

休闲服务产业链梳理：判断其行业未来走势依据哪些指标？

今天要研究的产业链，是受本次卫生事件影响较大的板块。该板块指数自 2020 年 1 月 10 日高点至今，跌幅达 17.55%，而同期的沪深 300 跌幅为 4.90%。



图：行业指数 vs 沪深 300 来源：并购优塾

这个板块的一些细分赛道，业绩基本都是很惨。比如：

某龙头一，区间峰值跌幅 43%，一季报营收同比跌 44.23%，净利润同比跌 107.55%；

某龙头二，区间峰值跌幅 39%，一季报营收同比跌 41.02%，净利润同比跌 94.01%；

某龙头三，区间峰值跌幅 39.46%，一季报营收同比跌 83.71%，净利润同比跌 94.87%。

然而，之后就是一轮超预期猛烈的上涨。这个场景，就像超市里打折，被哄抢的感觉。这也是估值领域一大难点：对于一个好赛道，很多时候一旦打折售卖，会有大

批人疯抢，因而，除非重大负面事件，否则你根本等不到它低估的时候。典型的赛道，比如免税、白酒。



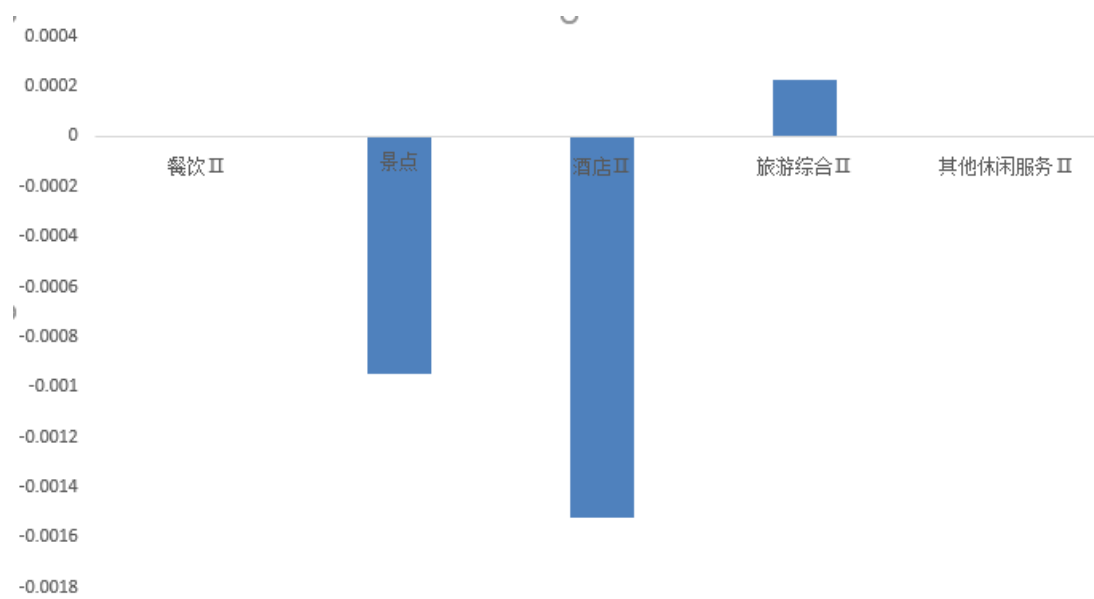
图：行业代表公司走势 来源：Wind

今天要研究的这条产业链，就是——休闲服务，眼下，我们必须研究一下，并且还有解决几个核心问题：

一是，在意外事件打击之下，这个领域供需情况到底如何？宏观层面和行业层面的影响因素有哪些？

二是，这个领域什么时候能够恢复？未来判断其行业走势，依据的指标有哪些？

在我们统计近一周（5月4日到5月8日）中，北向资金，以旅游综合净买入为主，比例变动为 0.02%，其他版块中景点和酒店，北向资金处于净流出中。



图：休闲服务子行业资金变动情况 来源：并购优塾

(壹)

休闲服务板块，按照旅游行业的流程顺序来看，大概可以梳理出三个环节，首先是以旅行社、机场为代表的客流量始发环节，接着是以休闲度假、观光旅游为主的游览环节，比如景区、主题公园等，最后是伴随消费环节，比如住宿、餐饮、购物等。



图：休闲服务产业链 来源：并购优塾

接着，来看各个环节的基本情况：

客流量板块，主要包括旅行社和交运赛道，其中旅行社代表公司有中青旅，凯撒旅游，毛利率 18%到 24%之间，净利率在 2.7%到 7.5%之间，交运赛道代表公司有上海机场、厦门空港、毛利率在 41%到 52%之间，净利率 30%到 48%之间。

游览环节，主要是景区，包括自然景区和人工景区，代表公司有黄山旅游、宋城演艺，毛利率在 53%到 66%之间，净利率在 38%到 40%之间。

伴随消费环节，主要是酒店和购物，代表公司有锦江酒店和中国国旅，其中锦江酒店的毛利率 90%，净利率 8.56%，中国国旅的毛利率为 48.57%，净利率为 11.47%。

