

投资评级：中性

证券分析师

**王滢滢**

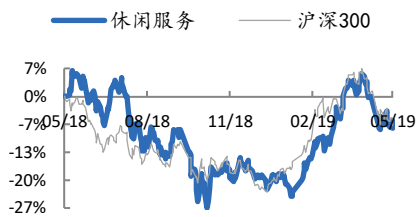
资格编号：S0120518110001

电话：021-68761616

邮箱：wangtt@tebon.com.cn

联系人

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

## 出境游旅行社一片红海，等待龙头崛起

### 出境游行业转型与发展

**投资要点：**

- 我国出境游始于港澳探亲游，20年旅游行业改革开放，目前出境游人次和消费均排名世界第一。**1997-2014年我国出境游人次年复合增长23.4%，超过同期的社会消费品零售总额增速。2017年出境旅游人次和人均消费均达到了世界第一的水平，但我国出境游渗透率仍低于其他发达国家，根据国家移民管理局提供的数据显示，2002年到2017年，中国公民普通护照签发量达1.73亿本，持有护照的人口超过10%。但根据携程大数据显示除去前往港澳台的内地游客，2018年约有7125万人次去海外国家旅游，100个内地居民中不到5个出国旅游，出境游仍有提升空间。
- 出境游产业链中传统旅行社仍有价值。**我国境外旅行社在2014-2016年发展迅速，市场逐步达到饱和，旅行社经营出现混乱，因此旅游局提升出境经营许可审批难度，处理违规经营的旅行社资质，行业进入成熟期，小的旅行社不断被大的旅行社兼并，行业集中度有望提升。长期来说跟团游在较长的时间周期中仍有很大需求，目前跟团游逐步摆脱低价低质和同质化的标签。传统旅行社在亲子游和老年游的逐步发展下具有先发优势，可以借助消费者对于旅游个性化的需求，摆脱传统旅游批发商低毛利的业务。
- 日本出境游发展得益于经济的高速发展，日本旅行社行业的集中度很高。**日本出境游的发展主要得益于(1)二战以后经济高速发展，国民收入显著提高(2)生产效率的提高缩短了劳动时间，休闲时间延长(3)日元的不断升值使得出国费用下降也推动了海外旅游的发展。日本旅行社CR10的总收入占市场份额的49%。目前JTB是日本旅游业的绝对龙头，市占率近23%，其竞争优势主要在其丰富的销售渠道、个性化旅游产品的研发和服务至上的理念。这对于我国的旅行社行业有一定的借鉴意义。
- 出境游未来仍有潜力。**随着中国普通护照“含金量”继续稳步提高，航空公司加快国际市场布局，未来假期的延长以及带薪假期制度的落实，都将进一步推动出境游的发展。出境游未来的机遇我们认为主要在两个方面，(1)机场旅游零售业迅速整合，高于整个旅行零售行业的整合(2)旅行社跟团游热度在未来较长的一段时间都不会减弱，更好更个性化的服务或是传统旅行社和OTA胜出的关键。
- 风险提示：**地缘政治事件影响出境游增速，宏观经济下行，人民币汇率波动

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			P/E			投资评级	
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	上期	本期
002707	众信旅游	0.03	0.29	0.35	234.29	21.00	17.40	未评级	未评级
000796	凯撒旅游	0.24	0.39	0.47	37.43	20.51	17.02	未评级	未评级

资料来源：Wind，德邦研究

## 目 录

1. 我国出境游的发展.....	5
1.1 出境游的改革开放 20 年.....	5
1.1.1 出境游增速全球第一.....	5
1.1.2 出境游短期波动，不改长期趋势.....	7
1.2 出境游产业链：传统旅行社被挤压.....	7
1.3 出境游获取的渠道：数字渠道增长迅速.....	8
1.4 跟团游和自由行共存，传统旅行社仍有价值.....	9
2. 出境游的国际经验.....	11
2.1 日本出境游的发展历史.....	11
2.2 出境游旅行社巨头 JTB.....	13
2.3 国际旅行社新秀 HIS.....	15
3. 出境游的发展和机遇.....	16
3.1 我国出境游的发展仍有潜力.....	16
3.1.1 交通运力、签证、节假日三大利好促进出境游增长.....	17
3.1.2 老龄化、亲子游助力传统旅行社.....	19
3.1.3 小众路线、精品定制游崛起.....	20
3.2 机遇：免税和出境游旅行社.....	21
4. 行业重点公司投资建议和风险提示.....	23
4.1 众信旅游：抢占上游资源加强地接服务.....	23
4.2 凯撒旅游：背靠海航资源，零售端先发优势.....	23
4.3 短期虽有波动，但行业增速整体仍有两位数.....	23
4.4 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1 中国出境游发展年鉴: .....	5
图 2 国内因私出境游人次 (万人次) 和同比 1995-2018.....	6
图 3 国内境外旅游项目支出 (亿美元) .....	6
图 4 2017 年境外人均消费各国对比.....	6
图 5 2010、2018 出国游和港澳游占出境游比例 .....	7
图 6 出境游产业链 .....	8
图 7 我国在线旅游行业渗透率 .....	8
图 8 我国在线旅游市场规模和同比增速 .....	9
图 9 2016 在线出境游市场份额.....	9
图 10 我国出境游跟团游和非跟团游比例 .....	10
图 11 我国出境游旅行社数量和同比增长 .....	10
图 12 我国出境游旅行社客单价 .....	10
图 13 线下旅行社份额占比 .....	11
图 14 日本国民可支配总收入 (十亿日元) .....	11
图 15 日本和美国人均 GDP 年 (美元) .....	12
图 16 日本出境人口和渗透率.....	12
图 17 日元兑美元汇率.....	13
图 18 JTB 旅行社业务市占率 (整体日本旅行社市场) .....	13
图 19 2017 日本旅行社出境游规模占比.....	13
图 20 2017 年 JTB 旅游业务收入拆分 .....	14
图 21 2017 年 JTB 分旅游业务市场份额 (占比日本主要旅行社) .....	14
图 22 JTB 营业收入和毛利 (2011-2017 财年) .....	14
图 23 众信旅游营业收入 (百万元) 和毛利率 .....	14
图 24 凯撒旅游营业收入 (百万元) 和毛利率 .....	14
图 25 HIS 营业收入和毛利率水平 (2013-2017) .....	16
图 26 HIS 出境游市占率.....	16
图 27 HIS 旅游板块营业收入和同比增速 .....	16
图 28 中国航空公司洲际航线新开数量 (2007-2018) .....	18
图 29 2018H1 出境游同比增长前十的城市 .....	18
图 30 2018 年暑期跟团游人群类型分布.....	19
图 31 老年人旅游方式.....	19

图 32 2018 年暑期携程跟团游产品钻型选择 .....	20
图 33 2018 年暑期携程私家团增幅 .....	20
图 34 2018 年上半年游记涨幅排名 .....	20
图 34 2018 年新兴出境游目的地 .....	20
图 36 定制游发展历史 .....	21
图 37 2017 定制游市场规模 .....	21
图 38 途牛打包产品营业收入和占比 .....	22
图 39 传统旅游批发商和 OTA 都在布局线下自营门店 .....	22
图 40 出境游人次增速同比和社会消费品零售总额增速同比 (%) .....	24
表 1 2018 年对我国免签或者签证简化的国家 .....	17

# 1. 我国出境游的发展

## 1.1 出境游的改革开放 20 年

《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。

伴随着我国改革开放 40 年，中国旅游业也取得了让世界惊叹的成就，逐步发展成为世界重要的旅游目的地和客源国，2017 年离境旅游人次和人均消费均达到了世界第一的水平。改革开放 40 年，我国出境旅游市场逐步开放，旅游已经成为大众休闲娱乐的重要组成部分，出境游旅行社逐步增加，旅游产品日渐丰富，供给体系逐步健全，出游品质显著提升，国际影响显著增强。

中国人最早的出境游起源于 1983 年的港澳探亲游。1983 年 11 月 15 日，第一批中国公民共 25 人从广州出发前往香港旅游探亲，香港媒体称之为“新中国第一团(出境旅游团)”。

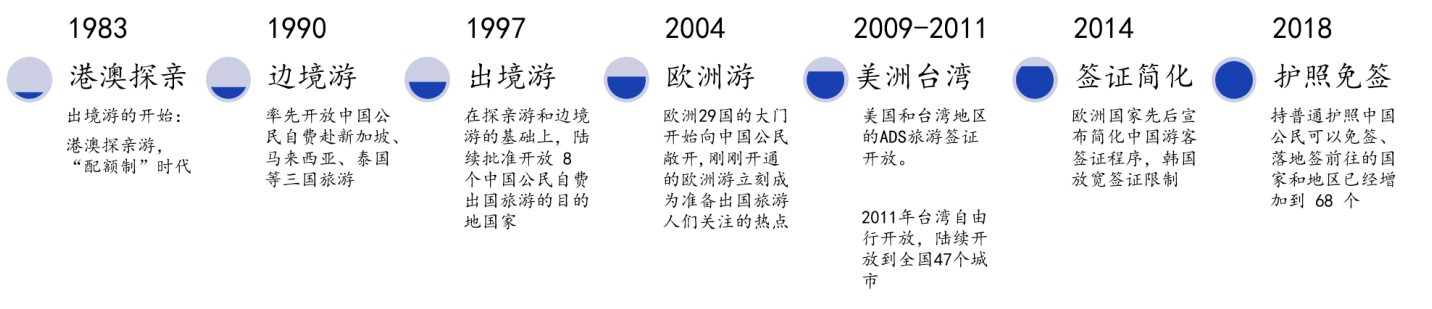
1990 年 10 月，中国国家旅游局率先允许公民自费赴新加坡、马来西亚、泰国三国旅游探亲。1997 年，中国又陆续批准开放 8 个中国公民自费出国旅游的目的地国家。

2004 年欧洲游的全盛时期打开，欧洲 29 国向中国公民开放旅游签证，而最早开放的欧洲国家是德国，成为中国人欧洲游的第一站，在德国逗留的中国游客年增长超过 12.5%。

2009 年美洲地区的旅游签证开放，哥伦比亚成为中国公民的第 137 个出境游目的地。2011 年 6 月 28 日台湾自由行开始开放，截止到目前一共开放了 47 个城市，具有开放城市户籍的居民以及在开放异地户籍办理的城市，可以办理自由行手续。其中包含北京、上海、厦门、天津等共 47 个城市。

根据外交、领事部门发布的最新信息，截止 2018 年 1 月 18 日，持普通护照中国公民可以免签、落地签前往的国家和地区已经增加到 68 个。

图 1 中国出境游发展年鉴：



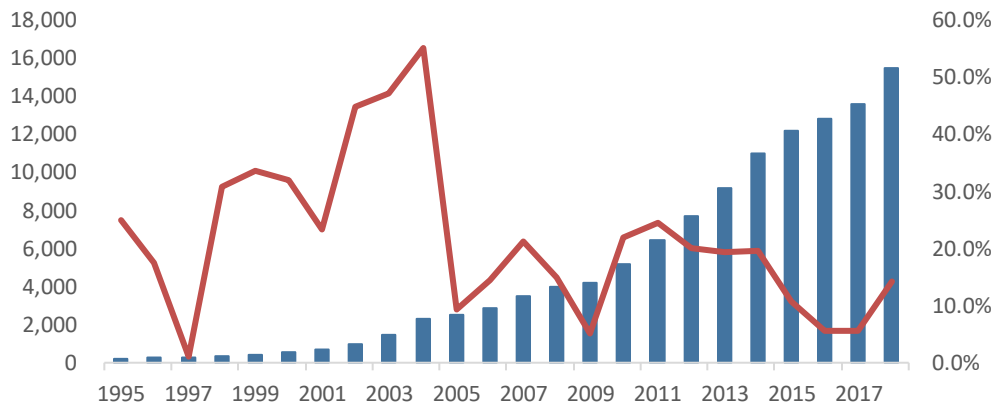
资料来源：公开资料整理，德邦研究

### 1.1.1 出境游增速全球第一

我国出境游自 97 年陆续批准开放中国公民自费旅游目的地国家，至此之后因私出境游人次迅猛增长十多年，1997-2014 年出境游人次年复合增长 23.4%。目前市场趋于稳定成熟，短期虽然受到地缘政治影响，但近几年维持在 10%左右的增速。根据世界银行国际旅游数据，2017 年离境旅游人次和人均消费均达到了世界第一的水平，但我国出境游渗透率仍低于其他发达国家，根据国家移民管理局提供的数据显示，2002 年到 2017 年，中国公民普通护照签发量达 1.73 亿本，持有护照的人口超过 10%。但

