



Research and
Development Center

旅游 3.0 时代——遇见更好的自己

旅游行业 2019 年度投资策略

2018 年 12 月 10 日

陶伊雪 行业分析师

范峻巍 研究助理

旅游 3.0 时代——遇见更好的自己

2019 年度投资策略报告

2018 年 12 月 10 日

本期内容提要：

- ◆ **旅游行业整体稳步增长：**2018 年我国旅游市场整体继续保持良好的增长态势。出游率的提高带动民航、铁路客运量分别以每年 10%、9% 左右的速度稳步增长。18 年上半年我国出境游总人数接近 0.8 亿人次，同比增长 16%，恢复高速增长。
 - ◆ **酒店行业上行周期，公司调价策略影响数据表现：**近年来我国酒店行业需求端的增长高于供给端的增长，行业不断向供不应求的状态靠近，带动 RevPAR 不断向好，并在 2017 年开始实现正增长。国内以锦江国际、首旅如家为代表大型酒店集团进入繁荣期后于 2018 年开始普遍施行提价策略，导致入住率停止增长乃至出现小幅回撤，RevPAR 仍然保持正增长。
 - ◆ **新中产的旅游 3.0 时代到来：**随着我国居民可支配收入的上升及人口结构的变化，我国游客从跟团游向自由行再向“体验式”旅行转变。从“出去看看”到旅游中“与别人不同”再到在旅行体验中“追求更好的自己”，这种从“旅游 1.0”向“旅游 2.0”再向“旅游 3.0”转变的过程，是旅游爱好者自我塑造意识和与之相应的延迟满足能力进一步增强的体现，也是新中产精神消费升级的体现。
 - ◆ **行业评级和建议关注：**2019 年旅游行业将持续稳步发展，受汇率等影响，我国出境游增速或有所下滑；酒店板块虽受益于行业上行周期表现，但企业主对经济波动的担心仍将显著影响境内酒店行业表现；免税行业继续在消费升级背景和政策红利下快速发展，建议关注；同时注重景区内精神消费、口碑建设的人造景区值得关注。在旅游常态化和物质、精神消费升级的推动下，旅游行业开始进入 3.0 时代，各旅游企业开始调整发展布局，深挖客户需求，提高产品质量。鉴于新背景下旅游行业各参与方处在探求新平衡阶段，加之外部环境因素可能影响整个行业正常发展，因此给予“中性”评级。
- 建议关注：中国国旅（601888.SH）、首旅酒店（600258.SH）、锦江股份（600754.SH）、中青旅（600138.SH）。
- ◆ **风险因素：**宏观经济下行、汇率波动剧烈；政治外交紧张、恶性事件频发；气象灾害不断，极端天气频发。

证券研究报告

行业研究——投资策略

旅游行业



上次评级：中性，2018.6.25

申万休闲服务相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

陶伊雪分析师

执业编号：S1500517070002

联系电话：+86 10 83326790

邮箱：taoyixue@cindasc.com

范峻巍 研究助理

联系电话：+86 10 83326876

邮箱：fanjunwei@cindasc.com

相关研究

《旅游行业 2018 中期策略：酒店进入上行周期，关注免税及人造景区》
2018 年 6 月 25 日

《旅游行业 2018 年度策略：酒店迎来上行周期，关注免税及出境游》
2017 年 12 月 12 日

《酒店周期探索：酒店行业何时迎来繁荣期》2017 年 8 月 29 日

《旅游行业 2017 中期策略：旅游行业投资内容与价值回归》2017 年 6 月 29 日

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

目录

基本观点	3
新中产的旅游 3.0 时代	5
新中产的精神消费升级	6
新中产精神消费升级体现	7
旅游 3.0 时代的发展趋势及潜在赢家	9
旅游行业整体稳步增长，2019 年出境游增速或下降	11
出境游恢复高增长或只是昙花一现	13
国内基础设施建设推动自由行和在线旅游发展	17
在线旅游发展是旅游 3.0 时代到来的体现	18
美团点评、同程艺龙相继成功登陆港交所	19
酒店行业上行周期，公司调价策略影响数据表现	20
我国酒店行业供求仍趋于紧张	20
我国酒店行业仍处于上行周期	21
酒店上行周期成本费用率下降带动利润率增长	24
全球酒店行业仍然处于上行周期	25
锦江国际收购丽笙酒店，机遇与挑战并存	26
建议关注：锦江股份（600754.SH）、首旅酒店（600258.SH）	26
消费升级+政策支持助力免税高速发展	27
电子商务法实施与“代购时代”的终结	30
成功控股日上后，国旅或将控股海免	31
继续看好免税行业高增长，中免或进入“越大越强”良性循环	33
建议关注：中国国旅（601888.SH）	33
人造景区发展迅速，传统景区平稳发展	34
主题乐园为代表的人造景区竞争将加剧	34
景区门票价格管制，新型综合性景区更具吸引力	35
旅游 3.0 引领文旅特色小镇进入高速发展期	38
建议关注：中青旅（600138.SH）	40
行业评级	41
公司推荐	42
中国国旅（601888.SH）	42
锦江股份（600754.SH）	42
首旅酒店（600258.SH）	43
2018 年市场回顾	44
风险因素	45

图表目录

图表 1: 旅游 1.0 向 3.0 的发展转变	5
图表 2: 1977 年至 2017 年中国 GDP 及高校录取人数	6
图表 3: 2017 年中国新中产消费支出分类占比	7
图表 4: 各收入群体出游频率	7
图表 5: 2018 年中国新中产旅游的目的	8
图表 6: 2017 年高端旅游用户出行人数分布	9
图表 7: 2017 年高端旅游用户外出旅游天数分布	9
图表 8: 近 12 月中国出境游客群细分及境外消费占比	9
图表 9: 携程当地向导产品预订人次比例及增速	9
图表 10: 2017 年高端旅游用户与普通网民旅游主题对比，%	10
图表 11: 全国旅游收入（亿元）及 YOY	11
图表 12: 全国旅游人次（亿人次）及 YOY	11
图表 13: 城镇农村旅游收入（亿元）及 YOY	11
图表 14: 城镇农村旅游人次（亿人次）及 YOY	11
图表 15: 我国民航客运量（万人）	12
图表 16: 我国民航客运量增长（%）	12
图表 17: 我国铁路客运量（万人）	12
图表 18: 我国铁路客运量增长（%）	12
图表 19: 2018H1 我国出境游增长情况	13
图表 20: 中国赴韩游客量及增速（千人）	13
图表 21: 中国赴德游客量及增速（千人）	14
图表 22: 中国赴法游客量及增速（千人）	14
图表 23: 15~17 年出境游增速 YOY 与人民币对美元折算率 YOY	14
图表 24: 16~18 年出境游增速 YOY 与人民币对美元折算率 YOY	14
图表 25: 我国出境游人次，百万与人均单次消费，千元	15
图表 26: 我国出境游消费总额，十亿人民币与 YOY	15
图表 27: 不同目的地旅行时长分布	16
图表 28: 不同年龄消费者旅行偏好	16
图表 29: 高铁运营里程，万公里与 YOY	17
图表 30: 国内民航机场数量、通航城市及国内航线数	17
图表 31: 我国在线度假旅游收入（亿元）与 YOY	17
图表 32: 我国旅游产业收入（亿元）与 YOY	17
图表 33: 2017 在线旅游年龄分布	18
图表 34: 2017 在线旅游消费能力分布	18
图表 35: 2017 在线旅游类型分布	18
图表 36: 2017 在线旅游类型收入	18
图表 37: 2012 年 1 月-2018 年 9 月中国内地酒店业市场供需和 RevPAR 同比变化率	20
图表 38: 2012 年 1 月-2018 年 9 月中国内地酒店 OCC、ADR、RevPAR 同比变化率，%	21
图表 39: 2013 年 1 月-2018 年 9 月中国内地有限服务型酒店、全服务型酒店 OCC、ADR、RevPAR	21

同比变化率, %及 RevPAR, 元.....	22
图表 40: 2013 年 1 月-2018 年 9 月中国一、二、三线城市酒店 OCC、ADR、RevPAR 同比变化率, %及 RevPAR, 元.....	23
图表 41: 经季调的锦江境内经济型酒店 RevPAR 及信达预期.....	24
图表 42: 经季调的锦江境内中端酒店 RevPAR 及信达预期.....	24
图表 43: 锦江股份、首旅酒店逐季销售管理费用率.....	25
图表 44: 全球与中国酒店客房入住率 (%).....	25
图表 45: 全球与中国酒店客房 ADR (美元/间).....	25
图表 46: 全球与中国酒店客房平均 RevPAR (美元/间).....	26
图表 47: 中国酒店客房平均 RevPAR 及变化 (人民币/间夜).....	26
图表 48: 2008~2020 全球奢侈品销售额与免税品销售额 (亿美元).....	27
图表 49: 2008~2020 中国奢侈品销售额与免税品销售额 (亿元).....	27
图表 50: 2008~2020 中国奢侈品消费额, 亿人民币.....	28
图表 51: 近年我国免税政策改革一览.....	28
图表 52: 2016~2020 免税收入年增长与消费回流贡献比例预测.....	29
图表 53: 离岛免税销售额 (亿元).....	29
图表 54: 离岛免税消费人数 (万人) 与 YOY (季调).....	29
图表 55: 韩国免税销售额.....	30
图表 56: 韩国免税消费人数.....	30
图表 57: 近年上海机场合计 (浦东、虹桥) 与北京首都机场旅客吞吐量 (万人) 及 YOY ..	32
图表 58: 近年来在华建设各类主题乐园统计.....	34
图表 59: 部分上市景区游客接待量, 万人.....	36
图表 60: 部分上市景区营收, 万元.....	36
图表 61: 我国部分省份降价景区整理.....	37
图表 62: 2016 年以来特色小镇相关国家政策整理.....	38
图表 63: 2016 年以来部分地区关于特色小镇相关政策整理.....	39
图表 64: 文旅特色小镇发展历程.....	39
图表 65: 住建部第一批、第二批国家级特色小镇类别分布.....	40
图表 66: 2017 品牌影响力 TOP50 中国文旅特色小镇运营商类别分布.....	40
图表 67: 沪深 300 与申万休闲服务板块及其各子版块走势.....	44
图表 68: 申万 28 行业涨跌幅.....	44
图表 69: 休闲服务板块个股涨跌幅情况.....	45

基本观点

新中产的旅游 3.0 时代

随着我国居民可支配收入的上升及人口结构的变化，我国游客从跟团游向自由行再向“体验式”旅行转变。从“出去看看”到旅游中“与别人不同”再到在旅行体验中“追求更好的自己”，这种从“旅游 1.0”向“旅游 2.0”再向“旅游 3.0”转变的过程，是旅游爱好者自我塑造意识和与之相应的延迟满足能力进一步增强的体现，也是新中产消费升级的体现。

新中产类高端出游人群偏爱能体会当地生活、在体验过程中能“遇见更好自己的”精致小团，愿意为内容和品质付费，因此为他们提供的服务或产品能获取更高的毛利。能够提供更高品质、更好体验及服务的平台公司如众信旅游、凯撒旅游、携程及赞那度等新晋高端旅游平台，或将在旅游 3.0 时代受益。

从旅游体验来看，这类人群注重当地体验，即旅游 3.0 中“体验当地人生活”的表现。能为游客提供当地化服务的平台或产品将从中受益，如 Airbnb、TripAdvisor、美团点评、各类精品酒店、租车平台等。其中美团点评是具本地化优势的平台，其成熟的餐饮点评推荐板块和正在成长的“玩乐、旅游”板块，让美团点评在未来对新中产的营销和服务中占据了很大优势。

旅游行业整体稳步增长，2019 年出境游增速或下降

2018 年我国旅游市场整体继续保持良好的增长态势。出游率的提高带动民航、铁路客运量分别以每年 10%、9%左右的速度稳步增长。18 年上半年我国出境游总人数接近 0.8 亿人次，同比增长 16%，恢复高速增长。人民币汇率变化速度与出境游人数变化速度存在一定相关性，2018 年下半年人民币兑美元汇率出现了较大幅度的贬值，如果人民币兑美元汇率稳定在目前水平，则 2019 年全年出境游增速将从 2018 年上半年的 16% 下滑至 6% 左右。出境游的长期增长机会则来自于我国消费者收入的不断提高和消费观念的不断成熟，即我们在前文中所述的新中产消费驱动的旅游 3.0。

酒店行业上行周期，公司调价策略影响数据表现

近年来我国酒店行业需求端的增长高于供给端的增长，行业不断向供不应求的状态靠近，带动 RevPAR 不断向好，并在 2017 年开始实现正增长。在 2018 年三季度，我国酒店的需求增速下降至与供给增速接近的水平，需求增速下降导致 2018 年 4 月之后 RevPAR 增速的持续下降，反映部分企业主对贸易战等经济不确定性的担忧。

国内以锦江国际、首旅如家为代表大型酒店集团进入繁荣期后于 2018 年开始普遍施行提价策略，导致入住率停止增长乃至出现小幅回撤，RevPAR 仍然保持正增长。从 STR 的数据来看，在有限服务型酒店大量存在的二三线城市，入住率仍然呈现较高的同比增长，这与锦江、首旅两家上市公司的数据产生背离。我们判断这种背离的原因是公司调价政策的作用，而不是行业性的需求不足。在行业持续向好的背景下，锦江股份、首旅酒店的成本费用率仍将下降，利润持续提升。

消费升级+政策支持助力免税高速发展

在消费升级和国家政策引导消费回流的趋势下，我们预测我国免税销售额将保持每年 18%左右的高速增长。随着我国电子商务法的实施，免税店的竞争对手——个人代购的时代或将终结，而中产阶级对物质追求的这种需求会部分转移到我国的机场免税店、离岛免税店等具有牌照的免税销售渠道。

中免成功控股日上后，中国国旅或将控股海免，巩固中免国内免税龙头地位。经营规模的扩大带来的是更低的进货成本和更高的毛利率并进入“越大越强”的良性循环。另外，中免目前已具备京沪等地外国人离境市内免税店资质（独家），未来仍有巨大发展空间。在免税行业持续向好的大趋势下和国家政策的支持下，中免作为我国免税业龙头有望乘势而起，充分享受行业上升与规模扩大带来的双重利好。

人造景区发展迅速，传统景区平稳发展

近年来人造景区表现突出，上海迪士尼在中国市场取得的成功吸引了大量国外主题乐园入驻中国抢占市场，同时中国本土的主题乐园也开始蓬勃发展，未来两年将有激烈竞争。与旅游行业其他子行业相比，传统景区受经济波动影响小，近年来客流量发展平稳，国家对景区门票价格加强管制，景区发展应当注重增加园内消费和提高复购率，部分特色小镇投资和运营企业注重景区内精神消费的培育和口碑传播，有利于园内消费的增加和复购率的提高。作为城乡产业融合的重要措施，国家和地方频繁出台政策，文旅特色小镇的发展在政策支持下或将进入高速发展期。投资景区是旅游行业投资的重要主线，投资时应当重视景区蕴含的 IP 和内容，注重满足旅游 3.0 时代新中产的精神需求。

行业评级和建议关注

2019 年旅游行业将持续稳步发展，受汇率等影响，我国出境游增速或有所下滑；酒店板块虽受益于行业上行周期表现，但企业对经济波动的担心仍将显著影响境内酒店行业表现；免税行业继续在消费升级背景和政策红利下快速发展，建议关注；同时注重景区内精神消费、口碑建设的人造景区值得关注。在旅游常态化和物质、精神消费升级的推动下，旅游行业开始进入 3.0 时代，各旅游企业开始调整发展布局，深挖客户需求，提高产品质量。鉴于新背景下旅游行业各参与方处在探求新平衡阶段，加之外部环境因素可能影响整个行业正常发展，因此维持“中性”评级。

建议关注：中国国旅（601888.SH）、首旅酒店（600258.SH）、锦江股份（600754.SH）、中青旅（600138.SH）。

风险因素

宏观经济下行；汇率波动剧烈。政治外交紧张；恶性事件频发。气象灾害不断，极端天气频发。

新中产的旅游 3.0 时代

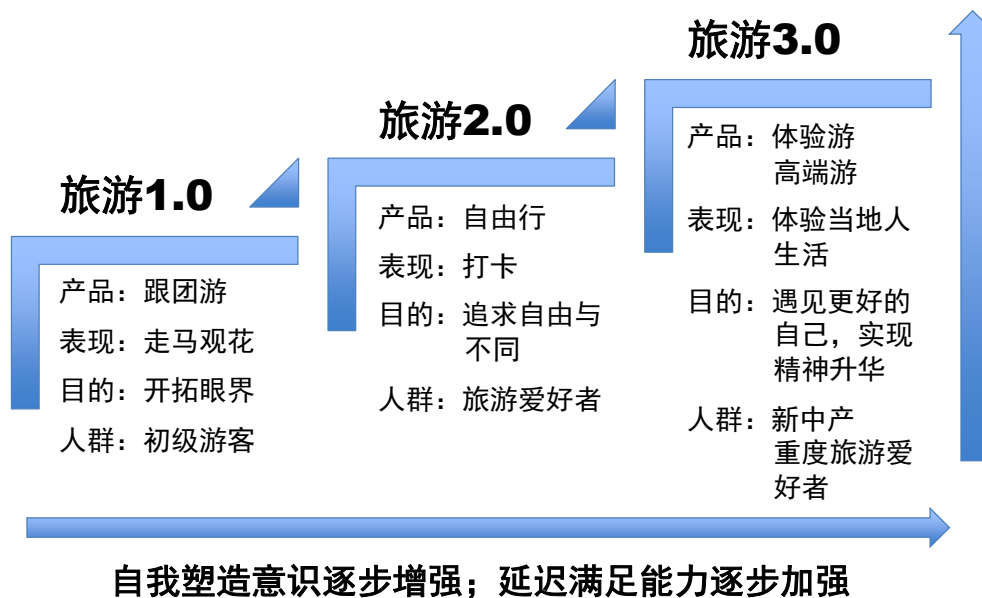
我国旅游业近三十年经历了飞速发展的变化，从 20 世纪 70、80 年代国内游兴起到 90 年代出境游成型，从初级的跟团游到旅游达人选择的自由行，从“打卡式”游览到体验式度假，我国旅游业在经历不断发展与升级。

在旅游产品最重要的消费者——即旅游爱好者看来，跟团游到自由行这一形式上的变化是最重要的变化，我们称这种变化为“旅游 1.0”到“旅游 2.0”，这种变化意味着旅游爱好者从追求“到此一游”到按照自我意愿安排行程以突显“自我不同”，显示出这部分旅游爱好者对自我塑造的追求。然而大多自由行在内容上仍然在追求“打卡”，这与旅游 1.0 的本质并无不同。

随着我国居民可支配收入的上升及人口结构的变化，越来越多的旅游爱好者从“打卡式”旅游向“体验式”旅行转变，从旅游中“与别人不同”到在旅行体验中“追求更好的自己”，我们称这种变化为“旅游 2.0”向“旅游 3.0”转变。这种转变是旅游爱好者自我塑造意识和与之相应的延迟满足能力进一步增强的体现。