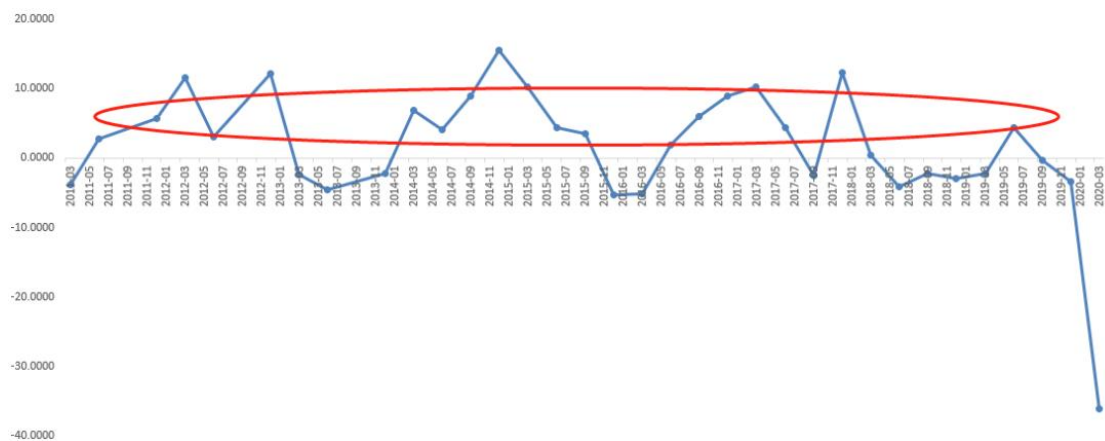
从代表公司的价值链分配情况上来看，休闲服务板块中，利润主要被游览环节的景区和交运赛道瓜分。

(贰)

休闲服务赛道，整体来看，属于可选消费品类，因此这个行业具有一定的周期性、季节性。从宏观的需求层面来看，休闲服务行业与居民的消费意愿有关，相关的指标包括人均 GDP、人均可支配收入、通胀水平。

央行自 2010 年开始，以季频开始披露城镇居民未来三个月预计增加旅游支出的情况。该数据为我们调整过的同比增速情况，其增速中枢大于 0，这说明拉长来看，我国居民对旅游的需求越来越旺盛。

近期，该数据出现大幅下降，主要是受到公共卫生事件的影响，居民对于外出旅游的意愿出现下滑。



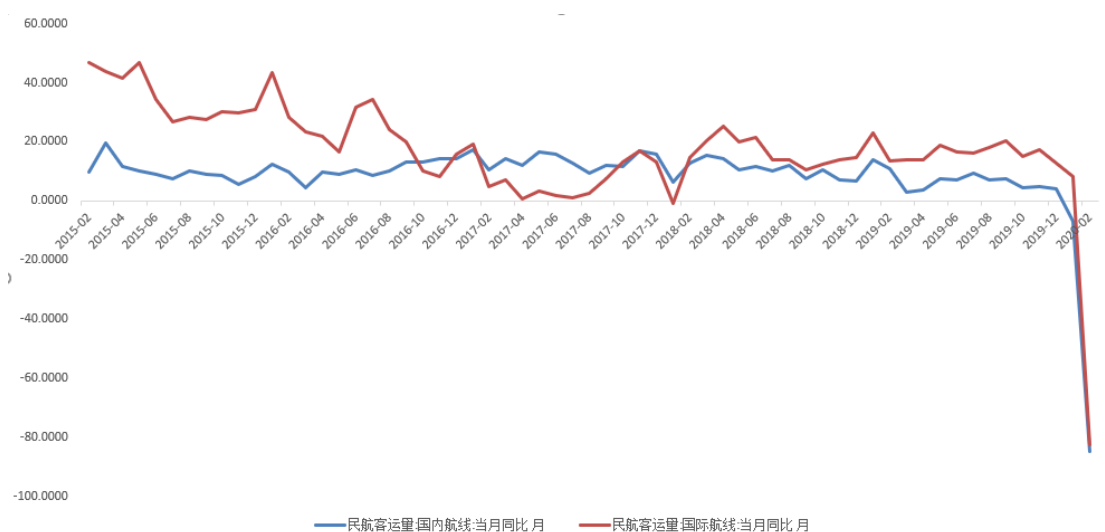
图：未来三个月预计增加旅游支出消费者占比同比增速（季频）

来源：中国人民银行、并购优塾

该指标对休闲娱乐板块具有一定的前瞻性指导，由于休闲服务板块，各子行业之间具有一定联动效应，消费者在旅游前会先经历交运环节，因此，交运往往有一定的领先，我们逐一来看。