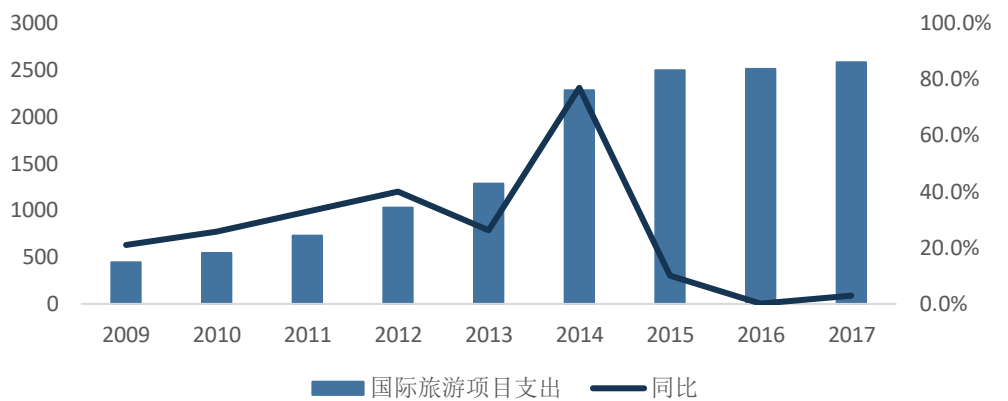
根据携程大数据显示除去前往港澳台的内陆游客，2018年约有7125万人次去海外国家旅游，这意味着100个内地居民中，不到5个出国旅游，出境游仍有提升空间。

图2 国内因私出境游人次（万人次）和同比 1995-2018



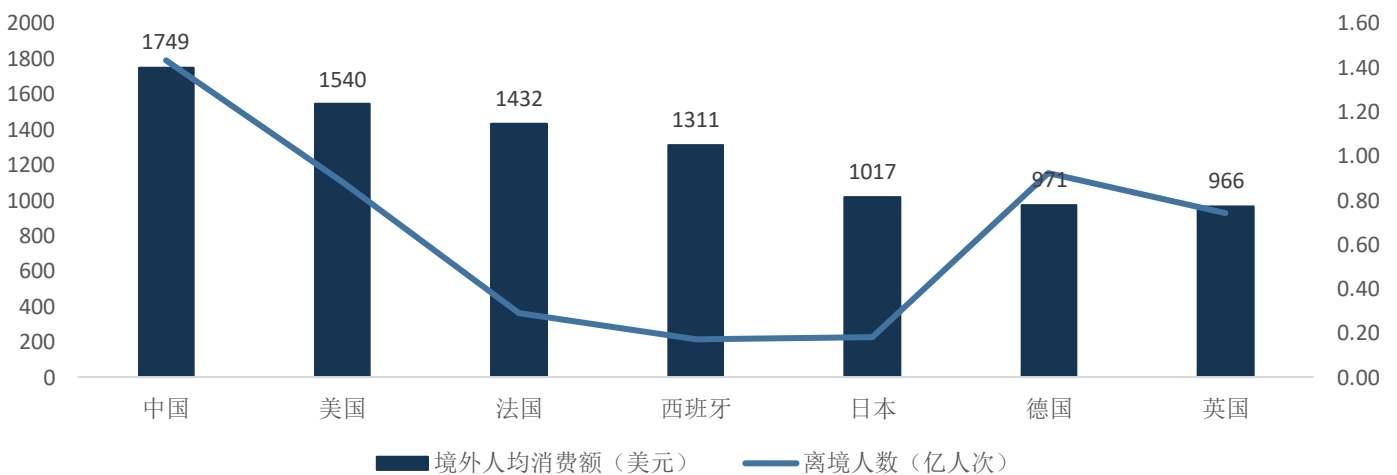
资料来源: wind, 德邦研究

图3 国内境外旅游项目支出（亿美元）



资料来源: 世界银行, 德邦研究

图4 2017年境外人均消费各国对比

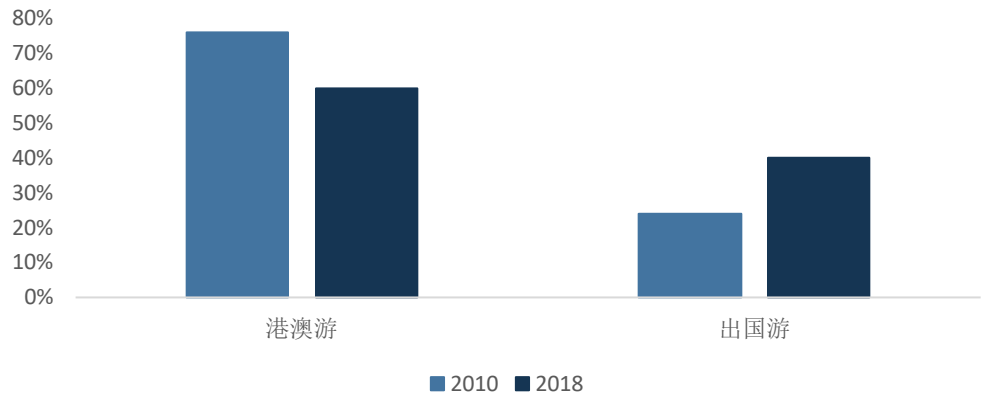


资料来源: 世界银行, 德邦研究

另外因我国特殊国情，出境游中港澳游占比较高，但随着旅行社更多境外旅行线路的完善，国人英文能力的提升，以及年轻一代对于小众境外目的地需求提升等原因，出国游占到境外游的比例也在逐步的提升过程中。



图 5 2010、2018 出国游和港澳游占出境游比例



资料来源：中国旅游研究院，携程旅游，德邦研究

### 1.1.2 出境游短期波动，不改长期趋势

我国出境游增速在 2015 年开始放缓，旅游行业容易受到诸多自然、政治和经济的因素影响，短期波动不可避免。2015 年后港澳台、韩国和东南亚均受到一系列政治和突发性事件影响，但短期的波动不具有延续性，客流在一个逐步的回暖过程中。

**政治因素方面**，2014 年香港占中事件发生以后，15-16 年香港澳门接待国内游客数同比负增长；2015 年后台湾紧张的两岸关系也导致台湾客流下滑，2018 年大陆赴中国台湾旅游人次已连续三年下滑，同比高峰期 2015 年相比减少了 36%；2016 年四季度韩国的“萨德”事件发酵以来，我国赴韩国客流大幅下滑，2017 年同比大减 48.3%。随着中韩关系缓和，韩国游 2018 年开始逐步回暖，2018 年上半年韩国免税店的营业额同比增长 40% 左右。而港澳游也在 2018 年出现了大幅增长，受惠于广深港高铁香港段和港珠澳大桥开通，2018 年访港旅客数量创历史新高，交通的改善助力港澳游回暖。

**目的地事件影响**，2018 年“7·5”普吉沉船事件之后，泰国旅游的安全性问题暴露无遗，此后大陆赴泰国的游客数量一直处于增速下滑状态，2018 年 12 月份才首度扭正。泰国政府在事件发生之后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，从 11 月 15 日开始至 2019 年 4 月底，以及泰国政府在多个目的地机场开通中国护照的 VIP 通道等措施，12 月泰国旅游进入旺季后，我国赴泰国旅游数据扭正增长 3%。

出境游易受到短期事件的影响，但是长期来看，随着事件的冷却，国际关系的改善，签证交通等利好因素的推动，出境游的增速也将会迅速的恢复。

## 1.2 出境游产业链：传统旅行社被挤压

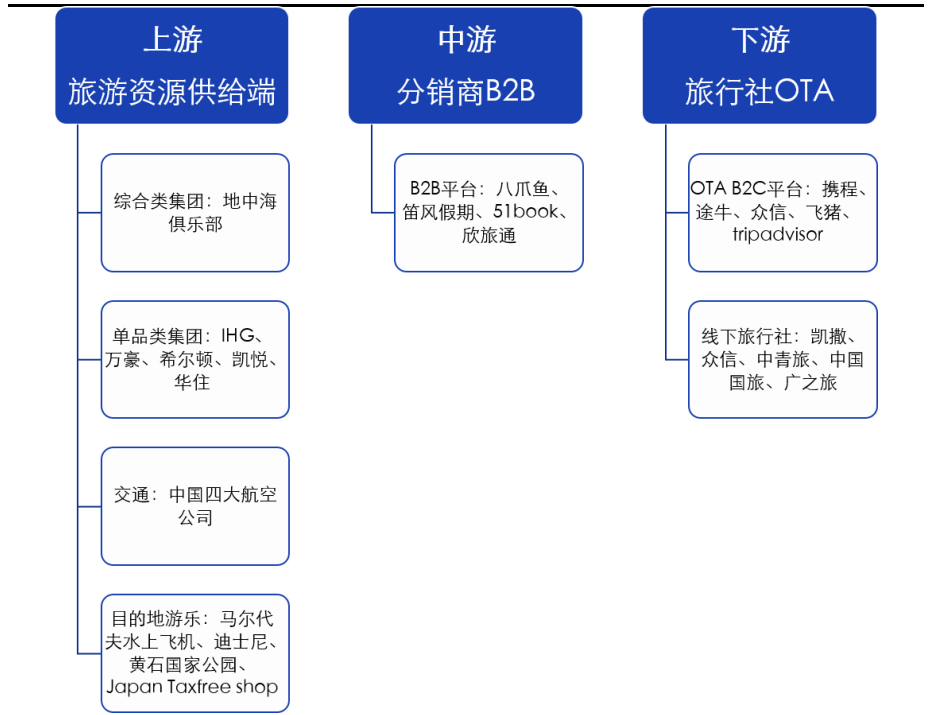
目前我国出境游产业链，上游主要是涵盖吃、住、行、游、娱、购六大要素的旅游资源提供商，交通资源因为属于重资产因此产业非常集中，其他资源则较为分散并且因为地域差别各有特色。产业链中下游主要是出境游旅行社，按照经营模式分三类别，零售商、批发商和代理商。

(1) 批发模式。批发商获取上游资源重新分配，旅游产品通过代理商销售，与代理商结算费用。早期采用批发模式，能够迅速扩大市场份额，但此种模式利润率较低，产品设计同质化严重，基本没有品牌溢价，且对于旅游资源的竞争十分激烈。代表公司：众信旅游、竹园国旅、华远国旅等。

(2) 零售商。零售商自身具有较为完善的零售网络，自行开发和设计旅游产品。其零售门店也代理销售批发商的产品。相对于批发商，零售商直接售卖产品给销售者，毛利润较高，但前期布局门店投入较大，对产品设计人才需求高，而且树立品牌需要时间久，销售规模增长缓慢。代表公司：凯撒旅游、中青旅等。

