

政策红利，还看龙头

核心观点：

2019 是经济继续探底之年，经济承压下，消费领域的经济增长红利减少，但在调结构之时，消费领域的政策红利已经增加。尤其是今年公布的减税等政策，对个人消费具有较强刺激，预计消费领域仍具备成长性、抗风险性。

消费降级现象不改变消费升级的主逻辑。“消费降级”存在部分缩减消费支出的群体中，高房价带来的挤出效应是本次“消费降级”现象的主要原因，主要影响在一二线的中产阶级；消费升级本质是由中产阶级群体增加推动，预计到 2030 年，中国中产阶级将占总人口的 70%，三四线的消费升级潜力巨大。

免税板块享最大政策红利以及最优竞争格局，利好具备垄断地位的行业龙头发展。未来行业增量主要体现在：1) 海南将打造“国际旅游消费中心”，海南离岛免税政策调整，在品类、购买限制上再度放松，未来覆盖度有望进一步扩大；2) 市内免税店预期升温，参考韩国模式，市内店政策若放开，有望将国内免税市场潜在空间大幅提升。

酒店在经济恶化以及减持双重影响下，已经处于估值低位。酒店经营数据在今年下半年转弱，但在周期影响下，酒店龙头的加盟扩张路径将是突围之道。预计行业的整合有望提速，酒店龙头的扩张仍会继续推进，长期来看，酒店龙头仍具备良好成长性。

在线旅游服务商打通资源端和渠道端至关重要，内容服务逐渐崛起。在线旅游板块目前整体集中度较高，携程系市场份额过半，一超多强格局持续。行业内对于“机+酒”等资源端的掌握仍将是核心。同时，出境游今年上半年复苏明显，在签证政策放松、非一线城市消费崛起的背景下，仍有望稳健增长。

餐饮整体保持稳定增长，可复制性成为餐饮行业发展的重要竞争力。大众外出就餐的频次和比例持续提升，品牌化和连锁化成为趋势。除菜品口味外，标准和优质的服务成为消费体验的核心。未来，餐饮互联网化和智能化将成发展趋势，餐饮资本化率也预计提升。

休闲游持续发酵，在交通网络不断完善趋势下，休闲景区及目的地长期受益。以亲子等为主题的旅游形式促进休闲度假游快速崛起，其中主题乐园成为重要形式，预计 2020 年我国主题乐园零售额将超越美国成为世界第一，渗透率望升至 20%，科技化、IP 化等方向是未来趋势。

推荐标的：锦江股份、首旅酒店、同程艺龙、海底捞、广州酒家、宋城演艺、海昌海洋公园、中青旅。

休闲服务

维持

买入

贺燕青

heyanying@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

发布日期：2018年12月10日

市场表现



相关研究报告

目录

一、变局之年：谋机遇，迎挑战	1
（一）内在之“机遇”：新旧动能切换，消费释放红利	1
1、当下经济水平，促旅游消费需求增长	1
2、产业结构变化，政策进一步刺激消费	2
（二）消费分级，终将以“价值”穿越经济周期	4
（三）资本市场上表现居前，社服板块先扬后抑	6
1、涨幅位居前列，二八分化加剧	6
2、经营业绩稳健，马太效应凸显	8
二、免税板块：竞争格局优化，关注海南和市内店的政策红利	11
（一）免税集团整合，国内市场集中度提升	11
1、机场竞标成功，布局重点机场免税店	11
2、海免注入在望，免税集团整合进行中	13
（二）万事俱备，静待政策红利释放	14
1、海南肩挑国家战略重任，离岛免税将进一步放开	14
2、市内免税店预期渐起，有望打开增量市场空间	17
三、酒店板块：提价成为上行动力，扩张稳步推进	19
（一）周期轮动规律：经济发展下，填补需求空白	19
1、连锁酒店崛起自经济型酒店开始	19
2、本轮酒店上行周期由中端酒店带动	20
（二）酒店周期：量价齐升到量减价增	22
1、第一阶段：畅享量价齐升红利	22
2、第二阶段：全面升级，双重因素提升房价	23
四、在线旅游板块：整合趋势较强，细分领域激烈竞争	25
（一）行业集中度高，细分领域百花齐放	25
1、携程系占据半壁江山，各巨头深度拓展细分领域	25
2、旅行社加速线上线下布局趋势	28
3、OTA 行业整合趋势或加剧，新业态新场景或快速入场	29
（二）出境游回升，目的地多点开花	29
1、总体增速可观，便捷度提升，小众目的地崛起	29
2、二三四线出境游意愿强烈，潜在空间广阔	34
3、运营商深耕批零一体化，相较 OTA 更突出批发及目的地资源优势	34
五、餐饮板块：新趋势逐渐显现，跑马圈地进行中	37
（一）餐饮板块稳健向好，新特征逐渐显现	37
1、行业稳定增长，市场分散度高	37
2、餐饮年轻化、品牌化、网络化新趋势凸显	39
（二）大众化餐饮趋势明显，外卖业务快速爆发	40
1、餐饮店铺扩容，就餐体验至上	40
2、外卖蔓延，成为重要战场	41
（三）可复制性助力餐饮扩张之路	43

六、休闲游板块：休闲游备受青睐，降价倒逼景区升级.....	45
（一）“周边游”市场向好，休闲游人气旺盛.....	45
1、小长假碎片化决定周边游是消费主力.....	45
2、交通网络持续改善，延长出游半径.....	46
3、亲子、合家欢主题使得休闲游受益.....	49
（二）降价政策“惠民”，景区改革迫在眉睫.....	50
1、国有重点景区降价潮来袭.....	50
2、景区开始转型升级.....	52
（三）主题乐园市场扩张迅猛，发展多元化.....	53
1、主题乐园零售额高速增长.....	53
2、主题乐园业态趋向多元化.....	54
七、推荐标的.....	56

图目录

图 1： 我国居民消费能力在逐渐提升.....	1
图 2： 居民消费项目均保持增长.....	1
图 3： 居民消费结构（2005 年）.....	2
图 4： 居民消费结构（2017 年）.....	2
图 5： 美国居民消费结构中住房及食品占比低.....	2
图 6： 消费是 GDP 主要增长动能（%）.....	3
图 7： 二手房价格保持同比提升（%）.....	4
图 8： 二手房环比价格保持提升（%）.....	4
图 9： 个人住房贷款余额高速提升.....	5
图 10： 居民杠杆率保持提升.....	5
图 11： 四大一线城市房租高速提升.....	5
图 12： 中国“90 后”的消费观.....	6
图 13： 休闲服务（申万）板块全年排名第二.....	7
图 14： 休闲服务指数跑赢大盘.....	7
图 15： 免税板块市场表现最佳.....	8
图 16： 各子板块估值水平下降.....	8
图 17： 当前估值水平处于底部（剔除 2015 年数据）.....	8
图 18： 申万行业 2018 年三季度报营收增长对比（%）.....	9
图 19： 申万行业 2018 年三季度报归母净利润增长对比（%）.....	9
图 20： 市值与收入增速正相关（%）.....	10
图 21： 市值与归母净利润增速正相关（%）.....	10
图 22： 浦东机场的国际客流达 2,843.75 万人次.....	12
图 23： 北京首都机场的客流达 2,172.13 万人次.....	12
图 24： 日上股权变化.....	13
图 25： 海免持有美兰机场免税店 51% 股权.....	14
图 26： 前 8 月海南离岛免税销售额达到 65.72 亿元.....	14

图 27: 前 8 月海南离岛免税购物人群达 188.17 万人次.....	14
图 28: 海南离岛免税政策频率高	15
图 29: 海口市旅游客流 2018 年前 10 月同比增长 9.9%	17
图 30: 海口市水路客运量达到 1,012 万人次	17
图 31: 全球前 25 的免税集团 (2017, 百万欧元)	17
图 32: 韩国乐天免税品销售额达 48.42 亿欧元	18
图 33: 韩国新罗免税品销售额达 34.12 亿欧元	18
图 34: 国内连锁酒店发展历程	19
图 35: 如家经济型酒店在初期发展快速	19
图 36: 如家酒店在初期借助加盟实现快速扩张	19
图 37: 如家酒店 RevPAR 变化	20
图 38: 扩张速度和酒店 RevPAR 相关.....	20
图 39: 扩张速度和酒店房价相关	20
图 40: 扩张速度和酒店出租率相关	20
图 41: 中端连锁酒店增速达到 31.42%	21
图 42: 经济型酒店增速为 9.95%	21
图 43: 经济型连锁酒店市场分散度较高	21
图 44: 中端连锁酒店市场集中度较高	21
图 45: 华住全部门店 RevPAR 自 2016Q1 扭负为正.....	22
图 46: 华住成熟门店 RevPAR 自 2016Q3 扭负为正.....	22
图 47: 2017 年为 RevPAR 高速增长期 (华住)	22
图 48: 2017 年内 OCC 恢复增长 (华住)	22
图 49: 2017 年为 RevPAR 高速增长期 (如家)	23
图 50: 2017 年内 OCC 恢复增长 (如家)	23
图 51: 2018 年上半年 ADR 增速超过 10% (华住)	23
图 52: 2018 年上半年 ADR 增速处于高位 (如家)	23
图 53: 2018 年上半年 ADR 增速保持高位 (锦江)	24
图 54: 中端酒店数量占比达到 29.52% (华住)	24
图 55: 中端酒店数量占比达到 13.93% (如家)	24
图 56: 2017 年携程系 GMV 在 OTA 市场占比超 50%	25
图 57: 主要 OTA 竞争战略各异, 细分领域优势差异化.....	26
图 58: 同程和艺龙高度互补, “机+酒” 高频领域优势大.....	27
图 59: 中国在线度假自助游市场携程第一	28
图 60: 中国在线旅游度假跟团市场途牛第一	28
图 61: 中国在线周边游市场驴妈妈第一	28
图 62: 中国在线出境游市场途牛第一	28
图 63: 中国出境游人次持续增长	29
图 64: 出境游总消费随人次增长而提升	29
图 65: 民航国际航线客运量及同比变化情况	30
图 66: 中国内地赴香港游客数量及同比变化	30
图 67: 中国内地赴澳门游客数量及同比变化	30

图 68: 中国内地赴台湾游客数量及同比变化	31
图 69: 中国内地赴日本游客数量及同比变化	31
图 70: 中国内地赴韩国游客数量及同比变化	31
图 71: 中国内地赴新加坡游客数量及同比变化	31
图 72: 中国内地赴泰国游客数量及同比变化	31
图 73: 中国内地赴越南游客数量及同比变化	31
图 74: 出境游跟团比例不断提升	33
图 75: 2018 年上半年 90 后出境游占比首超 70 后	33
图 76: 小众目的地出境游增速开始爆发 (2017 年)	33
图 77: 北欧滑雪等长线主题出境游热度高	33
图 78: 三线城市出游意愿高于一二线 (2017 年数据)	34
图 79: 2017H1 二三四线城市赴欧旅游人数增长率快于一线	34
图 80: 出境游企业注重目的地延伸服务	35
图 81: 出境游产业链参与者较多, 协同配合要求高	35
图 82: 众信旅游悠哉网目的地文化游产品丰富	36
图 83: 欣欣旅游顾问及定制服务定位突出	36
图 84: 全国餐饮收入呈现逐年增长态势	37
图 85: 2017 年火锅营业额在中式餐饮中占比 13.7%	37
图 86: 20-34 岁年轻人餐饮消费占比超总人群的七成	37
图 87: 各类餐饮平均毛利率及净利率变化情况 (2017)	38
图 88: 一二线外出就餐目的以日常就餐和朋友聚餐为主	38
图 89: 一二线每周外出就餐 2-3 次占比 41.2%	38
图 90: 传统餐饮行业面临三高一低的情况	39
图 91: 餐饮年轻化趋势逐渐呈现	39
图 92: 未来餐饮业发展趋势突出网络化和品牌化	40
图 93: 2016 年各类餐饮店铺数变化情况 (万家)	40
图 94: 服务态度和整体就餐体验影响满意度	41
图 95: 服务不佳成为餐饮不满意的重要原因	41
图 96: 在线订餐总市场规模 2011-2018CAGR 预计 41%	41
图 97: 在线订餐用户渗透率不断提升	41
图 98: 在线订餐市场 24 岁以下消费者占比超 50% (2017 年)	42
图 99: 到家 O2O 在 O2O 中渗透率总体提升	43
图 100: 2014-2017 年投资餐饮行业的机构归属地集中一线城市	44
图 101: 海底捞的优质服务	44
图 102: 广州酒家速冻广式食品	44
图 103: 在线周边游市场交易规模保持 35% 以上增速	45
图 104: 在线周边游出游人次保持 20% 以上增速	45
图 105: 2011 年-2017 年间全国出游率保持高速增长	46
图 106: “五一” 游客主要选择 3 天以内的行程	46
图 107: 2017 年交通运输投资额达到 2.27 万亿元	46
图 108: 2017 年全国高铁运营里程达到 2.5 万公里	46

图 109: “八纵八横”高速铁路网覆盖全国中大城市.....	47
图 110: 最北“一横”中哈牡高铁试运营.....	47
图 111: 2017 年中国网民长途出行高铁使用率达 80.3%.....	47
图 112: 2017 年 33.4% 的高铁用户出行频率为全年 5-10 次.....	47
图 113: 机场通航便利各地游客欣赏泸沽湖美景.....	48
图 114: 延安新航线的开拓便利于华东地区游客出游.....	48
图 115: 沿黄公路沿途景色壮丽, 适合自驾游出行.....	49
图 116: 沿黄公路赋予黄河沿岸自驾游完整的路线.....	49
图 117: 亲子游 top10 出行城市占市场比例约 20%.....	49
图 118: 16 至 30 万元收入家庭参加亲子游比例最高.....	49
图 119: 三亚和泰国分列国内外亲子游热门目的地第一位.....	50
图 120: 泰国普吉岛适合全家进行水上项目游玩.....	50
图 121: 上市公司景降价梳理.....	51
图 122: 一半的上市景区门票客运收入占比超过 50%.....	52
图 123: 太平湖景区森林覆盖率超 95%, 适宜休闲养生游.....	52
图 124: 被誉为“画里乡村”的宏村具有开发新业态潜力.....	52
图 125: 2017 年酒店业务营收占总营收 9.51%.....	53
图 126: 2017 年, 长白山火山温泉部落一期开始营业.....	53
图 127: 2022 年我国主题乐园市场零售额预计达到 892.39 亿元.....	53
图 128: 光线传媒期望打造华语电影主题公园综合体.....	55
图 129: 横店拥有近 4000 部影视作品的 IP 开发基础.....	55
图 130: 东方科幻谷是中国目前最大 VR 体验乐园.....	55
图 131: V 观世界是国内面积最大的室内 VR 主题公园.....	55

表目录

表 1: 国办印发《完善促进消费体制机制实施方案(2018—2020 年)》.....	3
表 2: 财政部、国家税务总局起草《个人所得税专项附加扣除暂行办法(征求意见稿)》征求意见.....	3
表 3: 国内主要机场口岸免税店中标情况.....	11
表 4: 前三大机场免税店中标信息.....	12
表 5: 海南离岛免税政策逐渐放宽.....	15
表 6: 四大离岛免税对比.....	16
表 7: 71 个对中国免签和落地签国家.....	32
表 8: 周边游相对长线游, 出行时长和出游半径较短.....	45
表 9: 近年来高铁网络的拓展使得景区收益.....	47
表 10: 全国重点国有景区纷纷降价.....	50
表 11: 2017 年世界前十主题乐园企业中有一家中国企业.....	54
表 12: 2019 年重点领域/公司看点.....	56
表 13: 重点 A 股公司盈利预测.....	58

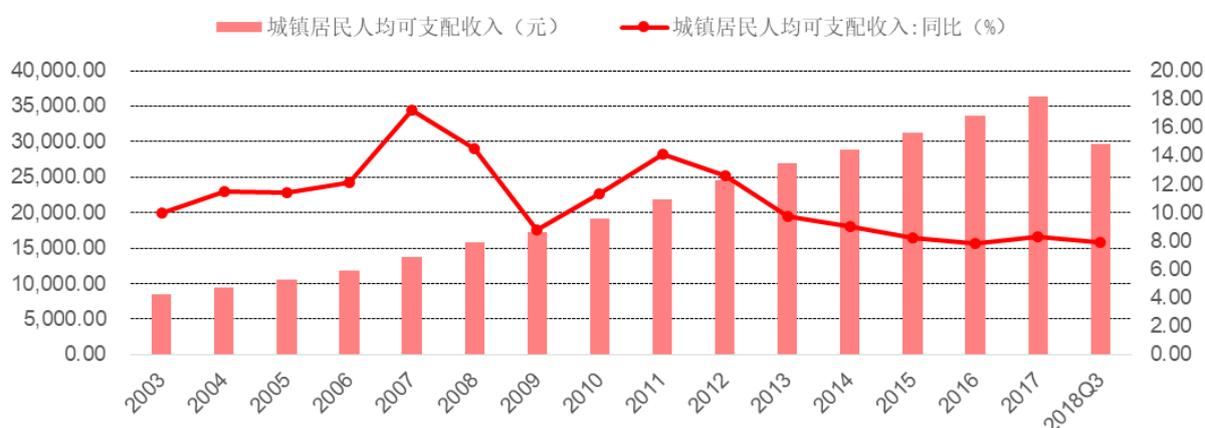
一、变局之年：谋机遇，迎挑战

（一）内在之“机遇”：新旧动能切换，消费释放红利

1、当下经济水平，促旅游消费需求增长

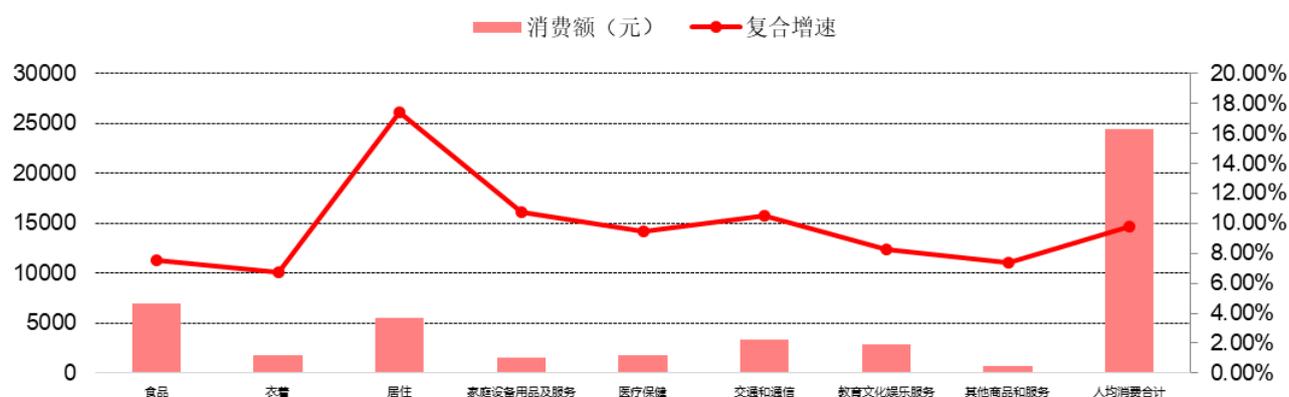
国内的人口基数决定消费总量庞大，随着可支配收入的提升，居民消费力仍在不断提升。我国的人均可支配收入在 2017 年时已经达到 36,396.19 元，且 2005-2017 年间的复合增速达到 9.82%。截止 2018 年前三季度，人均可支配收入的增速达到 6.54%，较 2017 年的 5.91% 提升 0.63 个百分点。

图 1：我国居民消费能力在逐渐提升



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图 2：居民消费项目均保持增长



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

旅游行业的消费前景好，内生潜力仍待释放。从现存的消费结构来看，居住支出高速提升成为限制可选消

费体量与占比的主要原因，2005-2017 年间，居住支出以每年最高的增速（复合增速达 17.44%）成为占比提升最大的部分，食品占比则大幅减少，但仍是支出最大的部分。参考美国的消费结构，非耐用品中的食品支出持续下降（至 10% 以下），住房支出维持在 15% 左右的水平。

图 3：居民消费结构（2005 年）

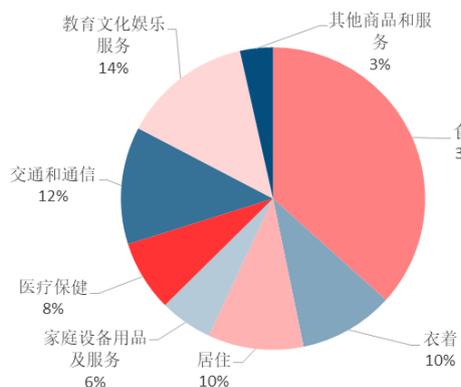
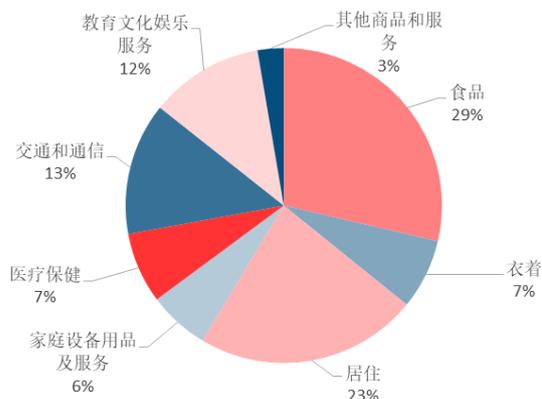
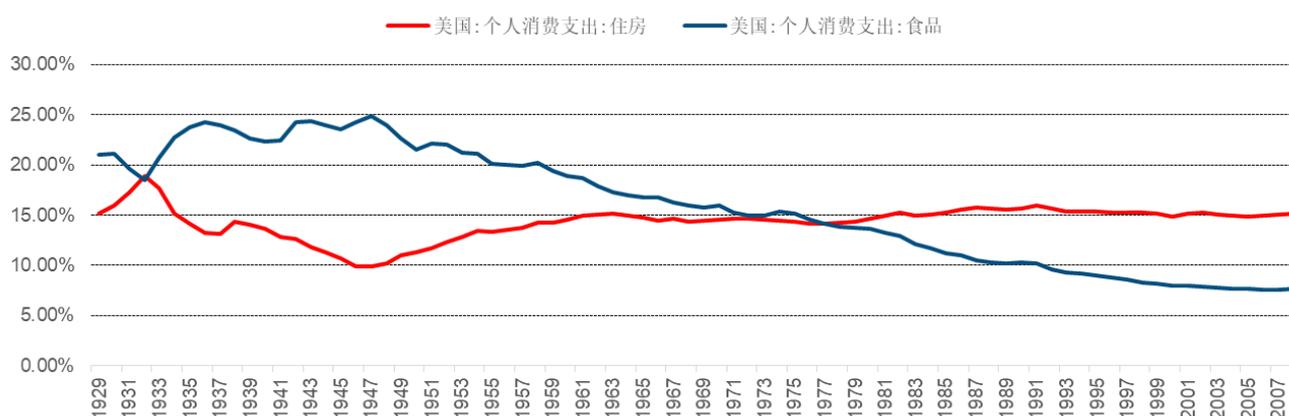


图 4：居民消费结构（2017 年）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图 5：美国居民消费结构中住房及食品占比低



资料来源：美国经济分析局，中信建投证券研究发展部

因此，尽管国际经验有表明人均 GDP 达到 5000 美元时，休闲消费会高速发展，但是由于我国在经济高速增长过程中，食品和居住在消费中的占比居高不下，国内居民休闲消费仍有较大挖掘空间，行业的内生增量，具备长期景气向上的发展潜力。

2、产业结构变化，政策进一步刺激消费

国内三驾马车中，消费对经济的影响已经占据主导地位。尤其在投资、进出口面临压力的情况下，消费的地位进一步提升，截止 2018 年 Q3，消费对 GDP 同比贡献率已经达到 76.9%。

图 6： 消费是 GDP 主要增长动能（%）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

促销政策密集出台，消费板块迎来发展机遇。今年下半年，消费领域频频收到政策红包，政策主要从三大方面刺激消费：

1) 2018 年 10 月 11 日，国务院办公厅印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》，即进一步规范并扶持消费产业发展：

表 1： 国办印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》

项目	涉及领域
1 进一步放宽服务消费领域市场准入	旅游、文化、体育、健康、养老、家政、教育培训
2 完善促进实物消费结构升级的政策体系	住房租赁、汽车消费、绿色消费、信息消费、商贸创新
3 加快推进重点领域产品和服务标准建设	实施“同线同标同质”工程、消费产品和服务标准制定、打造有影响力的中国品牌
4 建立健全消费领域信用体系	信息共享共用机制、信用信息公开、激励惩戒机制、消费者维权机制、质量追溯体系
5 优化促进居民消费的配套保障	财税支持、金融服务质效、收入分配制度改革
6 加强消费宣传推介和信息引导	统计监测、大数据应用、宣传引导

资料来源：国务院办公厅，中信建投证券研究发展部

2) 2018 年内，我国四次下调关税。在最近一次大范围下调后（9 月 26 日），我国关税总水平已经从上一年的 9.8% 降至 7.5%，即消费成本在不断降低。

3) 2018 年 10 月 1 日，新个税法正式实施，起征点调整至每月 5000 元。10 月 20 日，财政部、国家税务总局会同有关部门起草的《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》，将于 2019 年 1 月 1 日起实施。个税的调整旨在为居民“减负”，即进一步打开消费空间。

表 2： 财政部、国家税务总局起草《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》征求意见

项目	扣除条件	扣除额度
1 子女教育专项	子女接受学前教育和学历教育	每个子女每年 12000 元（每月 1000 元）
2 继续教育专项	学历继续教育	每年 4800 元（每月 400 元）

