



Research and
Development Center

旅游行业增速放缓，头部企业优势凸显

社服行业 2019 中期投资策略

2019 年 6 月 20 日

陶伊雪 行业分析师

旅游行业增速放缓，头部企业优势凸显

2019 中期投资策略报告

2019 年 6 月 20 日

本期内容提要：

- ◆ 2019 年上半年我国旅游市场整体增速放缓，民航客运量、铁路客运量增速低于前 5 年平均水平。19 年 Q1 我国出境游总人数约 4,300 万人，同比增长 13%，出境游恢复高增长，但我国赴美游客近期出现大幅下滑。人民币购买力与出境游增速存在相关性，受汇率波动影响，19 年我国出境游增速或有所下滑。

酒店行业原供不应求的情况正在发生变化，需求下降明显，反应企业主对经济波动的担忧。上市酒店集团 RevPAR 增长主要靠升级因素推动。

免税板块受益于消费升级和政策红利，免税销售额将保持快速增长，预计 2019、2020 两年复合增长率 17.6%。寺库、凯撒旅游通过参股形式进入免税行业，显示企业与资本市场对免税行业的青睐。

- ◆ **行业评级和建议关注：**2019 年旅游行业将持续稳步发展，受汇率等影响，我国出境游增速或有所下滑；酒店板块，企业主对经济波动的担心仍将影响境内酒店行业表现，酒店行业供需正在发生变化；免税行业继续在消费升级背景和政策红利下快速发展，建议关注；同时注重景区内精神消费、口碑建设的人造景区值得关注。在旅游常态化和物质、精神消费升级的推动下，旅游行业开始进入注重体验、需求多样的 3.0 时代，各旅游企业开始调整发展布局，深挖客户需求，提高产品质量。鉴于新背景下旅游行业各参与方处在探求新平衡阶段，加之外部环境因素可能影响整个行业正常发展，因此维持“中性”评级。
- ◆ **建议关注：**中国国旅（601888.SH）、中青旅（600138.SH）。

风险因素：宏观经济下行，政治外交紧张。汇率波动剧烈，恶性事件频发。行业竞争加剧，增速不达预期。气象灾害不断，极端天气频发。

证券研究报告

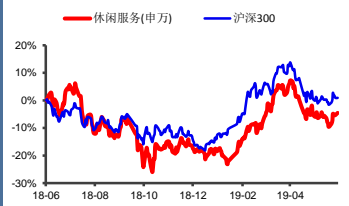
行业研究——投资策略

社服行业



上次评级：中性，2018.12.10

申万休闲服务相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

陶伊雪 行业分析师

执业编号：S1500517070002

联系电话：+86 10 83326790

邮箱：taoyixue@cindasc.com

相关研究

《旅游行业 2019 年度策略：旅游 3.0 时代——遇见更好的自己》

2018 年 12 月 10 日

《旅游行业 2018 中期策略：酒店进入上行周期，关注免税及人造景区》

2018 年 6 月 25 日

《旅游行业 2018 年度策略：酒店迎来上行周期，关注免税及出境游》

2017 年 12 月 12 日

《酒店周期探索：酒店行业何时迎来繁荣期》

2017 年 8 月 29 日

目录

基本观点	3
旅游行业增速放缓，下半年出境游增速或下降	5
出境游恢复高增长，赴美游客增速大幅下滑	6
在线旅游增速放缓，马太效应凸显	9
18年在线旅游市场特征	10
酒店行业供需发生变化，RevPAR 增速持续下降	12
我国酒店行业供求关系正在发生变化	12
成本费用率下降带动利润率增长	15
建议关注：锦江股份（600754.SH）、首旅酒店（600258.SH）	16
离岛免税高增长略放缓，更多玩家欲入局	17
离岛免税高增长略放缓	18
寺库、凯撒旅游通过入股中出服旗下免税店意图染指免税业务	20
继续看好免税行业高增长，中免或进入“越大越强”良性循环	21
建议关注：中国国旅（601888.SH）	22
成熟景区平稳发展，新入竞争者处境艰难	23
全球主题乐园接待总量破 5 亿，我国最佳投资期已过	23
传统景区发展成熟，新型综合性景区更具吸引力	26
建议关注：中青旅（600138.SH）	27
行业评级	28
公司推荐	29
中国国旅（601888.SH）	29
中青旅（600138.SH）	29
2019 上半年市场回顾	31
风险因素	33

图表目录

图表 1: 全国旅游收入（亿元）及 YOY	5
图表 2: 全国旅游人次（亿人次）及 YOY	5
图表 3: 我国民航客运量（万人）	5
图表 4: 我国民航客运量增长（%）	5
图表 5: 我国铁路客运量（万人）	6
图表 6: 我国铁路客运量增长（%）	6
图表 7: 2018 年我国出境游增长情况（%）	6
图表 8: 2019Q1 我国出境游增长情况（%）	6
图表 9: 中国赴美游客量及增速（千人）	7
图表 10: 中国赴韩游客量及增速（千人）	7
图表 11: 14Q4~19Q1 出境游人数（剔除萨德影响）增速与人民币对美元折算率及预测	8
图表 12: 我国出境游人次（百万）、人均单次消费（千元）及预测	8
图表 13: 我国出境游消费总额（十亿人民币）、YOY 及预测	8
图表 14: 中国在线旅游市场交易规模（亿元）及增速	9
图表 15: 互联网用户活跃数（亿人次）及增速	9
图表 16: 中国在线旅游市场细分市场结构变化情况	10
图表 17: 中国在线旅游市场厂商份额情况（外环 18 年，内环 17 年）	10
图表 18: 中国部分酒店集团 APP 月度总使用数	10
图表 19: 2018 年中国新中产旅游的目的	11
图表 20: 2012 年 1 月-2019 年 5 月中国内地酒店业市场供需和 RevPAR 同比变化率	12
图表 21: 2012 年 1 月-2019 年 5 月中国内地酒店业市场供需对 RevPAR 变化的贡献	13
图表 22: 国内一线城市全服务型与香港中价酒店 RevPAR 增速对比	14
图表 23: 国内一线城市有限服务型与香港旅馆 RevPAR 增速对比	14
图表 24: 香港中价酒店 TTM RevPAR	14
图表 25: 香港旅客宾馆 TTM RevPAR	14
图表 26: 经季调的锦江境内经济型酒店 RevPAR（元）及信达预期	15
图表 27: 经季调的锦江境内酒店 RevPAR 变化（%）及原因	15
图表 28: 锦江股份、首旅酒店、华住逐季销售管理费用率	16
图表 29: 2008~2025 全球奢侈品销售额与免税品销售额（亿美元）	17
图表 30: 2008~2025 中国奢侈品销售额与免税品销售额（亿元）	17
图表 31: 离岛免税销售额（亿元）	18
图表 32: 离岛免税销售额 TTM 同比（%）	18
图表 33: 离岛免税购物人数（万人次）	18
图表 34: 离岛免税购物人数 TTM 同比（%）	18
图表 35: 人均离岛免税消费额（元）	19
图表 36: 美兰机场 2014~2018 年免税销售客单价与购买转化率	20
图表 37: 2015~2018 年中国部分主要机场旅客吞吐量（万人次）	21
图表 38: 全球排名前 10 位的主题乐园集团	23
图表 39: 全球排名前 25 及亚太排名前 20 主题乐园游客增长率（%）	24

图表 40: 亚太地区排名前 20 的娱乐/主题乐园	24
图表 41: 15~18 年我国主要人造乐园景区游客接待量 (万人)	25
图表 42: 15~18 年我国主要人造乐园景区游客接待量增速 (%)	25
图表 43: 部分上市公司景区游客接待量 (万人)	26
图表 44: 部分上市公司景区游客量增速 (%)	26
图表 45: 沪深 300 与申万休闲服务板块及其各子版块走势 (%)	31
图表 46: 申万行业涨跌幅 (%)	32
图表 47: 休闲服务板块个股涨跌幅情况 (%)	32

基本观点

旅游行业增速放缓，下半年出境游增速或下降

2019年上半年我国旅游市场整体增速放缓，民航客运量、铁路客运量增速低于前5年平均水平。19年Q1我国出境游总人数约4,300万人，同比增长13%，出境游恢复高速增长，但我国赴美游客近期出现大幅下降。人民币购买力与出境游增速存在相关性，19年Q1人民币兑美元稍有升值，人民币购买力加强带动我国出境游增速反弹。如果人民币兑美元汇率稳定在目前水平（即人民币兑美元折算率0.143左右），我们预测2019年全年出境游增速将从2018年的12%下滑至5~8%左右。出境游的长期增长机会则来自于我国消费者收入的不断提高和消费观念的不断成熟。

酒店行业供需发生变化，RevPAR增速持续下降

近年来我国酒店行业需求端的增长高于供给端的增长，行业不断向供不应求的状态靠近，带动RevPAR不断向好，并在2017年开始实现正增长。而自2018年四季度开始，我国酒店的需求增速已下降至与供给增速接近的水平，需求增速下降导致2018年4月之后RevPAR增速的持续下降，到2019年4月我国酒店行业TTM RevPAR增长率已转为负数。

酒店供给下降或需求上升对RevPAR有正贡献，反之有负贡献。目前酒店行业供给上升，需求下降，供给和需求都表现出对RevPAR的负贡献，导致RevPAR增速快速下滑。

离岛免税高增长略放缓，更多玩家欲入局

在中国居民消费升级和国家引导消费回流的政策推动下，我们预测我国免税销售额快速增长，从2016年开始复合增长率18%的10年高速增长期。我们根据过去两年的实际情况对2019、2020年的预测作出了更细致的测算，预测2020年我国免税销售额将达到546亿元，2019、2020两年复合增长率17.6%。

近年来我国离岛免税高速增长，销售额与消费人数的同比增速基本保持在20%以上的水平。截止至2019年4月我国离岛免税销售额累计为50.6亿元，同比增长23.8%，略低于2014~2018年的TTM同比平均增速。离岛免税销售额增长有一定的放缓势头。我们预测，即使2018年底国家再次上调离岛游客免税购物限额，仍然不会立刻推升人均离岛免税消费额。提高人均离岛免税消费额和其他渠道免税消费的途径来自于品类即SKU的扩展，和消费人群的变化本身的贡献。

中国国旅旗下的中免集团，2018年成功控股日上，并与日上合作中标虹桥机场、浦东机场T1/T2及卫星厅免税经营权、大兴机场国际区免税业务，并通过无偿划转持有海免公司51%股权，成为海免公司的控股股东控制美兰机场免税店，2019年1月开业海口和博鳌市内免税店，至此公司控制的海南岛离岛免税已经包括国内单体销售规模最大的三亚海棠湾免税店、海口机场免税店和两家市内免税店，以及流量优势最为明显的北京、上海两地主要机场免税店，拥有了国内免税行业最为强大的客户资源基础。

中免不断扩大在我国免税业的市场份额，巩固其在免税业的垄断地位，同时获得更优化的进货渠道和更强的上游议价能力。其他企业同样在寻求进入免税行业的机会。寺库、凯撒旅游等通过参股形式进入免税行业，显示企业与资本市场对免税行业的青睐。

成熟景区平稳发展，新入竞争者处境艰难

2018年是主题娱乐行业里程碑式的一年，全球十大主题乐园集团游客总量有史以来首次突破5亿人次，相当于全球人口的7%。在前十名榜单中中国公司占有3席，分别为中国华侨城集团、华强方特及长隆集团，排名分别排在第4至第6位。

我国主要人造景区虽有不俗表现，但其游客增速同样有放缓趋势。15~18年，华强方特、宋城演艺、长隆景区游客接待量增速逐年下滑，其中中青旅（乌镇+古北水镇）18年游客接待量出现负增长，中国主要人造景区中仅华侨城18年客流增速有超15~17年增速表现。对于已建成景区，继续资本投入或促进内生增长是推动人造主题景区客流发展的两大途径。

中国在建和拟建的主题公园在过去18个月期间数量锐减，受经济因素影响，项目的银行融资和资金流动性方面出现挑战，目前并不是我国主题景区最佳的投资期。

行业评级和建议关注

2019年旅游行业将持续稳步发展，受汇率等影响，我国出境游增速或有所下滑；酒店板块，企业对经济波动的担心仍将影响境内酒店行业表现，酒店行业供需正在发生变化，上市酒店集团RevPAR增长主要靠升级因素推动；免税行业继续在消费升级背景和政策红利下快速发展，建议关注；同时注重景区内精神消费、口碑建设的人造景区值得关注。在旅游常态化和物质、精神消费升级的推动下，旅游行业开始进入注重体验、需求多样的3.0时代，各旅游企业开始调整发展布局，深挖客户需求，提高产品质量。鉴于新背景下旅游行业各参与方处在探求新平衡阶段，加之外部环境因素可能影响整个行业正常发展，因此维持“中性”评级。