(3) 代理模式：代理商一般没有自己的产品，主要是销售批发商的产品。销售能力决定销售规模及市场份额。此模式轻资产运营力强，投入低，但是因为门槛低，竞争激烈，作为代理商的携程在规模扩大之后有望达到渠道的垄断。代表公司：国内很多具有出境旅游经营资质的中小旅行社，多数 OTA，比如携程、同程等。

图 6 出境游产业链

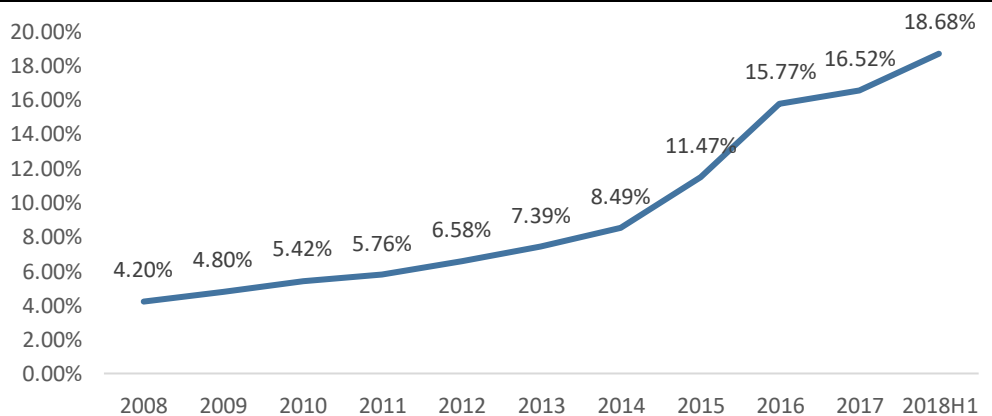


资料来源：艾瑞咨询，德邦研究

### 1.3 出境游获取的渠道：数字渠道增长迅速

根据麦肯锡对中国出境游旅客的调查，中国人更愿意通过数字渠道（手机 app、在线论坛、网站等等）来获取信息、预订住宿和安排行程。UGC 旅行社区，像穷游、马蜂窝、面包旅行、Feekr 等给予了消费者旅游的灵感。而携程和马蜂窝之类的在线平台提供许多港澳和东南亚的住宿和当地游产品，Booking、Expedia 和 TripAdvisor 则会提供更多欧洲的酒店和旅游项目。支付方面，根据麦肯锡分析支付宝和微信支付等平台已成为 45 岁以下游客的常规付款方式，平均使用率为 43%。综合来说，与年长人士相比，年轻一代更精通数字设备，更频繁地使用手机 App。

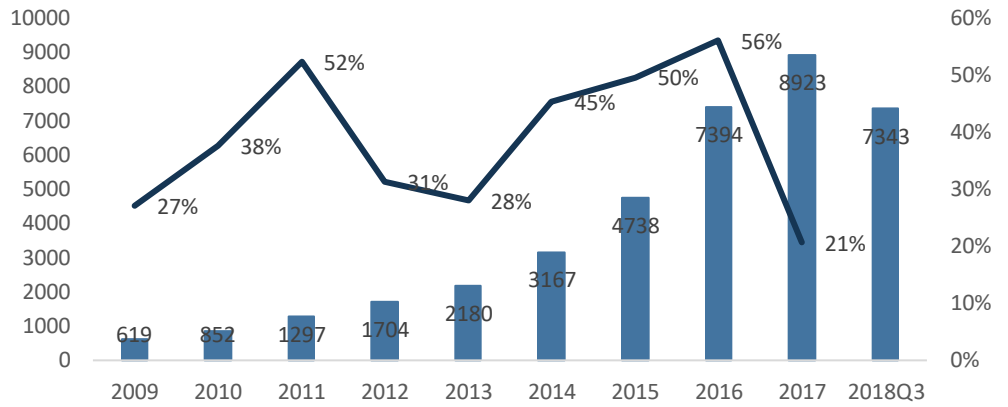
图 7 我国在线旅游行业渗透率



资料来源：易观咨询，德邦研究



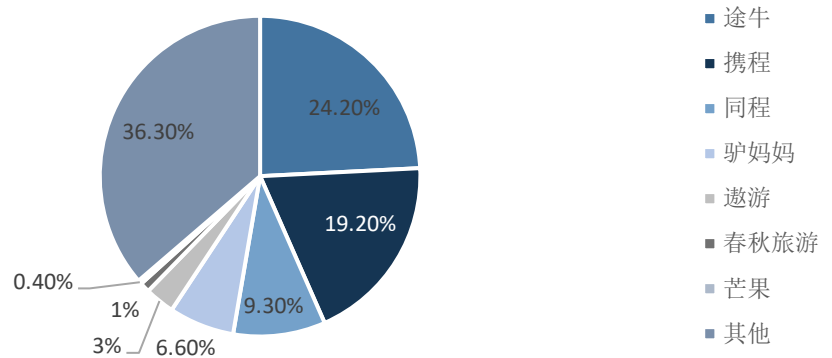
图 8 我国在线旅游市场规模和同比增速



资料来源：易观咨询，德邦研究

我国在线旅游市场的持续渗透，市场规模稳定增长，2018 年上半年在线旅游市场的渗透率已经达到 18.68%。出境游市场 OTA 以途牛、携程、同程获得前三地位，三大企业市场份额高达 52.7%，出境游市场份额逐步集中在头部企业。

图 9 2016 在线出境游市场份额



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究

随着出境游旅客对于移动端数字渠道的依赖，在线出境游市场的渗透率将会继续提升，而未来 OTA 出境游发展的方向主要有三大块，国际机票业务的发展、对于境外单体酒店的议价权以及全行程产品的覆盖。**得益于出境游的发展和国外航班的增设，OTA 有望在国际机票机场不断增加份额。**这方面携程的国际化扩张迅速，2018 年四季度携程的国际业务收入占比总收入的 30%-35%，公司的航空票务业务规模增速是行业增长率的 3 倍左右，国际机票是携程扩张的基础。欧洲和亚洲酒店市场的连锁化程度相对较低，有 40% 以上的酒店仍是单体酒店，目前国际 OTA 巨头 Booking 在欧洲和美洲依靠酒店预定的代理模式发展势头良好，对于单体酒店的议价权很大，并且与国内的携程采取合作模式，国内游客通过携程链接到 Booking 以预定国外酒店。全行程产品以穷游、途牛为例，穷游致力于培育小众目的地引导城市深度游，而途牛以覆盖目的地玩乐为主打，精准匹配旅行途中的消费需求。

### 1.4 跟团游和自由行共存，传统旅行社仍有价值

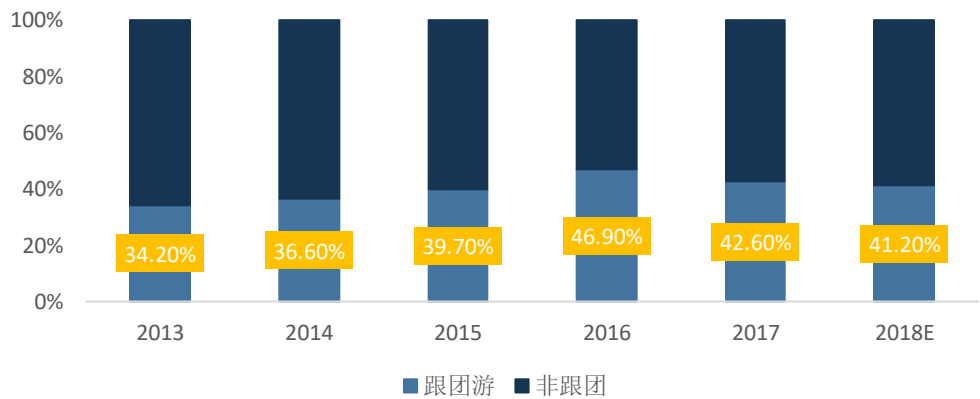
小众目的地的开拓有助于跟团游的比例提升，传统旅行社在地接人员和当地资源方面有优势，虽然受到 OTA 的挤压，但是目前行业处于一个相对平衡的阶段，传统旅行社可以依靠线下赋能线上，O2O 模式打开线上市场。

作为中游渠道端的出境旅行社过去资质限制较多，须取得旅行社经营许可满两年并

获得相关资质后方可经营出境业务，相比一般旅行社，具有较高的经营门槛，出境旅行社的注册资本，应当符合下列要求：（一）注册资本不得少于 150 万元人民币；（二）向旅游行政管理部门交纳 100 万元人民币质量保证金：1984 年，国旅总社于北京成立，成为我国首家开展出境游业务的旅行社。

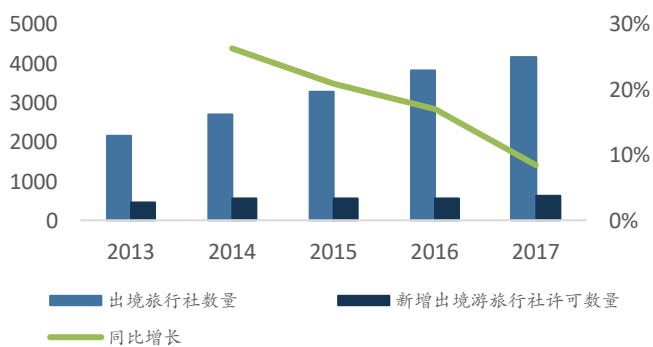
2017 年年底，我国共有出境游旅行社 4151 家，占比近 15%，但是因为没有技术壁垒，资本要求也相对不高，因此竞争激烈集中度很低，传统旅行社中众信旅游发展最为强劲，市场份额最大，但是市占率仍不足 5%，前八大出境游旅行社市占率不足 20%。而且旅行社因为门槛低，几乎是完全竞争的市场，利润率较低，以批发业务为主众信旅游 EBITDA% 在 3.5% 左右，凯撒旅游以零售商起家，而且背靠海航强大的上游资源，因此 EBITDA% 在 6% 左右。在产业链下游，传统线下旅行社面临线上 OTA 的巨大竞争压力。但是传统旅行社的优势在于扎根本地，更了解客户的需求，在面对复杂的长线旅游，消费者更愿意与线下门店的客服人员进行咨询，根据麦肯锡咨询，不同的游客对于旅游的调研和购买方式也是多种多样的，看重性价比的观光客和旅游购物一类的消费者来说，他们更愿意去旅行社的线下门店，随着出境旅游逐步下沉到三四五线城市，消费者仍处于观光游阶段，传统旅行社的优势将会更加明显。

图 10 我国出境游跟团游和非跟团游比例



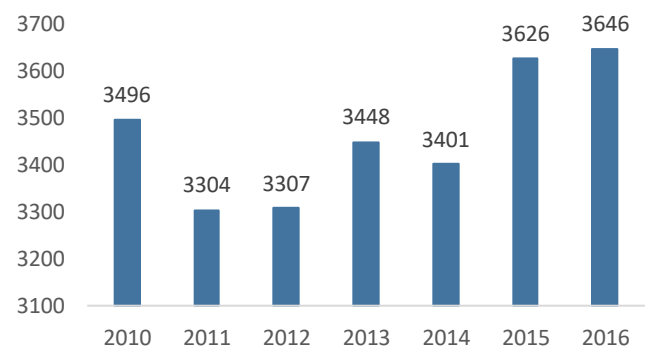
资料来源：易观咨询，德邦研究

图 11 我国出境游旅行社数量和同比增长



资料来源：文化和旅游部，德邦研究

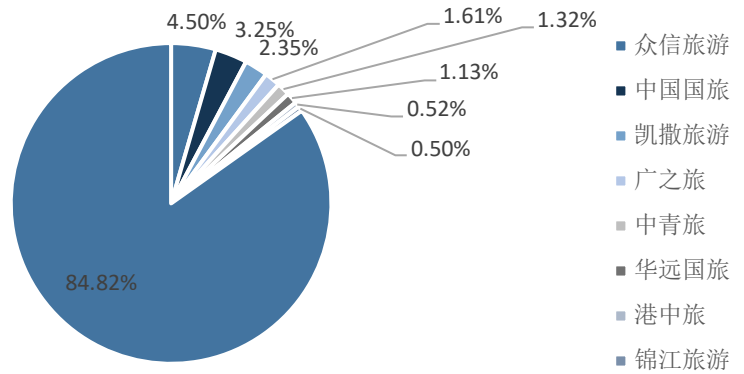
图 12 我国出境游旅行社客单价



资料来源：文化和旅游部，德邦研究

我国境外旅行社在 2014-2016 年发展迅速，市场逐步达到饱和，旅行社经营出现混乱，因此旅游局提升出境经营许可审批难度，处理违规经营的旅行社资质，行业进入成熟期，小的旅行社不断被大的旅行社兼并，行业集中度有望提升。