请参阅最后一页的重要声明

3	大病医疗专项	由个人负担超过 15000 元的医药费用支出部分	每年 60000 元
4	住房贷款利息专项	首套住房贷款利息支出	每年 12000 元（每月 1000 元） 直辖市、省会城市、计划单列市以及国务院确定的其他城市，每年 14400 元（每月 1200 元）；
5	住房租金专项	在主要工作城市租赁住房发生的租金支出	市辖区户籍人口超过 100 万，每年 12000 元（每月 1000 元）； 市辖区户籍人口不超过 100 万（含）的，每年 9600 元（每月 800 元）；
6	赡养老人专项	赡养 60 岁（含）以上父母以及其他法定赡养人	每年 24000 元（每月 2000 元）

资料来源：国家税务总局，中信建投证券研究发展部

（二）消费分级，终将以“价值”穿越经济周期

2018 年，消费降级现象与消费升级趋势共存。“消费升级”逻辑源于中产阶级在经济发展下的崛起，从国际经验来看，中产阶级的消费能力将是长期且可持续的上升；而“消费降级”则存在部分缩减消费支出的群体中，主要受到两方面因素影响：

1) 房价上涨对消费者的挤出效应增加，尤其是对一二线城市的中产阶级。自 2016 年起，二手房的价格进入提升阶段，一线城市的二手房价格增速一度达到 35% 以上，三线城市的价格指数增速基本保持在 10% 以下，个人住宅的贷款增速最高达到 38%（2016 年 12 月），截至 2018 年 9 月，个人住房贷款余额增速也保持在 17%。高房价直接导致居民杠杆率持续提升，至 2017 年末，居民杠杆率已经达到 48.8%。

图 7：二手房价格保持同比提升（%）

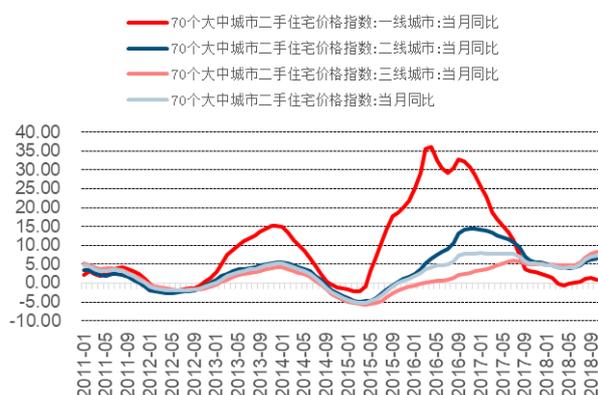
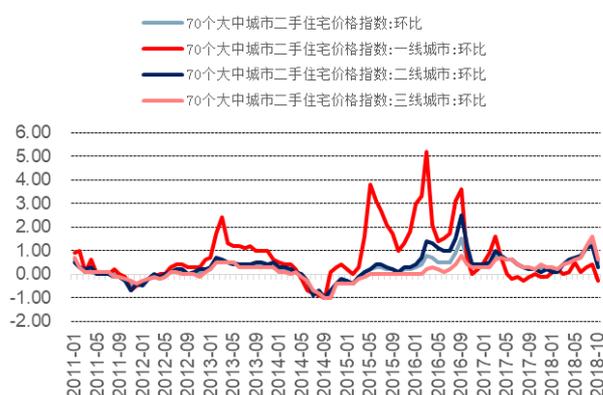


图 8：二手房环比价格保持提升（%）



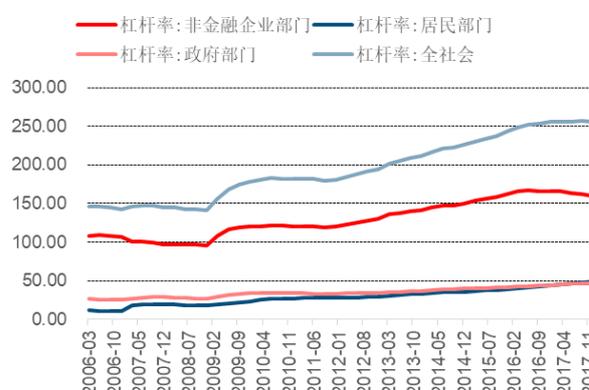
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

图 9：个人住房贷款余额高速提升



资料来源：中国人民银行，中信建投证券研究发展部

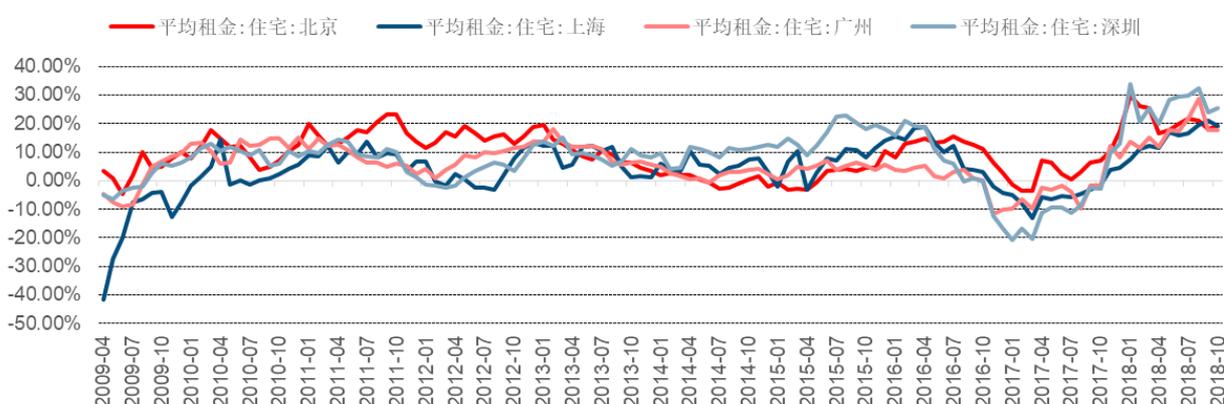
图 10：居民杠杆率保持提升



资料来源：中国社会科学院，中信建投证券研究发展部

同时，在售价提升后，房租水平也随之上扬。2018 年，四大一线城市的房租开始加速提升，高峰时达到 30% 以上增速。截至 10 月底，北上广深房租增速分别达到 19.04%、19.21%、17.67%、25.32%，仍处于较高水平。今年房租的快速提升使得挤出效应从购房人群进一步影响到更庞大的租房人群。因此，高房价带来的挤出效应是本次“消费降级”现象的主要原因。

图 11：四大一线城市房租高速提升

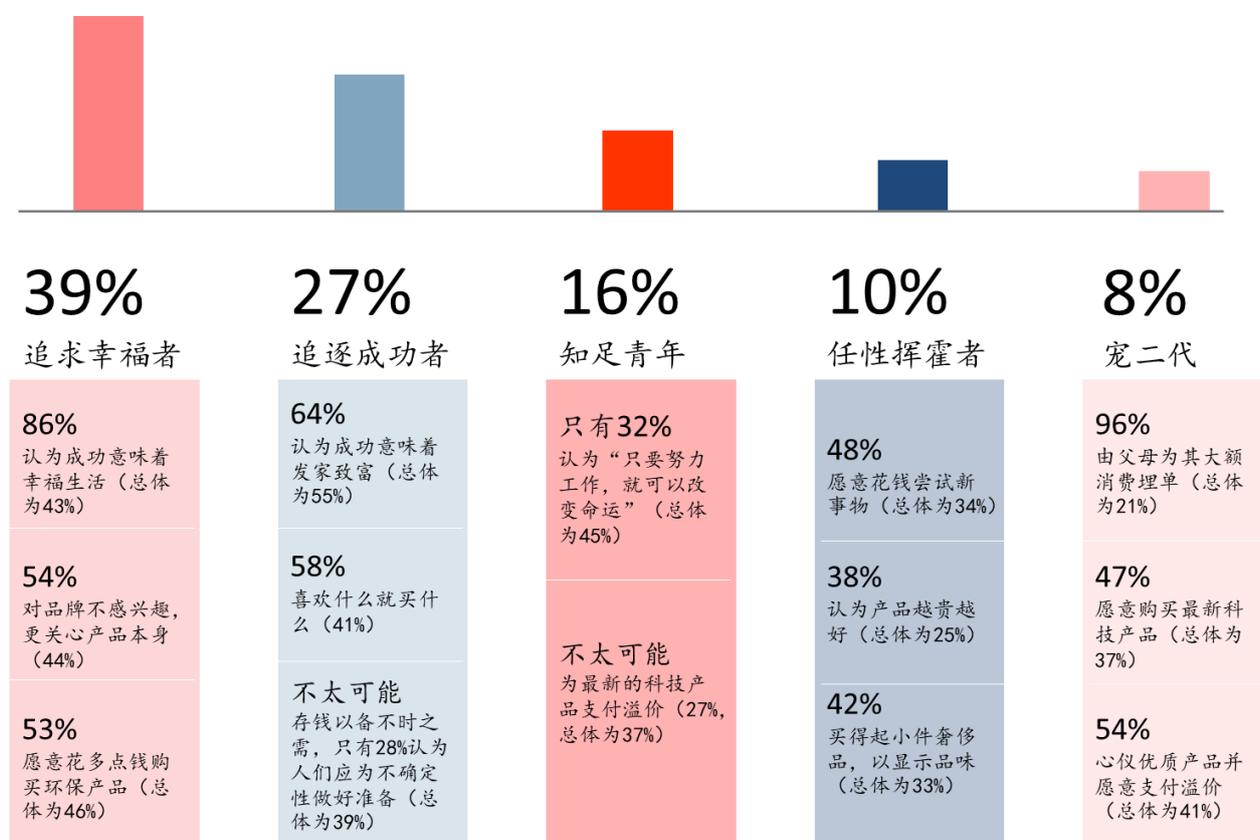


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2) 经济增长带来的红利相对之前减少，对未来的预期影响当期的消费倾向。今年由于存在中美之间的贸易摩擦、美国加息等事件影响，消费者对于未来经济走势的悲观情绪升温。

消费降级现象不影响消费升级逻辑延续。经济发展规律决定中产阶级保持逐渐增加，在国内的人口基数下，中产阶级群体规模已经极为庞大。根据瑞信研究院的调查显示，中国的中产阶级（拥有财富 5 万-50 万美元）在 2015 年时已经达到 1.09 亿人，其掌握的财富达到 7.34 万亿美元。同时，预计到 2030 年，中国中产阶级将占总人口的 70%，意味着中产阶级的数量会保持较高增速。

图 12：中国“90 后”的消费观



资料来源: 麦肯锡, 中信建投证券研究发展部

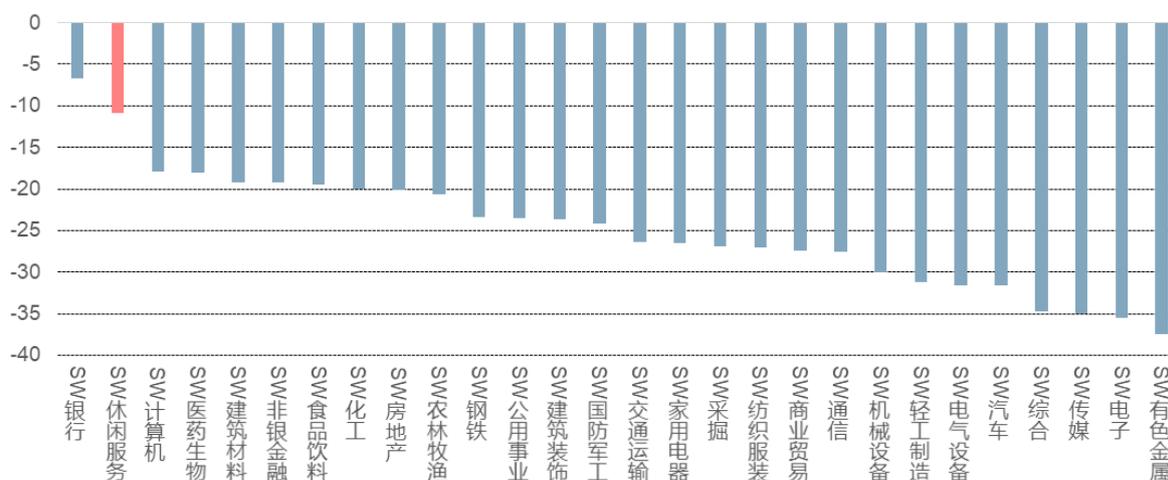
“新消费观”催动庞大消费需求。新一代消费主力已经向 80、90 后转移，消费理念上更为注重服务的品质和体验，重视品牌的影响力，在物质本身外，新的消费习惯也会为“舒适”、“便捷”、“品味”、“时尚”、“创意”、“个性”等元素买单。

(三) 资本市场上表现居前，社服板块先扬后抑

1、涨幅位居前列，二八分化加剧

社服板块今年在资本市场表现良好，全年涨跌幅在申万行业中排名第二。截至 11 月 28 日，休闲服务（申万）全年下跌 10.82%，表现仅次于银行板块。同时，行业指数跑赢上证综指 12.33 个百分点，跑赢沪深 300 指数 12.26 个百分点。

图 13： 休闲服务（申万）板块全年排名第二



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 14： 休闲服务指数跑赢大盘



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

全年表现呈现先扬后抑状态。细分板块中，免税、餐饮板块全年保持上涨，截至 11 月 28 日，涨幅分别为 29.83%、0.02%。景区、酒店、出境游三大板块涨跌幅分别为-16.40%、-25.60%、-36.97%。下跌主要发生在下半年，与经济情况高度相关。具体来看，免税、景区、出境游、酒店在下半年内分别下跌 13.21%、13.04%、31.23%、32.95%，仅餐饮板块下半年上涨 2.13%。

图 15: 免税板块市场表现最佳

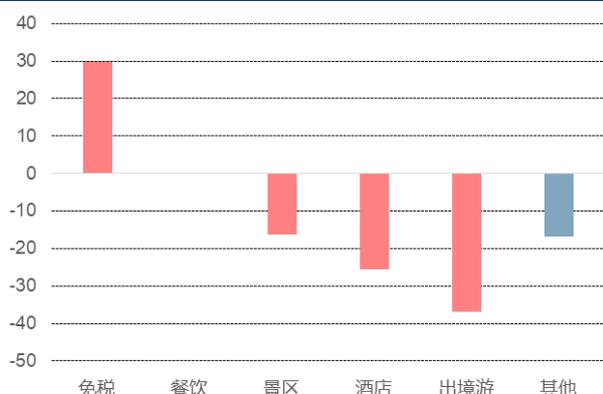
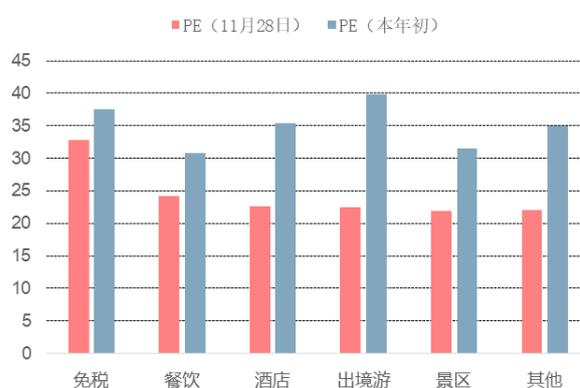


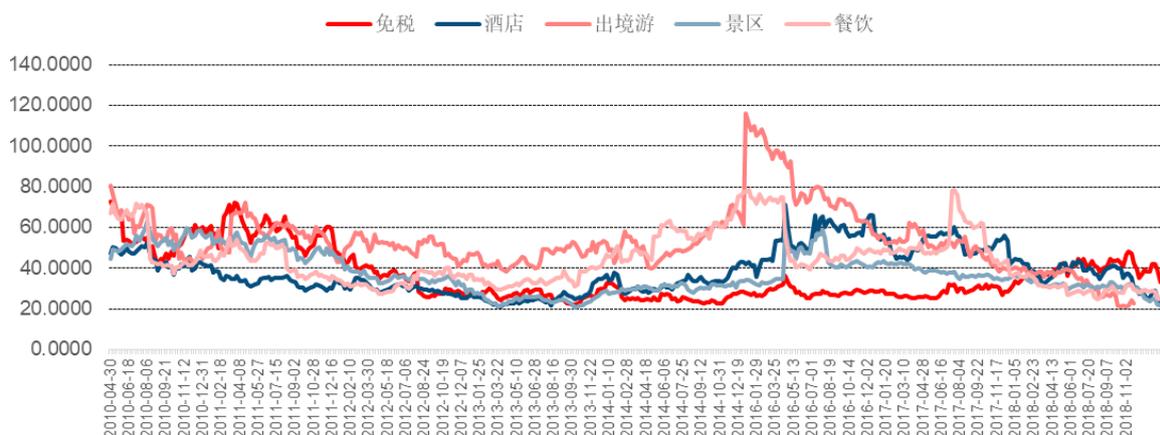
图 16: 各子板块估值水平下降



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

子板块估值处于底部区域。相对于年初,各板块的估值均有下降,降幅最大的是出境游和酒店板块,估值分别下降 43.70%和 36.04%。剔除 2015 年数据后,目前各子板块的估值已经接近 2010 年以后的最低位置。

图 17: 当前估值水平处于底部(剔除 2015 年数据)

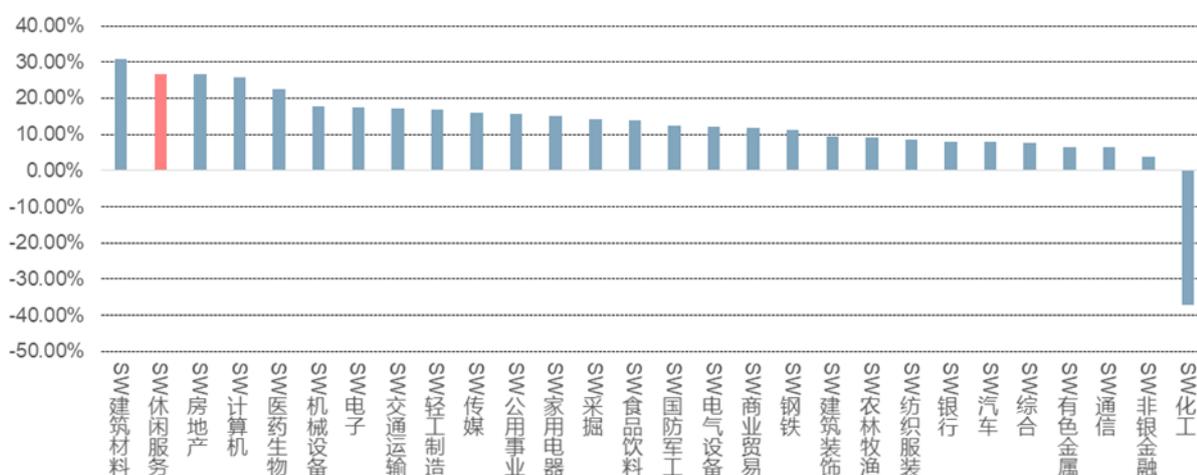


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

2、经营业绩稳健, 马太效应凸显

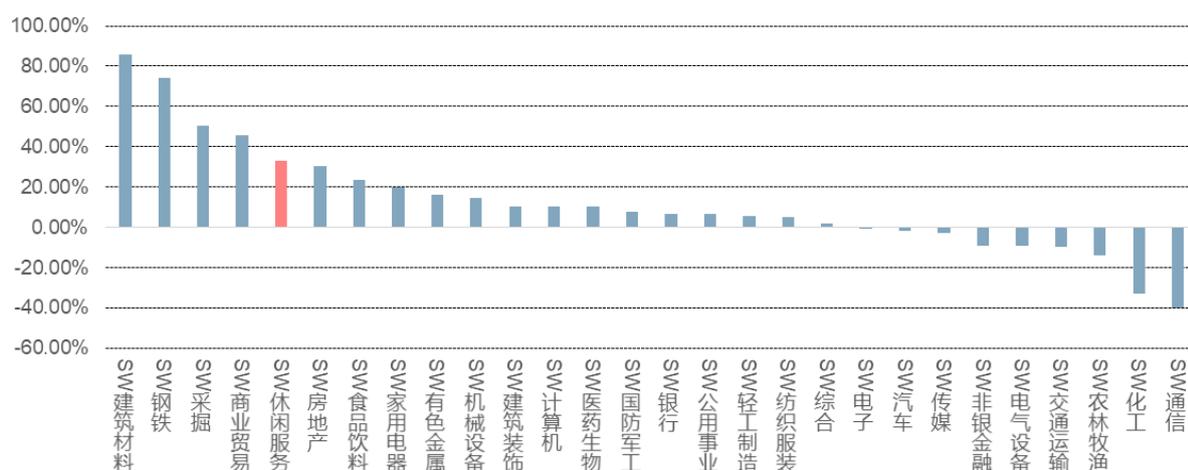
社服行业财务数据增长稳健。按照可比的口径统计 2018 年三季度报情况,休闲服务(申万)板块整体的营收增速达 26.69%,位列申万行业第二位;归母净利润增速达 33.01%,全行业中排名第五位,在消费领域排名第二,表现优于大多数行业。

图 18: 申万行业 2018 年三季度报营收增长对比 (%)



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 19: 申万行业 2018 年三季度报归母净利润增长对比 (%)



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

二八分化严重,“马太效应”明显。百亿市值以上的企业无论是营收增速或归母净利润增速均远高于百亿市值以下的企业水平。尤其是在收入增速水平上,大市值企业高出小市值企业 22.5pct;在归母净利润增速上,大市值企业相对于小市值企业高出 16.43pct。

图 20: 市值与收入增速正相关 (%)

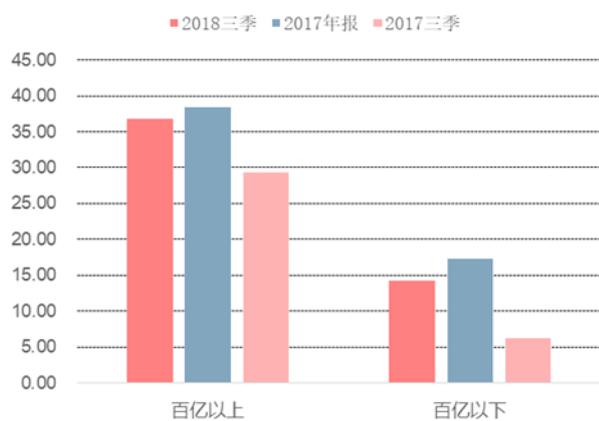
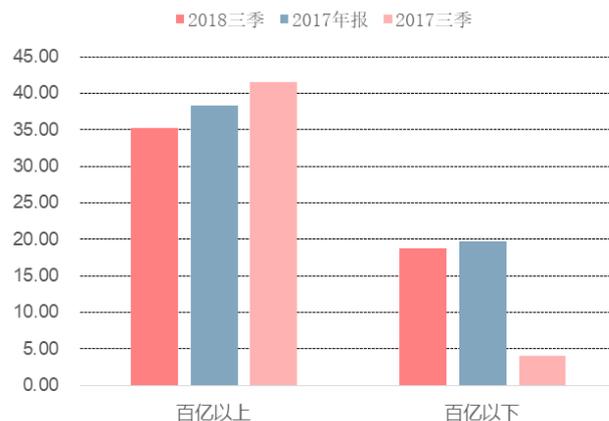


图 21: 市值与归母净利润增速正相关 (%)



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

二、免税板块：竞争格局优化，关注海南和市内店的政策红利

（一）免税集团整合，国内市场集中度提升

1、机场竞标成功，布局重点机场免税店

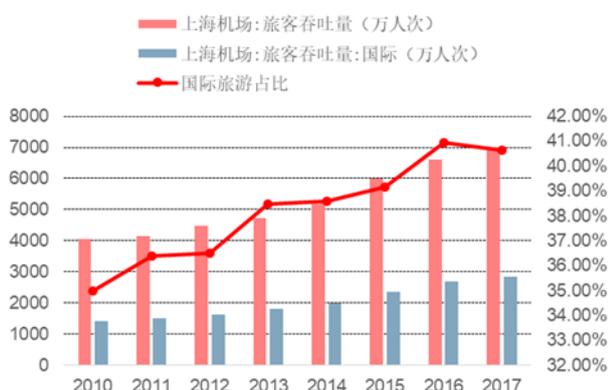
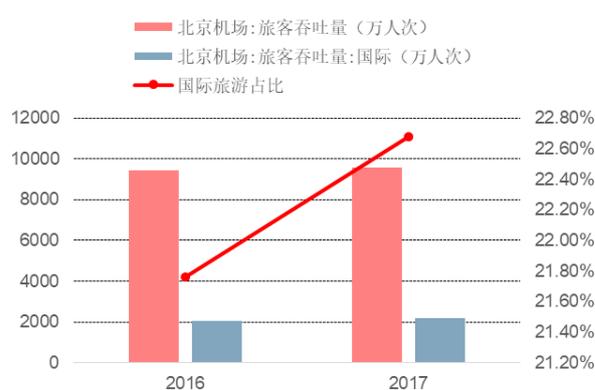
今年7月上海两大机场的免税店经营权招标结果落地，意味着国内机场免税店竞争格局已定。从中标结果来看，中免与日上占据了排名前三位的机场免税店。

表 3：国内主要机场口岸免税店中标情况

名次	机场	扣点率	中标	类型	免税店招标面积（平米）	2017 客流量
1	北京首都机场	T2: 47.5% T3: 42.5%	中免 日上	进/出境	T2 进: 415.56; 出: 3186 T3 进: 1938.72; 出: 9461.43	95,786,296
2	上海浦东机场	42.5%	日上	进/出境	16915	70,001,237
3	广州白云机场	T2 启用前: 39%; T2 启用后: 42% 35%	中免	进境 出境	T1 400 ; T2 700 T2 3544	65,806,977
4	成都双流机场		中免	进/出境	470	49,801,693
5	深圳宝安机场	35%	深免	进境	377	45,610,651
6	昆明长水机场	9%	中免	进境	489	44,727,691
7	上海虹桥机场	42.5%	日上	进/出境	2088	41,884,059
8	西安咸阳机场	8%	深免	进境	576	41,857,229
9	重庆江北机场	27%	中出服	进境	572	38,715,210
10	杭州萧山机场	有提货点: 45%; 无提货点: 46%	中免	进境	111	35,570,411
11	南京禄口机场	33%	中免	进境	600	25,822,936
12	厦门高崎机场		中免	出境	400 多	24,485,239
15	青岛流亭机场		中免	进境		23,210,530
18	乌鲁木齐地窝堡机场		中免	进/出境	175	21,500,901
19	天津滨海机场	39%	珠免	进境	110	21,005,001
23	大连周水子机场	34%	中出服	进境	295	17,503,810

