019 年预测 市盈率, 剔除 负值	2020 年预 测市盈 率, 剔除 负值	市净率, 剔除负值
餐饮旅游	2865	90	26.7	25.4	24.4	23.5	19.4	16.4	3.2
免税	1091	1091	32.8	32.8	32.8	30.0	23.6	19.4	7.8
酒店	502	84	22.9	22.9	27.8	20.1	16.8	14.2	1.9
旅行社	196	49	24.5	21.8	22.4	18.1	14.5	11.9	2.5
旅游综合	489	122	21.8	20.6	16.2	19.7	16.9	14.7	2.9
餐饮	187	47	34.7	24.2	25.6	24.4	20.4	17.0	4.8
景区	399	31	25.1	23.1	25.5	22.5	19.5	17.2	2.2

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 板块 TTM 估值处于相对底部位置



资料来源: wind, 国海证券研究所

2、免税、酒店表现优秀，旅行社景区历经低迷

2.1、政策支持&市场份额集中，免税子板块持续领先

免税子板块持续领衔板块。回顾 2018 年板块市场表现和盈利情况，免税子板块不仅在行情上领先板块，获得近 30% 的绝对收益，在收入规模和盈利水平上亦领先其他板块。今年前三季度板块实现营收 341 亿元，同比增 64.4%；实现归母净利润 27.1 亿元，同比增 41.8%。分季度看，板块今年 Q1、Q2、Q3 营收同比增速分别为 53.1%、80.3% 和 59.2%，对应各季度扣非归母净利润分别为 11.6 亿、7.5 亿和 7.8 亿元，同比增速分别为 61.3%、32.3% 和 29.8%。板块收入和净利润均体现出良好的增长势头。

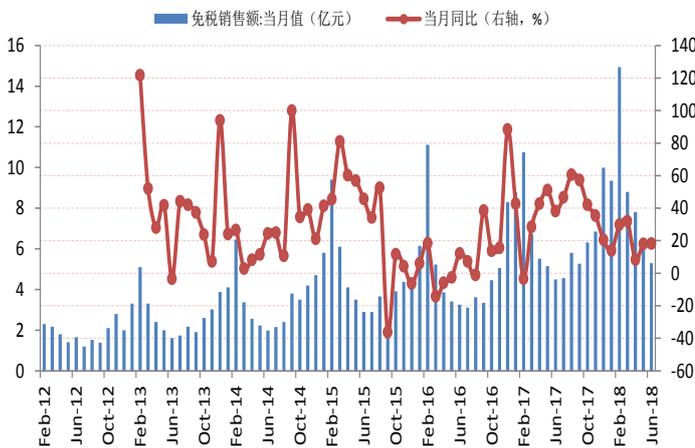
内生外延共促免税业务增长。免税子板块表现优异，主要源于板块在政策推动下，行业进行了较大规模的并购整合。中国国旅在去年和今年分别对日上中国和日上上海进行收购，获取了北京和上海机场免税店的经营权，此外还获得了香港机场烟酒段经营权，及参股澳门机场免税店经营等。除了并购整合带来的业务增量，原有的机场免税和三亚离岛免税业务均稳健增长。内生外延齐发力，带动板块收入和利润规模快速增长。在三亚整体旅游环境向好环境下，三亚免税店前三季度收入和净利润增速均超过 30%。此外，相比去年同期报表口径新增了北京机场免税店（1-3 月）、日上上海（3-9 月）、香港机场免税店（1-9 月）及澳门机场免税店（6-9 月）等公司经营业务，促进免税业务大幅增长。

我国免税业务规模持续快速增长。2017 年我国实现免税销售额 80.2 亿元，同比增 31.67%；实现免税购物人数 233.4 万人次，同比增 26.16%。相较而言，免税销售额和免税购物人数的同比增速均优于 2016 年同期的 13.9% 和 12.15% 增

速。今年上半年，我国国内实现免税销售额为 52.5 亿元，同比增 26.8%，实现免税购物人数 147.3 万人次，同比增 20.7%，免税销售额和购物人数持续保持之前快速增长态势。整体看，自 2013 年以来，我国免税销售额的 4 年复合增长率达 34.45%，免税购物人数复合增长率亦达到 28.5%，显示强劲增长势头。

政策支持背景下免税业务前景广阔。在中国国旅相继收购日上中国和日上上海及获得香港和澳门机场免税店部分经营权后，近期公告在澳门成立子公司开设运营室内免税店，未来还有望获得海免 51% 股权。国旅在国内免税行业的龙头地位持续加强。国家大力支持发展海南自贸区背景下，近日公告海南免税购物额度由之前的 1.6 万元提升至 3 万元/年，不限购物次数，且新增了部分家用医疗器械商品。未来在离岛方式及购物件数上仍有拓展空间。此外室内免税政策、国际业务拓张等方面亦值得期待。结合我国的经济发展阶段和消费水平，并参照日韩等免税行业发展路径，免税子板块未来仍有较大的发展空间，值得重点关注。

图 5：2018 年上半年我国免税销售额同比增 26.8%



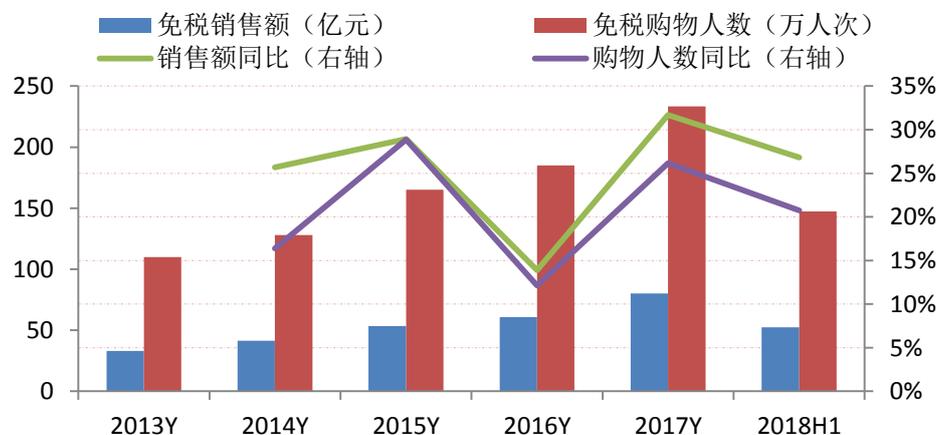
资料来源：wind, 国海证券研究所

图 6：2018 年上半年我国免税购物人数同比增 20.7%



资料来源：wind, 国海证券研究所

图 7：2013~2017 年我国免税销售额和购物人数 CAGR 分别为 34.5% 和 28.5%



资料来源：wind, 国海证券研究所

2.2、加盟占比提升成酒店行业发展新趋势

酒店板块经营持续改善。自 2015 年以来，伴随着 OTA 的快速发展，板块经历了较大规模的并购整合及资产重组。国内方面，锦江股份完成对卢浮酒店、铂涛酒店和维也纳酒店的收购；首旅酒店成功收购如家酒店集团；岭南控股亦完成了对中国大酒店和花园酒店的整合；华住集团收购了桔子水晶酒店。国际方面，万豪收购喜达屋成为全球最大酒店集团。目前，国内酒店集团寡头垄断格局基本成型。在此背景下，中小单体酒店经营空间愈加狭小，因而一定程度促进了酒店加盟连锁比例提升。加盟连锁形式既进一步促进了行业加速整合，又解决了传统酒店行业重资产的痛点。此外，自三公消费严控以来，酒店行业投资增速过去几年持续下滑，酒店供求关系相对紧张，促成酒店价格持续提升。需求端，民众对中高端酒店需求不断提升，全季、和颐、桔子等中端品牌酒店迅速崛起。供求紧张、加盟连锁占比提升、向中高端升级等多因素叠加，促成酒店板块过去两年多来经营数据持续改善。

星级酒店行业供给持续下滑，收入回升。根据国家旅游局数据，截止 2017 年底，国内星级饭店数量为 9775 家，同比降 3.76%；而在 2011 年年底，国内星级饭店数量为 1.22 万。星级饭店数量增速自 2012 年 9 月以来持续下滑。营收角度，趋势上看，过去 6 年星级酒店收入逐渐下滑，但自 2017 年 6 月，收入增速开始实现正增长。2017 年 9 月和 12 月，其季度收入增速分别为 3.9%和 6.1%。我们分析部分原因可能来自于供给端的持续下滑，而带来经营效率改善所致，另外之前分析中高端酒店需求提升、加盟连锁占比提升等因素皆可能为收入增速扭转原因。值得注意的是，自 2011 年 6 月以来，四星级酒店数量增速一直优于三星级酒店数量增速，侧面印证中高端酒店的需求增速优于经济型酒店需求增速。

