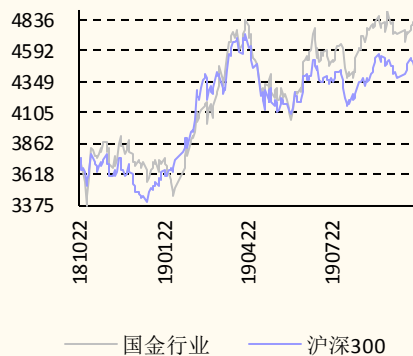


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4754
沪深300指数	3869
上证指数	2938
深证成指	9534
中小板综指	9031



## 相关报告

- 1.《国考招录人数回升 66%，体制改革过程中，培训需求有望持续提升...》，2019.10.15
- 2.《旅游高端消费数据研究二-出境游增势稳健，东南亚回暖或引出国游...》，2019.10.13
- 3.《2019 教育行业周报第 39 期：职教政策再推进--社服领域人才...》，2019.10.13
- 4.《行业周报 20191007-国庆节免税销售高增长，八月东南亚...》，2019.10.8
- 5.《2019 教育行业周报第 38 期：网易有道赴美 IPO，网易或迎...》，2019.10.7

Q3 博彩及华住酒店数据低迷，宋城三季度报业绩超预期  
本期行情回顾

■ 本周沪深 300 指数下降 1.08%，CS 餐饮旅游上涨 0.70%至 8223.05，排名第 2。免税板块涨跌幅 0.5%，出境涨跌幅-2.2%，餐饮板块涨跌幅-1.9%，主题景区涨跌幅 6.3%，传统景区涨跌幅-1.7%，酒店板块涨跌幅-0.1%。

## 行业点评

■ 季度博彩数据公布，中场业务维持良好增长，贵宾业务收入下滑明显，增速幅度逐季扩大。19Q3 幸运博彩毛收入 707.94 亿澳门元/-4.1%，其中 VIP 业务收入 310.85 亿澳门元/-22.5%，占比 43.9%；中场业务收入 358.93 亿澳门元/+18.7%，占比 50.7%；角子机收入 38.16 亿澳门元/+8.6%，占比 5.4%。中场受益于珠港澳大桥开通后的客流提升，Q3 旺季高基数情况下增长 18.7%（Q2 中场收入大增 21.2%）；VIP 受国内经济和企业利润表现等影响 Q3 增速下滑幅度扩大（Q3 下滑 22.5%VSQ2 下滑 15.6%）。从澳门博彩的季度数据来看中场业务受澳门景气度回升影响能够持续增长，VIP 业务与内地的经济关联度较强。我们做了最新的国内宏观数据（PPI、社融规模、房地产价格指数及国内信贷等指标）及消费数据（金银珠宝、豪华车、白酒及酒店数据等）与澳门博彩收入的关联度分析，博彩的前瞻性属性较强。

■ 宋城演艺三季度表现超预期，剔除六间房影响后 Q3 净利增长 15%-40%，前三季度利润增长 10%-30%：公司发布业绩预告，前三季度归母净利润 12.05-13.77 亿元，同增 5%-20%，其中 Q3 单季度归母净利润 4.82-5.06 亿元，同增 0-5%。剔除六间房重组影响前三季度线下景区归母净利润 9.39-11.10 亿元，增速 10%-30%，其中 Q3 主业归母净利润 4.29-5.22 亿元，增速 15-40%，超市场预期。分项目看杭州 Q3 收入增长个位数，三亚项目利润与去年持平，丽江收入增长超过 30%，桂林及张家界新项目表现超预期。

■ 华住酒店三季度经营数据下滑幅度扩大，受宏观经济影响酒店需求低迷。Q3 华住成熟酒店（经营超过 18 个月）的同店 RevPAR 为 211 元/-3.8%；ADR 为 234 元/-1.1%；平均入住率为 90.1%/-2.5pct，经营数据相较于 Q2（平均房价/入住率/RevPar 分别变化 0.4%/-2.3pct/-2.1%）表现进一步低迷，入住率跌幅扩大，平均房价出现下滑。细分来看，经济型同店 RevPAR 为 179 元/-3.7%；ADR194 元/-0.7%；平均入住率为 92.2%/-3pct。中高档同店 RevPAR 为 278 元/-3.9%；ADR 为 325 元/-2.2%；平均入住率为 85.6%/-1.5pct。从华住酒店的经营数据来看目前商务出行需求仍比较低迷。

