

# 休闲服务行业 2019 年度策略

## 疾风知劲草，龙头逆势显真章

增持（维持）

2018 年 12 月 24 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **守得云开见月明，寻找低估值与较高确定性。**经济增速疲弱，18 年三季度社服板块业绩增速相对稳健。19 年对经济的预期整体偏弱，消费作为经济后周期产业，预期下调显著，三四季度表现趋弱；相对大消费指数，社服板块调整幅度仍较小，考虑到板块间和标的间的差异，我们认为前期关注度较高的标的存在反应不够充分的风险。19 年寻找业绩确定性较强的低估值标的，建议持续重点关注广州酒家、中国国旅。
- **免税：情绪趋于理性，政策利好、成长性支撑。**宏观经济增速放缓、社零增速放缓，整体需求预计将承压；但免税渠道价格优势能够吸引客流；免税需求端具不确定性。当前国旅预期已趋于理性，后续政策开放有望持续，海口/上海/北京市内免税店落地可期，政策支撑对冲需求端波动，业绩有望维持 25% 以上增速，对应 19 年估值 24 倍，具有持有价值。
- **餐饮：关注扩张效应显著的优质品牌餐饮。**10 月餐饮营收整体增速受经济影响有所放缓，但仍具有相对刚性；经济下行周期，建议关注处于扩张期的连锁餐饮集团，其市场扩张、门店增长有望对冲老店和原有渠道增速疲弱，带动整体业绩维持较高增速。重点关注广州酒家，区域消费龙头空间仍大，扩张期业绩增长较确定，目前其核心市场仍为广州，省内其他城市以及省外市场的扩张有望为公司带来成长空间和业绩增长确定性，预计 19 年业绩增速有望达 25%，对应 PE18 倍，重点推荐。
- **景区：休闲趋势维持，关注演艺行业扩张。**旅游行业整体增速平稳，休闲化趋势仍在；经济下行周期景区客流和客单价预计将有所承压，建议关注处于扩张期，新项目落地能够对存量项目增速放缓的标的。跟踪宋城演艺六间房出表进度、三湘印象演艺业务新起点、天目湖业务发展、中青旅古北水镇股权问题。
- **酒店：经济下行周期，中长期看好龙头市占率提升。**酒店行业受经济波动影响较为显著，酒店龙头同店 RevPAR 增速承压，Q3 增速环比 Q2 有所下降，酒店景气周期受外部经济扰动，景气度下降。中长期看好酒店龙头通过轻资产模式降低经营风险、提升市占率助力长期提价。
- **出境游：受经济疲弱与短期事件影响，景气回落。**一方面，9-10 月数据显示各热门目的地的增速显著回落，19 年经济疲弱仍将对出境游行业整体具有较明显的压制；另一方面，出境游龙头对 19 年市场需求具有理性判断，预计恶性竞争减少、盈利能力有望有所修复。持续追踪出境游高频数据，判断景气度变化。
- **风险提示：**宏观经济波动影响居民旅游消费，恶劣天气影响客流，政策变化等风险。

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《休闲服务行业：寻找夜空中最亮的星——社服板块三季报解读》2018-11-05
- 2、《休闲服务行业：2018 年中报详解：整体靓丽，免税领航，各细分稳中有进，下半年可期》2018-09-03
- 3、《聚焦消费成长新龙头》2018-06-07

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
603043	广州酒家	101.44	25.11	0.84	1.09	1.36	29.89	23.04	18.46	增持
601888	中国国旅	1,136.73	58.22	1.30	1.86	2.38	44.78	31.30	24.46	买入

资料来源：东吴证券研究所

## 内容目录

1. 悲观预期反应，守得云开见月明 .....	5
1.1. 经济后周期行业，消费短期承压 .....	5
1.2. 社服板块业绩保持稳健，经济敏感性呈现差异 .....	6
1.3. 悲观预期一定程度反应，仍存压力 .....	7
2. 免税：情绪趋于理性，政策利好、成长性支撑 .....	9
2.1. 短期受经济波动影响，情绪已趋于理性 .....	9
2.2. 政策支撑持续，增长动因清晰 .....	10
3. 餐饮：关注扩张效应显著的优质品牌餐饮 .....	13
3.1. 需求相对刚性，连锁化扩张助力成长 .....	13
3.2. 强品牌助力食品加工创规模，推荐广州酒家 .....	14
3.3. 优质赛道龙头，高速扩张阶段，关注海底捞 .....	15
4. 景区：休闲趋势维持，关注演艺行业扩张 .....	18
4.1. 演艺渗透率逐步提升，演艺龙头扩张性强 .....	18
4.2. 自然景区受调价影响，休闲化趋势主导 .....	23
5. 酒店：经济下行周期，中长期看好龙头市占率提升 .....	26
6. 出境游：受经济疲弱与短期事件影响，景气回落 .....	29
7. 投资建议 .....	31
8. 风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1: GDP 当季同比增速与社零增速 (%) .....	5
图 2: PMI 月度数据 .....	5
图 3: 社零数据当月同比增速 (%) .....	5
图 4: 社零数据当月增速环比变化 (pp) .....	6
图 5: 18Q1-3 消费各板块业绩增速对比 .....	6
图 6: 18Q3 单季消费各板块业绩增速对比 .....	6
图 7: 17Q1-18Q3 中信餐饮旅游板块整体营收和归母净利增速 .....	6
图 8: 17Q1-18Q3 中信餐饮旅游板块经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益 .....	6
图 9: 年初至今涨跌幅 (流通市值加权平均, %) .....	7
图 10: 板块相对表现 (VS 沪深 300) .....	8
图 11: 板块相对表现 (VS 大消费指数) .....	8
图 12: 板块相对估值 (VS 沪深 300) .....	8
图 13: 中国国旅 PE-Band .....	10
图 14: 中国国旅发展历程 .....	10
图 15: 2017 年奢侈品消费分布 .....	11
图 16: 中国奢侈品市场回流空间大 .....	11
图 17: 餐饮市场规模 (万亿元) 及增速 .....	13
图 18: 社零、餐饮收入增速与 GDP 增速 .....	13
图 19: 国内连锁、个体餐厅规模 .....	13
图 20: 餐饮系统标准化 .....	13
图 21: 正餐在餐饮各业态中占比最高 .....	14
图 22: 17 年正餐消费人次增速 .....	14
图 23: 广州酒家营业收入及增速 .....	14
图 24: 广州酒家净利润及增速 .....	14
图 25: 火锅市场规模及增速 .....	15
图 26: 17 年火锅人均消费增速 .....	15
图 27: 海底捞增长驱动 .....	16
图 28: 公司门店分布 (家) .....	17
图 29: 公司门店分布图 .....	17
图 30: 海底捞收入分布 .....	17
图 31: 各区域翻台率 (次/日) .....	17
图 32: 12-17 年旅游演艺市场票房收入 .....	19
图 33: 12-17 年旅游演艺观众数 .....	19
图 34: 12-17 年旅游演艺演出场次 .....	19
图 35: 国内演艺渗透率 (=演艺观众数/国内游客总数) .....	19
图 36: 14 年主要旅游城市旅游演艺观众渗透率 .....	19
图 37: 12-17 年旅游演艺剧本台数 .....	20
图 38: 12-17 年旅游演艺平均票价 .....	20
图 39: 2013-2016 旅游演出市场市占率 .....	20
图 40: 2017 年宋城演艺市占率 .....	20
图 41: 宋城演艺项目周期与估值 .....	21
图 42: 国内旅游市场统计 .....	24

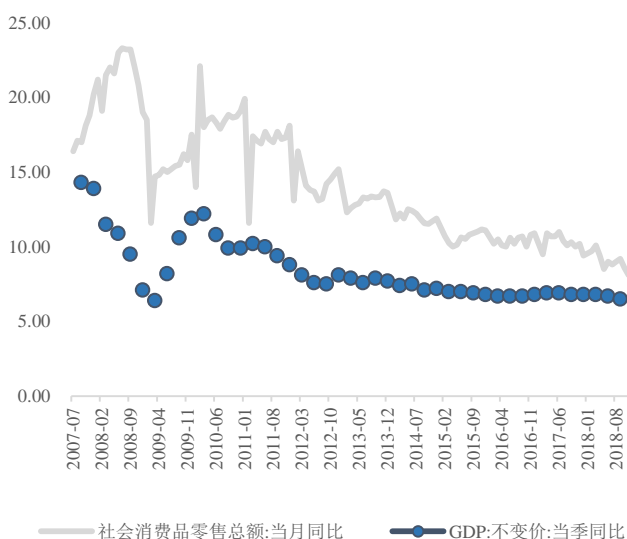
图 43: 居民出游目的对比 .....	24
图 44: 天目湖营收组成 .....	25
图 45: 长三角部分城市至天目湖时间 .....	25
图 46: 酒店景气周期判断 .....	26
图 47: 此轮酒店景气周期 .....	26
图 48: 三大酒店集团同店 RevPAR 变动 .....	27
图 49: 酒店在周期内表现 .....	27
图 50: 加盟酒店占比 .....	28
图 51: 三大酒店集团已开业酒店数 (家) .....	28
图 52: 三大酒店集团中高端房间占比 .....	28
图 53: 三大酒店集团同店 ADR 变动 .....	28
图 54: 亚洲出境游客流增速 .....	29
图 55: 港澳台旅游人次同比增速 .....	29
图 56: 汉莎&法航 (亚太航线客运量增速) .....	29
表 1: 重点公司估值 .....	1
表 2: 香化类产品线上旗舰店与日上价格对比 .....	9
表 3: 离岛免税政策变化整理 .....	11
表 4: 中免集团港澳台和境外业务扩张进程 .....	12
表 5: 广州酒家技改及生产基地建设 .....	15
表 6: 同店销售增长率 .....	16
表 7: 同店翻台率 .....	16
表 8: 18Q1-Q3 景区板块部分公司营收及净利增速 .....	18
表 9: 2017 年中国旅游演出排名 .....	20
表 10: 宋城演艺自营项目 .....	22
表 11: 宋城演艺轻资产输出项目 .....	22
表 12: 部分景点调价幅度 .....	23
表 13: 国庆重点景区表现 .....	23
表 14: 18Q1-Q3 旅行社板块部分公司营收及净利增速 .....	30

## 1. 悲观预期反应，守得云开见月明

### 1.1. 经济后周期行业，消费短期承压

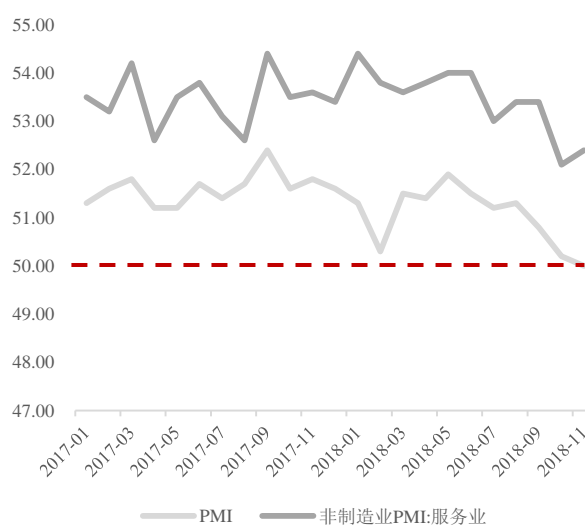
受宏观经济波动的影响逐步体现，消费板块整体承压。社零与 GDP 增速显著正相关，且具有一定的滞后，在 GDP 增速与 PMI 均下行的背景下，经济波动对消费的影响目前已逐步体现。下半年扣除价格因素后的社零增速显著放缓，从 6 月的 7% 下降至 11 月 5.8%。预计在经济疲弱影响下，消费板块短期仍将承压。

图 1: GDP 当季同比增速与社零增速 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所  
注: 不变价

图 2: PMI 月度数据



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 3: 社零数据当月同比增速 (%)

社零数据当月同比增速 (%)										
	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11
社会消费品零售总额	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1
社会消费品零售总额(扣除价格因素未披露)	8.6	7.9	6.8	7.0	6.5	6.6	6.4	5.6	5.8	
限额以上企业消费品零售额	8.4	9.0	7.8	5.5	6.5	5.7	6.0	5.7	3.7	2.1
粮油、食品类	9.7	11.2	8.0	7.3	13.0	9.5	10.1	13.6	7.7	10.6
饮料	8.2	11.3	10.4	7.1	12.6	6.8	8.1	10.4	7.9	7.9
烟酒	9.5	8.6	9.5	4.8	11.4	6.3	7.0	9.8	1.2	3.1
服装鞋帽针纺织品	7.7	14.8	9.2	6.6	10.0	8.7	7.0	9.0	4.7	5.5
化妆品	12.5	22.7	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	4.4
金银珠宝	3.0	20.4	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	5.6
日用品	10.1	16.9	12.0	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	16.0
家用电器和音像器材	9.2	15.4	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	12.5
中西药品	10.1	10.9	8.2	8.0	8.5	9.9	7.4	8.9	11.5	9.3
文化办公用品	-0.9	12.6	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	-3.3	-0.4
家具类	8.5	10.9	8.1	8.6	15.0	11.1	9.5	9.9	9.5	8.0
通讯器材类	10.7	1.6	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	-5.9
石油及制品	9.1	9.1	13.3	14.0	16.5	18.4	19.6	19.2	17.1	8.5
建筑及装潢材料	6.8	10.2	11.4	6.5	7.2	5.4	7.9	8.4	8.5	9.8
汽车	9.7	3.5	3.5	-1.0	-7.0	-2.0	-3.2	-7.1	-6.4	-10.0

数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4：社零数据当月增速环比变化 (pp)

