

旅游行业一二级市场分析报告

国金社服-旅游首席分析师 楼枫烨
执业证书：S1130116020042
电子邮件：loufy@gjzq.com.cn
电话/微信：18116269426

DATE: 2017/7/13



国金证券研究所 旅游行业首席分析师 楼枫桦

6年旅游目的地规划设计、管理运营和投资分析的学术背景。

3年主题公园、旅游度假目的地、主题商业与酒店开发的项目经验，能够从市场切面、经营指标和投资方向对旅游企业和整体行业进行分析判断。熟悉旅游产业链的上下游关系，以实业经验与视角梳理行业发展与价值投资脉络。

学历背景

香港理工大学，旅游与酒店管理硕士

工作信息

国金证券研究所

旅游行业首席分析师

电话/微信：18116269426

邮箱：loufy@gjzq.com.cn

SAC执业编号：S1130116020042

主要经验

出生江南，南下求学，港漂多年现居魔都，见证旅游行业十年黄金发展，现投身于二级资本市场，以实业经验与视角梳理行业发展前景与价值投资脉络。

旅游目的地规划、管理运营和投资分析学术背景。

多年外资咨询公司主题公园、旅游度假目的地、主题商业与酒店开发项目经验，能够从市场可行、经营指标和投资指向对旅游企业和整体行业进行分析判断和投资建议。熟悉旅游产业链的上下游关系，以实业经验与视角梳理行业发展与价值投资脉络。

1

旅游行业一二级资本市场特点

旅游景区（国内游）经营分析和机会展望

旅行社（出境游）经营分析和机会展望

免税和博彩经营分析和机会展望

酒店行业经营分析和机会展望

一、旅游行业资本市场特点

1

特点一：行业覆盖范围大，产业联动性强。

2

特点二：第三产业中，旅游业占GDP比重高，整体市场规模大。

3

特点三：资产证券化程度低，二级市场规模与行业体量剪刀差大。

4

特点四：大行业，小公司，二级A股市场个股市值较小。

5

特点五：二级市场PE估值高。

6

特点六：国企比重高，再融资和并购重组诉求弱。

7

特点七：互联网平台受利润条件限制，觅美股/港股为避风港。

8

特点八：新股IPO进展慢，个股数量少。

9

特点九：中长期旅游玩家活跃，房地产企业、综合性集团、互联网巨头三足鼎立。

10

特点十：一级市场投融资活跃，涉及到各细分领域，风口不断涌现。

一、旅游行业资本市场特点

特点一：行业覆盖范围大，产业联动性强。

旅游概念的界定过于宽泛

旅行的定义：自然人为休闲、娱乐、游览、度假、探亲访友、就医疗养、购物、参加会议或从事经济、文化、体育、宗教活动,离开常住地,连续停留时间不超过12月

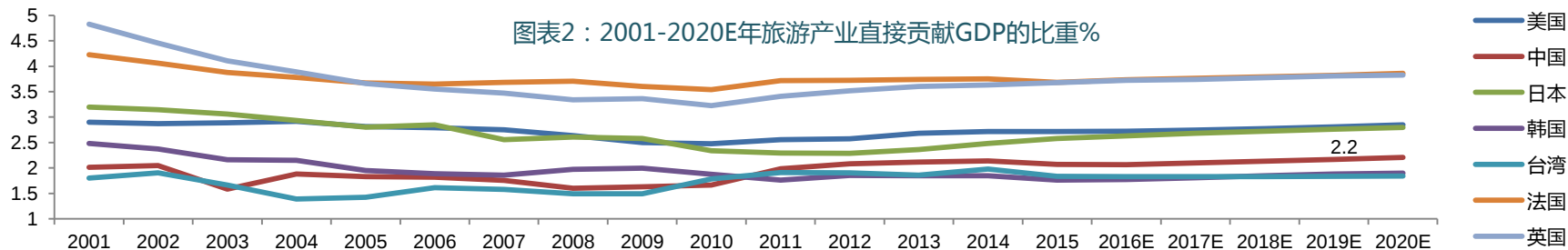
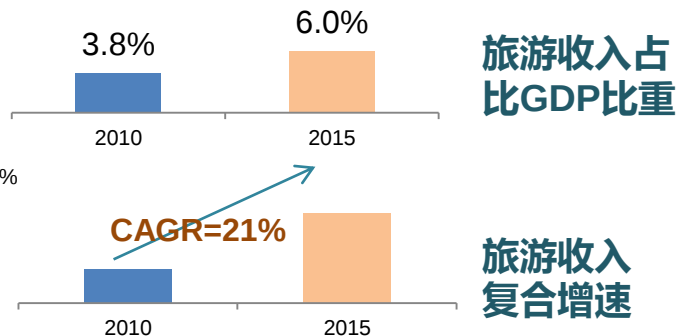
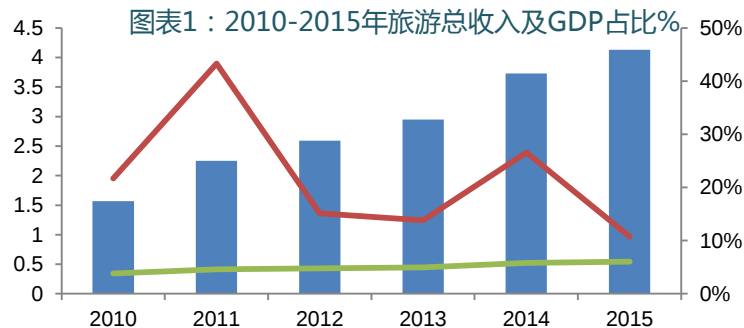
作为第三产业与其他行业联动性较强

- 兼顾文化和服务业双重属性；
- 与地产、交运和互联网之间的联动性强，互相渗透率高。



一、旅游行业资本市场特点

特点二：第三产业中，旅游业占GDP比重高，整体市场规模大。



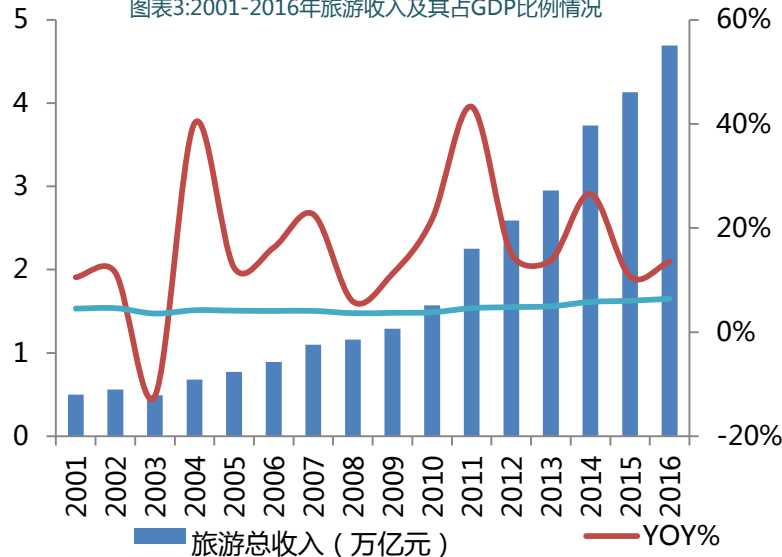
注：上图来源国家信息中心，下图世界旅游业理事会WTTC

一、旅游行业资本市场特点

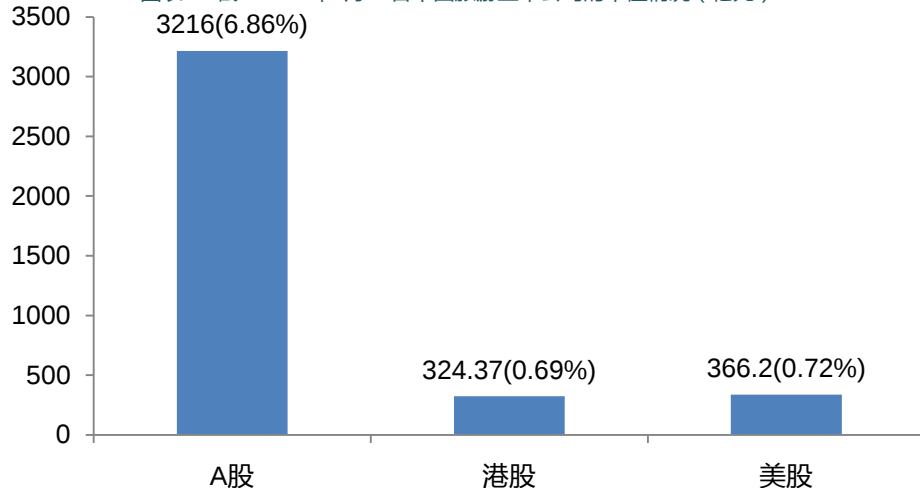
特点三：资产证券化程度低，二级市场规模与行业体量剪刀差大。

- 2016年中国旅游总收入达4.69万亿元，同比增长13.6%，其中国内游人次达到44.4亿人次
- 国内旅游收入3.9万亿元，出境游人数达到1.22亿人次，同比增长4.3%。
- 旅游板块A股二级市场总市值为3216亿元（截止2017年6月30日），占总旅游收入市场规模不足10%。