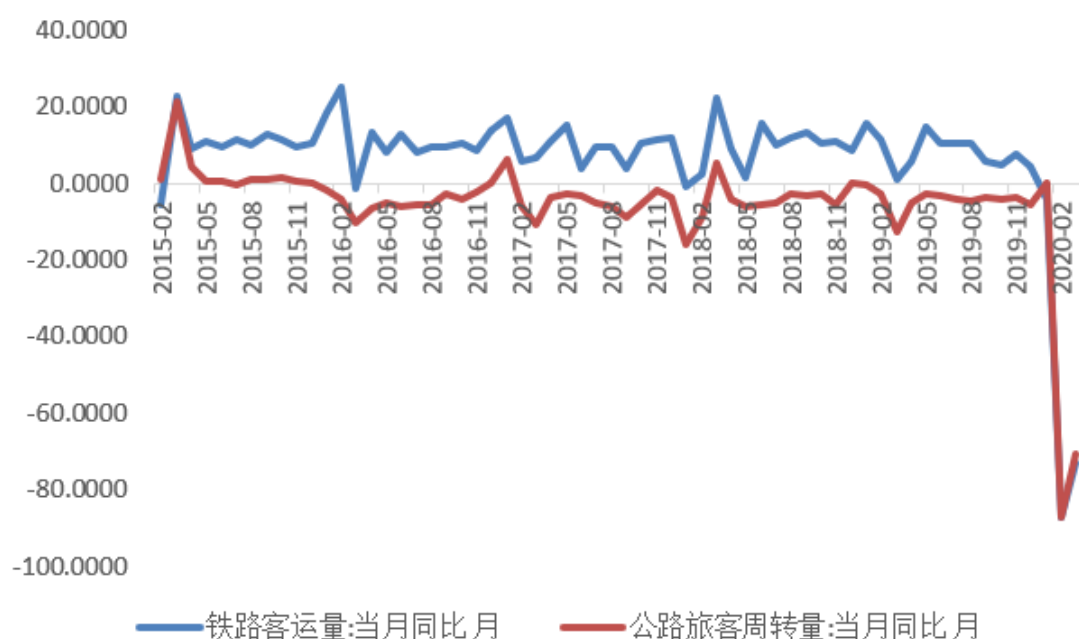
（叁）

交运板块——这个环节作为人流量的起点，按照搭乘交通工具的方式，主要分为飞机、火车和客运，因此重点关注的宏观指标是人流量情况，对应的分别是：民航客运量（国内和国际航线）、铁路客运量当月同比、公路旅客周转量当月同比。



图：民航客运量月度数据

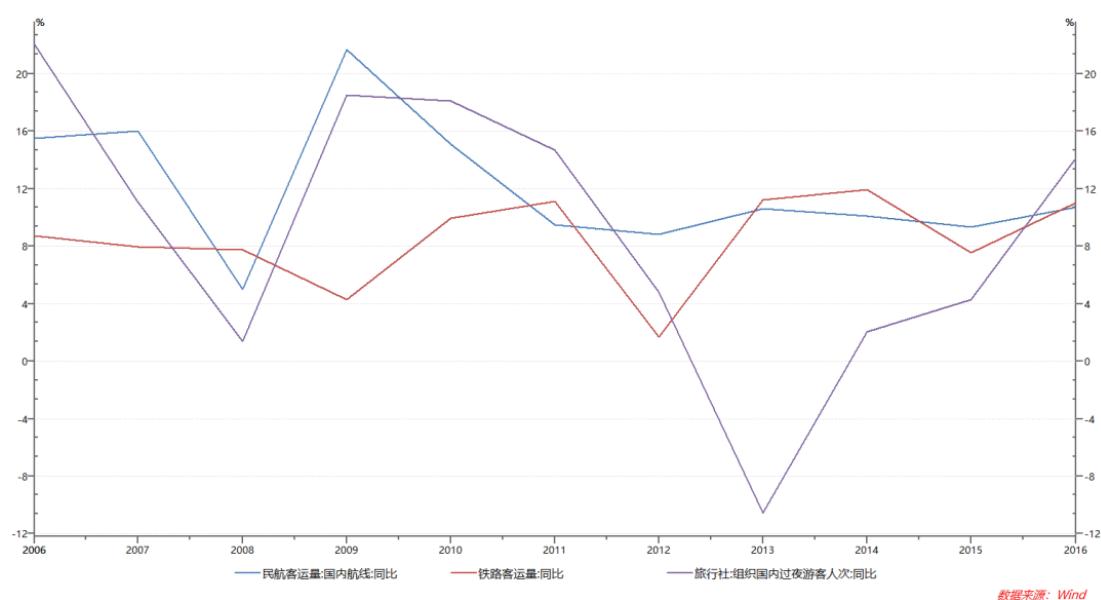
来源：中国民用航空局、并购优塾



图：铁路、公路客流量数据

来源：国际统计局、并购优塾

上述关于客流量的指标，领先意义不明显，但对下游景区板块和酒店板块有一定的交叉印证作用，属于景气度的同步指标。



图：民航、铁路客运量、旅行社国内过夜游客同比增速

来源：Wind

比较可惜的是，数据库中，旅行社国内过夜游客数据在 2016 年截至，通过历史数据可看出，民航和铁路客运量增速与游客同比增速之间呈现正相关现象。因此，月频的客运量数据可指导旅游人次情况。

而客运量作为休闲娱乐板块的初始环节，在旅游人数没有相关高频数据的情况下，我们将旅客客运量数据暂且作为景气度的参考，但需要注意的是，旅客中商务出行的占比大约为 60%，在使用该指标时也需要考虑这个因素。

(肆)

景区板块——景区主要分为自然景区和人文景区，从商业模式上来看，自然景区主要是名胜古迹、自然景观等，区域性显著且复制性弱，而人文景区，比如主题公园、演出等，不受区域性限制，存在复制可能，成长性更好。

表 3：休闲服务各子板块 2017-2018 年营业收入构成情况

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
免税（中国国旅）	20.4%	24.0%	28.9%	26.7%	18.8%	26.0%	27.7%	27.5%
演艺（宋城演艺）	22.2%	23.8%	30.5%	23.5%	22.2%	24.9%	29.9%	23.1%
景区	18.3%	24.8%	29.6%	27.3%	19.5%	25.3%	29.8%	25.4%
餐饮	20.7%	18.9%	36.1%	24.2%	21.0%	19.0%	38.0%	22.0%
酒店	21.7%	24.8%	27.3%	26.1%	22.6%	24.7%	27.3%	25.4%
出境游	18.8%	22.9%	35.6%	22.7%	21.5%	26.5%	34.4%	17.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：休闲服务子板块季度收入占比情况

来源：国信证券

休闲服务子板块中，景区类具有季节性，一季度是淡季，旺季主要是三季度。总体来看，国内自然景区的上市公司多为国企，2006 年监管层出台关于风景名胜条例的约束，门票收入不能归入上市公司资产，因此上市的景区，其收入来源主要依赖索道、环保车等。但上市公司黄山旅游、峨眉山 A 由于上市时间较早，收入中包含门票。

2018 年 6 月 29 日，监管层发布《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，其中提出：国有景区降价、各地结合实际情况制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策。