建议关注：中国国旅（601888.SH）、中青旅（600138.SH）

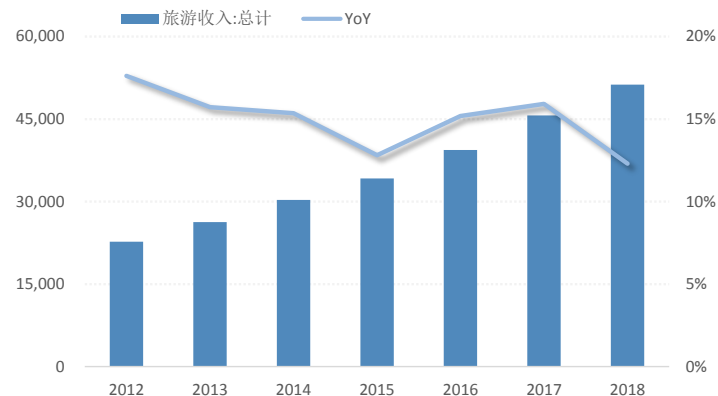
风险因素

宏观经济下行，政治外交紧张。汇率波动剧烈，恶性事件频发。行业竞争加剧，增速不达预期。气象灾害不断，极端天气频发。

旅游行业增速放缓，下半年出境游增速或下降

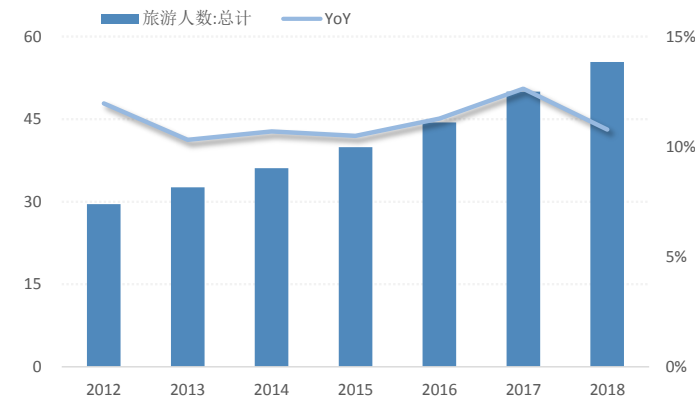
2018年我国实现全国旅游收入51,278亿元，同比增长12%。自2012~2017年，我国旅游收入平均增速为15%，18年出现低于前6年平均增速的情况。2018年我国旅游人次达到55.4亿人次，同比增长11%，与前6年增速持平。

图表 1: 全国旅游收入 (亿元) 及 YOY



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

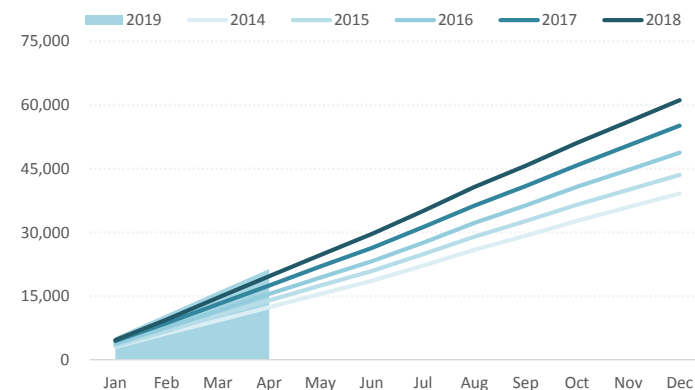
图表 2: 全国旅游人次 (亿人次) 及 YOY



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

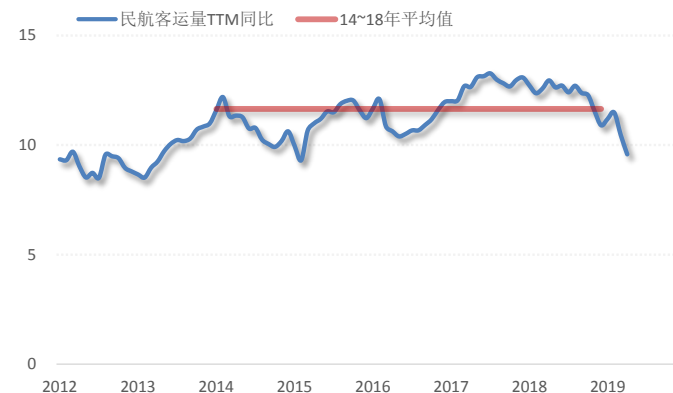
客运量方面，我国民航客运量近5年TTM平均增速达到12%，19年4月民航客运量TTM增速仅为9.6%，低于14~18年平均值2个百分点。

图表 3: 我国民航客运量 (万人)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

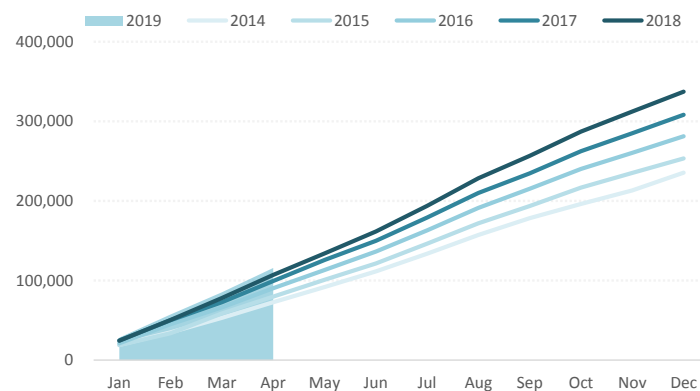
图表 4: 我国民航客运量增长 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

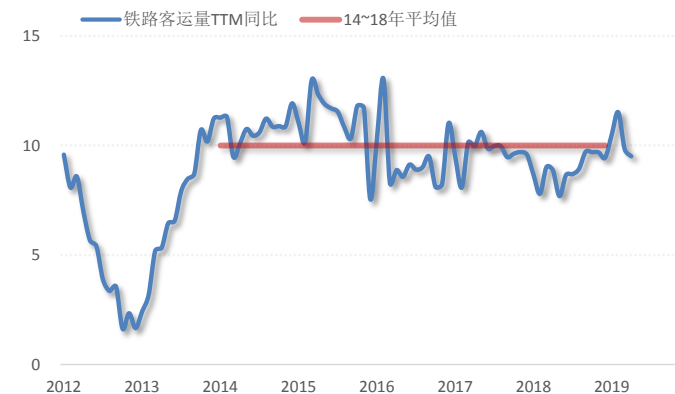
我国铁路客运量近5年TTM平均增速达到10%，19年4月我国铁路客运量TTM增速9.5%，低于14~18年平均值0.5个百分点。从旅游行业收入、旅客人数、客运量等总量数据可以看出，我国旅游行业整体增速正在放缓。

图表 5: 我国铁路客运量 (万人)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 6: 我国铁路客运量增长 (%)

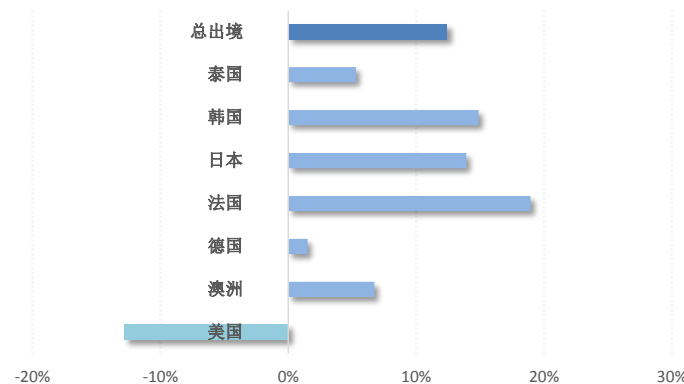


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

出境游恢复高增长，赴美游客增速大幅下滑

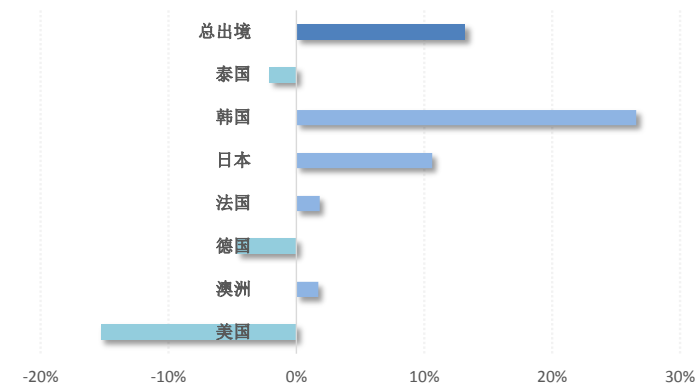
18年全年我国出境游人数约1.6亿人次，同比增长12%。19年Q1我国出境游总人数约4,300万人，同比增长13%。恐袭阴霾散去，我国出境游恢复高速增长。

图表 7: 2018年我国出境游增长情况 (%)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图表 8: 2019Q1我国出境游增长情况 (%)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

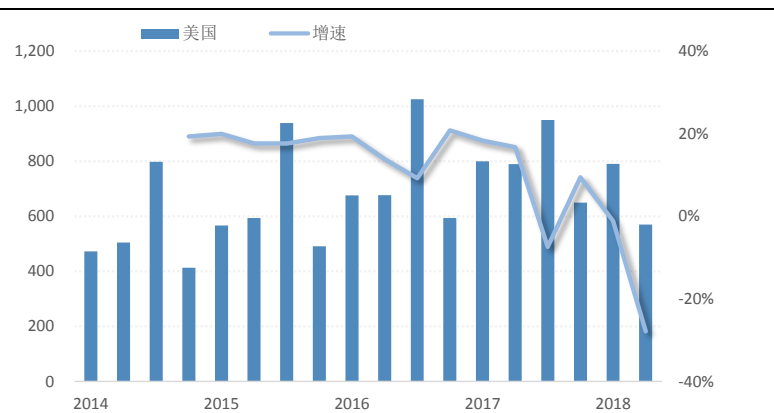
欧洲地区：18年欧洲主要旅游目的地地区恐袭事件发生频次降低，游客赴欧洲旅游情绪有所回升。之前的恐袭重灾区法国成为18年我国出境人数增长最快的欧洲目的地国家，同比增速达19%。

亚洲地区：18年随着我国部分地区恢复了赴韩游市场，我国赴韩游客量达到479万人次，实现同比增长15%。19年Q1我国赴韩游客量增速仍在快速上涨至27%，使韩国成为19年Q1我国出境人数增长最快地区。日本仍然是我国游客最喜爱的目的地国家之一，近三年游客量保持19%的速度增长。

美洲地区：美国成为18年以来我国主要出境游目的地国家中唯一负增长地区。18年我国赴美出境游客278万人次，同比下降13%，是自2003年以来首次负增长。19年Q1我国赴美出境游客量增速持续负增长，较18年Q1下降15%。中美关系的波动、美方签证等政策的收紧及人民币兑美元的贬值，导致我国赴美游客近期出现大幅下降。

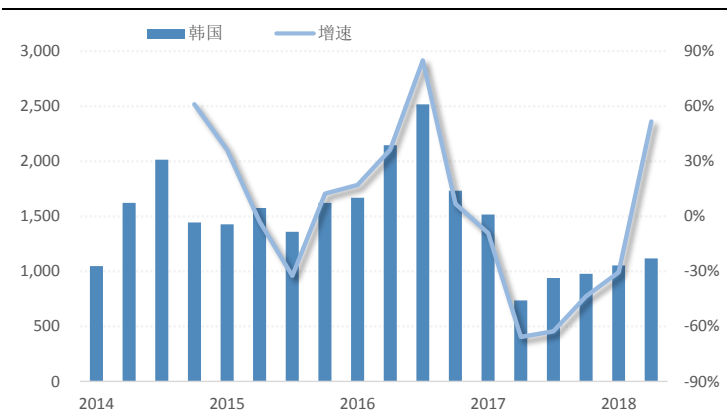
17年受“萨德”问题影响，我国赴韩游客量骤减(同比减少48.3%)，成为当年我国主要出境游目的地国家中唯一负增长的地区。中美贸易博弈从17年开始，18年升温，贸易摩擦对旅游市场的影响充分体现在我国赴美游客量的快速下滑上。

图表 9: 中国赴美游客量及增速 (千人)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

图表 10: 中国赴韩游客量及增速 (千人)



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

今年6月初，新华社发出了来自教育部、文旅部以及外交部的“提醒三连”：3日下午，新华社发布了教育部的2019年第1号留学预警，提醒广大学生学者出国留学前加强风险评估，增强防范意识，做好相应准备；4日下午，新华社连续发出《文化和旅游部提醒中国游客近期谨慎前往美国旅游》、《外交部发布赴美安全提醒》两文。三文连续出台揭示了中美目前趋紧的关系，我国赴美游客量短期表现不容乐观。