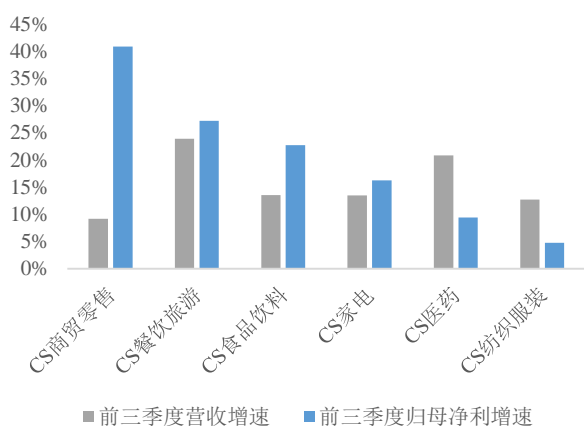
	增速环比变化 (pp)									
	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11
社会消费品零售总额	0.3	0.4	-0.7	-0.9	0.5	-0.2	0.2	0.2	-0.6	-0.5
社会消费品零售总额 (扣除价格因素)			-0.7	-1.1	0.2	-0.5	0.1	-0.2	-0.8	0.2
限额以上企业消费品零售总额	1.6	0.6	-1.2	-2.3	1.0	-0.8	0.3	-0.3	-2.0	-1.6
粮油、食品类	0.0	1.5	-3.2	-0.7	5.7	-3.5	0.6	3.5	-5.9	2.9
饮料	-1.4	3.1	-0.9	-3.3	5.5	-5.8	1.3	2.3	-2.5	0.0
烟酒	5.6	-0.9	0.9	-4.7	6.6	-5.1	0.7	2.8	-8.6	1.9
服装鞋帽针纺织品	-2.0	7.1	-5.6	-2.6	3.4	-1.3	-1.7	2.0	-4.3	0.8
化妆品	-1.3	10.2	-7.6	-4.8	1.2	-3.7	0.0	-0.1	-1.3	-2.0
金银珠宝	2.6	17.4	-14.5	0.8	1.2	0.3	5.9	-2.5	-6.9	0.9
日用品	4.7	6.8	-4.9	-1.7	5.5	-4.5	4.5	1.6	-7.2	5.8
家用电器和音像器材	0.5	6.2	-8.7	0.9	6.7	-13.7	4.2	0.9	-0.9	7.7
中西药品	-3.4	0.8	-2.7	-0.2	0.5	1.4	-2.5	1.5	2.6	-2.2
文化办公用品	-13.6	13.5	5.7	-10.2	-4.6	-1.7	3.6	-0.5	-8.2	2.9
家具类	-4.0	2.4	-2.8	0.5	6.4	-3.9	-1.6	0.4	-0.4	-1.5
通讯器材类	-2.7	-9.1	9.2	1.4	3.9	-6.5	-3.2	10.5	-9.8	-13.0
石油及制品	-1.5	0.0	4.2	0.7	2.5	1.9	1.2	-0.4	-2.1	-8.6
建筑及装潢材料	1.6	3.4	1.2	-4.9	0.7	-1.8	2.5	0.5	0.1	1.3
汽车	7.5	-6.2	0.0	-4.5	-6.0	5.0	-1.2	-3.9	0.7	-3.6

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 1.2. 社服板块业绩保持稳健，经济敏感性呈现差异

社服板块 18 年前三季度业绩增速仅次于零售，但三季度在经济波动影响下仍相对稳健。18Q1-3 社服板块营收增速 23.88%，归母净利增速 27.22%，增速仅次于商贸零售板块，表现亮眼；Q3 单季板块营收同增 19%，归母净利同增 20%，扣非净利同增 18%，单季利润增速在消费板块中位列第一，保持健康的现金流。板块三季度业绩增速较前期有所放缓，主要由于经济增长的疲弱以及旅游旺季基数较高等原因。

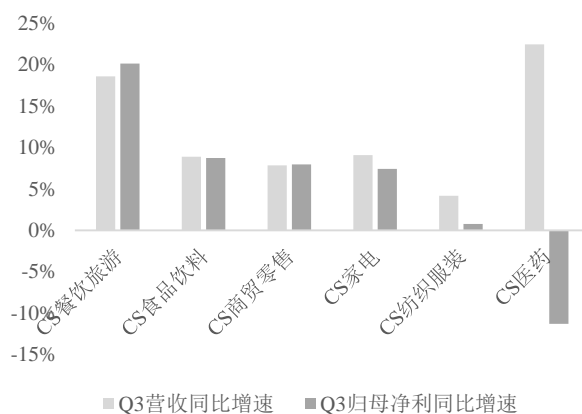
图 5：18Q1-3 消费各板块业绩增速对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

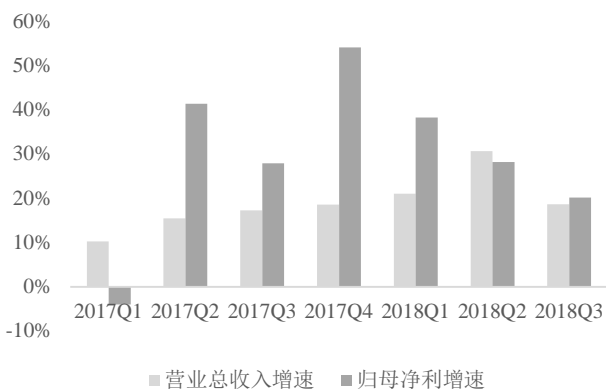
图 7：17Q1-18Q3 中信餐饮旅游板块整体营收和归母净利增速

图 6：18Q3 单季消费各板块业绩增速对比



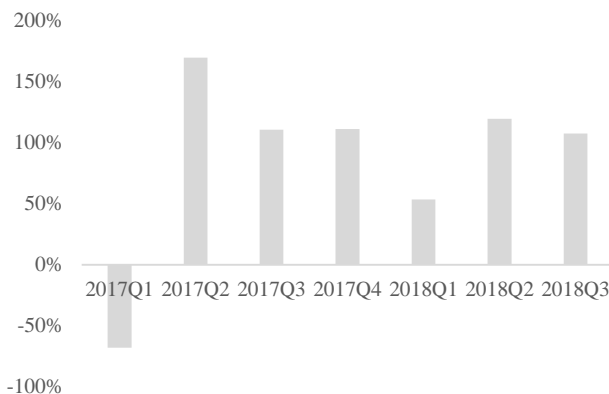
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：17Q1-18Q3 中信餐饮旅游板块经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：增速中剔除本季度或基期数据为空的成分股；



数据来源：wind，东吴证券研究所

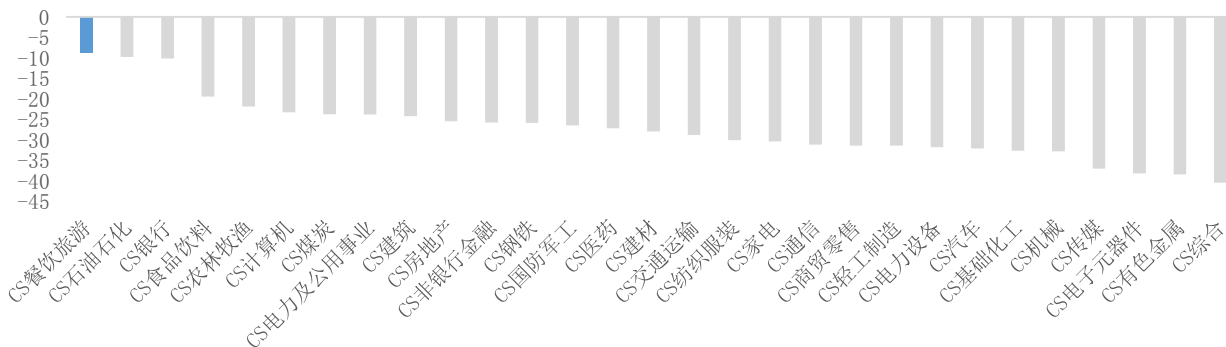
注：如果存在空值，则分子、分母需同时剔除该成份股

前三季度细分子板块扣非净利增速排序为：免税>餐饮（广州酒家+元祖）>酒店>景区>旅行社，免税板块在并购日上基础上扣非净利增速高达 42.5%，彰显龙头优势。三季度扣非净利增速排序依次为：餐饮（广州酒家+元祖）>免税>景区>酒店>旅行社，各细分子板块的经济敏感性具有差异。广州酒家 Q3 业绩受益于月饼销售，增速再超预期；免税 Q3 受到海棠湾计提租金和特许经营费率提升的影响，利润增速受拖累，下降至 30%；景区板块整体平淡，内部分化；酒店板块和出境游受经济波动影响，业绩增速低于预期。各细分子板块的经济敏感性在三季度已有所呈现，预计该趋势将延续至 19 年，建议关注增长驱动明确、经济敏感性较弱的赛道。

### 1.3. 悲观预期一定程度反应，仍存压力

大消费板块悲观预期于下半年开始反应，社服板块调整较小。社服板块三四季度相对沪深 300 均有相对负收益；但相对大消费指数，社服板块调整幅度仍较小；目前板块估值 26 倍，相对沪深 300 估值 2.79 倍，处于历史相对低位；但在各行业中，餐饮旅游行业年初至今跌幅最少，存在一定压力。

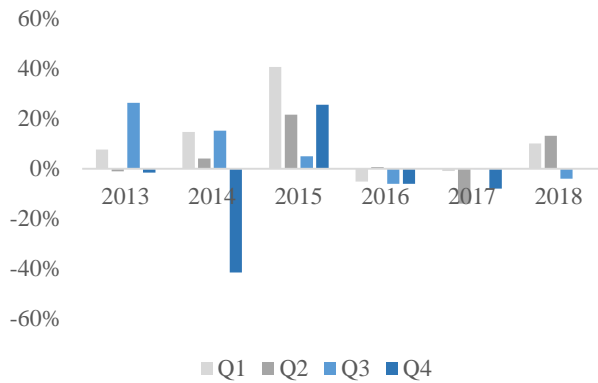
图 9：年初至今涨跌幅（流通市值加权平均，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：截至 2018 年 12 月 21 日

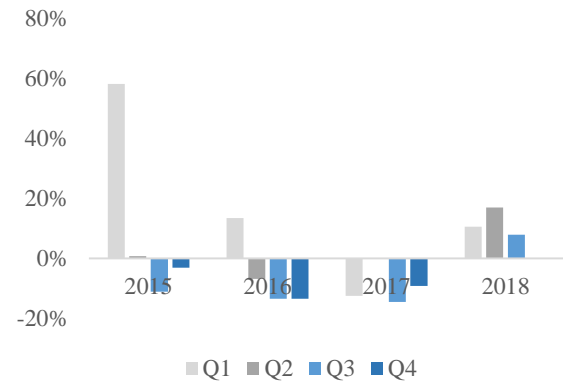
图 10: 板块相对表现 (VS 沪深 300)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 截至 2018 年 12 月 21 日

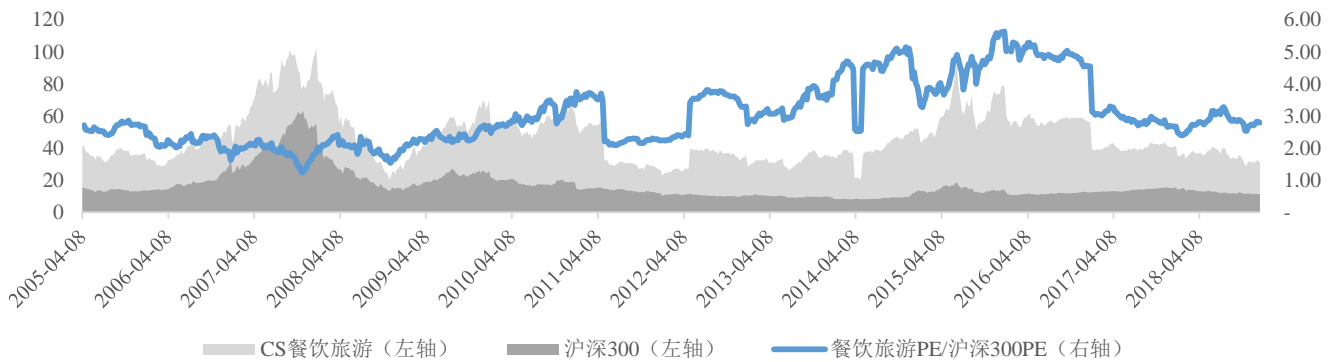
图 11: 板块相对表现 (VS 大消费指数)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 截至 2018 年 12 月 21 日

图 12: 板块相对估值 (VS 沪深 300)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 截至 2018 年 12 月 21 日

## 2. 免税：情绪趋于理性，政策利好、成长性支撑

### 2.1. 短期受经济波动影响，情绪已趋于理性

在经济波动的背景下，奢侈品消费和出境游受限，免税需求端预计反映负面影响。奢侈品消费受经济波动的影响逐步体现；单价较低的香化品牌较其他品类略呈刚性，但从10月社零增速下降至6.4%（-1.3pct）看，仍无可避免的受到经济波动的影响。

免税渠道价格优势突出，经济疲弱背景下也有望吸引偏好低价的消费者，带来正面影响。根据部分热门产品的比价，免税商品价格（日上）较线上旗舰店价格平均低30%-40%，优势十分显著；当前，消费者消费习惯相对固定，但随着经济波动价格敏感性有所提升，免税渠道低价优势的吸引力显著增强。

