

## 社会服务

报告原因：策略研究

2019年6月26日

## 社会服务行业 2019 年中期策略

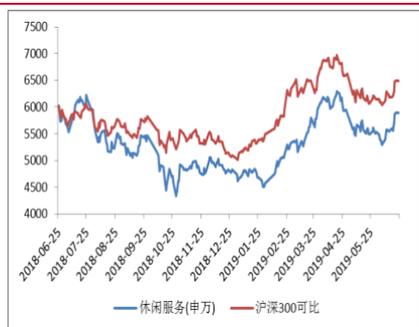
关注细分龙头，优质内生增长推动业绩释放

## 维持评级

看好

行业研究/深度报告

### 社会服务板块近一年市场表现



分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496307

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层  
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 投资要点：

➢ **2019H1 回顾：社会服务板块上半年上涨 22.21%**。沪深 300 指数涨幅为 26.26%，社会服务板块上半年跑输大盘，SW 休闲服务指数上涨 22.21%，在 A 股 28 个行业板块（申万分类）中涨跌幅排名第 11 位；目前市盈率为 31.8 倍，低于历史平均水平（50.25 倍）；子行业中旅游综合（28.66%）领涨；龙头企业表现显著好于行业。

➢ **免税板块表现依旧亮眼**。免税行业受政策影响和消费偏好共同作用，受宏观经济波动影响较小，整体保持快速增长态势。行业内龙头企业中国国旅自 2016 年以来净利润增长率均在 20% 以上，2018 年增速达到 61.48%，免税业务贡献了四成以上盈利。为了专注聚焦免税业务，公司自 2019 年完全剥离旅行社业务。2019H1 积极布局市内免税店，先后在海口、博鳌、青岛、厦门、大连、北京开设市内免税店，澳门、上海前期准备工作有序推进。公司 2018 年毛利率 53.09%（+7.36%），公司利润率远高于社服行业其他子行业，护城河优势显著，预计行业未来三年仍有望保持 15% 以上增速。

➢ **酒店行业经营有所下行，加盟、新开店提振信心**。18 年下半年酒店行业受宏观经济波动影响，呈现疲弱态势。酒店行业自 15 年四季度开始出租率触底、启动正增长，进入行业周期复苏阶段，18 年上半年呈现 RevPAR 高增长。下半年伴随 GDP 增速、社零等宏观数据疲弱，酒店行业从 6 月开始出租率出现负增长；随后在出租率承压的情况下行业整体平均房价增速下行；OCC 与 ADR 双重压力导致 RevPAR 增速下降。新开店、加盟签约、存量店数据良好，酒店新开店提速、行业整体结构不断优化，行业数据有望在下半年迎来反弹。

➢ **自然景区内生动力有限，人工景区持续快速发展势头**。受国有景区门票下调政策影响，传统景区在门票降价的基础上客流有所增长，但综合盈利能力仍呈现下降趋势。单纯依靠门票提价促进业绩释放被限制，自然景区业绩增长需要逐渐摆脱对门票的过度依赖。国内文化旅游消费逐渐旺盛，带动人工景区需求量不断提高，同时休闲景区复制能力强、灵活性大、客单价可控在适中水平带动行业快速发展。

➢ **出境游增速有所回暖，总体趋势向好**。2019Q1 我国出境游共 4300 万人次（+13.16%），增速较 2018Q4 提升 5.78%，行业景气度逐渐提升。其中



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

港澳台游共 2282 万人次（+20.65%）表现亮眼，主要由于港珠澳大桥及广深港高铁香港段开通，交通改善带来游客量同比大幅增加；出境游共 2018 万人次（+5.73%），增速虽不及港澳台游亮眼，但环比大幅提升 8.54%，说明行业正逐步走出低谷。考虑到 18Q3 行业突发事件频发导致东南亚游大幅萎缩，预计今年下半年出境游行业有望迎来恢复式增长。自 2010 年后国内赴美游客增速一直呈下降趋势，去年赴美游客数量急剧减少，为 290 万人次（-7.9%），是自 2003 年来中国旅客赴美数量首次出现下滑。出境游中美路线之前占比较低，在中美贸易摩擦下对整体出境游影响可控。

➤ **重点行业关注：**免税行业经过数十年发展目前进入了拥有利好政策、庞大消费基础的快车道。随着政策不断引导消费回流、拥有免税牌照各大公司与采购商长期合作压低进货成本、消费群体年轻化、免税消费常态化，以及不断布局日益完善的全国免税购物网，免税市场有望进一步扩大，巩固行业最优赛道地位。行业 2015-2018CAGR19%，我们预计在政策催化和消费回流双重推动下，免税行业将在近几年保持 18%-20%增速。

➤ **重点公司关注：**免税行业中**中国国旅**占据垄断地位，新增香港、澳门机场免税业务、中标北京大兴国际机场业务以及逐渐布局的市内免税店业务为业绩增长带来动力。酒店业处在新周期复苏阶段，同时受宏观经济影响公司发展承压较大，**锦江股份**争夺市占率优势明显，**首旅酒店**在中端酒店市场布局渐近成熟。人工景区方面**宋城演艺**存量、增量项目储备丰富，主要景区业绩稳定、轻资产项目成绩超预期且复制能力较强，未来三年营收增速预计在 18%。出境游建议关注以出境旅游全产业链为主要业务的**凯撒旅游**，公司在近期确认成为东京奥运会中国奥委会官方票务服务机构、接待服务供应商、中国奥委会辖区独家票务代理机构，明年业绩客观；同时与中出服合作取得天津国际邮轮母港进境免税店经营权，首次涉猎免税行业。

**风险提示：**

➤ 宏观经济波动风险；免税政策变化风险；酒店行业供需变化风险；景区门票下调风险；行业增速不及预期风险；突发事件或不可控灾害风险。

# 目录

1.2019 上半年行业与业绩回顾.....	6
1.1 整体走势：社会服务板块上半年上涨 22.21%.....	6
1.2 旅游综合板块涨幅最高.....	7
1.3 细分领域：龙头企业表现亮眼.....	8
2.免税板块表现仍然亮眼.....	9
2.1 奢侈品消费市场前景广阔，免税品占比逐步提升.....	9
2.2 行业迎来政策期，消费回流加速业绩释放.....	9
2.3 国旅业绩看中免.....	11
3.酒店行业经营有所下行，新开店提振信心.....	13
3.1 受行业整体影响 REVPAR 增速放缓.....	13
3.2 加盟扩张驱动业绩增长，产品升级支撑提价.....	14
3.3 酒店行业龙头业绩相对稳定：锦江股份，首旅酒店.....	16
4.自然景区内生动力有限，人工景区持续快速发展势头.....	17
4.1 自然景区受降价影响业务或受挤压.....	17
4.2 人工景区周边需求旺盛，可复制性强.....	18
4.3 旅游演艺龙头宋城演艺存量增量项目丰富.....	20
5. 出境游增速有所回暖，总体趋势向好.....	21
5.1 短期事件及汇率影响出境游.....	21
5.2 中美贸易摩擦影响北美路线.....	22
5.3 出境游行业下半年展望.....	22
5.4 建议关注：凯撒旅游.....	23
6.推荐标的概览.....	24
7.风险提示.....	24



## 图表目录

图 1：2019H1 休闲服务板块涨跌幅排名第 11 位（申万分类） .....	6
图 2：2019 年 H1 社会服务行业表现弱于市场.....	6
图 3：SW 休闲服务行业目前估值低于历史均值 .....	7
图 4：SW 休闲服务板块相对沪深 300 估值处历史地位 .....	7
图 5：2019 年至今社会服务行业各子板块涨跌幅.....	7
图 6：社会服务行业各子版块 PE（历史 TTM，整体法） .....	7
图 7：全球个人奢侈品消费市场变化趋势（十亿元） .....	9
图 8：中国内地奢侈品市场.....	9
图 9：2018 年各年龄段奢侈品年均消费额（十亿元） .....	10
图 10：各年龄段奢侈品消费渠道选择.....	10
图 11：中免集团免税业务毛利率.....	11
图 12：三大酒店集团中端酒店 REVPAR 分季度统计 .....	14
图 13：三大酒店集团经济型酒店 REVPAR 分季度统计 .....	14
图 14：三大酒店集团近五年经济型直营店开店统计.....	14
图 15：三大酒店集团近五年经济型加盟&管理开店统计 .....	14
图 16：三大酒店集团中端酒店 ADR 分季度统计 .....	15
图 17：三大酒店集团经济型酒店 ADR 分季度统计 .....	15
图 18：三大酒店集团中端酒店 OCC 分季度统计.....	15
图 19：三大酒店集团经济型酒店 OCC 分季度统计.....	15
图 20：2018 国内旅游收入增速达 12.30%.....	17
图 21：2018 国内旅游人次增速达 10.76%.....	17
图 22：2013-2017 旅游演艺剧目台数变化 .....	18

