

社会服务

社会服务行业 2020 年投资策略

维持评级

报告原因：策略研究

把握业绩确定、行业潜力可观龙头个股

看好

2019 年 12 月 12 日

行业研究/深度报告

社会服务板块近一年市场表现



相关报告：

【山证社服】2019 年中期策略：关注细分龙头，优质内生增长推动业绩释放

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：

➤ **2019 回顾：社会服务板块上涨 22.11%，整体表现略弱于大盘，免税、人工景区表现亮眼。**2019 年初至今（截至 2019 年 12 月 7 日，下同），沪深 300 指数上涨 31.62%，SW 休闲服务行业上涨 22.11%，跑输沪深 300 指数 9.51 个百分点，在 A 股 28 个行业板块中涨跌幅排名第 10 位。目前市盈率为 32.63 倍，低于历史均值（42.27 倍），SW 休闲服务板块相对于沪深 300 估值处在历史低位。子行业分化明显，免税（45.37%）涨幅显著，景区（25.37%）酒店（10.72%）表现相对较好，其他休闲服务、餐饮分别下跌 6.96%、11.34%。

➤ **从板块宏观角度来看，免税行业、人工景区增速良好。**免税龙头中国国旅近 3 年通过不断整合、剥离旅行社业务专注免税行业，增速明显提升；上半年受益于海南离岛免税业务出色业绩以及机场免税店销售股价一路走高，下半年香港机场受暴力事件、京沪机场受上年高基数增长股价有所下滑。人工景区龙头宋城演艺异地扩张稳步进行，新开业张家界、桂林景区业绩增速保持在 30%，轻重资产搭配落地，丰富存量项目的同时保证现金流稳定增长。酒店行业受宏观经济影响波动较大，直营店关店直接影响业绩表现。出境游目的地分化明显，受去年三季度泰国沉船事件影响，旅行社业绩在低基数上有所回暖；但出境游受宏观经济、汇率波动以及地域性影响较大，行业竞争加剧对龙头企业业绩有所挤压。餐饮行业 A 股标的较少，广州酒家异地工厂逐渐落地投产、收购另一粤菜老字号陶陶居以及今年三季度月饼销量持续增长，对股价有提振作用。

➤ **从经营层面来看，各行业分化较大。**免税板块 2019Q1-3 实现营收 355.85 亿元（+4.35%），归母净利润 41.96 亿元（+55.09%），收入端、利润端均稳步增长。酒店板块受宏观经济影响经营指标仍受挤压，2019Q1-3 酒店板块实现营收 199.93 亿元（+2.72%），增速自 2016 年后不断下滑；归母净利润 14.54 亿元（-3.55%），为近 5 年首次出现负增长。景区板块中自然景区受门票降价影响业绩承压，人工景区受促进消费政策业绩上行；自然景区 2019Q1-3 实现营收 42.57 亿元（+3.70%），归母净利润 9.46 亿元（-5.02%）；休闲景区 2019Q1-3 实现营收 24.82 亿元（-10.43%），归母净利润 13.43 亿元（+8.39%），营收下降主要系宋城演艺六间房网络直播平台



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

出表所致，剔除出表影响营收增速与利润增速相符。

➤ **2020 年社服板块投资把握业绩确定、行业空间可观的龙头个股。** 在宏观经济预期和国内黄金周旅游总收入/接待人次增速下滑的环境下，建议关注两条主线：**公司业绩确定性和行业发展空间**。免税行业中中国国旅继续维持免税经营牌照的护城河优势，剥离国旅总社旅行社业务后上市公司完全专注免税业务，脱离销售、管理费用较高旅行社业务有利于增厚毛利、提升业绩；我国奢侈品消费空间潜力巨大，在财政部联合有关部门协调国内有税、免税市场、完善市内免税店政策、促进消费回流的影响下，免税消费市场空间有望进一步打开。目前酒店行业 RevPAR 目前已经处于 2017 年以来底部，估值也处在近三年来低位，两大酒店集团加速开拓中高端酒店市场、下沉三四线城市物业渠道、优化内部费用的同时向外拓展来稳定业绩。在消费需求多元化和拓宽假日消费空间政策指引下，人工景区具有挖掘潜力。不同于自然景区受限于游览时间、可接待客流等因素，人工景区发展外延周边能力强、景区复制速度快、消费场景多样化，能更好满足消费者日益增长的消费需求。社零总额增速与餐饮总额增速有一定相关性，近几年餐饮总额增速优于社零总额增速，同时随着居民可支配收入与居民消费支出逐年攀升，客单价位于中档的大众休闲餐饮行业空间巨大；2020 年中秋节国庆节叠加促团圆是月饼大年，预计带来更多月饼消费需求，广州酒家位于梅州、湘潭的月饼、馅料生产车间持续投产释放产能；零售速冻食品突破门店堂食限制销量亮眼；月饼、速冻食品促进广酒业绩增长。

➤ **影响 2020 年板块投资因素。** 宏观经济增速将继续影响酒店板块三大经营指标以及出境游板块公司业绩；社零总额增速将影响餐饮总额增速，肉蛋蔬果等农产品价格直接影响大众餐饮客单价变化；个性消费偏好或将催化新消费文化热点出现，从需求端倒逼供给端提供更佳符合消费者需求的体验式服务。

➤ **重点公司关注：**中国国旅、锦江酒店、首旅酒店、宋城演艺、众信旅游、广州酒家。

➤ **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.社服行业全年表现较为平稳，龙头个股表现优异.....	7
1.1 2019 年行情回顾：社会服务板块年初至今上涨 22.11%，免税、人工景区表现亮眼.....	7
1.2 板块细分领域：龙头企业表现亮眼，人工景区、免税涨幅居前.....	8
1.3 影响 2020 年社服板块投资因素.....	10
2.免税板块领跑社服行业.....	12
2.1 奢侈品消费市场前景广阔，政策引流免税品消费回流.....	12
2.2 海南离岛免税政策不断迎来利好，免税全渠道布局逐渐完善.....	13
3.酒店行业加盟扩张、产品升级驱动业绩增长.....	14
3.1 三大酒店集团持续扩张，中高端酒店仍是主要发力点.....	14
4.景区业绩分化显著.....	16
4.1 居民出游逐渐常态化，自然景区客流下滑明显.....	16
4.2 人工景区逐渐成为大众休闲旅游目的地.....	18
5.出境游总体趋势向好，各条线客流有所分化.....	20
5.1 多重因素共同利好出境游.....	20
5.2 发展趋势——假日出行、四小时飞行圈目的地受青睐.....	23
6.餐饮：大众休闲餐饮兴起，行业发展空间可观.....	24
6.1 餐饮行业增速好于社零增速，行业连锁率有待提高.....	24
7.推荐标的概览.....	26
7.1 专注免税业务，中国国旅龙头地位稳固.....	26
7.2 酒店行业龙头业绩相对稳定：锦江酒店、首旅酒店.....	26
7.3 旅游演绎龙头宋城演艺产品矩阵丰富，.....	27
7.4 众信旅游：面向出境游下沉客源渠道.....	27
7.5 食在广州第一家：月饼、速冻食品促广州酒家优质内生增长.....	28

8.风险提示.....29

图表目录

图 1：2019 年至今社会服务行业涨跌幅位列第 10.....7

图 2：SW 休闲服务相对沪深 300 估值处于历史低位7

图 3：2019 年至今社会服务行业各子板块涨跌幅.....7

图 4：社会服务行业各子板块 PE（历史 TTM，整体法）7

图 5：休闲服务行业前三季度营收及增速.....9

图 6：休闲服务行业前三季度归母净利润及增速.....9

图 7：板块各子行业前三季度营收结构（亿元）10

图 8：板块各子行业前三季度营收增速.....10

图 9：板块各子行业前三季度归母净利润结构（亿元）10

图 10：板块各子行业前三季度归母净利润增速.....10

图 11：改革开放以来 GDP 及增速变化.....11

图 12：不同世代每户家庭子女数统计（个）11

图 13：70、80、90 后人口分布.....11

图 14：2019 年出境游客年龄分层结构.....11

图 15：2012-2025E 全球个人奢侈品消费市场格局.....12

图 16：2013-2018 居民可支配收入保持 CAGR8%增速.....12

图 17：中国内地奢侈品市场规模及增速.....13

图 18：中国免税市场销售额及增速.....13

图 19：2016-2019Q3 三大酒店集团酒店数量对比（间）15

图 20：2018-2019Q3 三大酒店中高端酒店客房数量占比15

图 21: 2016-2019Q3 三大酒店集团加盟 / 特许经营占比	15
图 22: 2017-2019Q3 三大酒店集团平均房价对比	15
图 23: 2017-2019Q3 三大酒店集团 REVPAR 对比	16
图 24: 2017-2019Q3 三大酒店集团出租率对比	16
图 25: 2011-2019H 年国内旅游总收入（万亿元）	17
图 26: 2011-2019H 年国内旅游人数（亿人次）	17
图 27: 2011-2019H 年国内旅游客单价及增速	17
图 28: 2011-2018 年国内消费者人均出游次数	17
图 29: 黄山风景区近五年接待游客人次变化	18
图 30: 张家界武陵源风景区近五年接待游客人次变化	18
图 31: 2019 上半年中短途出行圈出游人次（亿人次）	18
图 32: 2019 上半年文化旅游景点和场馆参与体验度	18
图 33: 2014-2018 旅游演艺剧目台数变化	19
图 34: 2014-2018 旅游演艺剧目票房变化	19
图 35: 2018 年主题公园、旅游演艺各系列票房占比情况	19
图 36: 2018 年各等级城市实景演出剧目台数新增占比情况	19
图 37: 2013-2018 年境内游人均出游次数变化	20
图 38: 2013-2018 年境外游人均出游次数变化（每百人次）	20
图 39: 2010-2018 年出境旅游人数及增长率	20
图 40: 2011-2018 年中国出境旅游市场结构	20
图 41: 2018.11-2019.11 人民币汇率波动情况	22
图 42: 人民币兑日元汇率与国内赴日游客数量变化情况	22
图 43: 2012-2018 年中国国际航线数量	22

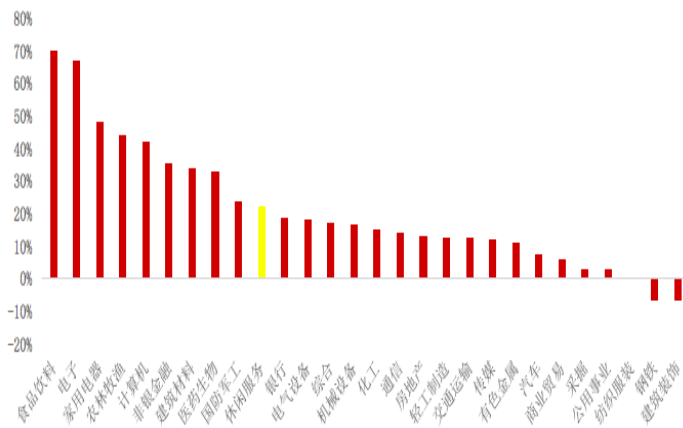
图 44：2012-2018 年中国国际航线旅客运输量	22
图 45：2019 年中国出境游客目的地所在区域.....	23
图 46：2019 年中国游客出境游时间.....	23
图 47：第三产业对 GDP 贡献逐年攀升	24
图 48：2007-2018 年社会消费品零售总额（万亿元）	24
图 49：2010-2018 年全国餐饮收入额及增速	24
图 50：2019 限额以上餐饮收入累计同比增长 7.1%（亿元）	24
图 51：近十年社会消费品零售总额增速与餐饮收入增速对比.....	25
图 52：2019 年社会消费品零售总额增速与餐饮收入增速.....	25
图 53：餐饮百强企业营业收入占全国餐饮收入.....	25
图 54：2019 年中、日、美餐饮连锁率.....	25
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.....	13
表 3：中免集团市内免税店布局情况.....	14
表 4：宋城演艺近三年存量项目概览.....	27
表 5：2019 年部分国家对中国公民再度放宽的签证政策.....	21
表 6：出境游精致化趋势.....	23
表 7：广州酒家项目建设情况.....	28
表 8：重点推荐公司盈利预测预估值.....	29