旅游 1.0 到 2.0 再到 3.0 的转变，是旅游爱好者自我塑造意识不断增强、延迟满足能力不断加强的体现，是旅游爱好者精神消费追求驱动的产品迭代。

图表 1： 旅游 1.0 向 3.0 的发展转变

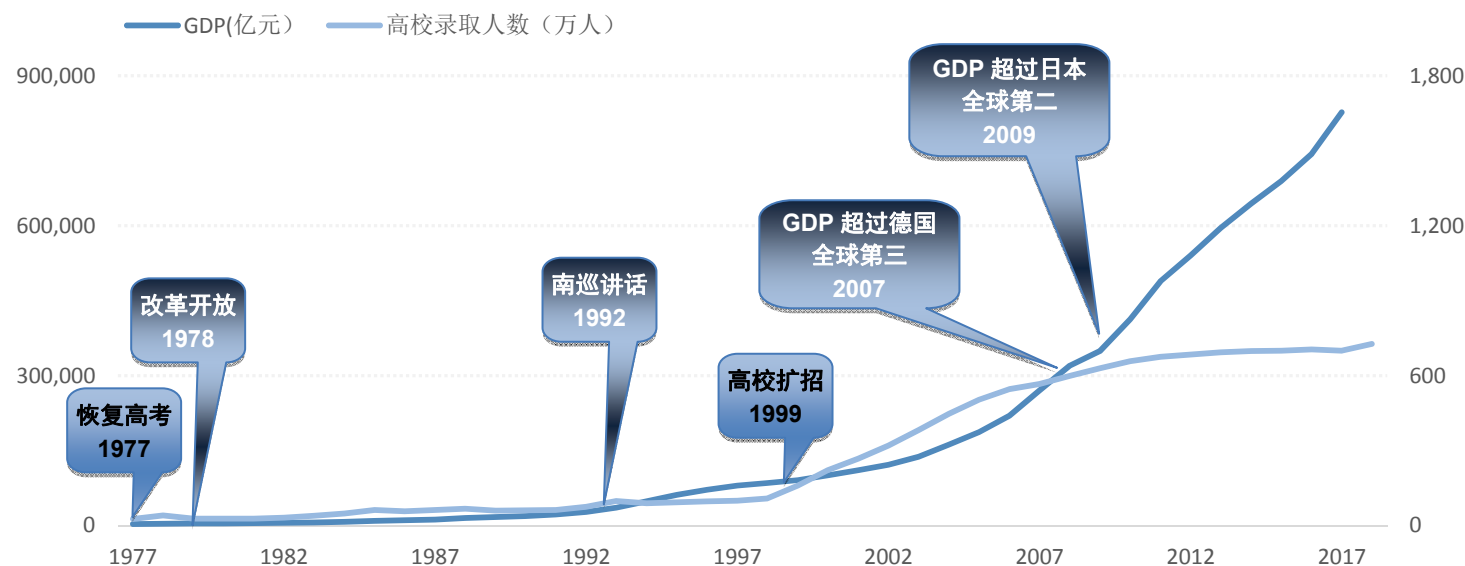


资料来源：信达证券研发中心

新中产的精神消费升级

中国旅游业发展到今日，与我国经济高速发展与 80、90 后的教育背景密切相关。80、90 后的成长伴随着国家经济的快速发展，同时享受高校扩招政策带来的益处。80、90 后，以及逐渐成长起来的千禧一代，成长于经济快速发展时期，且整体文化水平较高，因此在消费理念、消费习惯上与上一代人有明显升级。在现消费主力的 80、90 后中，产生了一批“新中产阶级”，他们的消费理念、出游理念不仅异于上一代人，更在各自群体中有所升级，他们经历了物质消费的升级，开始追求“精神消费升级”。

图表 2: 1977 年至 2017 年中国 GDP 及高校录取人数



资料来源: IMF、联合国、信达证券研发中心整理

什么是“新中产”

“新中产”为一线、二线城市中收入、资产较高的群体。其中一线城市个人平均年收入在 15 万元以上，或家庭平均年收入 30 万元以上，且所在城市有自住房和自驾车；二线城市个人平均年收入在 12 万元以上，或家庭平均年收入 25 万元以上，且所在城市有自住房和自驾车。

什么是“精神消费升级”

在 80、90 后成为消费主力后引发了消费升级趋势，即物质层面的消费升级。他们注重商品品牌、对商品品质有较高要求，在国内奢侈品品牌空缺、奢侈品价格过高的情况下带动了海外代购的繁荣。如今，新中产的消费趋于理性，在高品质消费的基础上，更注重商品背后的故事、内涵及消费过程的体验，关注消费带来的未来影响，注重通过消费行为对自身产生的影响，希望通过消费达到自我精神的追求和满足。

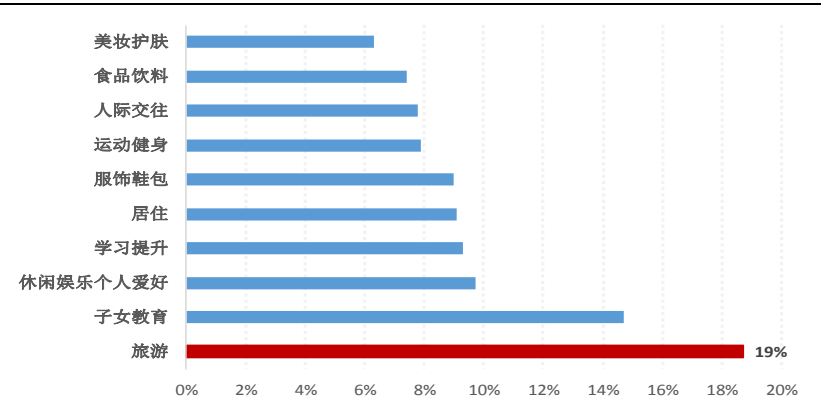
在 80、90 后人群中颇为流行“自我塑造意识”及“延迟满足能力（指为了追求更大的目标获得更大的享受，可以延缓眼前的利益满足的能力）”，他们的精神消费升级与自我塑造意识息息相关，这种对自我塑造的意识是新中产精神消费升级的驱动力。

新中产精神消费升级体现

旅行是新中产最重要的精神消费

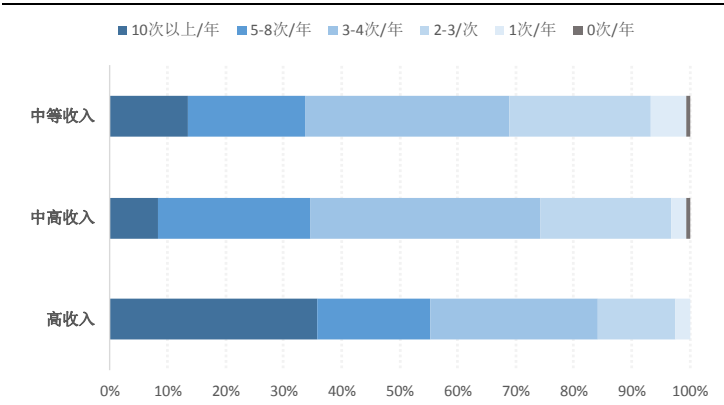
据艾瑞咨询数据，2017 年中国新中产的主要消费支出中，旅游、子女教育、休闲娱乐/个人爱好成为主要消费内容，其中接近 19% 的新中产表示旅游是最主要的消费支出，且近两年中，新中产在旅游消费的支出仍在不断提高，由此可见，旅游是新中产最重要的精神消费，且旅游消费支出仍在上涨。

图表 3：2017 年中国新中产消费支出分类占比



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图表 4：各收入群体出游频率



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

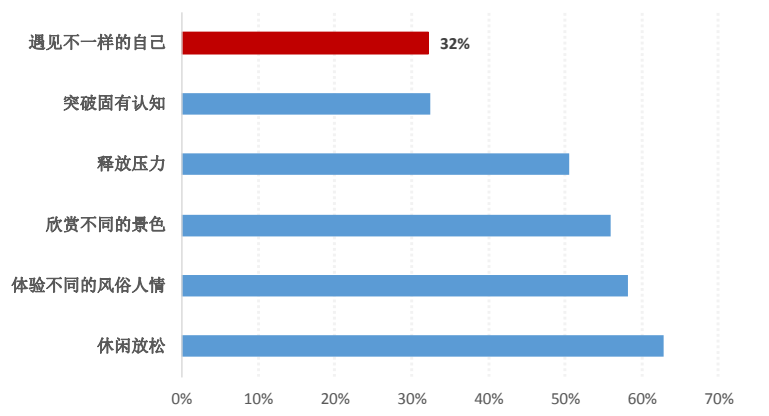
收入越高的人群出游频次越高。作为个人年收入 30 万元以上或家庭年收入 50 万元以上的高收入群体，其每年出游 10 次以上比例高达 35.9%，远高于中高收入或中等收入群体。高收入群体每年出游 0 次的占比为 0，也就是说，旅游已成为高收入群

体每年的必须消费。

通过旅行“遇见不一样的自己”

新中产信仰的是“有趣的灵魂万里挑一”。对于新中产来说，旅行已不仅仅是为了放松休闲、欣赏不同的景色。根据艾瑞咨询调查，个人年收入 30 万元以上或家庭年收入 50 万元以上的高收入人群对于旅行的期待更包括“遇见不一样的自己”（比总体人群选择该项的比例高出约 5 个百分点），期待通过旅行塑造自己“有趣的灵魂”。这种期待是精神消费升级的体现，也是旅游 3.0 时代中旅游爱好者对于旅行的表达。它体现了旅游爱好者自我塑造意识的加强，旅行开始成为这部分人群自我塑造的途径。

图表 5：2018 年中国新中产旅游的目的

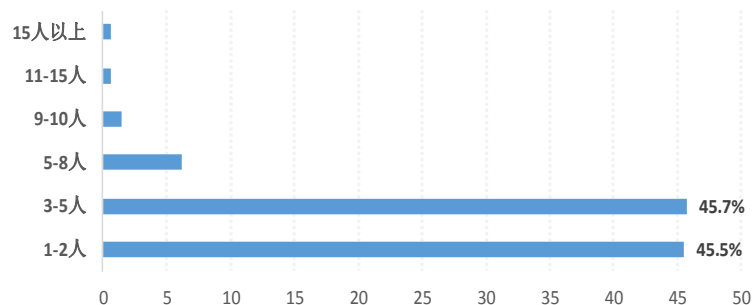


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

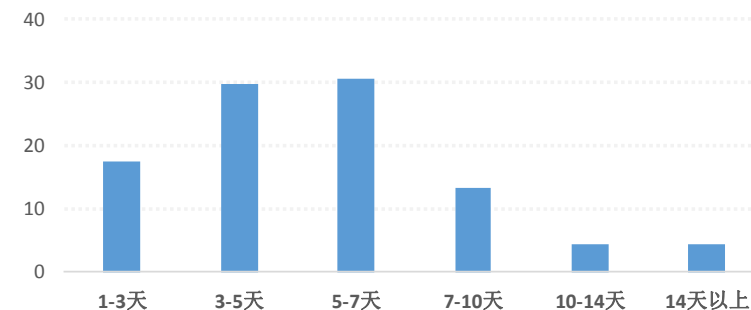
高端与小众是新中产对旅游产品选择的基本要素

固然新中产收入更高、消费能力更强，但并不意味他们只是追求旅行中更高的消费，而是对内容和品质有更高的要求。

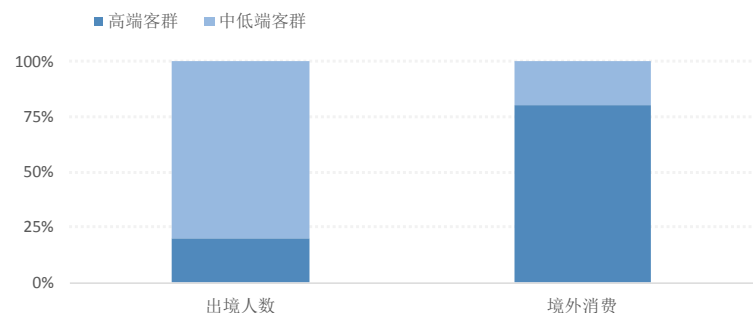
新中产这类高端出游人群大多为小团出游，选择 5 人以下小团出游比例高达 90% 以上。相比于普通游客，新中产愿意花更多时间在旅行中，其中旅游天数 10~14 天的 TGI 比例高达 247（即新中产选择旅游天数 10~14 天的比例比普通旅游者高 1 倍以上）。精致小团、更长旅行时间意味着更多机会品尝当地美食、体验当地生活。可以看到，近两年我国游客通过旅游平台预订当地向导的人次及增速快速上涨，游客对当地人真实生活的好奇及体验欲望快速上升，这种想体验当地人生活的表现就是旅游 3.0 的体现。当旅行不再需要到此一游及走马观花式的节奏，当旅游开始向旅行、度假转变，在旅行中随之带来的思考和反省也就是精神的升华及精神消费的升级。

图表 6：2017 年高端旅游用户出行人数分布


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

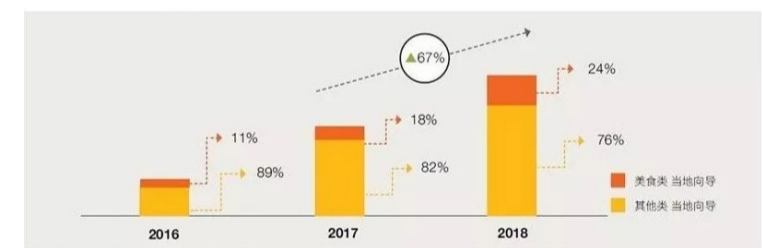
图表 7：2017 年高端旅游用户外出旅游天数分布


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图表 8：近 12 月中国出境游客群细分及境外消费占比


资料来源：万事达卡匿名汇总，CHAT 咨询，信达证券研发中心

注：时间为 2017 年 8 月至 2018 年 7 月；高端人群指 16 年人均消费前 20% 群体

图表 9：携程当地向导产品预订人次比例及增速


资料来源：携程旅游

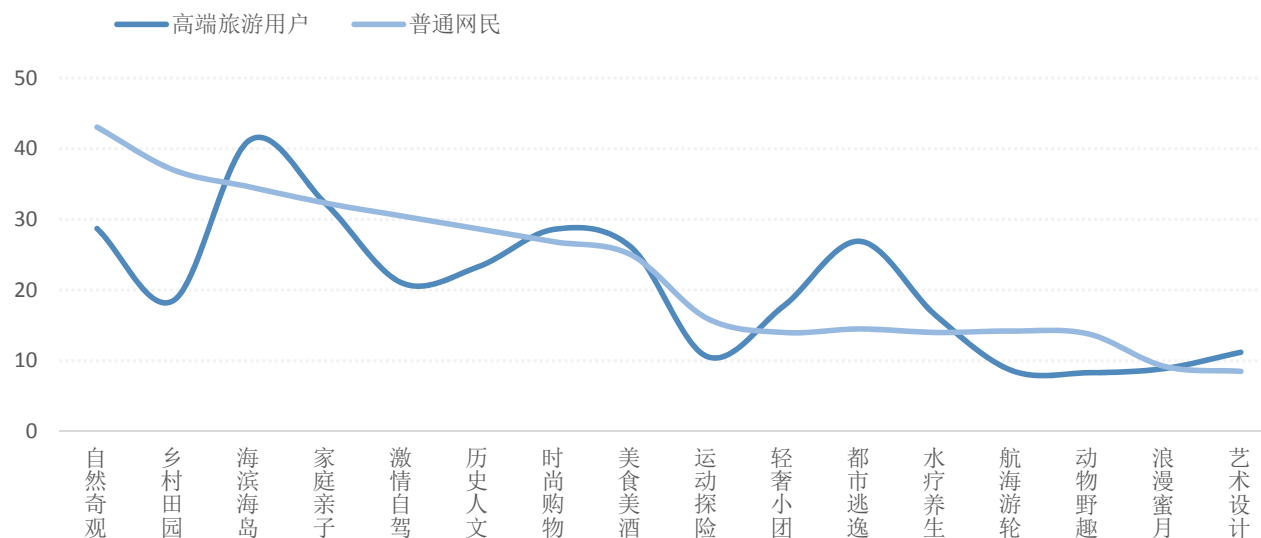
注：时间为 2016 ~ 2018 年前 9 月

旅游 3.0 时代的发展趋势及潜在赢家

从旅游产品来看，新中产类高端出游人群偏爱精致小团，愿意为内容和品质付费，因此为他们提供的服务或产品能获得更高的毛利。从艾瑞咨询数据来看，2017 年整个在线旅游行业交易规模达到 7437 亿元，高端在线旅游行业交易规模仅为 60 亿元左右，占比不到 1%，发展潜力巨大。能够提供更高毛利、更好体验及服务的平台公司包括众信旅游、凯撒旅游、携程及赞那度等新晋高端旅游平台等。

根据艾瑞咨询的调查，高端旅游用户比普通网民更多的选择都市逃逸、艺术设计、轻奢小团、海滨海岛、水疗养生、时尚购物、美食美酒等主题，其中较多关注的都市逃逸等几个主题，属于普通网民相当忽视的出游方向，而普通网民热衷的自然奇观、乡村田园主题，高端旅游用户则明显热情不足。这充分反映出高端旅游用户的兴趣更分散、更时尚、更小众。

图表 10: 2017 年高端旅游用户与普通网民旅游主题对比, %



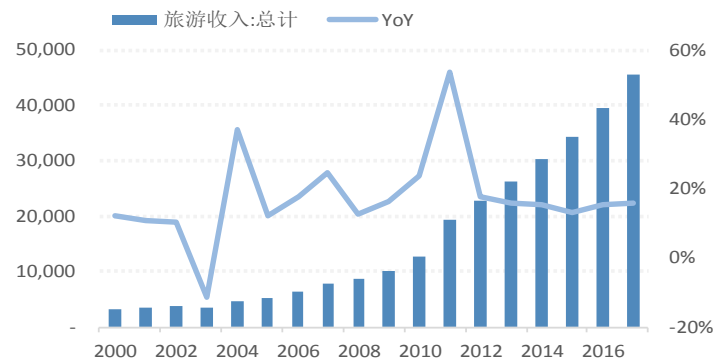
资料来源：艾瑞咨询、信达证券研发中心。

从旅游体验来看，这类人群注重当地体验，即旅游 3.0 中“体验当地人生活”的表现。能为游客提供当地化服务的平台或产品将从中受益，如 Airbnb、TripAdvisor、美团点评、各类精品酒店、租车平台等。其中美团点评是具本地化优势的平台，其成熟的餐饮点评推荐板块和正在成长的“玩乐、旅游”板块，让美团点评在未来对新中产的营销和服务中占据了很大优势。

