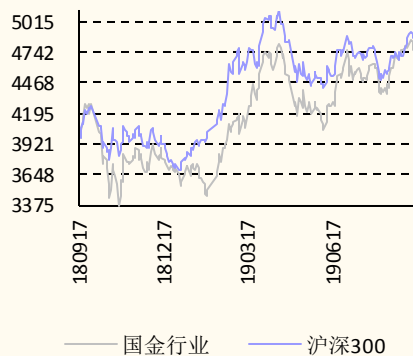


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4802.62
沪深300指数	3972.38
上证指数	3031.24
深证成指	9919.80
中小板综指	9399.25



## 相关报告

- 1.《2019 教育行业周报第 35 期：华图教育拟以 7.5 亿元控股山鼎...》，2019.9.8
- 2.《2019 教育行业周报第 34 期：中教、新华、希望等高校 2019...》，2019.9.1
- 3.《旅游餐饮行业周报-国旅免税业务增长强劲，8 月澳门博彩收入下滑...》，2019.9.1
- 4.《旅游餐饮行业周报-宋城演艺中报表现符合预期，中免上海市内免税...》，2019.8.25
- 5.《2019 教育行业周报第 33 期：职业教育重视度再提升，利好学历...》，2019.8.25

楼枫焯 分析师 SAC 执业编号：S1130517090005  
(8621)60933978  
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟 分析师 SAC 执业编号：S1130518080001  
bianlijuan@gjzq.com.cn

## 中秋游客接待稳中趋弱，国旅控股股东 10%股权划转至社保

## 本周行情回顾

■ 本周沪深 300 指数上涨 0.6%，CS 餐饮旅游下跌 0.69%至 8273.69，排名第 26 名。免税板块涨跌幅-1.9%，出境涨跌幅 1.8%，餐饮板块涨跌幅 3.2%，主题景区涨跌幅-1.4%，传统景区涨跌幅 2.6%，酒店板块涨跌幅 0.9%。

## 行业点评

- 中国国旅控股股东中国旅游集团 10%股权划转至社保基金会，公司实控人未产生影响，加快推进划拨国有资本充实社保基金的进度：公司控股股东中国旅游集团 10%股权一次性划转给社保基金会持有符合《国务院关于划转部分国有资本充实社保基金实施方案的同时》相关部署，能够有利于改善国有企业法人治理节奏，增强社会保障的可持续性。社保基金承接国有股权能够通过划转国有资本，实现国企股权多元化，改善了公司治理水平，盘活公司控股股东旗下的多个资产，同时对于优质的资产也能够进行择优投资，整体对全社会保障和推动国企混改的有利影响较大。对目前中国国旅的上市主体来看实控人未发生变化，同时作为国内高增长的免税赛道的垄断企业能够在多个经营主体的带动下谋得更好的市场发展。
- 中秋假期接待游客 1.05 亿人次/+7.6%国内旅游收入 472.8 亿元/+8.7%，整体表现相较于五一假期增速有所下滑。北京地区因国庆演练、交通管制等影响，重点监测 168 家景区接待游客 346.3 万人/-32.2%。核心景区部分黄山接待客流有所下滑（2019 年 3.6 万人次 VS 2018 年 3.93 万人次，下滑 8%）；三亚前两天景点接待约 11 万人次/+2.2%，其中宋城千古情接待游客 1.96 万人次/+1%；桂林千古情 3.53 万人次；乌镇景区首日接待游客 3.03 万人次/+15.87%；实现门票收入 365.34 万元/+29.16%；东方明珠接待游客 4.75 万人次/+6.7%，上海海昌海洋公园接待游客 6.2 万人次，上海国际旅游度假区接待游客约 18.2 万人次/+0.5%。总体来看中秋假期三天表现稳中趋弱，休闲景区表现略胜于自然景区。
- 澳门博彩 8 月收入 242.62 亿澳门元/-8.6%，累计 1-8 月下滑 1.9%，7-8 月博彩增速下滑幅度扩大。8 月受到香港极端暴力事件影响澳门博彩表现低于预期（一方面是香港游客占澳门整体入境游客的比重达到 18%，另外内地游客对港澳联合游的偏好较强），8 月增速为 19 年以来最大跌幅。澳门幸运博彩 8 月实现收入 242.62 亿澳门元/-3.5%，季度环比平稳，1-8 月实现幸运博彩收入 1982.2 亿澳门元/-1.9%。从澳门博彩看国内消费表现存在片面，8 月澳门博彩或受香港影响较大，但整体来看国内的消费表现仍在向下通道。
- 估值层面——在 19 年餐饮旅游板块估值修复到一定阶段后，免税、人文景区、酒店等仍存在投资机会。
  - 1) 出境游及酒店估值较为合理。出境游行业增速 10%-15%情况下估值相对合理。酒店板块消费升级逻辑下业绩弹性强，对标华住估值水平存在空间。从经济型向中端转型以及加盟比例提升长逻辑来看酒店板块存在投资机会。
  - 2) 宋城通过异地复制和轻资产模式能够穿越周期。对照宋城演艺近三年新项目扩张节奏，轻重项目扩张带来的业绩弹性较强。
  - 3) 中免国内免税垄断地位加强，消费回暖趋势下国旅将存在投资机会。19 年存在边际改善空间，市内免税店政策突破和市内店开设预期有望落地。