1. 社服行业全年表现较为平稳，龙头个股表现优异

1.1 2019 年行情回顾：社会服务板块年初至今上涨 22.11%，免税、人工景区表现亮眼

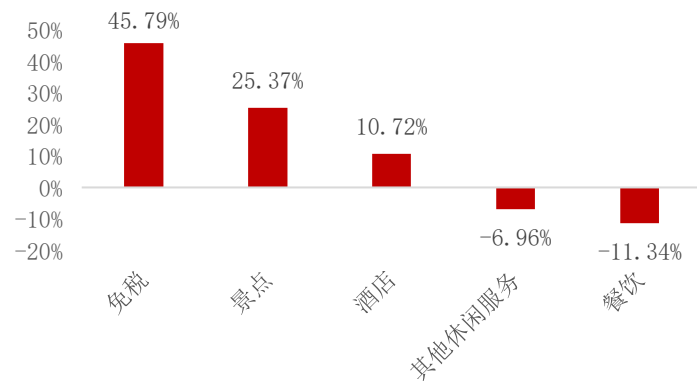
2019 年年初至今（截至 2019 年 12 月 7 日，下同），沪深 300 指数上涨 31.62%，SW 休闲服务行业上涨 22.11%，跑输沪深 300 指数 9.51 个百分点，在 A 股 28 个行业板块中涨跌幅排名第 10 位。目前市盈率为 32.63 倍，低于历史均值（42.27 倍），SW 休闲服务板块相对于沪深 300 估值处在历史低位。子行业分化明显，免税（45.79%）涨幅显著，景点（25.37%）酒店（10.72%）表现较好，其他休闲服务、餐饮分别下跌 6.96%、11.34%。

图 1：2019 年至今社会服务行业涨跌幅位列第 10



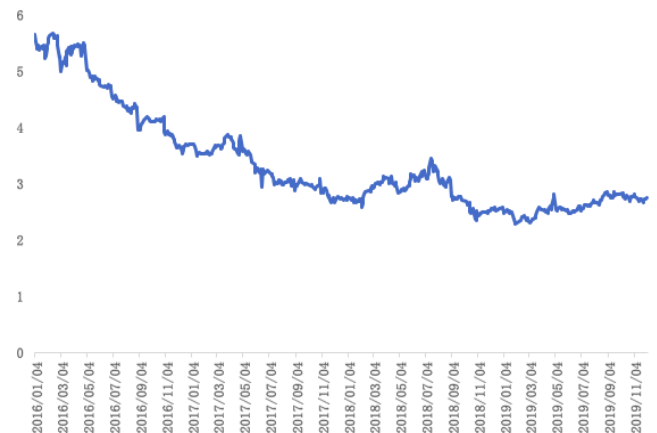
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：2019 年至今社会服务行业各子板块涨跌幅



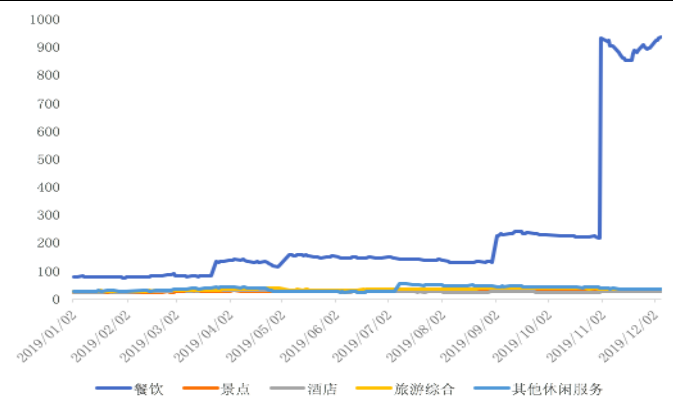
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：SW 休闲服务相对沪深 300 估值处于历史低位



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：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

1.2 板块细分领域：龙头企业表现亮眼，人工景区、免税涨幅居前

2019 年至今社会服务行业市场风格更注重公司业绩确定性和行业发展空间。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 年年初至今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酒店、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；景区板块今年涨幅亮眼，人工景区大连圣亚、宋城演艺涨幅居前。

从板块宏观角度来看，免税行业、人工景区增速良好。免税龙头中国国旅近 3 年通过不断整合、剥离旅行社业务专注免税行业，增速明显提升；上半年受益于海南离岛免税业务出色业绩以及机场免税店销售股价一路走高，下半年香港机场受暴力事件、京沪机场受上年高基数增长股价有所下滑。人工景区龙头宋城演艺异地扩张稳步进行，新开业张家界、桂林景区业绩增速保持在 30%，轻重资产搭配落地，丰富存量项目的同时保证现金流稳定增长。酒店行业受宏观经济影响波动较大，直营店关店直接影响业绩表现。出境游目的地分化明显，受去年三季度泰国沉船事件影响，旅行社业绩在低基数上有所回暖；但出境游受宏观经济、汇率波动以及地域性影响较大，行业竞争加剧对龙头企业业绩有所挤压。餐饮行业 A 股标的较少，广州酒家异地工厂逐渐落地投产、收购另一粤菜老字号陶陶居以及今年三季度月饼销量持续增长，对股价有提振作用。

表 1：2019 年至今社会服务行业涨幅居前公司统计

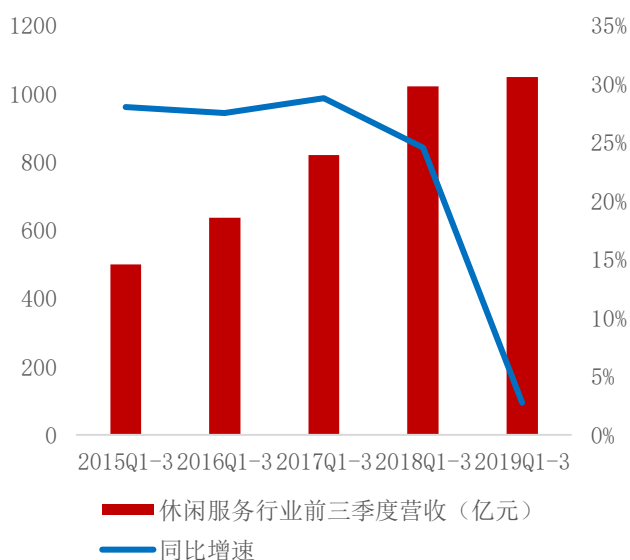
证券代码	证券简称	所属子行业	年涨幅度	总市值（亿元）	2019Q3 营业收入同比增速	2019Q3 归母净利润同比增速
600593.SH	大连圣亚	人工景区	56.96%	53.56	-8.01%	20.02%
601888.SH	中国国旅	免税	45.79%	1702.56	4.35%	55.09%
300144.SZ	宋城演艺	人工景区	32.63%	409.05	-17.81%	0.56%
603136.SH	天目湖	自然景区	26.64%	29.14	12.78%	34.30%
600358.SH	国旅联合	旅游综合	26.42%	22.47	30.61%	86.89%
600754.SH	锦江酒店	酒店	22.69%	223.95	3.04%	-17.10%
000796.SZ	凯撒旅游	旅游综合	20.93%	64.48	14.15%	11.34%
603199.SH	九华旅游	自然景区	19.70%	24.98	14.88%	33.33%
000610.SZ	西安旅游	酒店	14.62%	20.29	4.97%	80.22%
000610.SZ	峨眉山 A	自然景区	13.49%	20.29	6.65%	10.52%
600258.SH	首旅酒店	酒店	13.47%	177.79	-5.32%	-23.83%
601007.SH	金陵饭店	酒店	12.03%	26.64	17.66%	-0.12%
603043.SH	广州酒家	餐饮	11.54%	120.43	19.19%	8.86%
002033.SZ	丽江旅游	旅游综合	10.19%	33.46	10.39%	3.09%
300662.SZ	科锐国际	其他休闲服务	8.88%	51.93	29.53%	23.12%

资料来源：wind，山西证券研究所

从经营层面来看，各行业分化较大。2019年前三季度社会服务行业营收、归母净利润增速较上年同期分别下降 21.79pct 和 20.65pct，增速放缓主要系中国国旅剥离国旅总社旅行社业务、宋城演艺网络直播平台六间房出表、首旅酒店投资收益大幅下降所致。子板块归母净利润均出现了不同程度的下滑，只有景区、旅游综合以及其他休闲服务维持正增长，餐饮行业下滑较为明显。

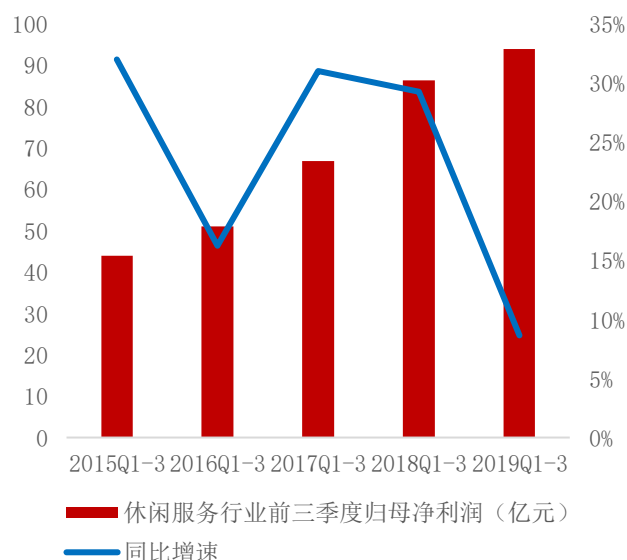
免税板块 2019Q1-3 实现营收 355.85 亿元 (+4.35%)，归母净利润 41.96 亿元 (+55.09%)，收入端、利润端均稳步增长。酒店板块受宏观经济影响经营指标仍受挤压，2019Q1-3 酒店板块实现营收 199.93 亿元 (+2.72%)，增速自 2016 年后不断下滑；归母净利润 14.54 亿元 (-3.55%)，为近 5 年首次出现负增长。景区板块中自然景区受门票降价影响业绩承压，人工景区受促进消费政策业绩上行；自然景区 2019Q1-3 实现营收 42.57 亿元 (+3.70%)，归母净利润 9.46 亿元 (-5.02%)；休闲景区 2019Q1-3 实现营收 24.82 亿元 (-10.43%)，归母净利润 13.43 亿元 (+8.39%)，营收下降主要系宋城演艺六间房网络直播平台出表所致，剔除出表影响营收增速与利润增速相符。

图 5：休闲服务行业前三季度营收及增速



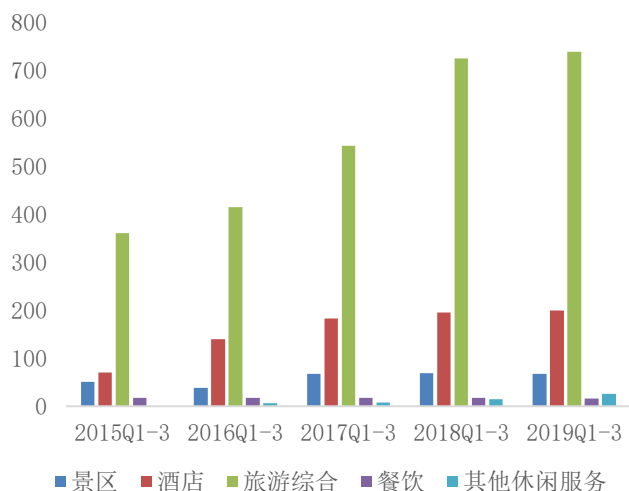
数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：休闲服务行业前三季度归母净利润及增速



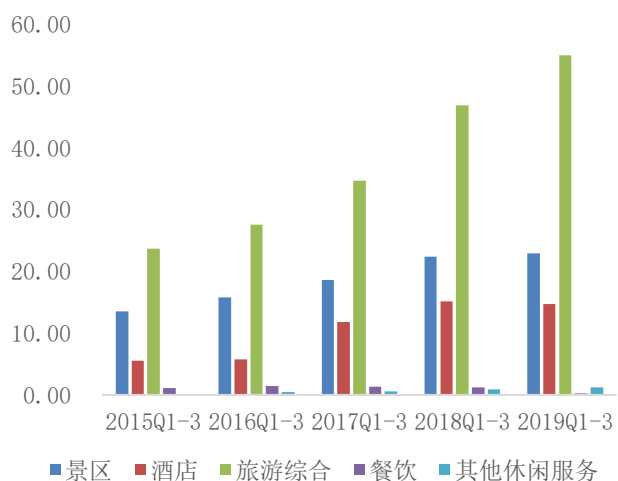
数据来源：wind，山西证券研究所

图 7：板块各子行业前三季度营收结构（亿元）



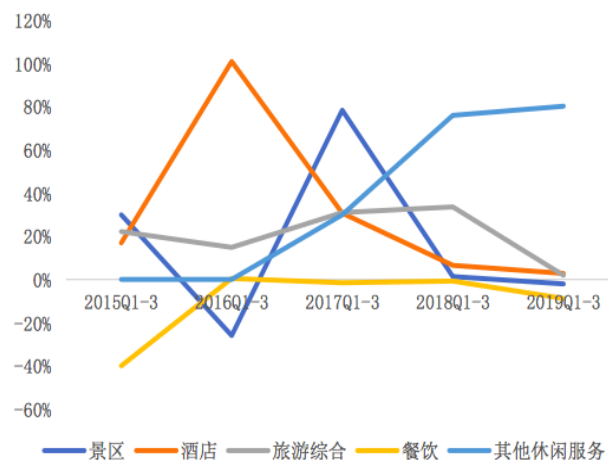
数据来源：wind，山西证券研究所

图 9：板块各子行业前三季度归母净利润结构（亿元）



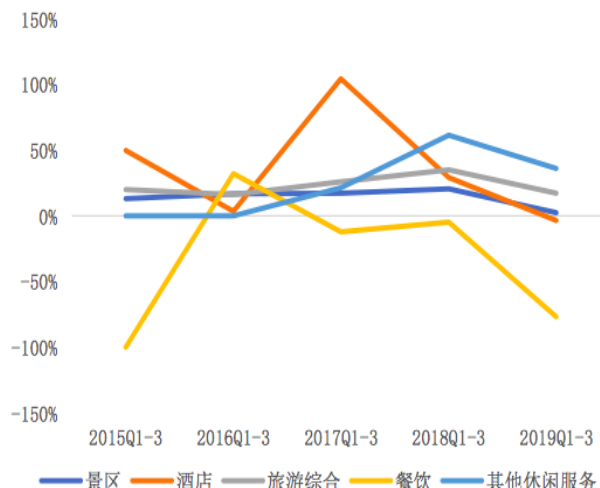
数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：板块各子行业前三季度营收增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：板块各子行业前三季度归母净利润增速