我们在多篇策略报告中均提到汇率变化对出境游的影响。根据统计与计算，人民币购买力对出境游增速产生一定影响，人民币升值带动了出境游人数的快速上涨，人民币贬值也会导致出境游增速放缓，汇率的变化与出境游人数变化存在正相关关系。

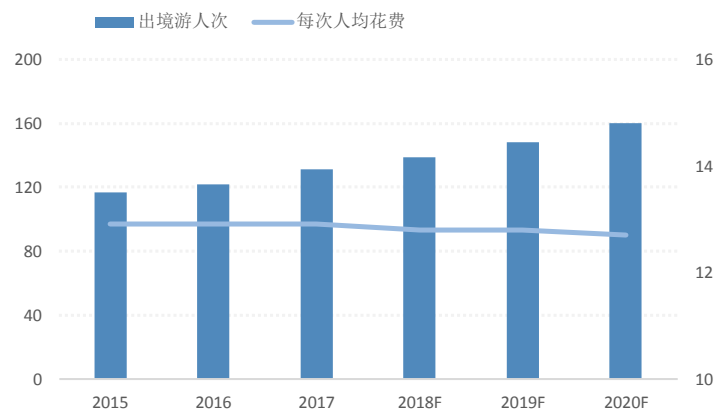
图表 11: 14Q4~19Q1 出境游人数 (剔除萨德影响) 增速与人民币对美元折算率及预测



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

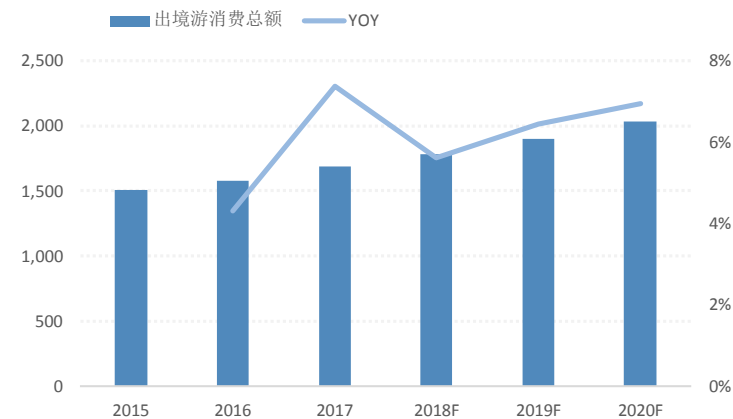
更新数据发现,截至 19 年 Q1,出境游增速与汇率仍有明显相关性。2018 年起人民币兑美元一路贬值,人民币购买力的削弱一定程度上导致我国出境游增速在 18 年的快速下降。19 年 Q1 人民币兑美元稍有升值,人民币购买力有所加强,我国出境游增速反弹。未来一段时间,如果人民币兑美元汇率稳定在目前水平(即人民币兑美元折算率 0.143 左右),我们预测 2019 年全年出境游增速将从 2018 年的 12% 下滑至 5~8% 左右。出境游的长期增长机会来仍自于我国消费者收入的不断提高和消费观念的不断成熟。根据麦肯锡预测,我国出境游人次未来将以 6.5% 的增速增长(2018 年实际值超过麦肯锡预测)。

图表 12: 我国出境游人次 (百万)、人均单次消费 (千元) 及预测



资料来源: 麦肯锡, 信达证券研发中心

图表 13: 我国出境游消费总额 (十亿人民币)、YOY 及预测



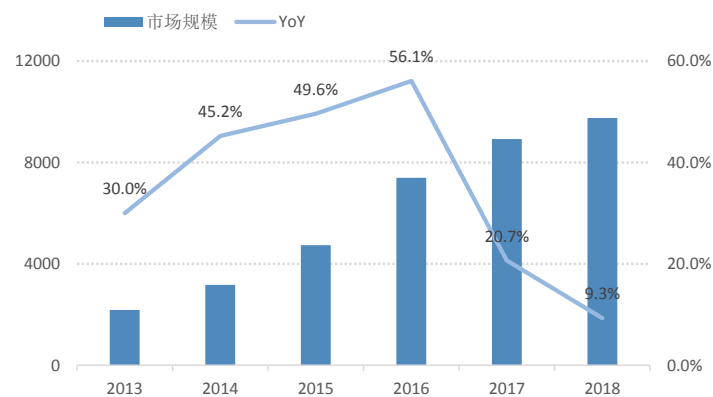
资料来源: 麦肯锡, 信达证券研发中心

我们预计 19 年我国出境游客增速在 5~8% 之间。在出游人次增长的同时，单次人均花费会有每年小幅的下降，导致我国出境游消费总额的未来增幅略低于出境游人次的增长。随着出境游在中国越来越普及，越来越多的普通中国人将第一次踏出国门，在表观上会拉低单次人均消费，但这仍是消费升级的体现。

在线旅游增速放缓，马太效应凸显

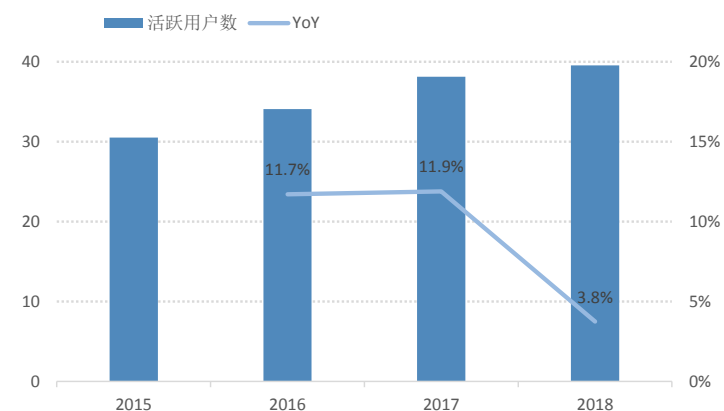
18 年旅游行业增速放缓同样影响了在线旅游市场的发展。根据 Analysys 易观的数据，我国 18 年在线旅游市场交易规模增速 9.3%，自 13 年起增速首次低于 20%。互联网用户增速也遇到瓶颈，18 年互联网活跃用户数仅同比增长 3.8%，远低于 16、17 年 10% 以上增速，互联网流量红利渐消，需求端增速下降将促使供给端探寻更多的市场激励手段，利用流量红利粗犷增加用户量以提高业绩的经营模式亟待改变。

图表 14: 中国在线旅游市场交易规模 (亿元) 及增速



资料来源: Analysys, 信达证券研发中心整理

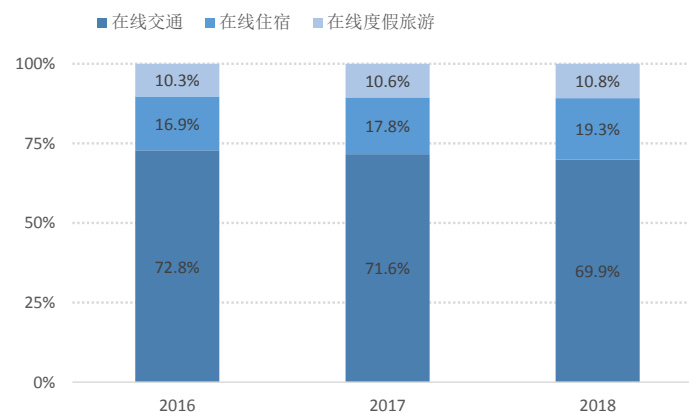
图表 15: 互联网用户活跃数 (亿人次) 及增速



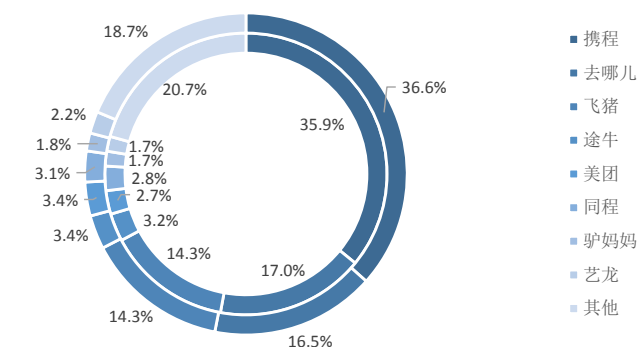
资料来源: Analysys, 信达证券研发中心整理

从细分市场来看，交易规模占比最大的在线交通市场受航司“提直降代”的竞争影响，交易规模有所下降。在线住宿和在线度假市场的交易规模比例均实现上升。

从市场份额来看，我国在线旅游市场集中度进一步提高，市场份额继续向头部集中。18 年 CR4 (携程、去哪儿、飞猪、途牛) 的市场份额超过 70%，比 17 年增长 0.4 个百分点，集中度进一步提高。而“其他”厂商占比则下降 2 个百分点，马太效应在我国在线旅游市场逐步凸显。

图表 16: 中国在线旅游市场细分市场结构变化情况


资料来源: Analysys, 信达证券研发中心

图表 17: 中国在线旅游市场厂商份额情况 (外环 18 年, 内环 17 年)


资料来源: Analysys, 信达证券研发中心

18 年在线旅游市场特征

供应端方面, 在线旅游市场的上游供应商发力自有渠道建设, 实现资源端品牌与下游用户的直接触达, 进一步提高服务品质, 增加客户黏度。供应商的自有渠道建设如 APP、微信小程序等在航空公司、酒店集团、景区方面都有体现。

航空领域, 南航建立智能化数据平台实现精准营销, 18 年“南航 e 行”平台访问量 3.71 亿人次, 同比增长 54.6%。国航与中信银行、携程发布联名信用卡, 是航空公司与金融机构及 OTA 的首次跨界合作, 意在提供商旅出行一站式服务。酒店领域, 各大国际酒店品牌纷纷推出中文版 APP, 上新功能以满足中国用户需求; 国内酒店集团则继续大力发展 APP 平台, 融合不同酒店品牌会员, 从住宿平台逐步优化升级至综合旅游度假平台。

图表 18: 中国部分酒店集团 APP 月度总使用数
mUserTracker-2016年1月-2018年10月中国部分酒店集团月度总使用次数

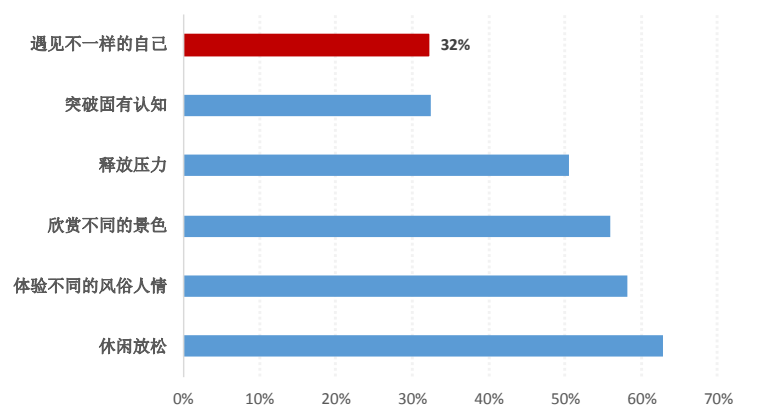

资料来源: 艾瑞咨询, 数据监测时间为 2016 年 1 月至 2018 年 10 月

文博景区则凭借强大 IP 推动文旅结合发展，扩宽线上线下推广路径。景区自有渠道可提供线上销售、智慧导览、文创周边等产品及服务，不仅提升景区自身服务，同时拉近与消费者距离。以故宫博物院为例，故宫自 17 年开始全面实行网络售票，开启了文博场馆线上销售开放先河，当年游客接待量 1,670 万人次，同比增长 4.3%。同时，故宫以其丰富的藏品及 IP 进行文创产品创新，推出多种类衍生品及电视节目产品，取得巨大成功，扩大故宫 IP 影响力，使故宫这一传统景区成为新晋网红景点，18 年游客接待量接近 1,800 万人次。

供应端自有渠道建设使得其服务能力得到提升，但同时加剧了与渠道端的竞争。在渠道端，由于互联网流量红利渐消需求增速放缓，促使渠道商一方面通过精细化运作维持存量市场，另一方面通过厂商下沉获取新增流量。由于市场竞争的加剧及用户需求的多样化，迫使渠道商应用大数据刻画更加深度的用户画像及更详细的用户标签，以提升运营能力鼓励用户消费，精细化运营存量市场。另一方面加紧线下布局，通过线上线下互补获取新增流量。截至 18 年底，携程旅游已布局 7,000 家线下门店，大多分布在三四线城市，预计携程 19 年品牌门店数突破 3,000 家，其中超过 600 家要覆盖到县及县级市；途牛旅行网 18 年底自营门店达到 509 家，其中 18 年增加 345 家，并开始向二三线城市拓展。

用户端方面，用户需求多样化，体验式旅游成为新热点。我们在 2018 年 12 月 10 日发布的策略报告《旅游 3.0 时代——遇见更好的自己》中表示，现阶段的消费主力 80、90 后出游目的不再单纯为了休闲放松，更要通过旅行“遇见不一样的自己”。这类人群信仰的是“有趣的灵魂万里挑一”，因此对在线厂商提供的产品服务质量和精准营销方案将提出更高要求。

