

2019年社服行业策略报告

估值之锚分化，专注长期价值

2018年社服行业相对收益明显，估值呈现线性回归。19年估值之锚将会逐步分化，从单一的PE估值向多种估值方法转变。社服行业整体下跌8.8%，相对沪深300收益为17.58%。31只个股中共4只个股绝对涨幅为正、7只个股跑赢沪深300。市值增长主要来自业绩提升，行业估值处于历史低位。18年行业内个股经历了一次漫长的估值回归，小市值股票溢价逐步回落，蓝筹估值回归正常水平。我们认为19年市场的估值之锚会逐步分化，投资者将会更加看重现金流、股息率、FCF、资产报表质量，而不是单纯的PE。

社服行业长期基本面向好：中国知识分子红利仍在，人均可支配收入稳步增长。社服行业总产值与“大学毕业生存量”及“人均可支配收入”成正比。我国适龄大学生目前存量约1亿，2027年有望接近2亿。这是社服行业最大的基本面。此外，人均可支配收入也稳步升高。

酒店行业：供需剪刀差改善，行业集中度稳步提升。新增供给长期收缩，而需求仍在以每年10%左右速度增长，供需剪刀差具备改善基础。未来行业集中度将继续提升，相较美国酒店数CR6达44%，我国仍有提升空间（目前29%）。重点推荐现金流较好，酒店数持续扩张的“锦江股份”。

自然&人文景区：头部演艺公司持续向好，自然景区估值合理。演艺行业优质项目较少，管理水平良莠不齐，演艺项目盈利项目仅占比10%。长期看，自然景区类企业业绩稳定，股息有望逐步向净利靠拢。目前景区类企业PE在15倍左右，安全边际较高。重点推荐19年新项目持续落地的“宋城演艺”。

免税行业：受益消费回流，行业持续扩容。消费回流趋势确定性较高，预计17-25年中国内地奢侈品市场复合增速18%。未来免税行业有望继续扩容，预计2020年规模接近550亿。建议关注业绩确定性较强的“中国国旅”。

出境游行业：景气度有望上行，集中度有望缓升。18年上半年我国出境游人次同增15%，但三季度下滑明显，未来景气度有望上行。竞争格局分散，CR6不足10%，未来行业集中度有望缓升。建议关注向海外旅游资源运营商发展的“众信旅游”，以及升级“资源×渠道×服务”战略的“腾邦国际”。

OTA：深度受益知识分子红利，行业向好。我国OTA行业17年可变现GMV超8000亿、总佣金约400亿，预计2027年有望增至1500亿以上佣金体量。建议关注先发优势明显的“携程网”，以及获客成本较低的“同程艺龙”。

人力资源：我国GDP从总量驱动向精细化运营转型，人力资源中介有望获得大发展。我国人力资源服务业持续受益产业变迁，中高端人才寻访和灵活用工业务将维持高速发展。建议重点关注人力资源稀缺标的“科锐国际”。

风险提示：宏观经济影响、自然因素和社会因素、国际政治环境变动的风险。

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600754	锦江股份	买入	0.92	1.15	1.32	1.68	35.1	17.4	15.3	12.0
300144	宋城演艺	增持	0.73	0.91	1.01	1.13	25.4	23.4	21.2	18.8
601888	中国国旅	买入	1.30	1.84	2.37	2.87	45.4	32.0	24.9	20.5
300662	科锐国际	-	0.41	0.62	0.83	1.05	64.4	42.8	32.1	25.3
CTRP.O	携程网	-	30.57	25.76	50.33	84.12	48.1	59.1	30.3	18.1
0780	同程艺龙	-	-	0.47	0.38	0.43	-	20.3	24.8	21.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所注：科锐国际、携程网、同程艺龙采用Wind一致预期

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 焦俊

执业证书编号：S0680518060003

邮箱：jiaojun@gszq.com

研究助理 张泽

邮箱：zhangze@gszq.com

研究助理 何富丽

邮箱：hefuli@gszq.com

相关研究

1、《美团点评：诠释O2O巨头的伟大之路》2018-09-02



内容目录

一、社服行业长期基本面向好，19年有望先抑后扬.....	6
1.1、历史行情回顾：社服行业指数跑赢大盘，估值水平接近历史低位.....	6
1.2、长期基本面向好：知识分子红利仍在，人均可支配收入稳步提升.....	8
二、酒店行业：行业持续整合，聚焦头部企业.....	12
2.1、供需格局改善，行业集中度提升.....	12
2.2、推荐个股：锦江股份、首旅酒店.....	16
三、演艺行业：龙头持续扩张，项目空间仍大.....	19
3.1、头部集中趋势明显，行业空间仍大.....	19
3.2、推荐个股：宋城演艺.....	20
四、景区行业：重择时，轻择股.....	22
4.1、景区股长期业绩平稳，类债属性明显.....	22
4.2、推荐个股：黄山旅游.....	24
五、免税行业：受益消费回流，行业持续扩容.....	25
5.1、需求端：中国人奢侈品消费增长，消费回流利好免税销售.....	25
5.2、供给端：离岛免税政策逐步落地，市内免税政策有望放开.....	26
5.3、推荐个股：中国国旅.....	29
六、出境游行业：景气度有望上行，集中度将缓升.....	30
6.1、景气度：单三季度受东南亚影响下行，未来有望恢复上行.....	30
6.2、集中度：整体竞争格局分散，未来集中度有望缓升.....	32
6.3、推荐个股：众信旅游、腾邦国际.....	34
七、OTA行业：深度受益知识分子红利，行业向好.....	35
7.1、市场空间：知识分子红利驱动，长期空间仍大.....	35
7.2、竞争格局：携程系一家独大，美团或有望破局.....	37
7.3、推荐个股：携程网、同程艺龙.....	40
八、人力资源行业：朝阳行业，将受益劳动力供不应求.....	42
8.1、供给端：人口红利消退，劳动人口占比下降.....	42
8.2、需求端：总量增长放缓，第三产业需求提升.....	43
8.3、推荐个股：科锐国际.....	44
风险提示.....	46

图表目录

图表 1: 2018 年沪深 300 与社服行业指数走势6

图表 2: 2018 年社服行业个股涨跌幅6

图表 3: 17/18 年社服行业个股 PE(TTM)比较7

图表 4: 2018Q1-3 社服行业个股业绩增速7

图表 5: 近三年跑赢沪深 300 个股8

图表 6: 近五年跑赢沪深 300 个股8

图表 7: 近十年社服行业 PE (TTM)8

图表 8: 近十年社服行业 PB.....8

图表 9: 中美历年大学毕业生增量 (本专科毕业生)9

图表 10: 中美历年大学毕业生存量 (本专科毕业生, 以 1971 年为起点)9

图表 11: 1971 年起美国代际人口大学教育占比10

图表 12: 1971 年起中国代际人口大学教育占比10

图表 13: 中美 23-60 岁大学生毕业生存量 (万)10

图表 14: 不同国家和地区人均可支配收入 (人民币, 元)11

图表 15: 不同国家和地区人均可支配收入增速11

图表 16: 五等份分组居民人均可支配收入 (元)11

图表 17: 五等份分组居民人均可支配收入增速11

图表 18: 酒店行业个股 2018 年涨跌情况 (按中信三级酒店行业分类)12

图表 19: 商服用地供给持续收缩12

图表 20: 城镇住宿与餐饮业固定资产投资完成额增速快速下滑12

图表 21: 铁路客运量持续上升13

图表 22: 民航客运量持续上升13

图表 23: 2017 年 OTA 市场竞争格局13

图表 24: 单体酒店与连锁酒店经营效益对比14

图表 25: 历年连锁酒店数增速 vs 住宿业固定资产投资增速15

图表 26: 2017 年中国酒店行业集中度仍落后于美国15

图表 27: 万豪历年加盟酒店数与市值关系16

图表 28: 三大酒店集团增速对比16

图表 29: 三家酒店数市值/酒店数对比 (万元/家)17

图表 30: 三家酒店数 EV/酒店数对比 (万元/家)17

图表 31: 锦江股份归母净利与自由现金流的差异 (单位: 亿元)17

图表 32: 锦江股份 2017 年净利与 FCFE 差异 (单位: 亿元)17

图表 33: 各酒店集团直营酒店占比18

图表 34: 2018 年首旅酒店弹性测算 (净利单位为亿元)18

图表 35: 首旅股权激励主要目标18

图表 36: 首旅股权激励主要对象18

图表 37: 演艺行业集中度逐步提高19

图表 38: 宋城演艺开业及签约项目情况 (个)19

图表 39: 三湘印象开业及签约项目情况 (个)19

图表 40: 2016 年旅游演出票房过亿的城市20

图表 41: 宋城演艺净利率和 ROE20

图表 42: 宋城演艺投资回报期20

图表 43: 公司的产品在丽江市场展现出很强的竞争力21

图表 44: 2018 年全国 5A 级及 4A 级景区数量21

图表 45: 景区行业个股 2018 年涨跌情况 (按中信三级酒店行业分类)22

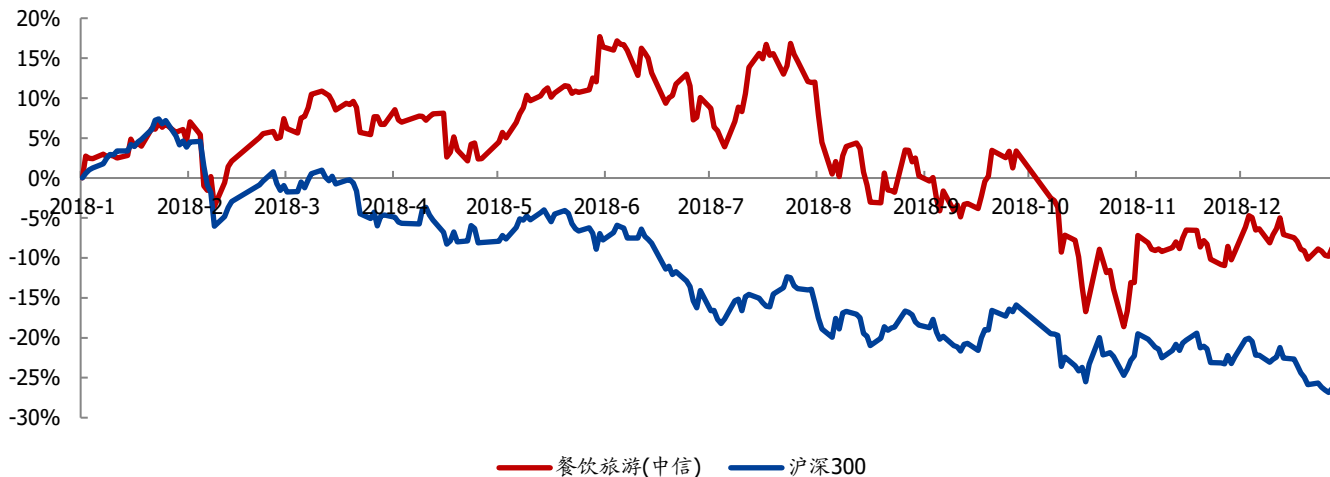
图表 46: 9家早期上市的景区类公司营收增速	22
图表 47: 城镇居民家庭人均可支配收入增速	22
图表 48: 中期窗口下景区估值与5年期国债收益率(%,左轴)走势对比	23
图表 49: 长期窗口下景区估值与5年期国债收益率(%,左轴)走势对比	23
图表 50: 主要景区市盈率对比(2018年底)	23
图表 51: 中国人奢侈品消费规模	25
图表 52: 中国内地奢侈品消费规模	25
图表 53: 中国免税市场规模	25
图表 54: 韩国免税市场规模	25
图表 55: 中韩免税政策对比	26
图表 56: 海南离岛免税政策历次调整	26
图表 57: 2014-2017年海南岛旅客吞吐量(离港)	27
图表 58: 2017年海南岛三大交通方式旅客吞吐量(进出)	27
图表 59: 2019年轮船离岛带来的增量免税规模测算(亿元)	27
图表 60: 市内免税政策梳理	28
图表 61: 参考离岛免税,京、沪市内免税店首年销售额有望达50亿元	28
图表 62: 购买人数及客单价增长将抬高京、沪市内店销售额(亿元)	28
图表 63: Dufry营收规模增长且免税毛利率提升	29
图表 64: 中免营收规模增长且免税毛利率提升	29
图表 65: 我国出境游渗透率与人均GDP呈现高度正相关	30
图表 66: 根据国际经验,旅游消费升级涵盖三个阶段	30
图表 67: 四大航月度国际载客量	30
图表 68: 四大航月度港澳台载客量	30
图表 69: 近1年大陆赴泰国游客	31
图表 70: 近1年大陆赴日本游客	31
图表 71: 2018H1众信旅游“预付+应付”主要货币项目	31
图表 72: 2014-2018H1众信、凯撒汇兑收益	31
图表 73: 2017出境游行业竞争格局现状(按销售规模计)	32
图表 74: 2012-2017出境游行业竞争格局演变(按销售规模计)	32
图表 75: 2017出境游细分市场格局:亚洲分散、欧洲集中	32
图表 76: 日本出境游旅行社CR2近50%(按规模计)	33
图表 77: 韩国出境游旅行社CR2超30%(按人数计)	33
图表 78: 出境游领域的主要竞争对手比较	33
图表 79: 零售门店数量:计划19年底拓展至1000家	34
图表 80: 准直营门店数量:计划19年底拓展至700-800家	34
图表 81: 众信旅游投资目的地资源	34
图表 82: 腾邦国际战略升级为“资源×渠道×服务”大旅游生态圈	35
图表 83: 2013-2017年在线旅游市场复合增长40%	35
图表 84: 2013-2017年OTA旅游市场复合增长40%	35
图表 85: 各国在线旅游渗透率	36
图表 86: 我国历年在线旅游渗透率	36
图表 87: 我国OTA市场的增长驱动力	36
图表 88: 中国OTA空间推算	37
图表 89: 欧盟和美国OTA空间推算	37
图表 90: 我国OTA市场份额(GMV口径)	37
图表 91: 我国OTA阵营划分	37

图表 92: 我国 OTA 细分市场份额 (GMV 口径)	38
图表 93: 美团与携程单客酒店盈利预测	39
图表 94: 携程历年营收情况 (去哪儿 16 年并表)	40
图表 95: 携程一站式的旅行解决方案	40
图表 96: 携程海外业务平台	40
图表 97: 携程旗下线下门店扩张进度 (家)	41
图表 98: 携程旗下线下门店获客来源	41
图表 99: 2017-2018Q3 同程艺龙月活用户分布(万)	41
图表 100: 2018H1 各大 OTA 月活用户分布 (万)	41
图表 101: 同程艺龙从 OTA 向 ITA (Intelligence Travel Assistant) 的转型升级	42
图表 102: 我国人口自然增长率下降	42
图表 103: 我国劳动年龄人口连续六年下降	42
图表 104: 我国 GDP 从高增长向中高增长发展	43
图表 105: 我国就业人员从一二产业向第三产业转移	43
图表 106: 我国人力资源服务行业市场规模	43
图表 107: 我国劳动力呈现供不应求的趋势	43
图表 108: 我国招聘流程外包、中高端人次寻访、灵活用工市场规模	44
图表 109: 2012-2018Q3 公司营收及净利润	44
图表 110: 2018H1 公司营收及毛利构成	44
图表 111: 公司"一体两翼"战略	45
图表 112: Investigo 营收及构成	45
图表 113: Investigo 净利润	45

一、社服行业长期基本面向好，19年有望先抑后扬

1.1、历史行情回顾：社服行业指数跑赢大盘，估值水平接近历史低位

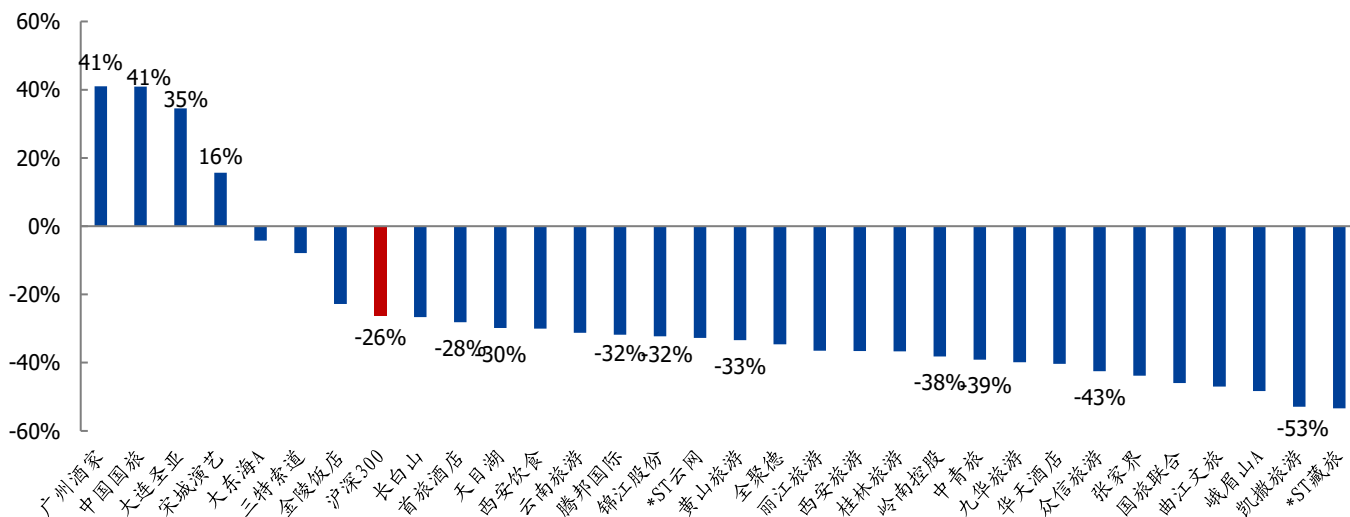
图表 1：2018 年沪深 300 与社服行业指数走势



资料来源：Wind、国盛证券研究所

18年社服行业指数跑赢大盘，相对收益明显。2018年沪深300指数累计涨幅-26.34%，社服行业指数累计涨幅-8.76%，虽受到大盘拖累，但相对收益明显，达17.58%。

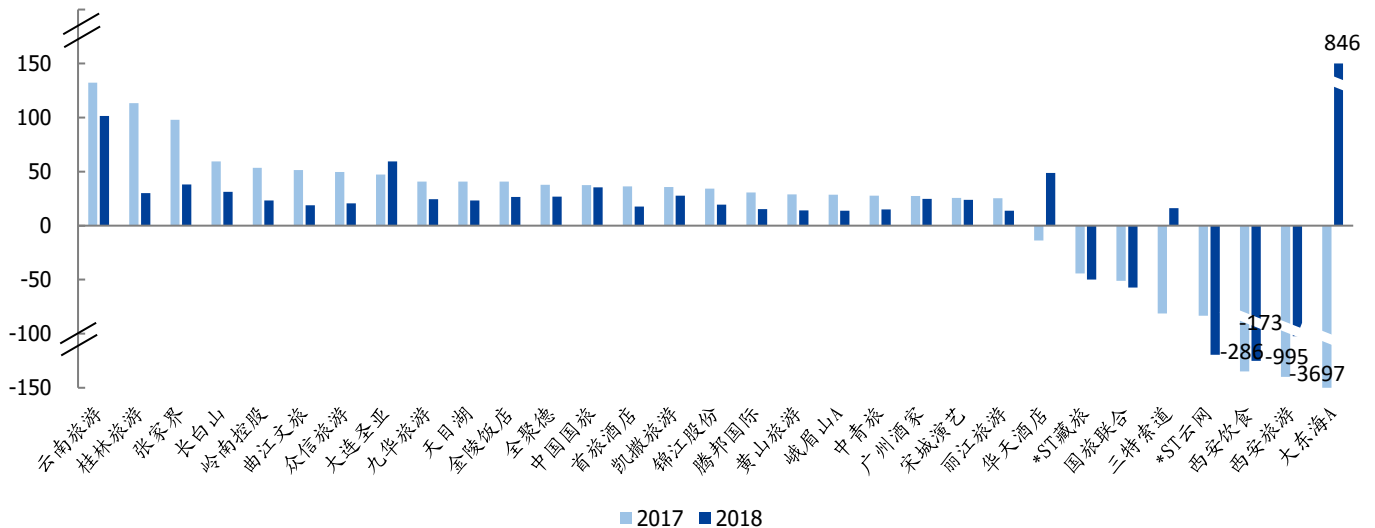
图表 2：2018 年社服行业个股涨跌幅



资料来源：Wind、国盛证券研究所

社服行业 31 只个股共 4 只个股绝对涨幅为正、7 只个股跑赢沪深 300。广州酒家（次新股）、中国国旅、大连圣亚、宋城演艺涨幅居前，2018 年累计涨幅分别为 41.0%、40.9%、34.6%、15.7%，相对收益分别为 67.4%、67.3%、60.9%、42.0%，超额收益明显。

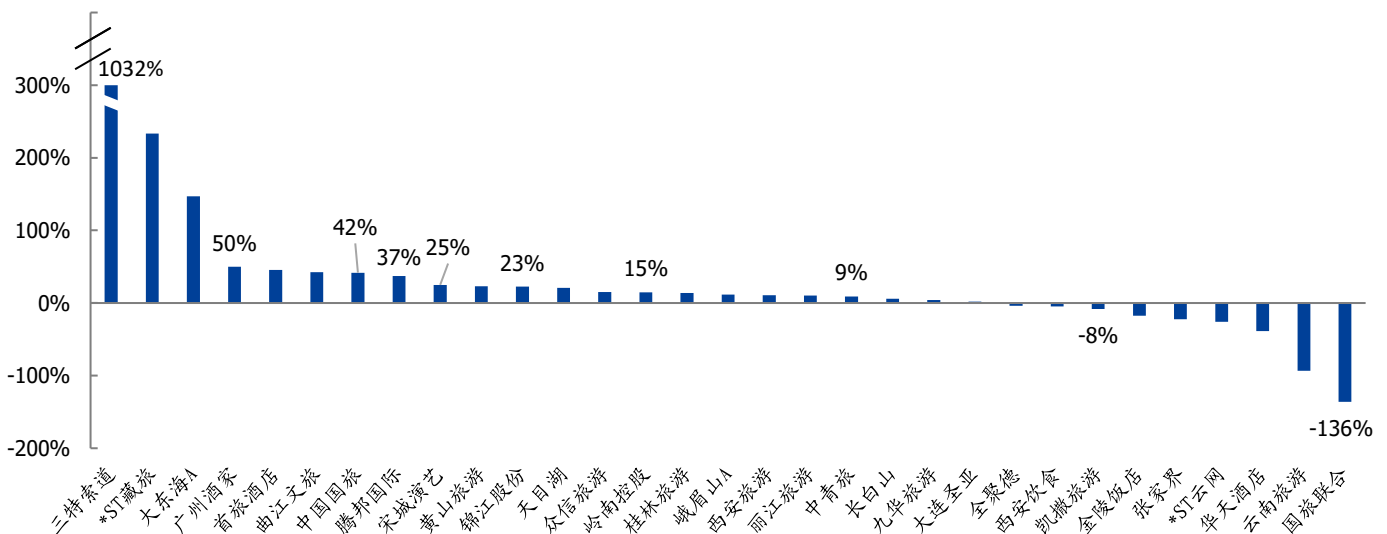
图表3: 17/18年社服行业个股PE(TTM)比较



资料来源: Wind、国盛证券研究所

18年社服行业个股估值水平呈现不同程度的回落, PE向均值回归。2017年估值为正的23只个股中, 2018年PE(TTM)回落幅度10%以内的个股仅有大连圣亚、宋城演艺、中国国旅和广州酒家。

