

2019年07月18日

外冷内热下的消费转型，可选消费“危”“机”并存

——2019下半年休闲服务行业投资策略

中性

本期投资提示：

- **国内游遭遇景区增长瓶颈，出境游未见明显复苏拐点。**国内游方面，2019年春节/清明/五一/端午，国内旅游接待人次增速分别为7.6%/10.9%/13.7%/7.7%，除五一受假期延长刺激外，各大节假日全国旅游增速均有所放缓。2019年1-5月，海南旅游接待人次累计增速5.9%，远低于去年14.6%的增速水平，高端消费需求也相对疲软。传统景区外延扩张进度相对缓慢，叠加门票二次降价的不确定性因素，板块整体压力较大。出境游方面，5月中国香港/中国澳门/韩国/日本/泰国客流增速分别为23.6%/30.4%/45.6%/13.1%/-8.6%，5月受五一错期影响各目的地客流增速较4月有所改善，但整体出境游暂未出现明显复苏态势。
- **商旅需求触底回升，酒店经营数据明显好转。**STR数据显示，5月酒店行业入住率/ADR/Revpar分别同比增长+3.25pct/+0.20%/+3.45%，4、5月合计经营数据预计较Q1有所回升。6月非制造业PMI为54.2，环比下降0.1pct，临近暑期对服务业后续预期乐观。从历史数据来看，酒店入住率回升约滞后社融数据改善9个月-1年，从年初社融增速企稳至今，社融→企业盈利→酒店需求传导路径目前正处于第三季度兑现期。我们认为目前酒店处于中期底部位置，7、8月将具有估值提升与业绩边际改善双重逻辑。
- **需求驱动下免税市场维持高景气，市内免税业态独特性初现。**2019年6月，韩国免税销售额16.64亿美元（+17.4%），其中预计80%-90%为中国公民贡献，可以看出消费“降级”下免税需求维持高景气。对标韩国，我国市内免税囿于政策限制规模较小，预计年底政策可放开国人出境前购买市内免税权限，2020年预计贡献销售额增量12-12.5亿元，对应中免归母净利润约1.5-2亿元。本次市内免税店预计引入国产香化，将起到辅助消费者修正认知偏差，削弱进口品牌过度溢价的作用，填充免税低价区域销售，具有长远发展意义。
- **投资建议：**免税行业长期空间向好，市内免税、网上预订等模式将极大便利消费者购物，提升客单价的同时引导消费回流，后续推动国产品牌进驻免税专柜顺水推舟。行业大逻辑是以回流为政策目标，实现效益的同时获得更多的政策支持，国旅侧重收入端，机场侧重利润端，推荐关注中国国旅。酒店行业的中短期复苏趋势，从PMI指标看，服务业处于相对景气区域，夏季休闲需求的预测偏乐观，外贸影响对国内商旅需求有限。叠加今年国庆带来的需求提前效应，对于6、7、8月的酒店业边际改善持积极态度，推荐关注首旅酒店、广州酒家。

证券分析师

刘乐文 A0230517110001
liuyw@swsresearch.com

研究支持

于佳琪 A0230117070008
yujq2@swsresearch.com

联系人

王越
(8621)23297818×转
wangyue@swsresearch.com



投资案件

结论和投资建议

免税行业长期空间向好：市内免税、网上预订等模式将极大便利消费者购物，提升客单价的同时引导消费回流，后续推动国产品牌进驻免税专柜顺水推舟。推荐关注中国国旅以。

酒店行业的中短期复苏趋势：从 PMI 指标看，服务业处于相对景气区域，夏季休闲需求的预测偏乐观，外贸影响对国内商旅需求有限。叠加今年国庆带来的需求提前效应，对于 6、7、8 月的酒店业边际改善持积极态度，推荐关注首旅酒店。

月饼消费传统与现代的融合：广式月饼继续引领市场风向，行业格局迈向寡头垄断。中秋需求偏刚性，居民消费占比高且渠道议价能力强，广州酒家价量提升的逻辑持续兑现，推荐关注广州酒家。

原因及逻辑

免税行业大逻辑是以回流为政策目标，实现效益的同时获得更多的政策支持，国旅侧重收入端，机场侧重利润端，长期需求具备较大成长空间。

酒店为明显的周期行业，轻资产化程度加深会削弱行业周期属性，首旅酒店目前自营比例最高，在周期底部具有更大弹性。

有别于大众的认识

市场普遍认为免税出境招标资质放开后，对国旅牌照垄断性和稀缺性将产生影响，但我们认为公开招标后将导致原来扣点低的出境小标段提升扣点且会释放部分口岸给深免珠免，该部分口岸目前对应中免利润 5-7 亿，未来减少比例约为 30%-40%，且由于口岸并非在同一时间段内集中到期，因此循环滚动影响不大。

市场普遍认为 5 月酒店经营数据好转为“五一”错期影响，不具备持续性，但我们观测到从年初社融增速企稳到上半年非制造业 PMI 数据改善，经营数据降幅收窄在宏观层面已经具备支撑。综合 4、5 月经营数据较 Q1 已经明显好转，行业整体处于边际改善区间。

目录

1. 旅游需求外冷内热，休闲方式多元化.....	6
1.1 出境游：长短线依旧疲软，未见明显复苏拐点.....	6
1.2 国内游：传统景区遭遇承载瓶颈，需求碎片化发展.....	6
2. 商旅需求触底回升，居民消费存在挤出效应.....	7
2.1 酒店周期进入中期底部，中短期内业绩降幅收窄.....	7
2.2 OYO 快速扩张加剧物业争夺，中端酒店竞争白热化.....	9
3. 餐饮消费存在压力，瑞幸上市后饮品细分市场关注度提升	10
4. 免税“降级”需求强劲，市内免税业态独特性初现.....	14
4.1 消费“降级”需求驱动下免税市场维持高景气.....	14
4.2 市内免税：实现提高转化率和推广国产品的政策目的.....	15
5. 盈利预测与市场回顾.....	18