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场的免税店所面向的出境客流以及经营面积远超其他机场。根据 2017 年统计，仅北京首都机场和上海浦东机场的国际旅客吞吐量在全国的占比就达到 19.44%、25.45%（合计 44.90%），意味着在 7-9 年经营期内，免税行业龙头的地位都不可动摇。

图 22： 浦东机场的国际客流达 2,843.75 万人次

图 23： 北京首都机场的客流达 2,172.13 万人次


资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

竞争之下，扣点率、保底销售额水平全面提高，凸显核心口岸的价值。从北京、上海免税店的竞标结果来看，两地机场口岸的价值在其出境人群规模影响之下日益提升，中标扣点率均在 40% 以上。具体来看，北京机场免税店的扣点率相对较高，而上海机场的保底销售额水平较高。从公司披露信息来看，至 2017 年，北京、上海浦东机场的非航收入分别是 44.74、43.38 亿元，其中，北京首都机场来自商品零售的收入为 15.14 亿元，估算北京机场免税店原来的扣点率在 27% 以下，而上海机场免税店扣点率则在 32% 以下。参考本次机场免税店的中标信息，两地机场口岸免税店的扣点率水平已经大幅提升，直接表明口岸的价值提升。我们认为，北京上海机场口岸地位在未来还将进一步提升。

表 4： 前三大机场免税店中标信息

机场	性质	面积 (m ²)	扣点率	保底销售额	经营期限	
北京	T2	进境	416.56	47.50%	首年 8.3 亿元	8 年
		出境	3186.09			
	T3	进境	1938.72			
		出境	9461.43			
浦东	(T1、T2 及卫星厅)	进/出境	16915 (原 6600)	7 年 410 亿元	7 年	
虹桥		进/出境	2088 (原 1500)	7 年 20.71 亿元		
广州	T1	进境	400	39.00%	T2 启用前首年月保底销售额 32, 440, 000.00 元/月, 首年约 3.89 亿	自 T1 进境免税店场地交付日至自二号航站楼启用日 (2018.04.26) 起满六年, 可延长三年
			-	-	T2 启用后首年月保底销售额 23, 560, 000.00 元/月, 首年约 2.83 亿	
	T2	出境	3544	35.00%	2018.2.1-2018.7.31 (含), 无保底销售额, 按月实际销售额确定转让费	
			35.00%	2018.8.1 (含) 起月保底销售额为 3292 万		

			元，90个月共29.628亿
首年月保底销售额	35,330,000.00元/月，		6年，可延长三年
首年	4.24亿		

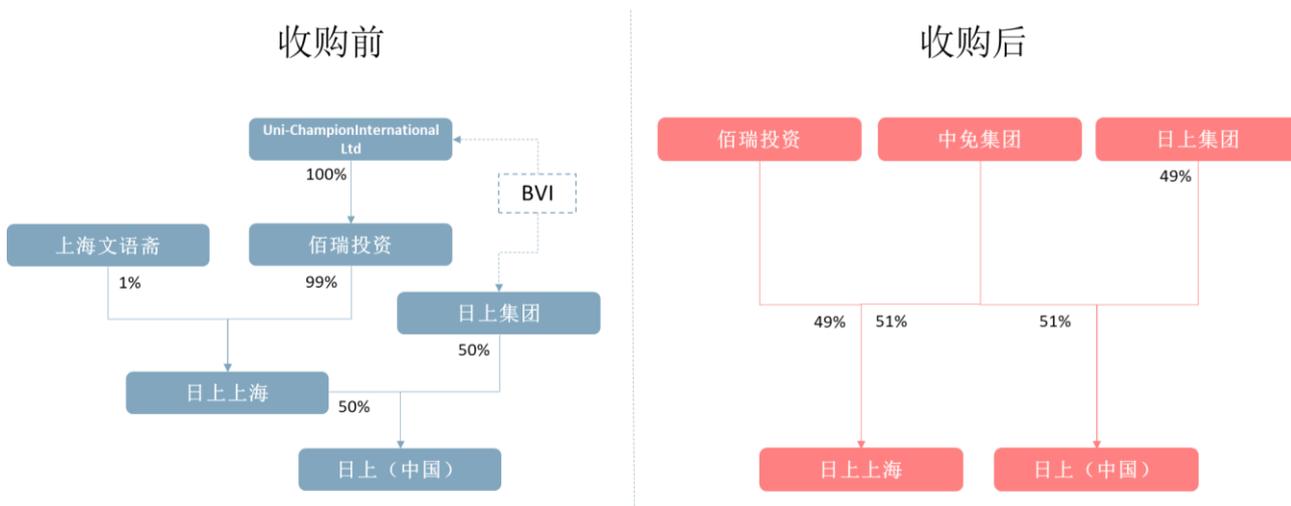
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2、海免注入在望，免税集团整合进行中

免税行业整合推进，市场集中度进一步提升。国内六大免税集团各有特点：1)中免是国家指定“统一管理经营免税品销售业务”的运营商，即“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”；2)日上是唯一的民营集团，拥有北上机场免税店经营权近10年，具备良好的管理运营能力；3)海免、深免、珠免处地方国资旗下，拥有区域优势；4)中出服为国内目前市内免税店的主要经营者。

1)中免于2017-2018年内分别收购日上(中国)、日上上海的51%股权，奠定国内龙头地位。中免对日上(中国)、日上上海的收购价格分别为3,882万元、15.05亿元，相对的估值水平较低，使得中免以极小的代价占据免税市场最大市场份额。

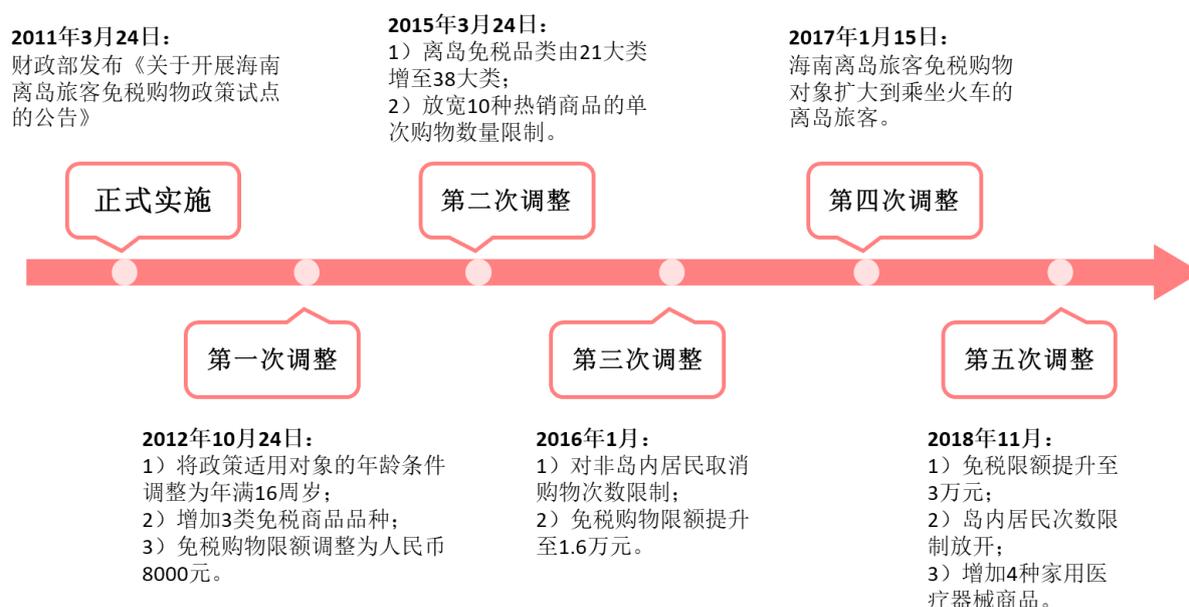
图 24：日上股权变化



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2)海免有望并入中免体内。2018年10月22日，海南省国资委将其持有的海免公司51%股权无偿划转给旅游集团，而旅游集团则将其持有的国旅2.00%的股权无偿划转给海南省国资委。同时，海免也于今年宣布自2019年1月19日(与DFS长达7年的供货合同终止时)起，中免将主导美兰机场免税店的采购团队，意味着中免、日上、海免已经打通采购端，议价能力获得进一步提升。

离岛免税政策自 2015 年起一年一调，享受政策红利。在财政部五发文放宽免税政策后，海南离岛免税政策的限额已经由 5,000 元提升至 30,000 元；免税品种由 18 种增至 38 种；10 种商品的购物件数限制放宽（化妆品、香水购买件数提升至 12、8 件）；购物次数限制已经取消；且离岛免税政策适用人群已经扩展至乘坐火车的离岛旅客。今年 4 月，中央出台《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，明确将“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”，提升覆盖度方面的政策确定性强，预计已经临近文件正式下发的窗口期。

图 28：海南离岛免税政策频率高


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

表 5：海南离岛免税政策逐渐放宽

	2011/3/16	2012/10/22	2015/2/16	2016/1/28	2017/1/15	2018/11/28
对象	年满 18 周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民	年满 16 周岁	不变	不变	对象扩大到乘坐火车的离岛旅客	不变
离岛免税店	海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点。	不变	不变	同意两家免税店开设网上销售窗口	不变	不变
品种	限定为进口品。首饰、工艺品、手表、香水、化	增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具(含童车)等 3 类免税商品	增加零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医	不变	不变	增加部分家用医疗器械商品（视力训练仪、助听器、矫形固定器

	妆品等 18 种商 品种——共计 21 种 品。	品种——共计 21 种	疗器械等 17 种消费品— —共计 38 种		械、家用呼吸支持设 备)
次数	非岛内居民每人 每年最多 2 次; 岛内居民每人每 年最多 1 次	不变	不变	取消非岛内居 民旅客购物次 数限制	不限次
限额	5000 元以内 (含 5000 元)	提升至 8000 元; 提高购 买免税商品数量范围	放宽香水、化妆品、手表、 服装服饰、小皮件等 10 种热销商品的单次购物 数量限制	提升至 1.6 万 元	不变 提升至 3 万元
流程 税种	离岛免税店进口免税商品, 离岛旅客在店内选购付款, 免税店根据旅客离岛时间运送货物, 旅客在隔离区提货并携运离岛 关税、进口环节增值税和消费税				

资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

对比全球四大离岛免税区域政策, 海南离岛免税政策力度仍有放宽空间。对比全球四大离岛免税区域 (海南岛、济州岛、冲绳岛、马祖/金门) 来看, 我国海南的离岛免税政策在减免力度、免税商品品类上均有较大的竞争力, 但在免税限额、单件商品件数上相比仍有差距, 未来存在进一步放开空间。

表 6: 四大离岛免税对比

	免税限额	件数限制	免税税种	购买次数	商品
中国海南省	30000 元/年	根据品类不同 限买 2-12 件	关税、增值税、消费税	不限次	38 个品类、近 300 个国际知名品牌
韩国济州岛	4123 元/次 (600 美元)	酒: 1 瓶; 烟: 一条 (10 盒)	增值税、个别消费税、酒 税、关税及烟草消费税	6 次/年	15 个品类、300 多个品牌、 30000 多种商品
日本冲绳岛	1.24 万元/次 (20 万日元)	酒类: 3 瓶; 烟 草: 400 支	关税	不限次	100 多个品牌
台湾马祖/金门	22.32 万元 (100 万台币)	酒类: 3 公升	关税、货物税、烟酒税、 营业税	每年 12 次烟酒购买限 制已取消	100 多个品牌

资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

未来离岛免税业政策红利持续。海南省财政厅在 2018 年 11 月 28 日召开的“调整海南离岛旅客免税购物政策解读和落实”新闻发布会上明确表示, “未来, 乘船旅客也将享受免税购物政策, 同时海南还将新增两家市内免税店”, 分别位于海口市和琼海市。同一天, 海口中旅免税城作为海南自由贸易试验区建设第一批集中开工项目将正式开建, 总投资规模达到 110 亿元, 项目用地 675 亩 (即 45 万平方米), 地点在海口市秀英区。海口免税城规模有望超过三亚海棠湾免税店 (其投资 50 亿元、建筑面积 12 万平方米)。

海口为海南省主要客流港口, 往来客流规模庞大。至 2017 年, 海口市的水路客运量达到 1,012 万人次, 同比增速为 7.1%。海口市的港口码头包括客运货运业务, 此前并未纳入离岛免税政策覆盖范围, 预计在政策覆盖后, 港口码头的客流能为海南离岛免税业务带来更大增量。

图 29: 海口市旅游客流 2018 年前 10 月同比增长 9.9%

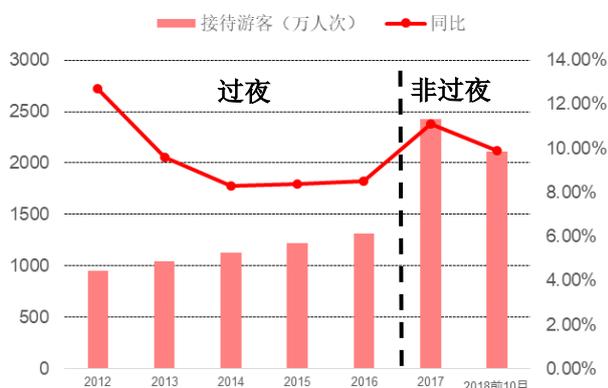
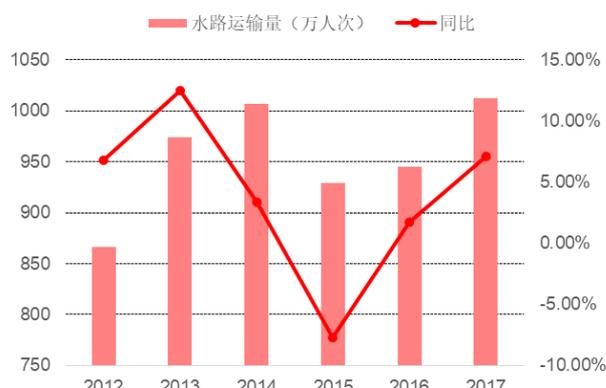


图 30: 海口市水路客运量达到 1,012 万人次

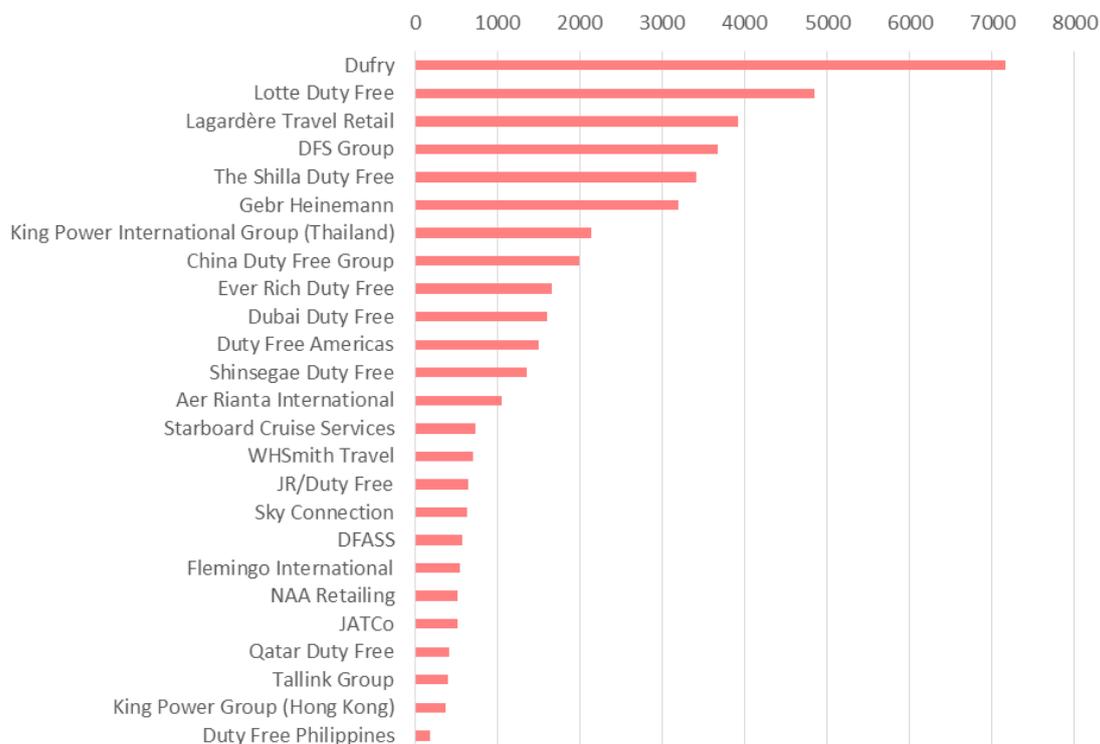


资料来源: 海口市统计局, 中信建投证券研究发展部

2、市内免税店预期渐起, 有望打开增量市场空间

目前国内在市内免税店上限制较大, 但参考韩国经验, 市内免税店市场空间及盈利能力更胜机场免税店。目前, 韩国的两大免税巨头——乐天和新罗在全球免税集团中分别位于第二、第五位, 其销售额在 2017 年分别达到 48.42、34.12 亿欧元。由于韩国旅客以我国游客为主, 因此, 韩国市内免税业的火爆也表明国人的购买能力和消费意愿强。

图 31: 全球前 25 的免税集团 (2017, 百万欧元)



资料来源: The Moodie Davitt Report, 中信建投证券研究发展部

韩国免税对国人保持高度吸引力的关键在于：1) 韩国免税商品极为丰富，乐天与新罗可供出售商品超过1000个品牌，包括香化、服饰箱包、食品烟酒、手表、电子产品等；2) 售价低，韩国的免税商品不仅报价上相较多数免税店更低，还经常举办优惠活动；3) 限制少，韩国免税店对外国人出境购买免税品不设额度限制；4) 购物便捷，韩国的市内免税门店数量多，仅首尔就有5家高人气的市内免税店，同时还有极为方便的网上商店及提货点。

图 32： 韩国乐天免税品销售额达 48.42 亿欧元

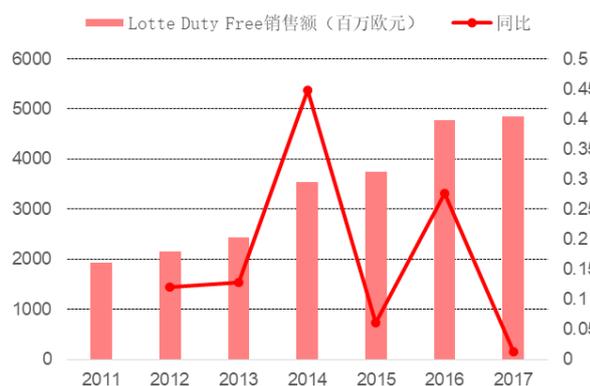
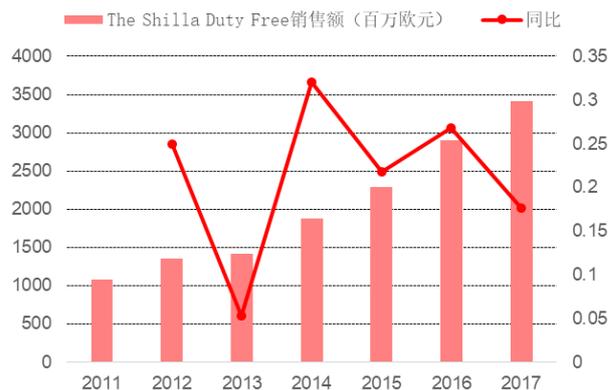


图 33： 韩国新罗免税品销售额达 34.12 亿欧元



资料来源：The Moodie Davitt Report，中信建投证券研究发展部

国内有望试水市内免税店。目前国内经营归国人员免税店的主要经营方是中出服，但中免也有望切入其中。参考目前中出服政策，针对回国180天内、年满16周岁的人员，每人可购买5000元以内商品。假设第一批市内免税店会设立在北上两地，北京首都机场和上海浦东机场2017年的国际客运量分别为2,172.13、2,843.75万人次，意味着我国市内店的潜在市场空间将达到1253.97亿元。

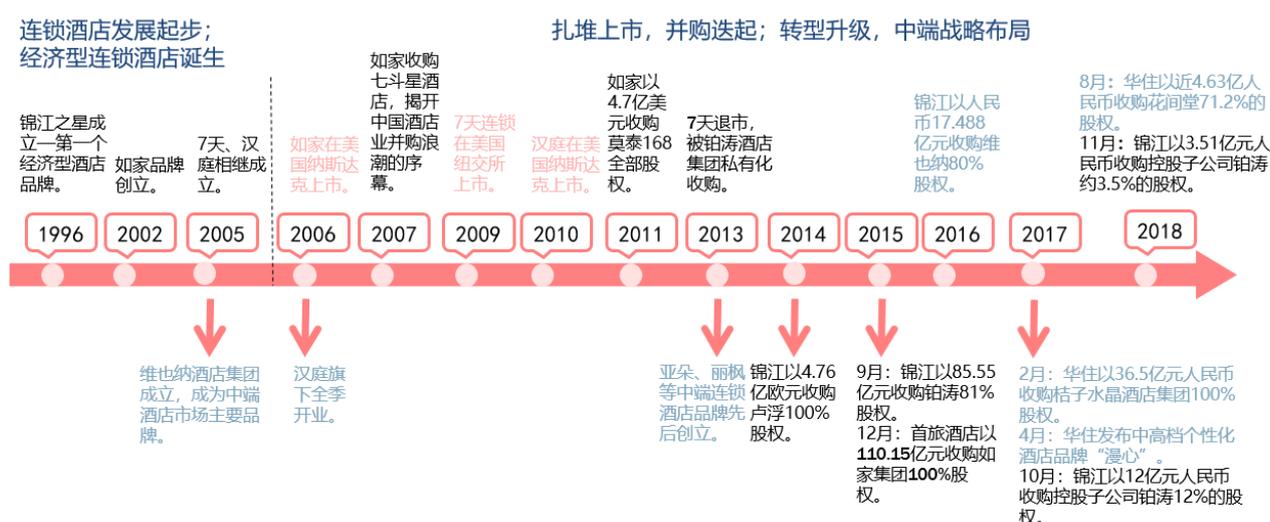
三、酒店板块：提价成为上行动力，扩张稳步推进

(一) 周期轮动规律：经济发展下，填补需求空白

1、连锁酒店崛起自经济型酒店开始

国内连锁酒店的发展最早在 1996 年——锦江之星成立，此后近十年内，如家、7 天、汉庭等龙头品牌相继成立，国内经济型酒店品牌逐渐丰富。

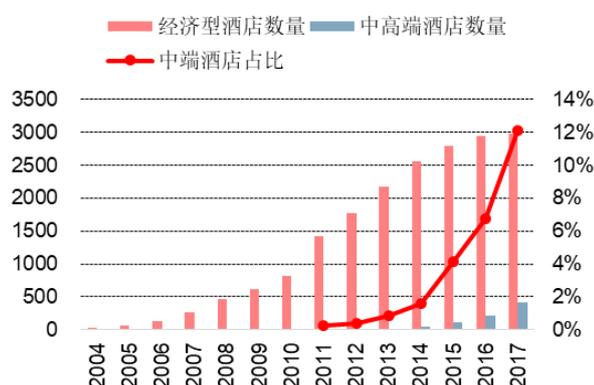
图 34：国内连锁酒店发展历程



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

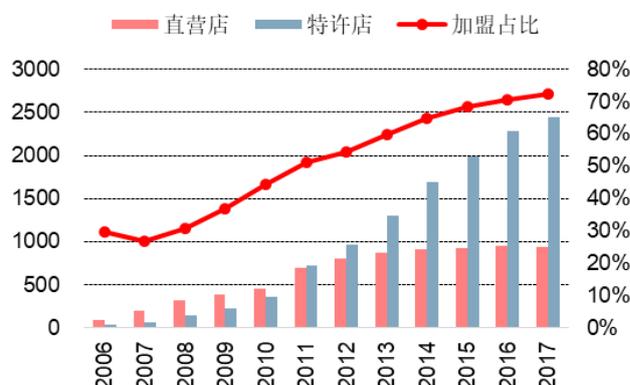
以最早登陆资本市场的如家为例，由于标准化程度高，酒店在早期通过加盟的形式快速扩张。2004-2011年间，如家集团的酒店数量从 26 家增至 1,426 家，复合增速达 77.19%。2011 年后，扩张速度放缓至 25% 以下。

图 35：如家经济型酒店在初期发展快速



资料来源：如家，中信建投证券研究发展部

图 36：如家酒店在初期借助加盟实现快速扩张



扩张情况与酒店经营数据变动有一定关联。具体来看，高速扩张直接导致出租率水平下降，在扩张放缓后，酒店通过调整房价匹配出租率以实现 RevPAR 最大化，酒店市场上的供需会再一次动态平衡，出租率水平开始进行修复。