图表4: 2018Q1-3社服行业个股业绩增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

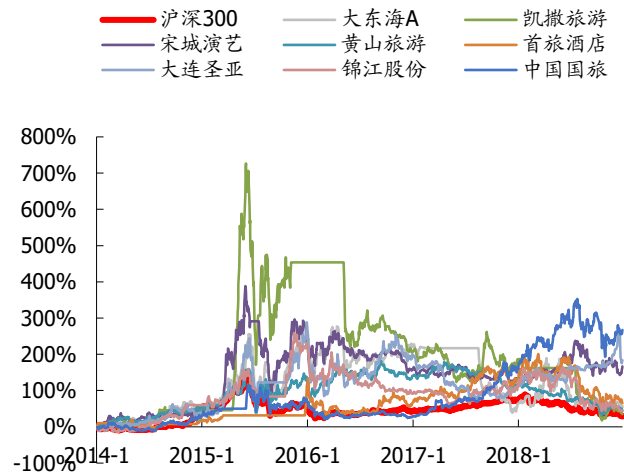
2018年前三季度行业归母净利润整体增长29.7%, 个股分化明显。31只个股中, 净利同比增长的有22家、同比减少的有9家, 同比扭亏为盈的有1家。剔除异常值后, 行业中前三季度业绩增速最快的为广州酒家, 增速达50%。

图表 5: 近三年跑赢沪深 300 个股



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

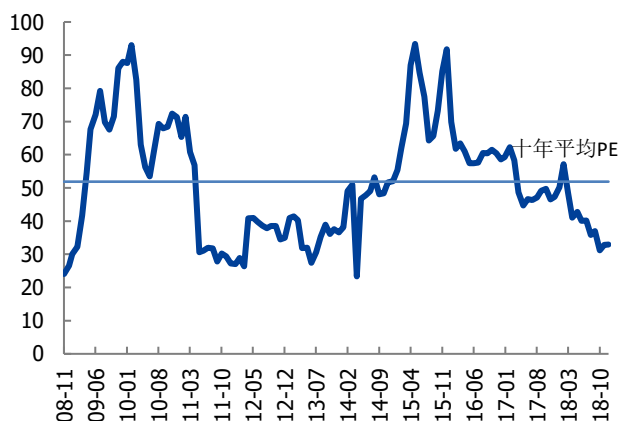
图表 6: 近五年跑赢沪深 300 个股



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

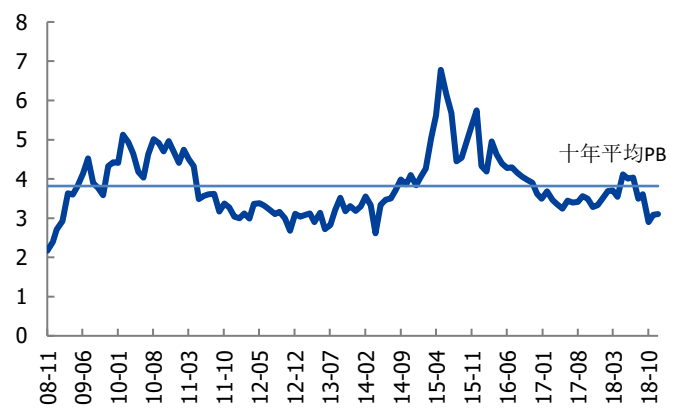
长期跑赢指数的个股较少，三年期仅“中国国旅”跑赢沪深 300。2018 年行业整体 PE 降低，个股市值增长主要依靠业绩驱动。1 年期有 7 只个股跑赢沪深 300，3、5 年期分别有 1、8 只个股跑赢沪深 300。从中长期来看，中国国旅涨幅最大，3 年期、5 年期市值分别增长 124%、259%。

图表 7: 近十年社服行业 PE (TTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 近十年社服行业 PB



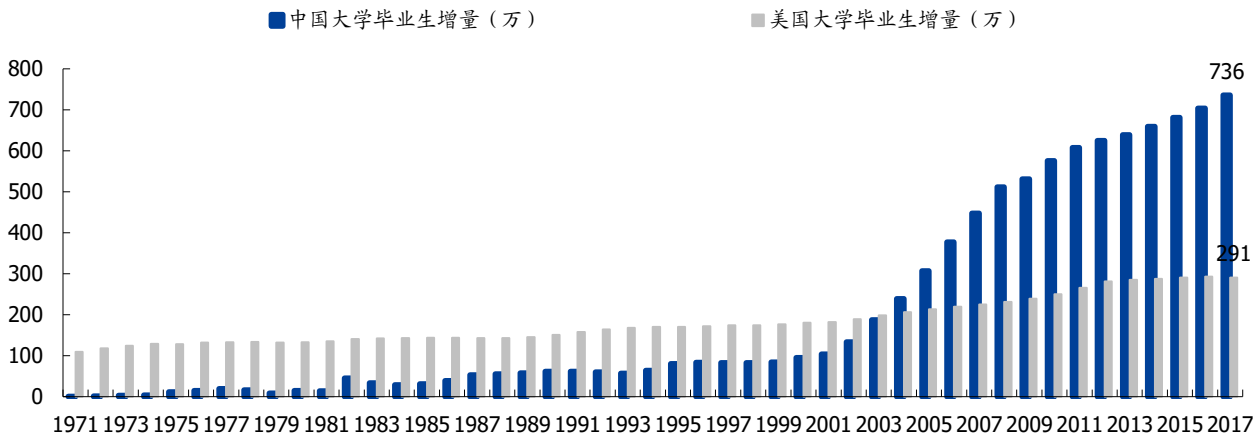
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

行业估值处于历史低位，整体估值较为合理，部分个股已经超跌。按中信一级行业分类，2018 年底餐饮旅游行业 PE(TTM)为 33.0 倍，PB 为 3.1 倍；最近十年行业平均 PE(TTM)为 51.6 倍，平均 PB 为 3.8 倍。目前 PE 与 PB 均处于历史低位，整体估值较为合理。估值之锚有望逐步分化，专注个股产期发展。18 年行业内个股经历了一次漫长的估值线性回归，小市值股票溢价逐步回落，蓝筹估值回归正常水平。19 年市场的估值之锚会逐步分化，投资者将会更加看重现金流、股息率、FCF、资产报表质量，而不是单纯的 PE。

1.2、长期基本面向好：知识分子红利仍在，人均可支配收入稳步提升

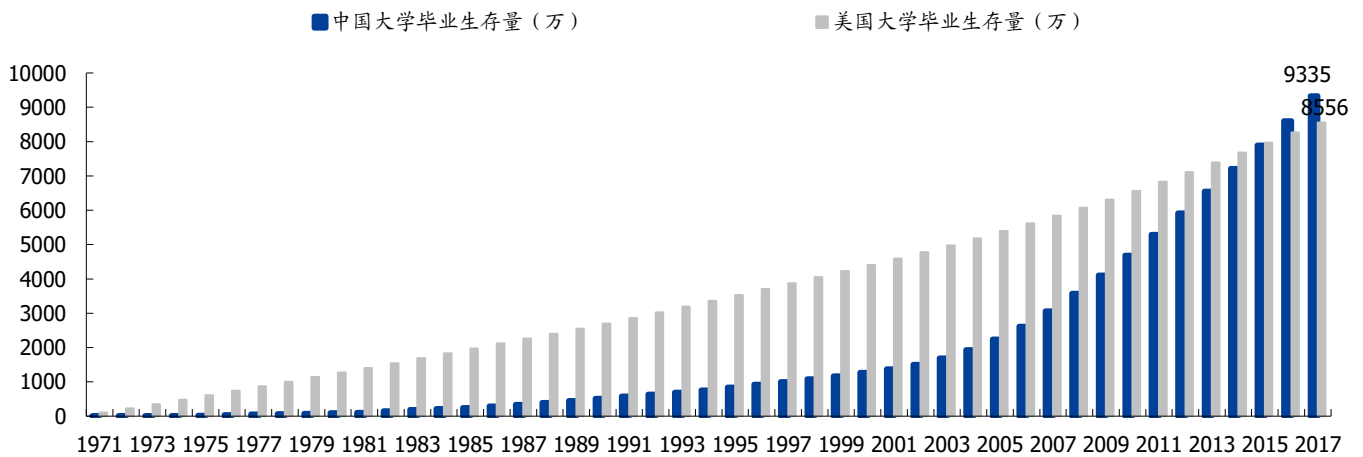
高等教育人口总量逐步增加，人均可支配收入稳步提升，这是我国大部分消费行业增长的主要驱动力。我国大学生毕业存量接近 1 个亿，约是欧美国家的 1/2（欧美大学毕业生存量约为 2 亿人）。从 1978 年恢复高考以来我国高等教育产能逐年提升，人口结构中受教育人群占比持续升高，国民综合素质以及人均可支配收入也稳步升高。社服行业属于可选消费大类，与大学毕业生人数存量以及人均可支配收入正相关。在我国高等教育持续扩容，人均可支配收入稳步升高的大背景下，社服行业的长期基本面持续向好。

图表 9: 中美历年大学毕业生增量 (本专科毕业生)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

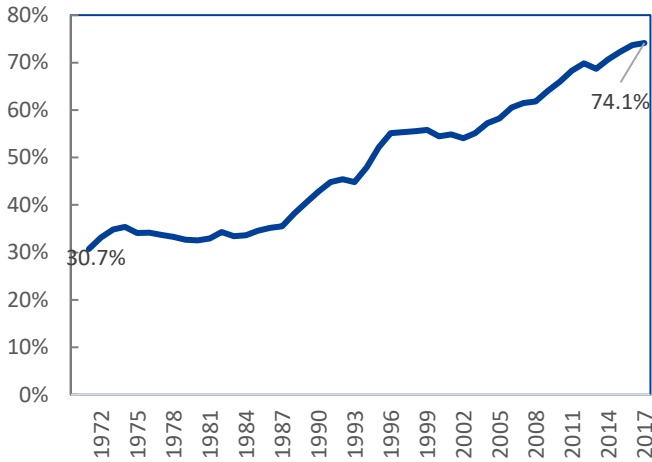
图表 10: 中美历年大学毕业生存量 (本专科毕业生, 以 1971 年为起点)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

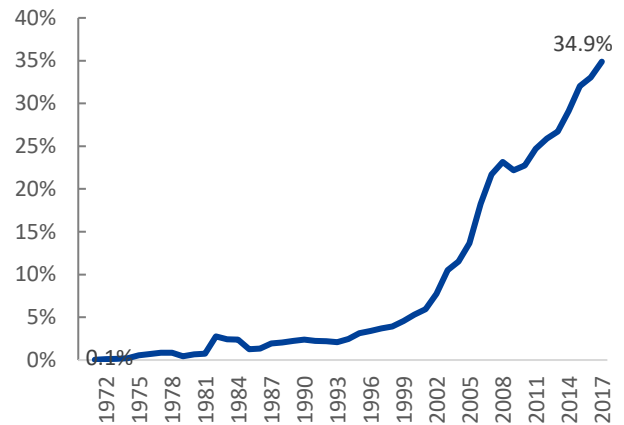
从增量看, 我国每年有 **700** 多万大学毕业生增量, 是美国的 **2.5** 倍; 从存量看, 我国现在有 **0.93** 亿大学毕业生存量, 略高于美国。美国人口 3.3 亿, 1971-2017 年累计本专科毕业生存量 0.86 亿, 每年本专科毕业生增量维持在 290 万左右; 中国人口 13.9 亿, 1971-2017 年累计本专科毕业生存量 0.93 亿, 每年新增本专科毕业生 700 多万。

图表 11: 1971 年起美国代际人口大学教育占比



注: 假设 23 周岁大学毕业, 2017 年大学教育普及率=2017 年大学毕业生数量/1994 年出生人口
资料来源: 联合国教科文组织、国盛证券研究所

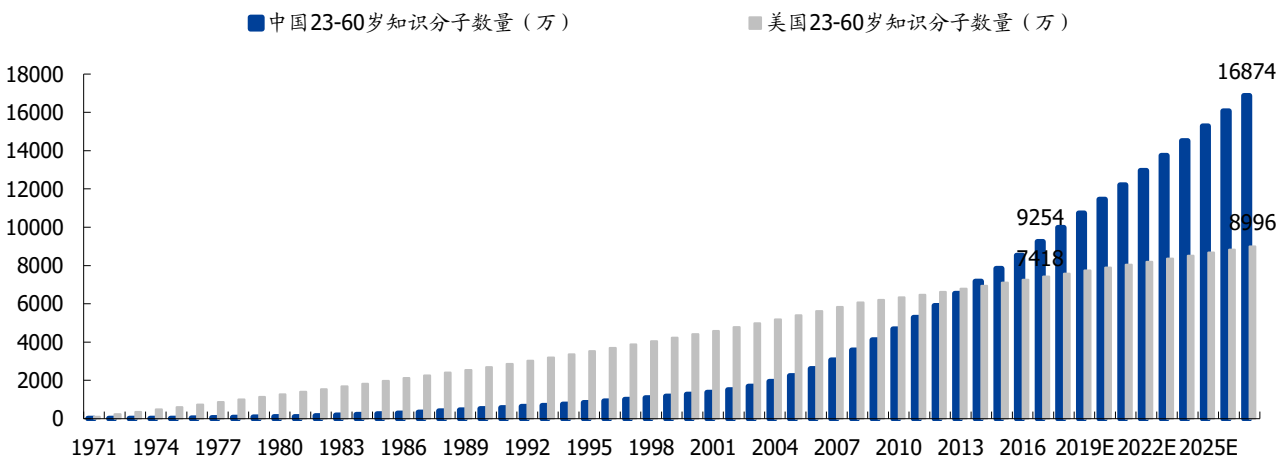
图表 12: 1971 年起中国代际人口大学教育占比



注: 假设 23 周岁大学毕业, 2017 年大学教育普及率=2017 年大学毕业生数量/1994 年出生人口
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

从大学教育代际普及率来看, 美国 74%、我国只有 35%, 我国提升空间仍然很大。美国能够以科技立国, 成为消费驱动型经济体, 与这样高的受教育水平有密切联系。1971-2017 年美国大学教育普及率从 30.7% 提升至 74.1%。我国大学教育普及率从 0.1% 提升至 34.9%, 我国目前的水平是美国上世纪 80 年代的水平, 未来随着我国大学毕业生增速明显快于出生人口增速, 我国有望持续享受知识分子红利, 长期有望达到美国 70% 以上的大学教育普及率。

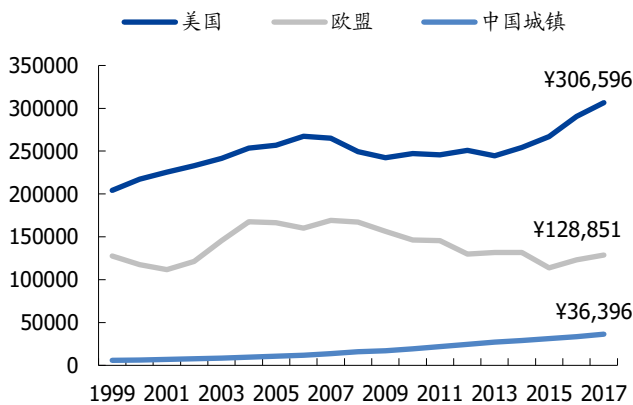
图表 13: 中美 23-60 岁大学生毕业生存量 (万)



注: 假设 23 周岁大学毕业, 2017 年 23-60 岁大学生毕业生存量为 1980-2017 年毕业的大学生数量合计
资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

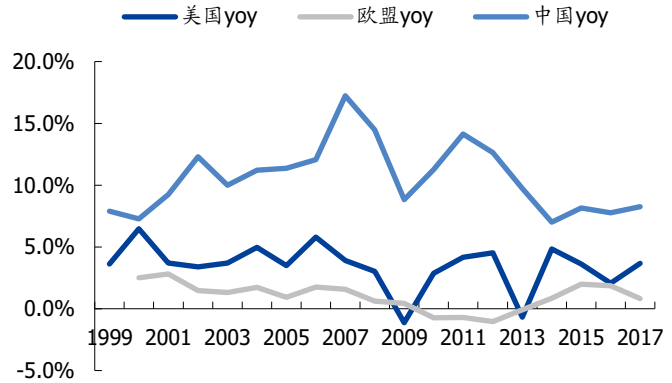
我国本专科劳动力存量仍有较大提升空间, 未来 10 年知识分子红利将持续释放。假设大学生 23 岁毕业并工作至 60 岁, 假设未来 10 年中、美每年扩招 1.5%、0.5%, 预计 17-27 年我国 23-60 岁本专科劳动力从 9254 万复合增长 6% 至 1.69 亿, 美国从 7418 万复合增长 2% 至 8996 万。尽管我国人口总量红利结束, 但知识份子红利仍将在未来 10 年内推动中国经济增长。

图表 14: 不同国家和地区人均可支配收入 (人民币, 元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

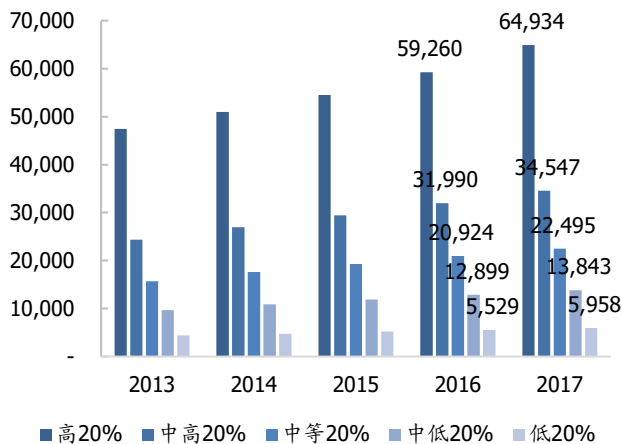
图表 15: 不同国家和地区人均可支配收入增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

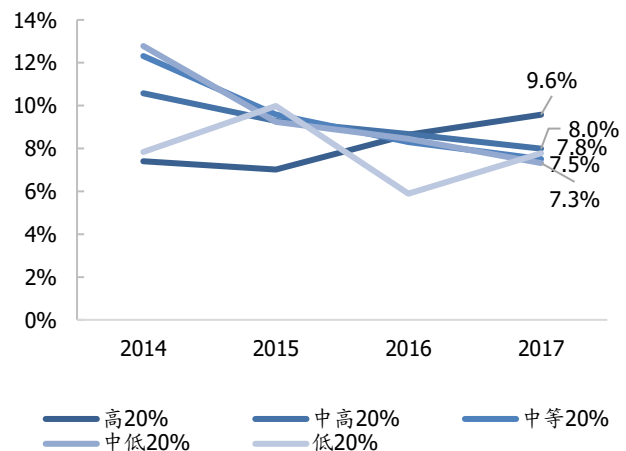
我国人均可支配收入基数更低、增速更快, 人均收入的持续增长将推动居民消费的增加。美国、欧盟、中国 2017 年人均可支配收入分别为 30.66 万、12.89 万和 3.64 万人民币, 过去十年人均可支配收入复合增速分别为 1.5%、-2.7%和 10.2%, 中国人均可支配收入最低、增速最快, 预计未来几年仍有望保持 5%-10%的复合增长, 进一步推动居民消费增长。

图表 16: 五等份分组居民人均可支配收入 (元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 17: 五等份分组居民人均可支配收入增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

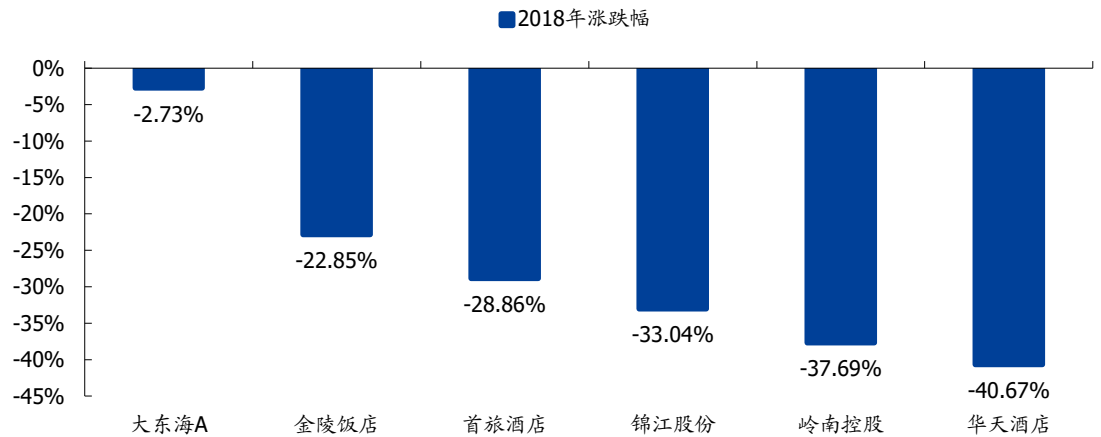
前 20%的高收入人群消费能力加速增长, 中高端可选消费需求前景广阔。人均可支配收入随 GDP 增长稳步上升, 近年 GDP 增速放缓, 中等 60%人群收入增速亦随之减缓。而头部 20%高收入人群的人均可支配收入增速自 2015 年起连续走高, 2017 年达 6.5 万人民币 (+9.6%), 他们是中高端消费的主要客户, 消费升级的动力仍然存在。

“知识分子红利”是未来可选消费布局的主线。伴随受教育人群的逐步增多, 我国中产未来必然持续扩容。中产人群的逐步增多是我国“消费升级”的不竭动力, 这是我们长期看多中国经济的根本原因。伴随中产阶级未来总量的翻倍, 很多原本跑不通商业模式变的可以盈利。本来微利的行业有可能因为差异化定价变的利润更加丰厚。

二、酒店行业：行业持续整合，聚焦头部企业

2.1、供需格局改善，行业集中度提升

图表 18: 酒店行业个股 2018 年涨跌情况 (按中信三级酒店行业分类)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