图表3:2001-2016年旅游收入及其占GDP比例情况

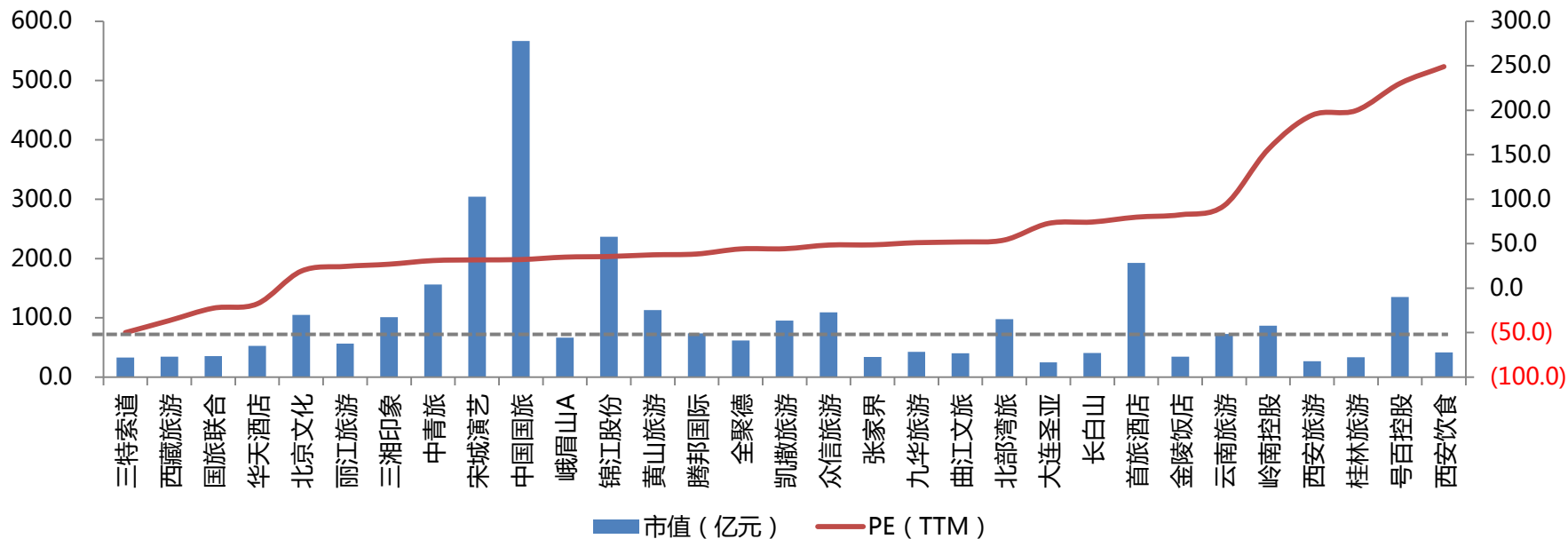


图表4：截止2017年6月30日中国旅游上市公司的市值情况（亿元）



一、旅游行业资本市场特点

特点四：大行业，小公司，A股市场个股市值较小。（截止2017年6月30日）

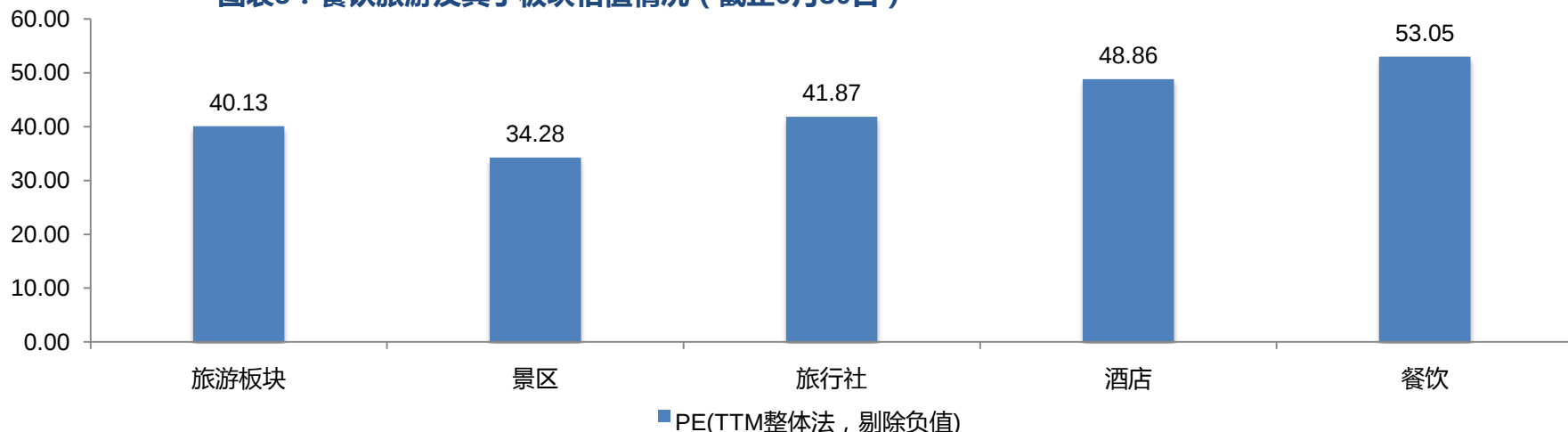


一、旅游行业资本市场特点

特点五：二级市场PE估值高

- 从可选消费向必选消费转变，行业朝阳属性
- 旅游资源稀缺性资产的永续经营与经营项目的特许经营
- 一二级市场的剪刀差

图表5：餐饮旅游及其子板块估值情况（截止6月30日）

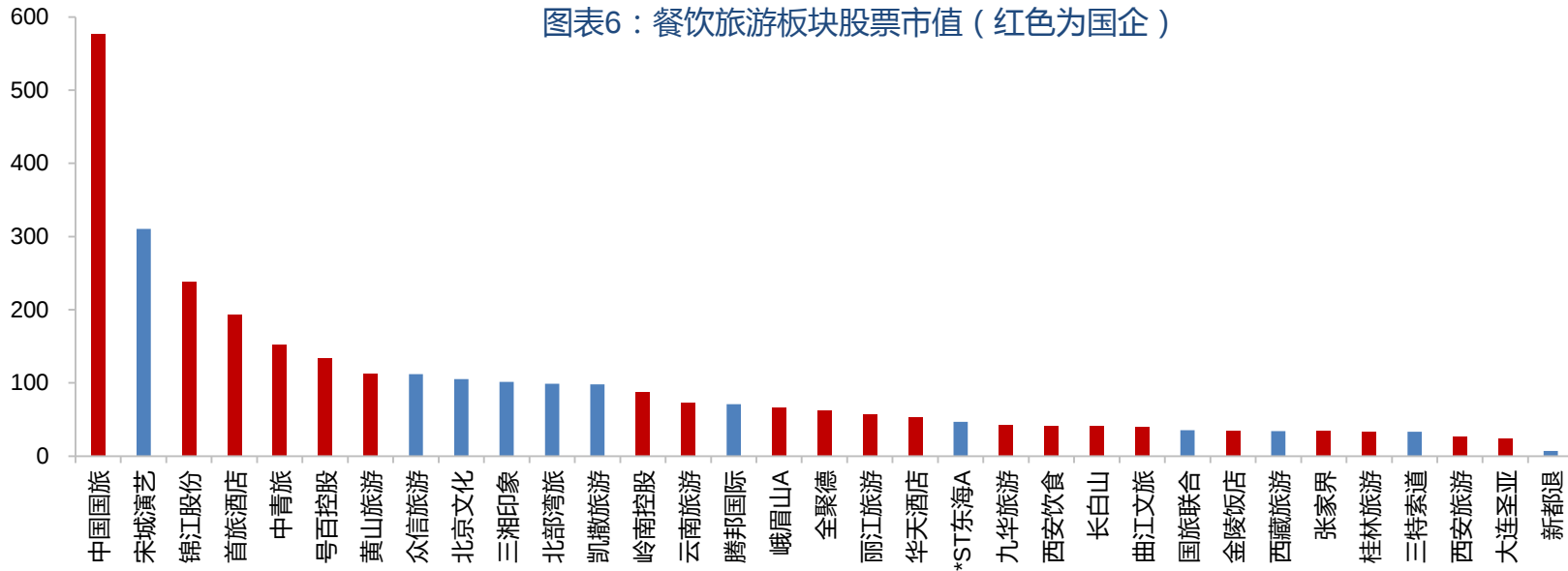


一、旅游行业资本市场特点

特点六：国企比重高，再融资和并购重组诉求弱。

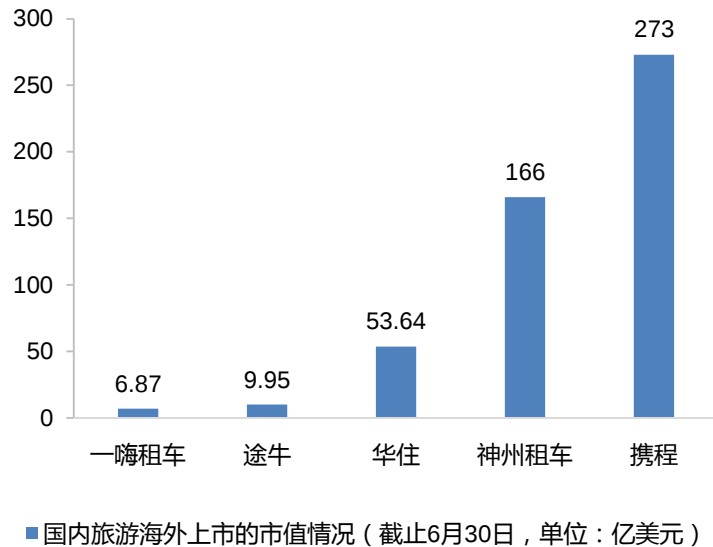
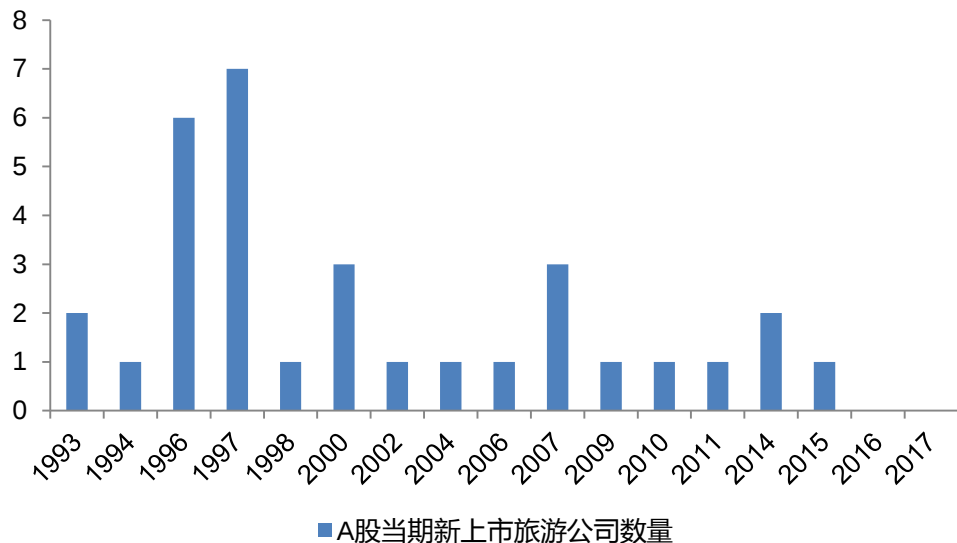
- 餐饮旅游板块共32家上市公司，其中国有企业21家，占64%。市值100亿以上公司10家。
- 并购重组多以自上而下的方式发生，国有企业改革是主线。