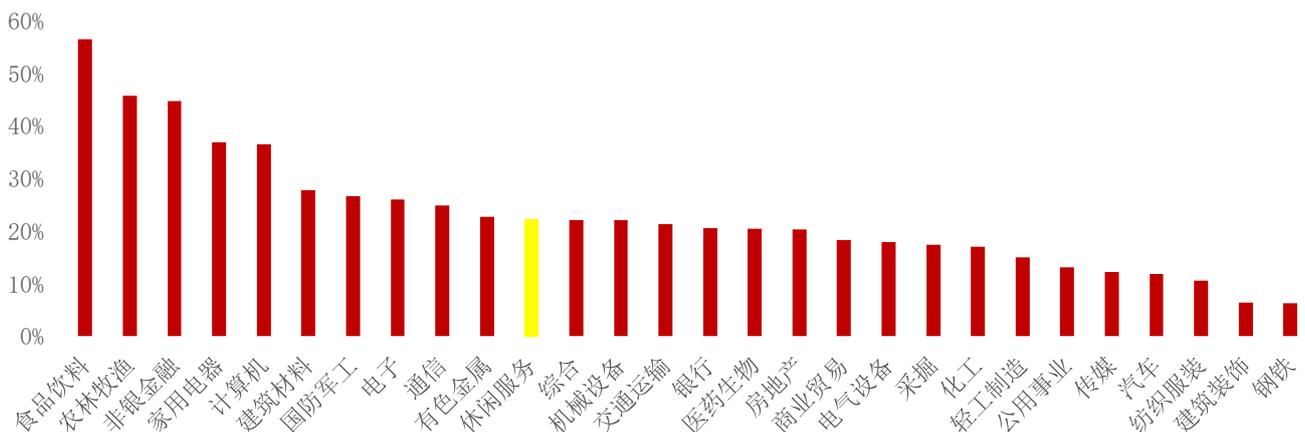
图 23: 2013-2017 旅游演艺剧目场次变化 .....	18
图 24: 旅游演艺分类.....	19
图 25: 国内各旅游演艺细分类型票房收入占比统计.....	20
图 26: 国内各旅游演艺系列票房占比统计.....	20
图 27: 近五年出境游人次（百万）统计.....	21
图 28: 近五年出境游人均客单价统计.....	21
图 29: 2018 年我国出境游目的地增速统计.....	22
图 30: 近十年中国赴美游客统计.....	22
图 31: 2018 年至今北京出境游人次统计情况.....	23
图 32: 2018 年至今上海出境游人次统计情况.....	23
表 1: 2019 年至今社会服务行业涨幅居前公司统计.....	8
表 2: 海南离岛免税政策近八年不断调整.....	10
表 3: 中免集团各大机场租金扣点统计.....	12
表 4: 中免集团市内免税店布局情况.....	13
表 5: 主要景区门票降价统计.....	17
表 6: 自然景区 2019Q1 表现.....	17
表 7: 重点推荐公司盈利预测预估值.....	24

## 1.2019 上半年行业与业绩回顾

### 1.1 整体走势：社会服务板块上半年上涨 22.21%

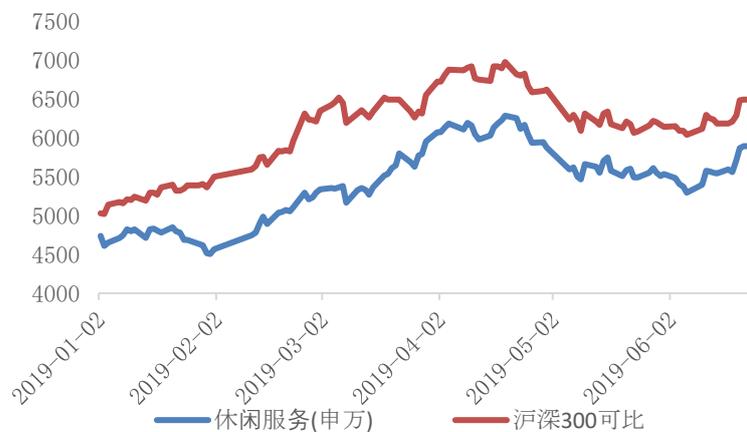
2019 年年初至今（截至 2019 年 6 月 23 日，下同），沪深 300 指数涨幅 26.26%，社会服务板块上半年跑输大盘，SW 休闲服务指数上涨 22.21%，在 A 股 28 个行业板块（申万分类）中涨跌幅排名第 11 位，目前市盈率（TTM，整体法）为 31.8 倍，低于历史均值（50.25 倍），SW 休闲服务板块相对于沪深 300 估值处在历史低位。

图 1：2019H1 休闲服务板块涨跌幅排名第 11 位（申万分类）



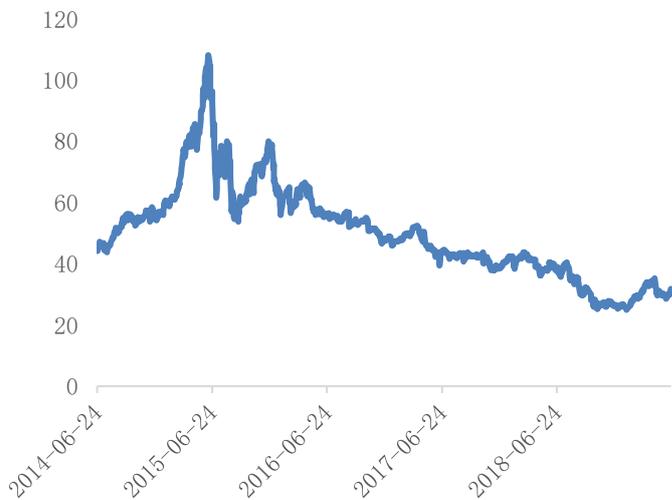
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：2019 年 H1 社会服务行业表现弱于市场



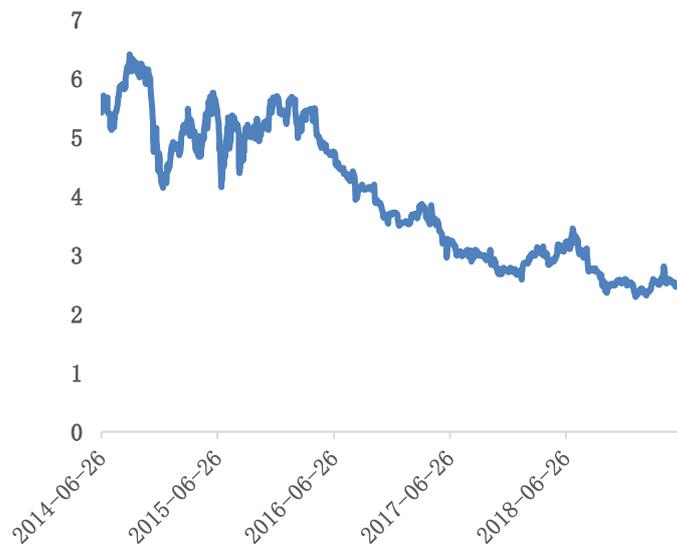
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：SW 休闲服务行业目前估值低于历史均值



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：SW 休闲服务板块相对沪深 300 估值处历史地位



数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.2 旅游综合板块涨幅最高

从子板块来看，2019 年至今社会服务各板块涨势良好。截止目前，各子板块涨幅由高到低分别是：旅游综合（28.66%）、其他休闲服务（20.81%）、酒店（15.13%）、景区（11.05%）、餐饮（3.74%）。

图 5：2019 年至今社会服务行业各子板块涨跌幅

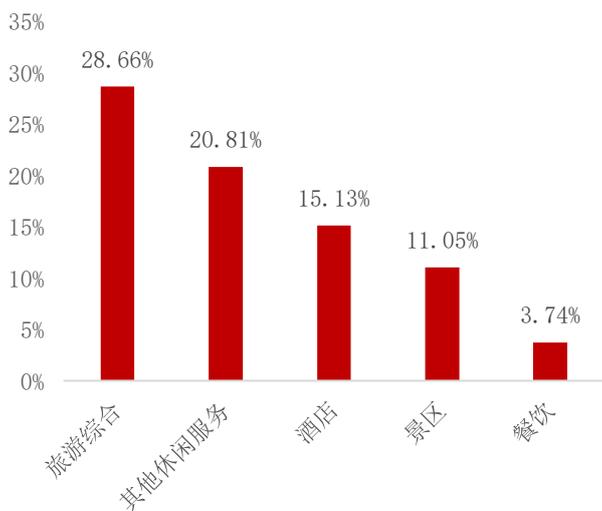


图 6：社会服务行业各子版块 PE（历史 TTM，整体法）



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

### 1.3 细分领域：龙头企业表现亮眼

2019 年至今社会服务行业市场风格更注重业绩和扩张能力。投资者更倾向于选择业绩稳定、增长势头良好、行业内竞争力较强的企业。通过统计我们发现，2019 年上半年社会服务行业涨幅居前的公司大多是细分子行业的龙头企业，如免税行业拥有较高护城河的中国国旅，酒店行业国内市占率较高的锦江股份、首旅酒店；或者有业绩释放的优秀企业，如餐饮行业增长率稳定的广州酒家；以及部分概念板块公司，如一带一路概念的西安旅游、中朝经济概念的长白山等。