图表目录

图 1：境外主要目的地旅游月度数据	6
图 2：重点节假日旅游人次同比增速统计	7
图 3：三亚接待过夜游客增速	7
图 4：海南接待游客人次增速	7
图 5：5 月酒店数据出现明显好转	8
图 6：非制造业 PMI 指数维持高位稳定	8
图 7：社融领先企业盈利 3-4 个季度	8
图 8：企业盈利领先酒店需求 0-1 个季度	8
图 9：2018 年连锁酒店加速增长	9
图 10：连锁中端客房数占比超过 20%	9
图 11：OYO 官网披露目前开店情况	10
图 12：社零餐饮数据增速略有放缓	11
图 13：我国实际人均消费咖啡及现磨咖啡杯数（杯/人）	11
图 14：瑞幸咖啡单杯收入成本拆解	13
图 15：外国人在韩免税消费额保持快速增长	14
图 16：19Q1 代购在韩免税购物额增速	14
图 17：19Q1 外国人在韩免税购物结构	14
图 18：依靠免税构建的完整产业链	17
表 1：OYO 融资情况	9
表 2：未来 5 年城镇就业人口消费咖啡杯数预测	12
表 3：杯均单价与销售管理费用率双因素敏感性分析	12
表 4：瑞幸、星巴克、一点点单店模型拆分	13
表 5：韩国市内免税全面放开，针对外国人政策更优惠	15
表 6：我国暂未放开针对本国居民离境市内免税购买资格	15
表 7：中免 5 家市内店情况	16
表 8：不同市内店的政策区别	16
表 9：香化产品增值税与消费税税额远高于关税（单位：元）	17

表 10 : 休闲服务行业重点公司估值表..... 19

1. 旅游需求外冷内热，休闲方式多元化

1.1 出境游：长短线依旧疲软，未见明显复苏拐点

出境游长短线均未出现明显复苏拐点，美国游预计今年增速延续下跌趋势。日韩方面，5月韩国出境客流同比增长45.6%，维持低基数反弹，韩国免税销售额增长18.48%，需求端持续景气；日本同比增长13.1%（4月份为+6.3%），增速略有上升。东南亚方面，泰国客流同比下滑8.6%（4月为-8.9%），受去年高基数影响维持下滑趋势；港澳方面，赴澳客流同比增长30.4%（4月为+13.5%），赴港客流同比增长23.6%（4月为+5.3%）。总体而言，受五一错峰影响，5月各目的地客流增速较4月有所改善，但整体出境游暂未出现明显复苏态势，下半年欧美长线受高端消费疲软作用预计仍将维持在低景气区间，东南亚地区若可以低基数反弹，则市场预期可能会有部分转好。

图1：主要出境目的地旅游月度数据

	中国香港	中国澳门	中国台湾	韩国	日本	泰国	加拿大	澳大利亚	新西兰	德国
2018年1月	-5.5%	-3.5%	-12.9%	-51.6%	-2.0%	12.8%	-13.1%	-29.1%	-31.1%	1.4%
2018年2月	40.2%	37.3%	54.2%	-48.3%	50.7%	51.9%	76.4%	58.6%	104.4%	13.3%
2018年3月	10.1%	9.8%	-6.6%	6.5%	18.2%	27.2%	13.5%	10.3%	3.4%	-0.6%
2018年4月	15.2%	16.5%	5.6%	78.6%	32.8%	31.9%	-0.3%	7.1%	18.2%	4.5%
2018年5月	10.6%	9.3%	-8.0%	64.8%	33.2%	14.0%	14.0%	11.7%	10.8%	-11.4%
2018年6月	17.3%	13.5%	1.1%	67.2%	31.9%	18.1%	-5.0%	1.7%	6.7%	7.5%
2018年7月	8.0%	7.6%	-8.4%	60.6%	13.3%	-0.9%	-5.3%	2.7%	-0.3%	-2.8%
2018年8月	22.0%	25.3%	-1.4%	59.6%	5.3%	-11.8%	-3.2%	0.8%	7.9%	9.7%
2018年9月	3.9%	5.7%	-3.4%	42.4%	-5.0%	-14.9%	18.8%	0.2%	5.6%	8.7%
2018年10月	15.4%	12.1%	-10.4%	56.6%	-10.8%	-19.8%	19.5%	0.9%	-4.8%	-0.7%
2018年11月	25.8%	15.3%	-13.4%	46.4%	9.6%	-14.6%	10.0%	1.6%	-4.4%	-0.4%
2018年12月	21.0%	18.4%	-9.6%	32.2%	6.3%	2.8%	-1.6%	3.9%	-3.3%	4.2%
2019年1月	34.8%	29.9%	4.1%	35.2%	22.5%	10.3%	45.1%	20.7%	17.6%	-0.6%
2019年2月	3.7%	11.9%	-1.7%	36.8%	-1.0%	-12.3%	-16.9%	-9.3%	-26.2%	-4.1%
2019年3月	22.1%	31.3%	51.5%	31.4%	16.2%	-1.9%	4.3%	1.6%	-5.5%	3.2%
2019年4月	5.3%	13.5%	43.6%	44.8%	6.3%	-8.9%	6.2%	-11.7%	-21.2%	-3.7%
2019年5月	23.6%	30.4%	78.9%	45.6%	13.1%	-8.6%				

资料来源：各国、各地区统计局，申万宏源研究

1.2 国内游：传统景区遭遇承载瓶颈，需求碎片化发展

传统景区遭遇承载瓶颈，门票存在二次降价预期。自去年十一以来，各大节假日全国旅游增速相继放缓至个位数，旅游需求相对较弱。今年五一由于假期延长，需求得到刺激，但端午叠加高考，内需再次放缓。传统景区普遍遭遇承载瓶颈，高增速不再，休闲景区经营方式日趋多元化，表现更优。2019年3月，国家发改委提出更大范围推进国有景区门票降价，并加强车船索道票价等监管，国家提振消费政策持续推行，景区门票及索道车船票存在二次降价预期。