图表6：餐饮旅游板块股票市值（红色为国企）



一、旅游行业资本市场特点

特点七：互联网平台受利润条件限制，觅美股/港股为避风港。



一、旅游行业资本市场特点

特点八：新股IPO进展慢，个股数量少。

西域旅游

总资产5.67亿元
净利润0.39亿元
募资2.37亿元

井冈山

总资产3.19亿元
净利润0.22亿元
募资1.54亿元

普陀山

总资产10.22亿元
净利润1.22亿元
募资6.15亿元

广州酒家

总资产13.28亿元
净利润2.67亿元
募资6.15亿元

天目湖

15年总资产9.89亿元
净利润0.54亿元
募资9.37亿

常州恐龙园

15年总资产12.6亿元
净利润597.37万元
募资3.4亿元

开心麻花

总资产6.48亿元
净利润0.72亿元
募资7亿

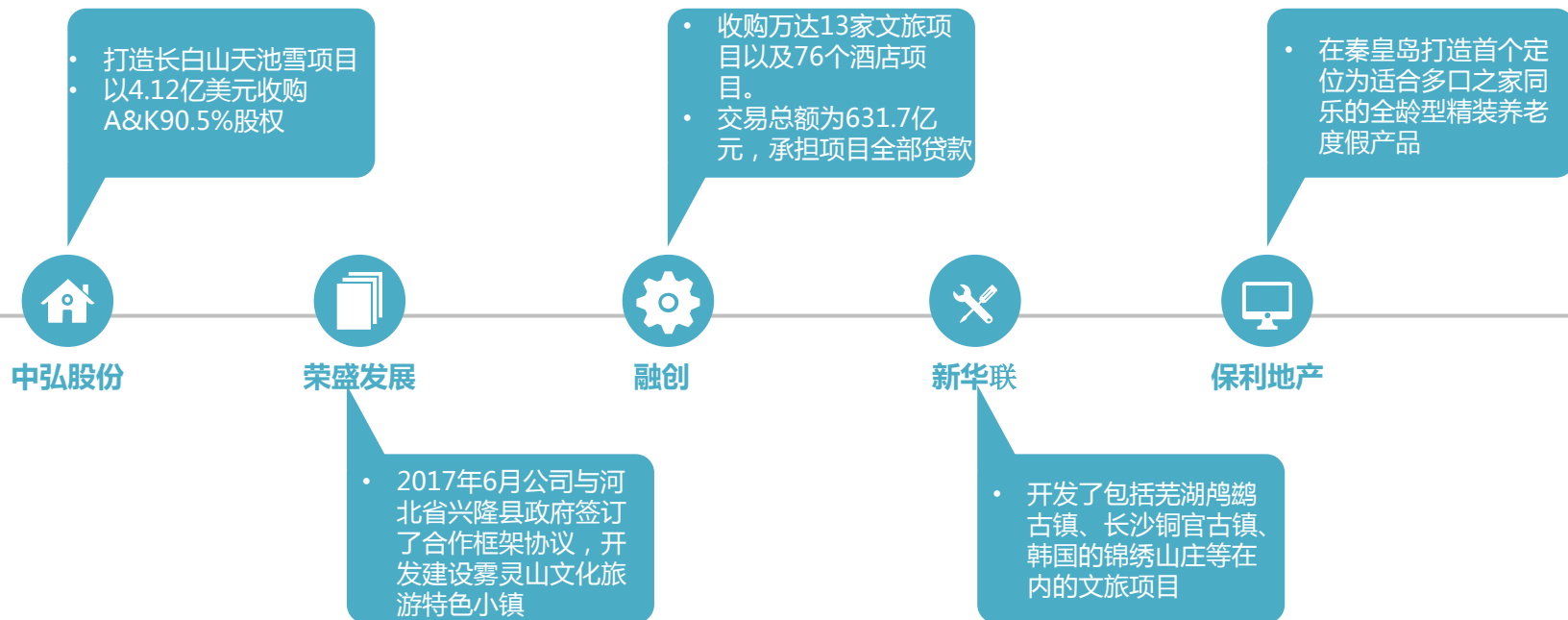
一、旅游行业资本市场特点

特点九：中长期旅游玩家活跃，房地产企业、综合性集团、互联网巨头三足鼎立。

	业务类型	子公司	资产市值	战略方向
中国旅游集团	旅行社、酒店、景区、免税、地产、旅游金融、物流等	中国国旅（55.3%）、港中旅（39.37%）、华贸物流（46.84%）	超过1400亿元	以旅游文化为主业，旅游地产、旅游金融、物流及相关业务并举的产业格局
华侨城	旅游文化、房地产及酒店、电子及包装	华侨城A（53.47%）、云南旅游（54.28%）、曲江文旅（51.66%）、西安饮食（21.04%）	1500亿元左右	“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”创新发展模式
海航系	航空、酒店、旅游、食品	海航投资（19.98%）、渤海金控（34.56%）、海航物流（100%）、海航创新（13.81%）、凯撒旅游（31.79%）	逾万亿元	囊括航空、酒店、旅游、地产、商品零售、金融、物流、船舶制造、生态科技等多业态大型企业
锦江系	酒店及餐饮	铂涛集团（81%）、维也纳酒店（80%）、百岁村餐饮（80%）、卢浮集团（100%）	442亿元	全球布局、跨国经营
首旅系	酒店经营管理及景区	如家（100%）、首旅景区（95%）、南山文化（74.8%）、京伦饭店（54%）、首旅建国（100%）、欣燕都（100%）	173亿元	走国际化路，创民族品牌
万达系	商业、文化、网络、金融	万达商业、文化集团、网络科技集团、金融集团	8826.4亿元	实体+国际化、实体+贸易、实体+资本运营、实体+信息化+互联网
复星系	保险、投资、财富管理、健康、快乐、房地产、资源	亚特兰蒂斯（99.98%）、豫园商城（26.45%）、Studio（48%）、地中海俱乐部（90.1%）、Thoms Cook（9.97%）、太阳马戏（24.81%）	4867.8亿元	专注于中国成长动力的世界一流投资集团

一、旅游行业资本市场特点

特点九：中长期旅游玩家活跃，房地产企业、综合性集团、互联网巨头三足鼎立



一、旅游行业资本市场特点

特点十：一级投融资活跃，涉及多个细分领域，风口不断涌现。

全国旅游直接投资2016年达到12997亿元，同比增长29.05%，预计高出全国固定资产投资增速20个百分点。其中，民营企业对旅游投资积极性高涨，占旅游投资总额的59%。

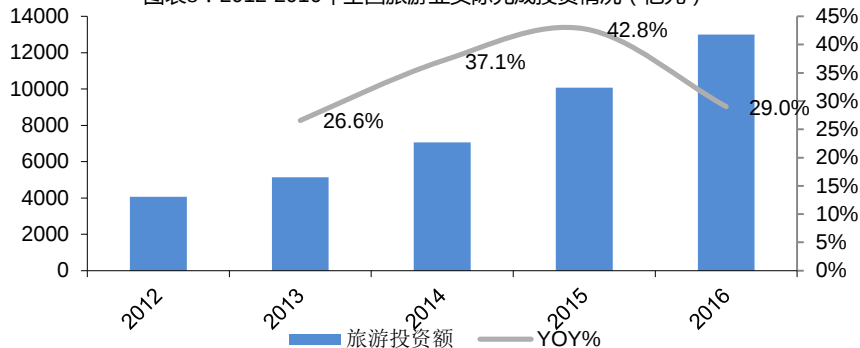
公司	时间	轮次	金额	投资方	细分领域
爱拼机	2017.1.3	B轮	1.2亿元	华映资本、弘帆天盛	航空共享出行
趣旅游网	2017.1.5	B轮	4000万美元	凯泰资本、元钛基金、创世金融	海岛度假
美亚商旅	2017.1.16	战略投资	1.2亿元	达晨创投	差旅管理
光合旅程	2017.1.18	天使轮	数百万元	洪泰基金、创客总部、长春美系投资	出境目的地
皇包车	2017.1.19	B+轮	2.1亿元	经纬中国、广发信德、筱光资本	境外包车
铁杆体育	2017.2.9	Pre—A轮	未透露	懂球帝	体育旅游
知鸟游学	2017.2.9	B轮	未透露	未透露	游学机构
诗莉莉	2017.2.14	A轮	1亿元	经纬中国	非标酒店
无二之旅	2017.2.15	B轮	5000万元	昆仑信元基金	海外旅行
好巧网	2017.2.21	B+轮	1.2亿元	招商局、国家爱中小企业发展基金	酒店整合
麦淘亲子	2017.2.22	B轮	7000万元	复星集团、森马服饰、上海晨晖创投	儿童教育
客路旅行	2017.3.2	B轮	3000万美元	红杉资本、经纬创投、徽光资本、华创资本	旅行体验
棠果旅居	2017.3.7	A轮	1亿元	天九幸福集团	非标住宿
懒猫旅行	2017.3.8	A+轮	数千万元	险峰成长、国金天宇、上海聚澄等	目的地旅游
我行集团	2017.3.21	B+轮	2500万美元	元钛长青基金、光速安振二期基金	海外目的地

图表7：2017年以来旅游板块投融资数据

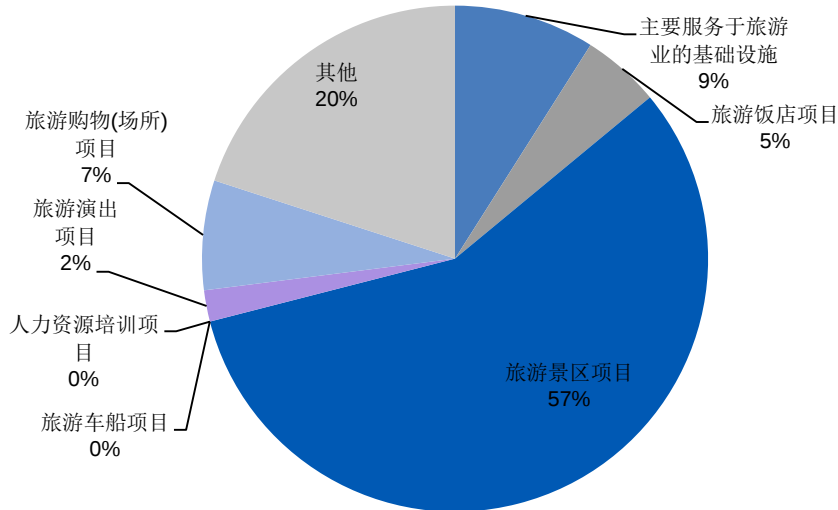
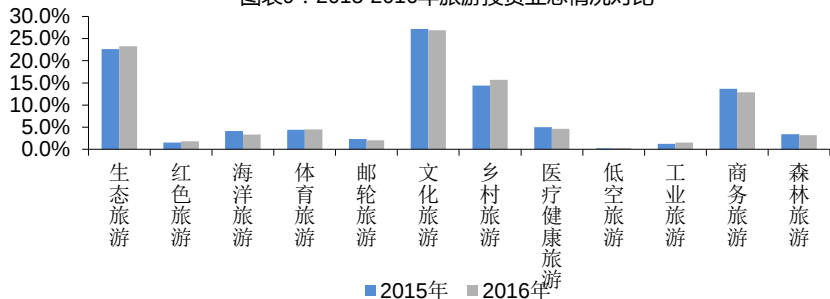
一、旅游行业资本市场特点