因此，需要注意的是，长期来看，未来自然景区的提价逻辑受限，因而这个赛道的增长性普遍面临问题。

表 16：2018 年发布门票降价《指导意见》后，上市公司重点景区降价情况一览

上市公司	景区	执行日期	旺季			淡季		
			降价前	降价后	降价幅度	降价前	降价后	降价幅度
中青旅	乌镇东栅	2018.9.20	120	110	-8.3%	120	110	-8.3%
	乌镇东西栅（联票）		200	190	-5.0%	200	190	-5.0%
	古北水镇门票	2018.10.30	150	140	-6.7%	150	140	-6.7%
峨眉山 A	峨眉山门票	2018.9.20	185	160	-13.5%	110	110	0.0%
黄山旅游	黄山景区大门票	2018.9.28	230	190	-17.4%	150	150	0.0%
三特索道	梵净山景区门票	2018.10.1	110	100	-9.1%	90	90	0.0%
桂林旅游	银子岩门票	2018.10.1	80	65	-18.8%	80	65	-18.8%
	漓江游船三星	2018.10.1	270	210	-22.2%	270	210	-22.2%
	漓江游船四星	2018.10.1	450	360	-20.0%	450	360	-20.0%
	象山公园门票	2018.8.2	80	55	-31.3%	80	55	-31.3%
	七星公园门票	2018.10.1	55	45	-18.2%	55	45	-18.2%
丽江旅游	玉龙山索道	2018.10.1	180	120	-33.3%	180	120	-33.3%
	云杉坪索道	2018.10.1	55	40	-27.3%	55	40	-27.3%
	牦牛坪索道	2018.10.1	60	45	-25.0%	60	45	-25.0%
张家界	环保车普通票	2018.9.22	65	59.69	-8.2%	46	30.51	-33.7%
	环保车优惠票	2018.9.22	33	29.98	-8.3%	23	15.39	-8.3%

资料来源：公司公告、政府官网等，国信证券经济研究所整理

图：2018 年各地景区降价情况

来源：国信证券

既然景区门票提价受限，且较难复制，那么，其景区未来的增长，主要看两点，一是客流量增加、二是景区二次消费。

1、提升客流量——重点关注交通改善情况。目前，黄金周期间，游客人数受到高峰接待期和限流的限制，因此人流量在黄金周期间的提升相对较弱。这样的背景下，增加周末游客及淡季游客的数量，则是推动景区客流量的关键。因此，需要景区周边交通便捷，游客达到方便，才会助力于景区未来客流的快速增长。

目前来看，客流量方面较难快速提升。

2、景区的二次消费——由于门票受限于政策制定，且门票价格处于下降通道，因此景区运营商只能通过二次消费，丰富配套设施、增加游览项目等方式，将自然景区向休闲娱乐度假模式转型。

目前，各家比较代表的操作是加入演艺服务，比如峨眉山参与打造《只有峨眉山》村落综艺节目、黄山旅游的花山迷窟项目已经启动、桂林旅游投资《漓江千古情》等。

整体来看，休闲景区类的成长属性较弱（这一条，已经排除了这个行业的很多家公司。大多数纯自然景区是没有增长逻辑的。），未来值得关注的增长核心，还是人工景区，尤其是存在二次消费逻辑的人工景区。

在这个增长逻辑之下，比较具有代表性的是某龙头，批量开发演艺服务，并且异地复制效果较好。目前旗下有 15 个旅游景区项目，已开业的有 8 家，待开业的有 7 家。根据其新项目落地的时间，可以提前预判业绩释放拐点。

分类	项目名称	开业时间	说明
自主投资项目	杭州宋城千古情	1997 年	杭州本部，多年来一直是公司业绩核心，现有 2 家剧院开业，预计 19 年新开 1 家大剧院和 2 家 500 人座位以上的剧院。
	三亚千古情	2013 年 10 月	项目占地面积 80 亩，建设了千古情景区、冰雪世界、热带动物园、浪浪浪水公园等主题公园，目前二号剧院已经达到了可使用状态。
	丽江千古情	2014 年 3 月	距丽江古城 6 公里，以大型歌舞《丽江千古情》为核心内容，目前二号剧院已经达到了可使用状态。
	九寨千古情	2014 年 5 月	出资 8700 万元以股权受让及现金增资的方式收购项目。2017 年 10 月推出“千古情一日游”套餐，并对门票价格进行提升。2017 年 8 月因地震关闭，近两年一直处于关闭状态，预计 2020 年有望恢复。
	桂林漓江千古情	2018 年 7 月	与桂林旅游合资成立子公司桂林漓江千古情有限公司实现对项目的管理，预留了 3 个剧院的位置。
	张家界千古情	2019 年 6 月	总投资约 6 亿人民币。主要建设内容包括剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施 2017 年 12 月取得项目用地，以及开工前的准备工作。
	西安中华千古情	预计 2020Q2	西安浐灞生态区世博园，当地世园集团负责约 10 亿元的场地和剧院建设，后续再以每年 300 万元租赁费用转租给宋城。该模式下，宋城景区承担约 2-3 亿元的设备等投资，并持股 80%。
	上海世博大舞台项目	预计 2020 年 6 月	与上海世博东迪文化发展有限公司共同出资设立上海宋城世博演艺发展有限公司，进而对项目进行管理，计划建设 4 个剧院，采取 4 种表现形式，对于城市演艺外推具有极强的借鉴意义。
	佛山千古情	预计 2021 年	在佛山西樵镇听音湖片区引入旅游演艺项目，以演艺剧场+主题景区为项目的主要内容，其中剧场座位数不少于 2500 个。
	西塘·中国演艺小镇	预计 2021 年	项目总占地面积约 350 亩，首期投资规模预计 10 亿元。演艺谷预计包括 4-5 台剧院，除千古情之外还包括部分针对年轻人的演艺秀场，形式可以更加灵活多变。该项目已于 2018 年 12 月 30 日正式动工。
轻资产，设计创作编排等每个项目收入 2.6-2.7 亿+后续门票收入 20%分成	珠海·宋城演艺谷项目	预计 2021 年	项目选址于珠海市斗门镇，拟投资 30 亿元，总占地约 1500 亩，将规划建设一个世界级文化演艺项目，包括数十个剧院集群、国际演艺界等十大板块的内容。
	澳洲黄金海岸项目	预计 2021 年中下旬	澳大利亚传奇王国，位于澳大利亚昆士兰州的黄金海岸城市，目前正在持续推进规划审批等前期工作。
	长沙·宁乡炭河里文化主题公园	2017 年 7 月	公司管理输出的轻资产模式首个项目。截止 2017 年底，《炭河千古情》演出场次近 500 场，游客量超 200 万人次。2017 年 10 月 7 日《炭河千古情》连演七场，接待量达 5.6 万人次，创下湖南省旅游演出场次、观众数量两项新纪录。
	江西宜春明月千古情景区	2018 年 12 月	位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区内，距离宜春市区 15 公里，总投资 10 亿元。
	郑州·黄帝千古情景区	预计 2020 年上半年	新郑黄帝千古行，投资 5 亿元，占地约 200 亩。标志着宋城演艺异地复制、轻资产输出等各种模式的全面成熟。