图 13 线下旅行社份额占比



资料来源：易观咨询，德邦研究

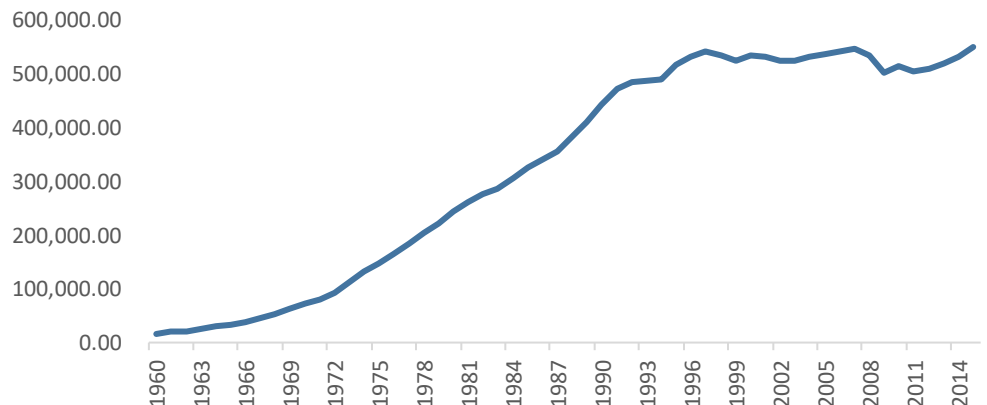
## 2. 出境游的国际经验

### 2.1 日本出境游的发展历史

与我国相邻的日本，在消费和文化上都有很大的相似处，而日本的出境游比我们早 20 年开放。二战后日本为了控制外汇储备对出境游采取了限制政策，直到 1964 年《观光基本法》正式实施，政府宣布境外旅行自由化，日本公民才逐步开始因私出境游。日本同我国一样，也是政府通过一系列产业政策来引导旅游业的发展，因此对于我国的出境游发展有一定的指导意义。1964 年日本出国旅行人数为 12.8 万人。此后到 20 世纪末，日本经历了三次海外旅游热潮，日本出国旅游人数从 1964 年的 12.8 万人增长了将近 130 倍到 1997 年的 1680 万人，而对比同一时期 1965-1993 年，全世界的国际旅游量仅增长了 4.4%，访日的游客增长 9.2%，日本人在海外旅游的发展是非常超前和迅速的。

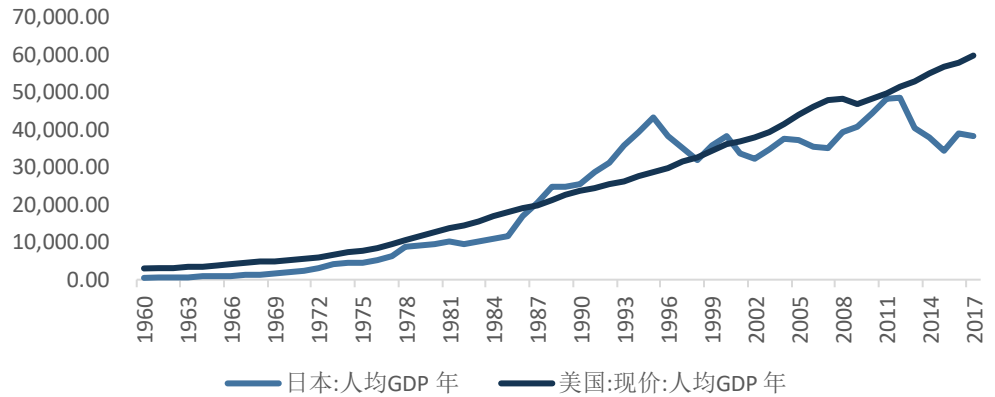
我们认为日本出境游的飞速发展主要得益于三点原因。首先，二战以后日本的经济高速发展，国民收入显著提高。1946 至 1996 的 50 年间，日本的国民生产总值从 132 亿美元增长到 40000 亿美元。1985-1996 年人均 GDP 日本增长 3.24 倍，同期美国增长 1.65 倍。1996 年日本人均 GDP 是 38437 美元，美国人均 GDP 为 29932 美元。1965-1997 年日本国民可支配总收入增长了 16 倍。

图 14 日本国民可支配总收入（十亿日元）



资料来源：wind，德邦研究

图 15 日本和美国人均 GDP 年 (美元)

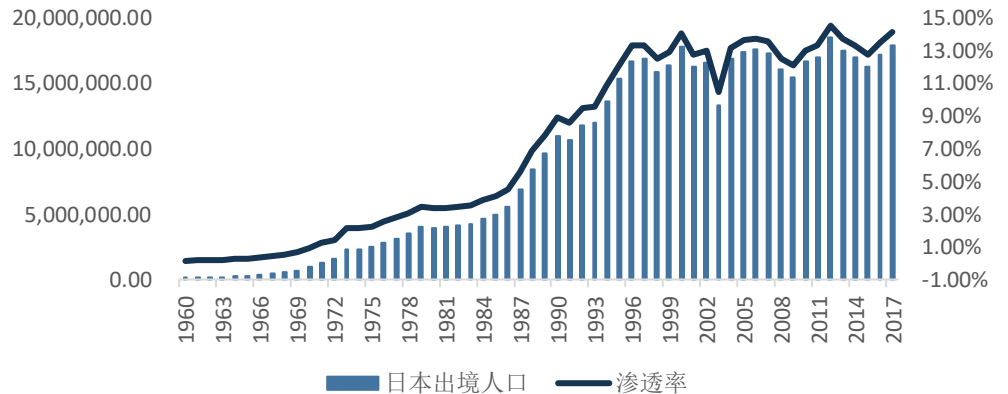


资料来源: wind, 德邦研究

其次, 随着日本科技革命的发展, 生产效率的提高缩短了劳动时间, 休闲时间延长。1996 年实施双休的企业达到 59.3%, 另外随着生活水平的提高, 人们对于生活方式和整体价值观也在不断的进化中, 根据日本总务厅统计局关于“社会生活基本调查年度报告”, 在衣、食、住、余暇、耐久消费品等生活要素中, 休闲旅游的消费在 1983 年之后就占据了首位, 占比大约在 37%。而国际化进程也推动了日本人民对于国外社会的兴趣, 海外旅游成为一个重要途径。

第三, 日元的不断升值使得出国费用下降也推动了海外旅游的发展。1973 年的日元兑美元汇率 1: 301, 1996 年日元兑美元汇率 1:100, 也正是日本出境游高峰期, 不难发现国内货币的强势也带动了出境游的蓬勃发展。此外日本政府推动海外旅游一定程度上也有考虑减少对外贸易摩擦的作用, 日本在 1979-1985 年间贸易顺差增加到 461 亿美元, 海外旅游计划使得旅游支出为赤字, 国际贸易收支总额为黑字, 促进国际收入均衡化发展。

图 16 日本出境人口和渗透率



资料来源: 日本司法部统计局, wind, 德邦研究

日本出境游在 20 世纪 90 年代达到高峰后, 逐渐进入成熟期。由于近 20 年来日本泡沫经济的崩溃、国民经济不景气, 出境游发展出现了滞缓, 长期来说日本出境游的结构也在改善。据统计, 日本人口在 2007 年达到 1.28 亿之后开始减少, 新生儿数量近三年来不足 100 万, 而人口老龄化却在不断进展。日本的老人具有消费能力, 出游意愿强, 但对于出境旅行社的要求会更高, 设施和服务配套都要迎合老年人的需求。我们观察到日本一家独大的旅行社集团 JTB, 出境游市场份额占比 20% 以上, 毛利率水平也比国内出境游旅行社更高。

图 17 日元兑美元汇率

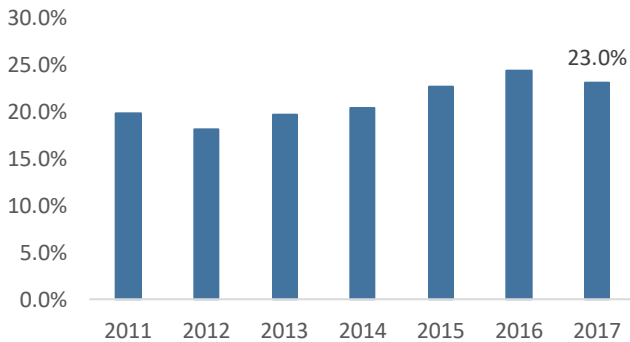


资料来源: wind, 德邦研究

## 2.2 出境游旅行社巨头 JTB

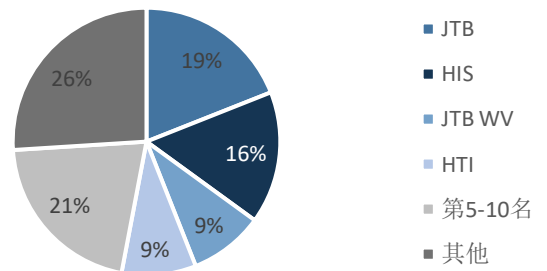
日本旅行社根据不同层次的经营权限可划分为四种类型, 第一类旅行社可以开展国内外旅游活动的组织, 也可以进行产品分销; 第二类旅行社只能组织国内旅行; 第三类旅行社和旅行社代理商只从事旅游产品分销, 单纯的零售商。2017 年日本四类旅行社合计 10301 家, 一类旅行社数量仅 704 家, 占比 6.8%, 但是收入占比超 80%, 日本旅行社 CR10 的总收入占市场份额的 49%。目前 JTB 是日本旅游业的绝对龙头, 市占率稳步提升, 2017 年市占率近 23%。

图 18 JTB 旅行社业务市占率 (整体日本旅行社市场)



资料来源: JTB 年报, 德邦研究

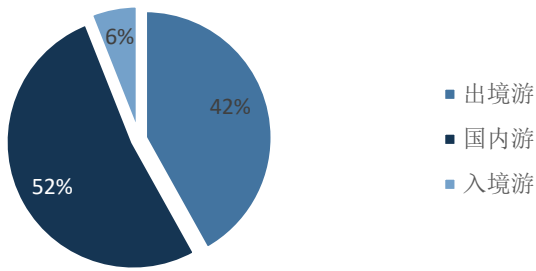
图 19 2017 日本旅行社出境游规模占比



资料来源: Japan Tourism Agency, 德邦研究

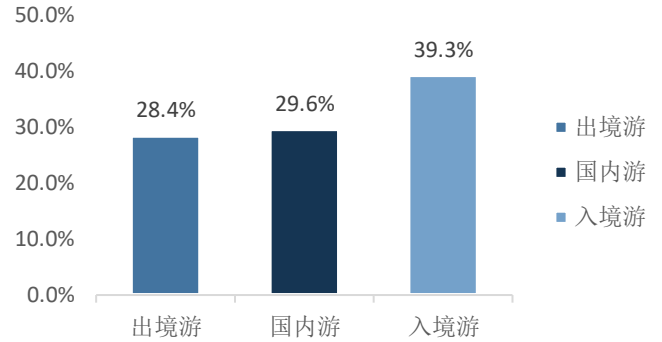
JTB 起源于 1912 年成立的日本旅游局, 距今已经有 100 年历史, 依靠政府背景做大做强出境游市场。旗下的旅行社门店遍布全国, 拥有超过 2500 家零售门店, 在全球 39 个国家, 143 座城市拥有 508 个分支机构, 超过 29000 名员工。是仅次于美国运通公司的世界第二大旅游集团。2017 年集团收入为 13230 亿日元, 其中旅行社业务占比为 83.58%。在旅行社业务中, 国内游和出境游分别占到 52%和 42%, 入境游只占到 6%。