表 1：2019 年至今社会服务行业涨幅居前公司统计

证券代码	证券简称	所属子行业	年涨幅度	总市值（亿元）	2019Q1 营业收入同比增速	2019Q1 归母净利润同比增速
601888.SH	中国国旅	旅游综合	41.26%	1660.39	54.72%	13.94%
600593.SH	大连圣亚	人工景点	39.30%	47.53	5.94%	-0.92%
000610.SZ	西安旅游	酒店	38.69%	24.4	0.53%	30.32%
601007.SH	金陵饭店	酒店	35.69%	32.85	12.31%	0.89%
600358.SH	国旅联合	旅游综合	26.42%	22.47	-38.86%	-391.06%
000524.SZ	岭南控股	旅游综合	23.62%	57.17	13.71%	192.64%
002059.SZ	云南旅游	旅游综合	24.98%	46.7	15.06%	0.11%
000428.SZ	华天酒店	酒店	25.00%	31.59	-10.91%	-2.78%
600754.SH	锦江股份	酒店	19.46%	160.83	2.66%	3.04%
000430.SZ	张家界	自然景点	18.18%	23.07	-4.06%	44.27%
600706.SH	曲江文旅	旅游综合	16.72%	21.31	11.70%	2.29%
603099.SH	长白山	自然景点	22.39%	28.53	14.57%	-2.42%
603043.SH	广州酒家	餐饮	14.46%	123.78	19.79%	17.94%
603199.SH	九华旅游	自然景点	12.95%	23.76	17.96%	27.62%
600258.SH	首旅酒店	酒店	12.22%	176.8	0.99%	-1.90%

资料来源：wind，山西证券研究所

休闲服务板块中，中国国旅为首批纳入 MSCI 的 A 股标的，演艺龙头宋城演艺于 2019 年 5 月以创业板大盘股纳入，锦江股份、首旅酒店将于 2019 年 11 月以中盘股纳入。

## 2. 免税板块表现仍然亮眼

### 2.1 奢侈品消费市场前景广阔，免税品占比逐步提升

免税行业受政策性影响和消费偏好共同作用，受宏观经济波动影响较小，整体保持快速增长态势，行业主要销售香化以及奢侈精品门类。中国消费者奢侈品消费总额逐年提升，2018 年达到 6500 亿人民币，占全球奢侈品市场份额 33%。中国内地奢侈品市场连续两年保持 20% 以上增速，当前市场规模已经达到 1700 亿元，近十年复合增长率超过 16%。随着进口关税下调、电商法有序推进、各大奢侈品品牌持续调整国内外市场差价等因素共同作用下，未来奢侈品消费回流可观，更多国内消费者选择在内地市场购买奢侈品。根据麦肯锡预测，到 2020 年全球奢侈品消费市场将达到 26 万亿人民币，中国市场将占据 35%，届时免税销售额将达到 550 亿元。

图 7：全球个人奢侈品消费市场变化趋势（十亿元）



数据来源：《麦肯锡中国奢侈品报告》，山西证券研究所

图 8：中国内地奢侈品市场



数据来源：《麦肯锡中国奢侈品报告》，山西证券研究所

### 2.2 行业迎来政策期，消费回流加速业绩释放

一直以来，中国的消费外流现象明显，尤其是在奢侈品类消费，2018 年仅有 23% 左右的奢侈品销售发生在国内。资金的外流现象在中国经济增速放缓的情况下逐步得到抑制。免税政策在离岸免税的开放及增设进口免税店也体现这一目标。例如海南离岛免税政策在近八年来不断调整，从 2012 年正式实施离岛免税购物限额每人每次购买金额不超过 5000 元，到 2018 年新政将每人每年购物限额增至 3 万元，且不限购买次数，同时逐渐扩大免税商品门类，吸引境内免税购物。

表 2：海南离岛免税政策近八年不断调整

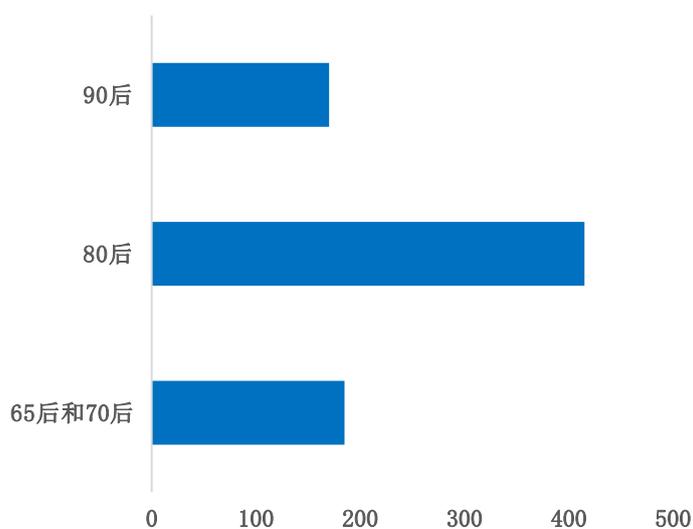
政策时间	适用对象	购物限额	新增商品种类
2011.4.20	非岛内居民：每人每年 2 次；岛内居民：每人每年 1 次	每人每次免税购物金额为人民币 5000 元以内	首饰、工艺品、手表、香水、眼镜、丝巾、领带、箱包等商品限 2 件，小皮件限 4 件，化妆品、服装服饰、糖果等限 5 件。共 18 种免税商品
2012. 10.24		每人每次购物金额上调至 8000 元	增加美容、保健器材等 3 类免税商品品种，扩大至 21 种
2016.2.1	取消非岛内居民旅客购物次数限制	每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元	海南现有两家实体免税店获准开设网上销售窗口
2017.1.15		同一旅客在同一年度内乘飞机和火车免税购物合并计算	将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围
2018.11.28	取消岛内居民旅客购物次数限制	每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次	增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练一、助听器等设备，每人每次限购 2 件

资料来源：商务部、财政部，山西证券研究所

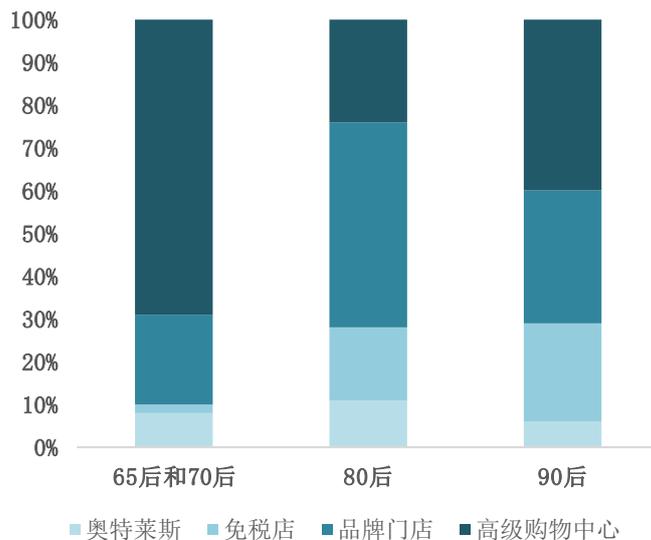
上述政策主要通过提高每人每年消费限额以及放开消费次数来刺激销售规模攀升，但目前每人每年 30000 元消费限额距离消费上限仍有很大增长空间。以海南离岛免税销售为例，2012 年国家已经将游客每人每年离岛免税购买上限从 5000 元上调至 8000 元，人均离岛免税消费额在 2013 年同比上升达 46%，但 2014 年便陷入个位数的低增长，直到 2014 年三亚海棠湾免税店开业，才再次拉高人均离岛免税消费额，从 2013 年的 3000 元上升到 14-15 年的 3240 元左右。2016 年离岛免税上限上升到 16000 元，16-17 年人均离岛免税消费额仅上升 3%-4%。海棠湾免税店开业以来 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 30000 元，不限次，仍然不会立刻推升人均离岛免税消费额，人均消费客单价仍有上涨空间；此外，随着海口市内免税店和博鳌市内免税店在年初开业，增加除机场之外购物场景、商场模式可以延长游客有效购物时间，促进客单价提升，对离岛免税业绩有提振作用。

图 9：2018 年各年龄段奢侈品年均消费额（十亿元）

图 10：各年龄段奢侈品消费渠道选择



数据来源：《麦肯锡中国奢侈品报告》，山西证券研究所



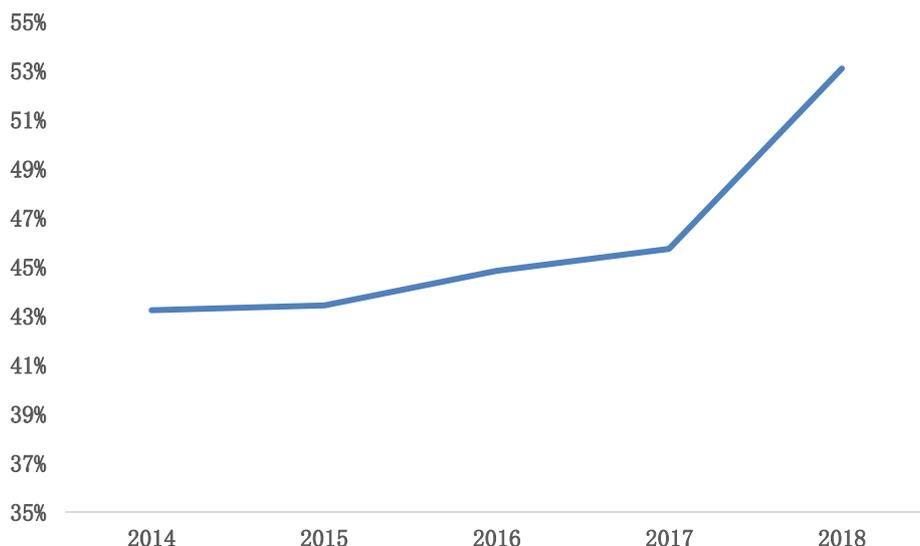
数据来源：《麦肯锡中国奢侈品报告》，山西证券研究所

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（stock keeping unit 供应商品门类）的扩展，适销对路的商品的加入能够推升消费者的购买意愿，同时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，80后 90后日益成为免税渠道购买主力军。