■ 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

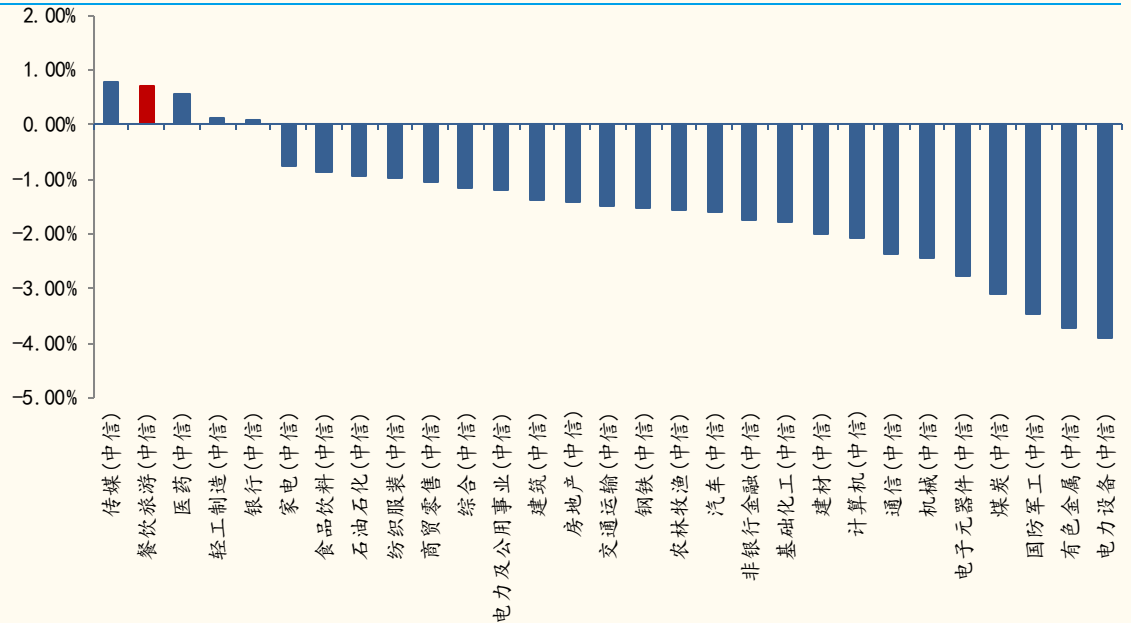
■ 极端天气及不安全因素发生；宏观经济增速放缓；旅游行业负面政策出台；业绩不及预期的情况出现。

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

### 1、本周旅游行业板块市场表现 (2019.10.14-2019.10.20)

■ **板块表现：**本周沪深 300 指数下降 1.08%，CS 餐饮旅游上涨 0.70%至 8223.05，排名第 2 名。免税板块涨跌幅 0.5%，出境涨跌幅-2.2%，餐饮板块涨跌幅-1.9%，主题景区涨跌幅 6.3%，传统景区涨跌幅-1.7%，酒店板块涨跌幅-0.1%。