图 20 2017 年 JTB 旅游业务收入拆分



资料来源：JTB 年报，德邦研究

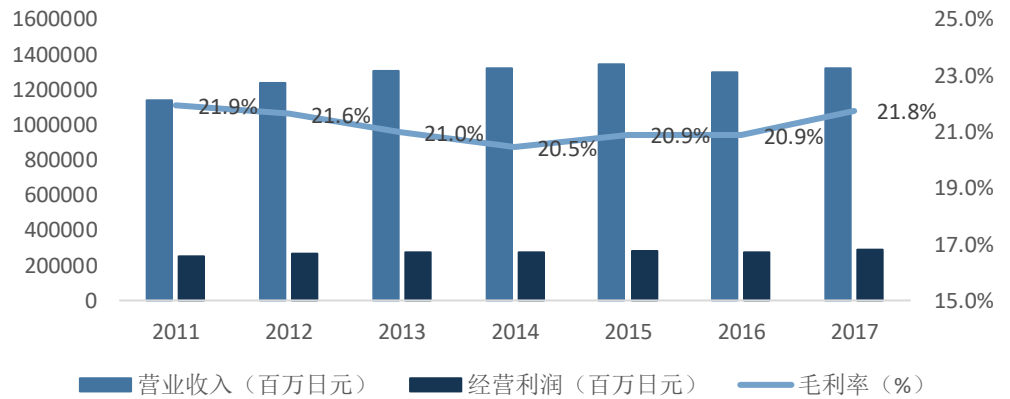
图 21 2017 年 JTB 分旅游业务市场份额（占比日本主要旅行社）



资料来源：日本旅行业协会，德邦研究

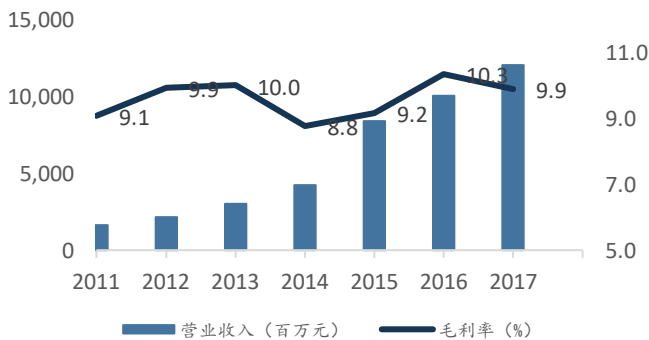
JTB 在行业内的龙头地位和批零一体化的模式使得公司的毛利率较高，持续稳定在 20% 以上，日本第一类旅行社整体的毛利率在 10% 左右，相比较我国的出境游批发商龙头众信，毛利率仅 10%，凯撒旅游是国内较早布局零售端的出境游旅行社，毕竟背靠大股东海航的资源，因此毛利率 18% 相对较高，但是仍低于 JTB。

图 22 JTB 营业收入和毛利（2011-2017 财年）



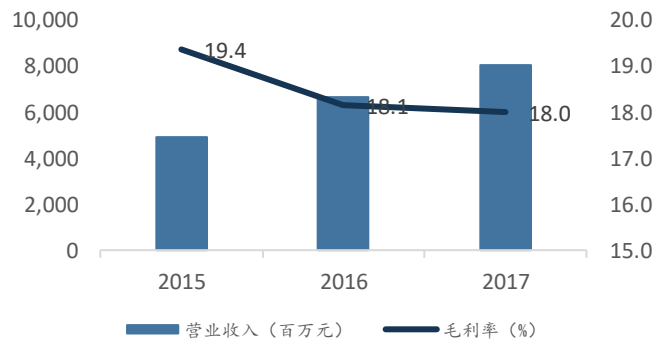
资料来源：JTB 年报，德邦研究

图 23 众信旅游营业收入（百万元）和毛利率



资料来源：wind，德邦研究

图 24 凯撒旅游营业收入（百万元）和毛利率



资料来源：wind，德邦研究

我们认为 JTB 的竞争优势主要在其优秀的商业模式：

**丰富的销售渠道**，主要包括遍布全日本的实体门店零售渠道和大型连锁集团的多媒体渠道。在日本，JTB 有 2500 家旅行社零售门店，除此之外，JTB 创新的自建多媒体终端，JTB 的多媒体终端已经实现与伊藤洋华堂等 5 家大型商业连锁集团的 12000 家便利超市联网，在便利店布设多媒体终端进行旅游产品预约和销售，并且开



发了许多热门和新奇的旅游产品，各种赠券和体验产品，消费者可以在多媒体终端上进行旅游产品预约和在便利店缴费。JTB 的愿景是无论生活在日本的哪一个地方，人们都可以在家附近的多媒体终端上购买旅游服务。JTB 销售终端绑定了旅游企业和商业连锁集团的利益，形成共赢格局。

**多品牌的个性化旅游产品的研发。**JTB 的口号是“以更广泛的选择范围给顾客以更简便的自由选择，从而满足多元化、复杂化和个性化的需求。”JTB 的旅游产品主要分为四大体系：

**国内游品牌“ACE”**，基于日本游客的诉求，推出最具有性价比和吸引力的旅游方式，主要强调质美价优和性价比。

**出境游品牌“LookJTB”**是日本团队出境游的头号品牌，品牌主打个性化，对出境游市场进行细分，为游客提供选择更为广泛的产品，更是不断推出具有特色的细分子品牌，比如豪华型旅游品牌“Look JTB ROYAL”和大众廉价品牌“Look JTB SLIM”。

**入境游品牌“SunriseTours”**定位是最值得信任的合作伙伴，入境游旅客在一个完全陌生的环境中需要的就是值得信赖的消费环境，JTB 能抓住核心诉求提供无微不至的服务。

**TRS 与旅游相关的服务主导品牌**，该品牌主要是提供旅游当中所需要的各种服务和支持，比如说 JTB 信用卡、海外旅行保险、旅行支票、JTB 出版事业等等。

此外 JTB 在会议旅游方面也非常出色，被官方指定为国际会议接待的旅行社。日本作为经济发达国家，每年举办大量的国际会议，JTB 拥有会议总数 70% 以上的接待量。JTB 的会议旅游业务从帮助选择地点开始，考虑会议措施、酒店的接待水平、交通安排以及附近地区的旅游资源，服务还包括制订预算，组织计划，筹备工作和活动操办以及同声翻译和各岗位外语的人员的组合，确保会议成功。**在旅行方式方面**，JTB 的自由行游客，可以采取自由组合方式”，首先可以根据自己的喜好挑选自助游产品，同时又可以以散客的身份参加途中部分路线的团队游。此种方式获得了众多年轻游客的喜爱。

**服务至上的理念。**JTB 的企业价值第一条就是追求客户的满意，切实把握顾客的多种需求，达到超出期望的价值，不断挑战客户满意度 NO.1。对旅游和金融产品进行严格的质量把控，以强大的 IT 系统支撑从旅游资源的获取到产品设计再到市场执行，环环相扣，并且把 JTB 团结、勤劳、守纪、求精的服务理念发挥极致，使得 JTB 的服务水平高居旅游行业前列，同时公司在 1988 年通过引入 JTB 品牌形象设计，致力于提高顾客忠诚度。

## 2.3 国际旅行社新秀 HIS

日本国际旅行社 HIS 于 1980 年在东京成立，注册资本 69 亿日元。自 1985 年第一家海外支店——香港支店正式成立，至今为止在全世界已拥有近 400 家支店，已成为世界旅游行业前 10 强，在日本旅游行业仅次于 JTB 排名第二。2017 年营业额 371 亿元人民币左右，截至目前，公司共拥有 157 家子公司和 17 家附属公司，包括旅行公司，酒店，主题公园，航空公司，保险公司等，同时公司在 70 个国家拥有超过 272 家零售店。

创始人泽田秀雄最早创办 HIS 是定位于一家供应廉价机票为特色的国际旅行社。日本的机票流通渠道大致有三条：一是航空公司直接向顾客出售，价格较高；二是航空公司向 JTB(日本旅行社：Japan Travel Bureau)发售团体票；三是航空公司通过批发商向中小型旅行社出售。后两种情况，由于是批量销售，价格较便宜，且按规定达到一定的数量，还有返利。批发商销售渠道会把卖不完的机票，便再削价出售，HIS 便以低价集纳这类机票，HIS 出售的机票价格只有航空公司直接卖出的五分之一到一半，以更低的票价吸引消费者。

单单出售廉价机票必然面临市场上激烈的竞争，HIS 能在短期内迅速发展，主要得

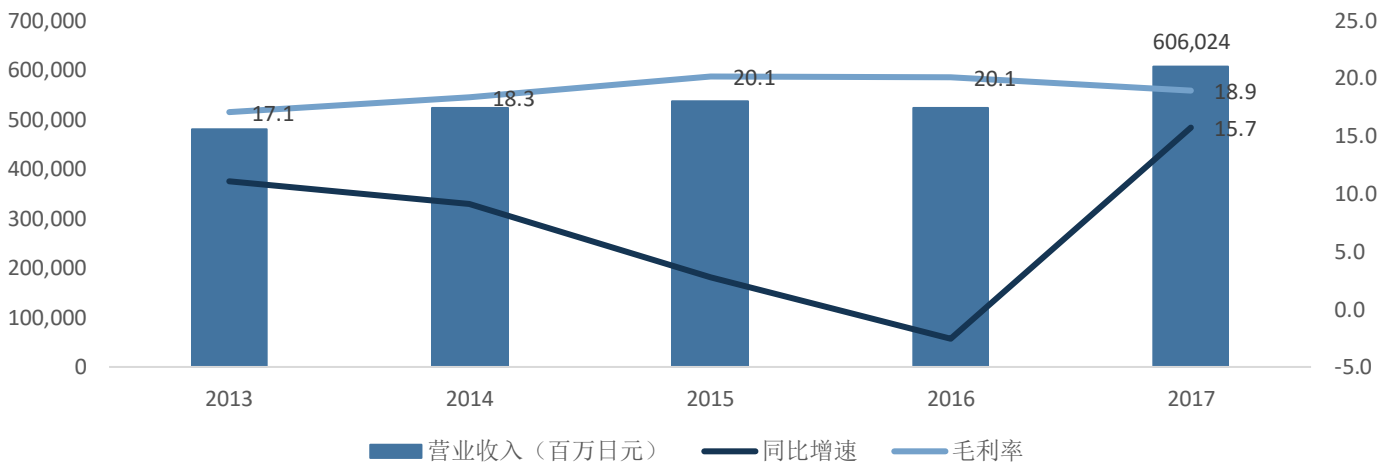
益于两点。

**HIS 在提供廉价机票的同时也提供旅游服务咨询。**创始人泽田秀雄在国外留学期间周游多个国家，作为一个旅游狂热者，积累了各国的旅游知识，廉价机票和旅游咨询服务吸引了年轻的旅游爱好者。便宜的机票价格再加上各种旅游信息服务的附加价值，使 HIS 在日本旅行业界中脱颖而出。