## 2.3 国旅业绩看中免

自 2016 年以来，中国国旅每年的净利润增长率都在 20% 以上，17-18 受收购日上免税的影响，2018 年增速达到 61.48%，免税业务贡献了四成以上盈利。为了专注聚焦免税业务，公司将国旅总社 100% 股权转让给控股股东中国旅游集团，完成后国旅总社将在 2019 年脱表，退出旅行社业务。2018 年中免免税业务毛利率达到 53.09%，毛利率近五年来不断攀升。

图 11：中免集团免税业务毛利率



数据来源：wind，山西证券研究所

中免集团是具有全国免税牌照的公司，在相继收购日上中国和日上上海后，目前市占率已经达到 86%，基本形成垄断局面。中免集团逐渐完成中国免税大整合，形成北京机场免税店、上海机场免税店、三亚海棠湾市内免税店、香港机场免税店为主线，在全国 30 个省、市、自治区及港澳台地区拥有涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、市内、邮轮 9 大类型 200 多家免税店，成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商，目前已经跻身世界免税运营商前 5 名。

表 3：中免集团各大机场租金扣点统计

机场	出/入境	中标结果	首年保底租金	扣点率
北京 / 大兴机场烟酒食品段	出入境	中免	2.3 亿元	49.9%
北京 / 大兴机场香化精品段	出入境		4.16 亿元	46%
北京 / 首都机场 T2	出入境		8.3 亿元	47.5%
北京 / 首都机场 T3	出入境	日上中国（中免控股 51%）	22 亿元	43.5%
上海 / 虹桥	出入境	日上上海（中免控股 51%）	合同期总提成 20.71 亿元	42.5%
上海 / 浦东	出入境		合同期总提成 410 亿元	42.5%
广州 / 白云 T1	入境	中免	T2 启用前 / 后：3.9 亿元 / 2.8 亿元	39% / 42%
广州 / 白云 T2	入境		4.2 亿元	42%
广州 / 白云 T3	出境		4.0 亿元	35%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

在完成一线城市机场布局后，中免继续向市内免税店发力。2019 年上半年，相继在海口、博鳌、青岛、厦门、大连、北京开设市内免税店，澳门市内免税店签约完成，上海市内免税店工商注册完成。市内免税店相较于机场免税店有以下优势：无机场扣点，对比表三机场扣点率一般在 35%-50%左右，成本大幅下降；营业面积增大，机场免税店营业面积有限，市内免税店可提供更多 SKU；时间自由，消费者购物没有登机

时间限制，延长购物时间。

表 4：中免集团市内免税店布局情况

开设时间	城市	位置	营业面积	提货模式
2019.1.19	海口	海口市日月广场	首期开业面积 1.3 万平方米	店内预定，口岸提货
2019.1.19	博鳌	琼海市博鳌亚洲论坛永久会址	4200 平方米	店内预定，口岸提货
2019.5.1	青岛	青岛北区 CBD 核心区	首期开业面积 355 平米	店内买单，口岸提货
2019.5.20	厦门	厦门中华城购物中心	初期营业面积 331 平米	店内买单，口岸提货
2019.5.26	大连	大连沙河口区星.星海中心	首期开业面积 500 平米	店内买单，口岸提货
2019.5.30	北京	北京市朝阳区蓝色港湾购物中心	一期经营面积 513 平米	店内预定，口岸提货
2019.5.30 签约	澳门	上葡京综合度假村购物中心	占地面积 7500 平方米	自贸港，免税牌照不受限
2018.10.9 完成工商注册	上海	选址陆家嘴	待定	店内购物，离境提货

资料来源：公司公告，山西证券研究所

免税板块看好**中国国旅**，基于拥有免税牌照对行业垄断优势逐渐扩大、目前构建的机场+市内免税店规模逐步完善、剥离旅行社业务后专注免税经营，以及不断落地的政策推动消费回流，净利率和毛利率仍然有攀升空间。公司 2018 年营收规模达 470.07 亿（+66.21%），归母净利润 30.95 亿元（+22.29%），2015-2018 年复合增长率达到 19%。免税商品销售收入 332.28 亿，毛利率 53.09%（+7.36%），公司利润率远高于行业平均水平，结合下半年澳门新葡京市内免税店、上海陆家嘴市内免税店开业释放业绩，毛利率将继续增厚。预计行业未来三年仍有望保持 15%以上增速。预计中国国旅 19-21 年 EPS 为 2.45\2.62\3.01，对应 PE 为 31\29\25 倍。

### 3.酒店行业经营有所下行，新开店提振信心

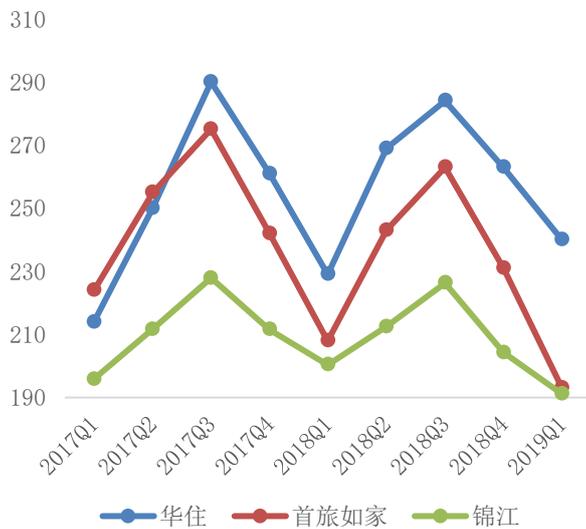
#### 3.1 受行业整体影响 RevPAR 增速放缓

18 年下半年酒店行业受宏观经济波动影响，呈现疲弱态势。酒店行业自 15Q4 开始出租率触底、启动正增长，进入行业周期复苏阶段，18 年上半年呈现 RevPAR（revenue per available room 每间房每晚收入）高增长。下半年伴随 GDP 增速、社零等宏观数据疲弱，酒店行业从 6 月开始出租率出现负增长；随后在出租率承压的情况下行业整体平均房价增速下行，至 18 年 12 月微降 0.2%；出租率与平均房价双重压力导致 RevPAR 增速下降，12 月 RevPAR 同比下降 0.7%。

在行业整体受宏观经济影响背景下，酒店龙头经营情况同样承压，三大酒店集团中华住呈现较高的稳定性。就同店 RevPAR 增速看，酒店龙头无法规避向下压力，Q1 呈现同店负增长，华住 19 年 Q1 同店 RevPAR 略降 0.4%、首旅如家和锦江分别下降 3%和 4.22%。在考虑升级带来的结构性影响后，19 年 Q1 酒店龙头

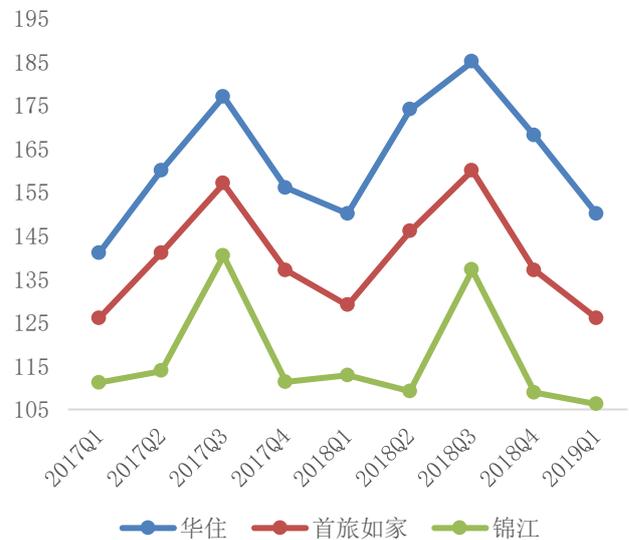
的 RevPAR 增速仍基本能够维持正增长，优于行业水平。

图 12：三大酒店集团中端酒店 RevPAR 分季度统计



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 13：三大酒店集团经济型酒店 RevPAR 分季度统计