数据来源：wind，山西证券研究所

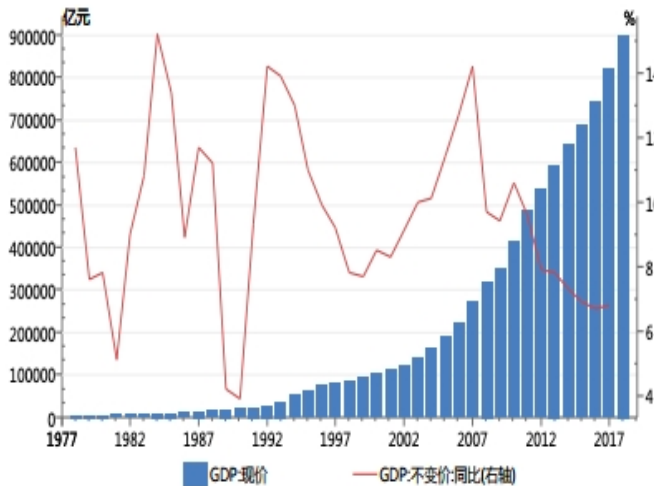
1.3 影响 2020 年社服板块投资因素

宏观经济增速将继续影响酒店板块三大经营指标以及出境游板块公司业绩；社零总额增速将影响餐饮总额增速，肉蛋蔬果等农产品价格直接影响大众餐饮客单价变化。同时，个性消费偏好或将催化新消费文化热点出现，从需求端倒逼供给端提供更加符合消费者需求的体验式服务。

Z 世代来临（generation Z：指 1990 年代中叶至 2010 年前出生的人）。中国 Z 世代人群目前约有 1.40 亿人，到 2020 年 Z 世代将占据整体消费力的 40%。Z 世代所代表的 90 后、00 后成长于物质生活更加丰富

的社会中，家庭子女数量与父代相比大幅减少，享受一胎政策带来的全部家庭资源支持以及移动互联网和内容大爆发带来的便利。年轻一代充分享受社会发展带来的红利，消费意愿强烈、具备消费升级的主观需求。

图 11：改革开放以来 GDP 及增速变化



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

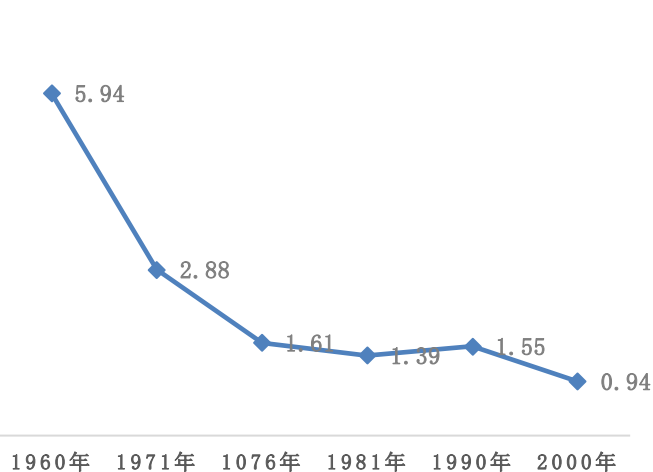
消费趋势偏向“小而美”。外出就餐更偏向多样化特色消费，客单价在 50-150 元的中档餐饮颇受欢迎。出行住房注重品质超过价格。出行次数方面，90 后平均一年出游的次数为 4.2 次。旅游地点方面，国内游占比为 79.3%，出境游占比 20.7%，收入水平成为制约 90 后旅行目的地选择的重要因素。2019 年出境游客的年龄分层结构呈现出哑铃式的增长。00 后复合年增长率达 40%，90 后复合年增长率高达 58%，80 后的占比为 28%，虽然依旧是出境游中最大的群体，不过首次低于 30%。

图 13：70、80、90 后人口分布



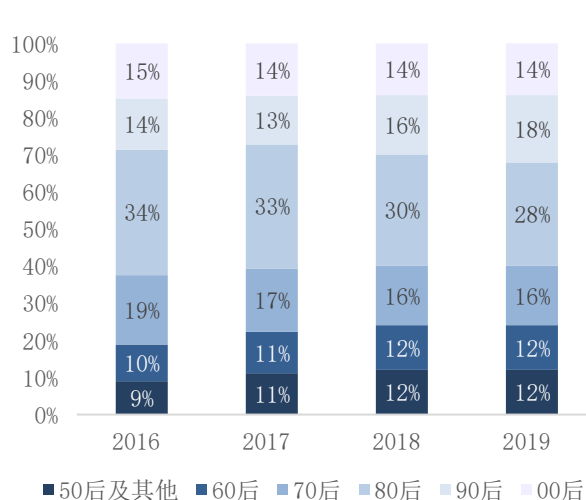
数据来源：教育部，山西证券研究所

图 12：不同世代每户家庭子女数统计（个）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 14：2019 年出境游客年龄分层结构



数据来源：易观数据，山西证券研究所

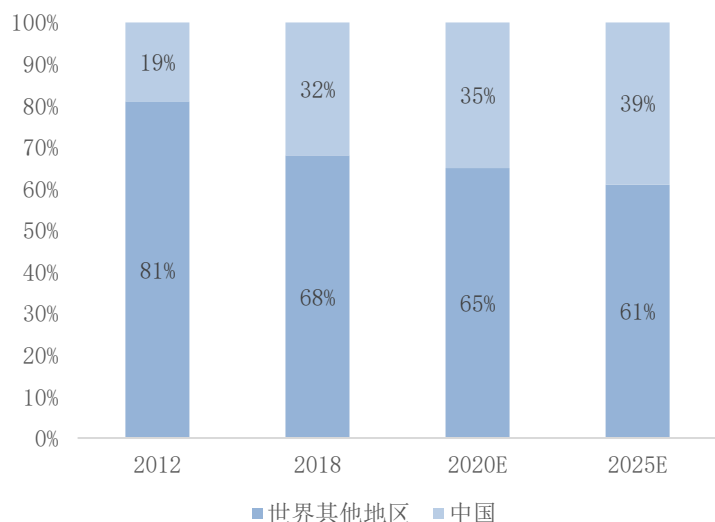
文化、兴趣消费更加成为消费重点。OTA 国内游数据显示，90 后成为民宿短租的主要消费者，占比超过 60%；大麦网统计，贵阳市以 204% 的剧场票房收入位居 2019 年度最具成长性的城市榜首。娱乐、旅游等文化和体验消费越来越优质精细，前往热带极地等冷门旅游目的地、看歌舞话剧等日益成为新的消费热点。消费升级更生成了越发成熟、多品类的新消费文化，年轻一代更加注重体验为主的服务型消费。

2. 免税板块领跑社服行业

2.1 奢侈品消费市场前景广阔，政策引流免税品消费回流

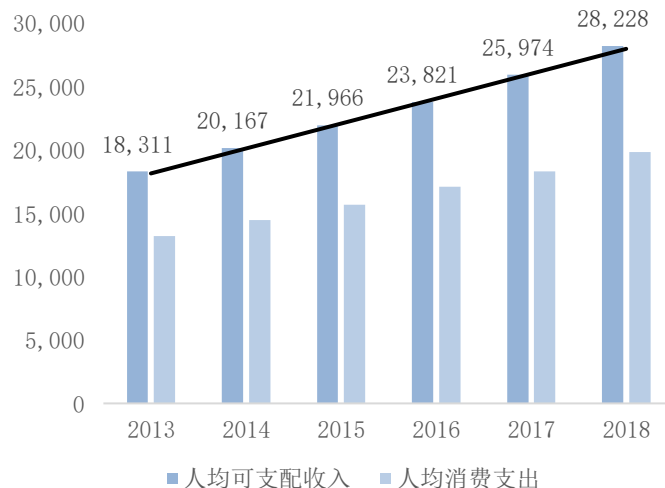
全球奢侈品消费市场中，中国消费额所占比重逐年攀升，2018 年达到全球奢侈品消费额 32%，2025 年有望达到 40%。然而，奢侈品消费外流情况严重，2018 年中国境外消费达 2770 亿美元（+7.50%），中国免税品销售额 395 亿元（+27.3%），所占全球份额与消费格局严重不符，大量消费在境外外流。代购政策收紧加速消费回流，《电子商务法》于 2019 年 1 月 1 日起实施，主要针对跨境电商、私人代购承接的境外高档精品、香化、烟酒等高价差商品，政策引导消费回流有望加强免税商品竞争力。

图 15：2012-2025E 全球个人奢侈品消费市场格局



数据来源：麦肯锡全球奢侈品消费报告，山西证券研究所

图 16：2013-2018 居民可支配收入保持 CAGR8%增速



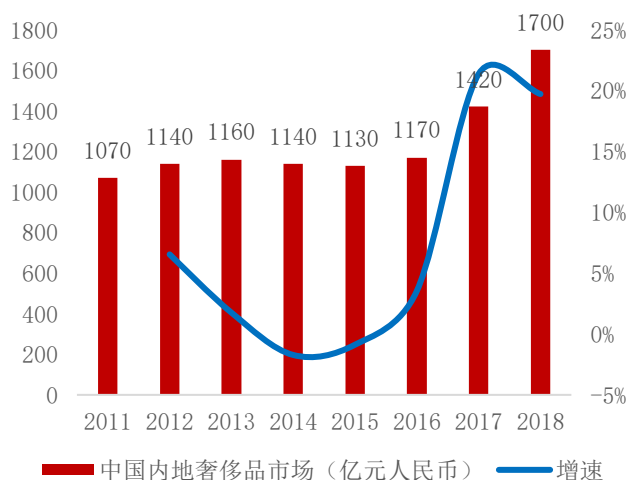
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2013-2018 年居民可支配收入保持 9% 复合增长率，人均可支配收入与人均消费支出逐年攀升。结合第一部分我们引出的新世代年龄层逐渐成为消费主流，90 后、00 后对于奢侈品购买意愿远大于父辈，奢侈品消费仍然有很大发展空间。

2010-2020 年期间，亚太地区免税销售额占全球总量的比例从 37% 提升至 53%。根据当前政策放开及免

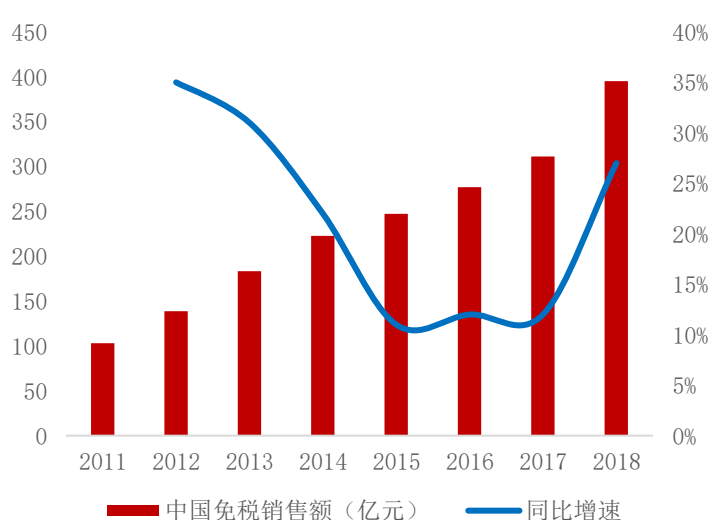
税行业增长态势，预计到 2021 年，我国免税业市场的规模将达到 750 亿元人民币，成为全球免税消费大国之一。受益于政策开放和消费回流的趋势，中国免税行业未来拥有更大的增长空间。