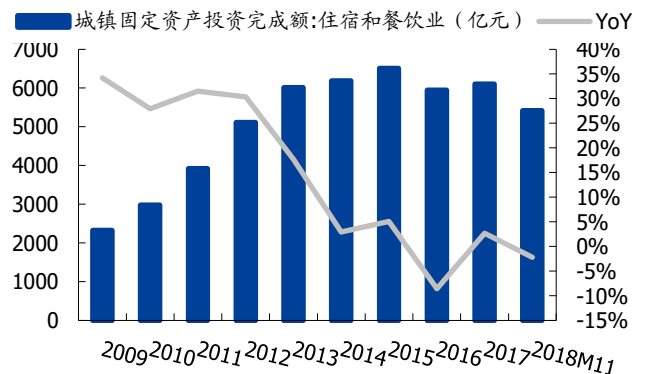
酒店行业个股在 2018 年呈现普跌的态势。需求不振是市值缩水主因。不论是连锁酒店还是单体酒店，在 2018 年都出现了较大程度的下跌，其中大东海 A 因年中经历了摘帽跌幅较小，全年仅小跌 2.73%，其他酒店个股跌幅都在 20% 以上。2018 年酒店股大跌的原因主要有 2 个，第一是社保新规出台，增加了企业的人工成本，对酒店的盈利能力带来较大压力，让部分加盟商踟躇不前；第二是需求减弱，行业 RevPAR 增速持续下台阶。整体而言，连锁酒店较单体酒店需求端更好，供给端扩张能力更强，行业变革机会未变，我们仍然看好连锁酒店的发展前景。

图表 19: 商服用地供给持续收缩



资料来源: Wind、国盛证券研究所

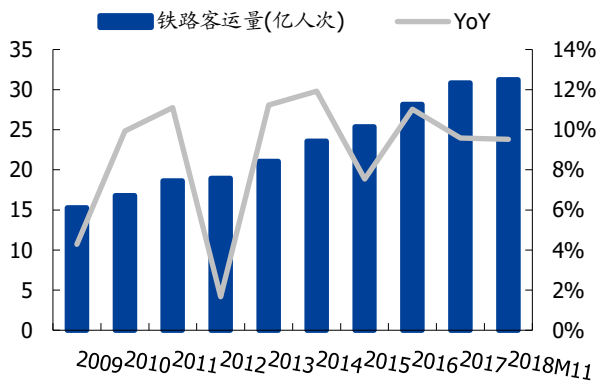
图表 20: 城镇住宿与餐饮业固定资产投资完成额增速快速下滑



资料来源: Wind、国盛证券研究所

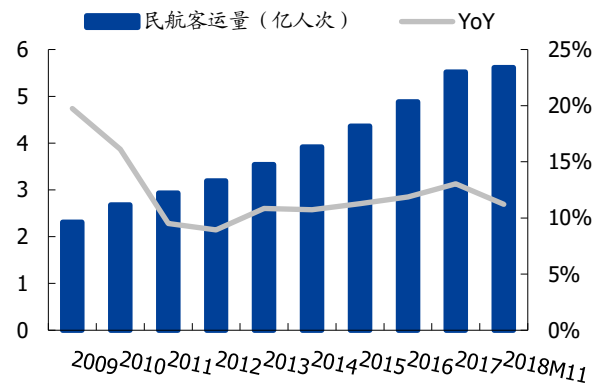
新增供给长期收缩，住宿业逐步步入存量整合时代。宏观角度看，100 大中城市的商服用地供给在 2013 年达到了顶点，此后供给量不断下滑。城镇住宿业与餐饮业固定资产投资额自 2015 年达到顶点，此后开始下降。微观角度看，商旅主要目的地的一二线城市可利用土地大部分已经被开发，合适改造为酒店的物业越来越稀缺。

图表 21: 铁路客运量持续上升



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 22: 民航客运量持续上升

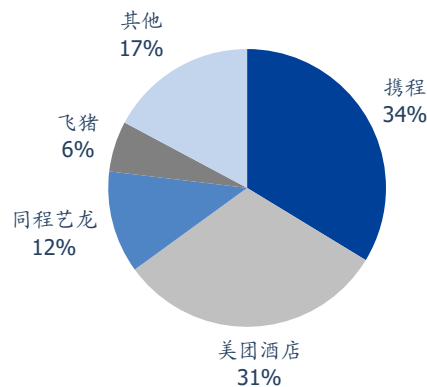


资料来源: Wind、国盛证券研究所

需求端间或下滑，长期向上。酒店需求与出行相关，故铁路客运量和民航客运量可直接代表需求。铁路客运量与民航客运量长期稳步增长，增速在 10%左右。我们认为短期内需求受宏观经济影响增速略有下滑，长期在商旅活动及休闲旅游的增长下将持续向上。

酒店新增供给收缩，需求长期向上，供需的剪刀差改善。酒店供给端逐步收缩，需求端长期向上，从长期看供需剪刀差仍然向上，行业的供需格局有望向好。

图表 23: 2017 年 OTA 市场竞争格局



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

OTA 整合行业集中度提升，单体酒店生存条件恶化。OTA 在经历了近年的整合后，行业集中度大幅提高，在线酒店间夜量 CR3 达到了 77%。OTA 对酒店的抽成比例从早年 8% 以下逐步提高到了 15% 以上。而一般单体酒店的净利率也就 5%-15%，这意味着单体酒店的大部分利润被 OTA 攫取，经营单体酒店将变得无利可图，单体酒店的生存条件大大恶化。

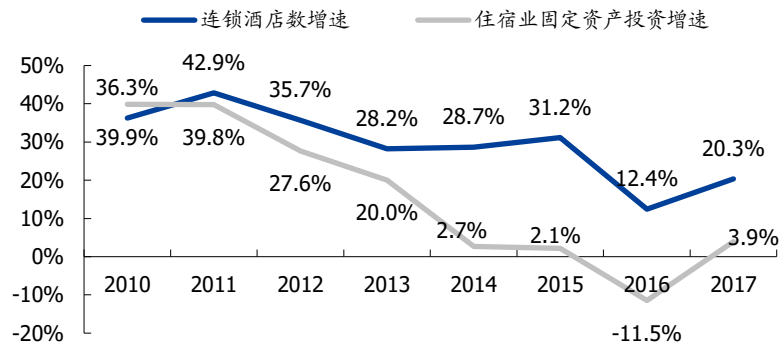
图表 24: 单体酒店与连锁酒店经营效益对比

单体利润表	单体酒店	占营收比重	连锁酒店	占营收比重	备注
房间数	100		100		单间面积 28-35 平左右
平均房价(元)	300		360		较单体酒店价格提升 20%
入住率	65%		85%		连锁酒店的会员系统引流提升入住率 10pct。
RevPAR (元)	195		306		RevPAR 提升 47.7%。
营业收入	711.8		1116.9		与 RevPAR 变化相同。
运营成本	765.7	108%	875.1	78%	运营成本增速显著低于营收增长。
装修(按 10 年摊销)	165	23%	150	13%	同等装修效果下,连锁店装修性价比更高。单店单间装修费 16.5 万,连锁酒店 15 万(单店为连锁 1.1 倍)。
首次加盟费(按 15 年摊销)	N/A	N/A	2	0%	单间收取 3000 元,假设加盟期限 15 年。(0.3*100/15=2 万)
持续加盟费	N/A	N/A	55.8	5%	按营收的 5%收取
CRS 费用	N/A	N/A	18.6	2%	每引流房间收取 10 元(10*CRM 引流占比*房间数*入住率*365)。CRS 引流占比 60%
OTA 费用	80.1	11%	33.5	3%	营收*OTA 引流占比*OTA 提成比率。单店和连锁酒店 OTA 引流占比 45%、20%,提成比率为 25%和 15%。
租金成本	300	42%	300	27%	3000 平物业年租金 300 万左右。
人工成本	142.4	20%	192.4	17%	20-25 人之间,人均 7 万左右。人工成本维持稳定,由于入住率提升多加 2-3 个人的工资以及加班费等合计提升 50 万左右。
能源	42.7	6%	67	6%	与营收比例维持不变
消耗品	35.6	5%	55.8	5%	与营收比例维持不变
EBIT	-54		241.8		
企业所得税	0		60.5		
净利润	-54		181.4		净利水平大幅提升
总投入	1650		1530		装修(1500 万)+首次加盟费(30 万)
单店 ROA	-3.3%		11.9%		ROA 与净利率较单体店有大幅提升,假设无借贷。
单店净利率	-7.6%		16.2%		

资料来源:锦江股份官网、维也纳官网、国盛证券研究所

连锁酒店集团获客成本低,投资收益率远高于单体酒店。加盟连锁酒店净利率为 16%左右,而单体酒店净利率为-8%左右。连锁酒店在客源引流、OTA 议价能力、成本端有较强优势。

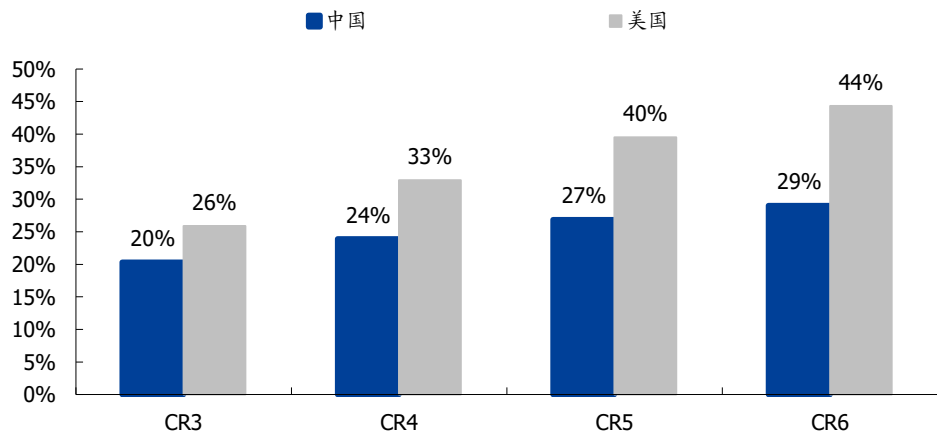
图表 25: 历年连锁酒店数增速 vs 住宿业固定资产投资增速



资料来源: 中国饭店业协会、Wind、国盛证券研究所

连锁酒店正经历快速发展期，将逐步整合单体酒店，连锁化率稳步提升。住宿业固定资产投资完成额可以代表整个行业的增速水平，连锁酒店数增速代表连锁酒店扩张情况。连锁酒店增速持续快于行业增速，表明连锁酒店正持续整合单体酒店，市场集中度在稳步上升。

图表 26: 2017年中国酒店行业集中度仍落后于美国



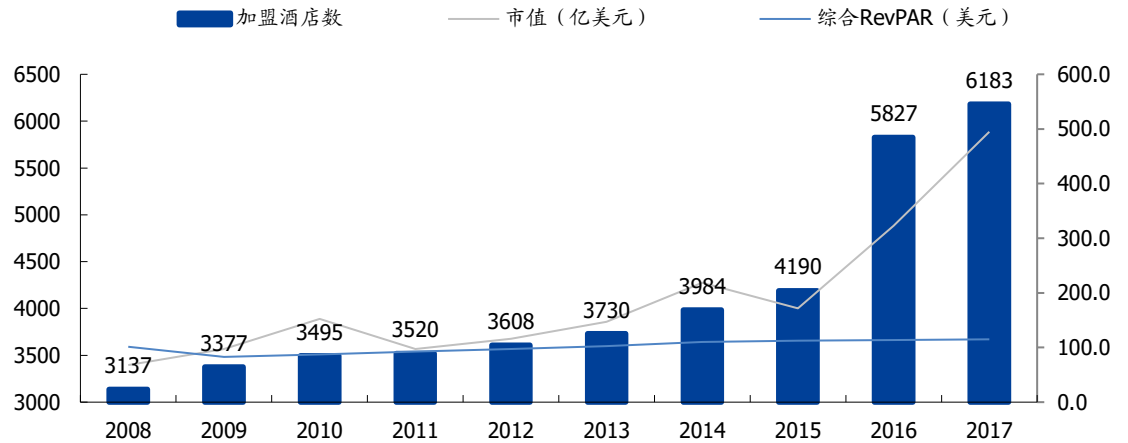
资料来源: 各公司年报、国盛证券研究所

与美国相比，我国酒店集团市场集中度仍有提升空间。美国是以六大酒店鼎立的格局(六大酒店的酒店数都在四千家以上，第七只有一千家)，因此以 CR6 来对比行业空间更有效。我国 2017 年规模以上 CR6 为 29%，美国为 44%，相比美国我国市场集中度还有 50% 的提升空间。由于美国 CR6 多为高端酒店集团，我国 CR6 以经济型与中端型为主，因此如果以产值来换算两者差异，则差距更大。

2.2、推荐个股：锦江股份、首旅酒店

2.1、锦江股份

图表 27：万豪历年加盟酒店数与市值关系



资料来源：万豪酒店年报、国盛证券研究所

长期来看，加盟店的扩张速度才是决定酒店集团内在价值的最关键因素。2008-2017年，万豪的综合 RevPAR 从 101 增长到 115 美元，仅增长了 14%；而市值则从 68 亿美元增长到了 495 亿美元，增长了 628%。市值的变化主要来自于酒店数的扩张，从 2008-2017 年，万豪加盟酒店数从 3137 家增长到了 6183 家。

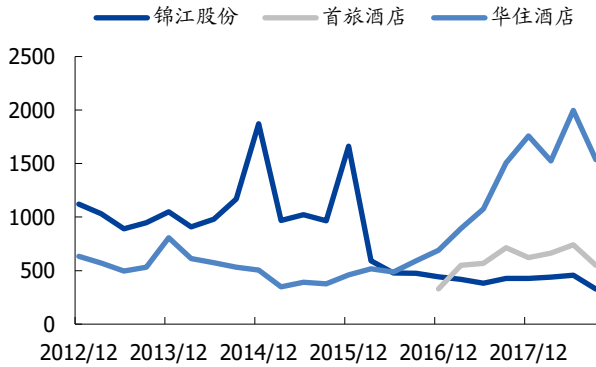
图表 28：三大酒店集团增速对比

	可比口径					
	2016 年底酒店数	2017 净增	增速	2017 年底酒店数	2018Q1-Q3 净增	增速
锦江	4645	754	16.2%	5399	516	9.6%
华住	3269	477	14.6%	3746	309	8.2%
首旅	3322	216	6.5%	3538	73	2.1%

资料来源：各酒店集团年报、国盛证券研究所（注：可比口径为锦江不含卢浮，首旅不含管理输出）

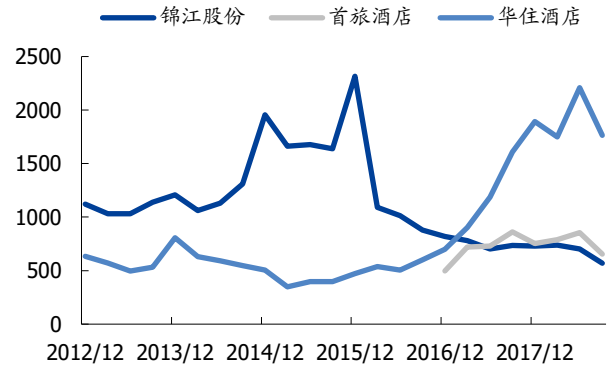
从酒店扩张的增量和增速看，锦江都是三大酒店集团中最快的。锦江酒店数最多，增速也最快。2017 年锦江净增 754 家酒店，增速 16.2%，是三个酒店集团中最快的。2018 年前三季度，锦江酒店数增加了 516 家，对应增速 9.6%，高于同期的华住 8.2% 和首旅 2.1%。

图表 29: 三家酒店数市值/酒店数对比 (万元/家)



资料来源: 各公司年报、Wind、国盛证券研究所

图表 30: 三家酒店数 EV/酒店数对比 (万元/家)



资料来源: 各公司年报、Wind、国盛证券研究所

单酒店市值看, 锦江的价值明显被低估。锦江早期估值水平较高, 但近年来明显低估。截止 18Q3, 锦江单酒店对应市值 328 万元, 明显低于首旅的 549 万元和华住的 1537 万元。

图表 31: 锦江股份归母净利与自由现金流的差异 (单位: 亿元)

		2015	2016	2017	2018Q1-Q3
锦江股份	扣非归母净利	6.38	6.95	8.82	8.72
	FCFF	6.55	27.39	19.64	9

资料来源: 公司年报、Wind、国盛证券研究所

图表 32: 锦江股份 2017 年净利与 FCFF 差异 (单位: 亿元)

净利润	9.9
折旧及摊销	14.5
非现金损益+财务费用	6.1
非现金收入	-5
资本性支出	-5.9
FCFF	19.6

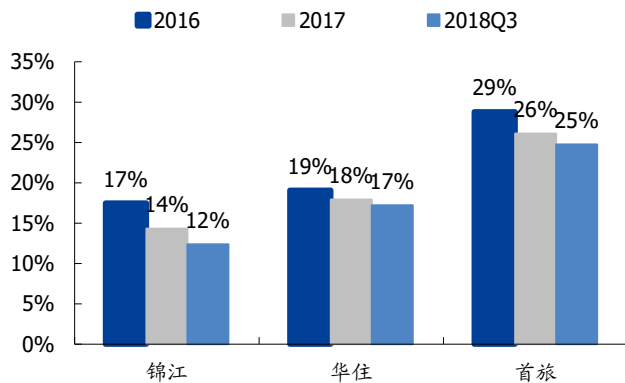
资料来源: 公司年报、Wind、国盛证券研究所

锦江目前净利低于自由现金流, 未来有望向自由现金流 (真实净利) 靠拢。锦江的净利低于自由现金流, 主要差异来自于折旧和摊销; 折旧来自于自营店, 摊销来自于溢价收购的摊余金额。未来随着锦江自营占比的进一步下降, 及摊余金额的逐步减少, 净利有望逐步向自由现金流即真实的利润水平逐步靠拢。

盈利预测、估值与投资建议: “买入”评级。我们预测 18/19/20 年公司扣非归母净利分别为 9.2/12.6/16.1 亿元, 2018-2020 年 CAGR 为 32.3%, 扣非后 EPS 为 0.96/1.32/1.68 元, 当前股价对应 PE 分别为 22/15/12 倍。我们给予 19 年 30 倍的 PE, 公司合理市值为 330 亿元, 对应 19 年目标股价 28.81 元。

2.2、首旅酒店

图表 33: 各酒店集团直营酒店占比



资料来源: 各酒店集团国盛证券研究所

图表 34: 2018 年首旅酒店弹性测算 (净利单位为亿元)

RevPAR 变化	1%	2%	3%	4%	5%	6%
归母净利	9.3	9.8	10.3	10.8	11.3	11.7
弹性	5%	11%	16%	22%	27%	33%
RevPAR 变化	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%
归母净利	6.5	6.9	7.4	7.9	8.4	8.9
弹性	-27%	-22%	-16%	-11%	-5%	0%

资料来源: 国盛证券研究所

首旅酒店直营占比最高, 净利对 RevPAR 弹性最大, 行业复苏时业绩弹性最高。2018Q3, 首旅酒店直营占比 25%, 高于同期的锦江的 12% 和华住的 17%。直营业务是对景气程度的对赌: 直营占比越高, 业绩弹性越大。根据我们的测算, 首旅业务的净利与 RevPAR 变化的弹性约为 1: 5。在行业复苏时, 首旅的业绩向上弹性最高。

图表 35: 首旅股权激励主要目标

	2017	2018	2019	2020	2021
扣非净利	5.66 亿	6.23 亿	6.80 亿	7.36 亿	7.93 亿
扣非 EPS (元)	0.7295	0.6687	0.7295	0.7903	0.8511
中高端酒店营收占酒店总营收	29%(估计)	31%	34%	36%	38%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 36: 首旅股权激励主要对象

职务	获授的权益数量 (万股)	占授予总量的比例 (%)	市值 (万元)
董事、总经理	37	3.84%	599
常务副总经理	10	1.04%	162
副总经理、财务总监	28	2.89%	451
副总经理、董事会秘书	8	0.80%	125
副总经理	28	2.89%	451
合计 (5 人)	111	11.44%	1787
其他核心人员 (261 人)	810	83.41%	13034
预留部分 (20 人)	50	5.15%	805
合计 (不超过 286 人)	971	100.00%	15625

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

首旅股权激励率先落地, 管理层与公司长期利益绑定。首旅国企改革走在同类公司前列,

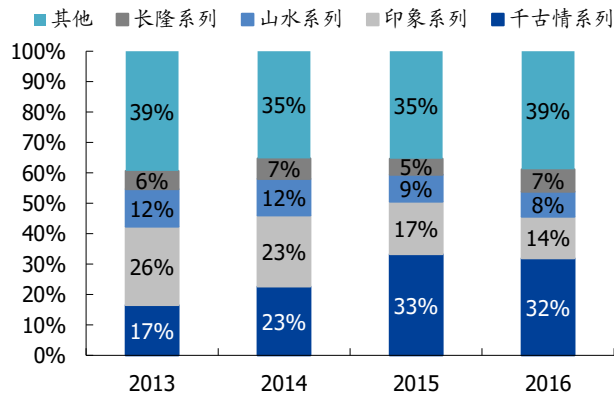
目前公司已经落地股权激励方案，制定了 18-21 年扣非净利不低于 6.23/6.80/7.3/7.93 的目标，并将按达成目标情况分期授予核心高管 971 万股的股权，总市值超过 1.5 亿元。

三、演艺行业：龙头持续扩张，项目空间仍大

3.1、头部集中趋势明显，行业空间仍大

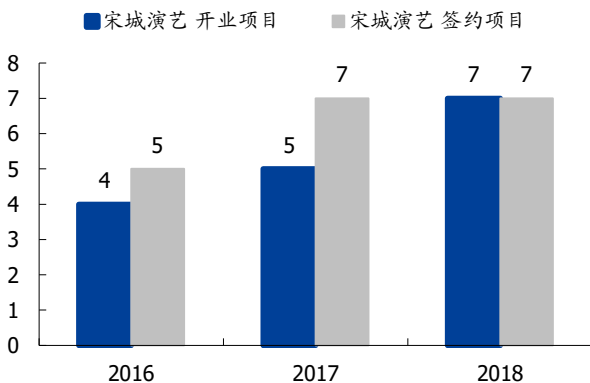
演艺行业目前仅 1 家上市公司宋城演艺，2018 年全年上涨 15.1%。宋城演艺年内逆市上涨的原因主要为：1.首单轻资产运营超预期，年接待游客超 400 万人次，打开了公司的扩张上限；其他千古情项目亦平稳运营。2.公司发布公告重组六间房，六间房将不再并表，困扰公司的最大风险商誉减值有望得到解决。

图表 37: 演艺行业集中度逐步提高



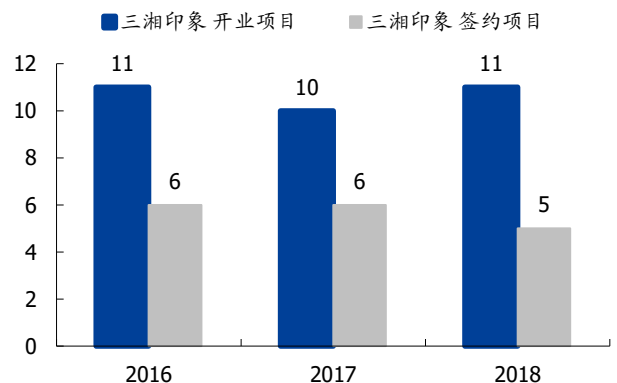
资料来源：道略文旅产业研究中心、国盛证券研究所

图表 38: 宋城演艺开业及签约项目情况 (个)



