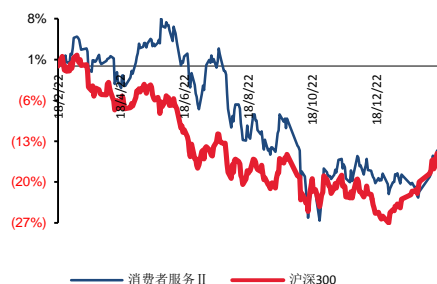


可选消费 消费者服务 II

人口结构变化利好出境游 低点布局行业中长期成长

■ 走势比较



■ 子行业评级

酒店、餐馆与 休闲 III	看好
综合消费者 服务 III	看好

相关研究报告:

《社会服务行业周报 20190217: 中免拟设立香港市内免税店 春节游客增速放缓》--2019/02/18

《社会服务行业周报 20190127: 国旅受费用拖累业绩低于预期 春节黄金周迎旅游旺季》--2019/01/27

《太平洋社会服务周报 20190120: 海口市内及博鳌免税店开业 华住四季度增速环比改善》--2019/01/21

证券分析师: 王湛

电话: 010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100003

报告摘要

我国出境游行业始于 1993 年, 经过多年的高速增长后, 增速在 2014 年降为个位数, 2016 年触底, 此后开始反弹, 2018 年增速恢复到 15%。我国目前出境游行业整体情况如何? 是什么影响了我国出境游增速的起伏? 今后 3-5 年出境游的增量在哪里? 经济增速下行对出境游行业的影响有多大? 我国出境游行业的天花板在哪里? 本文将对上述问题作出探讨。

日本出境游发展史对我国出境游的启示。日本是与我国地理位置临近, 旅游政策、汇率政策、文化传统相似的发达国家, 日本出境游产业经历了从爆发式增长到高速增长到增速放缓乃至衰退的整个过程。我们分析了日本出境游的发展史, 发现日本出境游人次与人均 GDP 密切相关, 且出境游意愿的变化略滞后于经济的变化。经济增速影响居民对未来收入的预期, 从而影响出境游人次。日本出境游渗透率在 15% 左右到达天花板, 明显低于欧美韩国等发达国家, 人口老龄化影响了出境游渗透率的持续提升。

人口结构变化与出境游。我国人口问题近年逐渐受到社会的关注。从自然结构看, 第二次人口高峰期出生的人口进入退休年龄, 有钱有闲的健康中老年给出境游市场带来增量; 第三次人口高峰期出生的人口逐步结束生育和幼儿抚育重新回到出境市场。从社会结构看, 晚婚晚育少子化使得核心家庭规模变小, 出境游成本降低; 女性参与社会劳动以及全民受教育程度的提升让财富快速积累, 有助于出境游频次的提升。从地理结构看, 出境游客源主要来源于城镇居民, 城市化进程的持续推进为出境游贡献了增量群体。

我国出境游市场发展趋势。出境游遵循从短线到长线, 从观光到深度游的规律。目前一线城市出境游增速放缓, 渗透率达到 20% 以上基本饱和, 进入结构升级阶段。二三线城市受益于人均 GDP 快速提升, 航线、签证、产品下沉等因素拉动出境游高速增长。我国出境游整体渗透率还有较大的提升空间, 未来 3-5 年仍将处于高速增长期。

2019 年出境游市场展望。预计短线增速恢复, 长线平稳增长, 签证政策持续方式, 旅行社向上整合目的地资源, 向下拓展渠道, 延长产业链条, 提升盈利空间。推荐标的: 众信旅游、凯撒旅游、腾邦国际。

风险提示: 政治、自然灾害、社会事件等因素造成的出境游客流量不达预期。

目录

一、 出境游行业的市场格局	4
1、 我国出境游整体特征	4
2、 出境游仍处于高速增长期	5
3、 经济下行周期对出境游的影响	6
二、 从日本出境游市场发展看国内市场	7
1、 中日旅游业发展存在较多共同点	7
2、 日本出境游行业的发展史	8
3、 日本出境游发展史的启示	11
三、 中国人口结构变化与出境游	12
1、 自然结构：性别和年龄结构	12
2、 社会结构：家庭结构、家庭规模、受教育程度	15
3、 地理结构：人口的居住地域	15
四、 我国出境游市场发展趋势	16
1、 以北京为例看一线城市出境游发展	17
2、 二线城市处于出境游高速增长期	18
3、 消费升级带来出境游结构升级	21
4、 事件性因素对出境游影响有限	23
5、 出境游渗透率仍有较大提升空间	26
五、 2019 年出境游行业展望	27
六、 投资标的	29
1、 众信旅游	29
2、 凯撒旅游	29
3、 腾邦国际	29
七、 风险提示	30

图表目录

图表 1: 出国游占出境游比重逐步提升	4
图表 2: 2017 年国人出境游目的地排名前十位	4
图表 3: 2018 年出境游同比增速提升至 14.7%	5
图表 4: 主要出境目的地客流增速汇总	6
图表 5: 日本出境游人次与人均 GDP 密切相关	8
图表 6: 美元兑日元汇率 (期内平均)	9
图表 7: 出境游增速与人均 GDP 增速相关, 受其他因素影响	9
图表 8: 日本出境游人次与人均 GDP 密切相关	10
图表 9: 2017 年日本 65 岁老年人口占比 27%	11
图表 10: 多国 65 岁以上老年人口占比对比	11
图表 11: 日本出生时平均预期寿命	12
图表 12: 日本出境游渗透率在 15% 左右到达天花板	12
图表 13: 我国历年出生人口数量 (万人)	13
图表 14: 2017 年出境游游客年龄段占比	13
图表 15: 我国各年龄段女性生育率 (‰)	13
图表 16: 2018 年各国女性劳动参与率	13
图表 17: 中日人口年龄结构对比	14
图表 18: 居民人均预期寿命逐步提升	14
图表 19: 人口出生率下滑	14
图表 20: 少儿抚养比下降	14
图表 21: 我国平均家庭户规模逐渐减小	15
图表 22: 居民受教育程度不断提高	15
图表 23: 中、日、美、韩城市化率对比	16
图表 24: 城市和农村居民消费水平存在较大差距	16
图表 25: 中国人均 GDP 增速与出境游增速关联较弱	16
图表 26: 我国地区之间人均 GDP 差异较大	16
图表 27: 我国各地区之间人均 GDP 差距较大	17
图表 28: 北京人均 GDP 与出境游增速关系	17
图表 29: 一二线城市及全国旅行社组织出境游渗透率	18
图表 30: 二线城市人均 GDP 超过全国平均水平	19
图表 31: 2018 年出境旅游城市 TOP10 客源占比	19
图表 32: 主要目的地签证办理便利程度排行榜	19
图表 33: 持普通护照中国公民前往有关国家和地区入境便利待遇	20
图表 34: 近五年国际航线条数保持较高增速	21
图表 35: 出境游客城市级别分布及变化	21
图表 36: 出国游占比显著提升	21
图表 37: 港澳台游客源增长 TOP10 城市	21
图表 38: 香港客流受广深港高铁和港珠澳大桥通车影响增速上行	22
图表 39: 香港客流受港珠澳大桥通车	22
图表 40: 近年出境游目的地国家事件性因素影响	23
图表 41: 事件性因素对泰国客流的短期影响	24
图表 42: 泰国近年旅游相关事件汇总	24
图表 43: 2010 年以来我国赴日、泰、韩三国旅游客流增速	25
图表 44: 中国公民护照持有率较低	26
图表 45: 中、日、韩、美四国出境游渗透率对比	26
图表 46: 北上广旅行社组织出境游渗透率	27
图表 47: 预计到 2024 年我国出境游人次翻倍	27

一、出境游行业的市场格局

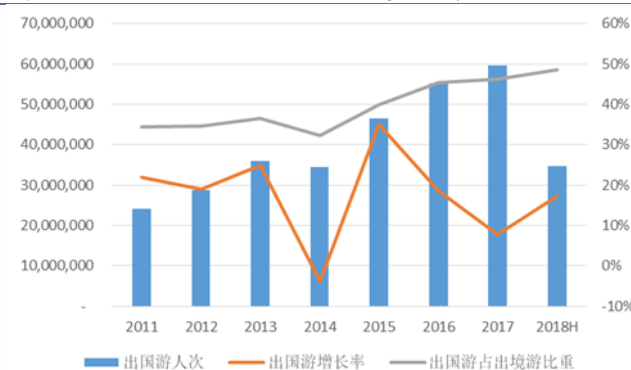
1、我国出境游整体特征

《中国旅游统计年鉴》对于出境游的定义为：指中国（大陆）居民因公或因私出境前往其他国家、中国香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾省进行的观光、度假、探亲访友、就医疗病、购物、参加会议或从事经济、文化、体育、宗教等活动。依此定义出国游为中国（大陆）居民前往除港澳台外的其他国家和地区的各项活动。

港澳游占比近半，出国游占比不断提升。我国的出境游政策放开从港澳游开始，港澳地区的部分商品尤其是奢侈品具有价格优势，且语言障碍小，出境成本低，港澳游成为很多初次出境游客的首选，也汇集了很多跨境购物游客。随着旅游线路的多元化、跨境电商的发展以及赶客事件的影响，港澳游的吸引力逐渐降低，占出境游比例逐渐下滑。2017年港澳台客流占出境游的比重53.8%，2018年上半年港澳台游客占出境游比重51.5%。

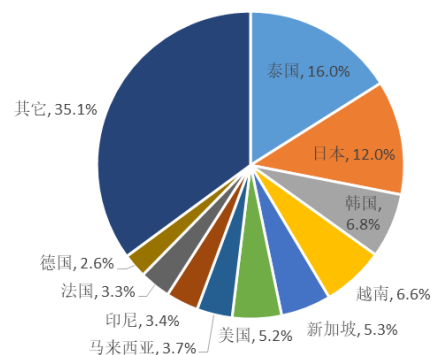
出国游目的泰、日、韩居首，越南、马来西亚等新兴目的地崛起。2017年出国游目的地排名前十国家的旅游人次占比达65%，民众出国目的地相对集中，主要分布在亚洲地区，北美、欧洲占比相对较低，中东、非洲、南美、澳洲更加小众。排名前三的是泰国、日本、韩国，合计占比35%。随着泰、日、韩等目的地的普及，当地接待能力有限，同时运营门槛相对较低导致市场竞争激烈，旅行社毛利率下滑。组团社开始寻找配套设施相对完善，毛利率相对更高的新兴市场，越南、马来西亚、柬埔寨等地开始高速增长。

图表1：出国游占出境游比重逐步提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：2017年国人出境游目的地排名前十位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

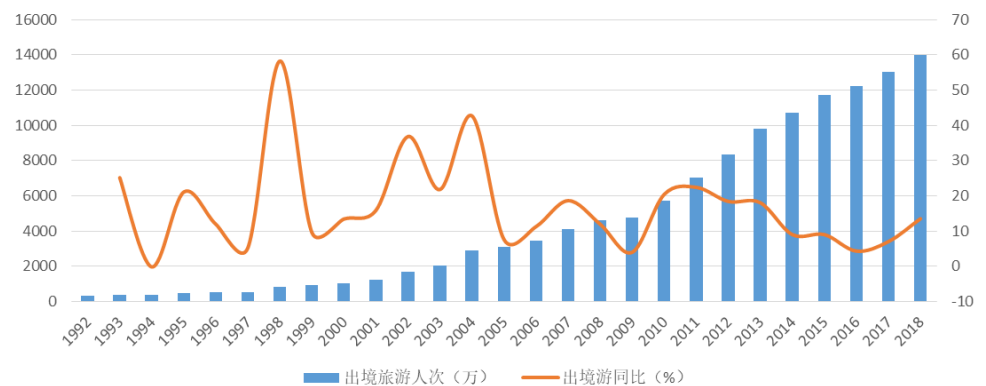
2、出境游仍处于高速增长期

2016年以来出境游增速触底反弹，高速增长期仍在持续。自1992年始，我国逐渐放开出境旅游政策，1992年出境旅游299万人次，此后出境旅游人数逐年增加，根据中国旅游研究院数据，2018年我国公民出境旅游1.4亿人次，连续16年间保持正向增长，期间因为国际政治环境、经济状况、自然灾害等因素增速有一定的波动，但年复合增长率仍达到27%。2011年-2016年，出境游增速逐步下滑，至2016年达到阶段低点，市场对出境游人次是否触及天花板存在疑虑。但从2017年和2018年的数据看到，出境游增速触底回升，再次回到两位数增长，我们判断出境游仍旧处于高速增长期，行业流量红利远未结束。