## 推荐标的

- 中国国旅、宋城演艺

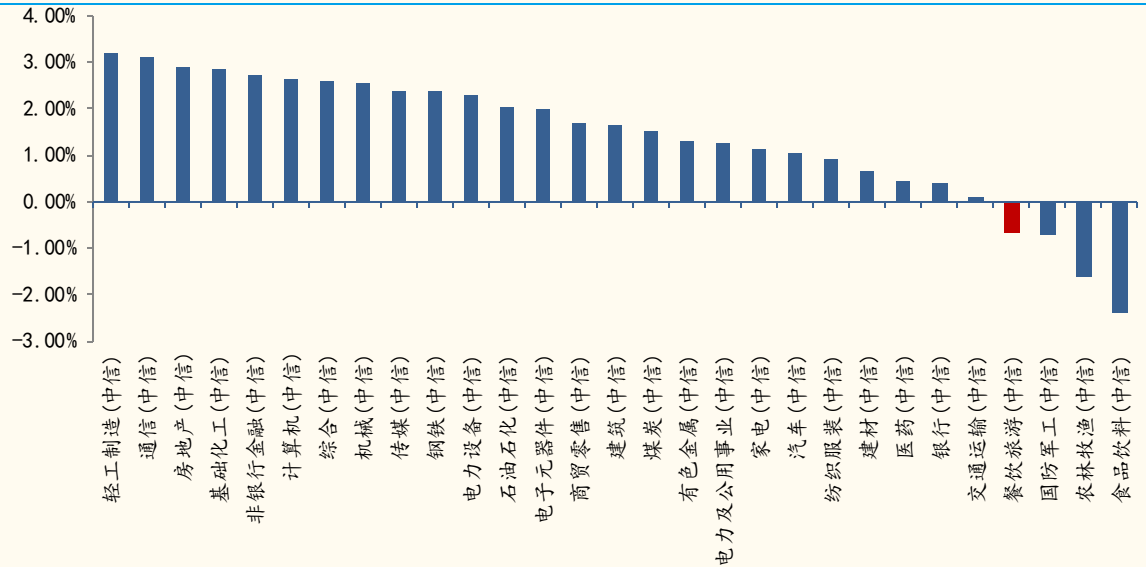
## 风险提示

- 极端天气及不安全因素发生；宏观经济增速放缓；旅游行业负面政策出台；业绩不及预期的情况出现。

### 1、本周旅游行业板块市场表现 (2019.9.9-2019.9.15)

- **板块表现：**本周沪深 300 指数上涨 0.6%，CS 餐饮旅游下跌 0.69%至 8273.69，排名第 26 名。免税板块涨跌幅-1.9%，出境涨跌幅 1.8%，餐饮板块涨跌幅 3.2%，主题景区涨跌幅-1.4%，传统景区涨跌幅 2.6%，酒店板块涨跌幅 0.9%。