特点十：一级投融资活跃，涉及多个细分领域，风口不断涌现。

图表8：2012-2016年全国旅游业实际完成投资情况（亿元）



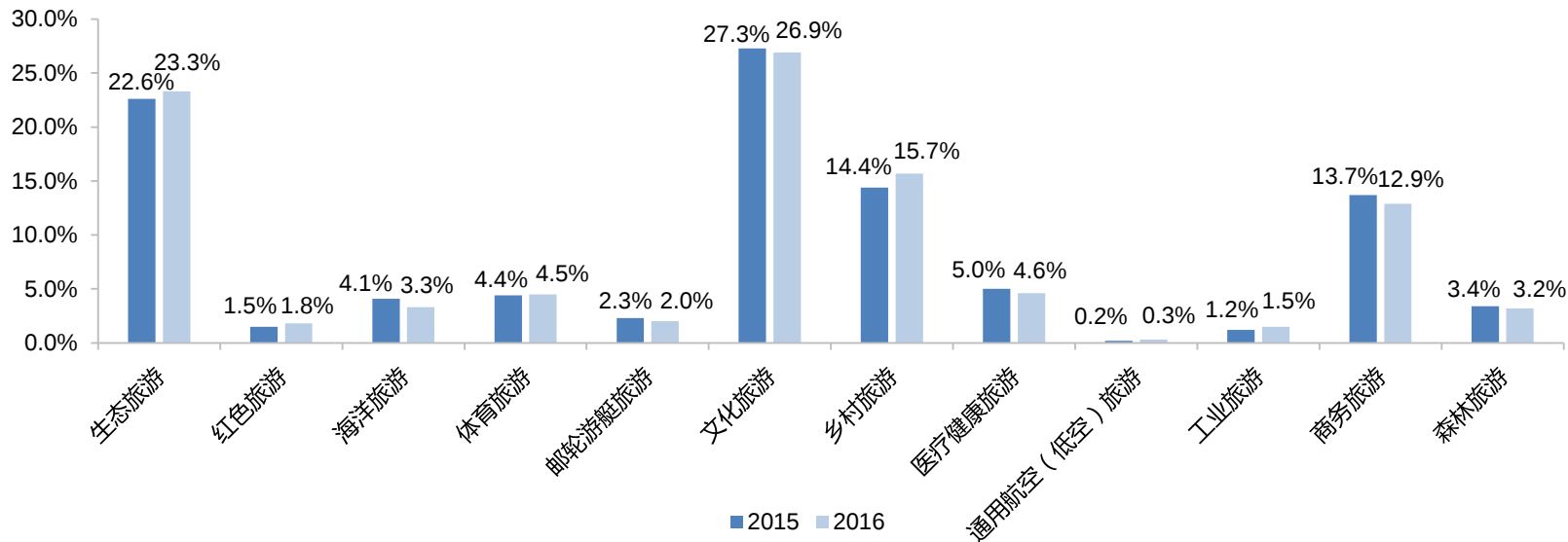
图表9：2015-2016年旅游投资业态情况对比



一、旅游行业资本市场特点

特点十：一级投融资活跃，涉及多个细分领域，风口不断涌现。

图表10：2015和2016年旅游细分领域投资业态情况



一、旅游行业资本市场特点

特点十：一级投融资活跃，涉及多个细分领域，风口不断涌现。

截至2016年，全国旅游产业投资基金规模超过6000亿元，65%的基金投向文化旅游、生态旅游、体育旅游、休闲度假、养老旅游及旅游小镇等。此外，旅游行业项目PPP投资总额达到6115亿元。

2016年旅游投资资金流向重点领域	
乡村旅游	接待游客22万亿人，约占国内旅游接待总量1/2，投资额3856亿元，占15.7%，同比增长47.6%。投资内容主要为休闲农庄、特色小镇、乡村民俗和精品酒店等。
低空旅游、工业旅游	低空旅游投资额83亿，增长达到84.2%，为所有业态中增速最快，旅游航空小镇和航空旅游综合体为投资新亮点。工业旅游同比增长69.8%
在线旅游	投资额超过1000亿元，同比增长30%。集中于OTA、出境旅游、旅游科技类公司、非标住宿、B2B旅游、共享单车和在线租车七个领域，占全部投资额88%。
体育、生态、红色旅游	新业态投资保持高速增长，增速超过40%，
大型综合项目	大型旅游综合体项目整合多种功能成全域旅游的重要发展方向。2016年10亿以上大型综合类项目实际完成投资额4440亿元，占大项目投资额34.2%。旅游度假区、旅游小镇、体育运动、文化旅游、商贸购物等休闲度假综合体项目成为热点。

未来旅游投资重点领域
乡村旅游产品
低空旅游产品
在线旅游产品
旅游大数据与智慧旅游产品
休闲度假产品建设
文化旅游产品
体育旅游产品
康养旅游产品
研学旅游产品
新型旅游装备制造业

2

旅游行业一二级资本市场特点

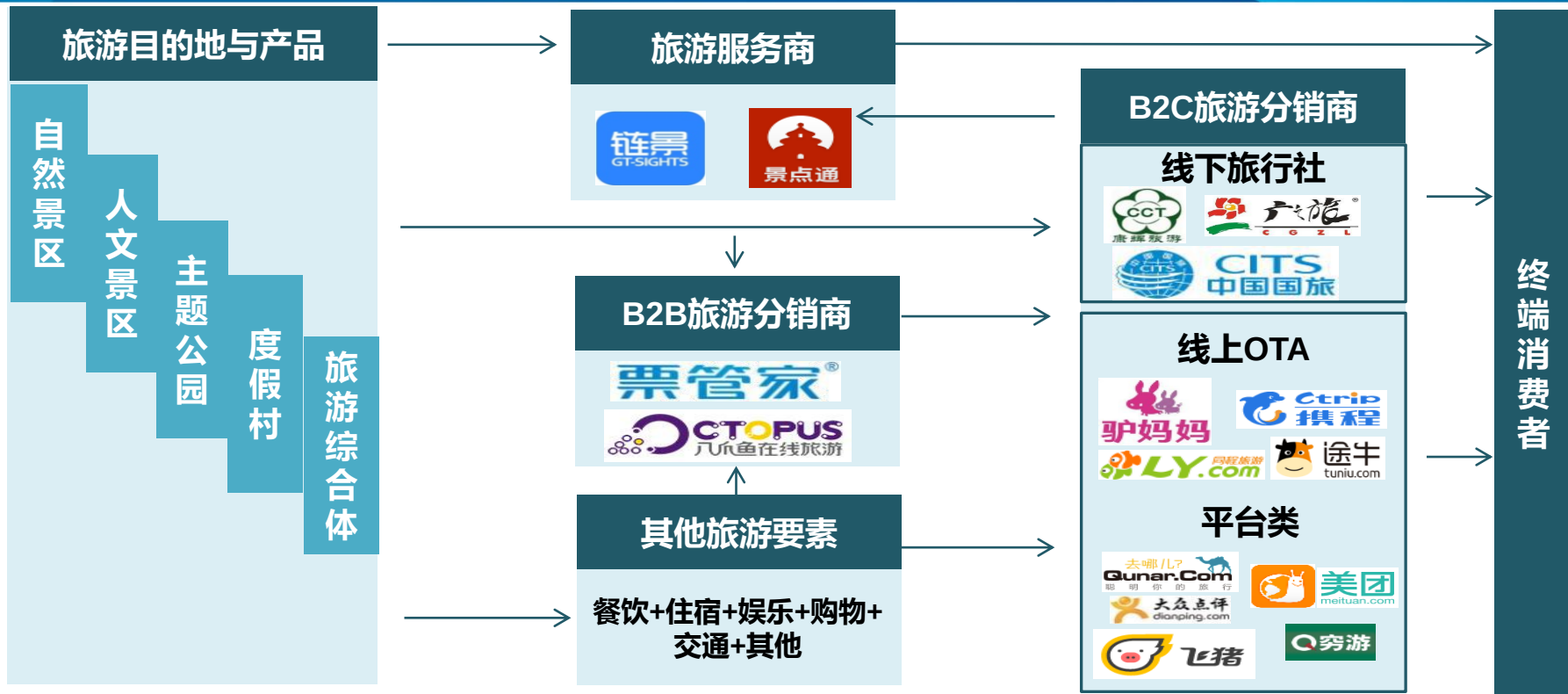
旅游景区（国内游）经营分析和机会展望

旅行社（出境游）经营分析和机会展望

免税和博彩经营分析和机会展望

酒店行业经营分析和机会展望

二、旅游景区产业链图

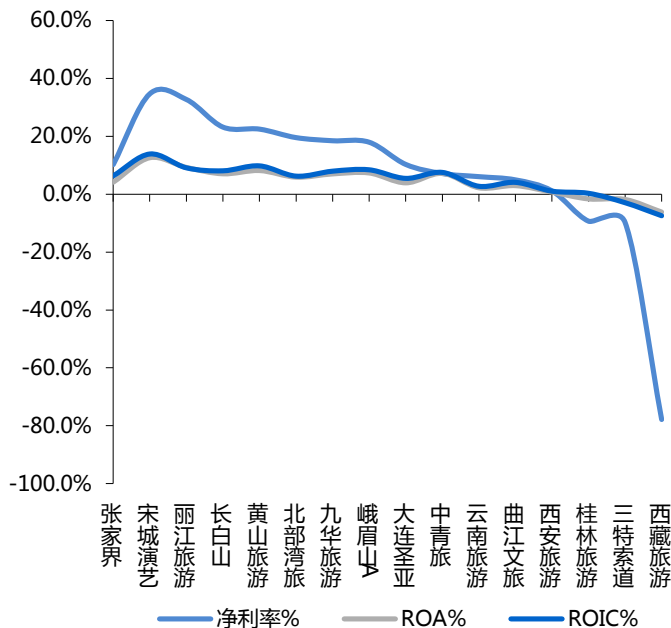


二、旅游景区上市公司经营分析

A股景区公司共16家，占A股旅游板块半数。

布局旅游全产业链——索道、景区、交运、酒店、餐饮及旅行社

公司	索道	景区门票	交通运输	酒店	餐饮	旅行社
张家界	√	√	√	√		√
云南旅游		√	√	√		√
黄山旅游	√	√		√	√	√
峨眉山	√	√		√		√
曲江文旅		√		√	√	√
桂林旅游		√	√	√		√
北部湾旅		√				√
丽江旅游	√		√	√		√
西安旅游				√		√
九华旅游	√		√	√		√
中青旅		√		√		√
西藏旅游		√				√
长白山			√			√
三特索道	√	√	√	√		√
宋城演艺		√				
大连圣亚		√				