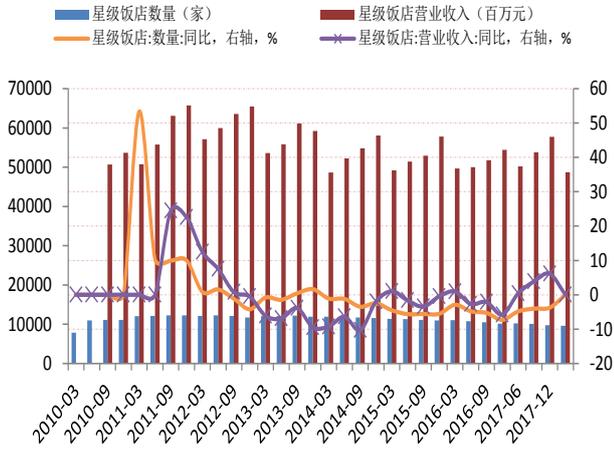
全国样本星级饭店经营相对平稳，三星级饭店趋势回暖。根据对全国样本星级饭店经营数据跟踪发现，自 2013 年以来，受到三公消费严控影响，国内星级酒店行业整体 REVPAR 水平受到影响较大，行业月度平均 REVPAR 由 2012 年的 291 元降至 2013 年的 227.1 元，之后 2014、2015、2016 和 2017 年分别徘徊在 225.5 元、224.5 元、218.8 元和 219.8 元。分类看，五星级和四星级酒店行业月度平均 REVPAR 呈下滑趋势，并在低位徘徊，而三星级酒店行业月度平均 REVPAR 在经过 2013 和 2014 年低迷期后，在 2015、2016 和 2017 年有所回暖。尤其 2017 年，三星级酒店月度平均 REVPAR 值达到 150 元，同比 2016 年 REVPAR 月度平均值（122.3 元）增 22.7%，显示出较强的增长势头。

上海和北京星级酒店经营持续好转。区域经营角度，我们通过对北京和上海酒店行业数据分析发现，相对行业整体而言，上海的星级酒店，包括五星级、四星级和三星级酒店的 REVPAR 数据近几年均呈持续上升态势，相对受到三公消费影响较小。而北京星级酒店在 2013 和 2014 年经历低迷期后，2015 年以来亦呈回暖趋势。尤其是四星级和三星级酒店，二者 REVPAR 数据持续创出新高。

综上，酒店行业在过去两年历经了快速发展，其一源于行业供需关系改善带来的行业整体经营趋暖；其二源于并购整合为板块龙头公司首旅酒店和锦江股份带来新增合并报表，大幅带动板块业绩快速增长；其三，源于板块的经营模式逐渐发生变化。通过持续升级改造板块房价得到提升，从而带动 RevPAR 提升，另外

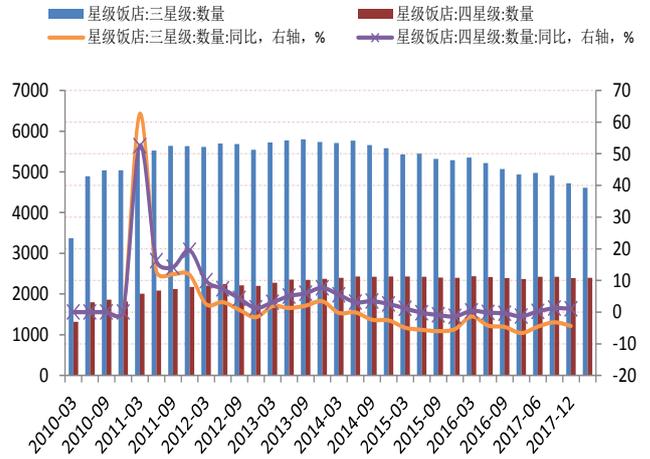
加盟商占比不断提升,提升板块整体经营效率提升。我们认为在未来几年里,龙头公司持续的升级改造将带动行业 RevPAR 持续获得提升,此外加盟占比仍有较大的提升空间。上述两个要素将支撑板块持续有较好的业绩。