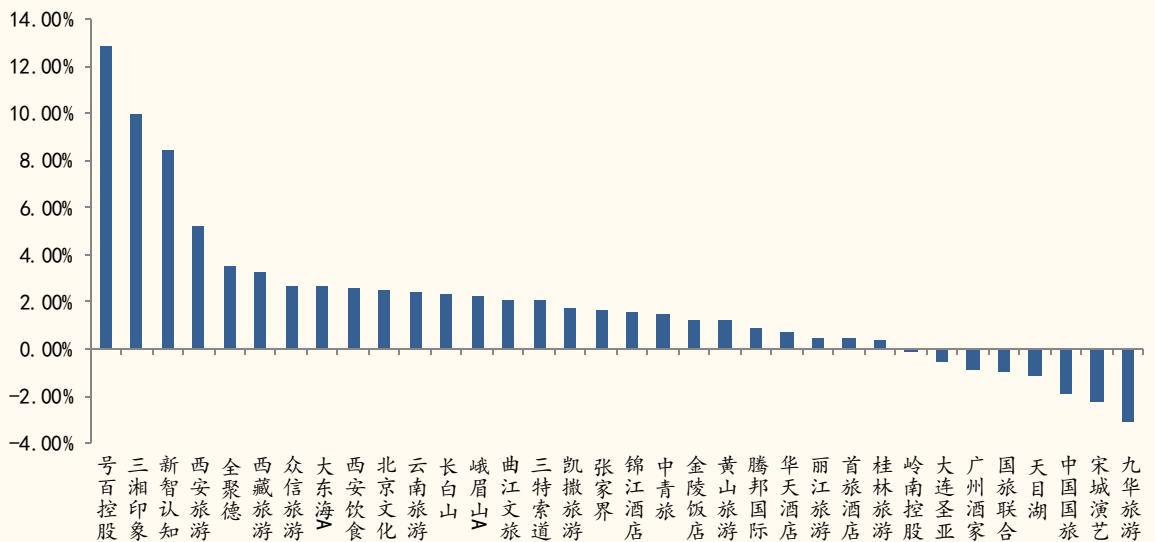
图表 1：本周各一级行业版块涨跌幅情况 (2019.9.9-2019.9.15)



来源：wind、国金证券研究所

- **个股表现：**个股中涨跌幅前三名的是：号百控股 (+12.89%)、三湘印象 (+10.02%)、新智认知 (+8.42%)。本周涨跌幅后三名个股为：中国国旅 (-1.90%)、宋城演艺 (-2.24%)、九华旅游 (-3.12%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.9.9-2019.9.15)



来源：wind、国金证券研究所

## 2、各细分板块的观点分享及数据跟踪

### 2.1 免税板块：国内消费回流决心依旧，免税仍存在开放空间（买入评级）

- **行业核心观点：**免税行业当下所面临的主要是政策的受限、区域布局的不充分以及机场店的高成本问题，这一系列问题均可随着未来政策的预期开放和后续发展市内免税店等动作所解决。国内目前免税布局主要集中在机场免税店和离岛免税店，充分挖掘游客在机场的消费能力，还未打造市内游玩消费中的购物需求。同时 2018 年底离岛免税政策的放开（额度及适用人群）将在 19 年全面体现。18 年业绩及 19Q1 季报来看三亚免税店及上海北京机场的免税销售额增长较快，公司 18 年业绩表现低于预期，主要是受汇兑及存货跌价影响较大。目前中国免税领域的起步较晚，同时国家对此逐步鼓励和完善制度规则，政策和需求较为强劲，能够收获较高的行业增长。中免收购日上后几乎垄断国内免税市场，能够在采购和定价上存在议价权。
- **事件跟踪：中国国旅——**（1）公司以自有资金向云南省西盟傣族自治县人民政府捐赠 490.5 万元，其中 312.5 万元用于红色旅游教育基地建设，178 万元用于小学宿舍楼项目建设。（2）财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委研究，决定将国务院国资委持有的中国旅游集团股权的 10% 一次性划转给社保基金会持有。本次无偿划转完成后，国务院国资委持有中国旅游集团 90% 股权，社保基金会持有中国旅游集团 10% 股权，中国旅游集团仍持有公司 53.30% 股权，为公司控股股东。
- **关注标的：**中国国旅

### 2.2 酒店板块：2019 年受宏观经济影响将存在景气度的调整，但内部酒店升级的进程将继续（增持评级）

- **核心观点：**酒店板块通过内部结构升级跨越经济周期，中端酒店布局及经济性酒店的升级改造能够维持酒店 RevPar 高增长：酒店板块投资逻辑分为两个阶段，第一是在 17 年受国内投资拉动下，酒店板块作为宏观经济强相关性行业能够获得经营数据的优异表现，兑现到业绩层面出现几何级的传导，入住率和平均房价均能够有较高的增长。第二是 18 年开始对于中端酒店的重点布局和经济型酒店的升级改造，通过内部酒店的升级来迎合消费者的入住需求，从需求和供给角度共同推动酒店的结构化转变。从 2018 年的数据来看不论是锦江、华住还是首旅在新开业酒店中中高端酒店占比超过 80%，存量经济型酒店的升级带动了房价提升，同时随着中端酒店占比提升实现整体 Revpar 的高增长。19 年酒店板块中端化之路将延续，通过加盟形式实现快速扩张。
- **关注标的：**锦江股份、首旅酒店、华住酒店