出境游增速的短暂下跌受多因素叠加影响，不具有延续性。(1) 港澳台客流负增长。港澳游在出境游中的占比近半，2014年香港占中事件后，又连续发生多起赶客事件，导致赴香港客流2015年和2016年持续走低，同时拖累赴澳门客流。两岸关系紧张致台湾客流下滑，2015年增长停滞，2016年客流下滑三成。(2) 国际政治环境及特殊事件影响。韩国在2015年是我国第二大出国旅游目的地，2016年四季度“萨德”事件导致赴韩国客流增速大幅下滑，事件的主要影响在2017年，赴韩旅游团全部停售，全年客流同比下滑近一半。欧洲暴恐事件及指纹签证政策对欧洲游影响较大。事件性因素本身不具有延续性，随着影响因素的消除，国际关系的改善，签证等利好因素的推动，客流有望迅速恢复。

出境游增速在多重利好因素的影响下持续回暖。(1) 香港高铁及港珠澳大桥通车带动港澳游大幅升温。(2) 中韩关系缓和，出境韩国人次大幅增长，但较2016年高峰期仍有4成左右差距，未来仍有较大的提升空间。(3) 欧洲签证便利性提升。

图表3：2018年出境游同比增速提升至14.7%



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

受沉船事件影响，2018年下半年东南亚客流回落。2018年7月沉船事件后，泰国入境游的数量一直处于低迷的状态，据泰国官方消息，第三季度入境游收入约4746泰铢（约合1000亿元人民币），同比仅增长0.5%，影响甚至波及到整个东南亚旅游市场。针对客流下滑的问题，泰国政府推出针对包括中国在内的21个国家和地区游客免除落地签证费的活动，活动从11月15日开始至2019年4月底，政策推出后，从数据看11月中国赴泰客流跌幅有一定收窄，从10月的下滑20%缩小到11月的下滑15%，12月泰国旅游进入旺季，赴泰国旅游数据止跌增长3%，后面我们会密切关注政策刺激下泰国客流回升情况。

3、 经济下行周期对出境游的影响

下半年出境游整体增速与上半年基本持平。2018年全国出境旅游人数14972万人次，同比增长14.7%，与2017年7%的增速相比大幅提升。2018年下半年我国出境旅游7841万人次，同比增长14.5%，与上半年的增速15.0%基本持平，暑期、十一黄金周等旅游旺季集中在下半年，高基数、宏观经济压力以及泰国沉船事件等影响因素没有给出出境游增速带来明显的影响。

下半年出境游目的地结构发生变化，港澳占比提升。2018年全国出国游7073万人次，同比增长15.7%；港澳台客流7899万人次，同比增长13.9%。下半年出国游增速14.3%，较上半年的17.2%有一定降低。推测经济下行的形势下，游客出游计划向消费水平更低，出游时间更短的港澳地区转移，港澳交通的改善也推动了客流增长。

部分短线目的地增速下降。我们整理了2015年以来我国出境主要目的地的客流增速情况，2018年下半年，短线目的地除泰国（7月沉船事件）和台湾（两岸关系降温延续）下滑外，其余各地保持增长，港澳、韩国和马来西亚增速较高（港澳受益于高铁和港珠澳大桥开通，韩国低基数恢复性增长、马来西亚近年成为热门目的地增速较高）。从增幅看，港澳目的地增速上行，日本、韩国、越南、新加坡等下半年增速较上半年下滑。

长线目的地增速受压制。长线目的地旅游消费水平更高，对经济下行更加敏感，美国、澳大利亚及欧洲等长线目的地2018年整体稳定小幅增长，相对2017年增幅下滑，18年11月法国暴乱对欧洲游客流造成一定影响。

图表4：主要出境目的地客流增速汇总

	香港	澳门	台湾	泰国	日本	韩国	越南	新加坡	马来西亚	菲律宾	美国	澳大利亚	瑞士	奥地利	芬兰
01/2015	3%	-1%	20%	57%	45%	33%	-25%	-25%	-31%	-57%	-3%	-24%	10%	15%	-7%
02/2015	32%	11%	33%	117%	160%	58%	-51%	17%	-24%	-15%	68%	56%	71%	48%	48%
03/2015	-10%	-18%	-23%	107%	84%	22%	-41%	-21%	-26%	-20%	22%	20%	29%	28%	38%
04/2015	1%	-6%	-5%	111%	113%	21%	-14%	22%	-3%	6%	17%	20%	28%	39%	53%
05/2015	5%	-1%	12%	121%	134%	20%	-16%	47%	18%	2%	24%	28%	38%	56%	59%
06/2015	-2%	-10%	-2%	187%	167%	-45%	-17%	58%	29%	19%	17%	20%	51%	66%	27%
07/2015	-10%	-6%	3%	115%	105%	-63%	11%	37%	18%	59%	15%	14%	40%	49%	47%
08/2015	-7%	-2%	8%	78%	133%	-32%	18%	53%	27%	62%	17%	16%	42%	56%	46%
09/2015	-5%	-1%	1%	25%	100%	5%	1%	42%	15%	96%	28%	24%	50%	53%	79%
10/2015	-4%	0%	11%	13%	100%	16%	24%	24%	10%	115%	25%	29%	34%	37%	40%
11/2015	-15%	-13%	8%	20%	75%	10%	36%	21%	5%	80%	19%	25%	8%	24%	31%
12/2015	-15%	1%	-6%	29%	83%	11%	27%	35%	57%	88%	17%	32%	-7%	0%	46%
01/2016	-10%	-1%	14%	45%	110%	32%	23%	63%	36%	130%	34%	55%	-7%	9%	93%
02/2016	-26%	-5%	0%	23%	39%	6%	86%	17%	33%	97%	4%	6%	-25%	-3%	87%
03/2016	-7%	2%	30%	29%	47%	17%	90%	84%	37%	78%	17%	23%	-8%	11%	34%
04/2016	-4%	1%	5%	16%	27%	6%	12%	75%	34%	62%	15%	33%	-15%	2%	30%
05/2016	-8%	-4%	-12%	11%	31%	14%	36%	66%	30%	48%	8%	15%	-18%	4%	31%
06/2016	-4%	6%	-12%	13%	26%	141%	70%	53%	23%	71%	17%	19%	-22%	-1%	32%
07/2016	2%	5%	-15%	12%	27%	259%	93%	26%	13%	23%	12%	26%	-26%	-4%	11%
08/2016	-11%	-6%	-32%	11%	14%	70%	79%	18%	15%	-6%	10%	10%	-29%	-6%	13%
09/2016	-5%	0%	-38%	24%	6%	23%	56%	14%	13%	3%	14%	7%	-29%	-5%	17%
10/2016	-3%	0%	-44%	-16%	14%	5%	37%	5%	48%	6%	35%	13%	-26%	3%	37%
11/2016	-4%	-1%	-43%	-30%	19%	2%	43%	22%	26%	29%	15%	10%	-8%	28%	43%
12/2016	6%	8%	-33%	-16%	23%	15%	28%	34%	25%	20%	21%	6%	4%	31%	80%
01/2017	8%	20%	-30%	6%	33%	8%	68%	38%	20%	76%	29%	45%	59%	96%	175%
02/2017	-7%	-7%	-50%	-18%	2%	8%	84%	-3%	1%	-5%	-12%	-18%	-10%	31%	59%
03/2017	10%	12%	-45%	-8%	2%	-40%	39%	10%	3%	42%	9%	8%	4%	29%	87%
04/2017	2%	7%	-43%	-8%	3%	-67%	54%	-6%	8%	39%	13%	4%	6%	18%	26%
05/2017	4%	4%	-38%	3%	2%	-64%	35%	-1%	8%	57%	11%	11%	9%	23%	31%
06/2017	-3%	2%	-30%	7%	1%	-66%	63%	-2%	13%	19%	5%	16%	10%	22%	24%
07/2017	4%	10%	-21%	8%	7%	-69%	25%	12%	14%	11%	0%	25%	8%	14%	21%
08/2017	-2%	2%	1%	10%	21%	-61%	54%	13%	2%	55%	3%	23%	4%	12%	8%
09/2017	7%	9%	5%	15%	30%	-56%	20%	33%	13%	50%	-3%	19%	11%	19%	18%
10/2017	8%	13%	22%	70%	31%	-49%	28%	42%	2%	102%	-6%	16%	20%	31%	14%
11/2017	9%	16%	20%	83%	31%	-42%	39%	29%	9%	65%	3%	4%	19%	14%	37%
12/2017	7%	16%	13%	52%	32%	-38%	91%	8%	1%	73%	-2%	12%	23%	31%	18%
01/2018	-6%	-3%	-14%	13%	0%	-46%	69%	-8%	17%	30%	-18%	-29%	-25%	-19%	-13%
02/2018	40%	37%	43%	52%	41%	-42%	20%	36%	62%	86%	33%	59%	46%	29%	69%
03/2018	10%	10%	-5%	27%	17%	12%	53%	4%	43%	50%	2%	10%	-1%	6%	6%
04/2018	15%	17%	6%	32%	29%	61%	30%	15%	28%	47%	-4%	7%	5%	9%	8%
05/2018	11%	9%	-5%	14%	29%	46%	26%	14%	37%	6%	-2%	12%	0%	8%	-21%
06/2018	17%	13%	3%	18%	30%	49%	32%	11%	29%	30%		1%	11%	12%	-32%
07/2018	8%	8%	-5%	-1%	13%	46%	23%	3%	33%	31%		2%	1%	9%	-21%
08/2018	22%	25%	3%	-12%	5%	41%	-2%	6%	36%	11%		1%	10%	11%	-9%
09/2018	4%	6%	-3%	-15%	-4%	36%	44%	6%	24%	29%		0%	18%	13%	2%
10/2018	15%	12%	-8%	-20%	8%	38%	20%	1%		-3%		1%	4%	4%	-4%
11/2018	26%	15%	-15%	-15%	9%	35%	9%	-12%		23%		2%	-3%	6%	15%
12/2018	21%	18%	-6%	3%	6%	25%	-2%	-3%		25%					11%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从节假日数据看出出境游增速与全年接近。2018年十一黄金周携程预测出境游客近700万，同比增速约10%，排名前十的出境游目的地国家和地区依次是：泰国、日本、香港、越南、新加坡、台湾、韩国、印度尼西亚、马来西亚、美国。根据全国边检机关数据，2019年春节期间内地居民因私出入境共722.2万人次，同比增长15.97%，出境目的地排在前10位的国家和地区依次是香港、澳门、泰国、日本、越南、韩国、台湾、新加坡、马来西亚、美国，春节期间港澳排名较国庆期间大幅提升。

二、从日本出境游市场发展看国内市场

1、 中日旅游业发展存在较多共同点

日本旅游业的发展始于二战后，发展经历与我国存在较多相似之处，对我国出境游未来的发展走向具有一定的借鉴意义。

(1) 两国都曾对出境旅游采取限制政策。二战后，日本为控制外汇储备对出境游采取限制政策，直到1964年《观光基本法》正式实施，才逐步放开对公民出国旅游的约束；我国直到1983年，国家才正式批准普通公民可以自费出国，但仅限于有海外亲属公民出国探亲，到1997年3月《中国公民自费出国旅游管理暂行办法》出台，出境旅游的概念才正式提出。20多年来，对于出境旅游我国一直坚持有组织、有计划、有控制的发展原则。