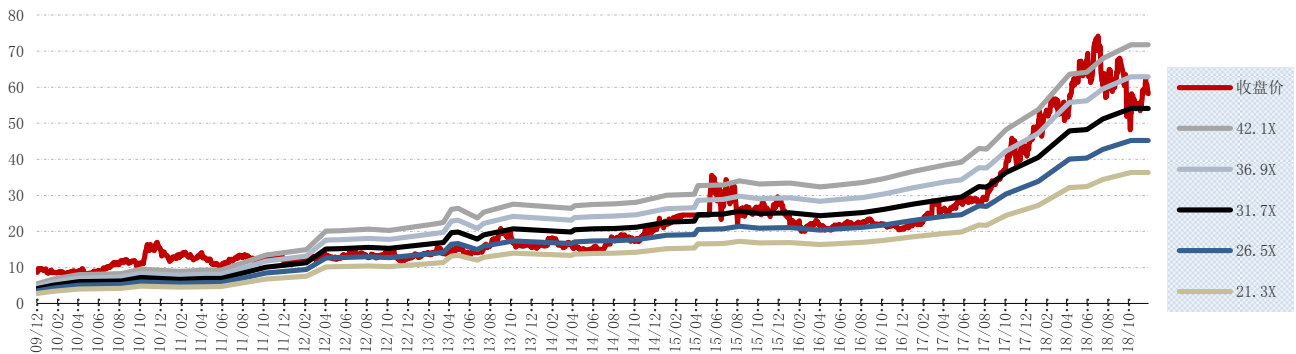
表 2：香化类产品线上旗舰店与日上价格对比

商品大类	商品名称	线上旗舰店价格（元）	日上价格（元）	价差
香水	祖玛珑鼠尾草与海盐（30ml）	600	416	31%
	宝格丽碧蓝（50ml）	605	403	33%
	迪奥真我（50ml）	750	561	25%
	乔治阿玛尼挚爱（50ml）	880	527	40%
	香奈儿 5 号（50ml）	1060	745	30%
护肤	雅诗兰黛特润修护肌透精华露（50ml）	850	620	27%
	兰蔻眼部精华露（20ml）	680	429	37%
	SK-II 护肤精华露（330ml）	1980	1257	37%
	SK-II 肌源赋活修护精华霜（80g）	1260	850	33%
	海蓝之谜精华面霜（60ml）	2550	1868	27%
彩妆	兰蔻空气轻垫菁纯粉底液	720	602	16%
	兰蔻菁纯丝缎唇膏	270	189	30%
	资生堂丝柔亮滑眼影组	410	222	46%
	圣罗兰莹亮纯魅唇膏	320	211	34%
	乔治阿玛尼纯净持妆粉底液	580	367	37%
	乔治阿玛尼魅眼迷情睫毛膏	380	200	47%

数据来源：日上 APP，天猫商城，东吴证券研究所整理

需求端正负影响带来不确定性，情绪逐步趋于理性。估计 10 月海棠湾营业收入增速在 25% 左右，需求端仍向好，正负影响具有不确定性；市场情绪趋于理性，估值向中枢回归，但不排除关注度过高、资金集中导致的风险释放不完全的风险。

图 13: 中国国旅 PE-Band



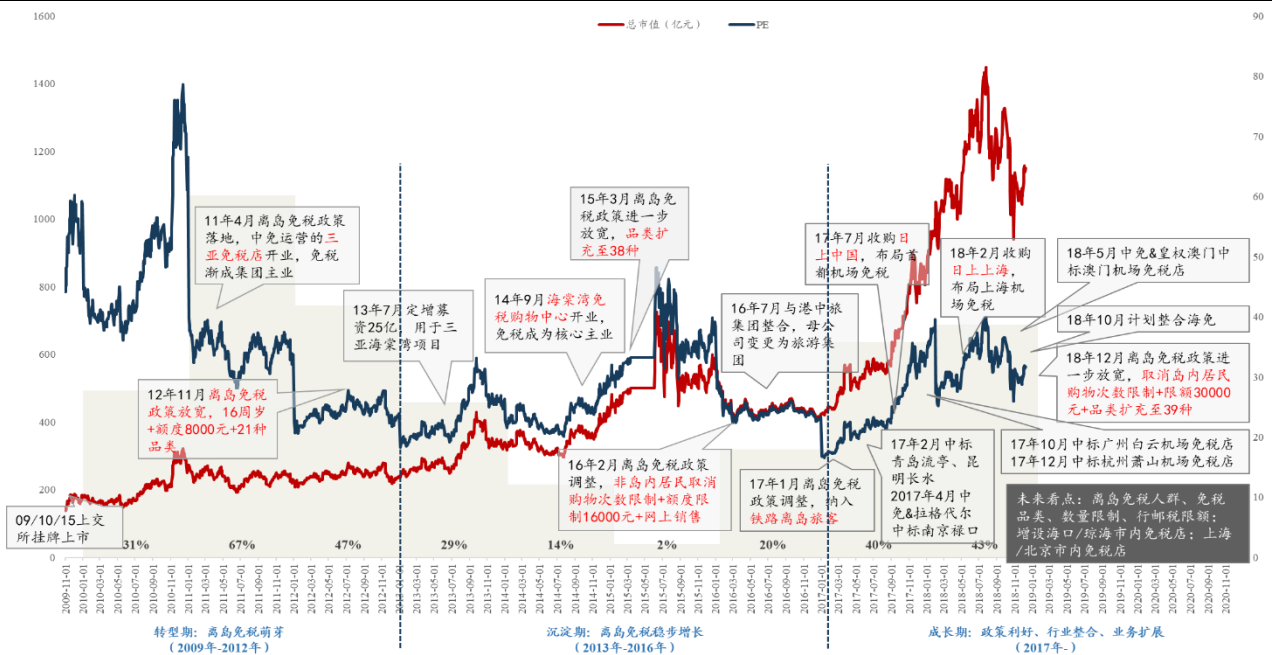
数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 截至 2018 年 12 月 21 日

## 2.2. 政策支持持续, 增长动因清晰

免税龙头初长成, 实力得以印证。国旅于 2011 年离岛免税政策落地开始, 转型经营免税业务, 经历增发建设海棠湾、离岛免税政策四次调整后, 离岛免税业务已成规模, 免税经营实力印证, 期间估值水平随利好催化, 在 20-35 倍之间 (不考虑 15 年牛市下的高估值)。17 年至 18 年, 中免接连中标机场免税店、收购日上上海和日上中国、整合海免(美兰机场免税店), 体量跃升至 17 年的全球旅游零售商排名第六, 进军国际市场, 向全球免税龙头迈进。伴随政策利好释放, 公司迎来戴维斯双升, 估值最高超过 1400 亿, 未来公司仍有利好支撑带来的成长性。

图 14: 中国国旅发展历程



数据来源: wind, 国旅公告, 东吴证券研究所整理

境外奢侈品消费比例仍高, 消费回流空间大。17 年中国居民在全球奢侈品消费约

800 亿欧元（占全球消费额的 32%），其中在国内奢侈品消费仅占其中的 24%，外流奢侈品消费超 600 亿欧元；据贝恩预测，到 2025 年中国居民奢侈品消费体量将达到 1500-1700 亿欧元，其中国内消费占比有望提升至 50%，居民国内奢侈品消费增量可超 550 亿欧元，复合增速 18.5%。免税作为消费回流的重要渠道，有望持续显著受益于消费回流。

图 15：2017 年奢侈品消费分布

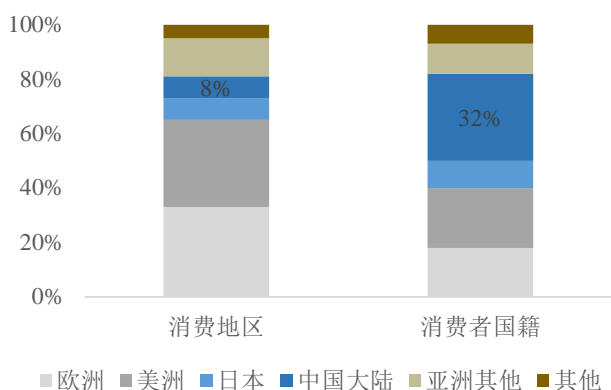
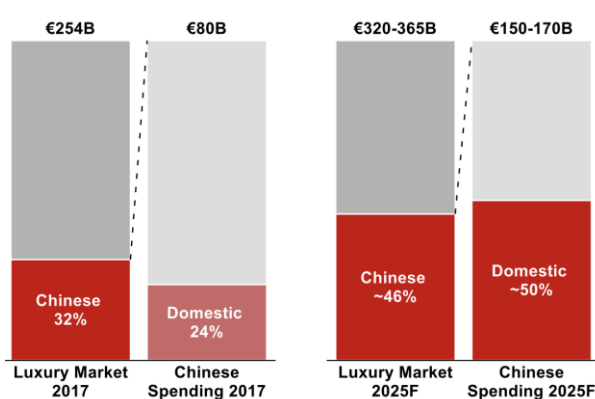


图 16：中国奢侈品市场回流空间大



数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所

数据来源：贝恩咨询，东吴证券研究所

**政策放开持续，引导消费回流，支撑行业空间。**离岛免税政策已经多次调整，并于 18 年 11 月再度放开，财政部、海关总署、税务总局联合有关部门发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，于 12 月 1 日开始将离岛旅客（含岛内居民）每人每年累计免税购物限额提升至 3 万元，不限次；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），每人每次限购 2 件。该调整有望带动免税客单价的提升；同时也有望带动岛内居民充分利用额度，自用消费和当地代购带来免税销售增量。

表 3：离岛免税政策变化整理

相关政策公告	政策实施时间	年龄	离岛方式	购买次数限制		额度限制 (元)	品类	渠道	
				岛内居民	非岛内居民				
《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	2011-04-20	年满 18 周岁	乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客	每人每年最多 1 次	每人每年最多 2 次	5000	免税品类共 18 种	美兰机场免税店、三亚市免税店	
《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	2012-11-01	年满 16 周岁				8000			品类扩充至 21 种
《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》	2015-03-20					16000			品类扩充至 38 种
《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	2016-02-01		将铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围	取消对岛内居民旅客购物次数限制		30000	品类扩充至 39 种	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	
《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》	2017-01-15								
《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	2018-12-01						品类扩充至 39 种		
未来看点			将乘船离境游客纳入免税政策适用范围				放宽品类、数量限制	增设海口、琼海市内免税店	

数据来源：政府官网，东吴证券研究所整理

### 政策利好空间仍具，有望逐步落地打开增长空间。

**离岛免税政策仍有提升空间。**18年10月财政部印发了《支持海南全面深化改革开放有关财税政策的实施方案》，提到将进一步完善离岛免税购物政策和离境退税政策，扩展离岛免税购物政策适用对象范围到乘船旅客，实现离岛旅客全覆盖，研究增设免税店，提高年度免税购物限额，其中1)免税限额政策目前已落地，数量限制宽松与行邮税限额提升仍有望逐步推进；2)海口中旅免税城已开工，琼海市免税店也在积极规划中；3)乘船旅客享受免税购物政策前期工作已经完成，待实地检验通过后，也将正式发布实施。目前尚未落地的离岛免税利好有望在后期逐步实现。

**上海/北京市内免税店落地可期，打开业绩增长空间。**上海市商务局提出“支持市内免税店、口岸免税店建设，引导境外消费回流”，10月9日，上海中免市内免税店有限公司正式注册成立，中免持股51%的中免集团北京首都机场免税品有限公司持有上海中免市内免税店有限公司90%股权，上海双辉滨江商业经营管理有限公司持股10%。

**业务版图持续扩张，国际化进程不断加速。**中免在香港、澳门市场直面国际竞争，6月1日正式接手澳门机场免税店；持续积极拓展海外业务，目前在柬埔寨开设三家免税店，18年7月公司公告成功获得意大利歌诗达邮轮大西洋号邮轮的免税经营权。

表4：中免集团港澳台和境外业务扩张进程

时间	项目
2008年	在台湾设立了外轮供应业务并成立台湾中免供应有限公司
2011年	香港中免公司与金宝来公司合作，在台湾金门建立了金宝来离岛免税店；中国免税品（澳门）有限公司在澳门注册成立
2012年	与世界第三大邮轮公司丽星邮轮有限公司（Star Cruises）签署合作协议，在其邮轮上开设免税店
2013年	在柬埔寨金边市注册成立子公司，负责柬埔寨免税店项目的建设与管理
2014年	成立中免集团在柬埔寨的第一家免税店吴哥免税店
2015年	成立中免集团在柬埔寨的第二家免税店西哈努克港免税店
2016年	成立中免集团在柬埔寨的第三家免税店金边免税店
2017年	与拉格代尔成立的合资子公司中免-拉格代尔有限公司中标香港国际机场烟酒标段
2018年	与皇权集团（香港）子公司皇权澳门（KPM）成立的合资公司——中免（澳门）中标澳门机场免税经营权；计划设立澳门市内免税店；中标歌诗达邮轮大西洋号邮轮的免税经营权

数据来源：新浪新闻，公司官网，东吴证券研究所整理

预计19-20年中国国旅营收分别为528(+22%)、609(+15%)亿，归属净利润46.47(+28.2%)、56.99(+22.6%)亿元，EPS为2.38、2.92元，对应当前股价PE为24、20倍，政策利好有望对冲需求不确定性，支撑业绩成长稳定持续，具有持有价值。

风险提示：政策落地的进度和政策开放的程度不及预期；宏观经济波动，对免税需求端的影响超出预期；跨境电商和进口相关税收宽松，导致免税渠道优势降低的风险。

### 3. 餐饮：关注扩张效应显著的优质品牌餐饮

#### 3.1. 需求相对刚性，连锁化扩张助力成长

餐饮市场容量可观，需求相对刚性。2017 年餐饮业营收 3.9 万亿元，同增 10.7%，高于社会零售总额增速 0.5pct，预计到 2020 年市场规模可达到 5.19 万亿元，三年复合增速保持 9% 以上。餐饮收入同样呈现经济后周期属性，18 年下半年开始餐饮收入增速具有下降趋势，但与其他消费相比，餐饮具有相对刚性，在三公消费整治影响消除后，增速持续保持在社零之上。

图 17：餐饮市场规模（万亿元）及增速

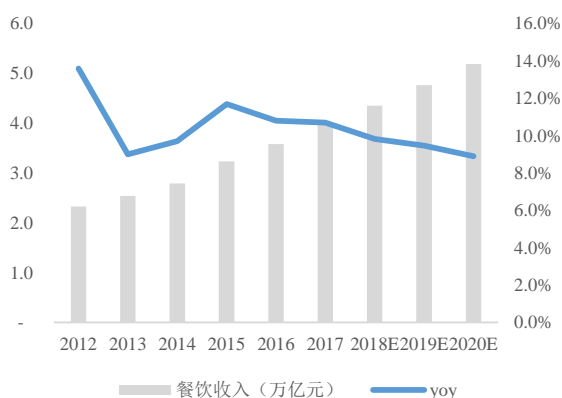
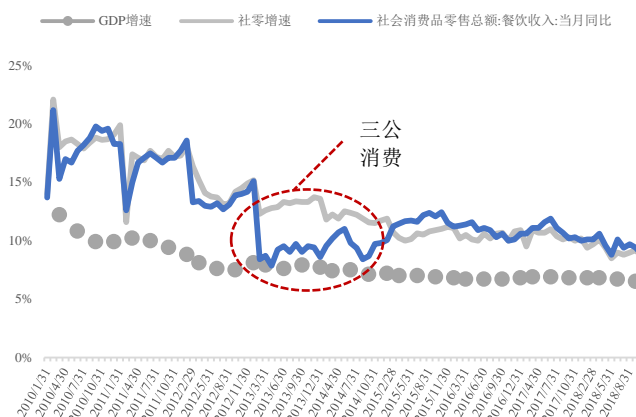