图 37：如家酒店 RevPAR 变化

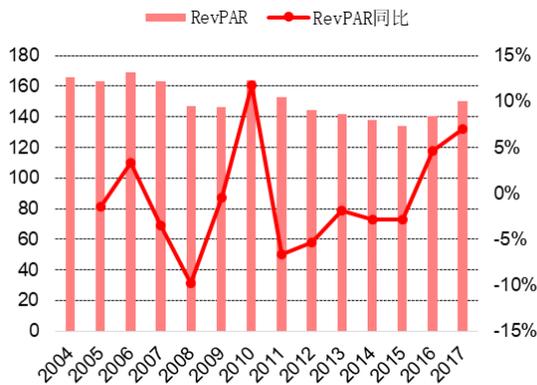
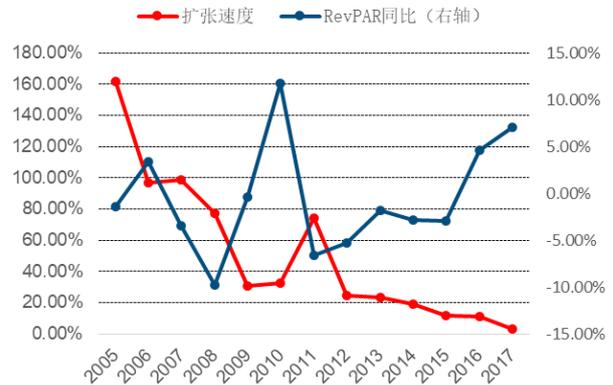


图 38：扩张速度和酒店 RevPAR 相关



资料来源：如家，中信建投证券研究发展部

图 39：扩张速度和酒店房价相关

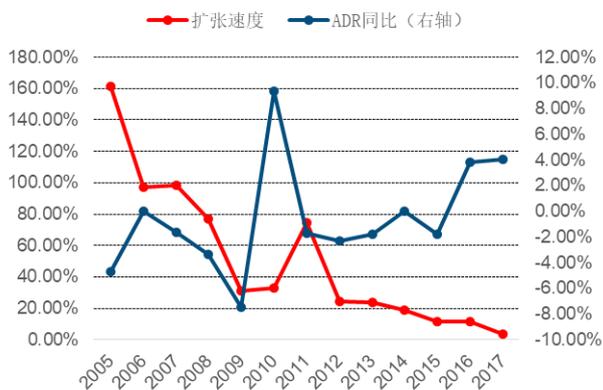
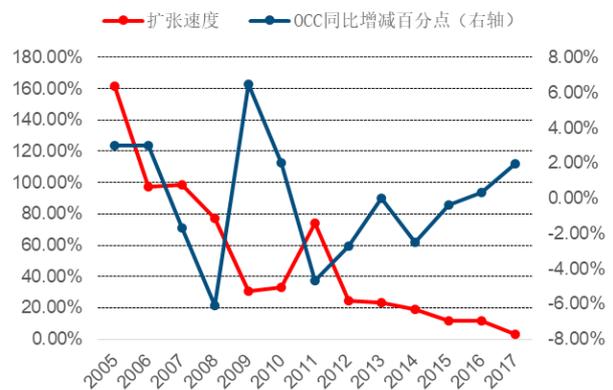


图 40：扩张速度和酒店出租率相关



资料来源：如家，中信建投证券研究发展部

2、本轮酒店上行周期由中端酒店带动

2013 年，亚朵、丽枫等中端连锁酒店品牌先后创立，中端酒店品牌数量进入高速增长期。2013-2017 年间，中端酒店扩张速度达到 52.60%，大幅超过经济型酒店增速（28.02%）。当前酒店集团采取多品牌发展路线，因此，尽管单个品牌的市占率相对较低，但酒店集团的集中度已经达到较高水平，2017 年的 CR4 为 51.25%。

图 41：中端连锁酒店增速达到 31.42%

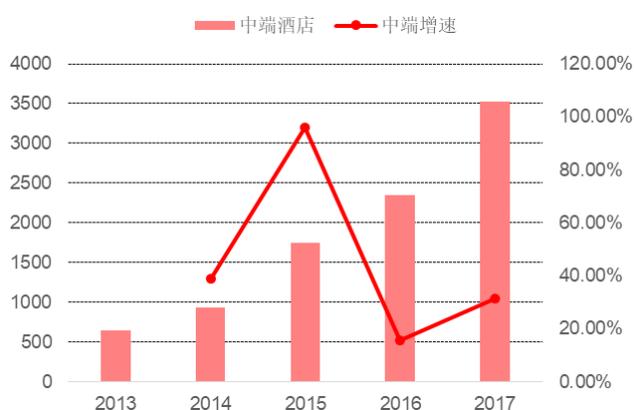
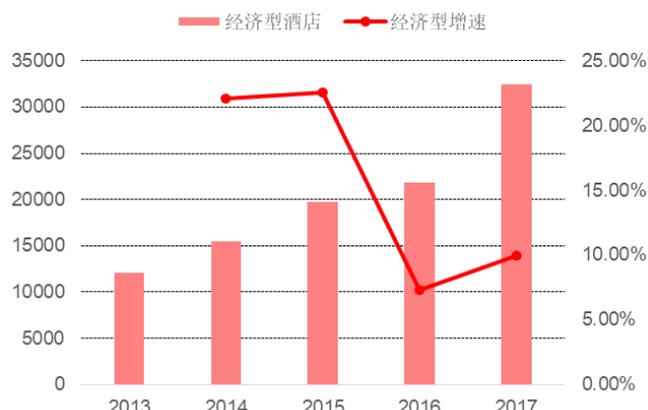


图 42：经济型酒店增速为 9.95%



资料来源：盈蝶资讯，中信建投证券研究发展部

中端连锁酒店起步较晚，但市场竞争格局好于经济型连锁酒店。至 2017 年，中端连锁酒店市场的 CR10 为 66.88%，经济型连锁酒店的 CR10 则是 41.2%。同时，前十大中端连锁酒店中，8 个品牌都是锦江、首旅如家、华住三大集团旗下。

图 43：经济型连锁酒店市场分散度较高

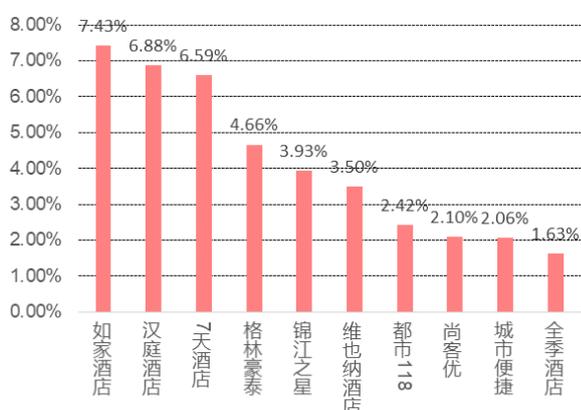


图 44：中端连锁酒店市场集中度较高



资料来源：盈蝶资讯，中信建投证券研究发展部

从经营数据来看，酒店的好转自 2016 年开始。根据华住的连续经营数据（首旅、锦江均有收购事项），成熟门店 RevPAR 自 2016 年 Q3 起开始扭负为正，并保持高速增长。但综合全部门店的情况来看，RevPAR 在 2016 年 Q1 就已经实现正向增长，表明新开门店的经营情况好且爬坡期短。

图 45： 华住全部门店 RevPAR 自 2016Q1 扭负为正

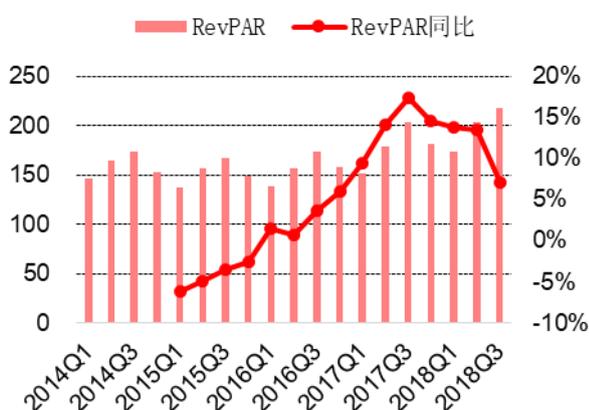
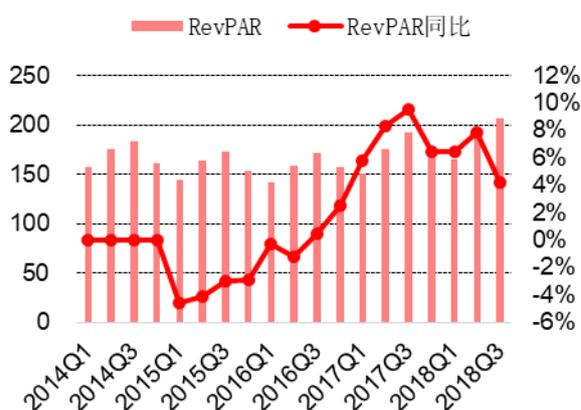


图 46： 华住成熟门店 RevPAR 自 2016Q3 扭负为正



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（二）酒店周期：量价齐升到量减价增

1、第一阶段：畅享量价齐升红利

2016-2017 年，作为酒店行业先导指标的出租率恢复增长，带动房价一起提升，RevPAR 进入高速增长阶段。华住的综合 RevPAR 增长提速持续 5 个季度（2016Q2-2017Q3），如家的提速阶段至少持续了 3 个季度（2016Q4-2017Q3）。在此阶段，华住及如家的出租率水平均呈现恢复性增长，至 2017 年，华住和如家全年综合出租率水平已经达到 88.3%、85.5%。

图 47： 2017 年为 RevPAR 高速增长期（华住）

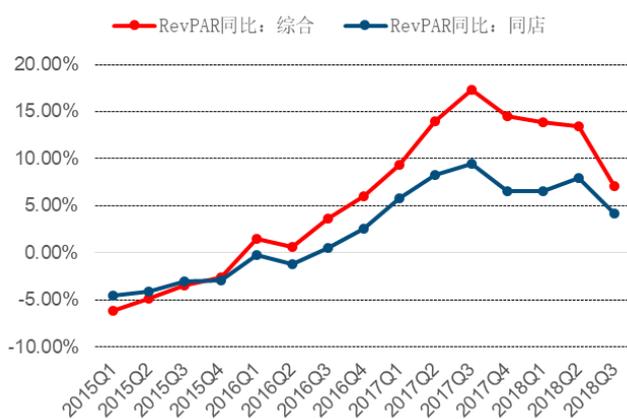
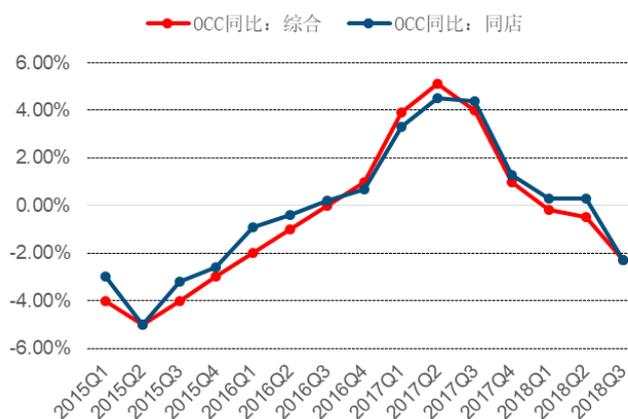


图 48： 2017 年内 OCC 恢复增长（华住）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 49： 2017 年为 RevPAR 高速增长期（如家）

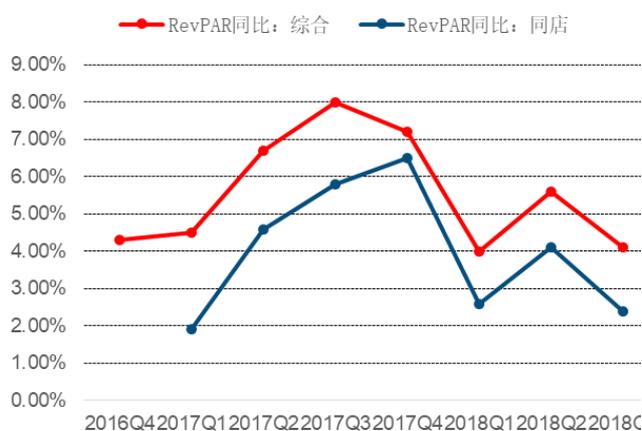
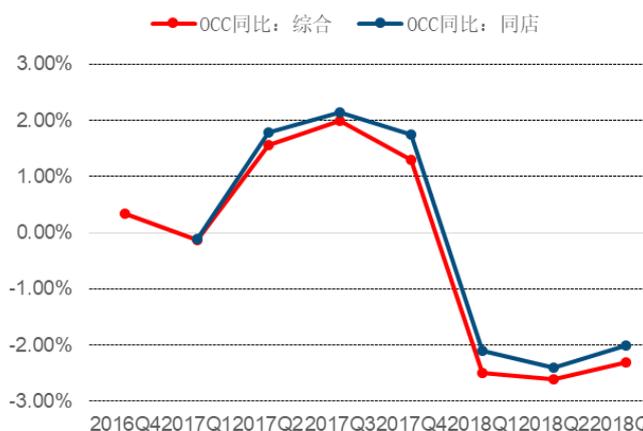


图 50： 2017 年内 OCC 恢复增长（如家）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2、第二阶段：全面升级，双重因素提升房价

进入 2018 年后，酒店迎来新的增长阶段。由于出租率阶段性到顶，开始进入波动阶段，酒店的增长动能来自于综合房价水平的提升。对房价变量而言，其增长动能主要来自两个方面：

1) 同店的房价水平提升。上半年房价增速水平维持高位，尤其是华住和如家（锦江没有公布同店数据）的成熟门店，房价增速不断提升。进入下半年后，三大集团的房价增速均出现下降。根据 Q3 全部门店数据，华住/如家/锦江（境内）房价增速分别为 9.8%/6.9%/8.72%，较 Q2 时分别下降 3.77/2.00/1.36pct。同时，华住、如家的同店房价增速也分别下降 0.8/2.4pct。整体来看，同店的房价水平增速或有放缓，但是整体趋势仍然保持正向增长。同时，各大集团有开展对门店的升级工作，也会提升房价水平。

图 51： 2018 年上半年 ADR 增速超过 10%（华住）

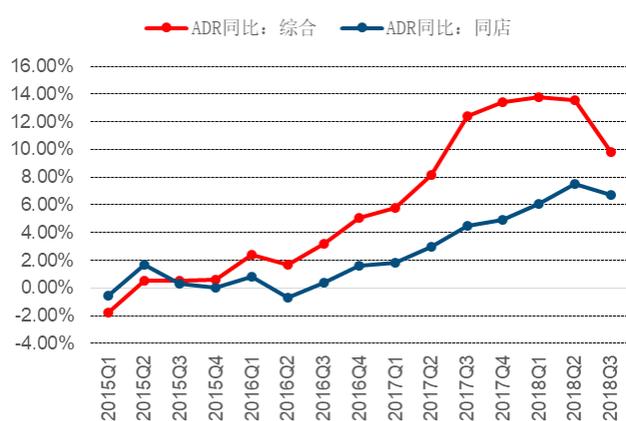
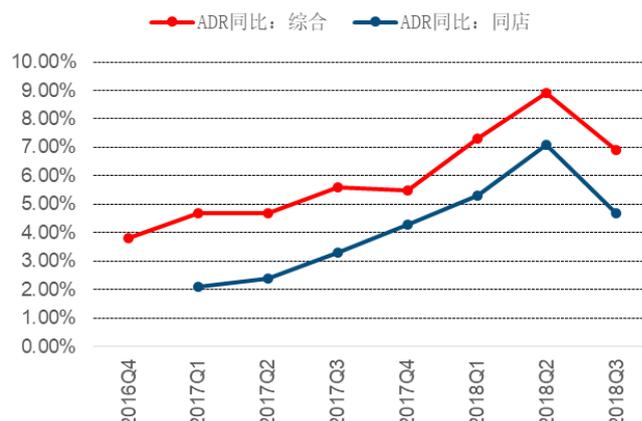
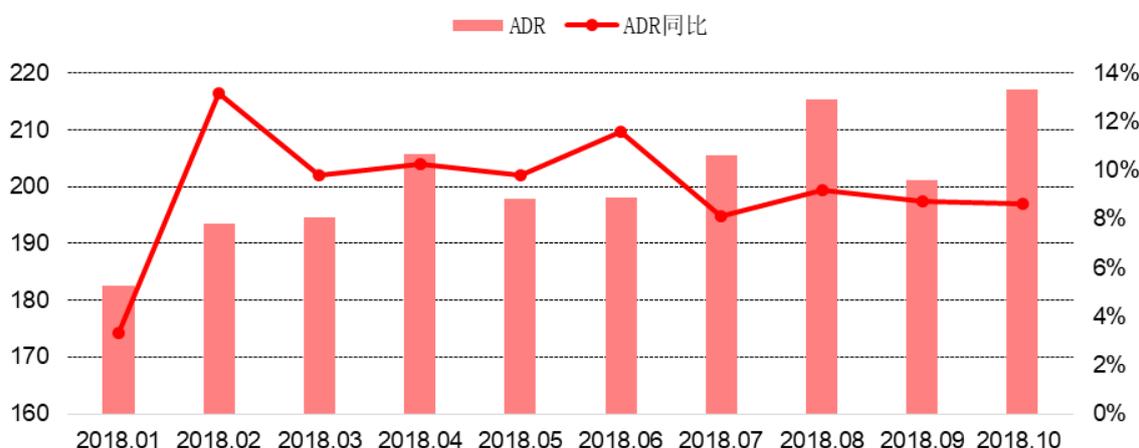


图 52： 2018 年上半年 ADR 增速处于高位（如家）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图 53： 2018 年上半年 ADR 增速保持高位（锦江）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2) 中端酒店占比提升。综合房价的增速大幅高于成熟门店的房价增速，因此，新增门店也对房价增长有贡献，主要则是由于三大集团均以中端为扩张主力，新增门店中，中端酒店的比例大幅超过经济型酒店。同时，三大集团的中端酒店占比也在持续提升。截止 Q3，华住/如家/锦江的中端门店数分别为 1,197/516/2,193 家（门店数占比：29.52%/13.93%/30.49%；客房数占比：36.00%/14.43%/38.81%）。从各大集团的储备酒店来看，均以中端酒店为主，意味着未来集团内部中端酒店占比数据有望保持提升状态，因此，结构性改善对于酒店房价的提振作用效果长，且呈弱周期性，能在未来增强酒店集团的抗风险能力。

图 54： 中端酒店数量占比达到 29.52%（华住）

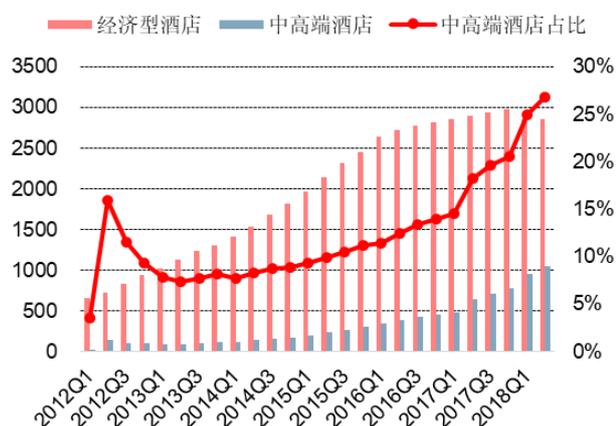
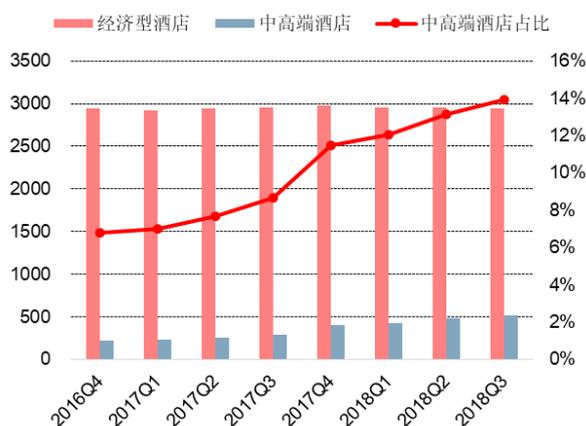


图 55： 中端酒店数量占比达到 13.93%（如家）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

四、在线旅游板块：整合趋势较强，细分领域激烈竞争

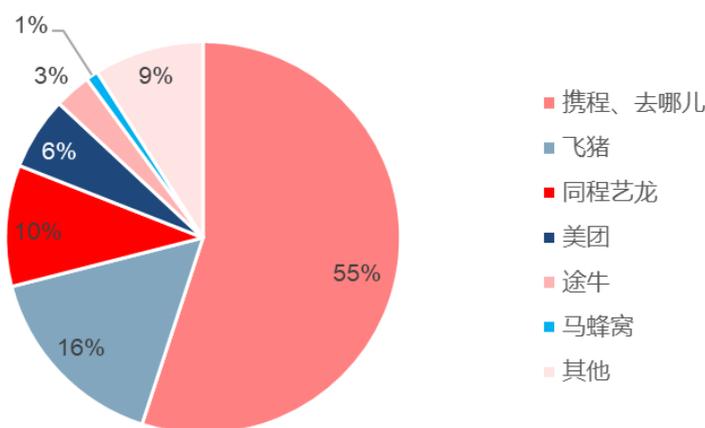
在线旅游市场是指依托互联网，实现旅游消费信息查询、旅游产品预订及服务评价等功能的市场，主要以 OTA（在线旅行社）为载体，实现线上交通票预订、酒店预订、旅游景点门票预订、旅游定制服务、旅游产品打包服务等一体化服务。在线旅游市场目前整体呈现出集中度高、细分领域竞争激烈、O2O 趋势明显、抢夺资源端为核心、内容服务等新业态萌发等趋势。

（一）行业集中度高，细分领域百花齐放

1、携程系占据半壁江山，各巨头深度拓展细分领域

目前 OTA 行业整体发展格局，呈现“一超多强”的集中态势。携程收购去哪儿后，目前“携程系”市场占有率已超过 50%，且携程持续在 OTA 市场扩大投资版图，如 2014 年就投资入股同程，目前为同程艺龙的第二大股东，随后继续入股部分其他 OTA 企业，通过资本运作，进一步加强和巩固自身优势。

图 56：2017 年携程系 GMV 在 OTA 市场占比超 50%



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

携程成为世界前二的 OTA 巨头。全球 OTA 巨头包括 Booking、Expedia、TripAdvisor 等，目前 Booking 市值居首，达到 897.7 亿美元，携程位居第二位，市值达 141.3 亿美元。由于国内巨大的在线旅游市场和潜在市场，未来携程有望进一步扩大 GMV 和世界范围内的竞争优势。

OTA 行业几大巨头的核心竞争优势存在一定差异，在行业巨头抱团趋势下，很大程度实现优势互补。携程于 2014 年投资同程，成为其第二大股东，随后又在 2015 年收购去哪儿。2017 年，同程与艺龙宣布合并，同程和艺龙本身分别在机票、酒店和门票领域的优势得以互补和提升，又继续让携程系的实力得以加强。

OTA 企业切入细分领域，展现不同战略。目前我国 OTA 领域除携程系外，较为领先的有同程艺龙、途牛、驴妈妈、美团旅行等。由于携程系目前在资源端的掌控和整体市占率方面已遥遥领先，其他巨头更多切入细分市场，采取的市场战略和盈利模式各有不同，寻求细分市场的蓝海机会。