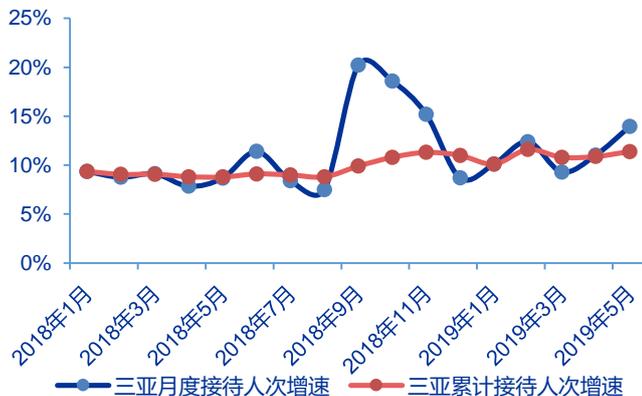
图 2：重点节假日旅游人次同比增速统计

	2018年十一	元旦	春节	清明	五一	端午
全国	9.4%		7.6%	10.9%	13.7%	17.7%
黄山	0.4%	-16.3%	2.5%	11.4%	43.9%	-35.4%
峨眉山	-4.8%	-15.8%	3.6%	13.4%	11.9%	12.1%
北京主要景区	1.0%	-6.0%	3.6%	25.4%	0.0%	12.1%
三亚八大景区	5.4%	4.4%	0.6%	5.9%		
三亚千古情	25.5%	17.0%	6.1%	-16.0%	9.2%	15.5%
三亚免税店	20.0%	28.6%	16.4%		30.7%	
三亚免税店（销售额）	13.0%	41.4%	23.0%		40.0%	
海口免税店	-1.4%	-20.3%	21.6%		39.8%	
海口免税店（销售额）	-5.5%	-46.9%	36.9%		45.0%	
乌镇		-28.0%	3.5%		21.1%	-9.0%

资料来源：各地区统计局，申万宏源研究

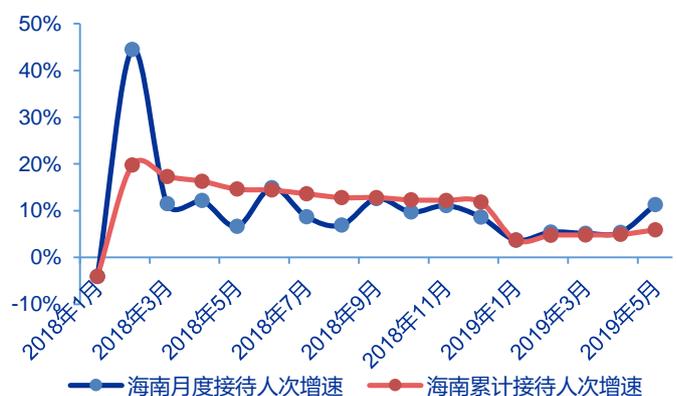
旅游需求碎片化发展，高端消费疲软影响海南客流增速。居民旅游需求休闲化发展，相较于过去的打卡式旅游，更多小众景点被挖掘，需求被分散的情况下对于单一目的地来讲经营持续性难度更大。受经济增速放缓压制，海南今年以来接待人次明显下降，三亚18-19年冬季过夜游客增速也出现回落，高端消费需求相对疲软。主题公园方面，迪士尼今年限流以来，客流基本持平，溢出效应开始显现，长三角周围建设的大型主题乐园相继开业，预期周边游景气度持续提升。

图 3：三亚接待过夜游客增速



资料来源：海南省统计局，申万宏源研究

图 4：海南接待游客人次增速



资料来源：海南省统计局，申万宏源研究

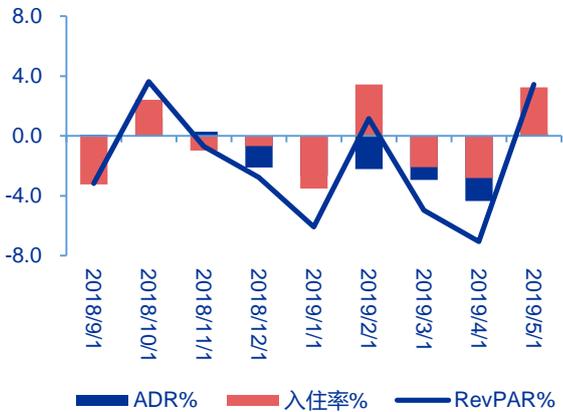
2. 商旅需求触底回升，居民消费存在挤出效应

2.1 酒店周期进入中期底部，中短期内业绩降幅收窄

从 PMI 数据来看，住宿业仍维持在高景气度区间。6 月制造业 PMI 为 49.4，环比持平，生产端景气扩张，外贸持续收缩。非制造业 PMI 为 54.2，环比下降 0.1pct，考虑到五

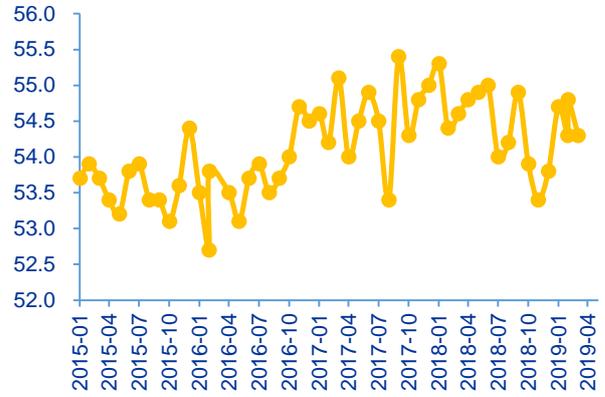
一错期的影响，6月数据较5月环比略有下滑，但与Q1数据相比存在好转，7、8月临近暑期且叠加国庆效应，预计将产生超预期的景气表现，行业beta属性明显。