图 18：社零、餐饮收入增速与 GDP 增速



数据来源：餐饮业年度报告，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

连锁化、品牌化成趋势，统筹规划迎接餐饮新零售。17 年国内加盟、自营连锁餐厅收入 0.77 万亿元，占比 19%，伴随消费升级，民众对食品安全、品牌效应的关注度提升，利好连锁餐厅发展。餐饮产业链的成熟为连锁餐饮奠定基础：1) 据中国饭店协会调研，国内超过 74% 的连锁品牌自建中央厨房，其中超过半数的餐饮品牌正在研发可直接加热享用的标准化半成品，未来效益有望不断提升。2) 前端系统标准化，用餐过程（排队、点餐、取餐、结账等）通过线上平台实现，提高客户体验和门店效率。

图 19：国内连锁、个体餐厅规模

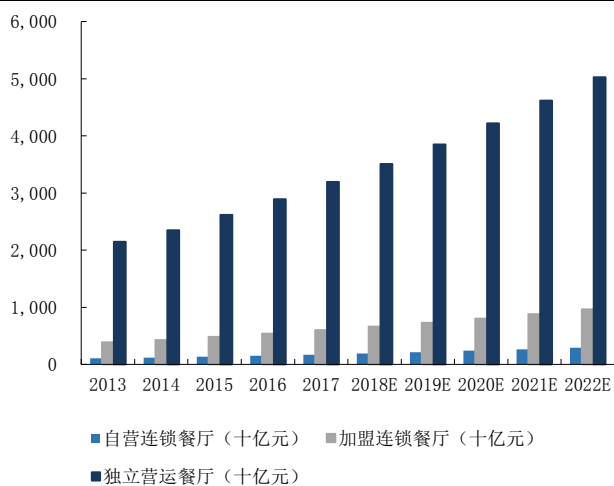
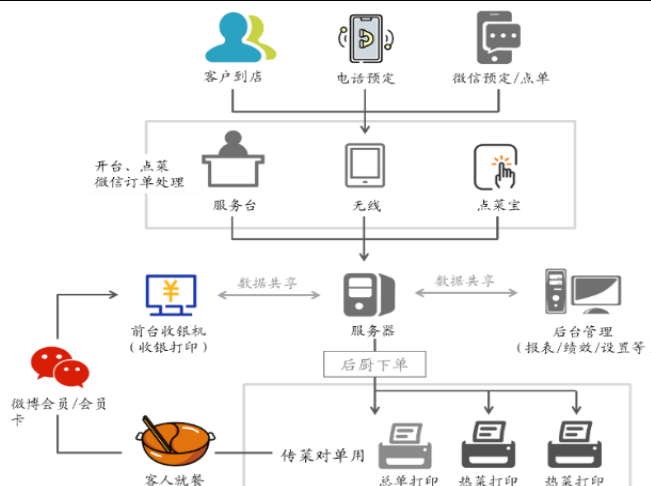


图 20：餐饮系统标准化



数据来源：海底捞招股说明书，东吴证券研究所

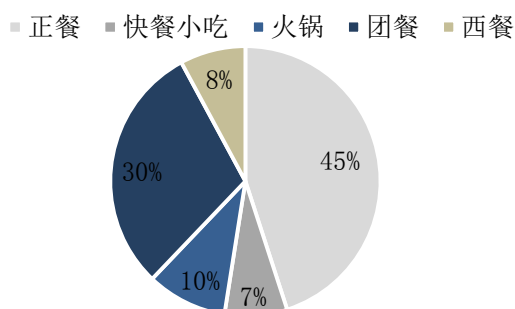
数据来源：iconfont，东吴证券研究所

经济下行周期，建议关注处于扩张期的连锁餐饮集团，其市场扩张、门店增长有望对冲老店和原有渠道增速疲弱，带动整体业绩维持较高增速。

### 3.2. 强品牌助力食品加工创规模，推荐广州酒家

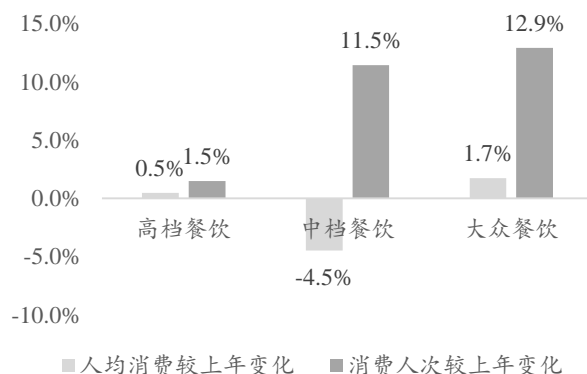
中式正餐占据半壁江山，大众餐饮高增长。正餐 17 年市场规模 1.8 万亿，领先各餐饮业态，占比达 45%，正餐中的大众餐饮消费人次同增 12.9%，客单价同增 1.7%，广州酒家在大众粤菜中具备高知名度。

图 21：正餐在餐饮各业态中占比最高



数据来源：中国餐饮白皮书 2017，东吴证券研究所

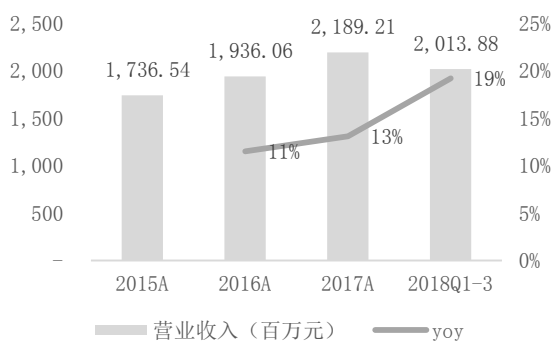
图 22：17 年正餐消费人次增速



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

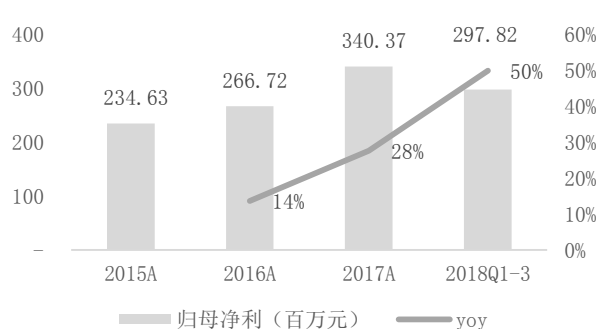
广州酒家老字号强认知度，三季度报超预期。“餐饮立品牌、食品创规模”战略清晰，老字号助力月饼、速冻、腊味等产品销售稳增长。三季度公司单季营收 12.23 亿元 (+21.89%)，归母净利 2.39 亿元 (+51.9%)，扣非净利 2.34 亿元 (+49.43%)，排除所得税率优惠的影响，利润总额同比增长 34.74%。经测算，Q3 单季月饼销售额增速预计超 21%，速冻收入增速预计约 27%，餐饮收入增速约 15%。

图 23：广州酒家营业收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 24：广州酒家净利润及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

产能、渠道同步扩张，业绩增长稳健。19 年广州酒家有望重点依托产能扩张、进一步拓展省内市场，1) 产能端：18Q3 已取得梅州、湘潭基地土地使用权，梅州基地计划 19 年底投产、湘潭基地进度有望提前；2) 渠道端：线上渠道高速扩张，先行打开异

地销售，18Q3 月饼线上销售额增速预计超过 50%，19 年有望持续保持强劲势头，深圳门店开业助力品牌推广和食品销售，深圳、佛山、珠海、东莞有望成为新一批潜力市场。

表 5：广州酒家技改及生产基地建设

项目	计划投资总额	预计投产时间	概况	预计建成达产后产能/效益	选址	土地情况
广州车间技改	2.78 亿元	-	利口福三号车间改造，主要生产月饼、速冻腊味	达产产能 2.55 万吨/年，达产年销售收入 7.6 亿元	广州市利口福厂区内；市政配套完善	-
梅州生产基地	4.5 亿元（自筹资金约 2.5 亿元，上下游企业投资约 2 亿元）	19 年底	主要生产速冻、月饼、腊味等	达产产能：月饼>0.2 万吨/年，速冻>1.2 万吨/年，腊味>0.2 万吨/年	梅州高新技术产业园区中心地带，交通便利，是梅州面向珠三角、沟通闽、赣、浙的交通枢纽	约 200 亩，使用年限 50 年
湘潭生产基地	4.5 亿元（自筹资金约 3.58 亿元，上下游企业投资约 0.92 亿元）	20 年（一期） 21 年（二期）	主要生产月饼、速冻、馅料等	达产产能：月饼>0.2 万吨/年，速冻>1.2 万吨/年，馅料>0.6 万吨/年	位于湖南湘潭，中部地区的经济腹地，长江流域经济带和京广铁路经济带的交汇中心；农产品产量全省前茅	约 285.5 亩，使用年限 50 年

数据来源：广酒公告，东吴证券研究所

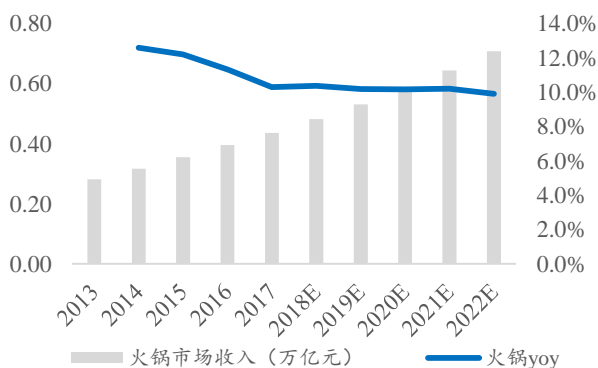
**区域龙头空间仍大，扩张期业绩增长较确定。**目前广州酒家的核心市场仍为广州，省内其他城市以及省外市场的扩张有望为公司带来成长空间和业绩增长确定性，预计 19 年业绩增速有望保持 25%，对应 PE18 倍，重点推荐。

风险提示：宏观经济波动对消费需求带来不确定性，扩张进度不及预期、食品安全等风险。

### 3.3. 优质赛道龙头，高速扩张阶段，关注海底捞

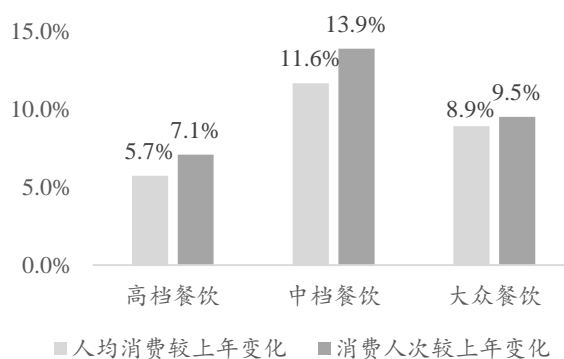
**火锅赛道高增长，中高端火锅量价齐升。**火锅赛道以其易标准化、社交属性强、口味自由等特点，正处于高速扩张阶段，火锅 17 年总收入超 4000 亿元，在餐饮行业中占比超过 10%；各档位火锅均呈现量价齐升的特点，其中中档火锅人均消费提升 11.6%，消费人次同比提升 13.9%，海底捞占据了中档火锅的优质赛道。

图 25：火锅市场规模及增速



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

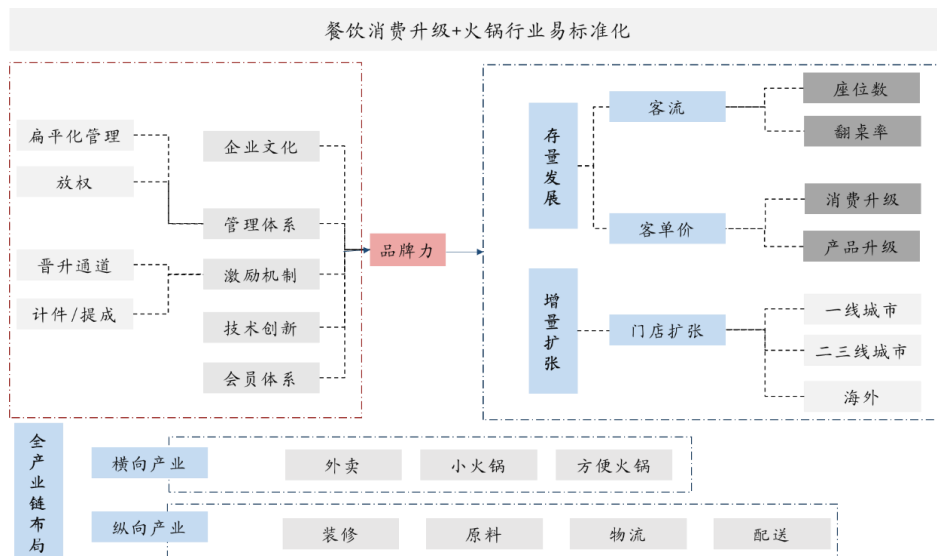
图 26：17 年火锅人均消费增速



数据来源：中国饭店协会，东吴证券研究所

**海底捞以管理造就品牌，以品牌奠定成功。**家园式的企业文化、扁平化的管理体系、高水平的激励机制为海底捞奠定了品牌基础。

图 27：海底捞增长驱动



数据来源：东吴证券研究所整理

单店效益达到高水平，考虑到高速扩张带来的爬坡稀释叠加经济波动带来的需求不确定，预计单店效益 19 年维持平稳。截止 18H1 海底捞已开业餐厅 341 家（大陆 316 家，其他 25 家），已开业门店同店增速亮眼，2016 和 2017 年同店销售增速分别为 14.1% 和 14%。其中二三线城市增速突出，17 年同店增速分别达到了 14.5% 和 16.3%，同店增长主要受益于满负荷营业、翻台率提升以及成本转移带动客单价提升，其中翻桌率为主要驱动。18 年上半年同店增速略有下降，主要由于同店翻台率在超过 5 次/日的高水平基础上增长放缓。