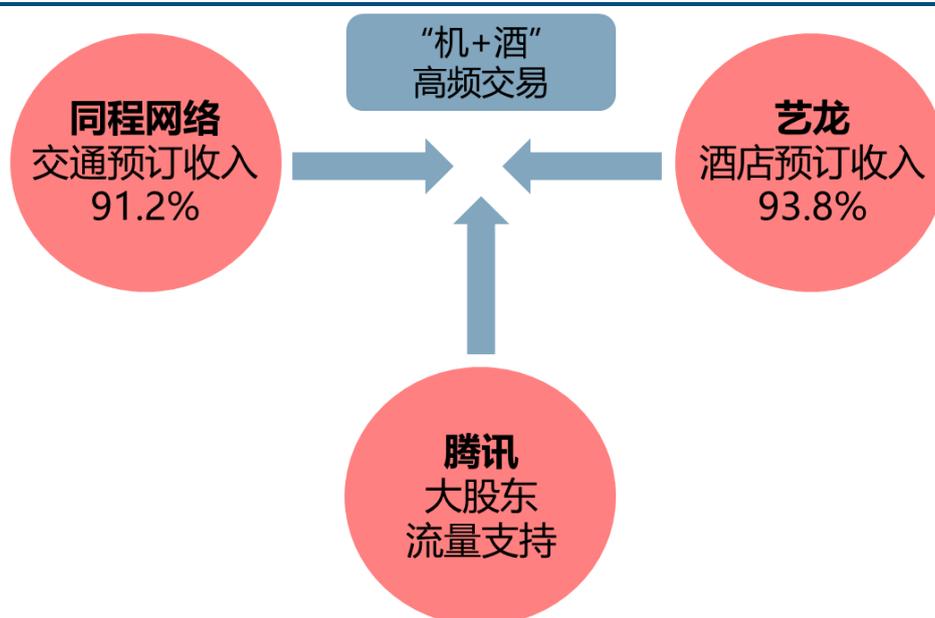
图 57：主要 OTA 竞争战略各异，细分领域优势差异化

表：主要OTA竞争策略					
OTA名称	市场战略	核心业务	营销策略	盈利模式	合作优势
携程	深耕海外战略+渗透二三四线	酒店预订、机票预订及旅游项目（度假预订、商旅管理、旅游资讯）	1、客户为中心提供便捷周全、可靠、亲切、专业服务 2、先进技术，针对自身的业务范围、运营特色进行设计，开发出独特的应用系统和各类硬件	1、酒店、机票和特约商户高额佣金 2、网络广告费 3、其他渠道收入	1、拥有全国2.5亿的会员，庞大C端客户资源 2、百度注资，合并去哪儿，把控线上流量入口 3、拥有世界上最大的旅游业服务联络中心和先进的互联网技术 4、掌握了全国及海外众多旅游资源
同程艺龙	布局“线上+线下”融合，利用线下旅行社资源优势和OTA人才、技术、数据等优势，实施“大数据+人”战略，探索线上线下和体验相结合的“新旅游”模式，在发力机票、火车票、酒店、金融等业务外，积极布局境外游、国内游、周边游等业务板块，目前在中国景点门票预订、邮轮等多个领域处于市场领先地位	景点门票、酒店、机票、火车票、出境跟团、出境自由行、邮轮、汽车票等旅游产品预订，并提供用车、团购、攻略等全方位旅游服务	1、多产品全角度锁定目标人群 2、提升用户体验：会员转化，5000万注册会员，3000万无线会员，体验提升，联合活动，多渠道，全方位合作（百家会） 3、打造精准营销：广告覆盖、短信、EDM、微博、微信、抢购秒杀、线下活动、社区资源，全面提升产品竞争力 4、战略合作：投资并购、品牌联合、门店合作等；快品合作：两端用户群，接受战略合作、资源互换、MICE采购等合作	1、门票、酒店、机票等高额佣金 2、出境跟团、出境自由行、邮轮、汽车票等旅游产品销售收入 3、其他渠道收入	同程旅游国内唯一的B2B和B2C旅游电子商务平台，重点在于线上酒店、机票预订，线下旅游产品销售，全国成立了6大区域中心和超过300家直营体验店。在各大OTA中，联合线下旅行社最多的平台
途牛	加速线上线下的融合，全渠道销售模式打造差异化竞争力，深度融合的“新零售”体验，继续专注在线休闲旅游市场，承接好客户从线下到线上的转移，增加在二三线城市市场的渗透率	1、跟团游、自助游、邮轮、门票、自驾游、签证、酒店、火车票、租车、机票、牛无线WiFi等常规产品线上预订 2、定制包团、婚纱摄影、途牛严选等差异化产品预订 3、途牛旅游APP互动社区还提供了如“结伴”、“游记”、“玩法”“旅图”等	1、开展品牌营销，重视量身定做，喊出“要旅游，找途牛”的广告语 2、产品定价相对低，价格灵活 3、多渠道营销，注重网络渠道，网络促销为主，开设途牛特卖 4、致力于将产品“有形化”，率先实现了“一站式”旅游服务	途牛的收入主要通过跟团游、自助游以及其他相关服务组成	1、独特的经营方案：专走旅游路线，将“网站、呼叫中心、旅游线路”发展成一条独特的流水线工程，打造“牛人专线”，与各地线下旅行社合作，为旅行社消化尾单产品 2、途牛就凭借在线订购旅游线路模式及兼有传统旅行社的线路优势，走出了自己的一片新天地。但是，途牛在其线上流量引入方面重点来源各大搜索引擎广告投放，运营成本高
美团旅行	美团特色，以强大的BD团队从二线城市以下的城市打底，再通过高层合作打通高星级酒店集团全品类覆盖，辅以美团点评平台的高势能转化，向住宿、门票、大交通等中频业务转移，最后则流向婚庆等低频业务，未来美团旅行逐步发展出门票、境内度假、境外度假、大交通等业务	1、在线酒店预订。 2、门票、周边游、跟团游、特价机票、机酒套餐等行前品类团购预订	1、按照线上化、智能化、全球化和生态化四方面布局工作，进行资源投入和合作关系的建立 2、面对二三四线城市市场增量，将大力覆盖拓展跟团游、特价机票、机酒套餐等行前品类，将激活已有用户为目标，客户平台上购买出境游产品 3、纵横远近助力境内游。旅行境内度假业务已经形成业务多样、场景丰富、覆盖全面综合业务能力，覆盖门票、周边游、自由行等各个业务类型	1、佣金模式：出售团购商品，直接赚中间差价或高比例抽成 2、广告模式：基于美团高流量多会员情况，提供广告服务 3、转介费模式：直接将页面链接到产品所属公司，美团网向该公司收取转介费用 4、服务费模式：大量的优惠信息服务，合适的产品推荐，收取必要的费用 5、消费者沉淀资金的收益：利用大量的流入沉淀资金获取巨大的额外收益	美团以酒店切入旅游O2O市场，拥有强大团队、严选战略部署、高流量多会员等优势，但同时存在团购基因、旅游资源有限等劣势，加上面对携程、去哪儿、驴妈妈等竞争对手，虽旅游O2O市场潜力巨大，美团旅行前路依然面临众多问题

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

因业务少交叉，更专精，同程和艺龙的合并互补效应更强，同程的主要优势业务在于机票等交通票领域，而艺龙则在于酒店领域，且两者合并前的优势业务占比都在 90% 以上，业务的交叉性很低，两者的合并让各自取长补短，在 OTA 领域交易最高频的交通票和酒店领域完成覆盖且形成闭环，竞争力大幅增强，加上腾讯为其提供的重要流量接口，其小程序连续占领微信榜单第一，领先携程、去哪儿等。

图 58： 同程和艺龙高度互补，“机+酒”高频领域优势大



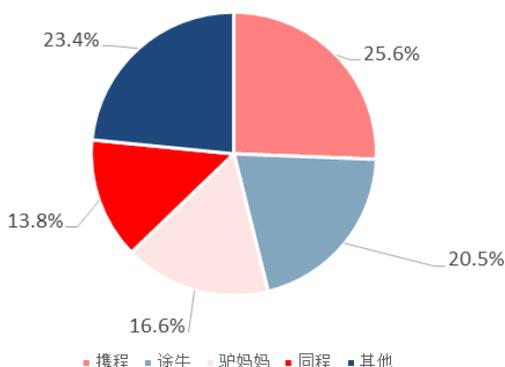
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

与主要竞争对手相比，途牛目前仍有较强的竞争诉求，但缺乏最关键的流量优势。途牛在打包游、定制游等旅游服务领域，基本做到了行业顶尖，但是受制模式变现较慢、偏低频、竞争对手资本运作优势互补等问题，竞争压力不断增大。

原先携程的另一强力竞争者驴妈妈本身在交通票和酒店这些高频交易领域相对弱势，同时，在目前 OTA 市场整合加剧、竞争激烈的大局面下，驴妈妈在融资力度、业务布局及打包整合、线下门店拓展等方面均没有与巨头相匹配的动作。其本身的竞争优势自由行、周边游业务在缺乏获客渠道和流量的情况下也较难发挥。

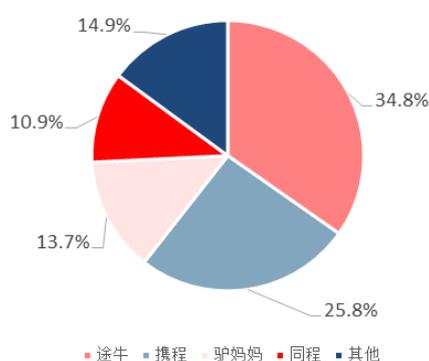
OTA 领域的新入局者以生活服务 O2O 平台为主，如美团旅游和飞猪。美团目前主要优势为酒店预订，利用其团购所积累的用户，通过提供优惠打入低端酒店市场，同时利用流量优势切入高端酒店市场，关注红海中的蓝海，切入携程及其他 OTA 巨头较少覆盖的领域，取得良好效果。美团今年前两季度间夜预订量已超越携程成为第一。在高频交易领域，生活服务 O2O 本身就拥有流量优势，未来甚至有望借助流量优势冲击携程的高频交易领域。

图 59：中国在线度假自助游市场携程第一



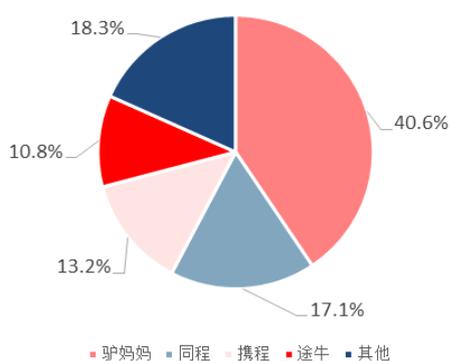
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 60：中国在线旅游度假跟团市场途牛第一



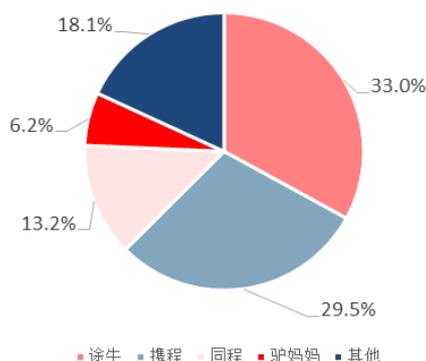
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 61：中国在线周边游市场驴妈妈第一



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 62：中国在线出境游市场途牛第一



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

2、旅行社加速线上线下布局趋势

主要 OTA 企业打造旅行社 O2O 模式，线下旅行社布局速度加快。携程系旗下的门店数量已经突破 7000 家，预计到今年年底开设 8000 家店。截至目前，携程旅游的门店签约数量已突破 1100 家，携程的开店战略主要为加盟模式，通过加盟快速开店，迅速抢占线下旅行社市场份额，目前开店数量已较多，开始进入控制速度、提升质量的阶段。

途牛的开店战略则与携程有差异，主要通过线下精品直营店的打造，提升门店质量，目前门店数量已超 400 家，预计 2018 年将达到 500 家。途牛门店也进行了较多升级，选址上由原先的主要集中在写字楼变为更多布局沿街门店或商超，提升获客可能性；门店的旅游顾问更加专业，与线上的旅游顾问能够更好对接，提供专业服务。

同程旅游近两年也开始加速线下门店的布局，同样主要采取直营店模式，目前直营店数量也已突破 300 家。

线下门店布局加速一方面因为线下旅行社成本相对可控，另一方面线下旅行社是 OTA 获客的重要渠道，故未来线下门店的深入布局仍将是 OTA 企业的重要战略之一。

3、OTA 行业整合趋势或加剧，新业态新场景或快速入场

OTA 行业面临流量巨头入场的挑战。传统 OTA 行业主要竞争优势仍在交通及目的地资源的把控能力，以及渠道端的打通，在下游的客户服务和定制化服务领域仍存在欠缺。近年美团、阿里旗下的 O2O 生活服务平台加大力度切入 OTA 市场，凭借其丰富的场景接入能力和流量优势，将对传统 OTA 行业形成较大的挑战。OTA 巨头携程预计将继续推进行业整合的步伐，未来下游的旅游服务、多场景接入和对于流量的把控能力或将成为 OTA 行业竞争的关键。

（二）出境游回升，目的地多点开花

1、总体增速可观，便捷度提升，小众目的地崛起

2018 年我国出境游增速总体稳定。根据国家发改委数据，2018 年上半年，中国出境游人数达 7131 万，同比增长 15%，增速同比提升较快，近年来我国出境游人次及出境游总消费保持稳定增势。从内外部条件上，出境游的需求都有抬升的趋势和动力。外部条件上，世界多国对中国的签证政策放松，鼓励和吸引中国游客到访；内部条件上，消费的结构性升级使旅游服务类消费增多，对于出境游的需求爆发，长线出境游也呈现较高增长。

图 63： 中国出境游人次持续增长



资料来源：麦肯锡，中信建投证券研究发展部

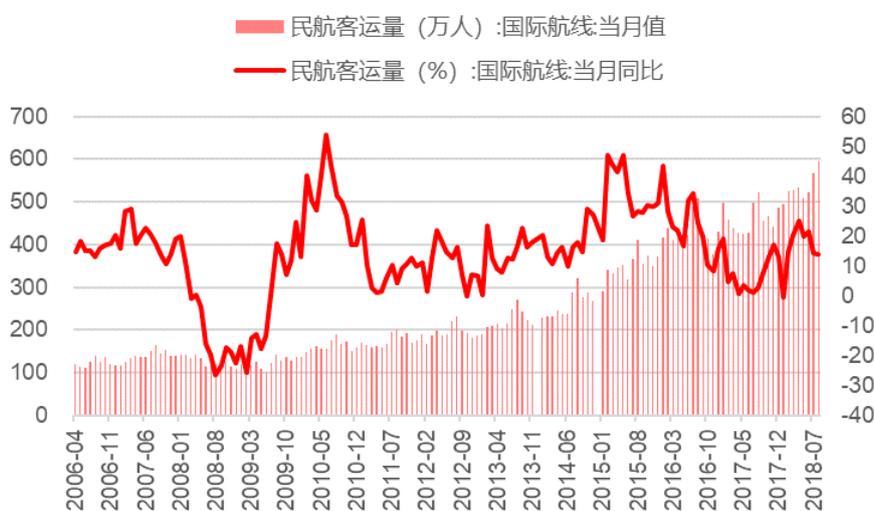
图 64： 出境游总消费随人次增长而提升



资料来源：麦肯锡，中信建投证券研究发展部

民航国际航线客运量自 2017 年 Q4 至 2018 年初开始回升。今年以来民航国际客流运输量同比+15.73%，也反映出出境游的增长趋势较稳定。

图 65： 民航国际航线客运量及同比变化情况

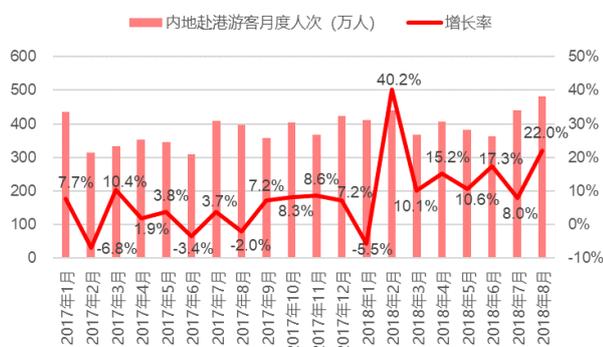


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

主要目的地仍以亚太地区短途出境游为主，年内总体保持增长态势：

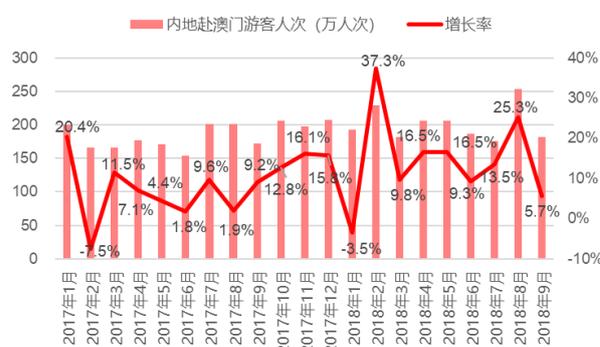
赴港澳地区内地旅客今年增速较快，预计将继续受益广深港高铁和港珠澳大桥的通车。2017 年全年中国内地赴香港游客数量同比+3.9%，2018 年 Q1 同比+12.6%，2018 年 Q2 同比+14.3%；2017 年全年中国内地赴澳门游客数量同比+8.5%，2018 年 Q2 同比+13.1%，2018 年 Q3 同比+13.2%。

图 66： 中国内地赴香港游客数量及同比变化



资料来源：香港旅游部门，中信建投证券研究发展部

图 67： 中国内地赴澳门游客数量及同比变化



资料来源：澳门旅游部门，中信建投证券研究发展部

台湾地区小幅回暖，日本上半年增速高。2017 年全年中国内地赴台湾游客同比-22.3%，2018 年 Q1 同比+6.2%。2018 年 Q2 同比+1.3%；2017 年全年中国内地赴日本游客同比+15.5%，2018 年 Q2 同比+29.4%，2018 年 Q3 同比+5.0%。

图 68： 中国内地赴台湾游客数量及同比变化



资料来源：台湾旅游部门，中信建投证券研究发展部

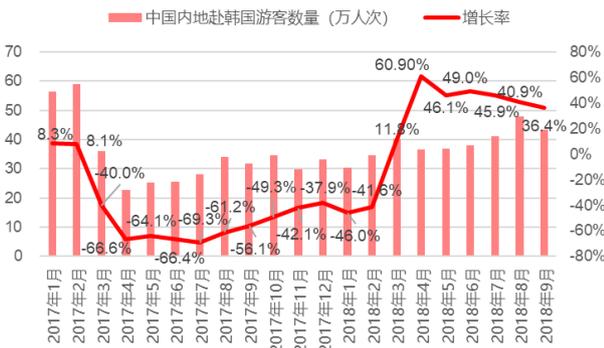
图 69： 中国内地赴日本游客数量及同比变化



资料来源：日本旅游部门，中信建投证券研究发展部

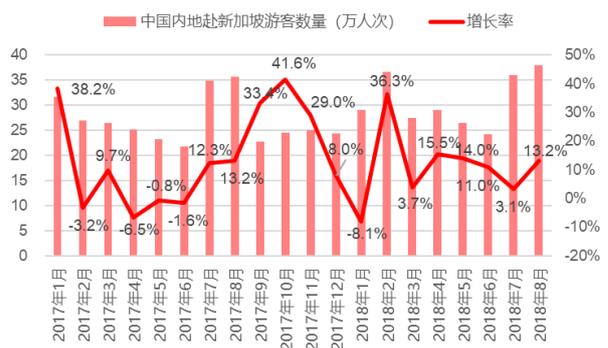
“萨德”影响渐微，韩国低基数下快速反弹。2017 年全年中国内地赴韩国游客同比-48.3%，2018 年 Q2 同比+51.7%。2018 年 Q3 同比+40.9%；2017 年全年中国内地赴新加坡游客同比+12.7%，2018 年 Q1 同比+9.60%。2018 年 Q2 同比+13.6%。

图 70： 中国内地赴韩国游客数量及同比变化



资料来源：韩国旅游部门，中信建投证券研究发展部

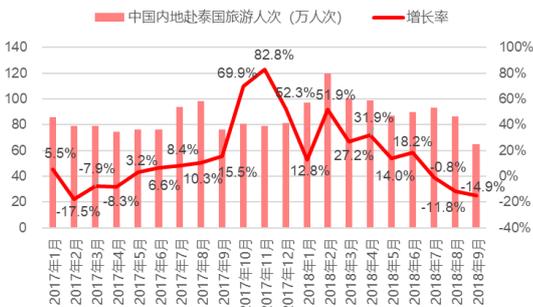
图 71： 中国内地赴新加坡游客数量及同比变化



资料来源：新加坡旅游部门，中信建投证券研究发展部

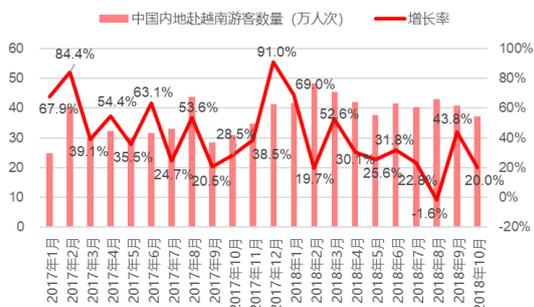
泰国上半年高增速，下半年受沉船事件影响降温，越南保持较快增速。2017 年全年中国内地赴泰国游客同比+12.0%，2018 年 Q2 同比+21.3%，2018 年 Q3 同比-8.9%；2017 年全年中国内地赴越南游客同比+48.6%，2018 年 Q2 同比+29.2%，2018 年 Q3 同比+18.3%。

图 72： 中国内地赴泰国游客数量及同比变化



资料来源：泰国旅游部门，中信建投证券研究发展部

图 73： 中国内地赴越南游客数量及同比变化



资料来源：越南旅游部门，中信建投证券研究发展部

热门的出境旅游目的地仍然以临近的亚洲国家为主，如日本、泰国，部分目的地由于突发的自然灾害或安全事故而受到冲击，下半年至今，整体出境游状况受到一定影响。总体看，出境游呈现出以下特征：

（1）出行便捷度提升，签证政策放松

出境便捷度的提升，促进出境游增长，主要表现在出行航班线路和频次的增加以及各国对中国签证政策的便利程度提升。国内游客出境的最大目的地之一泰国，今年下半年发生沉船事故，对于其旅游业的打击较大。泰国政府有意从今年 11 月 15 日至明年 1 月 13 日的两个月内，对包括中国在内的 21 个国家实行免落地签证费措施。年内还有很多其他国家放松对中国的签证限制，如加拿大、日本、英国、澳大利亚等，均对吸引国内游客产生较好影响。

表 7： 71 个对中国免签和落地签国家

互免签证国家	单方面允许免签入境国家和地区	单方面允许办理落地签证国家和地区		
阿联酋	印度尼西亚	阿塞拜疆	亚美尼亚	马拉维
巴巴多斯	韩国（济州岛等地）	巴林	约旦	毛里塔尼亚
巴哈马	摩洛哥	东帝汶	越南	圣多美和普林西比
厄瓜多尔	法属留尼汪	印度尼西亚	柬埔寨	坦桑尼亚
斐济	突尼斯	卡塔尔	孟加拉国	乌干达
格林纳达	美属北马里亚纳群岛（塞班岛等）	老挝	埃及	津巴布韦
毛里求斯	萨摩亚	黎巴嫩	多哥	圭亚那
塞尔维亚	法属波利尼西亚	马尔代夫	佛得角	苏里南
塞舌尔	安提瓜和巴布达	缅甸	加蓬	圣赫勒拿（英国海外领地）
圣马力诺	海地	尼泊尔	几内亚比绍	玻利维亚
汤加	南乔治亚和南桑威奇群岛（英国海外领地）	斯里兰卡	科摩罗	帕劳
波黑	圣基茨和尼维斯	泰国	科特迪瓦	图瓦卢
白俄罗斯	特克斯和凯科斯群岛（英国海外领地）	土库曼斯坦	卢旺达	瓦努阿图
	牙买加	文莱	马达加斯加	乌克兰
	多米尼克	伊朗		

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

（2）出境游总体延续去年下半年反弹趋势

自 2017 年下半年以来，我国出境游出现明显回暖。从今年整体情况来看，依然延续去年下半年以来的反弹趋势，出境游整体仍然受益消费升级。下半年以来，出境游数据受到相关目的地意外状况以及国内整体经济预期的影响，出现一定下滑，但预计明年出境游总体仍将维持稳定增势。

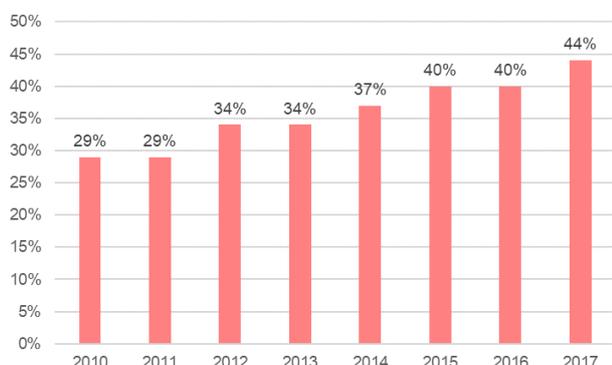
（3）跟团游比例上升，年轻群体渐成出境主力

自 2010 年以来，我国出境游跟团比例整体呈现不断提高的态势，原因主要是我国二三四线的城市的出境游需求快速崛起，低线城市目前对于跟团游的偏好较高；另一方面，旅行社的跟团游产品不断丰富，服务质量不断提升，目前跟团游客中，选择半自助游和私家团等服务较好的团游也逐渐成为趋势。

2018 年上半年我国出境游人群年龄结构上，80 后仍是主力，占比达 31%，90 后占比提升较快，达 18%，

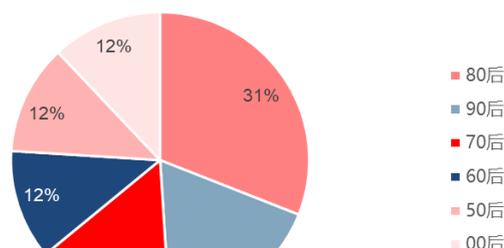
首度超越 70 后占比，呈现抬升趋势，未来几年占比将持续提升。

图 74：出境游跟团比例不断提升



资料来源：中国旅游研究院，中信建投证券研究发展部

图 75：2018 年上半年 90 后出境游占比首超 70 后

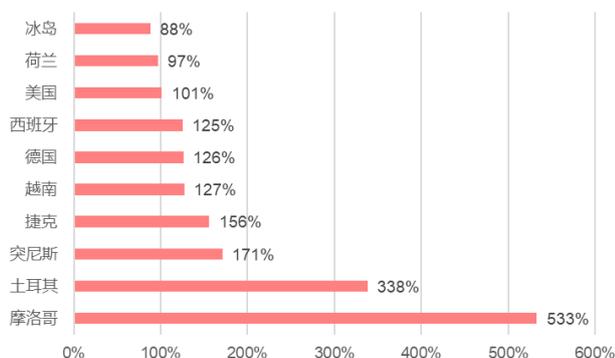


资料来源：前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

(4) 小众目的地旅游及长线出境游增速快

小众出境游目的地在低基数基础上快速增长，长线出境游目的地如北欧等，也自去年四季度以来迎来较高增速。主要因为相关国家与中国的关系日益紧密，了解逐渐加深，且部分国家对中国的出境游政策有所宽松。另一方面国内游客对于深度旅游和出境游主题文化的需求越来越高，传统的热门出境游目的地增速开始趋向稳定，以往较冷门的目的地快速增长。

图 76：小众目的地出境游增速开始爆发（2017 年）



资料来源：中国旅游研究院，中信建投证券研究发展部

图 77：北欧滑雪等长线主题出境游热度高



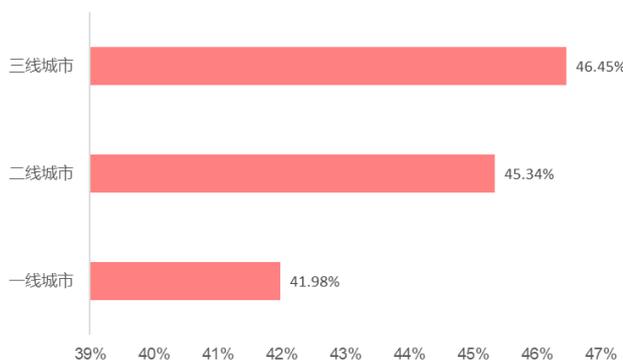
资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

2、二三四线出境游意愿强烈，潜在空间广阔

二三四线城市的人均收入和消费水平快速增长，消费升级趋势明显。从出境游的客源地来看，中西部地区和三四线城市的出境游人数增速较快，占比提升。例如成都 2017 年超越深圳成为出境客源城市第三位，西安等地出境游人数也大幅增长。