图 5：5月酒店数据出现明显好转



资料来源：STR Global，申万宏源研究

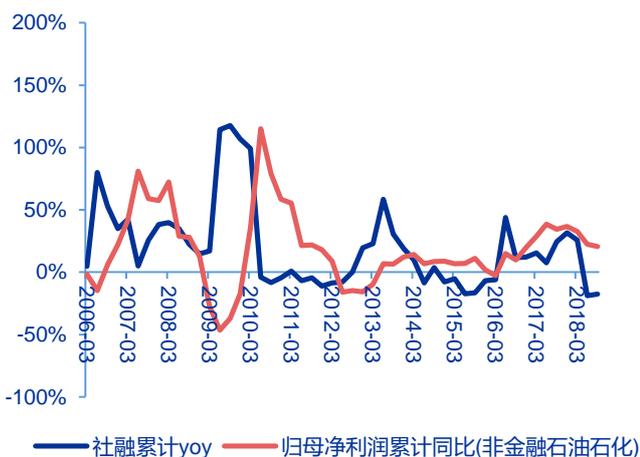
图 6：非制造业 PMI 指数维持高位稳定



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

酒店景气拐点长期看仍取决于国内经济环境，通过社融→企业盈利→酒店需求传导路径可做预判。从历史数据来看，我们发现社融对于企业盈利存在一定前瞻性（3-4个季度）；而企业盈利情况改善基本同步反映在入住率变化，因此我们判断酒店入住率回升约滞后社融数据改善9个月-1年，从年初社融企稳至今已经逐步完成传导过程。STR数据显示，5月行业入住率/ADR/Revpar分别同比增长+3.25pct/+0.20%/+3.45%，5月经营数据相较3、4月明显回暖，即使考虑到五一错期因素，4、5月合计预计较Q1仍有回升。**5月指标好转后后续仍需要一个企稳反弹的过程，酒店周期即将进入中期底部位置，后续将呈现缓慢探底过程。**

图 7：社融领先企业盈利 3-4 个季度



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：企业盈利领先酒店需求 0-1 个季度

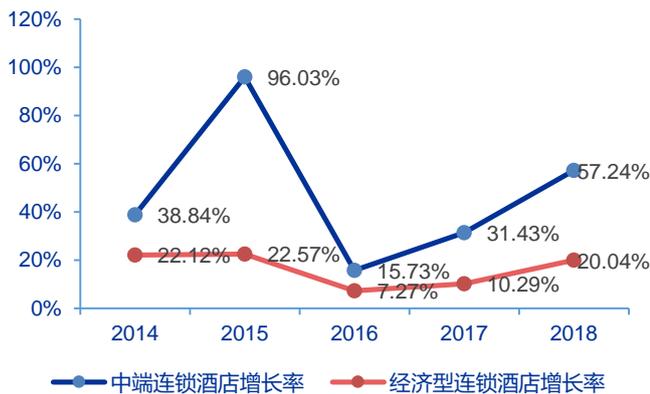


资料来源：Wind，STR Global，申万宏源研究

2.2 OYO 快速扩张加剧物业争夺，中端酒店竞争白热化

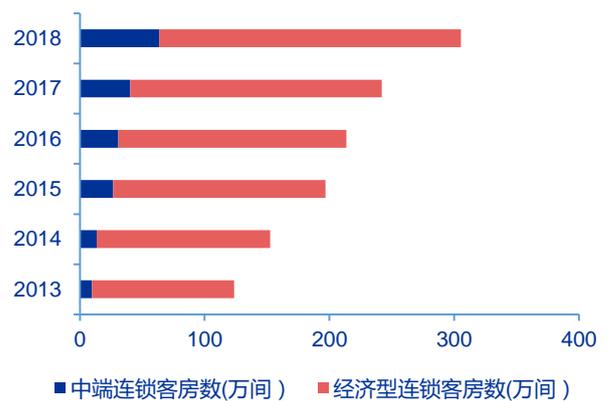
中端酒店优质供给接近饱和，ADR 将出现新一轮分化。2017 年以来一二线城市中端酒店发展迅速，可供的优质物业已经基本完成了中端升级。目前连锁酒店中中高端占比已超过 20%，与中国收入水平结构相符，因此我们认为后续行业不再是填补式增长，而是跟随收入水平结构增长。去除周期波动的因素，后续各大酒店品牌经营效率的影响将逐步凸显，中高端品牌将产生分化，优质品牌 ADR 提升速度将高于行业平均增速。

图 9：2018 年连锁酒店加速增长



资料来源：盈蝶咨询，申万宏源研究

图 10：连锁中端客房数占比超过 20%



资料来源：盈蝶咨询，申万宏源研究

OYO 涌入低端市场，促进物业竞争，连锁化被大规模普及，物业主甄别能力提高。随 OYO 规模迅速扩大，多家酒店集团及 OTA 陆续推出低档加盟及管理输出产品线，而 OYO 在去年被美团和携程封杀后，近期重新接入，表明行业本身存在空间，但 OYO 多条负面新闻带来的是商业模式的重新思考。随中低端的物业的快速连锁普及和中高端物业专业化程度提高，不同酒店集团品牌力、管理输出能力和渠道力比较更加明显，物业主甄别能力将进一步提高，龙头马太效应更加突出。

表 1：OYO 融资情况

时间	融资	金额	投资方
2015/3/1	A 轮	\$2500 万	Greenoaks Capital Management (领投) Sequoia Capital (红杉海外) Lightspeed Venture Partners 美国光速
2015/8/3	B 轮	\$1 亿	SoftBank capital 软银海外 (领投) Greenoaks Capital Management Sequoia Capital (红杉海外) Lightspeed Venture Partners 美国光速
2016/8/1	C 轮	\$6200 万	SoftBank capital 软银海外 (领投) Sequoia Capital (红杉海外) Greenoaks Capital Management DSG Consumer Partners
2017/4/3	D 轮	\$2.5 亿	SoftBank capital 软银海外 (领投) Sequoia Capital (红杉海外) Greenoaks Capital Management
2017/9/14	D+轮	¥ 1000 万	华住酒店集团 (领投)
2018/9/25	E 轮	\$10 亿	SoftBank capital 软银海外 (领投) 软银中国 (领投) Lightspeed Venture Partners 美国光速红杉资本中国

时间	融资	金额	投资方
			Sequoia Capital (红杉海外) Greenoaks Capital Management
2019/2/14	战略投资	\$1 亿	滴滴
2019/4/1	战略投资	\$1 亿	Airbnb