图表 19: 2018 年中国新中产旅游的目的



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

未来随着互联网红利消退，在线旅游市场增速将换挡放缓，市场份额继续向头部集中。在线市场供应端抢占渠道端市场，竞争加剧，同时打压传统旅行社生存空间，未来能提供差异化产品服务、满足消费者不同旅行需求的平台或公司方能在在线旅游市场中守住阵地，赢得竞争。

酒店行业供需发生变化，RevPAR 增速持续下降

我们在 2017 年 8 月 29 日发布的《酒店周期探索：酒店行业何时迎来繁荣期》中对我国酒店行业的需求端、供给端进行了比较全面的分析和说明。通过近月行业数据来看，我国酒店市场供不应求的状态可能发生逆转。

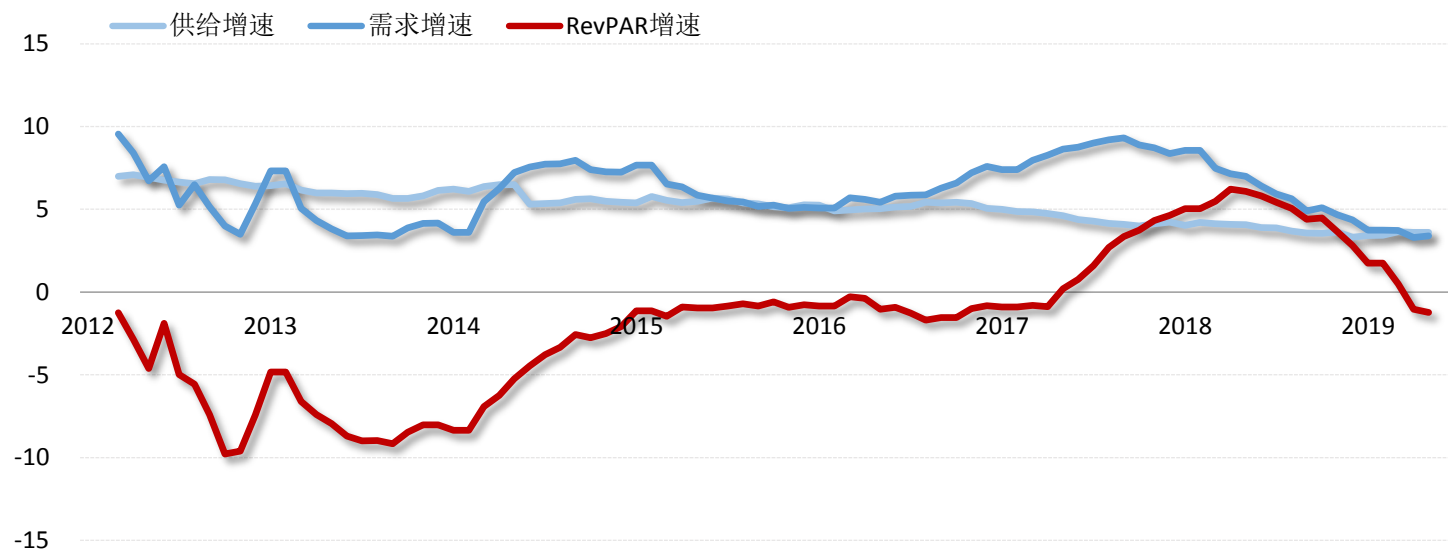
我国酒店行业供求关系正在发生变化

酒店行业的供给为当前市场已开业的酒店房间数，酒店行业的需求为消费者入住的酒店房间数，从绝对数来讲，酒店行业的需求无法超越供给，即不考虑钟点房的情况下，酒店的入住率无法超过 100%。所以研究酒店业的供给情况，分析供给端增长率与需求端增长率等相对指标更有价值。

据 STR 数据，近年来我国酒店行业需求端的增长高于供给端的增长，行业不断向供不应求的状态靠近，带动 RevPAR 不断向好，并在 2017 年开始实现正增长。而自 2018 年四季度开始，我国酒店的需求增速已下降至与供给增速接近的水平，需求增速下降导致 2018 年 4 月之后，RevPAR 增速的持续下降。由于酒店行业的需求中较高比例为商务活动带来的差旅需求，需求的下降，反映的是部分企业主对贸易战等经济不确定性的担忧。

到 2019 年 5 月，我们跟踪的酒店 TTM RevPAR 增长率已经转为负数，供给与需求增速持平。

图表 20: 2012 年 1 月-2019 年 5 月中国内地酒店业市场供需和 RevPAR 同比变化率

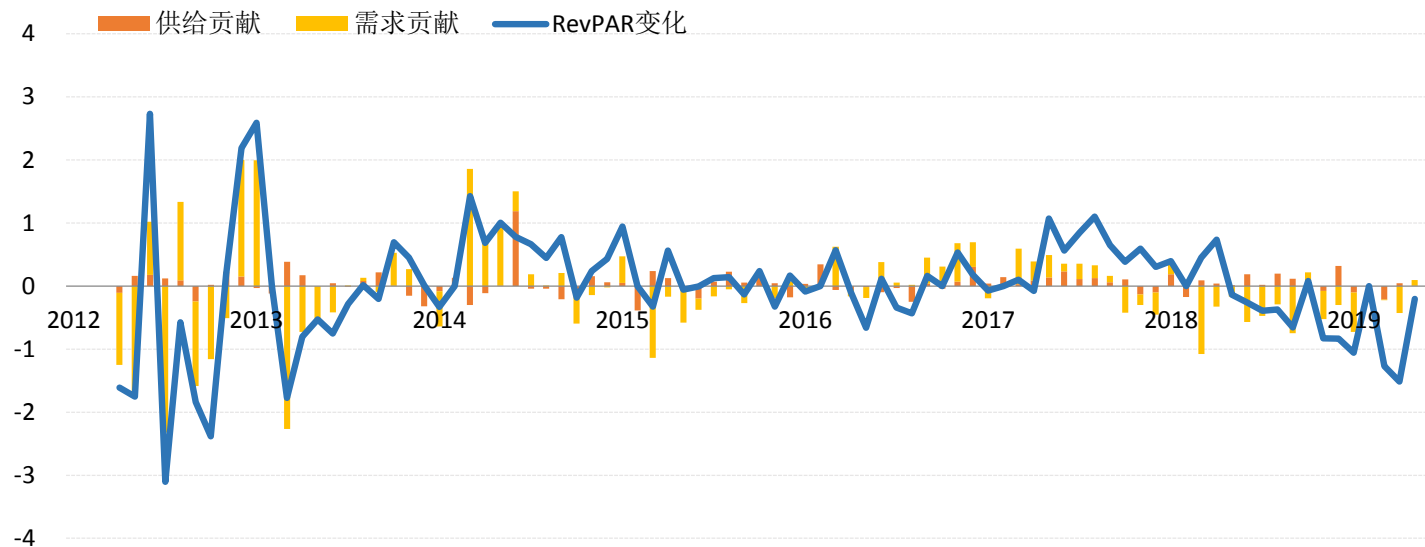


资料来源: STR、信达证券研发中心

我们整理了酒店供需对我国酒店市场 RevPAR 变化的贡献，酒店供给下降或需求上升对 RevPAR 有正贡献，反之有负贡献。近期一段时间，数据显示行业供给上升，需求下降，供给和需求都表现出对 RevPAR 的负贡献，导致 RevPAR 增速快速下滑。

本轮周期供给下降对 RevPAR 的正贡献始于 2016 年 Q4，2019 年 1~4 月供给重新增长的情况已经开始呈现。本轮周期需求上升对 RevPAR 的正贡献始于 2016 年 Q1，至 2017 年 Q4 转为负贡献，酒店需求的下降主要是经济不确定性对商旅需求的抑制。

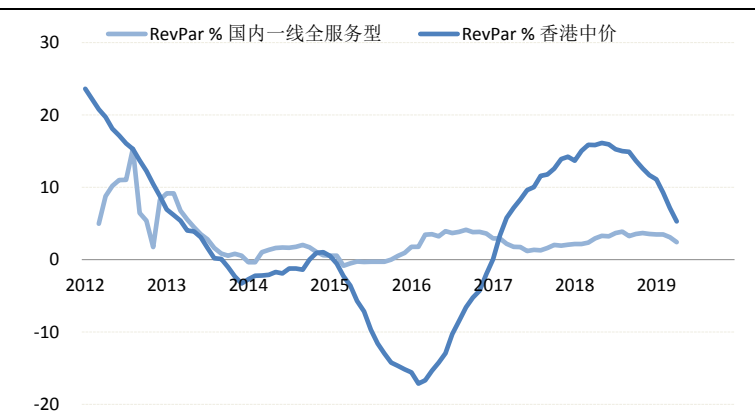
图表 21： 2012 年 1 月-2019 年 5 月中国内地酒店业市场供需对 RevPAR 变化的贡献



资料来源：STR、信达证券研发中心

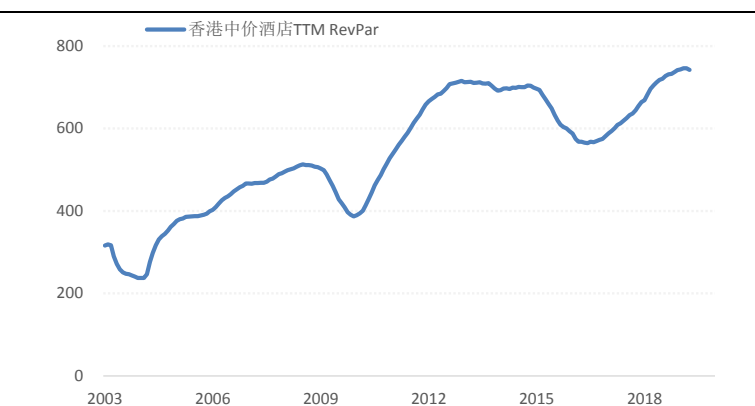
分酒店类型来看，无论是有限服务型酒店，还是全服务型酒店，RevPAR 维持增长的主要动力都来自于供给的持续收缩。从整个酒店周期上观察，供给的收缩和扩张，也是驱动酒店行业景气程度周期性变化的主要力量。

在过去 7 年中，我国内地全服务型酒店比有限服务型酒店受到更强的需求周期性变化的影响，RevPAR 增速也呈现出更强的周期性。我们也对比了香港与内地一线城市酒店的数据，可以看到香港与内地酒店出现了近似同步的 RevPAR 增长放缓趋势。

图表 22: 国内一线城市全服务型与香港中价酒店 RevPAR 增速对比


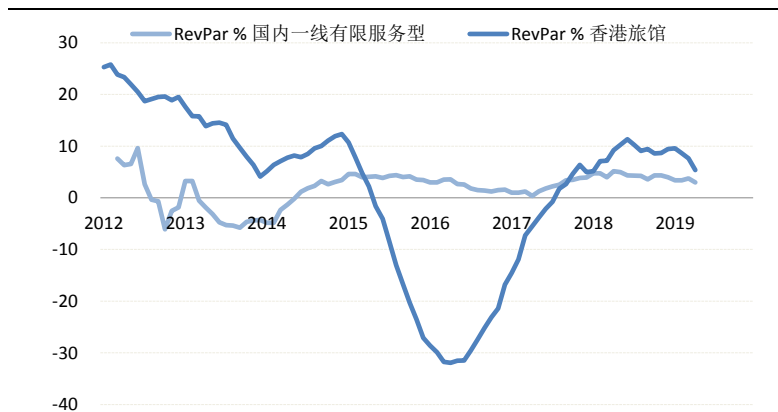
资料来源: Wind, STR, 信达证券研发中心

在更长的数据中, 香港酒店表现出更强烈和规律的周期性特征, 以 7 年为周期波动, 目前香港酒店仍处在周期上行阶段。

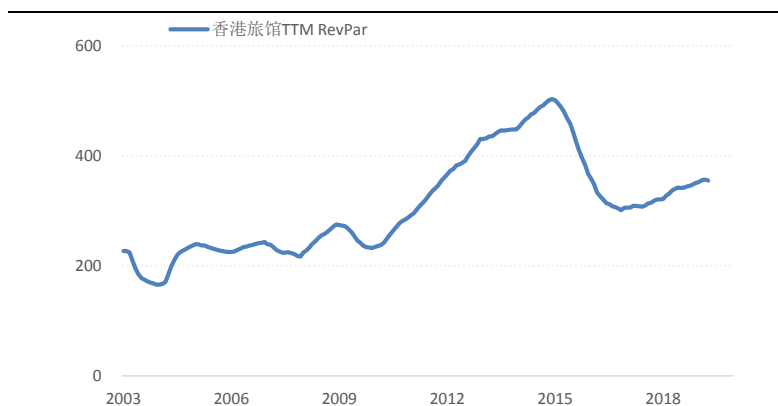
图表 24: 香港中价酒店 TTM RevPAR


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

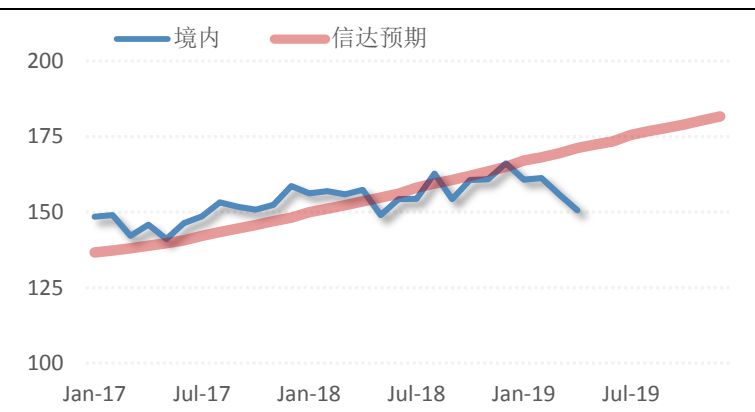
我们对国内最大酒店行业上市公司锦江股份进行了持续的跟踪研究。到 2019 年 2 月份, 锦江股份季调后境内酒店平均 RevPAR 连续 28 个月正增长, 3 月、4 月开始连续的负增长。