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

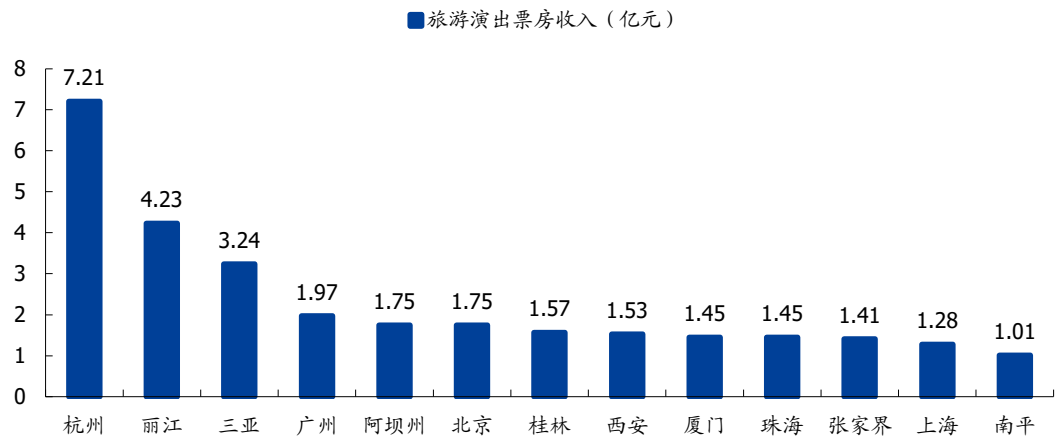
图表 39: 三湘印象开业及签约项目情况 (个)



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

演艺行业集中度逐步提高，龙头持续扩张趋势明显。演艺行业长期向头部集中趋势明显，从 2013-2016 年，龙头宋城演艺的市占率从 16.5% 提高到了 31.9%。头部演艺企业将持续扩张，2018 年宋城演艺新增两个新项目，在手订单项目达到 7 个。

图表 40: 2016 年旅游演出票房过亿的城市

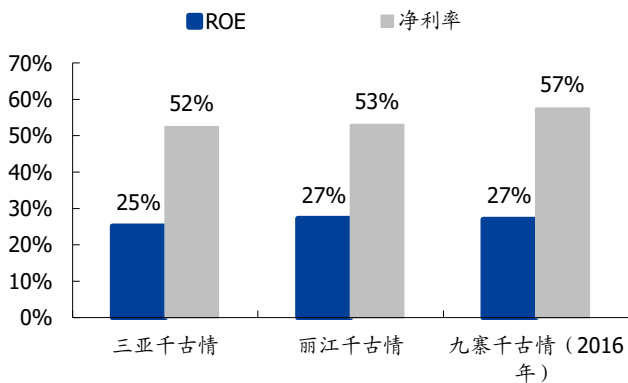


资料来源: 道略文旅产业中心、国盛证券研究所

演艺收入过亿城市数量较少, 行业扩张空间仍大。2016 年全国仅 13 个城市的旅游演出收入过亿。根据国家旅游局的评选, 中国有 337 个优秀旅游城市, 演艺行业未来仍有很大的扩张空间。

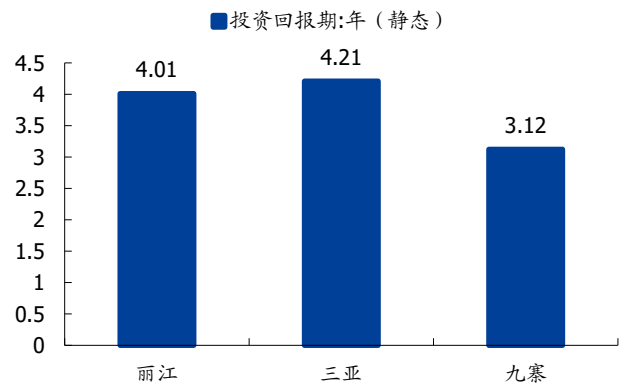
3.2、推荐个股: 宋城演艺

图表 41: 宋城演艺净利率和 ROE



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

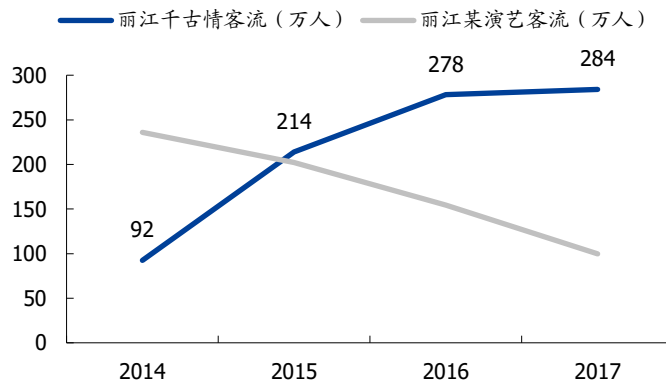
图表 42: 宋城演艺投资回收期



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

享受行业龙头溢价, 公司演艺项目盈利能力强, 投资回收期短。公司项目投资额相对较低 (与其他主题公园相比)。过往异地项目的净利率在 50% 以上, 平均 ROE 超过 25%, 4 年左右即可收回投资。

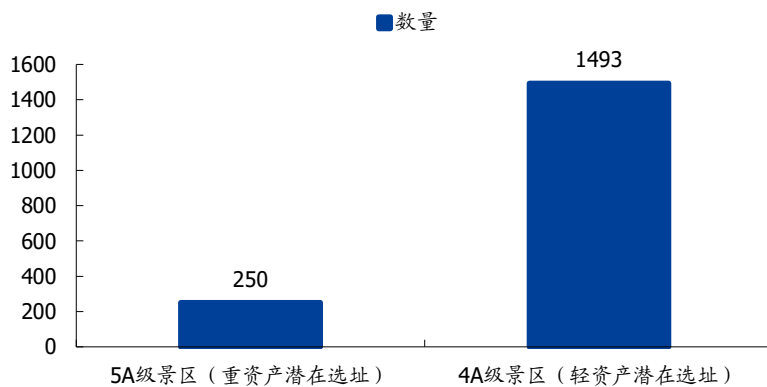
图表 43: 公司的产品在丽江市场展现出很强的竞争力



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所 (注: 丽江千古情客流为营收除以 80 元平均票价的估算值)

公司项目在市场上展现出很强的竞争力。2014年丽江项目开业, 客流从92万增长到2017年284万(估计值); 而丽江原有的演艺项目客流则逐步下滑, 2017年较2014年下降了58%。

图表 44: 2018年全国5A级及4A级景区数量



资料来源: 国家文化和旅游部、国盛证券研究所

一级景区(潜在项目选址)数量众多, 扩张空间仍大。我们以“千万级游客量以上的目的地城市+年300万游客量的旅游区”为筛选条件, 梳理了全国各省潜在新项目的旅游目的地。以一省至少一个项目的布局来计算, 全国至少还有20个新项目的空间。全国5A级景区(重资产潜在选址)有250个, 4A级景区(轻资产潜在选址)1493个, 未来项目扩张空间广阔。

六间房重组平稳进行中。目前六间房的重组已经完成首次交割, 六间房取得密境和风19.96%股权, 公司的权益占比下降到76.96%; 目前六间房的4亿分红款也已经到账。根据此前的重组计划, 六间房的重组有望在2019年4月30日前完成, 公司的商誉减值风险届时有望得到完全解除。

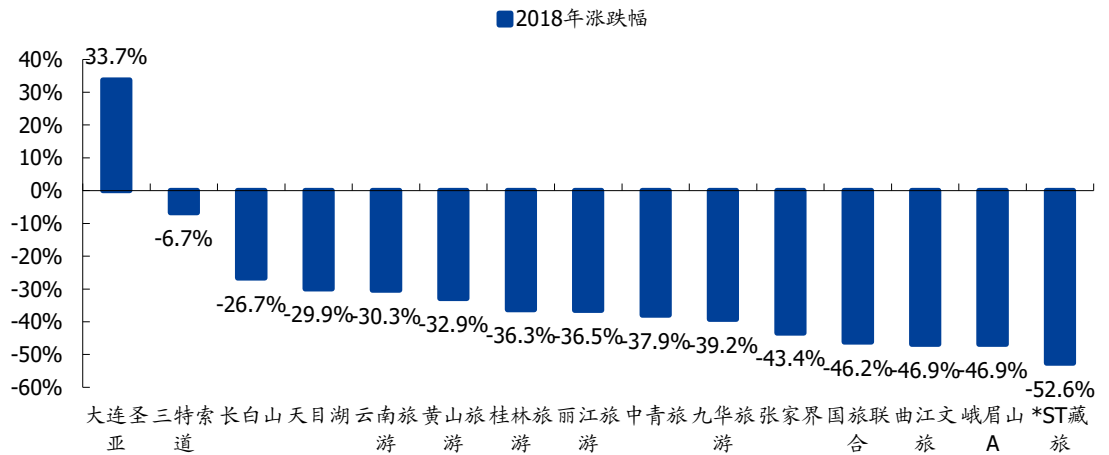
盈利预测、估值与投资建议: “增持”评级。分部估值法: 线上演艺按估值30亿计算(基于此前的重组对价); 我们预测18/19/20年公司扣除六间房后的归母净利润分别为9.80/12.76/15.48亿元, 2018-2020年CAGR为26%, EPS分别为0.67/0.88/1.07元, 考虑到项目落地高峰期在2020年以后, 目前暂未体现在业绩上, 给予公司线下演艺部分19年25倍PE, 对应19年线下演艺部分估值319亿元; 公司整体合理市值为349亿元,

对应19年股价24.02元。

四、景区行业：重择时，轻择股

4.1、景区股长期业绩平稳，类债属性明显

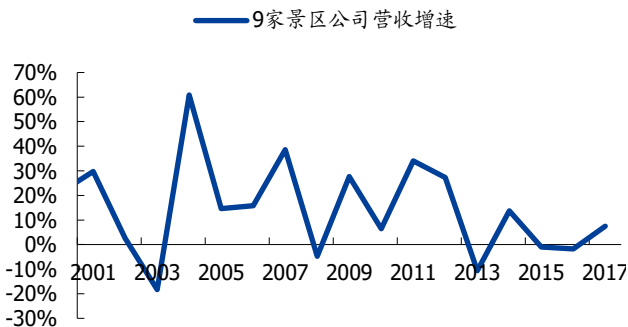
图表 45: 景区行业个股 2018 年涨跌情况 (按中信三级酒店行业分类)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

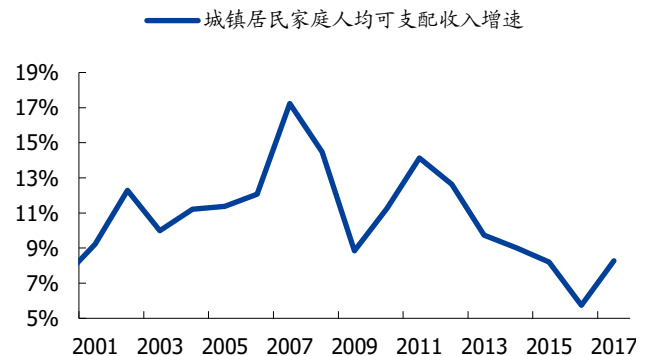
2018年景区类个股呈现普跌的态势。全年仅一只个股上涨，大连圣亚全年上涨33.7%；14只个股下跌，跌幅最大的为*ST藏旅，全年下跌52.6%。景区类个股年内下跌的原因主要为1.大盘下跌拖累，沪深300在2018年下跌25.3%；2.消费数据不景气，引发市场对休闲消费的担忧。

图表 46: 9家早期上市的景区类公司营收增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

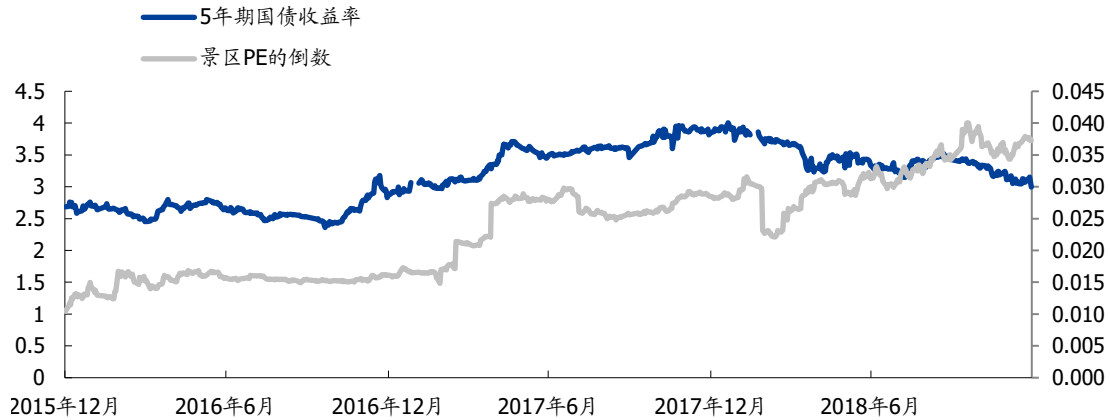
图表 47: 城镇居民家庭人均可支配收入增速



资料来源: Wind、国盛证券研究所

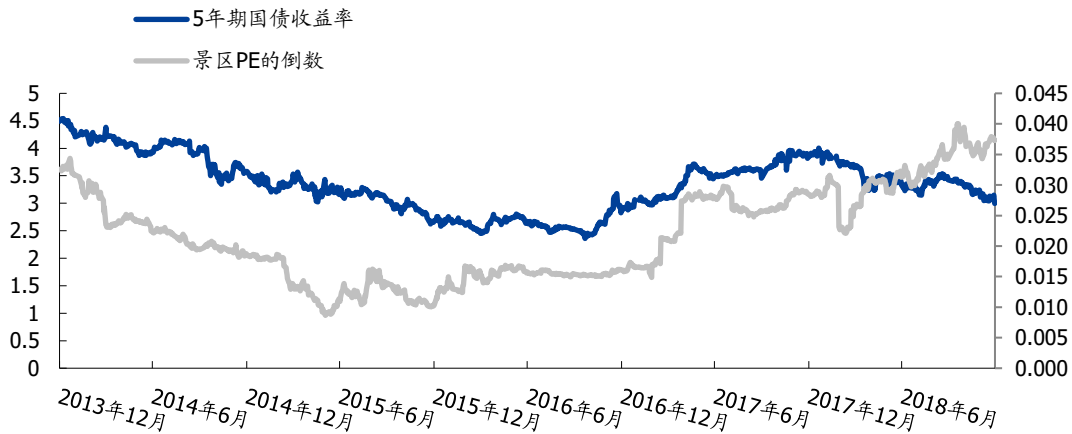
我们认为景区行业上市公司的投资逻辑为：择时>择股。原因是：1.景区行业高速增长期已经过去：景区高速增长期在2012年前，主要受居民收入增长及观光游的大发展影响。2.景区受最大承载量限制：受制于国内旅游淡旺季不均以及单日游客最大承载量限制，自然景区的游客接待量未来成长空间有限。

图表 48: 中期窗口下景区估值与 5 年期国债收益率 (%) 走势对比



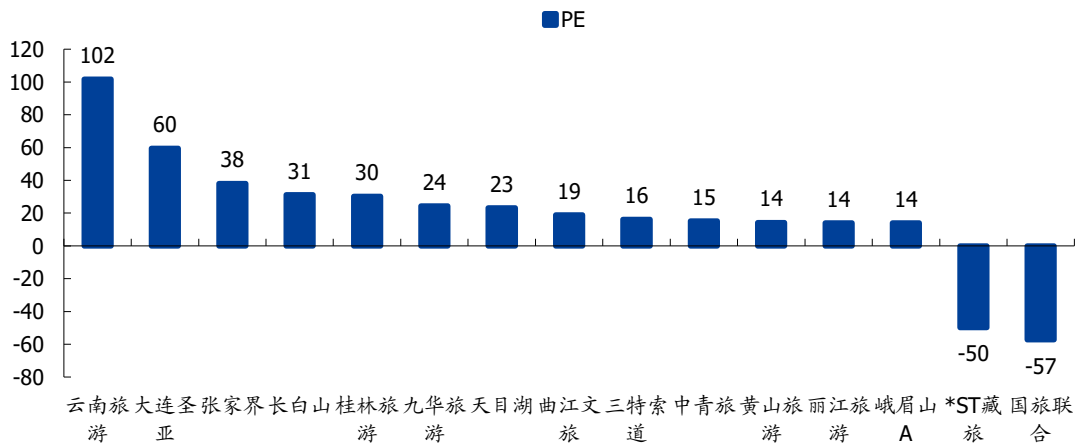
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 49: 长期窗口下景区估值与 5 年期国债收益率 (%) 走势对比



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 50: 主要景区市盈率对比 (2018 年底)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

景区估值水平 PE 是无风险利率的倒数,只要无风险利率在 4%以下 25 倍 PE 就可以维持。根据 DCF 模型,股票价格 $P=D/r$, 而 $PE=P/E$, 因此 $PE=D/r/E$, 当分红率是 100% 时, $PE=1/r$, 即 PE 是无风险利率的倒数。因此只要无风险利率不超过 4%, 25 倍 PE 估值就可以维持。虽然目前景区上市公司股利支付率在 20%-40%左右,但是从长期看,景区类企业(尤其是自然景区)成长空间有限,无需很大的资本投入,因此未来景区类企业的分红率有望逐步上升。5 年期国债收益率长期位于 2.5%-4.0%之间波动,目前为 3%左右;而主要景区类上市公司 PE 在 15 倍左右,已经处于较适宜配置的区域。

4.2、推荐个股:黄山旅游

2.1、黄山旅游

门票降价利空落地,降价带来的客流上升有望抵消部分门票降价的不利影响。公司自 2018 年 9 月 28 日起将旺季门票价格由 230 元/人降为 190 元/人。我们测算门票降价影响有限,预计公司的园林开发收入下降 0.41 亿元,净利下降 0.31 亿元。门票降价将带来客流的上升,因此实际的不利影响将小于理论上的结果。

内生激发制度活力,外延提高公司上限。公司于 17 年 4 月公布业绩考核办法,将公司绩效与薪酬挂钩,有望激发公司的内部活力。外延扩张稳步进行,“一山一水一村一窟”战略逐渐落地,公司成长上限有望提升。

“杭黄高铁”顺利通车,客流红利有望驱动净利增长。杭黄高铁已经于 2018 年 12 月 25 日通车。通车后,杭州/上海/南京至黄山耗时分别为 1.5/2.5/2 小时(出行效率提升一半以上)。杭黄高铁通车后,一方面可以为黄山带来长三角优质的客流资源,一方面可以加强黄山与途径景区(千岛湖、富春江等)之间的联动,实现客流互通。保守估计“杭黄高铁”的开通将会带来 15-20 万游客增量(+5%左右),增加净利约为 0.35 亿(+8.5%左右)。

盈利预测、估值与投资建议:“增持”评级。我们预测 18/19/20 年公司扣非后归母净利润分别为 3.3/3.7/3.9 亿元,2018-2020 年 CAGR 为 8.9%,扣非后 EPS 为 0.44/0.49/0.52 元,当前股价对应 PE 分别为 22/19/18 倍。我们给予 19 年 25 倍的 PE,公司合理市值为 92 亿元,对应 19 年目标股价 12.30 元。

2.2、中青旅

门票降价影响较小,主要利空落地。乌镇自 2018 年 9 月 20 日起降低门票价格,东栅景区门票由 120 元降低为 110 元,我们预计对公司报表的影响为 0.23 亿营收和 0.12 亿净利,影响较小。

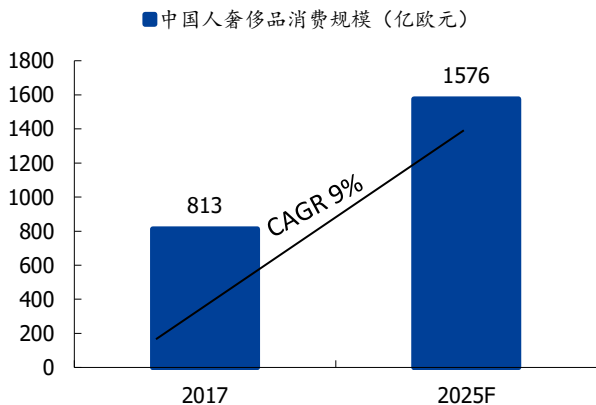
光大入主打开想象空间,后续扩张可期。2018 年 1 月中青旅实控人变更为光大集团;5 月,光大董事长表示要在未来 5-10 年将光大集团打造成全球领先的旅游综合服务商。公司作为光大旗下唯一的旅游平台,有望成为集团实现该目标的主体,后续存在进一步合作的可能。

濮院开发稳步进行中,后续有望进一步扩张。濮院定位历史文化+时尚购物的旅游目的地,与周边景区形成差异化竞争。濮院目前仍处于建设阶段,预计 2019 年开业,建成后有望进一步增厚公司业绩。公司已通过深度合作的方式进一步绑定与以陈向宏为主的开发团队,未来有望进一步扩张。