资料来源：IT 桔子，公司官网，申万宏源研究

图 11：OYO 官网披露目前开店情况

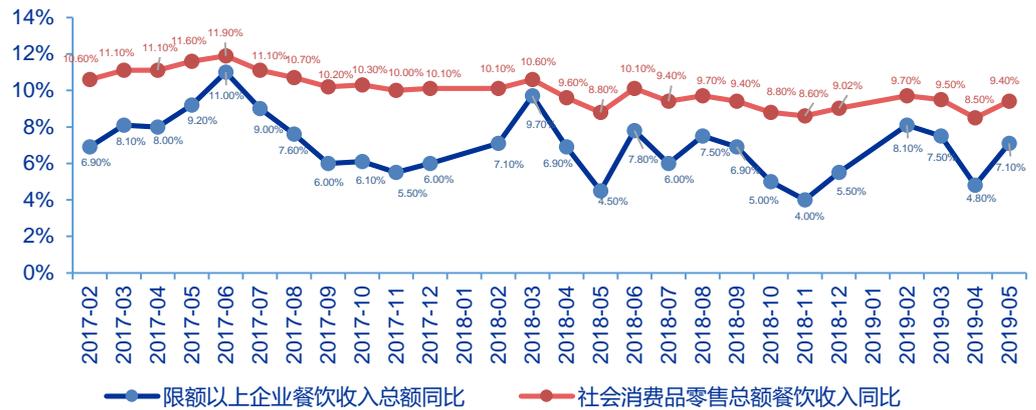


资料来源：IT 桔子，公司官网，申万宏源研究

3. 餐饮消费存在压力，瑞幸上市后饮品细分市场关注度提升

2018 年下半年以来，社零餐饮收入增速回落至 10%以内，限额以上餐饮继续弱于整体，中小型餐饮增长更快。对一二线城市而言，经济环境仍为主要影响变量，餐饮消费需求略显疲软。在三四线城市，地产去库存导致居民加杠杆，挤占居民消费力；同时餐饮门店存在同质化和过剩的情况，充分竞争环境下，爆款业态（火锅、小龙虾等）品牌的死亡率将升高。

图 12：社零餐饮数据增速略有放缓



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

瑞幸上市带动饮品细分行业关注度提升，我国咖啡行业单杯均价提升有限，但杯量增长空间较大。在过去较长的时间内，中国的咖啡馆被星巴克等海外连锁品牌或者小众的独立咖啡馆两类模式主导，14年后出现的连咖啡、瑞幸等互联网咖啡品牌，使用“中档品质+低档价格”的产品，适应生活节奏的外卖配送方式和互联网营销模式，将咖啡从还不够普及的文化象征还原为一种受欢迎的大众消费高品质饮品。根据国家统计局数据，2018年我国城镇就业人员为4.34亿人，以此为基数计算，我国实际人均咖啡生豆消费量为0.53kg/人，仍不及美日一般水平的15%。实际每人年均咖啡饮用杯数为20杯，与美日也分别近似存在20倍和14倍的明显差距。目前，人口红利与城镇化发展是中国未来消费力的长期体现，因此咖啡消费人群与人均消费杯数均有较大增长空间。

图 13：我国实际人均消费咖啡及现磨咖啡杯数（杯/人）



资料来源：Frost&Sullivan，申万宏源研究

我们以星巴克大杯拿铁作为标品比较，中国售价为4.48美元/杯，美国仅为4.45美元/杯。按照人均可支配收入进行比较，中国内地咖啡价格与美国相差近9倍，与亚洲地区的韩国也相差4倍以上。而对比其他地区，英美日瑞士及中国香港按照人均可支配收入折算

后基本购买力一致，反映出了咖啡价格与收入水平的弱相关性。我国咖啡单杯均价处于较高水平，未来提升空间有限，行业增速主要源自渗透率提升。

表 2：未来 5 年城镇就业人口消费咖啡杯数预测

地区/国家	大杯拿铁 /当地货币	大杯拿铁 /美元	2017 年人均可支配 收入/美元	人均可支配收入 可购买杯数/杯
美国	4.45	4.45	45,470.00	10218
瑞士	6.8	6.73	76,589.21	11380
英国	2.9	3.69	26,407.92	7157
中国香港	35	4.46	54,235.37	12160
日本	410	3.73	31,630.43	8480
韩国	5100	4.27	22,612.53	5296
意大利	5.5	6.14	20,675.86	3367
中国内地	31	4.48	5274.81	1177

资料来源：大众点评，美联储，世界银行，申万宏源研究

星巴克价格为 2019.5.20 大众点评搜索到数据；汇率采用 2019.05.17 美联储公布的日汇率

中国内地人均可支配收入为 2017 年城镇居民人均可支配收入"

我国目前人均每年咖啡消费杯数为 20 杯/人/年 其中现煮咖啡消费杯数 6.2 杯/人/年，综合考虑工资水平及工作时长对消费需求的影响，预计到 2023 年，全部城镇就业人员消费咖啡可达到 29 杯每年。综合 Frost&Sullivan 预测数据，我们认为人均消费杯数在未来 5 年时间内有 50% 的空间，功能性需求驱动下，咖啡将随着收入水平的提升成为普及化需求。

表 3：杯均单价与销售管理费用率双因素敏感性分析

营业 利润率	10	12	14	16	18	20
40%	-71.6%	-49.6%	-34.0%	-22.2%	-13.1%	-5.8%
35%	-66.6%	-44.6%	-29.0%	-17.2%	-8.1%	-0.8%
30%	-61.6%	-39.6%	-24.0%	-12.2%	-3.1%	4.2%
25%	-56.6%	-34.6%	-19.0%	-7.2%	1.9%	9.2%
20%	-51.6%	-29.6%	-14.0%	-2.2%	6.9%	14.2%

资料来源：申万宏源研究

从星巴克及一点点单店模型拆分可以看出，饮品这一细分赛道净利率水平略高于餐饮行业平均水平。星巴克原材料成本实际并不高，但由于对“第三空间”的开拓，因此对 location 和面积的要求更高。而反观茶饮行业尽管单价并不高，但面积较小坪效更高。销售和管理费用也较其他咖啡品牌上更少。就瑞幸而言，其经营模式更类似一点点等奶茶店，中短期亏损主要来自大量折扣和补贴压低杯单价，增长主要依靠开店驱动，用户粘性尚未建立。中长期看，随补贴减少和高毛利新品的开发，随消费转化率的提升，营收存在成长空间。