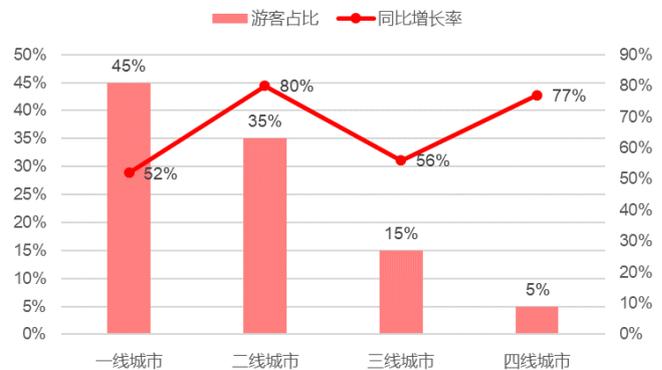
当地旅行社供给及结构性消费需求因素共促二三四线出境游。从供给角度看，今年 3 月国家新批准 78 家旅行社经营出境业务，多家三四线城市旅行社进军出境游业务。从需求来看，三线及以下城市的消费能力快速提升，结构性消费升级明显，且正处在由国内旅游向出境游需求萌发的阶段。2017 年出境旅游人数增速前十的城市为西安、长沙、无锡、太原、武汉、合肥、成都、南京、哈尔滨、昆明，二三线城市增速明显加快，且预计未来此趋势将快速向三线及以下城市传导。

图 78：三线城市出游意愿高于一二线（2017 年数据）



资料来源：中国经济生活大调查，中信建投证券研究发展部

图 79：2017H1 二三四线城市赴欧旅游人数增长率快于一线



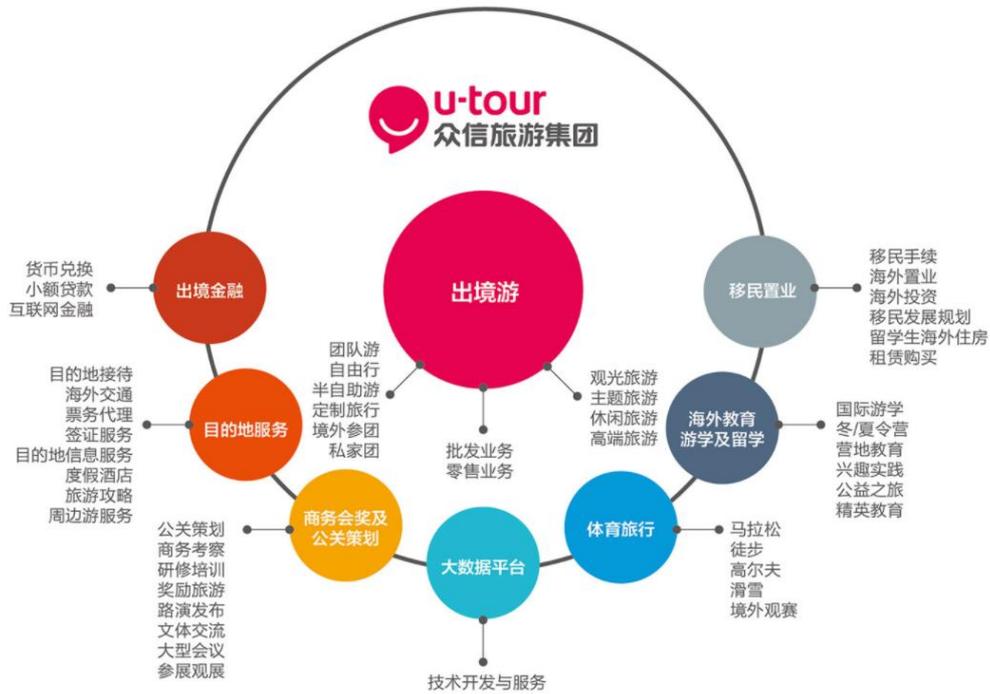
资料来源：中国旅游研究院，中信建投证券研究发展部

3、运营商深耕批零一体化，相较 OTA 更突出批发及目的地资源优势

相较于 OTA 市场，出境游企业及运营商目前将更突出其批发和目的地资源的优势。目前主要的出境游运营商如众信旅游、凯撒旅游、腾邦国际，其主要优势仍体现在出境游批发优势和境外目的地资源等。专注批发领域、深耕目的地资源，仍是出境游企业经营的主要战略。一方面突出庄家目的地、包机及交通渠道等优势，另一方面深耕出境游旅行服务和文化内涵。

O2O 成趋势，出境游运营逐渐与 OTA 趋同。近年来，出境游企业逐渐由线下旅行社模式发展出 O2O 的业态，众信旅游、腾邦国际等企业均推出线上旅行社的形式，与 OTA 模式相近。据易观数据，2016 年在线旅游市场交易额中，出境游占比已达 56%，成为线上旅游的主体。出境游企业也更多由“旅游”向“旅行”概念转变，打造“旅游+”模式，针对出境游拓展业态，逐步发展出游学、旅游金融、医疗等多种出境游延伸和附加产品。

图 80：出境游企业注重目的地延伸服务



资料来源：众信旅游官网，中信建投证券研究发展部

控制资源端、打通产业链是关键，内容服务等新形式崛起。出境游运营商目前主要包括传统线下旅行社及在线旅游平台等，主要集中于渠道端。而在对资源端的把控方面，目前 OTA 企业也明显开始增强如“机+酒”领域的资源积累。另外，目前原创内容（UGC）互动及旅游内容深耕的业态开始逐渐风靡和蔓延，出境游服务开始呈现出更多元化的业态、参与者范围的丰富，各细分市场 and 产业链之间的协同配合越来越重要，行业内的生态协同和资源整合也将成为大势所趋。

图 81：出境游产业链参与者较多，协同配合要求高



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

模式渐趋同，出境游企业受到 OTA 挑战。从出境游企业的经营情况看，主要业务基本来自于出境游的批发和零售，与目前 OTA 的经营模式趋同。随着整个 OTA 行业不断整合、O2O 模式及线下旅行社的快速布局，以及未来 OTA 行业海外目的地资源不断丰富，传统出境游企业会受到一定的挑战。

图 82：众信旅游悠哉网目的地文化游产品丰富



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图 83：欣欣旅游顾问及定制服务定位突出



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

出境游企业在航线等交通渠道上具备优势。如众信旅游已与 50 多家国内外航空公司形成紧密联系，一二线城市赴欧、亚及各大热门旅游目的地已基本完成航空布局；腾邦国际本身为机票代理起家，转型出境游后开始发展包机服务，投资外资航空公司以增设航线；凯撒旅游本身为航空食品起家，股东也拥有较强航空资源。未来出境游运营商开拓航线资源或开展包机业务的动机较强，在交通渠道端拥有一定优势。

出境游未来趋势：区别于目前出境游旅行社或 OTA 注重旅游交通和当地游玩路线规划等内容，未来出境游企业将依托目前在目的地经营上的优势，深度拓展目的地当地的服务，将服务链条向目的地当地延伸。除当地游玩服务外，将拓宽更多的场景，结合除旅游外的更多功能，加大目的地资源开采挖掘；长期来看，旅游内容服务将崛起，旅游资源和配套服务将更加灵活化，可自由组合。通过内容驱动交易的模式将成为主流，定制游的实现更加便捷和高效，旅游内容的制作和互动将真正体现出价值。

五、餐饮板块：新趋势逐渐显现，跑马圈地进行中

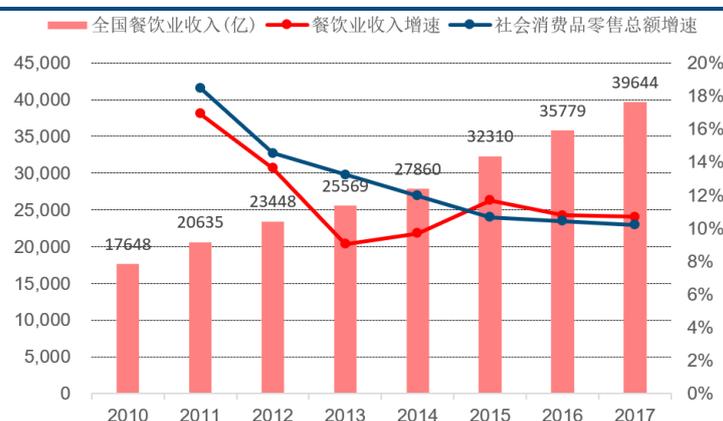
（一）餐饮板块稳健向好，新特征逐渐显现

1、行业稳定增长，市场分散度高

我国餐饮行业整体收入呈现逐年稳增的趋势。餐饮业近两年增长幅度约 10%，2010-2017 年 CAGR 达 12.26%，餐饮业收入与社零总额的增速趋势相近，与我国居民的可支配收入有较强关系，总体增速保持稳定。

餐饮业收入的稳定提升，总体反映出近年来消费升级呈稳定趋势，消费者整体的外出就餐意愿和整体客单价有所提升。餐饮业发展稳定，市场规模不断扩大。

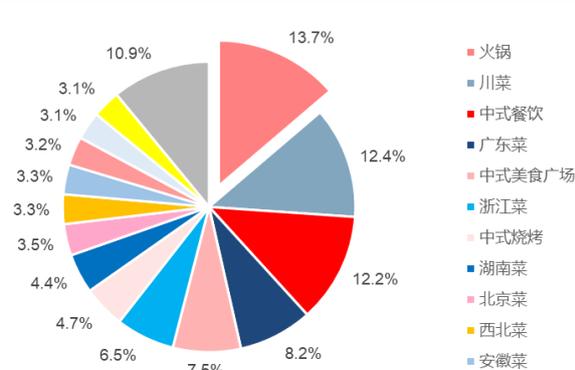
图 84： 全国餐饮收入呈现逐年增长态势



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

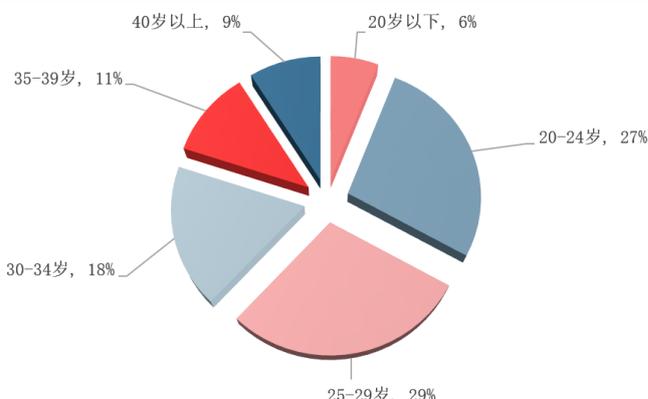
全国菜系分散，火锅赛道宽。在 2017 年中式餐饮品类和菜系的细分当中，火锅占比最高，达 13.7%，川菜是八大菜系里占比最高的，达 12.4%。川味饮食在中式餐饮当中占据非常重要的位置。从餐饮消费人群的年龄结构来看，年轻化趋势明显，20-34 岁的年轻群体在餐饮消费总额中占比超 70%，成为消费主力人群。

图 85： 2017 年火锅营业额在中式餐饮中占比 13.7%



资料来源：海底捞招股书，中信建投证券研究发展部

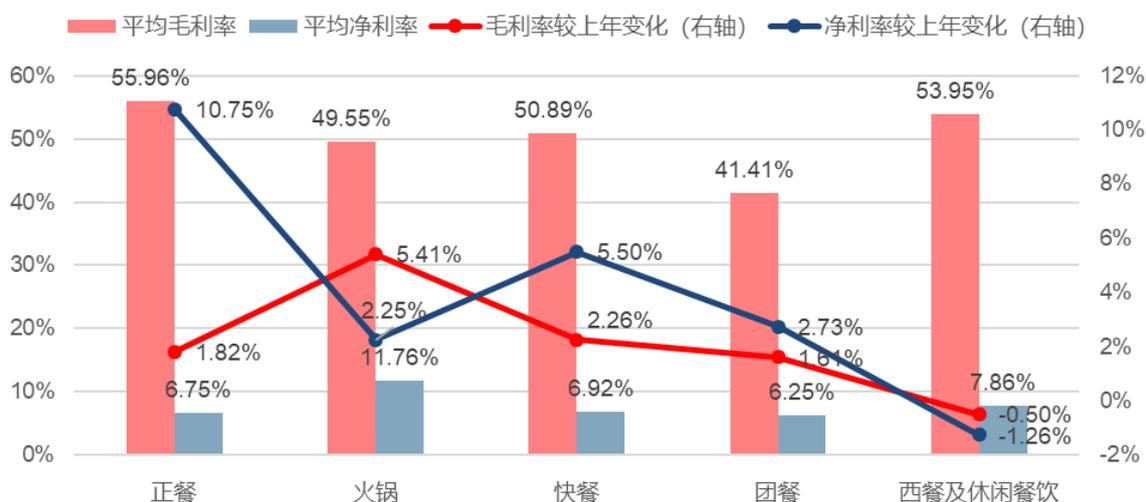
图 86： 20-34 岁年轻人餐饮消费占比超总人群的七成



资料来源：美团《2017 中国餐饮报告》，中信建投证券研究发展部

正餐毛利率最高,火锅净利率最高。2017年数据,正餐毛利率达55.96%,为最高,火锅的净利率达到11.76%,领先所有餐饮类型,且领先幅度较大,可见火锅总体的盈利能力较强,火锅的毛利率提升幅度也领先其他类型餐饮,反映出火锅餐饮目前快速增长的势头。

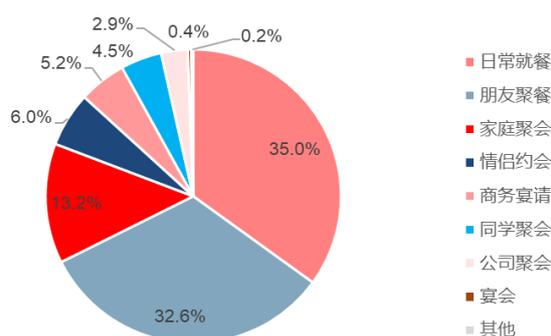
图 87: 各类餐饮平均毛利率及净利率变化情况 (2017)



资料来源: 2018 中国餐饮业年度报告, 中信建投证券研究发展部

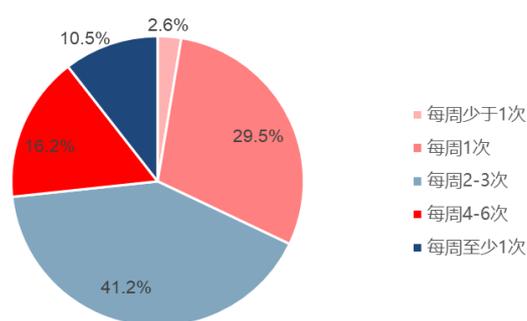
一二线外出就餐目的主要为日常就餐和朋友聚会, 频次较高。从外出就餐的目的和频率看, 一二线城市主要目的仍为日常就餐和朋友聚餐, 两者所占比例相差不大, 合计占比约 68%, 家庭聚会占比 13.2%, 可见日常外出就餐已成为一种较为普遍的选择, 而社交则是外出就餐的另一重要原因。以一二线城市的情况来看, 每周 2-3 次外出就餐的人群占比 41.2%, 2 次以上的占比共 67.9%。

图 88: 一二线外出就餐目的以日常就餐和朋友聚餐为主



资料来源: 2016 《餐饮界》, 中信建投证券研究发展部

图 89: 一二线每周外出就餐 2-3 次占比 41.2%

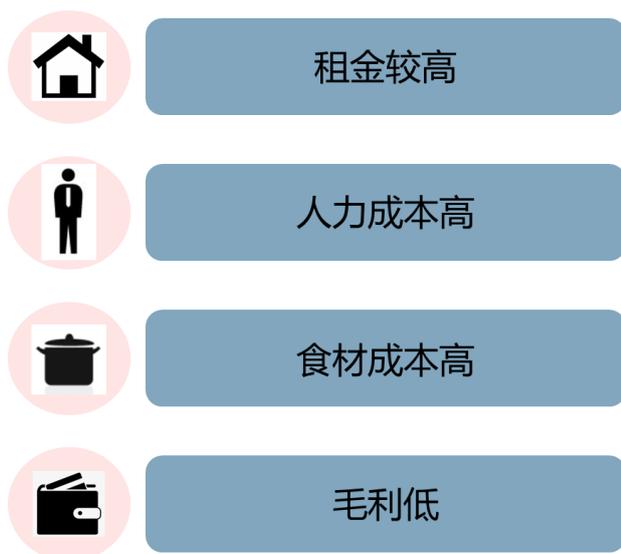


资料来源: 2016 《餐饮界》, 中信建投证券研究发展部

2、餐饮年轻化、品牌化、网络化新趋势凸显

传统餐饮成本高，年轻化趋势助新特点凸显。传统餐饮由于风味独特，厨师具有地域性，口味较难适应全国各地人群，而存在较难复制的问题，这也导致了其高租金、高人力成本、高食材成本和毛利低等突出问题。而目前餐饮受众年轻化的趋势，使得餐饮行业趋向品牌化、连锁化，通过口味改良以适应全国扩张，厨师团队采取专业化培训，餐饮时尚感和体验感增强，服务不断细致优化等趋势使传统餐饮的高成本问题得到较好控制。

图 90：传统餐饮行业面临三高一低的情况



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图 91：餐饮年轻化趋势逐渐呈现

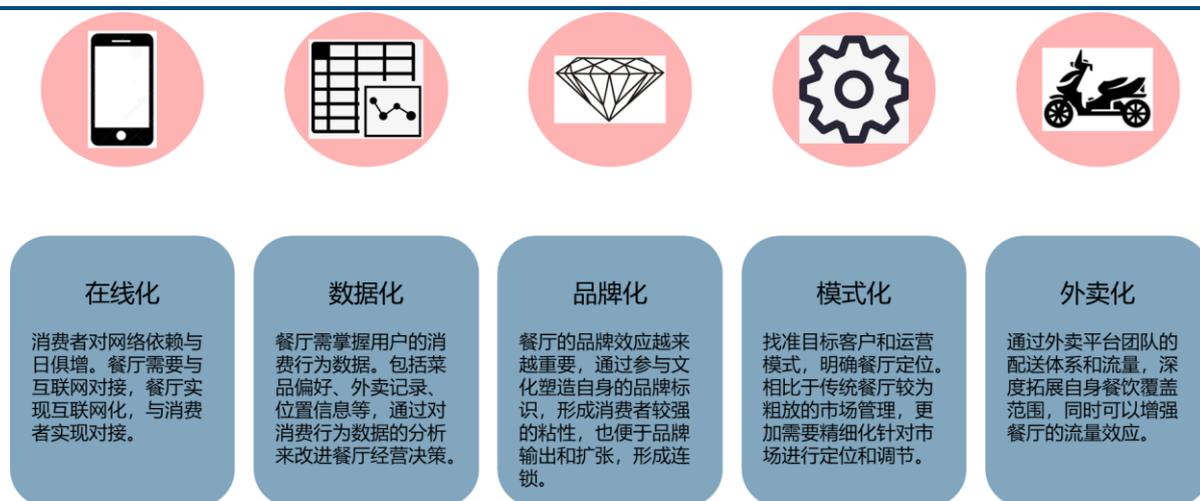


资料来源：中信建投证券研究发展部

互联网和大数据在餐饮行业广泛运用。首先餐饮互联网化的趋势将随着移动互联网的进一步渗透和升级而变成常态，餐饮企业通过互联网让自身和消费者之间的联系更加畅通；同时，大数据的应用也越来越普遍，餐饮企业将利用大数据来精确调整经营策略和经营方针。

品牌化塑造餐饮企业辨识度。餐饮的连锁化和品牌化趋势也能通过互联网更好展现，在复制扩张的趋势当中，品牌成为企业餐饮文化的重要辨识度，且品牌识别将成为年轻消费群体注重餐饮品质和餐饮时尚度的重要体现。

图 92： 未来餐饮业发展趋势突出网络化和品牌化



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

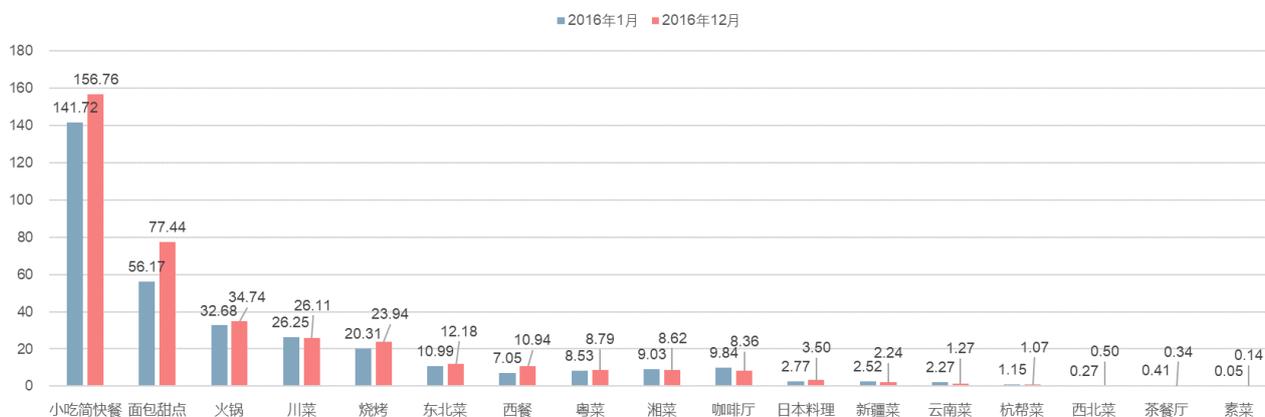
餐饮的互联网化已在快速普及，餐饮下半场中企业与 SaaS 等系统的连接对于自身发展很关键，目前如屏芯科技、客如云、美味不用等等系统，均已获得较高金额的融资，且目标服务于数十万的餐饮店铺，另外餐饮食材及调料供应链体系也逐渐获得投资者的青睐。餐饮企业需将自身打造成可与互联网对接的模块。

（二）大众化餐饮趋势明显，外卖业务快速爆发

1、餐饮店铺扩容，就餐体验至上

小吃简快餐店铺量最多，面包甜点、火锅等类型快速崛起。从餐饮店铺数量看，主要餐饮类型的店铺数量在快速上升，印证了餐饮市场整体分散度高，局部竞争较为激烈的状况。从餐饮行业的特征看，餐饮市场和细分餐饮市场的分散格局或将长期维持。由于餐饮行业市场规模巨大，细分市场中具备一定扩张性和品牌化能力的龙头将受益明显，但由于市场的分散性，也存在较高的被替代的风险。

图 93： 2016 年各类餐饮店铺数变化情况（万家）



资料来源：中国餐饮报告（白皮书 2017），中信建投证券研究发展部

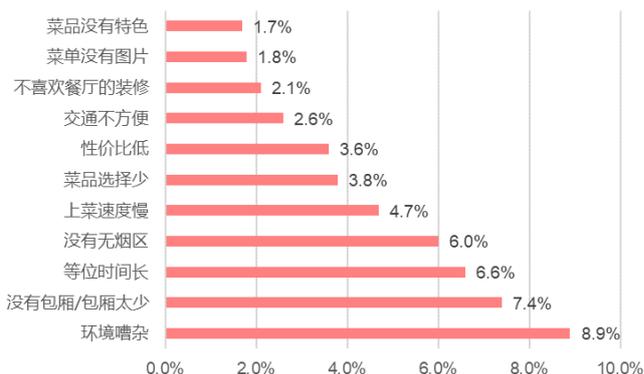
餐饮行业当中，服务质量和就餐体验越来越重要。标准化的、优良的就餐体验和服务对于餐饮企业形成竞争壁垒越来越重要。消费者对于就餐体验的要求越来越细致化，对于餐饮服务的关注环节更加广泛，除了关注口味好之外，对于食材新鲜度、连锁化程度、上菜速度、就餐环境、餐饮多样化等方面同样给予了较大关注。

随着品牌化、连锁化趋势的蔓延，资本加大投资餐饮业的力度，传统餐饮中依靠口味和秘方形成差异化的竞争模式将越来越难，而服务内容创新、体验提升将成为原有餐饮体验的延伸，创造新的竞争优势和壁垒。

图 94：服务态度和整体就餐体验影响满意度



图 95：服务不佳成为餐饮不满意的重要原因



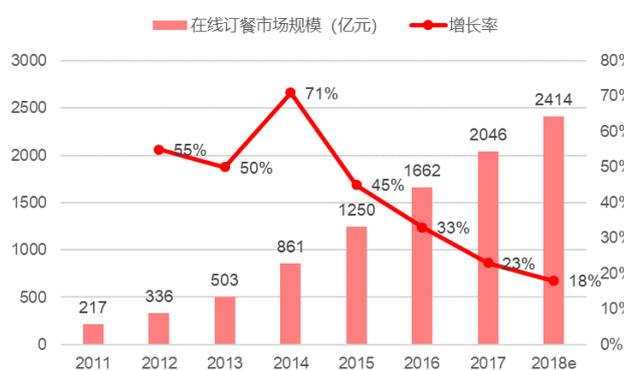
资料来源：辰智 2018 中国餐饮大数据，中信建投证券研究发展部

资料来源：辰智 2018 中国餐饮大数据，中信建投证券研究发展部

2、外卖蔓延，成为重要战场

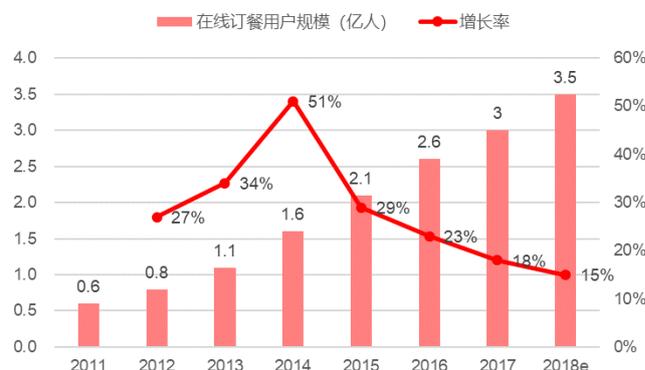
互联网餐饮快速崛起。根据美团数据，2016 年，餐饮行业的整体增速为 10%，但互联网餐饮行业的增长高达 300%。一方面，随着移动互联网的爆发，之前基数很低的互联网餐饮业态在短短几年内迎来快速爆发。另一方面，在线订餐的用户规模目前整体渗透率不及移动互联网渗透率，而移动互联网使用人群能相对以较低的成本被转化成在线订餐人群，故未来在线餐饮及外卖市场仍有较大的增长空间。