**率先建立全球服务网点。**HIS 的经营发生根本转变的是 1985 年在香港和美国洛杉矶开设营业所。当时的日本除了较大几家旅行社外，在海外设点的旅行社寥寥无几，仅委托当地的旅行社旅馆和交通来安排旅游路线对于注重服务的 HIS 是远远不够的。HIS 领先一步，开始在国外设立服务点，以便更迅速、妥当地安排游客住宿。另外廉价机票有许多是旅游淡季或较冷僻的航线，但因为 HIS 在世界各地设有办事处，冷僻的旅游路线因为安排妥当，设计精致，完美的符合想要节约费用又对于小众目的地充满好奇的年轻人的需求。伴随着近 5 年日本 20 多岁年轻人出国率逐渐复苏，而 HIS 的商业模式偏向于年轻人的喜好，也助力 HIS 在日本的旅行社市场分得一杯羹。

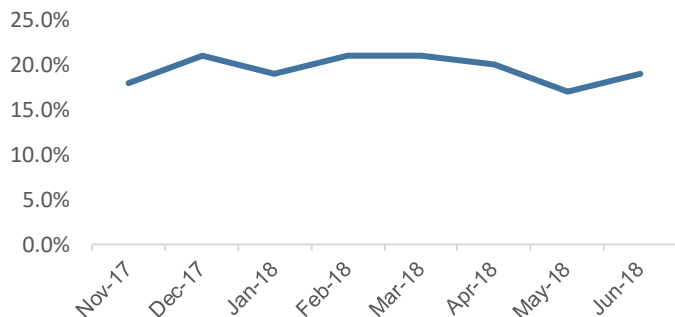
2017 年 HIS 的旅游业务营收占总营收 88.6%，主要分为出境游业务和入境游业务。出境游业务市占率保持在 20%左右。

图 25 HIS 营业收入和毛利率水平（2013-2017）



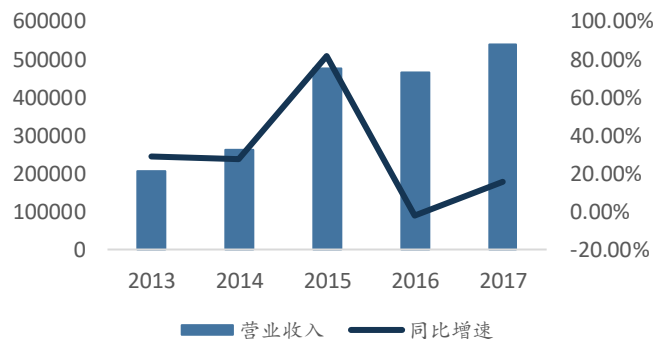
资料来源：wind，德邦研究

图 26 HIS 出境游市占率



资料来源：HIS 官网，德邦研究

图 27 HIS 旅游板块营业收入和同比增速



资料来源：HIS 官网，德邦研究

### 3. 出境游的发展和机遇

#### 3.1 我国出境游的发展仍有潜力

### 3.1.1 交通运力、签证、节假日三大利好促进出境游增长

2018年，居民对服务消费需求持续旺盛。随着旅游市场消费环境日趋改善和旅游产品多样性不断提高，旅游市场持续升温。在收入增长和旅游消费升级推动，以及签证、航班等便利因素影响下，我国出境旅游热度持续攀升。特别是二三线城市新增了大量国际航线和签证服务中心，出国越来越方便。随着“一带一路”建设的不断推进，我国公民出境旅游目的地国家不断增加

**护照签证：**2018年5月25日，英国亨氏顾问公司发布了最新的《Visa Restrictions Index 2018》报告和最新的“亨利护照指数”（Henley Passport Index），对可免签前往国家的数量，对全球护照进行排名。日本凭借免签189个国家/地区排名第一，中国的护照上升到了68名，可免签国家也新增加到了72个（截止20190407）。上升速度可以说相当迅速，2017年时，中国才排到85名，可免签国家只有51个。中国护照的世界升至第68名，虽然并不靠前，落后于排名16的香港和26的台湾，但值得注意的是，中国的增长速度位于世界第三，排名上升了17位。

我国已与145个国家缔结各类互免签证协定，中国普通护照“含金量”继续稳步提高。全球对中国开放了免签或者落地签的国家有72个，互免普通护照签证的国家14个，单方面免签允许中国公民免签入境国家或地区15个，单方面允许中国公民办理落地签有43个国家。目前中国只有5%的公民持有护照，而美国则为40%。

中国公民免签证待遇的国家数量与中国的国际地位和实力相比还是相当不符合的。中国出境游市场在过去的10年中出境人次和出境花费都提升了10倍以上，并且未来也将长期处于繁荣状态。每年选择通过携程预定旅游产品的中国游客约1500万人次，他们的境外旅行在全球创造了1亿个就业机会，越来越多的国家为中国公民放宽个人旅游签证，例如摩洛哥在2016年对中国公民推出了免签证待遇，当年10月国庆黄金周期间，大批中国游客前往小众目的地摩洛哥旅游。我们认为中国护照尚未得到它应得的待遇，当中国的国际地位稳步提升，中国护照的含金量也将越来越高，出境游市场也将会迎来新一轮增长。

**表 1 2018 年对我国免签或者签证简化的国家**

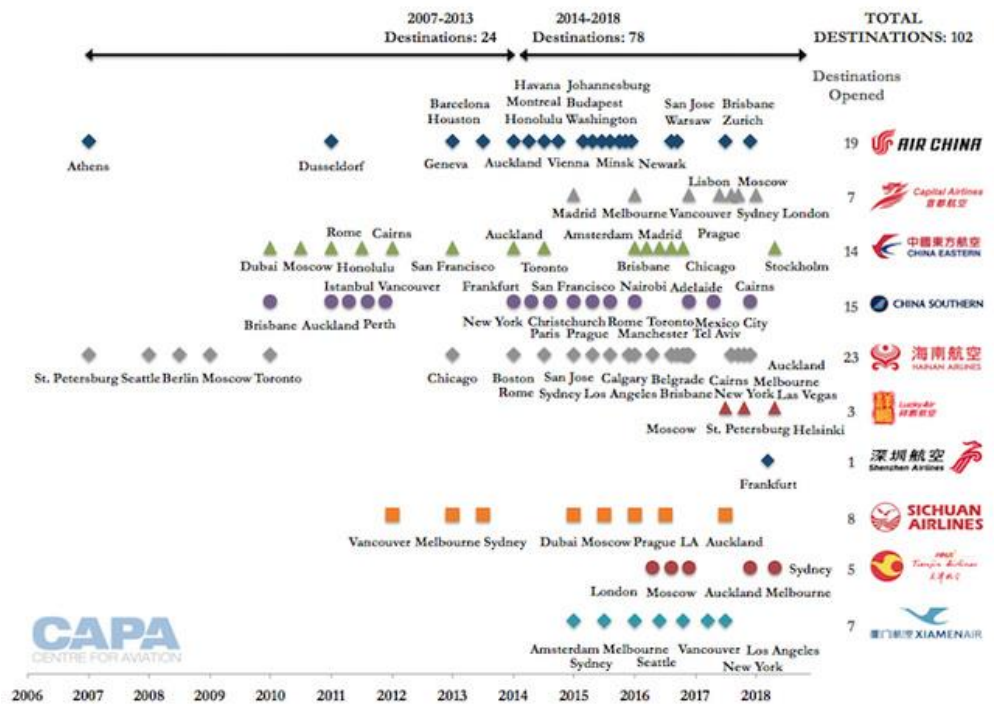
时间	免签国家
1月16日	中国与阿联酋互免签证。
2月3日	圣多美和普林西比共和国对中国实行有条件免签、落地签政策。
3月22日	阿尔巴尼亚政府宣布旅行旺季（4月1日至10月31日）对华免签证。
4月12日	安哥拉对中国开放了电子签证。
5月29日	中国与波黑持普通护照免签正式生效。
6月10日	冈比亚对中国实行有条件免签、落地签政策。
6月11日	阿曼对中国开放了电子签证。
7月1日	津巴布韦对短期赴津旅游的中国公民实行落地签证政策。
7月9日	巴林对中国实行有条件免签、落地签政策。
7月28日	乌兹别克斯坦对中国开放了电子签证。
8月10日	中国和白罗斯互免签证。
10月1日	缅甸对中国公民实行落地签。
11月24日	博茨瓦纳向全球游客实行落地签证政策。
12月21日	中国与卡塔尔互免签证。
2019年1月1日	乌克兰对中国开放电子签证，取消落地签。
2019年1月4日	日本再次放宽对华旅行签证政策。

资料来源：中国领事服务网，德邦研究

**交通运力：**根据亚太航空研究中心（CAPA）的数据，2007年-2013年，中国航空公司开通的洲际航线24条，但是在2014年到2018年，短短五年时间，中国航空公司开通的洲际航线数量达到78个，数量翻了两倍。并且我们可以看到不仅仅是三大航在加快国际市场布局，包括海航旗下的天津航空和祥鹏航空，四川航空、厦门航空这样

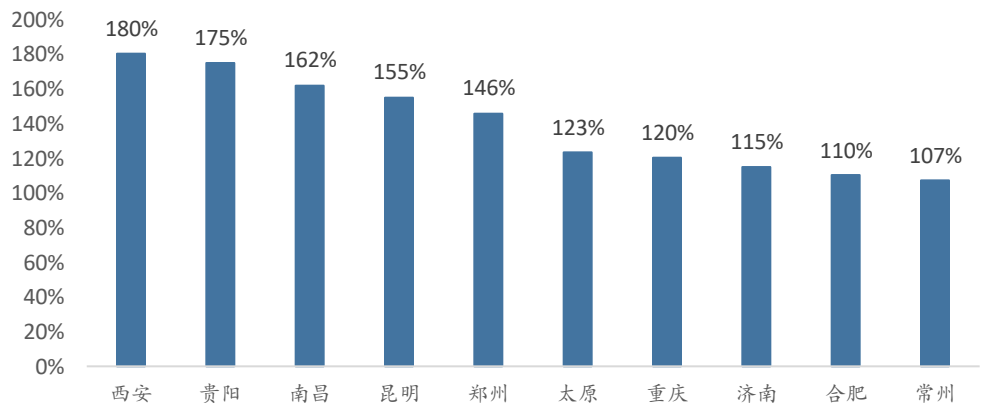
的中型航空公司也都加入国际航班的争夺。

图 28 中国航空公司洲际航线新开数量（2007-2018）



资料来源：CAPA，德邦研究

图 29 2018H1 出境游同比增长前十的城市



资料来源：公开信息整理，德邦研究

虽然北上广深等一线枢纽机场航线资源日趋紧张，航线、时刻等资源极度稀缺，但是二线城市经济快速发展，部分区域中心城市已具备了开通欧美远程航线所需的市场规模，如成都、西安、重庆等地，对外经贸、文化交往不断深化，赴欧市场规模有了很大提升。国内一些重点二线城市逐渐成为航空公司业务拓展的必争之地。

根据民航局官网信息，2018年，海航将会开通十余条新的国际航线，而天津航空将会开通从重庆出发，经停南京和郑州前往莫斯科、墨尔本和悉尼等航线；四川航空将会陆续开通前往特拉维夫、波士顿、哥本哈根和开罗等地的洲际航线。截止2019年4月份成都的国际（地区）航线数量已刷新至116条，其中定期直飞航线64条。从出境游增速的前十大城市排名来看，二三线城市增长迅猛。