表 6：同店销售增长率

同店销售增长率 (%)	2016	2017	2018H1
一线城市	10.9%	12.7%	12.2%
二线城市	16.6%	14.5%	4.2%
三线及以下城市	12.2%	16.3%	6.3%
中国内地以外	19.6%	12.8%	-2.8%
<b>整体</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.0%</b>	<b>6.4%</b>

数据来源：海底捞招股说明书，东吴证券研究所

表 7：同店翻台率

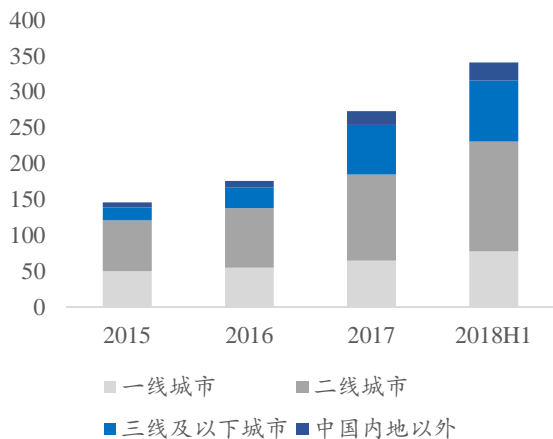
同店翻台率 (次/日)	2016	yoy	2017	yoy	2018H1	yoy
一线城市	4.3	10.3%	4.8	11.6%	5.1	8.5%
二线城市	4.8	17.1%	5.3	10.4%	5.3	0.0%
三线及以下城市	3.8	11.8%	4.7	14.6%	5	6.4%
中国内地以外	5.2	18.2%	5.1	2.0%	4.5	0.0%
整体	4.5	12.5%	5.1	10.9%	5.2	4.0%

数据来源：海底捞招股说明书，东吴证券研究所

低线城市效益亮眼，渠道下沉空间广阔，扩张助力业绩高增长。海底捞二三线城市

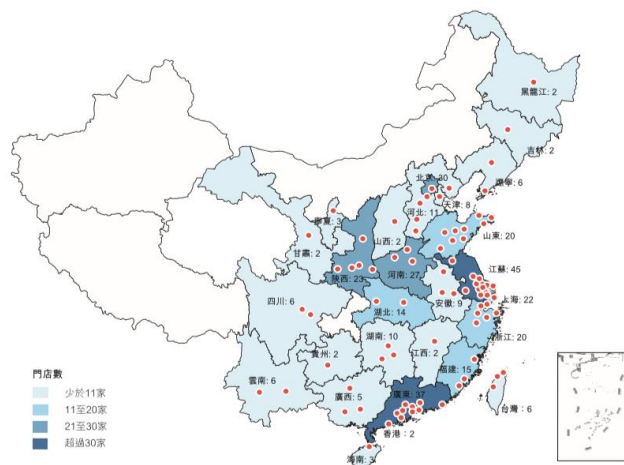
门店数占比从 15 年的 64.0% 提升至 17 年的 74.4%，其中三线及以下城市占比已提升至 27.2%。至 2018 年上半年，二线城市收入占比已达到 51.99%，三线及以下城市迅速增长至 21.01%，较 15 年提升 15pct，表现靓丽。在翻台率上，三线城市受慢节奏和新店扩张影响，翻台率初始较低，但以最快的速度接近一线城市，二线城市效率则一直领先，各线城市翻台率的 15-17CAGR 分别为 10.94%、12.62% 和 15.88%，三线城市仍处于快速提升阶段。

图 28：公司门店分布（家）



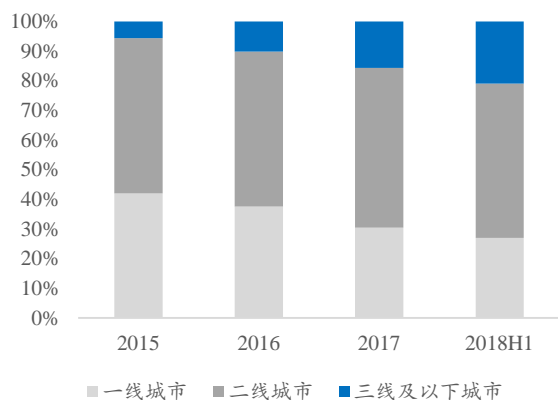
数据来源：海底捞招股说明书，东吴证券研究所

图 29：公司门店分布图



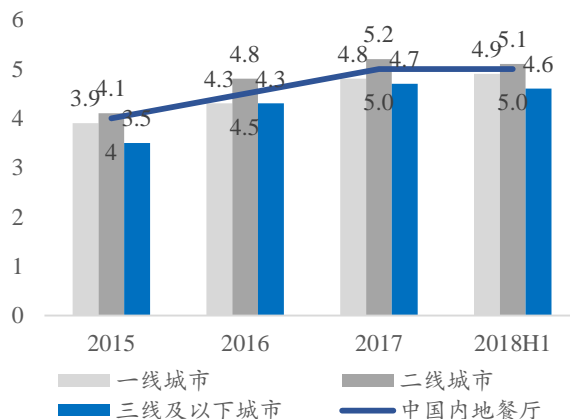
数据来源：海底捞招股说明书，东吴证券研究所

图 30：海底捞收入分布



数据来源：海底捞招股说明书，东吴证券研究所

图 31：各区域翻台率（次/日）



数据来源：海底捞招股说明书，东吴证券研究所

预计开店数量能够超过 1000 家，扩张空间仍大。预计随着一线城市的加密以及二三线城市的下沉，至 2020 年开店总数有望超 1000 家，对应还有两倍的开店空间：1) 假设目前北上广的海底捞门店饱和度为 65%，推测出上海/北上广的饱和门店分别为 36 家、120 家；2) 以北上广预计饱和门店数为基础，对标全国商圈、麦当劳和万达广场北上广在全国的占比，可分别测算出海底捞国内门店饱和数可达 858/1062/978 家；3) 预计海外可开约 100 家。

#### 4. 景区：休闲趋势维持，关注演艺行业扩张

**国内旅游稳步增长，增速略有放缓。**18H1 年国内旅游收入 2.45 万亿元，同比增长 12.5%，主要由出游人数增长 11.4% 驱动，旅游出行的经济敏感性主要体现在出行人次增速的回落以及单次出行消费的平稳上。

**经济波动影响下景区板块上市公司业绩有所分化。**休闲景区业绩相对较为平稳；传统景区开源节流，在收入端受客流压制情况下通过控费、增加投资收益增厚业绩。Q3 黄山、峨眉山扣非净利分别同增 12% 和 7%；乌镇、古北受天气等影响，客流承压，中青旅扣非净利同降 6%；宋城演艺维持稳健增长，扣非净利同增 19%。

表 8：18Q1-Q3 景区板块部分公司营收及净利增速

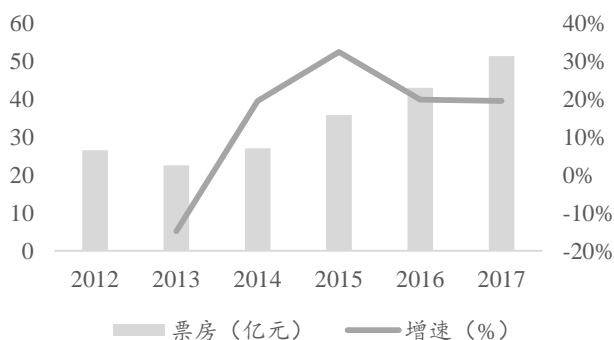
		2018Q1	2018Q2	2018Q3
营收增速	峨眉山 A	4%	-4%	-4%
	黄山旅游	-10%	-4%	-14%
	宋城演艺	6%	11%	4%
	中青旅	23%	13%	14%
归母净利增速	峨眉山 A	11%	12%	11%
	黄山旅游	67%	0%	30%
	宋城演艺	31%	23%	22%
	中青旅	14%	18%	-8%
扣非净利增速	峨眉山 A	12%	12%	7%
	黄山旅游	-27%	-13%	12%
	宋城演艺	20%	23%	19%
	中青旅	4%	64%	-6%

数据来源：wind，东吴证券研究所

##### 4.1. 演艺渗透率逐步提升，演艺龙头扩张性强

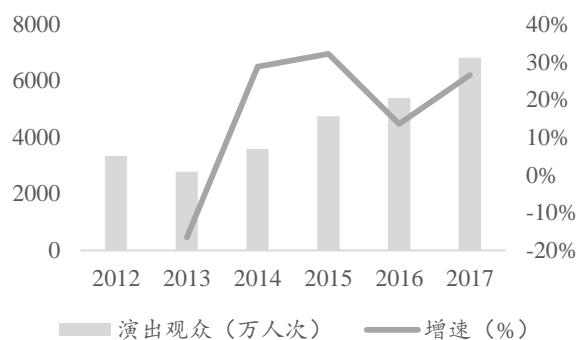
**旅游演艺行业进入繁荣期，规模持续高增长。**2017 年旅游演艺行业观众数量和票房收入均大幅上升，演出场次增长 19% 达 8.58 万场，演出观众达 6821.2 万人次，同增 26.5%，推动票房收入增长近 20%，达到历史最高值 51.46 亿元。

图 32: 12-17 年旅游演艺市场票房收入



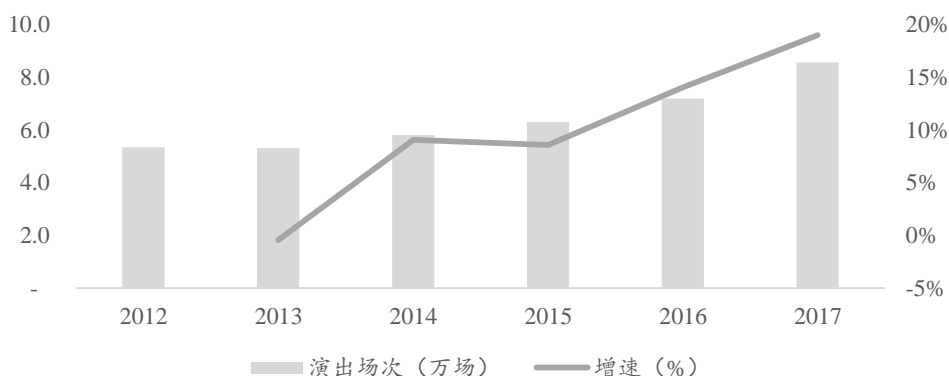
数据来源: 道略文旅产业研究中心, 东吴证券研究所

图 33: 12-17 年旅游演艺观众数



数据来源: 道略文旅产业研究中心, 东吴证券研究所

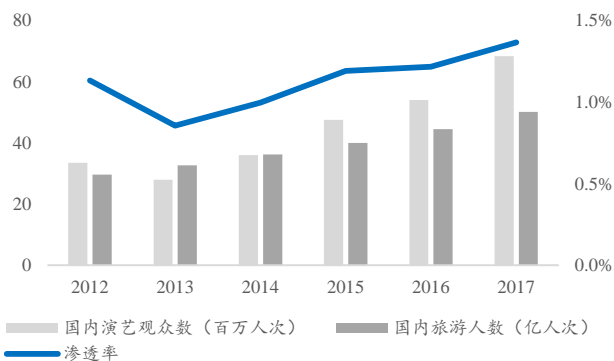
图 34: 12-17 年旅游演艺演出场次



数据来源: 道略文旅产业研究中心, 东吴证券研究所

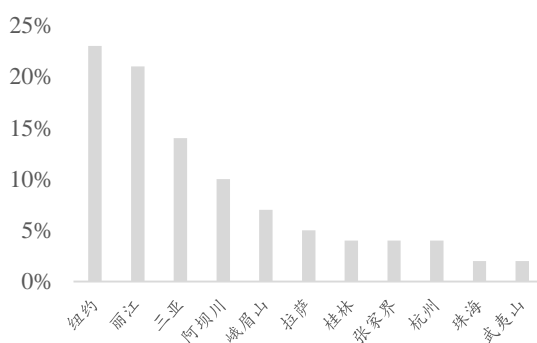
国内演艺渗透率仍低, 提升空间大。17 年国内旅游演出观众人次 6821.2 万, 相对于国内旅游 50 亿的旅游人次, 渗透率仅 1.4%, 提升空间大; 分城市来看, 除丽江、三亚外, 我国主要旅游城市的演艺观众渗透率不足 10%, 不到纽约的一半, 而这些城市本身有深厚的文化底蕴和观众基础, 开发潜力仍大。

图 35: 国内演艺渗透率 (=演艺观众数/国内游客总数)



数据来源: 国家统计局, 道略文旅, 东吴证券研究所

图 36: 14 年主要旅游城市旅游演艺观众渗透率

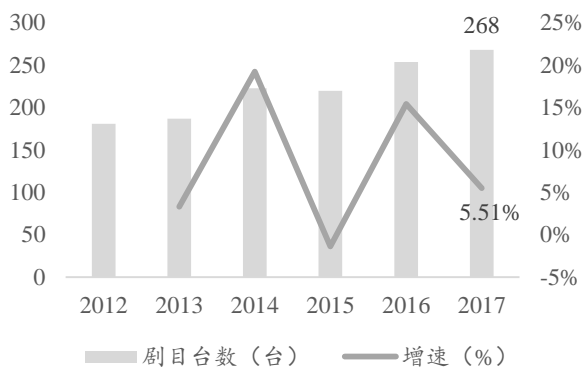


数据来源: 奇创, 东吴证券研究所

内容不足、质量参差, 旅游演艺尚处于野蛮生长阶段, 整合空间可期。目前国内旅

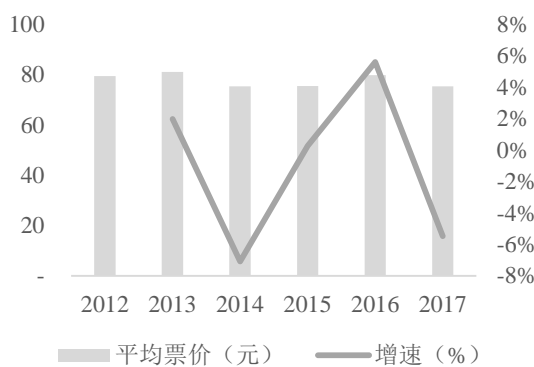
游演艺内容创作和更新缺乏，至 2017 年剧本台数仅 268 台，同比增长 5.5%，与快速增长的需求不匹配；并且从内容质量看，头部品牌稀缺，内容参差不齐，并且仍严重依赖旅行社渠道，因此平均票价在多年中持续在 75-80 元左右波动。

