

强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
中青旅	600138.SH	12.59	买入
岭南控股	000524.SZ	7.94	增持
众信旅游	002707.SZ	6.72	增持

资料来源：万得，中银证券

以2021年3月24日当地货币收市价为标准

旅行社行业深度报告

疫情倒逼业务创新，静待行业全面复苏

随着全球疫情影响逐步缓和，疫苗接种人数持续提升，文旅行业逐步恢复逻辑带动旅行社行业的业务复苏。国内旅游定制游、私家团、主题游等新型团队出游仍具有市场。入境旅游在相关部门提出高质量发展前提下，优化入境旅游环境形成的国际旅游收入提升可能驱动旅行社发展新动力。出境旅游近些年的高速发展离不开签证便利和居民收入的提升，热度有望在全球疫情受控后仍保持增长。虽然旅行社面临 OTA、游客迭代、需求变化、自助旅游等挑战，但疫情及旅游发展趋势倒逼旅行社进行业务创新和行业拓展，在经历疫情洗礼后，旅行社业绩恢复弹性较高，给予行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **我国旅游业收入及出游人数总体呈现上升趋势。**2019年我国旅游总收入达到 66,407.46 亿元，其中国内、国际旅游收入占旅游总收入比率分别为 86.21%、13.79%。旅游综合贡献对中国 GDP 的贡献率在 2019 年分别达到 10.39%，我国旅游发展也从之前的高速度进入高质量发展阶段。在旅游人数方面，2019 年国内游客人数 60.06 亿人次，入境旅游人数 1.45 亿人次，出境旅游人数 1.55 亿人次，整体均呈现上涨趋势。虽然 2020 年受到新冠疫情影响，旅行社行业一度陷入停摆，但疫苗接种量增加加速全球疫情逐步控制，旅行社业务的全面恢复将不再遥不可及，尤其出入境旅游业务有望在今年下半年有序启动，届时旅行社的业绩复苏将再添动力。
- **居民可支配收入提升有望增加旅游消费，出游市场下沉明显。**2020 年虽受疫情影响，我国居民人均可支配收入仍出现一定增长，其中农村居民人均可支配收入与教育文化娱乐方面的支出增速均高于城镇居民。农村居民国内旅游花费虽仍低于城镇居民，但增速方面同样高于城镇居民。在全面实现脱贫后，农村居民在收入增加的前提下，对于以旅游为代表的精神文化消费或有增长潜力，旅游企业对下沉到农村地区的较高出游情绪的挖掘，可能成为业务的增量。此外，我国人均 GDP 已连续两年超过 1 万美元大关，旅游出行已经从纯观光转向度假、休闲、主题、家庭，细分需求的涌现也可能为旅行社行业产品创新提供市场。
- **疫情和出游趋势倒逼旅行社创新，产品迭代有望提振业绩复苏。**疫情、OTA 竞争、自助旅行、年轻游客占比提升等都是旅行社面临的挑战。旅行社从本地游到周边游再到跨省旅游的坚持已经反映了对于疫情的良好应对，大型旅行社线上线下业务布局更加合理，并利用单项预订来应对碎片化需求，通过短视频、直播等手段与年轻消费者保持沟通。在进一步了解市场需求和消费者行为的基础上，产品迭代和业务创新有望加速业绩恢复，叠加疫情受损严重，2021 年将有望展现较高增长弹性。

相关研究报告

- 《社会服务行业周报》20210322
- 《社会服务行业周报》20210315
- 《社会服务行业周报》20210308

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务:旅游综合

证券分析师: 孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100001

重点推荐

- 中青旅、岭南控股、众信旅游

评级面临的主要风险

- 全球疫情受控水平不及预期，国内外旅游市场竞争程度加深，旅行社企业业务创新不及预期。

目录

1 从托马斯·库克的诞生和破产清算说起	7
1.1 托马斯·库克的发展脉络	7
1.2 托马斯·库克破产清算对旅行社行业的警醒	8
2 中国旅行社发展史：政企渐分离，逐步市场化，线下转线上	12
2.1 阶段一：1949 年建国以前：“上海商业储蓄银行旅行部”是中国版的“托马斯·库克”	12
2.2 阶段二：1949 年至 1978 年：中国旅行社与中国国际旅行社的诞生	13
2.3 阶段三：1978 年至 1996 年：从政企合一到逐步市场化，竞争格局开始改变	13
2.4 阶段四：1997 年至 2009 年：旅行社数量增加致净利率下降，OTA 开始入局	14
2.5 阶段五：2010 年至今：旅行社行业的“旅游+”探索及转变	15
3 我国旅游发展基本情况：旅游业平稳发展，旅行社面临压力	17
3.1 我国旅游业收入呈现总体上升趋势，对 GDP 的贡献稳步增加	17
3.2 出境旅游人数增速有所下滑，国内及入境旅游需重视高质量发展	21
3.3 我国旅行社行业的发展状况：受疫情影响较为明显，已进入逐步复苏阶段	26
3.4 居民可支配收入及人均 GDP 的提升，有利于以旅游为代表的可选消费提升	38
4 行业处于复苏周期，布局良机或已到来	40
5 风险提示	42
中青旅	43
岭南控股	54
众信旅游	64

图表目录

图表 1. 托马斯·库克的诞生和倒闭7

图表 2. 2018 年英国人预订旅游产品渠道8

图表 3. 托马斯·库克主营收入及成本情况9

图表 4. 托马斯·库克资产负债率情况9

图表 5. 我国一般旅行社组织架构图10

图表 6. 众信旅游、中青旅员工人数变化情况10

图表 7. 托马斯·库克员工人数情况11

图表 8. 托马斯·库克人事费用情况11

图表 9. 中国旅行社发展第一阶段重要事件节点图12

图表 10. 中国旅行社发展第二阶段的两大系统13

图表 11. 中国旅行社发展第三阶段的重要事件节点14

图表 12. 中国旅行社发展第四阶段主要特点15

图表 13. 中国旅行社发展第五阶段市场特点16

图表 14. 我国 GDP 及旅游总收入变化情况17

图表 15. 旅游总收入占 GDP 比重变化17

图表 16. 我国 GDP 及国内旅游收入变化情况17

图表 17. 国内旅游总收入占 GDP 比重变化17

图表 18. 我国 GDP 及国际旅游收入变化情况18

图表 19. 国际旅游总收入占 GDP 比重变化18

图表 20. 文化和旅游部及相关单位有关发展入境旅游的政策梳理19

续 图表 20. 文化和旅游部及相关单位有关发展入境旅游的政策梳理20

图表 21. 中国国际旅游占出口比例情况21

图表 22. 旅游综合贡献及占 GDP 比重21

图表 23. 中国出境旅游人次21

图表 24. 中国出境旅游人均花费21

图表 25. 持普通护照中国公民前往有关国家和地区入境便利待遇一览表（2021 年 1 月更新）22

图表 26. 中国入境旅游人次23

图表 27. 中国入境旅游人均花费23

图表 28. 办理 144 小时免签的城市、口岸及免签活动范围24

图表 29. 办理 72 小时免签的城市、口岸及免签活动范围24

图表 30. 中国国内旅游人次24

图表 31. 中国国内旅游人均花费24

图表 32. 中国国内旅游出游次数25

图表 33. 中国国内旅游人均出游次数25

图表 34. 全国旅行社数量变化26

图表 35. 2019 至 2020 年旅游行业企业吊注销量.....	26
图表 36. 2019 年全国旅行社营业收入与旅游总收入对比.....	26
图表 37. 中国高速公路、等级公路里程数.....	27
图表 38. 中国高铁、铁路营业里程数及占比.....	27
图表 39. 按出游人次统计旅行社业务结构.....	27
图表 40. 按旅游收入统计旅行社业务结构.....	27
图表 41. 旅行社组织、接待国内游客人次.....	28
图表 42. 旅行社组织、接待国内游客人天.....	28
图表 43. 旅行社组织、接待国内游客平均出游天数.....	28
图表 44. 旅行社接待国内游客人次占国内游客总人次比例.....	28
图表 45. 旅行社外联、接待入境游客人次.....	29
图表 46. 旅行社外联、接待入境游客人天.....	29
图表 47. 旅行社外联、接待入境游客平均出游天数.....	29
图表 48. 旅行社接待入境游客人次占入境游客总人次比例.....	29
图表 49. 旅行社组织出境游客人次.....	30
图表 50. 旅行社组织出境游客人天.....	30
图表 51. 旅行社组织出境游客平均出游天数.....	30
图表 52. 旅行社组织出境游客人次占出境游客总人次比例.....	30
图表 53. 2019 年旅行社国内游组织人次 TOP10 地区.....	31
图表 54. 2019 年旅行社国内游接待人次 TOP10 地区.....	31
图表 55. 2019 年旅行社出境游组织人次 TOP10 国家和地区.....	31
图表 56. 2019 年旅行社入境游外联人次 TOP10 国家和地区.....	31
图表 57 旅游产业链示意图.....	32
图表 58. 我国汽车保有量及驾驶员人数变化情况.....	33
图表 59. 中国汽车租赁市场规模.....	33
图表 60. 2020 年 1 季度用户租车主要用途.....	33
图表 61. 中国在线旅游市场交易规模及渗透率.....	34
图表 62. 2019 年携程收入结构.....	34
图表 63. 携程旅游线下门店图.....	35
图表 64. 春秋旅游网截图.....	35
图表 65. 2019 年携程平台用户预订旅游产品年龄画像.....	36
图表 66. Z 世代出游频率.....	36
图表 67. Z 世代出游结伴人群画像.....	36
图表 68. 后疫情时代 Z 世代提高旅游消费分布.....	36
图表 69. Z 世代最喜欢的国内外旅游城市 TOP20.....	37
图表 70. 疫情前后 Z 世代出游决策及消费行为的变化一览.....	37
图表 71. 居民人均可支配收入变化趋势.....	38
图表 72. 城镇居民人均可支配收入变化趋势.....	38
图表 73. 农村居民人均可支配收入变化趋势.....	38

图表 74. 城镇、农村居民国内旅游人均花费趋势.....	38
图表 75. 我国人均 GDP 变化趋势.....	39
图表 76. 消费细分行业 2020Q3 同比营收增速与 2017Q3-2019Q3 复合营收增速的对比.....	40
图表 77. 旅行社业务占比较高公司 2020Q3 同比营收增速与 2017Q3-2019Q3 复合营收增速的对比.....	40
附录图表 78. 报告中提及上市公司估值表.....	41
图表 79. 中青旅历史发展沿革.....	44
图表 80. 2018 年以前中青旅股权结构.....	44
图表 81. 2018 年以后中青旅股权结构.....	44
图表 82. 中青旅营业收入及毛利率.....	45
图表 83. 中青旅主要业务营收占比.....	45
图表 84. 归母净利润增速及归母净利率.....	46
图表 85. 2019 年中青旅净利润贡献结构.....	46
图表 86. 中青旅主营业务毛利率变化情况.....	46
图表 87. 乌镇收到政府财政补助情况.....	46
图表 88. 乌镇营收及利润变化情况.....	47
图表 89. 乌镇接待游客人次情况.....	47
图表 90. 古北水镇营收及利润变化情况.....	47
图表 91. 古北水镇接待游客人次情况.....	47
图表 92. 旅游产品服务营收情况.....	48
图表 93. 旅游产品服务毛利及毛利率.....	48
图表 94. 企业会展服务业务营收及净利润情况.....	49
图表 95. 企业会议会展业务营收结构.....	49
图表 96. 中青旅山水酒店营收及净利润情况.....	50
图表 97. 中青旅山水酒店酒店数量情况.....	50
图表 98. IT 服务营收及毛利水平.....	50
图表 99. 房屋租赁营收及毛利水平.....	50
图表 100. 中青旅营业收入与毛利率预测.....	51
图表 101. 中青旅可比上市公司估值比较.....	52
图表 102. 岭南控股历史发展沿革.....	55
图表 103. 岭南控股股权结构图.....	56
图表 104. 岭南控股营收及归母净利润情况.....	56
图表 105. 岭南控股销售、管理、财务、研发费用率.....	56
图表 106. 2017 年至 2020H1 岭南控股营收构成.....	57
图表 107. 2017 年至 2020H1 岭南控股主要业务毛利率变化.....	57
图表 108. 广之旅营收及归母净利润情况.....	58
图表 109. 广之旅业务占比情况.....	58
图表 110. 2019 年广之旅国际旅游同比增幅.....	58

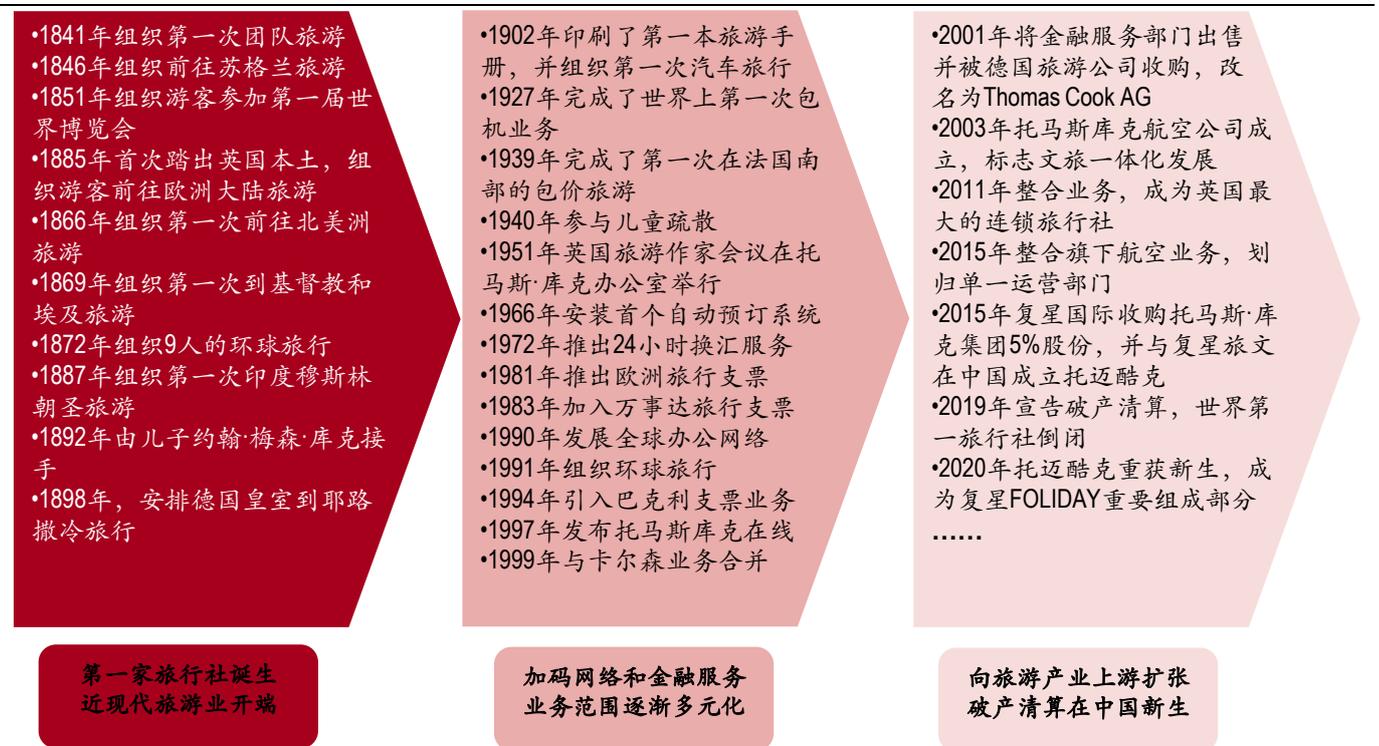
图表 111. 2019 年广之旅国内旅游同比增幅	58
图表 112. 2019 年广之旅线上线下收入占比	59
图表 113. 2019 年广之旅分支机构及总部收入占比	59
图表 114. 岭南酒店营收及归母净利润情况	59
图表 115. 花园酒店营收及归母净利润情况	59
图表 116. 东方宾馆营收及归母净利润情况	60
图表 117. 中国大酒店营收及归母净利润情况	60
图表 118. 岭南控股营业收入与毛利率预测	61
图表 119. 岭南控股可比上市公司估值比较	61
图表 120. 众信旅游历史发展沿革	65
图表 121. 众信旅游 2020 年以前股权结构	65
图表 122. 中心旅游 2020 年以后股权结构	65
图表 123. 众信旅游营收及增速情况	66
图表 124. 众信旅游归母净利润及利润率情况	66
图表 125. 众信旅游销售毛利率及净利率情况	66
图表 126. 众信旅游三费占比营收情况	66
图表 127. 众信旅游主营业务收入比例	67
图表 128. 2019 年众信旅游主营业务收入占比	67
图表 129. 众信旅游主营业务毛利比例	67
图表 130. 2019 年众信旅游主营业务毛利占比	67
图表 131. 全球及重要经济体新冠疫苗接种量	68
图表 132. 全球及重要经济体新冠疫苗每百人接种量	68
图表 133. 众信旅游与中国中免战略合作框架协议内容	69
图表 134. 众信旅游与阿里旅行战略合作框架协议内容	69
图表 135. 众信旅游营业收入与毛利率预测	70
图表 136. 众信旅游可比上市公司估值比较	71

1 从托马斯·库克的诞生和破产清算说起

1.1 托马斯·库克的发展脉络

19世纪创立世界第一家旅行社，标志近现代旅游业的诞生。作为世界上第一家旅行社，19世纪的托马斯·库克(Thomas Cook)创造出了多个世界第一。1841年托马斯·库克组织了世界上第一次旅游活动，完成了组织500名游客从莱斯特到拉夫堡的行程；1846年组织英格兰游客前往苏格兰旅游；1851年组织165,000人参加在敦伦举办的第一届世界博览会；1855年第一次跨出英吉利海峡，组织了欧洲大陆旅游；1866年组织了第一次前往北美的旅游；1869年组织了第一次到基督教胜地和埃及的旅游；1872年首创环球旅游；1887年安排第一次印度穆斯林朝圣旅游；1892年托马斯·库克去世，其子约翰·梅森·库克接手；由于旅游行程设计和安排的专业性，1898年安排了德国皇室到耶路撒冷旅行，成为了当时世界上具有良好知名度的旅行社。

图表 1. 托马斯·库克的诞生和倒闭



资料来源：界面新闻，中银证券

加码网络化和金融服务业务，服务范围多元化明显。1902年托马斯·库克印刷了第一本冬季游手册并组织了第一次的汽车旅行；1927年完成了世界上第一次的旅游包机业务，带领游客从纽约飞到芝加哥观看拳击比赛；1939年完成了第一次法国南部的包价旅游；1940年参与儿童疏散；1951年英国旅游作家第一次会议在托马斯·库克办公室举行；1966年安装了第一个实时自动假日预订系统，1972年归属米兰银行集团旗下；1974年推出了24小时换汇服务；1980年推出自动旅游信息银行并在次年推出欧洲旅行支票；1983年加入万事达卡旅行支票；1989年公司投资3,600万英镑升级旅游零售代理店为旅游超市；1990年安装电脑预订系统的后台自动化并发展全球办公网络；1991年正值托马斯·库克成立150周年，组织了参观世界7大奇迹的环球旅行；1992年被米兰银行转卖给了西德意志银行和LTU集团；1994年引入巴克利银行旅游支票业务，公司成为万事达卡和维萨卡旅游支票的最大供应商，同年将公司旅游管理业务和美国分支机构买给了美国运通公司；1997年托马斯库克在线发布，是英国第一家提供假日、外币、旅行支票和旅游指南的在线零售旅行社；1999年和卡尔森休闲集团在英国的旅游业务合并。

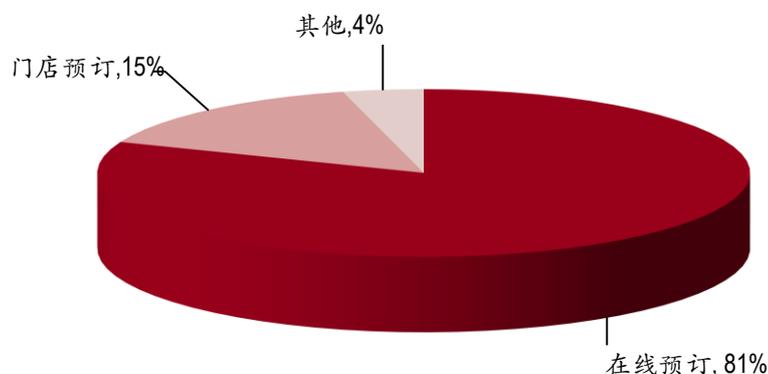
21 世纪向上游产业扩张，2019 年世界第一家旅行社破产清算，2020 年托迈酷克在中国获新生。2001 年托马斯·库克将其全球和金融服务部门出售给 Travelex，并被德国旅游公司 Condor & Necermann 收购，改名为 Thomas Cook AG；2003 年托马斯·库克航空公司（Thomas Cook Airlines）在英国成立，标志航旅一体化发展；2011 年，托马斯库克将其业务进行整合，创建了英国有史以来最大的连锁旅行社；2013 年将英国、比利时等托马斯·库克航空公司和德国秃鹰公司合并为托马斯·库克集团下的单一运营部门；2015 年复星国际收购托马斯·库克集团 5% 的股权，且在中国成立复星旅文持多数股份的托迈酷克（Thomas Cook China）；2019 年托马斯·库克与银行一周内筹集 2 亿英镑承销金未达成一致，宣告倒闭并立即执行清算。但与复星成立的托迈酷克却成为了托马斯·斯库克记忆的承载，据金融界消息称，2020 年，托迈酷克在与复星“FOLIDAY”全球生态体系整合后，以生活方式平台实现新生，业务直接触达 C 端客户，以丰富的核心产品和优质会员服务满足家庭度假生活和城市生活等多个场景和个性化需求。

1.2 托马斯·库克破产清算对旅行社行业的警醒

庞大的旅行社航母，在业界、学界扮演举足轻重的作用。作为国内旅游管理专业学生必修的基础课程，《旅游学概论》是教师在课程中重点采用的授课教材。教材中对托马斯·库克在近现代旅游产业中的重要地位进行过较为深入的分析，不少学生也会将托马斯·库克作为案例分析的目标公司进行学习。此外，作为近现代全球第一家旅行社，托马斯·库克也是众多其他旅行社的争相学习和模仿的对象，其在业内的影响力和号召力可谓首屈一指。可以说托马斯·库克的发展基本代表了西方现代旅行社的发展史，其成功的经验和破产清算的教训对研究旅行社行业具有较为重要的意义。

旅行社的崛起和发展源于创新和对新需求的满足。18 世纪到 19 世纪的工业革命发展和取得的成果提升了人们的工作效率，同时也加快了人们的生活节奏，休闲和度假的需求逐渐成为主流，旅游活动开始成为人们的追求。有关旅游活动的六要素（食、住、行、游、购、娱）的信息获取和预订却不是人们擅长的领域，有组织并配备导游服务的包价旅游团成为解决当时旅游者痛点的选择。拥有地接资源和组团优势的托马斯·库克迅速抓住旅游需求的出现，公司规模得到较大的提升。托马斯·库克也是全球第一个与金融企业合作并发明旅行支票的旅行社，这种能够增加旅游者人身财产安全的支付工具开始流行，在很大程度上方便了旅游者的出游。由于飞机出行具有更高的行程效率，旅游者能够舒适地完成空间上的转移，航空成为越来越多旅游者的出行选择。2003 年，托马斯库克成立航空公司，主营旅游包机业务，此举能够相对降低产品在大交通上的成本，形成了“航旅一体化”的战略布局，使公司旅游服务产品的竞争力获得提升。因此，旅行社在业务创新的敏锐性与满足新旅游需求的时效性可能是决定旅行社生存和发展的重要因素。

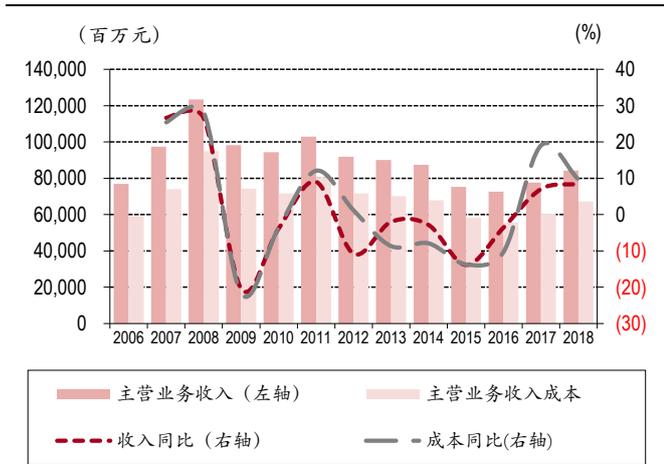
图表 2. 2018 年英国人预订旅游产品渠道



资料来源：ABTA，中银证券

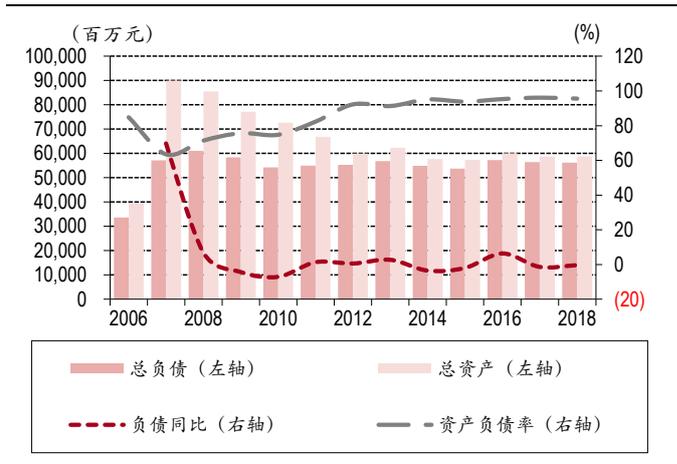
旅行社的衰落源自于对科学技术发展的不顺应。托马斯·库克的衰落也可以看做是传统旅行社对新技术、新媒体时代的不适应，无法将相关的科技创新结合传统业务进行改革。互联网理念和技术的蓬勃发展催生了OTA（Online Travel Agency）的出现，这种基于互联网存在的线上旅行社不必承担过多的门店费用和员工薪酬，并且能够将原本较为散碎的旅游预订信息整合与呈现，极大地提升了旅游者自主旅游的便利性，也增加了信息的透明程度和旅游产品的性价比。同时电子支付工具的创新也逐渐替代传统的支付方式，以旅行支票为代表的支付方式受到较大的冲击。根据英国知名旅游咨询公司ABTA发布的《Holiday Habits Report 2018》数据显示，2018年英国人网上预订旅游服务的比例占81%，门店预订的比例仅为15%。作为传统旅行社代表的托马斯·库克的业务不仅受到在线旅游服务商的挑战，也受到旅游者在科学技术发展背景下预订和购买行为转变的影响。

图表 3. 托马斯·库克主营收入及成本情况



资料来源：彭博，中银证券

图表 4. 托马斯·库克资产负债率情况

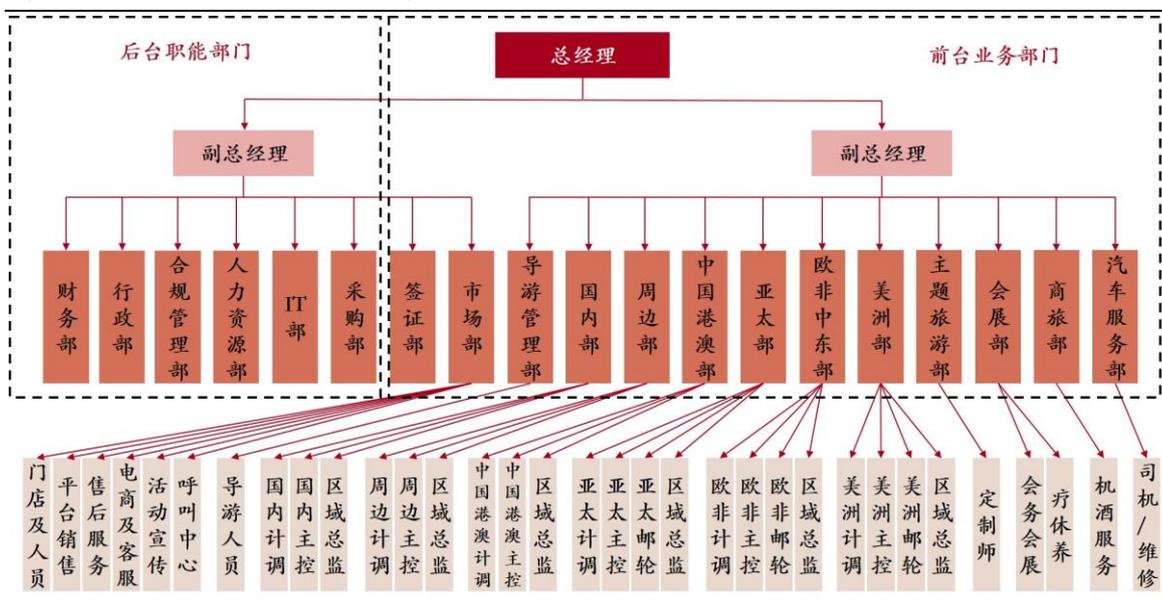


资料来源：彭博，中银证券

旅行社扩张道路上需谨慎选择资产和标的。据新京报评论托马斯·库克破产的报道显示，影响托马斯·库克破产的直接原因为2007年与英国旅游度假公司 My Travel 的合并重组，此次重组为托马斯·库克带来了高达数十亿英镑的债务，严重影响了托马斯·库克的可持续经营。彭博数据显示，2006年至2018年托马斯·库克的主营业务收入从769.28亿元人民币，增加到破产前一年的842.92亿元人民币，年均复合增速仅为0.76%。虽然主营业务收入成本占主营业务收入的比重没有出现显著的增长，十三年以来一直维持在约76%至79%左右的水平；但从托马斯·库克资产和负债的角度来看，2007年在合并 My Travel 后总资产得到明显的提升，总资产达到899.55亿元人民币，同比激增126.78%，总负债也达到571.07亿元人民币，同比增长69.72%。此外，值得注意的是，2007年托马斯·库克原本同比下降的资产负债率（63.48%）从2008年的71.37%一路提升至2018年的最高值95.57%，十一年间的资产负债率年均复合增速为2.46%，增长速度明显超过其主营业务的复合增长速度。不难发现，托马斯·库克直至破产一直都没有解决高额债务带来的经营压力，因此谨慎选择合理标的为旅行社扩张战略中不得不重点考虑的问题。

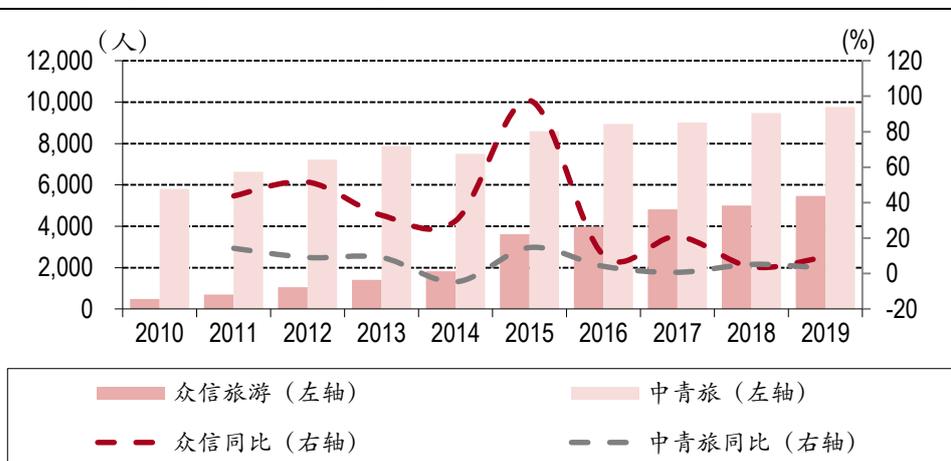
旅行社行业属于典型的劳动密集型产业，员工人数庞大且信息化程度有待提升。旅行社行业属于劳动密集型产业，旅行社的业务需要大量的人力资源才能保障进行。以国内传统旅行社的内部组织架构为例（详见图表 5），可以看到整个旅行社的业务主要分为后台职能部门与前台业务部门，职能部门主要包含必要的财务部、行政部、合规管理部等通常其他企业也具有的部门，其中采购部虽然主要负责旅游资源的采购，但并不属于直接能够为企业赚取利润的部门，其职责主要是为各前台部门的计调人员提供合规合法的旅游资源。旅行社主要的人力资源集中在负责不同国家和地区的旅游目的地的部门，例如国内部主要会根据不同的线路所涉及资源设置计调岗位，并且按照如华东、华北、西北等区域设置主控和总监。由于国内旅游资源非常丰富，涉及的旅游产品种类很多，计调人员的需求相对比较多。再以传统旅行社一直保持的旅游门店为例，若旅行社的规模较小，门店数量也会相对较小，门店的销售人员也不会太多；但像托马斯·库克这样的国际旅游巨头门店人数也会相对较多。此外，导游管理部也是旅行社人力资源密集的部门，尤其是在 OTA 还没有进入市场时，传统旅行社的组团业务的核心之一就是储备足够多的导游（国内）和领队（国外）资源。从国内 A 股旅行社类上市公司的员工人数也能证明，2019 年众信旅游和中青旅员工人数分别为 5,468 人和 9,761 人，2011 年至 2019 年的年均复合增速分别为 30.86%、5.94%。

图表 5. 我国一般旅行社组织架构图



资料来源：中银证券

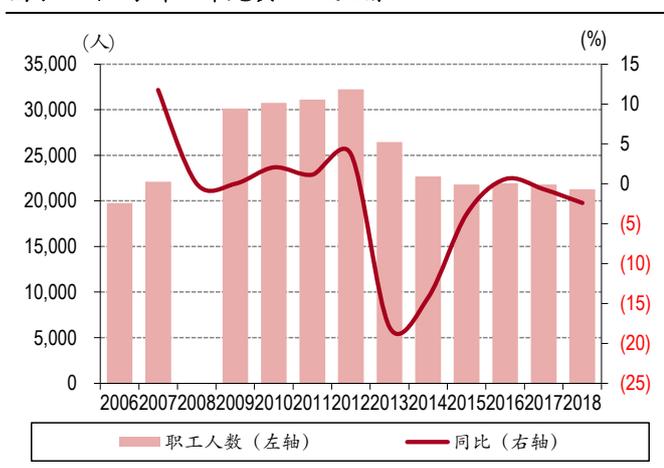
图表 6. 众信旅游、中青旅员工人数变化情况



资料来源：万得，中银证券

旅行社合理的人力成本的控制是可持续发展的重要前提。员工人数较多、人力成本较高成为托马斯·库克走向破产的又一催化因素。据彭博数据显示,2006年托马斯·库克上市之初员工人数为19,775人,2012年员工人数达到32,250人,为上市以来的最高点,2018年员工人数为21,263人,年均复合增速为0.61%。托马斯·库克作为大型综合旅游企业,业务涉及航空、酒店、景点、旅行社、金融等领域,基本都属于劳动密集型产业,因而产生较为庞大的员工人数。值得注意的是,托马斯·库克的人事费用也随着公司员工人数的增加而提升。在与My Travel重组后,2007年人事费用达到102亿元人民币,同比增加23.6%;2008年托马斯·库克没有公布员工人数,但人事费用上升到了最高点近140亿元人民币;到2018年仍维持在约94亿元人民币的水平,同比增长8.86%。与长期高昂的人事费用相比,托马斯·库克的普通股东可分配调整后净利润却开始出现波动,其中员工人数最多的2012年,普通股东可分配调整后净利润录得自上市以来的最高亏损14.70亿元。此外,据环球旅讯引用《金融时报》和英国《每日电讯报》的报道称,在对托马斯·库克进行破产调查中发现,虽然债务缠身且业绩不佳,但管理层仍然领取大额的薪酬,在倒闭前5年管理层奖金累计超过2,000万英镑,首席执行官自2014年上任以来总收入超过830万英镑。

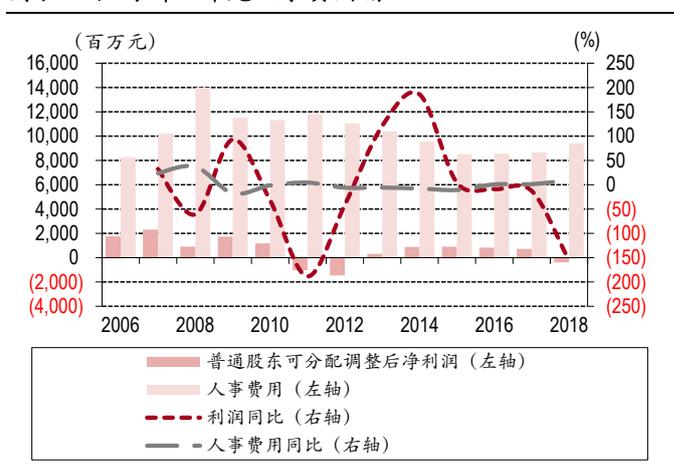
图表 7. 托马斯·库克员工人数情况



资料来源: 彭博, 中银证券

注: 2008年托马斯·库克公告中未公布员工人数

图表 8. 托马斯·库克人事费用情况



资料来源: 彭博, 中银证券

托马斯·库克的破产当然也受到外部环境变化的影响,但自身管理经营方面的问题显然具有更大的影响力。在OTA线上业务开始下沉的今天,我国传统旅行社理应从托马斯·库克的破产中吸取相关的教训,深思未来发展的变革和创新以及顺应市场的需求变化。