### 2.3 出境游板块：19 年出国游市场在消费疲软和外部不安全事件影响下预期增速为 10%-15%，香港台湾客流下半年恐增速放缓（增持评级）

- **行业核心观点：**受国内经济影响和不安安全事件影响下 19 年的出国游目的地分化明显。按照目的地来分日韩泰越四大目的地 5 月接待内地游客 239.3 万人次 /+4.7%，综合 4-5 月增速为 2.4%，四大目的地占出国游的比重约为 45%-50%，整体从权重目的地来看出国游受宏观经济和不安安全事件影响有所疲软；欧洲目的地较为高端，从空袭事件影响消退后表现维持（增速超过 20%）。整体来看 19 年的出国游市场仍表现疲软，内外部影响下需密切关注多个权重目的地在 19 年的月度表现，把握市场的拐点。随着行业的市场增速回归正常和规模提升后对于利润率的追求，旅行社从批发业务往零售业务拓展实现批零一体化是必然趋势。在 C 端的客流培养同时，对于上游的延伸也是提升利润率和产品议价的主流方式。市场从过去的高景气度回落后龙头企业的市占率将逐步提升，通过掌握上下游资源来提高盈利性和议价能力，服务和品牌溢价进而显现。
- **事件跟踪：凯撒旅游——**（1）股东宁波凯撒于 9 月 5 日通过大宗交易减持 789.84 万股，占公司总股本的 0.98%。（2）公司使用闲置自有资金 4 亿元购买的理财产品已如期赎回本金 4 亿元，并累计取得理财收益 2000 万元。
- **关注标的：**凯撒旅游、众信旅游

### 2.4 博彩板块：博彩受到内地经济下行影响，短期影响较大（增持评级）

- **核心观点：**1) 从澳门政策及交通改善和公司基本面的角度来看，中场业务与访澳过夜游客之间的关联性较强，随着澳门交通设施的完善（1、氹仔码头 2017 年 6 月 1 日正式启动；2、港珠澳大桥 10 月 24 日通行。3、广珠城轨横琴延长线预计 2018 年完工。未来横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。4、澳门本地轻轨 2008 年开始动工，预计 2019 年完工。5、青茂口岸（粤澳新通道）预计在 2019 年完成建设。）将带动游客人次的增长，同时澳门多家高端酒店的开业能够满足游客的过夜需求，过夜游客人次的高增长能够对冲资本管制对于中场业务的影响。2) 高端中场以及 VIP 业务与内地的经济尤其是大宗商品和房地产的发展关联性较强，内地经济下行将影响澳门 VIP 业务的增长，中端酒店长期来看因外部交通改善和酒店供给增加的影响存在结构性机会。
- **事件跟踪：新濠国际发展——**（1）拟协议安排方式将香港仔饮食私有化，由于协议安排未能在法院会议上获独立股东透过所持协议安排股份所附投票权以最少 75% 票数批准及在法院会议上投票反对批准协议安排的决议案票数多于独立股东所持所有协议安排股份所附投票权的 10%，协议安排将不会实施并已因此失效，而要约期已结束。（2）高来福先生太平绅士已获委任为独立非执行董事、审核委员会和提名委员会的主席，以及企业管治委员会之成员，由 2019 年 9 月 13 日起生效。
- **关注标的：**银河娱乐、金沙中国、新濠国际发展

## 2.5 传统景区板块：高铁开通及费用管控是内生业绩提升的源动力（增持评级）

- **核心观点：**传统景区背靠优质资源，在旅游需求升级的情况下积极改革求变的标的将是未来的布局重点：旅游需求发展至今，节假日制度和景区容量受限影响到游客的体验，旅游需求逐步个性化。传统景区的接待能力瓶颈和淡旺季的差异明显导致增速放缓明显，在这样的前提下短期来看从内部经营着手来实现业绩增长的公司存在投资价值，长期来看从内部经营和外延扩张两者同时着手的公司更具有长期投资属性。

**数据跟踪：**1) 中秋假期数据——2019 年中秋节期间，全国接待国内旅游总人数 1.05 亿人次/+7.6%；实现国内旅游收入 472.8 亿元/+8.7%。2) 国内旅游目的地 7 月数据——7 月国内目的地接待游客人数：北京市 3221.10 万人次/+3.84%，浙江省 7046 万人次/+1.2%，海南省 559.71 万人次/+9.62%，重庆市 4953.35 万人次/+8.43%，黄山市 754.94 万人次/+13.47%，桂林市 1300.19 万人次/+31.63%，昆明市 1513.59 万人次/+12.59%，广州市（过夜）553.99 万人次/+6.05%，苏州市 1046 万人次/+5.87%，张家界市 498 万人次/-48.80%，长白山风景区 53.1 万人次/-2.92%。