图 37: 12-17 年旅游演艺剧本台数



数据来源：道略文旅，东吴证券研究所

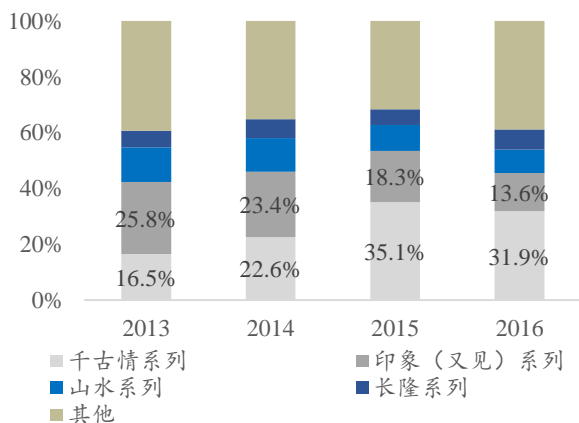
图 38: 12-17 年旅游演艺平均票价



数据来源：道略文旅，东吴证券研究所

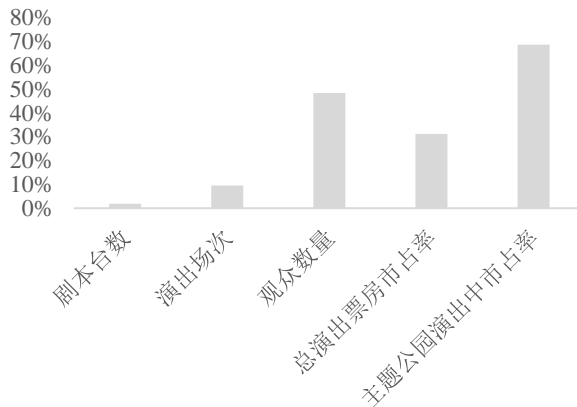
行业集中度高，品牌效应显著，龙头差异化竞争、加速跑马圈地。演艺行业高度依托品牌知名度，龙头集中明显，13 年印象（又见）、山水盛典、千古情、长隆大马戏占据全国旅游演出票房市场四强，CR4 超过 60%；至 2017 年，头部品牌集中的形势仍维持，形成印象、千古情跑马圈地的竞争格局。

图 39: 2013-2016 旅游演出市场市占率



数据来源：道略文旅，东吴证券研究所

图 40: 2017 年宋城演艺市占率



数据来源：道略文旅，东吴证券研究所

表 9: 2017 年中国旅游演出排名

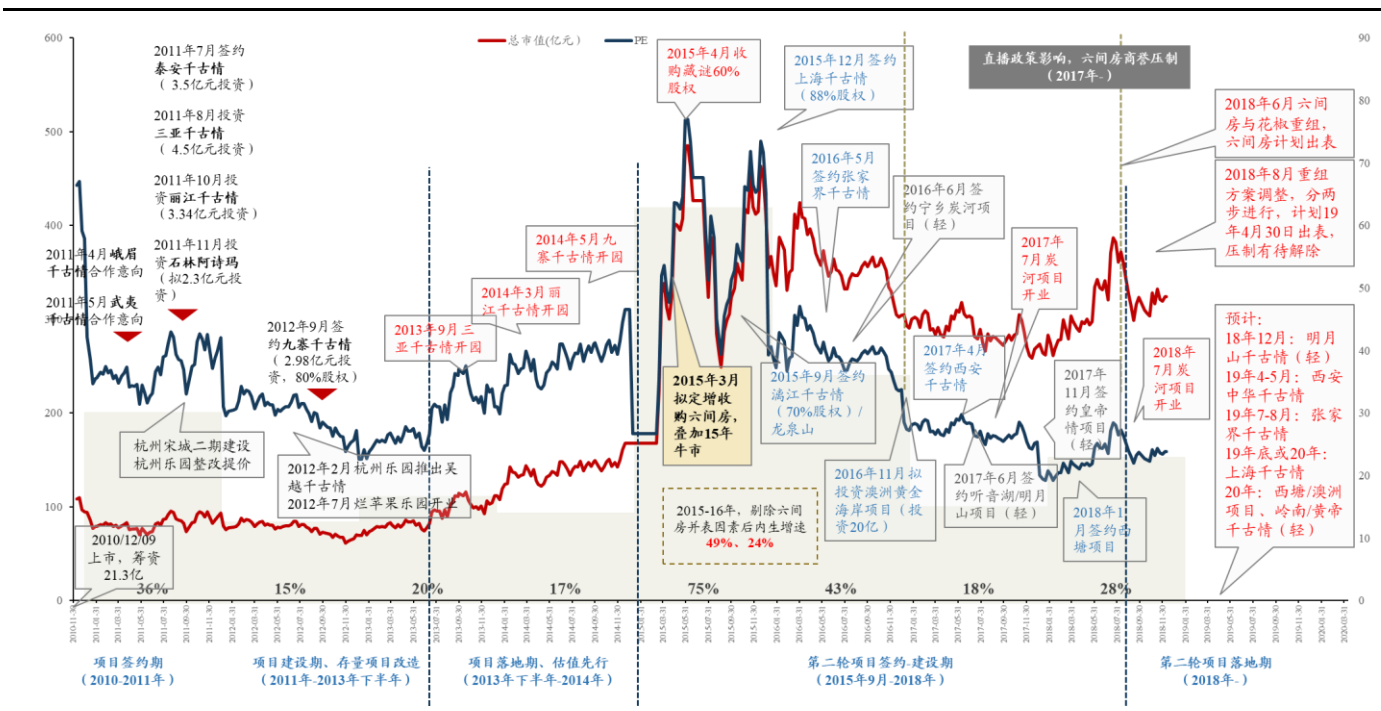
实景类剧目票房十强		主题公园类剧目票房十强		独立剧场类剧目票房十强	
1	印象刘三姐	1	宋城千古情	1	张家界魅力湘西
2	长恨歌	2	三亚千古情	2	又见平遥
3	印象·丽江	3	丽江千古情	3	又见敦煌
4	文成公主	4	魔幻传奇工	4	汉秀
5	印象大红袍	5	炭河千古情	5	刘老根大舞台（北京）

6	最忆是杭州	闽南传奇	延安保育院
7	天门狐仙新刘海砍樵	秘境奇技	ERA 一时空之旅
8	印象武陵	九寨千古情	多彩贵州风
9	中国出了个毛泽东	大宋东京梦华	傣秀
10	鼎盛王朝康熙大典	神游传奇	知音号

数据来源：道略文旅，东吴证券研究所

**宋城演艺进入新一轮项目扩张期。**回顾第一轮项目扩张周期，2013 年下半年至 2015 年项目落地期间估值已得到逐步提升；2015 年 9 月至今，公司进入新一轮项目储备期，但自 2016 年底开始，由于六间房业务受直播行业政策收紧影响，商誉减值风险提升，估值持续受压制；2018 年下半年至 2020 年，公司演艺进入新一轮项目落地期，估值有望提升，预计 19 年主业净利润增速 25% 左右，当前主业估值约 23 倍；但目前六间房出表仍构成短期压制，有待谨慎观察。

图 41：宋城演艺项目周期与估值



数据来源：wind，宋城公告，东吴证券研究所整理

- **老项目表现持续亮眼，验证商业模式可复制性，经济波动影响暂不显著。**前三季度杭州项目累计收入增速超 15%，三亚项目收入增速超 25%，丽江项目收入增速超 20%。
- **新设项目有序推进，依托大客流旅游城市。**桂林漓江千古情于 18 年 7 月开业，反响良好；预计西安中华千古情将于 2019 年 4-5 月开业、张家界千古情项目将于 2019 年 7-8 月推出。上海项目上海千古情预计 19 年底或 20 年推出，《上海千古情》座位数超过 3200 个，《上海一秀》的座位数也提升到了 2400 个左右。第二轮扩张的新项目所在城市拥有更大体量的旅游人口，为项目的成功奠

定基础。

- **轻资产项目落地显效果，复制快、风险低、弹性强。**宁乡炭河千古情项目开园一周年时，已接待游客 400 多万人次，演出 1000 余场，营业收入破 1.6 亿元，刷新湖南旅游演出年场次最高、观众数量最多的记录。炭河项目带动当地居民就业 2000 余人，溢出效应显著，深受当地政府重视。轻资产模式可行性得到验证，明月山千古情有望于 18 年 12 月开业，岭南、黄帝千古情已经陆续动工。
- **六间房计划分两步重组出表，压制因素有望解除。**公司 8 月 30 日调整六间房与密境和风的重组方案，新方案分两步完成：1) 18 年下半年花椒壹号贰号以全部密境和风 19.96% 的股权增资六间房，六间房向花椒增发其增资后 23.04% 的股权，宋城持股稀释至 76.96%；宋城向适格投资者转让增资后六间房 23.09% 股权，此后宋城持股 53.87%（仍并表），花椒原股东持股 23.04%。2) 2019.4.30 前，密境和风剩余股东以密境和风 80.04% 的股权增资六间房，密境和风成为六间房全资子公司，完成后新六间房估值 85 亿元，宋城持股将低于 30%（不再并表），花椒原股东持股 60%。目前出表仍具不确定性，商誉减值风险仍存在，形成压制。

表 10：宋城演艺自营项目

地区	名称	预计/开业时间	投资额	占地面积/座位	持股	当地客流(2017年, 万人次)
杭州	杭州宋城	1996	0.6 亿元	3189 个座位	100%	
	杭州乐园	1999	2.67 亿元	3300 个座位	100%	16286.63 (+15.8%)
	烂苹果乐园	2012	1.45 亿元	约 1100 个座位	100%	
三亚	三亚千古情	2013.9	5.07 亿元	约 80 亩/4700 座	100%	1830.97 (+10.86%)
丽江	丽江千古情	2014.3	3.34 亿元	约 140 亩/4700 座	100%	4069.46 (+15.61%)
九寨沟	藏谜	2007	0.87 亿元	20.25 亩/2034 个座位	60%	481.00 (-33.20%)
	九寨千古情	2014.5	约 2.98 亿	33 亩/约 3700 座	80%	
桂林	漓江千古情	2018.7	8.02 亿元	约 161 亩/3000 座	70%	8232.79 (+52.86%)
张家界	张家界千古情	2019.6~2019.8	6.45 亿元	约 170 亩/约 3000 座	100%	7335.81 (+19.41%)
西安	中华千古情	2019.4~2019.5	约 7 亿	100 亩/约 3000-4000 座	80%	18093.14 (+20.50%)
上海	上海世博大舞台	2020.4.18 之前	8.3 亿元	约 5500 座	88%	31800.00 (+7.50%)
昆士兰	澳洲传奇王国	2020	20 亿元		100%	~2270 (国内外游客)
嘉兴	西塘千古情	2020.3				9214.81 (+16.70%)

数据来源：宋城公告，政府官网，东吴证券研究所

表 11：宋城演艺轻资产输出项目

项目	地址	开业时间	服务费	管理费	委托经营时间	占地面积/座位
宁乡炭河里	湖南长沙宁乡县	2017.7	2.6 亿元	按经营收入的 20% 计	5 年	2200 座位
宜春明月情	江西宜春市	2018.12	2.7 亿元	未确定	10 年	50 亩/2600 个

佛山听音湖	广东佛山市	2020.3	2.6 亿元	按门票收入的 20% 计	10 年	90.29 亩/2500 个
新郑黄帝情	河南新郑市	2020.3	2.6 亿元	按经营收入的 20% 计	5 年	260 亩

数据来源：宋城公告，东吴证券研究所

**三湘印象演艺业务现拐点。**三湘印象 16 年收购观印象，拥有“印象”、“又见”、“最忆”、“归来”四大演出品牌，18 年对赌到期，启用新团队，计划介入演艺项目的运营，采用新轻资产+自营模式，18 年 12 月 15 日新项目《归来三峡》有“中华诗城”之称的重庆市奉节县首演，反响良好。建议关注三湘印象演艺业务拐点带来演艺业务的重新估值。

#### 4.2. 自然景区受调价影响，休闲化趋势主导

**响应政府号召，优化门票价格、推动转型升级。**截至 9 月 28 日，各地已出台实施或发文公布了 981 个景区免费开放或门票降价措施，其中 5A、4A 级景区占比超过 7 成，降价幅度约在 15-30%。推动全域旅游发展和摆脱“门票经济”，促进旅游转型升级。门票降价对景点效益短期存在不利影响，但是转型升级下非门票收入的增长也将推动景区提升核心竞争力。从国庆数据来看，黄山客流同比提升 10.4%，表现优异，12 月 25 日杭黄高铁正式通车，黄山到杭州仅需 1.5 小时，到上海、南京均为 2.5 小时，有望为黄山带来显著的增量客流。

表 12：部分景点调价幅度

景区	旺季门票价格 (元/人)			淡季门票价格			执行时间
	原	新	降幅	原	新	降幅	
九寨沟	220	190	14%	80	80	0%	2018/9/20
峨眉山	185	160	14%	110	110	0%	2018/9/20
张家界武陵源	245	225	8%	136	115	15%	2018/9/22
黄山	230	190	17%	150	150	0%	2018/9/28
九华山	190	160	16%	140	140	0%	2018/9/28
玉龙雪山索道	180	120	33%				2018/10/1