注：黄山旅游和峨眉山的景区门票为自然观光资源的门票，其他为人文景区或者自主开发的观光景区

二、旅游景区上市公司经营分析——景区门票

景区资源相对稀缺，门票经济下更为重要，毛利率较高。

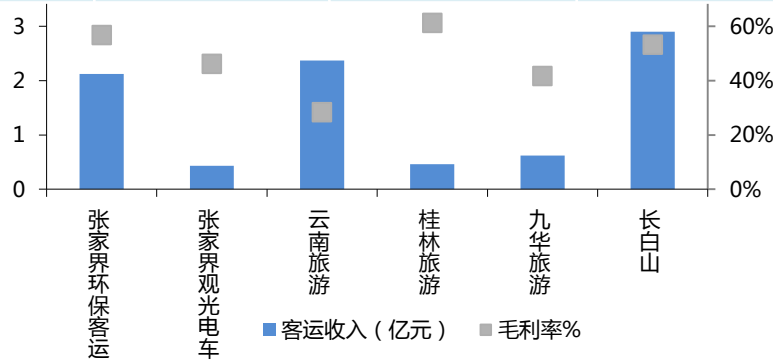
类型	公司	景区门票具体业务	2016年 景区收入	景区 毛利率	收入 占比	业务前景判断
唯一两家自然 景区门票计入 上市公司体内	黄山旅游	黄山景区	2.33亿元 (净额法)	88.1%	14%	黄山作为5A级景区，区位优势明显。游客人次随着交通的改善将逐步增加，门票收入增长将保持相对稳定。
	峨眉山	峨眉山	4.39亿元 (总额法)	35.4%	42%	景区内外的交通改善将扩充游客接待量和提升游客逗留时间。
自主开发型自然/人文景点	张家界	宝峰湖	0.76亿元	54%	13%	非垄断性景点存在景气度下滑，门票优惠政策带动人次增加，前景不容乐观
	云南旅游	昆明世博园	1.0亿元	45.5%	5.2%	2016年升级为5A景区，世博新区的核心区域，将受益于昆明的流量
	曲江文旅	曲江大雁塔·大唐芙蓉园”等	7.0亿元	39.2%	67%	西安作为旅游城市，多个景区的经营管理将得益于西安的目的地景气度。
	桂林旅游	两江四湖、银子岩、丰鱼岩、龙胜温泉、资江天门山、资江丹霞温泉	2.4亿元	53.4%	48%	桂林地区的核心旅游资源，叠加交通改善和春晚效应，客流量大概率增长。
	北部湾旅	龙虎山	0.38亿元	54.9%	4%	2016年取得龙虎山经营权，健康旅游景区资源，资源稀缺。
异地复制型景点	中青旅	古北水镇（投资收益）、乌镇	13.6亿元	80.9%	13%	选址考究，专业管理，观光+休闲度假旅游文化小镇，人次及人均消费持续提高。
	三特索道	猴岛等	0.89亿元	37.0%	20%	打造田野牧歌模式，升级度假游，符合旅游需求发展。
旅游演艺	宋城演艺	千古情	13.7亿元	71.2%	50%	千古情系列演艺通过营销实现高客座率，节目升级和园区创新维持吸引力。
	三湘印象	“最忆”、“印象”、“又见”、“归来”	1.93亿元	70.8%	3%	演艺行业快速发展，张艺谋团队的核心创作力打造优质的演艺项目。
主题公园	大连圣亚	哈尔滨极地馆、大连海洋世界	2.56亿元	52.7%	81%	海洋公园项目竞争激烈，扩建异地项目。
	海昌海洋公园	海洋公园	14.29亿元	55.9%	87%	多地开花，不断向内陆地区布局

二、旅游景区上市公司经营分析——索道及客运

景区内交通业务的经营同样具有稀缺性，景区客流及转换率为主要因素。

上市公司	索道	游客人次 (万人次)	16年营收 (万元)	人均消费 (元/人)	毛利率%	渗透率
张家界	杨家界索道	129.85	7739	59.60	50.94%	32%
黄山旅游	玉屏索道	238	18475	77.63	83.10%	36%
	太平索道	66.05	4533	68.62		11%
	云谷索道	260.71	17891	68.62		39%
	西海缆车	75.0	4730	70.0		11.4%
峨眉山A	金顶索道	414.02	23185	56.00	35.39%	62.7%
	万年寺索道	98.97	5938	60.00		15%
丽江旅游	玉龙雪山索道	267.53	40932	153.00	87.15%	64%
	云杉坪索道	125.16	5544	44.30		29.94%
	耗牛坪索道	8.34	458	54.92		2%
九华旅游	天台索道	—	15524	—	82.64%	—
	花台索道					
	百岁宫缆车					

	交通运输
张家界	环保客车、十里画廊观光电车
云南旅游	世博出租、云旅汽车
黄山旅游	—
峨眉山	—
桂林旅游	旅游汽车公司
丽江旅游	旅游观光车公司
九华旅游	客运公司
长白山	环保车及倒站车
三特索道	—



二、旅游景区上市公司经营分析——酒店餐饮

酒店餐饮业务的外部竞争较为激烈，毛利率水平较低。

公司	酒店	具体业务	星级	16年营收（亿元）	毛利率%
张家界	√	张家界国际大酒店	四星级	0.18	-27%
云南旅游	√	世博花园酒店	四星级	1.29	32%
黄山旅游	√	山上酒店&山下酒店	-	5.91	32.1%
		红珠山酒店	五星级		
峨眉山	√	峨眉山大酒店	四星级	1.78	9.39%
		金顶宾馆	-		
		雪芽大酒店	五星级		
		唐华宾馆酒店	四星级		
曲江文旅	√	芳林苑酒店	五星级	1.73	13.19%
		银座商务酒店	-		
桂林旅游	√	桂林漓江大瀑布饭店	五星级	0.9	37.44%
		和府洲际度假酒店	五星级		
丽江旅游	√	丽江古城英迪格酒店	五星级	0.98	61.37%
		茶马道丽江古城丽世酒店	五星级		
		茶马道德钦奔子栏丽世酒店	五星级		
西安旅游	√	新光华酒店、西北大酒店	-	0.68	45.88%
九华旅游	√	聚龙大酒店、大九华宾馆、平天半岛大酒店、五溪山色大酒店	-	1.36	23.72%
中青旅	√	山水酒店	连锁型	3.71	83.03%
三特索道	√	田野牧歌系列酒店	-	0.26	3.79%

二、旅游景区上市公司经营分析——旅行社

旅行社业务起到导流作用，通过旅游线路的制定来串联公司业务

公司	旅行社	16年营收（亿元）	增速%	收入占比	毛利率%	YOY
张家界	√	2.02	-11.29%	34.17%	7.15%	1.23pct
云南旅游	√	1.10	-3.44%	7.54%	6.36%	-0.66pct
黄山旅游	√	4.08	10%	24.4%	7.53%	0.62pct
峨眉山	√	0.11	88.48%	1.03%	1%	0.47pct
曲江文旅	√	1.41	78.59%	13.43%	4.34%	-6.87pct
桂林旅游	√	-	-	-	-	-
北部湾旅	√	0.523	11.69%	5.69%	4.19%	-1.99pct
丽江旅游	√	0.1	-	-	-	-
西安旅游	√	7.33	9.08%	91.57%	2.64%	0.36pct
九华旅游	√	0.463	-1.62%	11.54%	10.05%	-0.41pct
中青旅	√	38.72	-17.26%	37.5%	7.58%	1.17pct
西藏旅游	√	0.15	31.59%	12.05%	-	-
长白山	√	0.05	19.92%	1.67%	46.16%	6.51pct
三特索道	√	0.09	-57.35%	1.88%	8.67%	-1.9pct

二、旅游景区规模增长瓶颈与压力

传统单一景点在供给端竞争加剧和需求端消费升级情况下面对巨大业绩压力。



客流量上限受到景区承载力制约

——假期制度未能实现大变革情况下，旺季客流无力负荷。



不可抗力的风险因素大

——景区受制于客流，客流受制于出发地和目的地的客观因素和主观意愿。因此景区在天灾人祸、暴雨酷暑、货币购买力和消费升级前是脆弱的一个系统。



景区内部可开发区域受限

——禁止在自然保护区的核心区和缓冲区内开展任何形式的开发建设活动；在自然保护区实验区内开展的开发建设活动，不得影响其功能，不得破坏其自然资源或景观。

二、旅游景区IPO的痛与难



景区门票

- 是否能够纳入上市企业
- 若风景名胜区，需要进行门票收入剥离
- 难度：☆☆☆☆☆



独家经营权

- 索道、客运、餐饮等独家经营权
- 存在经营权到期的可能
- 难度：☆☆



土地性质

- 是划拨土地或者集体土地；
- 土地使用权对生产经营影响；
- 难度：☆☆



公路资产权

- 资产权属的不确定性构成上市障碍；
- 承担巨额折旧；
- 难度：☆☆☆☆



建设项目

- 风景名胜区内建设旅馆建筑需省市级以上审批；
- 对施工、环保要求高；
- 难度：☆☆☆☆



免税进口设备

- 税收优惠的进口货物仅用于特定地区、企业或用途；
- 需变更监管或补税解除监管
- 难度：☆☆☆



股东和实际控制人

- 风景名胜区管理机构禁止设立公司，进行营利；
- 是否存在风景名胜区管理机构的股权转让；
- 难度：☆☆



历史沿革合法合规

- 旅游企业多存在国有成分或集团成分，设立时间过早，存在不合规的可能；
- 难度：☆☆

二、旅游集团整合：自上而下，并购重组

旅游集团之间强强联合成立细分领域的旅游巨头。

战略重组形成“中国旅游集团”，双方资源得到汇集。重组后的中国旅游集团公司，有1000多个经营网点，遍布中国30多个省市和海外20多个地区，汇聚了国旅总社、中旅总社、香港中旅社、中国免税、维景等品牌。业务覆盖旅行社、酒店、景区、旅游地产和邮轮等多个领域。

旅游集团 强强联合

首旅+如家=首旅如家

如家以经济型酒店起家，首旅主要在高端酒店市场。首旅酒店集团自有的中高端和高端酒店品牌将是如家下一步积极探索的品牌发展新方向，双方的整合能够将自身的产品优势和会员优势最大发挥，成为覆盖全系列酒店业务的酒店品牌。