图表 3：19 年中秋假期各旅游目的地及景区接待游客情况及其增速

	19年中秋接待游客（万人次）	18年中秋接待游客（万人次）	YOY%
<b>北京全市重点监测的168家景区</b>	346.3	339.95	-32.20%
城市公园型	139.4	89.64	-2.30%
历史文化观光型	90.4	78.66	-16.60%
现代娱乐型	45.2	55.85	-47.60%
自然山水型	26.6	19.70	-13.90%
博物馆型	13.3	10.51	-2.30%
奥运遗产型	0.7	0.26	112.50%
<b>三亚景区景点、乡村旅游点（前两日）</b>	10.99	10.75	2.22%
南山景区	2.19	1.73	26.26%
鹿回头公园	0.39	0.35	10.67%
蜈支洲岛	1.07	0.97	10.58%
三亚千古情	1.96	1.94	1.00%
亚特兰蒂斯综合体	1.60		
海昌梦幻不夜城	0.28		
三亚进出港	15.44	14.87	3.86%
凤凰机场进出港旅客	8.67		
<b>上海160多家主要景区(点)</b>	278	220	26.60%
东方明珠	4.75	4	6.70%
上海野生动物园	9.48	8	23.30%
上海科技馆	5.53	4	44.40%
上海海昌海洋公园	6.2		
外滩	70.21	113	-37.76%
豫园	15.34	20	-21.70%
上海国际旅游度假区	18.2	18	0.50%
佘山度假区	18.26	19	-1.55%
上海崇明世界级生态岛	3.6	3	2.99%
乌镇（首日）	3.03		15.87%
黄山景区	3.6107	3.93	-8.12%
桂林千古情	3.53		

来源：国家旅游局，各地旅游局，国金证券研究所

■ 关注标的：黄山旅游、峨眉山 A

**2.6 主题景区板块：从传统景区向休闲景区是未来的必然趋势（增持评级）**

■ **核心观点：**上市公司内生业绩良好，景气度和增长能力值得肯定，但需要提示一些经营层面以外的风险：从目的地产品特点上来看上市公司的主题公园可以分成两类：第一类是以中青旅的古北水镇和乌镇、宋城演艺的千古情为主的项目，围绕自然景区和人文景区，打造特色度假产品、旅游演艺等产品类型；另一类是以海洋主题公园为核心的大连圣亚和海昌海洋公园。主题公园的打造要经历从无到有的过程，能够上市的主题公园项目的景气度和 IP 属性相对较强，具备异地扩张的能力，同时国内的主题公园消费需求强劲，拥有强 IP 属性的主题公园能够有集聚效应。

■ **关注标的：**中青旅、宋城演艺、海昌海洋公园

### 3、一周公司重要公告

【凯撒旅游】(1) 股东宁波凯撒于 9 月 5 日通过大宗交易减持 789.84 万股，占公司总股本的 0.98%。(2) 公司使用闲置自有资金 4 亿元购买的理财产品已如期赎回本金 4 亿元，并累计取得理财收益 2000 万元。

【九华旅游】省创投公司持有的公司 14.7%股份无偿划转给省高新投公司的过户登记手续已于 9 月 6 日办理完成。

【国旅联合】(1) 公司作为原告，向王春芳、厦门当代旅游、施亮、陈伟、陆邦一、连伟彬、杨宇新等七名被告提起诉讼，诉讼请求的涉案金额为 2000 万元，江西省南昌市中级人民法院已于 9 月 10 日受理该案。(2) 公司收到控股股东江旅集团的《告知函》，江旅集团作为原告，对公司的原控股股东当代资管、原实际控制人王春芳、当代资管的关联方当代投资、厦门当代控股等四名被告提起诉讼，江西省南昌市中级人民法院已于 2019 年 9 月 10 日受理该案。

【携程网】携程网第二季度净营收 87 亿元人民币(下同) /+19%；归属于公司股东的净亏损为 4.03 亿元，而去年同期盈利 24 亿元，主要是由于股权证券投资公允价值变动造成 13 亿元人民币亏损。

【三特索道】公司近日从控股股东当代城建发获悉，当代城建发因融资需求已将其所持 131 万股质押给海通恒信国际租赁股份有限公司，占其所持股份的 4.70%。

【中国国旅】(1) 公司以自有资金向云南省西盟佤族自治县人民政府捐赠 490.5 万元，其中 312.5 万元用于红色旅游教育基地建设，178 万元用于小学宿舍楼项目建设。(2) 财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委研究，决定将国务院国资委持有的中国旅游集团股权的 10%一次性划转给社保基金会持有。本次无偿划转完成后，国务院国资委持有中国旅游集团 90%股权，社保基金会持有中国旅游集团 10%股权，中国旅游集团仍持有公司 53.30%股权，为公司控股股东。