(2) 两国汇率都经历了从固定汇率制到有管理的浮动汇率制。在日本经济发展过程中，曾一度采用固定汇率制，到1971年，随着以黄金和美元为基础的布雷顿森林体系的崩溃，日元开始实行有管理的浮动汇率制，随后日元快速升值。我国人民币汇率自2005年7月21日中国人民银行宣布调整汇率以来，也不断升值，且目前升值压力不断增大。

(3) 两国同为亚洲国家，地理区位和消费文化较为接近。日本的经济水平虽然接近欧美，但在文化上却是一个典型的东方国家，受中国儒家文化影响较大，如注重节俭、喜欢储蓄、不愿借贷消费的心理与我国很相似。

(4) 两国均为政府主导型旅游发展模式。日本虽然实行市场经济，但在发展旅游业方面采取的是政府主导型发展模式，日本政府通过制定一系列产业政策来引导和促进旅游业的发展，这与我国政府主导型旅游发展过程相似。

2、 日本出境游行业的发展史

图表5：日本出境游人次与人均GDP密切相关

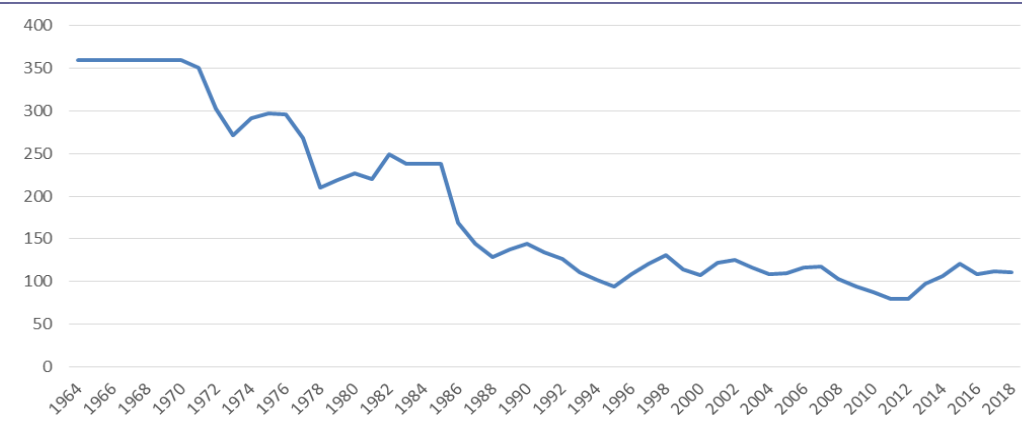
阶段	增长方式	年份	人均 GDP(美元)	GDP 复合增速	出境游复合增速	影响因素
第一阶段	爆发式增长	1964-1973	836-3977	18.9%	37.8%	经济高速发展，汇率升值
第二阶段	高速增长	1974-1986	4331-17080	12.1%	7.4%	
1		1974-1979	4331-9058	15.9%	11.6%	第一次石油危机
2		1980-1986	9417-17080	10.4%	5.9%	第二次石油危机，经济危机
第三阶段	政策拉动	1987-1992	20594-31376	8.8%	11.5%	海外旅游倍增计划
第四阶段	低速增长	1993-2000	35866-38532	1.0%	5.9%	经济增速放缓，亚洲金融危机
第五阶段	增长停滞	2001-2017	33846-38428	0.8%	0.6%	“非典”疫情，全球金融危机，日本海啸、福岛核泄漏

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

我们将日本出境旅游的发展分为五个阶段:

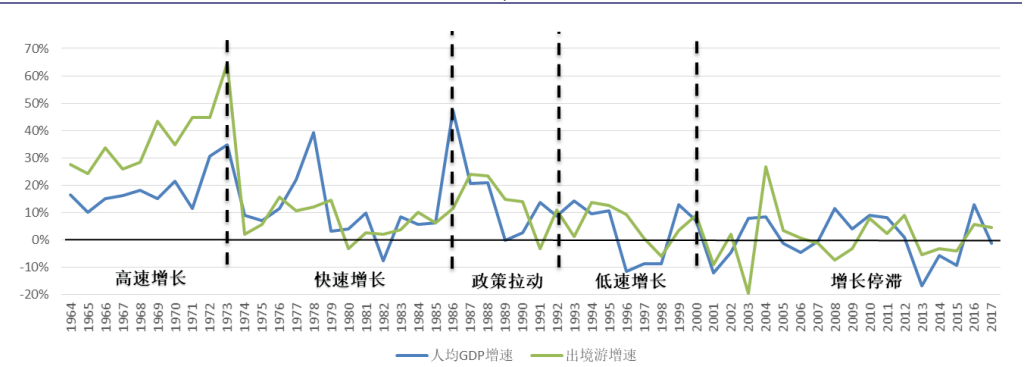
第一阶段: 1964年-1973年, 出境游人次爆发式增长, 复合增长率达到37.8%。1964年日本政府制定的引导扶持日本旅游业发展的《观光基本法》正式实施, 出境游政策放开。这一阶段日本出国旅游快速发展的原因与其经济的快速发展分不开, 日本人均GDP从1964年的836美元上升至1973年的3977美元, 复合增长率18.9%。1971年日元开始实行有管理的浮动汇率制, 当年日元从1美元兑360日元升值至1美元兑350日元, 并在随后两年继续升值。由于收入效应以及汇率在短时期的大幅升值, 增强了日本国民的实际货币购买能力, 对日本出国旅游产生了很大的刺激作用。

图表6: 美元兑日元汇率 (期内平均)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表7: 出境游增速与人均GDP增速相关, 受其他因素影响



资料来源: CEIC, 太平洋研究院整理

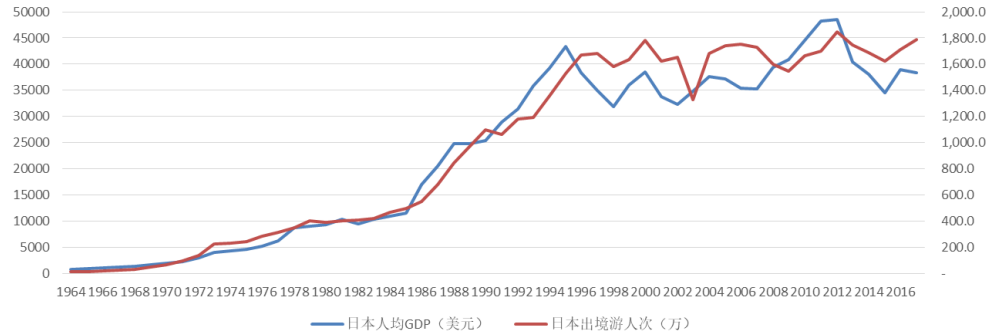
第二阶段：1974年-1986年，出境游人次快速增长，复合增长率7.4%。这一阶段日本出国旅游人数的年复合增长率与第一阶段相比大幅下降，其中1974年-1979年复合增速为15.9%，1980年-1986年复合增速为7.4%。主要原因是：**(1) 1974年-1979年：**1973年第一次石油危机爆发，1974年日本国内消费者物价指数上涨了23.21%，为发达国家最高涨幅，1975年上涨了11.62%，日元在这两年间分别贬值7.5%和1.6%。国内通货膨胀严重，再加上日元贬值，降低了居民的实际货币购买能力，影响了这一阶段出国旅游的发展。**(2) 1980年-1986年：**1979年第二次石油危机和1980年世界经济危机的影响，日本经济于1980年2月陷入危机中，经济情况的不佳和航空油料费的高涨导致1980年日本的出国旅游人数第一次出现了负增长。虽然此阶段居民整体收入水平有所提高，但是，在整体经济不景气的形势下，出国旅游人数增速趋缓

第三阶段：1987-1992年，贸易政策拉动出国游高速增长，复合增长率11.5%。日本运输省于1987年推出了“海外旅行倍增计划”的贸易政策来缓和与欧美国家的贸易顺差，该计划要把出国旅游人数在未来的五年内从1986年的550万增加到1992年的1000万。为了配合该计划的实施，日本政府出台了相关政策，如访问国相互免除签证制度，休假制度的调整等，有力的推动了出国人数的增长，1990年日本出国旅游人数就突破了1000万大关。

第四阶段：1993年-2000年，出国游低速增长阶段，复合增长率5.9%。九十年代的日本经济常被人们称之为“失去的十年”。自1991年“泡沫经济”破灭以来，日本经济就持续萧条、复苏乏力，人均GDP复合增长率仅有1.0%，国内出现通货紧缩，严重影响了日本国民的出国意愿，居民出国游进入低速增长阶段，1998年亚洲金融危机造成当年出国游6%的负增长。

第五阶段：2001年-2017年，出国游增长停滞阶段，复合增长率0.6%。2000年以后，日本经济持续不振，尽管该阶段日本人均GDP维持在3-4万美金的高度，但复合增速仅有0.8%，居民消费意愿呈平缓的稳定态势。此外，2001年的美国“911”事件，2003年的“非典”疫情，2008年的全球金融危机和2011年的海啸、核泄漏等事件性因素都对出国游造成较大影响，出国游增长基本处于停滞。

图表8：日本出境游人次与人均GDP密切相关



资料来源: CEIC, 太平洋研究院整理

3、日本出境游发展史的启示

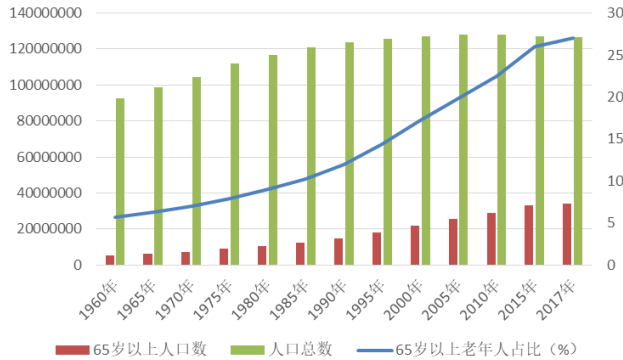
日本出境游人次与人均GDP的密切相关，且略有滞后。按照国际管理，当人均GDP达到3000美元左右时，旅游需求爆发式增长，出境游开始井喷行情。人均GDP在2000美元-4000美元时，日本出国旅游出现了爆发性的增长，其中汇率效应对出国旅游起到显著促进作用。日本人均GDP在1973年超过3000美元，此后经历了日本经济快速增长的近20年，出境游人次随着人均GDP的增长持续走高。至1995年的日本人均GDP达到43440美元的阶段高位后，开始进入负增长及停滞期，出境游人次随之变化。影响日本出国旅游需求的因素除了收入效应、汇率效应、成本效应外，政策效应也不可忽略。我们观察到，出境游数据的转折点往往发生在人均GDP数据的转折点后的一两年，说明出境游与人均GDP密切相关，且出境游意愿的变化略滞后于经济的变化。

经济增速影响居民对未来收入的预期，从而影响出境游人次。根据经济学中的消费生命周期理论，消费者的消费水平不仅与当期收入和前期消费相关，还与预期收入相关。较高的经济增长速度可能使消费者对未来的预期相当乐观，从而提高一国的出国渗透率(出国旅游人次/全国总人口数)，反之，较低的经济增长速度使居民对未来收入能力产生了不确定性，会降低人们对未来的预期，从而影响一国出国旅游的发展。

人口老龄化影响日本出境游渗透率的持续提升。按照联合国的界定，如果一个国家或地区内65岁以上的老年人占比超过7%，就可以认为该国家或地区进入到老龄化社会。根据世界银行数据，2017年日本65周岁以上老年人口3417.6万人，占总人口的27.05%，其老龄化速度要明显快于美、英、韩等发达国家。老年人群规模的快速壮大与平均寿命的大幅度延长加重了社会保障负担，对社会经济增长造成影响，也对老年