图表 23: 国内一线城市有限服务型与香港旅馆 RevPAR 增速对比


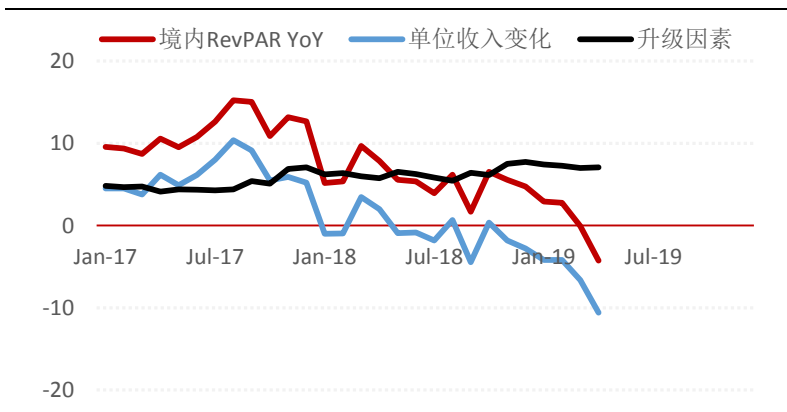
资料来源: Wind, STR, 信达证券研发中心

图表 25: 香港旅客宾馆 TTM RevPAR


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 26: 经季调的锦江境内经济型酒店 RevPAR (元) 及信达预期


资料来源: 锦江股份公告, 信达证券研发中心

图表 27: 经季调的锦江境内酒店 RevPAR 变化 (%) 及原因


资料来源: 锦江股份公告, 信达证券研发中心

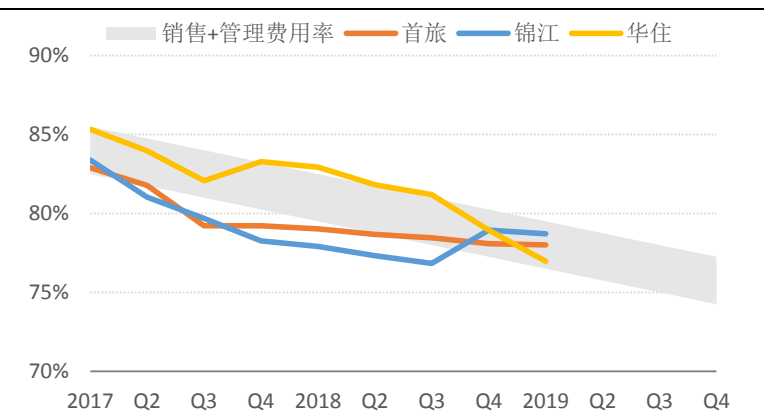
进入 2018 年以来, 支撑锦江季调 RevPAR 连续正增长的主要动力是经济型到中高端的升级因素, 单位收入变化因素在 2018Q3 开始转为负面。国内以锦江国际、首旅如家为代表大型酒店集团进入繁荣期后于 2018 年开始普遍施行提价策略, 酒店平均房价增长迅速, 导致入住率停止增长乃至出现回撤, 境内经济型和中高端 RevPAR 分别在 18 年 Q3、Q4 开始负增长。

成本费用率下降带动利润率增长

我们在 2017 年 12 月 5 日发布的公司深度报告《锦江股份 (600754) 行业周期助力公司业绩高速增长》和 2018 年 2 月 2 日发布的《首旅酒店 (600258) 新首旅, 新轮回, 新发展》中都反复提到的在酒店上行周期中, 酒店收入增速超过成本费用增速, 成本费用率下降, 带动利润率大幅增长。

我们预计当酒店业务收入增速超过成本费用增速、酒店行业处在上升周期时, 锦江股份、首旅酒店的销售管理费用率将平均每季度下降 0.7 个百分点。逐季来看, 锦江股份销售管理费用率从 17 年 Q2 开始下降, 公司 17 年 Q2~19 年 Q1 实际平均每季度销售管理费用率下降 0.6 个百分点; 首旅酒店销售管理费用率同样从 17 年 Q2 开始下降, 公司 17 年 Q2~19 年 Q1 实际每个季度平均下降 0.6 个百分点, 基本符合预期。华住销售管理费用率下降则早于锦江首旅, 从 17 年 Q1~19 年 Q1, 华住销售管理费用率每季度平均下降 1 个百分点, 表现强于国内两家酒店行业上市公司。我们预计若行业持续向好, 锦江股份、首旅酒店及华住的成本费用率仍将下降, 带动公司利润率上升。

图表 28: 锦江股份、首旅酒店、华住逐季销售管理费用率



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

建议关注: 锦江股份 (600754.SH)、首旅酒店 (600258.SH)

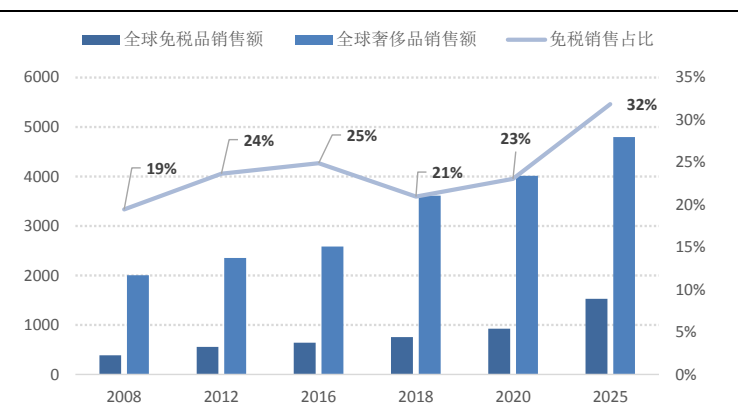
离岛免税高增长略放缓，更多玩家欲入局

2018年7月17日我们在中国国旅首次覆盖报告《消费升级+政策支持，免税龙头越大越强》中对中国免税行业销售规模作出分析，预测我国免税销售额快速增长，从2016年开始复合增长率18%的10年高速增长期。增长主要来自两个驱动力，分别是消费升级和政策引导下的消费回流。受消费升级带动的我国奢侈品消费总额的增长将为未来我国免税品销售额贡献10%的增速；在政策引导下，消费回流将为我国免税销售额的增长从2016年起每年贡献约8%的增速。

我们根据过去两年的实际情况对2019、2020年的预测作出了更细致的测算。

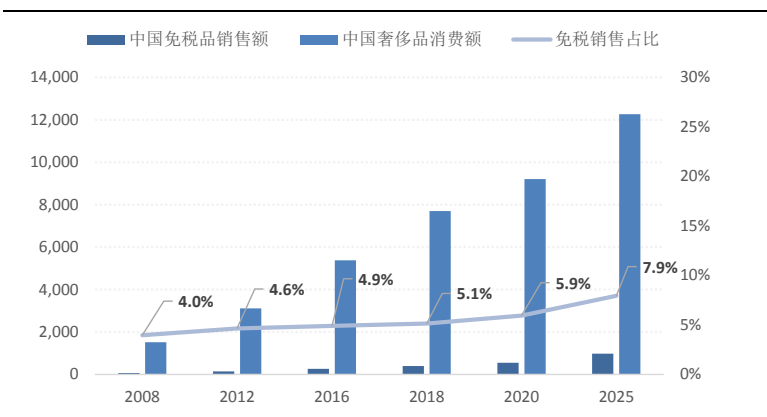
根据 Statista、GTR 和麦肯锡预测，2025 年全球免税销售占比（免税品销售额/奢侈品销售额）将达到 31.9%，即该占比在 2016~2025 年平均每年增长 0.5 个百分点。2016 年我国奢侈品消费额为 5,372 亿元，我国免税品销售额为 263 亿元，我国免税销售占比仅为 4.9%，2018 年该比例为 5.1%（395 亿元/7,700 亿元）。我们预计我国的免税销售占比在 2018~2020 每年增长 0.4%，低于世界平均水平 0.1 个百分点，那么我国免税销售占比将在 2020 年达到 5.9%。对应 2020 年我国 9,210 亿元的奢侈品消费额（麦肯锡预测），2020 年我国免税销售额将达到 546 亿元，2018~2020 年复合增长率 17.6%。

图表 29：2008~2025 全球奢侈品销售额与免税品销售额（亿美元）



资料来源：Statista, GTR, 麦肯锡, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图表 30：2008~2025 中国奢侈品销售额与免税品销售额（亿元）



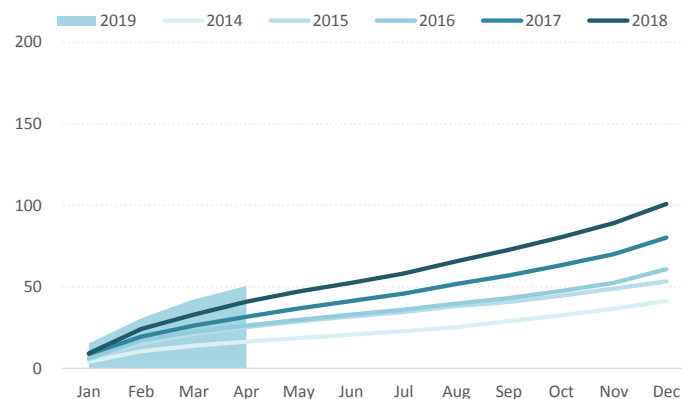
资料来源：Statista, GTR, 麦肯锡, 中国产业信息网, 中国经济网, 公司公告, 信达证券研发中心

根据我们的预测，从 2016 年开始的 10 年高速增长期，复合增长率为 18%，考虑到 2018 年我国免税增速 27% 明显超过了这一平均增速，我们预期 2020 年之后免税行业的增长会出现一定程度的放缓。

离岛免税高增长略放缓

近年来我国离岛免税保持高速增长。离岛免税销售额与离岛免税消费人数的同比月增速基本保持在 20%以上的高增长水平。截止至 2019 年 4 月我国离岛免税销售额累计为 50.6 亿元，占 2018 年全年离岛免税销售额的 50.1%，同比增长 23.8%，略低于 2014~2018 年的 TTM 同比平均增速。离岛免税销售额增长有一定的放缓势头。

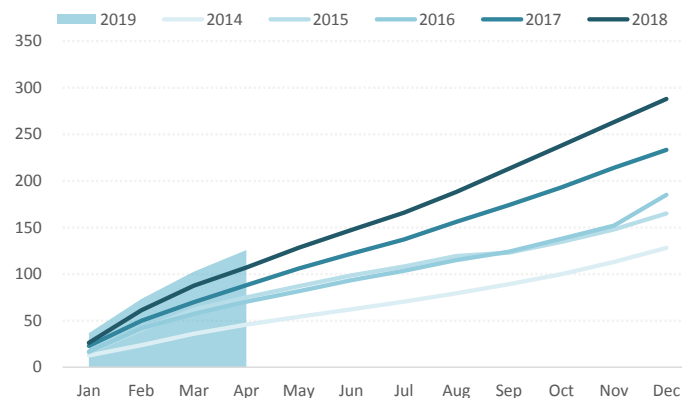
图表 31: 离岛免税销售额 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

截止 19 年 4 月，离岛免税消费人数累计为 126 万人，占 2018 年免税消费总人数的 43.7%，同比增长 17.5%。

图表 33: 离岛免税购物人数 (万人次)