图：宋城演艺旗下项目情况

来源：国信证券

（伍）

在这条产业链的末端，还有伴随消费板块——包括餐饮、酒店和购物，本次我们重点来看购物环节，代表板块就是免税。

免税行业，主要包括免税购物（Duty Free）和退税购物（Tax Free）两种形式。其中，免税购物免去的是商品进口环节中的关税、消费税和增值税等，主要商品有化妆品、香水、箱包、首饰、烟酒等。

退税购物是指买完商品后再办理增值税、消费税退税手续，一般来说，退税对于税费的减免程度小于之间免税购物、且退税流程较为复杂。

免税由于免除进口环节的关税、消费税和增值税，免税商品的价格较为便宜，其中，护肤品、香水、彩妆、烟酒的免税价格必去国内市场基本都低 20%-30%以上，部分商品甚至便宜 40%到 50%，价格优势显著。

从供给端来看，免税行业的供应商，主要是高端奢侈品的品牌商，比如香化类的供应商有全球三大化妆品集团**雅诗兰黛**、**欧莱雅**等，烟酒类供应商主要是茅台、五粮液、中华烟草等，精品类产品供应商主要包括 LV、法国巴黎春天、Richemont、Swatch 等国际一线品牌。

从需求端来看，随着人均可支配收入绝对值和增速，我国近年来处于较高水平。并且，这次卫生事件，提供了长周期增长前景大趋势之下，短期回调的较好机会。

根据贝恩公司发布的《2019 年全球奢侈品行业研究报告》显示，2019 年全球奢侈品市场保持 4%温和增长，而增长的动力主要来自于亚洲地区，特别是中国消费者。2019 年中国内地奢侈品市场增速为 26%，达到 300 亿欧元，且从全球视角来看，中国籍消费者对全球奢侈品市场的增长贡献率为 90%。（此次数据来自中国国旅 2019 年年报）。

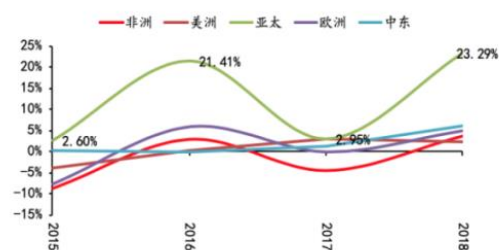
根据 Generation Research 披露，亚洲免税消费额占世界总额 **49.18%**，2018 年亚洲免税销售额增速为 23.29%，远高于欧洲（2.95%）。

图表6： 亚洲免税销售额显著领先其他地区



资料来源：Generation Research, 方正证券研究所

图表7： 亚洲免税销售额增速最快



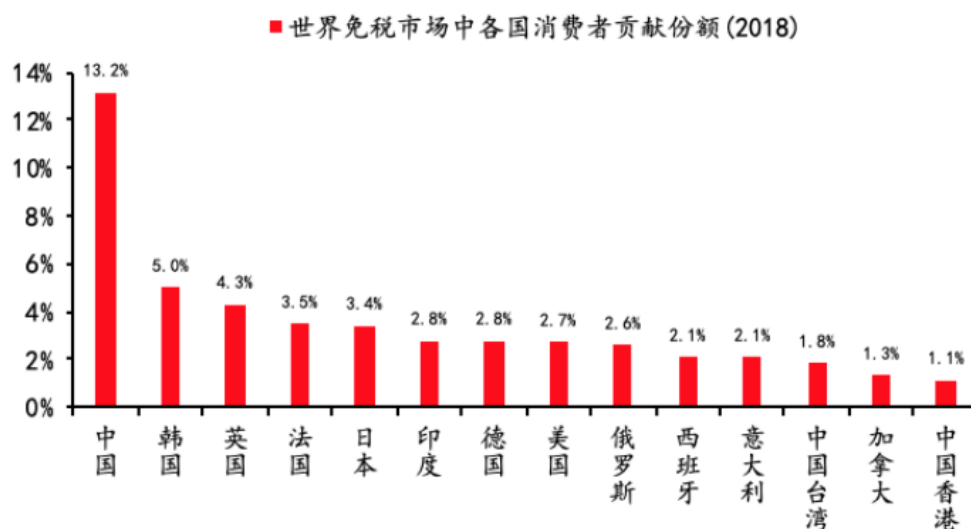
资料来源：Generation Research, 方正证券研究所

图：全球免税市场

来源：Generation、方正证券

从全球格局来看，免税市场体量和增速的中心都在亚洲地区，回到亚洲市场来看，中国游客又是免税市场的主力。根据 Swiss Research 统计，2018 年中国消费者在世界免税市场的贡献份额为 13.2%，位列龙头，第二是的韩国消费者，贡献 5.0%，而中国消费者的贡献率是第二名韩国的 2.64 倍。