图 8: 星级饭店数量持续下滑, 收入同比提升



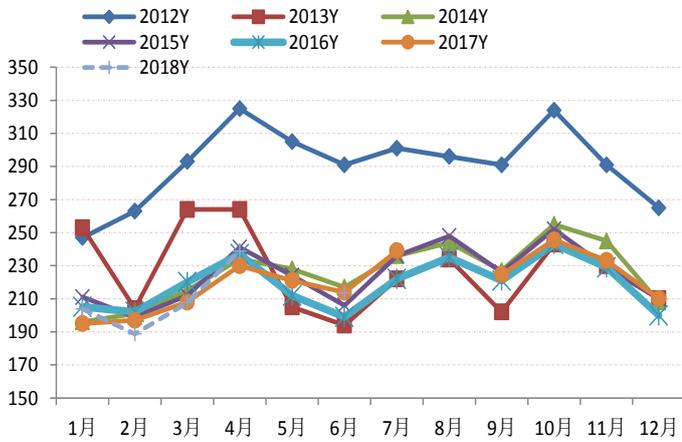
资料来源: wind,国海证券研究所

图 9: 三星级饭店数量持续下滑, 四星级数量回升



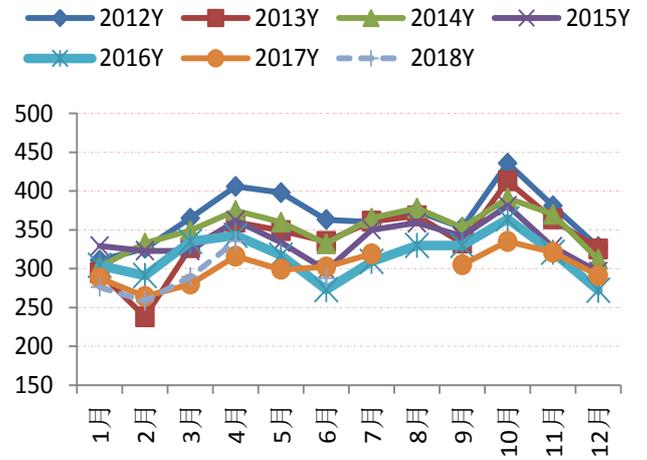
资料来源: wind,国海证券研究所

图 10: 全国样本星级饭店 RevPar 情况



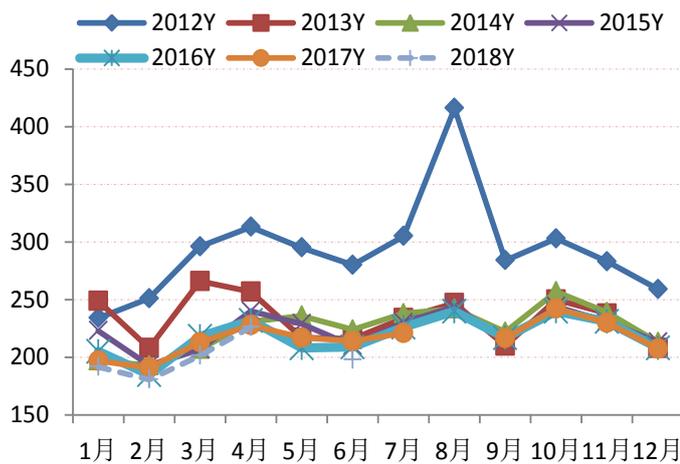
资料来源: wind,国海证券研究所

图 11: 全国样本五星级饭店 RevPar 情况



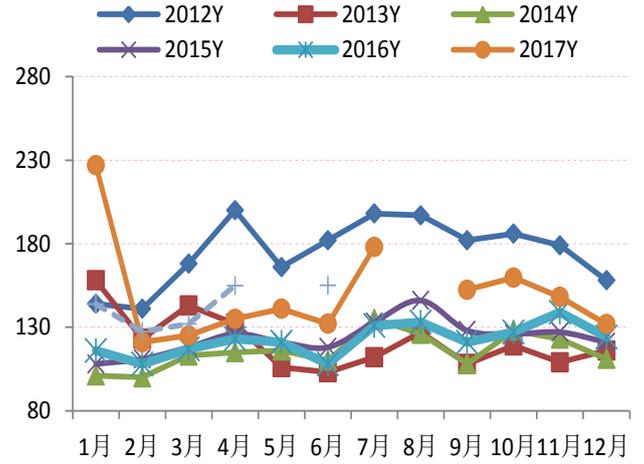
资料来源: wind,国海证券研究所

图 12: 全国样本四星级饭店 RevPar 走势相对平稳



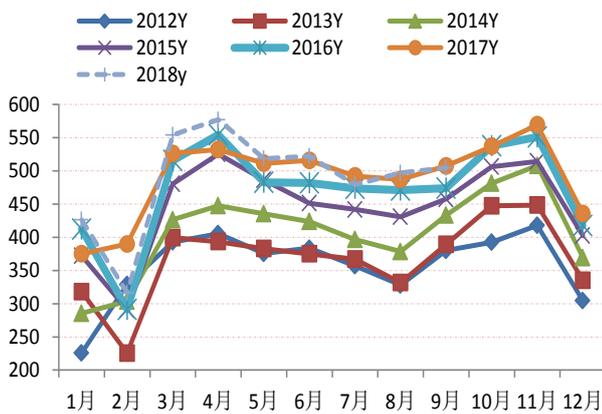
资料来源: wind,国海证券研究所

图 13: 全国样本三星级饭店 RevPar 回升明显



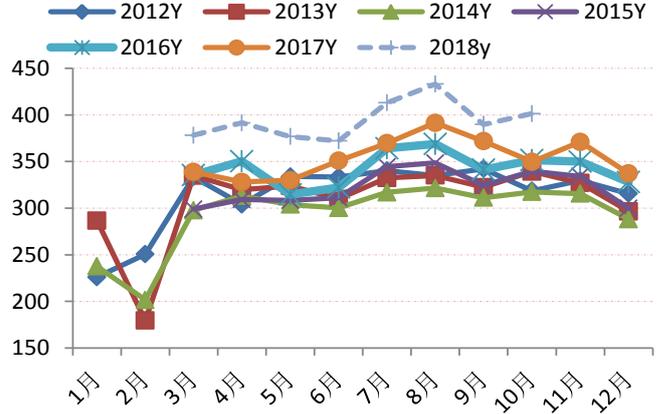
资料来源: wind,国海证券研究所

图 14: 上海星级饭店 RevPar 自 2015 年以来持续向好



资料来源: wind,国海证券研究所

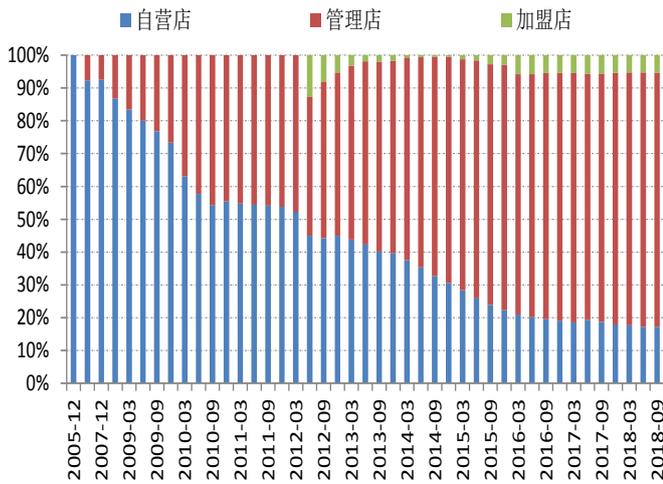
图 15: 北京星级饭店 RevPar 2015 年以来持续提升



资料来源: wind,国海证券研究所

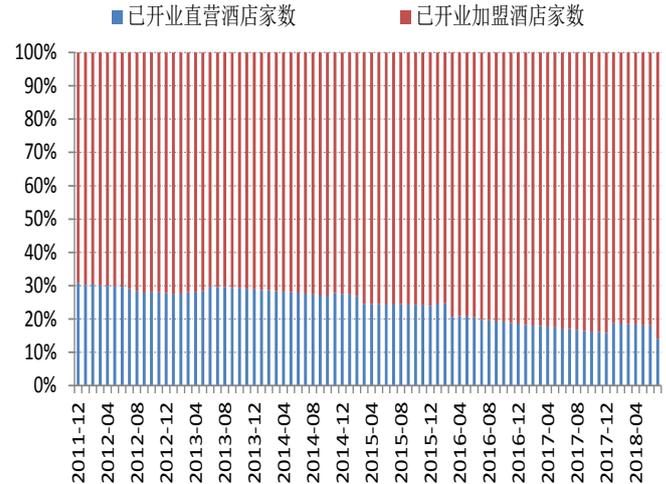
酒店加盟管理数量占总量比持续提升是行业的另外一个发展趋势。如上所述，随着行业经营环境变化，行业竞争加剧，寡头垄断格局形成，单体酒店经营困难加重，而龙头公司则加速布局，纷纷通过扩大管理加盟数量来扩大市场份额。连锁加盟形式，能够较好实现品牌酒店和中小单体酒店二者共赢局面。我们通过对华住集团和锦江股份的直营店和加盟管理店比重统计发现，管理加盟店比例持续提升是两家公司的共同趋势，两家公司的管理加盟店比例均已经超过 80%。

图 16: 华住集团加盟管理店占开店总量比超过 82%



资料来源: wind,国海证券研究所

图 17: 锦江股份加盟店占开店总量比超过 85%



资料来源: wind,国海证券研究所

关注酒店行业发展新业态。酒店作为旅游行业最传统的子板块之一，目前正历经一些新变化。除了我们在上述提出的行业历经并购整合、寡头垄断、加盟占比提升等行业趋势，互联网、人工智能亦在对行业产生重要影响，催生部分新模式。例如近期阿里未来酒店的开业，其主打特征包括智能机器人服务、全场景身份识别、无触门控等系列黑科技。今年 10 月，携程正式宣布成立自己的酒店品牌“丽呈”。包括定位超高端酒店的“丽呈华廷酒店”，定位高端全服务酒店的“丽呈酒店”以及定位高端特色酒店品牌的“丽呈睿轩酒店”。预计今年年底，加入丽呈的酒店超过 50 家，明年达到 250 家，后年达到 500 家以上。2017 年 8 月，网易严选联合亚朵，推出了“亚朵·网易严选酒店”的新空间概念，即“所用即所购”的场景电商酒店。相较而言，未来酒店主打科技感，丽呈酒店主张商务范，而亚朵·网易严选酒店则主打人文体验。其酒店中大部分产品来自网易严选，亚朵负责日常的运营维护工作。

2.3、旅行社增速趋缓，看好长远发展空间

旅行社子板块增速趋缓。今年前三季度我们统计旅行社板块的 4 家公司（众信旅游、凯撒旅游、西安旅游和腾邦国际）营收和归母净利润规模分别为 214 亿元和 8 亿元，同比增速达 14.1%和 11.1%，扣非后归母净利润同比增速为 14.6%。板块整体经营平稳。与 2016 年和 2017 年同期比较，板块营收和归母净利润同比增速均趋缓。尤其是第三季度，收入增速仅为 4.1%，相较第一和第二季度 21.4%和 23.2%的收入增速水平明显放缓。

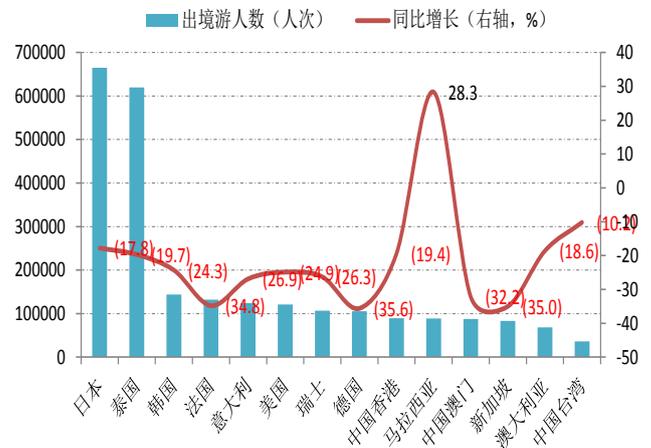
旅行社子板块增速趋缓，我们分析原因如下：其一，国内整体消费低迷及人民币贬值背景下，人们出行意愿低迷，出境需求有所回落；其二，受泰国沉船事件影响，原本增速较高的亚洲市场受到较大冲击；其三，2017 年亚洲市场的高景气度带来更多竞争者，下半年需求下滑情况下，供需失衡，竞争更加白热化，拖累板块盈利水平；第四，外围环境动荡因素增加，意外事件频发，亦降低游客出境意愿。