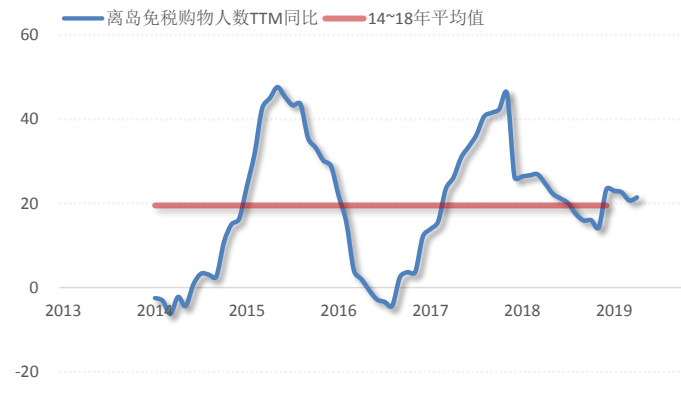
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 32: 离岛免税销售额 TTM 同比 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 34: 离岛免税购物人数 TTM 同比 (%)

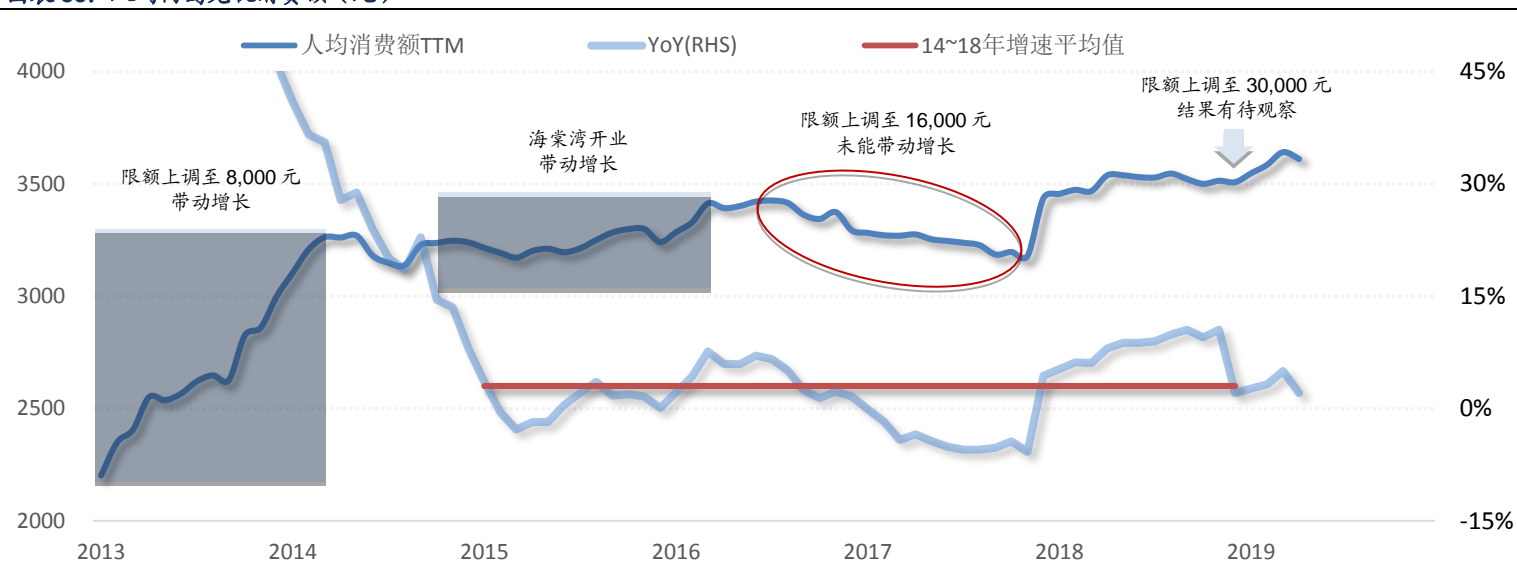


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

市场对于国家政策对免税行业的大力支持多有论述，不过国家政策主要是通过提高单次和每年每位消费者的消费额上限，从而提高免税行业的销售规模上限，然而免税行业目前的销售额距离上限仍然有很大的空间。以海南离岛免税销售为例，虽然2012年国家已经将游客离岛免税购买上限从5,000元上调至8,000元，人均离岛免税消费额在2013年同比上升达46%，但2014年便陷入个位数的低增长，直到2014年三亚海棠湾免税店开业，才再次拉高人均离岛免税消费额，从2013年的3,000元上升到14/15年的3,240元左右。

2016年离岛免税上限上升到16,000元，16/17年人均离岛免税消费额仅上升3%/4%。海棠湾免税店开业以来2014~2018年人均离岛免税消费额平均每年增长3%，远低于政策允许的上限空间的上升，因此我们预测，即使2018年12月1日起，离岛游客每人每年累计免税购物限额增加到30,000元，不限次，仍然不会立刻推升人均离岛免税消费额。

图表 35: 人均离岛免税消费额 (元)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

提高人均离岛免税消费额和其他渠道免税消费的途径来自于两方面，一方面是品类即SKU的扩展，更多让消费者有欲望也有能力购买，适销对路的商品的加入，能够推升消费者的购买意愿，才能够有效提高免税销售的坪效和人均免税消费额；另一方面则是消费人群的变化本身，对免税行业的增长亦有较大的贡献。

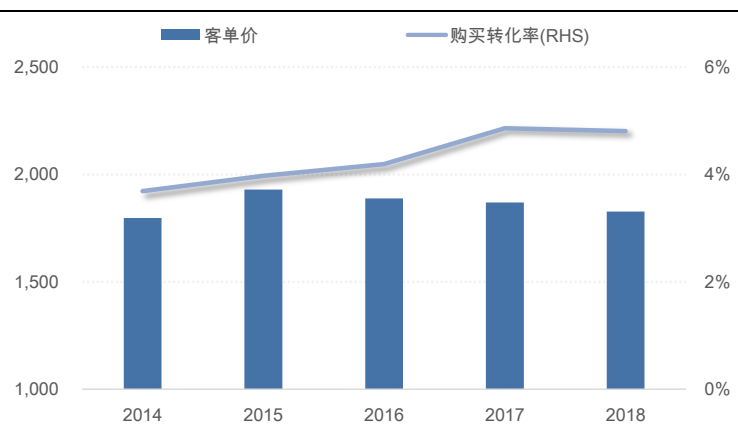
寺库、凯撒旅游通过入股中出服旗下免税店意图染指免税业务

2019年4月，纳斯达克上市公司寺库在公告中披露，与中国出国人员服务有限公司合资成立江苏中服免税品有限公司，寺库出资1,200万元人民币，占20%股份，寺库试图以此拓展全渠道销售业务并进入免税行业，新店将位于南京河西新城CBD金奥国际购物中心。

2019年6月，中证网载中国证券报记者采访凯撒旅游时获悉，凯撒旅游与中出服达成合作，入股天津国际邮轮母港进境免税店（天津中服免税品有限公司），其中凯撒旅游持股49%，中出服持股51%。天津国际邮轮母港位于天津港东疆港区南段，毗邻东疆保税港区，是我国北方最大的邮轮旅客枢纽，合资免税店经营范围涉及免税商品、卷烟、食品销售等业务。

天津国际邮轮母港2018年旅客吞吐量为68万人，进境人数约为一半，我们对比了美兰机场2014~2018年免税销售客单价与旅客购买转化率（免税购买人数/机场旅客吞吐量），可以看到2014~2018年客单价保持在1,860元左右，购买转化率3.7%~4.9%，我们估计天津国际邮轮母港免税销售业务的旅客购买转化率不会高于美兰机场的水平，客单价也将低于美兰机场。

图表 36: 美兰机场 2014~2018 年免税销售客单价与购买转化率



资料来源: 麦肯锡, 信达证券研发中心

由此估计天津国际邮轮母港进境免税店开业初期年销售额应在2,500万元以下。寺库入股南京市内店对应估值约为6,000万元，我们估计开业后年销售额在1,200~1,500万元之间。

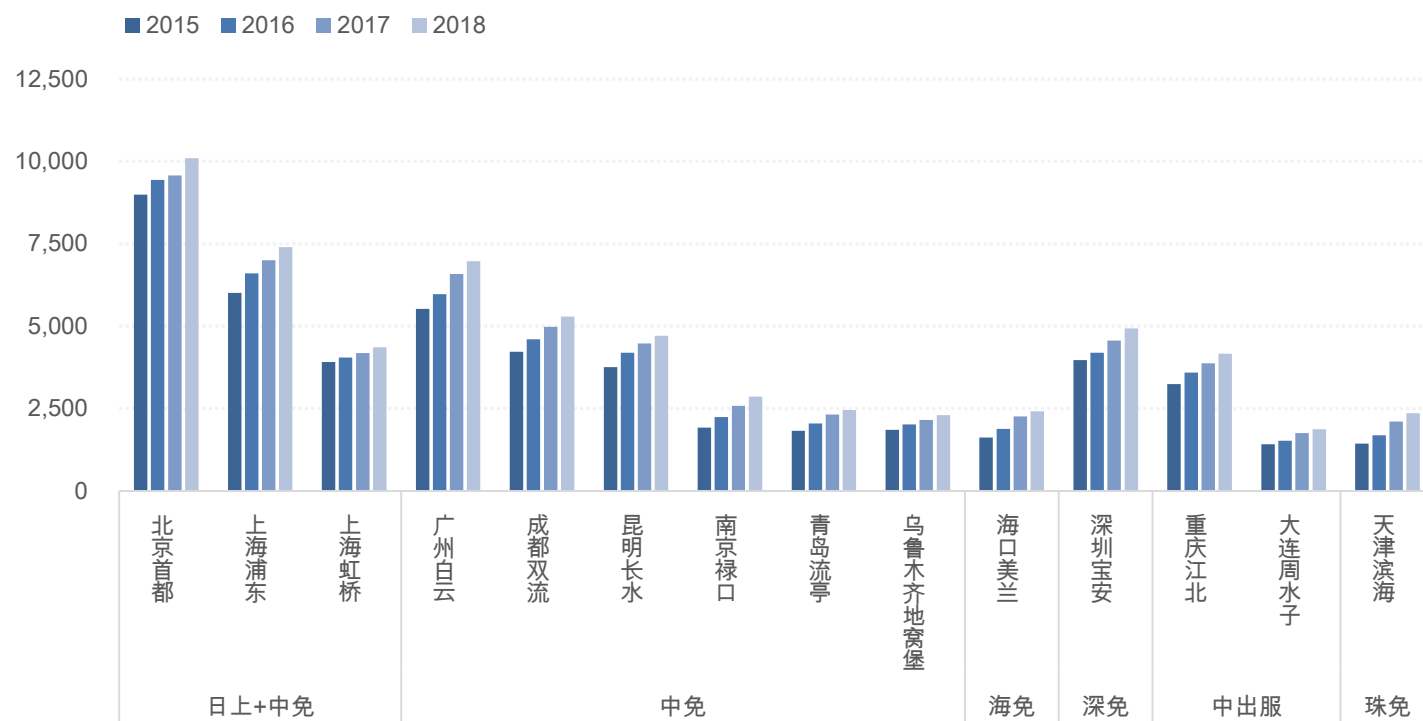
继续看好免税行业高增长，中免或进入“越大越强”良性循环

多家上市公司通过参股形式进入免税行业，显示企业与资本市场对免税行业的青睐。作为中国免税行业的绝对龙头，中国国旅的免税业务仍在继续扩张。

中国国旅旗下的中免集团，2018年成功控股日上，通过无偿划转持有海免公司51%股权，成为海免公司的控股股东控制美兰机场免税店，2019年1月开业海口和博鳌市内免税店，至此公司控制的海南岛离岛免税已经包括国内单体销售规模最大的三亚海棠湾免税店、海口机场免税店和两家市内免税店，以及流量优势最为明显的北京首都机场、上海浦东国际机场和虹桥国际机场免税店，拥有了国内免税行业最为强大的客户资源基础。

中免成功控股日上，继续扩大了中免在我国免税业的市场份额，巩固其在免税业的垄断地位，同时获得更优化的进货渠道和更强的上游议价能力。

图表 37: 2015~2018 年中国部分主要机场旅客吞吐量 (万人次)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

中免公司近年来积极参加机场免税标段的招投标工作，在 2017 先后取得香港机场免税业务烟酒标段和北京首都机场 T2+T3 航站楼免税经营权，并在 2017 年 11 家国内机场进境免税店招投标中，成功中标昆明、广州、青岛、南京、成都、乌鲁木齐 6 家机场进境免税店，其中广州、成都免税店所在的机场为 11 家机场中旅客吞吐量最大的两家机场，且中标的 6 家机场旅客吞吐量基本都保持着良好的增长水平，这些都为中免中标的机场免税店提供了强大的客户资源基础。2018 年 9 月中标虹桥机场、浦东机场 T1/T2 及卫星厅免税经营权，10 月公告获海免 51% 股权无偿划转。