数据来源：公司公告，山西证券研究所

### 3.2 加盟扩张驱动业绩增长，产品升级支撑提价

酒店龙头仍处于快速扩张抢夺优质物业阶段，锦江具有市占率优势。锦江在扩张上更为激进，例如旗下维也纳中端酒店在前期扩张时期与投资者承担对赌风险保证收益，华住次之。锦江、华住、首旅 18 年新开业门店分别为 1243、723、622 家，净开业门店数分别为 749、484、337 家，19Q1 锦江、华住、首旅在市场环境不佳的情况下分别开店 313、226、75 家，锦江自 2017 年后扩张姿态明显。截止 19 年四月，锦江开业酒店达到 7716 家，4 月净增开业酒店 85 家，中高端占比达 44.44%，待开业酒店 3724 家，当前酒店储备数足够满足公司三年扩张计划。

图 14：三大酒店集团近五年经济型直营店开店统计

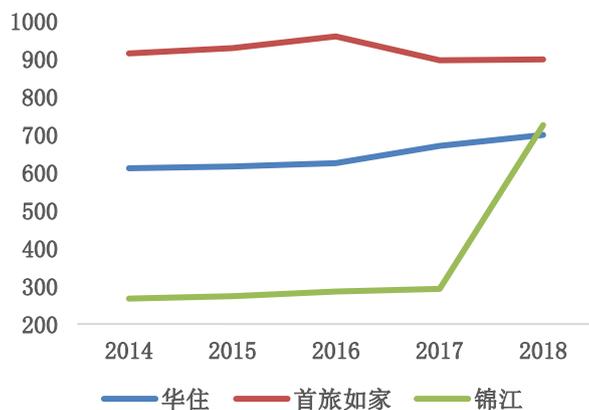
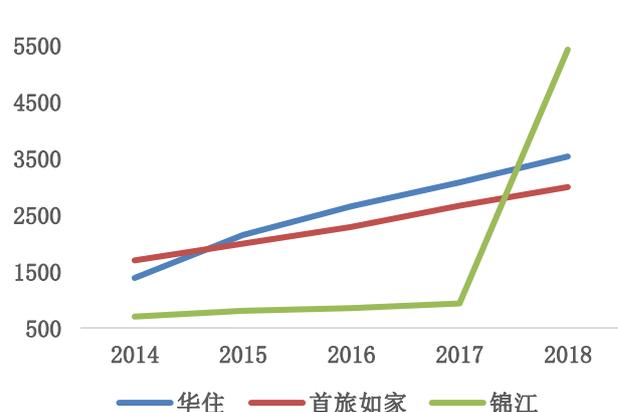


图 15：三大酒店集团近五年经济型加盟&管理开店统计

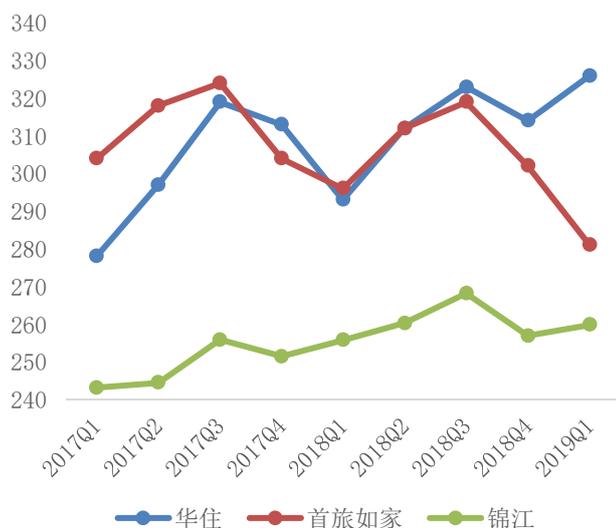


数据来源：公司公告，山西证券研究所

数据来源：公司公告，山西证券研究所

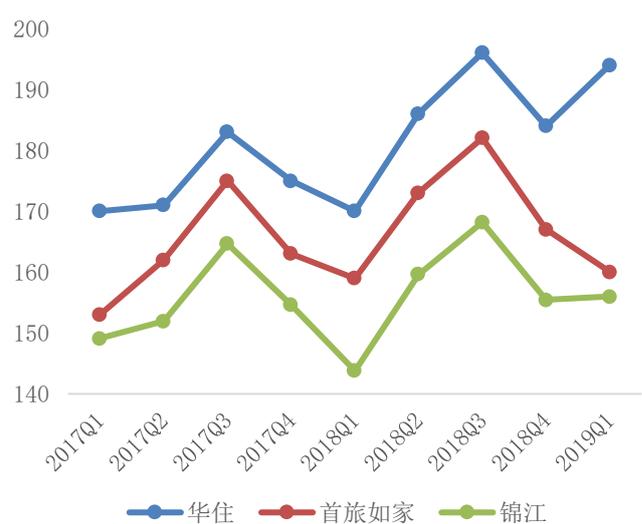
酒店行业升级趋势较为明确，各层次产品均有所优化，产品更新保障提价基础。一方面上一轮行业周期供给增速的顶峰位于 2007 年左右，并且酒店物业租约通常为十年，新一轮签约背景下需要依靠产品升级覆盖租金成本提升；另一方面，消费水平提升以及商旅需求旺盛，驱动产品从上一轮满足基本的住宿需求向提供住宿、服务综合化体验转变。因此此轮升级不仅仅是中高端酒店的崛起，也伴随着经济型酒店的升级改造，行业逐步呈现出打造优化、品牌定位精准化、价格分化的差异分化产品，使 ADR（平均房价）提升具有基础。酒店龙头具有调节价格、追求最大化效益的能力。在 OCC（入住率）受影响的前提下，目前锦江、首旅和华住的提价幅度有所放缓，后期我们预测平均房价仍然会以入住率为核心进行灵活的经营调节。

图 16：三大酒店集团中端酒店 ADR 分季度统计



数据来源：公司公告，山西证券研究所

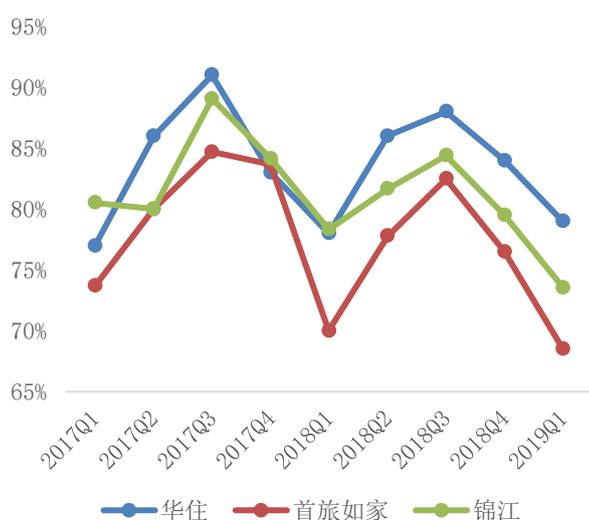
图 17：三大酒店集团经济型酒店 ADR 分季度统计



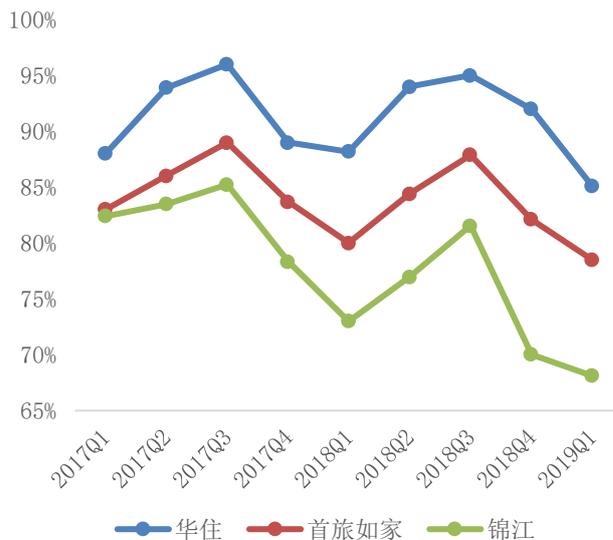
数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 18：三大酒店集团中端酒店 OCC 分季度统计

图 19：三大酒店集团经济型酒店 OCC 分季度统计



数据来源：公司公告，山西证券研究所



数据来源：公司公告，山西证券研究所

### 3.3 酒店行业龙头业绩相对稳定：锦江股份，首旅酒店

我们预计酒店行业在加盟逐渐回暖、平均房价有所提振、龙头企业加速扩张以及优化经营管理的基础上保持稳健增长。

**锦江股份：**18年实现营业收入146.97亿元(+8.21%)，归母净利润10.82亿元(+22.76%)，扣非净利润7.39亿元(+9.88%)，年内计提山西金广快捷商誉减值损失2054万、长期待摊费用减值3619万，剔除两项后扣非净利增速约18%。18年Q4单季实现营业收入37.41亿元(+5.31%)，归母净利润2.11亿元(+23.82%)，扣非净利润0.62亿元(-65.18%)，主要受管理费用波动、商誉减值等因素影响。19年Q1实现营业收入33.37亿元(+2.66%)，归母净利润2.95亿元(+28.18%)，扣非净利润0.71亿元(+2.45%)。预计锦江股份19-21年归母净利分别为12.23\13.62\14.95亿元，同比增长13.0%\11.3%\9.8%，对应PE分别为20\18\17倍。