旅游行业整体稳步增长，2019 年出境游增速或下降

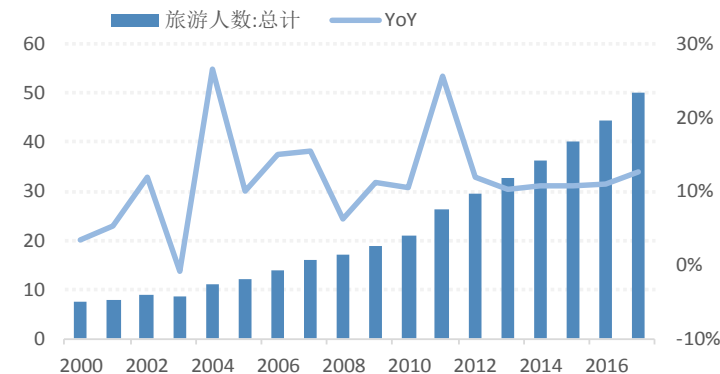
2018 年我国旅游市场整体继续保持良好的增长态势。全国旅游收入自 2012 年以来一直保持着 15%左右的高增长水平；全国旅游人次与全国旅游收入的变化趋势基本一致，近四年来增速稳定在 10%左右。

图表 11: 全国旅游收入 (亿元) 及 YOY



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

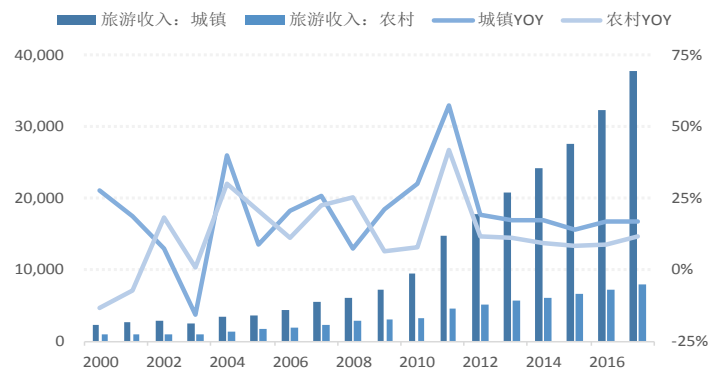
图表 12: 全国旅游人次 (亿人次) 及 YOY



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

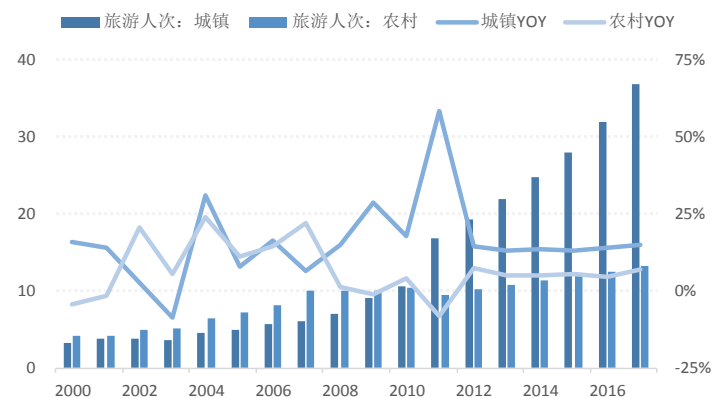
城镇与农村相比，城镇居民创造的旅游收入与旅游人次都要高于农村居民，且仍在以更快地速度增长。

图表 13: 城镇农村旅游收入 (亿元) 及 YOY



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

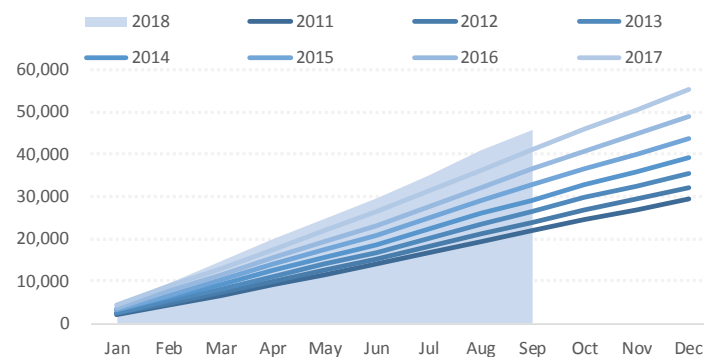
图表 14: 城镇农村旅游人次 (亿人次) 及 YOY



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

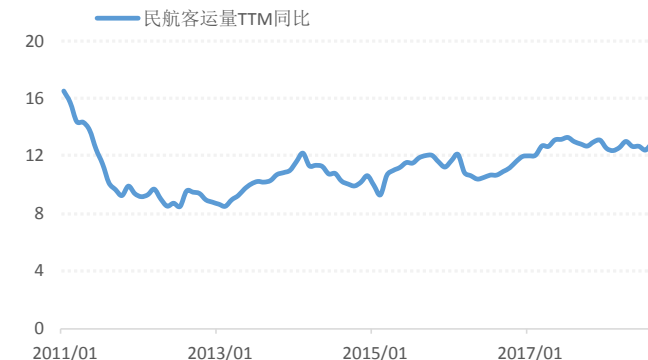
出游率提高带动客运量增长，包括航空业与铁路运输业。我国民航客运量近年来以每年 10% 左右的速度稳步增长，且该增速仍有上涨的趋势。截止 2018 年 9 月，我国民航客运量为 4.6 亿人次，已达到 2017 年全年客运量的 82.9%。

图表 15: 我国民航客运量 (万人)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

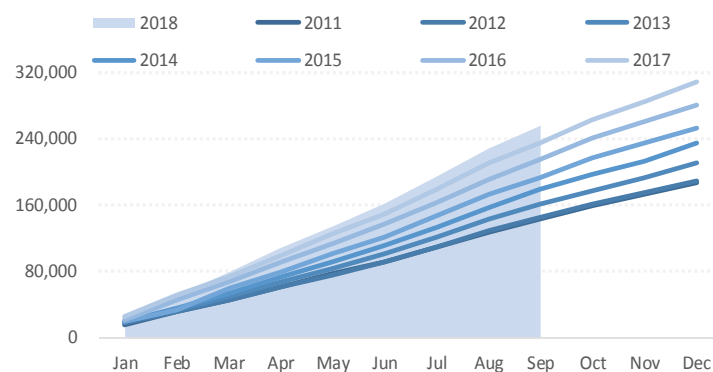
图表 16: 我国民航客运量增长 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

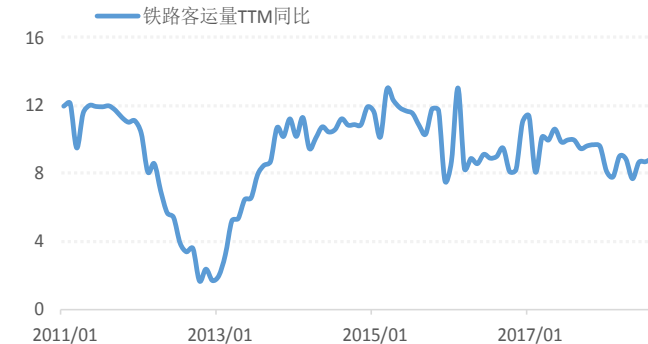
我国铁路客运量近年来以每年 9% 左右的速度稳步增长，增速略低于航空客运量。截止 2018 年 10 月，我国铁路客运量为 28.7 亿人次，已达到 2017 年全年客运量的 93.1%。

图表 17: 我国铁路客运量 (万人)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 18: 我国铁路客运量增长 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

出境游恢复高增长或只是昙花一现

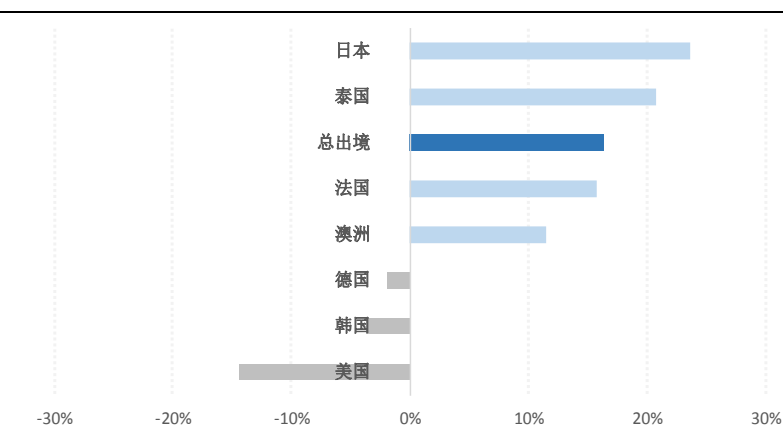
18年上半年我国出境游总人数接近0.8亿人次，同比增长16%。恐袭阴霾散去，我国出境游恢复高速增长。

欧洲地区：17年至18年上半年欧洲主要旅游目的地地区的恐袭事件发生频次降低，游客赴欧洲旅游情绪有所回升。之前的恐袭重灾区法国成为18年上半年我国出境人数增长最快的欧洲目的地国家，同比增长16%。

亚洲地区：受“萨德”问题影响，17年我国赴韩游客量骤减，17年赴韩中国游客同比减少48.3%，成为我国主要出境旅游目的地国家中唯一负增长的地区，18年上半年，赴韩游客继续下降，但降速有所缓和，为-4%。日本成为亚洲地区我国出境人数增长最快的国家，同比增长24%。同时泰国继续保持高增长，18年上半年同比增长21%。

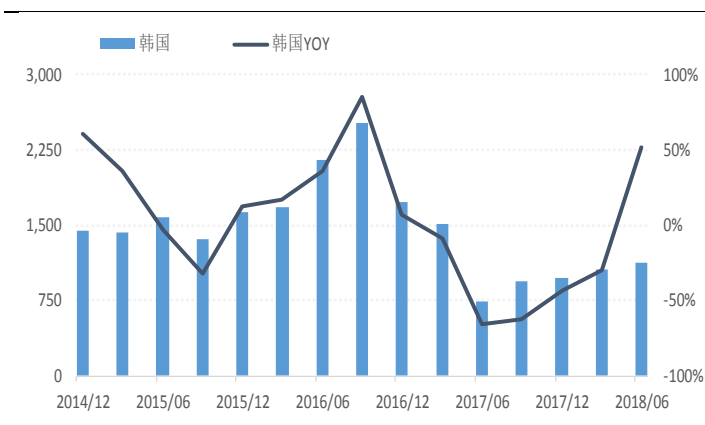
其他地区：18年上半年我国赴澳游客增长超过10%，表现亮眼，而美国地区却成为上半年出境游表现最差的国家。

图表 19: 2018H1 我国出境游增长情况

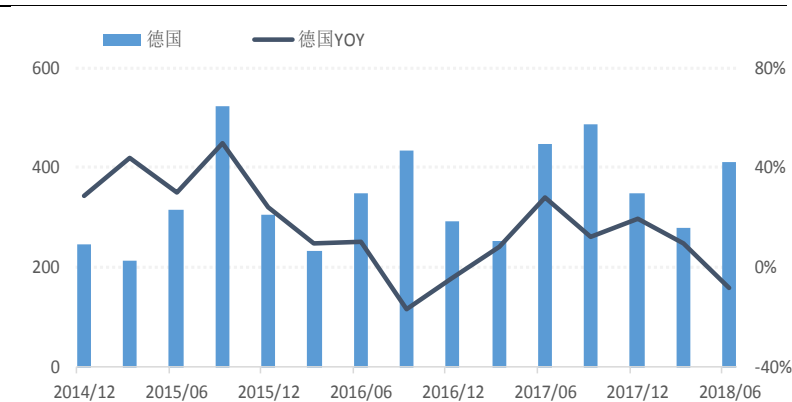


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

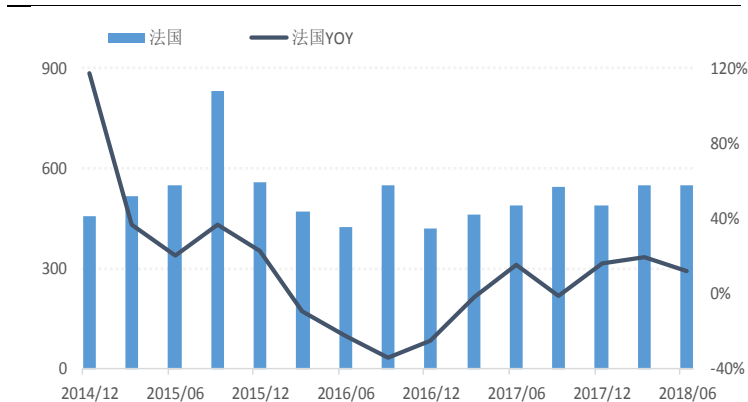
图表 20: 中国赴韩游客量及增速 (千人)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

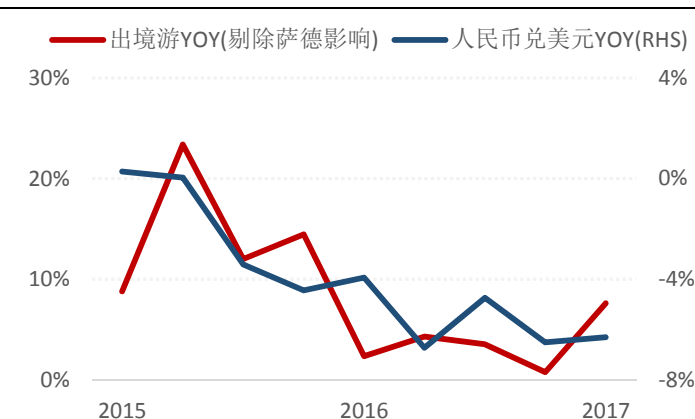
图表 21: 中国赴德游客量及增速 (千人)


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

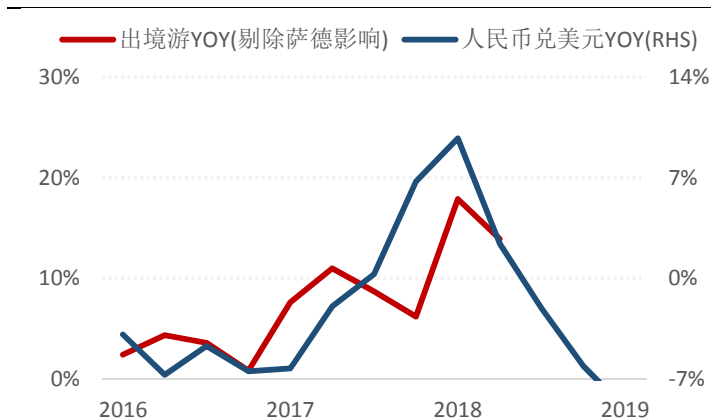
图表 22: 中国赴法游客量及增速 (千人)


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

我们在 2017 年 6 月 29 日发布的《2017 中期策略: 旅游行业投资向内容与价值回归》中和 2017 年 12 月 12 日发布的《2018 年度策略: 酒店迎来上行周期, 关注免税及出境游》提到汇率变化对出境游的影响。根据统计与计算可以看到, 人民币汇率变化速度与出境游人数变化速度存在一定相关性, 人民币升值带动了出境游人数的快速上涨, 升值速度放缓出境游增速也随之放缓, 汇率变化速度与出境游人数变化速度存在正相关关系。

图表 23: 15~17 年出境游增速 YOY 与人民币对美元折算率 YOY


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图表 24: 16~18 年出境游增速 YOY 与人民币对美元折算率 YOY


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

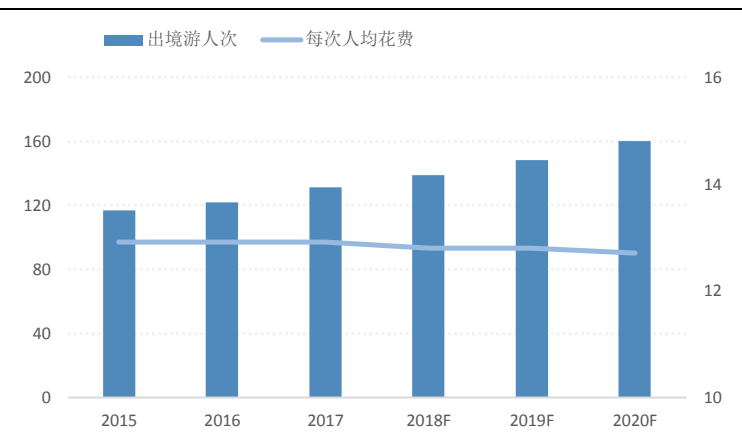
更新数据发现，截至 18 年上半年，出境游增速变化与汇率变化仍有明显相关性，然而人民币兑美元折算率增速在 17 年快速上升，而我国出境游人数同比增长有所下降，两者发展偏差较大。两者的偏差并不是因为汇率与出境游的关系减弱，而是 17 年突发事件影响剧烈。从 18 年开始突发事件对出境游的影响逐渐减弱，汇率与出境游关系恢复稳定。

2018 年下半年人民币兑美元汇率出现了较大幅度的贬值，如果人民币兑美元汇率稳定在目前水平，我们预测 2019 年全年出境游增速将从 2018 年上半年的 16% 下滑至 6% 左右。

出境游的长期增长机会则来自于我国消费者收入的不断提高和消费观念的不断成熟，即我们在前文中所述的新中产消费驱动的旅游 3.0。同时，随着出境游在中国越来越普及，越来越多的普通中国人将第一次踏出国门，在表观上会拉低单次人均消费，但这仍是消费升级的体现。

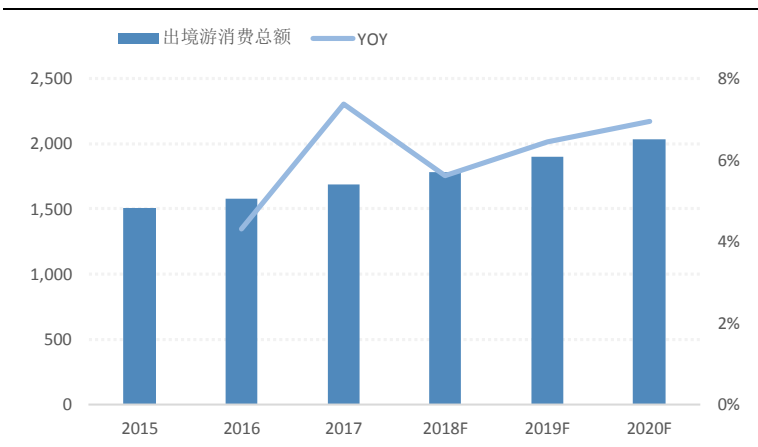
根据麦肯锡预测，我国出境游人次 2018 年将达到 1.4 亿人次，未来将以 6.5% 的增速增长，在 2020 年达到 1.6 亿人次。在出游人次增长的同时，单次人均花费会有每年小幅的下降，导致我国出境游消费总额的未来增幅略低于出境游人次的增长。