出境游业务增速低位徘徊。受到汇率波动、签证政策变更及国外动荡和不安全因素增加影响，出境游业务在 2016 和 2017 年发展相对低迷。数据上看，2015、2016 和 2017 年国内居民出境人数同比增速分别为 9.66%、5.69%和 5.62%，远低于 2013 和 2014 年 18%和 18.75%的行业增速，但行业整体呈增长趋势。从我们能够获得的数据看，我们以北京市旅行社组织出境游客量为标本，其 2017 年旅行社组织出境游客量同比降 10.5%，在 2018 年前三季度旅行社组织出境游客量同比增 2.4%，今年相较去年虽有回暖，但整体增速仍较低迷。此外，我们获取到的上海、北京和浙江省上半年旅行社组织的出境游客量及同比增速看，上述三省市上半年旅行社组织的出境游客量同比增速分别为-0.27%、24%和 3.1%。浙江省整体客流基数较低，增速相对较高，上海和北京市在较高客流基数基础上略有增长。

长期看好出境游业务在国内发展空间。虽然旅行社子板块过去两年包括今年仍处在相对低迷阶段，我们判断更多是受到不可控力、突发事件及外围动荡环境影响，长远看，我国处于居民收入增长和消费升级的发展阶段，而出境游无疑是精神领域需求最确定选择之一。此外，国际航线运力投放增加、护照持有率提升、签证便捷等要素均是促进出境游业务发展的重要推动力。今年以来，俄罗斯、欧洲、日本、韩国等目的地客流均持续回升，国际航线客流量亦增速明显，出境游发展势头不可忽视。

图 18: 北京市旅行社组织出境旅客量情况

图 19: 2018 年前三季度北京旅行社组织出境游主要国家排名前三位分别为日本、泰国和韩国

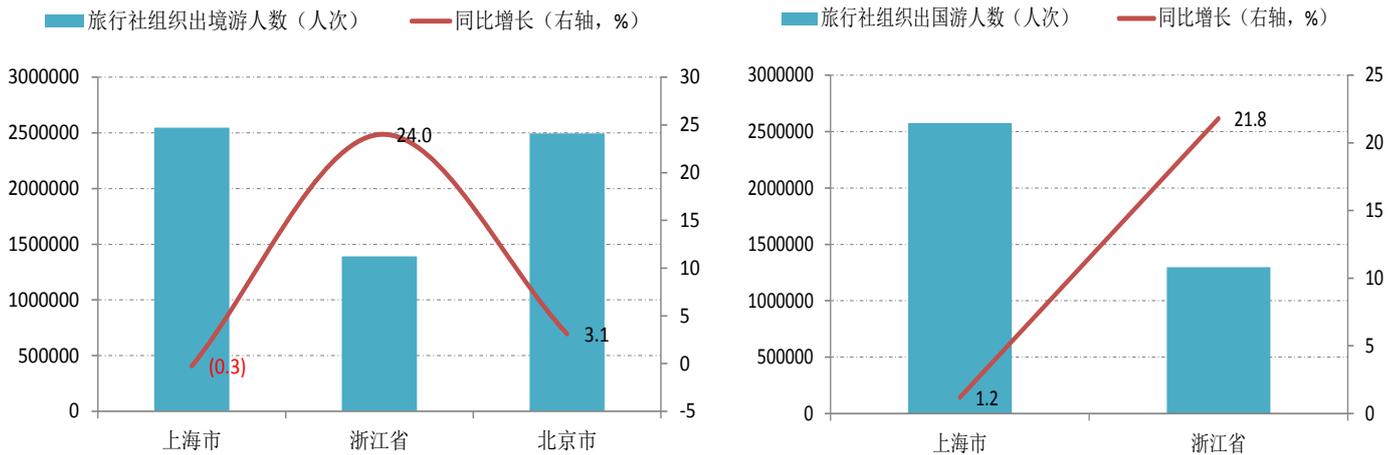


资料来源：北京统计局，国海证券研究所

资料来源：北京统计局，国海证券研究所

图 20: 北京、上海、浙江省 2018 上半年旅行社组织出境旅客量及同比

图 21: 上海市和浙江省 2018 上半年旅行社组织出国游客量及同比



资料来源: 各地统计局, 国海证券研究所

资料来源: 各地统计局, 国海证券研究所

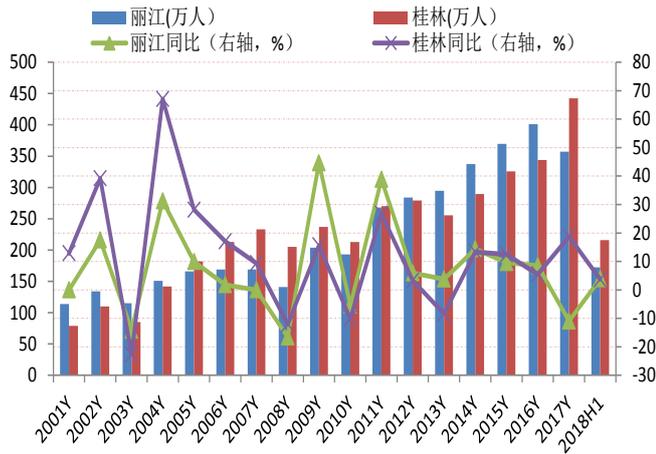
2.4、景区经营压力较大, 转型是大方向

客流增速趋缓, 门票下调是制约景区发展的关键制约。前三季度景区板块营收和归母净利润规模分别为 75.6 亿元和 15.7 亿元, 同比增速分别为 7.6% 和 25.3%, 扣非后归母净利润同比增速为 9.8%。整体看, 客流增速放缓甚至下滑是景区板块主要问题。国内景区客流增速趋缓, 一方面与供需失衡相关, 即上市公司的产品不能满足游客休闲服务需求, 另外则与景区发展已到成熟阶段, 较大基数下增速很难快速提升相关。我们认为制约景区未来业绩空间的重要制约仍是景区门票将迎来下降潮及客流增长乏力, 景区类的上市公司需寻找新的外延增长点以获得发展。

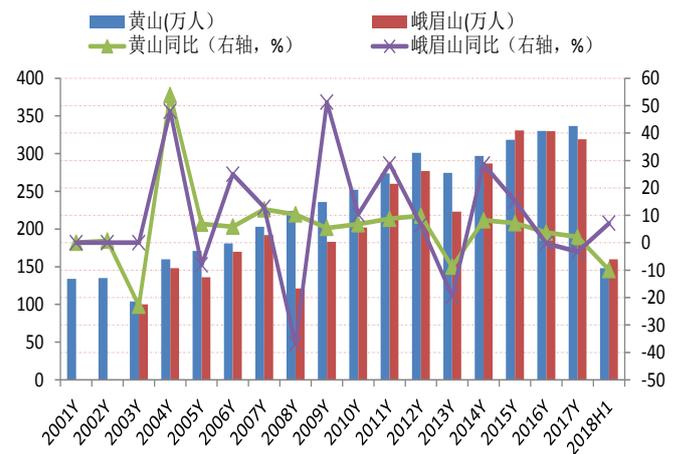
升级转型为景区类公司发展的必经之路。国内景区发展一直饱受争议, 一方面, 作为国有背景, 其享受了优质独特的景区资源, 充沛的现金流和独特的资源优势, 使其具备独特的投资价值。但另一角度看, 景区公司仍以门票经济为主, 长期以来经营相对僵化, 随着居民休闲服务需求提升, 其单一的门票产品已经不能满足游客需求。再考虑上市公司景区相对成熟, 大部分景区接待量几近饱和, 因而表现为传统景区客流增长乏力, 即便交通改善等催化剂边际效用亦呈递减趋势。我们认为转型升级、提高效率已经成为景区板块发展的必经之路。