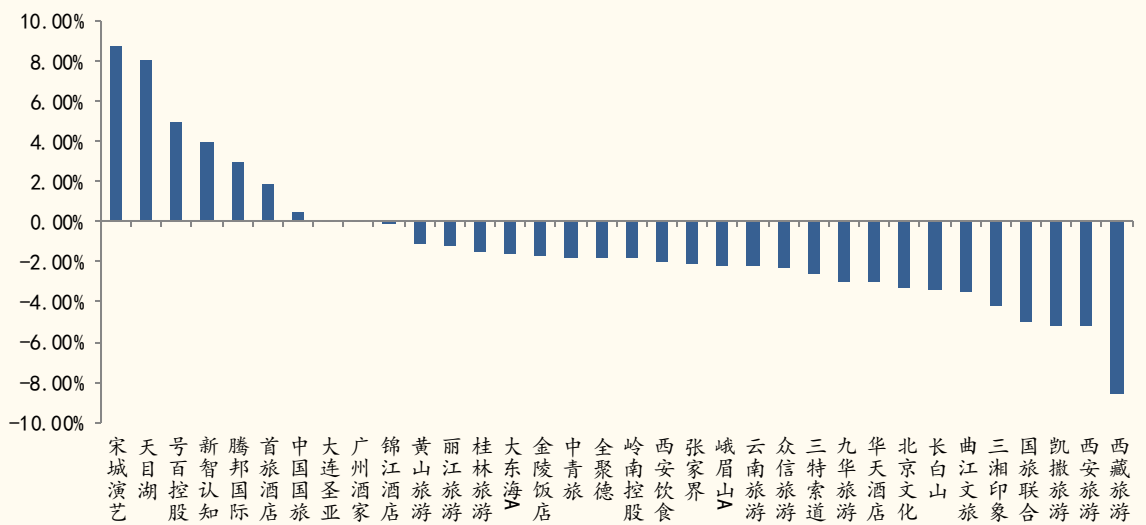
图 1：本周各一级行业版块涨跌幅情况 (2019.10.14-2019.10.20)



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：宋城演艺 (+8.81%)、天目湖 (+8.04%)、号百控股 (+4.98%)。本周涨跌幅后三个个股为：凯撒旅游 (-5.22%)、西安旅游 (-5.23%)、西藏旅游 (-8.59%)。

图 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.10.14-2019.10.20)



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 19 年中期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。
- **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。
- **数据跟踪：**华住——预计 19Q3 净收入同比将增长 10%-11%，与此前发布的业绩展望一致。19Q3 成熟酒店（经营超过 18 个月）同店 RevPAR 为 211 元/-3.8%；ADR 为 234 元/-1.1%；平均入住率为 90.1%/-2.5pcts。
- **事件跟踪：**锦江酒店——持股 5%以上股东弘毅投资基金减持计划实施时间过半，累计减持 1275.69 万股，约占本公司总股本的 1.33%。
- **关注标的：**锦江酒店、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：**受国内经济影响和外部不安全事件影响下 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外部不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）凯撒旅游控股股东变更为凯撒世嘉，实控人变更为陈小兵。（2）聘任陈小兵先生为公司首席执行官、法定代表人，聘任刘志强先生为公司总裁，聘任魏灵女士为公司董事会秘书，聘任张蕤女士为公司副总裁。
- **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。
- **数据跟踪：19Q3 博彩数据——**1) 截至三季度末，赌台数目 6756 台/+2.39%，环比上升 0.33%；角子机数目 17348 台/+0.76%，环比下降 1.64%。2) 19Q3 幸运博彩毛收入 70794 百万澳门元/-4.1%，其中 VIP 业务收入 31085 百万澳门元/-22.5%，占比 43.9%；中场业务收入 35893 百万澳门元/+18.7%，占比 50.7%；角子机收入 3816 百万澳门元/+8.6%，占比 5.4%。
- **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：行业数据——**8 月内地部分目的地游客数据：宏村 32.28 万人次/+8.11%，黄山景区 48.17 万人次/+9.22%，黄山全市 967.15 万人次/+15.47%，三亚（过夜）182.69 万人次/+8.57%，桂林 1372.96 万人次/+31.50%，北京市 3,934.60 万人次/+7.83%，昆明市 1695.19 万人次/+13.25%。海南省 593.86 万人次/+8.50%。另外，长白山 9 月接待游客 30.14 万人次/-9.23%。
- **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。
- **数据跟踪：宋城演艺——**19Q1-Q3 预计归属于上市公司股东的净利润 12.05 亿元-13.77 亿元/+5%-20%；其中，Q3 归属于上市公司股东的净利润 4.82 亿元-5.06 亿元/+0%-5%。
- **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) 凯撒旅游控股股东变更为凯撒世嘉，实控人变更为陈小兵。  
 (2) 聘任陈小兵先生为公司首席执行官、法定代表人，聘任刘志强先生为公司总裁，聘任魏灵女士为公司董事会秘书，聘任张蕤女士为公司副总裁。