**首旅酒店：**18年实现营业收入85.39亿元(+1.45%)，归母净利润8.57亿元(+35.84%)，非经常性损益1.67亿，同比增加1.31亿元，其中出售燕京饭店20%股权产生税前投资收益1.26亿元(影响归母净利0.95亿)，扣非净利润6.9亿元(+15.99%)，其中南苑酒店计提商誉减值0.82亿。18年Q4单季实现营业收入21.7亿元(+3.1%)，归母净利润0.56亿元(-31.01%)，扣非净利润0.26亿元(-48.41%)，主要由于计提资产减值损失1.11亿元(商誉减值为主)，剔除该项目后单季营业利润增速约23%(Q1-Q3营业利润增速为45%/16%/36%)。19年Q1实现营业收入19.44亿元(+0.99%)，归母净利润0.74亿元(-1.9%)，业绩波动与酒店经营受宏观经济波动影响有关。预计首旅酒店19-21年归母净利润9.67\11.12\12.56亿元，增速为12.9%\14.9%\13.0%，对应PE为18\16\14倍。建议重点跟踪酒店行业需求波动，关注酒店龙头战略方向、经营效益以及扩张节奏。

## 4.自然景区内生动力有限，人工景区持续快速发展势头

### 4.1 自然景区受降价影响业务或受挤压

在去年9月降低重点国有景区门票价格的指导意见基础上，自然景区门票普遍降价10-50元，平均降幅30%。今年3月发改委发出通知将降价范围扩大，同时强调不得提高景区内其他旅游设施价格以“拆东补西”“园中园”模式变相收费。通知出台后自然景区估值受到挤压，传统景区在门票降价的基础上客流增长明显，但综合盈利能力仍呈现下降趋势。单纯门票提价促进业绩释放被限制，自然景区业绩增长需要逐渐摆脱对门票的过度依赖。

表 5：主要景区门票降价统计

景区	所属上市公司	原票价	降价后票价
黄山	黄山旅游	旺季 230 元 / 人	旺季 190 元 / 人
乌镇	中青旅	东西栅联票 200 元 / 人	东西栅联票 190 元 / 人
峨眉山景区	峨眉山	旺季 185 元 / 人	旺季 165 元 / 人
张家界武陵源核心景区	张家界	旺季 245 元 / 人 淡季 120 元 / 人	旺季 225 元 / 人 淡季 115 元 / 人
长白山自然保护区	长白山	125 元 / 人	105 元 / 人
泰山景区	-	240 元 / 人	115 元 / 人且三日内有效
华山景区	-	旺季 180 元 / 人	旺季 160 元 / 人

资料来源：公司公告，山西证券研究所

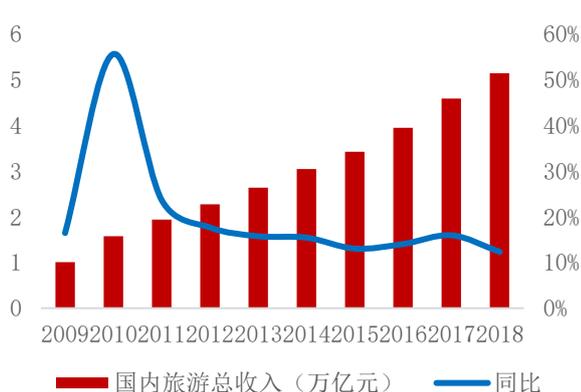
表 6：自然景区 2019Q1 表现

证券代码	证券简称	当前股价	2019Q1 营收 (百万)	同比	2019Q1 归母净利润 (百万)	同比	2019Q1 旅游人次 (万)	同比
600054.SH	黄山旅游	9.55	26.42	7.8%	2.36	-69.77%	1384.83	14.7%
002033.SZ	丽江旅游	5.99	12.85	-5.56%	0.19	-23.43%	1232.5	21.5%
000978.SZ	桂林旅游	5.72	11.62	3.43%	-2.2	-12.24%	2434.55	15.1%
000888.SZ	峨眉山 A	6.12	25.53	-3.38%	1.94	5.42%	1513.75	18.4%
603099.SH	长白山	10.17	4.93	14.57%	-2.51	-21.31%	62.73	12.4%
000430.SZ	张家界	5.66	5.43	-4.06%	-8.29	44.27%	1347.01	35.2%

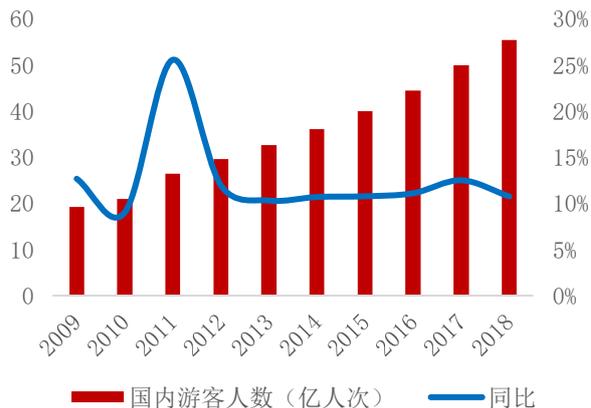
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 20：2018 国内旅游收入增速达 12.30%

图 21：2018 国内旅游人次增速达 10.76%



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

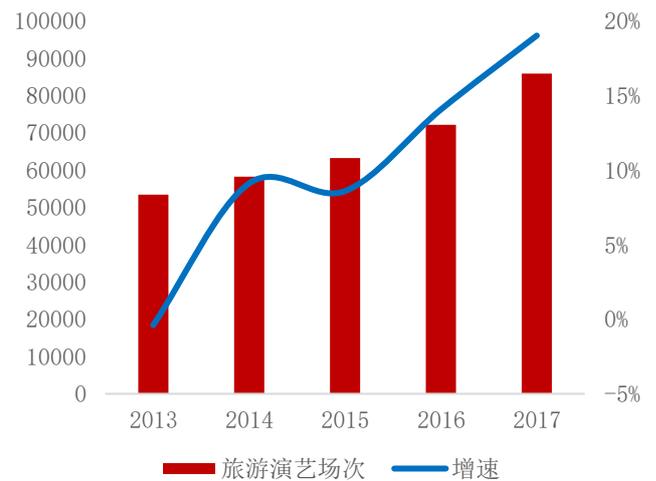
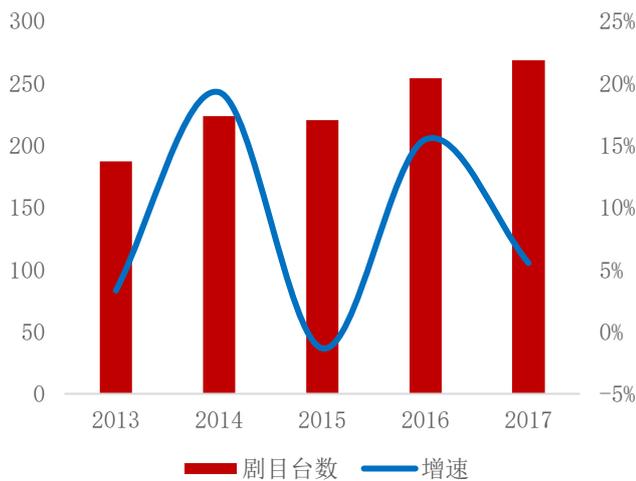
## 4.2 人工景区周边需求旺盛，可复制性强

**政策端逐渐发力。**2019年4月1日，文旅部正式发布《关于促进旅游演艺发展的指导意见》。意见主要从推进旅游演艺转型升级、促进跨国跨境旅游演艺合作交流、优化旅游演艺政策环境三方面推动旅游产业链完善、管理服务体系建立健全，从而彰显旅游演艺行业在“文化+旅游”融合发展中的重要作用，带动相关产业行业的进一步发展。

**国内文化消费需求日益旺盛，游客旅游逐渐从简单观光过渡到文化旅游。**从整体文化产业来看，根据美日欧洲等发达国家经验，文化产业消费和居民GDP存在一定关系。在人均GDP达到3000美元之后，文化产业消费需求有一个快速增长的过程，一直持续到人均GDP迈过3万美元之后才有所放缓。2018年中国人均GDP已经达到8000美元以上，目前正是文化消费需求快速释放的过程。根据道略文旅产业研究中心统计，2017年全国旅游演出实际票房收入为51.46亿元(+19.6%)，旅游演出观众人数6821万人次(+26.5%)。