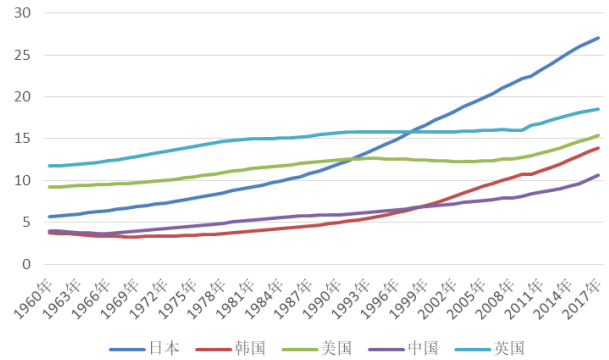
人的支出结构造成影响；另一方面老年人出境游比例随着年龄增长下降。日本出境游渗透率在15%左右达到天花板有其客观原因。

图表9：2017年日本65岁老年人口占比27%



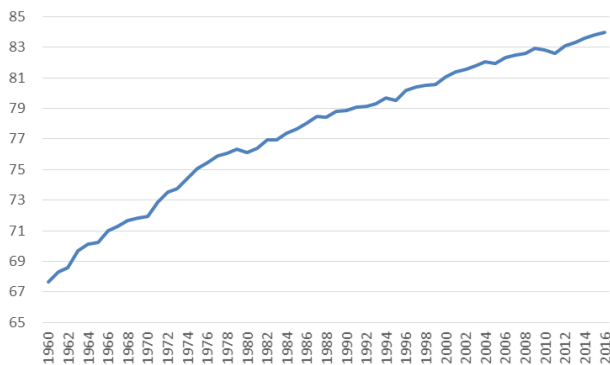
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表10：多国65岁以上老年人口占比对比



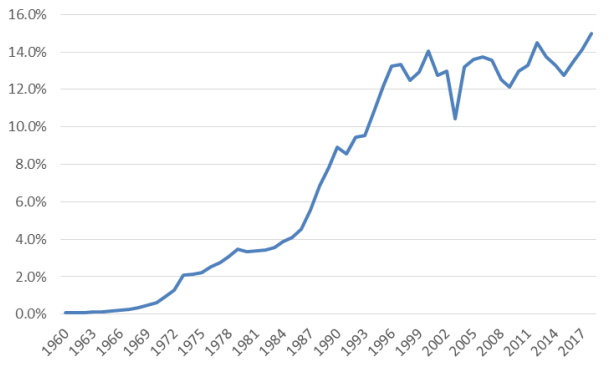
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表11：日本出生时平均预期寿命



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表12：日本出境游渗透率在15%左右到达天花板



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、中国人口结构变化与出境游

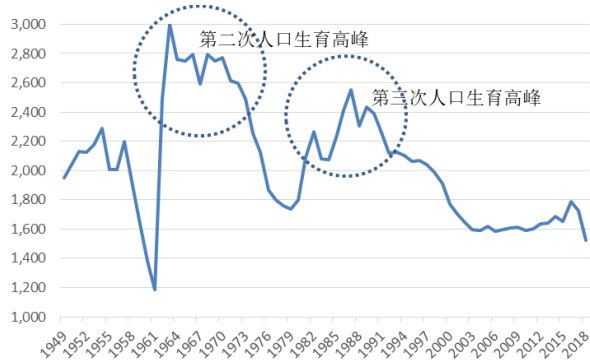
人口结构的变化促进出境游人群壮大。人口结构是影响旅游需求和发展的一个重要的外部因素，人口结构变化会在很大程度上影响旅游需求（包括出行频率、停留时间、产品偏好等）、旅游类型、客源地和目的地等。人口结构变化包括自然结构变化、社会结构变化和地理结构变化。

1、自然结构：性别和年龄结构

第二次人口生育高峰期出生的人口逐步进入退休年龄，成为出境游新增客群。我国第二次人口生育高峰出现在1962-1970年，到2019年这部分人群分布在49-57周岁，

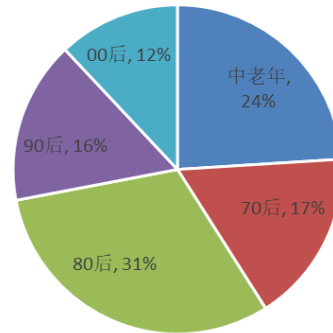
逐步进入退休年龄。城镇家庭中老年人一般都有退休工资且有一定的积蓄，子女独立后家庭负担轻，退休后出游时间不受节假日限制，能够避开节假日高峰出行，出行体验更好，花费更低。随着生活水平和卫生医疗水平的提高，我国居民的平均寿命逐步提高，2017年我国居民人均预期寿命达到76.7岁，其中城镇居民由于医疗条件更好，平均寿命更高。刚刚离开工作岗位的老人往往健康状况较好，有出游的休闲娱乐需求、有体力，有经济实力。根据旅游研究院发布的《2017年出境游大数据报告》，中老年游客已经成为出境游的第二大构成群体，占比达到24%。预计未来5-10年，随着第二次人口生育高峰出生人口的退休，将会有大批量的有钱有闲的健康中老年人进入出境游市场，成为出境游的重要客源构成。

图表13：我国历年出生人口数量（万人）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表14：2017年出境游游客年龄段占比

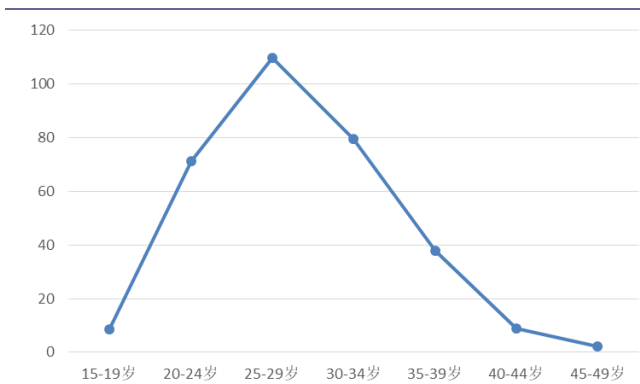


资料来源：《2017年出境旅游大数据报告》，太平洋研究院整理

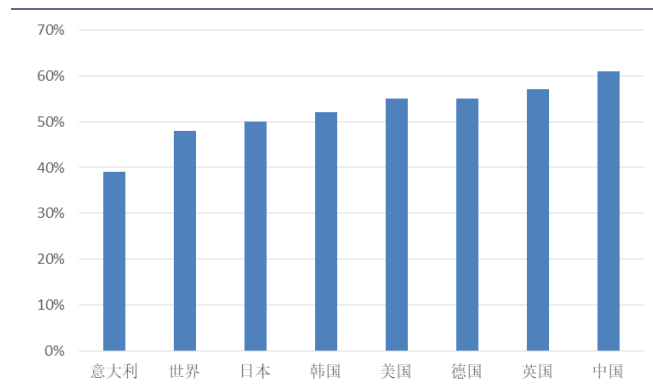
第三次人口生育高峰出生的人口成为出境游主力人群。1981-1990年我国经历了第三次人口生育高峰，2019年这部分人群的年龄分布在29-38岁，我们通常称其为80后。根据《2017年出境旅游大数据报告》目前80后是出境游的绝对主力军，占比达到31%。根据国家统计局抽样数据，我国女性的生育高峰年龄是25-29岁，女性生育期对婴幼儿的抚育会暂时影响出境游频次，80后已经逐步摆脱生育对出境游的影响，他们比90后经济实力更强，比70后有更充裕的时间和精力，未来3-5年仍将领军出境游客群。

图表15：我国各年龄段女性生育率（‰）

图表16：2018年各国女性劳动参与率

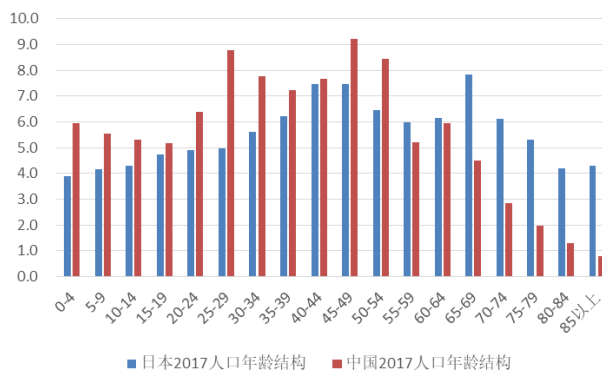


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



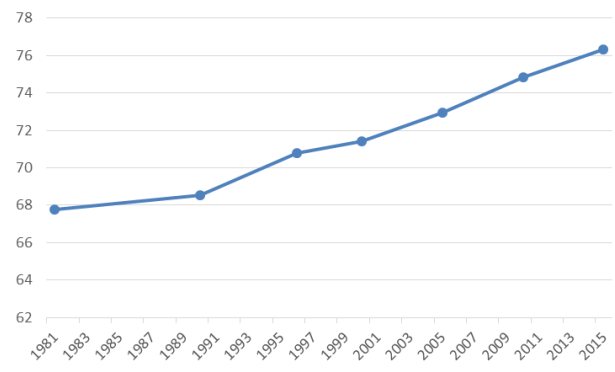
资料来源: 世界银行, 太平洋研究院整理

图表17: 中日人口年龄结构对比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表18: 居民人均预期寿命逐步提升

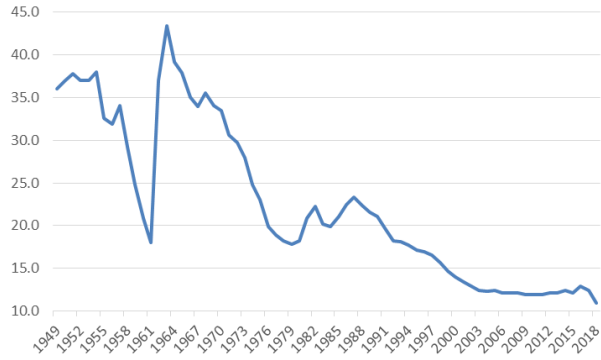


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

人口出生率下滑, 少儿抚养比下降。婴幼儿不适合长途出行, 因此婴幼儿的抚养会影响家庭出境游计划。家庭子女生育数量影响家庭消费支出结构, 女性的生育及抚养期间会带来家庭收入的下降, 这些都会对出境游需求造成影响。我国计划生育以来人口出生率(年出生人口/年平均人口*1000%)不断下滑, 少儿抚养比(每100名劳动年龄人口要负担多少名少年儿童)降低, 生育意愿降低, 婚育年龄推后, 女性高比例参与社会工作等因素决定了居民有更多的时间和金钱投入到出境游。

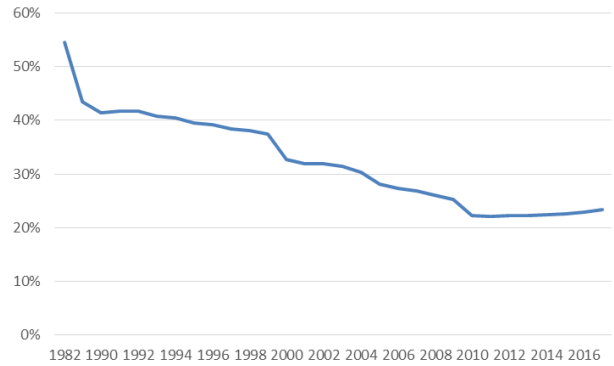
人口红利仍在, 消费能力旺盛。出境旅游的核心群体集中在拥有独立经济能力的人群, 人口统计学上将该人群定义为“劳动力人口”, 年龄限制为15—60岁。2017年我国该部分人群总量9.16亿, 占比总人口的66%, 此外拥有较好经济实力的健康老年人以及以家庭为单位出游的少年儿童都是出境游的目标人群。目前阶段我国劳动力人口占比仍处于较高水平, 女性外出工作的比例高, 带来家庭收入和财富的快速累积, 消费能力旺盛, 出境游需求活跃。

图表19: 人口出生率下滑



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表20: 少儿抚养比下降



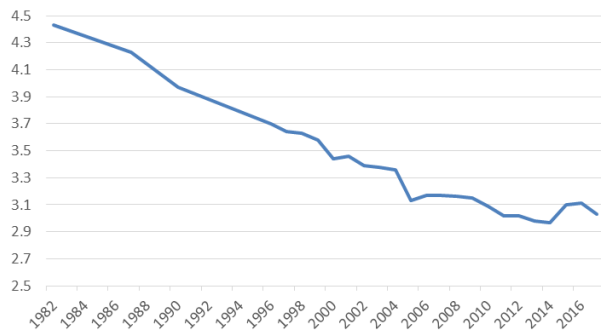
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