图 22: 丽江和桂林旅游上市公司游客量情况

图 23: 黄山和峨眉山游客量增速逐渐趋于平稳

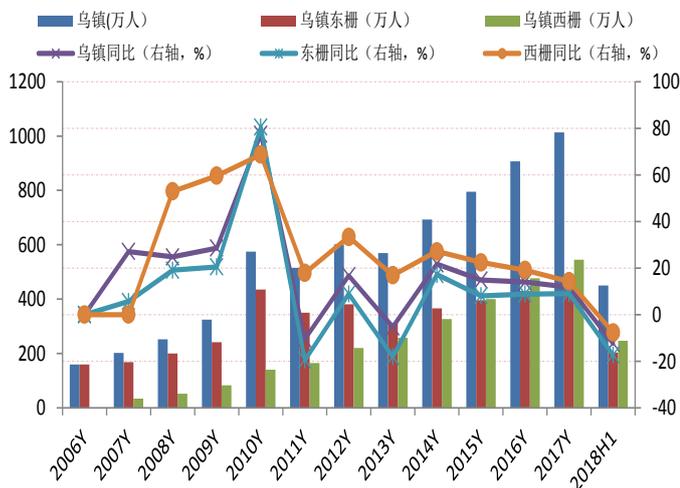


资料来源: wind,国海证券研究所



资料来源: wind,国海证券研究所

图 24: 乌镇西栅游客量增速高于东栅



资料来源: wind,国海证券研究所

图 25: 海南南山游客接待量近两年回暖



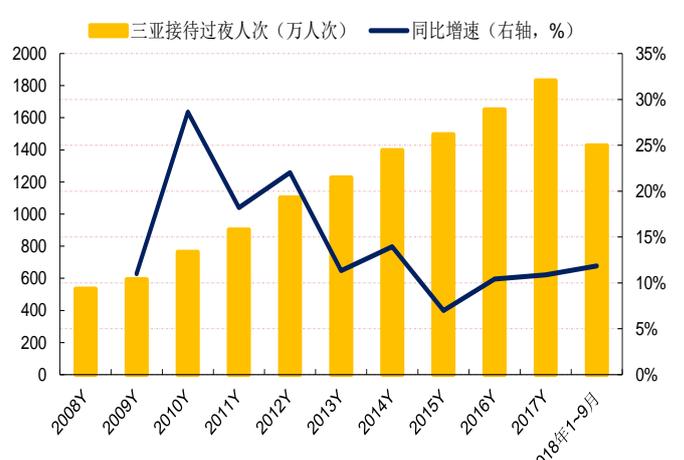
资料来源: wind,国海证券研究所

图 26: 三亚 2018 年 1~9 月过夜游客接待量同比增 12%



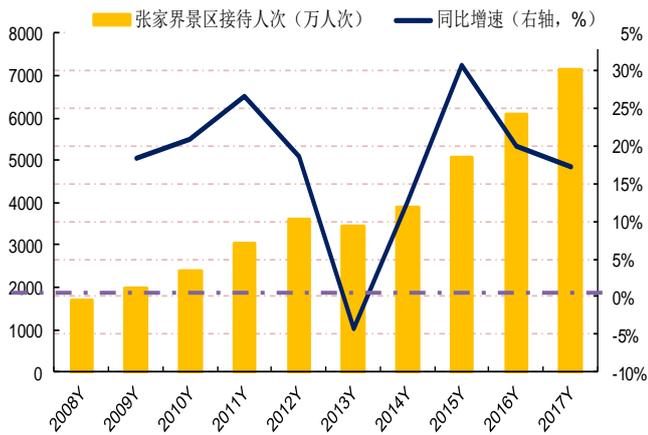
资料来源: wind,国海证券研究所

图 27: 三亚过夜游客量增速逐渐回升趋稳



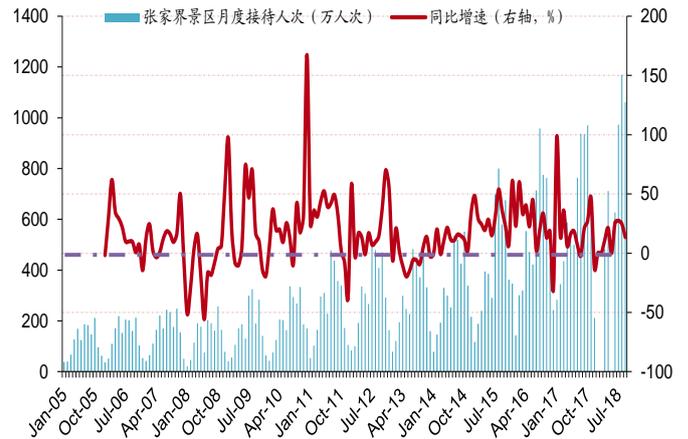
资料来源: wind,国海证券研究所

图 28: 张家界游客量增速逐渐放缓



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 29: 张家界月度游客接待量情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

2.5、传统餐饮发展趋缓，新兴模式快速兴起

整体看，餐饮板块上市公司数量偏少，业绩平淡，个股在市场上亦表现平淡。自三公消费政策监管从严后，板块一度萎靡不振，以湘鄂情为代表的公司经营严重受创，被迫转型。相较而言，餐饮类上市公司的经营竞争压力大，相较非上市企业，其经营难度更大。近几年来，瑞幸咖啡、喜茶等创新模式轻型餐饮公司的出现，为市场带来新机。另外，呷哺呷哺、海底捞部分餐饮公司等登陆港股、广州酒家登陆 A 股，美团登陆港股亦有望为板块带来新一轮的发展。此外人工智能在板块的应用亦值得关注。

图 30: 餐饮板块主要上市公司营收同比增速



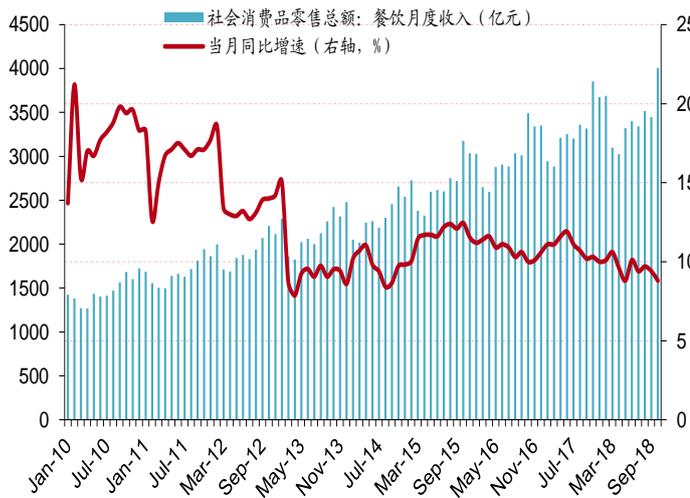
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 31: 餐饮板块主要上市公司净利率情况



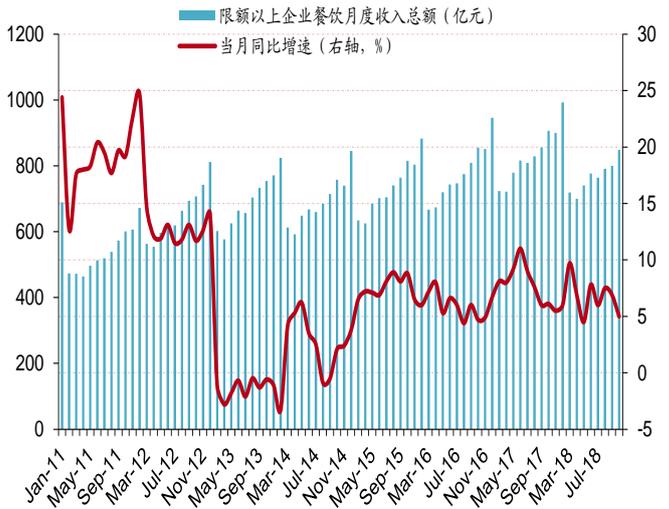
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 32: 今年以来社消零售总额餐饮收入增速趋缓