图 17：中国内地奢侈品市场规模及增速



数据来源：贝恩咨询，山西证券研究所

图 18：中国免税市场销售额及增速



数据来源：贝恩资讯，山西证券研究所

2.2 海南离岛免税政策不断迎来利好，免税全渠道布局逐渐完善

截至 2019 年 11 月 30 日，海南四家离岛免税店（海口美兰、海口日月城、琼海博鳌、三亚海棠湾）实现免税销售额 128.86 亿元（+34.08%），购买旅客 328.66 万人次（+20.10%），客单价同比提升 11.8%，实现价量齐升。叠加最后一个月销售额，2019 全年离岛免税销售额有望突破 140 亿元。中国国旅正逐渐利用牌照筑起的护城河优势，向规模优势、渠道优势转变，同时政策端国家层面不断引导消费回流、消费端奢侈品销量逐年攀升，免税行业仍是消费优质赛道。

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，年龄降低至 16 岁	增加美容、保健器材等 3 类免税商品品种，扩大至 21 种，单次件数限制：香水 5 件、化妆品 8 件
2014.1			三亚免税点试点实施“即购即提，先征后退”和特殊情况下邮寄送达的购物模式
2015.3			增加 17 种免税品种（如婴儿配方奶粉等），放宽 10 种热销产品的单次件数限制，香水 8 件、化妆品 12 件

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仪、助听器等设备, 每人每次限购 2 件
2018.12	将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围之内		

资料来源：商务部、财政部，山西证券研究所

表 3：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
2019.5.1	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	北京市朝阳公园蓝色港湾购物中心	一期经营面积 513 平米	店内预定，口岸提货
2019.8.23	上海	上海市浦东新区即墨路悦西广场	首期开业面积 874.4 平方米	店内购物，离境提货

资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.酒店行业加盟扩张、产品升级驱动业绩增长

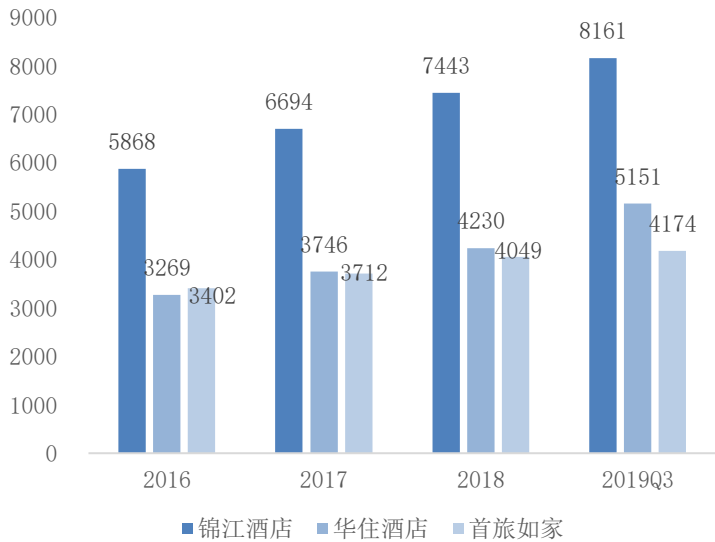
3.1 三大酒店集团持续扩张，中高端酒店仍是主要发力点

截至 2019Q3，锦江酒店新开业酒店 1107 家，开业退出酒店 389 家，净开业酒店 718 家，锦江酒店已开业的酒店合计达到 8161 家，已开业的酒店客房总数达到 813285 间。华住酒店规模持续扩张，净增 486 家酒店，目前华住在全国 420 座城市中，已开业 5151 酒店，客房总数 504414 间，同比增长 23%。首旅如家酒店数量 4174 家（含境外 1 家），客房间数 402158 间。

目前，经济型酒店依旧占据三大酒店集团主流客房类型。在经历了经济型酒店市场低迷之后，自 2017 年起，国内酒店市场在中高端品牌带领下开始触底反弹。截至 2019Q3，锦江酒店的中高端客房数量比重提升至 47.93%，较 2018 年底提升 6.57pct；首旅如家的中高端酒店客房数量占比从 2018 年末的 21.9% 上升至

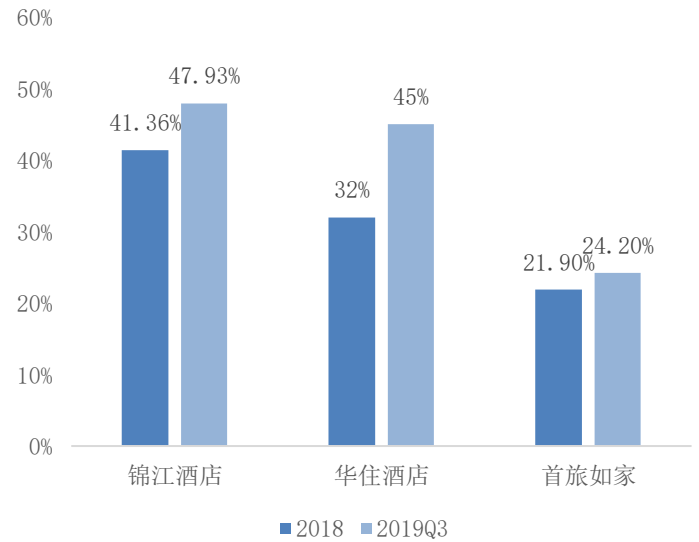
2019Q3 的 24.2%；华住持续发力中高端市场，2019Q3 华住酒店中高档酒店客房占全部已开业酒店客房的 45%，较 2018 年末大幅提升 13pct。中高端酒店边际收益更高，符合日常差旅报销标准，三大酒店集团继续发力中高端酒店市场。

图 19：2016-2019Q3 三大酒店集团酒店数量对比（间）



数据来源：wind，山西证券研究所

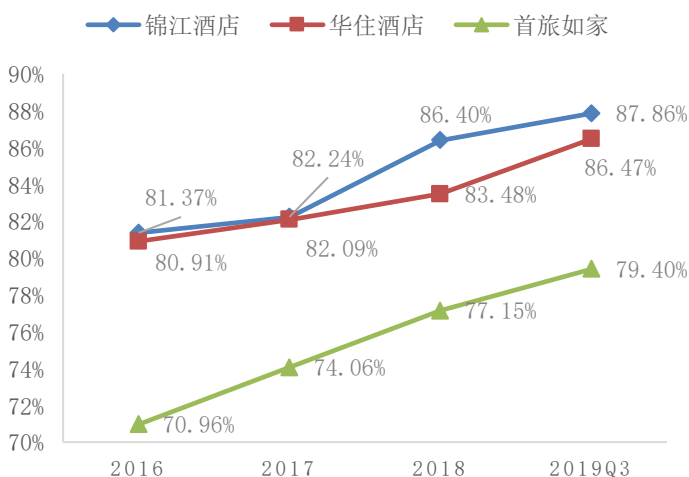
图 20：2018-2019Q3 三大酒店中高端酒店客房数量占比



数据来源：wind，山西证券研究所

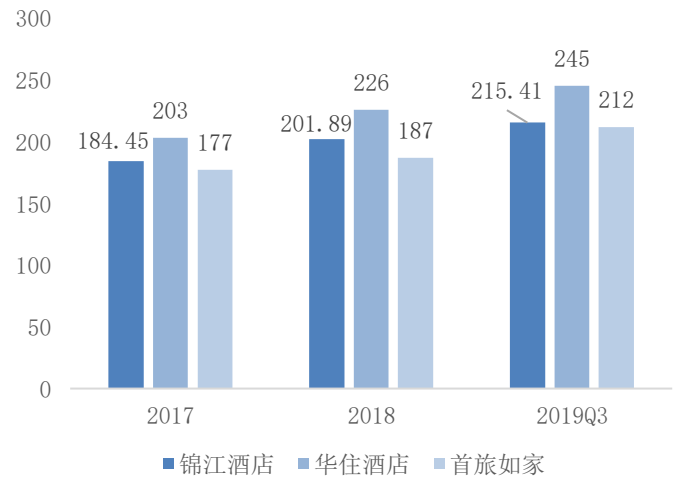
加盟占比不断提高。2016-2019Q3，三大酒店集团通过加盟/特许经营新开业酒店数量不断增加，加盟/特许经营酒店数量占比持续升高。截至 2019Q3，锦江酒店、华住酒店和首旅如家的加盟/特许经营酒店数量占比分别达到 87.86%、86.47%、79.40%。各家酒店集团扩张提速，有利于获取加盟费增厚利润。

图 21：2016-2019Q3 三大酒店集团加盟 / 特许经营占比



数据来源：wind，山西证券研究所

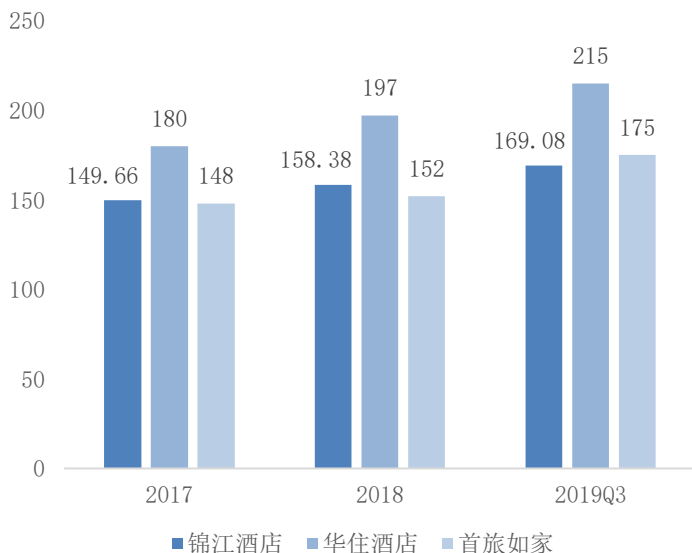
图 22：2017-2019Q3 三大酒店集团平均房价对比



数据来源：wind，山西证券研究所

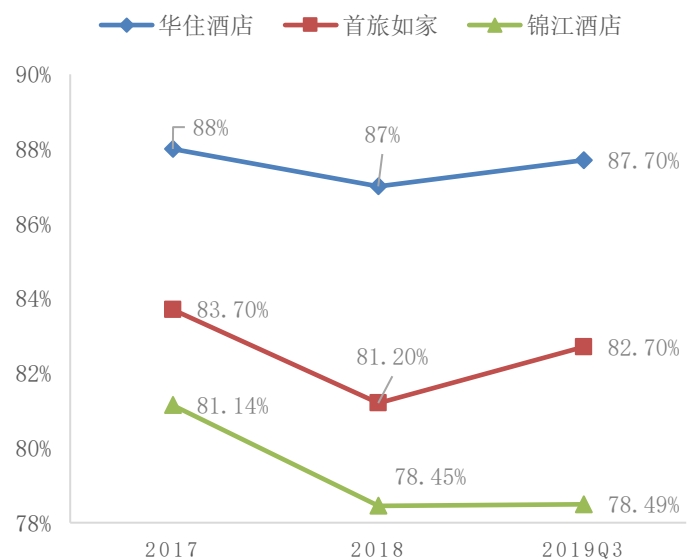
从酒店经营三大指标——RevPAR（每间可售房收入）、ADR（平均房价）、OCC（出租率）来看，华住酒店整体处于较好水平。2019Q1-3，锦江酒店的平均房价、RevPAR 和平均出租率分别为 215.41 元/间、169.08 元/间、78.49%；华住酒店的分别为 245 元/间、215 元/间、87.7%；首旅如家的分别为 212 元/间、175 元/间、82.7%。华住酒店三项指标均表现良好。

图 23：2017-2019Q3 三大酒店集团 RevPAR 对比



数据来源：wind，山西证券研究所

图 24：2017-2019Q3 三大酒店集团出租率对比



数据来源：wind，山西证券研究所

4. 景区业绩分化显著

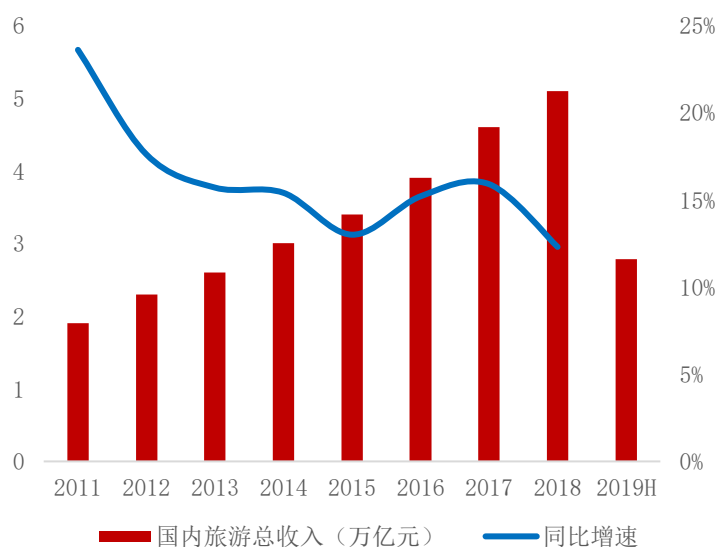
4.1 居民出游逐渐常态化，自然景区客流下滑明显

近年来我国国内旅游市场持续保持 10% 以上高速增长，2019 年上半年国内旅游人数达 30.8 亿人次，一年内人均出游 4 次，旅游逐渐成为常态化消费。旅游人数增加推动了旅游收入增长，2018 年国内旅游总收入达到 5.1 万亿元，同比增长 12.3%，2019 上半年实现旅游总收入 2.78 亿元。随着国家对全域旅游、冰雪旅游、乡村旅游等旅游业态的持续深入推广，带薪休假的不落实，未来我国国内旅游总收入仍将保持增长态势。