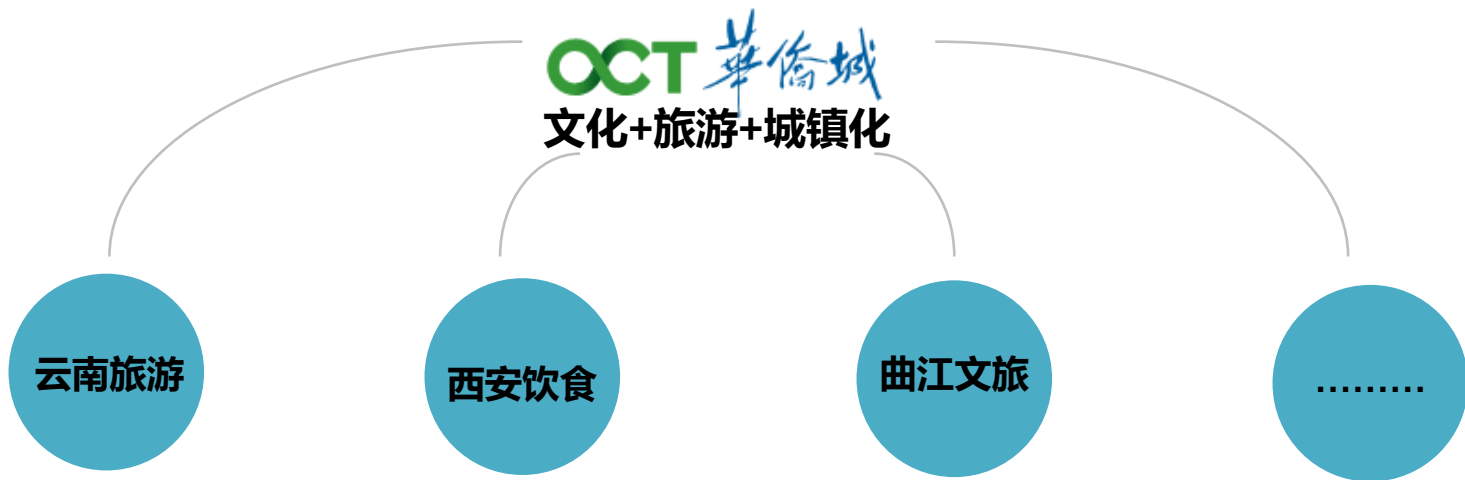
港中旅+国旅=中国旅游集团

品牌整合、拓展
和延伸

资源整合和服务
升级

产品线重组与延
伸

二、旅游集团整合：自上而下，并购重组



2016年11月

- 投资云南文化旅游千亿元；
- 云南在一带一路的重要性；
- 云南拥有丰富的旅游资源；
- 增资已获得国务院国资委批复。

2017年6月29日

- 拥有西安饮食21.04%股权，拥有控制权
- 华侨城在西安投资2340亿元；
- 西安拥有较好的文化旅游资源基础。

2017年6月30日

- 持有曲江文旅51.66%，拥有控制权；
- 西安为丝绸之路经济带的重要城市；
- 控股股东拥有丰富的旅游资源

“文化+旅游+城镇化”模式是否会继续复制？

二、旅游集团外延：半数景区公司谋求外延升级

景区类上市公司主业增长乏力，谋求外延拓展实现业务升级

公司	提出时间	具体方向	目前进展
丽江旅游	2012年12月	大香格里拉生态旅游圈（奔子栏项目、月光城项目、泸沽湖项目）	● 奔子栏酒店2016年1月开业。 ● 月光城项目由于考虑到香格里拉县独克宗古城2014年火灾后对于房屋的毁坏以及该地区的游客情况不及预期，将项目延迟到2019年开业。 ● 泸沽湖项目还处于拿地阶段。
黄山旅游	2016年11月	东黄山建设、宏村、太平湖	● 东黄山项目属于政府性工程，2月24-25日《黄山风景名胜区东海景区详细规划》通过省住建厅组织的专家论证。 ● 宏村及太平湖项目均处于谈判阶段
峨眉山	2015年6月、 2016年6月	柳江古镇(集团培育)、桫欏湖景区、后山开发	-
张家界	2016年3月	大庸古城项目	定增募集资金12亿项目建造大庸古城项目已通过证监会批准，2016年6月21日动工建设，2018年8月18日竣工。
长白山	2014年4月	温泉度假区	● 一期皇冠假日温泉度假酒店开业 ● 二期项目将建设温泉综合体及配套
中青旅	2017年2月	产业基金	成立基金管理公司，公司持股37.5%，作为募投项目的投资方和基金管理方
三特索道	2010年	“田野牧歌”模式	制定“8+4”目的地战略，完善成熟景区的休闲旅游产品建设 四个待开发目的地项目
宋城演艺	2015年起	张家界、桂林、上海、宁乡、西安、澳洲	● 宁乡项目（轻资产）2017年7月2日正式营业 ● 桂林及上海项目预计2018年开业 ● 张家界及西安项目预计2019年开业 ● 澳洲项目预计2020年开业
大连圣亚	2015年起	海岸城项目	● 镇江魔幻海洋世界项目预计2018年开业 ● 厦门、三亚、千岛湖、营口及杭州等项目仍处于规划阶段

三、新格局下进阶的三观——全域观、产品观、盈利观

新格局下，判断景区公司的标准将出现新的三观。

过去

费用率
下滑

- 管理层换届诉求

人次提
升

- 游客人次增量弹性

客单价
提升

- 门票索道提价预期

全域观

- 全域型旅游资源整合
- 交通利好与可利用市场客流增量
- 周边竞和项目的影晌

产品观

- 资源为王向产品开发转变
- 产品开发模式
- 产品开发逻辑图和制胜要素结论
- 产品开发类型和要素

盈利观

- 商业模式分析
- 资本结构优化
- 运营能力评估

现在

3

旅游行业一二级资本市场特点

旅游景区（国内游）经营分析和机会展望

旅行社（出境游）经营分析和机会展望

免税和博彩经营分析和机会展望

酒店行业经营分析和机会展望

三、出境游产业链图



三、出境游市场情况分析

因

人均可支配收入

- 正向关系，收入越高，出境游需求越旺
- 考虑出境游需求收入弹性

人民币汇率

- 等同于对消费者收入的影响
- 小于收入对出境游的影响

目的地安全

- 影响系数较高

签证便利程度

- 短期来说增长明显，长期影响趋弱

邦交国政治关系

- 等同于政治影响
- 宣传及优惠拉动出境需求

果

出境游低增长

- 经济增速放缓、汇率贬值
- 境外恐袭事件、地缘政治紧张

出国游高增长

- 目的地迭代
- 人民币对部分地区升值

跟团游占比约40%

- 安全角度考虑
- 旅行社服务多元化

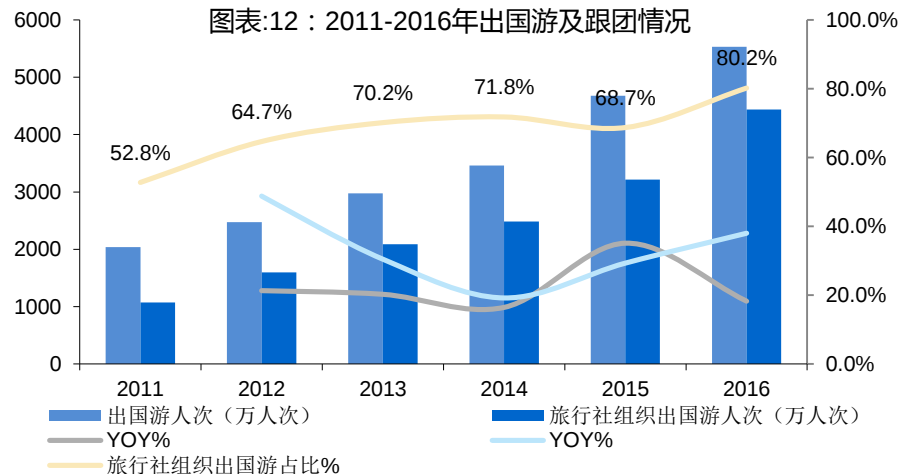
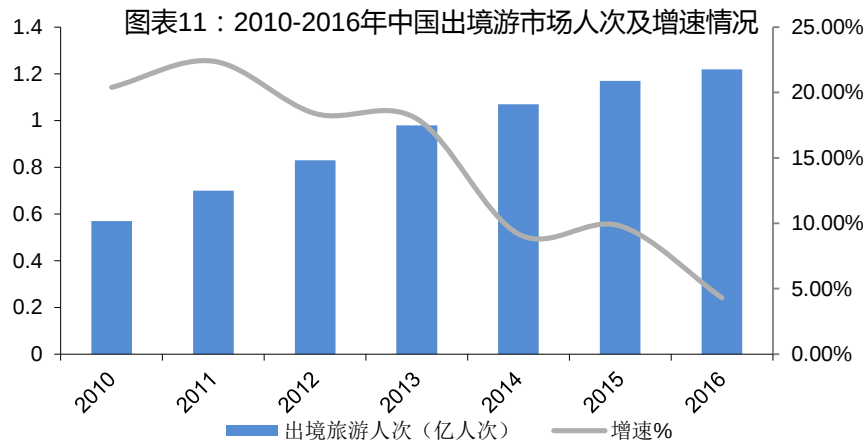
国内护照拥有量

- 目前护照拥有量1.2亿本
- 不到总人口的10%

三、出境游市场情况分析

出境游2000年以来高增速，经济及政策是主因。

- **缓**：2016年出境游人次1.22亿人次/+4.3%,人均消费约900美元。
- **快**：2016年出国游（剔除港澳台）增速为18.7%，
- **高**：跟团出国游增速38%，出国游的跟团比例80.2%/+11.5pct。

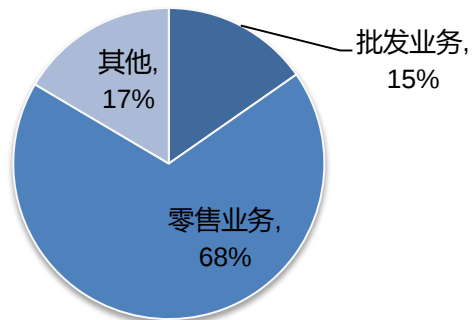


三、出境游市场情况分析

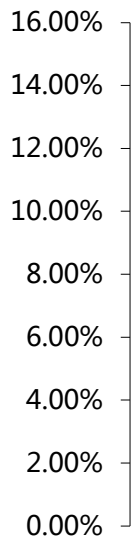
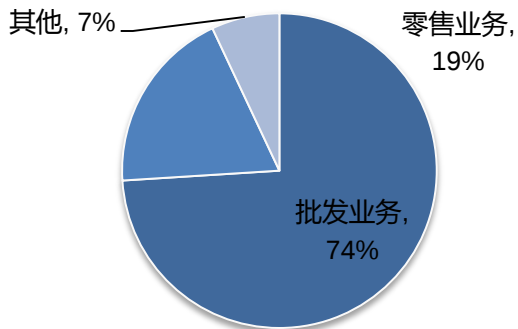
零售VS批发：批发业务增厚中间环节，利润挤压