五、免税行业：受益消费回流，行业持续扩容

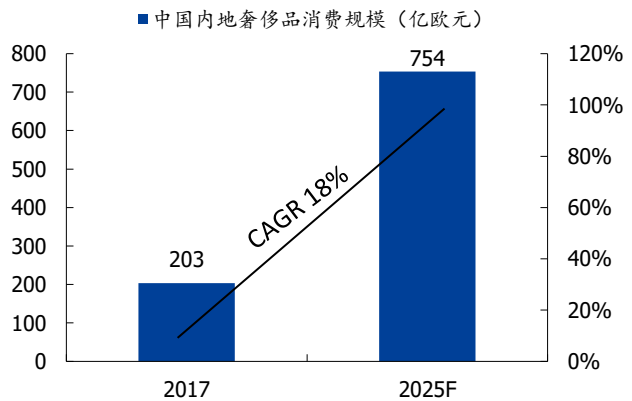
5.1、需求端：中国人奢侈品消费增长，消费回流利好免税销售

图表 51: 中国人奢侈品消费规模



资料来源：贝恩咨询、国盛证券研究所

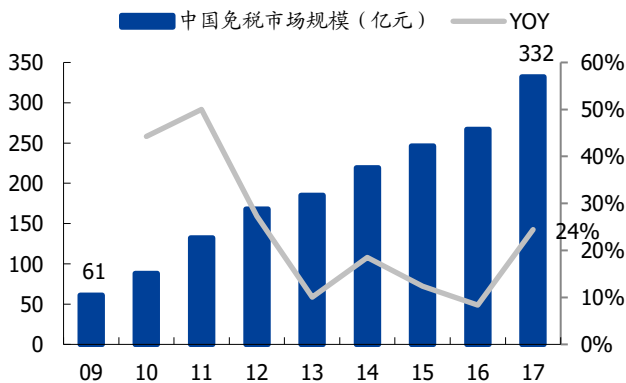
图表 52: 中国内地奢侈品消费规模



资料来源：贝恩咨询、国盛证券研究所

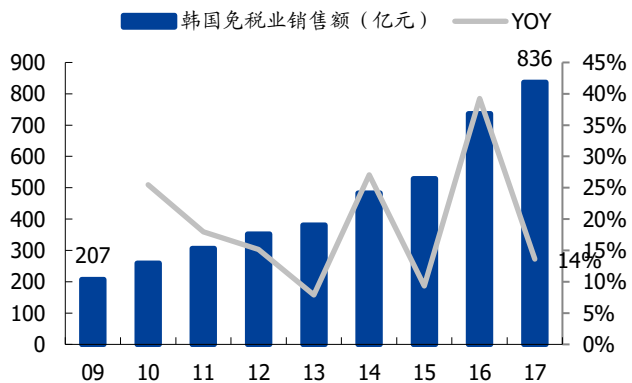
从需求端看，随着中国人奢侈品消费增长及境外消费回流，我国免税业将受益需求扩张。贝恩预计，2017-2025 年全球奢侈品市场有望从 2500 亿复合增长 4%至 3400 亿欧元，中国人奢侈品消费有望从 800 亿复合增长 9%至 1600 亿欧元。而中国内地奢侈品市场有望从 200 亿复合增长 18%至 800 亿欧元，占中国人奢侈品消费比重有望从 24%提升至 50%，境外消费逐步回流。受益奢侈品消费需求扩张，未来 7-8 年我国免税业亦有望保持 15%以上复合增长，预计 2020 年免税业规模接近 550 亿。

图表 53: 中国免税市场规模



资料来源：贝恩咨询、国盛证券研究所

图表 54: 韩国免税市场规模



资料来源：贝恩咨询、国盛证券研究所

对比中韩免税业，中国距韩国相差 500 亿市场规模，这正是我国境外消费回流的空間。2009-2017 年中国免税业规模从 61 亿复合增长 24%至 332 亿人民币，韩国免税业规模从 207 亿复合增长 19%至 836 亿人民币，中国距韩国相差了 500 亿的市场规模。韩国 836 亿的 60%正好是 500 亿的免税销售额均来自中国人贡献，中国代购占到 80%。随着我国政府力促消费回流，电商法即将实施、海关对代购监管趋严，未来从韩国代购的比例将有所下降，中国人在韩的 500 亿免税品消费中的部分有望逐步回流至国内。此外，国人在欧美市场的奢侈品消费也有望逐渐回流国内，未来消费回流趋势将日益明显。

5.2、供给端：离岛免税政策逐步落地，市内免税政策有望放开

图表 55: 中韩免税政策对比

	韩国-市内和机场离境	韩国-济州离岛	中国-海南离岛	中国-京沪机场出入境
免税人群	离境均可	飞机和轮船离岛	飞机和火车离岛	飞机离境
免税限额	单次 2w 且无次数限制	单次 4k 且限 6 次/年	总额 3w 且无次数限制	总额 8k 且无次数限制
行邮税规定	无	无	8k 以上缴 50%行邮税	8k 以上缴 50%行邮税
免税品类	香化、烟酒、精品、日用品	香化、烟酒、精品、日用品	香化、精品、日用品	香化、烟酒、精品、食品等
化妆品件数	爆款限量	爆款限量	12 件	爆款限量

资料来源：商务部 韩国免税协会、国盛证券研究所

从供给端看，免税业是供给受限行业，免税政策放宽成为提升客单价和转化率的关键。韩国免税业的发达主要得益其免税政策的宽松，销售占比 70% 多的离境市内免税最发达。市内免税政策覆盖了本国人和国外游客，免税额度单次 3000 美元且无次数限制，其他限制同样较少，因此韩国免税店购物转化率和客单价更高。对比韩国，我国免税政策仍有可放宽空间，离岛免税可放宽行邮税限制、增加免税品类等，市内免税可重启并覆盖本国。未来这些政策有望逐步落地，我国免税市场供给将大幅提升。

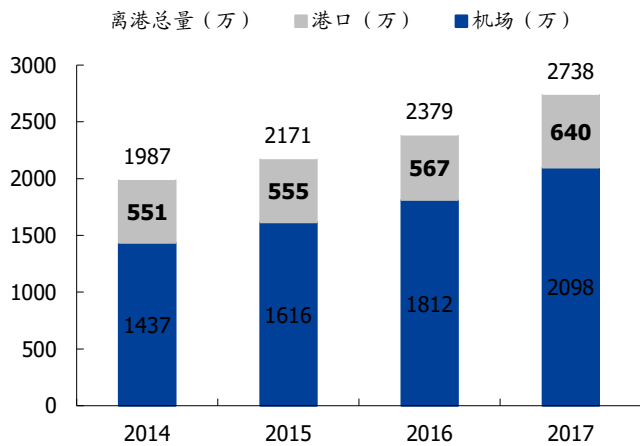
图表 56: 海南离岛免税政策历次调整

时间	政策对象	额度、次数限制	品种	数量	渠道
2011.4.20	18 周岁，飞机离岛的国内外旅客	5000 元，岛内 1 次 / 非岛内 2 次	18 种	化妆品 5 件、小皮件 4 件、香水 2 件、手表 2 件	三亚免税店
2011.12.21					海口免税店
2012.11.01	调至 16 周岁	8000 元	扩至 21 种	化妆品 8 件、香水 5 件、小皮件 4 件、手表 4 件	
2015.03.20			扩至 38 种	化妆品 12 件、香水 8 件、小皮件 6 件、手表 6 件	
2016.02.01		16000 元，非岛内居民次数限制取消			三亚和海口免税店开设网上销售窗口
2017.01.15	增加铁路离岛的旅客				在三亚店或通过三亚和海口店的网上销售窗口
2018.12.01		30000 元，岛内居民次数限制取消	增加部分家用医疗器械商品		
2018.12.28	增加轮船离岛的旅客				

资料来源：财政部、国盛证券研究所

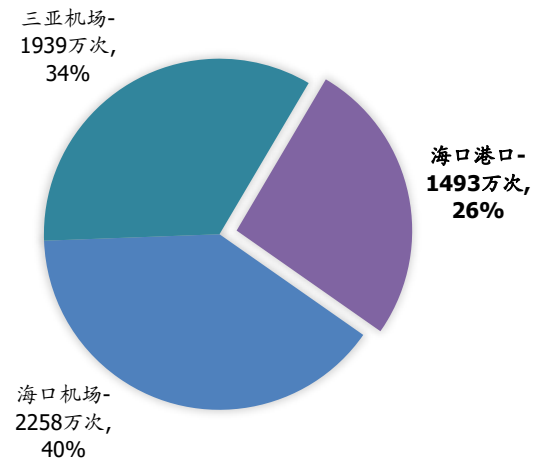
离岛免税限额提升新政落地，政策利好效果明显。2018 年 12 月 1 日起，海南离岛免税新政实施，离岛旅客年度免税限额从 1.6 万增至 3 万元，并增加部分家用医疗器械商品，且对岛内外居民旅客实施同等待遇。政策实施半月以来（12.1-12.15），海南免税销售额 4.9 亿元、购买旅客 12.5 万人次，分别同增 22.3%、9.7%，人均客单价 3908 元，同增 11.3%。此外，两免税店共销售超 8000 元免税品 5992 件，同增 27.6%。

图表 57: 2014-2017 年海南岛旅客吞吐量 (离港)



资料来源: 海南省统计局、国盛证券研究所

图表 58: 2017 年海南岛三大交通方式旅客吞吐量 (进出)



资料来源: 交通运输部、国盛证券研究所

覆盖轮船离岛有望提供 1/4 的增量客源基数, 预计 2019 年海口港离岛旅客约 900 万。2014-2017 年海南离港旅客总量复合增长 11% 至 2738 万, 其中港口离港旅客数量复合增长 5% 至 640 万, 占比达到 23%。此外, 从进出海南岛的三大交通方式看, 2017 年海口港的进出旅客吞吐量 1493 万次, 占比约为 26%, 预计 2019 年海口港离岛旅客 900 万左右。因此, 覆盖轮船离岛旅客, 有望为海南免税市场带来 1/4 的增量客源。如果按照 2017 年三亚和海口 80 亿免税销售额折算, 增量免税规模有望达 20-25 亿左右。

图表 59: 2019 年轮船离岛带来的增量免税规模测算 (亿元)

人均客单价 (元)	1750	2000	2250	2500
购物渗透率				
8%	12.6	14.4	16.2	18.0
10%	15.8	18.0	20.3	22.5
12%	18.9	21.6	24.3	27.0

注: 假设 2019 年海口港离港旅客吞吐量 900 万次 (17 年 747 万, 17-19 年 CAGR10%);

注: 购物渗透率=购物人次/离港人次 (海口机场 10% 左右), 客单价=免税营收/购物人次 (海口机场 1800 左右)

资料来源: 交通运输部 海南省统计局、国盛证券研究所

参照海口机场客单价和渗透率, 预计 2019 年海口港带来的增量免税规模约 15-20 亿。2018 年上半年海口美兰机场购物渗透率 10.4%、人均客单价 1822 元, 参照这一水平, 按 2019 年海口港离港旅客吞吐量 900 万次假设, 则 2019 年海口港带来的增量免税规模在 15-20 亿左右。如果届时可实现更高的渗透率或客单价, 则规模有望达 20 亿以上。

若净利率 15%, 则净利润 2.3-3 亿, 假设三亚、海口各自分流一半, 则中国国旅的归母净利润 1.4-1.9 亿, 预计业绩增厚 3%-4% (假设公司 2019 年注入海免 51% 股权, 间接持有海口免税店 26% 股权)。

图表 60: 市内免税政策梳理

时间	政策进展
1988年	国务院批准在北京试点开办市内免税店。销售对象限为外国旅客; 经营品类以奢侈品为主, 不包括烟、酒; 免税购物额没有明确规定
1989年	《中国免税品公司经营市内免税店业务问题》: 市内免税店业务由中免统一经营(已废止)
1990年	中免公司北京市内免税店对外营业
1999年	国务院批准在上海、大连、青岛、厦门开办市内免税店, 中免负责统一经营
2000年	《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》: 市内免税店业务由中免统辖开办申请
2001年	中免公司上海市内免税店落成营业
2005年	《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》: 市内免税店销售提货点应当设在口岸出境隔离区内, 因日上与京沪机场签有排他协议, 中免无法设立市内免税店提货点
2018年	目前5家市内免税店均处于关停状态或实际未设立, 财政部下一步研究市内免税店销售对象扩大到即将离境的我国居民, 扩大市内免税店商品经营范围的可行性

资料来源: 国务院 财政部 海关总署、国盛证券研究所

市内免税政策有望落地, 京、沪市内免税店有望重启。为吸引外国游客增加旅游创汇, 1988年、1999年, 国务院先后批准在5个城市开设市内免税店, 由于无法在机场设立出境提货点、外国旅客客源不足等原因, 目前5家市内店均处于关停状态或实际未设立。随着中免收购日上并中标京沪机场, 提货点限制得以破除, 京、沪外国人离境市内免税店有望重启。而且, 财政部下一步研究将市内免税店销售对象扩大到国人离境, 同时将扩大其商品经营范围, 预计有望促进国人境外消费回流、进一步扩大市内免税市场空间。

图表 61: 参考离岛免税, 京、沪市内免税店首年销售额有望达 50 亿元

市内免税店首年	三亚+海口 2011.4-2012.4	北京+上海 业务重启首年
1/2 吞吐量(万)	1084.5 (离岛 当年)	3018 (国际 17 年)
购买人数(万)	90	250 (预测)
购物渗透率	8.30%	8.30%
销售额(亿)	18.1	50.4 (预测)
人均客单价	2011	2011

注: 三亚免税店 2011.4.20 开业/海口免税店 2011.12.21 开业

 注: 购物渗透率=购买人数/(1/2*吞吐量);客单价=销售额/购买人数
 资料来源: Wind、海口海关、国盛证券研究所

图表 62: 购买人数及客单价增长将抬高京、沪市内店销售额(亿元)

客单价	购买人数			
	2250 元	2500 元	2750 元	3000 元
275 万	62	69	76	83
303 万	68	76	83	91
333 万	75	83	92	100
366 万	82	92	101	110

注: 购买人数按 250 万每年增长 10% (涵盖旅客及渗透率增长)

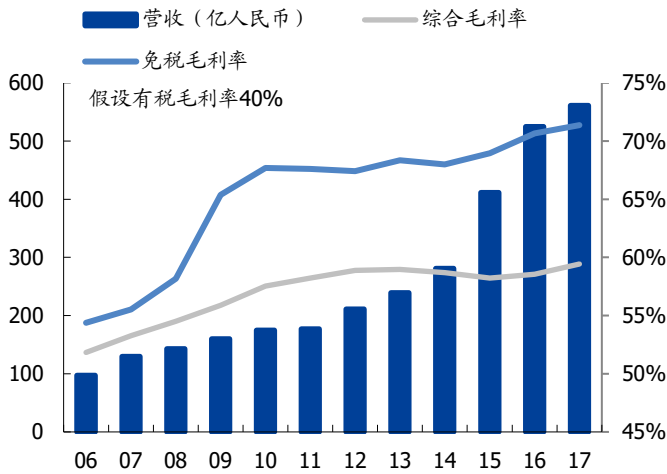
资料来源: Wind、海口海关、国盛证券研究所

上海中免市内免税店有限公司设立, 京、沪市内店将推动免税市场扩容。中免积极推进京沪市内店重启事宜, 前期选址等工作已完成, 且上海中免市内免税店有限公司于 2018 年 10 月 9 日设立(注册资本 2000 万、中免间接持股 45.9%), 明年上半年政策将落地。参考离岛免税首年 8.30% 渗透率和 2011 元客单价水平, 考虑京沪 17 年国际旅客吞吐量 6036 万, 估算京、沪市内免税店重启后初期或可实现 50 亿销售额。在人次及额度提升等因素推动下, 京、沪市内店成熟期有望实现 100 亿级销售额, 若按 25%-30% 净利率水平, 届时有望实现 20 亿级净利润, 京沪市内店的增量供给将推动我国免税市场扩容。

5.3、推荐个股：中国国旅

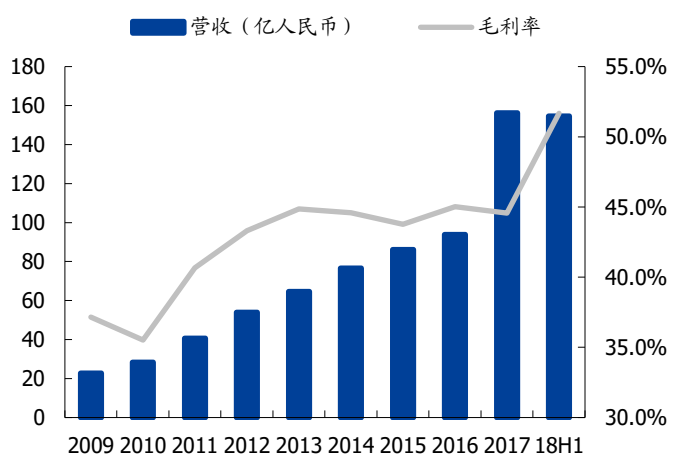
中国国旅：规模持续扩张，毛利率持续提升

图表 63: Dufry 营收规模增长且免税毛利率提升



资料来源: Dufry 年报、国盛证券研究所

图表 64: 中免营收规模增长且免税毛利率提升



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

从营收口径看，中免以京沪琼三大业务为主，离岛免税将受益政策利好，京沪机场免税正受益渠道整合。18Q1-3 京沪琼三大业务合计贡献营收 183 亿、占中免的 75%。其中，三亚免税店受益政策额度提升将实现加速增长，中免在海南免税市场还将受益未来注入海免 51% 股权、政策覆盖轮船离岛旅客及新增海口市内店等，长期成长空间仍大。京沪机场店正受益中免与日上整合，品类更加丰富、经营持续优化，仍将贡献最主要的营收。

从毛利率看，中免的免税毛利率距 Dufry 有 15pct 以上可提升空间。Dufry 综合毛利率从 06 年 51.8% 提升 8pct 至 17 年 59.4%，假设有税毛利率 40%，估计 Dufry 免税毛利率从 06 年 54.4% 提升 17pct 至 17 年 71.4%。对比 Dufry 和中免，（1）免税毛利率：Dufry 免税毛利率超 70%，中免 18H1 免税毛利率 52.5%，距 Dufry 有 15pct 以上空间；（2）具体发展阶段：06 年 Dufry 免税营收 80 亿、免税毛利率 54%，15 年中免免税营收 81 亿、免税毛利率 52%；12 年 Dufry 免税营收 145 亿、免税毛利率 67%，17 年中免免税营收 149 亿、免税毛利率 46%，距 Dufry 有 15pct 以上提升空间。

随着采购合同陆续重谈，预计中免的免税毛利率距稳态期仍有 8-10 个点的提升空间。从 18 年下半年起，中免将通过统一团队（中免+日上）进行资源集采，从 19 年上半年起，中免将正式接管海免批发业务，未来增强的议价力将逐步体现，毛利率将提升。此外，中免的香化品类占比仍可提升、高毛利商品销售有望增加，18H1 三亚店到店毛利率提升约 5pct，香化占比超 50%，优化的产品结构正逐步体现，未来将持续受益品类完善。我们预计，中免的免税毛利率距离稳态期仍有 8-10 个点左右的提升空间。

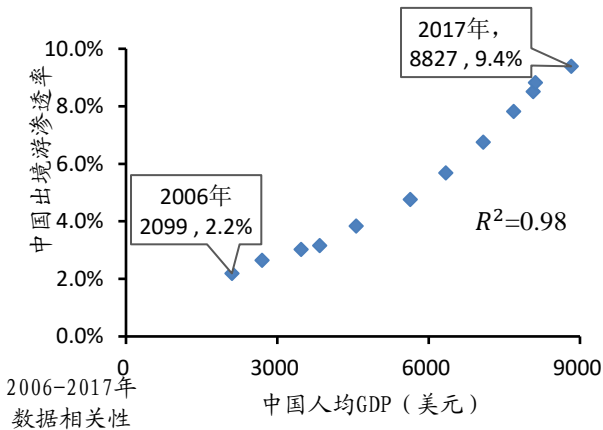
盈利预测、估值与投资建议：“买入”评级。暂不考虑海南新增免税店及京沪市内免税店等，我们预测 18/19/20 年公司归母净利润分别为 35.96/46.22/56.09 亿元，2018-2020 年 CAGR 为 24.9%，EPS 分别为 1.84/2.37/2.87 元，当前股价对应 PE 分别为 32/25/20 倍。

六、出境游行业：景气度有望上行，集中度将缓升

6.1、景气度：单三季度受东南亚影响下行，未来有望恢复上行

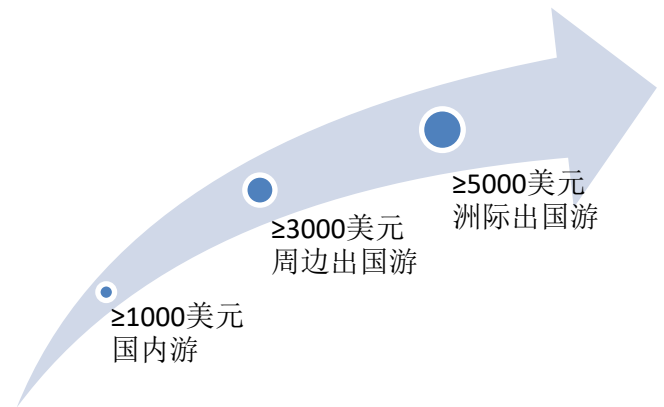
从景气度变化看，消费升级叠加出游便利化，驱动出境游市场发展，上半年出境游整体向好，但三季度东南亚的下滑明显，未来景气度有望恢复上行。

图表 65：我国出境游渗透率与人均 GDP 呈现高度正相关



资料来源：Wind、国盛证券研究所
注：出境游渗透率即人均出游率=出境游人数/总人口

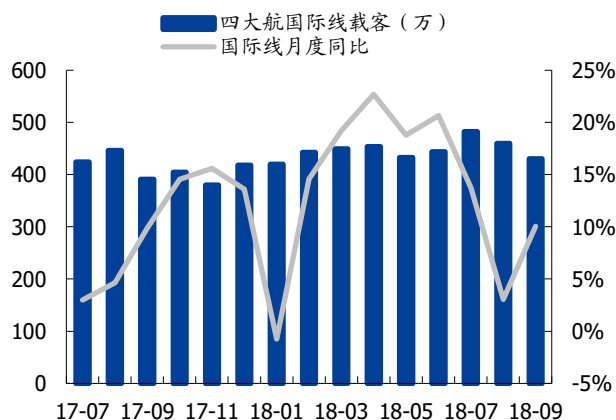
图表 66：根据国际经验，旅游消费升级涵盖三个阶段



资料来源：公司可转债募集书、国盛证券研究所

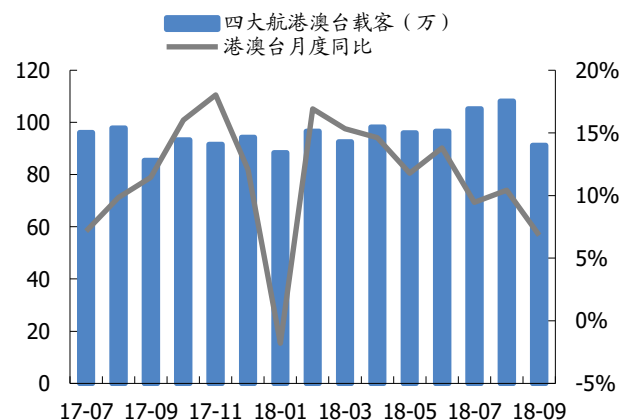
居民可支配收入增长是出境游发展的核心驱动力。2006-2017年我国人均 GDP 复合增长 14%至 8827 美元，受益于此，我国出境游渗透率提升 7.2 个百分点至 9.4%。根据国际经验，一国人均 GDP 达 5000 美元时，洲际出国游将加快，我国正处于这一阶段。