图 96：在线订餐总市场规模 2011-2018CAGR 预计 41%



资料来源：餐饮老板内参，中信建投证券研究发展部

图 97：在线订餐用户渗透率不断提升

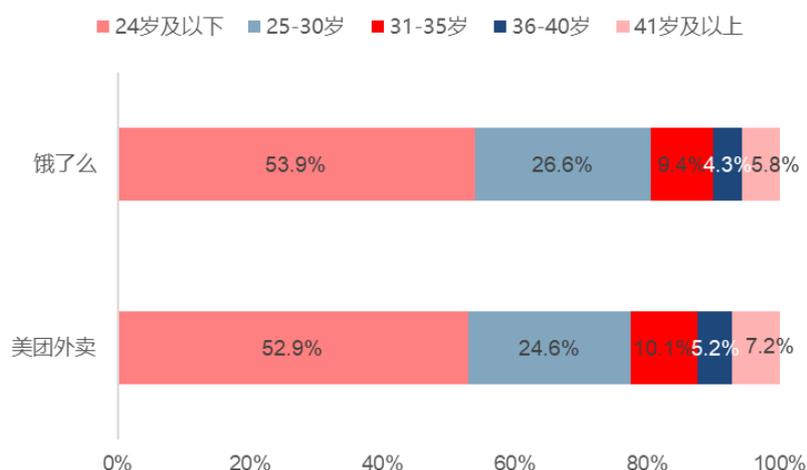


资料来源：餐饮老板内参，中信建投证券研究发展部

在外卖市场当中，目前美团外卖和饿了么形成垄断，分庭抗礼，美团份额领先，约达 60%。从在线订餐人群的年龄结构来看，24 岁以下约占 50% 以上，即大学生及以下年龄段人群为主，年轻化趋势明显。

在线订餐年轻化也与年轻人群的移动互联网渗透率较高相关。预计未来年龄较大人群的外卖渗透率也存在较大提升空间，占比有望提高，最终使外卖总体市场规模扩大。

图 98： 在线订餐市场 24 岁以下消费者占比超 50%（2017 年）



资料来源：艾媒北极星，中信建投证券研究发展部

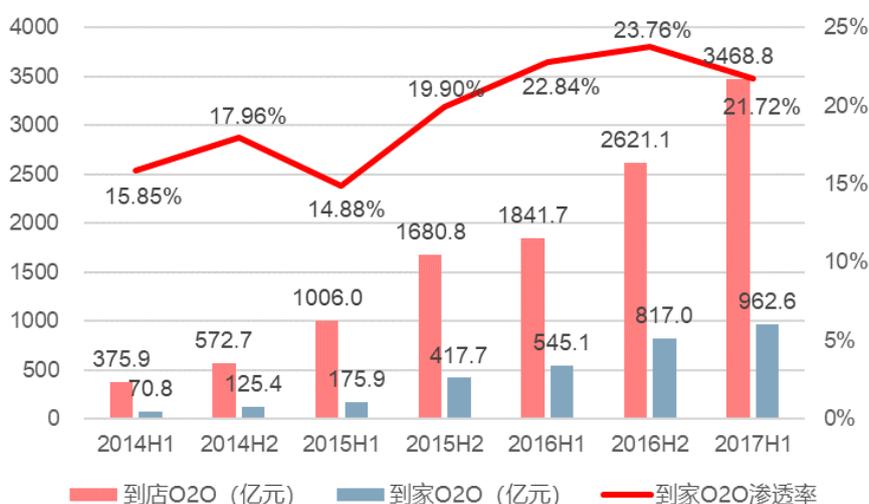
外卖市场为巨头必争之地。外卖市场不仅是传统餐饮市场的重要延伸，也同样关系到新零售业态当中，线下配送体系的构建和运营，而新零售将是互联网巨头下半场竞争的重要战场，外卖将作为先锋阵地，成为 O2O 巨头和各移动互联网巨头争夺的焦点。从目前国内外卖市场来看，整体呈现出如下特征：

（1）巨头竞争的重要赛道，整体规模仍有较大空间

由于外卖与新零售的多场景特征、配送体系有重要联系，目前已成为移动互联网巨头竞争的重要赛道，阿里巴巴、腾讯、美团等巨头纷纷于数年前就入场布局，目前外卖市场仅剩的两大巨头为归属于阿里集团的饿了么，以及腾讯作为第一大股东的 O2O 生活服务巨头美团点评。

由于目前外卖领域的渗透率仍然较低，未来预计随着移动互联网渗透率的提升以及餐饮行业消费习惯的变革，外卖将作为优质赛道，在目前渗透率仍不高的情况下，将深度受益行业向好趋势，目前的外卖巨头将深度受益，且巩固和加剧目前两强争霸的局面。

图 99：到家 O2O 在 O2O 中渗透率总体提升



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

(2) 行业集中度高，入场壁垒已高企

目前外卖行业竞争者仅剩美团点评和饿了么两者，背后是阿里系以及有腾讯流量优势的美团之间的较量。对于其他的移动互联网企业来说，目前外卖行业的竞争壁垒已经高企，配送体系的构建和早期商家资源的积累使得再想入场竞争非常困难。

(3) 外卖为新零售重要前奏，短看资源端，长看配送体系

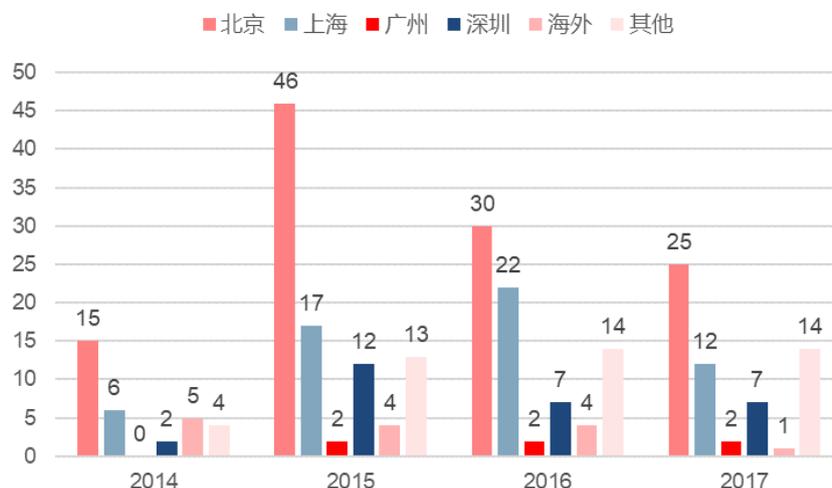
作为新零售战场的重要前奏，短期来看，资源端的把控仍将是外卖市场竞争最重要的因素之一，从长期来看，在商家资源争夺逐渐饱和的情况下，配送体系的演化将变得非常关键，现代化和高效的配送体系将决定未来外卖及新零售战场的成败。

(三) 可复制性助力餐饮扩张之路

餐饮业整体的资本化率较低，主要由于传统的餐饮业管理运营要素较难资本化。我国 A 股上市餐饮类企业相对较少，餐饮企业本身的投融资活动也相对有限，以往餐饮企业的地域性强和连锁化率低的特点导致其资本化程度相对较低。

随着产业升级、新零售和消费金融业态的活跃发展等因素，餐饮业资本化迎来新阶段。餐饮投资和餐饮并购的项目开始增多，专门针对或重点针对餐饮行业的投资机构也开始出现，目前，投资餐饮行业的机构仍主要集中在一线城市。

图 100： 2014-2017 年投资餐饮行业的机构归属地集中一线城市



资料来源：番茄资本，中信建投证券研究发展部

可复制性将是未来餐饮业发展和竞争的重要要素。如火锅业龙头品牌海底捞于 9 月 26 日正式登陆港股，其拥有火锅乃至餐饮行业中最顶级的服务质量，且其能快速应对竞争对手的渠道下沉、保证开店质量，原因在于其品牌和质量的标准复制能力，通过激励制度和管理模式实现较难控制的服务质量的复制。

另外餐饮行业也衍生出食品加工等领域，将成为增强复制性的重要方式，比如广州酒家将餐饮和食品进行结合，利用食品的可复制性和扩张能力强，将广式餐饮的口味、形态凝结于食品生产当中，并在全国范围内进行扩张，取得良好效果，其月饼业务已成为公司营收的主要来源。

图 101： 海底捞的优质服务



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图 102： 广州酒家速冻广式食品



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

餐饮业未来趋势：对于餐饮企业来说，口味仍是最重要和基础的因素，未来餐饮企业将更多在服务、就餐体验、餐饮和品牌文化的塑造、餐饮 IP 的打造等方面投入更多资金和时间，以此维持自身在口味等方面的竞争优势。“**优质口味+可复制性+就餐体验+餐饮文化+科技餐饮**”，成为餐饮业发展主线。由于中华餐饮文化的空前发达，细分口味及餐饮形式的改造空间广阔，特色地方餐饮在改造后成为可以全国扩张的餐饮企业已有很多成功案例，而这一领域的发展空间仍然十分广阔，但餐饮企业通过差异化竞争的路径来获取竞争优势也会变得成本较高、创新难度较大。

六、休闲游板块：休闲游备受青睐，降价倒逼景区升级

（一）“周边游”市场向好，休闲游人气旺盛

1、小长假碎片化决定周边游是消费主力

受政策引导，出游时间呈现碎片化趋势。2008年以来，由于国家法定节假日调整，“五一”劳动节由3天调整为1天，同时清明、端午、中秋增设为国家法定节假日，各放假1天，国内节假日呈现出碎片化趋势。

周边游，也可称为短途旅游，一定意义上可概括为是以大城市或省会城市为中心，出发当日能够到达访问地，覆盖其周边及邻近省份城市的旅游市场。一般来说，周边游有着出行时长短、出游半径短、出游频次高、决策过程快的特点。

表 8：周边游相对长线游，出行时长和出游半径较短。

	旅游时间	出游时长	出游半径	交通工具	出游频次	决策过程
周边游	周末、小长假、休假	1-3 天	300 公里以内	高铁、动车、自驾	高	快
中长线游	春节国庆长假、小长假	3-7 天	300-2000 公里	飞机、高铁、长途汽车、自驾	中低	较慢

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

周边游市场在最近几年呈爆发式增长，2012-2017 年间均保持 35% 以上的增速。在互联网技术支持下，移动设备的普及大幅提升了出行的便利程度，单从在线端统计，总市场交易规模在 2017 年达到了 215.14 亿元，接近 2012 年总量的十倍。从在线周边游的人数来看，2017 年的在线周边游人次为 2.27 亿，是 2012 年总人次的 7 倍以上。

图 103：在线周边游市场交易规模保持 35% 以上增速

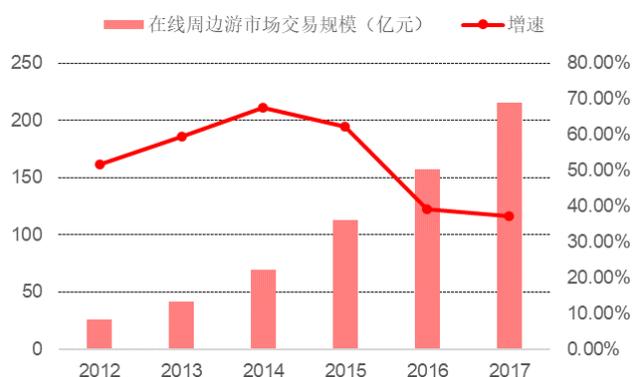
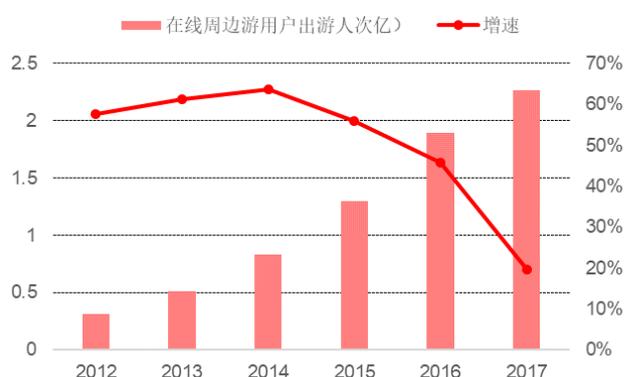


图 104：在线周边游出游人次保持 20% 以上增速

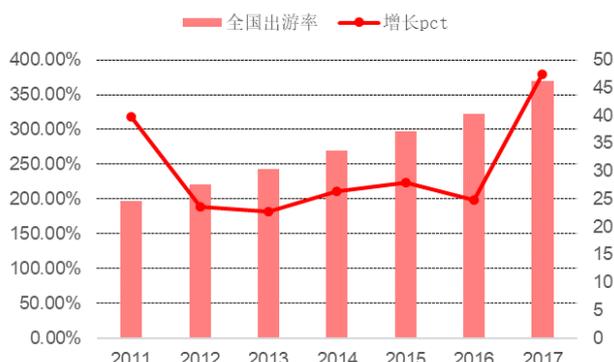


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

周边游契合出行需求，逐渐成为小长假出行的消费主力。近年来，全国人民出游率逐年提高，2017 年人均出行 3.7 次，表明我国出行需求保持持续提升。由于国内假期多为 2 天的周末以及 3 天的小长假，契合周边游特点，越来越多的游客选择在小长假或周末进行周边游。今年“五一”小长假，近四成的游客选择行程 3 天以

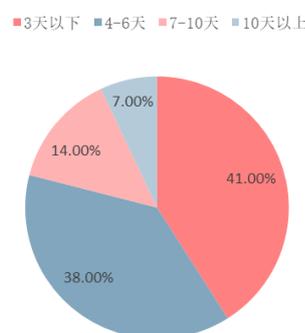
内的周边游，比例高于中程游以及长线游。

图 105： 2011 年-2017 年间全国出游率保持高速增长



资料来源：中国文化和旅游部，中信建投证券研究发展部

图 106：“五一”游客主要选择 3 天以内的行程

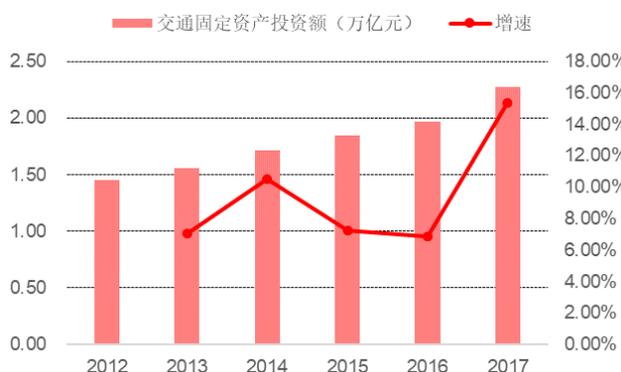


资料来源：中国旅游研究院，中信建投证券研究发展部

2、交通网络持续改善，延长出游半径

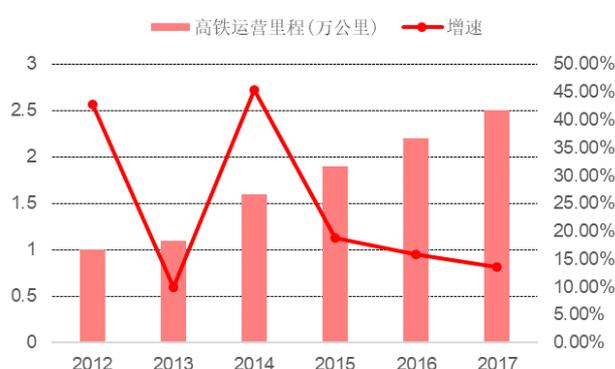
国家加大交通运输建设力度，投资额逐年提高。2017 年，我国的公路水路交通固定资产投资额达到 2.27 万亿元，为去年同期的 114.2%。

图 107： 2017 年交通运输投资额达到 2.27 万亿元



资料来源：中国交通运输部，中信建投证券研究发展部

图 108： 2017 年全国高铁运营里程达到 2.5 万公里



交运投资额的增加带动了高铁网络的扩张。2016 年 7 月，国家发展改革委、交通运输部、中国铁路总公司联合发布了《中长期铁路网规划》，以“八纵八横”打造出相邻大中城市间 1-4 小时交通圈、城市群内 0.5-2 小时交通圈。

图 109：“八纵八横”高速铁路网覆盖全国中大城市



资料来源：中国交通运输部，中信建投证券研究发展部

图 110：最北“一横”中哈牡高铁试运营



高铁凭借误点率低、快速、乘坐体验舒适等优势，逐渐成为游客出行的首选交通工具。2017 年全国高铁运营里程达到 2.5 万公里，同比提高 13.64%。根据艾瑞咨询的调研，2017 年中国网民长途出行时有 80.3% 的情况会乘坐高铁，33.4% 的高铁用户出行频率为全年 5-10 次。

图 111：2017 年中国网民长途出行高铁使用率达 80.3%

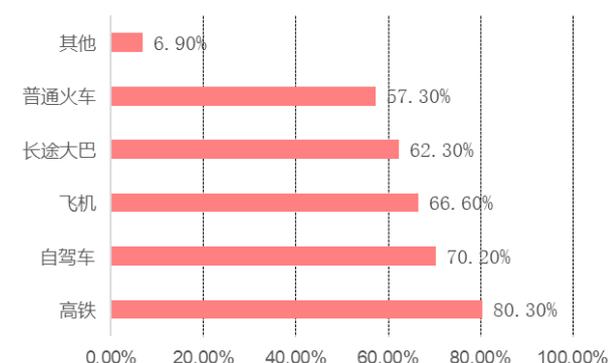
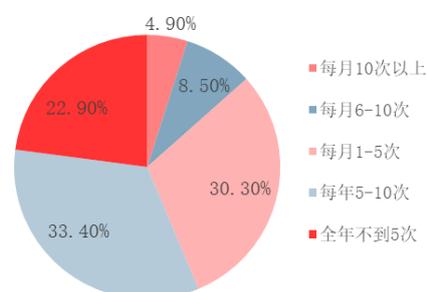


图 112：2017 年 33.4% 的高铁用户出行频率为全年 5-10 次



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

高铁网络改善区域间的交通便利性，延长游客的休闲游半径。高铁缩短交通时间，影响游客的出游选择，且对中程和远程旅游影响更为显著：1) 对中程旅游的选择，在高铁开通后，选择双休日进行中程旅游的比重提升，而非集中于小长假；2) 对远程旅游的选择，在高铁开通后，游客选择小长假和双休日出游比重明显上升，此前则集中于黄金周和寒暑假。未来，全国多家景区将受益于高铁网络。

表 9：近年来高铁网络的拓展使得景区收益

开通时间或预计开通时间	关联景区	高铁线路
2013 年 7 月 1 日	天目湖景区、西湖景区、千岛湖景区、茅山景区	宁杭高铁
2015 年 6 月 28 日	黄山景区、武夷山景区、福州三坊七巷景区	合福高铁
2016 年 2 月 1 号	九华山景区、南京	宁安高铁
2017 年 12 月 6 日	西安、峨眉山景区、成都	西成高铁
2018 年 12 月中旬	黄山景区、西湖景区、千岛湖景区、西溪湿地	杭黄高铁

2019 年底	长白山景区	敦白高铁
2020 年 12 月	郑州、阜阳、周口	郑阜高铁
2022 年	厦门鼓浪屿景区、泉州、福州	福厦高铁
规划中（2018 年底开工）	九华山景区、黄山景区	池黄高铁

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

航空网络也能极大缩短出行时间，为景区带来新客源。2016 年 5 月 17 日国务院发布《关于促进通用航空业发展的指导意见》，各省市都相继规划当地通航产业，新建、升级机场，开发新航线。政策驱动使得国内的航空网络更加完善，“拉近”全国各地的距离，使得游客休闲游范围更广。

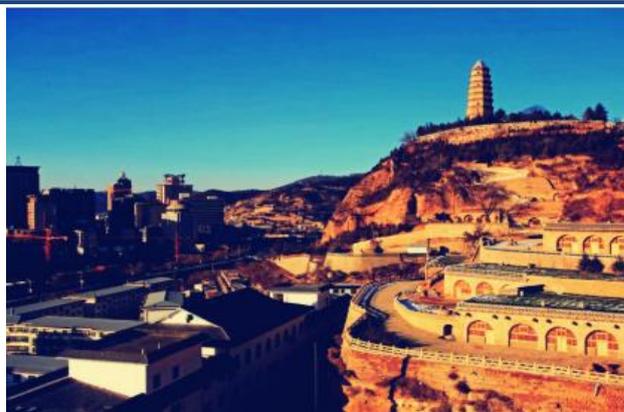
1) **丽江泸沽湖**景区是热门休闲游景点之一，2015 年 10 月泸沽湖机场建成通航，航线直达周边交通枢纽昆明、成都和重庆，使得游客去往景区游玩更加便利。截至 2018 年 9 月，机场保障运输航班 966 架次，旅客吞吐量 100,526 人次，同比增长 392.9%、365.9%，体现了航空线路能带来极大的客流增量。

2) **延安**作为历史文化名城、革命圣地，是文化旅游热门城市。近年来延安不断完善航线网络结构，先后开通延安至北京、上海、青岛、沈阳、杭州、南京等城市新航线，为延安发展文化旅游带来的新的客流增量。2017 年 10 月 31 日，延安—南京航线实现顺利首航，延安至南京的行程缩短至 2 小时。

图 113：机场通航便利各地游客欣赏泸沽湖美景



图 114：延安新航线的开拓便于华东地区游客出游



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

高速公路是旅游发展的生命线，利好自驾游的发展。2017 年，我国的高速公路里程增加到了 13.1 万公里，居世界第一位。高速公路不断延伸打通沿途各个城市，串联不同景区，使自驾游的选择更加灵活。

2017 年 8 月 28 日，被誉为中国“1 号公路”的沿黄公路正式通车。沿黄观光路是陕西省沿黄河西岸修建的一条南北向公路通道，北起榆林市府谷县，南至渭南市华山脚下，与 9 条高速公路、13 条国/省干线公路和 80 条县乡公路相连接，全长 828.5 公里，总投资 64.5 亿元，沿途珠链般串起了西岳华山、壶口瀑布、洽川湿地、司马迁祠、党家村、韩城古城、黄河蛇曲国家地质公园、乾坤湾、闯王寨、吴堡古城等 50 余处名胜古迹景点，直接受益人口达 220 多万人。

图 115: 沿黄公路沿途景色壮丽, 适合自驾游出行

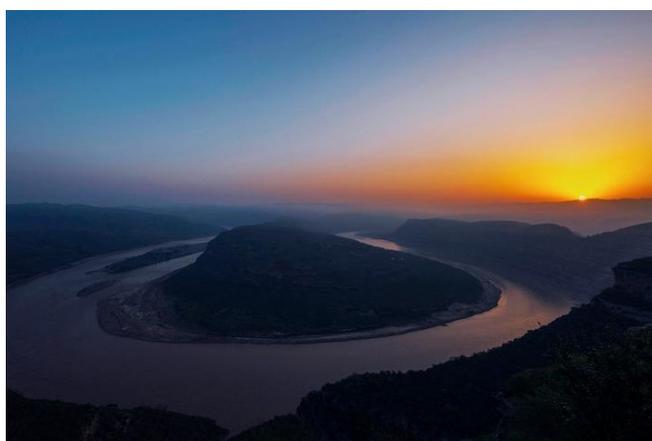
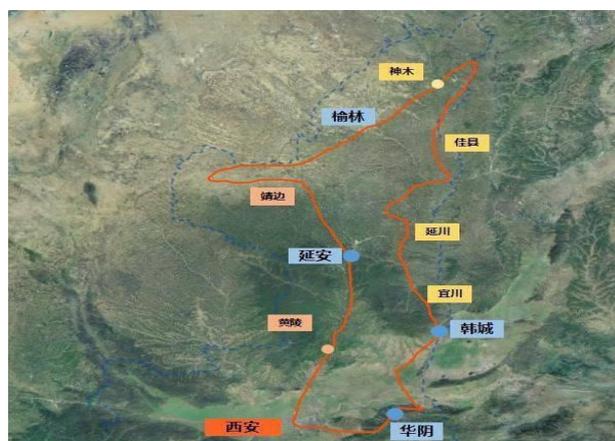


图 116: 沿黄公路赋予黄河沿岸自驾游完整的路线



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

3、亲子、合家欢主题使得休闲游受益

亲子游、合家欢已成为近年来最热门的出游主题之一。2016 年, 在线亲子游的市场规模达到 207.9 亿元, 增速超过 80%, 预计 2018 年将达到 500 亿的市场规模。根据《2017 中国亲子游消费者大数据报告》, 亲子游群体首先追求的是亲子交流, 阖家欢乐, 同时一些亲子游产品游育结合、寓教于乐的形式也是重要的出发点。

亲子游主要人群居住在大型城市, 有一定的经济能力。地区分布上, 32.2%的亲子游人群居住在北上广深以及省会城市; 从收入水平来看, 年收入 10 万-100 万元的家庭参与亲子游的比例相对较高。同程数据显示, 2016 年中, 年收入 16-30 万的家庭中 66.99%参与过亲子游活动, 年收入 10-15 万元和 31-100 万元的家庭中参与度也超过 58%。