资料来源: wind,国海证券研究所

图 33: 限额以上企业餐饮月度收入总额增速趋缓



资料来源: wind,国海证券研究所

图 34: 瑞幸咖啡倡导新鲜式咖啡和灵活的购买体验



资料来源: 瑞幸咖啡官网, 国海证券研究所

图 35: 喜茶推出不同口味系列茶品以满足不同消费者



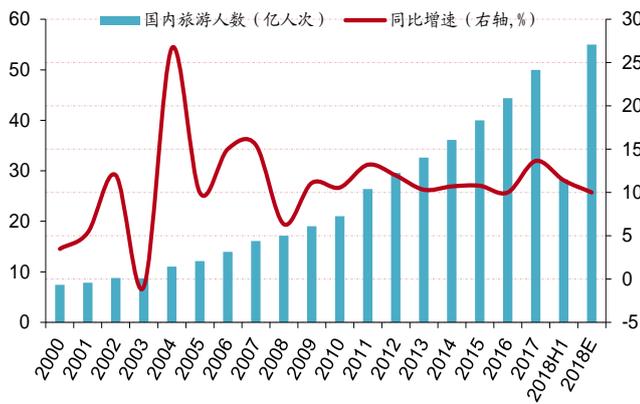
资料来源: 喜茶官网, 国海证券研究所

3、休闲度假成为行业主流，关注新兴产业方向

3.1、三游数据平稳，行业总体趋势平稳

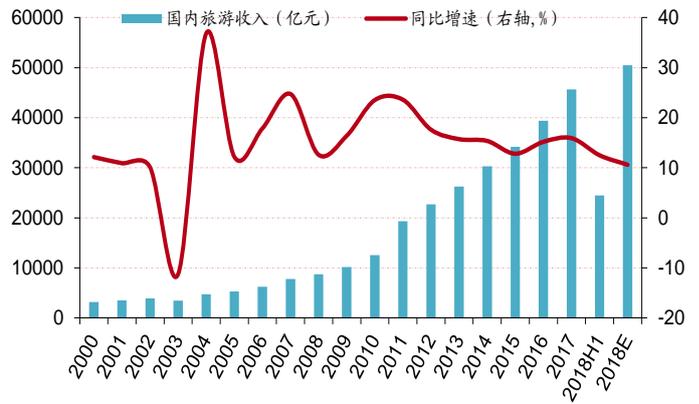
三游数据相对平稳，总趋势向上。2018年上半年，我国实现国内旅游人数 28.3 亿人次，同比增 11.4%，实现旅游收入 2.45 亿元，同比增 12.5%；实现出境游人数 7131 万人次，同比增 15%；接待入境游客量 6969 万人次，同比增 0.3%，实现国际旅游收入 618 亿美元，同比增 2.8%。趋势上看，国内游客量人数和收入增速维持在相对稳定水平，入境游游客量持续平稳，同比略有增长；而出境游客量在之前低基数基础上今年上半年增速回暖。

图 36: 2018 上半年国内旅游人数同比增 11.4%



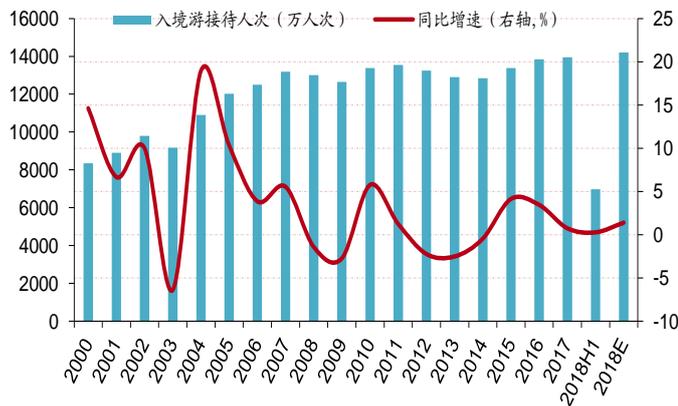
资料来源: wind,国海证券研究所

图 37: 2018 上半年国内旅游收入同比增 12.5%



资料来源: wind,国海证券研究所

图 38: 2018 上半年我国入境旅游人数同比增 0.27%



资料来源: wind,国海证券研究所

图 39: 2018 上半年我国国际旅游收入同比增 2.8%



资料来源: wind,国海证券研究所

图 40: 2018 上半年我国出境旅游人数同比增 15%



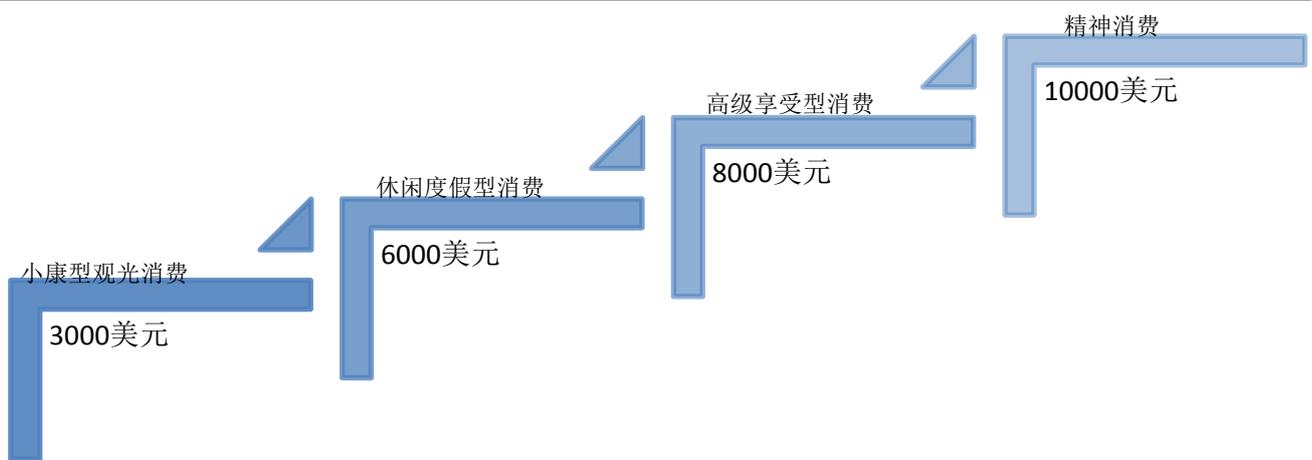
资料来源: wind,国海证券研究所

3.2、消费分层，休闲游逐步成为需求主流

我国旅游需求亦呈分层态势。关于旅游发展阶段与人均 GDP 发展阶段的理论一直是判断行业发展趋势的重要指标。但今年以来，消费降级的理论一直讨论不休。我们认为，国内旅游消费的情况相对特殊，“一刀切”的理论较难适用。我国人口基数相对庞大，人口分布不均，区域经济发展不平衡，消费呈“分层”态势。部分一线二线城市的旅游消费需求已经过渡到高层的度假休闲游、定制游，而三四线甚至更偏远地带的旅游需求尚处于崛起阶段，他们对观光旅游有较强烈需求。

大众消费和小众消费各自开花。在今年 10 月，中国旅游研究院发布的《中国旅行服务业发展报告 2018》亦印证我们的判断。根据报告判断，我国中高端收入人群的消费层级正向高端定制方向演化，而较低收入人群更青睐于初级的观光型旅游需求，于此同时，中等收入人群部分向更高级别消费升级，另外一部分则由于进入新的生命周期调整其消费结构，或增加小众市场的消费而减少大众品的消费。趋势上看，大众旅游的基础不断扩大，但同时亦被碎片化、细分的小众市场所蚕食。

图 41： 内涵式体验消费和精神需求的满足逐渐成为消费主流



资料来源：中国旅游研究院，国海证券研究所整理

年轻群体六大个性新旅游态度值得关注。根据 CBNDATA 和飞猪联合发布的《2018 国民旅游消费新趋势洞察报告》，其总结了国民旅游的六大新态势，包括旅游开荒侠、猫系旅行者、超级兴趣癌、轻负担旅行、做“走神”青年、新探亲时代等六大新态度引人关注。其中，旅游开荒者是指乐于探索小众目的地的消费者。他们热衷探索非热门地区旅行，其中以小众目的地为主，例如塞尔维亚、克罗地亚、阿塞拜疆、格鲁吉亚、秘鲁、埃塞俄比亚等国家，出行人群以 90 后、95 后为主，出行选择更易受到社交媒体影响。而猫系旅行者则擅长舒适慵懒的旅行。他们通过见缝插针的短期游安排，将旅行融入日常生活，而不是特意等到长假出游。以一线城市消费者，90 后和 95 后的年轻群体为主，出行目的地主要为东南亚短线国家或更重视身心体验的特色线路。此外还有旅行是为了追求其他

兴趣的超级兴趣癌、到了再说的轻负担旅行、专注于当地深度游的“走神”青年及带父母一起旅行的新探亲时代等。

总结看，多元化和个性化的旅行需求集中在 80、90 后，尤其以 90 后为主。他们更崇尚思想自由、无拘无束，及探索新兴事物。80、90 后作为未来旅游行业消费主力军，其需求变化值得重点关注。

图 42：新兴代旅游消费需求多元化和个性化趋势明显

#旅游开荒侠# 制造下一个热门	旅游开荒侠	探索非热门地区旅行，其中以小众目的地为主，例如塞尔维亚、克罗地亚、阿塞拜疆、格鲁吉亚、秘鲁、埃塞俄比亚等国家，出行人群以90后、95后为主，出行选择更易受到社交媒体影响。
#猫系旅行者# 哪儿舒服哪儿待着	猫系旅行者	通过见缝插针的短期游安排，将旅行融入日常生活，而不是特意等到长假出游。以一线城市消费者，90后和95后的年轻群体为主，出行目的地主要为东南亚短线国家或更重视身心体验的特色线路。
#超级兴趣癌# 一切为了爱	超级兴趣癌	旅游只是形式，更多是追求个人其他兴趣，如探索美食、追求艺术人文、追星、观赛、体验网红酒店等目的为主
#轻负担旅行# 到了再说	轻负担旅行	说走就走，出行计划较随性，很多出行规划是到了目的地后随性决定，更多追求新鲜感和自由度。此外，相对追求租赁服务，如短租房屋、传统服饰租赁、专业相租、旅拍等。
#做“走神”青年# 玩出当地人的精气神	做“走神”的旅途青年	更追求深入游，“一地多刷”“玩透”成为新潮流，热衷于体验当地节日、特色市场及探索城市周边游等。
#新探亲时代# 走着就把亲给探了	新探亲时代	利用假期带父母外出旅行，同时达到探亲和旅游目的，提供更高质量的陪伴。