——零售线上（门店）线下（移动端）融合，增速较快。毛利率高于批发业务。

凯撒旅游



众信旅游



毛利率：
14.11%

毛利率：
10.27%

净利率：
3.57%

净利率：
2.13%

◆ 众信旅游 ■ 凯撒旅游

三、出境游市场趋势与展望

出境游人次稳步上升：

2016-2020，预估增速复合增长率为5%

“买买买”到“慢慢慢”：

出境旅游迈入品质阶段

旅游新零售的O2O应用：

旅行社线上渠道与线下门店相融合

目的地长尾服务：

目的地旅行服务平台崛起，精准连接人与服务

消费升级



价值驱动

中高端旅游产品的消费比例快速攀升

线下门店活跃度UP

品牌

产品

渠道

旅游新零售

4

旅游行业一二级资本市场特点

旅游景区（国内游）经营分析和机会展望

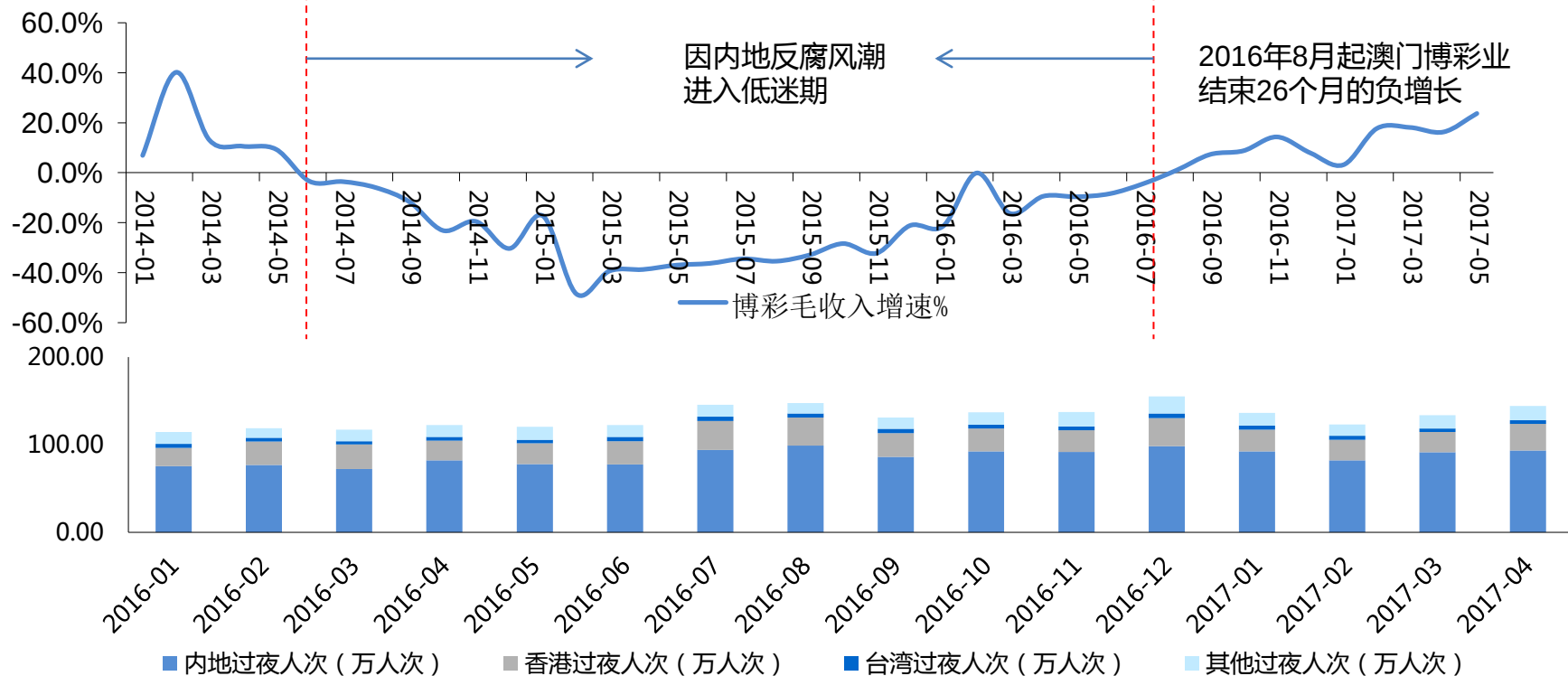
旅行社（出境游）经营分析和机会展望

免税和博彩经营分析和机会展望

酒店行业经营分析和机会展望

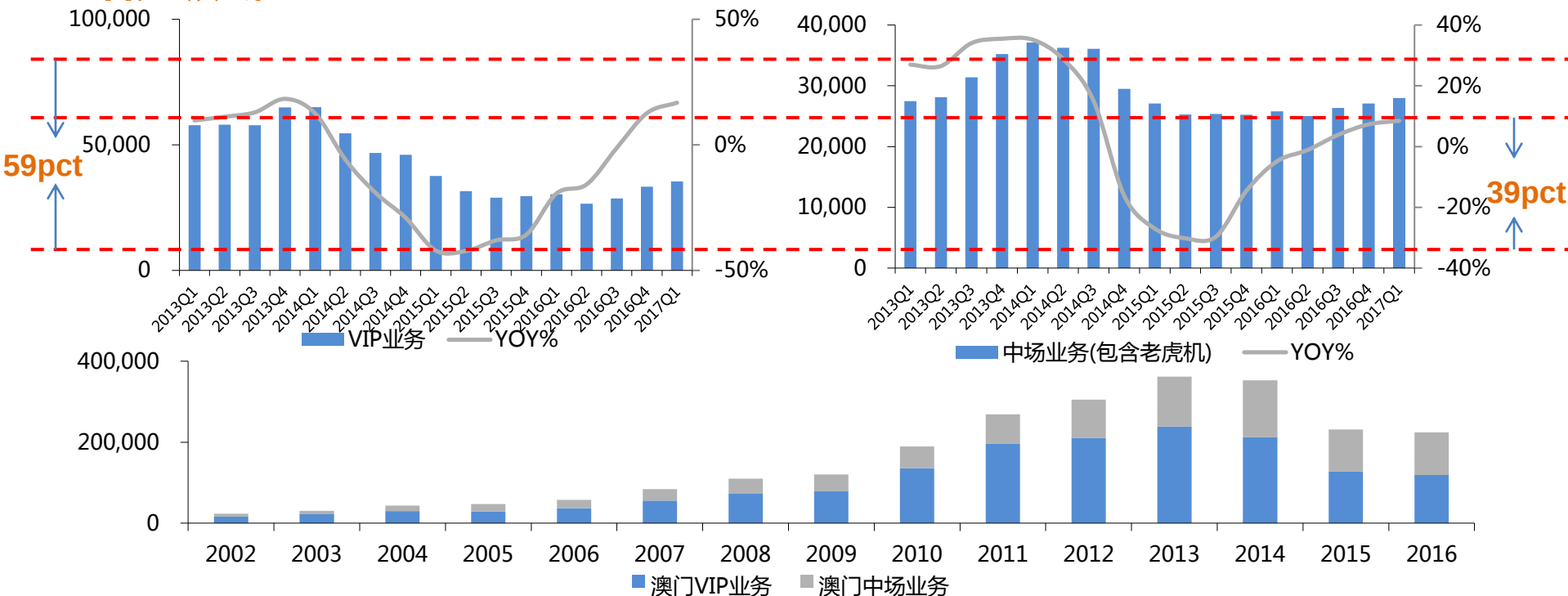
四、澳门博彩业行业分析——复苏迹象明显

内地消费带动：溃于内地反腐，复源内地消费升级



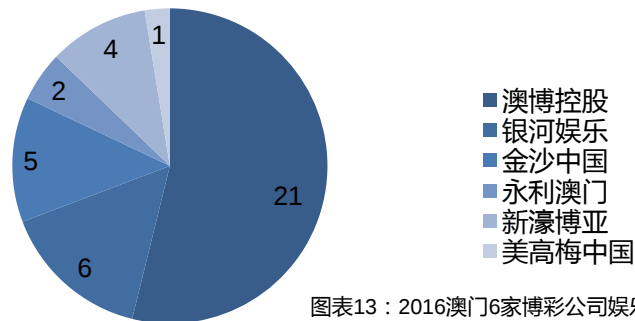
四、澳门博彩业行业分析——中场稳增，VIP飞跃

细分领域——复苏源于中场业务，增长动力源于VIP业务。中场业务比重提升。

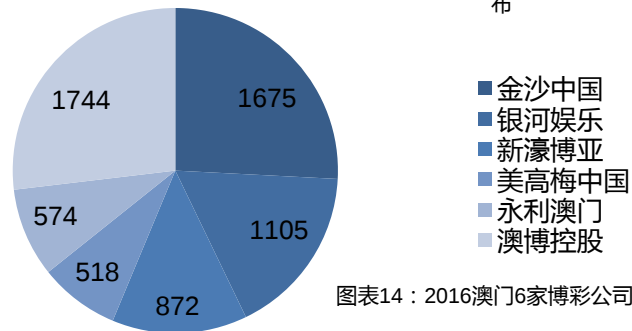


四、澳门博彩业行业分析——市场格局分析

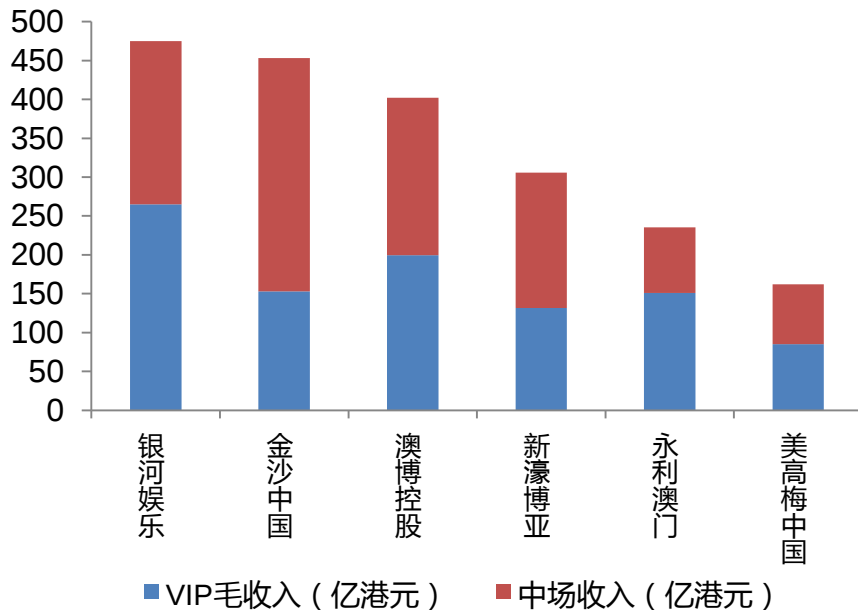
六张牌照——金沙中国（美国赌王Sheldon Gary Adelson）、永利澳门（斯维加斯赌王史蒂芬·永利）、银河娱乐（澳门新赌王吕志和）、新濠博亚、美高梅中国、澳博控股（何鸿燊家族）