图 117: 亲子游 top10 出行城市占市场比例约 20%

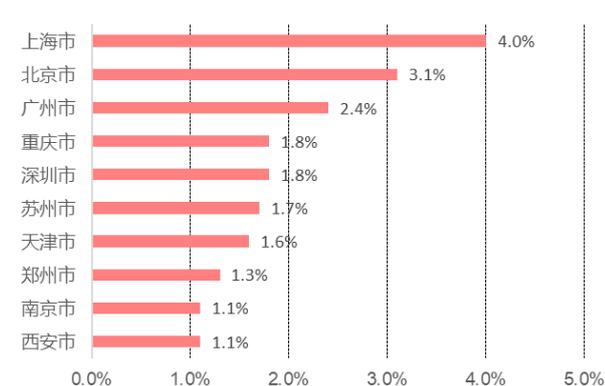
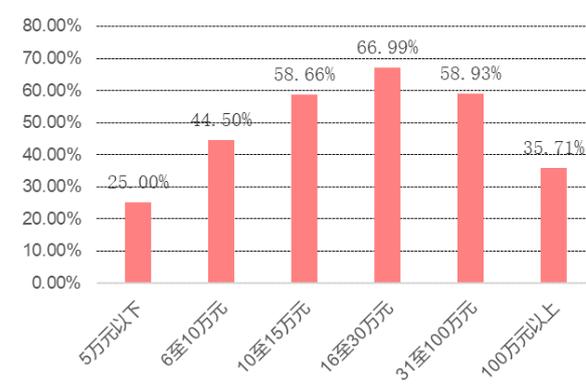


图 118: 16 至 30 万元收入家庭参加亲子游比例最高



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

亲子游热门目的地具有休闲游特性。根据途牛网数据, 三亚是 2017 年端午、六一国内亲子游热门目的地首位。三亚的地理位置赋予其全年宜人的气候, 也能让游客投身于椰风、海韵的情景中放松身心, 达到休闲度假的目的。其余热门目的地中, 也有生活节奏慢、交通便利、可泛舟划船等休闲游特性。

亲子游出境热门目的地中, 大部分处于东南亚, 也是休闲游的热门目的地。东南亚国家距离中国大陆

较近，签证手续较为便利，出行的时间成本和资金成本也更低。这些热门目的地中，例如日本、马来西亚和印尼都是海岛国家，有丰富的水上项目，适合全家休闲娱乐。

图 119： 三亚和泰国分列国内外亲子游热门目的地第一位

图 120： 泰国普吉岛适合全家进行水上项目游玩



资料来源：途牛，中信建投证券研究发展部

同时，主题乐园的活动、表演等概念与亲子游主题十分契合，最受游客喜爱。根据驴妈妈发布的《2018 年亲子游消费报告》，上海迪士尼乐园、珠海长隆海洋王国、广州长隆野生动物世界、香港迪士尼乐园、罗蒙环球乐园是 2018 年至今最热门的亲子游主题公园。主题公园中各种生动有趣的表演深受儿童喜爱，使得主题公园成为休闲游最热门选项之一。

（二）降价政策“惠民”，景区改革迫在眉睫

1、国有重点景区降价潮来袭

2018 年 6 月，为了促进景区加快由门票经济向产业经济、小众旅游向大众旅游、景点旅游向全域旅游转型升级，国家发改委发布了《关于完善国有景区门票价格形成机制 降低重点国有景区门票价格的指导意见》。指导意见明确了国有景区的公益导向，秉持旅游为民、旅游惠民理念，同时坚持科学定价，理顺国有景区功能定位，推动景区转型。

国有景区响应政策，纷纷出台降价措施。黄金周前各地已出台实施或发文向社会公布了 981 个国有景区免费开放或降价措施（免费开放 74 个，降价 907 个），其中 5A 级景区 159 个，4A 级景区 534 个。降价的 907 个景区中，降幅超过 20% 的 491 个，降幅超过 30% 的 214 个。降价措施“惠民”，为十一黄金周游客减少支出超过 5 亿元。

表 10： 全国重点国有景区纷纷降价

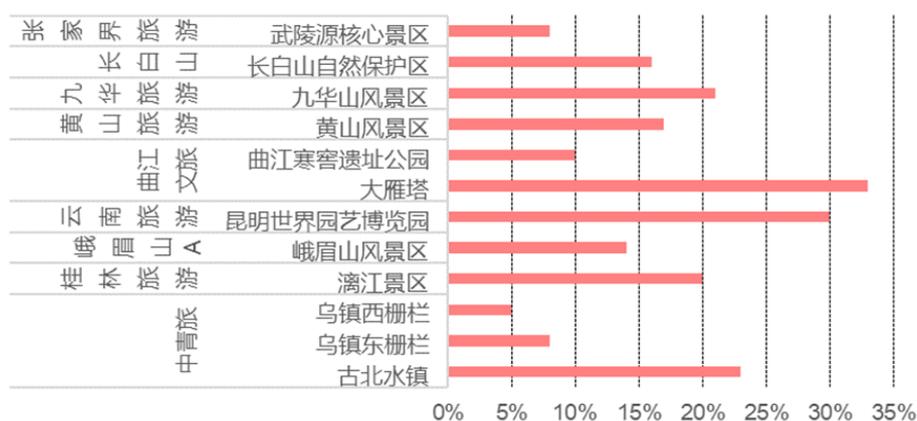
省份	景区景点名称	等级	调整前价格		调整后价格	
			旺季	淡季	旺季	淡季
湖南	武陵源核心景区	5A	245	136	225	115
	武陵源核心景区	5A			182	91

四川	峨眉山风景名胜区	5A	185	110	160	100
广西	漓江景区	5A		270		215
	两江四湖	5A		450		360
云南	昆明世界园艺博览园	5A		100		70
	大雁塔	5A		30		20
陕西	曲江寒窑遗址公园			50		45
	大慈恩寺			50		40
安徽	黄山风景区	5A	230		190	
	花山谜窟	4A		91		78
	太平湖门票	4A		71		63
	徽州古城	4A		68		60
	新安江山水画廊	4A		65		58
	雄村	4A		60		54
	齐云山景区	4A	75			68
	九华山风景区	5A	190			150
吉林	长白山自然保护区	5A		125		105

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

短期内票价下调使景区业绩承压，长期来看门票价格将会呈下行趋势，未来索道缆车、客运都会有降价预期。景区索道、客运的价格调整也在进行中。国庆前，丽江景区调整了玉龙雪山大索道、云杉坪索道和牦牛坪索道的票价，降幅分别为 33.33%，27.27% 以及 25%。以索道缆车为主业的丽江旅游公司，在票价调整后，预计公司 2018 年度索道收入减少约 2200 万元，2019 年度索道收入减少约 1.2 亿元。

图 121：上市公司景降价梳理

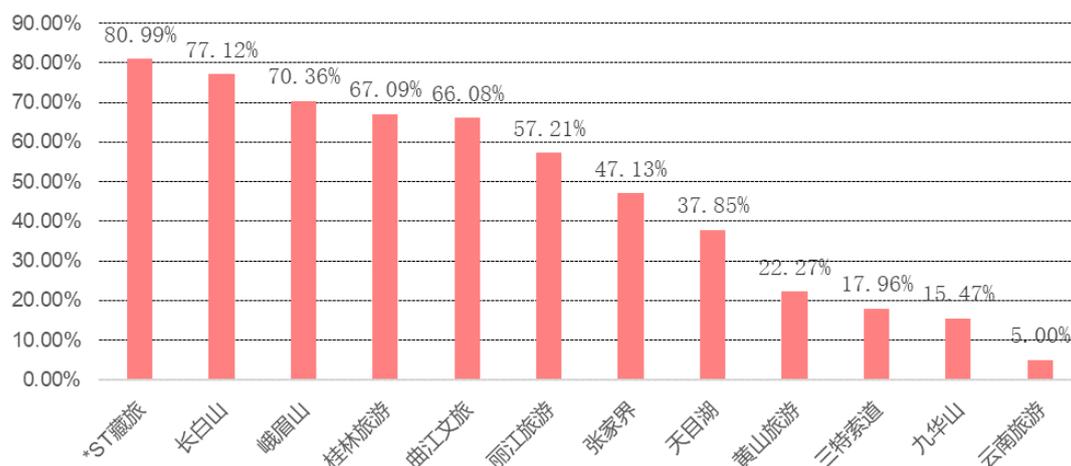


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2、景区开始转型升级

国有景区过度依赖门票经济。国有景区产品往往具有业态单一、设施基础薄弱、收益渠道狭窄的特点，这些是过去以观光游为主导的旅游模式下产生的弊端，而门票经济正是观光游的主要经济形态。以上市景区为例，50%的旅游景区“门票+景区客运”收入占比超过总营收的50%。

图 122：一半的上市景区门票客运收入占比超过 50%



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

过高的门票价格影响景区的持续性收入，此次门票调价倒逼景区加速转型升级。景区门票价格过高会打消游客游览的积极性，降低体验感，使景区进入发展“瓶颈”。同时，国有景区经营模式单一，激励不足，在门票利润相对较高的情况下，景区运营方缺乏拓展业务、开发新旅游产品的动力。本次的门票价格的下调能够使得景区公司关注自身转型升级，延伸旅游产业链，发展休闲旅游。

作为国有上市景区龙头的黄山旅游，近年来在加快落实“一山一水一村一窟”的布局，促进公司由景区观光游向休闲度假游转型。今年 6 月，公司成功受让太平湖 56% 股权，项目推进顺利。宏村收购事项，公司正在与中坤集团商谈中，未来主打徽州文化旅游。10 月，公司公告投资 2800 万元改造狮林精舍，并同意子公司花山谜窟公司投资 3.83 亿元建设花山谜窟景区提升工程（一期）项目。

图 123：太平湖景区森林覆盖率超 95%，适宜休闲养生游



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图 124：被誉为“画里乡村”的宏村具有开发新业态潜力



同为国有景区的长白山也在发力景区转型。公司背靠长白山“一冷一热”资源，在原有的长白山景区客运业务外，大力开发温泉项目以及周边的酒店等休闲游配套设施，延长旅游时间，拓展产业链，使得营收多元化。公司旗下皇冠假日品牌，长白山温泉皇冠假日酒店已经成为长白山地区标志性的酒店。2017年，新的酒店业务营收3700万元，占总营收9.51%，未来业绩将会继续增长。今年公司将全力推进长白山火山温泉部落二期项目建设，最终将长白山火山温泉部落打造形成国内顶级的温泉度假主题公园。

图 125： 2017 年酒店业务营收占总营收 9.51%

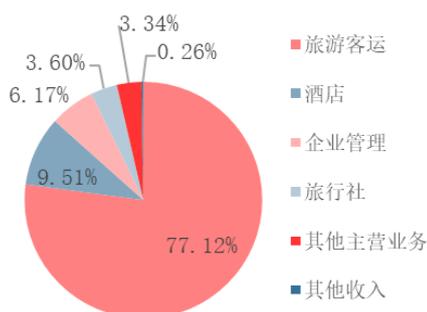


图 126： 2017 年，长白山火山温泉部落一期开始营业



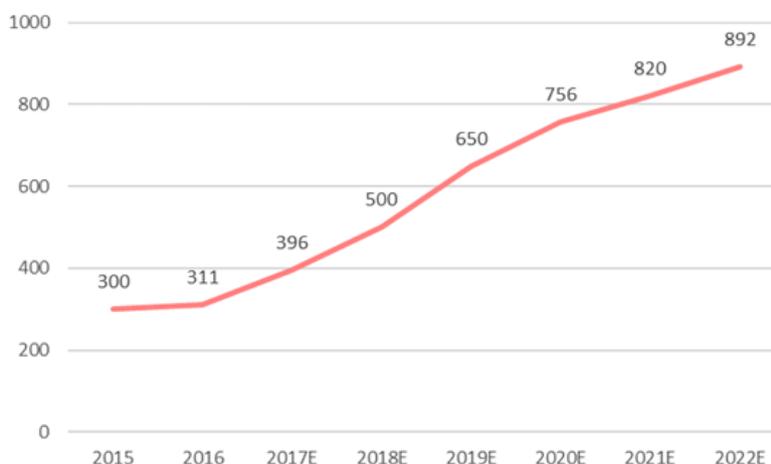
资料来源：长白山年报，中信建投证券研究发展部

（三）主题乐园市场扩张迅猛，发展多元化

1、主题乐园零售额高速增长

主题乐园是我国游客休闲游的热门选择之一。根据英敏特最新发布的《主题公园 2017》，中国 2017 年主题乐园市场的零售额预计将达到 395.45 亿元人民币，并受益国内旅游市场的全面繁荣开启，预计在 2017-2022 年间以 17.7% 的年均复合增长率高速增长，到 2022 年达 892.39 亿元。预计 2020 年，中国主题乐园将超越美国成为全球第一大市场。

图 127： 2022 年我国主题乐园市场零售额预计达到 892.39 亿元



资料来源：英敏特，中信建投证券研究发展部

我国目前几个大型综合主题乐园在世界范围内都具有较强影响力。2017年，我国有三大主题公园集团（华侨城、华强方特、长隆集团）跻身世界十强，且游客同比增长率大幅领先其他主题公园，尤其是华强方特，增长速度高达 32.88%。表明在我国居民可支配收入的提升和消费升级的趋势下，我国游客对于高品质主题乐园的需求保持增长，未来几年增长势头大概率仍将非常强劲。

表 11： 2017 年世界前十主题乐园企业中有一家中国企业

排名	公司名称	同比变化	2017 年游客量（百万人）	2016 年游客量（百万人）
1	迪士尼集团	6.85%	150.01	140.40
2	默林娱乐集团	7.84%	66.00	61.20
3	环球影城娱乐集团	4.44%	49.46	47.36
4	中国华侨城集团	32.88%	42.88	32.27
5	华强方特	21.67%	38.50	31.64
6	长隆集团	13.41%	31.03	27.36
7	六旗集团	2.26%	30.79	30.11
8	雪松会娱乐公司	2.37%	25.70	25.10
9	海洋世界娱乐集团	-5.45%	20.80	22.00
10	团聚公园集团	-1.08%	20.60	20.83
2017 前十主题				
公园总游客量		8.56%	475.77	438.27

资料来源：AECOM&TEA，中信建投证券研究发展部

2、主题乐园业态趋向多元化

主题乐园的热门需求带动了业态的多元化发展。主题乐园除了能与传统的地产、餐饮和酒店相结合以外，还能与影视传媒、科技设备等行业完美契合。

由于主题乐园本身具有的文化属性和对于热门 IP 的依赖，影视传媒企业也开始布局主题乐园。国外影视传媒巨头如迪士尼、环球、派拉蒙都将热门 IP 转化为主题公园进行文化输出，迪士尼乐园在全球范围内取得成功。

2017 年 7 月，光线传媒为了开拓主题乐园业务，专门成立了一家公司，并已与江苏省扬州市江都区人民政府达成了合作协议，将在扬州建设中国第一个集影视拍摄制作、教育培训、旅游度假、休闲娱乐等多元业态于一体的影视产业综合体，期望打造中国的“迪士尼”。

横店影视城是中国电影产业链上一个在电影影视产业基地、影视旅游、电影主题乐园等业务上均不可忽视的公司。2015 年接待游客 1518 万多人次，实现旅游收入 137 亿元，提供就业岗位 3.6 万个，拉动了横店影视小镇地产、住宿、餐饮、购物、娱乐等产业发展，是“影视 IP+主题公园”发展模式的最佳范例。

图 128： 光线传媒期望打造华语电影主题公园综合体



图 129： 横店拥有近 4000 部影视作品的 IP 开发基础



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

VR 技术能够提升主题公园的沉浸感，是主题公园和科技类企业合作基础。随着旅游业向休闲游趋势转变，游客会产生更高的文化需求，而 VR 能够帮助游客沉浸于主题公园营造的文化氛围中。近两年国内 VR 概念火热，诞生了不少以虚拟现实为卖点的主题公园，包括“V 观世界”和“东方科幻谷”。

图 130： 东方科幻谷是中国目前最大 VR 体验乐园



图 131： V 观世界是国内面积最大的室内 VR 主题公园



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

七、推荐标的

表 12：2019 年重点领域/公司看点

证券简称	2019 年公司看点
免税板块	<ol style="list-style-type: none"> 海南离岛免税政策进一步放宽，免税限额提升至 30000 元，增加免税品类，对岛内居民免税额度及次数无差别对待，预计将提升海南地区免税的客单价和购物人次。 免税龙头中标首都机场和上海机场后，又于今年拿下海免的供货渠道，控股股东受让海免 51% 股权后，免税龙头国内市占率约超 90%，形成绝对垄断。 海南 2020 年前实现离岛免税全覆盖，预计新增港口免税店或提货点，带来营业额增量，免税龙头主要受益。 今年三季度海棠湾营收约+33%，毛利率提升较快。未来北京、上海、海南的市内免税店预期较确定。投资 110 亿在海南秀英区打造免税城。
同程艺龙	<ol style="list-style-type: none"> 同程网络与艺龙的业务互补性很强。同程网络交通预订业务较强势，合并前占营收 91.2%，艺龙在酒店预订领域较强势，合并前占营收 93.8%，两者业务交叉较小，互补性强，在 OTA 高频的“机+酒”领域优势较大。 腾讯提供流量支持。腾讯目前持股同程艺龙 24.92%，为第一大股东，腾讯为同程艺龙带来约八成的流量，同程艺龙小程序连续数月位居微信小程序榜首，受益流量红利明显。 盈利状况良好，在 OTA 行业中较突出。同程和艺龙在合并后扭亏为盈，2017 年毛利润达 35.56 亿元，调整后年度利润为 7.13 亿元，在 OTA 行业中盈利能力突出，为公司带来稳定现金流。 渠道下沉迅速。公司约 85% 的客户来自于非一线城市，O2O 线下布局速度加快，渠道下沉带来更多获客渠道，进一步丰富流量。
宋城演艺	<ol style="list-style-type: none"> 公司轻重资产结合扩张的模式确定性较高。桂林项目今年 7 月开业，表现良好，明年西安千古情、张家界千古情开业确定性较高，上海项目预计大概率 2020 年开业，为进军城市演艺重要尝试。轻资产项目方面，宁乡炭河项目经营持续性较好，明月千古情今年未开业，佛山、新郑项目预计 2020 年开业。此前停业的藏谜项目预计明年重开。 存量项目保持稳定增长，三亚和丽江项目业绩增长较快，杭州大本营未来或开发两日游等产品。 六间房重组事项预计 2019 年完成，密境和风分两次交割，其他方案不变，六间房出表后公司获得投资收益且有利于聚焦主业，降低风险。 团散比有所改变，云南旅游市场整治后，丽江项目散客占比较大，三亚散客比例也很高，未来客单价同样有提升的趋势。
锦江股份	<ol style="list-style-type: none"> 年内扩张速度维持较快水平，加盟比例进一步提升，提高抗风险能力。公司品牌数量丰富，年内收购丽笙酒店后，总规模达世界第二。 中端酒店持续发力。中端酒店占比不断提升，18 年改造约 60 家锦江之星升级成白玉兰，改造 30-40 家 7 天优品，明年预计两品牌改造数均超百家，改造基本在淡季进行，不影响正常营业。未来中端比例提升趋势延续，我国酒店总物业数量巨大，公司仍具备规模扩张的空间。 今年以来 RevPAR 总体保持增长态势，虽出租率收到商务活动及经济预期等影响出现连续下滑，但 10 月最新数据下滑幅度缩小，整体需求端已有改善，未来若需求端逐渐呈回暖态势，则公司有望受益目前的低估值水平和行业上升周期的延续。
首旅酒店	<ol style="list-style-type: none"> 公司为酒店龙头之一，品牌数量较丰富。未来公司主要以中高端酒店为主进行扩张，并且在今年推出全新中高端品牌“柏丽爱尚”，旗下品牌的丰富程度增加。

- 2、酒店改造提升房价水平。公司提出 100 家门店的升级改造计划，不仅使得公司酒店更加契合当下的消费偏好，更使得存量酒店获得优化提升空间。
- 3、激励充分，利益绑定管理团队，有助于经营层面保持稳健。

东方时尚

- 1、整体驾培市场空间较大，目前每年约稳定 2500 万新增学员，带来市场规模约超过 1200 亿元，且目前我国驾驶员渗透率仅约 27%，对比美国 68%，渗透率提升空间巨大。驾照成为刚需。
- 2、公司北京项目占总营收超 85%，17 年市占率 34%，优势巨大，且北京地区驾培市场集中趋势明显，公司优势稳固。公司驾培优势主要体现在优质服务和高通过率，系统化的教练培训体系带来服务壁垒，与所在地车管及公安部门联系紧密。
- 3、未来增量空间在于异地复制项目。目前主要开业的异地项目，昆明因遭遇当地驾校恶性价格战，但公司市占率快速提升，且当地驾校龙头难以支撑长久价格战，昆明项目有望回暖；石家庄项目之前未批的考试场已于今年 6 月解决，且政府将回购，迎来业绩拐点；荆州项目开业半年即盈利，市占率高，异地扩张逻辑通顺。2019 年公司武汉、淄博、重庆等项目有望开业，未来或采取轻资产扩张路径。
- 4、大股东掌控力较强，回购计划等增强公司发展信心，未来有望重塑驾培行业规范，与各地政府展开密切合作。

中青旅

- 1、古北水镇股权问题重新推进，公司有望理顺股权问题。目前京能集团重新再北交所挂牌古北水镇 10% 股权，公司组联合体参与受让，未来有望理顺古北水镇股权问题，聚焦景区主业。
- 2、年内乌镇和古北水镇下调门票价格影响较小。乌镇因 17 年上调过门票价格，本次下调幅度小于提价服务，古北水镇参考 17 年客流，门票调价影响也不到 2%。
- 3、乌镇及古北水镇客单价尚存提升空间。今年古北水镇受益地产项目结算，预计全年对古北水镇利润贡献超 1 亿。古北水镇在北方具稀缺性，17 年客流约 275 万人（+12.89%），对比乌镇，其客流仍未饱和。客单价：2017 古北客单价提升约 20%，主要系会议及活动比例比以前提高，酒店入住率仍在提高，景区整体停留时间在上升，未来将实行“三三制”，门票、酒店、景区收入 1:1:1；乌镇今年通过拟建互联网小镇二期，将大幅提升整体会展接待能力和配套，未来客单价有望进一步受益。
- 4、古北水镇受益 19 年京沈高铁密云站的开设，将大幅改善古北水镇目前交通不便的问题，带来客流提升。
- 5、濮院项目大概率 19 年开业
- 6、长期看好光大集团对公司的资金支持。

海昌海洋公园

- 1、国内本土规模最大的海洋主题公园。今年公司新一轮重资产项目迎来落地。11 月，投资 50 亿元的上海海昌海洋公园正式营业，未来还有三亚、郑州两大项目正在积极准备中，预计对公司业绩将带来积极影响。
- 2、行业壁垒较高，不仅需要重资本投入，还需要良好的海洋公园运营能力及海洋动物繁育能力。目前，公司已经有 9 个在运营的主题公园，海洋生物保有量达到 6.6 万以上，繁育出超过 600 只的大型海洋极地动物以及鲨鱼。无论运营能力还是繁育技术均为国内领先水平。
- 3、公司项目选址临近重点的一线或省会城市，覆盖全国 8 个省市。当地庞大的人口及较高的消费水平利好公司项目的发展。同时，当地少有同类竞争者，主打差异化竞争。
- 4、估值水平相对较低，未来的业绩在新项目落地预期下确定性高。

海底捞

- 1、赛道好，火锅为中式餐饮占比第一品类。火锅市场分散，海底捞市占率第一。面对竞争对手渠道下沉和扩张战略，公司具备扩张加速能力，本身人才储备也具备扩张释放能力，下沉扩张空间较大。
- 2、供应链管理能力强，通过关联方蜀海集团、颐海国际等采购食材及调味品占比超 85%，便于供应链管理、上下游存货战略的匹配，且便于控制食材安全及质量。

- 3、管理和激励模式高效，采取抱团小组模式和“师徒制”。抱团小组使管理扁平化，便于对较难控制的服务水平进行标准化管控；师徒制薪酬与所带徒弟餐厅效益绑定，每年评比 A 类餐厅的徒弟可开新店，保证员工积极性，晋升通道通畅，员工流失率 10%以下，远低于火锅平均 38%。
- 4、供应链管理能力和门店管理、员工激励制度带来公司在餐饮行业独树一帜的服务能力、极高的翻台率和单店运营效率，为其快速扩张提供基础。

- 广州酒家
- 1、食品业务举足轻重，带来快速扩张可能。公司目前食品业务占营收比重约超 70%，其中月饼业务约占食品业务营收的一半以上，毛利率较高。公司前三季度业绩增量优秀主要系速冻食品和 Q3 的月饼业务增速较快，未来仍具备增长空间。
 - 2、公司餐饮业务保持稳定增长，巩固老牌餐饮企业地位，将粤式餐饮的风味结合到食品当中，实现“食品+餐饮”双轮驱动。
 - 3、年内投资建设梅州、湘潭两块生产基地，预计 2020 年左右食品生产线产能将迎来明显提升，为公司食品销售扩大规模提供基础，增量空间具备。

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 13：重点 A 股公司盈利预测

公司代码	重点公司	EPS18	EPS19	EPS20	股价	PE18	PE19	PE20
600258.SH	首旅酒店	1.08	1.37	1.53	16.76	15.52	12.23	10.95
600754.SH	锦江股份	1.14	1.42	1.74	23.09	20.25	16.26	13.27
002707.SZ	众信旅游	0.28	0.34	0.44	6.69	23.89	19.68	15.20
603377.SH	东方时尚	0.47	0.57	0.72	13.80	29.36	24.21	19.17
300144.SZ	宋城演艺	0.94	1.18	1.36	21.99	23.39	18.64	16.17
600138.SH	中青旅	0.92	1.09	1.25	14.16	15.39	12.99	11.33
603043.SH	广州酒家	1.17	1.37	1.63	24.50	20.94	17.88	15.03

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

贺燕青：中信建投研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

报告贡献人

李铁生 18511588701 litieshengzgs@csc.com.cn

陈语匆 18688866096 chenyucong@csc.com.cn

陈如练 15001873769 chenrulian@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859