【新濠国际发展】(1) 拟协议安排方式将香港仔饮食私有化，由于协议安排未能在法院会议上获独立股东透过所持协议安排股份所附投票权以最少 75%票数批准及在法院会议上投票反对批准协议安排的决议案票数多于独立股东所持所有协议安排股份所附投票权的 10%，协议安排将不会实施并已因此失效，而要约期已结束。(2) 高来福先生太平绅士已获委任为独立非执行董事、审核委员会和提名委员会的主席，以及企业管治委员会之成员，由 2019 年 9 月 13 日起生效。

【大连亚圣】磐京基金对上市公司的增持计划的披露不存在不一致的情形，针对追加增持计划已经按照上交所要求如实并及时披露。

#### 4、一周行业新闻

##### ■ 华住集团旗下非标住宿品牌“城家”完成近 3 亿美元 A 轮融资，博裕资本领投

9 月 9 日消息，华住集团旗下非标住宿品牌“城家”正式宣布完成总额近 3 亿美元的 A 轮融资。本轮融资由博裕资本领投，云锋基金、华住集团、雅诗阁、建银国际等机构跟投。

华住集团称，本轮融资的资金将进一步用于核心城市物业开发、品牌投入以及渠道与技术平台开发。在物业开发层面，目前城家已经形成轻重结合的模式，除了租赁、托管大量物业外，还将通过收购持有的一些物业，快速地扩大资产规模。

博裕资本合伙人陈峙屹认为：“随着城市化进程放缓、房价收入比不断上升，房地产行业正在由增量财富时代进入存量管理时代，越来越多的企业会由开发向运营及资产管理端转型。因此我看好长租公寓行业未来的长期发展。”陈峙屹称，“我们很看重长租公寓的单店经济模型及运营能力，城家依托华住集团在酒店运营方面多年的经验积累，拥有极强的产品设计能力、成本把控力、系统化管理能力和精细化运营能力。这是城家的核心竞争力，也是我们投资城家的核心原因。”

华住集团创始人兼董事长、城家创始人季琦表示：“作为华住集团在大住宿领域的重要战略布局，城家承担华住系在非标准住宿领域拓展的重任。”“围绕新一代用户对美好生活的向往和要求，城家打造了适用于不同阶段人群的产品，为公寓市场创造了优质的供给，满足了他们对于住宿的期待。”（来源：新旅界）

##### ■ 国家移民局：境外人员持用出入境证件将享内地居民同等便利

9 月 12 日消息，记者从国家移民管理局获悉，境外人员从 10 月份起即可凭持有的出入境证件办理交通运输、金融、教育、通信、医疗、住宿等 35 项公共服务，年内港澳居民华侨持用出入境证件与内地居民使用身份证享受同等便利。

为保证出入境证件身份认证工作正常开展，规范认证管理服务，近日，国家移民管理局制定了《出入境证件身份认证管理办法（试行）》（以下简称《管理办法》），并以公告形式对外发布。

随着我国经济社会发展，越来越多境外人士来内地旅游、学习、工作、生活。因所持出入境证件身份确认、证件识别等问题，无法享用与内地居民相同的基本政务服务、公共服务、互联网服务，存在办事难、办事繁等不便利问题。为积极回应境外人员的新期待、新需求，打通出入境证件便利化应用的最后一公里，国家移民管理局开发建设了出入境证件身份认证平台，今后公共服务部门、行业可依托该平台出入境证件身份认证，为境外人员办事办证提供快捷便利服务，达到与境内居民使用身份证办事相同的便利度。（新旅界）

##### ■ 福建开展 A 级旅游景区复核检查，4 家 4A 景区被严重警告

据福建省文旅厅通报，9 月 11 日上午，福建省旅游资源规划开发质量等级评定委员会通报了近期全省 A 级旅游景区复核检查工作情况，决定对永安桃源洞景区、莆田九龙谷景区、沙县小吃文化城、武夷山自游小镇汽车主题乐园景区等 4 家 4A 级旅游景区给予严重警告处理，限期 6 个月整改；对永定牛牯扑红色旅游景区等 24 家 3A 级景区分别给予摘牌、严重警告和通报批评的处理。（新旅界）