图表11： 中国消费者是世界免税消费的绝对主力



资料来源：Swiss Research, 方正证券研究所

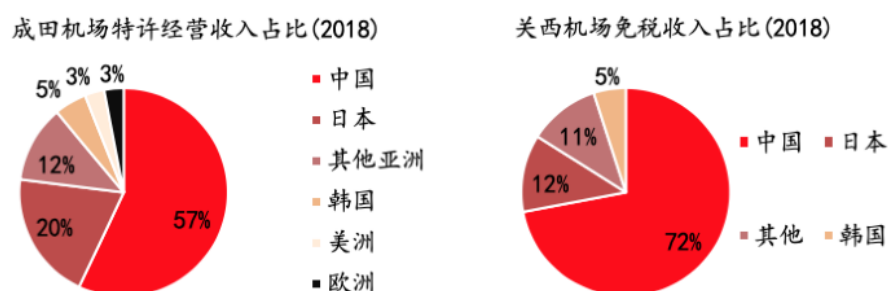
图：各国消费者对免税市场的贡献情况

来源：Swiss Research、方正证券

但是，需要注意的是，虽然中国消费者在免税市场的贡献极大，但消费场景却被韩国和日本两地的免税市场瓜分。

比如，中国消费者为日本成天机场贡献 57% 的免税市场份额，为关西机场贡献 72%。此外，韩国免税市场中，中国旅客消费占比为 70%。综上所述，韩日两国的免税市场，中国消费者贡献率都达到 70% 以上。

图表12： 日本两大机场，中国占比均排名第一



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图：日本机场免税各国消费者贡献情况

来源：方正证券

因此，眼下免税行业的核心问题就是：在卫生事件冲击之下，海外消费，有没有可能回流？只要有回流的趋势，那么，从短期来看，免税行业在量方面，就存在超预期的可能。

（陆）

我们重点来看韩国的免税市场，根据 Moodie Davitt Report 披露，2019 年 12 月韩国免税市场收入增速为 28.2%，其中外国旅客销售额增速为 36.5%，本地韩国人

免税销售额增速为-5%，从销售额占比来看，外国旅客销售占比高于 80%，且近年来该比例持续上升。

韩国免税市场中，外国旅客中以中国籍游客为主。2018 年 1 月，中国旅客免税收入贡献从 70%增长到 2019 年一季度的 74%。

Korea duty free sales breakdown by Chinese nationals and reseller types

(\$ mn, % YoY)	Jan-2018	Feb-2018	Mar-2018	1Q18	Jan-2019	Feb-2019	Mar-2019	1Q19
Chinese	970	820	1,115	2,905	1,111	1,150	1,451	3,713
% of total	70%	69%	71%	70%	73%	74%	76%	74%
YoY % growth					15%	40%	30%	28%
Resellers	582	492	669	1,743	689	748	958	2,394
YoY % growth					18%	52%	43%	37%
Travel guides	116	98	134	349	172	187	239	599
Individual daigou	233	197	268	697	103	112	144	359
Corporate daigou	244	207	281	732	413	449	575	1,437

Source: ©Moodie Davitt Research

Note: The data above is based on estimates calculated following interviews with market participants

图：韩国免税市场参与者情况

来源：Moodie Davitt Report

而在中国游客中，大致可分为三类，分别是旅行社代购（占比 25%）、个人代购（14.99%）、企业代购（占比 60.01%）。注意，2019 一季度，旅行社代购增速为 71.63%，个人代购增速为-48.50%，企业代购增速为 96.31%。

注意，在韩国的免税市场上，如今贡献较高的已经是**企业代购**，这样的结构背后，藏着一些值得关注的重要问题。

企业代购与个人、旅行社代购存在差异，有两个重点，一个是海关监管，当前对个人代购的监管逐渐趋严。另一个是退税比例，个人代购中消费税退税比例 12%-13%，而代购公司以商业形式进行退税，退税比例为 20%左右。

企业代购能够以“量”取胜，在免税零售商和品牌商面前，获得较高的话语权和折扣。

	1 st generation	2 nd generation	3 rd generation
Price gap between China and Korea	20~30%	40~50% (higher discounts and focus on luxury products begins)	50~80% (more rebates and commissions offered to corporate daigou who buy in volume)
Channel used to make purchase in Korea	Duty free, specialty stores, online	Duty free and through brands	Duty free and through brands
Logistics method	Hand carry, parcel	Hand carry, parcel, tax free bonded warehouse, parcel and carried in from Hong Kong	
Profits gained	Price arbitrage + Cash point + Credit card point + Special discount + Consumption tax rebate + Parcel tax and customs tax rebate +	Price arbitrage ++ Rebate + Consumption tax rebate + Parcel tax and customs tax rebate +	Price arbitrage +++ Rebate ++

Source: KOTRA, Moodie Davitt Research

图：韩国免税参与者变化路径

来源：Moodie Davitt Report

具体来看，个人和旅行社代购，享受 50% 以内的价差和税收优惠，但被海关追查补税的风险较高。2019 年 1 月 1 日，我国颁布《电子商务法》，其中提到个人代购、微商等相关经营者需要依法办理工商登记取得相关行政许可，依法纳税。官媒对这个条款的解读是“不管什么代购，都需要采购国和中国双方的营业执照”。