据文化和旅游部综合测算，2019 年五一期间（4 天），全国国内旅游接待总人数为 1.95 亿人次，按可比口径增长 13.7%，实现旅游收入 1176.7 亿元。2018 年五一期间（3 天），全国共接待国内游客 1.47 亿人次，同比增长 9.3%，实现国内旅游收入 871.6 亿元。可以推算，4 天假期的旅游消费是 3 天假期的 1.3 倍

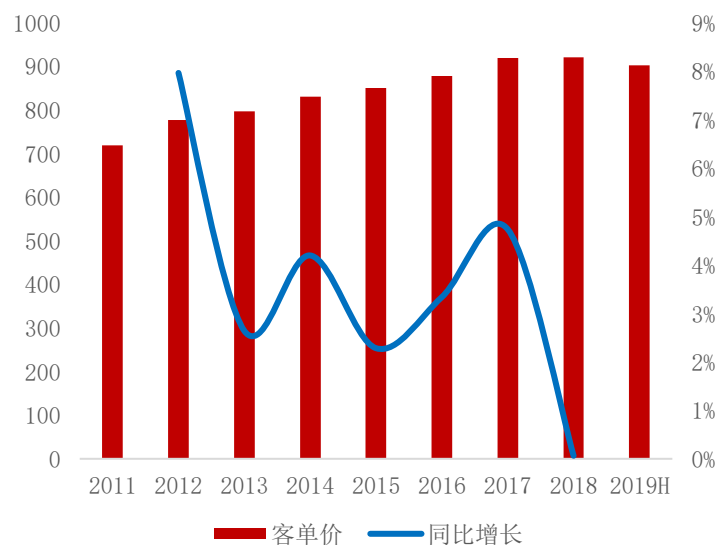
以上，2020年五一5天假期，对旅游消费的拉动作用值得期待。

图 25：2011-2019H 年国内旅游总收入（万亿元）



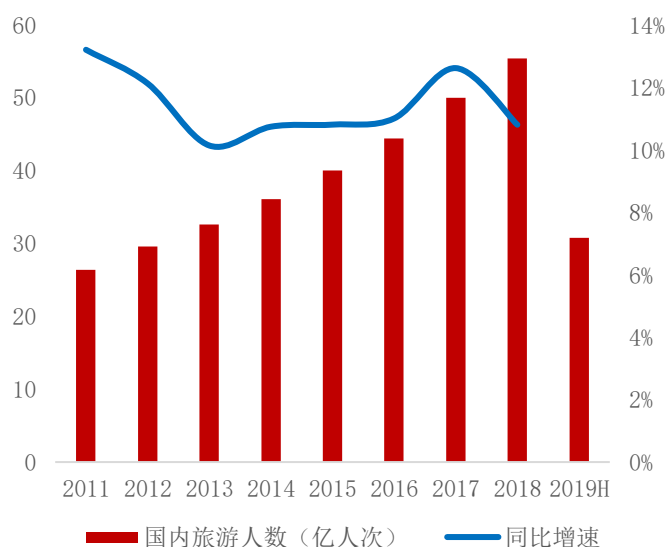
数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

图 27：2011-2019H 年国内旅游客单价及增速



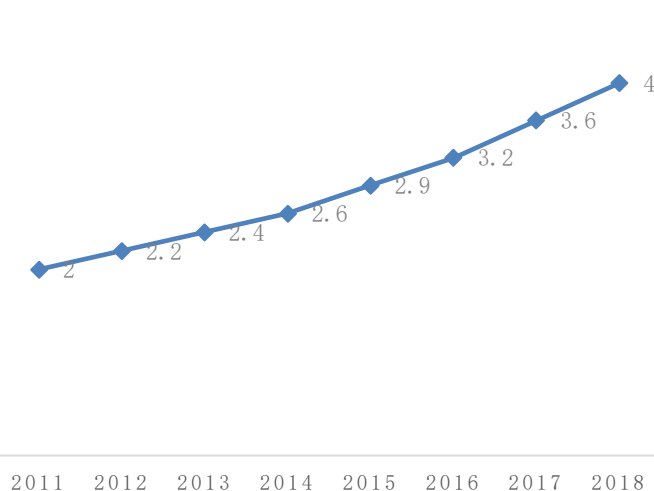
数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

图 26：2011-2019H 年国内旅游人数（亿人次）



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

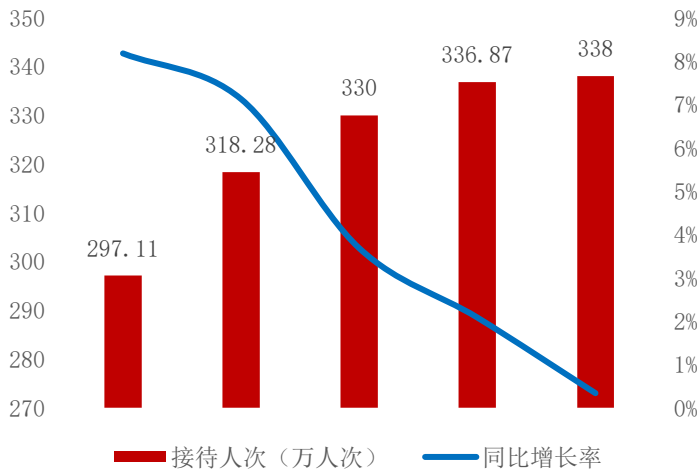
图 28：2011-2018 年国内消费者人均出游次数



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

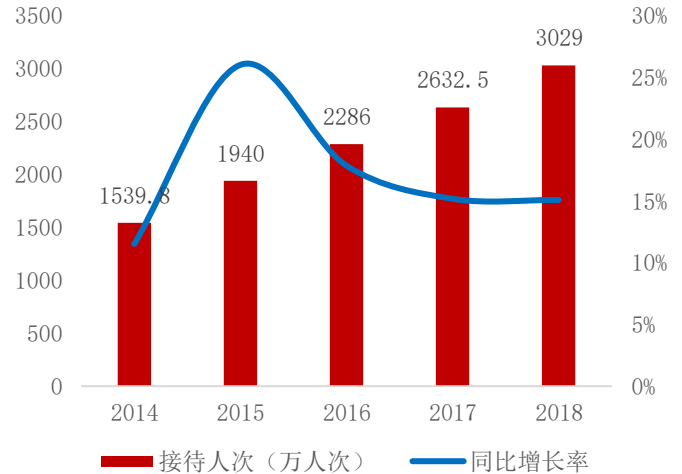
旅游市场热度不减，但自然景区近几年凸显增长乏力。黄山风景区和张家界武陵源核心风景区近五年接待客流量增速逐年下滑。自然景区接待游客数上限瓶颈较难突破、核心景区可复制能力弱、景区向外扩展难度大，使得游客重复游览频次难以提高。同时受国有景区门票下降政策影响，主要收入以门票为主的自然景区遭受客流、客单价双重下滑，上市公司估值进一步承压。

图 29：黄山风景区近五年接待游客人次变化



数据来源：黄山市统计局，山西证券研究所

图 30：张家界武陵源风景区近五年接待游客人次变化

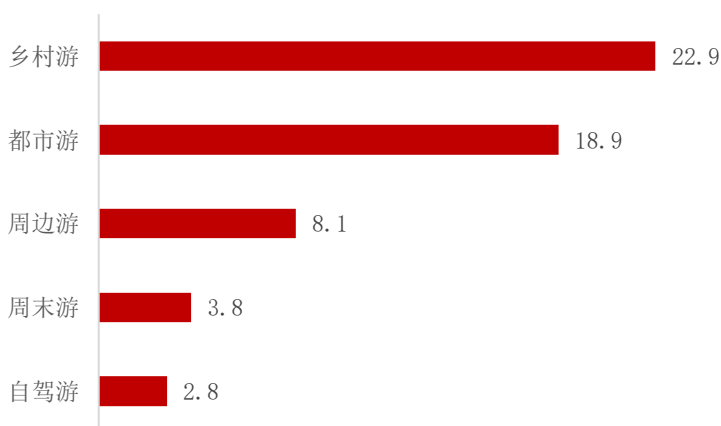


数据来源：张家界市统计局，山西证券研究所

4.2 人工景区逐渐成为大众休闲旅游目的地

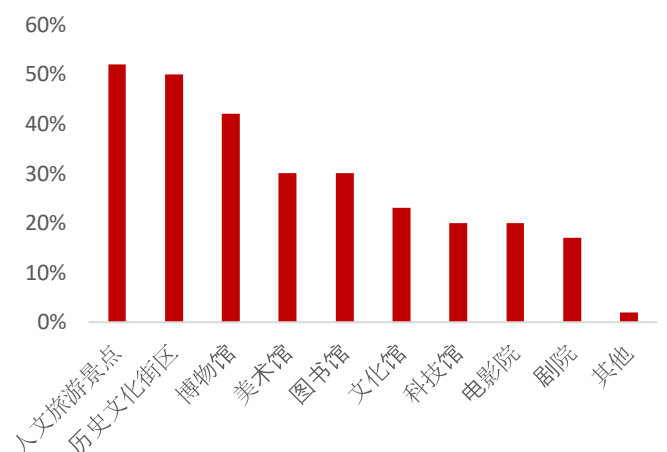
国民旅行主题更丰富、类型更多元，消费者假日出行更加注重体验感受，文化体验成为旅游的重要组成部分。同时，游客旅行的类型也更多元，2019 年上半年全国出游总人次达到 30.8 亿人次，其中“三小时”中短途出行距离成为黄金出游圈，都市游、乡村游、人文旅游景点逐渐成为更多游客休闲旅游目的地体验首选。

图 31：2019 上半年中短途出行圈出游人次（亿人次）



数据来源：中国旅游研究院，山西证券研究所

图 32：2019 上半年文化旅游景点和场馆参与体验度

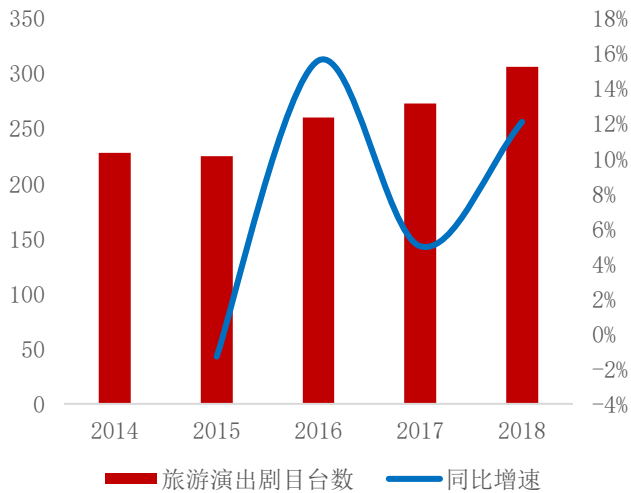


数据来源：中国旅游研究院，山西证券研究所

游客逐渐从“打卡式”观光旅游过渡到体验感为主的文化旅游。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

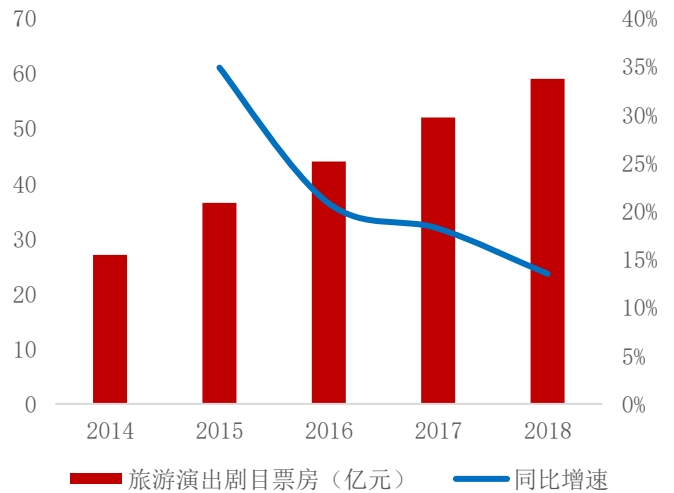
需求有一个快速增长的过程，一直持续到人均 GDP 迈过 3 万美元之后才有所放缓。2018 年中国人均 GDP 已经达到 8000 美元以上，目前正是文化消费需求快速释放的过程。根据道略文旅产业研究中心统计，2018 年全国旅游演出实际票房收入为 59.08 亿元（+13.5%），旅游演出观众人数 6821 万人次（+26.5%）。