##### ■ 复星旅文三亚亚特兰蒂斯 70 亿元 ABS 获上交所受理

9 月 11 日，据上交所公告，德邦证券-复星旅文-三亚亚特兰蒂斯资产支持专项计划状态更新为“已受理”。公告显示，本次拟发行债券名称为“德邦证券-复星旅文-三亚亚特兰蒂斯资产支持专项计划”，拟发行金额 70.01 亿元，发行人为海南亚特兰蒂斯商旅发展有限公司，承销商/管理人为德邦证券股份有限公司。

据了解，三亚亚特兰蒂斯是复星旅文首个旅游目的地项目，于 2018 年 4 月正式开业，主营业务包括住宿、水族馆、水世界等。复星旅文 2019 年半年度报告显示，三亚亚特兰蒂斯项目上半年营收增长 220.2%至 6.56 亿元。上半年到访三亚亚特兰蒂斯的客户较 2018 年同期的 88.3 万人次增加至约 250 万人次，

到访水世界和水族馆的客户分别达到 50.2 万人次和 60.8 万人次。

受其度假村及旅游目的地营运等业绩表现推动，复星旅文上半年实现收入约 90.63 亿元，同比增长 35.9%；归属于母公司股东的利润约 4.9 亿元，同比扭亏为盈。（来源：新旅界）

### ■ 《在线住宿平台服务规范》将发布，全力保护消费者权益

日前，携程宣布，即将联合国家信息中心分享经济研究中心，共同发布我国在线住宿领域首个标准性文件：《在线住宿平台服务规范》（以下简称“《规范》”）。

这是继 2018 年，国内首个《共享住宿服务规范》诞生后，业内出台的又一标准性文件。将在更大范围内，对在线住宿行业进行规范及引领。同时，这也是全球在线住宿服务领域，首次由 OTA 与国家级研究机构共同发布的行业标准。

该《规范》，对从事在线住宿相关服务的平台经营者以及平台内经营者的行为，提出了具体要求和规范，内容涵盖：平台基本行为规范、信息审核、预订服务、交易管理、评价管理、经营者行为约束、消费者权益保护、应急机制、信息安全与隐私保护等诸多方面，旨在提升住宿服务的标准化和品质化，强化行业自律，规范行业发展秩序，营造行业发展的良好环境。（来源：新旅界）

### ■ 驴迹科技招股书：1 年超 7 千万人购买的电子导览

9 月 10 日，驴迹科技控股有限公司（以下简称：驴迹科技）向港交所主板递交上市申请，建银国际为其独家保荐人。

据驴迹科技招股书披露：截至 2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年 6 月，驴迹科技实现收入分别为 1347.9 万元人民币（下同）、7161.3 万元、30169.2 万元和 18296.2 万元，净利润分别为 384.3 万元、2556.0 万元、9978.3 万元和 5188.1 万元。由此可知，驴迹科技有较高的毛利率，其上述年份的毛利率分别为 47.7%、47.8%、46.8%和 41.8%。

驴迹科技作为中国最大的在线智能电子导览提供商，以 2018 年交易额统计，占有 86.2% 的市场份额。截至 2019 年 6 月 30 日，驴迹科技已经开发 12913 份在线智能电子导览，涵盖中国（包括港澳台）及海外旅游景区（2086 个），其中，为中国的 259 个 5A 景区和 2021 个 4A 景区开发 585 款和 2776 款在线智能电子导览。（来源：品橙旅游）

### ■ OYO 35 亿卢比买楼，正式布局四星级酒店市场

据印度媒体 YOURSTORY 报道，OYO 已与 Mountania Developers 达成合作，后者已在艾哈迈达巴德市(Ahmedabad)收购了一栋 64 套房的大楼。OYO 将把该栋大楼重新设计成一个高档酒店并以 OYO 品牌运营，主要满足追求高质量住宿服务的商务旅客。在本次交易中，OYO 将与 Mountania 合作，后者将帮助 OYO 收购资产，而 OYO 将充分利用其在酒店入住、装修和重新设计等方面的专业经验。

根据 OYO 的改造计划，酒店客房将改造成豪华套房，经典套房和总统套房，并将提供丰盛的早餐、免费机场接送、迷你冰箱和自助咖啡机，以及代客泊车服务等。为了满足客人的会议和宴会需求，酒店内将设有五个宴会厅和会议室，并将以 OYO 旗下的 Weddingz.in 品牌运营。此外，该酒店还将设有一个健康中心，包括水疗和健身房设施，以帮助客人更好的消磨休息时间。

如果该收购能够达成，OYO 将完成年内第三笔酒店资产的收购。在相继收购欧美优质物业后，OYO 终于将触角伸向印度本土酒店市场。与此同时，这也意味着印度酒店业独角兽 OYO 将正式进入印度四星级酒店市场。（来源：环球旅讯）