图 22：2013-2017 旅游演艺剧目台数变化

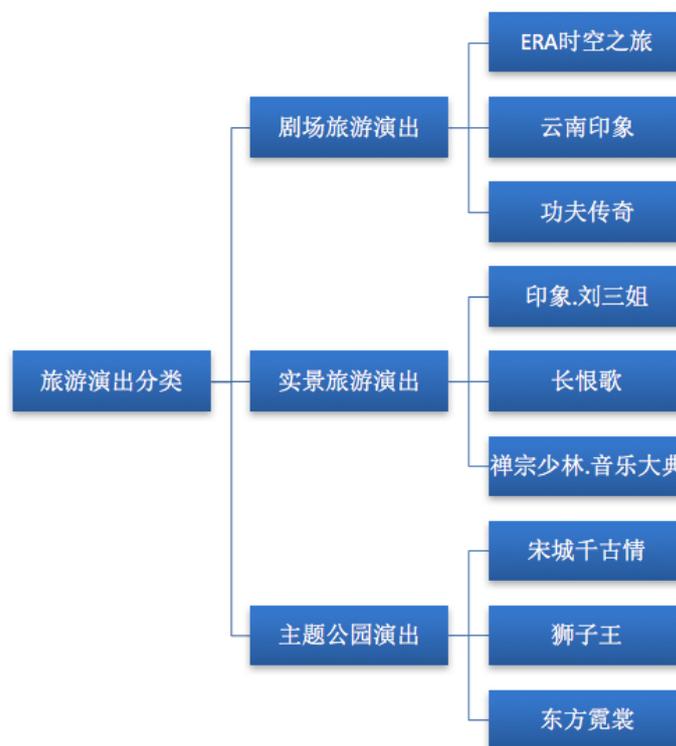
图 23：2013-2017 旅游演艺剧目场次变化



数据来源：道略文旅产业研究中心，山西证券研究所

数据来源：道略文旅产业研究中心，山西证券研究所

图 24：旅游演艺分类



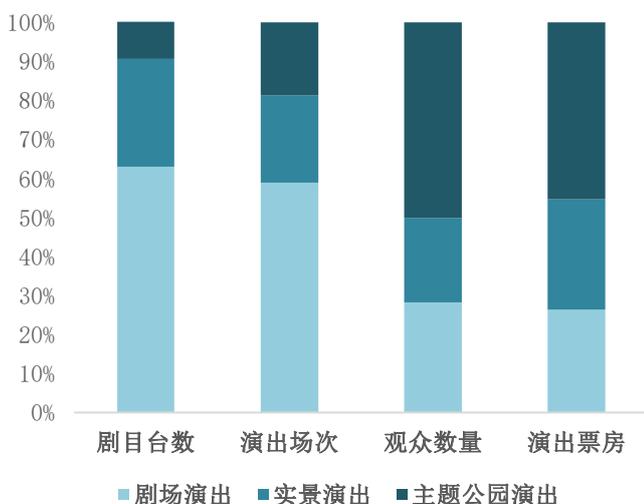
资料来源：道略文旅产业研究中心，公开资料整理，山西证券研究所

主题公园旅游演出发展强劲，以 15% 场次贡献 46% 票房。经过近二十年快速发展，旅游演艺逐渐形成剧场旅游演出、实景旅游演出、主题公园演出三大类。2016 年主题公园类旅游演出剧目数量有 25 台，仅占总台数的 10.6%，而票房收入却占到旅游演出总票房的 46.4%；实景类演出剧目数量为 62 台，贡献票房 29%；

剧场表演类旅游演出剧目数量有 149 台，占总台数的 63.1%，票房收入只占到 24.6%。

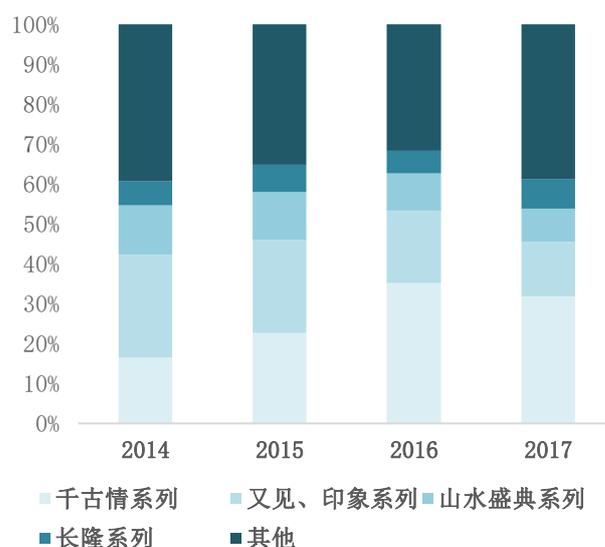
旅游演艺行业马太效应明显，形成“1+3+N”主体结构，宋城处于行业龙头地位。又见、印象系列、千古情系列、山水盛典系列、长隆系列自 2014 年起就稳居旅游演艺行业前四名，其中千古情系列增长迅猛，2015 年反超又见、印象系列成为行业第一，2016-2017 年千古情系列收入占行业总收入比重分别达 31.9% / 27.8%，龙头地位显著。

图 25：国内各旅游演艺细分类型票房收入占比统计



数据来源：道略文旅产业研究中心，山西证券研究所

图 26：国内各旅游演艺系列票房占比统计



数据来源：道略文旅产业研究中心，山西证券研究所

### 4.3 旅游演艺龙头宋城演艺存量增量项目丰富

**存量业务：**在国内消费疲软的背景下，“口红效应”的存在同样助推旅游演艺行业快速增长。2019Q1 杭州、三亚项目增速约 10%，丽江项目增速超 30%，桂林项目收入超 3000 万，全年有望达到近 2 亿元。五一小长假四天，宋城旗下六个景区营收近 1 亿元，同比增长超 55%，“千古情”演出超 150 场，接待人次同比增长超 60%，六台千古情节目均为所在省份演出场次、观众人数最多的大型旅游演出。

**增量业务：**自有项目中，张家界项目将于今年 7 月份开业，西安、上海项目分别将于明年 2 月、4 月开业，佛山、西塘项目将于后年年初开业，澳洲项目仍处于方案设计阶段。轻资产项目中，宜春项目已于 18 年底开业，新郑项目预计将于 19 年 3 月开业。

**主要景区发挥稳定，轻资产项目成绩超预期且复制能力较强。**公司 2018 年实现营业收入 32.11 亿元（+6.20%）；归属于上市公司股东净利润 12.87 亿元（+20.57%）。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为

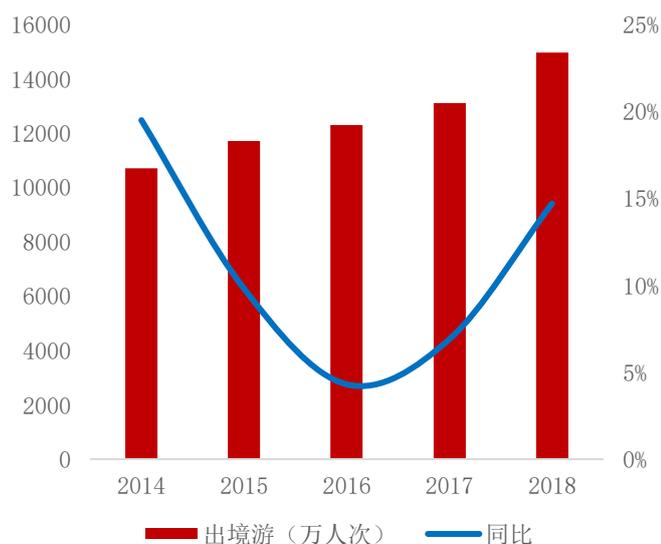
0.95\1.07\1.25，2019-2021 年 PE 分别为 24.64\19.90\16.32。

## 5. 出境游增速有所回暖，总体趋势向好

### 5.1 短期事件及汇率影响出境游

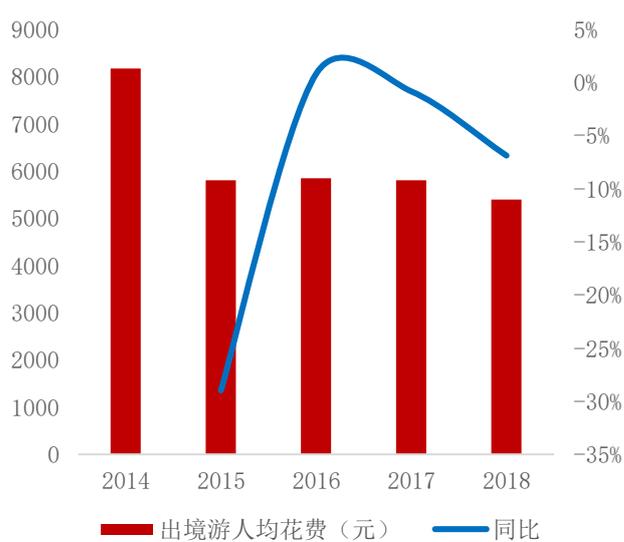
出境游增速与汇率仍有明显相关性。自 2018 年人民币兑美元一路贬值，人民币购买力的削弱一定程度上导致出境游客单价大幅下降。19 年 Q1 人民币兑美元稍有升值，人民币购买力有所加强，我国出境游增速将会反弹。未来一段时间，如果人民币兑美元汇率稳定在目前水平（即人民币兑美元折算率 0.143 左右），预测 2019 年全年出境游增速将从 2018 年的 12% 下滑至 5~8% 左右。出境游的长期增长机会来仍自于我国消费者收入的不断提高和消费观念的不断成熟。根据麦肯锡预测，我国出境游人次未来将以 6.5% 的增速增长。