图 33：2014-2018 旅游演艺剧目台数变化



数据来源：道略文旅产业研究中心，山西证券研究所

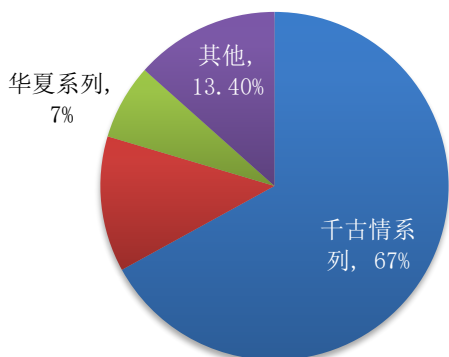
图 34：2014-2018 旅游演艺剧目票房变化



数据来源：道略文旅产业研究中心，山西证券研究所

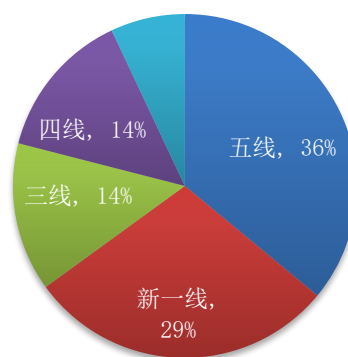
旅游演艺行业马太效应明显，形成“1+3+N”主体结构，宋城处于行业龙头地位。又见、印象系列、千古情系列、山水盛典系列、长隆系列自 2014 年起就稳居旅游演艺行业前四名，其中千古情系列增长迅猛，2015 年反超又见、印象系列成为行业第一，2018 年千古情系列票房收入占行业总收入比重 67%，龙头地位显著。同时行业下沉趋势明显，2018 年各等级城市中五线城市新增实景演出剧目台数最多，旅游演艺公司也逐渐在二三线城市布局轻重资产开设实景演绎剧院。

图 35：2018 年主题公园、旅游演艺各系列票房占比情况



数据来源：道略文旅产业研究中心，山西证券研究所

图 36：2018 年各等级城市实景演出剧目台数新增占比情况



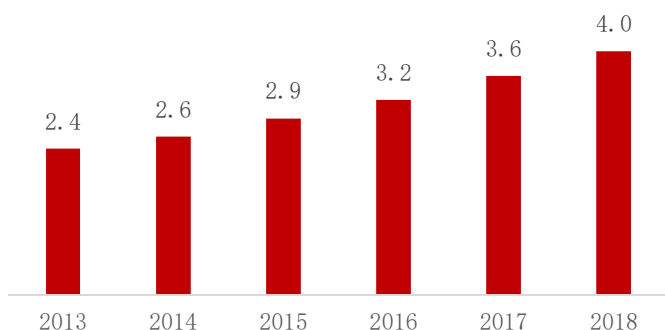
数据来源：道略文旅产业研究中心，山西证券研究所

5.出境游总体趋势向好，各条线客流有所分化

5.1 多重因素共同利好出境游

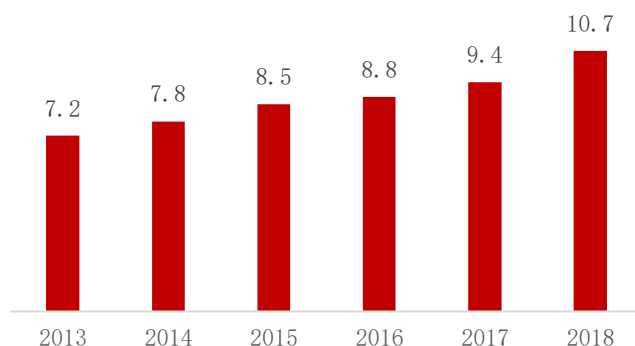
受人均收入增长、国际航线增加、中国护照“含金量”提高等因素影响，中国已连续多年保持世界第一大出境旅游客源国地位，出境游规模持续增长。2018年中国出境游人数达1.5亿人次，较上年增长14.7%，整体增速再次超过国内游（+10.76%）。2019年上半年出境游约8129万人次，继续保持14%以上增速。

图 37：2013-2018 年境内游人均出游次数变化



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

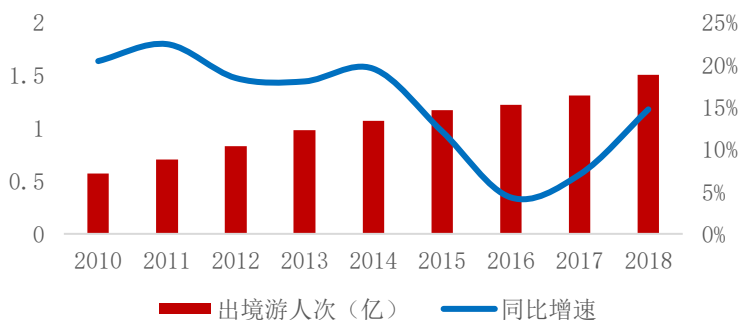
图 38：2013-2018 年境外游人均出游次数变化（每百人次）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

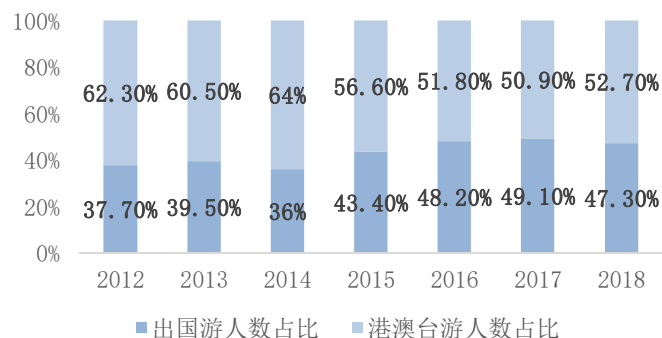
从出境游结构来看，因港澳台语言障碍小、部分商品具有价格优势等原因，在过去8年中占比超半数。自2019年以来，受香港形势不断严峻、赴台个人签注取消等事件影响，内地居民赴香港和台湾的旅游人数经历断崖式下跌，入境人次和酒店入住率遇冷，预期短时间内复苏较为困难。同时，随着旅游线路多元化以及游客选择的多样化，出国游将会有大幅增长趋势。预计未来一段时间内，中国出境游市场结构将呈现出国游占比反超港澳台的态势。

图 39：2010-2018 年出境旅游人数及增长率



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

图 40：2011-2018 年中国出境旅游市场结构



数据来源：文化和旅游部，山西证券研究所

● 影响因素 1：签证政策，签证福利再度升级，多国添加便利助力中国游客出境游

近年来随着国家综合国力增强和中国游客消费水平提高，中国护照的含金量也随之不断提高，主要体现在两个方面：免签国家数量提高，根据外交部领事司数据，截止到 2019 年 5 月，中国与 14 个国家实现全面互免签证，15 个国家和地区单方面给予中国公民免签入境待遇，43 个国家和地区单方面给予中国公民落地签证便利，持普通护照的中国公民可免签或落地签前往 72 个国家和地区；其次，多个国家加大签证优惠力度，对中国游客实施电子签证、简化签证材料等优惠政策，便利中国游客出境旅游。

表 4：2019 年部分国家对中国公民再度放宽的签证政策

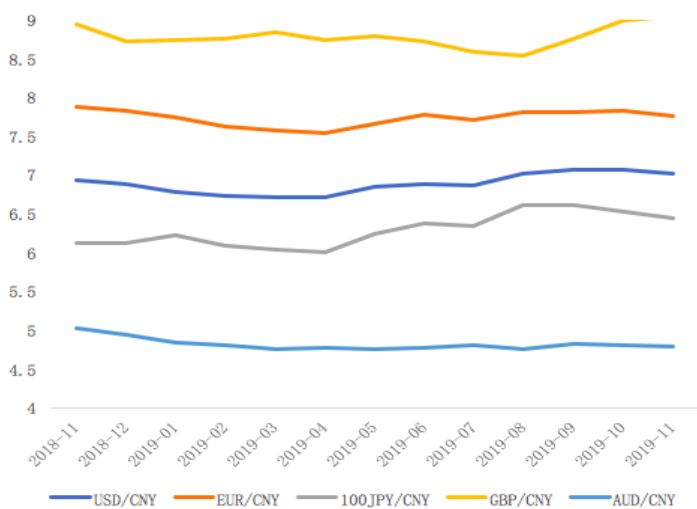
景区	便利签证概要	签证便利政策
日本	3 年签证材料简化	自 2019 年 1 月 1 日起，实施针对中国学生或过去三年多次赴日的中国游客签证进一步放宽政策
泰国	免除落地签证费用 / 电子签证	对包含中国在内 21 个国家和地区的游客暂时免除落地签证费用
新加坡	96 小时内免签过境	自 2019 年 1 月 28 日起，新加坡给予符合条件的中国公民往返第三国过境新加坡 96 小时免签证入境待遇
乌克兰	电子签证	自 2019 年 1 月 1 日起，对以下是由入境乌克兰的中国公民实施电子签证：商务目的 / 因私目的 / 旅游目的 / 医疗目的 / 以开展文化、科学、教学、体育活动为目的等
智利 / 阿根廷	申根签证	自 2019 年 1 月起，智利和阿根廷对中国公民签发带有“阿智”标签的旅游签证，即单一签证（即中国公民只需向其申请旅游签证，便可赴两国旅游）
哈萨克斯坦	电子签 / 连续 72 小时免签过境	自 2019 年 1 月 1 日起，中国大陆公民可申请单次旅游电子签证，哈萨克斯坦政府对中国公民实行连续 72 小时免签入境政策
马来西亚	放宽落地签政策	自 2019 年 7 月 15 日起，在 6 个入境处为中国游客增设落地签服务，并放宽落地签证等多项政策

资料来源：公开资料，山西证券研究所

● 影响因素 2：人民币汇率，人民币汇率波动一定程度影响出境消费意愿

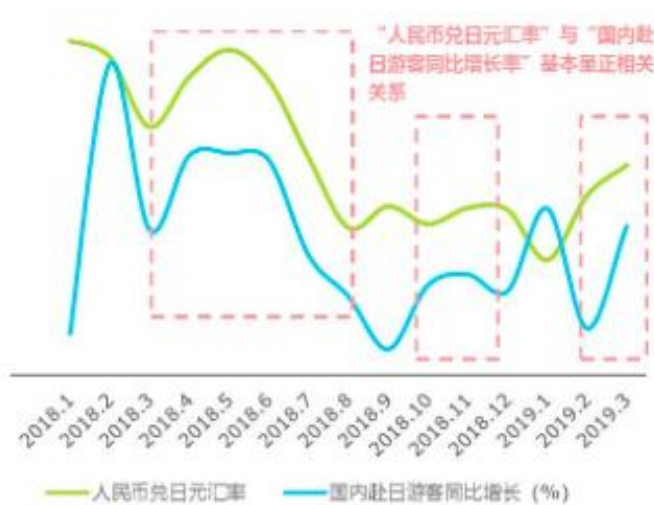
人民币汇率变动对外币兑换带来影响，在一定程度上影响中国游客出境消费意愿。从人民币汇率与国内赴日游客数量的变化情况来看，“人民币兑日元汇率”与“国内赴日游客同比增长率”基本呈正相关关系。今年 5 月之后，人民币汇率出现了一定程度的贬值，导致部分出境旅游目的地出行成本增加，影响部分旅游出游意愿。