2、 社会结构：家庭结构、家庭规模、受教育程度

平均家庭户规模减小。1982年我国平均家庭户规模4.43人/户，随着计划生育政策的实施，平均家庭户规模呈逐年下降的趋势，2015年全面二孩政策实施后，平均家庭户规模出现小幅反弹，2017年仍呈现下滑的态势。平均家庭户规模与出境游需求负相关，较大的家庭户规模会导致出境游成本上升，从而减少出境游的次数。

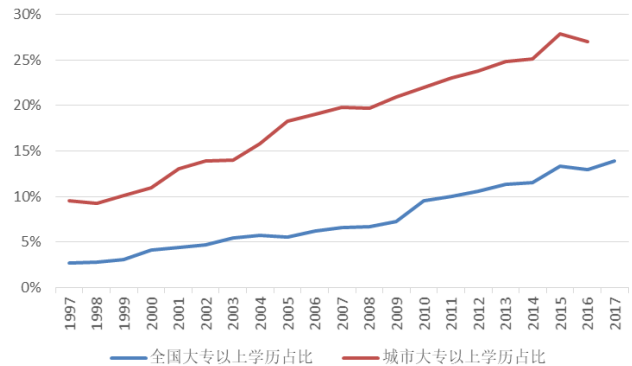
教育程度不断提高。随着高等教育的普及，居民受教育程度明显提升，居民收入水平更高，出境游的语言及文化障碍不断缩小，有利于推动出境游的发展。根据国家统计局人口抽样调查数据，2016年我国大专及以上学历人口占比达到13%，其中城市人口大专及以上学历占比更高，达到27%。

图表21: 我国平均家庭户规模逐渐减小



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表22: 居民受教育程度不断提高

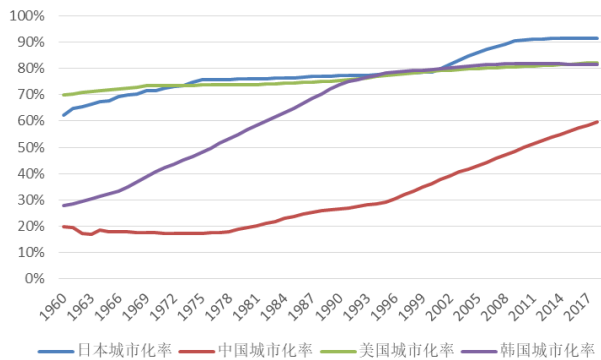


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

3、 地理结构：人口的居住地域

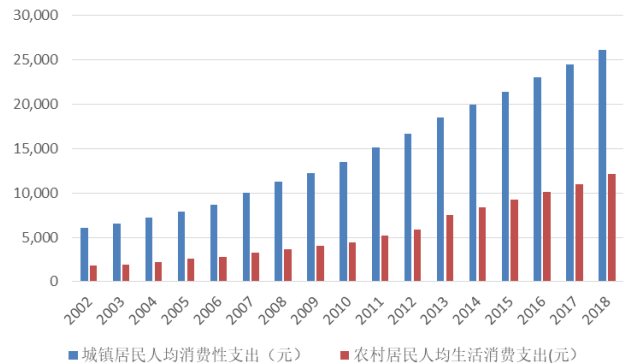
我国城市化率尚有较大提升空间。1960年日本的城市化率达到62%，此后逐年提高，2018年城市化率达到92%，美国、韩国的城市化率目前都在80%以上。对比之下，我国1960年的城市化率为20%，此后近50年都处于逐步提升的过程，到2018年我国城市化率达到60%，相对发达国家仍有较大的差距。受到居民消费能力、销售渠道、签证便利性等因素的影响，出境旅游客源主要来自城市居民，因此城市化率决定了一个国家出境旅游客群的基数。根据联合国的估测，世界发达国家的城市化率在2050年将达到86%，我国的城市化率在2050年将达到71.2%，依此推断，今后的30年，将有超过1.57亿人群进入城市生活，为出境游客群带来新的增量。

图表23：中、日、美、韩城市化率对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表24：城市和农村居民消费水平存在较大差距

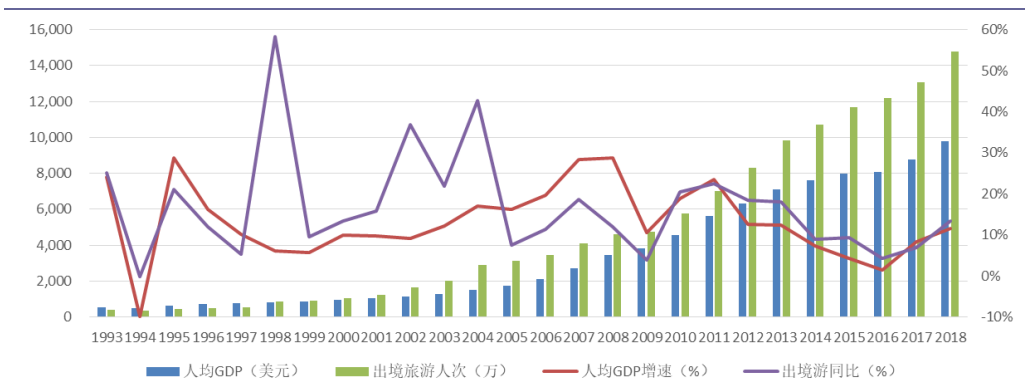


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、 我国出境游市场发展趋势

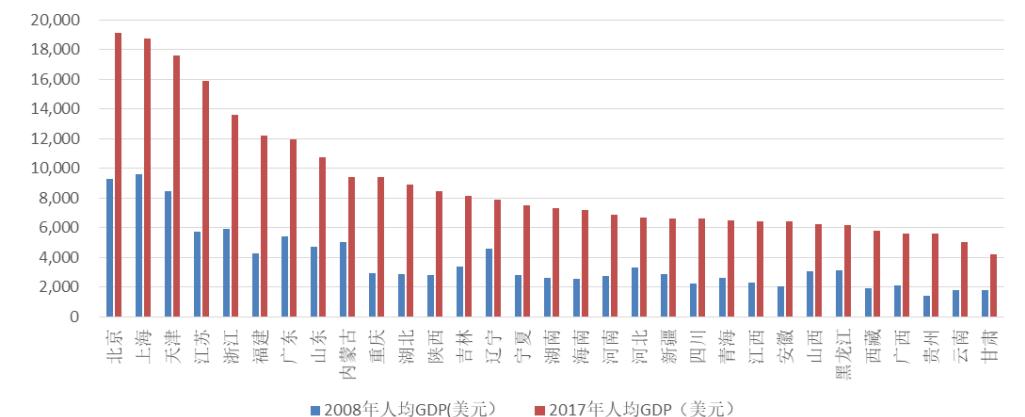
我国的人口分布决定了出境游的高速增长是长期趋势。相对于日本在人均GDP达到2000-4000美元时，出境游爆发式增长，我国人均GDP在2006年超过2000美元，在2010年超过4000美元，在此区间出境游增速并没有明显的爆发式增长趋势，这与我国幅员辽阔，地区之间经济发展不平衡有很大的关系。一线城市经济发展迅速，北京在2001年人均GDP超过3000美元，上海在1998年人均GDP超过3000美元，而从全国范围看，2008年全国平均人均GDP超过3000美元，此时还有很多中西部地区与3000美元有较大的差距，这就决定了我国出境游的爆发是一个较长而相对平稳的时间段。

图表25：中国人均GDP增速与出境游增速关联较弱



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表26: 我国地区之间人均GDP差异较大



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

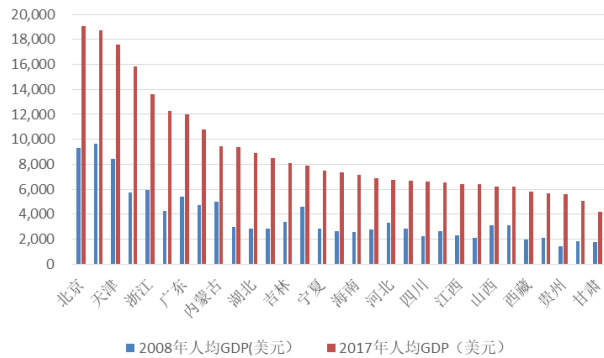
1、 以北京为例看一线城市出境游发展

北京人均GDP达到3000美元时,出境游出现高速增长。2001年,北京人均GDP超过3000美元,出境游开始爆发式增长。从能够获取到的旅行社组织出境游人次数据看,除了受到2003年“SARS”疫情、2005年印度洋海啸、禽流感、2008-2009年金融危机等事件影响出境游增速下滑,2001年开始到2015年的15年间北京市旅行社组织出境游保持高速增长。2016年开始旅行社出境游增速明显下滑,2017年“萨德”事件导致赴韩旅行团全停,当年旅行社组织出境游人次下滑10%,2018年与2017年持平。

2018年北京旅行社组织出境游渗透率23.7%,预计未来进入缓慢增长阶段。2018年北京人均GDP超过20000美元,出境游经过多年的高速增长,2018年旅行社组织出境

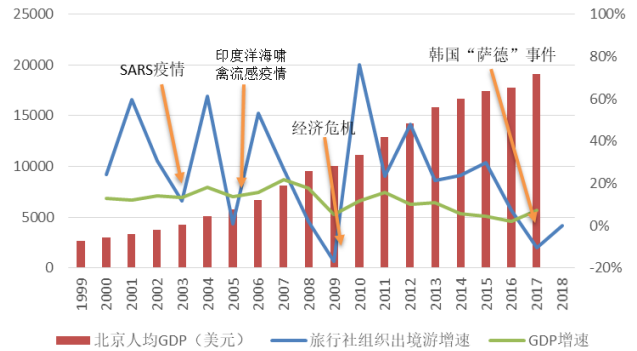
游的渗透率已经高达23.7%，由于自助游人群的数据没有计算在内，实际的出境游渗透率会更高，受到机场容量、航班数量、签证政策、休假制度等方面因素的限制，预计北京出境游渗透率短期内接近饱和，未来进入缓慢增长阶段。

图表27：我国各地区之间人均GDP差距较大



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表28：北京人均GDP与出境游增速关系



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、 二线城市处于出境游高速增长期

二线城市的收入水平能够负担出境游消费。首先我们明确一线城市指北上广深，二线城市指各省会、直辖市以及厦门、珠海等城市，三线城市指除一二线以外的其他城市。2017年全国人均GDP达到8827美元，二线城市人均GDP超过甚至远远高于全国平均水平，无锡、南京等城市的人均GDP水平接近甚至超过一线城市。以人均GDP达到3000美元，出境游开始爆发式增长看的历史经验看，目前我国二线城市居民的收入水平完全有能力负担出境游消费。

一二线城市出境游渗透率差距较大。从各地旅游局公布的旅行社组织出境游数据看，一二线城市出境游渗透率存在较大差距，2017年北京渗透率达到23.6%，宁波、南京作为长三角地区的二线城市，渗透率只有6.2%和10.2%。从2019年出境旅游TOP10城市的客源占比看，二线城市与一线城市也有很大的差距。二线城市居民出境除了受到收入因素的影响外，还受到机场容量，直达航班，签证便利性，出境游产品销售渠道等因素影响。