图 14：瑞幸咖啡单杯收入成本拆解



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

表 4：瑞幸、星巴克、一点点单店模型拆分

	瑞幸	星巴克	一点点
装修单价 元/平方米	2000		1500
面积 平方米	40	200	30
装修总价 万元	8		4.5
设备 万元	30		4
一次性加盟费 万元			40
日杯数/杯	200	600	200
杯均单价 元/杯	9.8	30	12
原材料成本 元/杯	5.65	6	4
年营业额 万元	71.54	657	87.6
单位租金 /元	10	18	10
年租金 万元	14.4	129.6	10.8
人员数量	4	12	4
每人工资 元/月	6000	6000	5000
年员工薪酬 万元	28.8	86.4	24
年水电杂费 万元	4	20	3
年折旧摊销 万元	7.6	32	9.7
销售及管理费用其他率	75%	30%	
净利润 万元	-78.16	59.65	10.9
净利润率	-109%	9%	12%
	占比		
租金	20.13%	18.49%	12.33%
人工	40.26%	13.36%	27.40%
原材料	57.65%	18.75%	33.33%

水电	5.59%	2.85%	3.42%
折旧	10.62%	5.00%	11.07%
销售管理	75%	30%	

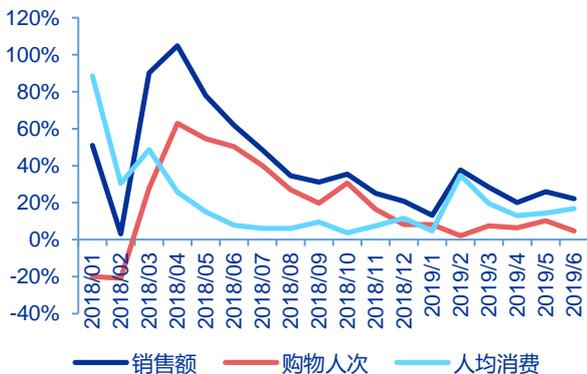
资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

4. 免税“降级”需求强劲，市内免税业态独特性初现

4.1 消费“降级”需求驱动下免税市场维持高景气

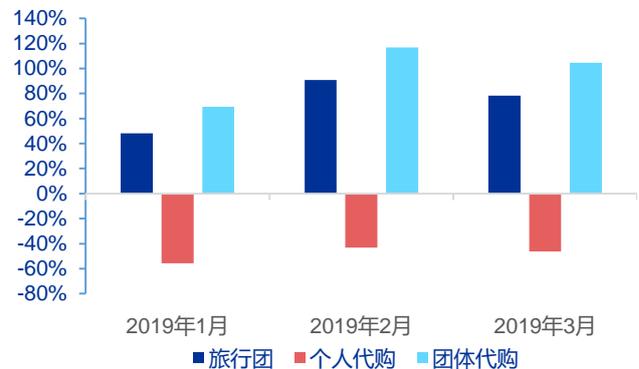
2018年，韩国免税行业实现销售额172亿美元，同比增长35%，占全球25%的市场份额，是中国市场的3倍。购物人数合计4814万人次，同比增长5%，其中80%通过市内店完成，中国人贡献了绝大部分销量；2019年以来，“萨德”影响逐渐消除，韩国进一步推动高返点模式，虽然将净利率降低到几乎为零，但促进了代购行为的快速发展。6月，韩国免税销售额16.64亿美元（+17.4%），客单价397美元（+16.5%）。

图 15：外国人在韩免税消费额保持快速增长



资料来源：韩国免税协会，申万宏源研究

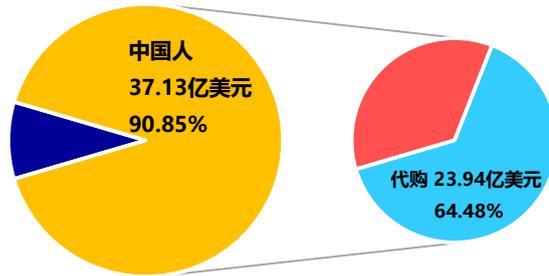
图 16：19Q1 代购在韩免税购物额增速



资料来源：Moddie Report，申万宏源研究

19Q1 外国人在韩免税购买额中 91% 为中国公民贡献，其中代购占比 65%，免税店高返点使代购规模不断扩大。韩国免税消费人群中，外国游客客单价为国内游客的 7-8 倍，贡献 80% 以上的免税销售额，促进了韩国市内免税高度繁荣。从韩国免税销售数据维持较高增速可以看出，国人免税购买需求持续高涨，消费能力和消费意愿并未受到抑制，国内免税行业从需求端仍存在较大挖掘空间。

图 17：19Q1 外国人在韩免税购物结构



资料来源：Moddie Report，申万宏源研究

4.2 市内免税：实现提高转化率和推广国产品的政策目的

对标韩国，我国市内免税政策亟待放开。韩国市内免税店自 1979 年出现，由市场化机构（主要为韩国两大财阀乐天、新罗）运营，目前韩国市内免税店共 25 个，集中于首尔及釜山，销售额占比约 85%，代购现象明显。韩国市内免税主要针对外国游客，至少三分之一面积销售国产化妆品，对外国游客采取额度放宽和促销返点优惠，销售净利率很低，主要起到业态协同，反哺上下游香化制造和旅游消费的目的。

表 5：韩国市内免税全面放开，针对外国人政策更优惠

	离境		入境
	韩国公民	外国公民	
次数限制	不限次	不限次	不限次
购买额度	3000 美元(韩国本土产品无限制)	无限额	600 美元
免税品购买限制	酒类 1 瓶, 400 美元以下, 香烟 1 盒(200 支), 香水 60 毫升, 免税限额 600 美元以外, 可以单独携带。	对于每个品牌只能购买 50 件香化商品, 10 件手表箱	无限制

资料来源：韩国海关总署，申万宏源研究

对比韩国，我国免税产业目前仍然以引导消费回流的政策目的为发展导向，现阶段主要通过供给端的政策放开不断刺激需求增长，我们认为牌照的垄断性会持续，但门店的数量和免税类型也会不断增多，现阶段免税消费场景还相对单一，以国人消费为主，上下游的产业链发展仍需时日。

表 6：我国暂未放开针对本国居民离境市内免税购买资格

	市内免税	
	外国公民离境	本国公民入境
购买资质	持外国护照	入境 180 天以内
购买对象	外籍居民及中国港澳台居民	年满 16 周岁的中国公民、华侨、台胞或外籍华人