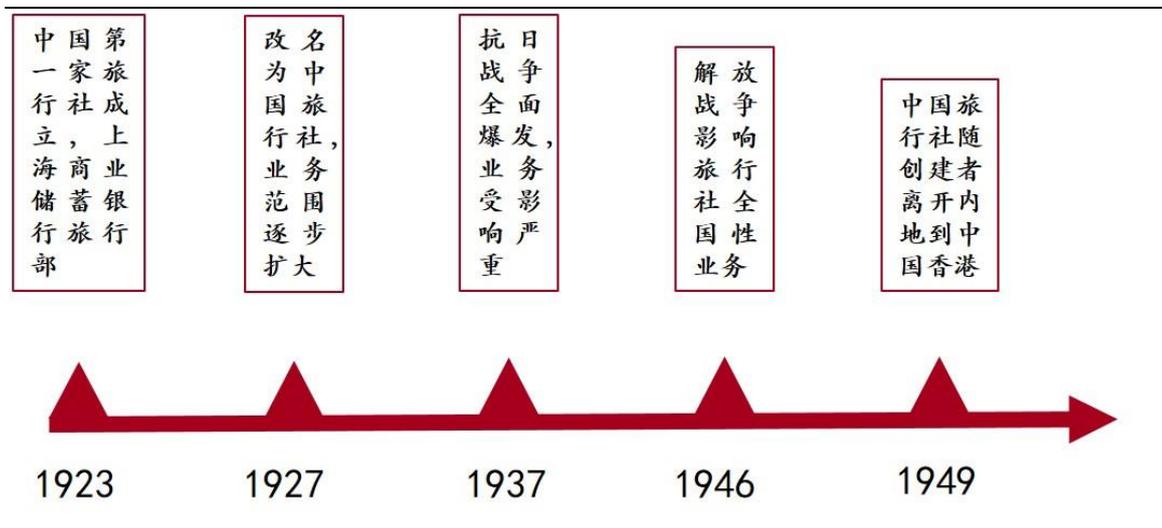
2 中国旅行社发展史：政企渐分离，逐步市场化，线下转线上

2.1 阶段一：1949 年建国以前：“上海商业储蓄银行旅行部”是中国版的“托马斯·库克”

1923 年，中国第一家民族旅行社成立，成为我国近代旅行社发展史的起点。上世纪 20 年代，中国交通运输行业、新式旅馆行业逐步在重要城市发展起来，当时英国通济隆、美国运通等外国公司进入中国，为服务外国人和少数上层华人开办了几家旅行服务机构。爱国人士、上海商业储蓄银行创始人陈光甫在受到外资旅行服务机构冷遇的情况下，于 1923 年 8 月 15 日成立我国第一家服务中国民众的旅行社——上海商业储蓄银行旅行部。

1927 年至 1937 年，改名为“中国旅行社”后业务范围逐步扩展。1927 年将旅游部单独划分，改组成为中国旅行社，其经营范围扩大至代收客运交通票、咨询、行李服务、旅游支票等，并创办《旅游杂志》刊物。中国旅行社在做好客运服务的基础上，增加了货运和招待所服务并开启了面向全国范围的拓展，拥有 49 家分支机构。

图表 9. 中国旅行社发展第一阶段重要事件节点图



资料来源：南开大学旅游与服务学院，中国旅游报，中银证券

1937 年至 1949 年，战争的爆发导致旅行社业受损严重。1937 年抗日战争全面爆发，中国旅行社及其他一些成立不久的旅行社的业务受到战争的影响较为严重。中国旅行社秉持民族大义精神，主要开始为百姓在战争时期提供物资转移和人员安全流动。抗战胜利后中国旅行社的相关业务有一定恢复，但解放战争使其全国业务开展较为困难，中国旅行社也随着陈光甫到了中国香港，后于 1954 年 7 月 1 日申请注册中国香港中国旅行社，这也就是后来在行业中鼎鼎有名的港中旅的前身。

中国旅行社的成立是我国旅行社发展史的里程碑，各地也开始逐步成立旅行社和旅行服务机构。但因为战争等因素的影响，只有中国旅行社得以成为该时期的行业代表。

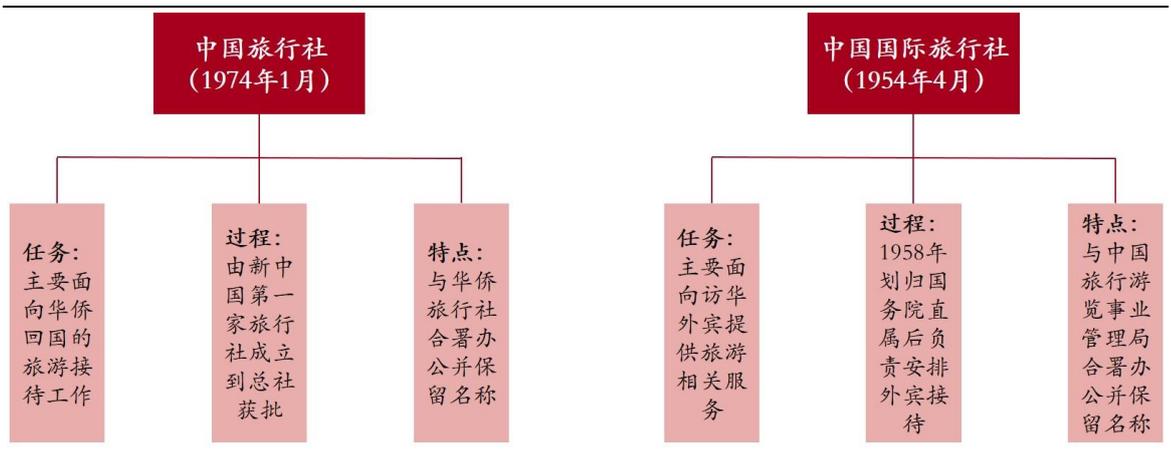
2.2 阶段二：1949 年至 1978 年：中国旅行社与中国国际旅行社的诞生

新中国成立后，华人、华侨、外国友人的接待工作开始启动，国家决定成立中国旅行社和中国国际旅行社来建立服务机构，这是新中国旅行社发展的开端。

中国旅行社，主要面向华人、华侨的旅游需求提供服务。1949 年 10 月，新中国第一家旅行社，福建厦门中国旅行社成立，11 月福建厦门华侨服务社成立，12 月泉州华侨服务社成立。华侨、华人到访的增加也加速了国家在广东、天津、杭州等地面向华侨提供服务的旅行社数量增加。1957 年 4 月，国务院批准成立中国华侨旅行服务社总社，明确做好华侨回国旅游提供接待服务。1963 年，国务院将中国香港、中国澳门同胞纳入华侨接待范围。1974 年 1 月国务院批准中国旅行社成立，与华侨旅行社合署办公。

中国国际旅行社，主要面向外宾的需求提供旅游服务。1954 年 4 月，中国国际旅行社成立，主要负责访华外宾的旅游服务。1958 年 1 月，国务院决定中国国际旅行社划归国务院直属，各地分支机构接受当地人民委员会直接领导，并接受中国国际旅行社安排的外宾接待任务。1964 年 3 月，中国国际旅行社被国家改组为旅游事业管理局，负责外国旅游者在我国的旅游管理；7 月全国人大常委会批准设立中国旅行游览事业管理局与中国国际旅行社合署办公，对外保留中国国际旅行社名称。

图表 10. 中国旅行社发展第二阶段的两大系统



资料来源：南开大学旅游与服务学院，中国旅游报，中银证券

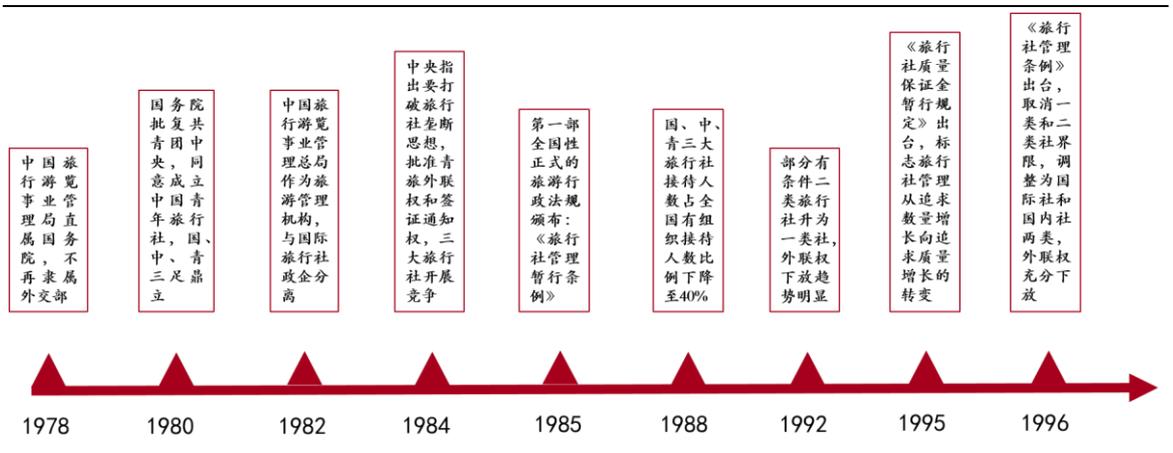
第二阶段中国旅行社的发展特点主要表现为具有一定的行政职能，性质上仍属于政府机构。国家成立两大旅行社体系的目的主要为服务华侨和外宾，展示新中国成立后的发展情况，并且为国家创造自由外汇。

2.3 阶段三：1978 年至 1996 年：从政企合一到逐步市场化，竞争格局开始改变

我国旅行社开始市场化转变，政企开始分离。1978 年是我国改革开放关键之年，3 月《关于发展旅游事业的请示报告》建议将中国旅行游览事业管理局改为国务院直属的中国旅行游览事业管理总局，脱离外交部成立旅游专业管理部门。随着我国对外开放的程度加深，以中国旅行社和中国国际旅行社为代表的入境旅游接待能力出现饱和，1980 年国务院同意共青团中央成立中国青年旅行社，主要负责外国青年旅游者的接待工作，形成了国、中、青三大旅行社体系。但此时的三大旅行社仍然是接受统一管理和经营，无法根据市场需求的变化进行自主决策。1981 年 3 月，中央和国务院提出中国旅行游览事业管理总局应和中国国际旅行社分离，国旅总社统一经营外国旅游者来华旅游服务，二者于 1982 年正式分离，开启我国旅行社政企分离的步伐。

外联权的分配与下放，促进旅行社数量的增加，更加速市场化的竞争。1985年，《旅行社管理暂行条例》将我国的旅行社分为一类社、二类社、三类社，一类和二类社为国际旅行社，但只有一类社拥有外联权（招揽外国旅游者及华侨、中国香港、中国澳门、中国台湾居民旅游业务）。根据在《中国旅游报》刊登的《我国旅行社发展历程回顾与展望》的数据显示，1985年我国拥有450家旅行社，1988年时我国旅行社数量为1,573家，其中一类社共有61家。同时，国、中、青三家旅行社接待旅游者人数占全国旅行社接待人数的比例，从1980年的约80%下降到1988年的40%，市场化竞争较为明显。由于外联权能够在接待的基础上增加招揽业务，较高的利润和回报促使不少二类社通过一类社代办签证通知的方式获得外联权；不过低价竞争、款项拖欠等市场秩序混乱问题却层出不穷。1992年，按照国家旅游工作会议研究精神，有关部门将一部分有条件的二类社升为一类社。1996年10月15日《旅行社管理条例》出台，将一类社与二类社的界限取消，进一步将我国旅行社类别调整为国际和国内两类，促进更多的旅行社获得外联权带来的发展。

图表 11. 中国旅行社发展第三阶段的重要事件节点



资料来源：南开大学旅游与服务学院，中国旅游报，中银证券

旅行社的市场化竞争，催生旅行社管理的法制化进程。1984年至1996年是我国旅行社管理法制化的重要阶段。1985年5月11日颁布的《旅行社管理暂行条例》是我国第一部正式的并具有全国性的行政法规，是法制化管理的起点。1991年国家旅游局建立旅行社年检年审制度，1995年1月1日颁布《旅行社质量保证金暂行规定》，表现我国政府旅行社行业高质量发展的重视。1996年《旅行社管理条例》更是展现出旅行社行业管理的成熟化趋势。

2.4 阶段四：1997年至2009年：旅行社数量增加致净利率下降，OTA开始入局

旅行社业务从二元转向三元，中外合资旅行社数量开始增加。1997年，《中国公民自费出国旅游管理暂行办法》颁布，我国旅游发展从入境和国内旅游的二元市场结构转变为出境、入境、国内旅游三元结构。1998年，《中外合资旅行社试点暂行规定》发布，不再限制合资旅行社在度假区的限制，第一家合资旅行社云南力天旅行社成立。2003年我国兑现加入世贸组织的承诺，提前允许设立独资旅行社，2007年体现取消外资旅行社设立分支机构的限制。据《中国旅游报》刊登的《我国旅行社业发展历程回顾与展望》数据显示，2009年末，获批外商投资旅行社共38家，其中外商独资21家，外商控股合资8家，中方控股合资9家。

图表 12. 中国旅行社发展第四阶段主要特点

旅游业务三元化 外商投资合法化	投资主体及数量提升明显 恶性竞争价格战影响利润	在线服务商从启蒙到发展 传统旅行社面临较大挑战
<ul style="list-style-type: none"> • 1997年,《中国公民自费出国旅游管理暂行办法》:出境、入境、国内三元市场结构形成 • 1998年,《中外合资旅行社试点暂行规定》:不再限制试点地域范围,第一家合资旅行社云南力天旅行社成立 • 2003年,提前兑现允许设立外商独资旅行社承诺 • 2007年提前取消外商投资旅行社分支机构限制 • 2009年,外商投资旅行社共38家,其中外商独资21家、外商控股合资8家,中方控股合资9家。 	<ul style="list-style-type: none"> • 1996年,《旅行社管理条例》放宽旅行社投资主体,提振旅行社投资主体热情 • 我国旅行社数量从1997年的4,986家,增加到2009年的21,649家,增加的幅度明显 • 旅行社主体数量增加是对旅游需求增加的迎合,但由于设立门槛不高,形成过剩的旅行社经营主体,导致价格战频繁,行业的格局分散导致市场秩序的相对混乱 • 我国旅行社行业的净利率已经从1990年的10.04%骤降至2009年的0.64% 	<ul style="list-style-type: none"> • 1997年10月,我国第一家旅游网站,华夏旅游网成立;同年,中国旅游网及西安、桂林国旅英文网站开通 • 1999年,携程网、艺龙网成立,中国在线旅游服务业务开启 • 2004年,同程网、遨游网、穷游网成立 • 2005年,去哪儿网、芒果网、悠哉网成立 • 2006年,酷讯、马蜂窝、途牛成立 • 2008年,驴妈妈成立 • 2009年,欣欣旅游网成立,同年携程已成为我国旅游集团20强第五位,传统旅行社面临竞争压力

资料来源:南开大学旅游与服务学院,中国旅游报,中银证券

对投资主体限制的放宽,旅行社数量增加,但行业净利润率下降明显。《旅行社管理条例》对旅行社投资主体的放宽,提振旅行社投资主体的热情,据《中国旅游报》刊登的《我国旅行社业发展历程回顾与展望》数据显示,我国旅行社数量从1997年的4,986家发展到2009年的21,649家,年均复合增长13%。旅行社主体的提升一方面是对国内外旅游需求增加的适应,另一方面也带来了过度竞争的问题。这一时期,由于旅行社经营门槛较低,导致我国旅行社行业集中度低,恶性价格战、过度竞争等问题影响行业的整体利润水平。据《中国旅游报》刊登的《我国旅行社业发展历程回顾与展望》数据显示,我国旅行社行业净利率从1990年的10.04%骤降至2009年的0.64%。

我国在线旅行社诞生并逐步走向成熟,传统旅行社面对更为激烈的竞争局面。1997年10月,华夏旅游网成立,成为我国第一家旅游网站;同年,中国旅游网、西安马可波罗国际旅行社英文网、桂林国旅英文网开通。1999年,携程、艺龙成立,中国在线旅游服务业开启。2004年,同程、遨游网、穷游网成立;2005年去哪儿网、芒果网、悠哉网成立;2006年酷讯、马蜂窝、途牛成立;2008年驴妈妈成立;2009年欣欣旅游网成立。随着互联网发展深入、智能移动设备更迭,我国在线旅游市场发展相对较快。2009年,携程已成为我国旅游集团20强的第五位,传统旅行社的生存与发展受到在线旅游服务商的挑战。

2.5 阶段五: 2010年至今: 旅行社行业的“旅游+”探索及转变

旅游需求碎片化趋势对包团游产品有一定影响。传统旅行社其本质是在旅游资源方与旅游消费方之间的中介,利用双方之间的信息差赚取差价来获得利润。然而随着在线旅游服务商的崛起,旅游资源的价格相对更加透明,游客的需求从包价旅游产品逐步转向更为碎片化的单项或者多项需求的组合。原本在包价旅游当中的大交通、餐饮、住宿、景点门票、导游服务等不同程度上成为游客碎片化的需求,网上的旅游攻略也逐渐成为自由行游客自己定制线路的参考。线路信息、景点信息、交通信息、食宿信息及其相关价格的进一步透明,使旅行社的包价旅游业务受到一定挑战。

图表 13 中国旅行社发展第五阶段市场特点



资料来源：南开大学旅游与服务学院，中国旅游报，中银证券

旅游市场细分化趋势催化垂直化旅行社的诞生。社交媒体的发展在一定程度上提升人们找寻拥有共同爱好者的便利程度，并且也较为容易形成具有共同爱好的组织，俱乐部、教育机构等非旅行社组织，这类组织也开始垂直化地进入旅行社的业务领域。例如，2016年《教育部等11部门关于推进中小学生研学旅行的意见》颁布，研学旅行的基地建设如火如荼地进行，专门做研学和游学的旅行社、教育培训机构对较为清晰的目标群体提供服务。传统旅行社原本主打的观光旅游不得不被倒逼进入细分化产品创新的通道，然而真正能够根据游客兴趣爱好形成良好主题旅游产品供给的旅行社却不在多数。

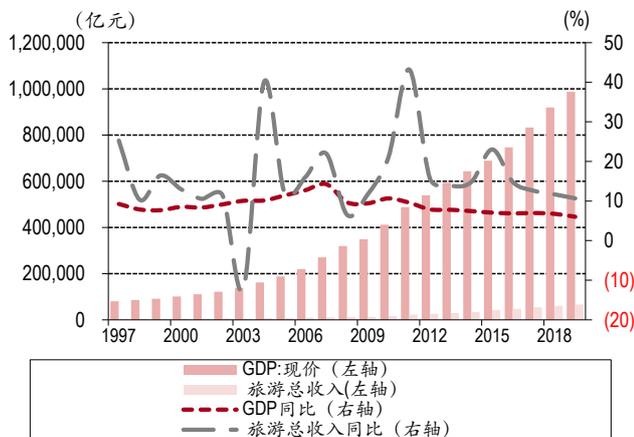
异地场景本地化趋势令游客自主选择程度加深。据新京报的报道显示，2018年旅游集团20强名单中美团点评首次入围，也成为生活服务商进军旅行社产业并取得市场认可的例证。生活服务商在全国甚至更大范围内的布局和资源采购，让异地的旅游者在进入当地旅行时也能够享受当地居民本地化的生活资源，在一定程度上能够增加游客旅游体验的原真性。并且生活服务商的订单不需要向传统旅行社一样进行二次确认，同时线上特点更便于实现全天候服务，这也提升了游客使用生活服务商预订旅游相关产品的便捷性和时效性。

传统旅行社面对OTA、生活服务商、俱乐部等新进旅游服务主体的更为碎片化、垂直化、本地化的服务优势，转型和创新是必经之路。然而此过程可能会布满荆棘，就如旅游专家魏小安对旅行社未来发展的判断一样，传统旅行社的创新和转型可能会经历“变化一部分、倒闭一部分、合并一部分、边缘化一部分”的过程。

3 我国旅游发展基本情况：旅游业平稳发展，旅行社面临压力

3.1 我国旅游业收入呈现总体上升趋势，对 GDP 的贡献稳步增加

图表 14. 我国 GDP 及旅游总收入变化情况



资料来源：万得，国家统计局，文旅部，中银证券

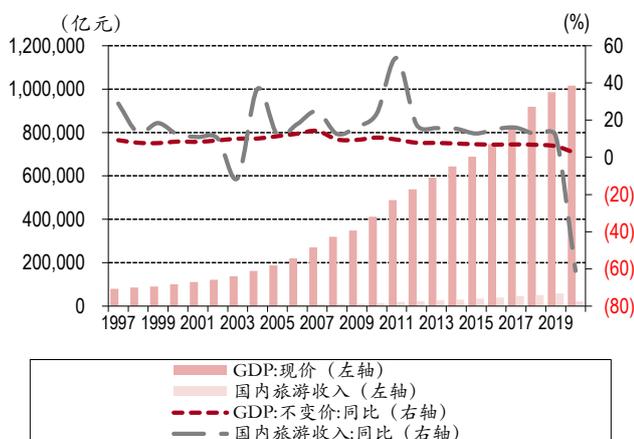
图表 15. 旅游总收入占 GDP 比重变化



资料来源：万得，国家统计局，文旅部，中银证券

我国旅游发展总体情况较为乐观，近几年旅游总收入同比增速放缓。根据国家统计局数据显示，1997年至2019年我国旅游总收入由3,112.40亿元，增加到66,407.46亿元，年均复合增速为14.93%。其中2003年旅游总收入同比增速为-12.27%，2008年旅游总收入同比增速为6.54%，其余各年份的同比增速均在10%以上。2003年由于“非典”在国内外爆发的影响，酒店、景区、餐饮、娱乐、大交通等行业业绩承压，不仅出入境旅游受到限制，国内跨省（区）旅游也受到影响。2008年初，我国南方部分地区遭遇严重低温雨雪冰冻伤害，出游及出行受到较为明显的影响，5月汶川特大地震也为一部分地区的旅游业蒙上阴影，但随着北京奥运会和残奥会的成功举办旅游总收入没有出现同比下降。总体上看，我国旅游总收入呈现较为稳定的增长态势，但近些年（2015-2019年），我国旅游总收入同比增速逐步放缓，2019年总收入为6.64万亿，同比增速10.68%，连续三年同比增速低于1997至2019年的年均复合增速。旅游总收入增速放缓和近些年的高基数不无关系，但受国外签证便利利好的出境旅游形成的分流也可能是导致旅游总收入增速放缓的因素之一。

图表 16. 我国 GDP 及国内旅游收入变化情况



资料来源：万得，国家统计局，文旅部，中银证券

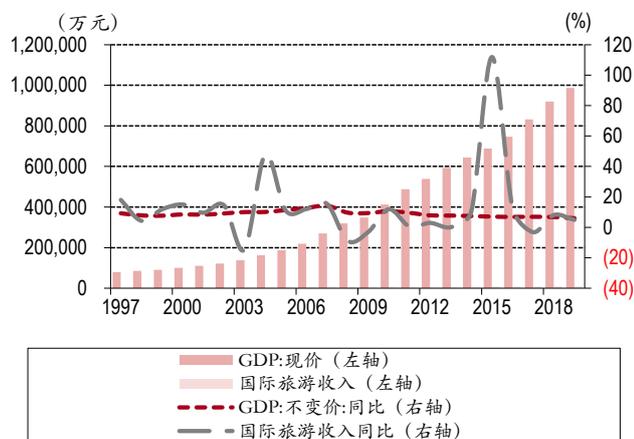
图表 17. 国内旅游总收入占 GDP 比重变化



资料来源：万得，国家统计局，文旅部，中银证券

国内旅游收入受不可抗力因素影响明显，国内旅游收入增速也呈放缓趋势。我国国内旅游一直是旅游总收入的重要贡献者。根据文旅部数据显示，2020年虽然我国国内旅游受新冠疫情爆发的严重影响，收入仅为2.23万亿元，同比下降61.1%，但随着国内疫情防控能力不断提升，国内旅游需求也在逐步恢复。国家统计局数据显示，1997年至2019年，我国国内旅游收入从2,112.70亿元增加到57,250.92亿元，年均复合增速为16.18%，国内旅游收入占旅游总收入的比例也从1997年的67.88%提升到2019年的86.21%。该比例的提升第一个原因可能是我国旅游业的开端主要是服务华侨、外宾在华游览，国人旅游需求没有得到进一步重视；第二个原因可能是随着我国居民人均GDP和可支配收入的提升，旅游需求逐步得到释放；第三个原因可能是随着一类社、二类社的取消，旅游服务商主体开始多元化，旅游产品的供给得到提升；第四个原因可能是交通运输和基础设施建设的不断完善，居民出游便利性获得提升；第五个原因可能是我国各地对旅游发展的社会经济价值愈发认可，对景区和目的地的开发更为重视，丰富了旅游产品的内容。总体来看，我国国内旅游收入从2013年开始至2019年，连续七年同比增速低于年均复合增速，2019年已经放缓至11.65%。

图表 18. 我国 GDP 及国际旅游收入变化情况



资料来源：万得，国家统计局，文旅部，中银证券

图表 19. 国际旅游总收入占 GDP 比重变化



资料来源：万得，国家统计局，文旅部，中银证券

国际旅游收入占旅游总收入比重持续下行，入境旅游将可能成为发展新引擎。新中国旅行社的设立初衷主要是服务入境中国的华侨、华人及外籍人士，随着我国改革开放程度和国际影响力的不断提升，以入境旅游为代表的国际旅游收入总体呈现上升趋势。1997年至2019年，国际旅游收入从999.70万元增加到9,156.54万元，年均复合增速为10.59%，低于国内旅游收入年均复合增速。与国内旅游收入较为类似的是，2018至2019年国际旅游收入同比增速放缓，分别为8.17%、4.97%。国际旅游收入占旅游总收入比例从1997年的32.12%下降到了2019年的13.79%。2020年12月13日，国家文旅部党组书记、部长胡和平在强调旅游业作为综合型产业具有带动性作用时表示，“要大力发展入境旅游，推动国际国内双循环”。2018年文旅部成立以来，针对我国近些年发展相对缓慢的入境旅游做出政策方面的推动和指引，主要从全域旅游发展、边境旅游试验区建设、“一带一路”文旅产业合作、激发文旅消费潜力、促进消费扩容提质、文旅消费试点示范、“互联网+旅游”高质量发展等不同维度，强调发展入境旅游对我国文旅事业总体发展的重要作用（详见图表20）。若我国入境旅游能够落实发展计划，国际旅游收入有望增加，在提升旅游总收入的前提下，为我国软实力的宣传建设良好渠道。值得注意的是，根据世界旅游组织（UNWTO）的数据显示，中国国际旅游收入占出口比例从2012年开始一直保持在2%左右的水平，但从2018年开始占比下降到了1%，这与亚太区国家与地区国际旅游占出口比例的6%仍存在一定差距。

图表 20. 文化和旅游部及相关单位有关发展入境旅游的政策梳理

发布日期	文件名称	重点内容
2020 年 11 月 30 日	《文化和旅游部 国家发展改革委会 教育部 工业和信息化部 公安部 财政部 交通运输部 农业农村部 商务部 市场监管总局关于深化“互联网+旅游”推动旅游业高质量发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> • 主要目的: 旅游业是现代服务业的重要组成部分, 已经成为我国国民经济的战略性支柱产业。当前, 以互联网为代表的现代信息技术持续更新迭代, 为旅游业高质量发展提供了强大动力。为坚定不移建设网络强国、数字中国, 持续深化“互联网+旅游”, 推动旅游业高质量发展, 更好发挥旅游业在促进经济社会发展、满足人民美好生活需要等方面的重要作用, 助力构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。 • 具体政策: 共服务信息采集渠道, 有效整合文化和旅游、公安、交通、气象、景区实时游客量、道路出行、气象预警等信息, 引导旅游资源优化配置。依法依规推动政府与企业间相关数据资源共享。推进旅游厕所数字化建设, 实现信息查询、路线导航、意见反馈等功能。完善入境游客移动支付方案, 为其旅游消费提供便利。在为老年人等特殊群体保留线下服务的基础上, 支持旅游公共服务平台开发专门应用程序和界面, 优化使用体验。
2020 年 10 月 23 日	《文化和旅游部 国家发展改革委会 财政部关于开展文化和旅游消费试点示范工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 主要目的: 根据《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》(国办发[2019]41号) 工作要求, 为稳步推进文化和旅游消费工作, 文化和旅游部、国家发展改革委、财政部决定开展文化和旅游消费试点示范工作, 启动第一批国家文化和旅游消费试点城市(以下简称“试点城市”)、国家文化和旅游消费示范城市(以下简称“示范城市”)申报评选工作。 • 具体政策: 优化消费环境, 提高文化和旅游消费便捷程度。提升文化和旅游消费支付便利化水平。将文化消费嵌入各类消费场所, 打造群众身边的文化消费网点。完善博物馆、美术馆、演出场所等消费配套设施。引导文化和旅游消费场所广泛应用互联网售票、二维码验票。提升文化和旅游消费场所宽带移动通信网络覆盖水平, 优化旅游交通服务。提升入境旅游环境, 加强入境旅游产品开发和宣传推介, 提升相关场所多语种服务水平, 提高入境游客消费便利性。规范文化和旅游市场秩序。
2020 年 6 月 19 日	《文化和旅游部办公厅关于征集 2020 年“一带一路”文化产业和旅游产业国际合作重点项目的通知》	<ul style="list-style-type: none"> • 主要目的: 为落实共建“一带一路”倡议, 在全面做好疫情防控的同时, 积极促进我国与“一带一路”沿线国家和地区(以下简称沿线国家和地区)的文化产业和旅游产业合作, 文化和旅游部将开展 2020 年“一带一路”文化产业和旅游产业国际合作重点项目征集与扶持工作。 • 具体政策: 强化国际化产业人才培养。围绕国际文化和旅游贸易规则、产品和服务营销推广、海外投资、市场研究等开展人才培养、主题论坛等活动。建设涉外文化和旅游创意人才、经营管理人才和服务人才队伍, 开展入境旅游专业人才培养。建设国际化文化和旅游智库, 开展“一带一路”文化产业和旅游产业合作专题研究和成果应用。
2020 年 3 月 13 日	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> • 主要目的: 消费是最终需求, 是经济增长的持久动力。为顺应居民消费升级趋势, 加快完善促进消费体制机制, 进一步改善消费环境, 发挥消费基础性作用, 助力形成强大国内市场。 • 具体措施: 丰富特色文化旅游产品。构建文旅多产业多领域融合互通的休闲消费体系, 建设文化产业和旅游产业融合发展示范区。推动非物质文化遗产保护传承, 打造具有中国文化特色的旅游购物场所。推动重点城市加快文化休闲街区、艺术街区、特色书店、剧场群、文化娱乐场所群等建设, 发展集合多种业态的消费集聚区。规范演出票务市场, 加强对演出赠票和工作票管理, 强化票务信息监管。培育新型文化和旅游业态, 鼓励博物馆游、科技旅游、民俗游等文化体验游, 开发一批适应境内外游客需求的旅游线路、旅游目的地、旅游演艺及具有地域和民族特色的创意旅游商品。促进全域旅游发展, 提升国家级旅游度假区品质和品牌影响力。鼓励各地区因地制宜发展入境海岛游、近海旅游、乡村旅游、冰雪游、历史古都文化旅游等特色旅游。加快中国邮轮旅游发展示范区和实验区建设。 • 具体措施: 改善入境旅游与购物环境。鼓励各地区、各行业运用手机应用程序(APP)等方式, 整合旅游产品信息, 畅通消费投诉渠道, 改善旅游和购物体验。提升“智慧景区”服务水平, 利用互联网、大数据、云计算、人工智能等新技术做好客流疏导和景区服务。加大入境游专业人才培养力度。提升景区景点、餐饮住宿、购物娱乐、机场车站等场所多语种服务水平。在充分考虑国家安全和人员往来需要的前提下, 积极研究出台便利外籍人员入出境、停居留的政策措施。鼓励境内支付服务机构在依法合规前提下与境外发卡机构合作, 为境外游客提供移动支付业务。鼓励境外游客集中区域内的商店申请成为离境退税商店, 优化购物离境退税服务。培育建设一批基础条件好、消费潜力大、国际化水平高的国际消费中心城市、国家文化和旅游消费示范城市, 实施出入境便利、支付便利、离境退税、免税业等政策, 形成一批吸引境外游客的旅游消费目的地。

资料来源: 文旅部官网, 中银证券

续 图表 20. 文化和旅游部及相关单位有关发展入境旅游的政策梳理

发布日期	文件名称	重点内容
2019年8月23日	《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	<p>• 主要目的: 以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导, 顺应文化和旅游消费提质转型升级新趋势, 深化文化和旅游领域供给侧结构性改革, 从供需两端发力, 不断激发文化和旅游消费潜力。努力使我国文化和旅游消费设施更加完善, 消费结构更加合理, 消费环境更加优化, 文化和旅游产品、服务供给更加丰富。推动全国居民文化和旅游消费规模保持快速增长态势, 对经济增长的带动作用持续增强。</p> <p>• 具体措施: 提升入境旅游环境。整合已有资源, 提升入境旅游统一宣介平台(含APP、小程序等移动端)水平。鼓励各地开发一批适应外国游客需求的旅游线路、目的地、旅游演艺及特色商品并在宣介平台上推荐。提升景区景点、餐饮住宿、购物娱乐、机场车站等场所多语种服务水平。鼓励银行业金融机构依法依规在文化和旅游消费集中区域设立分支机构。完善入境游客移动支付解决方案, 提高游客消费便利性。研究出台以北京2022年冬奥会、冬残奥会为契机促进入境旅游的政策措施。确保入境旅游环境得到明显改善, 入境消费规模保持持续扩大态势。</p>
2019年3月26日	《文化和旅游部办公厅关于征集2019年“一带一路”文化产业化和旅游产业国际合作重点项目的通知》	<p>• 主要目的: 为贯彻落实党中央、国务院关于“一带一路”建设的重大决策部署, 加快推进“一带一路”沿线国家和地区(以下简称沿线国家和地区)文化产业和旅游产业合作, 促进民心相通, 文化和旅游部将开展2019年“一带一路”文化产业和旅游产业国际合作重点项目征集与扶持。</p> <p>• 具体措施: 打造具有丝路特色的旅游精品线路。推动海上丝绸之路邮轮旅游合作, 联合打造国际旅游精品线路。针对沿线国家和地区游客开发入境旅游品牌和线路。鼓励与沿线国家和地区合作研发旅游演艺产品。鼓励多元市场主体参与城市旅游形象的海外营销。支持旅游景点提升旅游服务环境国际化水平, 针对沿线国家和地区主要语种建设和配置多语种网站、宣传材料、指引标识牌、自助导览器、智能语言翻译机等。对沿线国家和地区提供旅游投资、品牌、技术、管理、标准等援助。</p>
2018年4月16日	《文化和旅游部等10部门关于印发内蒙古满洲里、广西防城港边境旅游试验区建设实施方案的通知》	<p>• 主要目的: 建设内蒙古满洲里边境旅游试验区, 是党中央、国务院推进“一带一路”建设、实施兴边富民行动及促进沿边地区开发开放的重大举措, 是贯彻落实习近平总书记考察内蒙古重要讲话精神的重要行动。根据《国务院关于支持沿边重点地区开发开放若干政策措施的意见》, 为加快满洲里边境旅游试验区(以下简称试验区)建设, 制定本方案。建设防城港边境旅游试验区, 是党中央、国务院推进“一带一路”建设、实施兴边富民行动及促进沿边地区开发开放的重大举措, 是贯彻落实习近平总书记考察广西重要讲话精神的重要行动。根据《国务院关于支持沿边重点地区开发开放若干政策措施的意见》, 为加快防城港边境旅游试验区(以下简称试验区)建设, 制定本方案。</p> <p>• 具体措施: 优化出入境管理制度。实施出入境游客“一站式作业”通关模式。推动俄蒙边境居民持双方认可的有效证件依法在试验区内便利通行。积极推动常住(超过三个月)试验区从事商贸活动的非边境地区居民实行与边境居民相同的出入境政策。根据满洲里市涉外文书领事认证工作发展情况和实际需要, 适时按规定向外交部申请满洲里市外事侨务办公室开展领事认证代办业务。为试验区人员因公临时出国提供更便利优质的服务。促进自驾车旅游往来便利化。进一步完善中俄双边出入境自驾车(八座以下)管理措施。允许自驾车游客凭双方认可的国际旅行证件便捷通关。在国家一类口岸便捷办理跨境运输车辆行车许可证、车辆国籍识别标志和其他入境车辆临时入境机动车(八座以下)号牌和行驶证、临时机动车驾驶许可, 允许在牌证有效期内在试验区通行, 入境机动车应按规定购买机动车交通事故责任强制保险。推动经毗邻的中蒙口岸入境的蒙古国牌照自驾车(八座以下)、旅游巴士进入试验区。推动团体旅游便利化。科学合理规划边境旅游线路, 使边境旅游组团社可灵活选择出入口岸。推动满洲里口岸设置旅游团队及旅游车辆专用通关绿色通道。推动进一步放宽中俄互免团体旅游签证。促进人员通关便利化。允许两国边境居民持双方认可的国际旅行证件依法可通过边境的通关绿色通道快速通行。开通口岸自助查验通道, 配套生物特征识别设施, 实现符合条件的旅客通过口岸自助查验通道验放后快速通关。为试验区人员因公临时出国提供更便利优质的服务。推动团体旅游便利化。科学合理规划边境旅游线路, 使持《中华人民共和国出入境通行证(边境旅游专用)》的旅游团队可灵活选择出入口岸, 提高旅游品质和游客体验。在游客出入境集中的口岸实施“一站式作业”通关模式, 推动设置团队游客通关绿色通道, 实现快速查验放行。促进自驾车旅游往来便利化。在国家一类口岸便捷办理跨境运输车辆行车许可证、车辆国籍识别标志和其他入境车辆临时入境机动车(八座以下)号牌和行驶证、临时机动车驾驶许可, 允许在牌证有效期内在试验区通行, 入境机动车应按规定购买机动车交通事故责任强制保险。允许自驾车游客凭双方认可的国际旅行证件便捷通关。推动设置跨境自驾车通关绿色通道, 实现游客及其行李物品、车辆的快速查验放行。逐步推动跨境运输车辆牌证互认。</p>
2018年3月22日	《国务院办公厅关于促进全域旅游发展的指导意见》	<p>• 主要目的: 全面贯彻党的十九大精神, 以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导, 认真落实党中央、国务院决策部署, 统筹推进“五位一体”总体布局和协调推进“四个全面”战略布局, 牢固树立和贯彻落实新发展理念, 加快旅游供给侧结构性改革, 着力推动旅游业从门票经济向产业经济转变, 从粗放低效方式向精细高效方式转变, 从封闭的旅游自循环向开放的“旅游+”转变, 从企业单打独享向社会共建共享转变, 从景区内内部管理向全面依法治管理转变, 从部门行为向政府统筹推进转变, 从单一景点景区建设向综合目的地服务转变。</p> <p>• 具体措施: 制定营销规划。把营销工作纳入全域旅游发展大局, 坚持以需求为导向, 树立系统营销和全面营销理念, 明确市场开发和营销战略, 加强市场推广部门与生产供给部门的协调沟通, 实现产品开发与市场开发无缝对接。制定客源市场开发规划和工作计划, 切实做好入境旅游营销。</p>

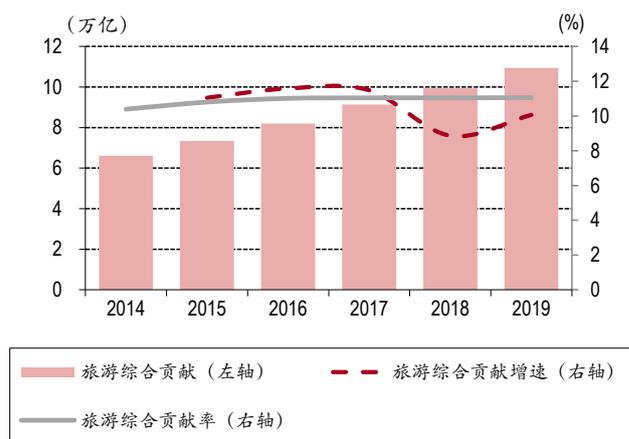
资料来源: 文旅部官网, 中银证券

图表 21. 中国国际旅游占出口比例情况



资料来源: UNWTO, 中银证券

图表 22. 旅游综合贡献及占 GDP 比重

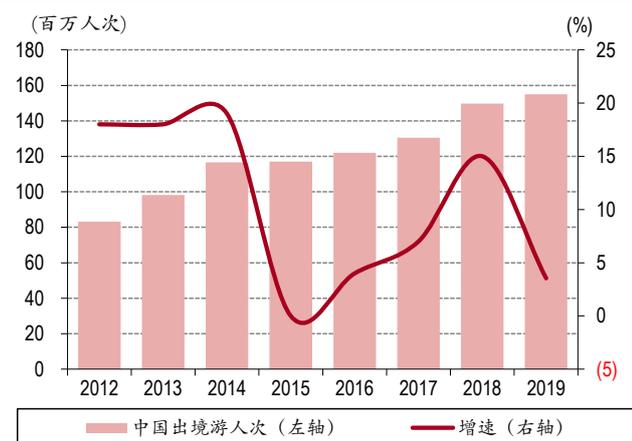


资料来源: 中国旅游研究院, 艾媒咨询, 中银证券

旅游总收入、国内旅游收入对 GDP 贡献呈现总体增加趋势, 国际旅游收入对 GDP 贡献率呈现下降。中国旅游总收入对 GDP 的贡献率从 1997 年的 3.46% 提升到 2019 年的 6.73%, 22 年间提升 3.27%。其中 1997 至 2019 年, 国内旅游收入对 GDP 的贡献率从 2.65% 增加到 5.80%, 国际旅游收入对 GDP 的贡献率从 1.25% 下降到 0.93%。考虑到我国社会经济发展从高速增长转向高质量发展, 近年来 GDP 增速有所放缓, 同样我国旅游总收入、国内旅游收入、国际旅游收入也在近些年呈现增速趋缓的态势。从中国旅游研究院及艾媒咨询对旅游综合贡献率的统计来看, 2014 年旅游综合贡献 6.61 万亿元, 对 GDP 的贡献率达 10.39%, 经过五年的发展, 2019 年旅游综合贡献为 10.94 万亿元, 对 GDP 的贡献率上升至 11.05%。近些年, 随着“全域旅游”、“旅游+”等行业发展战略的落地和相关项目的推动, 旅游业与其他行业的联系也更为紧密, 旅游综合贡献也开始逐步攀升。2020 年虽受到新冠疫情的影响较大, 但随着全球疫情逐渐受控, 疫苗接种量逐渐增加, 预计旅游综合对 GDP 贡献率可能会逐步恢复至疫情前的水平。

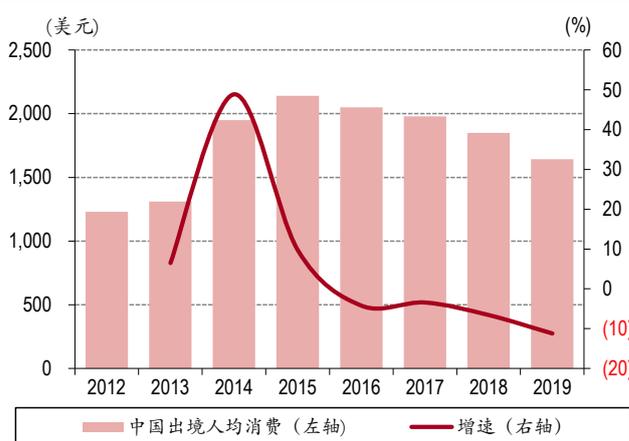
3.2 出境旅游人数增速有所下滑, 国内及入境旅游需重视高质量发展

图表 23. 中国出境旅游人次



资料来源: UNWTO, 中国旅游研究院, 中银证券

图表 24. 中国出境旅游人均花费



资料来源: UNWTO, 中国旅游研究院, 中银证券

3.2.1 出境旅游相关情况

出境旅游人数增加，同比增速放缓，易受宏观环境影响。根据 UNWTO 及中国旅游研究院的数据显示，2012 年中国出境旅游人次为 8,320 万人次，2019 年出境旅游人次为 1.55 亿人次，年均复合增速 9.30%，我国出境旅游人次总体呈现上升趋势。2012 至 2019 年，仅有 2015 年由于中东呼吸综合征（MERS）在全球范围的影响，当年我国出境旅游人数为 1.17 亿人次，同比上年（1.16 亿人次）几乎没有出现明显的增加，其余各年在出境旅游人次上均呈现增长。2019 年，我国出境旅游人次为 1.55 亿，同比增速 3.54%，对比 2018 年 15% 的增速出现明显的放缓。中国产业信息网数据显示，2019 年赴中国香港旅游人次同比下滑 14.2%，内地部分城市取消赴中国台湾个人旅游试点，以及上半年泰国沉船事件等可能导致增速下滑。2020 年，受到新冠疫情在全球范围内的爆发影响，文旅部也暂未放开出境旅游的团队以及“机票+酒店”业务，从中国旅游研究院发布的《2020 年旅游经济运行分析与 2021 年发展预测》的数据显示，预计 2020 年中国公民出境旅游人数可能为 2,023 万人次，同比减少 86.9%。

出境旅游人均消费呈现下降趋势，出国旅游游客更为理性。根据 UNWTO 及中国旅游研究院数据，2012 年，中国出境旅游人均消费约为 1,230 美元；到 2015 年出境旅游人均消费来到近年来的高位，达到 2,140 美元；从 2016 年起，出境旅游人均消费开始呈现下降的趋势，至 2019 年该数值已经下降至约 1,643 美元。根据新华社报道，在具有代表性的 2019 年十一黄金周出境旅游情况反馈来看，国人在海外爆买情况鲜有发生，并且国人青睐的海外旅游目的地也逐步分化，以捷克、匈牙利、斯洛伐克为代表的兴起小众旅游目的地旅游产品在线预定量提升明显。

图表 25. 持普通护照中国公民前往有关国家和地区入境便利待遇一览表（2021 年 1 月更新）

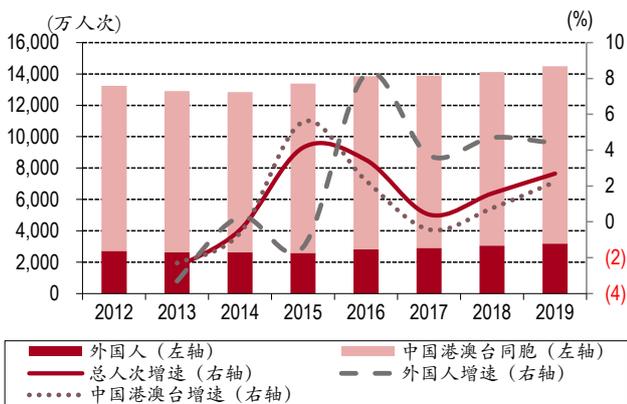
免签特点	国家及地区数 (个)	相关国家
互免普通护照签证的国家	15	<ul style="list-style-type: none"> 亚洲 (2 个): 阿联酋、卡塔尔 大洋洲 (2 个): 斐济、汤加 非洲 (2 个): 毛里求斯、塞舌尔 欧洲 (5 个): 波黑、圣马力诺共和国、塞尔维亚、白俄罗斯、亚美尼亚 美洲 (4 个): 巴巴多斯、巴哈马、格林纳达、厄瓜多尔
单方面允许中国公民免签入境国家或地区名单	18	<ul style="list-style-type: none"> 亚洲 (4 个): 印度尼西亚、乌兹别克斯坦、韩国 (济州岛等地)、阿曼 欧洲 (1 个): 阿尔巴尼亚 非洲 (3 个): 摩洛哥、法属留尼汪、突尼斯 美洲 (7 个): 安提瓜和巴布达、海地、南乔治亚和南桑威奇群岛 (英国海外领地)、圣基茨和尼维斯、特克斯和凯科斯群岛 (英国海外领地)、牙买加、多米尼克 大洋洲 (3 个): 美属北马里亚纳群岛 (塞班岛等)、萨摩亚、法属波利尼西亚
单方面允许中国公民办理落地签证国家和地区名单	40	<ul style="list-style-type: none"> 亚洲 (19 个): 阿塞拜疆、巴林、东帝汶、印度尼西亚、老挝、黎巴嫩、马尔代夫、缅甸、尼泊尔、斯里兰卡、泰国、土库曼斯坦、文莱、伊朗、约旦、越南、柬埔寨、孟加拉国、马来西亚 非洲 (15 个): 埃及、多哥、佛得角、加蓬、科摩罗、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、马拉维、毛里塔尼亚、圣多美和普林西比、坦桑尼亚、乌干达、贝宁、津巴布韦 美洲 (2 个): 圭亚那、圣赫勒拿 (英国海外领地) 大洋洲 (4 个): 帕劳、图瓦卢、瓦努阿图、巴布亚新几内亚

资料来源：中国领事服务网，中银证券

互免、单方面免签及落地签国家超过 70 个，中国公民出境旅游便利提升。根据中国领事服务网对中国公民普通护照入境便利待遇 2021 年 1 月更新统计显示，目前与中国互免普通护照签证的国家和地区共 15 个，单方面允许中国公民免签入境国家和地区共 18 个，单方面允许中国公民办理落地签证国家和地区共 40 个，总计 73 个国家和地区对持普通护照中国公民提供入境便利。根据 The Henley Passport Index 2021Q1 的数据显示，中国普通护照享受入境便利的排名已经达到世界第 70 位。虽然从国家数量、目的地旅游属性等角度来看，中国护照与世界排名前列的日本（191 国入境便利）、新加坡（190 国入境便利）、韩国（189 国入境便利）、德国（189 国入境便利）等国护照仍有不小的差距，但随着中国综合国力的提升，国人经济收入的增加，新冠疫情在全球受到良好控制，中国普通护照“含金量”预计有望获得提升，从而进一步方便出境旅游。

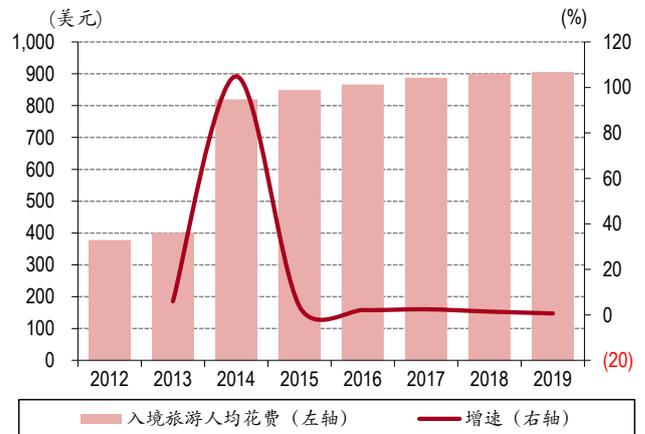
3.2.2 入境旅游相关情况

图表 26. 中国入境旅游人次



资料来源：文旅部，中银证券

图表 27. 中国入境旅游人均花费



资料来源：文旅部，中银证券

入境旅游总人次总体呈现缓慢上升趋势，外国人比例有待提升。根据文旅部及重组前国家旅游局统计显示，2012 年至 2019 年，我国入境旅游总人次从 1.32 亿增长至 1.45 亿，年均复合增速为 1.31%；其中外国入境游客人次从 2,719 万增长至 3,188 万，年均复合增速 2.30%；中国港澳台地区入境游客人次从 1.05 亿增长至 1.13 亿，年均复合增速 1.05%，均低于我国出境游客 9.30% 的年均复合增速。此外，外国游客占入境总人次的比例从 2012 年的 20.54% 微增至 2019 年的 21.99%，可以说变化不大。中国新闻网 2020 年 1 月 24 日报道显示，泰国 2019 年接待外籍游客约 3,980 万人次，并创造了 1.93 万亿泰铢（约 4,400 亿人民币）的国际旅游收入。我国幅员辽阔、地大物博，拥有种类丰富的自然及人文旅游资源，历史文化悠久并传承千年，如果能够在未来吸引更多外国游客到访，将有望创造更多国际旅游收入。

入境旅游人均花费相对较低，相关部门提出便利入境旅游措施。根据文旅部入境旅游数据显示，2012 年至 2019 年，我国入境旅游人均花费从 377.84 美元提升到 905.52 美元，年均复合增速 13.30%。我国入境旅游人均花费低于出境旅游人均花费，也低于 UNWTO 发布的亚太地区入境旅游人均花费平均值 1,230 美元，这可能与中国旅游零售和购物环境发展较国外相对较慢有关。近些年，相关部门不仅在入境旅游签证政策方面进行优化，如 2019 年 12 月 1 日实施的面向 53 个国家外国游客的 144 小时与 72 小时免签政策；并且在重点入境口岸城市提升入境购物环境，如国务院就北京优化市内免税店布局 and 落实免税政策的批复，上海市商务工作会议提出力争实现在 2021 年落地市内免税店政策，深圳罗湖湖区打造高端免税消费中心计划等。总体看，各级政府和部门均开始重视入境旅游提升工作，利好入境旅游的相关发展。

图表 28. 办理 144 小时免签的城市、口岸及免签活动范围

城市	入境口岸	国家及地区	
北京	首都国际机场	旅客可从此 6 个口岸任一口岸入境或出境，免签停留区域为北京市、天津市和河北省	
	大兴国际机场		
	铁路西客站		
天津	滨海国际机场		
	天津国际邮轮母港		
石家庄	正定国际机场		
秦皇岛	秦皇岛海港		
上海	浦东国际机场		旅客可从此 8 个口岸任一口岸入境或出境，免签停留区域为上海市、江苏省和浙江省
	虹桥国际机场		
	上海火车站		
	吴淞口国际邮轮港		
	上海港国际客运中心		
南京	禄口国际机场		
杭州	萧山国际机场		
宁波	栎社国际机场		
沈阳	桃仙国际机场		旅客可从此 2 个口岸任一口岸入境或出境，免签停留区域为辽宁省
大连	周水子国际机场		
成都	双流国际机场		成都、乐山、德阳、遂宁、眉山、雅安、资阳、内江、自贡、泸州、宜宾
昆明	长水国际机场	昆明市	
青岛	流亭国际机场	山东省	
	青岛海港口岸		
厦门	高崎国际机场	厦门市	
	厦门海港口岸		
武汉	天河国际机场	武汉市	

资料来源：国家移民管理局，中银证券

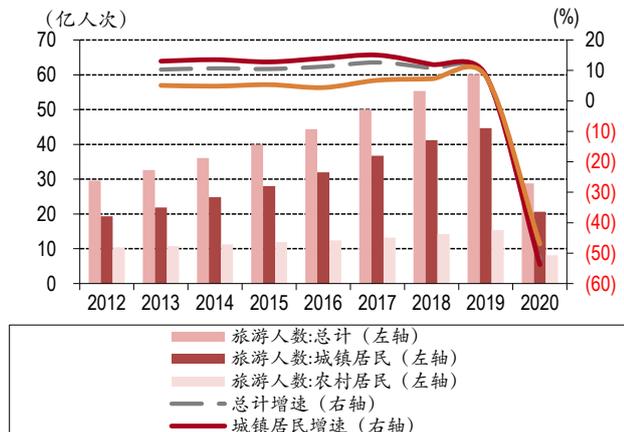
图表 29. 办理 72 小时免签的城市、口岸及免签活动范围

城市	入境口岸	免签活动范围
广州	白云国际机场	广东省
重庆	江北国际机场	重庆市
桂林	两江国际机场	桂林市
西安	咸阳国际机场	西安市、咸阳市
哈尔滨	太平国际机场	哈尔滨市
长沙	黄花国际机场	湖南省

资料来源：国家移民管理局，中银证券

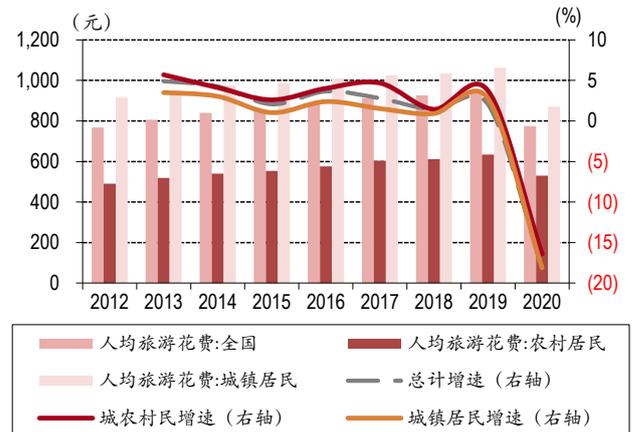
3.2.3 国内旅游相关情况

图表 30. 中国国内旅游人次



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 31. 中国国内旅游人均花费

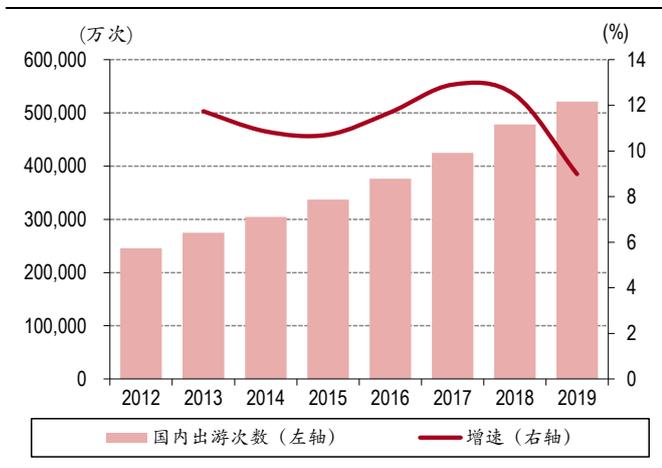


资料来源：国家统计局，中银证券

国内旅游人次总体增长平稳，农村居民旅游人次增速逐年提高。根据国家统计局数据显示，受新冠疫情影响，2020年我国国内旅游出游人次总计28.79亿，同比下降32.06%，其中城镇居民旅游人次20.65亿，同比下降53.81%，农村居民旅游人次8.14亿，同比下降46.97%。2012年至2019年，我国国内旅游总人次从29.57亿增加到60.06亿，年均复合增速10.65%；其中城镇旅游人次从19.33亿增加到44.71亿，年均复合增速12.73%；农村旅游人次从10.24亿增加到15.35亿，年均复合增速5.95%。虽然农村居民旅游人次年均复合增速慢于城镇居民旅游人次年均复合增速，但疫情前的数据显示，农村居民出游人次同比增速出现缓慢提升的态势，增速从2012年的5.08%提升至2019年的8.10%，城镇居民出游人次同比增速则在2019年下降到了8.55%，首次录得个位数百分比增长。一方面，城镇居民可能在出境游便利的前提下，选择出境旅游；另一方面，农村居民随着基本生活保障的改善，对于出游的需求可能增加。

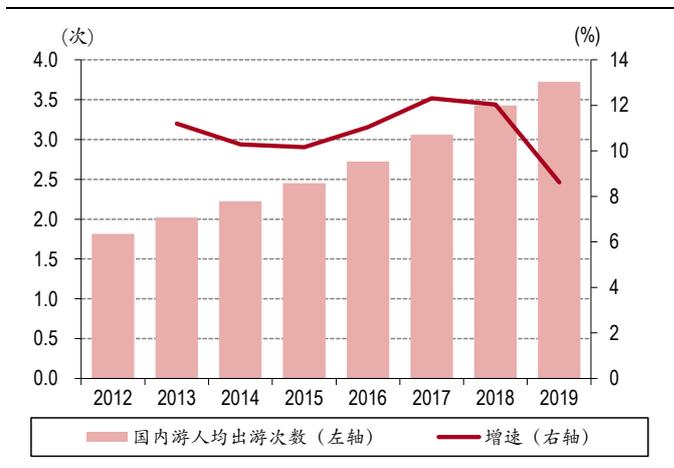
国内旅游人均花费低于入出境旅游人均花费，国内旅游需重视高质量发展。国内旅游人均花费全国平均值从2012年的767.90元提升至2019年的944.70元，年均复合增速3%；城镇居民国内旅游人均花费从2012年的914.50元提升至2019年的1,062.64元，年均复合增速2.17%；农村居民国内旅游人均花费从2012年的491.00元提升至2019年的634.66元，年均复合增速3.73%。但从人均花费层面来看，国内旅游不论人均平均花费还是城镇居民人均花费均低于出境旅游与入境旅游的人均花费。当然，国内的旅游成本在大交通、餐饮、住宿等方面相较入出境旅游更低，并且旅游信息的收集和获取渠道也相对较多，人均花费小于入出境旅游是情理之中。但随着观光旅游向体验旅游转变，“高、养、学、闲、情、奇”新旅游六要素导致传统低价旅游产品、“上车睡觉、下车拍照”的低质旅游产品较难获得市场青睐。此外，出游次数的增多使游客的旅游经验丰富，对旅游产品的质量越发重视。国内旅游在人次以及收入上若需继续保持增长，可能在旅游产品的设计、主题内容的植入、参与形式的创新等方面需要秉持高质量发展的理念才能实现。

图表 32. 中国国内旅游出游次数



资料来源: Euromonitor, 中银证券

图表 33. 中国国内旅游人均出游次数



资料来源: 国家统计局, Euromonitor, 中银证券

国内旅游出游次数逐年提升，人均出游次数与世界高水平接近。根据 Euromonitor 对中国国内出游次数统计显示，2012年，我国国内旅游出游次数为24.59亿次，经过几年增长，到2019年国内旅游出游次数提升至52.12亿次，年均复合增速11.33%。根据国家统计局人口概况数据测算，2012年至2019年，我国国内旅游人均出游次数从1.82次提升至3.72次，增幅较为明显。据《世界旅游经济趋势报告(2019)》表示，中国、日本、法国、加拿大、马来西亚的人均国内旅游出游次数已达到世界第二梯队，与美国、澳大利亚超过4的国内旅游人均出游次数较为接近。

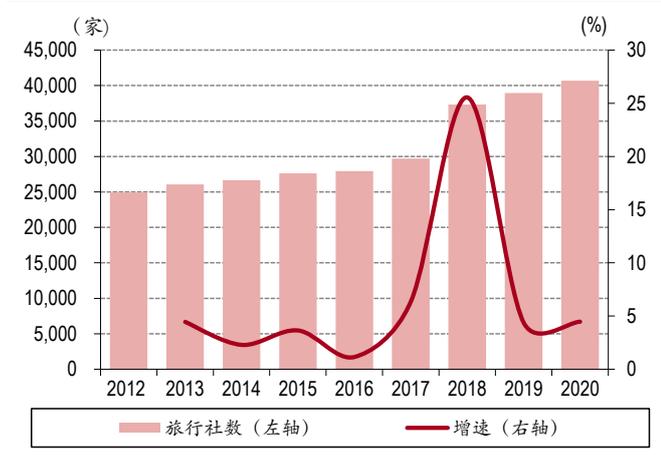
总体来看，我国出境旅游不论在出游人次增速以及人均花费增速均领先国内旅游和入境旅游，但近些年人均出境旅游花费呈现总体下降趋势，国人出境旅游行为更为理性；国内旅游、入境旅游发展在旅游需求转变的背景下，开始出现进入高质量发展的可能，未来的发展预计会随旅游产品、线路、内容、宣传等方面创新而可能获得成长空间。

3.3 我国旅行社行业的发展状况：受疫情影响较为明显，已进入逐步复苏阶段

3.3.1 我国旅行社整体发展情况

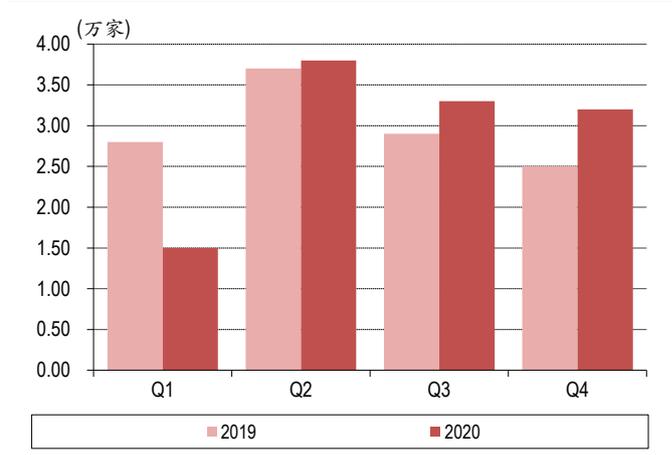
旅行社数量不断增加，疫情加速旅行社企业注销数量。根据国家统计局数据显示，2012 年我国旅行社总数为 24,944 家，截至 2020 年 12 月 31 日，文旅部调查显示我国旅行社数量为 40,682 家，虽然有疫情的影响，但总体数量同比增加 4.47%，2012 年至 2020 年的年均复合增速为 6.31%。据企查查大数据研究院《近十年旅游行业投融资数据报告》显示，2020 年旅游行业吊注销企业达 11.8 万家，其中一季度至四季度分别吊注销 1.5 万家、3.8 万家、3.3 万家、3.2 万家，二至四季度均呈现同比下降趋势，疫情对旅游行业企业的影响还是较为明显。虽然文旅部统计旅行社数量在疫情期间逆势增加，其统计口径预计是以旅行社集团或大型旅行社为主，虽然受到疫情的影响业绩承压，但随着国内旅游逐步放开，旅行社转而深耕国内旅游坚强维持业务。企查查旅行社吊注销量较多的原因可能是其统计口径将个体工商户也包括在内，同时属于旅游集团或大型旅行社在全国各地的加盟门店、自营门店也可能被纳入统计口径，因此才可能产生较大的数据差异。总体来看，疫情可能加速中小及单体旅行社的出清，在一定程度上提升行业集中度。

图表 34. 全国旅行社数量变化



资料来源：国家统计局，文旅部，中银证券

图表 35. 2019 至 2020 年旅游行业企业吊注销量



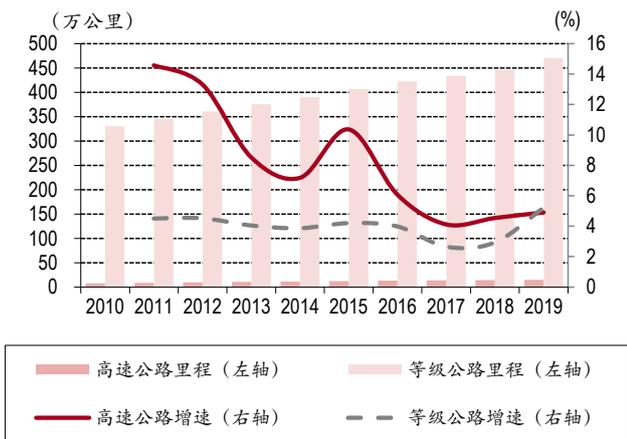
资料来源：企查查，中银证券

图表 36. 2019 年全国旅行社营业收入与旅游总收入对比



资料来源：国家统计局，文旅部，中银证券

图表 37. 中国高速公路、等级公路里程数



资料来源：国家统计局，中银证券

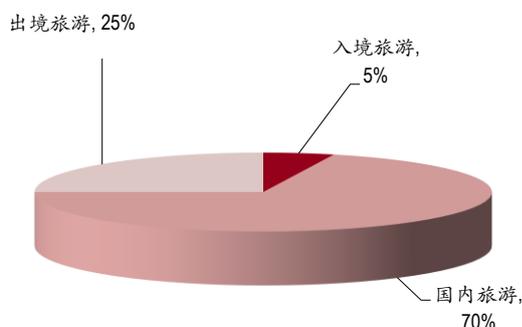
图表 38. 中国高铁、铁路营业里程数及占比



资料来源：国家统计局，中银证券

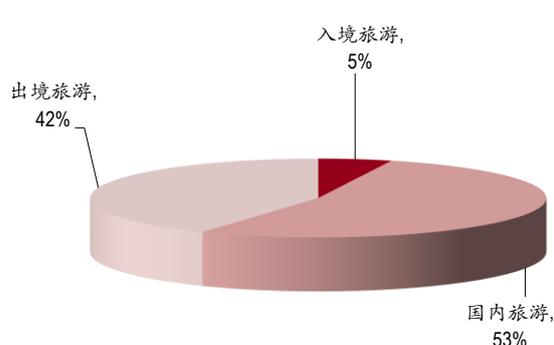
旅行社营业收入出现波动性增长，占旅游总收入比例近年来下降至个位数，自由行出行便利对旅行社组团产品销售具有一定影响。2000 年以来，旅行社营业收入表现出波动性的增长。2000 年旅行社营收为 469.95 亿元，经过二十年发展后在 2019 年旅行社营收为 6,621.76 亿元，年均复合增速 14.94%。旅行社营收出现波动性增长主要表现在受时间和环境的影响明显。例如 2003 年因 SARS 的影响增速出现 8.14% 的下跌，2008 年受南方大雪及汶川地震等影响同比增速下滑至 1.60%，2010 年上海世博会的举办令不少旅行社通过门票业务获得营收提升。但从 2010 年开始，随着 OTA 在行业中的影响力加强，旅游需求开始向自由行转变，旅行社营收增速下降较为明显，2017 年为 3.20%。2018 年至 2019 年，以携程为代表的 OTA 开始向低线城市布局旅行社门店，下沉发展趋势明显，流量从线上开始与线下结合，全国旅行社营业收入同比增速开始抬头，到 2019 年回升至 28.41%。此外，全国旅行社营业收入占旅游总收入比例从 2000 年 10.40%，经过 2010 年 16.87% 的高点，后占比下降至个位数，2019 年全国旅行社营业收入占旅游总收入比例为 9.99%。旅行社营业收入占旅游总收入比例回落至个位数的原因，一方面可能与旅游需求逐步向自由行、家庭游、亲子游等转变相关，国人对于传统旅行社的包团游产品需求可能相对减少；另外一方面，随着我国高铁、高速公路里程不断增加，游客自主出游交通工具得到进一步改善，大交通选择丰富度的提升以及景区最后一公里通达性的提升，国内旅游自由行出游意愿得到一定增加。国家统计局数据显示，2019 年高铁营业里程和高速公路里程分别达到 3.54 万公里、14.96 万公里。此外，随着旅游市场消费者的迭代开始，年轻群体对于国外旅游信息的获取渠道更加通畅，在语言方面较老一辈具有一定优势，出境旅游的自由行比例也可能得到一定提升。

图表 39. 按出游人次统计旅行社业务结构



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 40. 按旅游收入统计旅行社业务结构



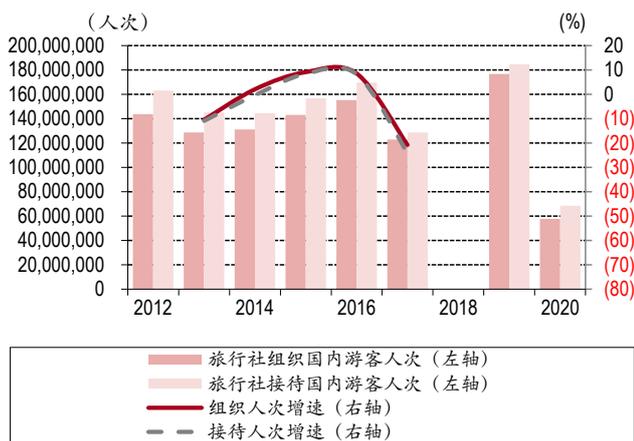
资料来源：国家统计局，中银证券

国内旅游业务在接待人数以及收入方面对旅行社贡献最大，出境旅游对旅行社业务人均贡献最高。根据《文化和旅游部 2019 年度全国旅行社统计调查报告》显示，2019 年全国旅行社入境旅游收入 269.2 亿元，占旅游业务收入中欧冠改良 5.21%；国内旅游收入 2,750.96 亿元，占总量的 53.25%；出境旅游收入 2,145.56 亿元，占总量的 41.54%；按照旅游人次统计，入境旅游、国内旅游、出境旅游市场所占份额分别为 5%、70%、25%。虽然从收入贡献方面来看，国内旅游仍是对旅行社旅游业务收入贡献最大的业务，但出境旅游业务 41.54% 的收入总量占比，叠加旅游人次仅占旅行社服务人数的 25%，可以说出境旅游业务能够为旅行社带来更多的收入贡献。

3.3.2 旅行社组织及接待国内游客、外联及接待入境游客、组织出境游客的情况

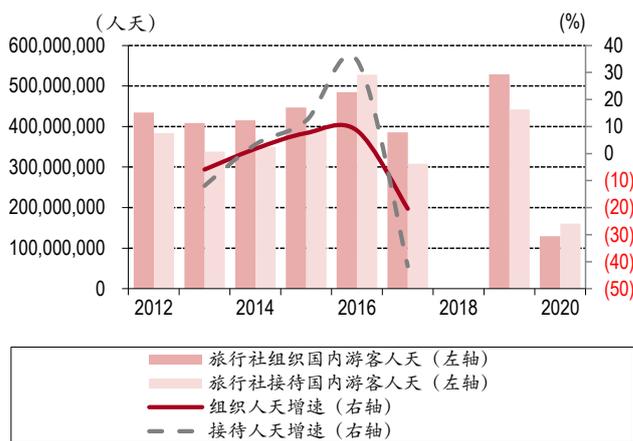
根据文旅部数据中心以及万得行业数据库有关旅行社组织及接待国内游客、组织出境游客、外联及接待入境游客的数据显示，2017 年的相关数据只有第三季度数据，2018 年没有公布旅行社相关数据，故同比增速只统计到 2016 年。此外，国家文旅部仅对外公布了 2020 年全年国内旅游以及旅行社组织、接待国内游客数据，旅行社组织出境游数据、外联及接待入境游数据仅更新到 2020 年第一季度，故国内外旅游的统计周期存在一定差异。同时，考虑到 2020 年新冠疫情在国内外爆发，对旅行社境内的业务影响较为明显，2020 年数据仅作为旅行社业务受不可抗力因素影响的参考，不计入正常条件下的对比。

图表 41. 旅行社组织、接待国内游客人次



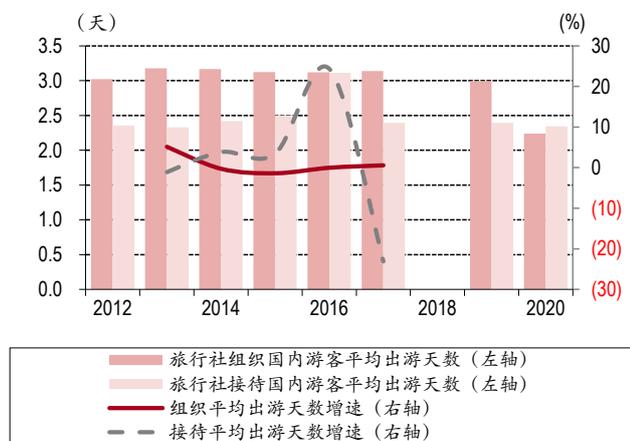
资料来源：文旅部，中银证券

图表 42. 旅行社组织、接待国内游客人天



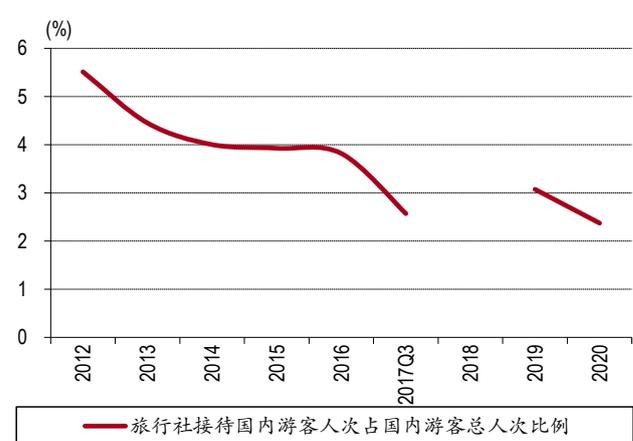
资料来源：文旅部，中银证券

图表 43. 旅行社组织、接待国内游客平均出游天数



资料来源：文旅部，中银证券

图表 44. 旅行社接待国内游客人次占国内游客总人次比例

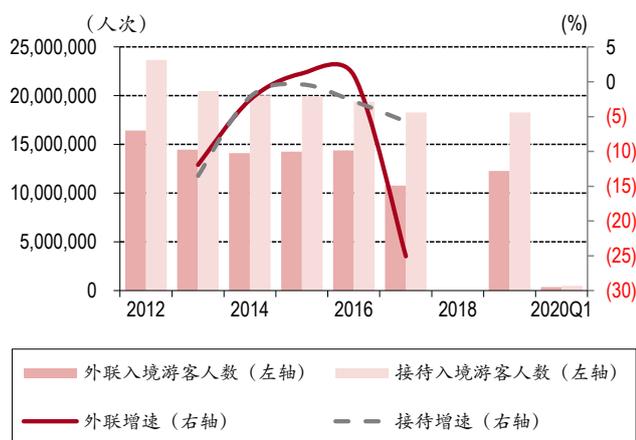


资料来源：文旅部，中银证券

旅行社组织、接待国内游客人次总体增速较慢，人均出游天数无显著变化。旅行社国内旅游业务主要来自组织和接待两个方面，其中组织国内游客人次指旅行社自行招徕组织的国内团队游客人次，接待国内游客人次指旅行社自行组织的团队和受其他旅行社委托接待的国内游客人次。二者之间的差额可被看做是旅行社国内游客地接人次变化的重要参考。2012年和2019年我国旅行社组织国内游客人次分别为1.44亿、1.77亿，年均复合增速2.99%；接待国内游客人次分别为1.63亿、1.84亿，年均复合增长率1.75%；纯地接国内游客人次为0.19亿、0.08亿，年均复合增速-11.68%。值得注意的是，不论组织还是接待国内旅游人次的年均复合增速均不高，并且地接业务在2016年和2019年的下降幅度比较明显，仅达到百万人次的级别。2012至2019年旅行社组织国内游客人均出游天数从3.02天下降到2.99天，出游天数变动幅度不大；类似的情况也表现在接待国内游客人均出游天数，除2016年达到3.12天以外，其余各年人均出游天数在2.33至2.50天之间波动。组织与接待人次、人天以及人均出游天数等指标变化幅度不大，可能与旅行社产品创新力度不够，国内出游方式开始丰富化等因素相关，旅行社的国内业务量可能并没有实质上的提升。

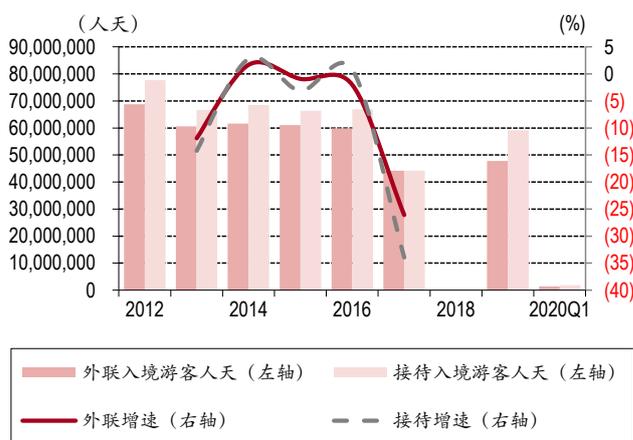
旅行社接待国内游客人次增速低于国内旅游总人次增速，旅行社接待人次占比维持低位。2012年至2019年我国国内旅游总人次年均复合增速为10.65%，高于旅行社国内组织、接待游客人次增速，在一定程度上说明近些年旅行社组团、地接业务受到自由行、自助旅游形式的冲击。从旅行社接待国内游客人次占国内旅游总人次的比例角度来看，2012年为5.51%，随后开始出现下降趋势，到2019年占比仅为3.08%。这一比例的逐渐走低，一方面可能验证了国内团队旅游发展与需求市场发展的错配，另一方面更说明旅行社国内旅游组团产品市场吸引力可能不够。

图表 45. 旅行社外联、接待入境游客人次



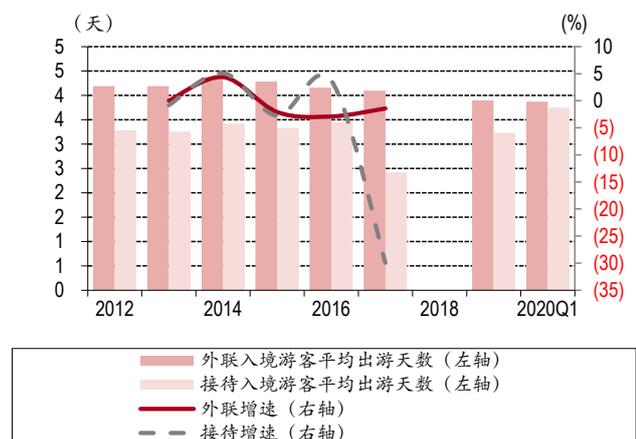
资料来源：文旅部，中银证券

图表 46. 旅行社外联、接待入境游客人天



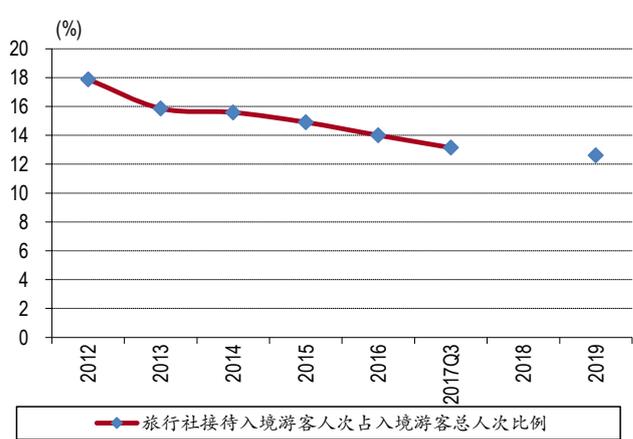
资料来源：文旅部，中银证券

图表 47. 旅行社外联、接待入境游客平均出游天数



资料来源：文旅部，中银证券

图表 48. 旅行社接待入境游客人次占入境游客总人次比例

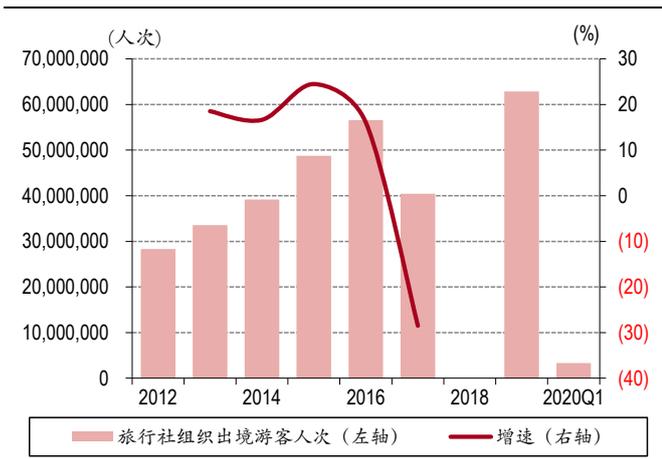


资料来源：文旅部，中银证券

旅行社外联、接待入境游客人次呈现下降趋势，平均出游天数整体变动幅度不大。旅行社外联入境游客人次指旅行社自主对外招徕入境游客人数，反映旅行社自组外联的能力；旅行社接待入境游客人次指旅行社实际自组外联入境游客及接受其他旅行社委托接待的入境游客人次。2012年我国旅行社外联入境游客人次为1,643.64万，到2019年下降至1,227.29万，年均复合增速为-4.09%，说明我国旅行社在境外自组外联的能力逐渐下降，在国外入境中国旅游市场的影响力较为有限。2012年至2019年接待入境游客人次从2,366.61万下降至1,829.62万，年均复合增速-3.61%，说明我国旅行社接待其他旅行社委托接待的入境游客人次也逐年递减。此外，外联及接待入境游客人天数数据同样具有一定下降趋势，2012年、2019年的外联和接待入境游客平均出游天数分别为4.19天、3.28天，3.90天、3.23天，虽然整体变动幅度不大，但可以看出外国及中国港澳台地区游客对旅行社组团入境需求可能出现一定的疲软。

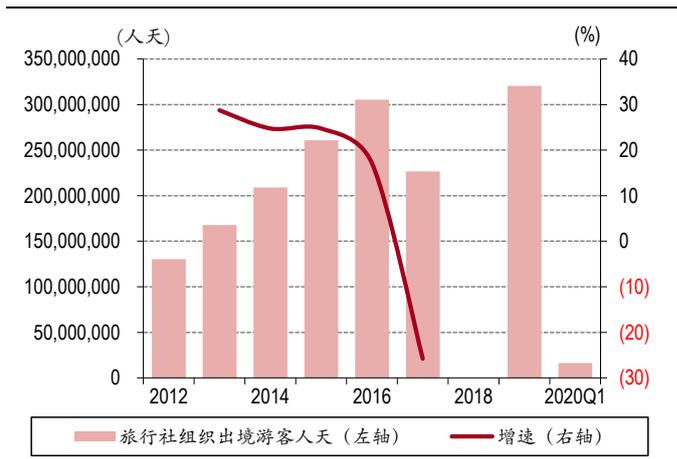
旅行社接待入境游客人次占总入境游客比例逐年下降，一定程度说明旅行社入境业务的压力。我国入境游客人次2012年至2019年年均复合增速1.31%，高于旅行社外联、接待入境游客同期间年均复合增速。此外，旅行社接待入境游客人次占总入境游客人次比例从2012年的17.87%下降到2019年的12.62%，说明在入境游客人数增长的同时，旅行社的入境团队业务面临一定发展压力。建国后我国旅行社成立的主要目的是服务华侨以及外宾，但随着中国对外开放程度提升，旅游信息传递电子化，便利境外旅游者来华旅游，来华旅游的方式也更为多样和灵活。

图表 49. 旅行社组织出境游客人次



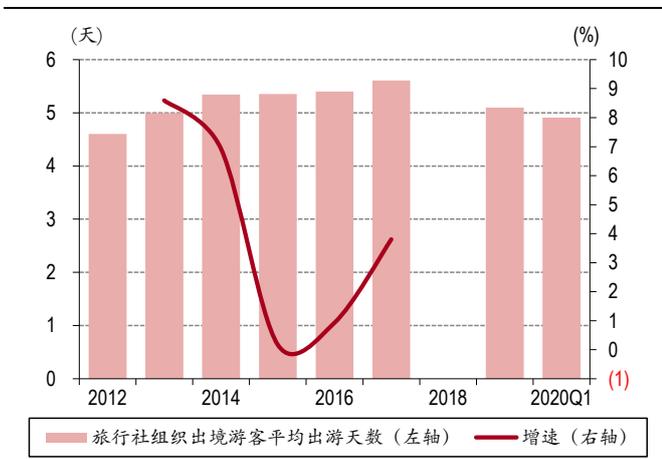
资料来源：文旅部，中银证券

图表 50. 旅行社组织出境游客人天



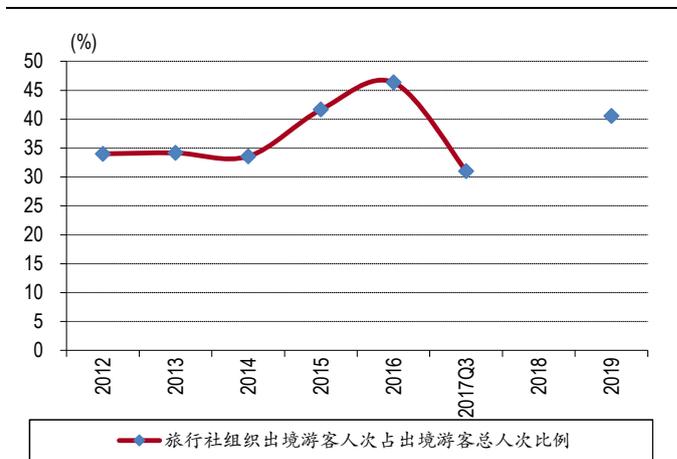
资料来源：文旅部，中银证券

图表 51. 旅行社组织出境游客平均出游天数



资料来源：文旅部，中银证券

图表 52. 旅行社组织出境游客人次占出境游客总人次比例



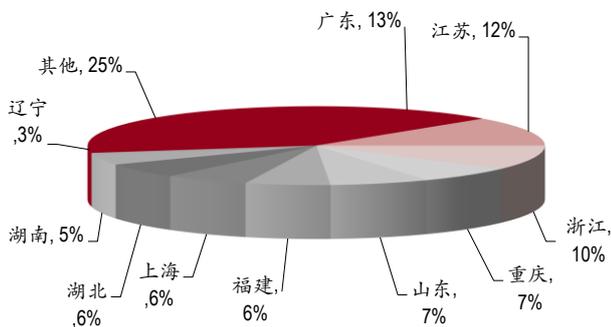
资料来源：文旅部，中银证券

旅行社组织出境游客人次总体呈现上升态势，平均出游天数高于国内与入境旅游。2012年至2019年，旅行社组织出境游客人次从2,830.57万增加至6,288.06万人次，年均复合增速12.08%，与旅行社组织、接待国内游客人数，外联、接待入境游客人数不同，旅行社组织境外游客人数录得两位数的百分比增长，与我国出境旅游总体呈现上升趋势相同。一方面，以出国旅游为代表的出境游客在语言、交通、住宿、餐饮等方面的自主预订便利度不及国内，另一方面，出境旅游需求近年来呈现高端化趋势，旅行社可能因追求较高客单价而重视出境旅游业务。从平均出游天数上来看，2012年至2019年，我国旅行社组织出境旅游平均出游天数维持在4.60天至5.61天之间，总体上高于国内和入境游客人均出游天数，出游天数的增多也有可能摊薄境外旅游产品的成本，有助于提升境外业务的利润水平。

旅行社组织出境游客人次占出境游客总人次比例维持较高水平，年均复合增速高于总体出境游。我国旅行社组织出境游客人次占出境游客总人次比例从2012年的34.02%提升至2019年的40.57%，其中在2016年占比曾达到46.37%，显著高于旅行社接待国内、入境游客人次的占比。此外，2012年至2019年，旅行社组织出境游客人次年均复合增速也略高于我国出境旅游人次9.30%的年均复合增速。形成上述情况的原因可能与出境旅游包团能够提升出国旅行的安全性，降低游客在境外因为各种原因造成的时间以及花费方面的成本有关。

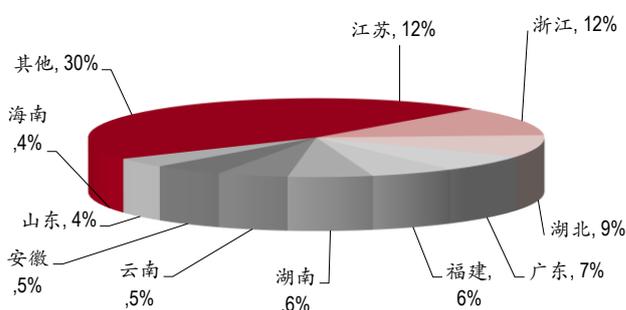
从旅行社不同业务发展情况来看，我国旅行社组织出境旅游业务的发展态势优于组织、接待国内旅游以及外联、接待入境旅游。因此，新冠疫情导致出境旅游暂未放开，对我国旅行社业绩的恢复造成较大的影响。

图表 53. 2019 年旅行社国内游组织人次 TOP10 地区



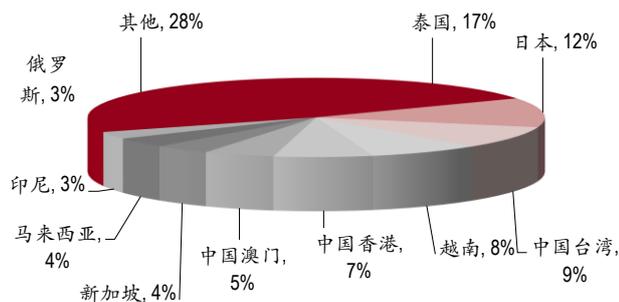
资料来源：文旅部，中银证券

图表 54. 2019 年旅行社国内游接待人次 TOP10 地区



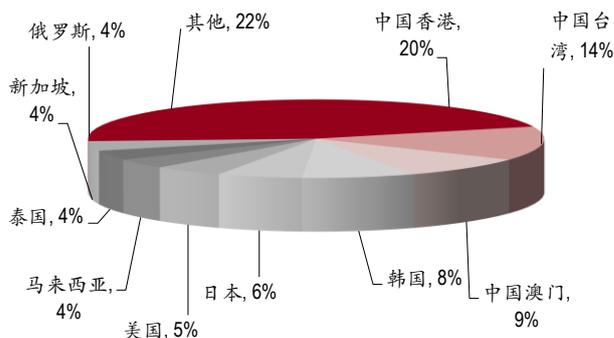
资料来源：文旅部，中银证券

图表 55. 2019 年旅行社出境游组织人次 TOP10 国家和地区



资料来源：文旅部，中银证券

图表 56. 2019 年旅行社入境游外联人次 TOP10 国家和地区



资料来源：文旅部，中银证券

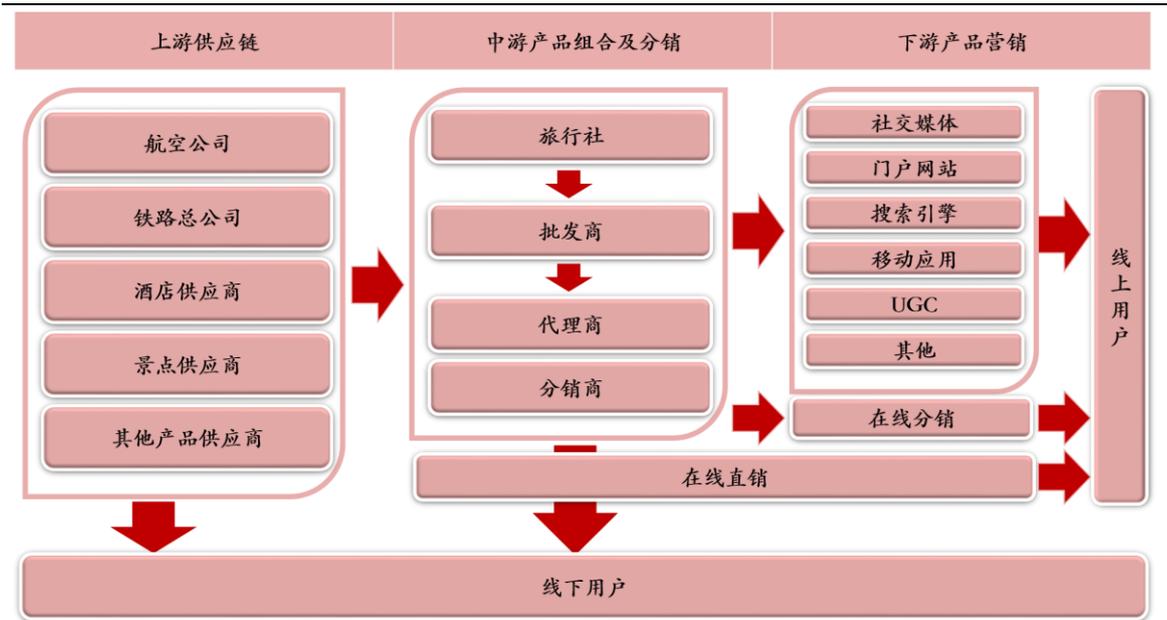
国内旅游组织人次前十地区多数属于高线城市所在地，接待人次前十地区拥有丰富旅游资源。2019年，旅行社国内旅游组织人次前十地区依次为广东、江苏、浙江、重庆、山东、福建、上海、湖北、湖南、辽宁，主要为高线城市以及经济发展较好的华东、华南及长江经济带等地区。上述地区居民收入相对较高，可能会有利于出游需求的提升。2019年旅行社国内旅游接待人次前十地区分别为江苏、浙江、湖北、广东、福建、湖南、云南、安徽、山东、海南。上述地区大多是我国旅游资源丰富且团队旅游线路成熟的地区，如诗画江南的江浙皖、体验少数民族和自然风光的两湖与云南、儒家文化和著名山体的山东、休闲度假与免税购物所在地海南。

出境旅游组织人次前十国家和地区主要分布在亚洲及邻国，入境旅游外联人次前十国家和地区除美国外与出境旅游相似。2019年旅行社出境旅游组织人次前十国家和地区为泰国、日本、中国台湾、越南、中国香港、中国澳门、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、俄罗斯，皆为与我国相邻或相近的亚洲与欧洲国家和地区。上述国家和地区的出游成本相对较低、文化习俗较为相近、华人华侨相对集中等可能是吸引我国出境团队游客的因素。2019年旅行社入境旅游外联人次排名前十的国家和地区包括中国香港、中国台湾、中国澳门、韩国、日本、美国、马来西亚、泰国、新加坡、俄罗斯等。其中粤港澳大湾区发展战略可能是促进中国香港、中国澳门游客赴内地旅游的新的催化因素，并且商贸往来、民间及官方文化交流、青少年互动等可能是拉动诸如韩国、日本、美国等国家游客以团队方式赴我国游览的推动因素。

3.3.3 我国传统旅行社面临的挑战

(1) 处于旅游产业链中游，对上游资源议价能力面临挑战

图表 57 旅游产业链示意图



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

旅行社处于旅游产业链中游，中介特性明显。旅行社在旅游产业链中位于中游，处于上游旅游资源和下游用户之间。在 OTA 以及互联网没有兴起和普及之前，游客自己预订旅游资源较不便利，并且也拿不到较好的价格，因此旅行社主要通过压低上游资源价格，通过资源整合形成产品，而后销售给用户，赚取利润。旅游资源以及相关信息的差异化使游客对旅行社的依赖较强，并且旅行社同样能够通过人流组织的优势获取价格较低的资源，例如旅行社会采取包房、切机票、购团餐、切门票等形式控制资源采购成本。

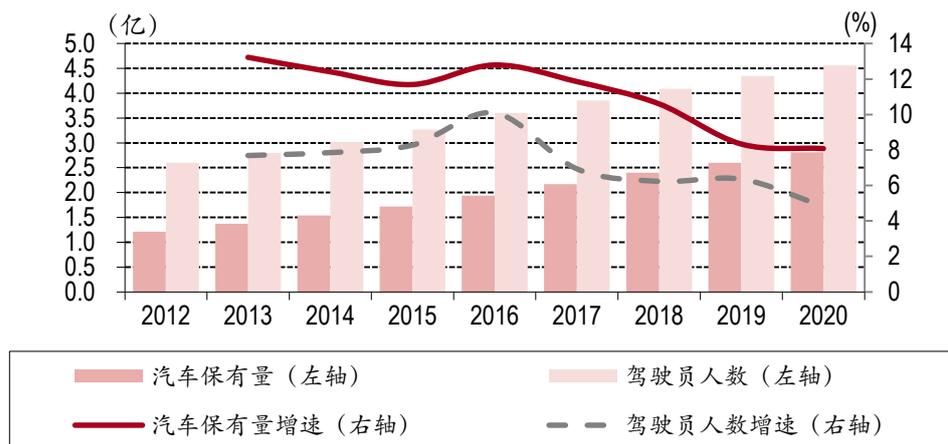
随着信息的透明化，旅行社对上游的议价能力减弱。OTA 的出现将传统旅游产品的预订和购买搬至线上，由于入住的商家能够直接和潜在游客在平台上进行信息的接收与传递，平台从中收取一定的费用，或收取商家一定的订单金额比例作为中介费。虽然 OTA 仍然充当了中介的角色，但创造了潜在游客和资源方的交流平台。相对地，旅行社对于产业链上游的议价能力开始减弱。

直客比例的提升，形成对旅行社中游地位的挑战。随着互联网和智能移动设备的普及和运用，越来越多的上游资源方能够逐渐摆脱线下旅游社和 OTA，直接与潜在游客进行信息传递和接受。例如，近些年航司、酒店等上游资源供应商对直客比例的重视。不仅潜在游客能够更为清晰的了解资源的价格，资源方也能够省去中介费用和中间差价，更好地形成属于自己的会员体系，进而完成会员营销和回馈，例如华住会等。

(2) 以自驾游为代表的出游形式丰富化的挑战。

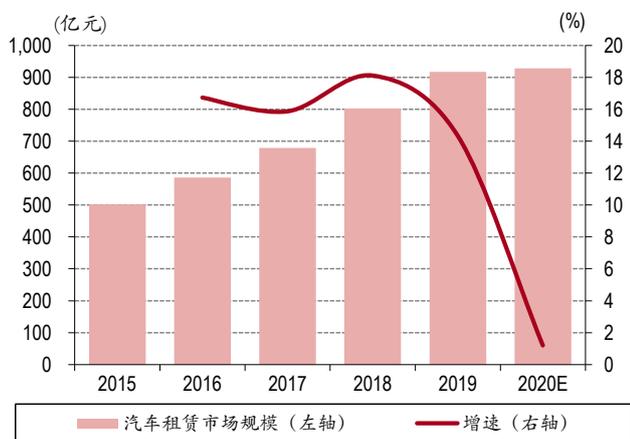
我国汽车保有量、驾驶员人数持续增加，自驾旅游获得发展良机。2012 年我国汽车保有量为 1.21 亿辆、驾驶员人数为 2.6 亿人，到 2020 年我国汽车保有量已达 2.81 亿辆，驾驶员人数也达 4.56 亿人，年均复合增速分别为 12.79%、8.36%。2020 年我国驾驶员人数为汽车保有量的约 1.62 倍，说明我国仍存在一部分拥有驾照但没有私家车的群体存在，这类群体本质上就是日常租车、出行租车的重要目标客群。相比传统的跟团旅游，自驾游虽然在出行方面没有团队旅游舒适，但是相对弹性的出行时间、更为私密的出游体验、更加个性的目的地访问等因素可能是自驾游受到旅游市场青睐的重要因素。

图表 58. 我国汽车保有量及驾驶员人数变化情况



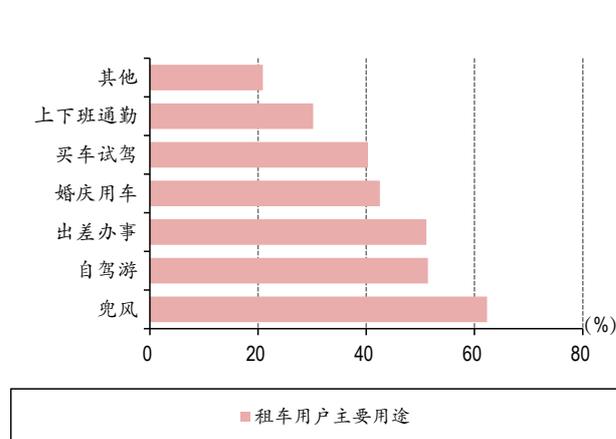
资料来源：公安部，中银证券

图表 59. 中国汽车租赁市场规模



资料来源：比达咨询，中银证券

图表 60. 2020 年 1 季度用户租车主要用途



资料来源：比达咨询，中银证券

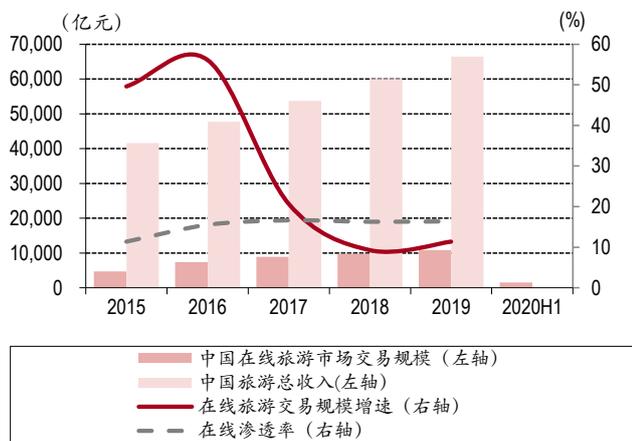
疫情前，汽车租赁市场规模稳定增长，用户租车以出游出行为主。据比达咨询数据显示，2015年至2019年我国汽车租赁市场规模从502亿元增加到917亿元，年均复合增速16.26%，保持较为稳定的增长态势。由于新冠疫情在2020年对国人出游、出行方面的影响，比达咨询预测2020年汽车租赁市场规模可能同比微增1.20%，达到928亿元。比达咨询2020年一季度调研显示，用户租车主要用途中兜风、自驾游、出差办事排名前三，分别达到62.3%、51.4%、51.1%。不难看出，用户选择租车的主要目的就是解决出游和出行的交通问题，尤其在国人认为出行可能增加疫情感染的情绪影响下，健康属性更高、接触性较低的自驾逐渐扮演重要的角色。

自驾游逐渐成为家庭出游首选，数据持续增长丰富人们出游方式。携程发布报告显示，2020年“十一”黄金周自驾游市场连创纪录，租车的车日量增长达到50%，单日用车突破7万车日，游客租车平均订单消费2,156元，租车平均使用天数达到4.5天，并且在舒适型、经济型依然为主流车型的基础上，高端汽车、跑车的使用意愿也出现一定幅度的增长。2021年春节长假在响应“就地过年”的号召下，省内游、周边游成为春节热门的出游话题之一，据一嗨租车数据显示，2021年春节全国本地用车同比去年增长211%，同比2019年也增长了130%。自驾游在去年国庆以及今年春节黄金周的火爆，可能有疫情影响和“就地过年”号召带来的催化，但出游、出行的自由度提升、以家庭为单位的私密性旅程等可能是自驾游增长背后的重要因素。

自驾游数据的火爆是对旅行社打包产品的冲击因素之一。不论国内还是国外旅游，旅行社主要的业务仍是打包旅游产品，是将旅游过程中需要使用的资源经过计调后形成打包产品，进而销售给游客。但近年来自驾游受到市场青睐，其本质就是对旅行社打包产品中大交通和小交通一定程度的冲击和代替。在高速公路里程增加，景区最后一公里等基础设施建设完善的前提下，三小时旅游圈的可达性可能获得提升，旅行社国内打包旅游产品因交通出游方式的增多可能会面临挑战。

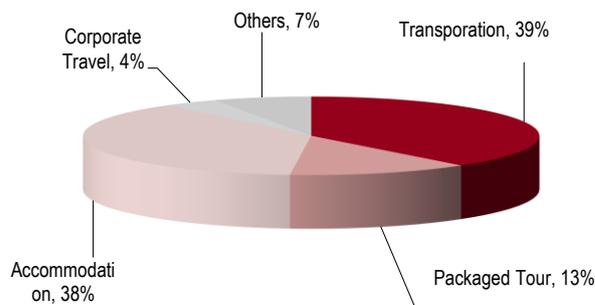
(3) 线上旅游市场份额维持高位，OTA布局门店下沉的挑战

图表 61. 中国在线旅游市场交易规模及渗透率



资料来源：文旅部，易观，中银证券

图表 62. 2019 年携程收入结构



资料来源：彭博，中银证券

在线旅游市场规模随增速较前几年放缓，但渗透率维持较高水平。据易观发布的《2020年中国在线旅游市场观察》报告显示，2015年至2019年，中国在线旅游市场交易规模从4,737.7亿元提升到10,866.5亿元，年均复合增速为23.06%，渗透率（线上旅游市场交易规模/中国旅游总收入）从2012年的11.40%，经过2017年16.61%的高点，到2019年仍然维持在16.36%的较高水平。与旅行社近些年营业收入相比，线上旅游市场不论是交易规模还是年均复合增速都超过了线下旅行社。我们预计，随着物联网建设的深入，移动设备使用量的提升，在线旅游市场将有可能在中长期保持较高水平的渗透率，对传统旅行社将可能继续保持流量和渠道方面的优势。

以携程为代表的在线旅游服务商收入结构中碎片化旅游产品占比较高，符合旅游需求发展趋势。2019年，携程收入结构中占比最大的是以机票为代表的大交通订单消费，贡献营收140亿元，占比约39%；其次为住宿预订，创造135亿元营收，占比约38%；与传统旅行社业务较为相似的包价旅游和商务出行分别贡献营收45亿元、13亿元，占比13%、4%。携程作为我国在线旅游服务商的代表，其收入结构中最大的两块是传统包价旅游产品中的大交通和住宿，与基础款自由行产品的“机+酒”比较类似，但不同在于携程在保留“机+酒”的基础上，也将大交通和住宿拆开进行在线预订销售，相对更符合目前旅游市场需求的碎片化发展趋势。

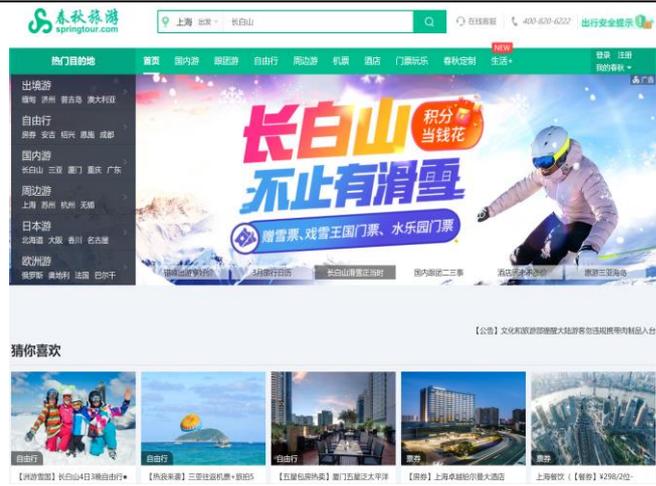
线上旅游服务商开启下沉发展模式，赋能门店技术及品牌优势。近些年，在线旅游企业开启了布局线下门店的发展战略。据南方都市报报道，携程2016年收购旅游百事通，将其拥有的5,000多家门店纳入麾下，全面落地二三四线城市。新浪财经报道，截至2019年12月初，“携程旅游”门店已覆盖240多个地级市、507个县域城市、约3,000家规模，加上旅游百事通以及去哪儿线下门店，携程系旅游门店总数约8,000家左右，在337个中国地级及以上城市中落地290个，覆盖率达86%，已经超越同行成为全国行业第一。与其他在线旅游服务商主要采取直营发展不同，携程线下门店主要采取加盟方式进行落地和扩张，将品牌效应、产品以及技术优势赋能给门店，新零售模式基本搭建完成。此外，根据新旅界的报道称，2019年，携程旅游门店在一线城市覆盖率为100%，二线城市覆盖率为97%，三线城市覆盖率91%，以“门店到县”为目标的“660项目”已经完成在500多个县级城市的布局，显示下沉发展取得的成绩。

图表 63. 携程旅游线下门店图



资料来源：新浪财经，中银证券

图表 64. 春秋旅游网截图

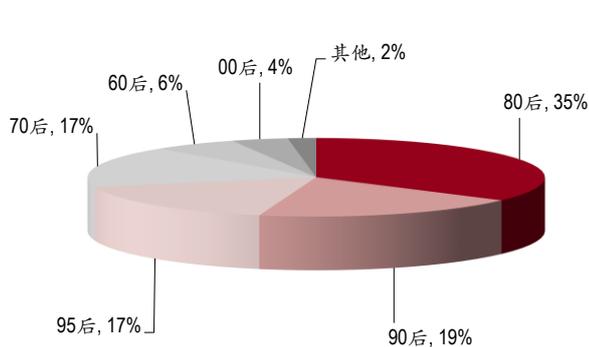


资料来源：春秋旅游网，中银证券

传统旅行社往线上发展，力求能够实现线上、线下融合发展。上海春秋国际旅行社（集团）有限公司成立于1981年，旗下拥有航空、旅行社、酒店等板块，也是国内较早进行电子商务模式创新的传统旅游集团。据公司官网介绍，2011年春秋网（www.ch.com）与春秋旅游网（www.springtour.com）开始分网运行；前者主要依托春秋航空公司来进行机票和旅游产品的预订，后者主要是集团旗下旅行社在线旅游网站，并且已经开发了手机App和微信小程序。虽然暂时无法与携程等OTA的线上业务量相比，但对于线上业务的创新和坚持也符合目前市场预订和购买旅游产品的趋势。春秋是我国20强旅游集团，在技术迭代、人才建设等方面具有一定优势，对于线上的创新也具有一定支持；但对于中小型的传统旅行社而言，向线上的转型可能未必会像春秋这么顺利。

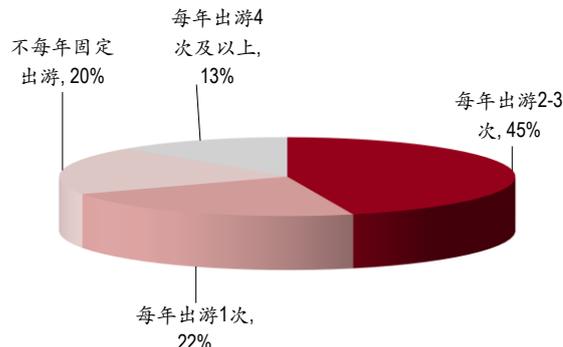
(4) 旅游消费市场的迭代对旅行社业务及产品提出新的要求

图表 65. 2019 年携程平台用户预订旅游产品年龄画像



资料来源：携程，中银证券

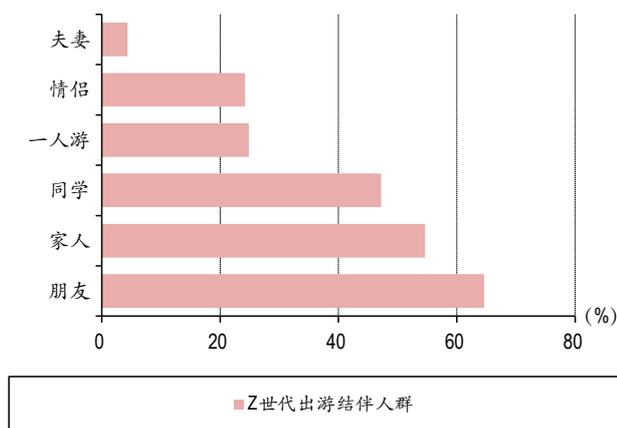
图表 66. Z 世代出游频率



资料来源：马蜂窝，中银证券

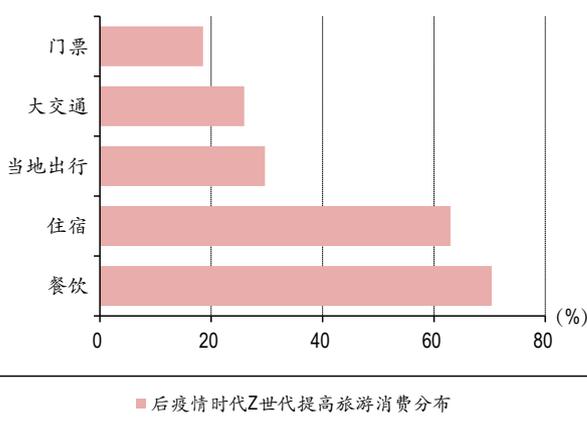
“Z世代”已经成为出游的重要人群，高频出游特征较为明显。“Z世代”主要指的是1995年至2009年出生的年轻人，在我国可以定义为“95后”和“00后”。根据马蜂窝报告称，2018年“Z世代”总人数约2.6亿，占总人口近19%，互联网的发展是他们成长的重要背景，智能手机、社交软件、短视频、直播、游戏成为他们生活的重要部分。根据携程统计，2019年在平台预订旅游产品中80后占比35%，90后占比19%，以95后和00后为代表的“Z世代”分别占比17%、4%。不难看出，旅游消费人群的迭代已经开始，以90后、95后为代表的年轻群体开始扮演重要角色，甚至00后也出现在了预订的人群当中。此外，马蜂窝报告显示，“Z世代”中每年出游2-3次的人群占比最高，达到45.34%，每年出游1次的人群占比22.36%，不每年固定出游的人群占比19.88%，每年出游4次及以上的人群占比12.42%。

图表 67. Z 世代出游结伴人群画像



资料来源：马蜂窝，中银证券

图表 68. 后疫情时代 Z 世代提高旅游消费分布



资料来源：马蜂窝，中银证券

Z世代出游重视朋友、家人和同学，疫情没有影响旅游消费水平，他们甚至愿意提高消费。在出游结伴人群方面，马蜂窝报告显示，“Z世代”最喜欢和朋友一起旅行，占比高达64.6%；同时他们也会表现出对家庭的重视，与家人共同出游比例达54.66%；值得注意的是占比24.84%一人游在一定程度上也体现了Z世代独立的个性。中国“Z世代”独生子女的比例较大，在家享受父母的疼爱，对家庭的消费也有一定话语权。据马蜂窝数据显示，虽然新冠疫情对出游以及旅游花费具有一定影响，但47.2%的“Z世代”受访者表示会保持和疫情前同级别的旅游花费；16.77%的受访者表示疫情抑制了出游，疫情后的出游可能会提高消费，主要集中于餐饮、住宿以及在旅游目的地当地的出行等方面的消费提升。

图表 69. Z 世代最喜欢的国内外旅游城市 TOP20

国内排名	城市	省份	国外排名	城市	国家
1	北京	北京	1	曼谷	泰国
2	成都	四川	2	东京	日本
3	上海	上海	3	巴厘岛	印度尼西亚
4	重庆	重庆	4	大阪	日本
5	西安	陕西	5	清迈	泰国
6	广州	广东	6	首尔	韩国
7	杭州	浙江	7	芽庄	越南
8	南京	江苏	8	京都	日本
9	厦门	福建	9	芭提雅	泰国
10	青岛	山东	10	吉隆坡	马来西亚
11	苏州	江苏	11	塞班岛	美国
12	长沙	湖南	12	亚庇	马来西亚
13	三亚	海南	13	奈良	日本
14	武汉	湖北	14	迪拜	阿联酋
15	深圳	广东	15	巴黎	法国
16	丽江	云南	16	甲米	泰国
17	大理	云南	17	胡志明市	越南
18	天津	天津	18	札幌	日本
19	昆明	云南	19	莫斯科	俄罗斯
20	大连	辽宁	20	岘港	越南

资料来源：马蜂窝，中银证券

国内城市中一线、新一线及网红城市受到 Z 时代青睐，国外城市性价比和交通时间成为考虑因素。

“Z 世代”国内旅游目的地选择方面主要为北京、上海、成都、重庆、西安、广州等一线及新一线城市，这些城市经济发展水平较高，基础设施建设良好，旅游资源也相对丰富；不过例如成都、重庆、西安等城市排名较高也验证了“Z 世代”对于网红城市的追捧。外国旅游目的地城市方面，“Z 世代”青睐的城市主要来自泰国、日本、马来西亚、越南等东亚和东南亚国家，曼谷、东京、巴厘岛、大阪、清迈等城市排名前五。“Z 世代”在出境旅游目的地选择时，出游性价比、交通时长等因素具有一定的影响力。

图表 70. 疫情前后 Z 世代出游决策及消费行为的变化一览

Z 世代文旅消费行为变化	疫情前 (%)	疫情后 (%)	变化 (%)
国内游提前 2 周到 1 个月计划出游的人群占比	46.58	45.96	(0.62)
国内游不提前计划的人群占比	36.02	29.19	(6.83)
出境游提前 1 至 3 个月计划出游的人群占比	37.27	31.06	(6.21)
出境游提前半年及以上计划的人群占比	14.91	44.22	29.31
出境游不提前计划的人群占比	4.35	1.86	(2.49)
体验当地特色美食小吃，“苍蝇馆”也不怕	86.96	35.28	(51.68)
选择性价比高、服务正规的连锁品牌	43.48	74.60	31.12
提前预定米其林等高级餐厅	18.03	20.50	2.47

资料来源：马蜂窝，中银证券

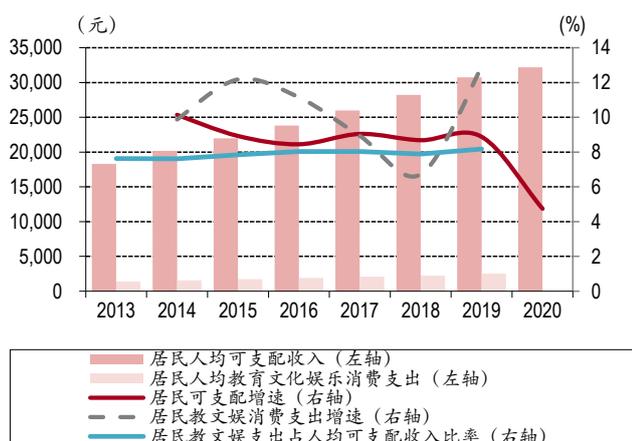
疫情前后“Z 世代”出游决策出现一定变化，安全性、健康性因素影响较大。国内旅游方面，疫情前后提前做出游计划的“Z 世代”人群占比变化不大，但不提前计划的占比从 36.02% 下降至 29.19%。该变化说明疫情对“想走就走”的出游有一定影响，不过近三成的人群占比仍证明“Z 世代”在国内出游方面的自由性。疫情前后“Z 世代”出境旅游的决策发生较大幅度的变化，一方面，需要较长时间计划出境旅游的人群占比显著提高；另一方面“说走就走”的出境游人群占比也具有一定下降。与较为便捷的国内旅游不同，受疫情在国内外爆发程度不同的影响，“Z 世代”对出境游的态度较为谨慎。餐饮方面，疫情前愿意体验当地特色美食小吃的“Z 世代”人群占比达到 86.96%，甚至“苍蝇馆”都可以接受；疫情后“Z 世代”在餐饮方面更愿意选择性价比高、服务正规的连锁品牌，说明受疫情影响，“Z 世代”出游时安全性和健康性的防疫意识有一定提升。

因此，首先，旅行社对自由行、自驾游等出游偏好增多的回应是产品创新的重要方面，其中对诸如汽车租赁、大交通、住宿为代表的碎片化旅游需求而形成的产品 SKU 可能是满足去求变化的前提。其次，旅行社发展线上预订业务可能是业务转型的突破口，但仍应该重视门店积累的线下客流资源以及私域流量的开发，毕竟有客源才能开展业务。最后，旅行社应主动抓住“Z 世代”为代表的年轻客群对打卡地的偏爱，种草文化的流行、行中行后在平台的分享，短视频及直播获取信息等特点进行布局，了解他们的习惯和打造能够与之形成良好沟通的途径，毕竟“Z 世代”是未来中国消费的主力军。

3.4 居民可支配收入及人均 GDP 的提升，有利于以旅游为代表的可选消费提升

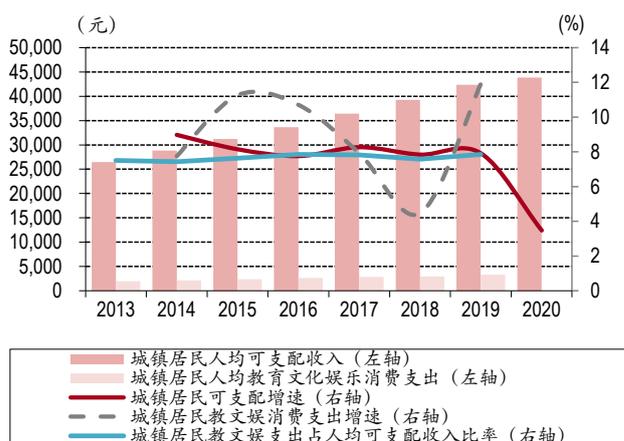
居民人均可支配收入逐年提升，农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民。根据国家统计局最新数据显示，2013 年至 2020 年我国居民人均可支配收入从 18,311 元提升至 32,189 元，年均复合增速 8.39%，除 2020 年受疫情影响增速出现显著下行以外，总体上保持了稳定的增长。其中城镇居民人均可支配收入从 2013 年的 26,467 元增加到 2020 年的 43,834 元，年均复合增速 7.47%，受疫情影响，2020 年同比增速放缓至 3.48%。农村居民人均可支配收入从 2013 年的 9,430 元提升至 2020 年的 17,131 元，年均复合增速 8.90%，高于城镇居民人均可支配收入年均复合增速。由于城镇居民年均可支配收入基数相对农村居民更高，叠加近些年是扶贫工作和乡村振兴的关键年份，从中央到地方“三农”工作以及脱贫工作是重点；因此农村居民人均可支配收入增速相对较高。

图表 71. 居民人均可支配收入变化趋势



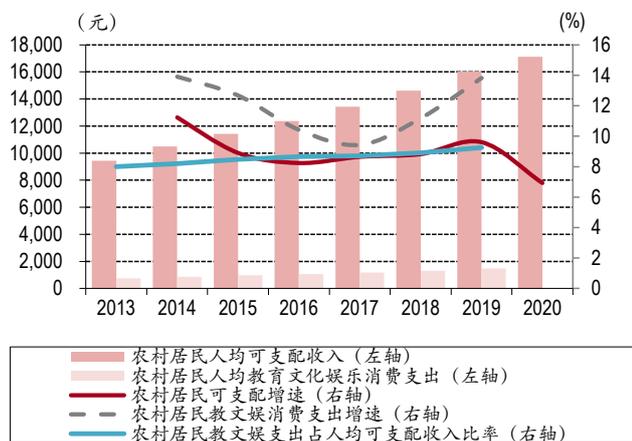
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 72. 城镇居民人均可支配收入变化趋势



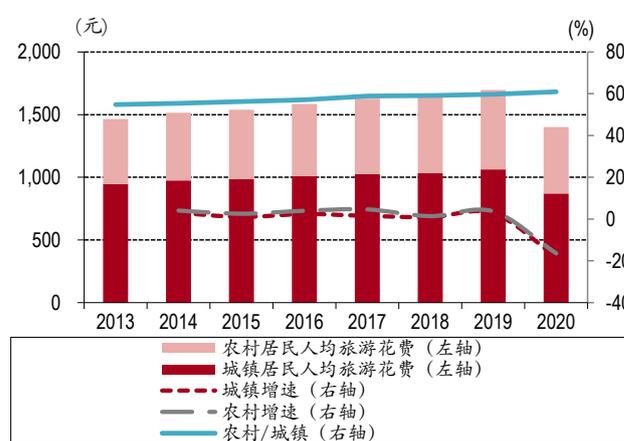
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 73. 农村居民人均可支配收入变化趋势



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 74. 城镇、农村居民国内旅游人均花费趋势

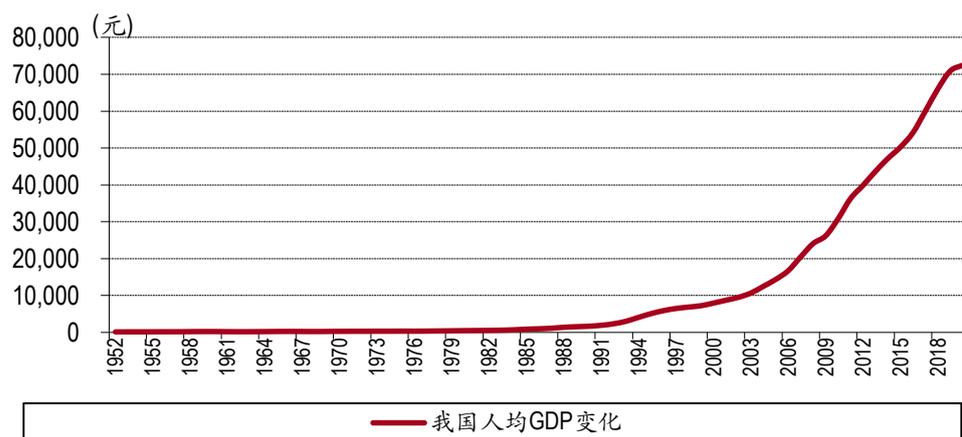


资料来源：文旅部，中银证券

居民教文娱消费支出逐年提升，占人均可支配收入比率农村居民高于城镇居民。根据国家统计局最新数据显示，2013年至2019年我国居民教育文化娱乐消费支出从1,398元提升至2,513元，年均复合增速10.27%。城镇居民人均教育文化娱乐消费支出从2013年的1,988元增长至2019年的3,328元，年均复合增速8.97%；农村居民人均教育文化娱乐消费支出从2013年的755元提升至2019年的1,482元，年均复合增速11.90%。增速方面农村居民高于城镇居民。其原因可能是农村居民教文娱消费支出基数较低；但随着农村地区基础设施不断完善，移动互联网发展，教文娱的消费场景开始增多，农村居民可能有更多的机会进行消费。居民人均教育文化娱乐消费支出占居民人均可支配收入的比率出现小幅提升，2019年为8.18%；其中城镇居民教文娱支出占可支配收入比率变动幅度不大，基本维持在7.43%至7.86%；农村居民教文娱支出占可支配收入比率提升幅度较大，从2013年的8.01%提升至2019年的9.25%。其原因可能与近些年脱贫攻坚取得显著效果相关，农村居民在温饱不成问题的前提下，可能会将更多的可支配收入用于精神层面需求的支出。

可支配收入与教文娱支出的提升，城镇与农村居民国内旅游人均花费也有一定程度的增加。2013年至2019年，我国城镇、农村居民国内旅游人均花费均呈现小幅增长的势头，其中农村居民国内旅游人均花费增速高于城镇居民。2020年，虽然出游受到疫情影响，旅游花费也呈现下降趋势，但从下跌幅度来看，农村居民国内旅游人均花费小于城镇居民。上述情况也印证了前文提到的旅行社向低线级农村地区下沉布局的理由，说明旅行社行业可能更加看好下沉市场对未来业绩提升的能力。

图表 75. 我国人均 GDP 变化趋势



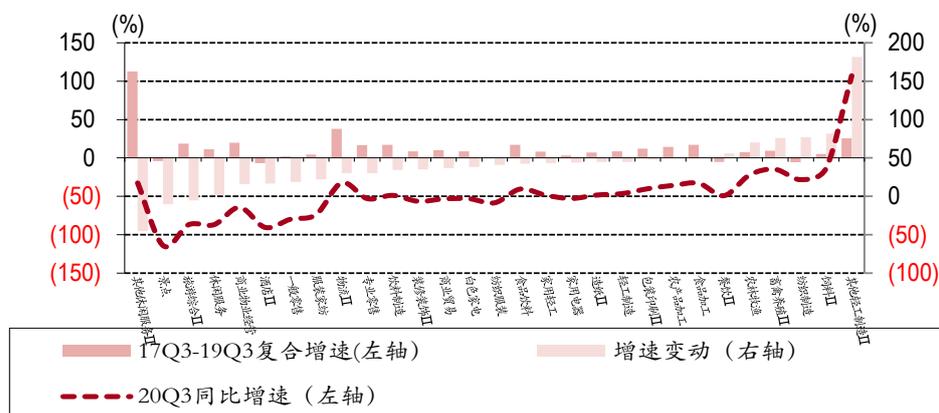
资料来源：国家统计局，中银证券

人均 GDP 连续两年突破 1 万美元，我国旅游开启多元度假时代。2019 年、2020 年，连续两年我国人均 GDP 超过 1 万美元大关。根据 Trustdata 的报告显示，随着中国经济发展，越来越多省市进入人均 GDP 1 万美元俱乐部，休闲度假已经开始代替传统旅游和商旅出行成为市场的主要需求点。从近些年我国旅游市场需求变化趋势来看，以家庭旅游、海岛旅游、休闲旅游等为代表的度假旅游发展提速，也印证了人均 GDP 破万美元大关后的出游变化。随着需求碎片化的趋势渐浓，我国国际旅游和国内旅游的需求预计仍会保持稳定的增长，发展空间预计仍会向好。旅行社作为文旅行业的重要部门，虽然受 OTA 发展、自助旅游增加、新冠疫情爆发等因素的影响，但重视度假旅游需求、布局产业链上下游、创新产品内容的旅行社仍可能获得发展的动力。

4 行业处于复苏周期，布局良机或已到来

为了能够筛选盈利弹性较大的消费细分行业，我们选取重点行业 2020 年前三季度的营收增速与 2017 至 2019 年前三季度营收年均复合增速进行对比，假设二者的差额代表消费行业受疫情冲击的程度，若差额较大则代表 2020 年前三季度的基数更低，可能在 2021 年会有较大的增长弹性。

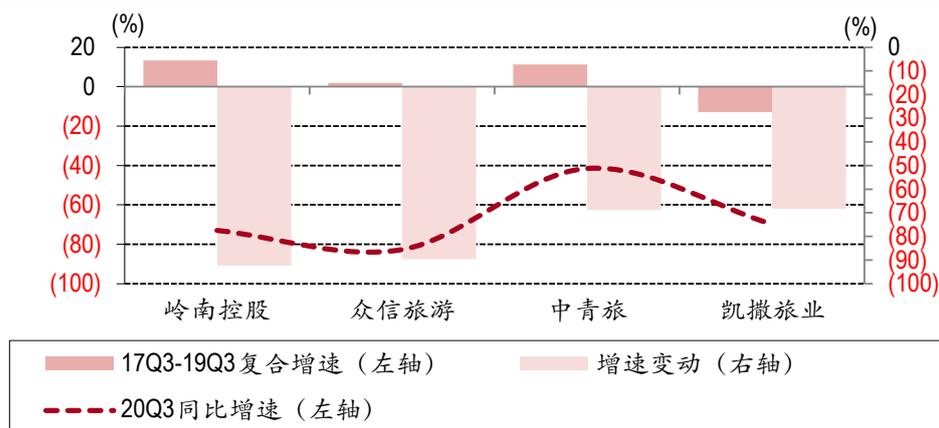
图表 76. 消费细分行业 2020Q3 同比营收增速与 2017Q3-2019Q3 复合营收增速的对比



资料来源：万得，中银证券

旅行社行业受疫情受损较为严重，2021 年具有较强增长弹性。2020 年前三季度营收增速对比 2017 至 2019 年前三季度营收复合增速变动较大的消费细分行业为：其他休闲服务，变动 (95.34%)；景点，变动 (60.18%)；旅游综合，变动 (55.42%)；休闲服务，变动 (48.03%)；商业物业经营，变动 (34.18%)；酒店，变动 (33.50%)。不难看出，受疫情影响较为严重且今年有望获得更高成长性的行业主要集中在休闲服务行业，其中以旅游综合服务为代表的旅行社已经处于逐步复苏轨道，迎来后疫情时代的布局机会。

图表 77. 旅行社业务占比较高公司 2020Q3 同比营收增速与 2017Q3-2019Q3 复合营收增速的对比



资料来源：万得，中银证券

重点旅行社上市公司受疫情影响明显，中期较强成长性可期。2020 年前三季度营收增速对比 2017 年至 2019 年前三季度营收符合增速变动幅度较大的旅行社上市公司为岭南控股、众信旅游、中青旅、凯撒旅业。由于目前文旅部暂未放开入出境旅游，目前相关上市公司主要以国内旅游、旅游零售等业务维持复苏。考虑到疫苗接种人数的提升，待疫情在全球范围内基本受控后，旅行社的入出境游业务有望有序恢复，届时旅行社业绩的回升也有望逐步兑现。

我国旅行社竞争格局分散，疫情导致部分旅行社出清，集中度相对提升。根据携程 2019 年的收入测算，作为我国 OTA 龙头企业的市占率也仅为 5.5% 左右，旅行社行业的格局较为分散。2020 年新冠疫情影响出行、出游，部分旅行社出清后的市场份额可能会被行业龙头占据，但预计在全球疫情受控后，行业的分散化格局可能重新再现，毕竟旅行社的进入门槛较低，企业比较难形成深厚的护城河来保持竞争优势。

历经低谷考验，全球旅游人次及增速有望恢复疫情前超七成，中国入出境旅游年内有望启动。世界旅游城市联合会发布《世界旅游经济趋势报告（2021）》预测，2021 年全球旅游人次将达 95.45 亿人次，同比增长 31.1%，恢复 2019 年的 77.7%；全球旅游总收入将达 4.5 万亿美元，同比增长 53.9%，恢复 2019 年的 75.6%。中国旅游研究发布《2020 年旅游经济运行分析与 2021 年发展预测》称，预计 2021 年国内旅游人数将达 41 亿人次，旅游收入将达 3.3 万亿元，分别同比增长 42%、48%；在疫苗普及顺利和有效性客观前提下，入出境旅游市场有望在今年下半年有序启动，全年预计恢复至疫情前三成，其中接待入境游客同比增长可能同比超五成，国际旅游收入可能同比超六成五，出境旅游人数有望同比增长达七成。知名旅游组织及国家文旅部数据中心的预测皆表明，今年旅行社翘首以盼的入出境旅游有望启动，暂停一年多的重要业务有望逐渐增添旅行社的恢复动力，配置价值也逐渐凸显。另据新京报报道，2021 年 3 月 7 日国务委员王毅宣布推出中国版“国际旅行健康证明”，微信小程序已正式上线，展示持有人的核酸、血清 IgG 抗体检测结果及疫苗接种情况，有利于各国相关部门验证并读取个人相关信息，提升了跨境人员往来便利化。首次覆盖给予“强于大市”评级，建议关注布局国内外旅游市场并已展开产业链拓展的中青旅，坚守旅游产品质量并顺应湾区发展拓展酒店公寓的岭南控股，出境游龙头及布局“旅游+购物”的众信旅游。

附录图表 78. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2019A	2020E	2019A	2020E	
600138.SH	中青旅	买入	12.59	91.13	0.78	(0.32)	16.68	(32.00)	8.89
002035.SZ	岭南控股	增持	7.94	53.21	0.39	(0.33)	22.50	(23.85)	3.66
002707.SZ	众信旅游	增持	6.72	60.90	0.08	(1.56)	104.08	(4.31)	2.34
000796.SZ	凯撒旅业	未有评级	10.18	81.75	0.16	(0.31)	71.38	(32.92)	2.75

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 3 月 24 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期。中青旅 2020 年每股收益及市盈率为已发布 2020 年年报数据。

5 风险提示

全球疫情受控水平不及预期

全球新冠疫情若出现反复将影响国际旅游的开启及后续恢复，旅行社行业新的恢复动能将不能落地。

国内外旅游市场竞争程度加深

国内旅游已在持续恢复中，国际旅游也有望在年内开启，虽然疫情爆发出清一些小型旅行社，但文旅复苏可能造成新一轮的竞争出现。

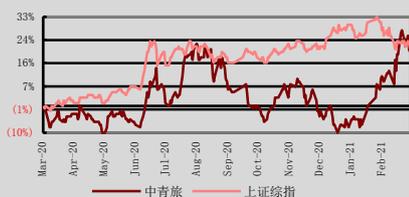
旅行社企业业务创新不及预期

面对 OTA 的竞争，旅游需求碎片化的趋势，旅行社企业在组团、自由行、单项预订等方面的升级迭代决定未来的发展。若旅行社企业业务创新不及预期，可能影响旅游者的出游决策和自身业务规模。

600138.SH
买入

市场价格：人民币 12.59

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.9	8.6	25.8	22.1
相对上证指数	24.8	14.2	25.7	(1.5)

发行股数(百万)	724
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	9,113
3个月日均交易额(人民币 百万)	261
净负债比率(%) (2021E)	34
主要股东(%)	
中国青年旅集团有限公司	17

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年3月24日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 旅游综合

证券分析师: 孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100001

中青旅

背靠金融大集团，布局文旅产业链

随着国内外疫情影响趋于缓和，国内旅游复苏较为明显，中国入出境旅游有望在年内有序开启。中青旅作为国内首家在A股上市的旅行社企业，针对文旅市场需求变化早已进行转型和布局，业务涉及线上线下旅游服务、景区、酒店、会展、IT等。在景区业务业绩贡献占比较高的前提下，公司濮院项目有望今年开业，有望与乌镇、古北水镇形成推动公司业绩提升的合力。公司背靠光大集团，“旅游+金融”的发展战略有望支持中青旅在业务上的创新和迭代，市场竞争力预计能够提升。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **控股集团增持，金融属性增加。**2020年4月15日至12月30日，光大集团增持中青旅股份，增持后直接、间接持有153,018,364股，占中青旅总股本的21.14%。说明光大集团可能逐步加大对中青旅的支持力度。此外，光大银行、王道商业银行与中青旅共同成立的消费金融公司获银保监会批准，未来预计能为中青旅的多元业务发展提质增效。
- **景区业务业绩贡献良多，加码景区布局有望形成联动效应。**虽然乌镇、古北水镇近几年接待人数出现小幅下降，疫情后接待人数下降明显，但客单价逐步走高，2020已增至263元、491元，其中乌镇在疫情前对中青旅业绩贡献已超9成。随着濮院项目在今年开业，中青旅在景区领域的加码有望巩固景区业务的恢复和联动发展。
- **旅行社业务助力“旅游+”战略，会展及策略性投资业务稳步增长。**疫情前旅行社仍是中青旅营收占比大户，虽毛利率低对业绩贡献较小，但其积累的线上、线下流量，多年来形成的旅游综合服务品牌效应有望继续推动旅游+发展战略。整合营销会展“一站式”服务完善，策略性投资业务在疫情中提供稳定现金流，使公司能够逐步克服疫情影响。

估值

- 在当前股本下，预计2021至2023年每股收益分别为0.72元、0.90元、1.05元；市盈率分别为17.4倍、14.0倍、12.0倍。

评级面临的主要风险

- 新开业景区项目运营不及预期，出境旅游恢复对国内旅游的分流，新冠疫情反复风险。

投资摘要

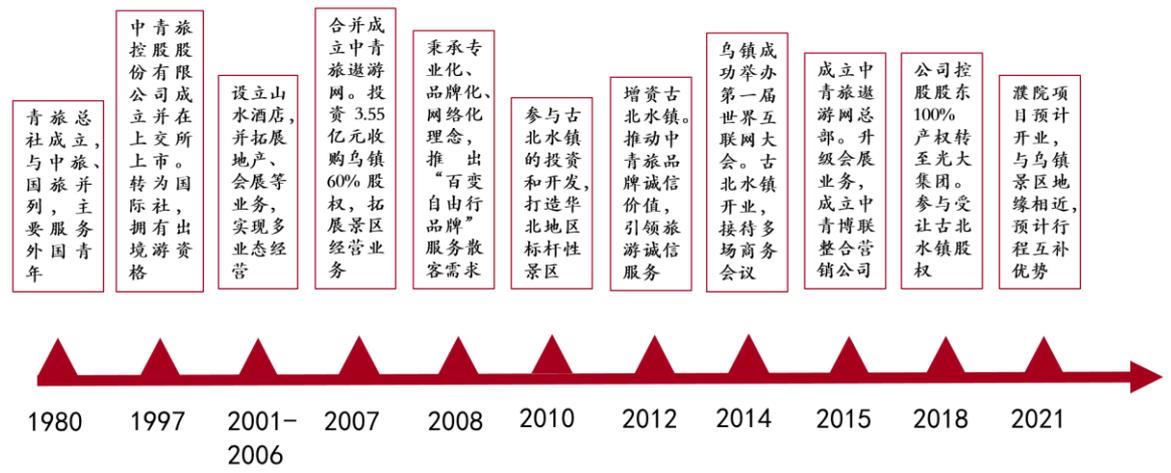
年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	14,054	7,151	12,110	15,782	18,191
变动(%)	15	(49)	69	30	15
净利润(人民币 百万)	568	(232)	524	653	757
全面摊薄每股收益(人民币)	0.785	(0.321)	0.723	0.902	1.046
变动(%)	(4.9)	(140.8)	(325.6)	24.7	16.0
全面摊薄市盈率(倍)	16.0	(39.3)	17.4	14.0	12.0
价格/每股现金流量(倍)	15.3	15.0	12.7	11.8	4.2
每股现金流量(人民币)	0.82	0.84	0.99	1.06	2.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.8	137.7	9.2	7.7	6.0
每股股息(人民币)	0.040	0.000	0.058	0.108	0.105
股息率(%)	0.3	n.a.	0.5	0.9	0.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

中青旅：A股首家旅行社上市公司，业务拓展有序推动转型

公司历史发展沿革

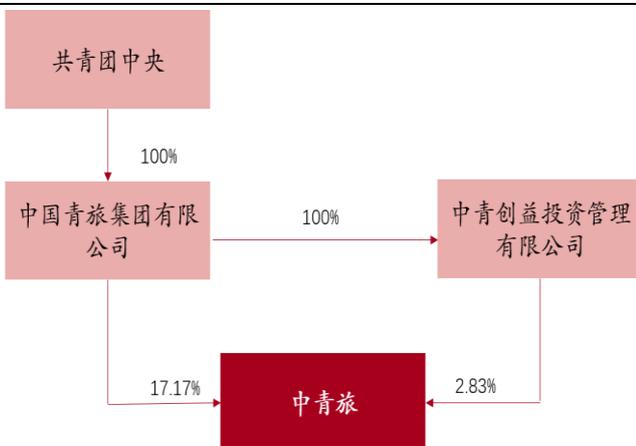
图表 79. 中青旅历史发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

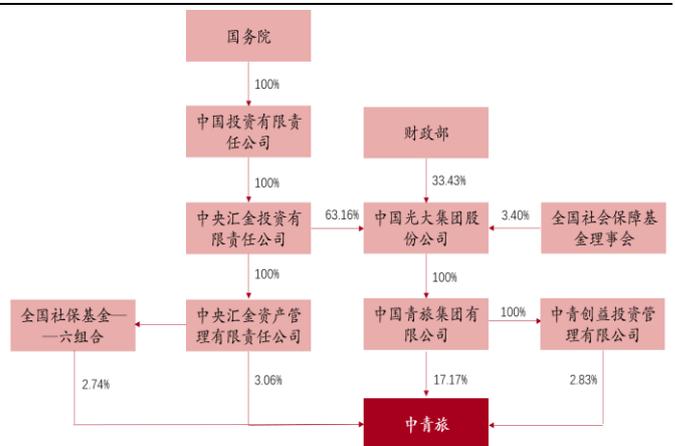
中青旅以旅行社业务开启发展道路，历经数年在产业链中进行布局。中青旅前身是1980年成立的中青旅总社，1997年成立中青旅控股股份有限公司并于同年在上交所上市，是国内首家旅行社类的A股上市公司。经过布局山水酒店，创办遨游网，收购乌镇股权，参与古北水镇投资，成立中青博联整合营销公司，投资开发濮院项目，中青旅已经成为从传统旅行社业务寻求突破并成功实现拓展的业界代表。经过多年积累，已经形成以“中青旅”为核心品牌，以“遨游”、“耀悦”等为旅行社业务骨干子品牌，以“乌镇”、“古北水镇”为景区业务骨干子品牌的多产品品牌体系，品牌价值深入人心。此外，以中青博联为代表的整合营销业务，以山水酒店为代表的酒店业务，以“旅游+”为代表的外延业务发展，以科技及物业出租为代表的策略性投资等业务，逐渐建立以中青旅为核心品牌的多元化发展态势。

图表 80. 2018 年以前中青旅股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 81. 2018 年以后中青旅股权结构

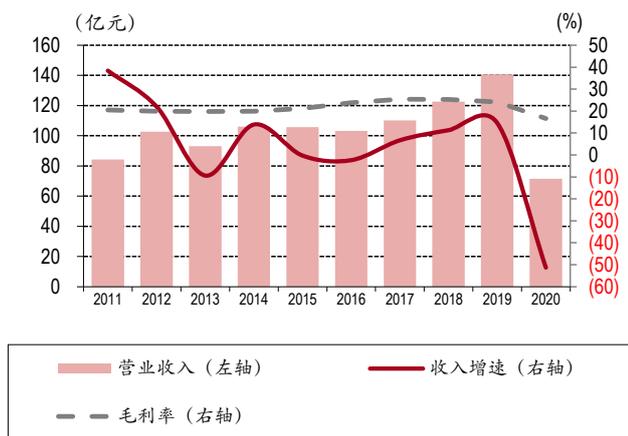


资料来源：公司公告，中银证券

股权划转至光大集团，控股集团注入公司金融属性。根据公告，2018年1月4日，中青旅控股股份有限公司收到控股股东中国青旅集团公司通知，中国青旅集团公司（包括下属企业）的100%国有产权将整体划转至光大集团，并通过青旅集团合计间接持有本公司20%股份。变动后，中青旅的控股股东仍为青旅集团，青旅集团控股股东由共青团中央变为光大集团，实际控制人变为国务院。光大集团经营范围主要为投资和管理金融业务，包括银行、保险、基金、信托等，以及资产管理、投资和管理非金融业务。光大集团的入主对中青旅在文旅消费金融领域的拓展带来支持，光大银行与王道商业银行、中青旅共同发起设立消费金融公司。2020年8月，公司收到光大银行转交的北京银保监局批复，同意北京阳光消费金融股份有限公司开业。2020年4月15日至2020年12月30日，光大集团通过上海证券交易所累计增持公司股份8,238,364股，占中青旅总股本1.14%，增持后光大集团直接、间接合计持有中青旅股份153,018,364股，占中青旅总股本的21.14%。光大集团对中青旅的增持可能说明对中青旅发展的支持力度加大，预计利好公司在文旅行业的后续发展。

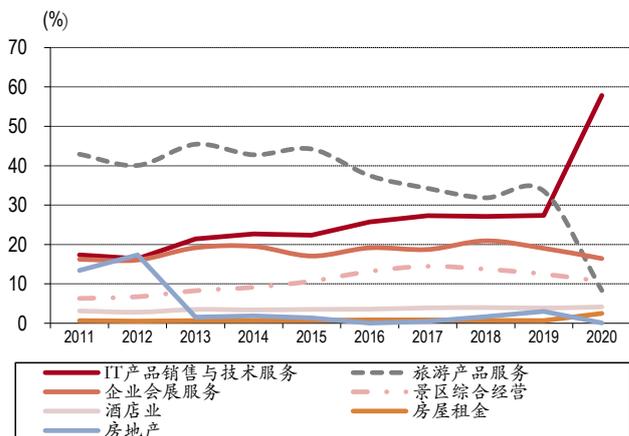
中青旅经营数据分析

图表 82. 中青旅营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

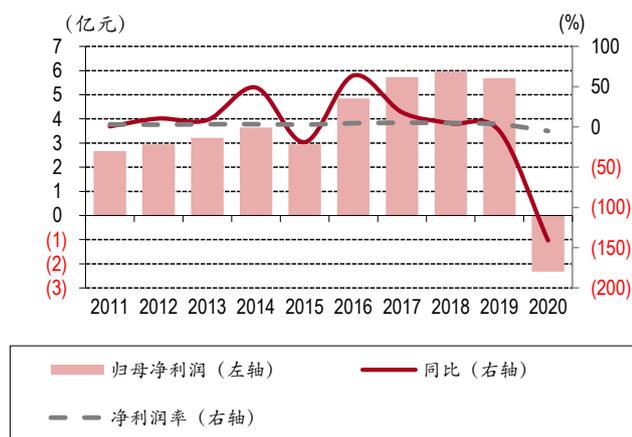
图表 83. 中青旅主要业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

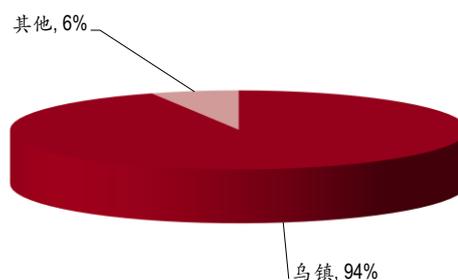
疫情前，营收总体呈现增长；疫情导致非旅游业务营收占比提升。2011年至2019年，中青旅营业收入从84.21亿元提升至140.54亿元，年均复合增速6.61%。其中2018年和2019年的同比增速重新回到两位数。营收占比方面，旅游产品服务一直以来占比较高，但随着旅行社服务市场竞争激烈，中青旅旅行社业务营收占比出现一定幅度下降趋势。2020年新冠疫情爆发，据中青旅2020年年报数据显示，中青旅旅游产品服务、会展服务、景区等与旅游直接相关的业务营收占比出现明显下滑，IT产品销售与技术服务、房屋租赁等业务营收占比提升明显。随着国内旅游逐步放开，中青旅整体经营也在逐步恢复，2020年单四季度实现营收25.03亿元，与单三季度营收20.92亿元，单二季度营收13.54亿元和单一季度营收12.01亿元相比实现了较为明显提升。

图表 84. 归母净利润增速及归母净利率



资料来源：公司公告，中银证券

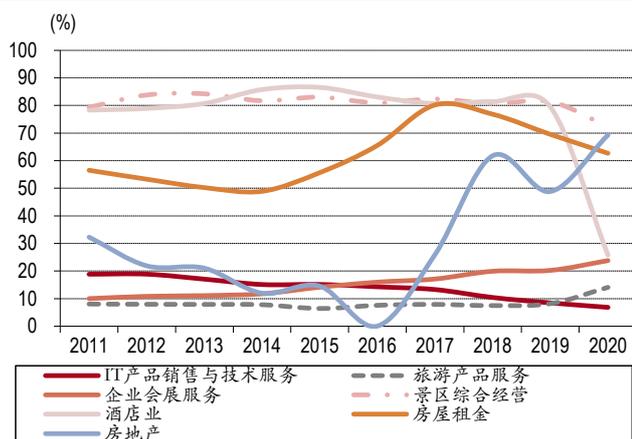
图表 85. 2019 年中青旅净利润贡献结构



资料来源：公司公告，中银证券

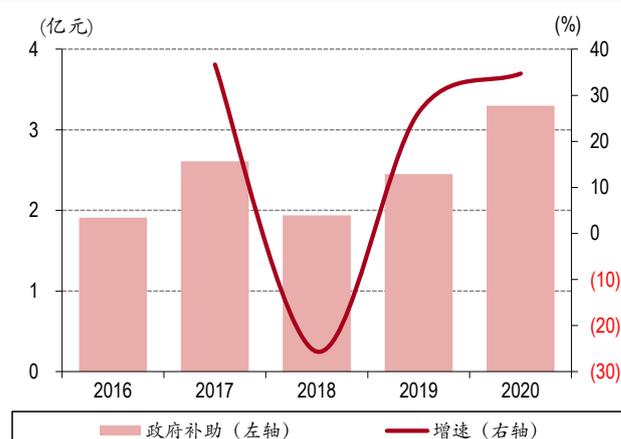
人员及费用增加影响归母净利润水平，疫情前乌镇对中青旅净利润贡献超过 9 成。公司公告显示，2020 年公司归母净利润亏损约 2.32 亿元，其中分季度看，2020 年一季度及四季度业绩均为亏损。由于业务受新冠疫情影响，故我们选择截至 2019 年的归母净利润进行分析。2019 年中青旅实现归母净利润 5.68 亿元，同比下降 4.90%，主要受到会计政策变更、古北水镇投资收益减少、人员费用增加、研发费用增加所致。此外，2019 年年报显示，乌镇实现营收 21.79 亿元，同比增长 14.39%，实现净利润 8.07 亿元，同比增长 9.97%，根据中青旅对乌镇控股 66% 测算，乌镇对中青旅归母净利润的占比已经达到 93.77%。2020 年因新冠疫情影响，乌镇营收、净利润、客流量同比下降 63.53%、83.22%、67.11%。

图表 86. 中青旅主营业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 87. 乌镇收到政府财政补助情况

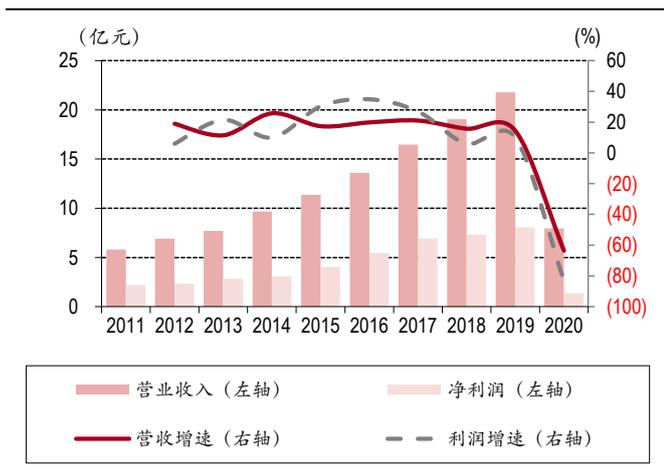


资料来源：公司公告，中银证券

疫情前，中青旅两大业务毛利率较高，乌镇近几年收到政府补助可能成为常态化。中青旅主要业务中景区综合经营、酒店业毛利率在疫情前一直稳定在 80% 左右的水平，毛利率最低的是旅游产品服务业务，疫情前一直维持在 6.41% 至 8.17% 的水平，2020 年毛利率增长至 14.12%。景区业务不仅实现了较高毛利率，同样在上述分析中也看到营收占比较高的酒店业物在 2019 年达 8.63%。2016 年至 2020 年，乌镇每年都收到桐乡市财政局政府补助，2020 年因疫情的影响乌镇获得约 3.30 亿元补助。由于乌镇是世界互联网大会举办地，也通过乌镇戏剧节、国际当代艺术展等逐渐发展成为会展小镇，在一定程度上代表着浙江和中国的国际形象。此外，景区经营也需要不断从内容角度大胆创新，并需要承担一定的折旧和摊销。因此，乌镇作为桐乡市的名片，预计未来的政府补助有望持续常态化。

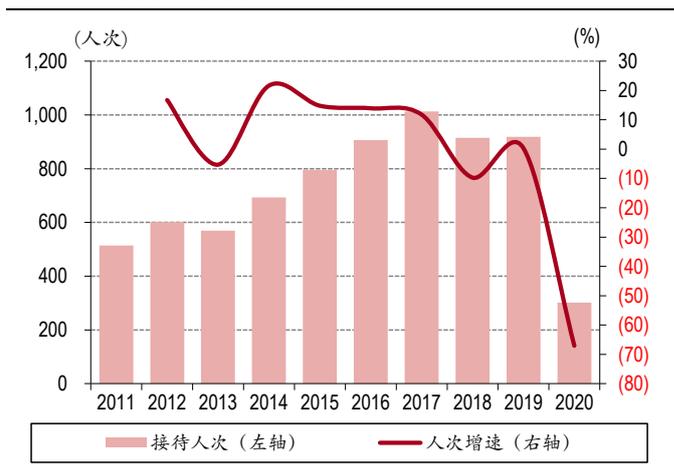
乌镇

图表 88. 乌镇营收及利润变化情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 89. 乌镇接待游客人次情况

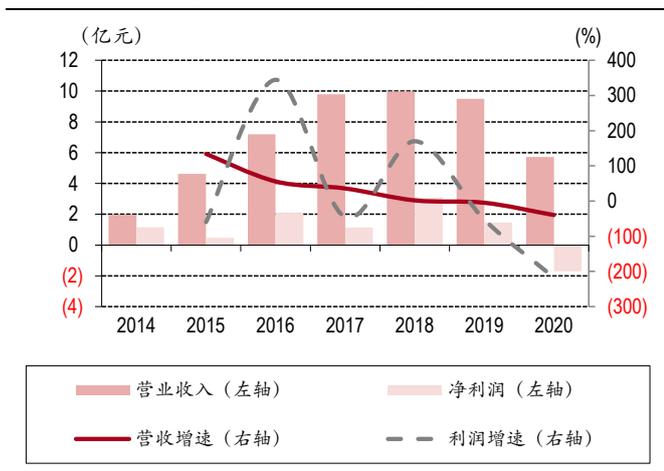


资料来源：公司公告，中银证券

疫情前乌镇营收及利润均保持稳定增长，接待游客增速出现一定回落，但客单价逐步走高。乌镇营收从2011年的5.8亿元增长到2019年的21.79亿元，年均复合增速17.99%，2020年实现营收7.95亿元；2011年净利润2.2亿元，发展到2019年实现净利润8.07亿元，年均复合增速17.64%，2020年实现净利润1.35亿元。接待人次方面，乌镇在2017年接待游客人次达到峰值1,013.48万人次，2018年接待人次回落至915.03万人次，在2019年恢复至918.26万人次，2020年受疫情影响乌镇301.99万人次。乌镇客单价从2011年的113元提升至2019年的237元，年均复合增速9.70%。虽然疫情影响出游人次，但乌镇2020年客单价却提升到263元，仍然保持增长。

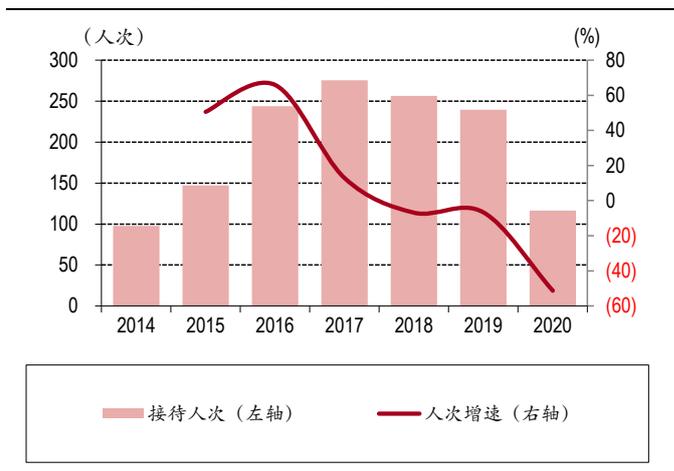
古北水镇

图表 90. 古北水镇营收及利润变化情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 91. 古北水镇接待游客人次情况

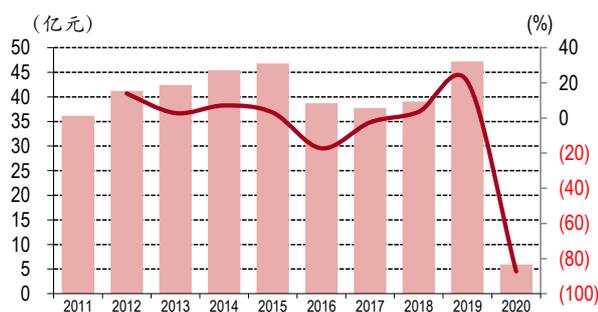


资料来源：公司公告，中银证券

古北水镇由陈向宏团队打造，铁路、高铁开通有望提升可达性。2014 年古北水镇开始运营，随着餐饮、商铺、停车场等配套设施的完善，庙会、温泉、冰雪项目等陆续推出，景区品质开始提升。古北水镇由乌镇陈向宏团队打造，景区开业第一年便实现盈利，2014 年至 2019 年营收及净利润年均复合增速分别为 36.98%、4.71%。古北水镇 2014 年至 2019 年接待游客人次年均复合增速 19.65%，值得注意的是 2017 年接待游客人数达到 275.36 万人次峰值后，在 2018 年和 2019 年连续两年出现下滑。2020 年古北水镇接待游客 116.55 万人次，实现营收 5.72 亿元，净利润亏损 1.71 亿元，同比分别下降。不过随着京郊铁路怀密线、京沈高铁的开通，并且古北口有站点，预计困扰古北水镇多年的交通问题有望获得一定的缓解，游客人数也可能获得增加。古北水镇的客单价高于乌镇，在 2019 年达到约 397 元，客单价年均复合增速 14.48%，并且在 2020 年单价达到约 491 元。疫情后，随着古北水镇的业态不断完善，产品和项目不断丰富，未来有希望发展成为在全国具有品牌影响力的景区。

旅游产品服务

图表 92. 旅游产品服务营收情况



营业收入 (左轴) 营收增速 (右轴)

资料来源：公司公告，中银证券

图表 93. 旅游产品服务毛利及毛利率



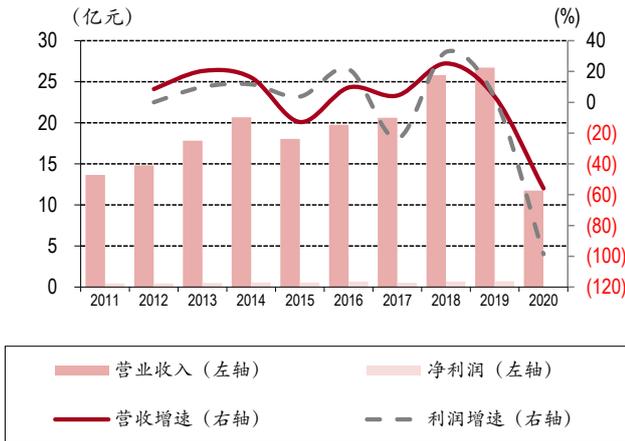
毛利 (左轴) 毛利率 (右轴)

资料来源：公司公告，中银证券

旅游产品服务是公司营收大户，疫情爆发后聚焦国内主题游产品和线上发展。中青旅传统主业是旅游产品服务业务，在 2011 年至 2019 年期间，该业务占总营收比例曾一度达到 45.48%，但由于传统旅行社业务的激烈竞争以及越来越透明的旅游资源信息，该业务在 2019 年的营收占比下降到了 33.57%，2020 年占比因疫情影响下降至 8.34%。毛利率方面，2011 年至 2019 年，旅游产品服务业务的毛利率一直维持在 6.41% 至 8.17% 之间，2020 年毛利率提升至 14.12%。2020 年疫情影响，中青旅转型聚焦国内有产品，在国内旅游市场竞争加剧的前提下，深挖资源推进定制旅游产品，布局房车游和营地，结合建党 100 周年发力红色旅游，利用遨游网和小程序打造线上营销推广和预订。目前，旅游恢复仍以国内旅游为主，中青旅选择突破传统旅游模式符合旅游市场需求的变化趋势。此外，若中国入出境旅游按照权威机构预测在今年年底有序放开，压制一年多的出境旅游需求可能增加中青旅出境旅游业务的恢复，为公司全面恢复带来新的动力。“旅游+”是中青旅顺应旅游行业与相关产业融合发展趋势的战略，将教育、扶贫、体育、康养结合旅游产品进行创新升级，战略如期落地有望进一步稳固疫情后的业务恢复的向好趋势。

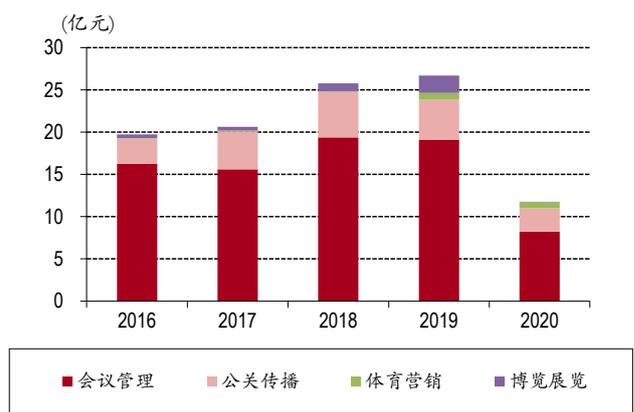
企业会展服务

图表 94. 企业会展服务业务营收及净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 95. 企业会议会展业务营收结构



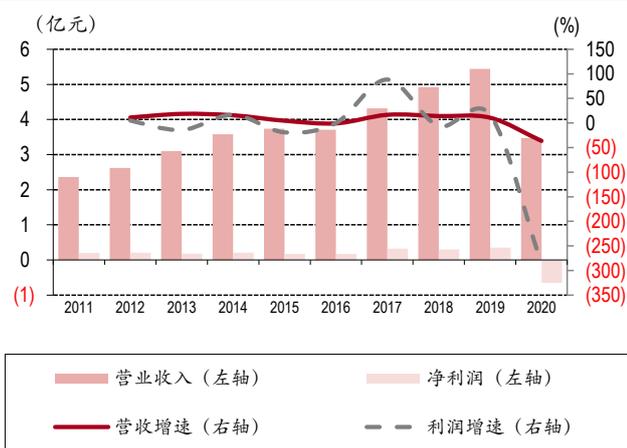
资料来源：公司公告，中银证券

企业会展服务升级为整合营销，博览展览业务增速较为明显。2002 年中青旅成立会展公司，2015 年将会议、会展、会奖等业务整合成立中青博联整合营销公司，2016 年挂牌新三板。中青博联主要为 客户提供“一站式”整合营销服务，公司 2011 年至 2019 年营业收入从 13.67 亿元增长至 26.71 亿元，年均复合增速 8.73%，归母净利润从 0.48 亿元增加至 0.85 亿元，年均复合增速 7.40%。2020 年中青博联实现营收 11.76 亿元，净利润 0.01 亿元，分别同比下降明显。从业务角度来看，中青博联主要业务为会议管理和公关传播，其中会议管理营收占比从 2016 年的 82.38% 下滑至 2019 年的 71.56%，2020 年为 69.82%。公关传播占比从 2016 年的 15.02% 提升至 2019 年的 17.75%，2020 年为 23.65%。往年营收占比较小的博览展览和体育营销在 2019 年营收获得大幅提升，分别同比增长 117.21%、996.46%。在目的地营销业务和会展服务竞争加剧的情况下，中青博联继续落实“体育+旅游”的发展战略，从赛事组织、服务接待、场馆运营等角度提升盈利能力。此外，更通过为博览会提供运营管理、导览、接待、票务等全面服务，保持在大型博览会领域的领先地位。

山水酒店

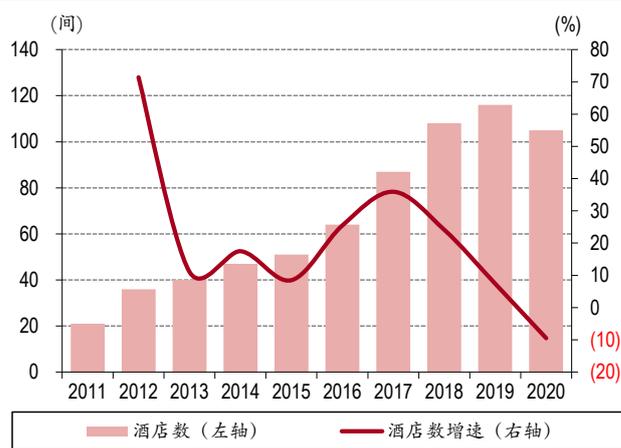
主打中端酒店市场符合酒店发展趋势，不急功近利，盈利水平微升。2005 年，中青旅增资重组成立中青旅山水酒店并持股 51%，山水酒店创始人蔡海洋持股 49%。山水酒店主要的收入由酒店客房收入、酒店加盟收入、餐饮收入、服务输出收入等组成，2016 年，山水酒店成功挂牌新三板。2011 年至 2019 年，山水酒店营业收入从 2.36 亿元提升至 5.44 亿元，年均复合增速 11.00%，2020 年下降至 3.47 亿元；净利润从 0.2 亿元提升至 0.35 亿元，年均复合增速 7.25%，2020 年亏损 0.65 亿元。2011 年至 2019 年，公司酒店 pipeline 数量从 21 家提升至 116 家，受疫情影响 2020 年酒店数量为 105 家。2019 年，山水酒店在保持 38 家直营店的基础上，拥有 78 家加盟店，加盟店比达到 67.24%，符合公司以“投资直营+品牌加盟+委托管理+兼并收购”的拓展方式。公司以“山水酒店”为主品牌体系，创立中端商务酒店品牌“山水时尚”、中高端精品酒店品牌“山水 S”、城市轻奢酒店品牌“山水花园”、国际商务精品酒店品牌“山水富丽华”、设计师酒店品牌“山水设计师”、多元融合酒店品牌“山水+”，以差异化定位的方式服务不同消费群体。虽然山水酒店与国内酒店行业龙头在品牌、酒店数、房间数等方面有较大的差距，但公司务实稳健的经营风格能够确保较为稳定的发展。

图表 96. 中青旅山水酒店营收及净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

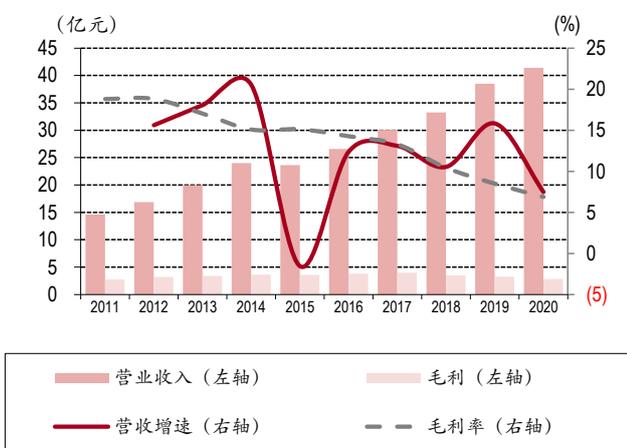
图表 97. 中青旅山水酒店酒店数量情况



资料来源：公司公告，中银证券

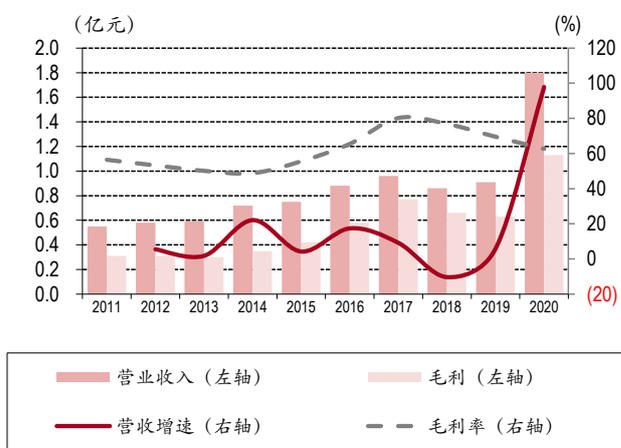
策略性投资

图表 98. IT 服务营收及毛利水平



资料来源：公司公告，中银证券

图表 99. 房屋租赁营收及毛利水平



资料来源：公司公告，中银证券

策略投资业务保持一定增长，疫情中为公司贡献业绩支持。中青旅策略投资业务主要包含科技业务（中青旅创格、中青旅风采）及中青旅大厦物业出租业务。2020年，IT服务营收逆势增长至41.37亿元，同比增长7.48%，但可能受供应商返点率降低以及彩票服务合同调整影响，毛利率呈现下降趋势。2011年IT服务毛利率为18.81%，2019年、2020年毛利率分别下降至8.48%、6.86%，几乎与旅游产品服务毛利水平相当。中青旅物业租赁收入2018年、2019年为0.86亿元、0.91亿元，2020年疫情期间营收几乎实现翻番，达到1.80亿元，为公司提供稳定现金流。

盈利预测、相对估值与投资建议

关键假设

根据前文对中青旅各业务发展及传统旅行社在旅游产业链中拓展的论述，叠加2021年国内旅游有望全面开放，入出境旅游有望在年底有序启动，对公司经营表现进行如下预测。

图表 100. 中青旅营业收入与毛利率预测

	2021E	2022E	2023E
IT 产品销售与技术服务			
收入 (百万元)	4,736.78	5,399.93	6,101.93
Yoy(%)	14.50	14.00	13.00
成本 (百万元)	4,392.44	4,963.46	5,559.08
yoy(%)	14.00	13.00	12.00
毛利率(%)	7.27	8.08	8.90
旅游产品服务			
收入 (百万元)	2,087.47	4,279.31	5,135.18
yoy(%)	250.00	105.00	20
成本 (百万元)	1,843.88	3,872.16	4,685.31
yoy(%)	260.00	110.00	21
毛利率(%)	11.67	9.51	8.76
企业会展服务			
收入 (百万元)	2,700.50	3,105.57	3,540.35
yoy(%)	130.00	15.00	14.00
成本 (百万元)	2,075.31	2,376.23	2,699.40
yoy(%)	132.00	14.50	13.60
毛利率(%)	23.15	23.49	23.75
景区综合经营			
收入 (百万元)	1,853.30	2,186.90	2,514.93
yoy(%)	144.00	18.00	15.00
成本 (百万元)	362.52	384.28	461.13
yoy(%)	72.00	6.00	20.00
毛利率(%)	80.44	82.43	81.66
酒店业			
收入 (百万元)	522.62	585.33	655.57
yoy(%)	75.00	12.00	12.00
成本 (百万元)	155.10	131.83	118.65
yoy(%)	(30.00)	(15.00)	(10.00)
毛利率(%)	70.32	77.48	81.90
房屋租赁			
收入 (百万元)	200.14	210.15	216.46
yoy(%)	11.00	5.00	3.00
成本 (百万元)	74.06	78.51	79.29
yoy(%)	10.00	6.00	1.00
毛利率(%)	63.00	62.64	63.37
房地产			
收入 (百万元)	8.04	14.07	24.77
yoy(%)	70.00	75.00	76.00
成本 (百万元)	2.42	4.26	7.54
yoy(%)	67.00	76.00	77.00
毛利率(%)	69.89	69.71	69.54
其他主营业务			
收入 (百万元)	0.98	1.15	1.38
yoy(%)	98	17	20
营业收入合计 (百万元)	12,109.84	15,782.42	18,190.56
yoy(%)	69.35	30.33	15.26
综合毛利率(%)	26.46	25.17	25.18

资料来源: 公司公告, 中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计中青旅 2021 年至 2023 年有望实现营业收入 121.10 亿元、157.82 亿元、181.91 亿元, 分别同比增长 69.35%、30.33%、15.26%; 归母净利润预计分别为 5.23 亿元、6.53 亿元、7.57 亿元; 在当前股本下, 每股收益分别为 0.72 元、0.90 元、1.05 元; 市盈率分别为 17.4、14.0、12.0 倍。

图表 101. 中青旅可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价(元)	总市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
中青旅	600138.SH	12.59	91.13	(0.32)	0.72	0.90	(32.0)	17.4	14.0	买入
宋城演艺	300144.SZ	20.35	532.09	(0.17)	0.50	0.68	(453.0)	40.5	30.1	未有评级
天目湖	603136.SH	30.30	35.31	0.35	1.31	1.54	86.8	23.1	19.7	未有评级
可比公司均值							(132.7)	27.0	21.3	
中青旅	600138.SH	12.59	91.13	(0.32)	0.72	0.90	(32.0)	17.4	14.0	买入

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 3 月 24 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期。中青旅 2020 年每股收益及市盈率为 2020 年年报数据

投资建议

我国人均 GDP 已连续两年破一万美元，休闲度假需求有望持续提升，中国旅游发展仍可能处在上升通道中。虽然旅行社传统业务可能受到 OTA 竞争、旅游需求转变、出游方式丰富等因素的影响；但中青旅作为国内 A 股上市的第一家旅行社企业，拥有光大集团的金融背景，并且早已在景区、会展、酒店、IT 服务等领域进行布局，迭代创新所形成的发展动力有望持续。叠加今年开业的濮院项目，可能与乌镇形成联动，进一步提升景区业务的净利率贡献。我们首次覆盖给予**买入**评级。

风险提示

新开业景区项目运营不及预期

2021 年中青旅景区板块的重点项目就是濮院项目的开业，若项目开业后在市场的影响力和对游客的吸引力不及预期，有可能拖累景区板块的业绩贡献。

出境旅游恢复对国内旅游的分流

虽然出境旅游恢复有利于中青旅旅游服务板块的全面恢复，但从业绩贡献角度看，出境旅游恢复有可能对公司业绩贡献最大业务景区的客流造成分流。

新冠疫情反复风险

国内外疫苗接种数量不断提升，但病毒的变异可能造成疫情的反复，进而影响全球旅游恢复。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	14,054	7,151	12,110	15,782	18,191
销售成本	(10,766)	(5,792)	(8,984)	(11,921)	(13,747)
经营费用	(1,974)	(1,274)	(1,788)	(2,206)	(2,511)
息税折旧前利润	1,313	84	1,337	1,655	1,933
折旧及摊销	(296)	(350)	(367)	(396)	(427)
经营利润 (息税前利润)	1,017	(266)	970	1,259	1,506
净利息收入/(费用)	(96)	(125)	(142)	(174)	(169)
其他收益/(损失)	371	234	274	365	376
税前利润	1,233	(171)	1,066	1,400	1,650
所得税	(323)	(74)	(266)	(364)	(429)
少数股东权益	342	(13)	276	383	464
净利润	568	(232)	524	653	757
核心净利润	571	(232)	526	657	762
每股收益 (人民币)	0.785	(0.321)	0.723	0.902	1.046
核心每股收益 (人民币)	0.789	(0.321)	0.726	0.908	1.052
每股股息 (人民币)	0.040	0.000	0.058	0.108	0.105
收入增长(%)	15	(49)	69	30	15
息税前利润增长(%)	1	(126)	(465)	30	20
息税折旧前利润增长(%)	4	(94)	1,492	24	17
每股收益增长(%)	(5)	(141)	(326)	25	16
核心每股收益增长(%)	(5)	(141)	(326)	25	16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,003	1,756	2,543	3,393	4,002
应收帐款	2,345	2,192	3,729	2,672	3,695
库存	2,367	2,878	1,822	3,427	2,244
其他流动资产	921	273	1,013	660	1,260
流动资产总计	7,057	7,477	9,683	10,648	11,793
固定资产	4,526	4,725	5,113	5,420	5,666
无形资产	1,213	1,154	1,214	1,466	1,804
其他长期资产	3,185	3,302	3,472	3,692	3,912
长期资产总计	8,924	9,181	9,799	10,577	11,383
总资产	16,437	17,055	19,664	21,113	22,762
应付帐款	1,727	1,406	1,562	2,210	2,033
短期债务	2,483	3,340	4,703	5,760	6,018
其他流动负债	2,015	2,862	2,917	1,512	2,635
流动负债总计	6,224	7,608	9,182	9,483	10,686
长期借款	1,026	870	1,027	1,197	477
其他长期负债	240	5	100	120	140
股本	724	724	724	724	724
储备	5,889	5,628	6,110	6,684	7,365
股东权益	6,613	6,352	6,834	7,408	8,089
少数股东权益	2,354	2,246	2,522	2,905	3,369
总负债及权益	16,437	17,055	19,664	21,113	22,762
每股帐面价值 (人民币)	9.14	8.78	9.44	10.23	11.18
每股有形资产 (人民币)	7.46	7.18	7.76	8.21	8.68
每股净负债/(现金)(人民币)	3.46	3.39	4.40	4.92	3.44

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,233	(171)	1,066	1,400	1,650
折旧与摊销	296	350	367	396	427
净利息费用	116	139	179	224	232
运营资本变动	(369)	663	(496)	825	(814)
税金	19	(87)	(266)	(364)	(429)
其他经营现金流	(699)	(285)	(130)	(1,711)	1,081
经营活动产生的现金流	596	609	718	771	2,147
购买固定资产净值	891	140	700	830	880
投资减少/增加	(437)	(179)	10	80	90
其他投资现金流	(1,833)	(934)	(1,426)	(1,684)	(1,789)
投资活动产生的现金流	(1,380)	(973)	(716)	(774)	(819)
净增权益	(29)	0	(42)	(78)	(76)
净增债务	586	1,310	979	1,158	(412)
支付股息	29	0	42	78	76
其他融资现金流	(207)	(289)	(194)	(305)	(307)
融资活动产生的现金流	379	1,022	785	853	(720)
现金变动	(405)	658	787	850	609
期初现金	1,341	1,003	1,756	2,543	3,393
公司自由现金流	(784)	(363)	2	(3)	1,328
权益自由现金流	(82)	1,086	1,159	1,379	1,148

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.3	1.2	11.0	10.5	10.6
息税前利润率(%)	7.2	(3.7)	8.0	8.0	8.3
税前利润率(%)	8.8	(2.4)	8.8	8.9	9.1
净利率(%)	4.0	(3.2)	4.3	4.1	4.2
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	6.4	(1.6)	4.7	4.8	5.3
净权益负债率(%)	28.0	28.6	34.1	34.6	21.8
速动比率(倍)	0.8	0.6	0.9	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	16.0	(39.3)	17.4	14.0	12.0
核心业务市盈率(倍)	16.0	(39.3)	17.3	13.9	12.0
市净率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	15.3	15.0	12.7	11.8	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.8	137.7	9.2	7.7	6.0
周转率					
存货周转天数	75.6	165.3	95.5	80.4	75.3
应收帐款周转天数	59.5	115.8	89.2	74.0	63.9
应付帐款周转天数	43.5	80.0	44.7	43.6	42.6
回报率					
股息支付率(%)	5.1	n.a.	8.0	12.0	10.0
净资产收益率(%)	8.9	(3.6)	7.9	9.2	9.8
资产收益率(%)	4.8	(1.6)	4.0	4.6	5.1
已运用资本收益率(%)	1.2	(0.5)	0.9	1.0	1.1

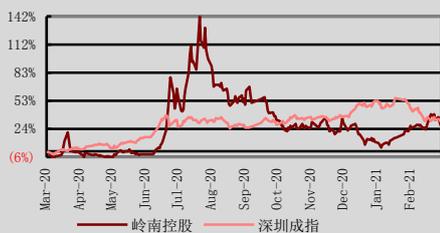
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

000524.SZ

增持

市场价格：人民币 7.94

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.1)	0.4	(2.1)	30.8
相对深证成指	8.5	10.2	1.6	(4.3)

发行股数(百万)	670
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	5,321
3个月日均交易额(人民币 百万)	34
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
广州岭南国际企业集团有限公司	45

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2021年3月24日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

休闲服务:旅游综合

证券分析师：孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

岭南控股

“旅游+”生态圈布局，深耕大湾区发展

2017年公司重大资产重组完成后成为涉猎酒店、会展、旅行社、交通、景区业务的综合旅游服务商。公司重视线上旅游服务的研发投入，线上平台和App均已上线。此外，公司借助粤港澳大湾区建设的东风，推出中高端酒店公寓并开拓湾区内重点城市。通过收购重点区域地接社成立运营中心，开启全国布局，并跨界电竞会展和空中旅游产品。公司“旅游+”战略稳步实施，综合旅游生态圈建设逐渐完善。首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

- **入出境旅游恢复，旅行社全国拓展。**中国旅游研究院预计入出境旅游有望年内开启，利好岭南控股旅行社的全面恢复，尤其是营收占比在55%左右的出境旅游业务。2018年开始，公司先后在华中、西南、华东、西北、华北等重点区域收购地接社并成立运营中心，突出公司布局全国的决心，有望提升旅游业务的营收规模。同时，线上平台和App的上线有望提升旅行社业务中线上销售占比，线上线下的结合已初现成效。
- **结合大湾区发展背景，开拓中高端酒店公寓业务。**公司旗下三大酒店均为国内老牌五星级酒店，凭借多年经营积累丰富酒店运营经验。岭南酒店专注品牌输出和委托管理业务，公司已实现连锁化和高端化的酒店品牌矩阵。粤港澳大湾区的发展有望增加重点城市间的人员流动，岭南控股打造中高端酒店公寓品牌，布局湾区内商务公寓租赁市场。
- **注重产品和业务创新，完善“旅游+”生态圈。**近年来，公司从主题游、研学游、周边游、单项预订等业务对传统产品进行创新。与趣丸网络签订合作协议，布局电竞旅游、会展、赛事、教育业务；与易航智能合作构建城市空中交通+泛旅游生态圈，并已在南沙落地低空飞行旅游产品。公司对旅游需求变化的重视，有望支持未来的稳健发展。

估值

- 在当前股本下，预计每股收益分别为-0.33元、0.43元、0.47元，市盈率分别为-23.8倍、18.6倍、16.8倍。

评级面临的主要风险

- 旅行社业务恢复不及预期，酒店品牌输出不及预期，国际旅游恢复不及预期。

投资摘要

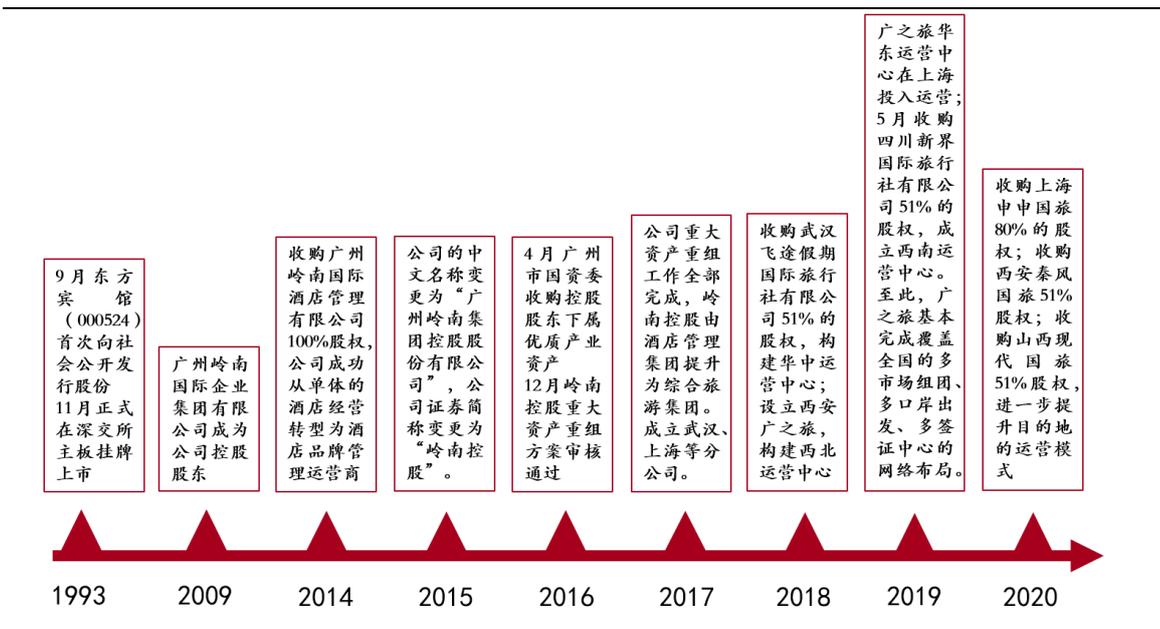
年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	7,078	7,972	1,915	7,456	9,148
变动(%)	11	13	(76)	289	23
净利润(人民币 百万)	205	259	(223)	286	316
全面摊薄每股收益(人民币)	0.306	0.387	(0.333)	0.426	0.472
变动(%)	15.5	26.5	(186.1)	(227.9)	10.7
全面摊薄市盈率(倍)	26.0	20.5	(23.8)	18.6	16.8
价格/每股现金流量(倍)	21.5	16.9	(7.7)	5.2	10.3
每股现金流量(人民币)	0.37	0.47	(1.03)	1.53	0.77
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	8.3	(35.6)	6.6	5.3
每股股息(人民币)	0.225	0.119	0.000	0.107	0.141
股息率(%)	2.8	1.5	n.a.	1.3	1.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

岭南控股：背靠粤港澳大湾区，打造旅游+生态圈

公司历史发展沿革

图表 102. 岭南控股历史发展沿革

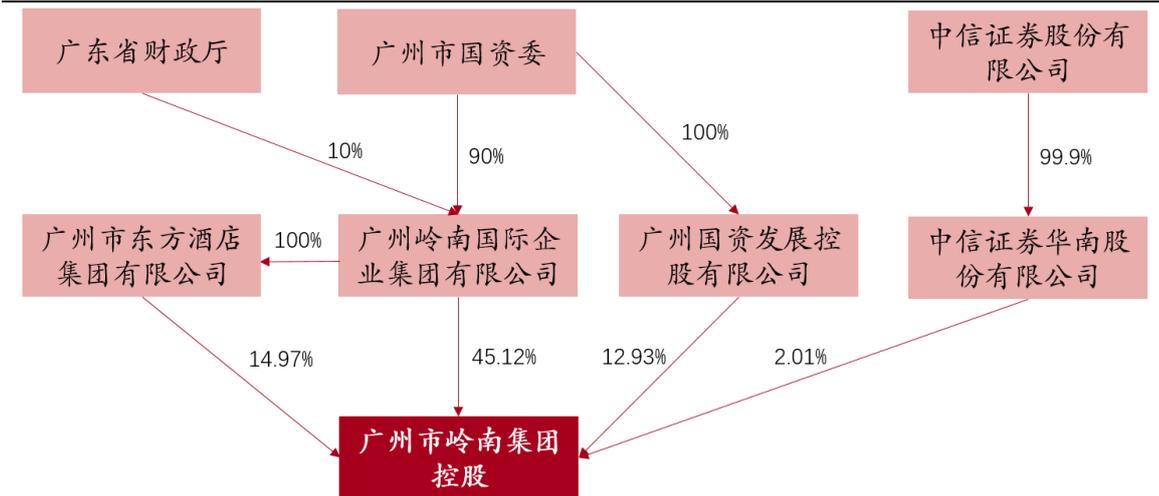


资料来源：公司公告，中银证券

以酒店运营起家，经过重大资产重组成为综合旅游集团。东方宾馆1993年11月正式登陆深交所主板挂牌上市，主要运营酒店业务及办公楼出租。2009年广州岭南国际企业集团有限公司成为公司控股股东。2014年收购广州岭南国际酒店管理公司100%股权，公司布局单体酒店运营及酒店品牌管理运营两块业务。2015年公司中文名称变更为“广州岭南集团控股股份有限公司”，证券简称变为“岭南控股”。2016年4月公司开始实施重大资产重组，12月岭南控股资产重组方案获审通过后，持有广之旅90.45%股权，花园酒店100%股权，中国大酒店100%股权。2017年公司重大资产重组完成，并成立武汉、上海等分公司。2018年开始，公司开启布局全国大区运营中心之路，收购重点区域城市旅行社，完善目的地旅游服务体系。2018年收购武汉飞途假期国际旅行社51%股权，构建华中运营中心，设立西安广之旅，构建西北运营中心。2019年，广之旅华东运营中心在上海投入运营，收购四川新界国际旅行社有限公司51%股权，成立西南运营中心。2020年，收购上海申中国旅80%股权，收购西安秦风国旅51%股权，收购山西现代国旅51%股权。截至目前，岭南控股业务涉及旅行社、酒店、会展、景区、旅游交通等，形成较为完整的运营体系。叠加在全国重点区域布局的运营中心和目的地旅游服务，岭南控股未来在旅行社组团、地接、资源采购、产品研发、计划调度等方面有望继续提升。

注重业务创新，布局“旅游+”生态圈。在完善旅游综合服务的基础上，岭南控股也注重“旅游+”的产业布局。广之旅较早进行“旅游+互联网”布局，自主研发运营了“行走网”、“易起行”等智慧旅游平台和App，构建了资源端与销售端共同发力的B2B2C模式，并且为消费者提供了旅游产品预订、单项预订、旅游手信购买等一站式的线上服务。此外，岭南控股与易航智能达成战略合作，以智能自动驾驶飞行器在文旅产业的行业应用为切入点，携手构建“城市空中交通(UAM)+泛旅游生态圈”产业合作模式，打造空中交通行业应用新范式和智慧旅游新生态，目前项目已在广州南沙试点运营。岭南控股也与趣玩网络科技有限公司签订战略合作协议，双方以电竞旅游、电竞会展、电竞赛事、电竞教育等方面进行深度合作，开启“旅游+电竞”的产业跨界融合。岭南控股的“旅游+”生态圈战略重视互联网、移动终端应用、智能空中驾驶、电子竞技等领域，不仅涉及中国发展的大背景，也涉猎年轻人群体较为关注的产业。注重文旅产业需求端的变化，顾及文旅消费市场群体迭代，岭南控股“旅游+”生态圈有望在与时俱进的基础上，为公司未来发展提供动力。

图表 103. 岭南控股股权结构图



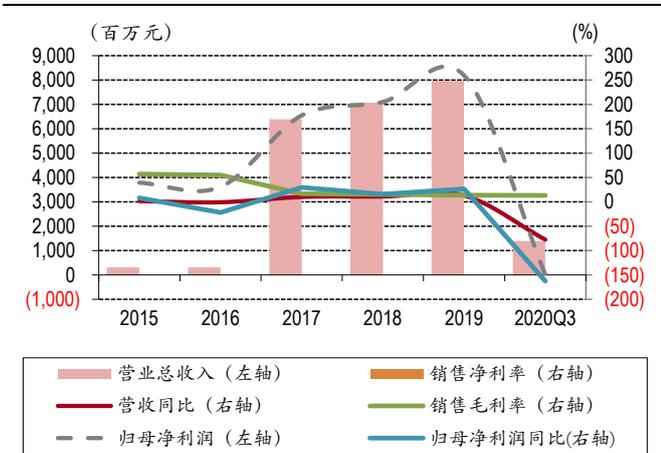
资料来源：公司公告，中银证券

划转部分国有股权充实社保基金，保障和改善民生。根据公司公告，2021年1月29日，广州岭南集团控股股份有限公司收到控股股东岭南集团通知，以2019年12月31日为划转基准日，广州市国资委将持有岭南集团的10%股权一次性划转给广东省财政厅，由广东省财政厅代广东省人民政府集中持有，并委托广东粤财投资控股有限公司实施专户管理。本次国有股权划转完成后，不会导致公司控股股东和实际控制人变化，岭南集团仍为公司控股股东，广州市国资委仍为公司实际控制人。广州市国资委持有岭南集团90%股权，广东省财政厅持有岭南集团10%股权。此次股权转让是为了贯彻落实《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》和《财政部、人力资源社会保障部、国资委税务总局、证监会关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》的有关要求。划转部分国有资本充实社保基金，是保障和改善民生的重要举措，因此预计不会对公司的正常生产经营产生影响。

岭南控股经营数据分析

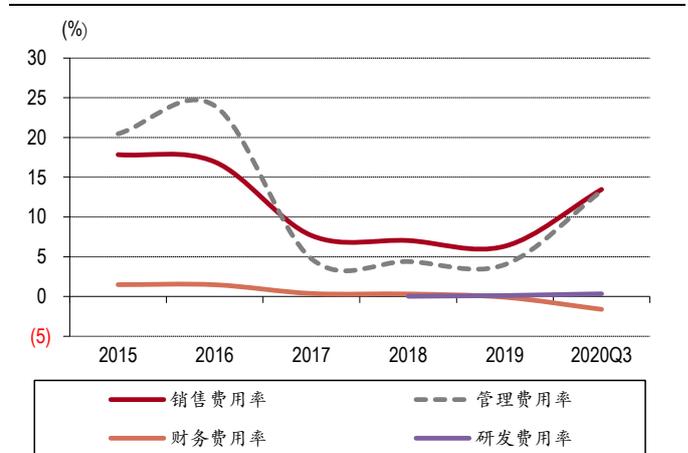
岭南控股营业收入及净利润表现

图表 104. 岭南控股营收及归母净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 105. 岭南控股销售、管理、财务、研发费用率

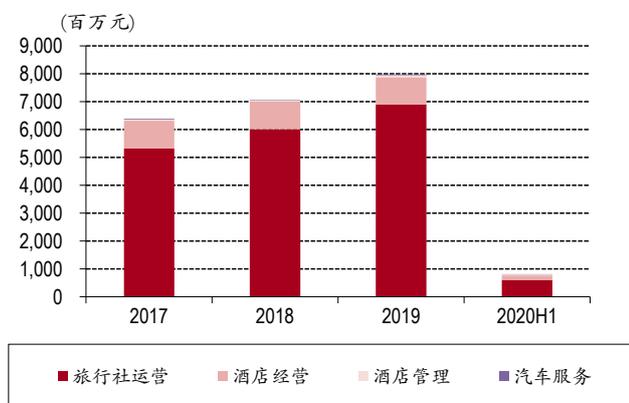


资料来源：公司公告，中银证券

经历资产重组后营收及利润均增幅明显，销售毛利率下降受旅行社业务影响。2017年岭南控股，实现营收63.92亿元，同比重组前同期增长2,011.13%，经追溯调整后同比增长9.84%，实现归母净利润1.77亿元，同比重组前同期增长1,103.46%，同比追溯调整后上年同期增长279.74%。2019年年报显示，岭南控股实现营收79.72亿元，同比增长12.63%，实现归母净利润2.59亿元，同比增长26.52%。由于广之旅的并表，销售毛利率在2017年出现较为明显的下降，并且在2018年、2019年仍出现一定的下降，分别为15.38%、13.81%。旅行社行业平均毛利率较低，并且旅行社总营收占比是岭南控股最高的业务，毛利率出现明显变化也在情理之中。随着旅行社竞争加剧，近年出现毛利率的下降仍符合行业发展趋势。2020年受新冠疫情的影响，公司发布业绩预告显示归母净利润可能亏损2.1至2.7亿元，营收也会出现较大幅度的下降。

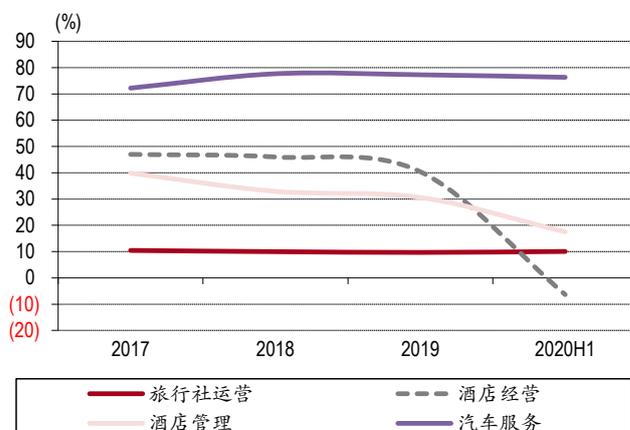
费用率呈现总体下降趋势，研发费用增加显示公司线上线下业务联动决心。岭南控股在重组完成后，销售、管理、财务费用率均呈现下降趋势，2019年分别为6.33%、4.02%、-0.09%。说明公司在营收逐步提升的基础上，对于成本和费用方面的管控具有一定效果。2019年财务费用的同比减少主要是由于利息收入较同期增加，利息支出较同期减少所致。此外，2018年，岭南控股的研发费用首次出现在报表中，研发费用率从2018年至2020年第三季度分别为0.02%、0.11%、0.35%。研发费用的出现和逐步增加可能是广之旅对“易起行”和“行走网”平台，以及业务流程信息化管理的升级，说明公司对线上线下融合的重视，预计有利于旅行社业务在C端、B端的协同发展。

图表 106. 2017 年至 2020H1 岭南控股营收构成



资料来源：公司公告，中银证券

图表 107. 2017 年至 2020H1 岭南控股主要业务毛利率变化



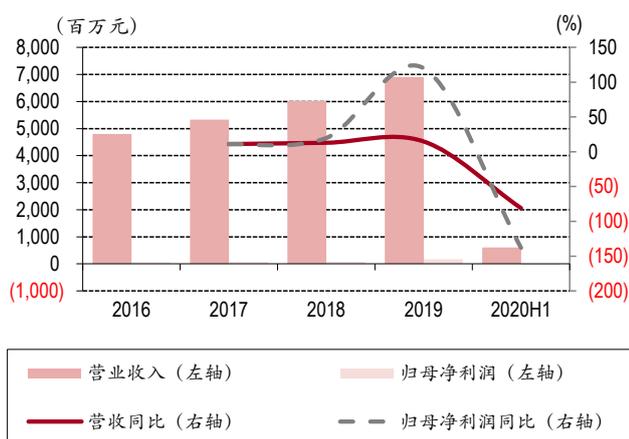
资料来源：公司公告，中银证券

重组后旅行社运营业务占营收比例最高，汽车服务毛利率排名最高。岭南控股资产重组后，旅行社业务成为公司主营业务中营收占比最高的板块，占比从2017年的83.33%提升至2019年的86.60%。虽然旅行社运营业务受疫情影响，2020H1营收占比下滑至74.88%，但随着全球疫情逐步恢复，其营收占比也有望恢复至疫情前水平。岭南控股汽车服务的毛利率排在第一，2019年其毛利率为77.31%，即使受疫情影响，2020H1的毛利率也稳定在76.34%。不过，岭南控股资产重组后，汽车服务营收占比相对较小，并出现一定程度下滑，从2017年的0.40%下滑至0.31%。酒店管理及酒店运营同样受到疫情影响，毛利率下滑明显；但随着疫情影响逐渐下降，酒店业务同样可能会逐步开启复苏进程。

旅行社业务表现

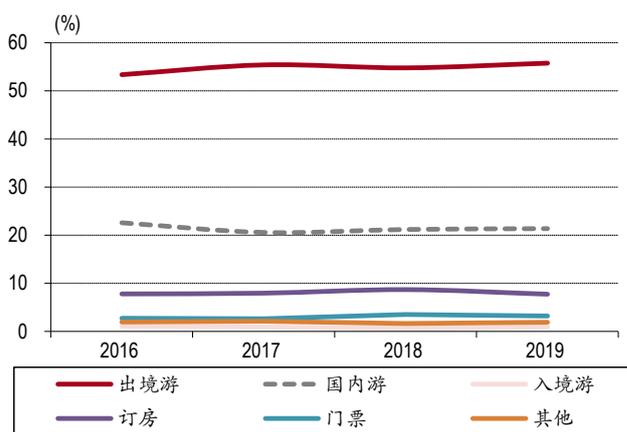
广之旅营收保持两位数增速，归母净利润在在 2019 年实现翻番，出境游业务占比最高。广之旅 2016 年至 2019 年的营收从 47.99 亿元增加至 69.04 亿元，年均复合增长年率 12.98%；归母净利润 2019 年同比增长 120.09%，实现 1.68 亿元；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增长 19.98%。从业务收入结构来看，出境游是广之旅最主要的营收来源，2016 年至 2019 年的营收占比在 53.32%至 55.74%之间，其中峰值出现在 2019 年，该情况也与我国近年来整体出境游人次提升相关。营收占比排名第二的是国内旅游，2016 年至 2019 年国内旅游营收占比在 20.55%至 22.55%之间，整体变动幅度较小。入境旅游营收占比从 2016 年的 1.06%下降至 2019 年的 0.90%，与我国近年来入境旅游发展态势相似。订房以及门票预订等主要单项的营收占比整体变动幅度不大。疫情前，广之旅整体的营收结构仍以出境游为主，不过 2020 年疫情影响入出境旅游，叠加广之旅正逐步完善国内重点区域旅游目的地服务中心，国内游营收占比在 2020 年预计会出现明显增长。

图表 108. 广之旅营收及归母净利润情况



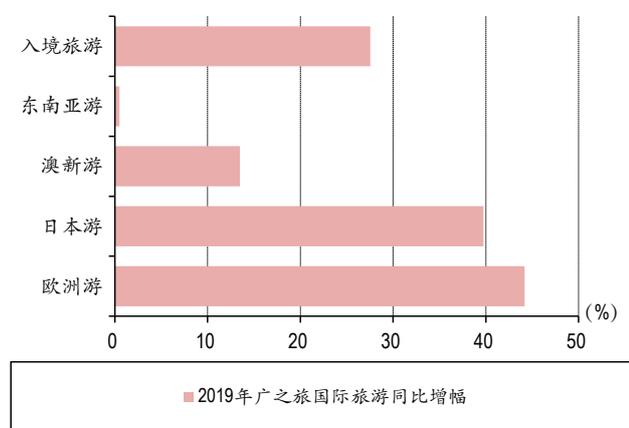
资料来源：公司公告，中银证券

图表 109. 广之旅业务占比情况



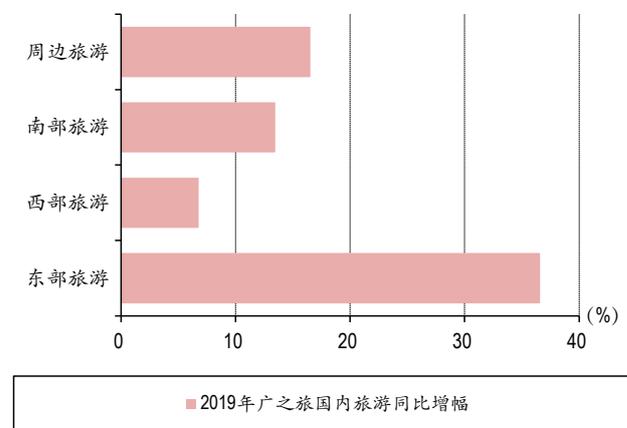
资料来源：公司公告，中银证券

图表 110. 2019 年广之旅国际旅游同比增幅



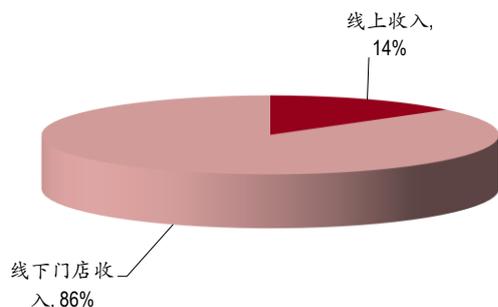
资料来源：公司公告，中银证券

图表 111. 2019 年广之旅国内旅游同比增幅



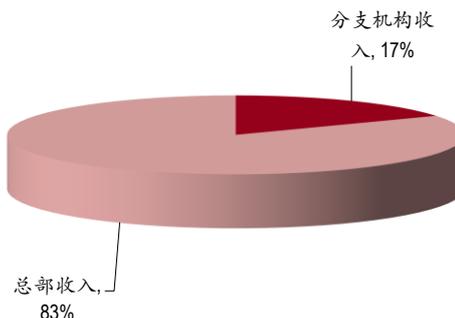
资料来源：公司公告，中银证券

图表 112. 2019 年广之旅线上线下收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 113. 2019 年广之旅分支机构及总部收入占比



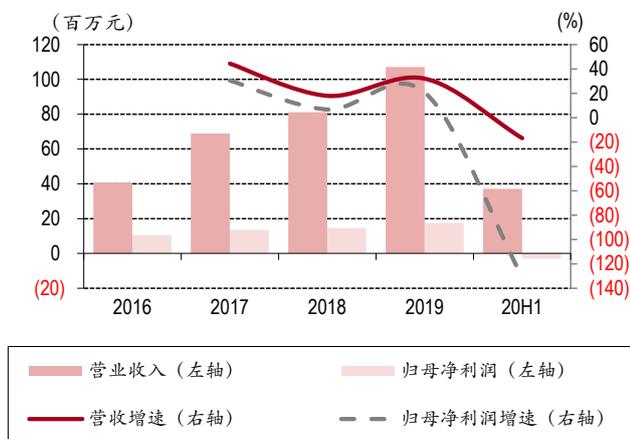
资料来源：公司公告，中银证券

出境旅游欧洲与日本游增幅较大，国内旅游东部旅游增幅明显。2018 年至 2019 年，广之旅出境旅游营收同比分别增长 6.78%、18.07%，国内旅游营收同比分别增长 15.55%、17.26%。2019 年，广之旅国际旅游营收同比增长较大的主要是欧洲游和日本游，分别增长 44.19%、39.73%。公司公告系广之旅加大旅游资源采购、强化目的地联合营销、拓展出境游细分市场所致。国内游方面，营收占比较大的是东部游，同比增幅为 36.59%，公司公告增长主要源自通过东部旅游中心以迪士尼乐园和核心的产品设计受市场青睐。此外，由于粤港澳大湾区建设的不断深入，周边游市场获得发展动力，同比增长 16.54%，可能主要系广之旅重视以乡村、红色为核心的主题旅游打造。

线上营收占比同比增加，分支机构营收占比有望随重点区域运营中心增加而提升。2019 年广之旅线上实现营收 9.63 亿元，同比增长 9.76%，营收占比达约 14%，与研发费用主要投入的“行走网”交易平台和“易起行”旅游平台的上线和升级相关。随着公司对线上渠道的重视，预计未来线上营收占比能够稳步提升。2019 年广之旅全国各分支机构实现营收 11.44 亿元，营收占比月 17%，随着广之旅在华北、西北等运营中心的不断完善，分支机构有望贡献更多的营收增长。

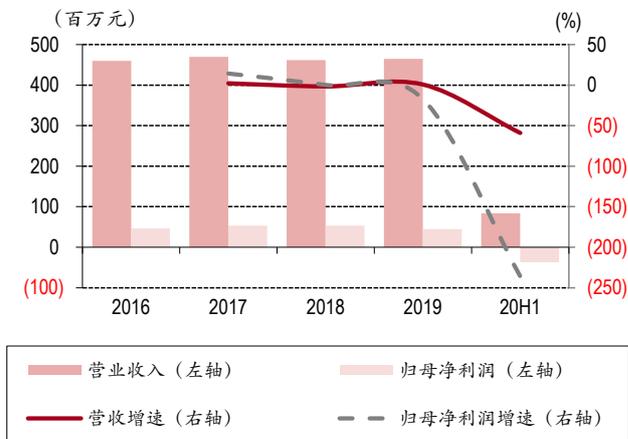
酒店业务

图表 114. 岭南酒店营收及归母净利润情况



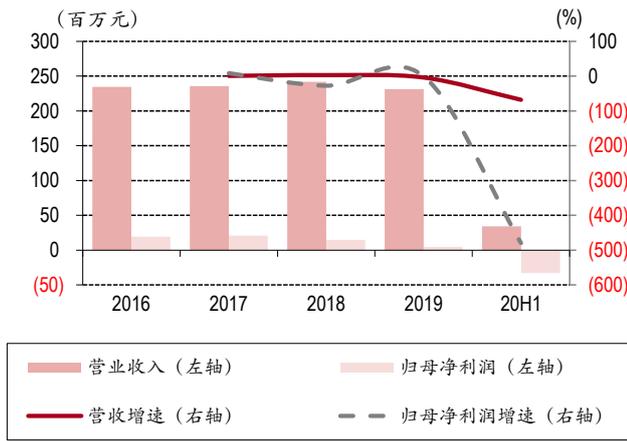
资料来源：公司公告，中银证券

图表 115. 花园酒店营收及归母净利润情况



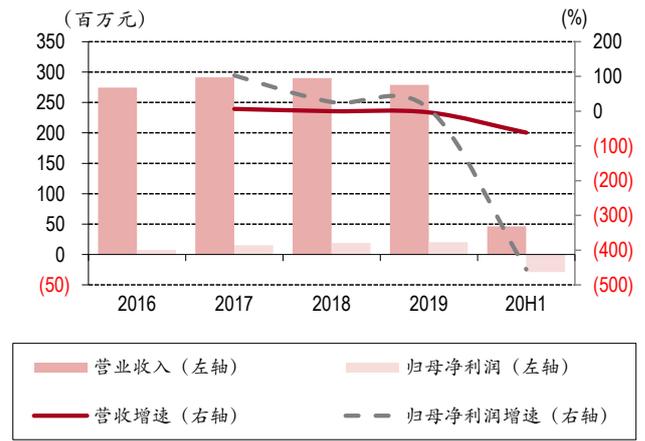
资料来源：公司公告，中银证券

图表 116. 东方宾馆营收及归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 117. 中国大酒店营收及归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 中银证券

酒店管理输出+自有酒店运营, 完善轻重资产的发展模式。岭南控股 2016 年收购花园酒店、中国大酒店 100% 股权, 截至目前, 共运营三家自有资产的五星级酒店。岭南酒店主业为酒店管理和品牌输出, 并利用 CRS 中央预订系统进行输出。岭南控股已经实现了在酒店业轻重资产结合发展的模式, 其中“岭居创享公寓”通过公司强大酒店服务能力和经验背书, 在一线和准一线城市提供中高端酒店公寓服务。岭南控股重视“岭居创享公寓”的布局, 不仅是公司在住宿业态方面的创新, 更可能是顺应粤港澳大湾区人员流动有望增加的趋势, 为湾区内具有中短期商务住宿公寓租赁需求提供产品。

酒店管理业绩增速较快, 自有资产酒店运营业务营收较为稳定, 折旧、改造及其他费用影响净利润。以管理输出为主营业务的岭南酒店营收及归母净利润均保持较快的增长, 其中 2019 年营收和归母净利润的同比增长分别为 31.95%、20.57%。自有资产酒店运营业务营收相对稳定, 2016 至 2019 年没有出现较大幅度的增加或下降。不过, 岭南控股三大自有资产酒店均为中国五星级酒店的先驱, 由于物业时间较长, 为了应对新的消费需求需要对酒店房间及其他设备进行升级改造, 并且相关老化设备折旧到期, 对归母净利润具有一定影响。

酒店布局聚焦大湾区发展, 重点聚焦城市 CBD 及核心旅游目的地。岭南控股总部位于广州, 是粤港澳大湾区四大中心城市之一, 广州有望在大湾区旅游发展中扮演重要角色。2019 年, 岭南控股共新签约 16 个项目, 利用酒店品牌输出、服务式公寓等业务在广州 CBD 以及湛江、佛山、茂名等二、三线城市进行开拓, 未来有望同旅游业务协同发展。

汽车服务虽毛利率较高, 但收入及净利润贡献较小。岭南控股汽车服务业务近年来营收在 0.25 亿元左右, 毛利率占比约 77%, 疫情前业务收入占比在 0.31% 至 0.40%。虽然 2019 年汽车服务实现归母净利润仅 169.99 万元, 业绩贡献相对较小, 但汽车服务业务的维持预计能够继续在旅游组团业务中扮演交通成本控制的角色, 是公司旅游业务中不可或缺的部分。

会展及景区业务

会展及景区业务稳步推进。岭南控股拥有较强的会展场地资源优势, 并具备组织、服务、运营国内外大型会展的成功经验, 形成一站式的会展解决方案和能力, 获得客户的一致好评。公司管理的粤西封开奇境景区已成功获评国家 4A 级旅游景区, 形成了完整的景区服务、规划、建设、营销、运营等综合能力, 实现了公司在文旅行业中的业务开拓。

盈利预测、相对估值及投资建议

图表 118. 岭南控股营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
旅行社运营			
收入 (百万元)	1,415.23	6,368.55	7,960.69
Yoy(%)	(79.50)	350.00	25.00
成本 (百万元)	1,309.50	5,696.33	7,119.27
yoy(%)	(79.00)	335.00	24.98
毛利率(%)	7.47	10.56	10.57
酒店经营			
收入 (百万元)	397.86	954.87	1,012.17
yoy(%)	(59.00)	140.00	6.00
成本 (百万元)	243.05	546.86	550.14
yoy(%)	(58.00)	125.00	0.60
毛利率(%)	38.91	42.73	45.65
酒店管理			
收入 (百万元)	81.00	107.74	149.75
yoy(%)	10.00	33.00	39.00
成本 (百万元)	63.90	72.85	96.89
yoy(%)	25.00	14.00	33.00
毛利率(%)	21.12	32.38	35.30
汽车服务			
收入 (百万元)	20.81	24.97	25.47
yoy(%)	(15.00)	20.00	2.00
成本 (百万元)	5.05	5.56	5.64
yoy(%)	(9.00)	10.00	1.50
毛利率(%)	75.73	77.75	77.86
营业收入合计 (百万元)	1,914.91	7,456.13	9,148.08
yoy(%)	(75.98)	289.37	22.69
综合毛利率(%)	15.32	15.22	15.04

资料来源: 公司公告, 中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计岭南控股 2020 年至 2022 年营收分别为 19.15 亿元、74.56 亿元、91.48 亿元, 分别同比变化 -75.98%、289.37%、22.69%; 归母净利润在 2020 年预计亏损 2.12 元, 2021 至 2022 年预计扭亏盈利 1.67 亿元、3.29 亿元; 当前股本下, 预计每股收益分别为 -0.33 元、0.43 元、0.47 元, 市盈率分别为 -23.9 倍、18.6 倍、16.8 倍。

图表 119. 岭南控股可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价(元)	总市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
岭南控股	002035.SZ	7.94	53.21	(0.33)	0.43	0.47	(23.9)	18.6	16.8	增持
众信旅游	002707.SZ	6.72	60.90	(1.56)	0.01	0.19	(4.3)	599.4	35.6	增持
凯撒旅业	000796.SZ	10.18	81.75	(0.31)	0.30	0.60	(32.9)	34.0	17.0	未有评级
可比公司均值							(20.4)	217.4	23.2	
岭南控股	002035.SZ	7.94	53.21	(0.33)	0.43	0.47	(23.9)	18.6	16.8	增持

资料来源: 万得, 中银证券

注: 股价截止日 2021 年 3 月 24 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

投资建议

随着疫苗接种人群的增加，国内外疫情再次爆发的可能性降低，国内旅游在逐步复苏的前提下，预计将逐渐进入春暖花开和小长假等利好的周期。此外，中国旅游研究院预计，年内国际旅游有望有序开启，利好国内旅行社行业。虽然传统旅行社受到 OTA 的竞争挑战，但岭南控股已经布局线上平台和 App，并且在粤港澳大湾区发展背景下利用专业酒店管理和 service 优势，进军湾区内一线及二、三线城市的中高端酒店式公寓和连锁酒店行业。在逐步完善重点区域运营中心的基础上，公司组团、地接、目的地营销的旅行社体系有望创造新的盈利空间。公司利用会展服务优势，联合电子竞技打造赛事和教育，结合无人机驾驶技术实现低空旅游产品创新。在旅游综合服务体系不断完善的基础上，“旅游+”战略与其他行业结合的项目有望推陈出新，不断提升生态圈的供给能力。首次覆盖，给予增持评级。

风险提示

旅行社业务恢复不及预期

旅行社业务不仅受到 OTA、消费群体迭代的影响，也面临自驾游等新出游形式的挑战。公司旅行社业务营收占比高，若业务恢复不及预期可能会影响公司的整体营收规模。

酒店管理输出发展不及预期

虽然粤港澳大湾区发展正稳步推行，公司也利用高端酒店和品牌进行管理输出。不过，国际酒店品牌的竞争态势仍较为明显，公司预计开业和管理的酒店数量可能会受到影响。

入出境旅游恢复速度不及预期

在疫苗接种速度加快和疫情管控常态化情况下，国际旅游有望在年内开启。但疫情仍可能存在反复的风险，对入出境旅游恢复可能造成影响。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	7,078	7,972	1,915	7,456	9,148
销售成本	(6,026)	(6,905)	(1,631)	(6,353)	(7,810)
经营费用	(677)	(688)	(397)	(620)	(779)
息税折旧前利润	375	379	(113)	483	558
折旧及摊销	(134)	(141)	(158)	(173)	(192)
经营利润(息税前利润)	241	238	(271)	310	367
净利息收入/(费用)	(6)	46	31	29	46
其他收益/(损失)	74	138	23	55	81
税前利润	292	383	(248)	365	456
所得税	(74)	(94)	0	(55)	(112)
少数股东权益	13	30	(25)	25	27
净利润	205	259	(223)	286	316
核心净利润	205	259	(223)	285	316
每股收益(人民币)	0.306	0.387	(0.333)	0.426	0.472
核心每股收益(人民币)	0.306	0.387	(0.333)	0.426	0.472
每股股息(人民币)	0.225	0.119	0.000	0.107	0.141
收入增长(%)	11	13	(76)	289	23
息税前利润增长(%)	8	(1)	(214)	(214)	18
息税折旧前利润增长(%)	1	1	(130)	(528)	16
每股收益增长(%)	16	27	(186)	(228)	11
核心每股收益增长(%)	16	26	(186)	(228)	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	292	383	(248)	365	456
折旧与摊销	134	141	158	173	192
净利息费用	23	(7)	0	(1)	(8)
运营资本变动	(68)	(24)	(531)	644	38
税金	(61)	(65)	0	(55)	(112)
其他经营现金流	(73)	(114)	(69)	(100)	(50)
经营活动产生的现金流	247	314	(690)	1,027	516
购买固定资产净值	(62)	38	152	210	260
投资减少/增加	21	(3)	10	15	25
其他投资现金流	394	578	(304)	(421)	(521)
投资活动产生的现金流	352	613	(142)	(196)	(236)
净增权益	(151)	(80)	0	(71)	(95)
净增债务	(30)	39	(277)	70	222
支付股息	151	80	0	71	95
其他融资现金流	(206)	(170)	(52)	(71)	(87)
融资活动产生的现金流	(236)	(131)	(329)	(1)	135
现金变动	364	797	(1,161)	830	415
期初现金	1,393	2,525	2,569	1,408	2,238
公司自由现金流	599	928	(832)	831	279
权益自由现金流	592	959	(1,109)	900	493

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,525	2,569	1,408	2,238	2,653
应收帐款	176	175	91	324	83
库存	18	16	16	37	6
其他流动资产	202	216	68	319	113
流动资产总计	3,059	3,179	1,758	3,155	3,084
固定资产	549	598	582	573	563
无形资产	571	560	626	735	884
其他长期资产	86	141	150	166	187
长期资产总计	1,205	1,298	1,359	1,474	1,634
总资产	4,583	4,769	3,401	4,876	4,914
应付帐款	493	460	378	500	536
短期债务	0	377	100	120	263
其他流动负债	1,159	1,067	360	1,456	1,015
流动负债总计	1,652	1,904	837	2,077	1,813
长期借款	203	0	0	0	54
其他长期负债	126	125	124	120	119
股本	670	670	670	670	670
储备	1,839	1,947	1,724	1,938	2,160
股东权益	2,509	2,618	2,394	2,609	2,830
少数股东权益	44	70	45	70	98
总负债及权益	4,583	4,769	3,401	4,876	4,914
每股帐面价值(人民币)	3.74	3.91	3.57	3.89	4.22
每股有形资产(人民币)	2.89	3.07	2.64	2.80	2.90
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.46)	(3.27)	(1.95)	(3.16)	(3.49)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.3	4.8	(5.9)	6.5	6.1
息税前利润率(%)	3.4	3.0	(14.1)	4.2	4.0
税前利润率(%)	4.1	4.8	(12.9)	4.9	5.0
净利率(%)	2.9	3.3	(11.7)	3.8	3.5
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.7	2.1	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	15.4	33.0	(45.6)	113.0	65.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.7	2.1	1.5	1.7
估值					
市盈率(倍)	26.0	20.5	(23.8)	18.6	16.8
核心业务市盈率(倍)	25.9	20.5	(23.8)	18.6	16.8
市净率(倍)	2.1	2.0	2.2	2.0	1.9
价格/现金流(倍)	21.5	16.9	(7.7)	5.2	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	8.3	(35.6)	6.6	5.3
周转率					
存货周转天数	1.3	0.9	3.5	1.5	1.0
应收帐款周转天数	7.7	8.0	25.3	10.1	8.1
应付帐款周转天数	24.5	21.8	79.8	21.5	20.7
回报率					
股息支付率(%)	73.6	30.8	n.a.	25.0	30.0
净资产收益率(%)	8.2	10.1	(8.9)	11.4	11.6
资产收益率(%)	4.0	3.8	(6.6)	6.4	5.6
已运用资本收益率(%)	1.8	2.2	(2.0)	2.7	2.6

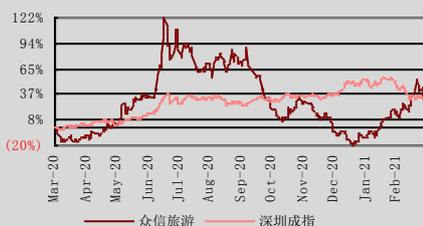
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

002707.SZ

增持

市场价格：人民币 6.72

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.7	6.3	31.8	26.8
相对深证成指	39.3	16.2	35.4	(8.3)

发行股数(百万)	906
流通股(%)	64
总市值(人民币 百万)	6,090
3个月日均交易额(人民币 百万)	195
净负债比率(%) (2021E)	410
主要股东(%)	
冯滨	29

 资料来源：公司公告，聚源，中银证券
 以2021年3月24日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 旅游综合

证券分析师：孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

众信旅游

业务创新谋拓展，静待国门开启时

作为国内首家在 A 股上市的民营旅行社企业，公司核心业务系出境游批发和零售，通过并购和自身发展已经成为国内头部出境游服务商。新冠疫情对公司核心业务影响明显，公司转战国内旅游市场，并布局免税赛道以及与科技巨头合作探索产品分销解决方案。在疫情逐渐受控和国际旅游有望年内恢复的背景下，公司核心业务迎来复苏动力，有望重回疫情前的稳步发展轨道。首次覆盖，给予增持评级。

支撑评级的要点

- **年内入出境旅游有望启动，利好公司核心业务恢复。**中国旅游研究院预测我国入出境旅游有望年内有序开启，出境游人次有望同比增长七成；国际旅行健康证明上线和互认增加，利好在公司营收占比约 90% 的出境游业务的恢复。此外，公司在疫情间在国内挖掘的旅游资源和市场开拓，有望成为公司未来业务的新增长点。
- **疫情期间修内功，布局产业升级。**疫情期间公司不仅布局国内游业务，更加大在产业链上的布局。一方面与国内免税企业签订战略合作协议，谋划入境、出境、离岛、岛内等免税业务；另一方面，公司积极引入科技巨头公司，成立合资企业布局旅游新零售，有利于公司旅游产品 B2B 及 O2O 的发展。
- **布局海南，落子医旅。**公司与海南省旅文厅签署战略合作框架协议，在文旅融合创新、入境入岛旅游、产业投资基金、境内外宣推和目的地营销方面开展全面合作，显示公司对海南旅游在自贸港建设背景下的看好。公司与乐城国际医疗旅游先行区管理局签署战略合作协议，共享乐城品牌和国际化医疗资源，为后续综合性医疗康养旅游产品的设计提供先决条件。

估值

- 当前股本下，预计 2020 至 2021 年每股收益分别为 -1.56 元、0.01 元、0.19 元，市盈率分别为 -4.3 倍、599.4 倍、35.6 倍。

评级面临的主要风险

- 核心业务恢复不及预期，免税业务落地不及预期，行业竞争加剧风险。

投资摘要

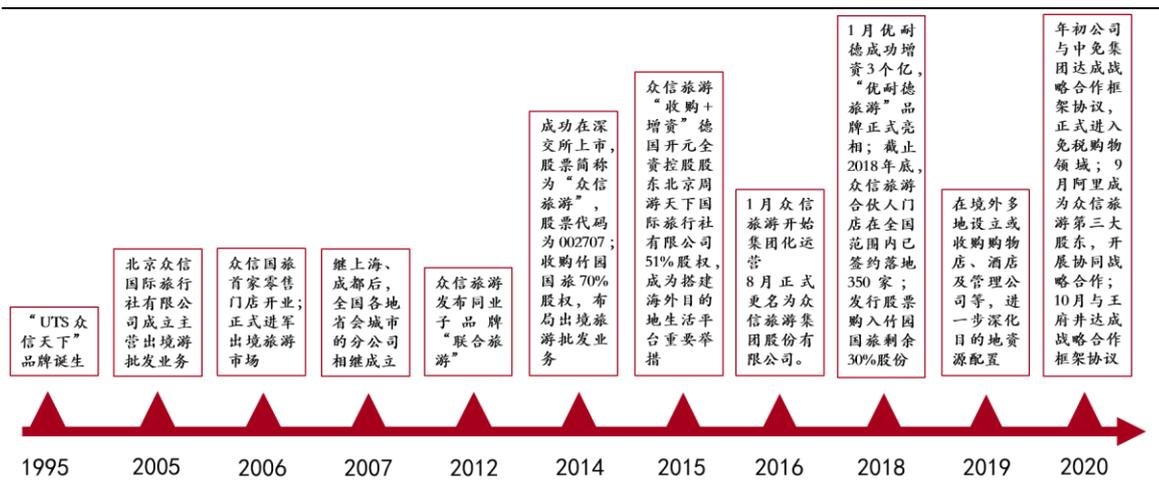
年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	12,231	12,677	1,613	6,753	12,264
变动(%)	2	4	(87)	319	82
净利润(人民币 百万)	24	69	(1,412)	10	171
全面摊薄每股收益(人民币)	0.026	0.076	(1.558)	0.011	0.189
变动(%)	(90.5)	191.1	(2,158.2)	(100.7)	1,583.9
全面摊薄市盈率(倍)	258.4	88.8	(4.3)	599.4	35.6
价格/每股现金流量(倍)	(2,421.6)	36.2	(4.2)	36.9	6.0
每股现金流量(人民币)	(0.00)	0.19	(1.60)	0.18	1.11
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.4	28.4	(4.9)	34.8	15.2
每股股息(人民币)	0.022	0.000	0.000	0.001	0.038
股息率(%)	0.3	n.a.	n.a.	0.0	0.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

众信旅游：出境游市场有望年内开启，行业龙头有望率先复苏

公司历史发展沿革

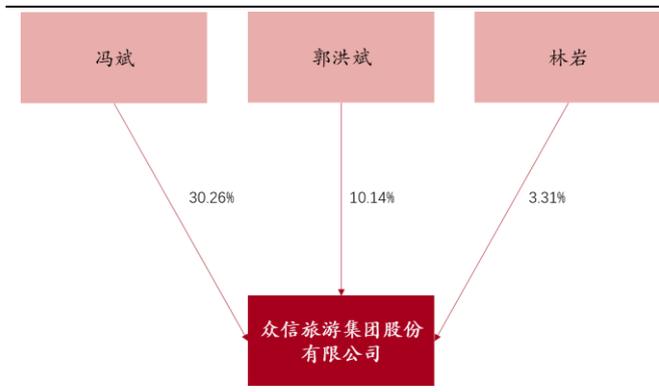
图表 120. 众信旅游历史发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

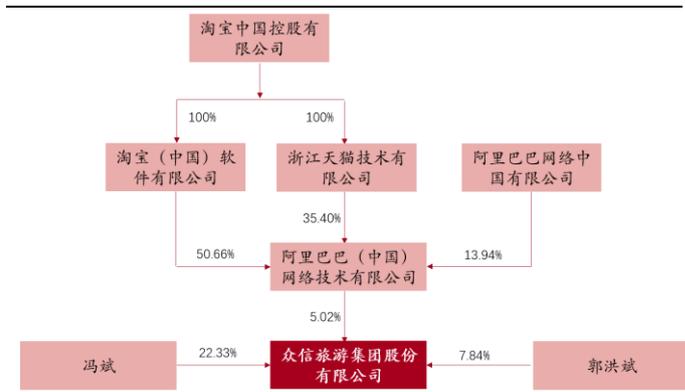
首家登录A股的民营旅行社企业，公司发展顺势而为。1995年“UST 众信天下”品牌成立，2005年，北京众信国旅开始探索出境旅游批发业务。2006年至2017年，众信国旅首家零售门店开业，并相继在全国省会城市成立分公司，谋划全国布局。2014年是众信旅游顺势发展的代表时间点，公司不仅投资逐渐从OTA转型成O2O的悠哉网，更收购出境旅游批发商竹园国旅；此外还成功在深交所上市。OTA发展、出境旅游增长、借力资本市场是旅行社行业重要的发展趋势，众信旅游把握了第一次的顺势而为。2015年至2016年，众信旅游通过收购北京周游天下国旅，搭建海外目的地生活平台，并开始集团化运作。2018年至2019年，众信旅游紧抓O2O的渠道发展趋势，大力发展合伙人门店；此外，发行股份收购竹园国旅剩余30%的股权，并在海外发起对购物店、酒店等资源的收购。这一时期，众信旅游在出境游和海外目的地资源优势尽显，成为顺应境外旅游发展和门店下沉趋势的第二个节点。2020年疫情爆发，众信旅游出境游业务几乎全年停摆，公司先是抓住免税大发展趋势与中免、王府井等免税集团签订战略合作框架，后在转战国内旅游市场的基础上，获得阿里网络的5.02%的持股，加强公司国内旅游业务、渠道拓展、支付系统、管理系统的建设，促成第三次顺势而为。

图表 121. 众信旅游 2020 年以前股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 122. 中心旅游 2020 年以后股权结构



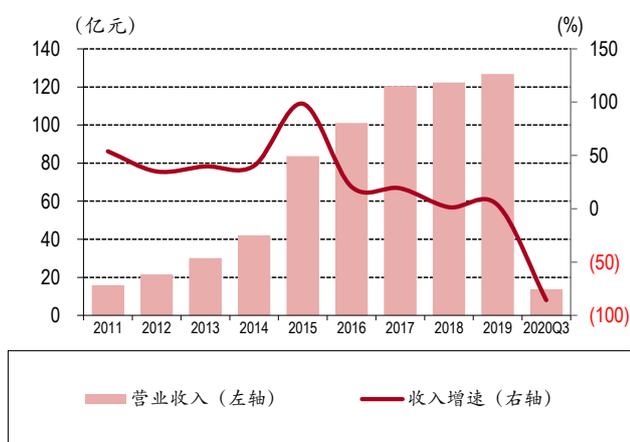
资料来源：公司公告，中银证券

部分股权转让至阿里，寻求协同发展。根据公司公告，众信旅游集团股份有限公司控股股东、实际控制人冯滨先生于2020年9月29日与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司签署《股份转让协议》，冯滨先生向阿里网络转让其持有的众信旅游45,470,295股无限售条件流通股，约占众信旅游总股本的5%。本次权益变动后，冯滨先生仍为上市公司的控股股东、实际控制人，阿里网络将直接持有上市公司45,470,295股无限售条件流通股，约占上市公司总股本的5%。为进一步推进公司与阿里巴巴集团之间的战略合作，2020年9月29日，公司与浙江阿里旅行投资有限公司签署了《战略合作框架协议》，阿里旅行是阿里旗下综合旅行服务平台，并拟与阿里旅行共同出资设立合资公司，注册资本人民币1.5亿元，公司与阿里旅行分别各占全部注册资本的45%及55%。拟提高双方在旅游产品领域知名度及竞争力，扩大双方各自产品、服务的市场整体占有率。今年受疫情影响，特别是文旅部暂未放开出境旅游，众信旅游业绩受到冲击，主营业务出境旅游批发和出境旅游零售均受到较大影响，2020年第三季度报告中显示，在报告期内公司营收1.27亿元，同比下降96.66%，净亏损1.36亿，同比下降30倍。在此次权益变动和签署战略合作后，有阿里巴巴集团的协同支持下，其中包括移动互联网的加持再加上飞猪多元化产品和流量优势，有望为众信旅游带来新的恢复动力。

公司经营数据分析

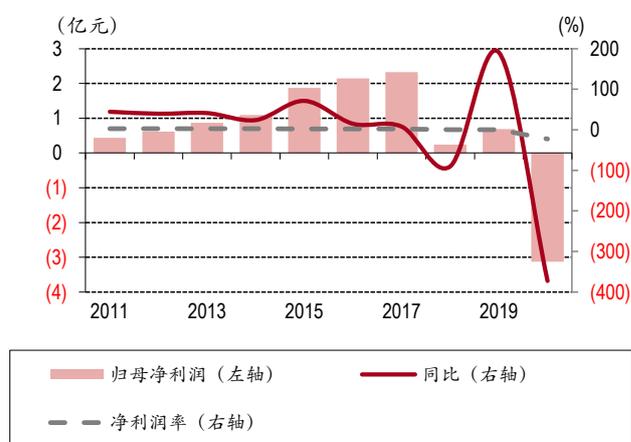
众信旅游营业收入及净利润表现

图表 123. 众信旅游营收及增速情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 124. 众信旅游归母净利润及利润率情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 125. 众信旅游销售毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 126. 众信旅游三费占比营收情况



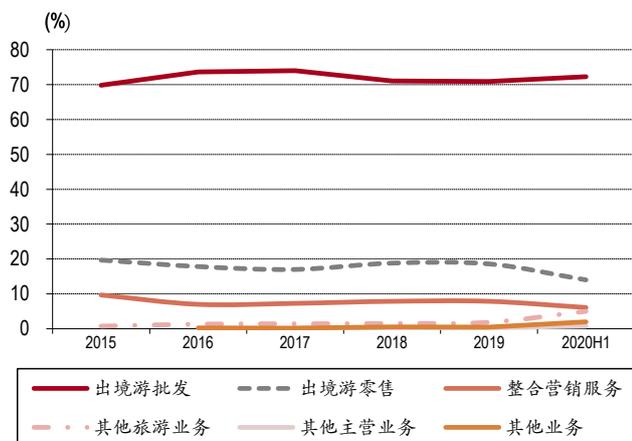
资料来源：公司公告，中银证券

疫情前营收增速出现一定下降，疫情影响公司出境旅游。众信旅游营业收入在疫情前保持 2018 年以前保持较高的增长势头，尤其是 2015 年营收增速达到 98.49%，实现营收 83.70 亿元，可能是 2015 年 3 月公司完成对竹园国旅的并购，并表后大幅增加公司出境旅游批发收入。2018 年，公司营业收入增幅下降至 1.52%，实现营收 122.31 亿元，可能是受到当年萨德事件、泰国普吉岛沉船事件、印尼巴厘岛火山爆发等影响。2020 年新冠疫情爆发，公司出境旅游组团于 1 月 27 日停止发团，截至目前，文旅部仍为放开出境旅游团队及“机+酒”业务。全球疫情对公司出境游业务的影响较大，截至 2020 年第三季度，公司仅实现营收 13.81 亿元，归母净利润亏损 3.13 亿元。

疫情前销售毛利率保持较为稳定水平，销售费用率提升主要系推广宣传所致。2011 年至 2019 年，众信旅游销售毛利率基本稳定在 8.77% 至 10.35% 之间，总体较为平稳；销售净利率在 2018 年以前也基本保持较为稳定的水平，2018 年、2019 年销售净利率仅为 0.41%、0.61%，可能是受到销售费用率、财务费用率提升的影响。2016 年起，公司销售费用率开始逐步攀升，至 2019 年达到 7.91%。2018 年至 2019 年财务费用率也提升至 0.44%、0.41%。销售费用率的提升主要系公司在销售人员薪酬以及宣传推广方面的费用增加所致，财务费用率的增加主要系受到汇兑收益下降以及增加可转债利息费用的影响。

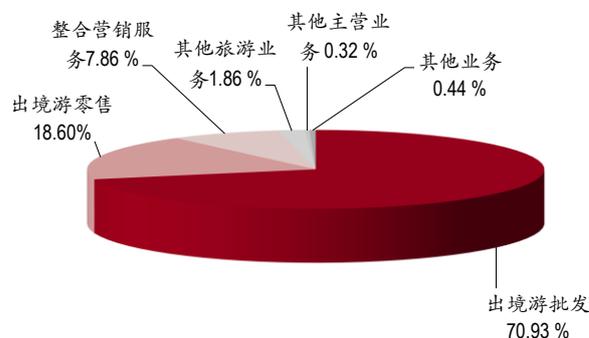
主营业务

图表 127. 众信旅游主营业务收入比例



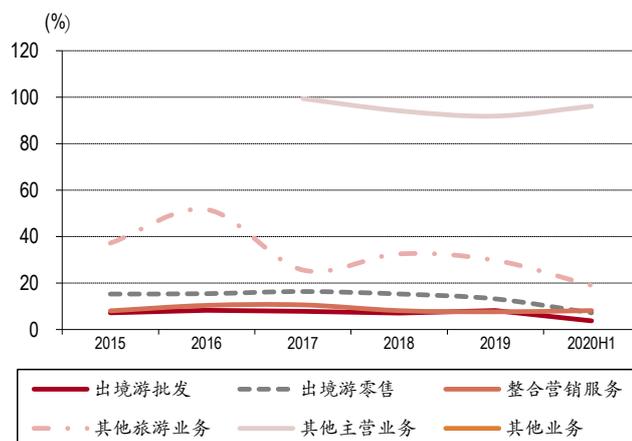
资料来源：公司公告，中银证券

图表 128. 2019 年众信旅游主营业务收入占比



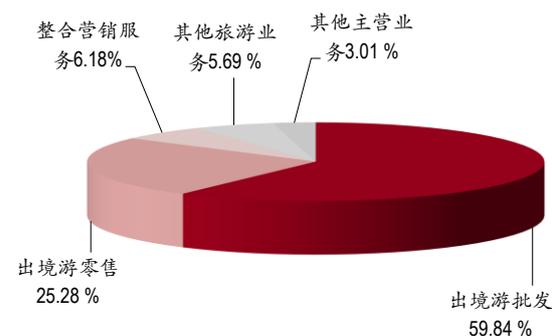
资料来源：公司公告，中银证券

图表 129. 众信旅游主营业务毛利比例



资料来源：公司公告，中银证券

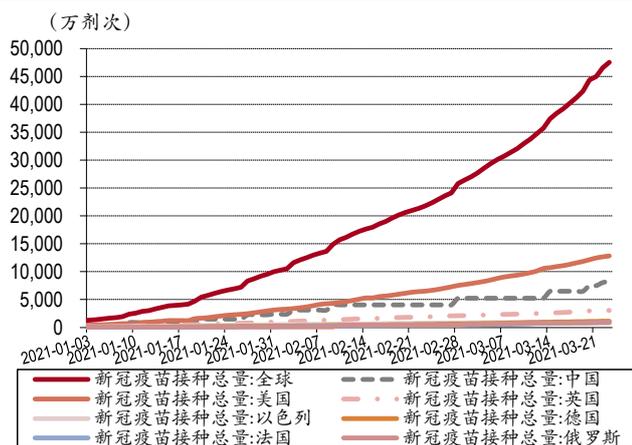
图表 130. 2019 年众信旅游主营业务毛利占比



资料来源：公司公告，中银证券

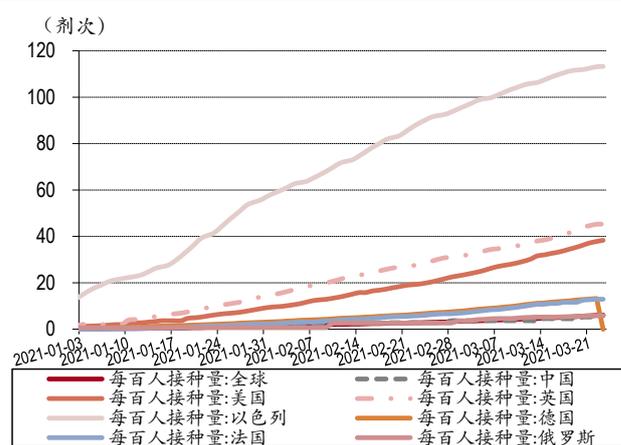
出境游业务营收占比最高，是公司品牌形象塑造的重要元素。2011年公司出境旅游业务收入为12.91亿元，2019年该业务营收提升至113.49亿元，年均复合增速31.23%，业务占比量也维持在79.40%至91.48%之间。其中出境旅游批发业务在收购竹园国旅后营收同比增加明显，2015年公司出境旅游批发业务创造营收38.44亿元，同比增长131.82%，2011年至2019年年均复合增速32.19%，从2015年起，出境旅游批发业务营收占比保持在70%左右。公司出境游零售业务2011年至2019年的年均复合增速达到28.03%，营收占比维持在17.01%至24.05%。业务结构说明公司在国内出境旅游市场的强势地位。公司公告称，近年来，公司批发业务品牌“优耐德旅游”、“全景旅游”继续领跑行业，覆盖国内20个以上出境口岸，自由行、目的地玩乐、当地参团等类型，SKU超过1万个，在海外继续布局地接服务和资源；零售重点项目“零售合伙人门店计划”稳步推进，截至2019年底，实现直营门店数751家，签约门店数量突破1,000家。疫情前，公司品牌优势对出境旅游批发和零售业务的推广和宣传可能具有推动作用。

图表 131. 全球及重要经济体新冠疫苗接种量



资料来源：公司公告，中银证券

图表 132. 全球及重要经济体新冠疫苗每百人接种量



资料来源：公司公告，中银证券

全球及主要经济体疫苗接种量不断提升，国际健康码上线利好公司出境游业务恢复。截至2021年3月25日，全球新冠疫苗接种总量已突破4.7亿剂次，主要经济体中美国的接种总量最高，已接近1.3亿剂次。全球新冠疫苗每百人接种量达超过6剂次，以色列超过113剂次的每百人接种量排在第一。此外，中国版“国际健康证明”正式上线，利好出入境人员的流动和国际旅游的恢复。中国旅游研究院预测今年入出境旅游在下半年有望有序开启，对于公司主营业务占比最高的出境游恢复预计也是较大利好。

传统旅游产品毛利率较低，公司创新旅游产品和服务保持较高毛利率。公司营收占比较高的出境旅游批发和零售业务均属于较为传统的旅行社产品，疫情前批发业务毛利率基本维持在9%左右的水平，零售业务毛利率基本保持在7-8%左右，相对其他业务毛利率较低。毛利率较高的业务为其他旅游业务、其他主营业务，包括国内周边旅游、游学研学、自驾游为代表的主题旅游创新；移民置业业务、货币兑换为代表的其他与境外出行相关的业务。

整合营销业务逐渐完善服务，国内疫情受控后逐步复苏。公司整合营销服务主要涉及商务会奖、公关策划、品牌管理、展览展示、差旅服务、跨境电商等业务。业务营收从2011年的3.02亿元增长至2019年的9.96亿元，年均复合增速16.09%，保持较快的增长。2020年疫情爆发对整合营销业务的影响较大，但在国内疫情受控后，公司开始陆续为客户提供露营、企业团建等活动。在恢复跨省旅游后，公司以亚布力武汉论坛特别峰会为起点，持续为不同客户提供服务。在国内疫情影响相对较小的背景下，商务会展、会奖旅游等需求有望持续恢复，公司整合营销业务有望较快复苏。

应对疫情的转变

深挖资源，转战国内。疫情影响公司出境旅游业务，公司承担部分机票、酒店、当地交通预订等损失，2020H1出境旅游批发业务毛利率仅为4.3%。公司依靠“优耐德旅游”、“全景旅游”以及众信旅游门店，重启国内旅游业务，并根据文旅部放开省内旅游、跨省旅游的节奏，推出自驾游、短途家庭游等不同主题产品。此外，公司顺应旅游需求碎片化趋势，继续发力国内旅游单项产品，重点布局旅游年卡、酒店消费套餐等。

图表 133. 众信旅游与中国中免战略合作框架协议内容

协议项目	具体内容
合作意义	依托中免集团在境内外旅游零售品牌、产品及网络资源优势与众信旅游旅游综合服务优势，积极响应国家关于“一带一路”倡议及“走出去”发展战略，全面整合资源，创新合作机制，稳步推进中国旅游+购物的国际化发展战略，共同打造中国具有全球竞争力的世界一流旅游零售项目。
合作原则	长期、稳定，共同发展，资源互补、合作共赢
主要合作	双方共同在境内外尤其是“一带一路”沿线国家和地区开展“旅游+购物”业务。借助乙方已有基础流量、深耕多年的目的地经验以及对中国消费者旅游购物需求判断，结合中免集团在产品、品牌以及旅游零售运营等多方面优势，共同开发境内外旅游零售业务。
境外合作	在境外，双方可以通过多种合作方式共同开展旅游零售门店的合作。中免集团拥有专业的零售管理能力、优质的品牌合作资源等诸多优势，同时众信可从门店选址、客流、产品类别等多方面为投资及运营提供支持，双方共同支持门店经营，以实现共赢的合作目标。
境内合作	在境内，双方可共同探讨旅游零售业务合作的可能性，众信旅游可凭借自身流量优势、旅行社门店渠道优势与中免集团优势互补，为免税店引流，针对性的输送出境、国内团客及自由行游客客源，协助中免集团国内业务做大做强。

资料来源：公司公告，中银证券

公司与中国中免、王府井等免税持牌企业签订战略框架协议，布局高景气赛道。据公司公告，2020年2月，公司与中免集团签订战略合作框架协议，2020年10月，公司与王府井免税签署战略合作协议。疫情影响及离岛免税新政的实施，离岛免税销售数据亮眼，叠加国际消费回流的大趋势，公司积极与两大免税商促成合作。公司主要依托免税商的牌照以及经营优势，利用自身已有的基础流量、深耕多年目的地经验、旅行社门店渠道为免税店引流，并探讨离境、入境、离岛、市内免税店等业务合作可能。

押注海南大发展，布局医旅先行区。2020年3月，为推进海南国际旅游消费中心建设，公司与海南省旅游和文化广电体育厅签署战略合作框架协议，在总部经济、文旅融合创新、入境入岛旅游、产业投资基金、境内外宣推和目的地市场营销等领域进行全面合作。2020年8月，公司与海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区管理局签署战略合作协议，双方共享乐城品牌和国际化医疗资源，创新综合性医疗康养旅游产品。

图表 134. 众信旅游与阿里旅行战略合作框架协议内容

协议项目	具体内容
产品供给	双方同意在产品方面展开合作，互相给予支持。公司同意在产品方面给予阿里旅行包括但不限于平台分销、采购价格、结算、优先供应、独家代理等各方面政策的支持。
渠道和品牌	双方同意探索和推进“旅游线下新零售”商业模式，在渠道端探讨品牌联合及规划。将在双方均同意的地区尝试开设试点门店，并依据门店的实施、成型及综合收益优先的原则确定下一步的发展规划以及品牌联合。
大数据技术	双方坚守国家监管机构相关法律规定，利用双方资源优势，结合大数据技术，为促进旅游行业稳步发展、不断提高旅游消费者体验，持续提供更多更具价值的创新产品。
支付系统	为提高公司线上支付水平及资金使用效率，阿里旅行同意为公司在支付系统方面提供方案支持。阿里旅行同意为公司在内控管理、销售及采购支付、资金结算等方面，提供系统解决方案的支持。

资料来源：公司公告，中银证券

携手阿里，创新旅游产品分销解决方案。2020年12月，公司实际控制人与阿里网络完成5.02%股权的过户登记，2020年11月公司持股45%、阿里持股55%的“杭州阿信网络”科技有限公司完成工商登记。阿里通过受让公司股份并合资成立新公司有望增强未来双方在多个方面的合作，同时也在一定程度上缓解了公司在疫情期间的现金流压力。与阿里旅行未来的合作也可能将公司B2B旅游产品分销的能力提升，阿里在技术以及大数据方面的优势有望提升公司未来拓展2C业务的空间。

盈利预测、相对估值及投资建议

图表 135. 众信旅游营业收入与毛利率预测

	2020E	2021E	2022E
出境游批发			
收入 (百万元)	899.17	4,405.95	8,679.73
Yoy(%)	(90.00)	390.00	97.00
成本 (百万元)	862.78	4,055.05	7,907.35
yoy(%)	(89.55)	370.00	95.00
毛利率(%)	4.05	7.96	8.90
出境游零售			
收入 (百万元)	212.18	1,082.12	2,164.23
yoy(%)	(91.00)	410.00	100.00
成本 (百万元)	202.59	968.36	1,864.10
yoy(%)	(90.10)	378.00	92.50
毛利率(%)	4.52	10.51	13.87
整合营销服务			
收入 (百万元)	298.83	896.50	986.15
yoy(%)	(70.00)	200.00	10.00
成本 (百万元)	285.15	832.64	912.49
yoy(%)	(69.00)	192.00	9.59
毛利率	4.58	7.12	7.47
其他旅游业务			
收入 (百万元)	129.62	274.79	329.75
yoy(%)	(45.00)	112.00	20.00
成本 (百万元)	104.32	213.86	252.35
yoy(%)	(37.00)	105.00	18.00
毛利率(%)	19.52	22.17	23.47
其他主营业务			
收入 (百万元)	23.95	38.33	45.99
yoy(%)	(41.06)	60.00	20.00
成本 (百万元)	1.33	1.86	2.11
yoy(%)	(60.00)	40.00	13.00
毛利率(%)	94.44	95.13	95.42
其他业务			
收入 (百万元)	49.64	55.59	58.37
yoy(%)	(10.00)	12.00	5.00
营业收入合计 (百万元)	1,613.39	6,753.28	12,264.22
yoy(%)	(87.27)	318.58	81.60
综合毛利率(%)	6.67	9.27	10.33

资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计众信旅游2020年至2022年营收分别为16.13亿元、67.53亿元、122.64亿元，分别同比变化-87.27%、318.58%、81.60%；归母净利润在2020年预计亏损14.12元，2021至2022年预计扭亏盈利0.07亿元、1.33亿元；当前股本下，预计每股收益分别为-1.56元、0.01元、0.19元，市盈率分别为-4.3倍、599.4倍、35.6倍。

投资建议

新冠疫苗接种量持续提升，国际健康码有望被多国互认，受限的跨境人员流动有望逐步恢复。中国旅游研究院和世界旅游城市联合会对中国和全球国际旅游在年内恢复给出乐观的预测。我国出境旅游虽然近年来增速有所放缓，但考虑高基数的出游人群，仍将保持较为稳定的增长。众信旅游是国内头部出境旅游批发商和零售商，国际旅游的有序开启有利公司主营业务的恢复。疫情中，众信旅游不仅深挖国内旅游资源，更与国内知名免税企业签订战略合作协议，在免税赛道进行布局。此外，与阿里成立合资公司发展旅游产品新零售，将有可能推动公司 O2O 及 B2B2C 发展。新冠疫情对出境旅行社的影响较大，推动了一些实力较弱、产品创新不足的旅行社的出清，行业集中度可能得到提升。因此，在抗住疫情带来的诸多不利影响后，众信旅游有望迎来核心业务的逐步复苏，使公司重回有序发展的轨道。首次覆盖，给予增持评级。

图表 136. 众信旅游可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	最新股价(元)	总市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)			评级
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
岭南控股	002035.SZ	7.94	53.21	(0.33)	0.43	0.47	(23.9)	18.6	16.8	增持
众信旅游	002707.SZ	6.72	60.90	(1.56)	0.01	0.19	(4.3)	599.4	35.6	增持
凯撒旅业	000796.SZ	10.18	81.75	(0.31)	0.30	0.60	(32.9)	34.0	17.0	未有评级
可比公司均值							(20.4)	217.4	23.2	
众信旅游	002707.SZ	6.72	60.90	(1.56)	0.01	0.19	(4.3)	599.4	35.6	增持

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 3 月 24 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示

核心业务恢复不及预期

虽然疫苗接种进度不断加快，国际旅游有望年内启动；但疫情或出现反复可能影响国际旅游的恢复进程，进而影响公司出境游批发、零售业务的恢复速度。

免税业务落地不及预期

公司已与国内知名免税商签订战略合作框架协议，但目前尚未真正落地免税业务，免税业务的开展情况可能不及预期。

行业竞争加剧风险

出境旅游已暂停一年有余，虽旅行社数量有一定出清，但能坚持下来的旅行社均实力不凡，可能会增加行业的竞争。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	12,231	12,677	1,613	6,753	12,264
销售成本	(11,036)	(11,397)	(1,506)	(6,129)	(11,002)
经营费用	(1,046)	(1,064)	(1,712)	(395)	(784)
息税折旧前利润	149	216	(1,604)	230	478
折旧及摊销	(50)	(60)	(57)	(64)	(62)
经营利润 (息税前利润)	100	156	(1,661)	165	416
净利息收入/(费用)	(37)	(33)	(122)	(187)	(186)
其他收益/(损失)	42	11	19	41	44
税前利润	88	116	(1,775)	13	259
所得税	(39)	(39)	0	(1)	(65)
少数股东权益	26	9	(362)	1	23
净利润	24	69	(1,412)	10	171
核心净利润	25	68	(1,412)	13	177
每股收益 (人民币)	0.026	0.076	(1.558)	0.011	0.189
核心每股收益 (人民币)	0.027	0.075	(1.558)	0.014	0.195
每股股息 (人民币)	0.022	0.000	0.000	0.001	0.038
收入增长(%)	2	4	(87)	319	82
息税前利润增长(%)	(71)	57	(1,164)	(110)	152
息税折旧前利润增长(%)	(61)	45	(842)	(114)	108
每股收益增长(%)	(90)	191	(2,158)	(101)	1,584
核心每股收益增长(%)	(90)	176	(2,175)	(101)	1,315

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	88	116	(1,775)	13	259
折旧与摊销	50	60	57	64	62
净利息费用	53	51	132	194	201
运营资本变动	(223)	(46)	(160)	(321)	444
税金	(13)	(30)	0	(1)	(65)
其他经营现金流	43	16	298	217	106
经营活动产生的现金流	(3)	168	(1,447)	165	1,008
购买固定资产净值	94	77	59	91	100
投资减少/增加	146	(49)	0	15	18
其他投资现金流	(847)	(200)	(104)	(190)	(200)
投资活动产生的现金流	(606)	(173)	(45)	(84)	(82)
净增权益	(20)	0	0	(1)	(34)
净增债务	243	179	867	527	(250)
支付股息	20	0	0	1	34
其他融资现金流	(82)	(133)	(242)	(195)	(235)
融资活动产生的现金流	162	45	625	333	(485)
现金变动	(447)	41	(867)	414	441
期初现金	1,367	925	993	126	540
公司自由现金流	(609)	(5)	(1,492)	81	926
权益自由现金流	(312)	225	(492)	802	877

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	925	993	126	540	981
应收帐款	601	664	501	1,375	579
库存	3	7	6	1	8
其他流动资产	913	1,003	293	728	1,104
流动资产总计	2,940	3,152	1,323	3,254	3,134
固定资产	128	223	256	298	356
无形资产	107	88	68	64	56
其他长期资产	303	1,144	755	560	418
长期资产总计	537	1,455	1,079	922	830
总资产	5,339	5,706	3,489	5,259	5,031
应付帐款	681	704	74	777	690
短期债务	863	1,028	1,785	2,242	2,175
其他流动负债	753	853	227	797	762
流动负债总计	2,298	2,585	2,087	3,815	3,626
长期借款	523	560	692	759	566
其他长期负债	80	79	120	85	79
股本	906	906	906	906	906
储备	1,326	1,385	(27)	(18)	119
股东权益	2,232	2,291	879	888	1,025
少数股东权益	159	73	(289)	(288)	(265)
总负债及权益	5,339	5,706	3,489	5,259	5,031
每股帐面价值 (人民币)	2.46	2.53	0.97	0.98	1.13
每股有形资产 (人民币)	2.35	2.43	0.89	0.91	1.07
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.06)	0.05	1.98	2.10	1.32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	1.2	1.7	(99.4)	3.4	3.9
息税前利润率(%)	0.8	1.2	(102.9)	2.4	3.4
税前利润率(%)	0.7	0.9	(110.0)	0.2	2.1
净利率(%)	0.2	0.5	(87.5)	0.2	1.4
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	0.6	0.9	0.9
利息覆盖率(倍)	1.4	1.8	(12.7)	0.9	2.0
净权益负债率(%)	18.9	24.0	398.8	410.0	231.4
速动比率(倍)	1.3	1.2	0.6	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	258.4	88.8	(4.3)	599.4	35.6
核心业务市盈率(倍)	247.0	89.5	(4.3)	486.8	34.4
市净率(倍)	2.7	2.7	6.9	6.9	5.9
价格/现金流(倍)	(2,421.6)	36.2	(4.2)	36.9	6.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	40.4	28.4	(4.9)	34.8	15.2
周转率					
存货周转天数	0.1	0.1	1.5	0.2	0.2
应收帐款周转天数	17.5	18.2	131.8	50.7	29.1
应付帐款周转天数	20.7	19.9	88.0	23.0	21.8
回报率					
股息支付率(%)	85.8	0.0	n.a.	10.0	20.0
净资产收益率(%)	1.1	3.0	(89.1)	1.2	17.9
资产收益率(%)	1.1	1.9	(36.1)	3.4	6.1
已运用资本收益率(%)	0.2	0.4	(9.9)	0.1	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371