所以，《电子商务法》的推出，促使以个人为主的代购，向企业为主的方式转型。这种变化带来的直接结果就是——海外个人代购逐步出清，正式进化成为经销商体系。

经销商的存在，赚取的就是“价差”，曾经的价差主要来源于税率优惠，但随着海关监管的严查，现在的价差来自于经销商和品牌商、国外免税店之间的价格协议。

梳理到这里，总结一下：随着海关监管的趋严，散客的免税消费回流，已经是确定性的趋势，当前剩余的海外免税消费主力，已经逐步转移至海淘代购公司，免税消费回流是已经在进行中。

所以，从这个角度来讲，国旅的免税业务乍一看受全球卫生事件冲击很大，但其实冲击并没有那么严重。

解决完免税消费海外回流的问题后，我们继续思考这个领域的政策变化。

(柒)

免税这门生意，本质上是监管层让渡一部分税收利益，让居民享受较为实惠的价格，实现居民境外消费的回流。这是一个涉及财政、商务、海关、税务、文旅多个监管部门的生意，因而行业政策制定层面，也和普通行业不同，要兼顾以上各个方面。

国内，对于免税政策持续放开，主要体现在额度的提升和渠道拓展两方面。免税政策这边，我们认为，当前的力度非常大。

离岛免税——核心在于：降门槛，提额度，增加 SKU。

自 2011 年开始，政策的放宽主要体现在购买人群（从年满 18 岁降为 16 周岁，从乘坐飞机游客扩宽为铁路、乘轮船游客）、免税商品 SKU（同品类更新分同时叠加品类拓宽）、购买渠道（线下拓展到线上，且无限次在 180 天内享受 3 万元的免税购买额度）。

机场免税——新增口岸。

机场免税政策上，免税额度上历史上并无大的变动，但是在 2016 年 2 月，新增口岸进境免税。在监管层关于印发《口岸进境免税店管理暂行办法》的通知中，提到“同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸，深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口口岸，黑河口岸等水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店。”

发布时间	政策适用对象	免税商品及数量限制	免税购物离岛次数	免税购物金额
2011. 3. 16	年满 18 周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民	首饰、工艺品、手表、香水、化妆品、笔、眼镜（含太阳镜）、丝巾、领带、毛织品、棉织品、服装服饰、鞋帽等	非岛内居民旅客每人每年最多2次，岛内居民旅客每人每年最多1次	每人每次 5000 元，旅客在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 5000 元以上的商品
2012. 10. 22	将政策适用对象的年龄条件调整为年满 16 周岁	增加美容及保健器、餐具及厨房用品、玩具		每人每次 8000 元，旅客在以“商品零售价格－剩余免税限额”计价缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 8000 元以上的商品。
2015. 2. 16		将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 种消费品纳入范围。		
2016. 1. 18			对非岛内居民旅客取消购物次数限制	取消购物次数限制非岛内居民每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元人民币，岛内不变
2017. 1. 10	将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策			
2018. 11. 27		增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持），每人每次限购 2 件	对岛内居民旅客取消购物次数限制	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 30000 元
2018. 12. 26	将乘轮船离岛旅客纳入离岛旅客免税购物政策			
2020年4月29日			即允许来海南的内地游客在回家后180天内将他们剩余的免税额度（年度总额度30,000元人民币（4,240美元）用于在线购物，享受送货到家的服务	

图：离岛免税店政策进展

来源：并购优塾

目前，不论口岸还是提额，政策均给予了较大的支持，那么，未来，还有没有可能继续升级？如果继续放开，可能会在哪些地方？

要弄明白未来的方向，我们需要重点来复盘**韩国免税政策**的变动。为了吸引免税消费回流，韩国政府主要做了两件事，一是增加免税渠道和数量，二是调高免税额度。

免税渠道方面——1967 年开设首家机场免税店，1979 年开设首家市内免税店，2002 开设离岛免税店。

目前，韩国拥有 30 多家机场免税店、22 家市内免税店和 4 家离岛免税店。

额度方面——韩国离境免税额度从 1995 年的 2000 美元提升至 2019 年的 5000 美元（2000 年新增线上购物渠道），入境免税额度从 2014 年的 400 美元提升至 2019 年 600 美元。2002 年新增离岛免税额度每次 400 美元（全年限 6 次），2015 年将单次离岛免税购买额度提升至 600 美元（全年限购次数保持不变）。

表 10：韩国持续提升国人免税购买额度

	1995	2002	2006	2014	2015	2019
离境免税额度（美元）	2000	2000	3000	3000	3000	5000
入境免税额度（美元）	400	400	400	600	600	600
离岛免税额度（美元）		每人每年限购 6 次，每次不超过 400 美元			每人每年限购 6 次，每次不超过 600 美元	

资料来源：韩国免税业协会，西部证券研发中心

图：韩国免税额度变动

来源：西部证券

目前来看，我国的政策与韩国历史上是趋同的，并且，从额度来看，我国其实已经比韩国放开的更高。接下来，我们以一个中国游客分别在韩国和国内免税店消费为例，看两个地区购买商品的额度上限分别为多少。