图 41：2018.11-2019.11 人民币汇率波动情况



数据来源：中国货币网，山西证券研究所

图 42：人民币兑日元汇率与国内赴日游客数量变化情况

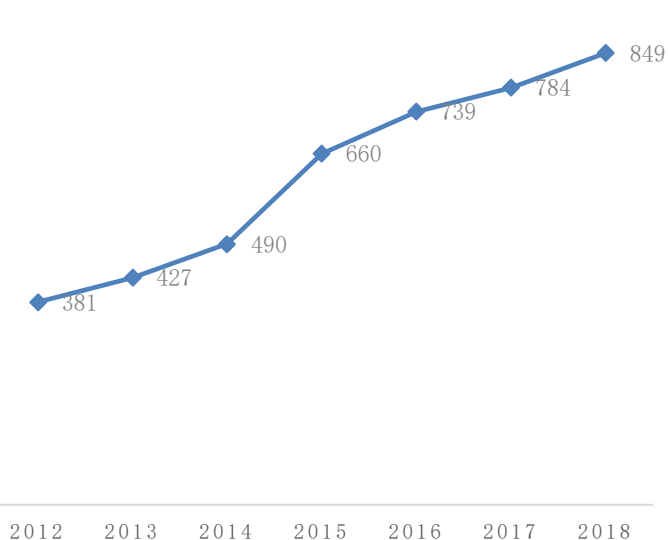


数据来源：日本观光厅，艾瑞咨询，山西证券研究所

● 影响因素 3：国际航线布局，逐步完善的国际航线网络为游客出境提供便利

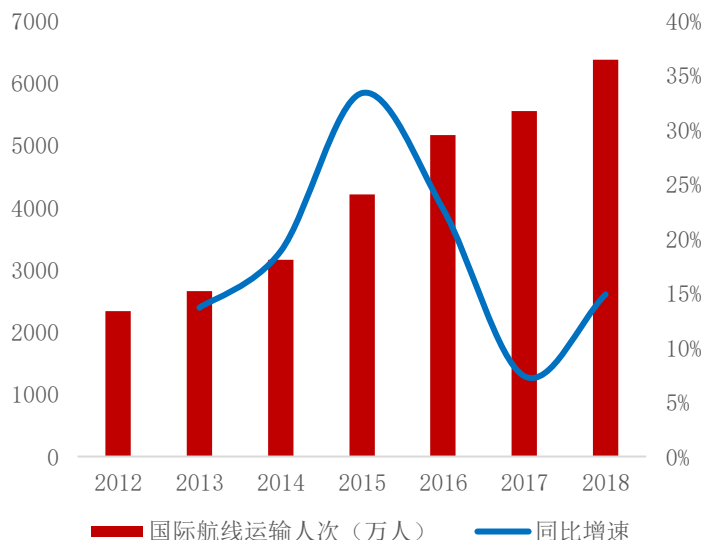
出境游发展初期，国内仅有几十个国际航线，随着民航规模扩大，截止 2018 年底，我国航空公司国际定期航班通行 65 个国家的 165 个城市，国际航线增至 849 个，国际航线运输人次也增长至 5543 万人。出境游受交通因素制约很大，国际直飞航线的开通，大大缩短游客前往世界各地的时间，出境游更加便利。

图 43：2012-2018 年中国国际航线数量



数据来源：中国民用航空局，山西证券研究所

图 44：2012-2018 年中国国际航线旅客运输量



数据来源：中国民用航空局，山西证券研究所

5.2 发展趋势——假日出行、四小时飞行圈目的地受青睐

从出行时间来看，小长假、年假出行消费者占比较高；受时间因素影响，飞行时间在四小时左右的目的地颇受青睐，总体集中在亚洲地区，以客单价相对处于中档的东南亚区域为主。出境游中亚洲线目的地对行业整体影响较大，比如 2018Q3 泰国沉船事件对上市公司业绩影响较大。对于明年展望，受香港、台湾事件影响，部分出境游游客将会被分流到境外目的地；2020 年法定节假日时间较往年延长，五一 5 天、中秋国庆叠加 8 天会进一步刺激消费者境外出行；2020 年是奥运年，结合签证便利推动，赴日游客有望继续攀升。

图 45：2019 年中国出境游客目的地所在区域

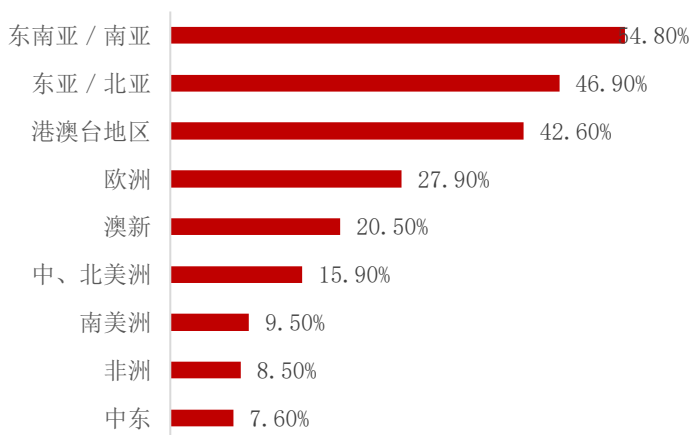
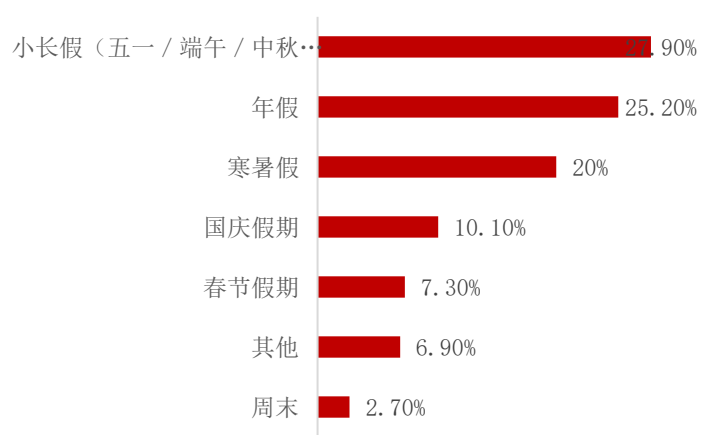


图 46：2019 年中国游客出境游时间



数据来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

数据来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

出境游产品也在行业整体发展、游客需求多样化推动下发生质变。出境游旅行社逐步解决传统跟团游产品痛点，线上线下联动，更加注重消费者服务体验，打通出境游较为漫长的产品链，在客单价分层的基础上不断注入定制化、私人化、体验化服务，提升游客体验感及重复消费频率。

表 5：出境游精致化趋势

	产品痛点	优化实践
人数	30-50 人大团居多，私密性差	10 人以下精致团，2-4 人家庭团 / 私家团居多
行程	行程不灵活，航班、酒店、地接用车等项目固定	半自助 / 目的地参团 / 私家团等，航班酒店可自选
食宿	团餐简单，星级 / 经济型酒店混合	餐标改进，加入当地特色饮食，中高端酒店比例提升
消费	行程中掺杂购物、强制消费活动	行程细节详尽，无购物纯玩团居多
人群	团客构成复杂，无年龄 / 职业 / 地域划分	亲子游、情侣游、蜜月游、爸妈游等
主题	多景点串联，缺少特色项目	基于用户共同爱好划分出多样主题，海岛、蜜月、滑雪、温泉、美食、赛事、旅拍等品类细化
服务	无实时跟进人员，求助询问服务响应低效	专业领队、专业跟车导游

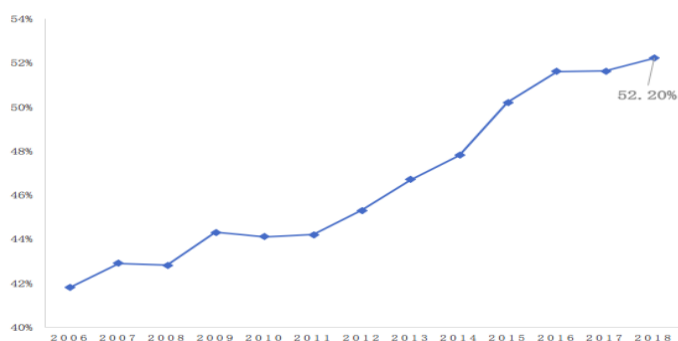
资料来源：山西证券研究所

6. 餐饮：大众休闲餐饮兴起，行业发展空间可观

6.1 餐饮行业增速好于社零增速，行业连锁率有待提高

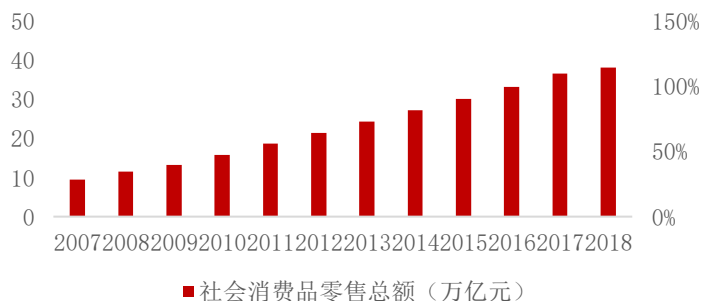
2018 年我国国内生产总值首次突破 90 万亿元，餐饮所在第三产业对 GDP 贡献超过了 52%，餐饮产业收入达到 4.27 万亿元，并以 9.5% 的增速不断增长，有效带动了种植业、水产业、工业、包括营销文化产业的发展，行业未来还有很大增长空间。

图 47：第三产业对 GDP 贡献逐年攀升



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

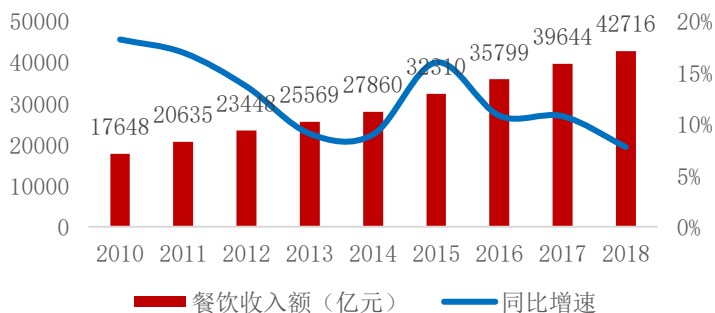
图 48：2007-2018 年社会消费品零售总额（万亿元）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

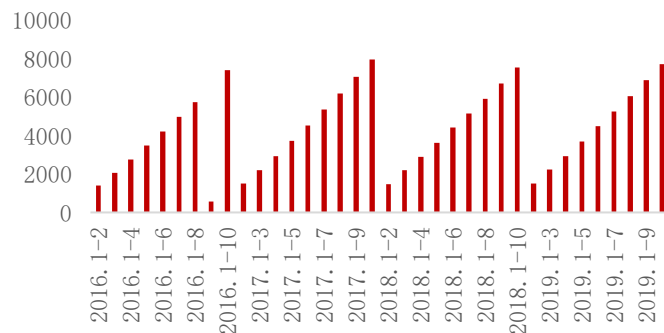
伴随着市场逐步趋于饱和，不同业态竞争激烈，餐饮业进入增速 10% 左右的中高速发展阶段。图 47 列举了 2010-2018 年全国餐饮收入的阶梯增长趋势，对下一年行业以 10% 的增速进行预测，至 2020 年餐饮业收入可能突破 5 万亿元。同时，轻快餐和休闲餐饮的品牌迅速崛起，地区连锁化的趋势在推动供应链和冷链物流的改革，以及中央厨房和食品加工厂的建设，推动整个餐饮行业标准化进程不断加快。2019 年 1-10 月限额以上企业餐饮累计收入为 7695.2 亿元，同比增 7.1%，受宏观经济下行影响，餐饮行业收入增速较去年同期略有放缓，但仍好于同期社零数据。

图 49：2010-2018 年全国餐饮收入额及增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

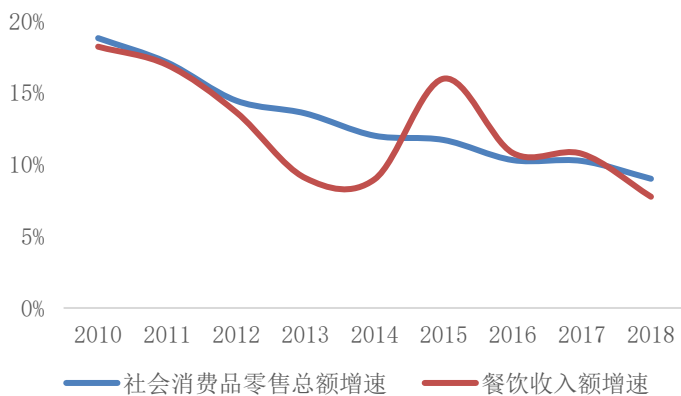
图 50：2019 限额以上餐饮收入累计同比增长 7.1% (亿元)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

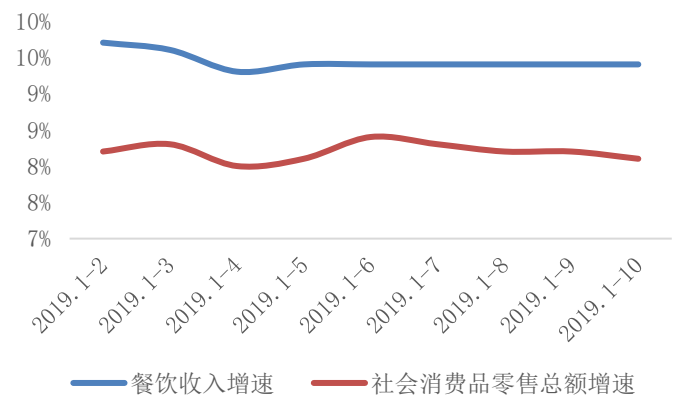
2019年1-10月,全国餐饮收入增速较上年同期增长9.4个百分点,相比社会消费品零售总额增幅(+8.1%),全国餐饮市场增幅高于整个消费市场增幅 1.3 个百分点,餐饮收入增速继续领跑于社会消费品零售总额。

图 51：近十年社会消费品零售总额增速与餐饮收入增速对比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