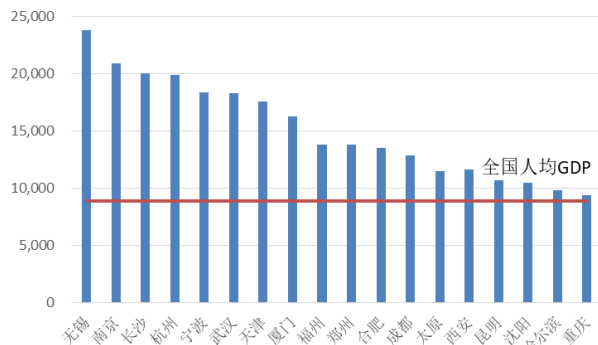
图表29：一二线城市及全国旅行社组织出境游渗透率

	北京	上海	广州	宁波	南京	全国
2010年	13.9%	4.7%	14.3%	3.4%	4.1%	1.2%

2011年	9.1%	5.6%	14.8%	4.9%	4.5%	1.5%
2012年	13.2%	7.3%	19.0%	6.5%	6.2%	2.1%
2013年	15.7%	9.5%	19.1%	8.0%	6.6%	2.5%
2014年	19.1%	9.6%	18.9%	7.9%	8.2%	2.9%
2015年	24.6%	15.9%	18.3%	8.1%	8.6%	3.5%
2016年	26.3%	23.4%	20.9%	8.6%	9.8%	4.1%
2017年	23.6%	22.5%	19.8%	6.2%	10.2%	

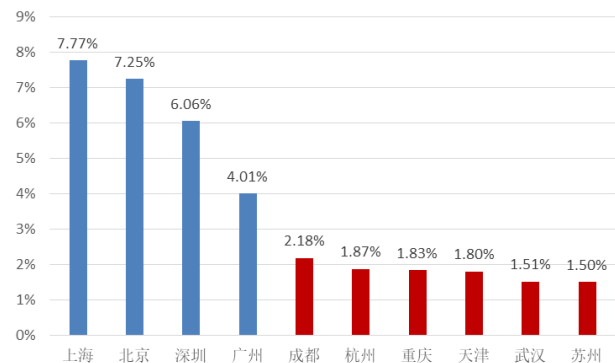
资料来源：各地旅游局，太平洋研究院整理

图表30：二线城市人均GDP超过全国平均水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表31：2018年出境旅游城市TOP10客源占比



资料来源：《2018中国旅游行业发展报告》，太平洋研究院整理

国际直飞航线向二线城市伸展。北、上、广等一线枢纽机场航线资源日趋紧张，市场发展空间有限，运力过剩导致成本与利润之间的平衡困难，在二线城市发展国际航线成为航空公司布局的热点。与之相对应的是，各大城市机场的改扩建工程也在如火如荼的进行中，为国际航线的扩展提供了空间上的保障。从财报上来看，过去两三年，国内几大航空公司的国际运力增长都相当突出，包括中国国航、东方航空、南方航空以及海南航空，在国际航线上的投入同比平均增长20%左右，国际航空公司也不甘落后。未开通直航前，二线城市的旅客只能通过北上广等枢纽机场中转。开通直航后，更多的旅客会选择直航，出行更加便捷，飞行时间更短，无需中转停留，直航的开通促进了当地及周边辐射区域出入境旅游市场的增长。近五年来，我国国际航线由381条增至784条，很大的比例增加在二线城市。

二线城市签证比以往更加便捷。随着中国公民出境旅游频次的增长，越来越多的国家和地区对持有普通护照中国公民提供免签、落地签等签证便利性政策，吸引中国游客。为了方便游客办理签证采集指纹，英国、加拿大、法国、瑞士、意大利、德国等众多国家纷纷在华增设多家签证中心，这些签证中心多分布于二线省会城市，为省

内的客流提供了便利性。电子签证的实施提高了签证审批效率，目前正在国家之间迅速普及。旅行社渠道的下沉也给居民纸质材料送签带来方便。

图表32：主要目的地签证办理便利程度排行榜

排行	国家和地区	材料便捷度	是否需要自行送签	是否开通电子签证	办理周期(工作日)	综合评定
1	马来西亚	★★★★★	否	是	1	★★★★★
2	土耳其	★★★★★	否	是	1	★★★★★
3	越南	★★★★★	否	否	1	★★★★★
4	柬埔寨	★★★★★	否	是	4	★★★★★
5	泰国	★★★★★	否	否	6	★★★★★
6	俄罗斯	★★★★	否	否	7	★★★★
7	新加坡	★★★★	否	是	3	★★★★
8	美国	★★★★	是	否	免试5/免面试10	★★★★
9	印度	★★★★	否	是	5	★★★★
10	菲律宾	★★★	否	否	7	★★★
11	日本	★★★	否	否	6	★★★
12	澳大利亚	★★★	否	是	20	★★★
13	新西兰	★★★	否	是	12	★★★
14	以色列	★★★	否	否	15	★★★
15	法国	★★	是	否	3	★★
16	德国	★★	是	否	5	★★
17	瑞士	★★	是	否	5	★★
18	荷兰	★★	是	否	5	★★
19	意大利	★★	是	否	5	★★
20	西班牙	★★	是	否	8	★★

资料来源：携程《2018国庆出境签证报告》、太平洋研究院整理

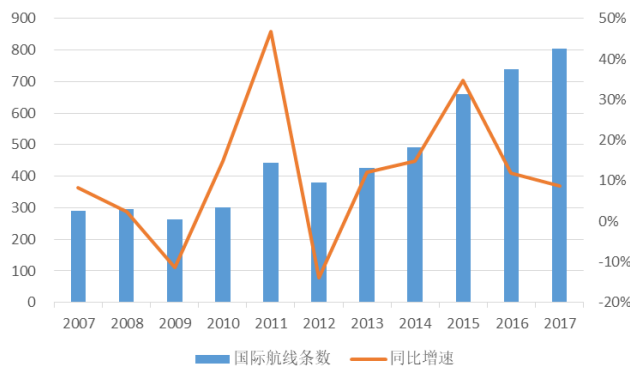
二线城市迅速崛起，成为出境游增量市场。近年来，国内二线城市经济快速发展，居民收入迅速提升，出境旅游需求迅速增长。中国有120多个城市的人口总数超过100万，机场辐射周边人口在4000万人以上，足够的客源保障支撑二线城市发展直航国际航线，航空公司迅速占领二线城市航线，各地机场纷纷推出改扩建工程，提高旅客吞吐量。旅行社利用航线资源推出以二线城市为出发地的出境游产品，叠加签证便利性提高，过去压制二线城市出境游的因素解除，二线城市进入出境游高增长期。根据腾讯文旅发布的《2018年中国旅游行业发展报告》中出境游客城市级别分布变化可以看到，2018年一线城市出境游客占比下滑1.6pct，二三线及以上城市出境游客占比实现增长。

图表33：持普通护照中国公民前往有关国家和地区入境便利待遇

签证便利待遇	签证便利国家
互免普通护照签证的国家（13个）	阿联酋、巴巴多斯、巴哈马、波黑、厄瓜多尔、斐济、格林纳达、毛里求斯、圣马力诺共和国、塞舌尔、塞尔维亚、汤加、白俄罗斯
单方面允许中国公民免签入境国家或地区名单（15个）	印度尼西亚、韩国（济州岛等地）、摩洛哥、法属留尼汪、突尼斯、安提瓜和巴布达、海地、南乔治亚和南桑威奇群岛（英国海外领地）、圣基茨和尼维斯、特克斯和凯科斯群岛（英国海外领地）、牙买加、多米尼克、美属北马里亚纳群岛（塞班岛等）、萨摩亚、法属波利尼西亚
单方面允许中国公民办理落地签证国家和地区名单（45个）	阿塞拜疆、巴林、东帝汶、印度尼西亚、卡塔尔、老挝、黎巴嫩、马尔代夫、缅甸、尼泊尔、斯里兰卡、泰国、土库曼斯坦、文莱、伊朗、亚美尼亚、约旦、越南、柬埔寨、孟加拉国、埃及、多哥、佛得角、加蓬、几内亚比绍、科摩罗、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、马拉维、毛里塔尼亚、圣多美和普林西比、坦桑尼亚、乌干达、贝宁、津巴布韦、玻利维亚、圭亚那、苏里南、圣赫勒拿（英国海外领地）、帕劳、图瓦卢、瓦努阿图、巴布亚新几内亚、乌克兰

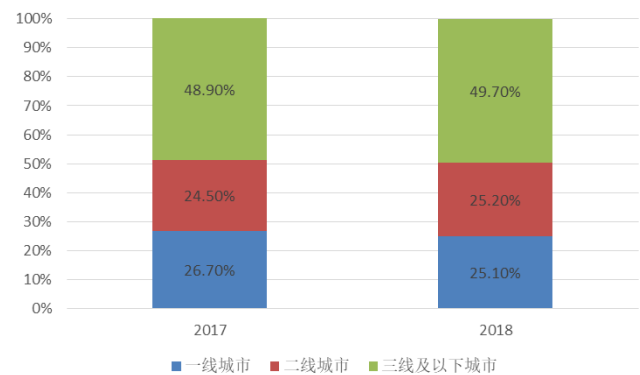
资料来源：中国领事服务网、太平洋研究院整理

图表34：近五年国际航线条数保持较高增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表35：出境游客城市级别分布及变化



资料来源：《2018中国旅游行业发展报告》，太平洋研究院整理

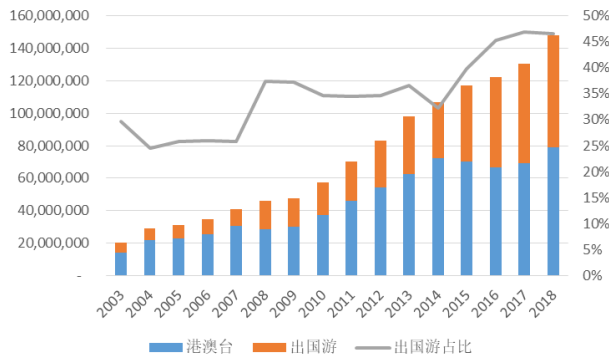
3、消费升级带来出境游结构升级

签证政策不断放宽，出国游占比提升。1983年港澳出境游市场放开，20世纪80年代末90年代初，新马泰成为第一批在中国实行ADS（获得官方认可的目的地）签证的出境游目的地国家，2004年欧洲29国、非洲9国向中国公民放开旅游签证，此后越来越多的国家成为国人出境的目的地。由于签证放开时间较早，我国很多居民的出境游是从港澳、新马泰开始的。2003年，我国居民出境游人次中超过70%的比例来自港澳游，随着出国政策的不断放宽，出国游占比不断提升，到2018年，出国游占比达到47.2%。

消费升级带动出境游结构变化。从消费升级的角度看，国内居民出境旅游大部分会遵循从短线到长线、小众目的地，从观光游到深度游、休闲度假游，从跟团游到自助游、半自助游、定制游的过程。不同的城市地区根据当地的经济水平和发展水平和出境游

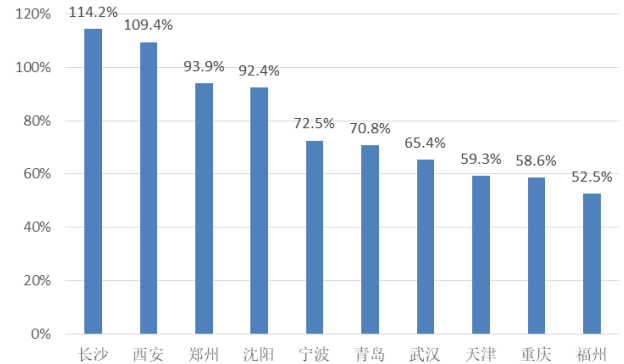
发展阶段会呈现出不同的增长趋势。港澳游在出境游中起步最早，在一线城市出境游人次的占比较低，但在很多二三线城市仍有较高的占比和增速，2018年广深港高铁和港珠澳大桥开通，提高了内地与港澳联通的便利性，港澳客流增速明显提升。

图表36: 出国游占比显著提升



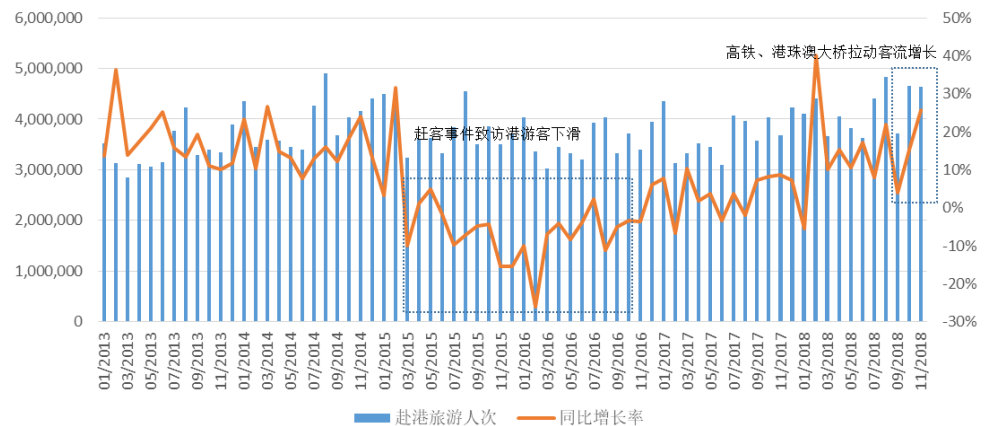
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表37: 港澳台游客源增长TOP10城市



资料来源: 《2018中国旅游行业发展报告》, 太平洋研究院整理

图表38: 香港客流受广深港高铁和港珠澳大桥通车影响增速上行



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

对比北京和南京的出境游目的地构成，看出境游结构升级。我们选取一线城市北京和二线城市南京看旅行社组织出境游目的地结构。北京出国游占比93%，相对南京的84%更高。从出国游目的地看，北京排名前十目的中欧美目的地占六席，且人次分布相对更加均匀分散，南京出境游前十的目的地主要集中在亚洲，泰国和日本的人次占比特别高，分布更加集中。可以推断，北京和南京的出境游构成情况代表了出境游发展的不同阶段，北京在经历了出境游人数快速增长的过程后，数量的增长放缓，进入结

构升级阶段，部分游客已经有过港澳、日韩泰的出境经历，出境目的地整体更加多元化，长线占比更高，人均消费更高。南京的出境游还处于数量增长阶段，具有出境游经历的人群相对较少，对于增量人群来说，港澳、亚洲目的地仍是首选。我国经济发展不平衡决定了出境游的增长是多元化的，结构升级具有长期性。

图表39：香港客流受港珠澳大桥通车

	北京		南京	
港澳台占比	7%		16%	
出国游占比	93%		84%	
出国游前十目的地	国家	出境游人次占比	国家	出境游人次占比
1	日本	20.3%	泰国	23.6%
2	泰国	14.9%	日本	22.1%
3	法国	5.2%	新加坡	4.8%
4	韩国	5.0%	越南	4.7%
5	意大利	4.4%	印尼	3.9%
6	德国	4.2%	韩国	3.0%
7	美国	4.2%	柬埔寨	2.4%
8	俄罗斯	3.8%	美国	2.3%
9	瑞士	3.7%	俄罗斯	1.9%
10	印尼	3.5%	菲律宾	1.2%

资料来源：地方旅游局网站，太平洋研究院整理

4、事件性因素对出境游影响有限

事件性因素影响持续3-12个月，外交事件影响时间相对更长。我们将影响出境游客流的主要因素分为：自然灾害、社会事件、目的地国政治事件和两国外交事件四类。通过对2010年以来主要出境目的地的梳理，我们发现事件的影响范围和持续时间长短决定了对客流影响的持久性，一般来说，小范围的自然灾害和社会事件影响时间相对较短，事件发生后的3-7个月客流逐步恢复增长，而政治事件尤其是涉及到两国外交冲突的事件对客流的影响会持续较长的时间，但是一般来说不会超过12个月。

图表40：近年出境游目的地国家事件性因素影响

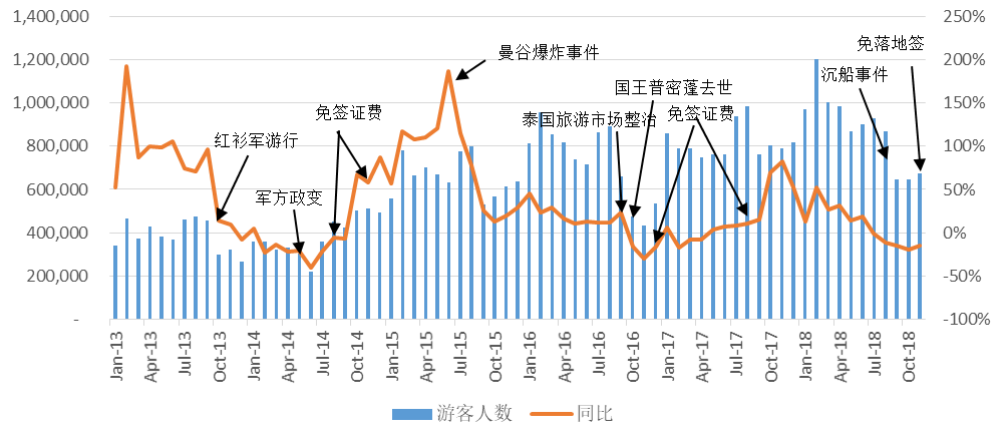
事件类型	事件内容	时间	事件影响	影响时长
自然灾害	福岛海啸及核泄漏	2011年3月	里氏9.0级地震导致福岛县两座核电站反应堆发生故障，其中第一核电站中一座反应堆震后发生异常导致核蒸汽泄漏	7个月
	韩国 MERS 疫情	2015年5月	高死亡率的中东呼吸引起韩国全国范围内的恐慌，学校停课，游客数量锐减	3个月
社会事件	马航两起坠机	2014年3月、	3月8日马航 MH370 客机失踪 239 人遇难，7月17日马航 MH17 坠毁 298	7个月

事件	7月	人遇难		
曼谷爆炸事件	2015年8月	泰国曼谷市中心著名旅游景点四面佛附近发生爆炸，造成20人遇难，其中7名中国公民（包括5名大陆居民和2名香港居民）	客流增速下滑	
马来西亚沉船	2017年1月	1月28日一艘前往沙巴环滩岛的船只沉没，船上有28名中国游客。事故致20人受伤，4人遇难；4名游客和1名船员失联。	客流增速下滑	
普吉岛沉船事件	2018年7月	两艘载有127名中国游客船只返回普吉岛途中，突遇特大暴风雨，分别在珊瑚岛和梅通岛发生倾覆，导致47名中国游客遇难	5个月	
目的地国内政治事件	泰国反政府武装游行及军方政变	2013年8月	泰国爆发大规模反政府集会，此后的数月中发生多次暴力冲突，造成20多人死亡、700多人受伤，2014年5月泰国军方发动政变，接管政权，巴育宣布出任代理总理	12个月
	泰国旅游市场整治	2016年9月	泰国多家旅游巨头企业被查，泰国最大的客运公司之一OA运输公司数千辆大巴被扣，企业被下令暂停经营，公司董事被带走调查，诸多中国背景旅行社也被查扣	7个月
两国外交事件	中日撞船事件	2010年9月	2010年9月7日上午，一艘中国渔船在钓鱼岛海域先后与两艘日本巡逻船相撞。日本海上保安厅以涉嫌“妨碍公务”逮捕渔船船长詹其雄，同时以涉嫌违反《渔业法》对该船展开调查。	5个月(其后日本地震)
	钓鱼岛“国有化”	2012年9月	日本政府举行内阁会议，决定用20.5亿日元，从所谓“土地权所有者”手中将钓鱼岛、北小岛、南小岛购入，将其“国有化”	12个月
	中菲黄岩岛对峙	2012年4月	4月10日，菲律宾海军企图在南海黄岩岛附近抓扣中国渔民，被中国海监船制止，双方随后发生对峙。	10个月
	菲律宾诉讼中国及劫持中国渔船	2014年3月、5月	3月菲律宾就与中国的南海主权纠纷正式向联合国仲裁法庭递交了诉状，要求仲裁法庭确认菲在其200海里专属经济区内享有的权利。5月两艘渔船在南海半月礁遭遇菲律宾武装船只拦截	12个月
	韩国萨德事件	2017年3月	韩国同意美国在韩部署“萨德”系统，危及中国战略安全，导致中韩关系恶化，赴韩国旅行团停售	12个月

注：影响时长为事件当月起至客流增速负增长结束止
资料来源：各国旅游局，太平洋研究院整理

事件性因素造成客流短期波动，政策助力修复效果明显。泰国是我国公民出国游客流最大的目的地，近5年来经历了几次事件性因素影响，我国赴泰国旅游的客流几经涨跌。旅游业是泰国的支柱性产业，泰国政府为了吸引入境客流，总会在客流低谷期适时推出签证政策优惠，政策的效果非常明显。2018年7月，泰国沉船事件后，中国赴泰客流大幅下滑，拖累泰国入境旅游客流增速，泰国政府于11月推出为期2个月的免落地签证费活动，后又延长至2019年4月底，政策助力下，2018年12月，我国赴泰国旅游客同比增长2.8%，客流止跌反弹。

图表41：事件性因素对泰国客流的短期影响



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

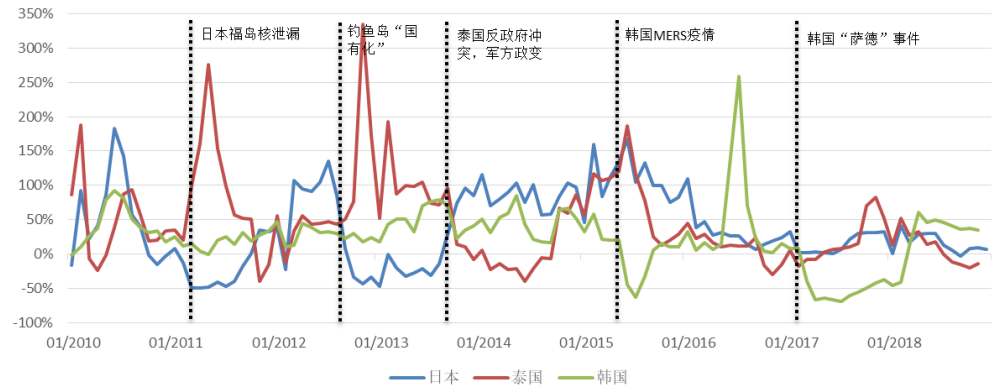
图表42: 泰国近年旅游相关事件汇总

时间	事件
2013年8月	泰国爆发大规模反政府集会, 且愈演愈烈, 此后的数月中发生多次暴力冲突, 造成20多人死亡、700多人受伤。
2014年5月	泰国军方发动政变, 接管政权, 巴育宣布出任代理总理
2014年8月9日-11月8日	免除中国大陆及台湾游客3个月签证费
2015年8月	泰国曼谷市中心景点四面佛附近发生爆炸, 造成20人遇难, 其中7名中国公民(包括5名大陆居民和2名香港居民)
2016年9月	泰国旅游市场整治
2016年10月	泰国国王普密蓬去世
2016年12月1日-2017年8月31日	免除中国在内的22个国家或地区签证的费用9个月、落地签半价
2018年7月	泰国普吉岛沉船导致47名中国游客遇难
2018年11月15日-2019年4月30日	免除中国等21个国家和地区游客落地签签证费

资料来源: 泰国旅游局, 太平洋研究院整理

单一目的地受事件影响时, 相近目的地的替代作用明显。泰国、日本、韩国是我国公民出国游排名前三的目的地, 观察三者2010年以来客流增速的变化可以发现, 当一国因为事件性因素客流大幅下滑时, 另外一国或者两国有明显的客流增速提升的趋势。2011年3月日本福岛核泄漏事件发生后, 赴泰国客流出现明显的加速增长。2012年9月日本钓鱼岛“国有化”事件发生后, 赴泰国及韩国客流高速增长。2013-2014年泰国发生大规模反政府集会, 军方政变等事件, 赴日本、韩国的客流都出现较高增长。2015年韩国MERS疫情期间客流大幅下滑, 而期间赴日、泰的客流增速均一度超过100%, 其后随着韩国疫情的稳定控制后, 赴韩国客流回升, 赴日、泰客流增速下滑。2017年3月韩国“萨德”事件, 赴韩客流大幅下滑后, 赴日、泰客流迎来小高峰。

图表43：2010年以来我国赴日、泰、韩三国旅游客流增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

出境游需求具有一定的刚性，短期波动不影响中长期发展。旅游业是很多国家的支柱产业，游客入境旅游能够帮助目的地国家增加外汇收入，平衡国际收支，促进当地经济发展，各国家对入境游一般持支持和鼓励态度，会针对客流情况适时的推出优惠政策、简化签证手续，达到推动客流增长的目的。随着人们生活水平的提高，出境游成为人们休闲娱乐，体验异国文化，提升生活品质的必需品。因此，无论对于目的地国家还是游客，出境游需求都具有一定的刚性，短期的事件性因素虽然会对客流造成影响，客流人数的增长，出境游区域范围的扩大必然是长期趋势。

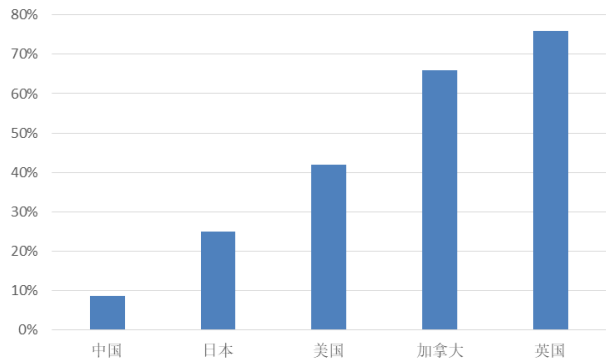
5、出境游渗透率仍有较大提升空间

我国公民的护照持有率有较大提升空间。根据公安部门的统计数据，2016年底我国有效的因私普通护照持有量约1.2亿本，护照持有率不足10%，也就意味着大约90%的中国人还没有进入出境游市场。相比之下，日本护照持有率达到25%，美国护照持有率42%（2017年），加拿大护照持有率66%（2016年），英国（仅为英格兰和威尔士的数据）护照持有率超过76%（2016年）。携程CEO孙洁曾预测，到2020年我国护照持有率可能扩大一倍，出境游市场将在未来几年大幅增长。

对比日、韩、美等国出境游渗透率，我国尚有较大提升空间。2018年我国出境游渗透率10.6%，相对于日本的15%，韩国的55.6%，美国的22.4%（2017年）仍有较大的差距。2016年北京、上海、广州三个一线城市的旅行社组织出境游渗透率分别达到26.3%、23.4%、20.9%的近年高峰后开始趋稳，考虑到一线城市自由行比例较高，推测目前一

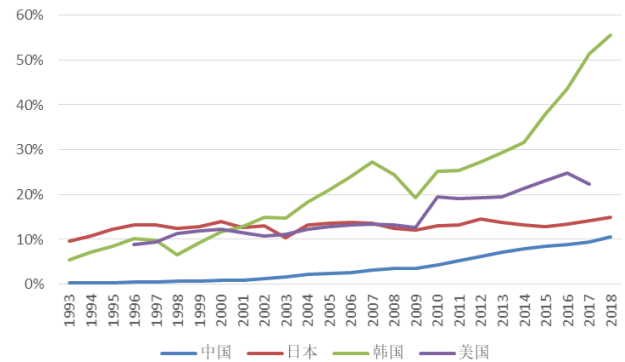
线城市整体的出境游渗透率在30%以上，接近发达国家水平。考虑到我国目前城市化率在60%且未来仍会增长（2017年北京城市化率86.5%，上海城市化率87.7%），预计我国全国出境游渗透率未来有望达到20%以上的水平，相对目前尚有1倍的空间，按照我国出境游近10年复合增长率12%推算，2019年到2024年我国出境游人有望翻番，未来5年是我国出境游高速增长黄金期。

图表44：中国公民护照持有率较低



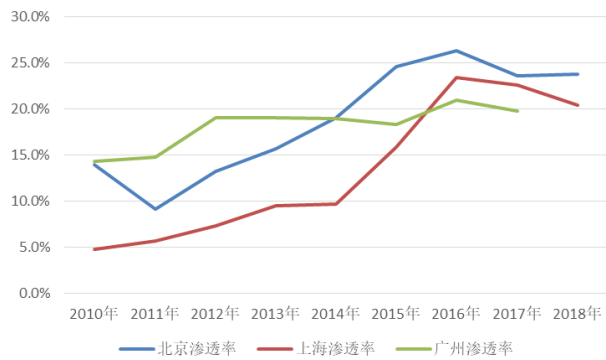
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表45：中、日、韩、美四国出境游渗透率对比



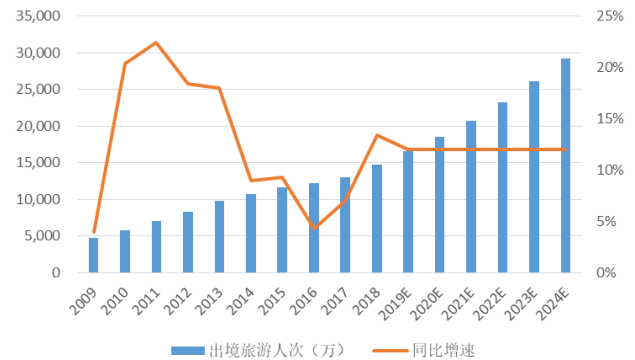
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表46：北上广旅行社组织出境游渗透率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表47：预计到2024年我国出境游人次翻倍



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、2019年出境游行业展望

从人口结构上看，出境游客群不断放大。我国是人口大国，随着第二次生育高峰期出生的人群进入退休年龄，更多健康的老年人加入出境游大军。第三次生育高峰期出生的人群逐渐度过生育高峰期和婴幼儿抚育期，重新进入出境游市场。全国范围内生育率的下降，晚婚、晚育、少子化的趋势让年轻人有更多的时间和金钱参与到出境

游，受教育程度的提高减少了出境游的语言和文化障碍。城市化进程的不断推进给出境游提供了更丰富的客源。

人均GDP的提升，居民消费升级，消费结构和消费观念更新。人均GDP的提升给出境游消费提供了经济上的保障，民众出境游一般遵循从短线到长线、小众目的地，从观光游到休闲度假游，从跟团游到自助游、半自助游、定制游的发展规律，我国各地区经济发展不均衡，目前一线城市出境游出境游增速回落，进入结构升级期；二线以下城市处于出境游高速增长期。随着出游便利性提升，更多新增客流进入出境游市场，未来3-5年仍将保持高增速。

短线增速提升，长线稳定增长。受到宏观经济及泰国沉船事件的影响，东南亚线路在2018年下半年增速放缓，事件性因素的影响一般在5-7个月，且相近或相似目的地具有一定的替代作用。2018年11月中旬以来，泰国实行落地签免签证费政策，到12月赴泰国客流开始回升，2019年有望带动东南亚客流的恢复。出境游需求具有一定刚性，长线游受宏观经济影响相对较大，长线出境旅游计划有向短线转移的动力，有助于推动短线游增速提升。随着出境游新增量的进入及存量客源的结构升级，长线游预计保持稳定增长，根据欧洲旅游委员会（ETC）和西班牙旅游研究机构ForwardKeys联合发布的最新数据，2018年从大陆地区出发的旅客同比增长了5.2%，2019年春节期间，前往欧盟国家目的地的中国旅客预订量同比增长了9.2%，远高于0.2%的全球平均水平。预订了2019年1-4月目的地活动的旅客同比增长了16.7%，预订了2019年1-4月目的地活动的旅客同比增长了35.4%。

签证政策持续放松。2018年7月沉船事件后，泰国政府为了改善客流，对包括中国大陆及台湾地区在内的21个国家和地区实行限时免落地签签证费政策，2018年12月赴泰国客流企稳回升。2018年底日本推出签证简化政策，从2019年1月4日起针对在读和毕业3年以内的学生，申请赴日签证手续将简化（之前仅针对75所大学），只要有在学证明，无需经济证明，就可申请单次旅游赴日签证，最长30天，预计该政策将惠及2500万到3000万人；此外过去3年内以个人旅游签证赴日两次以上的中国游客，申请多次往返签证时的手续也将简化。2019年1月28日起，新加坡给予中国公民96小时过境免签待遇。泰、日、新都是我国居民出境主要目的地，签证政策利好有望拉动客流增长。

旅行社对资源的把控力度增强，产业链一体化。出境游行业产业链条长，资源端、渠道端各环节对利润的分配导致旅行社行业的毛利率较低，为了获得更大的利润空间，旅行社往往向上游渗透，采取控股、参股或合作的形式对旅游要素资源加以控制，获取多个环节的利润。众信旅游在欧洲参股大巴车公司，在日本和瑞士投资酒店公寓，

腾邦国际参股俄罗斯航空公司和马代水上飞机公司都是产业链上的拓展，有助于公司进一步提升毛利率。

国内渠道下沉，线上线下齐发力。旅游行业是服务业，线上渠道虽然覆盖面广但服务不够深入，拥有线上优势的携程、途牛、同程网等都在大举开拓零售门店渠道，获取不能转化为线上的客群，各大传统旅行社也都在积极拓展线下渠道。一线城市出境游增速放缓，线下门店拓展接近饱和，二线及以下城市是目前各旅行社抢占的热点，传统旅行社在产品的生产和资源端的把控上更具优势，连锁门店的铺设有助于提高门店产品的丰富度，带动当地出境游需求从无到有以及结构升级。众信旅游2018年在内蒙、江西、河北采取并购方式开设准直营门店，迅速拓展了门店数量，目前处于整合培育期，预计后期单店销售额及出境游订单数量会有大幅增长。腾邦旅游2016年以来大力发展门店，目前控制门店近4000家，强大的获客能力保证了公司包机业务的顺利拓展。

六、投资标的

1、众信旅游

公司是出境游行业龙头，规模优势、资源优势显著，行业地位有望不断提升。在资源端，公司加大对目的地资源的掌控能力，参与投资大巴车、酒店公寓、地接社等，延长产业链条，提高毛利率。在渠道端，2018年公司通过并购方式在江西、内蒙、河北等地拓展准直营门店的零售模式，渠道优势进一步确立，目前直营+准直营门店超过500家，后续有望继续加速渠道下沉和区域扩张。竹园国旅剩余30%股权已于18年12月完成过户，有望增厚2019年业绩。预计众信旅游2018-2020年实现归母净利润0.47/2.57/3.37亿元，对应PE分别为124/23/17倍。

2、凯撒旅游

公司围绕“旅游+”为核心加强产业链布局，坚持渠道+产品+资源一体化发展，加大旅游全产业链及一站式旅游服务平台体系研发投入，不断提升上下游资源协调整合能力，在体育旅游、定制旅游、特色旅游等业务创新上加大研发力度。零售端保持现有优势，不断优化零售渠道布局，提升门店服务体验和公司运营效率。海航系相关风险已经充分释放，后期有估值修复空间。预计凯撒旅游2018-2020年实现归母净利润3.12/3.97/4.82亿元，对应PE分别为19/15/12倍。

3、 腾邦国际

公司战略升级为“资源*渠道*服务”，构建大旅游生态圈”，强化旅游业务与航空运营、行业金融的协同，通过与航空公司的合作拓展运营航线的数量，积极开展出境游业务。公司在资源端和渠道端加快布局，资源端通过合作实现运营，渠道端以百城万店为目标，加大二三线城市布局，店面拓展有序推进，金融业务的定位调整为向旅游业务上下游合作方提供配套服务。2018年运营的国际航线及出境游产品持续增加，旅游业务显著增长。预计腾邦国际2018-2020年实现归母净利润3.46/4.66/5.63亿元，对应PE分别为17/13/11倍。

七、 风险提示

两国外交恶化，目的地旅游整治，自然灾害、恶性暴力事件，经济增速放缓等因素造成出境游增速不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。