**【三湘印象】**19Q3 三湘印象预计亏损 3820.67 万元，去年同期盈利 7365.11 万元。

**【腾邦国际】**19Q3 腾邦国际预计亏损 8605.93 万元~9105.93 万元，去年同期盈利 6694.74 万元。

**【岭南控股】**19Q1-Q3 预计净利润约 2.35 亿元~2.5 亿元/+45.07%~54.33%。

**【九华旅游】**(1) 19Q1-Q3 九华旅游预计实现营业收入 4.17 亿元/+14.96%；实现净利润 1.07 亿元/+33.6%；实现扣非净利润为 1 亿元/+27.5%。(2) 公司拟使用最高额度不超过人民币 33,000 万元的闲置自有资金进行现金管理。

**【科锐国际】**19Q1-Q3 预计净利润约 1.09 亿元~1.21 亿元/+17.88%~31.33%。

**【三特索道】**19Q1-Q3 预计归属于上市公司股东的净利润 1600 万元~2400 万元/-84.89%~-89.93%。

**【西安旅游】**(1) 公司 19Q1-Q3 营业收入 6.55 亿元/+4.89%，归属上市公司股东的净利润为亏损 454.33 万元，比去年同期减亏 57.04%。(2) 公司利用自有资金委托理财 3,000 万元。

**【宋城演艺】**19Q1-Q3 预计归属于上市公司股东的净利润 12.05 亿元-13.77 亿元/+5%-20%；其中，Q3 归属于上市公司股东的净利润 4.82 亿元-5.06 亿元/+0%-5%。

**【华天酒店】**预计 19Q3 归属于上市公司股东的净利润为亏损 2,359 万元~5,359 万元，亏损比上年同期下降 62.15%~14.02%，预计 19Q1~Q3 归属于上市公司股东的净利润为亏损 1.60 亿元~1.90 亿元，同比减亏 22.15%~7.55%。

**【大连圣亚】**公司控股股东星海湾投资所持有的公司股份 30.95 百万股股份被予以司法轮候冻结。

**【三湘印象】**持股 5%以上股东三湘控股减持时间已届满，被动减持 180,500 股，占总股本比例 0.013%。

**【华住】**预计 19Q3 净收入同比将增长 10%-11%，与此前发布的业绩展望一致。19Q3 成熟酒店（经营超过 18 个月）同店 RevPAR 为 211 元/-3.8%；ADR 为 234 元/-1.1%；平均入住率为 90.1%/-2.5pcts。

**【永利澳门】**港交所披露，10 月 11 日，美国资本集团减持永利澳门(01128.HK)1546.86 万股，每股作价约 15.03 港元，总金额约为 2.33 亿港元。减持后最新持股数目约为 3.62 亿股，占已发行的有投票权股份百分比 6.97%。

**【西藏旅游】**公司持股 5%以上股东国风集团计划自本公告披露之日起 15 个交易日后的 6 个月内减持不超过 453.93 万股股份，即不超过公司总股本的 2%。

**【云南旅游】**公司拟收购云南世博投资有限公司及王铨根合计持有的云南世界恐龙谷旅游股份有限公司 63.25%股权。

**【国旅联合】**上交所下发监管函，指出近日有媒体报道称，公司原控股股东当代资管及其相关方，向公司现控股股东江旅集团发出解约通知，要求解除《股份转让框架协议》及相关协议，并已向法院提起诉讼，请求判令江旅集团返还 510 万股公司股份，但公司未予以披露。

**【锦江酒店】**持股 5%以上股东弘毅投资基金减持计划实施时间过半，累计减持 1275.69 万股，约占本公司总股本的 1.33%。

**【大东海 A】**Q1-Q3 营业收入 1789 万元/-18.57%；归属于上市公司股东的净利润-39.9 万元/-167.03%，去年同期盈利 59.5 万元。基本每股收益-0.0011 元。

#### 4、一周行业新闻

##### ■ 云南城投混改最新进展：保利卫颺任党委书记、董事长

10月14日，云南城投（600239.SH）发布公告称，10月13日，公司收到公司控股股东云南省城市建设投资集团有限公司的通知，通知主要内容为：为加快推进云南省人民政府与保利集团就省城投集团混合所有制改革合作事宜，经保利集团推荐，云南省省委决定，任命保利集团卫颺担任省城投集团党委书记、董事长。截至目前，云南城投控股股东为省城投集团，实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会。