	市内免税	
次数限制	无限制	无限制
购买额度	无限制	5000 元
商品品类	无烟酒	无烟酒
提货方式	机场提货点提货	现场提货
牌照	中免	中出服、港中旅

资料来源：商务部，申万宏源研究

目前中免开设的市内免税店包括北京、上海、青岛、厦门、大连共 5 家，凭外籍护照于出境前购买，于出境隔离区提货。与中出服“国人归国后购买”不同，中免市内免税牌照目前针对“外籍旅客出境前购买”，目前 5 家门店面积均较小。**目前市内免税囿于政策限制规模较小，预计年底政策可放开国人出境前购买市内免税权限，预计共享出入境 8000 元免税额度。**若新增市内免税牌照，由于消费者仍必需在机场提货，因此占据京沪机场免税店的中免集团预计将具有绝对优势。

表 7：中免 5 家市内店情况

	经营面积/平方米	商圈
北京	513	蓝色港湾
上海	1200	尚悦湾
青岛	355	CBD 核心区卓越大融城
厦门	331	中华城购物中心
大连	500	新星·星海中心

资料来源：公司官网，申万宏源研究

我国市内免税政策放开是吸引消费回流的重要环节，我国与韩国市内免税本质上服务人群均为中国出境游客，因此采取怎样的销售政策才能有效争夺相同客源是经营需要考虑的关键。**上海即将开业的市内免税已预留面积销售国产香化品牌，对标韩国扶持本土香化产业。**

表 8：不同市内店的政策区别

	购物人员	限额	提货点
中出服	180 内入境的年满 16 周岁中国籍游客	单独 5000 元额度	店内
中免目前	境外人士凭护照及航班信息在出发前 24 小时进行购物	与出入境共享 5000+3000 元	境内关外隔离区
未来预期	出境中国籍游客+境外人士	与出入境共享，额度可能提升	境内关外隔离区

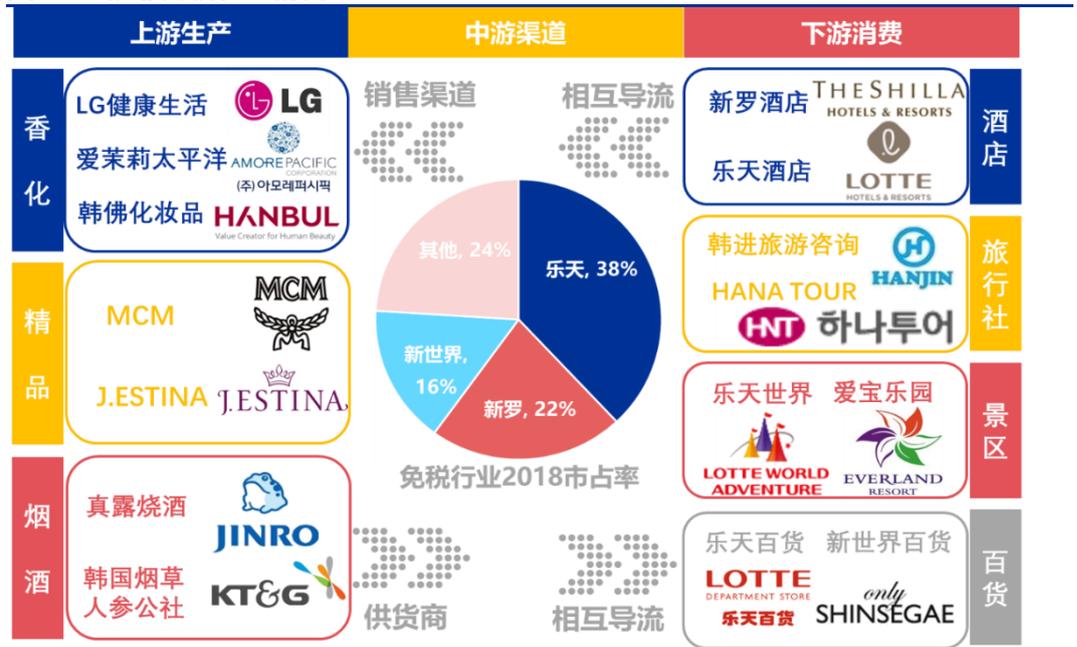
资料来源：公司官网，申万宏源研究

2018 年，韩国免税中香化占比预计达到 54%，其中国产品占比 40%。2018，爱茉莉太平洋免税店渠道销售额 1.27 万亿韩元(约 7.5 亿美元)，免税业务营收占比已达到 24%，成为爱茉莉太平洋国内销售中占比最大的渠道，免税销售成为韩国地区化妆品业务双位数

增长的主要推动力。韩国免税高返点压低了免税店本身的利润水平，但作为流量入口为上下游输送收益，实现整体产业链的价值提升，反哺本国香化产业。

我国免税店目前产品品类仍以欧美高端香化为主，单价相对较高。实际上，我国出境游仍以跟团游为主，且客单价较低的中国港澳台及东南亚占比最高，整体出境游消费人群购买力与人均可支配收入的分布模式差异不大，即以中低端消费为主。从价格带来看，国产品若进驻免税店，将弥补中低端价格区间的空白。我国市内免税引入国产香化将辅助消费者修正认知偏差，削弱进口品牌过度溢价现象，填充免税低价区域销售，具有长远发展意义。

图 18：依靠免税构建的完整产业链



资料来源：申万宏源研究

香化产品增值税/消费税税率分别为 16%与 15%，与关税（1%-5%）相比，增值税与消费税为主要税种，根据目前免税销售进口香化分析，国产品免除消费税和增值税后，与有税专柜价差不少于 20%，且还可免除一部分渠道端费用，价差将进一步拉大。韩国市内免税的欧美香化产品通常由品牌方确定零售价范围，免税店自身定价权较弱。而对本土香化产品则采用代销模式，进货后自主确定售价，自负盈亏。我们认为如果香化产品的初始品牌力不强，则应该采用代销模式。对我国来说，市内免税经营国产香化产品是扶植我国香化和零售产业发展的重要环节，免税作为渠道能拓宽本国香化产品的影响力，看好后续国产香化的发展。