数据来源：政府官网，东吴证券研究所整理

表 13：国庆重点景区表现

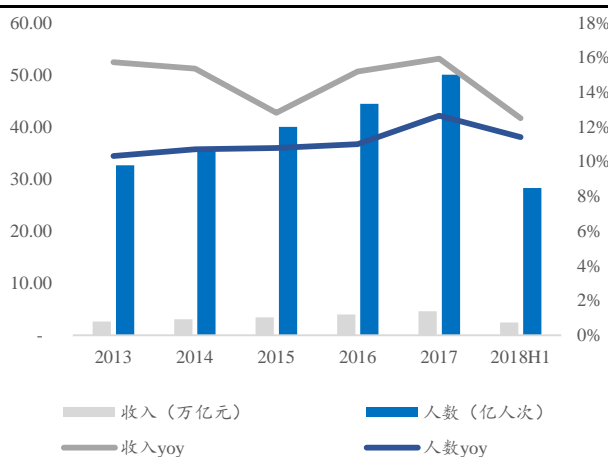
		2017 年	2018 年
黄山	接待人次 (万人次)	17.17	18.96
	YoY	-4.00%	10.38%
	门票收入 (万元)		3,060.59
	YoY		-11.03%
西递	接待人次 (万人次)	7.87	8.66
	YoY	25.00%	13.47%

	门票收入 (万元)		427.54
	YoY		14.86%
宏村	接待人次 (万人次)	13.11	13.05
	YoY	1.06%	-0.45%
	门票收入 (万元)		846.28
	YoY		-2.10%
九华山	接待人次 (万人次)	30.7	28.21
	YoY	9.30%	-8.16%
	门票收入 (万元)		2,493.98
	YoY		-15.20%
峨眉山	接待人次 (万人次)	15.73	14.97
	YoY	0.49%	-4.83%
	门票收入 (万元)	2329.32	2,157.09
	YoY	-2.45%	-7.39%
三亚八大重点景区	接待人次 (万人次)		55.8
	YoY		12.30%

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

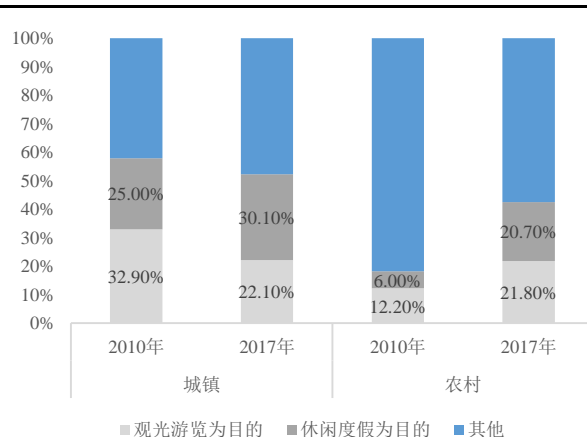
**国内旅游休闲化成为市场主导特征。**根据《中国国内旅游发展年度报告》，我国城镇居民观光游览占比由 2010 年的 32.9% 降至 2017 年的 22.1%，休闲度假占比由 2010 年的 25.0% 提升至 2017 年的 30.1%；我国农村居民观光游览占比由 2010 年的 12.2% 提升至 2017 年的 21.8%，休闲度假占比由 2010 年的 6.0% 提升至 2017 年的 20.7%。

图 42：国内旅游市场统计



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 43：居民出游目的对比



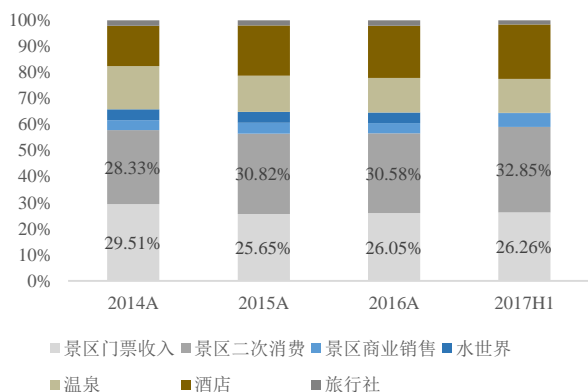
数据来源：中国国内旅游发展年度报告 2018，东吴证券研究所

天目湖围绕天目湖核心资源打造一站式旅游休闲目的地；具有产品协同和互补效应的优势；收入多元化，门票占比较低。公司围绕天目湖先后开发建设了天目湖山水园、天目湖南山竹海、天目湖御水温泉、天目湖水世界等景区和产品，具有批零结合的容纳

能力。御水温泉与水世界分别侧重冬夏两季，淡化山水园和南山竹海的季节性；山水园和南山竹海的观光性、温泉项目的休闲性、水世界的主题乐园、以及酒店餐饮业务的旅游服务和会务宴会功能均具有协同性。受益于一站式旅游，公司对门票依赖度较低，门票在收入中占比仅 26% 左右，景区内项目的二次收费占比在 30% 以上，二次收费价格实施市场调节价，受政策影响较小。

**优质区位、交通便利，受益于休闲化旅游趋势，民营企业发展灵活具动力。**天目湖位于长三角中心地带，长三角主要城市距离天目湖的自驾里程在 250 公里以内，自驾时间在 2.5 小时以内，高铁用时在 1.5 小时以内，属于较为适合休闲旅游的 3 小时都市旅游圈，受益于周边自驾、休闲旅游趋势。公司于 2003 年改制为民企，大股东孟广才持股 51.45%，机制更灵活，更具发展动力。

图 44：天目湖营收组成



数据来源：天目湖公告，东吴证券研究所

图 45：长三角部分城市至天目湖时间

出发地	自驾里程 (公里)	自驾时间 (小时)	高铁时间 (小时)
上海	252	3	1.6
南京	124	2	0.5
苏州	161	2	1.5
无锡	111	1.5	1.2
杭州	183	2.5	1

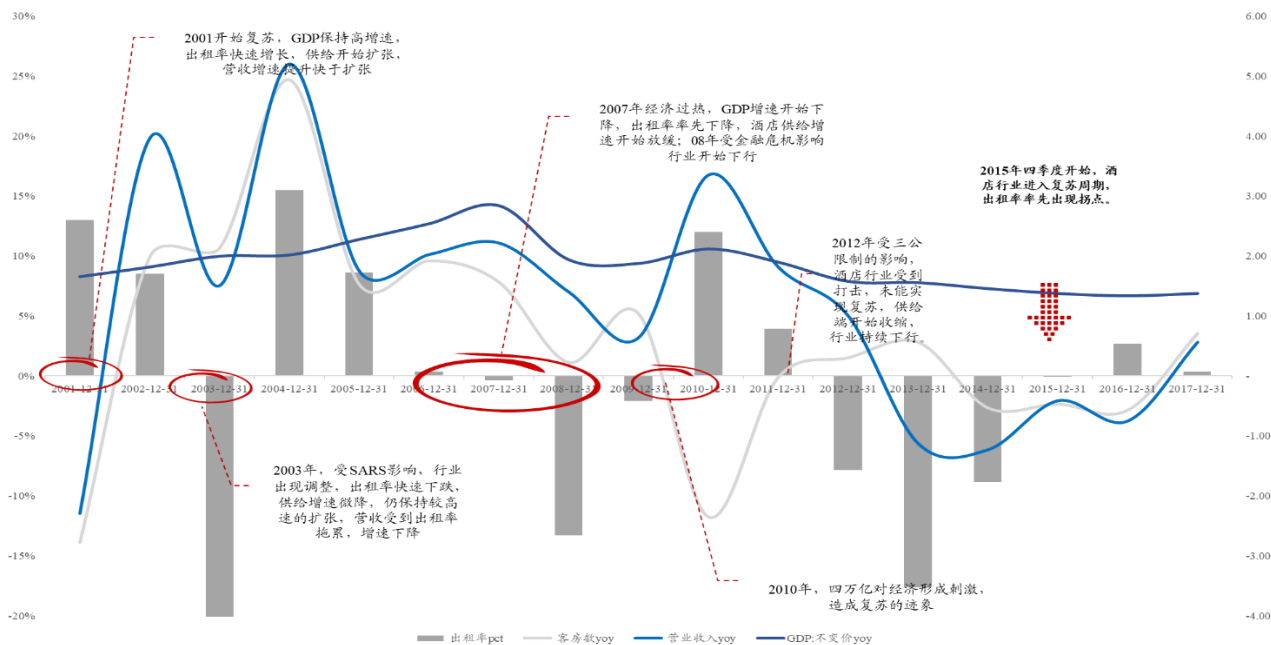
数据来源：天目湖公告，东吴证券研究所

**中青旅古北股权问题有望逐步落地，与光大集团协同深化。**11 月公司公告拟与 IDG 关联方嘉伟士杰组成联合体，参与受让京能集团公开转让的古北水镇 10% 股权，挂牌底价 8.5 亿，中青旅将分配所得股权中的 5.2%；如成功受让，中青旅直接间接持股 46.45%，控制权不变。此外，公司 12 月公告计划与光大银行、王道商业银行合资设立消费金融公司（中青旅持股 20%），有望加强“旅游+”跨界融合，与光大集团的协同有望持续深化。

## 5. 酒店：经济下行周期，中长期看好龙头市占率提升

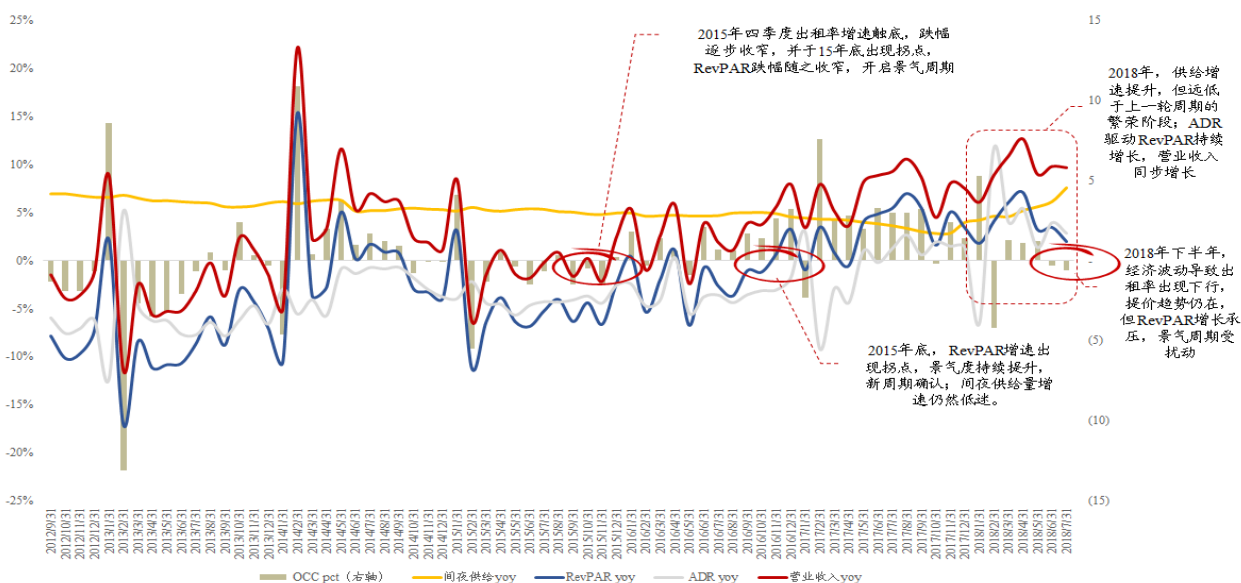
酒店行业具有强周期性，此轮景气周期受经济下行影响有所承压。酒店住宿用户主要为商旅和休闲游客，因此酒店行业与经济相关性高，且资产建设具有滞后性，故存在周期性特征。此轮酒店周期于15年下半年复苏，首先是出租率提升，供需缺口带动房价上涨。目前经济增速疲弱，酒店景气度下行，出租率出现微降趋势，RevPAR增速有所放缓，酒店龙头同店 RevPAR 增速承压，Q3 增速环比 Q2 均有所下降。

图 46：酒店景气周期判断



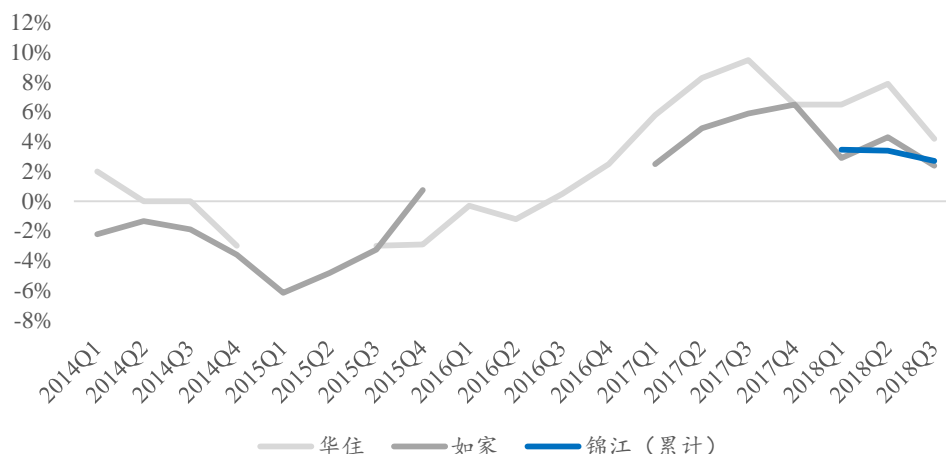
数据来源：wind，东吴证券研究所整理

图 47：此轮酒店景气周期



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所整理

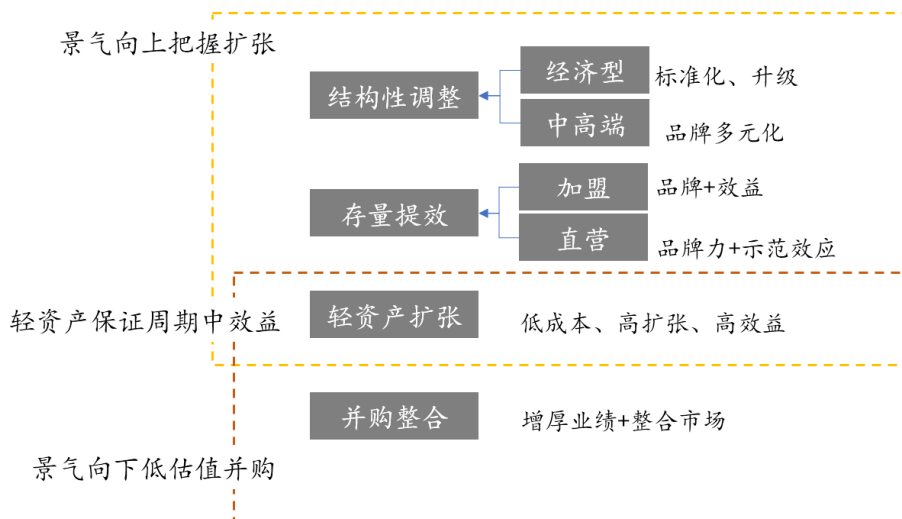
图 48：三大酒店集团同店 RevPAR 变动



数据来源：华住、首旅、锦江公告，东吴证券研究所

龙头抗风险能力相对较强，轻资产扩张降低经营风险、助力中长期增长，市占率有望持续提升，建议关注酒店龙头华住（美股）、锦江、首旅。一方面，酒店龙头在行业景气阶段通过酒店升级提高房价，行业景气向下时利用低估值优势加速并购扩张；另一方面，轻资产加盟模式能够帮助酒店龙头弱化经济敏感性，而对于加盟业主来说，在经济周期各阶段加盟酒店均具备相对收益，轻资产模式在景气周期各阶段均能够为酒店龙头提供稳健的增长。