**假期延长：**我国目前的节假日安排过于集中，人员流动数量庞大、拥挤，旅游体验较差，也给旅行经营者带来困难，安全隐患不断，五一长假也因此被取消。但是随着社会科技的发展，景区安排越来越合理，交通运输网络的支持等，目前景区的



承载量已经又上升到一个新的台阶，两会期间有关假期长短的问题始终能引发热议，有全国人大代表建议将春节假期延长，还有全国政协委员建议恢复“五一”长假。

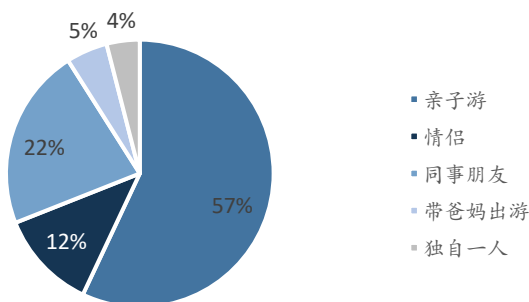
2019年两会期间有媒体关注今年劳动节假期仅安排五一当日，是否还会有五一小长假，李克强总理表示将充分听取大家的意见，抓紧研究方案。随即国务院办公厅发布关于调整2019年劳动节假期安排的通知，将“五一”小长假从仅休1天延长为调休后4天连休，显示了国家对于推动国民休闲娱乐，旅游行业的积极态度。另有旅游研究院专家也表示：“我国的休假制度并不比西方国家落后，但是执行得不好，尤其是带薪休假，核心问题还是要落实好带薪休假制度。”未来假期的延长以及带薪假期制度的落实，也将进一步推动出境游的发展。

### 3.1.2 老龄化、亲子游助力传统旅行社

**银发旅游产业：**我国老龄化社会进程加速，截止2016年底，国内大陆总人口13.8亿人，65岁以上老年人口总量1.4亿人，占比11%。超过了老龄化社会标准的7%，表明我国已进入老龄化社会。随着国内老龄化的加剧，老年人的养老养生休闲度假的需求越来越旺盛，老年人生活单调，渴望更加丰富的精神生活，根据调查，如果身体条件和经济条件允许，81.2%的中老年受访者表示愿意去旅游，明确表示不愿意去旅游的仅占9.7%。老年银发游的成行渠道，旅行社仍然占据着绝对主导，旅行社及其渠道贡献了70%左右的老年游客流，传统旅行社门店是最重要的销售渠道，占比近60%。在出境游产品的选择方面，老年人由于语言和身体的原因更偏好跟团游形式，携程发布的《2016中国老年游市场报告》显示，63%老年人选择跟团出行的方式。传统出境游旅行社在银发旅游产业具有先发布局优势。

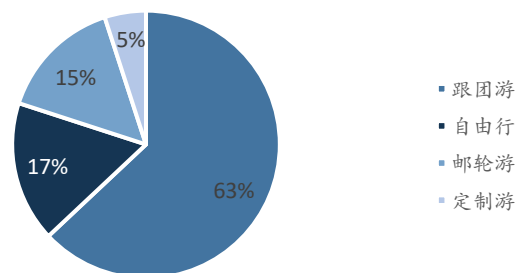
**亲子游产业：**亲子游起源于1998年的游学项目的兴起，研究+旅游、亲子互动、寓教于乐的理念深入人心，2013年热门亲子综艺《爸爸去哪儿》，引发亲子游热点，旅游产业纷纷进入亲子游市场，国内亲子游市场规模在过去几年内高度爆发。新中国第三次婴儿潮发生于1986-1990年间，近年来随着80/90后成年并成家，充当消费主力，2015年二胎政策开放，助力亲子游市场快速爆发。携程2018年暑假的跟团游数据显示，亲子家庭出游依然占比最高，占到57%，其中国内最热门的亲子目的地是桂林，而曼谷成为国外最热门的亲子目的地。

图 30 2018 年暑期跟团游人群类型分布



资料来源：携程旅游《2018年暑期跟团游报告》，德邦研究

图 31 老年人旅游方式



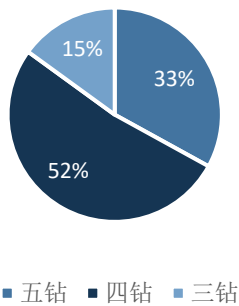
资料来源：携程旅游《2016中国老年游市场报》，德邦研究

随着80/90后成为消费主力，亲子游对于跟团游的要求也相对较高，目前跟团游逐步摆脱低价低质和同质化的标签，就暑期跟团游市场，携程旅游相关专家表示，“如今的跟团游早不是传统落后的代名词，而跟团游在经过多年发展后，也正在摆脱低品质和低价格的偏见。伴随着国民的旅游升级，将会出现越来越多的高品质跟团游产品，而携程未来也将在跟团游体验上继续深挖，丰富跟团游的类型。所以总的来说，跟团游会一直存在，而发展的方向将是高品质、精品化、定制化、高自由度来满足个性化需求。”

从携程报告中发现，2018年暑期选择高钻产品的游客明显增多，四钻五钻产品占比提升20%，占总量的85%。在目前携程线上售卖的多条私家团线路中，在暑期私家团最热门的目的地是巴厘岛，私家团的出行人数已占到跟团游的12%，人均消费在

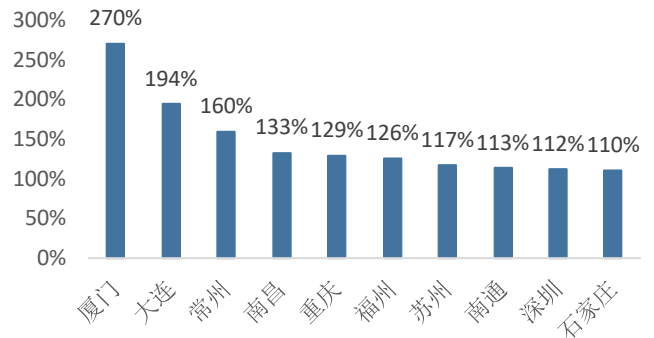
7000-8000元，其中大部分游客都是带娃出行，占比达58%。根据携程跟团游数据，在2018年暑期出行中，参与私家团的人数增长超过105%，已经占到跟团游总人数的10%。

图 32 2018 年暑期携程跟团游产品钻型选择



资料来源：携程旅游《2018年暑期跟团游报告》，德邦研究

图 33 2018 年暑期携程私家团增幅

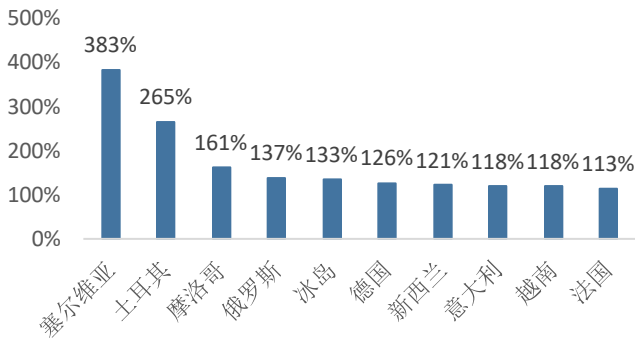


资料来源：携程旅游，德邦研究

### 3.1.3 小众路线、精品定制游崛起

**小众目的地：**出境游消费者从出境观光游上升为探索体验游，趋势初见端倪。而类似穷游、Feekr 和马蜂窝的 UGC 旅游社区，通过挖掘用户游记、评论、问答等数据，充分整合目的地游玩以及产品信息，帮助用户制定旅游行程、选择行中具体游玩产品，比如穷游致力于培育小众目的地和深挖目的地新奇玩法。而传统旅行社众信旅游在小众目的地也有布局，2018 年主推新品牌线路，沿“一带一路”经济带非洲国家开拓并与当地多个旅游局展开合作，借助小众目的地的稀有自然和人文资源，满足消费者对于高质量出境游的体验需求。

图 34 2018 年上半年游记涨幅排名



资料来源：公开资料整理，德邦研究

图 35 2018 年新兴出境旅游目的地



资料来源：易观咨询，德邦研究

根据穷游 2018 年出境游大数据报告，小众目的地不再小众，从国人出境游目的地的选择来看，部分曾备受追捧的热门目的地呈现下降趋势，包括泰国、韩国等。小众目的地开始受到旅行者的关注与喜爱，呈明显上升趋势，其中，克罗地亚、墨西哥、葡萄牙首次进入穷游热门目的地 Top30。同时，小众目的地的崛起也受签证政策的影响。2018 新增免签目的地如阿尔巴尼亚、波黑、白俄罗斯等，其目的地热门指数也在免签政策公布后应声上升。

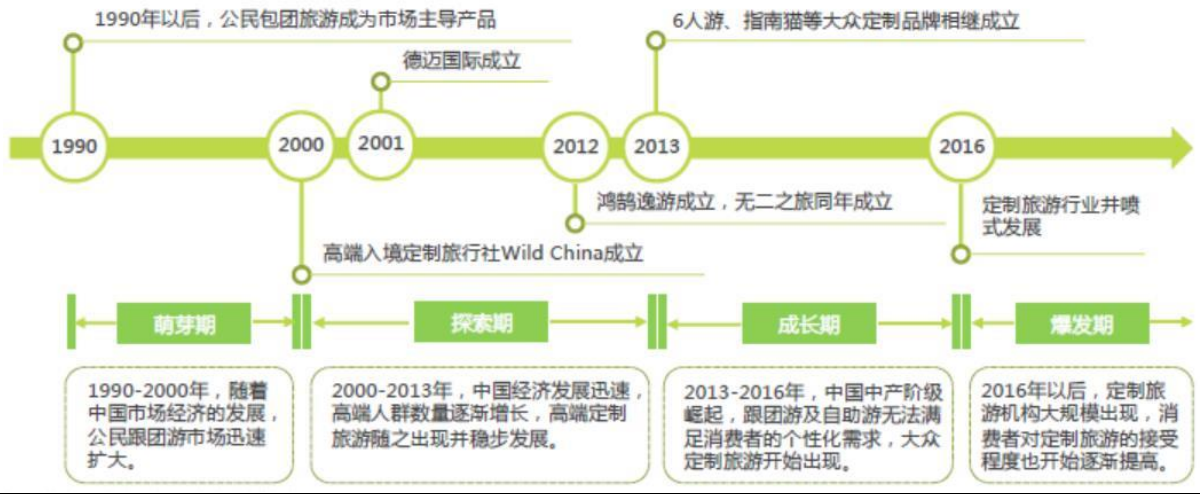
数据显示，2018 年上半年，塞尔维亚和土耳其的新增游记量涨幅最大，分别达到 383% 和 265%。摩洛哥、俄罗斯和冰岛紧随其后，涨幅均在 130% 以上。作为欧洲首个对华免签国，塞尔维亚自 2017 年以来成为新兴欧洲旅游目的地，吸引大批自由行游客到访。

**定制游：**我国的定制游起源于 1990 年，在 2013 年之前，定制游主要是高端人士旅行的选择并且稳步发展，超过半数的高端旅游者（58%）表示他们体验过私人定制旅行服务。同样，55% 的高端旅游者表示个性化服务是他们继续成为一家旅行社顾客的原