表 9：香化产品增值税与消费税税额远高于关税（单位：元）

热销产品	完税价格	关税	消费税	增值税	关税额	消费税额	专柜价格	增值税	总税额	综合税率	免除消费税增值税后折扣率
雅诗兰黛肌透修护眼部精华霜 15ml	200	5%	15%	16%	10	37.1	490	67.6	114.6	23.40%	78.60%
科颜氏牛油果眼霜 28g	200	5%	15%	16%	10	37.1	500	69	116	23.20%	78.80%

热销产品	完税价格	关税	消费税	增值税	关税额	消费税	专柜价格	增值税	总税额	综合税率	免除消费税增值税后折扣率
雅诗兰黛特润修护精华露 100ml	300	2%	15%	16%	6	54	1299	179.2	239.2	18.40%	82.00%
兰蔻新精华肌底液(小黑瓶) 100ml	300	2%	15%	16%	6	54	1680	231.7	291.7	17.40%	83.00%
SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露(小灯泡) 50ml	300	2%	15%	16%	6	54	1540	212.4	272.4	17.70%	82.70%
兰蔻清滢柔肤水 400ml	150	2%	15%	16%	3	27	420	57.9	87.9	20.90%	79.80%
SK-II 护肤精华露(神仙水) 250ml	150	2%	15%	16%	3	27	1120	154.5	184.5	16.50%	83.80%
LA MER 海蓝之谜精华乳霜 60ml	200	2%	15%	16%	4	36	2600	358.6	398.6	15.30%	84.80%
科颜氏高保湿霜 125ml	200	2%	15%	16%	4	36	500	69	109	21.80%	79.00%
CPB 光采夜间修护乳 125ml	200	2%	15%	16%	4	36	1100	151.7	191.7	17.40%	82.90%
圣罗兰 YSL 明彩轻垫粉底液 14g	200	2%	15%	16%	4	36	510	70.3	110.3	21.60%	79.10%
圣罗兰 YSL 唇釉 6ml	150	5%	15%	16%	7.5	27.8	320	44.1	79.4	24.80%	77.50%
雪花秀与润修护睡眠面膜 120ml	20	2%	15%	16%	0.4	3.6	283	39	43	15.20%	84.90%
资生堂安热沙防晒霜 60ml	150	2%	15%	16%	3	27	298	41.1	71.1	23.90%	77.10%

资料来源：海关总署，各品牌官网，申万宏源研究

5. 盈利预测与市场回顾

免税行业长期空间向好：市内免税、网上预订等模式将极大便利消费者购物，提升客单价的同时引导消费回流，后续推动国产品牌进驻免税专柜顺水推舟。行业大逻辑是以回流为政策目标，实现效益的同时获得更多的政策支持，国旅侧重收入端，机场侧重利润端，推荐关注中国国旅以及上海机场

酒店行业的中短期复苏趋势：从 PMI 指标看，服务业处于相对景气区域，夏季休闲需求的预测偏乐观，外贸影响对国内商旅需求有限。叠加今年国庆带来的需求提前效应，对于 6、7、8 月的酒店业边际改善持积极态度，推荐关注首旅酒店。

月饼消费传统与现代的融合：广式月饼继续引领市场风向，行业格局迈向寡头垄断。中秋需求偏刚性，居民消费占比高且渠道议价能力强，广州酒家价量提升的逻辑持续兑现，推荐关注广州酒家。

表 10：休闲服务行业重点公司估值表

公司	代码	股价/元 2019/7/17	市值 亿元	EPS/元			PE			评级
				E19	E20	E21	E19	E20	E21	
黄山旅游	600054.SH	9.49	65.86	0.68	0.71	0.71	14	13	13	增持
丽江旅游*	002033.SZ	5.91	32.47	0.27	0.31	0.35	22	19	17	增持
峨眉山 A	000888.SZ	6.01	31.67	0.41	0.46	0.52	15	13	12	买入
张家界	000430.SZ	5.80	23.48	0.10	0.12	0.12	58	48	48	增持
宋城演艺	300144.SZ	24.80	360.25	1.00	1.14	1.29	25	22	19	买入
长白山*	603099.SH	9.59	25.57	0.30	0.36	0.43	32	27	22	增持
九华旅游	603199.SH	23.25	25.73	0.97	1.15	1.32	24	20	18	增持
天目湖	603136.SH	20.85	24.19	1.42	1.54	1.64	15	14	13	增持
桂林旅游*	000978.SZ	5.56	20.02	0.24	0.29	0.34	23	19	16	增持
三特索道*	002159.SZ	15.03	20.84	0.47	0.61	0.84	32	25	18	增持
大连圣亚	600593.SH	43.70	56.29	0.45	0.45	0.55	73	73	59	中性
三湘印象*	000863.SZ	5.17	70.89	0.84	1.06	-	6	5	-	增持
云南旅游*	002059.SZ	6.11	61.86	0.27	0.36	0.47	23	17	13	增持
景区类平均估值（市值加权）剔除三湘印象、云南旅游和西藏旅游							27	24	21	
首旅酒店	600258.SH	17.17	169.59	1.01	1.26	1.56	17	14	11	增持
锦江股份	600754.SH	24.32	216.38	1.13	1.29	1.55	22	19	16	增持
岭南控股	000524.SZ	7.92	53.08	0.34	0.37	0.39	23	21	20	增持
金陵饭店*	601007.SH	11.50	34.50	0.30	0.35	-	39	33	-	增持
酒店类平均估值（市值加权）剔除华天酒店和西安旅游							21	18	13	
全聚德	002186.SZ	11.48	35.41	0.27	0.29	0.31	43	40	37	中性
广州酒家	603043.SH	30.51	123.26	1.14	1.50	1.95	27	20	16	买入
餐饮平均估值（市值加权）剔除西安饮食							30	25	20	
凯撒旅游	000796.SZ	6.76	54.28	0.38	0.46	0.54	18	15	13	买入
腾邦国际	300178.SZ	5.86	36.13	0.34	0.45	0.52	17	13	11	增持
众信旅游	002707.SZ	5.82	51.16	0.23	0.33	0.36	25	18	16	买入
旅行社平均估值（市值加权）							20	15	14	
中国国旅	601888.SH	84.71	1,654	2.35	2.58	2.88	36	33	29	增持
免税平均估值（市值加权）							36	33	29	

资料来源：Wind，申万宏源研究，标*公司为 wind 一致预期

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。