资料来源：国海证券研究所，根据 CBNDData&飞猪：2018 国民旅游消费新趋势洞察报告整理

图 43：旅游产品需求多元化、小众化成为新趋势



资料来源：国海证券研究所，根据 CBNDData&飞猪：2018 国民旅游消费新趋势洞察报告整理

3.3、人工智能应用落地，无人餐厅和酒店探索新模式

重点关注人工智能对行业影响。旅游行业一直是相对传统行业，相较于高科技或创新型企业，新技术对行业整体影响力较小。回顾行业发展，我们认为自 2010 年以来，行业历经了较大的两次变革。其中之一是互联网对行业的影响，打破了之

前行业信息不对称现状，大幅改善和提升了旅游的透明度和便捷度，成就了一大批 OTA 企业。另外一次变革则可能是近期兴起的人工智能技术。无人驾驶、无人餐厅、无人酒店，智能化为传统的旅游行业各个要素带来了根本性的改变。这一次变化主要集中在人力成本缩减、精细化和标准化服务，更多是立足于行业效率和硬性服务质量的提升。未来发展方向值得重点关注。

海底捞无人餐厅引起行业广泛关注。今年 10 月底，海底捞第一家无人餐厅在北京开业，引起行业广泛关注。该餐厅斥资 1.5 亿元，从等位点餐，到厨房配菜、调制锅底和送菜，都采用无人化服务。之前排队等位期间提供的美甲、擦鞋和按摩服务，变更为太空舱式的等位区，可以支持大屏互动游戏。用餐饮环境方面，采用的是全景布置的 360 度立体投影，还可分为几大主题，打造不同的用餐场景体验。因为智能化程度较高，火锅的锅底、口味、原料、辅料和鲜料都可以根据个人喜好来进行选择。相较传统餐厅，无人化餐厅不仅大大缩减了人工成本，且能够提供更精细化、更快捷的服务，缩短用户等待时间，此外在提高卫生标准、增加用户吸引力方面更具亮点。

互联网巨头阿里和京东亦早早布局智能服务业。在 2017 年 11 月，阿里口碑宣布全面开放无人餐厅业技术，预计将提高餐厅 30%接待量。2018 年 2 月，盒马开出售价机器人餐厅“Robot.HE”，开业 4 个月即实现盈亏平衡。今年 7 月，饿了么宣传其专注于智能餐饮基础设施的“未来餐厅”项目，年交易额已经突破 10 亿元，目前已经在 30 多个城市开设几百年线下店。京东亦推出“JOY'S 智慧餐厅”，可实现点菜、做菜和传菜全程无人化，并预计在 2020 年将运营 1000 家这样的餐厅。

实践方面，在今年 1 月，五芳斋已经联手阿里口碑在杭州开出首家无人智慧餐厅，当月营业额同比增长超过 40%，门店员工从 13 人缩减至 6 人，人效增长 3 倍。去年年底，德克士就在上海开立了第一家主打“无人自助式”餐厅，并计划将未来 2300 家德克士门店从无人餐厅升级到“未来店”。未来店不仅仅强调智能化，减少人工，还将在体验、产品和服务三个要素上进行新的升级。此外，碧桂园近期亦宣布有计划开 1000 家机器人餐厅，由机器人统一完成下单、炒菜、做饭、端菜、洗碗等全过程。

除了无人餐厅，无人酒店的发展方向亦值得关注。2017 年 10 月，首家无人智慧酒店“乐易住”正式对外迎客。此外，还有通过手机就能够完成预定、入住和退房的 Xbed 互联网酒店；搭载小米智能系统产品的隐世 Hutel 则主打庭院风格；CitiWow Hotel 酒店则全力打造无人智慧酒店住宿体系和酒店生态圈。近期由阿里主打的未来酒店开业更是引起社会广泛关注，无人自助体验式的服务引领行业新潮流。未来酒店由天猫精灵福袋迎宾带路，通过身份识别后，客人自助完成入住登记，自动开启房门，天猫管家控制室内设备，房间内扫码购物，APP 退房等流程均可自主完成。无人酒店在一定程度上解决了传统酒店人力成本较高问题，此外有利于标准化住宿业的发展。

综上，智能化在餐饮业和酒店行业的应用已经逐渐由理论研究落地到应用阶段。虽短期内可能会产生部分问题，例如缺乏人性化关怀、部分人工智能无法满足的个性化需求等，但长期看我们认为其在节省成本及产品标准化及智能化方面具备传统人力无法比拟的优势，未来发展方向非常值得关注。

图 44: 人工智能在餐饮和酒店行业应用项目及效果

主体	主题	特色	开业时间	效果
人工智能在餐饮业的应用				
海底捞	无人餐厅	智能化后厨，从等位点餐，到厨房配菜、调制锅底和送菜，都采用无人化服务，等位期间可参与大屏互动游戏，多主题360立体投影用餐环境。	2018.10	节约后厨37%人工成本，人效大幅提升
阿里口碑	无人餐厅技术	宣布全面开放无人餐厅技术，为广大餐饮商家提供包括智能点餐、智能推荐、服务通知、自助取餐、自动代扣、用餐评价在内的全流程解决方案。	2017.11	预计将提高餐厅30%接待量
盒马生鲜	“Robot. HE”	首家机器人餐厅	2018.2	开业4个月便实现盈亏平衡
饿了么	未来餐厅	专注于智能餐饮基础设施，帮助经营者用大数据进行品类设计，做更适合外卖场景的爆款；与顶级供应链和中央厨房合作，建立标准化流程，确保食品安全、品质和稳定；食品制作完成后通过全程冷链从重要厨房配送到线下门店。	2018.7	年交易额已突破10亿元，目前已在30多个城市开设数百家线下店。坪效最高可达普通餐厅的5倍
京东	X未来餐厅	点菜、做菜和传菜全程无人化。通过置入精确的菜谱，使机器人大厨实现对菜肴用料的精准控制，在做出美味菜肴的同时，实现餐厅内部机器人送餐，目前共40多道美味可供选择。	2018.11	试运营阶段，每日仅晚餐的顾客平均流量近300位，单餐翻台率超过3。预计在2020年将运营1000家类似餐厅
五芳斋联合阿里口碑	无人智慧餐厅	24小时无人自助就餐，APP自主扫码下单，用60个智慧餐柜代替人工叫号，包含“堂食、外卖、预付到取”的三大场景	2018.1	当月营业额同比增长超过40%，门店员工从13人缩减至6人，人效增长3倍
德克士	无人自助式餐厅，“未来店”	下单、支付、取餐、用餐，全程无需员工介入；未来店不仅仅强调智能化，减少人工，还将在体验、产品和服务三个要素上进行新的升级。	2017年底	计划将未来2300家德克士门店从无人餐厅升级到“未来店”
碧桂园	机器人餐厅	由机器人统一完成下单、炒菜、做饭、端菜、洗碗等全过程。		宣布有计划开1000家机器人餐厅
人工智能在酒店业的应用				
深圳乐易住智能科技股份有限公司	“乐易住”无人智慧酒店	主打无人智慧酒店，为城市商旅者提供住宿服务，每家酒店均无前台、无服务员，通过APP或微信公众号在线选房预订，支持移动支付，免押金、一键退房、免查房，刷脸入住，机器人提供辅助服务，全感应客房	2018.1	目前已经开业7家门店，其成都店于开业以来，入住率达95%，复住率80%
隐世Hutel酒店管理集团	隐世Hutel	搭载小米智能系统产品，主打庭院风格	2017.11	已经在北京开业隐世Hutel. 叠院儿和隐世Hutel. 扭院儿两家酒店
美度酒店	CitiWow Hotel	全力打造无人智慧酒店住宿体系和酒店生态圈。采用紫光物联全屋无线智能家居系统，以“无人+智慧”为主题	2018.1	
阿里	未来酒店	由天猫精灵福袋迎宾带路，通过身份识别后，客人自助完成入住登记，自动开启房门，天猫管家控制室内设备，房间内扫码购物，APP退房等流程均可自主完成	2018.11	大大缩短登记时间，提高办理入住效率，预计未来其人效比是同规模传统酒店的1.5倍