2019 年 3 月 13 日，中国国旅再次公告，中标北京大兴国际机场国际区免税业务，包括第一标段烟酒、食品和第二标段香化、精品。

另外，浦东机场三期建设的南卫星厅已于 2019 年 5 月 29 日通过综合竣工验收，预计 9 月投入运行，届时浦东机场免税业务经营面积将明显增加，中免将受益颇多。

建议关注：中国国旅（601888.SH）

成熟景区平稳发展，新入竞争者处境艰难

全球主题乐园接待总量破 5 亿，我国最佳投资期已过

2018 年是主题娱乐行业里程碑式的一年。TEA 联合 AECOM 发布最新《2018 全球主题景点游客报告》显示，全球十大主题乐园集团游客总量有史以来首次突破 5 亿人次，相当于全球人口的 7%。作为全球最著名的主题乐园集团——迪士尼集团以 18 年接待 1.57 亿人次的表现继续稳坐全球主题乐园集团排名榜首，几乎相当于第 2~4 名客流量总和。在前十名榜单中中国公司占有 3 席，分别为中国华侨城集团、华强方特及长隆集团，排名分别排在第 4 至第 6 位。

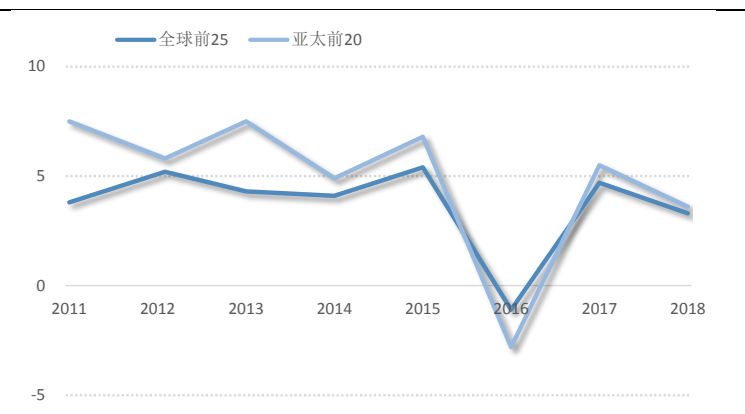
图表 38: 全球排名前 10 位的主题乐园集团

排名	公司名称	变化	2018 年游客量 (人)	2017 年游客量 (人)
1	迪士尼集团	4.9%	157,311,000	150,014,000
2	默林娱乐集团	1.5%	67,000,000	66,000,000
3	环球影城娱乐集团	1.2%	50,068,000	49,458,000
4	中国华侨城集团	15.1%	49,350,000	42,880,000
5	华强方特	9.3%	42,074,000	38,495,000
6	长隆集团	9.6%	34,007,000	31,031,000
7	六旗集团	5.3%	32,024,000	30,421,000
8	雪松会娱乐公司	0.7%	25,912,000	25,723,000
9	海洋世界娱乐集团	8.6%	22,582,000	20,798,000
10	团圆公园集团	1.5%	20,900,000	20,600,000
17~18 年全球排名前 10 位的主题乐园集团总游客量及增长率		5.4%	501,228,000	475,767,000

资料来源: TEA, AECOM, 信达证券研发中心整理

17~18 年全球前十大主题乐园集团总游客接待量超 5 亿人次，增速达 5.4%，这一成就归功于“对主题乐园的持续投资、科技的使用、IP 故事内容和旅游目的地的蓬勃发展”。上榜的三家中国公司 18 年游客接待量增长均在 9% 以上，表现超过全球行业水平。

游客量最大的主题乐园的变化体现了整个行业的状况和动态。回顾过去 8 年的游客增长情况，除 16 年游客增速有大幅波动外，全球及亚太地区客流增速均保持稳定增长，全球排名前 25 的主题乐园游客接待量剔除 16 年影响平均增速达到 4%，而亚太地区这一平均增速超过全球水平达到 6%。18 年无论全球或亚太地区，主题乐园游客增长速度均有所下降，但亚太地区表现仍优于全球。

图表 39: 全球排名前 25 及亚太排名前 20 主题乐园游客增长率 (%)


资料来源: TEA, AECOM, 信达证券研发中心

18 年我国已建成开业的部分主题乐园表现不俗。中华恐龙园在 2018 年破纪录取得 28% 游客量增长, 华强方特依靠其在 2017 年新开业的两个主题公园 (厦门方特水上乐园和厦门方特东方神画), 取得 9% 的游客量增长率, 长隆集团的两个主题乐园游客接待量增速均在 10% 以上。

图表 40: 亚太地区排名前 20 的娱乐/主题乐园

排名	公园, 所在国家 (地区) 和城市	变化	2018 年游客量 (人)	2017 年游客量 (人)
1	东京迪士尼乐园, 日本, 东京	7.9%	17,907,000	16,600,000
2	东京迪士尼海洋, 日本, 东京	8.5%	14,651,000	13,500,000
3	日本环球影城, 日本, 大阪	-4.3%	14,300,000	14,935,000
4	上海迪士尼乐园, 中国, 上海	7.3%	11,800,000	11,000,000
5	长隆海洋王国, 中国, 珠海	10.6%	10,830,000	9,788,000
6	香港迪士尼乐园, 香港特别行政区	8.1%	6,700,000	6,200,000
7	乐天世界, 韩国, 首尔	-11.2%	5,960,000	6,714,000
8	长岛温泉乐园, 日本, 桑名市	-0.2%	5,920,000	5,930,000
9	爱宝乐园, 韩国, 京畿道	-7.3%	5,850,000	6,310,000
10	海洋公园, 香港特别行政区	0.0%	5,800,000	5,800,000
11	长隆欢乐世界, 中国, 广州	11.9%	4,680,000	4,181,000
12	新加坡环球影城, 新加坡	4.3%	4,400,000	4,220,000

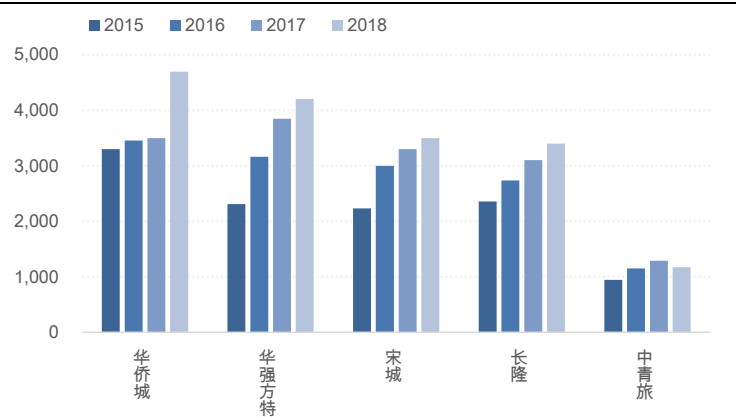
13	中华恐龙园, 中国, 常州	27.9%	4,106,000	3,210,000
14	世界之窗, 中国, 深圳	0.3%	3,990,000	3,980,000
15	欢乐谷, 中国, 北京	0.8%	3,980,000	3,950,000
16	欢乐谷, 中国, 深圳	0.3%	3,910,000	3,900,000
17	方特欢乐世界, 中国, 郑州	-0.5%	3,800,000	3,819,000
18	方特东方神画, 中国, 宁波	-2.3%	3,740,000	3,827,000
19	东部华侨城, 中国, 深圳	-7.1%	3,680,000	3,960,000
20	欢乐谷, 中国, 成都	4.4%	3,100,000	2,970,000
17~18年亚太排名前20主题公园总游客量及增长率		3.6%	139,104,000	134,224,000

资料来源: TEA, AECOM, 信达证券研发中心整理

虽然我国主要人造景区有不俗表现, 但其游客增速同样有放缓趋势。15~18年, 华强方特、宋城演艺、长隆景区游客接待量增速逐年下滑, 其中中青旅(乌镇+古北水镇)18年游客接待量出现负增长, 主要人造乐园景区中仅有华侨城依托覆盖全国50多座城市的首届“华侨城文化旅游节”, 及在旗下景点举办的一系列特别活动, 促使华侨城的主题公园游客量增速仍有较大幅度提升。

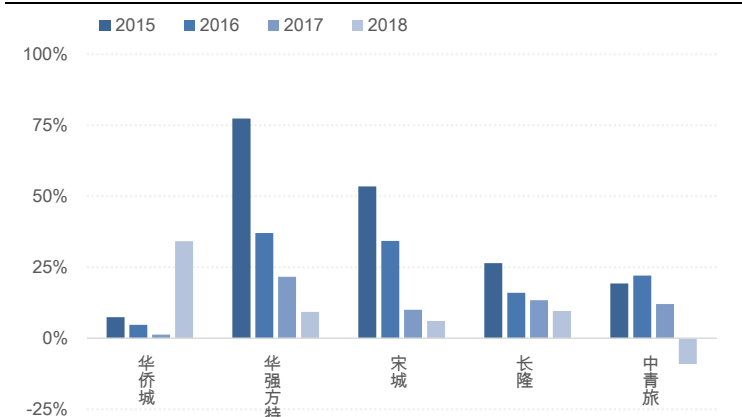
通过分析常州恐龙园、华强方特、华侨城18年游客接待量变化原因可以看到, 资本投入与内生增长是推动人造主题景区客流发展的两大途径。华强方特依托厦门新开两家乐园拉动公司总客流增长, 园区新建即背后的资本力量推动了公司短期表现; 华侨城、长隆等通过主题活动、IP培养等内生方式吸引游客, 提升公司运营能力, 则可长期益于公司表现。

图表 41: 15~18年我国主要人造乐园景区游客接待量(万人)



资料来源: 盈蝶咨询, 信达证券研发中心

图表 42: 15~18年我国主要人造乐园景区游客接待量增速(%)



资料来源: 盈蝶咨询, 信达证券研发中心

我国人造主题乐园的发展随着上海迪士尼的成功，一度吸引了大量国外主题乐园品牌入驻抢占市场，其中不乏 Hello Kitty、乐高等颇具知名度的 IP，同时一些中国本土品牌也开始了主题乐园行业的布局。这些公司披露在我国建设主题乐园的消息大多集中在 2017 年左右。随着这些主题乐园的集中规划建设，未来将有一大批新主题乐园集中开业，因此我们在 19 年初的策略报告《旅游 3.0 时代——遇见更好的自己》中表示，近期并不是规划、投资新主题乐园的最好时期。人造景区板块需要一段时间的沉淀，来恢复经济环境对人造景区造成的负面的影响，以及消化新景区集中开业带来的客源。

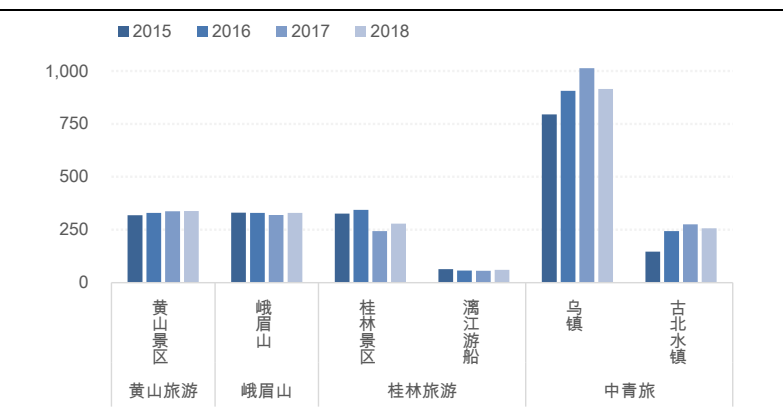
根据 TEA 报告，在过去 18 个月左右，中国在建和拟建的主题公园项目锐减，其原因可以追溯到相关经济因素影响，项目的银行融资和资金流动性方面出现较大挑战。

传统景区发展成熟，新型综合性景区更具吸引力

相较于人造景区，我国传统景区发展相对平稳，近年来增速较为缓慢。从部分上市公司景区经营情况来看，黄山、峨眉山等自然观光景区客流量在经历了 17 年的负增长后，18 年增速有所改善。由于这些传统自然景区早已发展为成熟景区，其整体游客接待量将持续保持稳定。

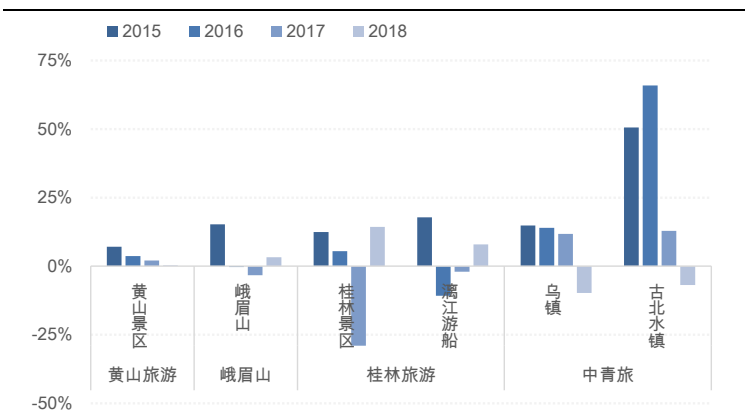
对比自然观光景区，以乌镇为代表的集观光与休闲度假于一体的综合性景区近年来更能吸引游客的关注，这也侧面印证了当前我国游客消费观念日趋成熟，单纯的经典观光已经无法满足消费者日益增长的需求，品质游、深度游的趋势正在形成。在旅游 3.0 的大背景下，游客更注重精神消费，口碑和声誉对景区影响越来越大，景区投资回报率的提高不能单纯依靠提高票价，而应当增加园内消费及提高复购率。