图表 25: 我国出境游人次, 百万与人均单次消费, 千元



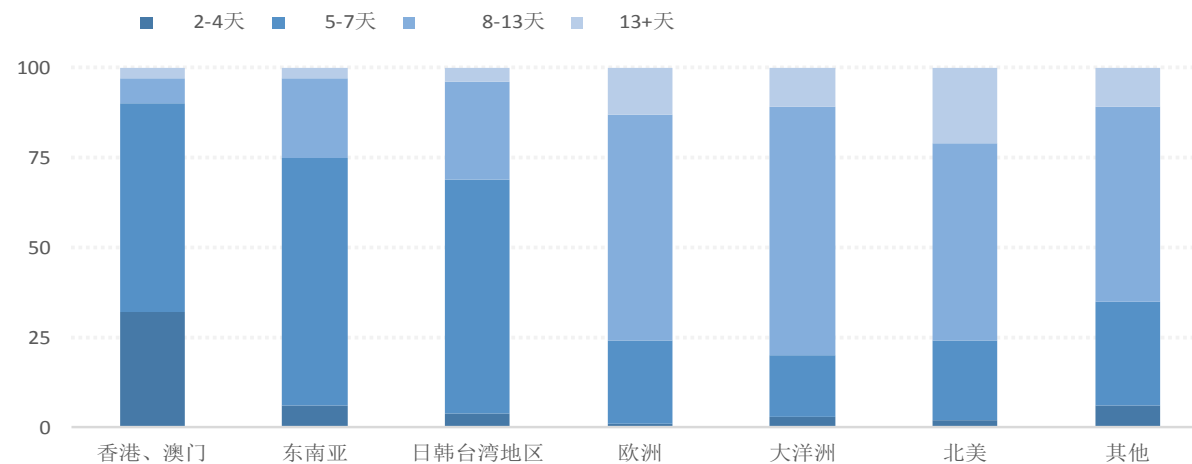
资料来源: 麦肯锡, 信达证券研发中心

图表 26: 我国出境游消费总额, 十亿人民币与 YOY

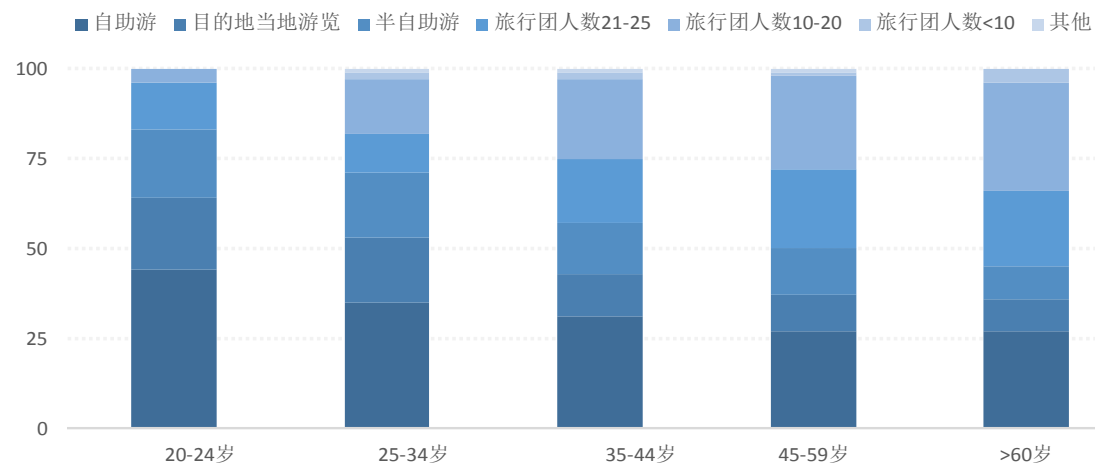


资料来源: 麦肯锡, 信达证券研发中心

目前我国游客出境游主要集中在日本、韩国, 及泰国等东南亚地区, 但随着我国消费者收入的不断提高以及消费观念的不断成熟, 未来欧洲、美洲、澳洲等地区的长线游将会越来越受欢迎。旅游距离的延长意味着旅行时间的增加, 以大洋洲为例, 有 80% 的游客停留时间超过 8 天, 更有 11% 的游客停留时间超过 13 天, 所以伴随着我国游客越走越远, 旅行时间也将越来越长。

图表 27: 不同目的地旅行时长分布


资料来源: 麦肯锡, 信达证券研发中心

图表 28: 不同年龄消费者旅行偏好


资料来源: 麦肯锡, 信达证券研发中心

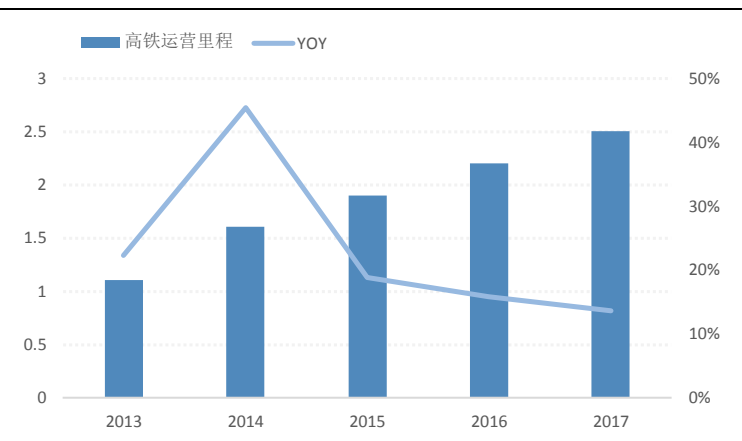
通过对比不同年龄的出境游消费者的出行偏好可以看出, 随着消费者年龄的增加, 自助出行的比例不断降低, 跟团游的比例

不断增加。在 20-24 岁的游客中，自助游的比例高达 44%，而 60 岁以上的游客自助游比例则降至 27%。

国内基础设施建设推动自由行和在线旅游发展

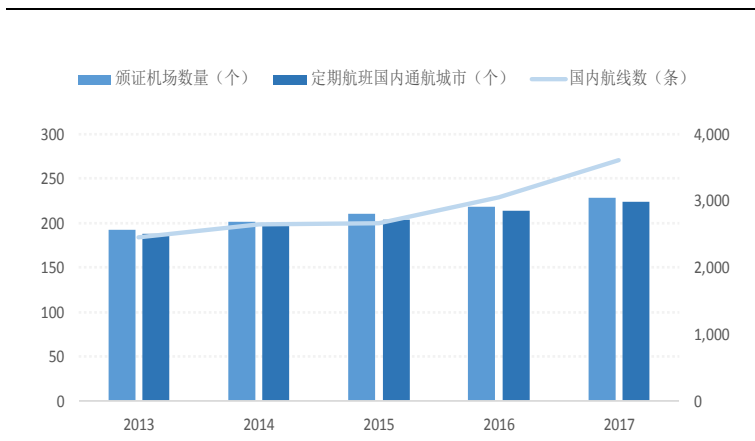
近年周边游与国内中长线游保持两位数增长，这得益于国内交通基础设施的不断完善。交通是旅游主要的时间成本支出项，随着我国高铁和航空覆盖广度和线路数量的不断增加，国内游时间成本大幅降低，出游意愿得到激发。交通条件的改善同样刺激部分欠发达地区有一定消费能力的旅游爱好者第一次走出国门。

图表 29: 高铁运营里程, 万公里与 YOY



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 30: 国内民航机场数量、通航城市及国内航线数

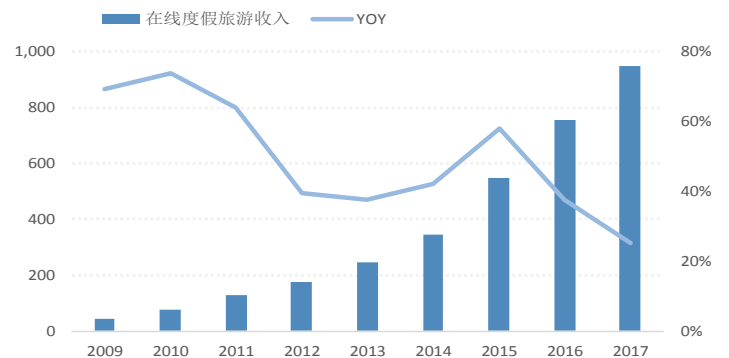


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

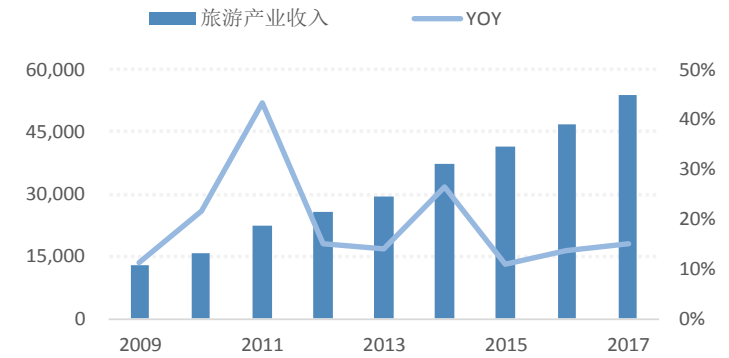
随着消费者对旅游品质及产品多样化的不断追求，以及消费者趋于年轻化的特点，OTA 借机快速发展。2017 年我国在线度假旅游收入达到 948 亿元，近五年的 CAGR 高达 40%，远高于旅游产业近五年 16% 的 CAGR，显示出强劲的增长力。

图表 31: 我国在线度假旅游收入 (亿元) 与 YOY

图表 32: 我国旅游产业收入 (亿元) 与 YOY



资料来源: 易观, 信达证券研发中心

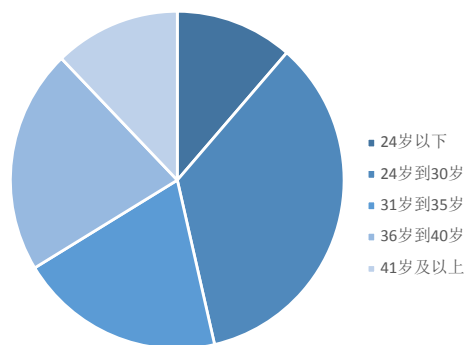


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

在线旅游发展是旅游 3.0 时代到来的体现

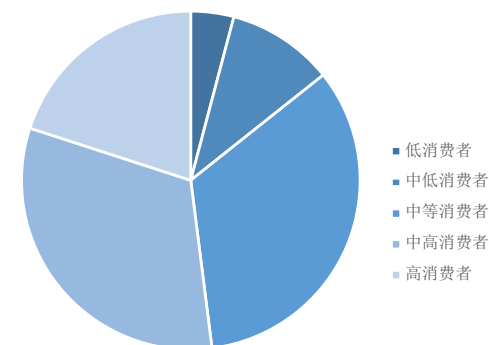
从年龄与消费能力来看, 驱动在线旅游高速增长的主要是 80/90 后的中高消费者, 这符合我们前面叙述的新中产追求精神消费当中诞生的旅游 3.0 时代的趋势。

图表 33: 2017 在线旅游年龄分布



资料来源: 盈蝶咨询, 信达证券研发中心

图表 34: 2017 在线旅游消费能力分布

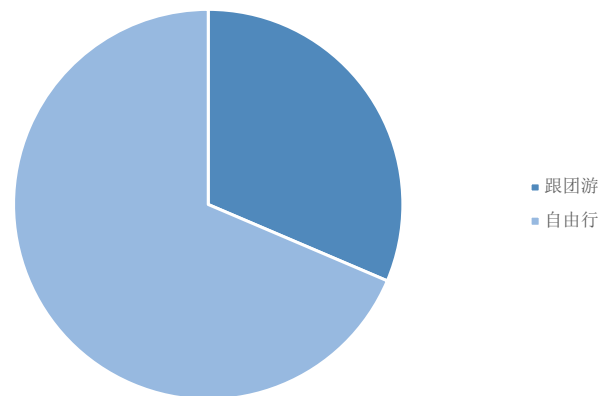


资料来源: 盈蝶咨询, 信达证券研发中心

在线旅游的特点是便利和个性化, 是自由行爱好者安排行程的最佳工具, 因此 2017 年在线旅游收入中自由行的占比高达 69%, 达到 650 亿元。

图表 35: 2017 在线旅游类型分布

图表 36: 2017 在线旅游类型收入



资料来源：易观，信达证券研发中心



资料来源：易观，信达证券研发中心

美团点评、同程艺龙相继成功登陆港交所

9月20日，美团点评成功登陆港交所，市值接近4000亿港元；11月26日，同程艺龙成功上市，市值222亿港元。腾讯为同程艺龙最大股东，持股比例为24.9%。携程为第二大股东，持有约4372万股，持股比例22.9%。腾讯也是美团点评的重要股东。

同程及艺龙分别创立于2004年及1999年。2017年12月29日，两公司宣布正式开始合并，并于今年3月完成合并。合并前的同程、艺龙均已实现盈利，2017年净利润分别达到4.91亿元和1.94亿元。合并后的同程艺龙保持了盈利快速增长的态势，仅2018年上半年同程艺龙总计实现净利润8.45亿元（未调整），毛利率达到71.7%，盈利能力提升明显。另一方面，同程艺龙坐拥腾讯QQ及微信两大全民级应用的流量入口，实现大规模流量低成本持续地输入，并且借助微信小程序及社交场景实现用户高触达及高转化。2017年同程艺龙的合并时平均月活跃用户为1.21亿，付费用户为1560万。2018年上半年及第三季度，合并平均月活跃用户达到1.60亿及2.06亿，合并后平均月付费用户达到1750万及2260万，较合并时分别增长12.2%与44.9%，用户量增长十分迅速。

美团点评主要在酒店预订业务上不断发力，2018年三季度国内酒店间夜量为76.1百万，同比增长56.4%。美团点评以让用户吃的更好、生活的更好为使命，在LBS（基于位置提供服务）方面具有很强的竞争优势和巨大的潜力。作为传统OTA和酒店管理公司的竞争者与合作伙伴，美团都是这个市场不可忽视的新兴力量。

酒店行业上行周期，公司调价策略影响数据表现

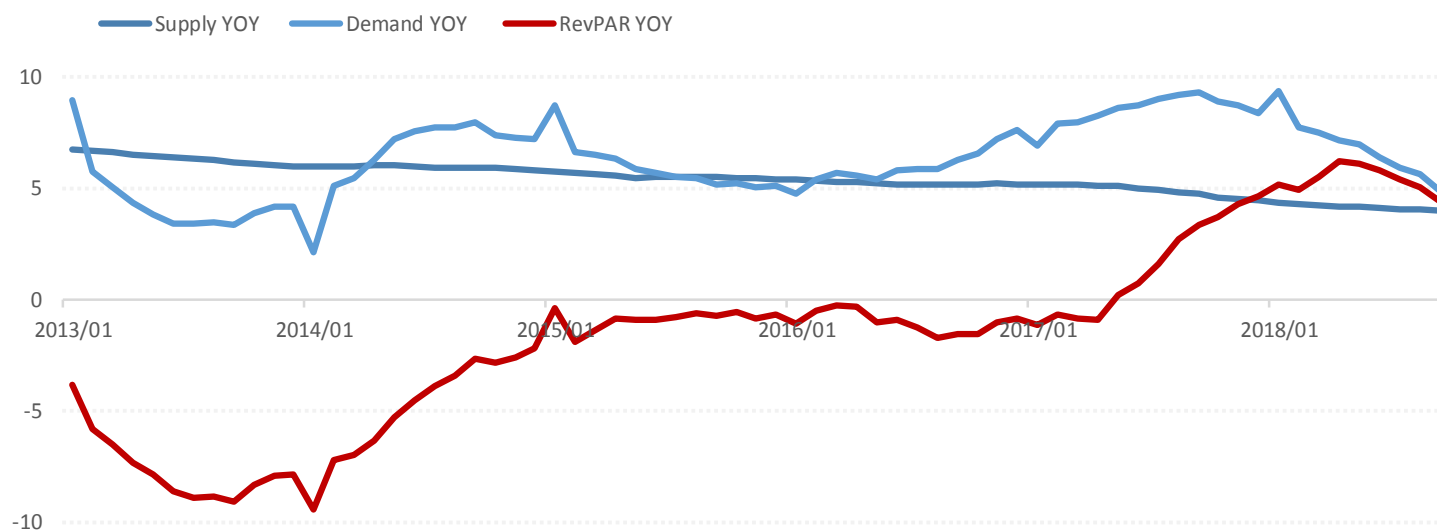
我们在 2017 年 8 月 29 日发布的《酒店周期探索：酒店行业何时迎来繁荣期》中对我国酒店行业的需求端、供给端进行了比较全面的分析和说明。通过近年行业数据来看，我国酒店市场仍然在向供不应求的状态发展。

我国酒店行业供求仍趋于紧张

酒店行业的供给为当前市场已开业的酒店房间数，酒店行业的需求为消费者入住的酒店房间数，从绝对数来讲，酒店行业的需求无法超越供给，即不考虑钟点房的情况下，酒店的入住率无法超过 100%。所以研究酒店业的供给情况，分析供给端增长率与需求端增长率等相对指标更有价值。

据 STR 数据，近年来我国酒店行业需求端的增长高于供给端的增长，行业不断向供不应求的状态靠近，带动 RevPAR 不断向好，并在 2017 年开始实现正增长。

图表 37： 2012 年 1 月-2018 年 9 月中国内地酒店业市场供需和 RevPAR 同比变化率



资料来源：STR、信达证券研发中心

可以看到，在 2018 年三季度，我国酒店的需求增速已下降至与供给增速接近的水平，需求增速下降导致 2018 年 4 月之后，RevPAR 增速的持续下降。由于酒店行业的需求中较高比例为商务活动带来的差旅需求，需求的下降，反映的是部分企业对贸易战等经济不确定性的担忧。

酒店行业的另一客源来自于旅游，与居民消费活动相关。近年我国旅游行业始终保持着高于 10% 的高增长的态势。随着居民国内游情绪不断高涨，加之入境游方面，全球经济复苏伴随我国旅游环境不断改善，国内游、入境游人数均持续增长，带动酒店入住率上升。

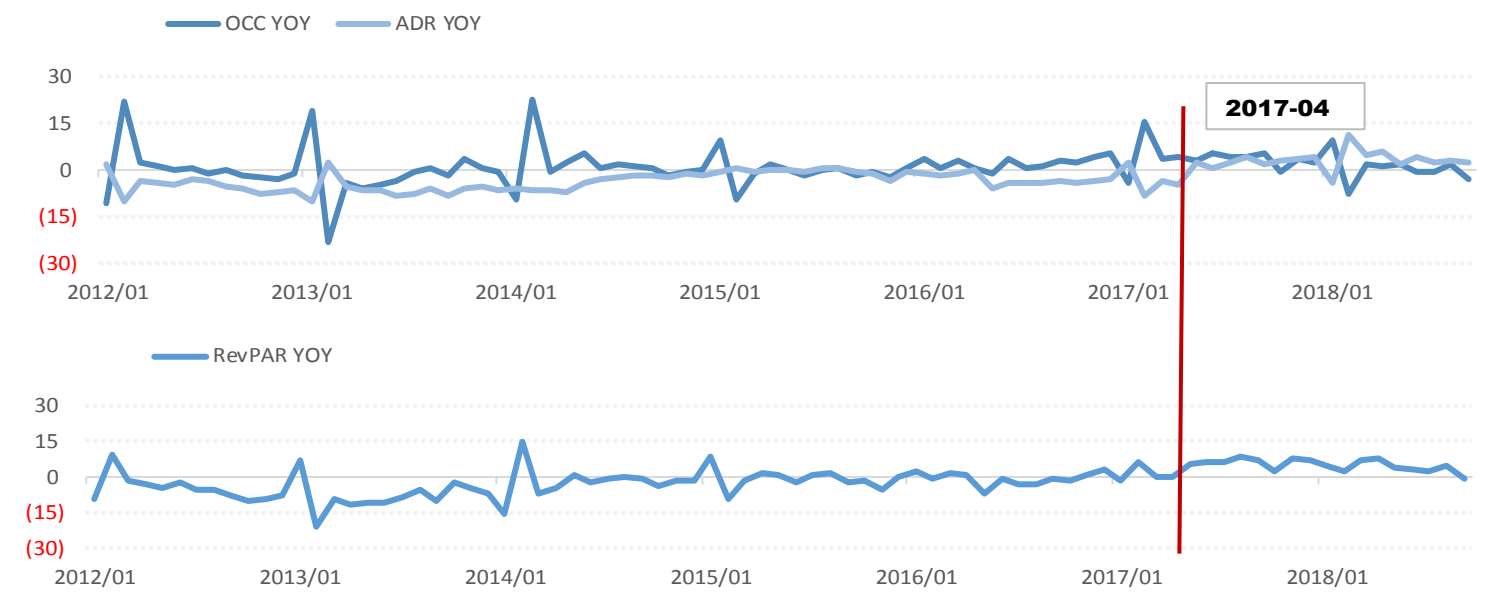
相比于需求端，酒店行业供给端增长相对缓慢，当前国内酒店行业供给端进行的主要是存量改造，新增物业有限，绝对量增长缓慢，导致供给端增速低于需求端增速，我国酒店行业仍然呈现供求继续趋于紧张的局面。