此前在7月初，云南省人民政府与保利集团签订了战略合作协议，根据协议，央企保利集团将参与云南城投集团的混合所有制改革。

云南城投表示，目前已经明确以康养产业和旅游产业为房地产开发业务的战略转型方向，力争为公司找到新的盈利点。（来源：新旅界）

##### ■ 北京文化拟8.4亿元收购东方山水，将打造电影文旅项目

10月14日，北京文化（000802.SZ）发布公告称，公司拟以自有资金8.4亿元收购北京东方山水度假村有限公司（以下简称“东方山水”）100%股权，并结合公司IP资源，打造北京文化密云国际电影文旅项目。

公告显示，北京文化与北京南都国际经贸有限公司、北京汉邦国信国际集团有限公司达成协议，公司以自有资金购买北京南都国际经贸有限公司、北京汉邦国信国际集团有限公司合计持有的东方山水100%股权。本次交易完成后，公司持有东方山水100%股权，东方山水将纳入公司合并报表范围内。

据介绍，本次交易完成后，北京文化将在北京市密云区建设密云国际电影文旅小镇，主要通过北京文化电影IP，打造影视主题为主的商区+酒店为核心的文旅小镇，并配套摄影棚、封神之城、多功能影院、亲子类主题乐园、明星餐饮街区、主题酒店等设施。

北京文化方面表示，购买东方山水符合公司战略发展需要。为了完善公司产业链，发挥影视IP的衍生经济效应，公司计划采用“影棚+导演工作室+影视娱乐”为一体的电影文化产业发展规划。以实现公司业务延伸与产业链布局，提升公司盈利能力，同时有利于促进各业务板块间协同效应，进一步增强北京文化行业竞争力。（来源：新旅界）

##### ■ 万达酒店约8亿港元转让伦敦和澳洲项目予万达香港

10月18日，万达酒店发展有限公司发布公告称，公司于当日与万达香港订立伦敦项目应收款项的转让契据。据此，万达酒店已同意向万达香港转让伦敦项目应收款项所产生的权利、所有权及利益，总额为2400万英镑，相当于约2.41亿港元。

同日，万达澳洲地产与万达香港订立澳大利亚项目应收款项的转让契据，据此，万达澳洲地产已同意向万达香港转让澳大利亚项目应收款项所产生的权利、所有权及利益，总额为1.05亿澳元，相当于约5.57亿港元。

其中，万达澳洲地产为万达酒店与万达香港在澳洲成立的合资企业平台，以在澳洲寻找合适的地产项目共同进行收购及发展。万达酒店及万达香港分别持有万达澳洲地产60%及40%的权益。

此外，万达酒店分别与大连万达集团订立了酒店设计框架、酒店建设管理的协议，据此，大连万达集团或其附属公司可不时委聘本集团（包括万达酒店管理（香港））为大连万达集团的酒店项目提供酒店设计服务、酒店建设管理服务。

关于上述协议，万达酒店方面表示，该项收购可使公司实现于酒店及旅游业的规模及市场领先地位并为股东创造价值，亦可扩展公司的收入来源并提升获利能力，符合本集团计划采用轻资产的业务模式以及达致集团长期发展及股东价值长期持续增长的策略目标。（来源：环球旅讯）

##### ■ Airbnb一季度运营亏损3.06亿美元，同比增长逾一倍

据外媒报道，一份未被披露的财务数据显示，今年一季度，Airbnb的运营亏损

达到 3.06 亿美元，同比增长了一倍多。

根据上述媒体披露的数据显示，今年前三个月，Airbnb 将销售和营销方面的投资提升至 3.67 亿美元，比去年同期增长 58%。其中，支出增幅高于其他任何类别，如产品开发的支出增长了 51%，包括客户服务在内的运营和支持增长了 30%。