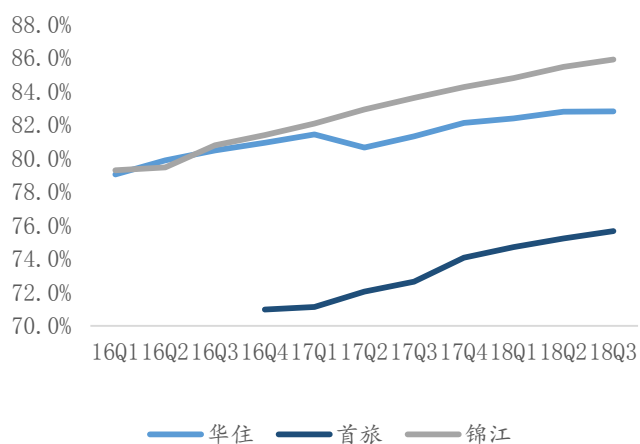
图 49：酒店在周期内表现



数据来源：东吴证券研究所整理

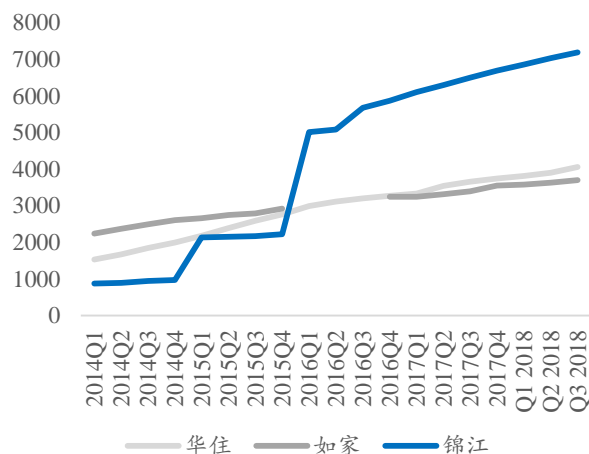
- 轻资产模式助力门店扩张，酒店龙头在此轮周期中具有更强的抗风险能力。三大酒店集团主要通过加盟的轻资产方式实现较快扩张，经营风险降低、效益提升、扩张加速，截至 18Q3 锦江、华住、首旅加盟酒店占比分别达到 85.9%、82.8%、75.6%，Q3 分别新开店 158、152、72 家，保持扩张节奏。

图 50: 加盟酒店占比



数据来源: 华住、首旅、锦江公告, 东吴证券研究所

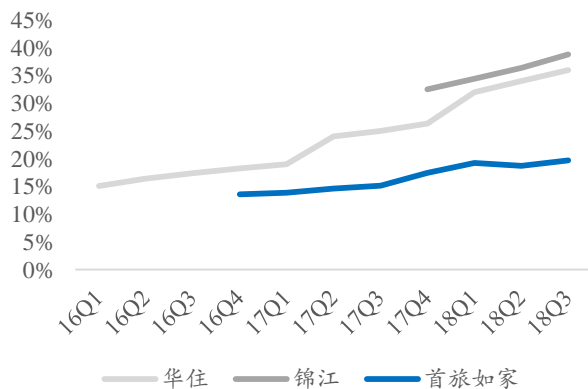
图 51: 三大酒店集团已开业酒店数 (家)



数据来源: 华住、首旅、锦江公告, 东吴证券研究所

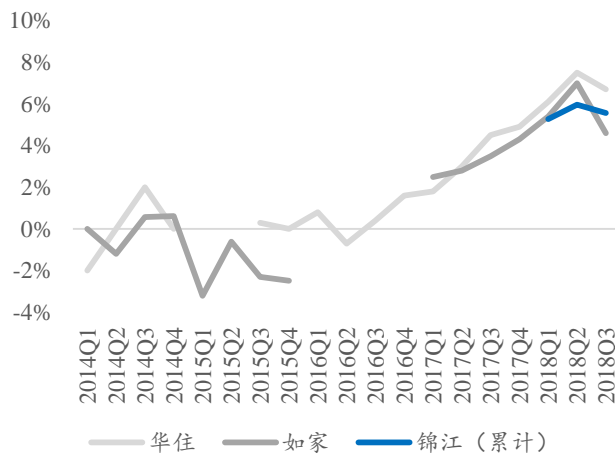
- **产品升级结构改善、连锁化率提升, 中长期房价提升趋势维持。**一方面, 连锁酒店行业距上一轮供给高速增长阶段已超 10 年, 产品迭代进入高峰期, 三大酒店集团坚持中高端战略, 截至 18Q3 房间锦江、华住中端房间占比超过 36%, 首旅也提升至 20%, 产品升级推动房价合理提升。另一方面, 酒店龙头连锁化率提升、品牌议价能力打开房价长期提升空间。

图 52: 三大酒店集团中高端房间占比



数据来源: 华住、首旅、锦江公告, 东吴证券研究所

图 53: 三大酒店集团同店 ADR 变动

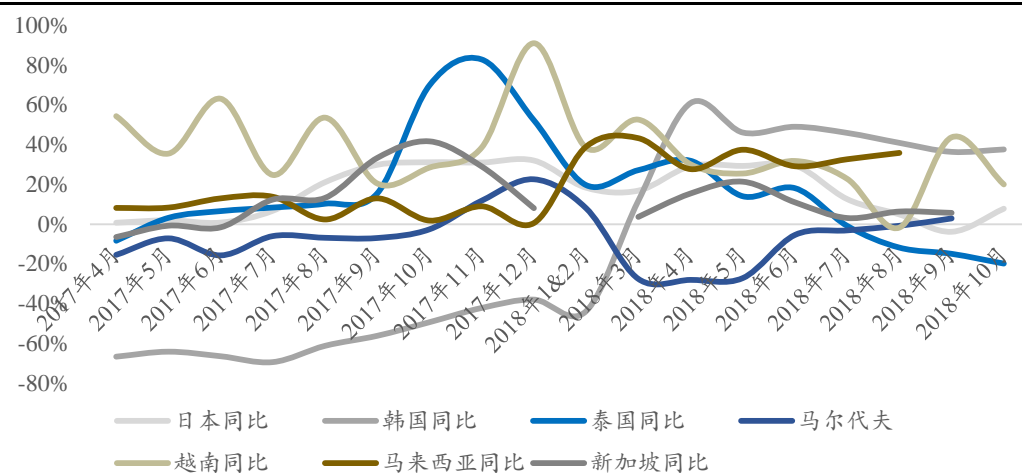


数据来源: 华住、首旅、锦江公告, 东吴证券研究所

## 6. 出境游：受经济疲弱与短期事件影响，景气回落

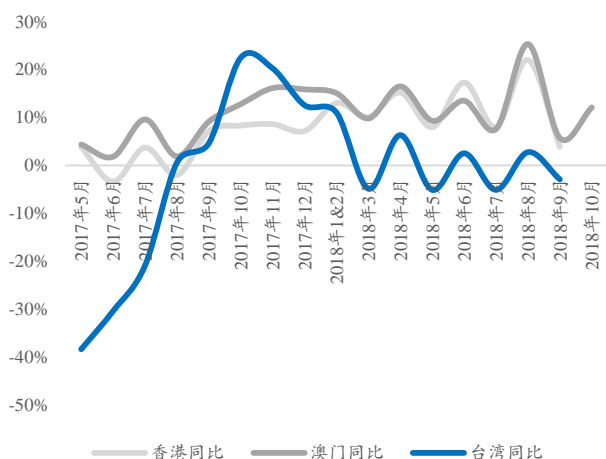
出境游景气度受经济波动压制。受宏观经济、泰国沉船事件影响，出境游客流较18H1显示较明显的疲弱态势，10月数据略有回升。10月赴泰国游客同比下滑20%，跌幅较9月再度显著扩大；在17年萨德影响的低基数基础上，赴韩游客仍保持37.6%的增速，基本与9月持平(+1.23pct)；赴日本游客10月有所回升，同比增长7.8%；赴澳游有所回暖，客流同增12.1%。从汉莎和法航的亚太航线客运量看，欧洲长线游增速略有回升。

图 54：亚洲出境游客流增速



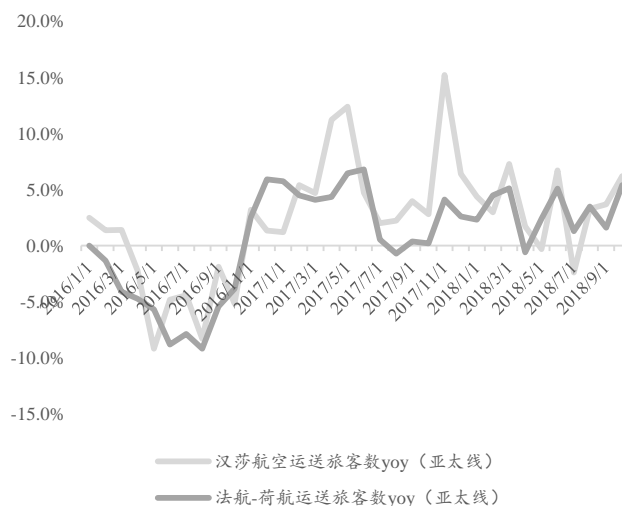
数据来源：各国旅游局，东吴证券研究所

图 55：港澳台旅游人次同比增速



数据来源：旅游局官网，东吴证券研究所

图 56：汉莎&法航（亚太航线客运量增速）



数据来源：航空公司官网，东吴证券研究所

预计19年行业竞争趋于理性，盈利能力有望得以修复。三季度出境游公司业绩增速环比均有所放缓，一方面主要由于需求增长放缓，另一方面也由于17年对东南亚市

场过于乐观，资源采购带来的销售压力较大，影响产品利润率。预计出境游龙头对 19 年市场需求具有较低的理性判断，资源采购预计将较 17 年有所减少，预计恶性竞争减少，盈利能力将有所提升。

**表 14: 18Q1-Q3 旅行社板块部分公司营收及净利增速**

		2018Q1	2018Q2	2018Q3
营收增速	凯撒旅游	11%	10%	11%
	腾邦国际	99%	70%	38%
	众信旅游	10%	18%	-14%
归母净利增速	凯撒旅游	20%	-56%	15%
	腾邦国际	23%	47%	30%
	众信旅游	31%	61%	-18%
扣非净利增速	凯撒旅游	15.11%	-3.81%	4.03%
	腾邦国际	17.8%	98.7%	19.0%
	众信旅游	21.5%	26.9%	-18.4%

数据来源：wind，东吴证券研究所

**产业链延伸、行业整合区域延续，中长期利好出境游龙头。**出境游龙头能够在加速整合行业，提升集中度的同时加强横向一体化整合，向酒店/地接/航空等资源端延伸，发展零售业务，实现线上下揽客，提升议价能力，多环节获利，中长期空间仍大。

## 7. 投资建议

2019 年对经济的预期整体偏弱，消费作为经济后周期产业，预期下调显著，悲观预期已较大部分反应，但存在板块间和标的间的差异。在宏观经济增速放缓、消费疲态显现的情况下，较好的细分赛道（好生意）、有政策支撑的龙头公司，以及低估值必选消费品龙头有望在弱市下持续提升盈利增速、提高盈利质量，建议持续重点关注广州酒家、中国国旅。

**区域消费龙头广州酒家：**区域市场高效经营，市场扩张带来的业绩成长性可期，19 年重点依托产能扩张进一步拓展省内市场、依托线上渠道打造异地知名度，预计 19 年业绩增速有望保持 25%，对应 PE18 倍，重点推荐。

**免税龙头中国国旅：**业绩增长稳健，政策利好能够对冲需求端波动，支撑业绩维持 25% 以上的增速，对应 19 年 24 倍估值；中长期海内外市场空间仍大，增长逻辑清晰。

## 8. 风险提示

宏观经济波动带来对居民旅游消费的影响。宏观经济增速疲弱对居民旅游餐饮消费具有负面影响，存在经济波动下需求低于预期的风险。

天气恶劣影响出游客流。恶劣天气对旅游出行具有较显著的负面影响，具有天气不确定性带来的风险。

政策变化的风险。政策变化对文化旅游和免税行业均具有显著影响，例如门票价格的调整对景区公司盈利能力具有较大影响，未来仍有政策变化的风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