图表 67：四大航月度国际载客量



资料来源：四大航月度数据、国盛证券研究所
注：由于春节延后，1月增速为负、2月暴增反弹

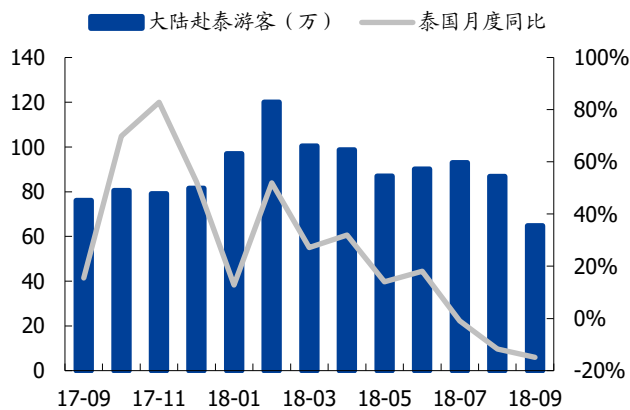
图表 68：四大航月度港澳台载客量



资料来源：四大航月度数据、国盛证券研究所
注：由于春节延后，1月增速为负、2月暴增反弹

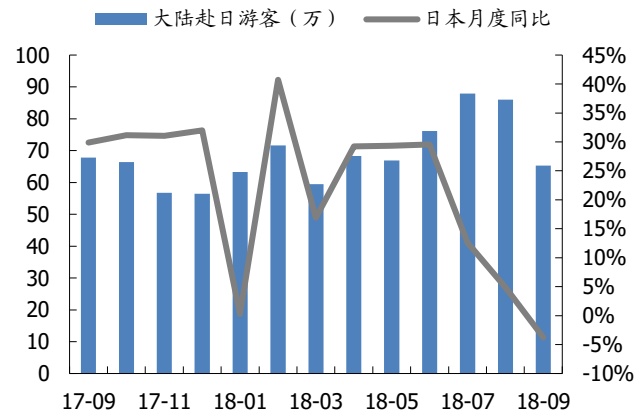
上半年出境游整体向好，我国出境游人次同增 15%。经历了 16 年欧洲暴恐、韩国萨德等事件后，随着欧洲局势趋稳、东南亚旅游持续发展，17 年下半年出境游行业回温明显，17Q3/Q4 四大航国际载客量同增 5.6%/14.5%；18 年上半年出境游行业继续整体向好，18Q1/Q2 四大航国际载客量同增 10.6%/20.7%。整个上半年我国出境游人次也同比增长 15%，出境游行业维持高景气。

图表 69: 近 1 年大陆赴泰国游客



资料来源: 日本观光局、国盛证券研究所
注: 由于春节延后, 1月增速为负、2月暴增反弹

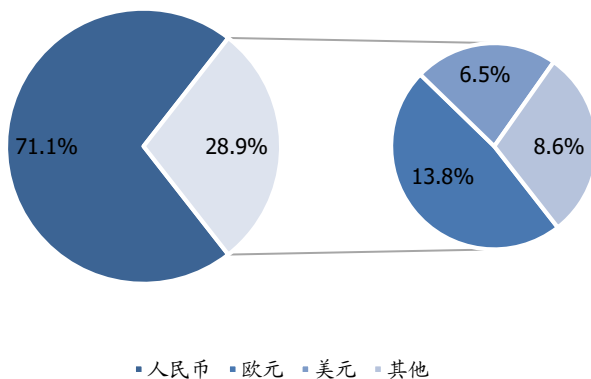
图表 70: 近 1 年大陆赴日本游客



资料来源: 泰国旅游局、国盛证券研究所
注: 由于春节延后, 1月增速为负、2月暴增反弹

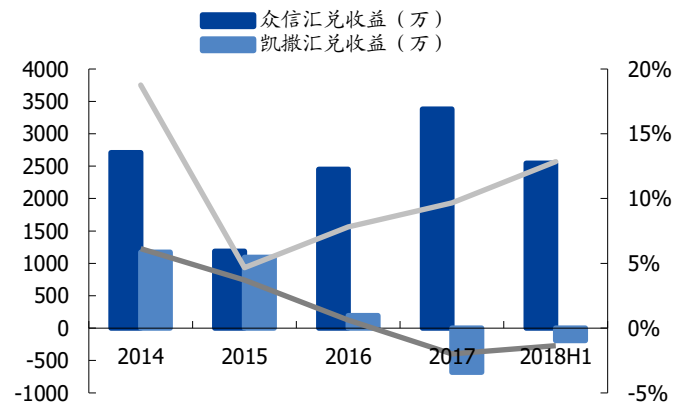
三季度东南亚线路下滑明显, 大陆赴泰游客数量负增长。泰国和日本是出国游权重目的地, 17年我国内地赴泰国和日本人次分别占出国总人次的 16%和 12%左右。受 7 月受普吉沉船事件的阶段性影响, 三季度东南亚线路下滑明显, 大陆赴泰国旅客数量三季度同比增速为-8.8%, 大陆赴日本旅客数量三季度同比增速为 5.0%。

图表 71: 2018H1 众信旅游“预付+应付”主要货币项目



资料来源: 中国旅游研究院、国盛证券研究所

图表 72: 2014-2018H1 众信、凯撒汇兑收益



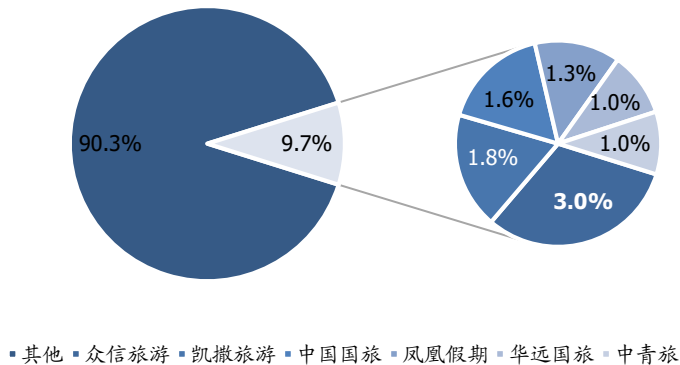
资料来源: Wind、国盛证券研究所

消费者需求趋于刚性、运营商采购管理科学, 短时汇率扰动对出境游行业影响有限。以众信为例, 18H1 结算货币中仅有 29%是外币, 其中欧元占 14%、美元占 6%, 外币结算比例低、结算时间有弹性, 还可采用成本加成定价转嫁风险; 此外公司成立专门的收益管理部管理汇率风险。在人民币贬值背景下, 公司 18Q2 业绩增速好于 18Q1, 而且 18H1 实现汇兑收益 2548 万、占营业利润比 13%, 汇率管理优于存在汇兑损失的凯撒。

但突发事件影响升级, 出境游旅行社受损严重, 预计未来行业逐步恢复上行趋势。由于泰国是出国游权重目的地, 此次事件又直接造成中国公民遇难, 所以, 此次普吉沉船事件影响更严重。但同时暴露出经营东南亚线路的旅行社的内在痛点, 即行业动荡期上下话语权较弱的旅行社承担了主要风险。不过, 行业动荡的好处是加速小旅行社的出清。预计随着突发事件的影响消退, 未来出境游市场将恢复上行趋势。

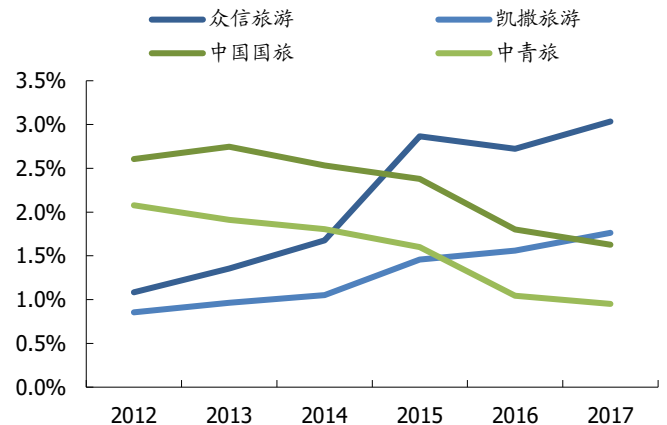
6.2、集中度：整体竞争格局分散，未来集中度有望缓升

图表 73: 2017 出境游行业竞争格局现状 (按销售规模计)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所
注: 市场规模参考估算的行业数据, 各公司销售额参考公司公告

图表 74: 2012-2017 出境游行业竞争格局演变 (按销售规模计)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所
注: 市场规模参考估算的行业数据, 各公司销售额参考公司公告

整体竞争格局分散, CR6 不足 10%。截至 17 年底, 全国共有 4442 家出境游旅行社, 竞争格局分散。由于历史政策影响, 除北上广外, 其他地区区域割据明显, 全国性龙头的市占率低, 17 年出境游运营商前六大龙头合计份额 9.7%, 众信作为绝对龙头市占率仅有 3%。行业集中度提升空间大, 众信有望实现市占率提升。

纵观竞争格局演变, 专业的出境游批发商赶超综合零售商。出境游批发商有资源整合和产品研发的优势, 再通过批零一体化强化渠道优势, 相比于主要以采购实现出境游产品零售的综合零售商, 壁垒更明显、优势更显著, 2012-2017 年出境游批发商众信、凯撒的市占率持续走高, 众信市占率从 12 年 1.1% 提升至 17 年 3.0% (15 年因收购竹园陡升), 凯撒市占率从 12 年 0.9% 提升至 17 年 1.8%, 专业的批发商日益崛起。

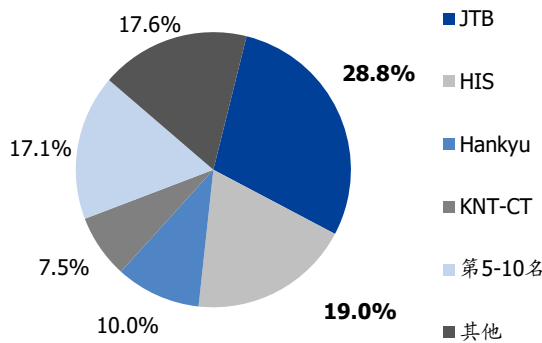
图表 75: 2017 出境游细分市场格局: 亚洲分散、欧洲集中

	欧洲	亚洲	美洲	大洋洲	非洲
出境游人次 (万)	1067	3738		178	
旅行社组织 (万)	781	3006	133	147	80
倒推出跟团比例	73%	80%		82%	
众信旅游 (不含竹园)	27	46	3.1	1.6	1.1
竹园国旅	17	58	0.6	1.3	0.4
凯撒旅游	20	78	4.7	2.4	2.8
华远国旅	24	4	0.4	0.8	0.9
凤凰旅游	19	45	1.6	1.2	0.6

资料来源: 各国旅游局 各公司公告, 国盛证券研究所
注: 出境游人次为各国旅游局加总, 旅行社组织人次为国家旅游局截至 17Q3 数据估计调整后得, 跟团比例由此倒推; 运营商数据根据公开信息估算

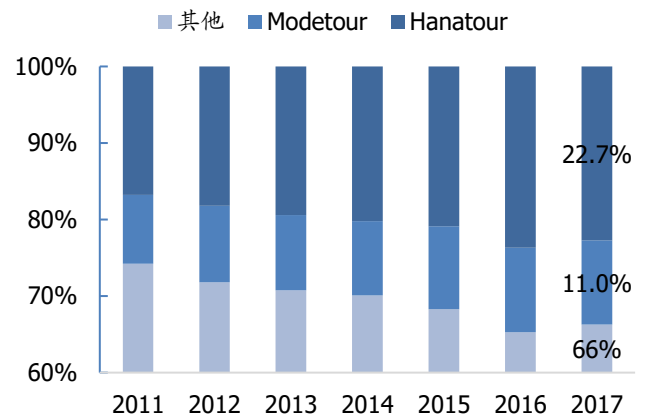
细分格局不尽相同, 亚洲短线分散、欧洲长线集中。短线出境游发展时间长、经营门槛低, 竞争格局较分散, 除北上广以外, 全国大多省份均有 1-2 家旅行社占区域性主导, 因此, 众信/竹园/凯撒/华远/凤凰亚洲线路合计市占率仅为 7.7%; 长线出境游开放时间晚、经营门槛高, 市场集中度较高, 北上广的旅行社依托签证和航空资源, 迅速成长为批发商, 其他地区的旅行社多为代理商, 众信/竹园/凯撒/华远/凤凰从中崛起, 欧洲线路合计市占率约为 13.8%。

图表 76: 日本出境游旅行社 CR2 近 50% (按规模计)



资料来源: 日本观光局、国盛证券研究所

图表 77: 韩国出境游旅行社 CR2 超 30% (按人数计)



资料来源: 相关公司公告、国盛证券研究所

对比日韩水平, 未来我国出境游行业集中度有望缓升。日韩两国的出境游行业集中度较高, 日本 CR2 近 50%、韩国 CR2 超 30%, 而我国区域割据明显, 分区域集中度或接近日韩水平, 但全国市场仍分散。随着出境游行业动荡期增速放缓, 那些规模庞大、实力雄厚的大旅行社抵抗风险能力更强, 一方面以收购整合提升市占率, 另一方面加速全国市场扩张, 尤其是批发商加速向上下游领域扩张, 因此, 出境游资源日益向龙头集中, 集中度提升是出境游行业大趋势。

图表 78: 出境游领域的主要竞争对手比较

公司	模式	优势	成立&上市	业务规模	分支机构&门店数量	未来战略
众信旅游	出境游运营商, 批发业务领先、零售业务以准直营模式扩张	批发先发优势、规模及专业运作优势, 全产业链拓展能力(资源整合/产品研发/渠道拓展)	1992 年成立, 2014 年挂牌上市, 第一家上市民营旅行社	2017 年总营收 120.5 亿 (+19.2%)、归母净利润 2.3 亿 (+8.3%)——毛利率 9.9%、净利率 2.3%	截至 17 年 8 月, 80 家分子公司;截至 18 年 6 月, 405 家门店(直营/准直营各 152/253 家)	(1) 批发双品牌运营、零售准直营扩张; (2) 目的地一体化, 加大目的地端布局
凯撒旅游	出境游运营商, 零售业务领先, 批发业务保持稳步发展	零售先发优势、品牌及专业运作优势, 航旅资源结合优势, 资源整合和产品研发的优势	1993 年成立, 2015 年借壳上市, 第二家上市民营旅行社	2017 年总营收 80.5 亿 (+21.2%)、归母净利润 2.2 亿 (+3.8%)——毛利率 18.0%、净利率 3.0%	截至 17 年 12 月, 60 家分子公司, 247 家直营门店	(1) 主力打造出境游全产业链服务运营商, 快速拓展全球市场; (2) 兼顾食品业务
携程	OTA 厂商, 在线交通/住宿预订发达、在线打包旅游产品发展	线上巨大流量优势, 一站式平台多业务拓展和变现能力	1999 年成立, 2003 年在美国纳斯达克上市	2017 年总营收 267.8 亿 (+39.3%)、扣非后归母净利润 4.5 亿 (+123.3%)——毛利率 82.5%、净利率 8.1%	截至 18 年 8 月, 超 7700 家门店(携程/去哪儿/百事通 1182/1031/5500 家)	(1) 强化 OTA 领先优势; (2) 拓展出境游等业务, 增强线上流量变现力、扩大线下门店覆盖率
途牛	OTA 厂商, 在线打包旅游产品发达、在线碎片资源预订发展	线上流量优势, 专业平台上下游拓展力	2006 年成立, 2014 年在美国纳斯达克上市	2017 年总营收 21.9 亿、扣非后归母净利润 -7.7 亿——毛利率 53.3%、净利率 -35.2%	截至 18 年 8 月, 308 家直营门店	(1) 上游自建地接、扩大直采, 下游拓展直营门店; (2) 多元化、集团化战略

资料来源: 各公司公告、国盛证券研究所

注: 众信准直营即合伙制, 介于直营和加盟之间; 携程以加盟店为主, 因此门店数量较大; 途牛 2017 年变更营收计算口径

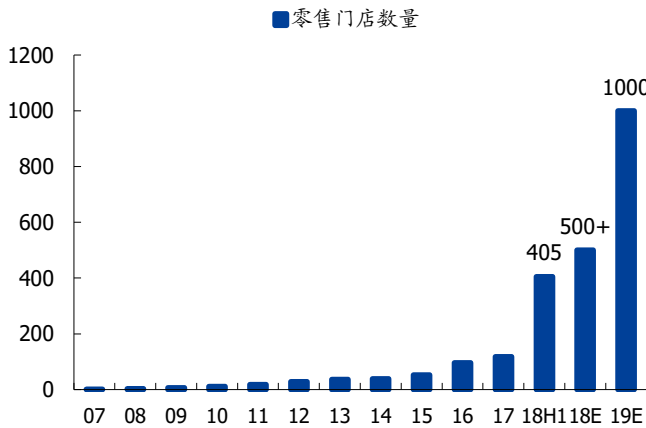
众信占据行业竞争高地, 有望实现份额提升。携程、途牛优势在于线上流量, 但他们对上游整合和对线下开拓的经验不多, 携程 17 年正式以平台加盟模式进军线下, 途牛 15 年起拓展线下直营。相较之下, 众信占据行业竞争高地, 全产业链和全渠道拓展力表现出色: 众信具备 OTA 不及的**资源整合和产品研发能力(即运营能力)**, OTA 以采购资源和产品为主, 且众信正加强目的地资源布局, 战略眼光领先凯撒; 基于其上中游优势, 众信同样具备 OTA 不及的**“前店后厂”式的渠道拓展能力**, 这使得众信可通过“准直营”模式快速扩张门店, 门店扩张速度超过直营模式的凯撒、把控力度高于加盟模式的携程。

6.3、推荐个股：众信旅游、腾邦国际

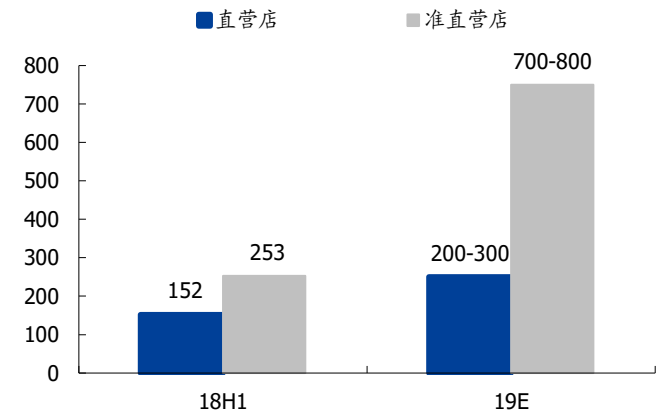
众信旅游：以批发业务为根基，推进产业链一体化

图表 79：零售门店数量估计

图表 80：准直营门店数量估计



资料来源：公司公告 公司调研、国盛证券研究所



资料来源：公司公告 公司调研、国盛证券研究所

公司未来有望继续加大准直营门店数量，实现零售端的前向一体化。从 2018 年前后开始，公司持续加码零售业务，在二三线城市推进准直营门店拓展，卡位地方零售市场，截至 18H1，公司准直营门店 253 家、自身直营门店 152 家。我们认为公司未来有望继续加大准直营门店数量，预计到 19 年底准直营门店有望拓展至 700-800 家，加上自身直营门店共拓展至 1000 家。

图表 81：众信旅游投资目的地资源

收购标的	购买日	持股比例至 17.7.1	收购方	标的性质	收购影响
Kaytrip 德国开元周游	2015.7.15	50.97%	北京开元 100%	欧洲地接产品与服务提供商	布局欧洲目的地资源市场
Sarl Ansel 法国安塞尔	2015.7.08	43.35%	德国开元 85%	欧洲地接社	布局欧洲目的地资源市场
West Coast Holidays (众信天益)	2015	45%	塞舌尔众信 45%	主营美国大巴游、定制游	布局北美目的地资源市场
NEW PARIS LIA HOTEL	2016.3	10%	法国众信 10%	法国酒店	合作法国酒店资源
SANRI 日本三利株式会社	2016.3.31	70%	香港众信 70%	日本地接社	布局日本目的地资源市场
株式会社 JCT	2016	0.09%	日本三利 0.13%	日本观光免税店	拓展海外旅游零售市场
Telefun Travel 波兰车公司	2016.6.30	72.65%	香港众信 65%/德国开元 15%	欧洲大巴车公司	提升欧洲落地服务能力
RCC 日本彩虹株式会社	2017.1.1	70%	优展逸途 100%	日本地接社	布局日本目的地资源市场
Activo Travel GmbH 德国跃动旅行	2017.7.1	80%	香港众信 80%	欧洲地接社	布局欧洲目的地资源市场

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

公司逐步拓展运营上游目的地资源，实现目的地端的后向一体化。目前，公司在欧洲、日本、美国、东南亚等地采用投资、战略合作等方式建立了落地服务公司，为自由行客人提供当地服务，如投资境外旅游大巴、日本樱花酒店等上游资源，未来将投资更多的地接社、酒店及购物店，以众信的流量为基础，助其做大做强，推动公司盈利能力提升。

腾邦国际：升级为“资源×渠道×服务”大旅游生态圈

图表 82: 腾邦国际战略升级为“资源×渠道×服务”大旅游生态圈



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

资源方面，公司可接洽优秀的合作商。公司机票资源强大，之前在传统散票上规模较大，目前在包机上逐渐做强。公司坚持目的地一体化，打造吃住行游娱购为一体的旅游服务供应商。公司将南京旅游集团的智慧旅游系统和区域 OTA 相结合，打造区域 ERP 典范。

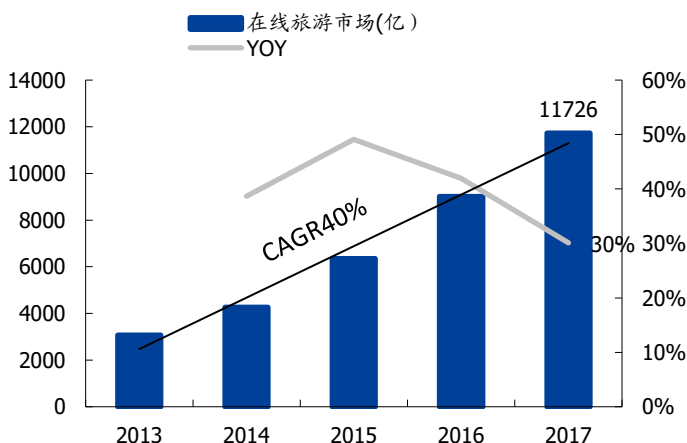
渠道方面，公司既有 B2B 平台、线上官网，也有线下门店。其中线下门店“百城万店”计划将是未来几年内公司的业务核心，主要考虑旅游零售业务的现金流较好。目前公司批发业务占比较高，现金流表现一般。百城万店推进后，有望在现金流方面形成互补。

服务方面，公司可提供旅行社服务、企业客户服务等多形式。服务的门槛要高于产品，具有广泛性和灵活性。公司将以机票代理业务为基础，进一步提供旅游产业链多环节的服务，发挥自身流量优势，扩大行业领先地位。