## 5、投资策略组合

- **中国国旅：**公司内生业绩将受益于存量机场免税项目的内生业绩增长毛利率的提升，行业方面将受益于离岛免税额度的开放以及未来在市内免税店领域的布局：1) 存量免税项目（海棠湾、上海及首都等免税项目）业绩提升：国内免税需求强劲，同时国外的购物消费回流能够被国内免税市场所捕获。2) 毛利率的提升：公司竞标获得了多个机场(首都机场、香港机场、白云机场、上海机场等)的免税店经营权，规模提升实现毛利率的提升。同时参股日上能够改善公司的采购渠道，受到品类毛利率不同的影响，免税业务有望在未来三年毛利率提升至 60%。3) 市内免税店牌照的运用：中免集团拥有北京、上海、大连、青岛和厦门的五个市内免税店牌照，开设市内免税店有望延续三亚免税店的经营模式。同时能够捕捉境外游客以及内地待出国游客，符合国内促进消费的政策倾向。4) 投资逻辑——短期来看 19 年市内免税店开放预期及政策调整预期、三亚免税高增长，长期来看免税场景及国际化持续扩张，规模效应和品类调整下毛利率提升带动利润空间，政策利好（扶持免税打击代购）和消费回流的支持：离岛免税政策从额度的放开到拓宽购买人群，三亚海棠湾免税店能够有所获益。19 年仍存在边际改善空间，市内免税店政策突破和国内市内店开设预期有望落地。5) 不考虑海免和剥离旅行社业务情况下 19-21E 业绩 42.7/54/67 亿元，增速 40%/26%/25%，EPS2.2/2.8/3.4 元，PE 42/33/27 倍，维持买入评级。
- **宋城演艺：**1) 线下存量景区培育成熟，仍能维持 10%以上的客流增速，依赖团散比改善和票价提价改善景区业绩。2) 增量轻资产输出兑现公司品牌溢价能力。目前公司共有三个轻资产项目，每单一次性管理费兑现都超过 2 亿，这部分服务收入和景区经营收入 20%的管理收入能够为公司带来新的业绩增长点。3) 六间房重组方案完成，5 月起开始不再纳入合并报表范畴，商誉风险得到消除，19 年能够通过资产重组获得约 2 亿元投资收益，重组后公司持有六间房和花椒重组的新公司 39.53%股权。4) 19-21 年将开业桂林、西安、上海、张家界、佛山及西塘演艺谷等项目，新开业项目体量能够实现公司利润翻番。5) 综合考虑 19 年的投资收益及六间房的持续经营业绩贡献，19E-21E 业绩为 15.08/15.4/16.6 亿元。从公司内生发展来看 19-21E 线下景区业绩为 12.31/14.44/15.6 亿元，增速 41%/17%/8%，PE 31/26/24 倍，维持买入评级。

## 6、未来一周大事提醒

**图表 4：未来一周大事提醒**

时间	具体内容
9月15日	凯撒旅游(000796): 股东大会互联网投票起始
9月16日	新智认知(603869): 股东大会互联网投票起始 永利澳门(1128): 分红派息 新智认知(603869): 股东大会召开 新智认知(603869): 股东大会现场会议登记起始 云南旅游(002059): 股东大会现场会议登记起始 凯撒旅游(000796): 股东大会召开 云南旅游(002059): 股东大会互联网投票起始
9月17日	云南旅游(002059): 股东大会召开
9月18日	中国国旅(601888): 股东大会互联网投票起始 中国国旅(601888): 股东大会召开

来源：wind，国金证券研究所

## 7、风险提示

- **极端天气及不安全因素发生**：从景区角度来看，交通利好是带动客流量的主要因素，而极端天气和不安全因素则是影响游客意愿的主要负面影响。2016年厄尔尼诺现象的产生导致整个旅游板块尤其是景区细分领域的业绩表现较弱。
- **宏观经济增速放缓**：旅游活动作为基本需求满足后的精神需求层面，需要在经济达到一定水平的情况下才会发生，当经济放缓会导致居民的出境需求和意愿下降。
- **影响旅游行业的负面政策出台**：旅游行业的政策指导性较强，尤其在免税及出境游板块。负面政策的出台对板块存在限制发展的可能，同时景区板块将受制于门票降价政策，导致估值及业绩有所压制。
- **业绩不及预期的情况出现**：旅游板块发展至今跟行业的长期趋势产生一二级的差异，16-18年的业绩尤其是景区板块的业绩存在一定的低预期情形。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH