

#### 全文摘要:

休闲服务行业作为可选消费的重要组成，与宏观经济、人均收入、消费升级等因素存在较强的关联性。结合当前宏观经济与消费结构的变化，在经济增速放缓的大背景下，我们认为对休闲服务板块并不需要悲观。一方面，我国消费结构的更迭与升级有力的支撑了休闲服务板块长期上扬的走势。另一方面，行业基本面相对稳健，行业整体估值比较合理，超跌品种在大盘的底部区域有率先修复估值的可能性。从子行业的角度来看，出境游市场短期会受到经济增速放缓和消费承压的影响有所回落，但长期向好趋势不变。机场免税店在短期内会受到一定冲击，海南离岛免税的政策还在放宽；酒店业正处于复苏周期中，行业供需正在改善，具有一定抗风险能力；自然景区会受到降价的影响可能导致收入下滑，人工景区表现会更稳定一些。

#### 第一部分核心观点:

经济增速放缓，社会消费品零售总额增速下滑，国民消费短期内承受一定压力。但是行业基本面相对稳健，我国居民消费结构的更迭和对发展性消费的需求使休闲服务板块有长期稳定向好的趋势。

#### 第二部分核心观点:

2018年上半年，旅游业整体形势是：国内旅游增长稳定，入境旅游市场稳中有降，出境旅游市场平稳发展。出境游市场短期会受到经济增速放缓和消费承压的影响有所回落，但长期向好趋势不变。

#### 第三部分核心观点:

机场免税业同样会受到宏观经济影响，增速会出现回落。中国国旅在机场的免税零售业务也会受到冲击。海南的离岛免税政策还在逐渐放宽，海南免税业的发展前景值得期待。

#### 第四部分核心观点:

酒店业处于复苏周期之中，且供求关系正在转好。

## 第五部分核心观点:

2018年三季度开始的景区降价对各大景区都产生了深刻影响。我国景区普遍对门票收入的依赖程度较高,此次大范围调价对景区类上市公司四季度业绩会有一定冲击,也会倒逼景区转型升级。

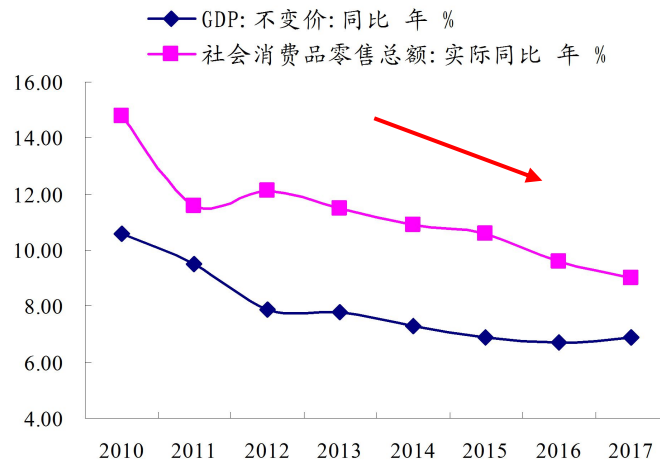
## 穿越周期,旅游业整体仍稳健

休闲服务行业作为可选消费的重要组成部分,与宏观经济、人均收入、消费升级等因素存在较强的关联性。对休闲服务板块整体趋势的判断要与全民的消费结构紧密结合。在困难时期,每个家庭用于外出游玩娱乐和就餐的支出非常有限。相反,在经济稳定增长时期,居民家庭收入增加,家庭用于休闲娱乐的支出自然会水涨船高。因此,分析休闲服务板块的整体趋势不仅要考虑到宏观经济因素,同时要综合考虑当前中国居民消费偏好与消费结构的转变。

### 一、宏观经济与消费结构

我们对宏观经济的预期较为谨慎。2018年宏观经济运行基本符合预期,供给侧改革也取得了成效,下行压力在逐渐释放。2018年三季度经济增速回落至6.5%,是2009年以来的新低。进入四季度后,生产和需求表现依然疲弱,物价水平温和提升。社会消费品零售总额的下滑是我们应该注意的情况。2018年1-10月消费需求总体表现羸弱,前十个月社会消费品零售总额为309834亿元,同比增长9.2%,较2017年前十月增速回落1.1个百分点,同比增速延续下行趋势。2019年,改革仍将继续稳步推进,扩内需和补短板依旧是改革的重点,投资和消费平稳趋缓,增速预计维持在5%和9%左右。总体来说,经济增速放缓,社会消费品零售总额增速下滑,国民消费短期内承受一定压力。

图 1: GDP 与社会消费品增速



资料来源: Wind, 工行投行研究中心

在消费结构方面, 经过改革开放 40 周年的发展, 中国社会结构的轴心——阶级阶层结构已经发生了变化——从农民阶层为主的社会转变为中产阶级、工人阶层和农民阶层占比大体相当的社会, 中产及以上阶层、工人阶层和农民阶层人口各占劳动力总人口比重的 1/3 左右。中国社会阶层结构的变化结果是理解当前我国所有政策配置的基础<sup>1</sup>。阶层结构的变化导致了消费市场的显著分化, 中国未来的消费市场会在新中产阶级力量的逐渐壮大中继续转型。农民阶层和工人阶层在生存性消费中(吃穿住等)的边际弹性较大; 老中产阶级既有较强的生存性消费, 也有较强的发展性消费冲动(教育、通信、医疗、文娱等); 新中产阶级已将主要消费动力转移到发展性消费方面; 业主阶层这一新富阶层的消费已超越了发展性消费阶段, 达到了较高的享乐型阶段, 将主要消费目标设定在某些特殊的服务类商品上。因此, 中国当前的消费结构与阶段性特点对整个休闲服务板块产生了深刻影响, 消费观念的改变导致多元化、个性化、精品化、品牌化的消费方式盛行, 也促使我国步入大众旅游的初级阶段。农村和三四线城市居民收入的逐渐增加使这部分人口成为极具消费潜力的目标市场, 这也很好的解释了为何目前许多旅游企业将触角下沉至三四线城市, 并取得了比较好的经营回报。

结合当前宏观经济与消费结构的变化, 在经济增速放缓的大背景下, 我们认为对休闲服务板块并不需要悲观。一方面, 我国消费结构的更迭与升级有力的支撑了休闲服务板块长期上扬的走势。另一方面, 行业基本面相对稳健, 行业整体估值比较合理, 超跌品种在大盘的底部区域有率先修复估值的可能性。从子行业

<sup>1</sup> 张翼, 《当前中国社会各阶层的消费倾向》, 2016 年第 4 期《社会学研究》

的角度来看，出境游短期景气度有所下降，机场免税业会受到一定冲击，自然景区会受到降价的影响导致收入下滑，酒店业的供需在好转，具有一定抗风险能力。

## 二、国内游和出境游

### 1、国内旅游整体形势

根据文旅部数据，2018年上半年，国内旅游增长稳定，入境旅游市场稳中有降，出境旅游市场平稳发展。上半年，国内旅游人数28.26亿人次，比上年同期增长11.4%。国内旅游收入2.45万亿元，比上年同期增长12.5%。入境旅游人数6923万人次，比上年同期下降0.4%。国际旅游收入618亿美元，比上年同期增长2.8%。中国公民出境旅游人数7131万人次，比上年同期增长15.0%。

### 2、中国居民出境游景气度有所下滑

国家移民管理局公布出入境边防检查综合统计数据，2018年前三季度，大陆居民因私出入境总人数2.2854亿人次，同比增长12.69%。2018第三季度大陆公民因私出入境8067万人次，同比增长11.48%。

在旅游统计方法中，因私出境人次主要是由出境游、出境留学、出境工作三类人次组成，其中出境游占比在95%以上，且出境与入境人次基本相同。因此，2018第三季度大陆公民出境游的人次约在4033万人次(+11.48%)，同比增速较一季度和二季度的12.62%和15.27%略有下降，但依然高于我国6.5%的GDP增速和9.2%的社会消费品零售总额增速。我们认为，出境游景气度小幅回落一方面与宏观经济和国民消费承压有关，宏观因素影响了消费信心。另一方面，部分出境目的地国家自身出现一些负面新闻或自然灾害，影响了中国游客出行的热情。比如泰国普吉岛的沉船事件和曼谷机场打骂中国游客事件导致近期中国公民赴泰旅游的热情骤减，三季度赴泰国旅游人数为254万人次，同比增速为-5.12%。日本作为中国游客第二大出境目的地国家，三季度频繁受到台风、地震等影响，导致三季度赴日本旅游人数为239万人次，同比增长4.96%，增速也明显下滑。

如果分地区来看出境游市场，三季度，北京地区旅行社组织出境游147万人次，增速为1.4%，较二季度12.4%的增速有较大幅度回落。上海地区旅行社组

织出境游125万人次,同比增速为-12.65%,其中7月、8月、9月增速分别为-9.11%、-19.76%、-6.47%。与北京、上海出境游增速下滑相反,浙江地区旅行社组织出境游人数为78.5万人次,同比上涨22.85%,且7月、8月、9月的增速分别为22.61%、30.38%、12.79%,平均增速与上半年基本持平,继续延续良好的发展势头。

由此可见,除了宏观经济和目的地国家负面因素的困扰,北京、上海等一线城市出境游的渗透率已经很高了,难以依靠新增人数推动出境游人次出现大幅增长。此时,二线城市接棒一线城市,逐渐成为出境游市场中的主力军。三四线城市出境游的习惯还未养成,目前正处于市场培育阶段。随着消费升级的深入和居民收入的不断增加,二、三、四线城市出境游渗透率提升的空间很大。中国出境游研究院(COTRI)预计,2018年中国出境游客将达到1.6亿人次,到2030年,中国大陆出境游客将达到3亿人次,这意味着未来十年中国游客将贡献全球出境客源增长的一半。从长期趋势来看,我国的出境游市场仍有广阔的发展空间。

### 三、免税业

国民收入大幅提高后,对品质化生活的向往、对奢侈品的追求成为中产阶级生活中的可选项,免税业的发展顺应了这个趋势。中国消费者已经成为全球奢侈品消费的主力。根据贝恩公司2018年1月发布的报告,2017年全球奢侈品消费总额为2620亿欧元(约合2.0695万亿人民币,2018/12/2央行中间价),我国消费者是全球最大的奢侈品购买群体,占全球份额的32%。但是,消费者在中国境内购买奢侈品的占比却不及四分之一,也就是说有超过75%的奢侈品消费是在境外购买的。我国一直在倡导消费回流,奢侈品购买回流是其中重要的一部分,因此,从国家层面上来看,发展免税业、支持消费回流是必然方向。

中国国旅旗下中国免税集团在免税领域一家独大,它的市场份额超过85%,不仅可以充分享受寡头垄断的绝佳地位,也可以充分享受海外免税回流带来的红利。2018年10月,中免控股母公司中国旅游集团无偿受让了海南省国资委持有的海南省免税品有限公司51%的股权,成为海免的控股股东。

## 1. 机场免税零售增速将受到经济影响出现回落

在经济的下行周期，因公和因私出境旅游人数会受到影响，消费者的购物行为也会相对谨慎。回顾 2008-2009 年和 2013-2014 年经济下滑期间，机场商业收入（特别是免税收入）的增速出现放缓。2019 年中国经济增速放缓，国民消费短期内承受一定压力，机场免税业同样会受到宏观经济影响，增速会出现回落。中国国旅在机场的免税零售业务也会受到冲击。

## 2. 离岛免税店与市内免税店

离岛免税店主要是指位于海南的两个离岛免税购物场所——海棠湾三亚免税店（中免）和海口免税店（海免）。2017 年，海南的离岛免税销售额为 80.20 亿元，同比增长 32%；销售数量 1050 万件，同比增长 41.8%；购买旅客 233.4 万人次，同比增长 34.8%。同年，海口和三亚分别实现免税收入 21.53 亿元和 58.67 亿元，同比分别增长 42.77 和 28.04%。2018 年 1-6 月，海口海关共监管三亚、海口两家离岛免税店销售免税品 52.5 亿元，购物件数 703.4 万件，购物人数 147.3 万人次，同比分别增长 24.1%、32.2%、22.6%。

2018 年 4 月，中央提出海南建设国际旅游消费中心，大力推进旅游消费领域对外开放，积极培育旅游消费新热点。10 月，海南自贸区方案印发。时值岁末，财政部进一步调整海南离岛旅客免税购物政策，将海南离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 3 万元，并不限购买次数。从政策面来看，中央支持海南岛发展休闲服务，此次将免税限额提升至 3 万有利于推动海南旅游服务消费。未来随着海南旅游消费更趋成熟，免税限额仍有进一步提升的空间。同时，海南将在海口和博鳌新增两家免税店，这两家市内免税店由中免集团负责运营的概率较大。

## 四、酒店

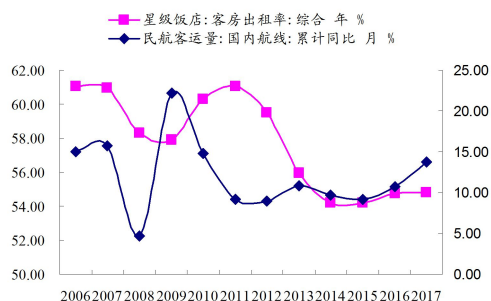
本轮酒店的复苏初始于 2015 年四季度，酒店出租率跌幅逐步收窄，并于 2015 年底出现拐点，RevPAR（平均每间可供出租的客房收入）跌幅随之收窄，逐渐开启景气周期，但间夜供给量增速仍然低迷。自 2017 年以来，国内酒店数据全

面回暖。根据 STR 的统计数字，2017 年 RevPAR 增速达到 6.0%，其中入住率 Occ 同比增长 4.1 个百分点，平均房价 ADR 止跌回升至 1.8%。从月度数据来看，RevPAR 的增速从 2016 年 11 月开始逐渐由负转正，2017 年二三季度的增速在 5%到 8%之间，9 月后受到高基数的影响，RevPAR 同比增长有所放缓，但不影响整体景气度的回升。

至 2018 年，滞后的酒店供给增速出现提升，2018 年 7 月酒店供给量同比增加 7.53%，但增速远低于上一轮周期的繁荣阶段；ADR 驱动 RevPAR 持续增长，营业收入同步增长。2018 年酒店业的景气度依旧比较旺盛。短期来看，由于整体消费承受一定压力，对住宿业也有一定影响，酒店 RevPAR 增速会放缓。但长期而言，我国酒店正处于整合阶段，龙头品牌成长性较强，房价提升，酒店集团利润率上行，未来成长空间确定。

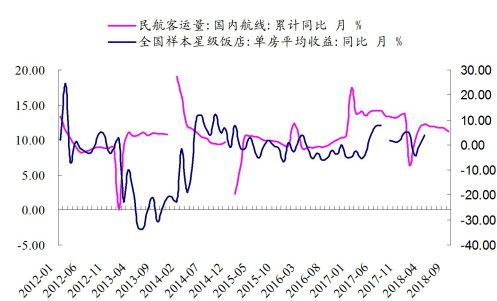
从酒店的需求端来看，酒店的需求结构中，商旅客户与休闲旅游客户的比例约为 6:4。这两部分客户均会受到宏观经济波动的影响。从目前的情况看，这两部分客源未显现出明显的波动。一方面，商旅客户有比较明显的顺周期性，并且与航空客运量增速有较强的契合性。在经济上行时期，商旅需求旺盛，相反，在经济下行周期，商旅出行放缓会在民航和酒店业中都有所显现。目前来看航空需求增速并未出现放缓，基本维持在稳定提升的水平。另一方面，酒店的另一部分客源来自于旅游需求。国内旅游需求逐年增长，休闲旅游驱动的住宿需求长期处于稳步增长阶段。综合来看，我们认为酒店的需求端会比较稳定，具有一定的抗风险能力。

图 2：民航客运量与客房出租率



资料来源：Wind，工行投行研究中心

图 3：民航客运量与单房平均收益



资料来源：Wind，工行投行研究中心

在住宿和餐饮业的固定资产投资来看，2018 年 8 月增速为 0.6%，之后由负转正，2018 年 10 月增速为-1.30%。固定资产投资有稳中趋缓的走势，预计未来

供给端的增速不会出现过度提升。从另一方面来看，1) 酒店物业审查要求严格，非酒店物业较难转化为酒店物业；2) 写字楼等物业形态的竞争导致转化为酒店物业的经济性有待考量。因此，新物业带来的酒店增量较少，供给端在收缩，有利于酒店业维持一个良好的现状。

## 五、景区

在四季度的十一黄金周期间，国内接待游客 7.26 亿人次，同比 2.98%；2017 年同期为 7.05 亿人次（同比 18.89%）。实现国内旅游收入 5990 亿元，同比 2.65%；2017 年同期为 5836 亿元（同比 21.03%）。今年的国庆黄金周游客流量增速是在 2008 年之后首次降低至个位数，节假日游客集中爆发的模式已经进入瓶颈期。

2018 年三季度开始的景区降价对各大景区都产生了深刻影响。在休假制度不变的情况下，传统景区客流量上涨空间已经非常有限了，我国景区普遍对门票收入的依赖程度较高，因此，我们认为，此次大范围调价对景区类上市公司四季度业绩会有一定冲击，也会倒逼景区转型升级。景区类上市公司处于估值调整期，居民消费偏好持续向休闲度假游转移，民营景区的表现会优于国有景区。

表 1: 上市景区下调门票价格

公司	门票调整	备注
云南旅游	昆明世博园门票从 100 元/人次降为 70 元/人次	预计公司 2018 年度门票收入减少 160 万元；2019 年门票收入减少 600 万元。
张家界	武陵源核心景区旺季门票由 245 元降为 225 元；淡季门票由 136 元降为 115 元。	
中青旅	乌镇东栅门票从 120 元下调至 110 元。东西栅联票由 200 元下调为 190 元。	客流量较大的西栅不在此次调价范围内。
峨眉山 A	旺季门票由 185 元下降为 160 元。	2018 年预计门票收入减少 1000 万元；2019 年预计门票收入减少 5000 万元。
黄山旅游	旺季门票由 230 元下降为 190 元。	



桂林旅游	漓江景区、银子岩等游览价格均下调	
丽江旅游	玉龙雪山索道: 从 180 元降为 120 元; 云杉坪索道: 从 55 元降为 40 元; 牦牛坪索道票价: 从 60 元降为 45 元。	预计公司 2018 年度索道收入减少约 1200-2200 万元; 公司 2019 年度索道收入减少约 8000-12000 万元。
曲江文旅	陕西省秦始皇帝陵博物院、华清宫、法门寺、黄帝陵、大雁塔等一批国有旅游景区门票价格下调, 降价幅度在 10%至 20%之间。	

资料来源: 公司年报, 工行投行研究中心