七、OTA 行业：深度受益知识分子红利，行业向好

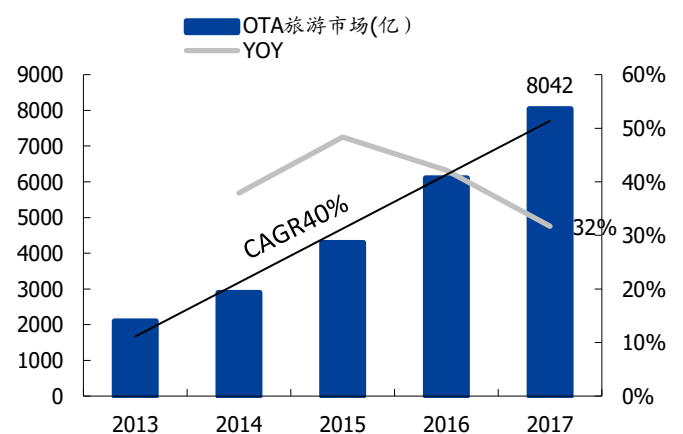
7.1、市场空间：知识分子红利驱动，长期空间仍大

图表 83: 2013-2017 年在线旅游市场复合增长 40%



资料来源：艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 84: 2013-2017 年 OTA 旅游市场复合增长 40%

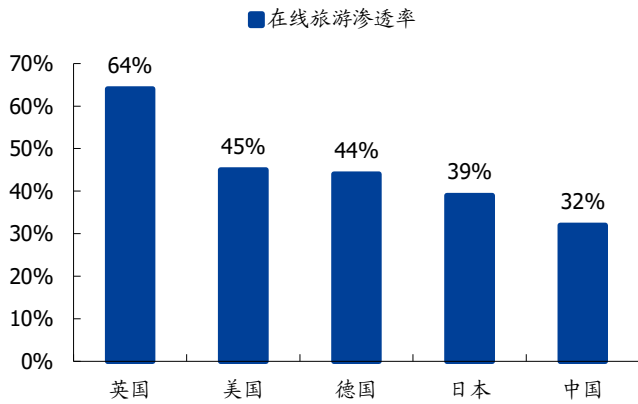


资料来源：艾瑞咨询、国盛证券研究所

2013-2017 年我国 OTA 市场规模复合增长 40%至 8000 亿，我国在线旅游市场规模复合增长 40%至 1.17 万亿，OTA 市场占在线旅游市场 69%份额。OTA 市场是在线旅游市场发展的主要动力，其 13-17 年复合增速为 40%，17 年增速为 32%，高基数下增速有所放缓，在线旅游市场与 OTA 市场基本保持了同步增长的趋势。

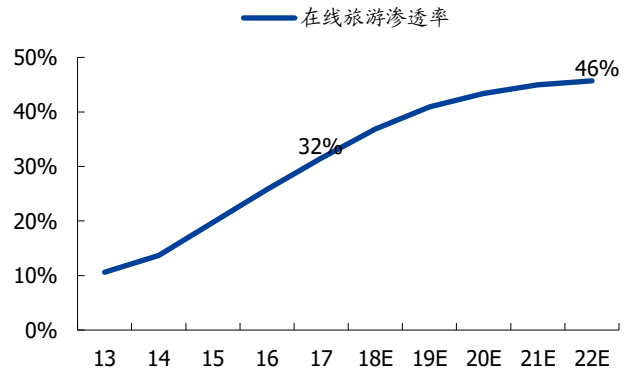
我们推算 2017 年境内 OTA 行业佣金收入约 400 亿、总体变现率约 5%，其中酒店、交通、其他业务的佣金比例约 4:4:2。我们是按照酒店预订变现率 8%-15%、旅行套餐变现率 5%-10%、交通预订变现率 2%-5%，并结合各自的 GMV 进行的佣金推算。

图表 85: 各国在线旅游渗透率



资料来源: phocuswright、国盛证券研究所

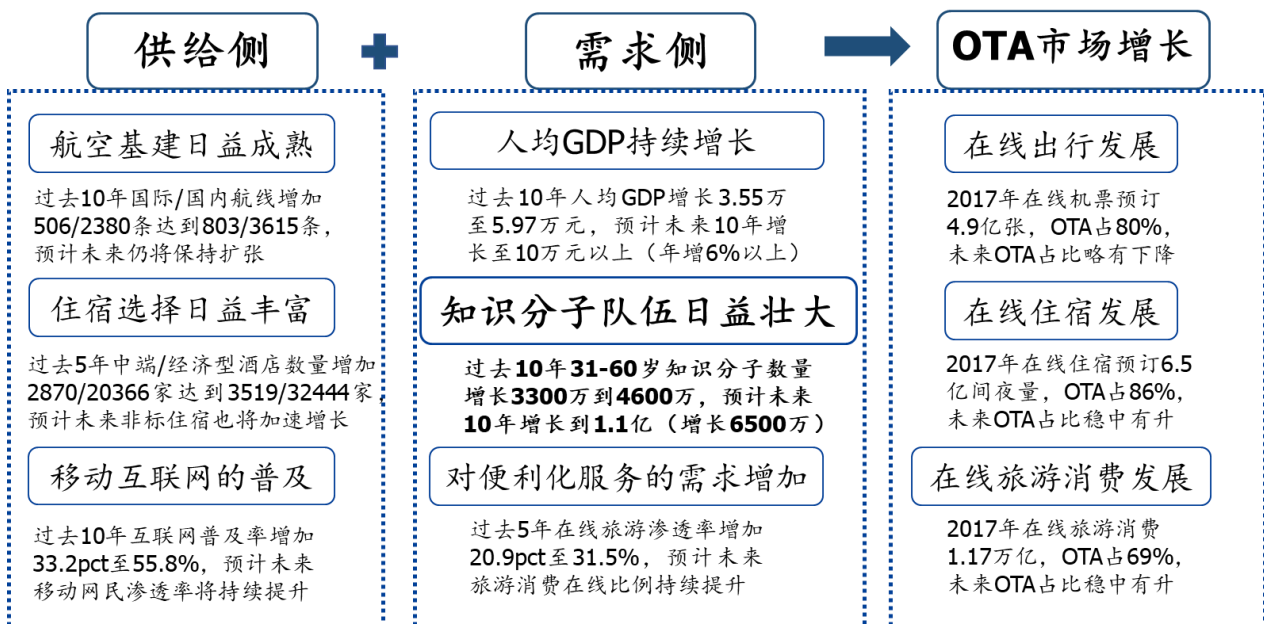
图表 86: 我国历年在线旅游渗透率



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

我国 OTA 市场增长主要来自于上线率的提升，未来持续受益低线城市上线率的提升。整个旅游市场增速较慢，13-17 年复合增速仅 6%，但 OTA 市场增速较快，有 40% 复合增长，主要来自上线率的提升而非旅游市场本身的扩大。对比发达国家 40% 以上的在线渗透率，我国 32% 的渗透率仍有提升空间。随着低线城市消费能力崛起及 OTA 向低线城市的下沉，未来 OTA 市场的增长有望持续受益低线城市旅游上线率的提升。

图表 87: 我国 OTA 市场的增长驱动力



资料来源: 艾瑞咨询 国家统计局 中国饭店协会、国盛证券研究所

过去十年 OTA 市场受益旅游市场发展及线上化率的提升，获得了飞速发展。未来十年 OTA 市场增长的长期驱动力从供给端看仍将受益出行、住宿基础设施的扩充，及互联网普及率的提升，从需求端看将进一步受益知识分子队伍的壮大。这部分 31-60 岁的大学毕业生是我国经济发展的脊梁，也是最活跃的商旅用户群，将支撑 OTA 行业未来的增长。

图表 88: 中国 OTA 空间推算

	2007	2017	2027E
31-60 岁知识分子数 (万)	1268	4588	11069
人均 GDP (美元)	2695	8827	16569
量价合计增长 (百分比)		1084%	353%
我国 OTA 净营收 (亿人民币)	20	400	1,812
OTA 净营收增长率		1900%	353%

资料来源: Wind、国盛证券研究所

注: 中国大学毕业生数按每年新增 750 万, 人均 GDP 按年增 6.5%

图表 89: 欧盟和美国 OTA 空间推算

	2007	2017	2027E
31-60 岁知识分子数 (万)	9402	12995	17085
人均 GDP (美元)	40224	43853	52905
量价合计增长 (百分比)		51%	59%
欧美 OTA 净营收 (亿人民币)	241	1,470	2,331
OTA 净营收增长率		509%	59%

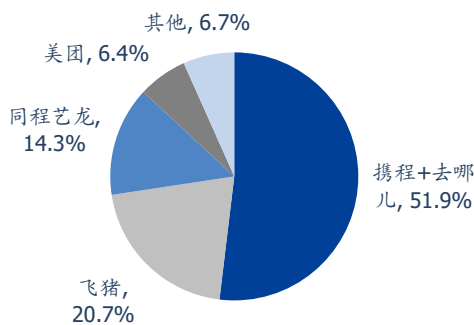
资料来源: Wind、国盛证券研究所

注: 欧/美大学毕业生数按每年新增 430/290 万, 人均 GDP 按年增 0.5%/3%

结合对知识分子数和人均 GDP 的增长估计, 我们推算出 2017-2027E 我国 OTA 市场仍有翻 3 倍的空间, 有望从 400 亿佣金体量增长至 1500 亿以上的佣金体量; 而欧美市场有望在 1500 亿的佣金基础上继续维持低速增长。我国知识分子数量和人均 GDP 水平增长更快, 相较欧美来说 OTA 市场增量空间更大 (中国增长 3 倍以上 VS 欧美增长不足 1 倍)。如果未来我国 OTA 市场 1500 亿佣金体量按照 15%-20% 的净利率推算, 对应大约 250-300 亿行业净利润, 如果给予 25 倍估值, 对应大约 6000-7500 亿行业市值空间。这意味着, 届时中国有望诞生 BOOKING 这样 5000 亿以上人民币市值 OTA 企业。

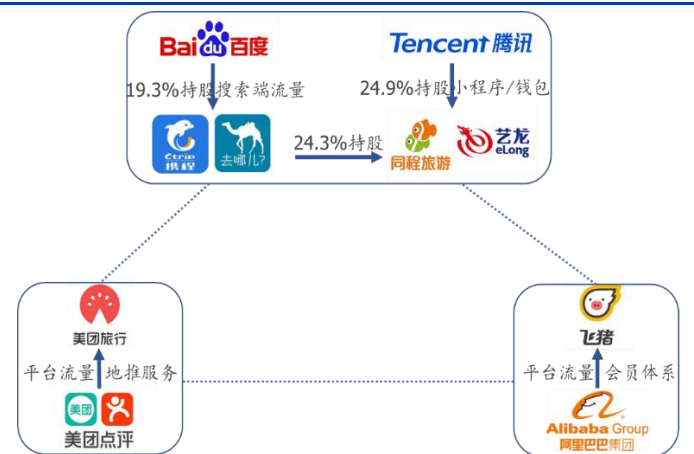
7.2、竞争格局: 携程系一家独大, 美团或有望破局

图表 90: 我国 OTA 市场份额 (GMV 口径)



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 91: 我国 OTA 阵营划分

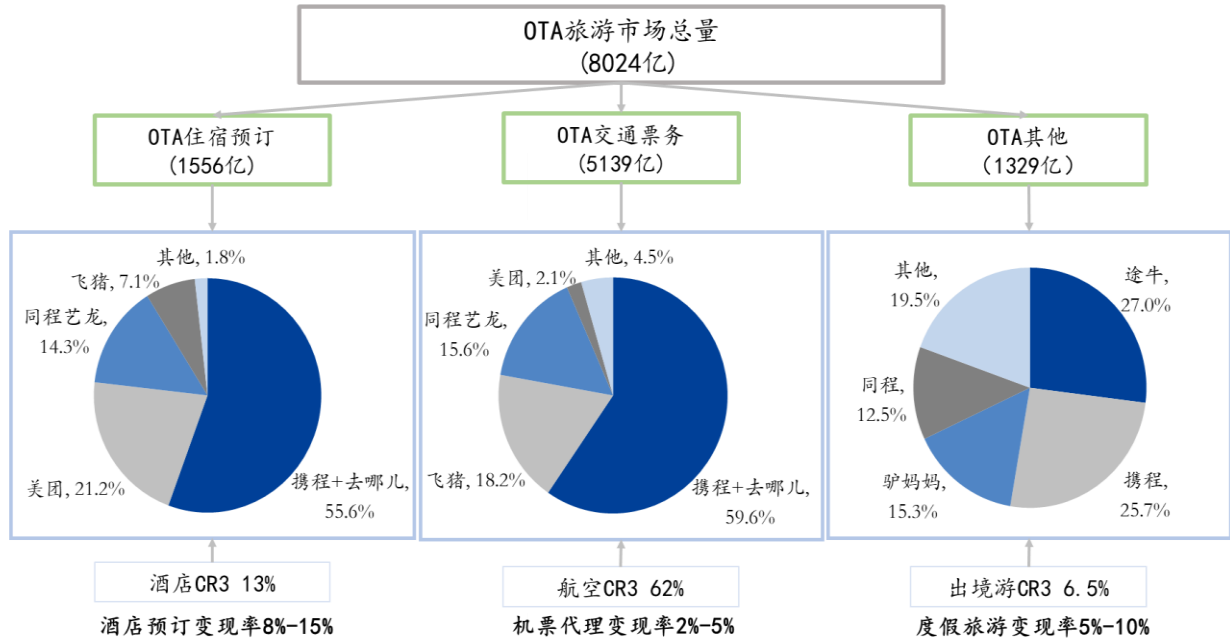


资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

携程系先发垄断, 市占率达 51.9%, 飞猪和美团快速崛起, 市占率分别为 21% 和 6%。从 GMV 口径看, “携程+去哪儿” 市占率 51.9%, 加上参股的同程艺龙市占率达 66.2%, 依托先发优势并通过控股去哪儿, 携程系形成了先发者垄断。在携程和同程艺龙的身后, 还有各自第一大股东百度和腾讯的流量支持。背靠阿里生态圈的飞猪和依托新美大平台的美团酒旅依托各自平台优势, 实现了快速崛起, 市占率分别达 21% 和 6%。

携程系竞争对手中美团威胁最大，未来或形成携程、阿里、美团三分天下的局面。同程艺龙属于体系内竞争，主要利用腾讯系的C端流量，B端资源仍主要来自于携程，因此威胁并不大。美团凭借其覆盖面更广的地推团队，在低线城市实现了后入者破局。飞猪背靠阿里流量，主打“机票标品+高端酒店打折券+民宿”生态圈。目前来看，威胁最大的当属美团系OTA的冲击，伴随用户迭代美团将拥有足够多的商旅用户，届时资源端的推进也将水到渠成。长期来看OTA市场有望形成携程系、阿里系、美团系三分天下局面。

图表 92: 我国 OTA 细分市场份额 (GMV 口径)



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

注: 酒店和度假旅游 CR3 为产值占比, 航空 CR3 为吞吐量占比; 度假旅游全产业链变现率为 10%-15%, 由批发商和零售商 (OTA) 共享

OTA 酒店市场, 携程+去哪儿占 55.6%、美团占 21%; OTA 交通市场, 携程+去哪儿占 59.6%、飞猪占 18%。携程系在两个子行业都处于垄断地位, 垄断程度也相似。由于上游集中度不同, 酒店预订及票务代订业务变现率差异较大。酒店行业分散程度高 (CR3 仅 13%)、议价能力弱, OTA 变现率较高, 高达 8%-15%; 航空及铁路属于超重资产行业且具备一定公益属性, 行业集中度高、议价能力高, OTA 变现率较低, 仅为 2%-5%; 度假旅游行业分散度最高, 全产业链变现率在 10%-15% 左右, 但旅游批发商截留了一部分, 只余下 5%-10% 的变现率是由 OTA 获得。

图表 93: 美团与携程单客酒店盈利预测

单客盈利预测	美团-低端	携程-低端	携程-高端	携程-线下	相关假设推演
每晚房间单价	180 元	205 元	420 元	205 元	美团为披露的综合房价（低端市场平均），携程为假设的分层房价（便于相互对比）
× 每单预订间夜	1.5 晚	1.5 晚	1.5 晚	1.5 晚	假设美团和携程无差异，均为 1.5 晚/单
= 单次交易金额	270 元	308 元	630 元	308 元	
× 变现率	7.5%	8.0%	11.5%	8.0%	根据美团和携程 2017 年变现率水平估计
= 单次佣金收入	20 元	25 元	72 元	25 元	
× 交易频次	3.25 次	3.25 次	3.25 次	3.25 次	假设顾客留存周期 2 年，2 年后换新手机
（第 1 年频次）	2	2	2	2	假设美团和携程无差异，第一年频次 2 次
（第 2 年频次）	1.25	1.25	1.25	1.25	假设第二年频次升至 2.5 次，但留存率仅 50%
= 单客佣金收入	66 元	80 元	235 元	80 元	
- 单客获客成本	16 元	80 元	80 元	50 元	假设携程移动端获客成本 80 元，美团的获客成本为携程的 20%，线下获客成本 40 元，但 80% 才是新客
= 单客用户价值	50 元	0 元	155 元	30 元	（该测算未考虑除获客之外的其他成本费用）
单客毛利润率	76%	0%	66%	37%	等于单客用户价值除以单客佣金收入

资料来源：公司公告 公司调研、国盛证券研究所

注：不考虑客户每单间夜量及每年交易频次差异，未考虑获客之外其他成本费用（考虑后携程低端酒店佣金收入不能覆盖全部成本费用）

行业下半场之争中，美团加速破局的机会何在？携程再辟疆土的困境和转机是什么？为明确低线城市争夺中双方竞争力的差异，我们对美团和携程酒店预订业务的单客用户价值进行了测算和比较，结果发现美团更胜一筹、携程阻力不小。

低端酒店的特点是房价低、抽佣率低，导致 OTA 的佣金收入更低，可能出现佣金收入不能覆盖获客成本的现象，这时 OTA 新客的用户价值将出现负值。我们推算美团和携程单客佣金收入分别为 66 元和 80 元，差别并不大。双方的差别在于单客获客成本，假设携程 APP 获客需 80 元/人，美团 80% 客源均为平台导流，故其实际获客仅需携程的 20% 即 16 元/人；假设携程线下获客需 40 元/人，有 80% 是线下新客，则其实际获客需 50 元/人。单客佣金收入减获客成本即为单客用户价值，由此推算美团用户价值 50 元，携程线上和线下用户价值分别为 0 元和 30 元。可见，携程新客用户价值可能出现负值。

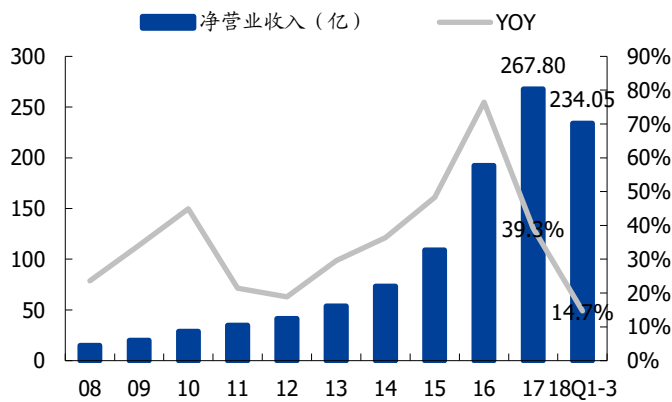
美团加速破局的机会来自交叉获客优势，高频可为低频导流、低频可为高频创收。美团酒店线上获客成本仅为携程的 1/5，低端酒店也能实现充分盈利。一方面，美团高频的外卖和到店业务持续为低频的酒店业务导流，流量资源丰富、成本仍可压缩；一方面，美团低频的酒店业务可带动美食、娱乐等品类的交叉销售，以“酒店+餐饮”、“酒店+门票”、“酒店+婚宴”等形式打包销售。究其根本，美团交叉获客优势来自于集团在本地生活服务领域的深耕，积累了 3 亿多高粘性用户，可为酒店在内的多业务输送流量。

携程面临的困境是 APP 获客成本高企，潜在的转机是通过拓展线下加盟店降获客成本。OTA 移动获客成本高企，携程也不例外，导致低端酒店业务难以盈利。携程谋求转机，通过拓展线下加盟店降低获客成本，其成本大概是 APP 的一半，这样就能实现低端酒店业务的盈利。线下加盟店作用：一是品牌卡位，“出发地形象店”扩大携程在低线城市的品牌知名度；二是区位卡位，“目的地门店”保证携程在热门城市的有效客源。从 16 年投资百事通到 17 年发力线下店、18 年加盟店近 8000 家，携程的获客途径正发生改变。

7.3、推荐个股：携程网、同程艺龙

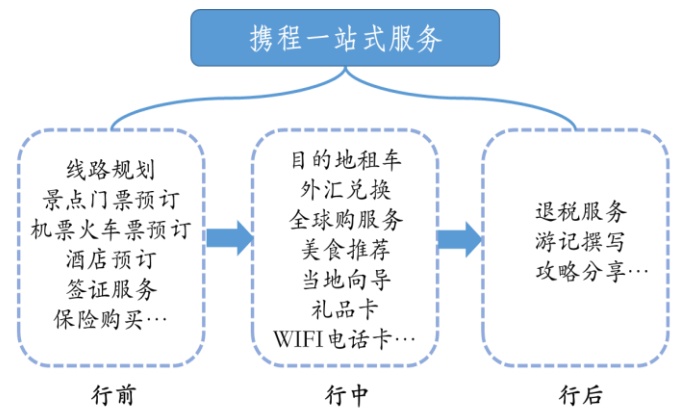
携程网：第一大综合类 OTA，“走出去”与“沉下去”并举

图表 94: 携程历年营收情况 (去哪儿 16 年并表)



资料来源：公司财报、国盛证券研究所 注：营收为净佣金

图表 95: 携程一站式的旅行解决方案



资料来源：公司财报、国盛证券研究所

公司交易额及净佣金均列行业之首，一站式服务优势明显，综合实力暂无人能及。携程 2017 年交易额 6000 亿、净佣金 268 亿，业务体量远高于同行。而且，携程占领了住宿和机票两大子市场第一的位置，而每一个细分市场的第二名都不相同，若从提供“住宿+出行”的“一键预订”这个角度来说，携程并没有一个真正强大的串联式对手。携程一站式、全品类旅行服务具有明显的综合优势，这正是携程综合实力的体现。