图表 43: 部分上市公司景区游客接待量 (万人)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 44: 部分上市公司景区游客量增速 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

总体来讲，传统的自然景区营收受经济波动影响相对较小，收益比较稳定。投资自然景区应当考虑景区是否具有过硬的内容和文化，是否能够打造综合的具有当地特色的旅游度假目的地。

2018 政府相关部门要求我国景区合理界定成本构成，创新价格管理方式，严格履行政府定价程序，加强景区门票价格监管，规范景区价格行为。截止 18 年 9 月 1 日，我国已有 21 个省份出台或公布 157 个景区降价或免费措施，还有 157 个景区在“十一”假期期间宣布降价。其中包括 5A 级别景区 120 个，4A 级景区 150 多个，占到景区总数近 90%的比例。在这些景区中，降价幅度 20%的景区超 70 个，30 个景区免费开放。

景区的普遍降价，将会刺激消费者出游，带动我国国民出游率的提高与整体旅游收入的增长。但是部分景区，特别是接待能力提高空间不大、门票收入占比高的传统景区的营收和资产回报率将会受到负面影响。而以乌镇、古北水镇为代表的特色小镇，接待能力随资本开支有较大上升空间，游客园内消费等非门票收入占比高，受到降价政策影响小，而且长期来看，适当降低票价更有利于游客数量增长和口碑、声誉的提升和传播，对长期的资本回报有正面影响。

建议关注：中青旅（600138.SH）

行业评级

2019 年旅游行业将持续稳步发展，受汇率等影响，我国出境游增速或有所下滑；酒店板块，企业主对经济波动的担心仍将影响境内酒店行业表现，酒店行业供需正在发生变化，上市酒店集团 RevPAR 增长主要靠升级因素推动；免税行业继续在消费升级背景和政策红利下快速发展，建议关注；同时注重景区内精神消费、口碑建设的人造景区值得关注。在旅游常态化和物质、精神消费升级的推动下，旅游行业开始进入注重体验、需求多样的 3.0 时代，各旅游企业开始调整发展布局，深挖客户需求，提高产品质量。鉴于新背景下旅游行业各参与方处在探求新平衡阶段，加之外部环境因素可能影响整个行业正常发展，因此维持“中性”评级。

建议关注：中国国旅（601888.SH）、中青旅（600138.SH）

公司推荐

中国国旅 (601888.SH)

免税业务快速发展驱动公司毛利率持续上升，业绩高速增长。中国国旅旗下的中免集团，2018 年成功控股日上，并与日上合作中标虹桥机场、浦东机场 T1/T2 及卫星厅免税经营权、大兴机场国际区免税业务，并通过无偿划转持有海免公司 51% 股权，成为海免公司的控股股东控制美兰机场免税店，2019 年 1 月开业海口和博鳌市内免税店，至此公司控制的海南岛离岛免税已经包括国内单体销售规模最大的三亚海棠湾免税店、海口机场免税店和两家市内免税店，以及流量优势最为明显的北京、上海两地主要机场免税店，拥有了国内免税行业最为强大的客户资源基础。

中免不断扩大在我国免税业的市场份额，巩固其在免税业的垄断地位，同时获得更优化的进货渠道和更强的上游议价能力。在当前消费升级和政策引导消费回流的背景下，中国国旅将充分享受规模快速扩张和行业高速增长带来的双重利好。中国国旅受自身规模扩张和行业高速增长拉动，免税业务将持续高速增长，维持公司“买入”评级。

风险因素

宏观经济周期性波动与行业增速不达预期的风险（包括政策性风险）、行业增长不及预期、免税业务毛利率增长不及预期、行业竞争风险、汇率风险，以及不可抗力因素。

相关研究：

《中国国旅 (601888.SH)：消费升级+政策支持，免税龙头越大越强》2018 年 7 月 17 日

《中国国旅 (601888.SH)：免税业务高速增长，一次性支出影响利润增速》2018 年 11 月 6 日

中青旅 (600138.SH)

中青旅的核心景区——乌镇是我国景区尤其是小镇行业的标杆，乌镇的成功与其背后陈向宏团队密不可分，公司与陈团队的紧密捆绑使得中青旅成为中国最优秀的小镇运营商。

乌镇-业内标杆：乌镇景区游客接待量 13 年至今 CAGR 达 10%，对公司净利润贡献占比从 13 年的 57.6% 增长到 2018 年的 80%，已成为公司重要利润来源。为适应当前小镇发展，公司调整发展策略减量增价，以保证游客在景区内的良好体验，实现公司业绩稳定增长。

古北水镇-乌镇模式的成功复制：自 2014 年运营以来，古北水镇游客接待量 CAGR 高达 27%，人均消费基本保持 17% 以上

增速。相较乌镇，古北水镇运营时间尚短，但也取得了不错的盈利表现，乌镇经验的借鉴应用有效缩短了古北水镇起步发展的进程。

濮院-乌镇模式下一站：濮院借鉴古北水镇的模式，有望 2019 年正式营业。濮院周边交通便利，距离乌镇近半小时车程，在当前乌镇客流量相对饱和的状态下，濮院建成后有望承接乌镇溢出的游客量，与乌镇实现协同效应。

拥有我国最优秀小镇运营团队与业内标杆景区，中青旅业绩或将稳定增长。19 年公司房地产业务或将成为提升公司业绩的亮点，维持公司“买入”评级。

风险因素

核心景区业务增速不及预期；其他业务增长不达预期；政府补贴等政策性风险；宏观经济波动、重大事故发生、恶劣天气影响等其他因素

相关研究：

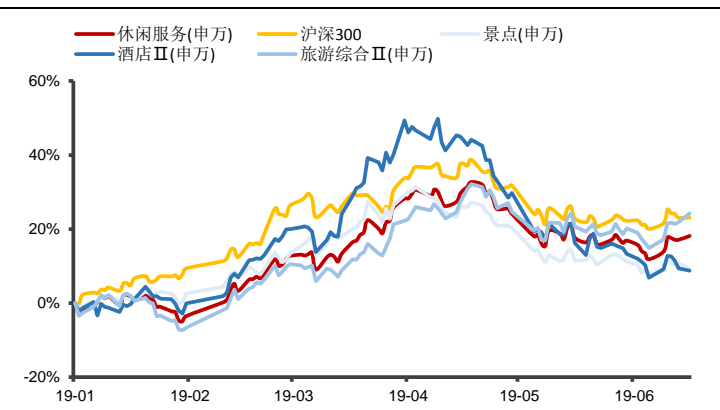
《中青旅（600138.SH）：中青旅—中国最成功的小镇运营商》2019 年 1 月 22 日

《中青旅（600138.SH）：乌镇景区量减价增，房地产业务贡献价值》2019 年 5 月 31 日

2019 上半年市场回顾

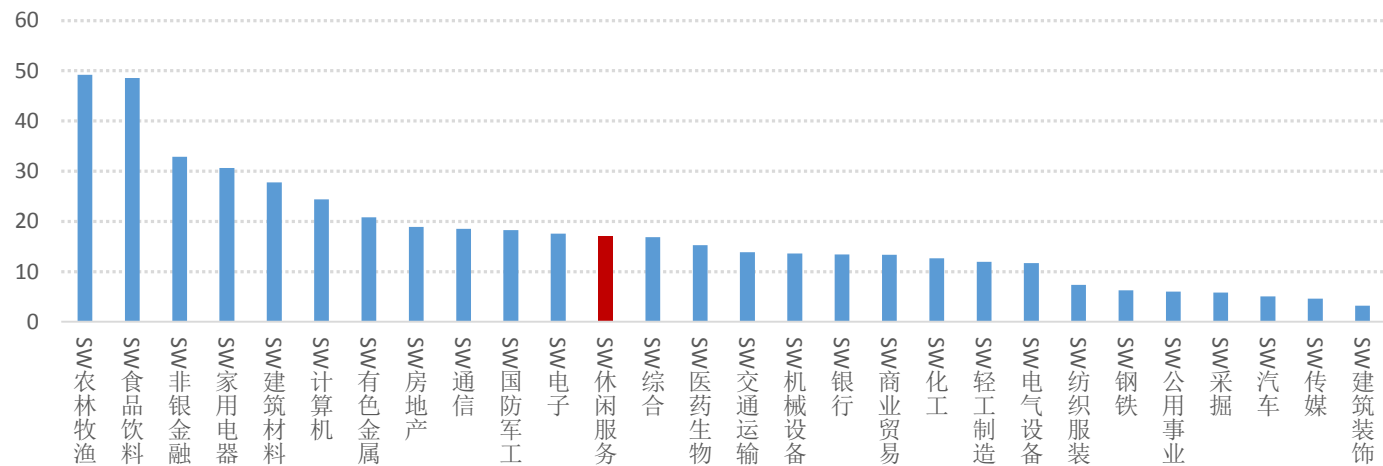
2019/1/1 至 2019/6/17, 休闲服务指数上涨 18%, 沪深 300 上涨 23%, 休闲服务指数低于市场 5 个百分点。其中景点上涨 9%, 酒店 II 上涨 9%, 旅游综合 II 上涨 24%。在 2019/1/1 至 2019/6/17 板块涨跌幅中, 申万休闲服务指数在申万 28 个一级行业中排在第 12 位。

图表 45: 沪深 300 与申万休闲服务板块及其各子版块走势 (%)

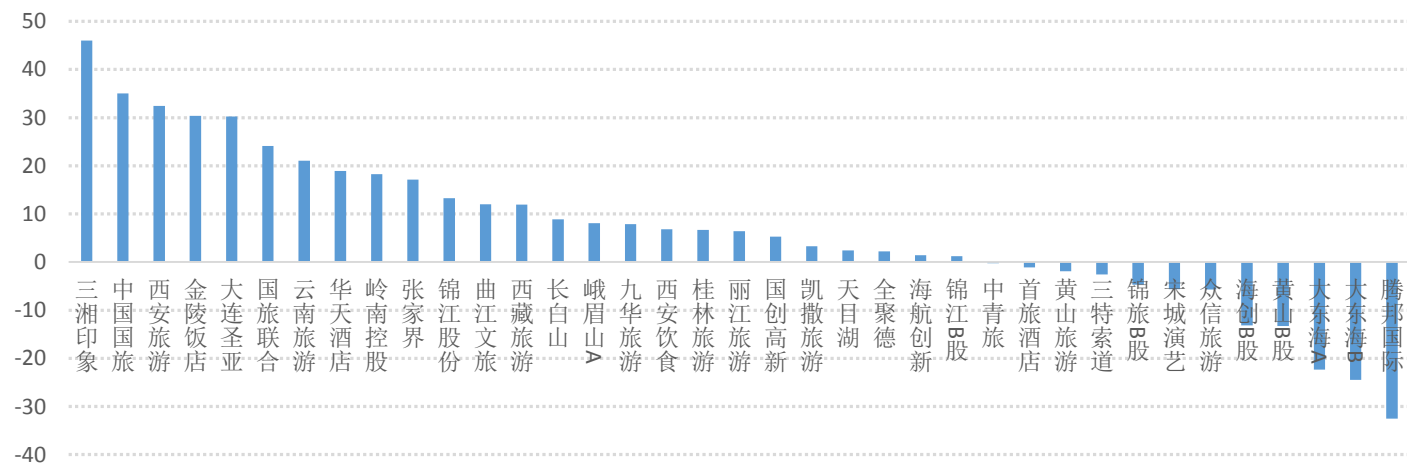


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

个股方面, 2019/1/1 至 2019/6/17 市场表现前三: 三湘印象 (46%)、中国国旅 (35%)、西安旅游 (32%)。

图表 46: 申万行业涨跌幅 (%)


资料来源, Wind, 信达证券研发中心

图表 47: 休闲服务板块个股涨跌幅情况 (%)


资料来源, Wind, 信达证券研发中心

风险因素

宏观风险：宏观经济下行；汇率波动剧烈。

政治风险：政治外交紧张；恶性事件频发。

不可抗力：气象灾害不断，极端天气频发。

研究团队简介

陶伊雪，麦考瑞大学国际贸易与商法硕士，2014年12月正式加盟信达证券研究开发中心，从事消费行业、能源化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5% ~ 20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。