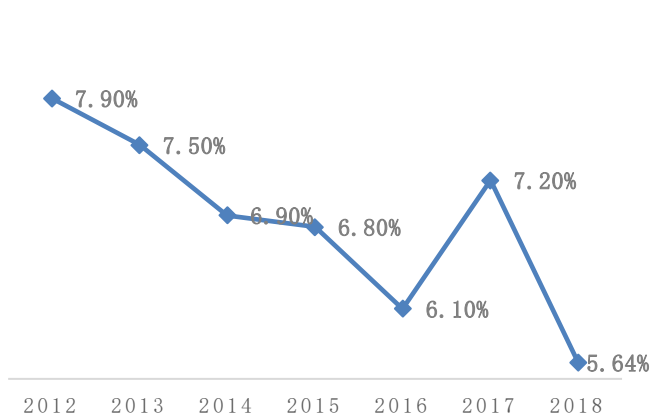
图 52：2019 年社会消费品零售总额增速与餐饮收入增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

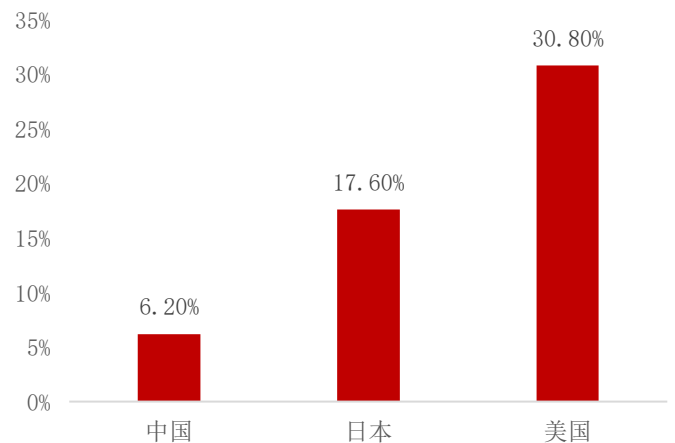
另一方面，餐饮市场集中度低，中小餐饮企业占比高、竞争激烈淘汰率高。根据中国烹饪协会数据，我国餐饮百强企业营业收入在全国餐饮收入的占比长期低于 8%，对比美国餐饮百强企业大致占全国餐饮收入 30%左右。我国餐饮市场呈现出体量巨大、市场集中度低、中小餐饮企业占比高的特点。虽然中小餐饮企业占据着市场主体份额，但中小餐饮企业之间的竞争异常残酷，淘汰率相对较高。数据显示，近两年倒闭餐厅平均运营周期仅为 508 天，2017 年关店数是新开店数的 91.6%。中小餐饮企业除了面临餐饮行业高人力成本、高食材成本、高房租的问题，相对品牌连锁餐饮和新兴特色餐饮更存在产品同质化严重、服务单一、消费场景体验差的劣势。消费升级带来的消费者对餐饮市场需求的变化，进一步倾轧了中小餐饮的生存空间，迫使中小餐饮做出改变。对标发达国家，我国餐饮连锁率仅有 6.2%，未来还有很大提升空间。

图 53：餐饮百强企业营业收入占全国餐饮收入



数据来源：中国烹饪协会，山西证券研究所

图 54：2019 年中、日、美餐饮连锁率



数据来源：wind，山西证券研究所

同时，餐饮消费需求在量和质两方面推动餐饮供给侧升级。量变：国内经济迈向质量效益式平稳增长的过程中，消费者消费信心提高，消费升级态势日趋明显。质变：伴随年龄结构改变，80后90后00后成为消费主体，该类人群在餐饮消费过程中更加注重品质化、多样化、个性化体验，消费需求在量与质量方面的提升，对餐饮供给端提出更多要求，例如丰富餐饮业态、升级用餐点体验、会员营销更加精准等。高端奢华类传统中餐逐渐式微，取而代之的是大众休闲餐饮，大多表现为选址大型商圈、客单价集中在50-150元。

7. 推荐标的概览

7.1 专注免税业务，中国国旅龙头地位稳固

随着国旅总社顺利出表，公司未来将专注于提升免税业务市场地位、盈利能力，扩大CDF品牌在旅游购物市场知名度。机场业务有序扩张，新增市内免税店逐渐开业吸纳外籍和港澳台籍游客购物需求，海口国际免税城项目预计年末开业。公司免税业务储备充足，具备长期业绩确定性。预计公司2019-2021年EPS分别为2.36\2.75\3.37，对应公司12月10日收盘价88.47元，2019-2021年PE分别为40.52\34.69\28.33，维持“增持”评级。

7.2 酒店行业龙头业绩相对稳定：锦江酒店、首旅酒店

锦江酒店：公司19Q1-3实现营收112.82亿元（+2.97%），归母净利8.73亿元（+0.15%），扣非净利8亿元（+18.08%）。前三季度公司酒店收入增2.92%，其中境内酒店增4.27%，境外酒店降0.44%，加盟费尤其首次加盟费增长系其收入主要支撑。分子公司来看，铂涛和维也纳系公司业绩增长的主要推动。2019Q1-3，公司毛利率微降0.03pct，期间费用率下降0.80pct，费用控制相对良好。公司酒店龙头地位稳固，总体规模、加盟占比、中高端占比均匀，结构优势显著。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23\19\17倍，维持“增持”评级

首旅酒店：公司2019Q1-3实现营收62.31亿元（-2.16%），归母净利润7.19亿元（-10.27%），扣非归母净利润6.89亿元（+3.75%）。截至2019Q3，公司酒店总数4174家，中高端占比19.5%，签约待开业酒店663家。分业务来看，公司酒店收入微降系直营关店和改造升级影响；南山景区收入平稳、利润微增。公司前三季

度毛利率为 93.77%，同降 0.79pct，与餐饮成本增加相关；期间费用率降 0.90pct，总体控制良好。目前酒店板块估值受宏观经济影响已经处于历史较低值。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.90\1.12\1.35，对应公司 12 月 10 日收盘价 17.85 元，2019-2021 年 PE 分别为 18.1\16.1\13.7，维持“增持”评级。

7.3 旅游演绎龙头宋城演艺产品矩阵丰富，

2018 年千古情系列票房收入占行业总收入比重 67%，龙头地位显著。目前公司储备项目丰富，轻重资产结合、项目建设有序进行。其中珠海演艺谷项目，旨在打造多元化演艺产品 4.0 版本。公司预计投资 30 亿元在珠海打造宋城演艺谷项目，新项目选址距离港珠澳大桥珠海段约 20 公里，借助粤港澳大湾区区位优势明显。公司旨在将珠海演艺谷打造成集剧院、主题文化区、亲子体验区、主题客房为一体的多元化立体式旅游体验目的地，该项目将成为公司五到十年战略发展布局重要举措，有助于公司培育新的利润增长点。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.03\1.09\1.21，对应公司 12 月 10 日收盘价 28.55 元，2019-2021 年 PE 分别为 28.1\26.6\23.8，维持“增持”评级。

表 6：宋城演艺近三年存量项目概览

项目名称	开业时间	项目介绍
西安中华千古情	2020 上半年	位于西安浐灞生态区世博园内，当地世博园预计出资 10 亿元进行前期剧院建设，后续以每年 300 万租金转租给宋城演艺
上海世博大舞台	2020 年 6 月	计划建设 4 个剧院，采取 4 种不同表演形式
郑州黄帝千古情	2020 上半年	轻资产输出，预计投资 5 亿元，占地 200 亩
佛山千古情	2021 年	主打演绎剧院+主要景区
西塘中国演艺小镇	2021 年	预计投资 10 亿元，占地 350 亩，除千古强剧院外新增针对年轻人的专门秀场
澳洲黄金海岸	2021 年	位于澳大利亚昆士兰州的黄金海岸城市，目前正在进行前期项目审批等工作
珠海演绎谷	2021 年	预计投资 30 亿元，占地 500 亩

资料来源：公司公告，山西证券研究所

7.4 众信旅游：面向出境游下沉客源渠道

公司 2018 年实现营收 122.31 亿元 (+1.52%)，2019Q1-3 实现营收 95.88 亿元 (+1.62%)。从各业务条线来看，欧洲出境游整体增长趋势较好，公司对各板块结构和产品组合进行调整，目前供求均衡。日本将会是出境游目的地持续热门目的地，公司在地接社的基础之上布局民宿、旅游巴士等资产。目前公司开拓直营、收购合伙、加盟（轻资产）多重模式经营门店。截至 2019 年上半年，公司直营及合伙人门店数量增

至 543 家，较 2018 年末增加 108 家，新增湖北、天津、河南、福建等省市，不断扩大市场占有率，在一线城市出境游逐渐趋于饱和的情况下探索下沉渠道、积极开拓新一线、二线城市客源。同时公司持续打造集商务会奖、公关策划、品牌管理、展览展示、差旅服务、跨境商务对接为一体的服务体系，国内游及单品业务对接飞猪、马蜂窝等 OTA 渠道。

2019 年下半年公司进行业务调整，将零售业务逐步剥离独立至全资下属子公司北京中心优游国际旅行社有限公司及其相关子公司进行管理。批发业务未来将为成为上市公司主要业务。9 月公司取得塞班军舰岛运营权，未来服务包括但不限于餐饮服务、水上运动器材出租 / 出售、全岛游览、水上水下活动等。目前公司欧洲、亚洲、澳新等热门路线布局完善、经营成熟，看好出境游市场回暖带动公司业绩增长。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.40\0.44\0.51，对应公司 12 月 10 日收盘价 5.62 元，2019-2021 年 PE 分别为 20\18\17，首次覆盖给予“增持”评级。

7.5 食在广州第一家：月饼、速冻食品促广州酒家优质内生增长

生产基地不断投产，产能扩充逐步落地。公司湘潭基地一期工程已建设完成，月饼及馅料等生产设备已成功试产，后续将逐步投产（月饼 / 馅料年产能不低于 0.2 吨 / 0.6 万吨）；梅州基地建设项目（预期产能不低于 1.6 万吨）稳步推进、广酒粮丰园生产基地、利口福公司生产基地改造升级工作持续进行。2020 年中秋节国庆节叠加促团圆是月饼大年，预计带来更多月饼消费需求，结合公司 2018 年月饼营收 10.38 亿元，从 2014 年以来 CAGR15%，我们预计 2020 年月饼总体营收增速将继续攀升。2020 年梅州生产基地预计投入使用带来速冻食品产能提升；线下餐饮门店+线上电商销售不断扩展促进餐饮业、食品制造业渠道丰富。

收购粤菜老字号陶陶居 100%股权，强强联合推进多品牌战略。陶陶居以正宗粤菜和手工茶点为特色，截止 2018 年底，公司共有 13 家门店，11 家位于广州、1 家位于深圳、1 家位于厦门，2018 年 1-9 月实现营业收入 6463 万元，净利润 831 万元。陶陶居与广州酒家均为广州国资委控股企业，此次股权收购将陶陶居注入上市公司体系，整合粤菜的同时符合深化国资国企改革工作。并购后广州酒家将持续发展“食品+餐饮”主业，扩大月饼市场品牌影响力，在采购、管理、研发等方面发挥协同效应，提高公司效益。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.12\1.22\1.47，对应公司 12 月 10 日收盘价 29.65 元，2019-2021 年 PE 分别为 27.71\23.45\20.48，维持“增持”评级。

表 7：广州酒家项目建设情况

预计投入使用时间	地点	投资金额（万元）	项目类型	项目内容
2019.12	深圳	4317	餐饮门店项目建设	在深圳建设 2 家餐饮门店，2 间租赁物业

2019.12	广州	9721		在广州建设 2 家餐饮门店, 1 间租赁物业, 1 间购置物业
2020.12	湘潭	8598	湘潭食品生产基地一期建设	广州酒家利口福集团湘潭食品生产基地一期建设, 包括月饼类食品、馅料类食品的生产车间、仓库及配套设施
2020.12	佛山	920	食品零售网络扩建	在佛山建设 20 家直营店, 均为租赁物业
2020.12	广州	2765		在广州建设 60 家直营店, 均为租赁物业
2020.12	湘潭	5273	生产基地扩建	湘潭烘焙车间
2020.12	梅州	1724		梅州烘焙车间
2020.12	广州	14305.5		冷链配送中心、速冻车间、中央配餐车间

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 8：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	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
601888.SH	中国国旅	88.47	1.59	2.36	2.75	3.37	48	41	35	28	增持
600754.SH	锦江股份	25.04	1.13	1.05	1.26	1.46	21	23	19	17	增持
600258.SH	首旅酒店	17.85	0.88	0.90	1.12	1.35	25	18	16	13	增持
300144.SZ	宋城演艺	28.55	0.89	1.03	1.09	1.21	31	28	26	23	增持
002707.SZ	众信旅游	5.62	0.24	0.40	0.44	0.51	130	19	16	14	增持
603043.SH	广州酒家	29.65	0.95	1.12	1.22	1.47	30	28	23	20	增持

资料来源：公司公告，山西证券研究所

8.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