我国酒店行业仍处于上行周期

从过去 18 年数据可以看到，万豪国际、贝尔蒙酒店集团 RevPAR 数据较明显的展示了酒店行业的周期发展。万豪、贝尔蒙 RevPAR 走势大致保持 5 年扩张（正增长）、2 年收缩（负增长）的 7 年周期，RevPAR 变化是朱格拉周期的体现。

从我国内地数据来看，酒店行业在经过入住率上升平均房价下降的复苏期后，于 2017 年 4 月实现了入住率、平均房价同时正增长，标志着我国酒店行业正式进入繁荣期。到目前为止，酒店行业 RevPAR 始终保持正增长。

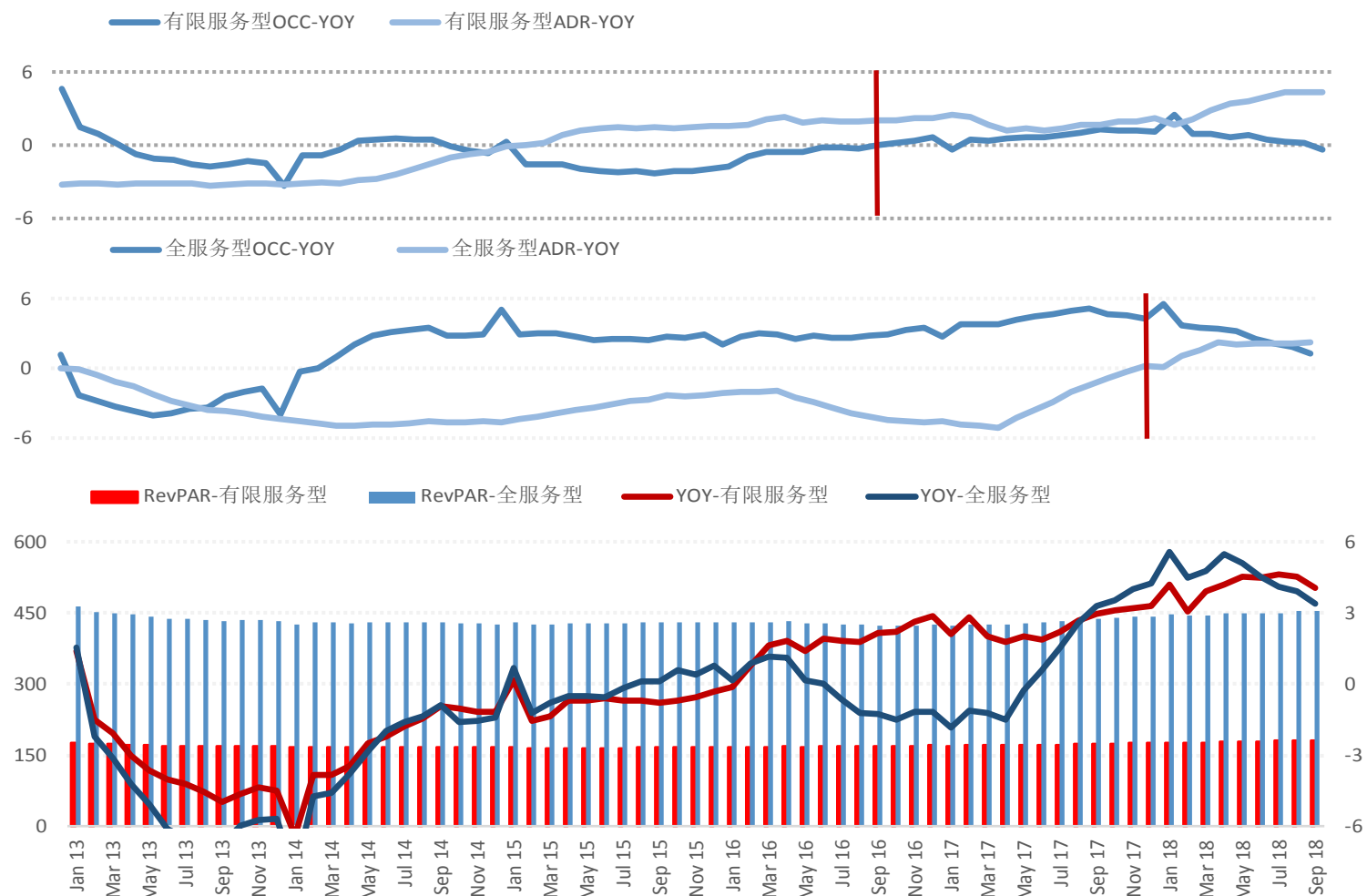
图表 38：2012 年 1 月-2018 年 9 月中国内地酒店 OCC、ADR、RevPAR 同比变化率，%



资料来源：STR、信达证券研发中心

从进入上行周期的时间来看，有限服务型酒店提前于全服务型酒店。有限服务型酒店的入住率和平均房价在 16 年中旬已实现了同时增长，提前全服务型酒店 1 年左右，两种类型酒店的 RevPAR 变化也可反映出进入上行周期的先后顺序。

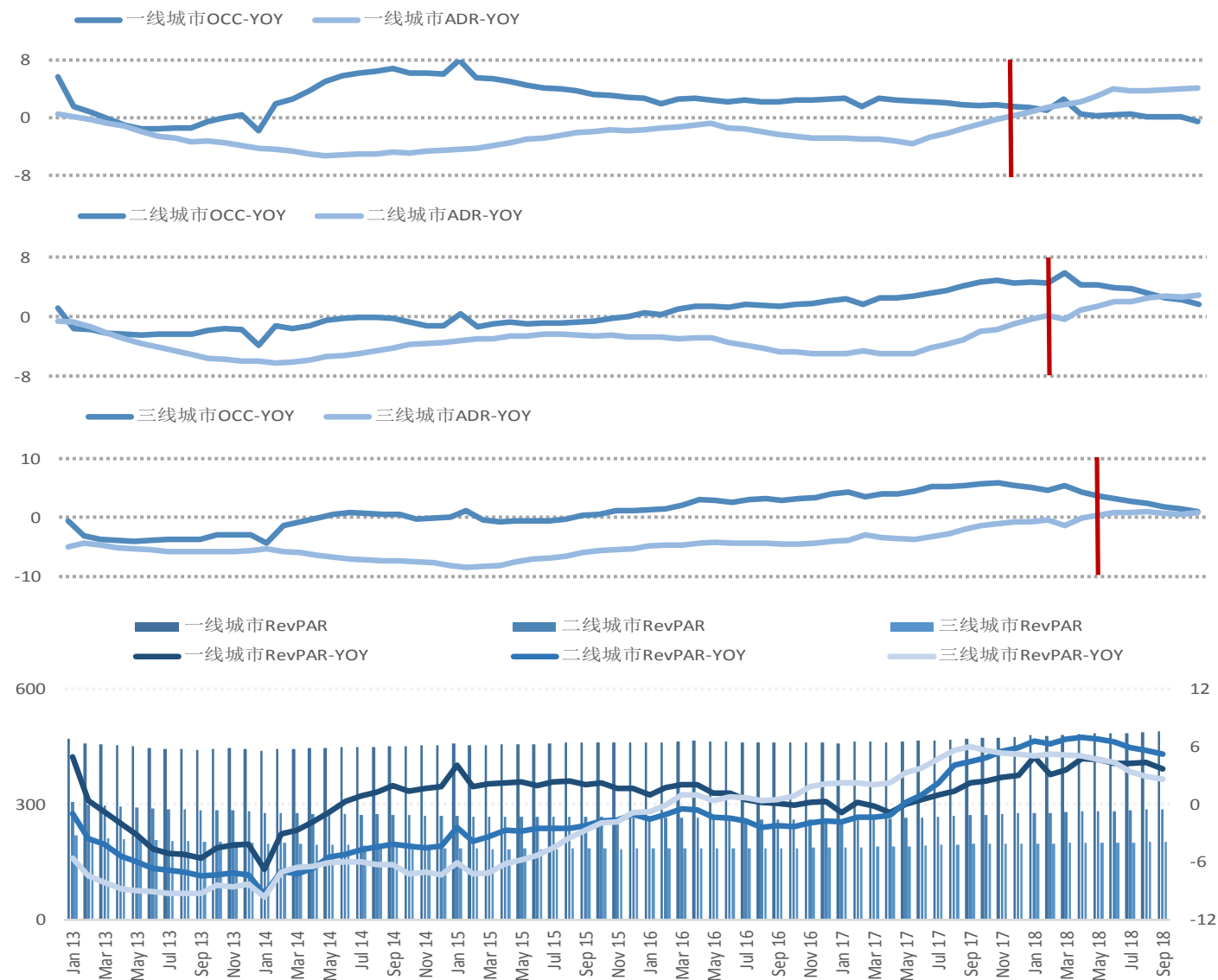
图表 39: 2013 年 1 月-2018 年 9 月中国内地有限服务型酒店、全服务型酒店 OCC、ADR、RevPAR 同比变化率, %及 RevPAR, 元



资料来源: STR、信达证券研发中心

一、二、三线城市酒店也按照先后顺序分别进入上行周期，进入时间基本相差 1-2 个月。

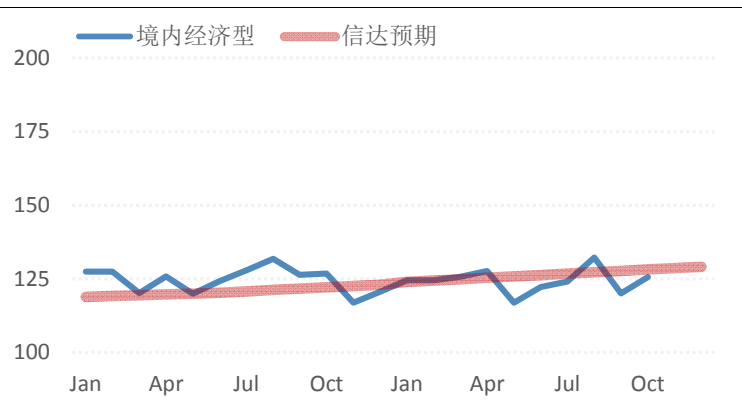
图表 40: 2013 年 1 月-2018 年 9 月中国一、二、三线城市酒店 OCC、ADR、RevPAR 同比变化率, %及 RevPAR, 元



资料来源: STR、信达证券研发中心

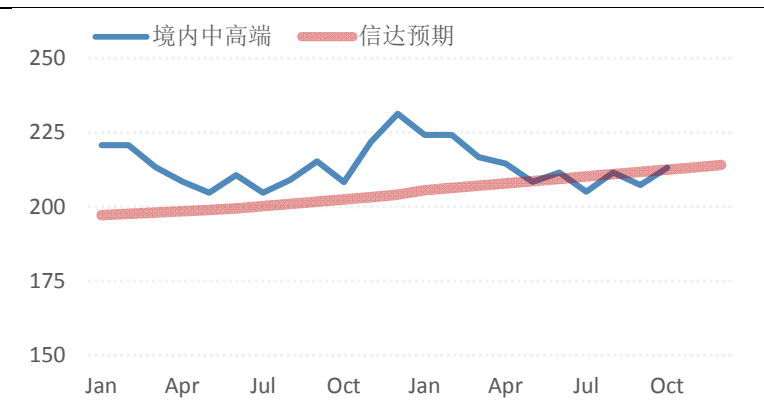
我们对国内最大酒店行业上市公司锦江股份进行了持续的跟踪研究。截止到 2018 年 10 月份，锦江股份季调后境内酒店平均 RevPAR 已经连续 24 个月保持正增长，符合我们对当前我国酒店行业进入上升周期的判断。

图表 41: 经季调的锦江境内经济型酒店 RevPAR 及信达预期



资料来源: 锦江股份公告, 信达证券研发中心

图表 42: 经季调的锦江境内中端酒店 RevPAR 及信达预期

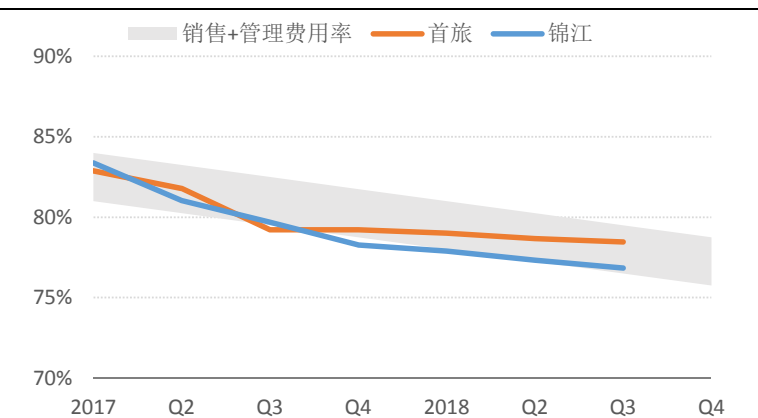


资料来源: 锦江股份公告, 信达证券研发中心

国内以锦江国际、首旅如家为代表大型酒店集团进入繁荣期后于 2018 年开始普遍施行提价策略，酒店平均房价增长迅速，导致入住率停止增长乃至出现小幅回撤，但平均房价增幅高于入住率降幅，RevPAR 仍然保持正增长。从 STR 的数据来看，在有限服务型酒店大量存在的二三线城市，入住率仍然呈现较高的同比增长，而锦江、首旅两家上市公司的数据则呈现连续数月的入住率下降。我们判断这种背离的原因是公司调价政策的作用，而不是行业性的需求不足。

酒店上行周期成本费用率下降带动利润率增长

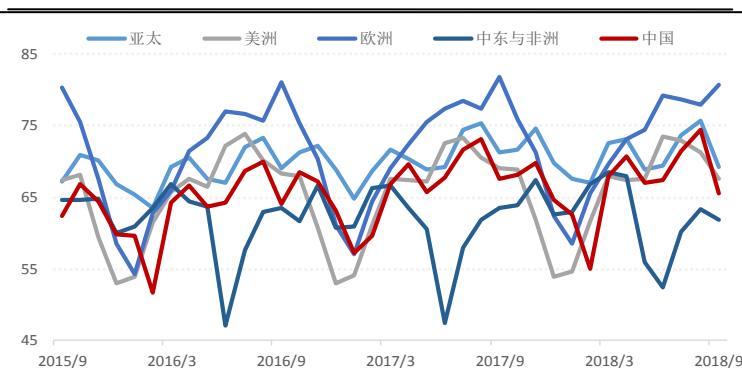
我们在 2017 年 12 月 5 日发布的公司深度报告《锦江股份 (600754) 行业周期助力公司业绩高速增长》和 2018 年 2 月 2 日发布的《首旅酒店 (600258) 新首旅, 新轮回, 新发展》中都反复提到的在酒店繁荣期中，酒店收入增速超过成本费用增速，成本费用率下降，利润大幅提升。逐季来看，锦江股份销售管理费用率从 17 年 Q2 开始下降，我们预期锦江股份 2017 年每个季度销售管理费用率下降 0.7~1.2 个百分点，锦江股份 17 年 Q2~18 年 Q3 实际每季度销售管理费用率平均下降 1.1 个百分点，符合预期；首旅酒店销售管理费用率也是从 17 年 Q2 开始下降，我们预期首旅酒店 2017 年每个季度销售管理费用率下降 0.7~1.2 个百分点，首旅酒店 17 年 Q2~18 年 Q3 实际每个季度平均下降 0.7 个百分点，同样符合预期。我们预计在行业持续向好的背景下，锦江股份、首旅酒店的成本费用率仍将下降。

图表 43: 锦江股份、首旅酒店逐季销售管理费用率


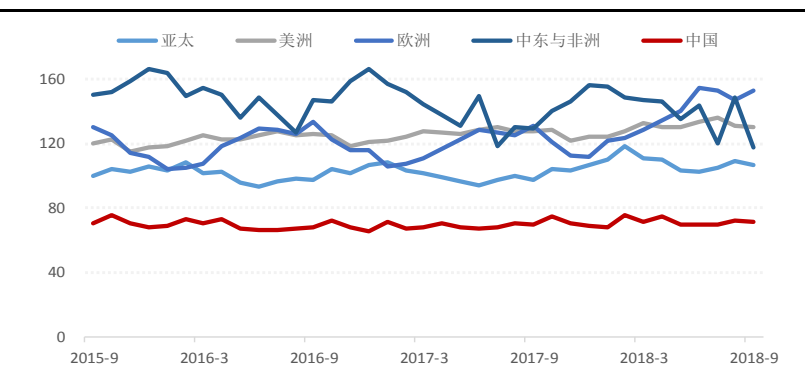
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

全球酒店行业仍然处于上行周期

同世界其他地区酒店行业相比, 除入住率外, 我国酒店行业 ADR 及 RevPAR 均明显落后于其他地区。从 15 年至今, 我国酒店 ADR 长期稳定在 55 美元/间左右 (以 2017 年 1 月至 2018 年 9 月期间美元兑人民币中间价平均值 6.63 计算, 约为 367 人民币/间), 而亚太地区 ADR 为 102 美元/间, 美洲地区 ADR 为 124 美元/间。单房平均收益我国为 33 美元/间, 而其他四大地区平均 RevPAR 在 82 美元/间。

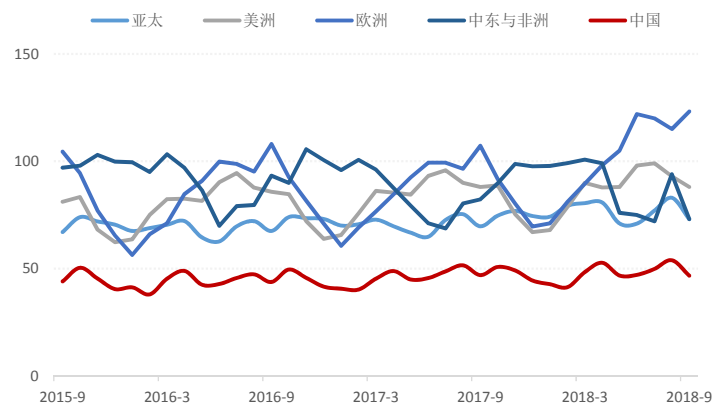
图表 44: 全球与中国酒店客房入住率 (%)


资料来源: StrGlobal, Wind, 信达证券研发中心

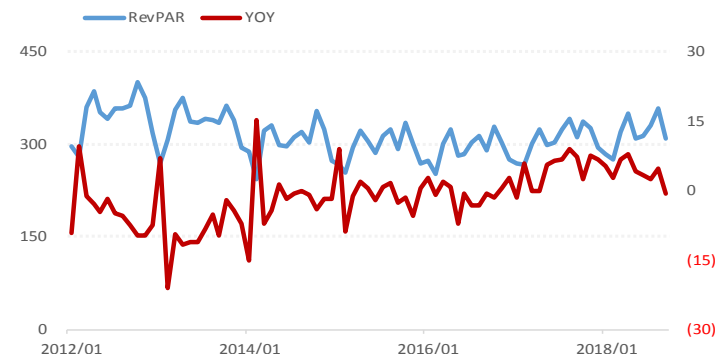
图表 45: 全球与中国酒店客房 ADR (美元/间)


资料来源: StrGlobal, Wind, 信达证券研发中心

除中东与非洲区域外, 全球各区域酒店行业都保持了 RevPAR 的正增长, 其中表现最为亮眼的是欧洲。

图表 46: 全球与中国酒店客房平均 RevPAR (美元/间)


资料来源: StrGlobal, Wind, 信达证券研发中心

图表 47: 中国酒店客房平均 RevPAR 及变化 (人民币/间夜)


资料来源: STR, 信达证券研发中心

锦江国际收购丽笙酒店，机遇与挑战并存

2018年11月13日，据 Cision News 消息，锦江国际领导的财团完成对丽笙酒店(Radisson Hospitality AB)50.21%股权的收购。按照8月份的收购协议，锦江国际将继续收购由海航(瑞典)持有的另外18.5%的股权，并最终收购由海航酒店集团(香港)与海航(瑞典)共同持有的丽笙酒店集团全部股权。丽笙酒店集团主要提供综合酒店服务，在全球114个国家拥有1400多家已营业和筹建中的酒店，客房数量超过22万间，主要位于欧洲及美洲地区，旗下有丽笙精选、丽笙、丽亭、丽柏、丽怡等8个全球知名品牌。

锦江收购丽笙酒店，机遇与挑战并存。收购丽笙酒店将使锦江在酒店规模、海外布局和服务水平等方面进一步提升。本次收购完成后，锦江的全球布局将从68个国家拓展到120个国家，酒店数量将超过1万家，房间数量将超过100万间，酒店规模大大增加。同时，收购丽笙将进一步优化锦江的海外酒店布局。目前锦江在海外的1289家酒店基本为有限服务型酒店，锦江的全服务型酒店主要分布于上海地区，在海外尚未拥有全服务酒店。完成收购后，锦江海外全服务型酒店的空白将被填补，公司的海外酒店布局将实现从有限服务型酒店到全服务型酒店的全覆盖。此外，收购丽笙酒店将帮助锦江吸收海外全服务型酒店的经营管理经验，一定程度上提升锦江的国际化服务水平，进一步提升锦江的国际竞争力。但是，锦江收购丽笙酒店给锦江的内部管理运营带来了挑战。此前，锦江接连收购卢浮酒店集团、铂涛集团和维也纳酒店集团，目前这三个系列基本是相对独立的发展，在集团内部融合互补方面还有较大的提升空间。收购丽笙后，包括原有的锦江系在内，锦江旗下将拥有五大酒店系列，如何完成五大系列在锦江内部的协调互补工作，将是锦江需要面临的重要挑战。

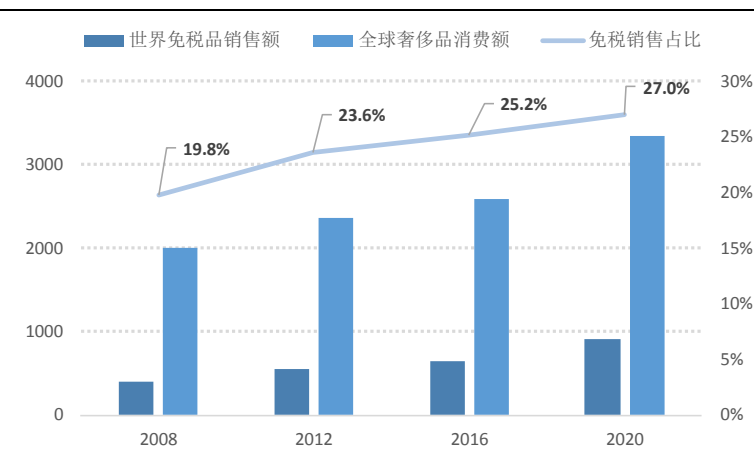
建议关注：锦江股份 (600754.SH)、首旅酒店 (600258.SH)

消费升级+政策支持助力免税高速发展

根据 Statista 和麦肯锡预测，2020 年全球奢侈品销售额将达到 3,338 亿美元，全球免税品销售额将达到 902 亿美元，2020 年全球免税销售占比（免税品销售额/奢侈品销售额）将达到 27.0%，即该占比在 2016~2020 年平均每年增长 0.5 个百分点。

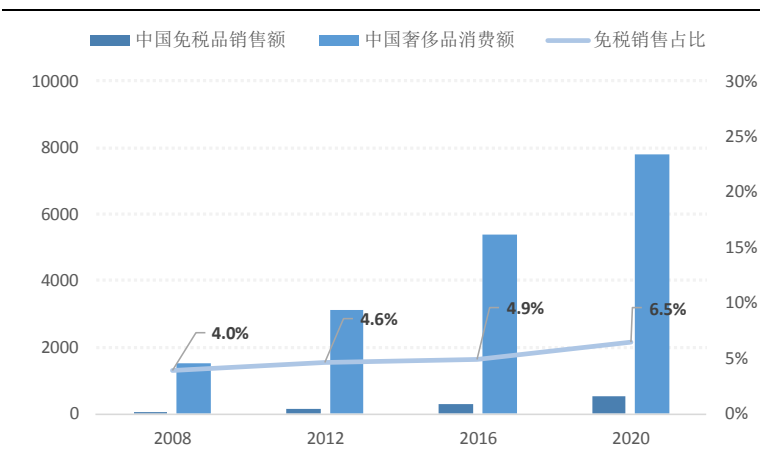
2016 年我国奢侈品消费额为 5,372 亿元，我国免税品销售额为 263 亿元，我国免税销售占比仅为 4.9%。我们预计我国的免税销售占比在 2016~2020 每年仅增长 0.4%，低于世界平均水平 0.1 个百分点，那么我国免税销售占比将在 2020 年达到 6.5%。对应 2020 年我国 7,812 亿元的奢侈品消费额（麦肯锡预测），2020 年我国免税销售额将达到 507 亿元，即从 2016 年起每年增长 18%。

图表 48：2008~2020 全球奢侈品销售额与免税品销售额（亿美元）



资料来源：Statista，麦肯锡，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图表 49：2008~2020 中国奢侈品销售额与免税品销售额（亿元）

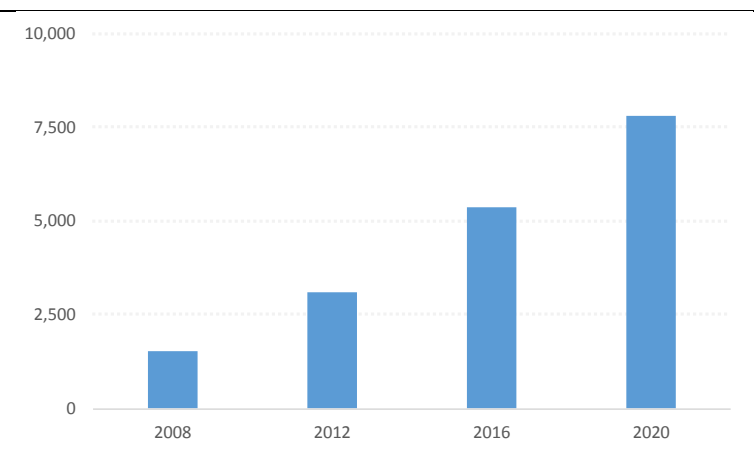


资料来源：Statista，麦肯锡，中国产业信息网，中国经济网，公司公告，信达证券研发中心

我国免税销售额从 2016 年起每年 18% 的高速增长的主要的两个驱动力是消费升级和政策引导下的消费回流。

消费升级

据麦肯锡预测，2016~2020 年我国奢侈品消费额将从 5372 亿元上升到 7812 亿元，CAGR 为 10%，即使未来我国免税销售占比保持 2016 年水平不再增长（4.9%），受消费升级带动的我国奢侈品消费总额的增长仍将为未来我国免税品销售额的增长贡献 10% 的增速。

图表 50: 2008~2020 中国奢侈品消费额, 亿人民币


资料来源: 麦肯锡, 信达证券研发中心

政策引导消费回流

尽管我国奢侈品消费额与免税销售额都保持高速增长, 但大量消费行为发生在国外, 我国存在明显的奢侈品消费外流问题, 政府近年来改革大批关税、免税政策, 以刺激境内消费, 缓解我国公民境外消费过高等问题。

图表 51: 近年我国免税政策改革一览

时间	政策
2011	海南离岛免税政策试点: 非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2 次离岛 (飞机) 免税购物政策, 岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次。离岛旅客 (包括岛内居民旅客) 每人每次免税购物金额为人民币 5000 元以内 (含 5000 元)。
2012	海南离岛免税政策: 1. 增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具 (含童车) 等 3 类免税商品品种。调整后, 免税商品品种扩大至 21 种。2. 将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元。
2013	上海自由贸易试验区进口税收政策: 对试验区内生产企业和生产性服务业企业进口所需的机器、设备等货物予以免税。
2016	海南离岛免税政策 1. 将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 16000 元。2. 将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围。
2018	1. 三亚国际免税城博鰲机场提货处正式启动, 离岛免税实现了对海口美兰、三亚凤凰、琼海博鳌三个机场离岛旅客的全覆盖。 2. 提出支持离岛免税政策范围扩大到乘船离岛旅客, 并提高单件商品免税购物限额。(目前尚未实施) 3. 调整免税购物限额管理方式, 对非岛内居民旅客取消购物次数限制。 4. 同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。 5. 自 2018 年 5 月 1 日起, 海南实施 59 国入境免签政策。 6. 12 月 1 日起, 将离岛游客 (包括岛内居民游客) 每人每年累计免税购物限额增加到 30,000 元, 不限次, 同时将一、二类家用医疗器械加入清单。

资料来源: 财政部, 信达证券研发中心整理

我们预测在政策引导下, 消费回流将为我国免税销售额的增长从 2016 年起每年贡献约 8% 的增速。我们对我国免税销售额增速的预测是基于对我国免税销售占比在 2016~2020 每年增 0.4% 的假设。若我国免税销售占比在 2016~2020 年每年增长 0.3%,

则我国免税收入年增长率为 16%，其中消费回流因素贡献 6% 的增速；若我国免税销售占比在 2016~2020 年每年增长 0.5%，对应的免税收入年增长率为 20%，消费回流因素将贡献 10% 的增速。

图表 52：2016~2020 免税收入年增长与消费回流贡献比例预测

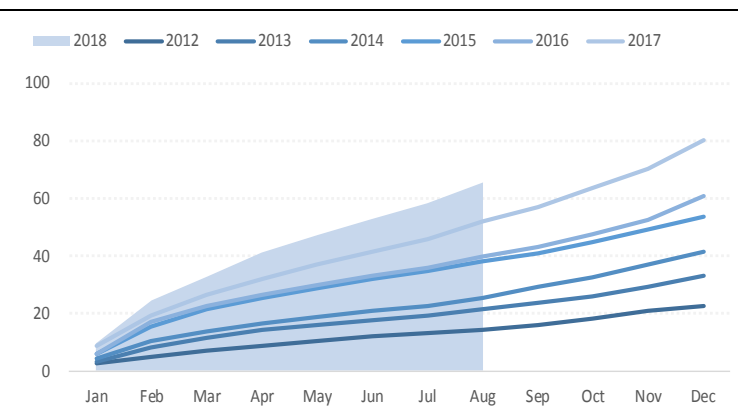
免税销售占比在 2016~2020 年每年增长	免税收入年增长率	消费回流贡献比例
0.40%	10%	8%
0.30%	16%	6%
0.50%	20%	10%

资料来源：信达证券研发中心

离岛免税增长情况

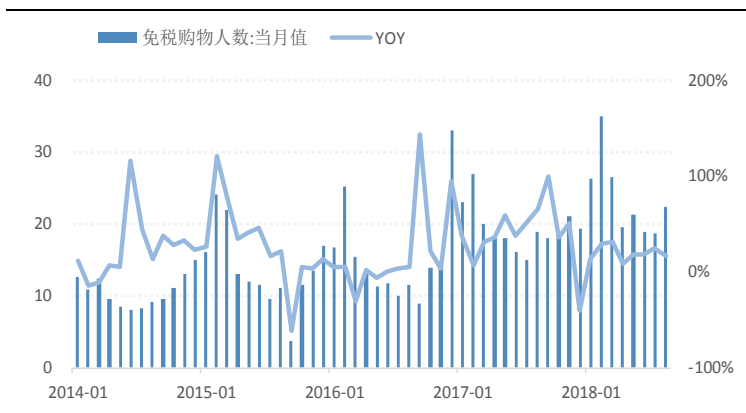
近年来我国离岛免税保持高速增长。离岛免税销售额与离岛免税消费人数的同比月增速基本保持在 20% 以上的高增长水平。截止至 2018 年 8 月我国离岛免税销售额累计为 65.7 亿元，占 2017 年全年离岛免税销售额的 81.9%；免税消费人数累计为 188.2 万人，占 2017 年免税消费总人数的 80.6%。

图表 53：离岛免税销售额（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 54：离岛免税消费人数（万人）与 YOY（季调）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

电子商务法实施与“代购时代”的终结

消费升级和政策引导下的消费回流极大推动了我国免税销售的高速增长。我国免税销售额从 2008 年 60 亿元，增长到 2016 年 263 亿元，达到基本每 4 年免税销售额增长一倍的速度。除去消费升级的影响，中央的高度重视及政策引导成为近期我国免税行业的主要推手。

习近平主席在 11 月 5 日首届中国国际进口博览会开幕式上提出，中国将抓紧研究提出海南分步骤、分阶段建设自由贸易港政策和制度体系，加快探索建设中国特色自由贸易港进程； 11 月 27 日财政部正式公告，将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 3 万元，不限次。关于海南岛建设、免税政策的密集出台，都为我国免税行业未来发展创造了积极的想象空间。国家对免税行业的重视直接反应其对消费回流的重视与信心。

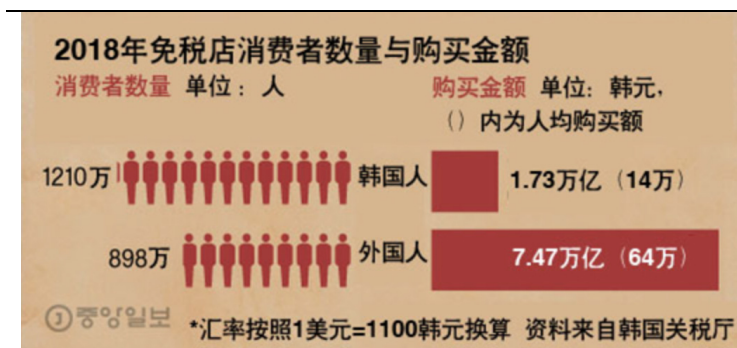
作为国内免税企业的竞争对手，代购最近成为市场关注的一大焦点。将代购推上风口浪尖的是我国即将于 2019 年 1 月 1 日起施行的《中华人民共和国电子商务法》，作为我国在电子商务领域的首部综合性法律，此次立法在电商经营资质、纳税、处罚标准等方面作出了明确规定，同时也对电子商务平台经营者的责任和义务进行了界定。不少业内人士认为，电子商务法首次明确了代购行业的合规要求，提高了代购行业的经营成本和税务成本，将成为未来影响代购发展的重要阻力。

图表 55: 韩国免税销售额



资料来源：观察者，韩国《中央日报》，韩国关税厅

图表 56: 韩国免税消费人数



资料来源：观察者，韩国《中央日报》，韩国关税厅

韩国是中国代购的主选国家，距离近、机票便宜、香化产品种类丰富价格合理、免税店集中等优势，使得韩国免税店成为中国代购的重要战场之一。据韩联社 11 月 20 日报道，韩国免税店协会消息称，10 月韩国免税店行业销售总额达 14.38 亿美元，同比增长 28.6%，创史上第六大单月销量。今年前 9 月销售额超 129 亿美元，已赶超去年总额，今年全年销售额将打破去年历史记录（128 亿美元），再创新高。

受中方“限游令”影响，我国赴韩出境游在 2017 年达到低点。18 年上半年，我国赴韩游客降速有所缓和但仍继续下降（-4%）。在我国游客赴韩人数下降的背景下，韩国免税销售额仍不断创下新高，可见游客并不是韩国免税店的主力消费者。韩国关税厅数据称，18 年上半年，在韩国免税店客源中，外国客源虽占比不到 43%，但购买金额却是韩国客的 4.3 倍，达到 7.47 万亿韩元（约合 454 亿元人民币），中国顾客占全部外国顾客的 90%，其中大部分都是代购。

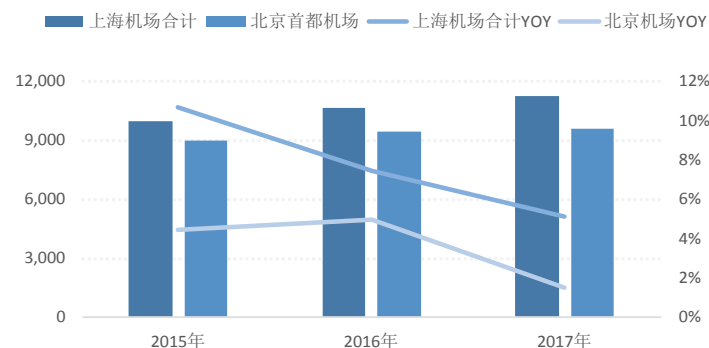
随着电子商务法的实施，“依法纳税”将促使代购成本上升，即使海外免税店能为代购提供返佣、额外折扣等优惠，但现在必然已不再是个人代购发展的最好时期。近些年代购的繁荣发展是我国中产物质追求的结果，所以即使未来个人代购没落，我国中产阶级对物质追求的需求仍然存在，这种需求会部分转移到我国的机场免税店、离岛免税店等具有牌照的免税销售渠道。要真正吸引这部分需求，需要免税店提供适销对路、能满足新中产需求的 SKU。

成功控股日上后，国旅或将控股海免

2018 年 9 月 8 日，中国国旅发布公告：中国国旅股份有限公司全资子公司中国免税品（集团）有限责任公司下属控股子公司日上免税行（上海）有限公司分别与上海机场（集团）有限公司和上海国际机场股份有限公司签署了《上海虹桥国际机场免税店项目经营权转让合同》和《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》（以下简称“《合同》”）。合同履行期限自 2019 年 1 月 1 日始至 2025 年 12 月 31 日止，其中上海浦东国际机场 T1 航站楼进出境免税场地自 2022 年 1 月 1 日零时起始，卫星厅自启用日起始。

上海浦东国际机场和虹桥国际机场，具有强大的客户资源基础。中免成功控股日上，继续扩大了中免在我国免税业的市场份额，巩固其在免税业的垄断地位，同时获得更优化的进货渠道和更强的上游议价能力。日上上海与雅诗兰黛、欧莱雅、路易威登等国际奢侈品供应商建立了良好的合作关系，销售规模居行业前列，具有采购规模效应；日上上海与中免公司约定在过渡期后（不超过一年）日上上海销售的免税商品由中免公司统一采购，这将使中免公司取得原日上上海的上游采购权，采购权的扩大意味着中免面对免税业上游议价能力的提升。

另外，浦东机场三期建设的南卫星厅已结构封顶，预计 2019 年投入运行。届时两机场免税业务经营面积将有所增加，且在免税政策放宽、出境游回暖的大环境下，本次成功控股日上上海并拿下上海两家机场未来免税经营权，中免受益颇多。

图表 57: 近年上海机场合计（浦东、虹桥）与北京首都机场旅客吞吐量（万人）及 YOY


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2018年10月23日,中国国旅发布公告:公司收到控股股东中国旅游集团有限公司发来的《关于接受无偿划转的海南省免税品有限公司51%股权事项的通知》,旅游集团与海南省国有资产监督管理委员会于当日签署了《海南省国有资产监督管理委员会与中国旅游集团有限公司关于海南省免税品有限公司股权无偿划转协议》,海南省国资委将其持有的海南省免税品有限公司51%股权无偿划转给旅游集团。本次无偿划转尚需国务院国有资产监督管理委员会等主管部门批准。

本次无偿划转完成后,旅游集团将持有海免公司51%股权,成为海免公司的控股股东。鉴于海免公司的主营业务为在海南省范围内从事国家批准的离岛免税品经营,中国国旅全资子公司中国免税品(集团)有限责任公司的主营业务为向内地及海外市场提供免税商品的零售、商品物流服务以及向海外出入境旅客提供免税商品零售服务,为避免海免公司与中免公司产生实质性同业竞争,旅游集团承诺在本次无偿划转完成后,立即启动将所持海免公司51%股权注入中国国旅的程序。如中国国旅决定不予收购,则旅游集团将在中国国旅作出不予收购的有效决定后1年内通过出售等方式处置所持有的海免公司51%股权,公司享有优先购买权。旅游集团将与中国国旅在本次无偿划转完成后立即签订股权托管协议,将海免公司51%股权在注入中国国旅或处置之前交由中国国旅托管。

海南省免税品有限公司成立于2011年,是经国务院批准的全国唯一一家地方省属国有独资免税品经营企业,在海南省范围内从事离岛免税品特许经营。旗下目前有三家全资子公司海南免税云商网络有限公司、海南博鳌精品城有限公司、香港海南免税品有限公司,三家控股公司海免海口美兰机场免税店有限公司、海南海免观澜湖国际购物中心有限公司、海南海中免税品有限公司。国旅集团成功控股海免后,大概率会将海免注入上市公司中国国旅,此举将继续巩固国旅在离岛免税方面的垄断地位,中国国旅整体的免税行业版图也将进一步扩张。但目前该事件未经国务院国有资产监督管理委员会批准,仍然存在不确定性。

中免公司近年来积极参加机场免税标段的招投标工作，在 2017 先后取得香港机场免税业务烟酒标段和北京首都机场 T2+T3 航站楼免税经营权，并在 2017 年 11 家国内机场进境免税店招投标中，成功中标昆明、广州、青岛、南京、成都、乌鲁木齐 6 家机场进境免税店，其中广州、成都免税店所在的机场为 11 家机场中旅客吞吐量最大的两家机场，且中标的 6 家机场旅客吞吐量基本都保持着良好的增长水平，这些都为中免中标的机场免税店提供了强大的客户资源基础。

继续看好免税行业高增长，中免或进入“越大越强”良性循环

在消费升级和国家政策引导消费回流的趋势下，我国免税业继续保持高速增长，行业持续向好。

此次，中免公司收购日上上海并中标上海浦东、虹桥机场免税经营权后，强势弥补了其在上海免税市场的短板，中国国旅也进一步巩固在国内免税行业中的龙头地位。经营规模的扩大带来的是更低的进货成本和更高的毛利率并进入“越大越强”的良性循环。另外，中免目前已具备京沪等地外国人离境市内免税店资质（独家），未来仍有巨大发展空间。在免税行业持续向好的大趋势下和国家政策的支持下，中免作为我国免税业龙头有望乘势而起，充分享受行业上升与规模扩大带来的双重利好。

建议关注：中国国旅（601888.SH）

人造景区发展迅速，传统景区平稳发展

近年来人造景区表现突出，上海迪士尼在中国市场取得的成功吸引了大量国外主题乐园入驻中国抢占市场，同时中国本土的主题乐园也开始蓬勃发展，未来两年将有激烈竞争；与旅游行业其他子行业相比，传统景区受经济波动影响小，近年来客流量发展平稳，国家对景区门票价格加强管制，景区发展应当注重增加国内消费和提高复购率，部分特色小镇投资和运营企业注重景区内精神消费的培育和口碑传播，有利于增加国内消费和提高复购率；作为城乡产业融合的重要措施，国家和地方频繁出台政策，文旅特色小镇的发展在政策支持下或将进入高速发展期。投资景区是旅游行业投资的重要主线，投资时应当重视景区蕴含的 IP 和内容，注重满足旅游 3.0 时代新中产的精神需求。

主题乐园为代表的人造景区竞争将加剧

近年来，国内外各大主题乐园龙头在全国纷纷上马，如 2016 年开业的上海迪士尼和正在筹建的上海乐高主题乐园、北京环球影城，以及上海迪士尼正筹划建设的新园区等，我国主题乐园市场竞争愈加激烈。

图表 58：近年来在华建设各类主题乐园统计

时间	项目名称	地点	集团	投资金额	附注
2018.5	六旗儿童世界	南京	六旗集团、山水文园		新主题公园将基于国内外主流 IP 打造游戏园区，同时也有数学、科学和康体的娱乐设施。
2018.5	恒大童世界	陕西	恒大旅游集团		西安童世界整体分为六大主题区，规模是迪士尼的 1.5 倍。其中中国 IP 为主题的项目就占了一半以上。
2018.4	北京欢乐谷第四期项目“甜品王国”	北京	华侨城集团	10 亿元	公司将通过“主题公园+动漫 IP”的运营模式，把文化与旅游深度融合，短时间内进一步提高新动漫 IP“饼干警长”的认知度。
2018.4	大型综合主题公园	广东	华侨城		华侨城以底价 1.32 亿元竞得占地约 18.4 万平方米的国有建设用地使用权，该占地用于大型主题公园综合旅游项目。
2017.11	小猪佩奇主题乐园	北京上海	默林娱乐集团		小猪佩奇乐园是以《小猪佩奇》的动画故事作为题材进行设计核心的，计划 18 年将在上海、北京率先推出两个小猪佩奇的主题乐园
2017.10	六旗儿童世界 六旗探险公园	浙江重庆	中国山水文园集团 六旗游乐园		六旗儿童世界”为有孩子的家庭量身打造，“六旗探险公园”内设很多历险活动如高空滑索、漂流和攀岩。
2017.6	惠州万达城	广东惠州	万达集团	800 亿元	是万达目前最大单笔文旅项目，并被列为“惠州最重要的文化旅游龙头项目”
2017.6	豪斯登堡主题乐园	上海	豪斯登堡	60-120 亿元	计划于 2020 建造，与长崎豪斯登堡一样的欧洲风主题公园
2017.8	恒大童世界	全国布局 15 个	恒大旅游集团		恒大将在全国布局 15 个恒大童世界项目，未来 2-5 年陆续竣工开业。每个童世界辐射半径 500 公里、8000 万人口。
2017.5	Hello Kitty 主题乐园	上海	世茂集团	约 2.5 亿元	预计于 2018 年试营业，以上海滩为主题的 Hello Kitty 室内乐园，面积约 6000 平方米

2017.3	乐高主题乐园	上海	三丽鸥、默林娱乐、景域集团		预计于 2020 年动工，2022 年竣工，项目面积约为上海迪士尼乐园的 1/5
2016.12	神舟航天乐园	广东中山	中国家居	70 亿元	预计 2020 年开园，包括四大板块：神舟航天乐园、盛世飞行会、太空之旅、太空农业园
2016.3	卡迪虚拟现实主题乐园	江苏盐城	华普索道		利用 VR（虚拟现实）技术对乐园全面改造升级，打造成全国第一家超大型 VR 主题乐园。
2016.1	星际科幻谷	浙江平阳	平阳县政府、平阳县旅	约 15 亿元	将于 2017 年 10 月开业，以 VR 为主要技术支撑的主题乐园
2015.9	环球主题乐园	北京	水木动画、首寰文旅	超过 200 亿元	2020 年前后开放，将是全球第 5 个开建的环球主题公园，也是国内首个环球主题公园

资料来源：信达证券研发中心整理

上海迪士尼乐园首个运营全年的游客量达到了 1100 万人次，开业两年入园人数达到 3400 万人次，是近两年主题乐园行业瞩目的焦点。可以看到，继 2016 年 6 月 16 日上海迪士尼开业后，大批主题乐园开始在我国计划筹建，其中不乏 Hello Kitty、乐高等颇具知名度的 IP。这些公司披露在我国建设主题乐园的消息大多集中在 2017 年左右，可以看出上海迪士尼的开业及初期在我国取得的成功吸引了很多公司进入这一领域、加大投资。

随着这些主题乐园的开工新建，2020 年左右将有一批新主题乐园集中开业，吸引大量游客参观游览，因此近期并不是规划、投资新主题乐园的最好时期，人造景区板块需要一段时间的沉淀，来恢复经济环境对人造景区造成的负面的影响，以及消化新景区集中开业带来的客源。

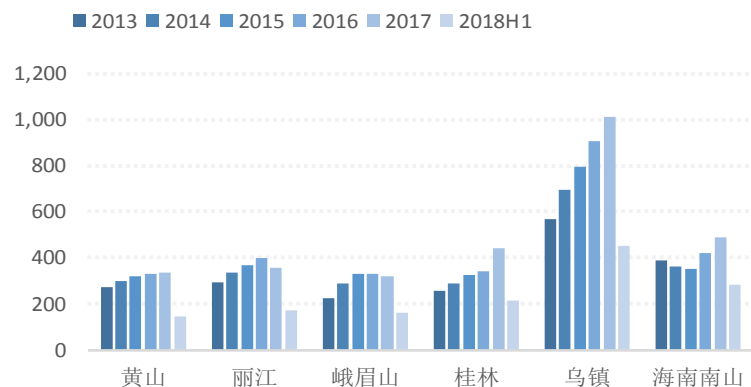
在激烈的市场竞争中，华强方特在 2018 年 5 月 28 日向中国证券监督管理委员会报送了上市辅导备案方案。2017 年，华强方特营收 38.6 亿元，同比增长 15%，归母净利润 7.5 亿元，同比增长 5.3%，净利率 19.4%。该业绩远远超过了 A 股上市规定的营收及净利润门槛。华强方特近年来持续加大主题乐园品牌创新和规模扩张。一方面，着力挖掘潜力 IP，开发复兴之路爱国主义教育基地、明日中国、熊出没等 IP，打造针对不同细分市场的中小型主题乐园；另一方面先后签约昆明、淮安、涪陵等项目，目前总计已推出八十余个具有自主知识产权的大型主题游乐项目，分布在全国 20 余座大城市。尽管华强方特 2017 年在品牌宣传推广和规模扩张投入了大量资金，但其费用率依旧有所降低（销售+管理费用率 48.7%，同比下降 4.6 个百分点），且营收大幅增长，净利率超过迪士尼（16.3%），这很大程度上归功于其持续创新和规模扩张优势。若实现 A 股上市，将更有利于该集团通过资本操作获得运营资金，为扩张业务版图增添底气。

景区门票价格管制，新型综合性景区更具吸引力

近年来我国传统景区发展平稳，增长较为缓慢。从上市公司景区经营情况来看，黄山、峨眉山等自然观光景区客流量基本达到成熟阶段，增速逐年放缓，甚至出现下降。对比自然观光景区，以乌镇为代表的集观光与休闲度假于一体的综合性景区近年来客流量与景区收入都有较大幅度的增长，这也侧面印证了当前我国游客消费观念日趋成熟，单纯的经典观光已经无法满足消费者日益增长的需求，品质游、深度游的趋势正在形成，旅游 3.0 时代正在到来。

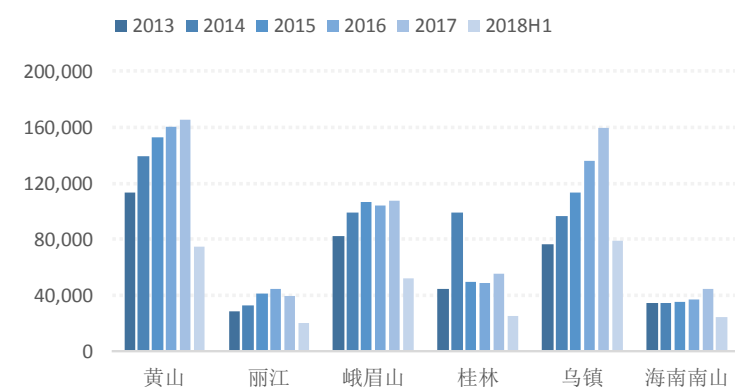
在旅游 3.0 的大背景下，游客更注重精神消费，口碑和声誉对景区影响越来越大，景区投资回报率的提高不能依靠提高票价，更不能欺骗消费者，而应当增加园内消费及提高复购率。

图表 59: 部分上市景区游客接待量, 万人



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 60: 部分上市景区营收, 万元



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来讲，传统的自然景区营收受经济波动影响较小，收益比较稳定。投资自然景区应当考虑景区是否具有过硬的内容和文化，是否能够打造综合的具有当地特色的旅游度假目的地。

2018 年 3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中提出要求积极扩大消费和促进有效投资，创建全域旅游示范区，降低重点国有景区门票价格。2018 年 6 月 28 日，发改委发布《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》，要求各景区合理界定成本构成，创新价格管理方式，严格履行政府定价程序，加强景区门票价格监管等，要规范景区价格行为，所有景区应明码标价规定，对设有通票、联票以及单独服务项目等价格应在明显位置公示。

截止 2018 年 9 月 1 日，我国已有 21 个省份出台或公布 157 个景区降价或免费措施，还有 157 个景区在“十一”假期期间宣布降价。其中包括 5A 级别景区 120 个，4A 级景区 150 多个，占到景区总数近 90% 的比例。在这些景区中，降价幅度 20% 的景区超 70 个，30 个景区免费开放。

图表 61: 我国部分省份降价景区整理

省份	景区名称	等级	调整后价格 (元)		降价幅度	
			旺季	淡季		
北京	红螺寺	4A		54	23%	
	青龙峡	4A		54	23%	
河北	唐山金沙岛景区	4A		10	67%	
内蒙古	纳林湖景区	4A	40	30	33%	
	巴丹吉林	4A		160	27%	
江苏	扬州瘦西湖	5A	100	60	33%	
	苏州西园寺	4A		5	80%	
福建	建宁闽江源生态旅游区	4A		60	25%	
江西	安福武功山景区	4A		70	22%	
	鄱阳湖国家湿地公园	4A		95	21%	
山东	青岛崂山	5A	180	120	27%	
湖北	关门山景区	5A		95	21%	
	天燕景区	4A		45	25%	
湖南	苏仙岭观景平台	4A		30	33%	
	桃花源景区	4A		128	29%	
	永顺老司城	4A		118	25%	
	石夹山国家森林公园	4A		60	25%	
	湖南宝山矿山公园	4A		90	25%	
	莽山国家森林公园	4A	77	65	24%	
	彭山旅游景区	4A		55	21%	
	紫鹊界梯田景区	4A		68	21%	
	梅山龙宫景区	4A		78	20%	
	湘江风景区	4A		96	20%	
	白玉堂	4A		16	20%	
	广东	韶关南岭国家森林公园	4A		78	35%
		韶关广东大峡谷	4A		40	33%
		韶关乐昌市佛岩风景区	4A		47	22%
泸州老窖工业旅游景区		4A		50	58%	
四川	广安神龙山巴人石头城	4A		45	50%	
	武胜宝藏寨景区	4A	40	20	43%	
	罗江庞统祠	4A	30	30	40%	
	天仙桐景区	4A		38	40%	
	贵州	荔波大小七孔	5A	130	110	21%
宁夏	中华黄鹤楼	4A		60	25%	
	金沙湾中华黄河坛	4A		90	25%	
新疆	白哈巴	5A	30	15	40%	
	天山天池	5A	95	45	24%	
	葡萄沟	5A		60	20%	
	喀纳斯、白哈巴通票	5A	195	100	34%	
	新疆景区全面降低乘车区间乘车价格, 平均降幅30%					

资料来源: 信达证券研发中心整理

预计景区的普遍降价, 将会吸引更多的消费者出游, 带动我国国民出游率的提高与整体旅游收入的增长, 但是部分景区, 特别是接待能力提高空间不大、门票收入占比高的传统景区的营收和资产回报率将会受到负面影响。而以乌镇、古北水镇为代表的特色小镇, 接待能力随资本开支有较大上升空间, 游客园内消费等非门票收入占比高, 受到降价政策影响小, 而且长期来看, 适当降低票价更有利于游客数量增长和口碑、声誉的提升和传播, 对长期的资本回报有正面影响。

旅游 3.0 引领文旅特色小镇进入高速发展期

在旅游 3.0 背景下，消费者更注重有内容、品质的旅游目的地，更希望能够体验原汁原味的当地生活，“寻找不一样的自己”。文旅特色小镇是符合旅游 3.0 时代消费者需求的旅游目的地。

2016 年 7 月，住建部等三部委发布《关于开展特色小镇培育工作的通知》，决定在全国范围开展特色小镇培育工作，计划到 2020 年培养 1,000 个左右各具特色、富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇，引领带动全国小镇建设。文旅特色小镇依托区位、自然资源、人文资源、文化特色优势而建，同时作为城乡产业结合的重要措施享受政策红利，在旅游 3.0 背景下，文旅特色小镇或将进入高速发展期。

图表 62：2016 年以来特色小镇相关国家政策整理

政策类型	部门	时间	政策	主要内容
培育政策	国务院	2016.2	关于深入推进新型城镇化建设的若干意见	发展具有特色优势的休闲服务、商贸物流、信息产业、先进制造、民俗文化遗产、科技教育等魅力小镇，带动农业现代化和农民就近城镇化。
	住房城乡建设部国家发改委财政部	2016.7	关于开展特色小镇培育工作的通知	到2020年，培育1000个左右各具特色、富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、文化传统、美丽宜居等特色小镇。
	国家发改委	2016.10	关于加快美丽的特色小（城）镇建设的指导意见	以人为本、因地制宜、突出特色、创新机制、夯实城镇产业基础、完善城镇服务功能，优化城镇生态环境、提升城镇发展品质、建设美丽特色型小（城）镇。
	文化部	2017.4	“十三五”时期文化产业发展规划	到2020年，文化与旅游双向深度融合，支持建设一批有历史、地域、民族特色和文化内涵的旅游休闲街区、特色小（城）镇、旅游度假区
	体育总局	2017.5	关于推进运动休闲特色小镇建设工作的通知	到2020年，在全国扶持建设一批体育特征鲜明、文化气息浓厚、产业集聚融合、生态环境良好、灰机人民健康的运动休闲特色小镇。
	国家发改委、国土资源部、环境保护部、住房城乡建设部	2017.12	关于推进政策性金融支持小城镇建设的若干意见	提出各地要控制特色小镇和小城镇建设数量，实行创建达标制度，严防政府债务危机，严控房地产倾向，严格节约用地。
金融政策	住房城乡建设部中国农业发展银行	2016.10	关于推进政策性金融支持小城镇建设的通知	政策性信贷资金支持转移农业人口、提升小城镇公共服务水平和提高承载能力为目的的基础设施和公共服务设施建设，以及促进小城镇特色产业发展提供平台支撑的配套设施建设。
	住房城乡建设部国家开发银行	2017.1	关于推进开发性金融支持小城镇建设的通知	开发性金融主要支持以转移农业人口就地城镇化、提升小城镇公共服务水平和提高承载能力为目的的设施建设，支持促进小城镇产业发展的配套设施建设，以及支持促进小城镇宜居环境塑造和传统文化传承的工程建设。
	住房城乡建设部中国建设银行	2017.4	关于推进商业金融支持小城镇建设的通知	商业金融支持改善小城镇功能，提升发展质量的基础设施建设，支持促进小城镇特色发展的工程建设，支持小城镇运营管理融资
土地政策	国土资源部	2016.4	关于进一步做好新型城镇化建设土地服务保障工作的通知	合理调整耕地保有量和基本农田保护面积，适当调整建设用地规模，统筹安排生产、生活和生态用地，优化区域、城乡用地结构和布局，保障新型城镇化必要用地。

资料来源：信达证券研发中心整理

在《关于开展特色小镇培育工作通知》中提出将从培育、金融、土地等多个方面给予政策支持。在国家政策的支持下，地方

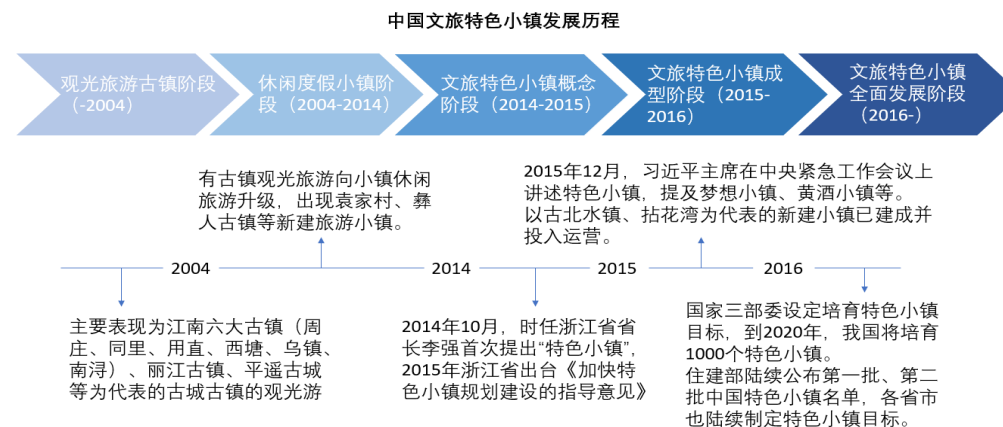
政府针对特色小镇也发布了多项政策支持，特色小镇的发展深受重视。

图表 63：2016 年以来部分地区关于特色小镇相关政策整理

省份	政策
部分省市特色小镇培育目标	浙江省 重点培育和规划建设100个左右特色小镇
	江苏省 到2020年力争形成100个左右特色鲜明的特色小镇
	重庆市 十三五期间，建成30个左右的特色小镇
	河北省 3-5年时间，培育建设100个特色小镇
	天津市 到2020年，创建20个市级特色小镇
	安徽省 到2020年，重点培育80个左右特色小镇
	贵州省 十三五期间，建设100个示范小城镇
	广东省 到2020年建成100个升级特色小镇
部分省市对特色小镇的金融政策支持	陕西省 给予省级重点示范镇1000万/年资金支持，省级文化旅游名镇500万/年资金支持
	天津市 6%贷款年利率，不超过1000万元的贴息扶持
	福建省 对特色小镇给予债券和贴息支持
部分省市对特色小镇的土地政策支持	福建省 对每个特色小镇各安排100亩用地指标，新增建设用地计划予以倾斜支持
	浙江省 对如期完成年度规划目标的按实际使用指标的50%给予配套奖励
	陕西省 给予每个省级重点示范镇1000亩、文化旅游名镇（街区）200亩城乡建设增减挂钩用地指标支持
	福建、江西、山东、湖北等 要求特色小镇的建设优先利用低丘坡地、滩涂资源和存量建设用地

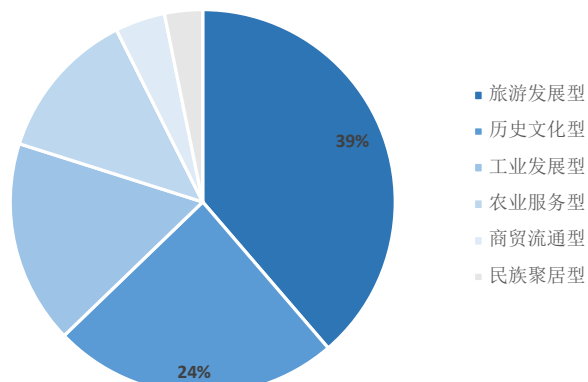
资料来源：信达证券研发中心整理

图表 64：文旅特色小镇发展历程

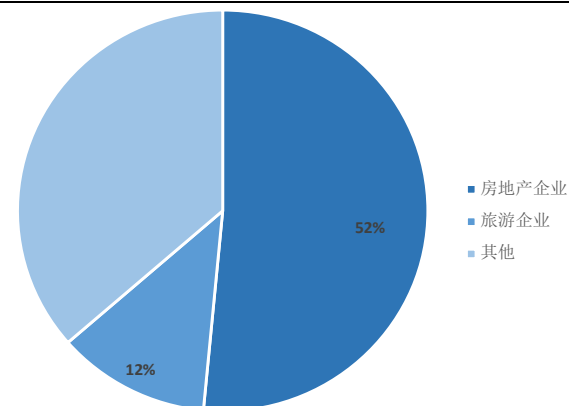


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

截止到 2018 年 7 月，全国共有 22 个省份提出特色小镇创建计划，总计划数量超过 1500 个，其中文旅特色小镇数量超过 700 个。另外，住建部陆续公布了第一批、第二批国家级特色小镇共 403 个。其中文旅小镇 253 个，占比高达 63%。

图表 65: 住建部第一批、第二批国家级特色小镇类别分布


资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

图表 66: 2017 品牌影响力 TOP50 中国文旅特色小镇运营商类别分布


资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

然而从小镇运营商类别分布来看, 房地产企业占比超过半数, 旅游企业仅占 12%。房地产企业相对旅游企业, 在开发文旅小镇的前期规划、基础设施建设、配套商住开发方面具有一定得优势, 也具有较强的资金实力, 使小镇项目具有更强的落地性, 但是小镇的房地产倾向愈加严重, 背离发展初衷, 归根结底是因为相对于旅游企业, 房地产企业开发的文旅小镇往往缺乏特色, 运营能力低下, 旅游发展的管理运营团队缺位, 只能依靠卖房来提高投资回报率, 产生了很多“挂羊头卖狗肉”, 名不副实的文旅特色小镇。

由旅游企业、景区运营的专业团队主导文旅特色小镇的开发, 建立符合不同游客需求层次的细分旅游产品, 回归文旅特色小镇的本质, 促进乡村和美丽中国建设, 才能够契合国家推出特色小镇政策的初衷。

围绕老龄化、中国人对家庭观念的重视, 以及国家对全域旅游的大力支持, 我们最看好以康养为核心, 辅以休闲度假、休闲农业、医学、养老、体育、文化等产业, 适合全家出行, 地处核心城市两小时经济圈以内的文旅特色小镇。

现阶段, 大部分文旅特色小镇处于规划建设阶段, 仅有一小部分处于运营状态。2017 年, 我国文旅特色小镇营收规模 450 亿元, 进展全国旅游总收入 0.83%, 仍有广阔的市场空间。艾瑞咨询预测, 2021 年特色小镇营收规模将达到 1,200 亿元, CAGR 达到 28%。我们预期核心城市两小时经济圈以内, 满足新中产旅游 3.0 时代需求的文旅特色小镇将获得更高的增长和资本回报。

建议关注: 中青旅 (600138.SH)

行业评级

2019 年旅游行业将持续稳步发展，受汇率等影响，我国出境游增速或有所下滑；酒店板块虽受益于行业上行周期表现，但企业主对经济波动的担心仍将显著影响境内酒店行业表现；免税行业继续在消费升级背景和政策红利下快速发展，建议关注；同时注重景区内精神消费、口碑建设的人造景区值得关注。在旅游常态化和物质、精神消费升级的推动下，旅游行业开始进入 3.0 时代，各旅游企业开始调整发展布局，深挖客户需求，提高产品质量。鉴于新背景下旅游行业各参与方处在探求新平衡阶段，加之外部环境因素可能影响整个行业正常发展，因此维持“中性”评级。

建议关注：中国国旅（601888.SH）、首旅酒店（600258.SH）、锦江股份（600754.SH）、中青旅（600138.SH）

公司推荐

中国国旅（601888.SH）

免税业务快速发展驱动公司毛利率持续上升，业绩高速增长。中国国旅旗下的中免公司作为中国免税业龙头，近年通过收购日上、积极参加免税标段招投标、大力发展离岛免税、积极探索市内免税实现了免税业务的质量升级，免税业务的销售额与毛利率都不断增长。在当前消费升级和政策引导消费回流的背景下，中国国旅将充分享受规模快速扩张和行业高速增长带来的双重利好。中国国旅受自身规模扩张和行业高速增长拉动，免税业务将持续高速增长，同时公司旅行社业务稳中有升，我们维持公司“买入”评级。

风险因素

宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、行业增长不及预期、免税业务毛利率增长不及预期、行业竞争风险、汇率风险，以及不可抗力因素。

锦江股份（600754.SH）

在酒店上升期中，酒店收入增速超过成本费用增速，成本费用率下降，利润大幅提升。2018年Q3公司TTM销售+管理费用率为76.8%，季度环比降低0.5个百分点。我们在前期报告中预期公司2017年至2020年每个季度销售管理费用率约下降0.7~1.2个百分点，公司实际2018年Q2下降0.5个百分点，降幅接近于平均值，仍处在费用率下降通道内。公司前三季度实现归属于上市公司股东的净利润87,191万元（+22.51%）；扣非净利润67,720万元（+36.99%）。归母净利润上升一方面因为有限服务型酒店收入增长（特别是铂涛系酒店和维也纳系酒店），上海、杭州、苏州、无锡肯德基投资收益同比增加，另一方面源于公司销售管理费用率下降。除此之外，影响公司净利润的主要因素还有法国卢浮集团因所适用的企业所得税税率下调；报告期内锦江之星因子公司动迁取得补偿收益；公司出售长江证券股票所得税前收益比上年同期减少。受益于酒店行业进入上行周期，RevPAR的上涨将持续带动公司运营利润率的增长。维持公司“买入”评级。

风险因素

宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险，以及不可抗力因素。

首旅酒店 (600258.SH)

在酒店繁荣期中，酒店收入增速超过成本费用增速，成本费用率下降，利润大幅提升。2018年Q3公司TTM销售+管理费用率为78.5%，比2018Q2的销售+管理费用率降低0.2个百分点。我们在前期报告中预期公司2017年至2020年每个季度销售管理费用率约下降0.7~1.2个百分点，公司实际2018年Q3下降0.2个百分点，降幅低于平均值，仍处在费用率下降通道内。公司前三季度营业收入636,851万元，同比增速0.9%，低于我们预期，主要源于公司发展战略调整，直营中高端酒店新开数量低于我们预期。公司实现利润总额115,602万元（同比+35.0%），上升29,940万元。利润总额上升主要因为公司酒店业务利润增长，符合我们预期的酒店繁荣期当中，成本费用率下降，利润大幅提升；公司出售燕京饭店等股权以及其它非经营性因素影响，导致非经常损益比上年同期增加利润总额17,161万元；公司通过良好的资金管理节约了财务费用，比上年同期增加利润总额5,185万元。受益于酒店行业进入上行周期，RevPAR的上涨将持续带动公司运营利润率的增长。维持公司“买入”评级。

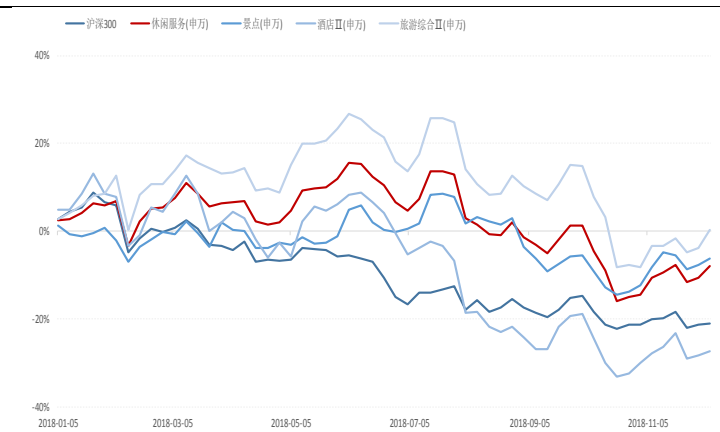
风险因素

宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、通货膨胀风险、行业竞争风险、加盟店风险、汇率风险、行业增长不及预期，以及不可抗力因素。

2018 年市场回顾

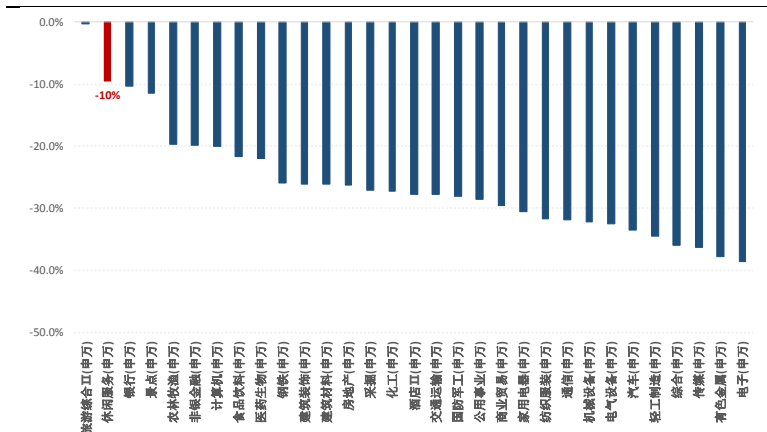
2018/1/1 至 2018/12/10，休闲服务指数下跌 10%，沪深 300 下跌 22%，休闲服务指数高于市场 12 个百分点。其中酒店 II 下跌 27.7%，景点下跌 11.5%，旅游综合 II 下跌 0.4%。在 2018/1/1 至 2018/12/6 板块涨跌幅中，申万休闲服务指数在申万 28 个一级行业中排在第一位。

图表 67：沪深 300 与申万休闲服务板块及其各子版块走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心

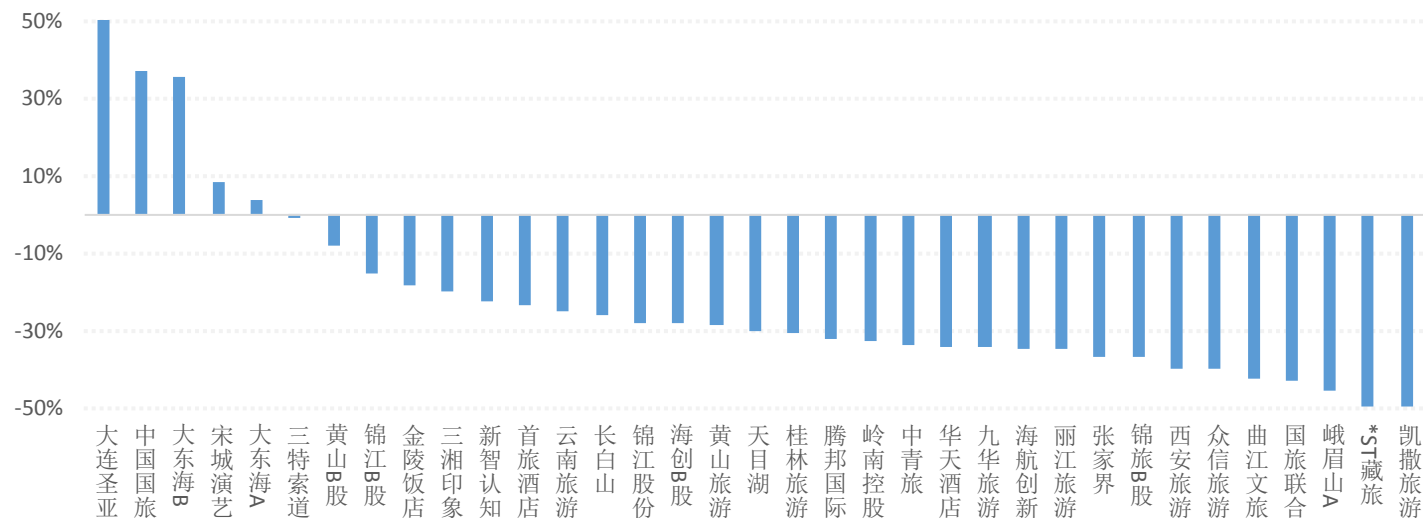
图表 68：申万 28 行业涨跌幅



资料来源：Wind，信达证券研发中心

个股方面，2018/1/1 至 2018/12/10 表现前三：大连圣亚（52.1%）、中国国旅（36.8%）、大东海 B（35.6%）。

图表 69：休闲服务板块个股涨跌幅情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

风险因素

宏观风险：宏观经济下行；汇率波动剧烈。

政治风险：政治外交紧张；恶性事件频发。

不可抗力：气象灾害不断，极端天气频发。

研究团队简介

陶伊雪，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014年12月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业、能源化工行业研究。

范峻巍，艾克赛特大学金融与投资硕士，2017年4月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。