图 27：近五年出境游人次（百万）统计



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

图 28：近五年出境游人均客单价统计



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

根据中国出境游研究所测算，2019Q1 我国出境游共 4300 万人次，同比增长 13.16%，增速较 2018Q4 提升 5.78%，行业景气度逐渐提升。其中港澳台游共 2282 万人次（+20.65%）表现亮眼，源自港珠澳大桥及广深港高铁香港段开通，交通改善带来游客量同比大幅增加；出境游共 2018 万人次（+5.73%），增速虽不及港澳台游亮眼，但环比大幅提升 8.54%，说明行业正逐步走出低谷。考虑到 18Q3 行业黑天鹅事件频发导致东南亚游大幅萎缩，预计今年下半年出境游行业将迎来恢复式增长。

## 5.2 中美贸易摩擦影响北美路线

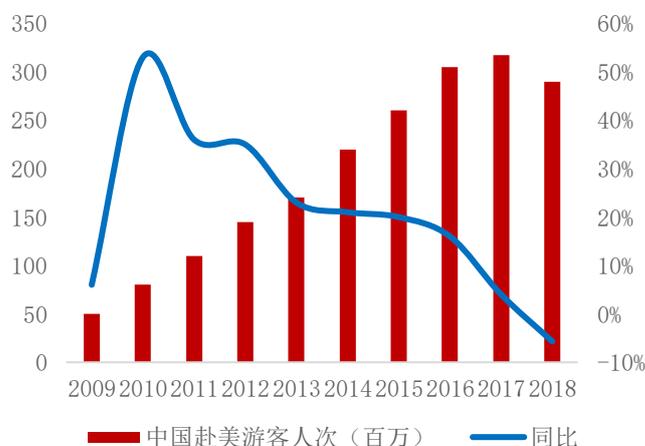
今年 6 月初，来自教育部、文旅部以及外交部的“提醒三连”：3 日下午，新华社发布了教育部的 2019 年第 1 号留学预警，提醒广大学生学者出国留学前加强风险评估，增强防范意识，做好相应准备；4 日下午，新华社连续发出《文化和旅游部提醒中国游客近期谨慎前往美国旅游》、《外交部发布赴美安全提醒》两文。三文的连续出台揭示了中美目前趋紧的关系，我国赴美游客量短期表现不容乐观。

图 29：2018 年我国出境游目的地增速统计



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

图 30：近十年中国赴美游客统计



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

自 2010 年后国内赴美游客增速一直呈下降趋势，去年赴美游客数量急剧减少，为 290 万人次 (-7.9%)，是自 2003 年来中国旅客赴美数量首次出现下滑。中国出入境旅行增长势头的巨大反差、旅行服务贸易逆差的不断扩大是受环境、安全、签证、汇率、产品、服务、营销、价格等多种因素综合影响，长远来看旅游市场潜力可期，但不可忽视旅游增长的多种制约因素。

## 5.3 出境游行业下半年展望

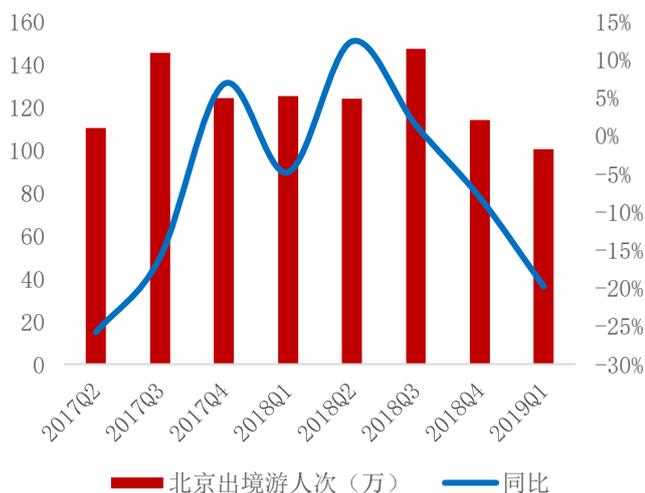
**短途游依然为短期亮点：**港澳游仍受益于交通改善而快速增长；日本游受益于签证放宽、日元长期贬值等利好，增速或进一步提升；东南亚游上半年逐渐走出突发事件低迷影响，下半年将实现恢复性增长，市场逐渐步入良性有序的发展路径；

**长线游或继续承压：**欧洲游、澳洲游等长线游预计将继续保持平稳态势，但是也要注意长线游产品客单价基本都在万元以上，客单价较高。这类中高端消费在宏观经济低迷、国内消费不振的情况下更容易

受到冲击，同时受到汇率 / 签证 / 地缘关系波动影响较大，后续走势需要密切关注。出境游中北美路线之前占比不是很高，在中美贸易摩擦下对整体出境游影响可控。

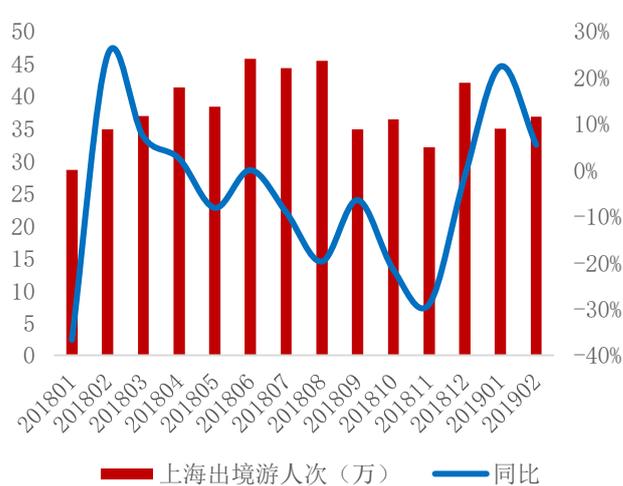
**一线城市出境人次增速呈现下降趋势，未来或向二线城市下沉。**全国出境游数据有所回暖，但一线城市作为当前主要客源市场近年来增长有所回落，上海和北京在今年已有数据中均实现出国旅游人次同比下降。北京 2018 年出国旅游人次达到 483.69 万人次(+1.8%);19Q1 北京出境旅游人次为 100.41 万人次(-19.8%)。上海 2018 年出国游人次达到 467.81 万人 (-10.39%); 2018 年 12 月上海市出国旅游人次为 42.02 万人次 (-1.32%)。随着今年四月起，出入境证件可以预约网上异地办理、护照、签证办理流程简化以及带薪休假普遍落实，以及下半年中秋国庆长假催化，总体来看出境游依旧保持高热度。在一线城市出境游人次趋于稳定、增速放缓的前提下，我们预计未来出境游将逐渐下沉到二三线城市，未来向常态化发展。

图 31：2018 年至今北京出境游人次统计情况



数据来源：北京市统计局，山西证券研究所

图 32：2018 年至今上海出境游人次统计情况



数据来源：上海市旅游局，山西证券研究所

## 5.4 建议关注：凯撒旅游

2018 年公司实现营收 81.8 亿元(+1.7%)，归母净利润 1.9 亿元(-12.0%)，扣非净利润 1.7 亿元(+13.7%)，扣非净利润增长主要由于 18 年计提以坏账损失为主的资产减值损失 8298 万元，同比减少 1.2 亿。19 年 Q1 实现营收 18.06 亿元 (+0.41%)，归母净利润亿元 0.3 亿元 (+8.4%)。预计凯撒旅游 19-21 年 EPS 分别为 0.4\0.44\0.51，对应 PE 分别为 20\18\17 倍。

凯撒旅游已于 6 月 6 日获得了由日本东京市政府发放的“旅游行业经营许可证”，目前日本分公司已成为凯撒旅游在海外开设的第 8 家分支机构。同时凯撒旅游已成为 2020 年东京奥运会中国奥委会官方票务服务机构及接待服务供应商、中国奥委会辖区独家票务代理机构。随着赴日游逐渐升温，2018 年赴日中国游

客首破 800 万人次，同比增长 13.9%，中国蝉联日本第一大旅游客源国；以及距离东京奥运会开幕还剩一年时间，届时中国市场预计有超过 50 万游客赶赴东京，中国观众有望成为仅次于日本本土观众的最大观赛群体。同时公司与 中国出国人员服务有限公司达成合作，入股天津国际邮轮母港进境免税店，这是凯撒首次涉足免税市场，经营范围涉及免税商品、卷烟、食品等。

## 6.推荐标的概览

表 7：重点推荐公司盈利预测预估值

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2018	2029E	2020E	2021E	2018	2029E	2020E	2021E	
601888.SH	中国国旅	84.52	1.59	2.45	2.62	3.01	48	31	29	25	增持
600754.SH	锦江股份	25.01	1.13	1.2	1.41	1.66	21	20	17	15	增持
600258.SH	首旅酒店	17.80	0.88	0.97	1.07	1.35	25	22	19	16	增持
300144.SZ	宋城演艺	22.36	0.89	0.95	1.07	1.25	25	24	19	16	增持
000796.SZ	凯撒旅游	7.09	0.24	0.4	0.44	0.51	21	20	18	17	增持

资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 7.风险提示

宏观经济波动；

免税政策变化；

酒店行业供需变化；

景区门票下降风险；

行业增速不及预期风险。

突发事件或不可控灾害风险。

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336