还有一部分是广告支出。上述报道指出，Airbnb 今年的销售和营销支出有望超过 2018 年的 11 亿美元，而这一总额涵盖了所有类型的广告，包括电视和在线广告，以及支付监督营销和公共关系工作人员的费用。

尽管这些支出可能带来大量新业务，但如果随后几个季度 Airbnb 继续出现类似的亏损，潜在投资者可能会感到不安。有评论认为，在市场投资者抛售 Lyft 和 Uber 股票、拒绝接受 WeWork 数据的环境下，Airbnb 需要向市场表明，它在盈利道路上有着截然不同的故事。（来源：环球旅讯）

### ■ 澳门与珠海将共建粤港澳大湾区旅游教育合作中心

澳门旅游学院与珠海市文化广电旅游体育局、珠海市珠光集团 15 日在澳门签署框架协议，三方将在珠海建设“澳门旅游学院粤港澳大湾区旅游教育合作中心”，致力于为大湾区培养旅游人才。

澳门旅游学院表示，该框架协议的合作目标是落实《粤港澳大湾区发展规划纲要》，发挥澳门旅游教育培训和旅游发展经验优势，建设粤港澳大湾区旅游教育培训基地，以提升旅游从业人员素质，推动国际旅游人才交流，促进粤港澳大湾区旅游产业发展。

据了解，根据该框架协议，三方将推进澳门在珠海横琴建立合作中心；建立三方合作沟通机制，统筹合作中心项目落地建设运营；同时推动珠海酒店、职业院校、高校等资源整合，打造集专业课程、实训基地为一体的培养模式。

此外，三方还将在澳门高端酒店建立学员实训基地，充分发挥澳门旅游学院在旅游、教育、国际行业标准方面的优势，打造“粤港澳大湾区旅游休闲产业人才高级研修班”“旅游行业总经理高级研修班”和“酒店业服务标准”等课程，大力提升澳门旅游教育培训和旅游发展的影响力。（来源：新旅界）

### ■ 飞猪：发布“新店铺运营体系”赋能商家私域运营

10 月 16 日，飞猪发布“新店铺运营体系”，将开放飞猪店铺底层生态，为商家提供全功能、全流量、全场景、数据化的私域运营解决方案，让飞猪店铺真正成为商家自己的阵地，帮助商家从对“货”的运营全面转向对“人”的服务和运营，使商家真正拥有消费者。

阿里巴巴集团副总裁范驰表示，旅行需求已随着消费者人群结构发生很大变化，内容化种草、全链路衔接、场景化体验逐渐成为主流。与此同时，行业的现状则是渠道成本越来越贵，不知道自己的用户是谁、没有完整的用户运营体系已成为旅行行业商家的共性难题。（来源：品橙旅游）

### ■ 同程艺龙和中国中旅酒店集团打通会员权益，提升住宿服务体验

10 月 18 日，同程艺龙和中国中旅酒店集团签订战略合作协议，双方将通过会员互通项目，在产品创新、品牌营销等方面展开深度合作与全新探索，共同提升消费者的住宿服务体验。

“此次与中旅酒店会员权益的互通合作，将推进双方在会员预订、酒店服务等各场景的深度结合，吸引更多潜在用户成为双方平台会员，为双方会员带去优质的服务价值。”同程艺龙相关负责人表示，未来将重点发挥同程艺龙的流量和运营优势，结合中旅酒店优质的产品服务，深耕微信生态。（来源：新旅界）

## 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 44/34/28 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 34/29/27 倍，维持买入评级。



## 6、未来一周大事提醒

图表 3：未来一周大事提醒

时间	具体内容
10月22日	全聚德(002186): 三季报预计披露日期
10月23日	丽江旅游(002033): 三季报预计披露日期 宋城演艺(300144): 三季报预计披露日期
10月25日	西藏旅游(600749): 三季报预计披露日期 银河娱乐(0027): 分红派息 长白山(603099): 三季报预计披露日期 三湘印象(000863): 三季报预计披露日期 科锐国际(300662): 三季报预计披露日期
10月26日	华天酒店(000428): 三季报预计披露日期 新智认知(603869): 三季报预计披露日期 曲江文旅(600706): 三季报预计披露日期 峨眉山 A(000888): 三季报预计披露日期

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