

消费承压之下，择优而栖

——餐饮旅游行业 2018 年年度投资策略报告

2018 年 12 月 15 日

看好/维持

餐饮旅游	年度报告
------	------

投资摘要：

受权重股中国国旅带动，2018 年（截止 11 月 1 日）餐饮旅游（中信）指数下跌 11.89%，中信一级行业中排名第 3。子行业来看，免税、人工景区表现强势，酒店、出境游、自然景区承压下挫。目前行业整体估值为 25 倍，在全部行业中排名第 10，接近近十年估值低点。

2018 年前三季度国内旅游人数 38.07 亿人次，实现旅游收入 3.44 万亿元，同比分别增长 10% 和 12%，旅游消费整体保持较为稳定增长。虽然经济下行压力下消费板块整体承压，但旅游业产业链长、环节诸多，各子板块所受影响不同。随着我国居民出游率持续提升，行业渗透率稳步提高，旅游消费习惯逐步养成，旅游在可选消费中的“必选”消费特性逐渐显现。2019 年旅游板块有希望在宏观承压背景下继续保持较为稳定增长，穿越周期。

- ◆ **免税：受益高端消费回流及政策全力加持，我国免税行业持续蓬勃发展，规模效应下龙头中免强者愈强。**海南离岛免税政策不断放宽，购物金额提升，产品品类不断丰富，离岛免税方式多元化，有望带动客流和客单双升。加之市内店预期的提升下，未来我国免税仍有巨大空间。
- ◆ **出境游：“一线”进入高基数低增速时期，“二三线”已成实际主力，“行业换挡”即将完成，低估值叠加预期差。**下半年受泰国沉船等突发事件影响拖累，行业全年预计增速约 10%，但相较前两年触底回升趋势明显。随着居民收入的不断提升，二三线城市正将进入出境游需求爆发增长阶段。从结构和增速来看，目前二三线城市已经成为行业的核心驱动，加之新增国际航线大幅下沉式增长，以及签证政策进一步放宽，未来行业驱动由一线进入二三线换挡即将完成。建议重点关注前期跌幅较大、业绩确定性强的龙头企业。
- ◆ **酒店：行业 RevPAR 承压仍上行，龙头谋求结构升级，中端市场仍是趋势。**经济下行影响下，酒店需求疲弱，提价周期支撑 revpar 增长。同时中端酒店占比持续提升，行业结构性优化；龙头集团内部提质升级，业绩改善可期。
- ◆ **景区：人工景区韧性更强，周边游、主题公园消费火爆。**自然景区受接待瓶颈、天气状况等影响较大，客流增长放缓；同时受降价影响，中短期业绩承压。建议重点关注人工景区，同时关注龙头景区未来资源整合和多元化发展。

投资策略：分化行情下，建议关注基本面稳定，成长性确定的龙头企业；以及前期跌幅较大，存在估值修复行情的优质公司。重点推荐：中国国旅、宋城演艺、锦江股份、众信旅游。建议关注：中青旅。

风险提示：政策风险、突发性事件影响、宏观经济持续低迷

分析师：

张凯琳

010-66554087

执业证书编号：

zhangkl@dxzq.net.cn

S1480518070001

细分行业	评级	动态
餐饮	看好	上调
酒店	看好	维持
景区	中性	下调
旅游综合	看好	维持

行业基本资料

		占比%
股票家数	30	0.84%
重点公司家数	-	-
行业市值	2854.76 亿元	0.56%
流通市值	2479.78 亿元	0.68%
行业平均市盈率	10.69	/
市场平均市盈率	13.66	/

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《社会服务行业周报：中青旅设立消费金融公司，三亚计划新增 15 条境外航线》2018-12-10
- 2、《社会服务行业周报：海南离岛免税额度提升至 3 万元，腾邦国际本周复牌》2018-12-04
- 3、《社会服务行业周报：中免与阿里巴巴签署战略合作协议，美团三季报营收同比增长 97.2%》2018-11-26
- 4、《社会服务行业周报：华夏人寿受让凯撒旅游 5% 股份，深改委通过海南离岛免税调整方案》2018-11-19

目 录

1. 2018 年板块整体回顾	4
1.1 宏观经济承压背景下，旅游客流及收入仍保持增长势头	4
1.2 板块业绩整体稳健，优质龙头表现靓丽	5
2. 免税：政策加持+规模效应，强者愈强	8
2.1 政策引导消费回流，行业龙头	8
2.1.1 高端消费回流打开国内增长空间	8
2.1.2 政策红利不断释放，行业龙头格局凸显	9
2.2 优享行业红利，继续期待离岛免税和市内店发展	10
3. 出境游：行业增速回升，二三线将成新一轮核心驱动	12
3.1 突发事件致短期承压，行业增速回稳趋势明确	12
3.2 二三线将成新一轮核心驱动	13
3.3 上控资源、下沉渠道，龙头公司或将率先享受行业红利	15
4. 酒店：RevPAR 增长承压，龙头谋求结构升级	16
4.1 行业进入上行周期尾声	16
4.2 龙头谋求结构升级，中端仍是趋势	16
5. 景区：人工景区韧性更强，自然景区静待转型整合	18
5.1 人工景区：韧性较强，周边游火爆带来利好	18
5.2 自然景区：门票经济被打破，期待企业转型整合	19
6. 投资策略	20

表格目录

表 1: 2011-2018 年免税相关政策持续释放	9
表 3: 2011 年以来离岛免税政策不断放宽	11
表 4: 2018 年中国游客出境旅游目的地接待人次同比增速（月）	13
表 5: 2017 年出境旅游出发城市人次及增速前十名	14
表 6: 2018 年上市景区降价一览表	19
表 7: 重点公司盈利预测	21

插图目录

图 1: 2010-2018 年 Q3GDP 总额及增速	4
图 2: 2017-2018 年 CPI 增速	4
图 3: 2008-2018 年我国国内旅游人数及同比增长率	5
图 4: 2008-2018 年我国旅总收入及同比增长率	5

图 5: 2018 年前三季度各子版块营收增速	5
图 6: 2018 年前三季度各子版块净利增速	5
图 7: 2018 年 1-11 月各行业板块（中信）涨跌幅	6
图 8: 2018 年 1-11 月餐饮旅游子版块涨跌幅	6
图 9: 2018 年 1-11 月餐饮旅游（中信）成分股涨跌幅	7
图 10: 截止 2018 年 11 月各行业板块（中信行业指数）估值情况	7
图 11: 餐饮旅游行业过去 10 年市盈率变化	8
图 12: 全球与国内奢侈品市场份额	9
图 13: 消费者选择境外购买奢侈品的原因	9
图 14: 中免整合前国内免税市场市占率	10
图 15: 中免整合后国内免税市场市占率	10
图 16: 近两年来三亚客流情况	11
图 17: 2015-2018H1 三亚海棠湾免税营收及增速	11
图 18: 中国免税市场渠道分布	12
图 19: 韩国免税市场渠道分布	12
图 20: 2012-2018H1 年我国出境游人次及增速	12
图 21: 2012-2016 年我国旅行社组织出境游人次及增速	12
图 22: 2008-2018 年北京旅行社组织出境游人数及增速	14
图 23: 2008-2018 年上海市旅行社组织出境游人数及增速	14
图 24: 2000-2016 年旅行社组织赴港澳台游比例持续下降	15
图 25: 2009-2017 年出境游、出国游跟团比例持续上升	15
图 26: 2014-2018 年我国样本星级饭店 RevPAR	16
图 27: 2017-2018 年样本星级饭店入住率及平均房价增速	16
图 30: 首旅酒店 2016-2018 营收及净利率	17
图 31: 锦江股份 2018 营收及净利率	17
图 32: 2018 年锦江各类型酒店 RevPAR	17
图 33: 2017-2018 年锦江不同档次酒店结构变化	17
图 34: 2017 年主要景区净利率	18
图 35: 2012-2017 年我国在线周边自助游市场交易规模	18
图 36: 2014-2018 中青旅，宋城演艺 PE	19

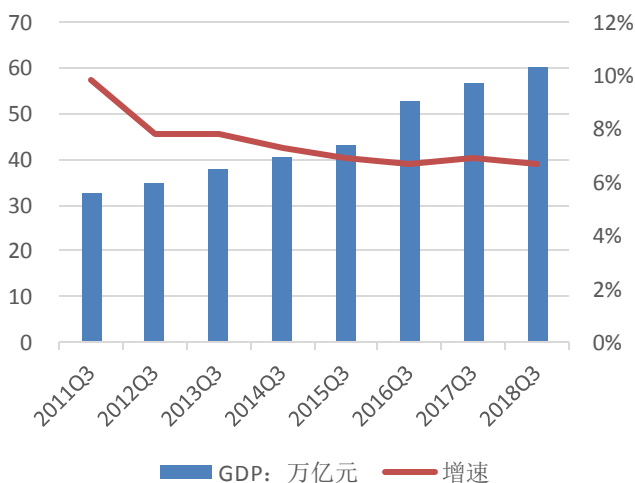
1. 2018 年板块整体回顾

1.1 宏观经济承压背景下，旅游客流及收入仍保持增长势头

2018 年前三季度 GDP 同比增长 6.7%，经济下行压力叠加中美贸易战，汇率变动以及短期信贷大幅收紧的影响，消费板块整体承压，社会消费品零售总额的名义增速从 2017 年的 10.2% 放缓至 2018 年 10 月的 8.6%。

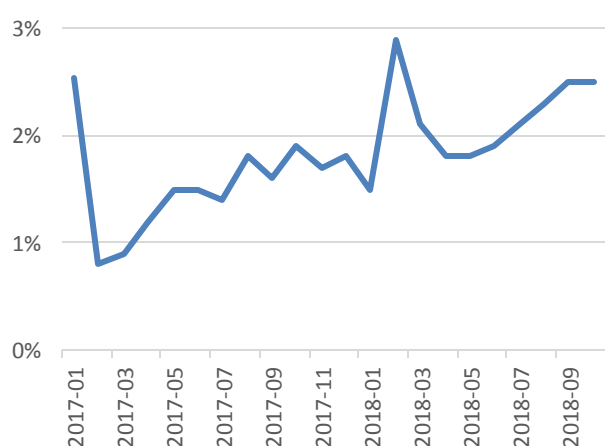
总体来看，食品饮料等为代表的基础性必选消费品走势相对稳健，可选消费则受经济下行压力较大，细分来看汽车、珠宝、家具家电等高端可选受影响更大。旅游业由于其产业链长，涉及餐饮、酒店、出行、购物等诸多环节，经济形势对各子版块影响各异。同时随着我国居民旅游消费习惯的逐步养成，居民出游率持续提升，行业渗透率稳步提高，旅游在可选消费中的“必选”消费特性逐渐显现。

图 1:2010-2018 年 Q3 GDP 总额及增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

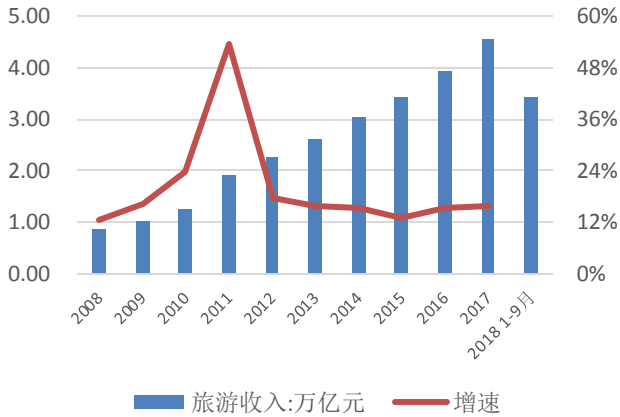
图 2:2017-2018 年 CPI 增速



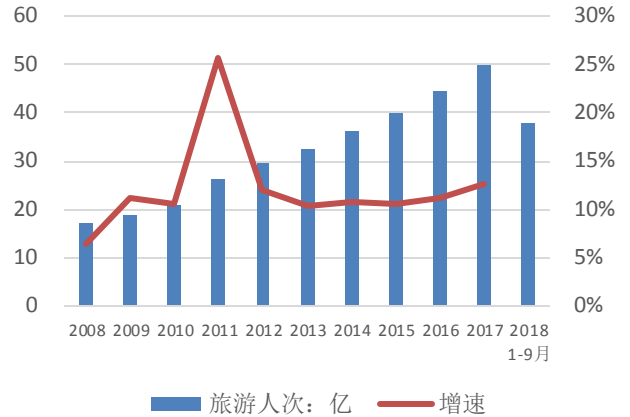
资料来源：国家旅游局，东兴证券研究所

加之近期一些旨在促进消费的宏观政策，例如个税下调方案落地，短期信贷整治告一段落，推动消费税立法等，都为可选消费打开了未来增长空间。政策利好环境叠加消费升级整体趋势，未来可选消费领域仍存在广阔潜力。随着居民出游意愿的不断攀升，旅游板块有希望在宏观承压背景下保持较为稳定增长，穿越周期。

2017 年全年我国接待国内外旅游人数超过 50.01 亿人次，旅游总收入达到 4.57 万亿元，同比去年分别增长 12.64% 和 15.92%，略高于国家旅游局预期。2018 年前三季度国内旅游人数 38.07 亿人次，国内旅游收入 3.44 万亿元，同比分别增长 10% 和 12%。在宏观经济下行背景下，旅游消费继续保持较为稳定增长。

图 3:2008-2018 年我国国内旅游人数及同比增长率


资料来源：国家旅游局，东兴证券研究所

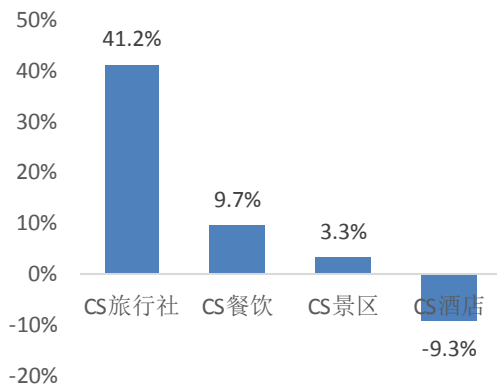
图 4:2008-2018 年我国旅总收入及同比增长率


资料来源：国家旅游局，东兴证券研究所

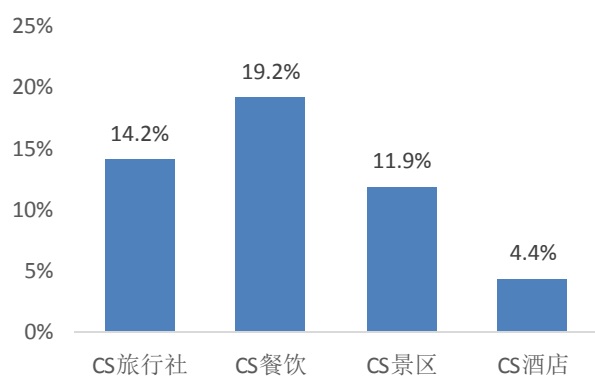
1.2 板块业绩整体稳健，优质龙头表现靓丽

2018 年前三季度，餐饮旅游板块整体实现营收 1036.87 亿元，同比增长 16.47%；板块净利润 91.35 亿元，同比增长 11.56%。费率方面，板块整体期间费用率 30.52%，其中销售/管理/财务费率分别为 21.55%，7.76%，1.21%。板块整体增收降费，经营情况稳健向好。

从各子版块来看，旅行社，酒店，景区，餐饮板块营收分别为 551.04 亿、238.44 亿、209.64 亿、37.74 亿元。其中营收增速旅行社（41.2%）>餐饮（9.7%）>景区（3.3%）>酒店（-9.3%），旅行社实现高营收增速主要受权重股中国国旅并表影响；而净利润方面，景区净利 35.3 亿，旅行社 35.09 亿，酒店 16.9 亿，餐饮 4.07 亿元，增速来看餐饮（19.12%）>旅行社（14.16%）>景区（11.89%）>酒店（4.4%）。广州酒家优异表现带动了餐饮板块的提升。

图 5:2018 年前三季度各子版块营收增速


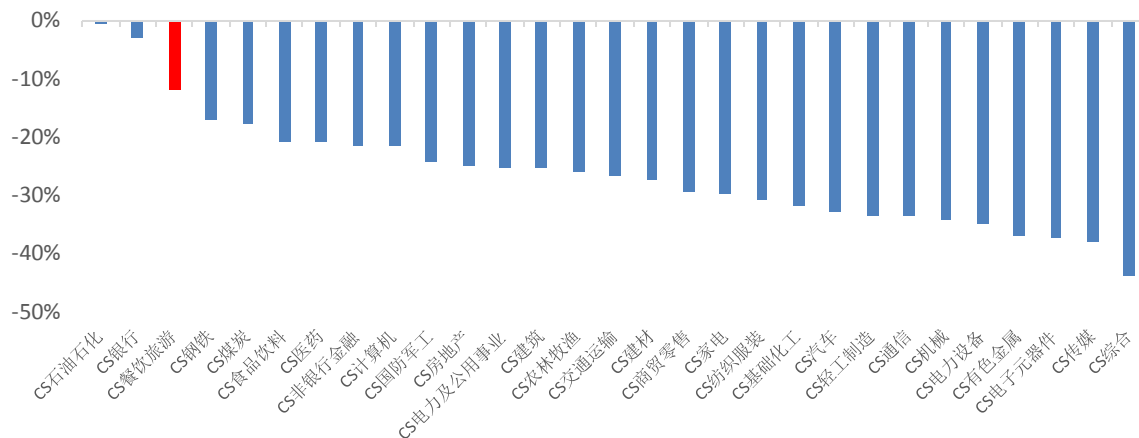
资料来源：国家旅游局，东兴证券研究所

图 6:2018 年前三季度各子版块净利增速


资料来源：国家旅游局，东兴证券研究所

从二级市场表现来看，截止 2018 年 1-11 月 1 日，受权重股中国国旅的带动影响下，餐饮旅游（中信）指数下跌 11.89%，在大盘整体承压的背景下跌幅较小，在 29 个中信一级行业中排在第 3 名，板块显示出一定的抗跌性。同期沪深 300 指数下跌 16.08%，上证指数下跌 21.19%，行业分别跑赢沪深 300 和上证指数 4.19 和 9.3 个百分点。

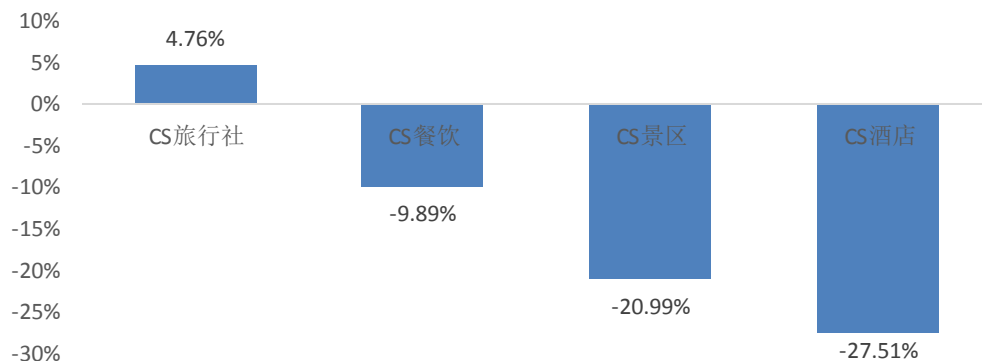
图 7: 2018 年 1-11 月各行业板块（中信）涨跌幅



资料来源：wind，东兴证券研究所

细分板块看，餐饮旅游行业四个子板块中，仅旅行社录得 4.76% 上涨（主要受权重股中国国旅上涨影响），而景区、餐饮和酒店板块均不同程度下跌，跌幅分别为 9.89%、20.99% 和 27.51%，餐饮和酒店受经济下行影响较大，板块整体跌幅较大。

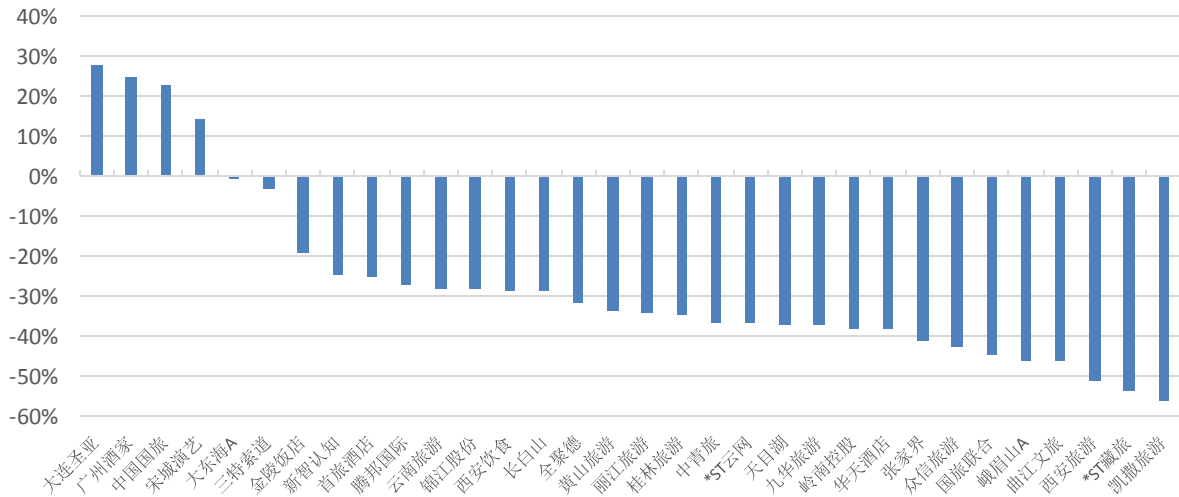
图 8: 2018 年 1-11 月餐饮旅游子版块涨跌幅



资料来源：wind，东兴证券研究所

个股方面，大连圣亚涨幅最高（27.73%）。其次分别为分别为广州酒家（24.86%）、中国国旅（22.93%）、宋城演艺（14.32%）。其中权重股中国国旅的突出表现带动了整个旅行社板块的拉升，而广州酒家的迅速增长也成为餐饮板块下挫较少的压舱石。跌幅前 5 的股票分别为凯撒旅游（-56.03%）、*ST 藏旅（-53.61%）、西安旅游（-51.28%）、曲江文旅（-46.13%）和峨眉山 A（-45.93%）。受门票降价影响，传统景区股普遍表现较弱。

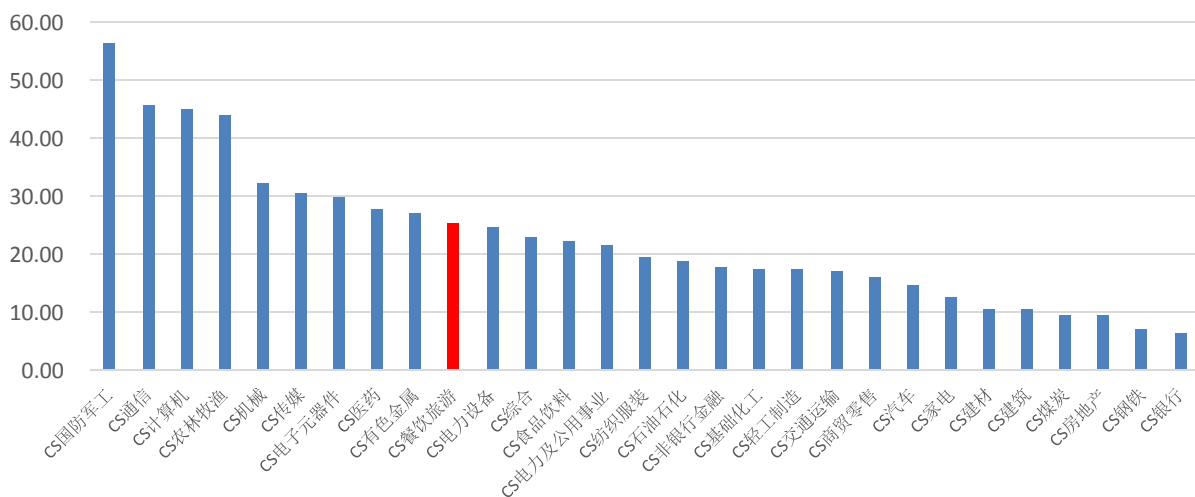
图 9: 2018 年 1-11 月餐饮旅游（中信）成分股涨跌幅



资料来源：wind，东兴证券研究所

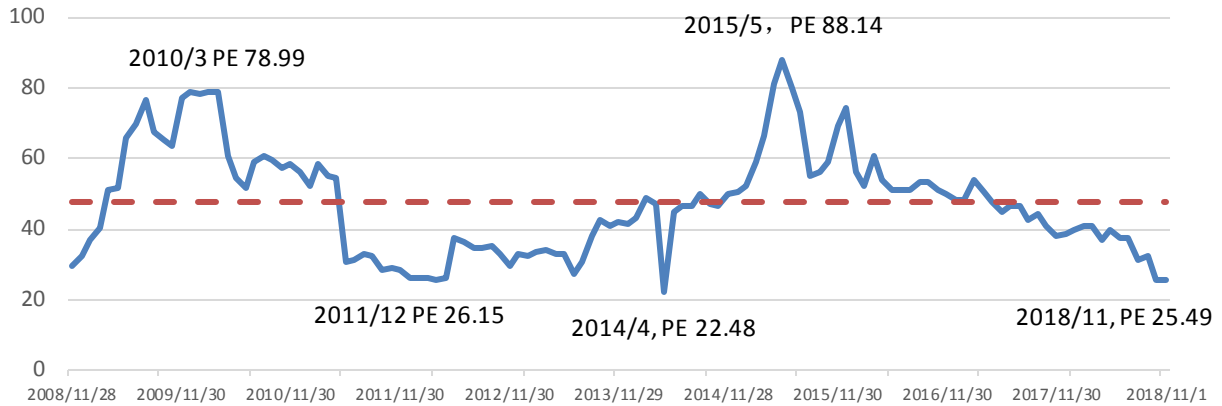
目前餐饮旅游（中信）PE 仅为 25.49 倍，在全部中信行业中排名第 10。较过去十年的平均值 47.52 倍相比已明显处于历史低位，目前已基本回归 2014 年水平，接近近十年估值的最低点。考虑到板块公司经营情况并未出现显著下滑，而板块已经过了近两年的估值消化期，我们认为餐饮旅游板块估值在此轮下跌后已基本处于市场底部，受宏观经济影响，一次探底后短期内有可能迎来二次探底，但从明年起将迎接行业的估值修复行情，板块投资价值正在凸显。

图 10: 截止 2018 年 11 月各行业板块（中信行业指数）估值情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 11：餐饮旅游行业过去 10 年市盈率变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 免税：政策加持+规模效应，强者愈强

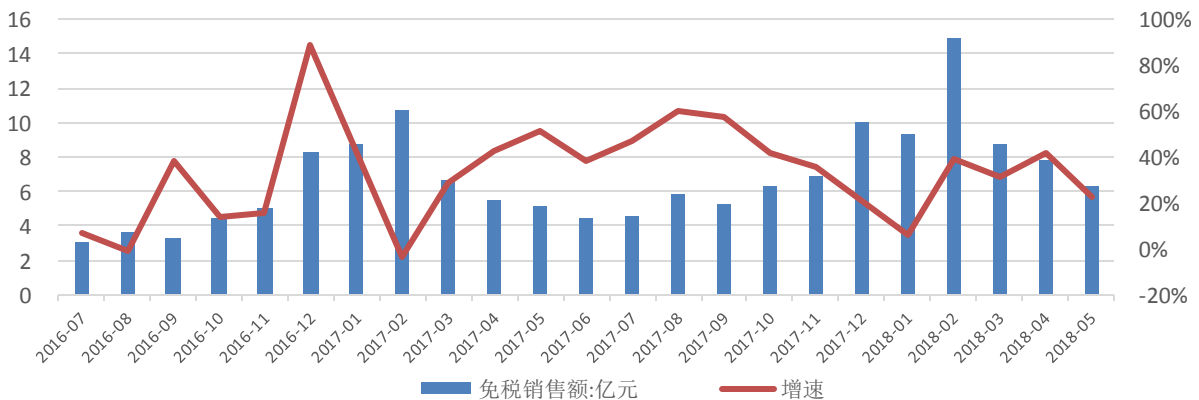
2.1 政策引导消费回流，行业龙头

2.1.1 高端消费回流打开国内增长空间

2017 年全球免税销售额约 686 亿美元（折合人民币约 4733 亿元），预计到 2023 年有望增长到 1251 亿美元（约合 8500 亿元人民币），其中中国游客显示出了巨大的旅游消费潜力。联合国报告最新数据显示，中国大陆的境外游客消费金额居世界第一，境外消费总额为 2610 亿美元，同比增长了 12%，占总消费额的 20.9%。而其中免税消费贡献了大部分消费额。

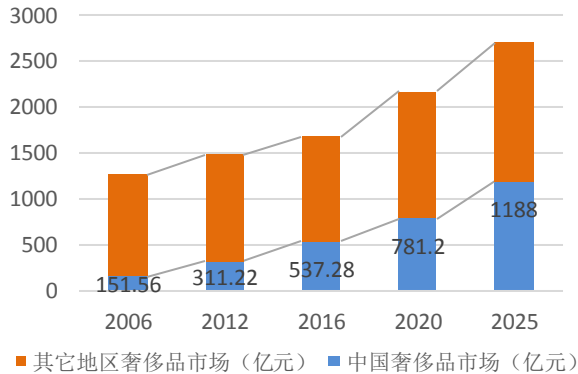
2018 年上半年，我国国内免税营业额达到 52.50 亿元，同比增长 26.81%，且近两年来各月营业额增速多保持在 20% 以上，远高于全球免税市场增速。但是中国在全球免税市场所占份额仍然偏小，与中国居民的强大消费能力不匹配，未来国内的免税市场仍然有着广阔的成长空间。

图 10：2016-2018 国内免税营业额变化

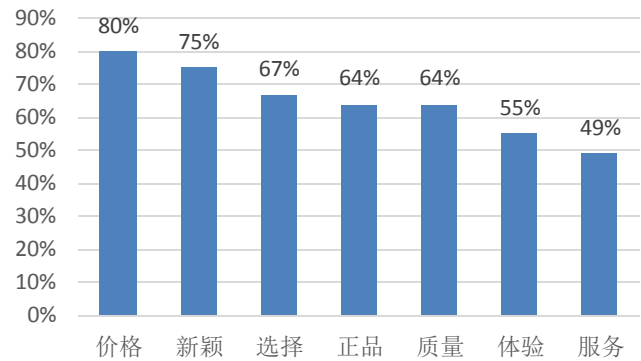


资料来源：Wind，东兴证券研究所

麦肯锡相关数据显示，目前中国占全球奢侈品市场的 32% 以上；但同时 2008 年至 2016 年间，中国居民境外奢侈品消费占境外消费金额总额的比例从三分之二增至四分之三，每年约有 4030 亿奢侈品消费流向境外。其中 80% 的消费者选择境外消费的原因是出于价格差异，而国内较高的税收则是产生价差的重要原因。因此国内免税市场的发展，有望引导相关高端消费回流，打开巨大增量空间。

图 12:全球与国内奢侈品市场份额


资料来源：麦肯锡，东兴证券研究所

图 13:消费者选择境外购买奢侈品的原因


资料来源：麦肯锡，东兴证券研究所

2.1.2 政策红利不断释放，行业龙头格局凸显

在引导消费回流的大背景下，相关政策稳步推进落实。国家出台了一系列促进免税市场发展的政策。行业利好信号持续释放，未来随着国家不断深化开放，预计相关政策将进一步放开。

表 1: 2011-2018 年免税相关政策持续释放

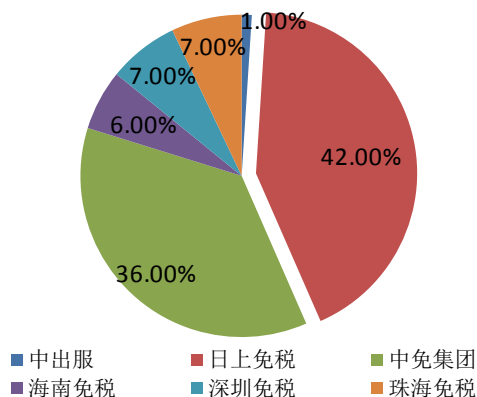
时间	政策	主要内容
2011 年 3 月	《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	开始在海南省进行离岛免税试点：对乘飞机离岛国内外旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物，在离岛免税店内付款，在机场隔离区提货离岛。
2012 年 10 月	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	放宽海南省离岛免税的政策适用对象、免税商品品种和免税购物限额
2015 年 1 月	《财政部关于实施境外旅客购物离境退税政策的公告》	在全国符合条件的地区实施境外旅客购物离境退税政策。
2015 年 8 月	《国务院关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	实施旅游消费促进计划，加快实施境外旅客购物离境退税政策
2016 年 2 月	《关于口岸进境免税店政策的公告》	增设 19 个口岸进境免税店，居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，连同境外免税购物总额不超过 8000 元
2016 年 3 月	《经济和社会发展规划十三五规划》	适应消费加快升级，积极引导海外消费回流。以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心
2016 年 6 月	京津签署《离境退税互联互通协作备忘录》	在全国率先实现离境退税跨省互联互通，今后，境外游客在京津区域内购买退税商品后，可自由选择离境口岸，并享受退税。

2017年 1月	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围。
2018年 4月	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	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
2018年 11月	《关于调整海南离岛旅客免税购物政策工作方案》	对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过16000元人民币。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。离岛旅客凭身份证件和登机牌在机场隔离区提货点提货并携带离岛。
2018年 11月	财政部、海关总署和税务总局 28日联合发布公告	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30000元，不限次。同时，增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备(非生命支持)

资料来源：国务院，财政部，东兴证券研究所

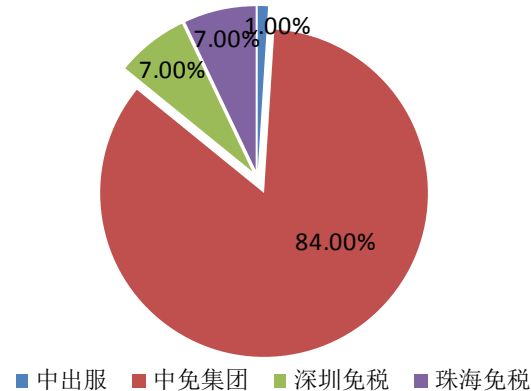
从行业竞争格局上来看，国内主要有7家获得免税牌照和经营许可企业，均为央企或国企，其中中免集团是唯一的全国范围运营商。17年中免集团收购日上，2018年12月11日，公司再次发布公告，控股股东中国旅游集团接收无偿划转的海免51%股权，至此中免已确认统一海南离岛免税市场，同时中免在全国的市占率再次提升至84%，免税龙头垄断地位进一步夯实。

图 14: 中免整合前国内免税市场市占率



资料来源：开锐咨询、东兴证券研究所

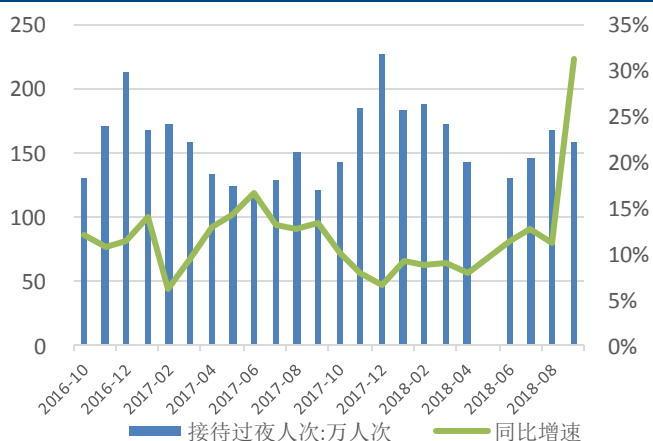
图 15: 中免整合后国内免税市场市占率



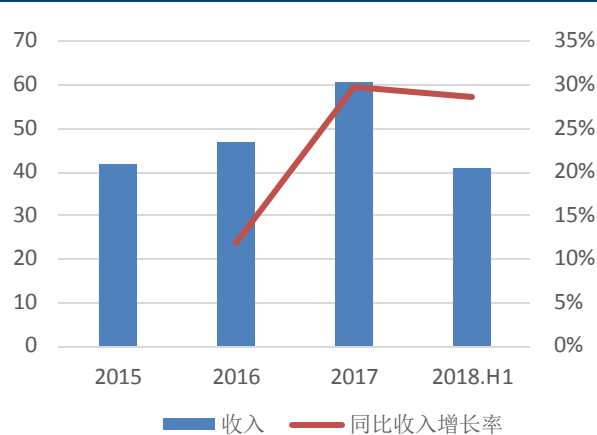
资料来源：开锐咨询、东兴证券研究所

2.2 优享行业红利，继续期待离岛免税和市内店发展

近两年离岛免税对中免业绩贡献逐年增长。从客流情况看，三亚旅游客流保持稳健增长，2018 九月三亚客流同比增速达 30%，带动免税销售额持续攀升。2018 年 H1 海棠湾离岛免税实现净利润 7.88 亿元 (+69.22%)，占中免净利 42.4%。未来随着近期海棠湾附近亚特兰蒂斯酒店，河心岛项目，海昌海洋城等一系列高端文旅配套设施建成，预期将吸引更多高端客流，免税购物转换率进一步提高，带动业绩稳步快速增长。

图 16:近两年来三亚客流情况


资料来源：开锐咨询，东兴证券研究所

图 17: 2015-2018H1 三亚海棠湾免税营收及增速


资料来源：KDFA，东兴证券研究所

同时从免税政策来看，自 2011 年离岛免税政策在海南实施以来，政策经过多轮调整，不断放宽。从免税购物额度来看，在 2015 年 3 月、2016 年 2 月分别提升购物额度有 5000 元至 8000 元和从 8000 至 1.6 万元。目前最新政策调整后海南免税额度已经提升至 3 万元每年，并且不限购买次数，较最初 5000 元提升到 6 倍额度。

可以看到整体政策趋向主要表现为免税购物金额不断提升，免税产品品类不断丰富，购物次数限制不断减少，离岛免税方式不断多元化，免税政策在不断放宽。而中免整合海免后，将独占海南离岛免税市场，加之海口、博鳌门店未来相继落地，海南离岛免税持续扩张值得期待。

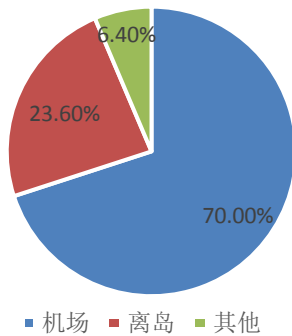
表 2: 2011 年以来离岛免税政策不断放宽

执行时间	政策	免税购物金额	免税购物次数	消费者范围
2011 年 4 月 20 日	《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	不超过 5000 元人民币	非岛内居民 1 年 2 次， 岛内居民 1 年 1 次	年满 18 周岁，乘飞机离岛但不离境的国内外居民
2012 年 11 月 1 日	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	不超过 5000 元人民币	非岛内居民 1 年 2 次， 岛内居民 1 年 1 次	年满 16 周岁，乘飞机离岛但不离境的国内外居民
2015 年 3 月 20 日	《财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	不超过 8000 元人民币	非岛内居民 1 年 2 次， 岛内居民 1 年 1 次	年满 16 周岁，乘飞机离岛但不离境的国内外居民
2016 年 2 月 1 日	《财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	不超过 16000 元人民币	非岛内与岛内居民均不限次数	年满 16 周岁，乘飞机离岛但不离境的国内外居民
2017 年 1 月 15 日	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	不超过 16000 元人民币	次数未调整，免税购物纳入铁路离岛旅客	年满 16 周岁，乘飞机或火车离岛但不离境的国内外居民
2018 年 11 月 28 日	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	不超过 30000 元人民币	不限次，但增加部分的医疗器械用品每人每次限购两件	乘船离境旅客也可享受免税待遇

资料来源：财政部，东兴证券研究所

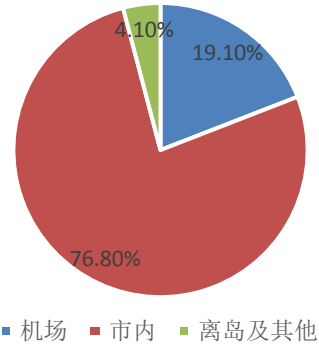
但整体来看，目前我国免税市场业态仍然以机场免税为主，营收占比达到 70%。而对标全球第一大免税零售市场韩国，韩国占比最大的渠道是市内免税店，占 76.8%，而中国的市内免税渠道仅占了不到 10%。与机场免税店相比，市内免税店客流基数大，店面面积大，购物时间长，有巨大的发展潜力。近年来上海、海南相继发布鼓励市内免税店发展的政策，预计未来政策将进一步松动；同时中免拥有包括上海，大连，青岛等地市内免税店牌照，为行业内最多，未来有望率先享受政策红利。

图 18: 中国免税市场渠道分布



资料来源：开锐咨询、东兴证券研究所

图 19: 韩国免税市场渠道分布



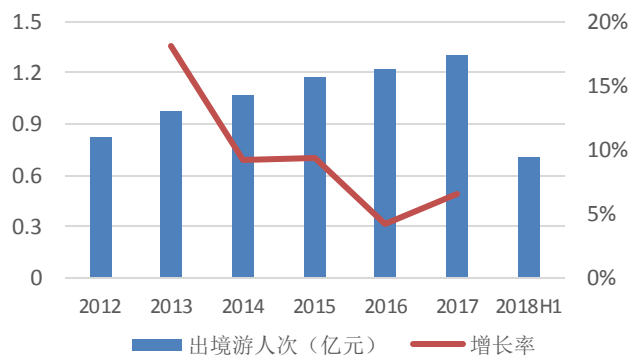
资料来源：KDFA、东兴证券研究所

3. 出境游：行业增速回升，二三线将成下一轮核心驱动

3.1 突发事件致短期承压，行业增速回稳趋势明确

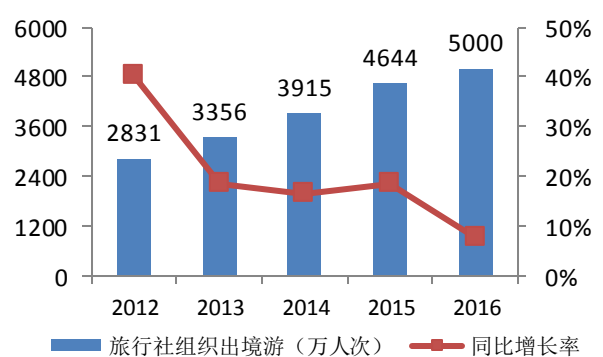
2016 年，受赴港澳台地区出境游旅游人次增速大幅下降影响，我国出境游人次增速触底仅 4.3%；2017 年开始回升，出境游总人数达 1.3 亿人次，同比增长 6.6%。2018 年上半年出境旅游人次达 0.71 亿人次，同比增 15%，高于往年同期水平。下半年由于受到部分目的地（如泰国沉船事件）影响，预计全年行业增速约 10%，但较前两年持续呈现触底反弹趋势，我们预计未来出境游仍将保持较为稳定的增长。

图 20: 2012-2018H1 年我国出境游人次及增速



资料来源：文化与旅游部，东兴证券研究所

图 21: 2012-2016 年我国旅行社组织出境游人次及增速



资料来源：文化与旅游部，东兴证券研究所

从目的地来看，亚太地区仍为出境主要目的地，除突发事件影响地区有所影响外，行业整体增速稳定。2017年港澳台内地访客为6937.38万人次，同比增长3.9%；2018年受益广深港高铁和港珠澳大桥的通车，预计未来港澳游客增长将继续保持良好势头。

从其他热门目的地表现来看，韩国呈现恢复性增长（“萨德”影响减弱），前三季度平均增速在30%以上；日本上半年增速亮眼，虽然9月出现一定下滑，但后续签证政策持续放宽，明年赴日游客预计将继续保持稳定增长。东南亚除泰国受沉船事件影响三季度出现明显下滑外，其他国家地区，如越南、马来西亚等均保持较高速增长。

表 3:2018 年中国游客出境旅游目的地接待人次同比增速（月）

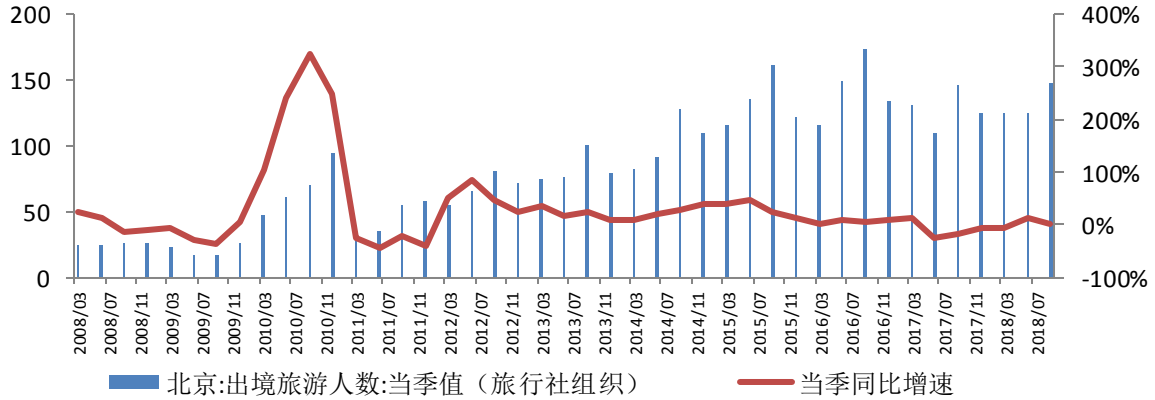
目的地	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09
香港	-5.5%	40.2%	10.1%	15.2%	10.7%	17.3%	8.0%	22.0%	3.9%
台湾	-14.5%	43.2%	-4.9%	6.3%	-5.1%	2.5%	-5.1%	2.8%	-2.9%
澳门	-3.5%	37.3%	9.8%	16.5%	9.3%	13.5%	7.6%	25.3%	5.7%
日本	0.3%	50.7%	18.2%	50.2%	50.3%	29.6%	12.6%	4.9%	-3.8%
韩国	-46.0%	-41.6%	11.8%	60.9%	46.1%	49.0%	45.9%	40.9%	36.4%
泰国	12.8%	52.0%	27.2%	31.9%	14.1%	18.1%	-0.9%	-11.8%	-1.8%
越南	69.0%	19.7%	52.6%	30.1%	25.5%	31.8%	22.8%	-1.7%	43.7%
新加坡	-8.1%	36.3%	3.8%	15.5%	14.0%	11.0%	3.3%	6.4%	5.7%
马来西亚	17.3%	62.1%	43.3%	27.7%	37.5%	29.1%	32.7%	35.9%	-
菲律宾	29.6%	86.0%	50.4%	46.6%	6.0%	29.9%	31.1%	10.9%	28.8%
加拿大	5.8%	46.2%	34.2%	19.3%	14.0%	-5.1%	-5.3%	-3.2%	18.8%
澳大利亚	-29.1%	58.6%	10.3%	7.1%	11.7%	1.3%	2.5%	0.6%	-0.1%
新西兰	-31.1%	104.4%	3.4%	18.2%	10.8%	6.7%	-0.3%	7.9%	5.6%
德国	1.5%	13.3%	-0.6%	4.5%	-11.4%	7.5%	-2.8%	9.7%	8.7%

资料来源：CEIC，东兴证券研究所

3.2 二三线将成新一轮核心驱动

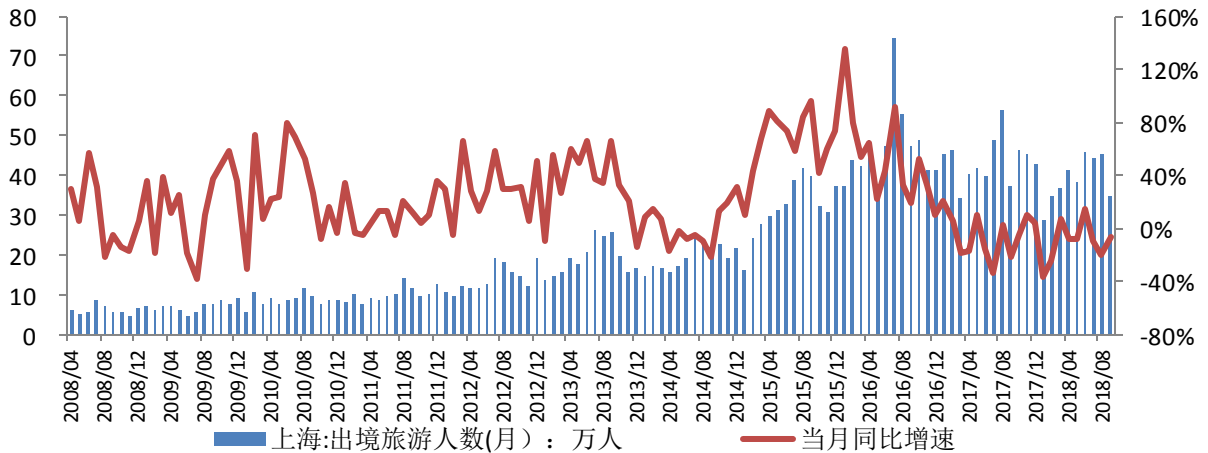
一线进入高基数低增速时代。2014年以北京、上海、广东等为代表的出境游一线省市，出境人口占比贡献度超六成。一方面由于这些省市经济发展领先全国，加之较为便利的签证与对外交通条件，使得这些地区长期成为出境游客源主要产出地。但自2016年起，北京、上海等城市开始进入低增速时期，2018年前三季度北京、上海境旅行社组织出境游人次增速分别降为2%和-10%。

图 22:2008-2018 年北京旅行社组织出境游人数及增速



资料来源：北京市旅游局，东兴证券研究所

图 23: 2008-2018 年上海市旅行社组织出境游人数及增速



资料来源：上海市旅游局，东兴证券研究所

反观二三线，随着居民收入水平的持续提升，居民出境游需求进入快速增长期，为出境旅游市场贡献了广大客群。根据中国旅游研究院发布的《中国出境旅游发展年度报告 2018》来看，出境游增速排名前十地区中，二线城市占 9 席。从近两年主要航空公司新增航线数量来看，一线城市新增国际航线 45 条，二三线新增国际航线 73 条，占比超过六成，而未来随着二三线城市国际通航情况加速改善，其出境游潜力也将进一步释放。

表 4: 2017 年出境旅游出发城市人次及增速前十名

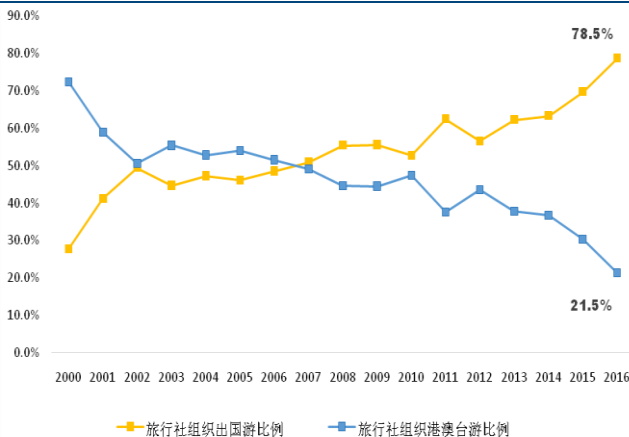
2017 年出境旅游出发城市前 10 名	2017 年出境游增速最快前 10 名
上海	西安
北京	长沙
成都	无锡

广州	太原
深圳	武汉
杭州	合肥
南京	成都
武汉	南京
天津	哈尔滨
西安	昆明

资料来源：中国旅游研究院，东兴证券研究所

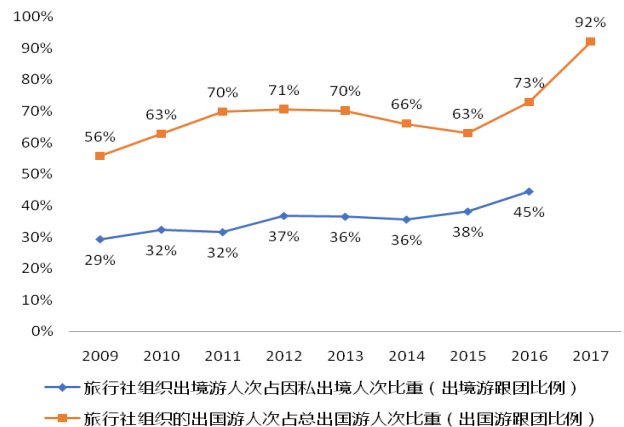
受益二三线新增初次出境人群及出游率提升红利，出境游跟团比例持续提升。我国居民出境跟团比例自 2008 年降至最低点 27.8% 后，持续稳步回升，2016 年跟团比例已超 44%；而我国居民出国游跟团比例在 2017 年更是高达 92%。从跟团目的地来看，出国游占比已近八成，港澳台则自由行趋势进一步加强。

图 24: 2000-2016 年旅行社组织赴港澳台游比例持续下降



资料来源：中国文化和旅游部，香港旅游局、澳门旅游局、台湾旅游局，东兴证券研究所

图 25: 2009-2017 年出境游、出国游跟团比例持续上升



资料来源：中国文化和旅游部，香港旅游局、澳门旅游局、台湾旅游局，东兴证券研究所

3.3 上控资源、下沉渠道，龙头公司或将率先享受行业红利

近两年出境游旅行社营收增速呈现明显放缓趋势，其原因除目的地突发性事件影响外，我们认为主要由于业务布局结构所导致。近两年出境游旅行社龙头公司（众信旅游、凯撒旅游、腾邦国际）均呈现营收增长乏力情形，尤其今年三季度受重点目的地突发事件影响，收入及利润增速大幅下降。但剔除个别目的地事件性影响，我们认为增长乏力的核心还在于：公司业务地区结构重心主要位于出境游一线省市。而近两年一线省市居民受高房价、经济下行消费承压等宏观因素影响，加之出境渗透率普遍已经较高，在公休假期不变的环境下，出游次数难以继续提高等限制性因素下，一线省市居民出境游已经进入低增速时代。

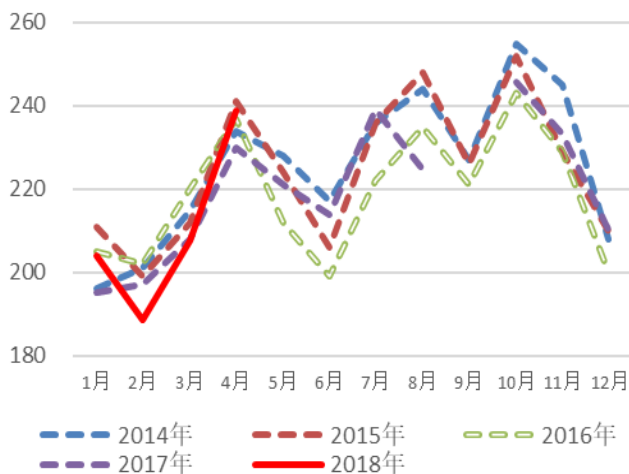
正因如此，我们认为，二三线出境市场的蓬勃发展，将为出境游旅行社带来新一轮高速发展机遇。龙头公司应向下占住赛道，向上把控优质资源，优化目的地分布，从而增强企业抵抗突发性事件对公司整体业绩影响。我们认为龙头公司以其现有的品牌、渠道和资源优势下，有望将在这“行业换挡”即将完成时期，再次脱颖而出享受行业增长红利。

4. 酒店：RevPAR 增长承压，龙头谋求结构升级

4.1 行业进入上行周期尾声

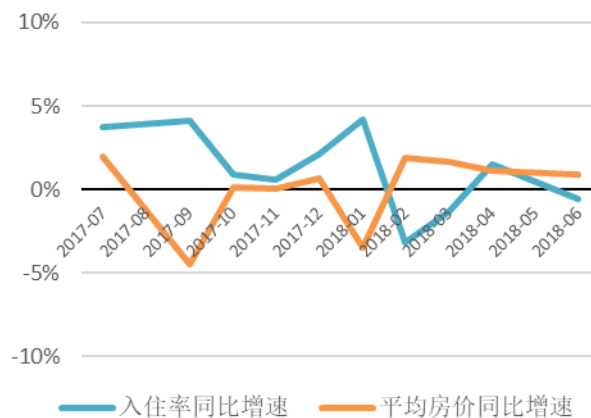
2016 年底起我国有限服务型酒店 RePAR 同比增速止跌回升，行业进入回暖周期。进入 2018 年我国宏观经济承压，1-6 月我国样本星级饭店 RevPAR 在 190-240 元之间，一季度除一月外均低于前四年水平，2 月份环比降幅达到 7%，增长略显乏力。虽然 RePAR 四月之后回升较快，但改善主要来自于 2018 年以来酒店翻新改造带来的房价上涨，入住率则仍略有下滑。

图 26: 2014-2018 年我国样本星级饭店 RevPAR



资料来源：中国旅游饭店业协会，东兴证券研究所

图 27: 2017-2018 年样本星级饭店入住率及平均房价增速



资料来源：中国旅游饭店业协会，东兴证券研究所

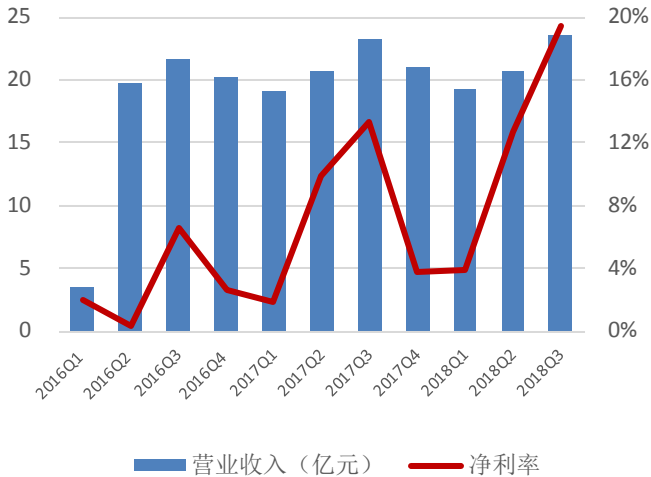
4.2 龙头谋求结构升级，中端仍是趋势

结构上来看，我国目前仍然以经济型酒店为主，占比超八成；中端型酒店虽然整体占比仍然偏低，但正在快速增长。门店结构上，酒店巨头也在加继续紧对中端酒店的布局。锦江、华住、首旅三巨头纷纷推出和颐至尊、如家精选、锦江都城、全季等中端酒店品牌；同时各大集团对传统经济型酒店加速进行升级改造：汉庭 2.0 升级已完成 45%、如家已完成 100 家直营店改造、锦江之星一二线城市直营店将陆续升级至白玉兰酒店。

目前来看锦江股份中端酒店占比业内最高，已超 30%。从 2017 年 H1 到 2018 年 H1，锦江中高端加盟酒店增速达到 16.9%，而经济型加盟酒店增速仅有 7%。但对标美国中

端酒店 60%-70%的连锁化率，我国中端酒店市场仍较为分散、连锁化率偏低，未来中端市场空间仍然巨大。

图 28:首旅酒店 2016-2018 营收及净利率



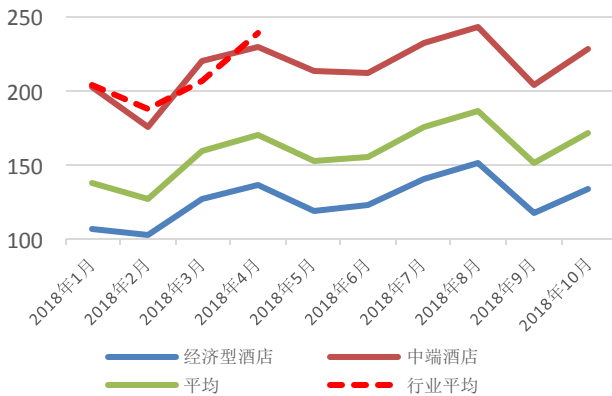
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 29:锦江股份 2018 营收及净利率



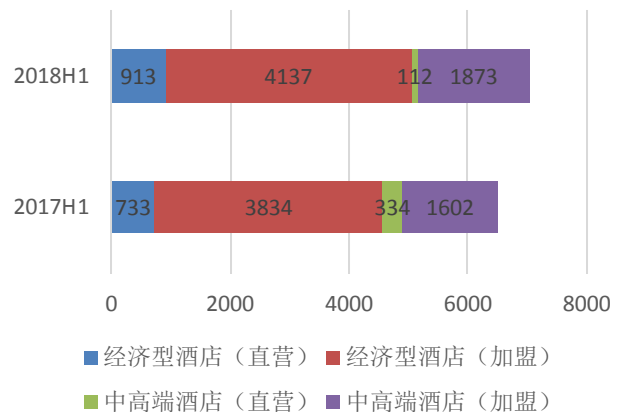
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 30:2018 年锦江各类型酒店 RevPAR



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 31:2017-2018 年锦江不同档次酒店结构变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2018 年以来，受宏观经济影响，酒店行业整体需求低迷。行业估值下行至历史低位，目前酒店板块估值仅为 22.78 倍，位于近五年来最低点。对标美股上市的华住，市盈率回调后仍在 40 倍以上。但随着龙头公司门店升级，加速扩张，预计盈利能力将继续改善，板块有望迎接新一轮的估值修复行情。

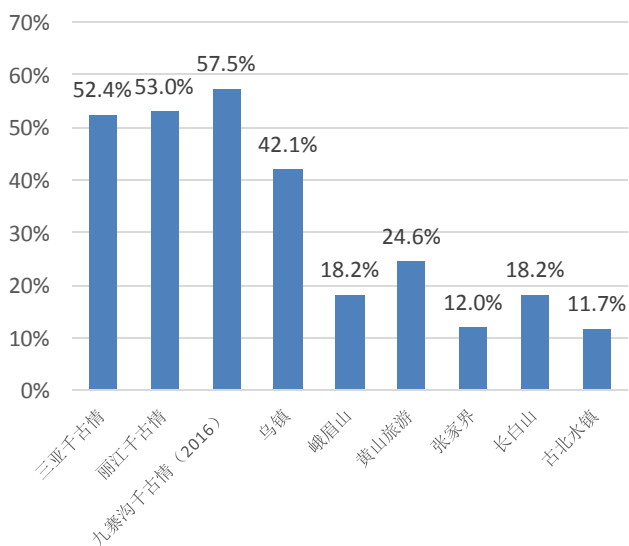
5. 景区：人工景区韧性更强，自然景区静待转型整合

5.1 人工景区：韧性较强，周边游火爆带来利好

与自然景区相比，人工景区韧性更强，盈利模式更多元。而近年来周边游的持续火爆也为人工景区带来利好。根据易观智库的数据，2017年我国在线自助周边游市场达到215.14亿元，同比增长37.2%，增速虽有所回落但增长势头依然迅猛；而2018年春节周边游市场更是量价齐升，据驴妈妈数据显示，有87.5%的游客选择了周边游，提高26.8个百分点，人均消费同比增长35%。而人工景区公司主要景区往往布局在大城市周边游的半径之内。例如中青旅的乌镇和古北水镇两大景区，分别位于长三角城市群腹地和北京市东北部；宋城演艺则是以杭州为大本营，周边游的持续火爆为这些景区提供充足客流支撑。

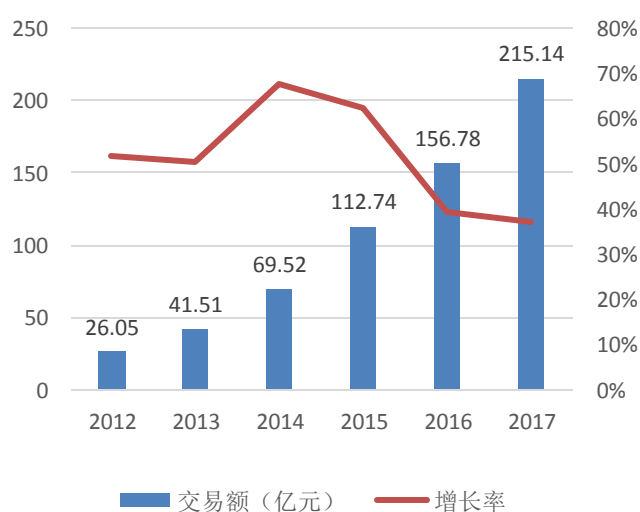
中青旅易主光大后有望依托集团金融全产业链优势，推动产融结合和管理改善；而近期古北水镇股权问题，中青旅已拟参与受让10%股权，若未来古北实现并表，公司业绩有望进一步增厚。宋城演艺在三亚，丽江，九寨项目净利率均在50%以上，远高于传统景区。同时演艺模式相对自然景区，对于天气依赖程度较低、异地复制扩张能力更强。公司第二轮异地扩张，桂林项目已经开业，张家界和西安项目预计将在2019年正式落地，新一轮的异地扩张和轻资产输出的新模式有望打开更大盈利空间。同时宋城演艺和中青旅近期估值均已处于近年历史低位。

图 32:2017 年主要景区净利率



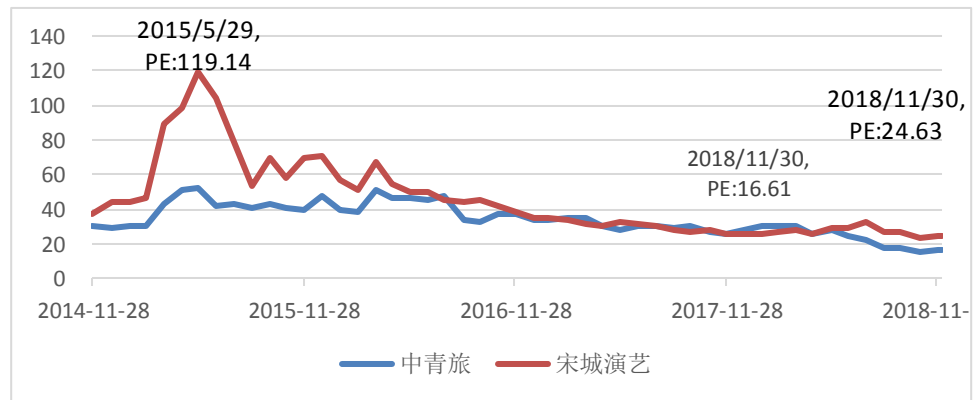
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 33:2012-2017 年我国在线周边自助游市场交易规模



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 34:2014-2018 中青旅，宋城演艺 PE



资料来源：wind，东兴证券研究所

5.2 自然景区：门票经济被打破，期待企业转型整合

自然景区受接待瓶颈、天气状况等因素影响较大，客流增长放缓；同时受降价影响，中短期业绩承压。2018年6月，国家发改委印发《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》引导重点景区门票和景区内交通工具降价，到目前所有国资景区均已完成不同程度的门票降价，降价区间为5-30%。除了门票之外，传统景区内的交通工具由于其毛利率高，一直是传统景区的重要业绩来源，而此轮门票和交通齐降，对景区企业业绩增长形成关键性压制。

但长期来看，门票降价一方面吸引更多客流，一定程度上弥补降价损失；另一方面，此轮降价也倒逼传统景区减轻对门票经济的依赖，发展多元盈利模式，降价倒逼转型，加速资源整合，从长期看有利于企业长远发展。

从估值层面看，整个自然景区板块 PE 均处于历史低位，而一些传统景区例如黄山旅游市盈率仅为 15 倍左右，位于近五年来的最低点。作为传统景区龙头，黄山旅游品牌效应强，而最近杭黄高铁开通叠加景区扩张带来利好，未来存在估值修复空间。

表 5: 2018 年上市景区降价一览表

上市公司	相关景区	门票降价情况	降幅
黄山旅游	黄山风景区旺季门票	将由 230 元/人下降为 190 元/人	17%
长白山	长白山自然保护区	将由 125/人下降为 105 元/人	16%
云南旅游	昆明世界园艺博览园	将由 100 元/人下降为 70 元/人	30%
桂林旅游	桂林七星	将由 70 元/人下降 60 元/人	14%
	漓江景区	三星游船将由 270 元/人下降为 215 元/人	20%
		四星游船将由 450 元/人下降为 360 元/人	
	桂林象山	将由 70 元/人下降 60 元/人	14%
	银子岩景区	将由 80 元/人下降为 65 元/人	19%

	丰鱼岩景区	将由 65 元/人下降为 50 元/人	23%
	龙胜温泉景区	将由 125 元/人下降为 100 元/人	20%
	天门山景区	将由 38 元/人下降为 30 元/人	21%
	丹霞温泉	将由 138 元/人下降为 100 元/人	28%
丽江旅游	玉龙雪山索道	将由 180 元/人下降为 120 元/人	33%
	云杉坪索道	将由 55 元/人下降为 40 元/人	27%
	牦牛坪索道	将由 60 元/人下降为 45 元/人	25%
张家界	客运	旺季优惠票由 60 元/人下降 30 元/人， 淡季优惠票由 26.75 元/人降至 21.75 元/人	30%
	武陵源景区	旺季将由 245 元/人降为 225 元/人， 淡季将由 136 元/人降为 115 元/人	11%
九寨沟	九寨沟风景区旺季门票	将由 220 元/人下降为 190 元/人	9%
峨眉山 A	峨眉山风景区	将由 185 元/人下降为 160 元/人	14%
中青旅	东栅景区门票	将由 120 元/人下降为 110 元/人	8%
	东西栅景区联票	将由 200 元/人下降为 190 元/人	5%

资料来源：东兴证券研究所

6. 投资策略

虽然经济下行压力下消费板块整体承压，2018 年旅游板块估值也进入底部区间。行业整体估值仅为 25.49 倍，较过去十年的平均值 47.52 倍，已明显处于低位，接近近十年估值的最低点。但旅游业产业链长、环节诸多，各子板块所受影响不同。2018 年旅游消费整体依然保持较为稳定增长，随着我国居民出游率持续提升，行业渗透率稳步提高，旅游消费习惯逐步养成，旅游在可选消费中的“必选”消费特性逐渐显现。2019 年旅游板块有希望在宏观承压背景下继续保持较为稳定增长，穿越周期。

- ◆ **免税：受益高端消费回流及政策全力加持，我国免税行业持续蓬勃发展，规模效应下龙头中免强者愈强。**海南离岛免税政策不断放宽，购物金额提升，产品品类丰富，离岛免税方式多元化，促进客流和客单双升。加之市内店预期的提升下，未来我国免税仍有巨大空间。
- ◆ **出境游：“一线”进入高基数低增速时期，“二三线”已成实际主力，“行业换挡”即将完成，低估值叠加预期差。**下半年受泰国沉船等突发事件影响拖累，行业全年预计增速约 10%，但相较前两年触底回升趋势明显。随着居民收入的不断提升，二三线城市正将进入出境游需求爆发增长阶段。从结构和增速来看，目前二三线城市已经成为行业的核心驱动，加之新增国际航线大幅下沉式增长，以及签证政策进一步放宽，未来行业驱动由一线进入二三线换挡即将完成，建议重点关注前期跌幅较大、业绩确定性强的龙头企业。
- ◆ **酒店：行业 RevPAR 承压仍上行，龙头谋求结构升级，中端市场仍是趋势。**经济下行影响下，酒店需求疲弱，提价周期支撑 revpar 增长。同时中端酒店占比持续提升，行业结构性优化；龙头集团内部提质升级，业绩改善可期。

◆ **景区：人工景区韧性更强，周边游、主题公园消费火爆。**自然景区受接待瓶颈、天气状况影响大，客流增速难有表现；同时受降价影响，中短期业绩承压，未来关注龙头景区资源整合和多元化发展。

投资策略：分化行情下，建议关注基本面稳定，成长性确定的龙头企业；以及前期跌幅较大，存在估值修复行情的优质公司。重点推荐：中国国旅、宋城演艺、锦江股份、众信旅游。建议关注：中青旅。

表 6:重点公司盈利预测

公司名称	评级	盈利预测			PE 估值		
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
中国国旅	强烈推荐	1.30	1.90	2.55	31.94	23.80	19.77
锦江股份	强烈推荐	0.92	1.16	1.41	19.62	16.14	13.39
宋城演艺	强烈推荐	0.73	1.15	0.83	17.39	24.10	20.00
首旅酒店	推荐	0.77	0.90	1.12	19.44	15.63	13.06
中青旅	推荐	0.79	0.92	1.04	14.76	13.06	11.13
腾邦国际	强烈推荐	0.50	0.61	0.82	14.80	11.01	8.36
黄山旅游	推荐	0.55	0.58	0.60	17.36	16.78	15.73
众信旅游	强烈推荐	0.28	0.33	0.43	16.51	19.69	15.11
凯撒旅游	推荐	0.27	0.40	0.47	17.74	17.50	14.98
峨眉山 A	推荐	0.37	0.44	0.50	13.30	11.70	10.45
云南旅游	推荐	0.10	0.13	0.30	42.77	18.53	16.35
丽江旅游	推荐	0.37	0.44	0.49	13.16	11.82	10.72
张家界	推荐	0.19	0.11	0.14	48.00	37.71	31.06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。