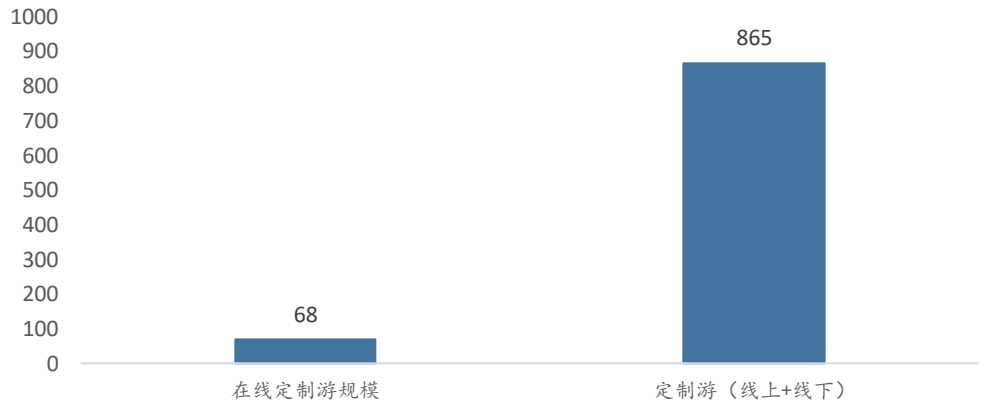
因。2013年跟随者中产阶级的崛起，跟团游无法满足个性化的旅游路线，而自助游较为繁琐，并不适合80/90后消费主力的家庭游的需求，因此大众定制游应运而生。定制游属于旅游的非标品，市场在线化率比较低，线下传统旅行社的定制游空间相对比较广阔，未来随着定制游工具越来越智能，线上渗透率也将有所提高。

图 36 定制游发展历史



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究

图 37 2017 定制游市场规模



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究

传统线下旅行社可以借助消费者对于旅游个性化的需求，摆脱传统旅游批发商低毛利的业务，转型道路主要有两方面，① 资源端：整合更多的上游资源，能够在客户提出需求时及时给到并能获取最大利润；② 用户端：定制游用户的高粘性和高社群传播性使得旅行社在满足第一单定制需求后能够实现其定制游业务的良性健康发展。

### 3.2 机遇：免税和出境游旅行社

#### 旅游零售业的机遇：

机场旅游零售业迅速整合，高于整个旅行零售行业的整合。根据麦肯锡报告，在机场零售市场，商家通过与品牌展开合作来扩大规模、拓展业务，以挖掘潜在的价值主张。商家开始垂直销售，尤其是高利润品类。考虑到机场好比城市的一张名片，是游客了解一座城市的第一印象，越来越多的品牌开始采用直销方式。在排名前十的机场零售商会中，有九家同时也位居旅游零售业前十。2015年，前三大机场零售商总收入达到130亿美元。

国内免税业务龙头中国国旅旗下中免集团，在 17-18 年度收购日上免税店，之后连续中标上海浦东和虹桥机场，北京首都机场，在建中的北京大兴机场。浦东机场是国内出境游客吞吐量最大的机场，首都机场的整体吞吐量 2018 年突破一个亿，全国排名第一。另外广州白云机场、杭州南京成都昆明青岛乌鲁木齐济南等地的机场免税经营权都落入中免集团，中免未来有望继续整合机场免税业务，规模效应之下有望与品牌深度合作，议价权更高。

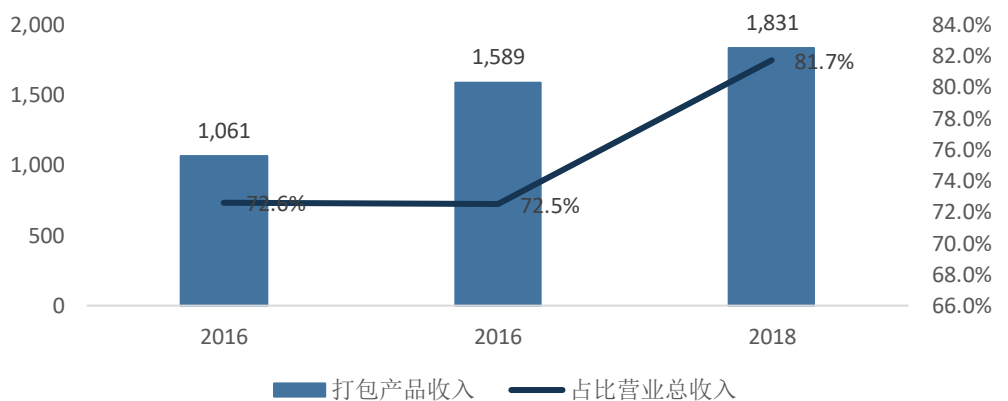
### 旅行社的机遇：

途牛（TOUR.O）是中国领先的在线休闲旅游公司，专注于打包旅游产品，其中出境游产品和服务占打包旅游产品的 67%。2018 年第四季度，打包旅游产品收入为 3.576 亿元人民币（合 5200 万美元），较 2017 年同期增长 23.3%。2018 年全年打包旅游产品收入为 18 亿元人民币（合 2.663 亿美元），同比增长 15.2%。这一增长主要源于跟团游收入的增长。长期来说跟团游在较长的时间周期中仍有很大需求，尤其是一些特定的目的地，比如欧洲、非洲等较为复杂的目的地，因此途牛的跟团游占比一直没有下降。

截至 2018 年 12 月 31 日，途牛拥有 29 家自营地接社，4 家为海外地接社，509 家自营门市，其中自 2018 年 1 月 1 日新增 345 家自营门市，不难看出途牛目前正在积极布局线下自营门店完善服务和销售网络。2019 年 Q1 零售门店的收入贡献占到 20%，整体来看每季度都在不断提升，零售门店开业一年基本能够保证盈亏平衡。

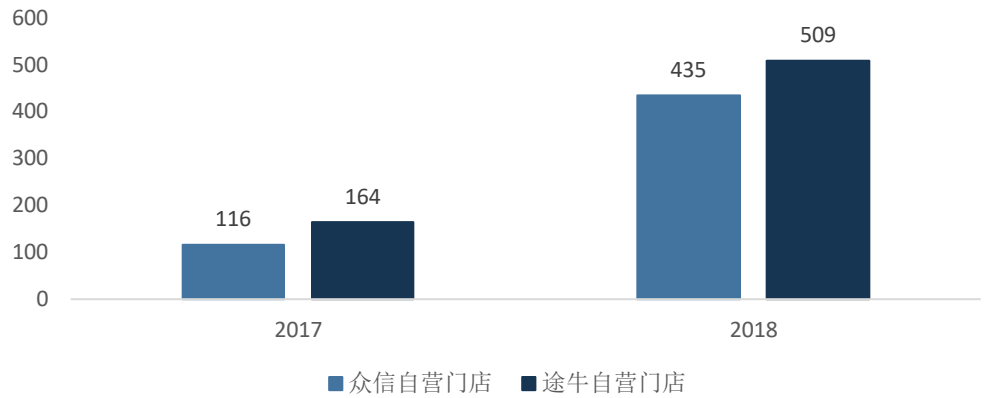
2018 年途牛完善了销售和服务网络，开设了多家自营门市和地接社，为更多客户提供了更优质的产品和服务，也取得了不少成绩。未来途牛将继续努力提升产品质量，优化客户体验，利用公司在打包旅游产品上的核心优势，实现差异化，更好地服务和维护消费者。”途牛方面认为，打包游旅游产品依靠的更多是产品、服务以及附加能力，线上旅行社也要做线下服务。差异化竞争，服务至上或许是出境游旅行社行业胜出的关键。

图 38 途牛打包产品营业收入和占比



资料来源：途牛年报，德邦研究

图 39 传统旅游批发商和 OTA 都在布局线下自营门店



资料来源：众信年报，途牛年报，德邦研究

## 4. 行业重点公司投资建议和风险提示

### 4.1 众信旅游：抢占上游资源加强地接服务

众信旅游是全国最大的出境游批发商之一，主要从事出境游批发、出境游零售、整合营销服务业务，在北京、天津、上海等城市设有旅游零售门店。主打出境游目的地包含欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游及亚洲短线周边游。2018年公司营业收入122亿，归属净利润6487万元，于2018年12月底正式完成对竹园国旅的合并，竹园国旅成为公司的全资子公司，批发商强强联合，市占率提高，有望发挥规模优势。

公司积极布局毛利较高的出境游零售业务，2018年公司快速扩充了门店的数量，截至2018年底，公司拥有零售门店435家，较2017年增加了300余家。2018年公司出境游零售业务实现营业收入23.03亿元，同比增长12.39%，占整体收入比重18.9%，其中直营零售门店的毛利率为16.70%，同比继续增长。

公司积极抢占目的地资源加强地接服务，已逐步在欧洲、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，包括日本地接社RCC，欧洲跃动旅行，德国开元，美国众信天益，均为当地华人地接社龙头，年服务人次均在5-10万人次。

### 4.2 凯撒旅游：背靠海航资源，零售端先发优势

公司最早国内较早从事出境游零售业务的旅行社，在渠道方面以分公司及门店结构进行全国布局，在北京、上海、广州、成都以及沈阳等多个口岸及核心商业城市设立分子公司，拓展线下销售网络，截至目前，公司的营销及服务网络已经覆盖全球50余座城市的200余个高端商业中心或核心社区。2018年旅游零售业务实现营收47亿，占比57.6%，毛利率16.22%。

在全球化布局目的地资源方面，公司与国内、国际的80多家航空公司、11家全球性邮轮公司均建立了密切合作关系并达成了深度合作，对上游资源拥有较强的掌控能力。公司在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶等地较早地建立了旅游目的地接待公司，并与全球各大洲100多个国家和地区的境外接待机构建立了合作关系。

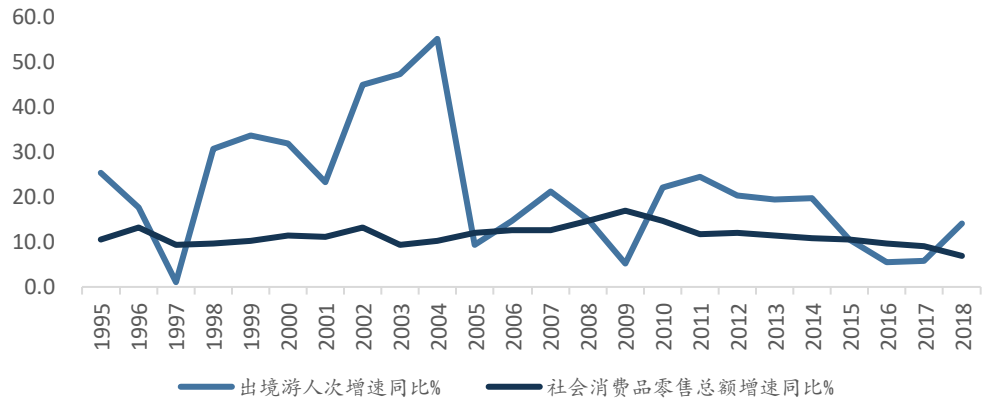
公司大股东为海航，背靠海航旗下的航空、机场等资源相关资源，公司另有航食、铁路配餐业务，逐步渗透到具有产业相关性的其他细分餐饮行业（如铁路配餐、大型会展配餐）之中，航食业务发展稳定，2018年营收8.9亿元/+6.35%，毛利率42.7%/+1.26pct。

### 4.3 短期虽有波动，但行业增速整体仍有两位数

除个别年份因为政治地缘事件，20多年来出境游人次年复合增长20%，2018年

仍保持了 14% 的增长，超过整体社会消费品零售。而整体出境游人次仅占到全国人口的 11%，渗透率相对欧美日本等地区仍低。随着我国经济的发展，城镇化的进程仍在持续，人均可支配消费的增长，旅游成为日常消遣娱乐的方式，出境游行业未来发展值得期待。目前出境游旅行社因为门槛较低，竞争较为激烈，行业处于杂乱无序的混战阶段，参照日本的经验，未来精致化的产品设计，人性化的灵活服务，或将使行业龙头崛起，走出一片红海，迎来广阔发展前景。

图 40 出境游人次增速同比和社会消费品零售总额增速同比 (%)



资料来源: wind, 德邦研究

#### 4.4 风险提示

地缘政治事件影响出境游增速，宏观经济下行，人民币汇率波动。

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。