图表13：2016澳门6家博彩公司娱乐场分布

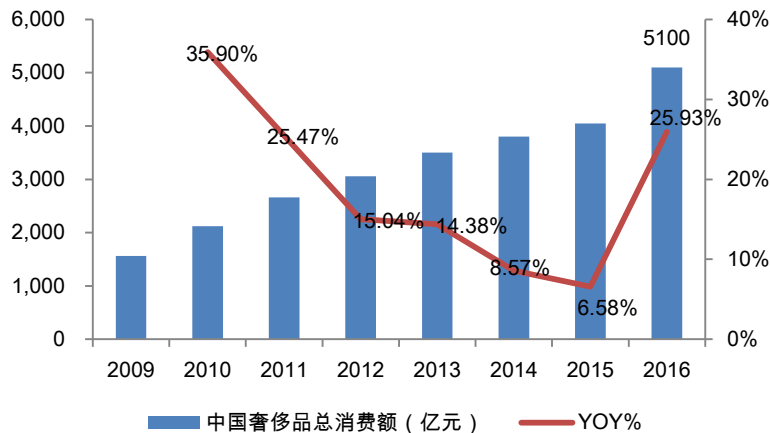


图表14：2016澳门6家博彩公司赌桌数



四、免税市场行业分析——驱动因素

政策引导、人民币贬值、境外目的地不安全环境、国内奢侈品降价等带来奢侈品消费回流国内。

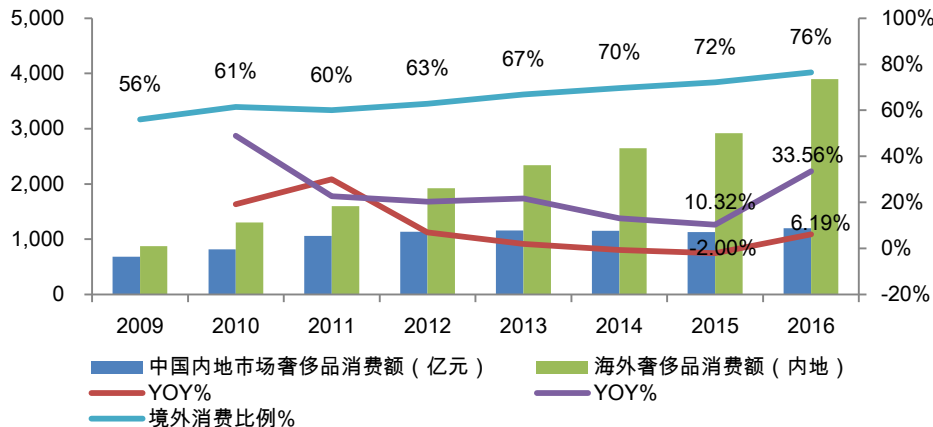


房价上涨带来的财富效应

随着房价上涨，中国消费者持有资产总量增加，一定程度上刺激了购物欲望。

奢侈品品牌调整定价策略

奢侈品品牌都调整了定价策略，缩小中国市场与国际市场之间的商品价格差距。



人民币贬值，出境游低迷

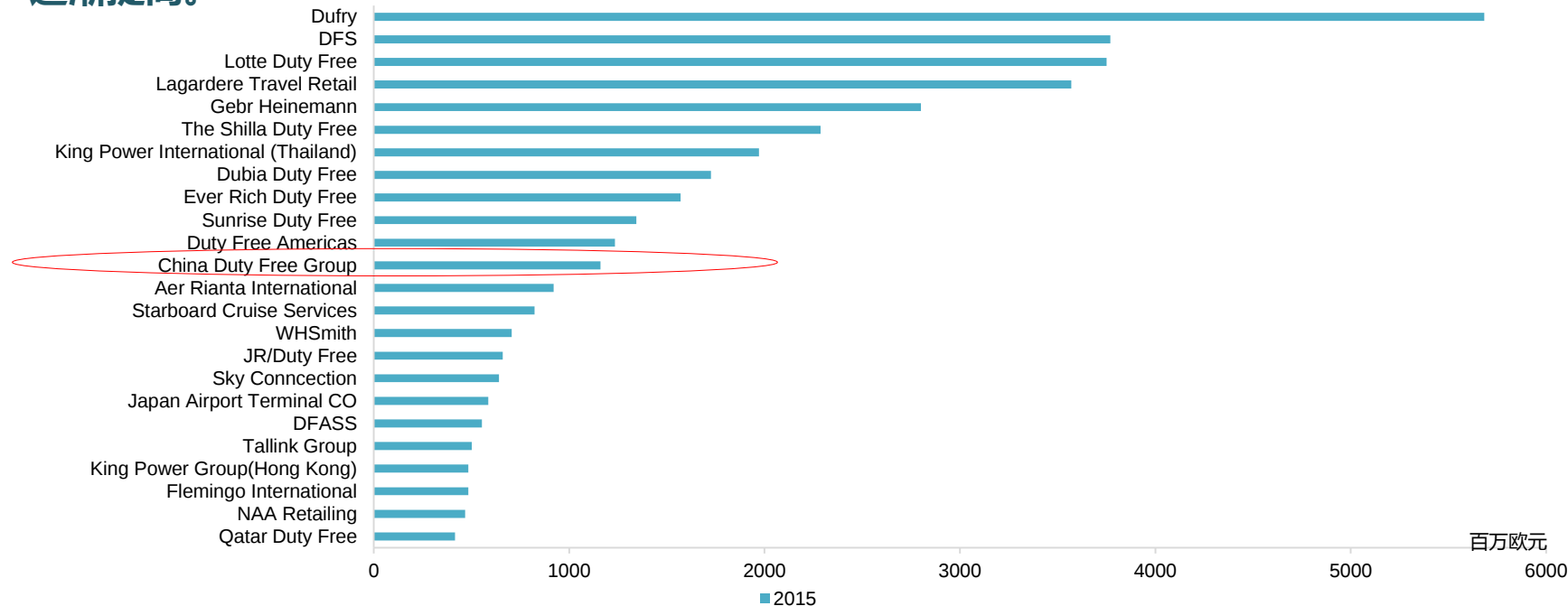
人民币的贬值以及出境游不安全抑制了中国消费者在海外购物的欲望和动力。

跨境电商新政规范海淘市场

跨境电商新政也缩小了国内外价格的差异。

四、免税市场行业分析——竞争格局

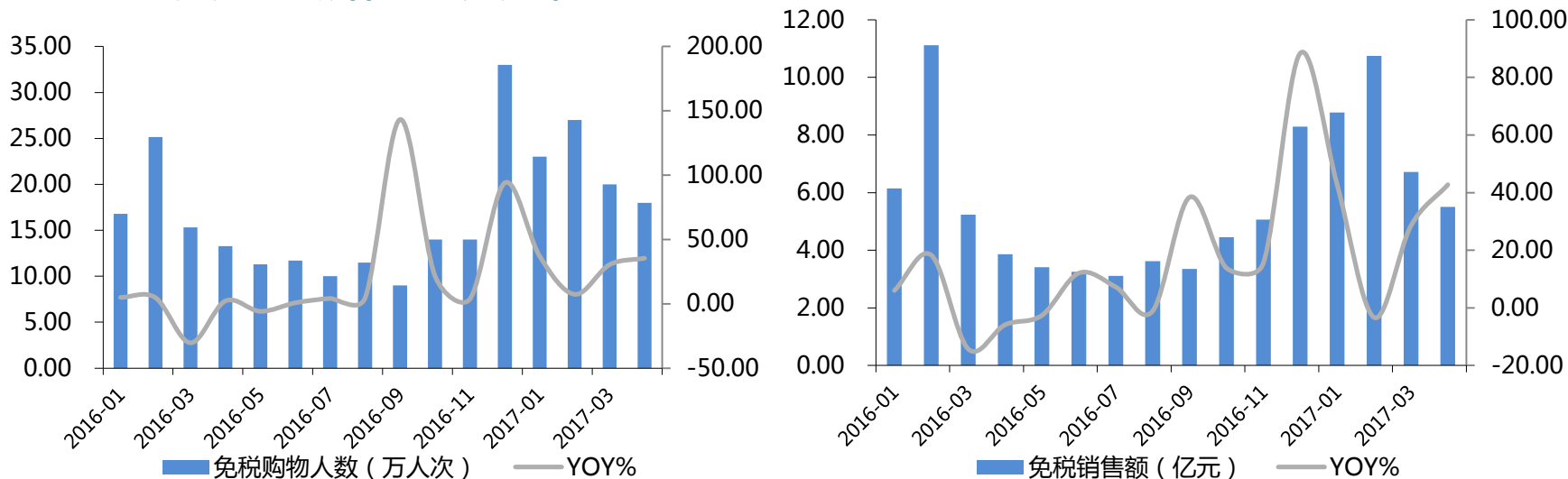
中国免税事业由**国家统一管理**，2016年中免集团规模约90亿元。国家意志下的市场集中度逐渐提高。



四、免税市场行业分析——离岛免税高增长

离岛免税店受益于海南景气度回升及政策限制的放开

- 海南省旅游市场整顿成效显著，正规化的市场加上得天独厚的自然资源带来景气度回升
- 2016年2月放宽每人每年累计免税购买次数和限额
- 2017年1月铁路离岛旅客可进行免税购物



图表13：2016-2017年各月海南离岛免税业务购物人次及收入情况

5

旅游行业一二级资本市场特点

旅游景区（国内游）经营分析和机会展望

旅行社（出境游）经营分析和机会展望

免税和博彩经营分析和机会展望

酒店行业经营分析和机会展望

五、酒店品牌集团化趋势

国际酒店品牌



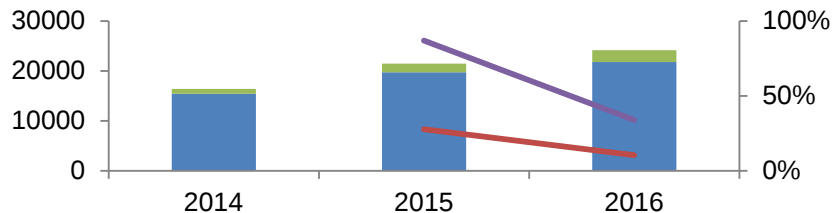
国内酒店品牌



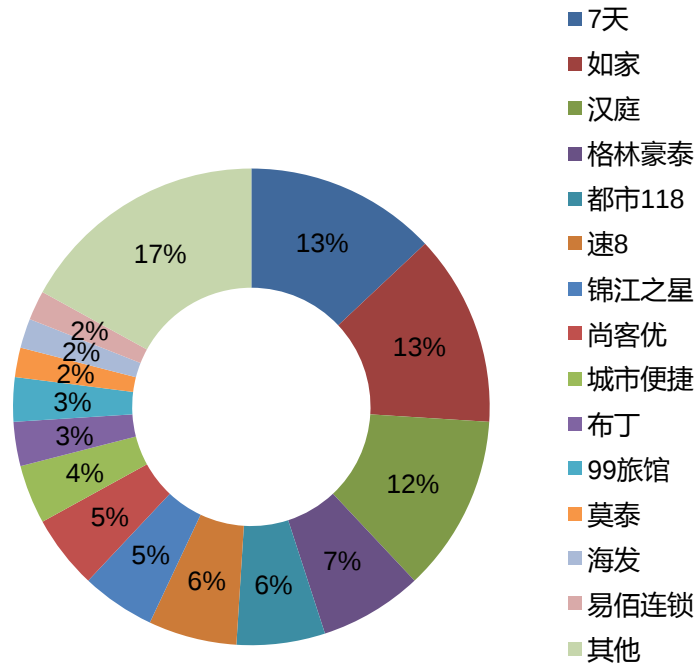
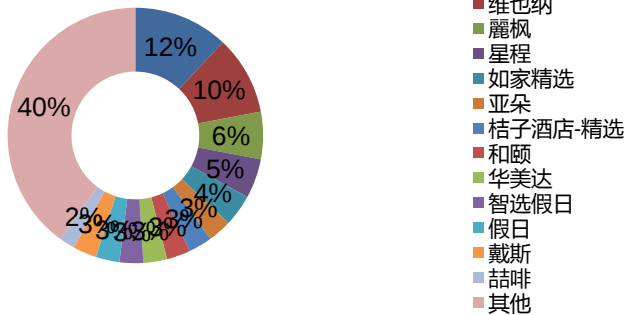
五、酒店行业分析——经济型VS中端型

中端酒店：整体上升趋势，多元化竞争

经济型酒店：扩张减缓，寡头垄断。



■ 经济型酒店 (家) ■ 中端酒店 (家)
— 经济型酒店增速% — 中端酒店增速%



五、酒店行业趋势与展望

非标产品抗衡传统酒店业态

- 住宿产品概念从传统标准住宿延展至丰富多样的非标住宿产品。
- 非标住宿包括公寓、别墅、帐篷、木屋、露营地、船屋、农家乐、精品酒店、房车等；
- 代表平台：途家、小猪短租、诗莉莉

联合办公等商用业态丰富

- 消化闲置房源，跨界零售、餐饮、文化、艺术等等
- 代表平台：zoku；WeWork；



品牌渗透率持续加强

- 品牌连锁酒店在高档市场中的占比从2011年的39%提升至2015年底的56%，上升了17个百分点。中档市场的品牌渗透率有望在2020之后跃升至54%左右。
- 代表品牌：华住

中端酒店市场集中度提升

- 闲散单体酒店量体大
- 三四线城市市场还有待提升
- 在2020年后突破200万间，市场份额达到38%。
- 代表品牌：华住、首旅、锦江

- 一、景区受恶劣天气和恐怖袭击等不可抗力因素；
- 二、资产证券化进度较慢；
- 三、公司的内生业绩不及预期；
- 四、政策负面影响；
- 五、旅游资源相对稀缺，经营权的获取难度较大。

谢谢

敬请指正

国金社服-旅游分析师 楼枫烨
执业证书：S1130116020042
电子邮件：loufy@gjzq.com.cn
电话/微信：18116269426