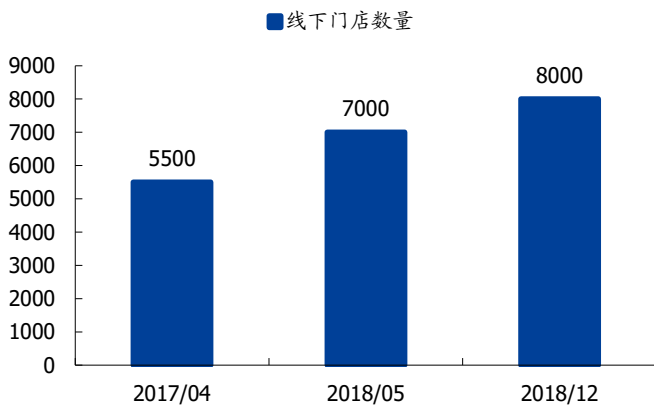
图表 96: 携程海外业务平台

时间	收购或创设品牌	主要目标市场	18Q3 发展情况	未来品牌定位
2016.11	收购欧洲元搜索引擎天巡 Skyscanner	欧洲市场（收入有 63% 来自 EMEA，亚太 18%、美洲 14%）	全球 MAU 同增 26%（MAU 数量 0.8-0.9 亿之间）、直接预订同增约 250%（占全球预订量的 10% 左右）	全球主要的旅游比价搜索引擎之一
2017.11	收购国际社交旅游网站 Trip.com	亚太为主、兼顾其他（设立了日本、韩国、新加坡、香港分公司）	机票预订连续 8 个季度保持 3 位数的增长，设立亚洲首个非中国客服中心	机酒、度假等的一站式旅游服务平台

资料来源：公司官网 公开资料、国盛证券研究所

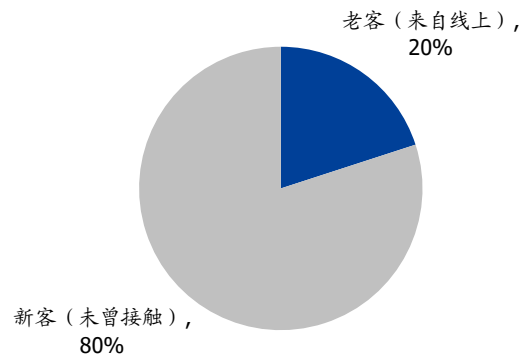
公司率先出海“走出去”，有望创造新增长点，扩大行业领先地位。随着国内格局渐稳，携程率先加速国际化步伐，16 年、17 年分别收购天巡、Trip.com，作为公司主营欧洲市场和亚太市场的平台。其中，天巡 9000 万月活数为携程拓展国际业务提供流量入口，Trip.com 机票预订业务连续 8 季保持 3 位数的增长。包括中国出境游和天巡在内，公司 17 年国际收入占比超 20%，未来目标是 5 年之内达 40%-50%。国际市场较国内的空间更大，拓展国际业务有望为携程创造新增长点，扩大公司行业领先地位。

图表 97: 携程旗下线下门店扩张进度(家)



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

图表 98: 携程旗下线下门店获客来源

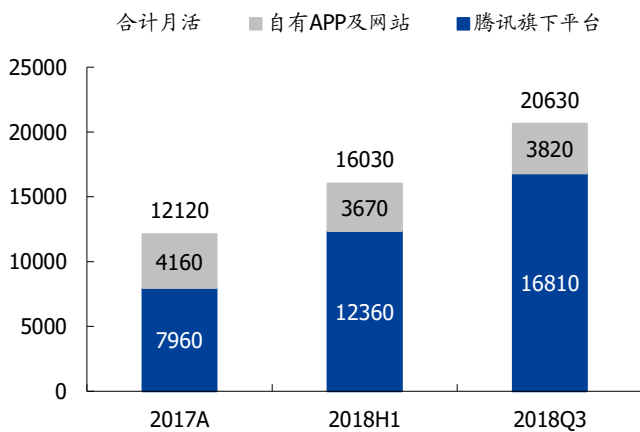


资料来源: 公司官网 公开报道、国盛证券研究所

公司向低线城市“沉下去”，布局线下加盟店，实现了低成本卡位。随着一线城市增长放缓、线上获客成本高企，携程选择以拓展线下加盟店方式向低线城市扩张。公司 16 年战投百事通，17 年百事通 5500 家体验店落地，同时携程和去哪儿也加大门店扩张。截至 18 年 5 月携程、去哪儿、百事通门店共 7000 家，预计今年年底有望达 8000 家。目前线下店贡献较为有限，但公司借此实现了低成本卡位。线下门店获客成本仅为线上 APP 获客成本的一半，通过线下门店，公司收获了 80% 以上的新增客源。

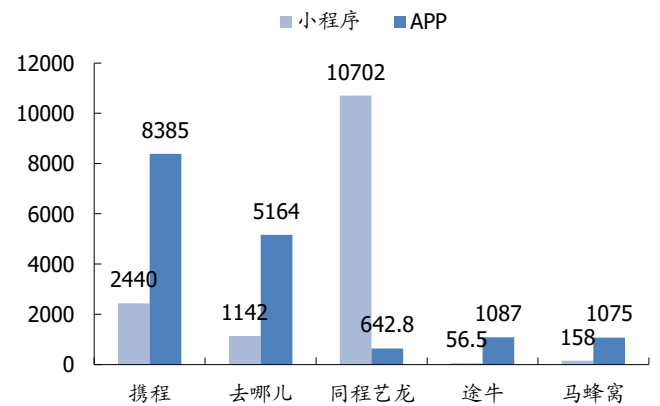
同程艺龙: 背靠大股东腾讯，发力小程序+转型 ITA

图表 99: 2017-2018Q3 同程艺龙月活用户分布(万)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

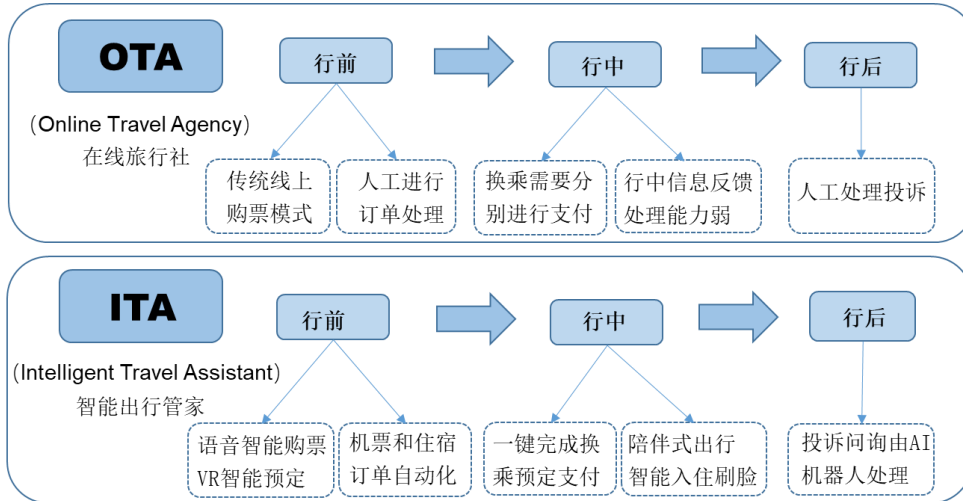
图表 100: 2018H1 各大 OTA 月活用户分布(万)



资料来源: QuestMobile、国盛证券研究所

大股东腾讯流量入口支持，同程艺龙低成本规模化获客。公司第一大股东腾讯微信月活近 11 亿、小程序月活破 6 亿，把控巨额流量入口。公司发力小程序，实现低成本规模化获客，月活数甚至超携程。2018Q3 同程艺龙月活数 2.06 亿，腾讯旗下平台贡献 81%，2018 年同程艺龙连续 3 个月登顶小程序全行业流量排行 TOP1。快速增长的月活用户数量为月付费用户数量的增加奠定基础，2015-2017 年公司月付费用户数复合增长 100% 至 1560 万，带动公司 GMV 和总营收分别复合增长 67% 和 80%。

图表 101: 同程艺龙从 OTA 向 ITA (Intelligence Travel Assistant) 的转型升级



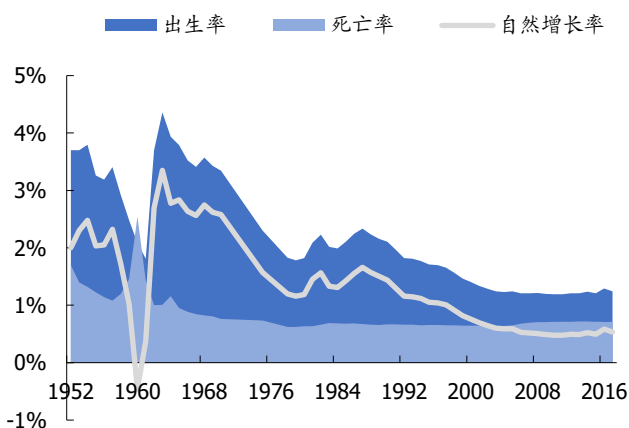
资料来源: 公司公告 公司官网、国盛证券研究所

同程艺龙从 **OTA** 向 **ITA** 转型升级, 优化用户体验并提升自身运营效率。同程艺龙坚持技术优先战略, 小程序积累的上亿用户规模构成战略基础、IT 部门近 2000 名雇员提供技术保障。公司已实现业务端自动化, 94%机票订单和 75%住宿间夜均实现了自动处理, 未来将聚焦智能出行创新, 改造产业链和客户行为, 为客户提供全流程陪伴式管家服务, 实现从 OTA 向 ITA 的转型升级, 进一步优化用户体验并提升自身运营效率。

八、人力资源行业: 朝阳行业, 将受益劳动力供不应求

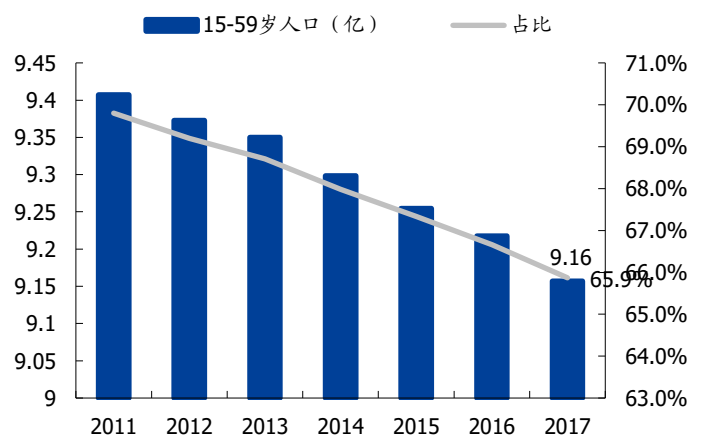
8.1、供给端: 人口红利消退, 劳动人口占比下降

图表 102: 我国人口自然增长率下降



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 103: 我国劳动年龄人口连续六年下降



资料来源: Wind、国盛证券研究所

从供给端看, 我国人口红利消退, 劳动人口占比下降。人口红利直接推动了我国经济的高增长, 但随着计划生育实施, 我国人口出生率持续下降, 2000 年后已经低于 1.5%, 同期自然增长率低于 0.8%。受前期出生率下降影响, 从 2012 年起, 我国劳动年龄人口 (15-59 岁) 逐年下降, 2017 年这一数量只有 9.16 亿, 占总人口比重已经下降至 65.9%。

人口红利的消退将从根本上改变劳动力的供求关系。

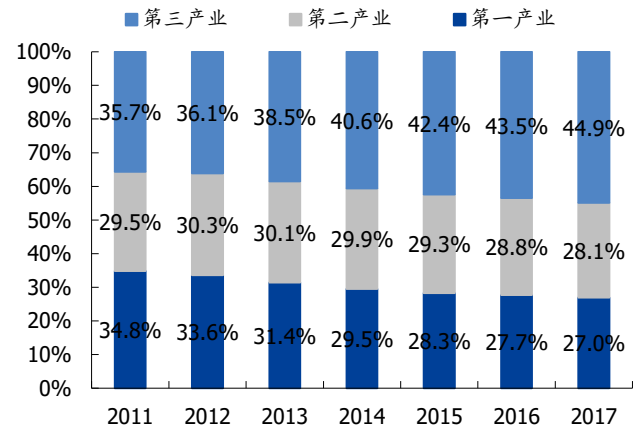
8.2、需求端：总量增长放缓，第三产业需求提升

图表 104: 我国 GDP 从高速增长向中高增长发展



资料来源: Wind、国盛证券研究所

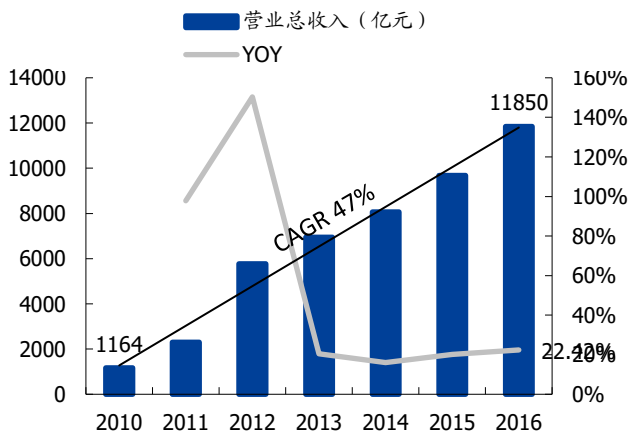
图表 105: 我国就业人员从一二产业向第三产业转移



资料来源: Wind、国盛证券研究所

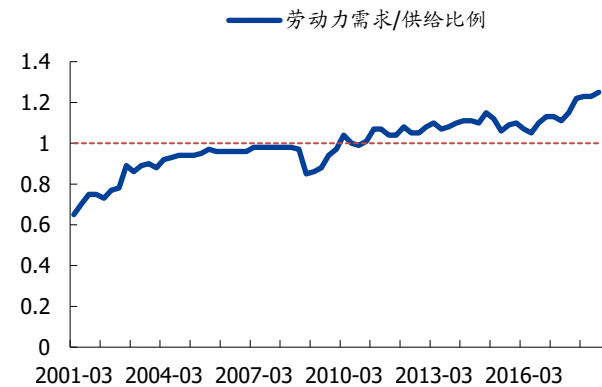
从需求端看，总量增长放缓、第三产业需求提升。我国 GDP 总量增长放缓，从 2015 年三季度起同比增速低于 7%，一方面对企业成本费用开支提出了更高要求，激发了灵活用工的需求，另一方面对企业精细化运营也提出了更高要求，激发了中高端人才的需求。过去几年用工需求的增加主要来自第三产业的驱动，2011-2017 年我国第三产业的就业人员占比从 35.7% 提升至 44.9%，随着第三产业的崛起，用工需求仍将增加。

图表 106: 我国人力资源服务行业市场规模



资料来源: Wind、国盛证券研究所

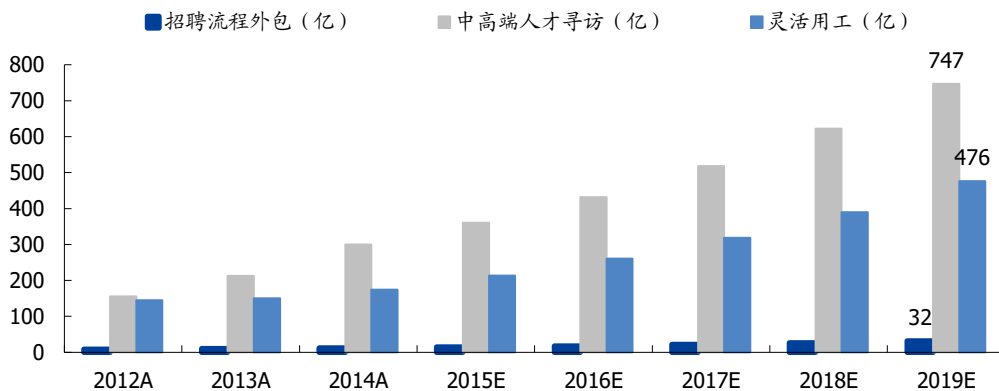
图表 107: 我国劳动力呈现供不应求的趋势



资料来源: Wind、国盛证券研究所

我国人力资源服务业仍然是朝阳行业，未来持续受益劳动力的供不应求。2010-2016 年全球人力资源市场复合增长 12% 至 4910 亿欧元，我国人力资源服务业总收入复合增长 47% 至 1.19 万亿人民币，相比于全球市场的成熟，我国人力资源服务业仍处于成长阶段，15-16 年同比增速仍然在 20% 以上。随着我国劳动力逐渐供不应求，预计未来我国人力资源服务业仍有望保持较高的增长。

图表 108: 我国招聘流程外包、中高端人才寻访、灵活用工市场规模



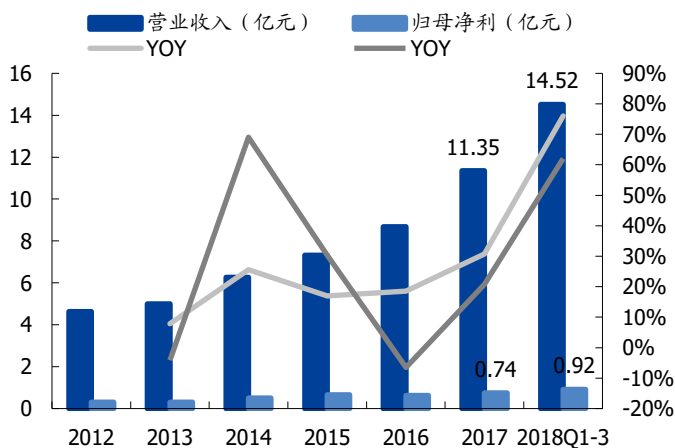
资料来源: HRoot、国盛证券研究所

我国人力资源服务市场中高端人才寻访和灵活用工规模更大, 招聘流程外包的规模偏小。招聘流程外包主要提供招聘流程的一站式服务, 多服务于大型跨国企业, 预计 2019 年市场规模 32 亿。中高端人才寻访主要为企业寻访中高层的管理或技术人员, 服务覆盖传统及新兴企业, 预计 2019 年市场规模 747 亿。灵活用工主要为具有旺季人才短缺、项目用工短缺、三期员工短期替补需求的企业提供零工服务, 预计 2019 年市场规模 476 亿。从规模上看, 中高端人才寻访和灵活用工规模更大, 招聘流程外包的规模偏小。从增速上看, 三者均有望保持 20% 以上的复合增长。

8.3、推荐个股: 科锐国际

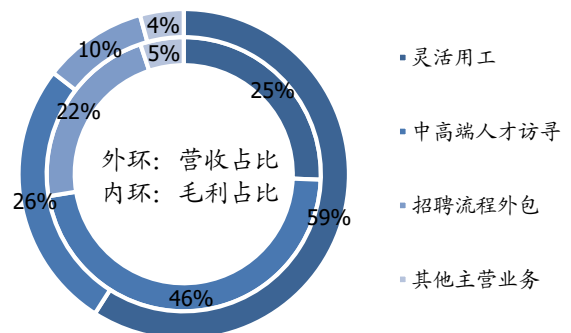
科锐国际: “一体两翼” 内生稳健, 海外并购外延可期

图表 109: 2012-2018Q3 公司营收及净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 110: 2018H1 公司营收及毛利构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司业绩保持快速增长, 收入以灵活用工占比最大、毛利以中高端人才寻访占比最大。2012-2017 年公司营收复合增长 20%, 其中灵活用工业务复合增长 29%, 三大业务中增长最快。2018 年上半年灵活用工/中高端人才寻访/招聘流程外包营收占比分别为 59%/26%/10%, 毛利占比分别为 25%/46%/22%, 毛利率分别为 9.46%、38.10%、47.60%。灵活用工体量大, 中高端人才寻访和招聘流程外包毛利率高。

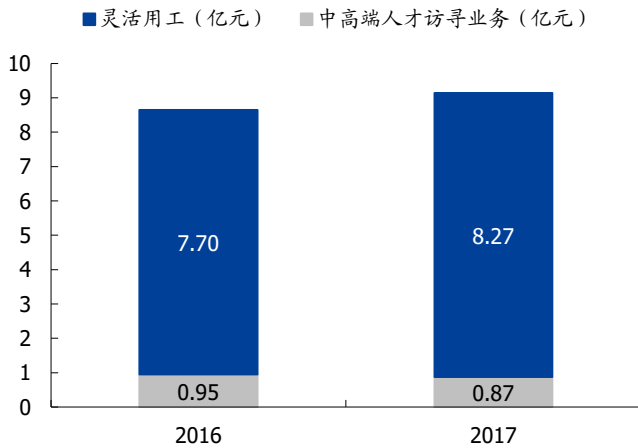
图表 111: 公司“一体两翼”战略



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

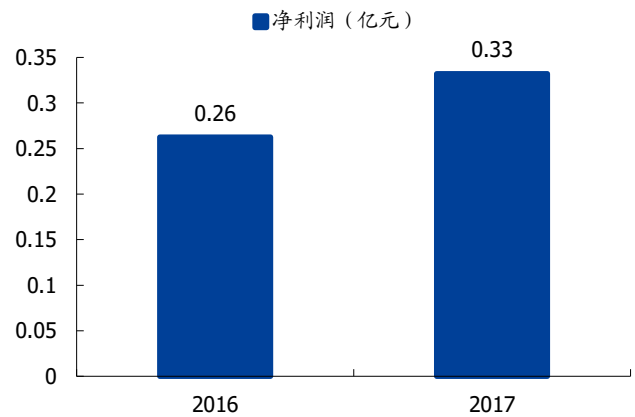
坚持“一体两翼”战略，公司内生增长稳健。公司坚持大数据、人工智能等先进技术为一体，针对 B 端与 C 端实施广泛、深度、多维整合。线下看，公司 2018 年上半年为客户推荐的中高级管理人员及专业技术岗位人员超 11000 名，截至 6 月末管理超 8000 名灵活用工业务派出人员，逐步拓展校园招聘、培训、招聘咨询服务。线上看，公司升级线上“才客网”、“即派”平台、孵化 SaaS 平台“薪薪乐”、“睿聘”，满足长尾用户需求；推出“医脉同道”和“即派”小程序及“翰林派”APP，赋能招聘和灵活用工业务开展。

图表 112: Investigo 营收及构成



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 113: Investigo 净利润



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

收购英国 Investigo，公司外延增长可期。在布局香港和东南亚的基础上，2018 年公司 以 2200 万英镑收购英国人力资源服务商 Investigo52.5%股权。英国人力资源服务市场发达，Investigo 是英国排名靠前的人力资源服务商，运营能力强、数据库发达，灵活用工业务成熟、企业用户粘性强，2017 年营收 9.14 亿、净利润 0.33 亿。科锐国际可借助 Investigo 的数据库整合候选人数据，并学习其高效运营机制，还可进一步拓展招聘流程外包业务。未来公司有望持续收购整合优质同业，继续实现外延增长。

风险提示

宏观经济影响的风险。餐饮旅游行业的盈利能力与经济周期有明显的相关性。宏观经济增速放缓或者出现剧烈波动，将对上市公司的盈利能力产生较大影响。

自然因素和社会因素的风险。游客和观众接待量是影响餐饮旅游行业上市公司业绩的主要因素，自然灾害、重大疫情、大型活动等自然因素和国家的宏观政策等社会因素将会对餐饮旅游类上市公司经营业绩产生影响。

国际政治环境变动风险。国际政治环境变化导致的签证政策变化、汇率波动、局部紧张甚至地域冲突等对出境游、境外消费影响明显，可能对旅行社、免税商等上市公司业绩产生较大不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com