资料来源：国海证券研究根据搜狐网、南方网、乐易住官网等资料整理

图 45: 人工智能在餐饮和酒店行业已经逐渐投入应用



资料来源：五芳斋官网，环球网，南方网，楚北网，国海证券研究所

3.4、美团和海底捞登陆港股，资本市场规模持续壮大

梳理板块 32 家公司上市情况，我们发现，受到行业属性限制，餐饮旅游板块近几年较少新增上市公司。根据我们统计，在板块 32 家上市公司中，共 13 家于 2000 年之前上市，其中以峨眉山、黄山旅游、中青旅和锦江股份等传统旅游上市公司为代表；共 12 家在 2000 年~2010 年上市，包括宋城演艺、中国国旅、首旅酒店等。在此期间，携程网于 2003 年在美国上市；其中 5 家公司在 2011~2015 年期间上市，包括九华旅游、新智认知、长白山、众信旅游和腾邦国际，在此期间，呷哺呷哺在香港上市；2016 年至今近三年时间，以中信行业指数为统计标准的 A 股，仅新增天目湖和广州酒家两家公司。在此期间，颐海国际于 2016 年 7 月在香港上市，此外海底捞和美团点评均在今年 9 月登陆香港市场，同程艺龙在 11 月完成港股 IPO。

图 46：近几年板块新增上市公司较少

证券简称	上市日期	总市值，亿元	证券简称	上市日期	总市值，亿元	证券简称	上市日期	总市值，亿元
海底捞	2018-09	913	宋城演艺	2010-12	321	中青旅	1997-12	102
美团点评-W	2018-09	3130	*ST云网	2009-11	28	峨眉山A	1997-10	33
天目湖	2017-09	26	中国国旅	2009-10	1082	凯撒旅游	1997-07	62
广州酒家	2017-06	98	全聚德	2007-11	38	黄山旅游	1997-05	71
颐海国际	2016-07	226	三特索道	2007-08	28	西安饮食	1997-04	23
九华旅游	2015-03	22	金陵饭店	2007-04	26	大东海A	1997-01	26
新智认知	2015-03	55	云南旅游	2006-08	43	*ST藏旅	1996-10	22
呷哺呷哺	2014-12	118	丽江旅游	2004-08	34	锦江股份	1996-10	211
长白山	2014-08	26	携程网	2003-12	137	西安旅游	1996-09	23
众信旅游	2014-01	61	大连圣亚	2002-07	34	张家界	1996-08	23
腾邦国际	2011-02	60	国旅联合	2000-09	21	华天酒店	1996-08	29
			首旅酒店	2000-06	166	曲江文旅	1996-05	20
			桂林旅游	2000-05	21	岭南控股	1993-11	52

资料来源：国海证券研究所，wind

从板块公司上市数量和趋势看，近年新增的上市公司以餐饮类居多，此外在经营模式上相对较多创新模式。例如主打小火锅的呷哺呷哺，主打火锅底料业务的颐海国际，主打火锅的海底捞，主打外卖、酒店预订等业务的美团点评及 OTA 龙头公司同程艺龙。尤其是美团点评和海底捞，上市市值相对较大，市场关注度较高。相较 A 股，更多新模式或者具备互联网基因的公司选择在港股或者美股上市。我们认为随着行业不断发展，新模式和新趋势公司不断出现，其有望带动板块不断发展壮大。

4、看好行业整体发展方向，维持推荐评级

看好行业整体发展趋势。整体看，旅游行业在我国社会发展及居民生活中的地位越来越重要，旅游产业对国民经济和社会综合贡献率已经超过 10%。随着经济发展，居民消费能力提升，旅游产业向上趋势明确。在物质生活得到满足后，居民对精神领域的追求越发显著，旅游中的休闲、健身、医疗、教育等多种需求亦不断迸发。未来随着收入和需求提升、交通条件不断完善、产品不断丰富，行业将持续快速发展，维持行业“推荐”评级。

建议关注免税、酒店和出境游子板块。分子板块看，免税子板块在消费升级、政策支持及鼓励消费回流大背景下，龙头公司有望在新一轮的发展中获得优势；酒店板块目前处于向上拐点期，供给紧张、连锁加盟占比提升、中高级需求提升，将带动板块经营持续好转。龙头公司未来在市场份额、模式创新上依然有较大空间；出境游子板块在经历 2016 和 2017 两年的低迷期后，不改向上发展趋势，未来在经营模式和市场份额上依然存在拓展空间，而其龙头公司有望获得溢价成长。

5、重点推荐个股

建议重点关注板块龙头。建议重点关注龙头公司，包括中国国旅（行业龙头&规模效应持续提升）、宋城演艺（六间房风险逐渐解除&模式优）、首旅酒店（行业处于向上拐点周期&龙头）及黄山旅游（高铁通车）等。

中国国旅（601888）：免税行业龙头，规模效应渐显，运营效率存在提升空间。
①管理层具备优秀免税行业经营背景；②新增北京/香港/上海/澳门等机场免税店经营为公司带来协同效应和规模效应；③三亚海棠湾周边设施不断完善有利于公司业务发展；④消费回流大背景下，政府对行业给予较多政策支持。

宋城演艺（300144）：模式优&业绩稳&团队强。①经营稳健；②张家界、上海、西安等国内新项目及澳洲项目有序推动，为持续增长提供保证；③轻资产订单项目添新翼；④团队市场意识强，在营销和渠道方面具备超出同行的执行力；⑤六间房风险逐渐解除，长期看好公司模式和团队能力。

首旅酒店（600258）：行业拐点&经营改善。①中高端需求提升、加盟连锁比例提升等要素推动酒店板块进入新拐点周期，公司作为龙头将直接受益行业发展；②引入原如家管理团队，弹性薪酬制度有望带来经营效率提升。

众信旅游（002707）：行业龙头&民营机制&估值历史低位。①出境游行业受益于消费升级，放长周期看其向上增速趋势确定。公司作为行业龙头有望享受溢价成长；②公司为民营机制，创始人团队及核心管理层均持股，团队稳定性强，对行业发展方向认知透彻。

黄山旅游（600054）：传统龙头&外延发展&管理层积极&高铁通车。①景区资源独特，对资源掌控力强；②管理层积极进取，在薪酬和经营体系方面采取了系列有效的考核和激励机制，公司费用率近几年持续下降；③除太平湖和宏村项目外，积极探索外延发展，东黄山开发亦有序推动中；④杭黄高铁通车预计年底通车运营，杭州至黄山车程缩短至 1.5 小时；⑤持有较多华安证券股份，存在较好的投资收益预期；⑥现金流充沛，2017 年经营现金净流量 6.1 亿元。

峨眉山（000888）：重点关注人事变动影响。①经营稳健；②管理层变更较多，期间费用率不断下降，公司经营效率存在改善预期；③景区交通条件不断改善；④作为四川唯一的旅游上市公司，存在国企改革预期；⑤现金流充沛。

桂林旅游（000978）：关注转型。①积极致力于剥离亏损资产，并寻求转型；②

2016 年计提较大额度减值准备，未来有望轻装前行；③桂林市唯一旅游上市平台，存在资产整合空间；④PB 跌至 1.2 倍，公司价值凸显。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-11-29 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000888.SZ	峨眉山 A	5.95	0.37	0.45	0.5	16.08	13.22	11.9	增持
000978.SZ	桂林旅游	5.53	0.23	0.27	0.33	24.04	20.48	16.76	增持
002707.SZ	众信旅游	6.58	0.27	0.29	0.33	24.37	22.69	19.94	增持
300144.SZ	宋城演艺	21.56	0.73	0.88	1.05	29.53	24.5	20.53	买入
600054.SH	黄山旅游	10.06	0.55	0.58	0.64	18.29	17.34	15.72	买入
600138.SH	中青旅	13.61	0.79	0.9	1.01	17.23	15.12	13.48	买入
600258.SH	首旅酒店	16.5	0.77	1.04	1.23	21.43	15.87	13.41	增持
601888.SH	中国国旅	54.72	1.3	1.94	2.47	42.09	28.21	22.15	买入
603043.SH	广州酒家	24.51	0.84	1.03	1.2	29.18	23.8	20.43	增持

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 突发事件或不可控灾害
- 2) 宏观经济低迷影响需求
- 3) 行业重大政策变化
- 4) 相关公司项目进度不确定性
- 5) 重点推荐公司业绩不达预期

【分析师承诺】

周玉华，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。