韩国——机场采购免税商品，限额为 5000 美元/年，市内离岛采购免税商品，单次额度为 3600 美元/年。

中国——机场采购免税商品，限额为 2286 美元/年，市内离岛采购免税商品，4286 美元/年。

对比来看，单次购买额度上，我国离岛免税店已经存在了显著优势（注意：从个人代购的视角来看，去三亚已经明显比去韩国划算了）。

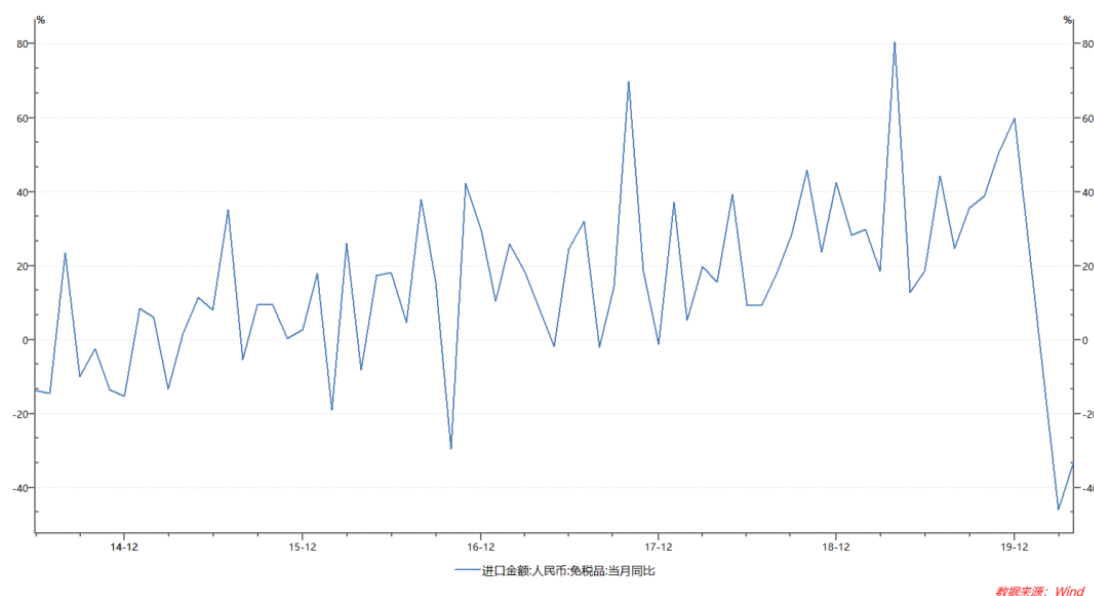
因此，展望未来，免税额度上，离岛免税额大概率不会再提升，而口岸数量、以及机场免税额度提升的概率更大一些。目前，据不完全统计，我国拥有 4 个离岛免税店，5 个市内免税店，17 个机场免税店。

整体的增长逻辑明确后，我们来看如何做同步的跟踪确认。

（捌）

目前，国内免税板块的上市公司为中国国旅，2019 年数据显示其市占率 80%以上。国内免税业务的参与者共有四家家，分别是中免（中国国旅）、海免、深免、珠免。刚刚过去的 2020 年 5 月 7 日，中国国旅发布公告称将其子公司海免纳入合并报表范围内，届时中国国旅会在 80%的市占率上，进一步提高，根据申万宏源研究所预测，合并后国旅在国内免税市场的市占率接近 90%。

由于市占率超高，因此，我们可以通过观察海关的免税总量数据，来看其景气度情况。由于商家销售需要提前备货，因此海关署放行的免税商品额，有一定的领先，其存在一些季节性波动，但整体中枢向上，目前，4 月的数据显示仍在底部，但降幅有所收窄。

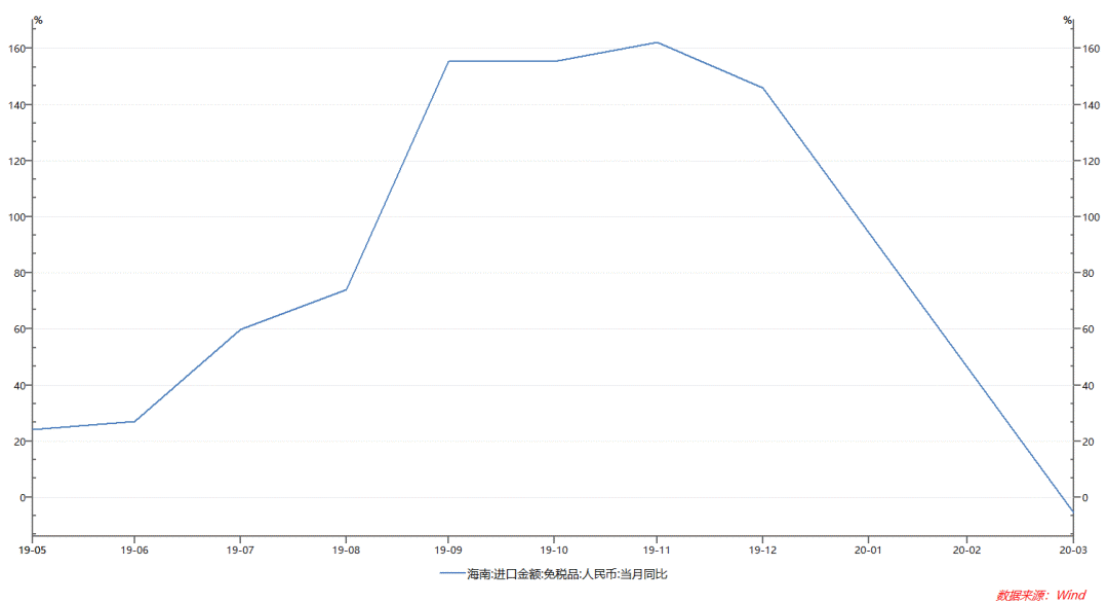


图：进口金额免税商品当月同比

来源：海关总署

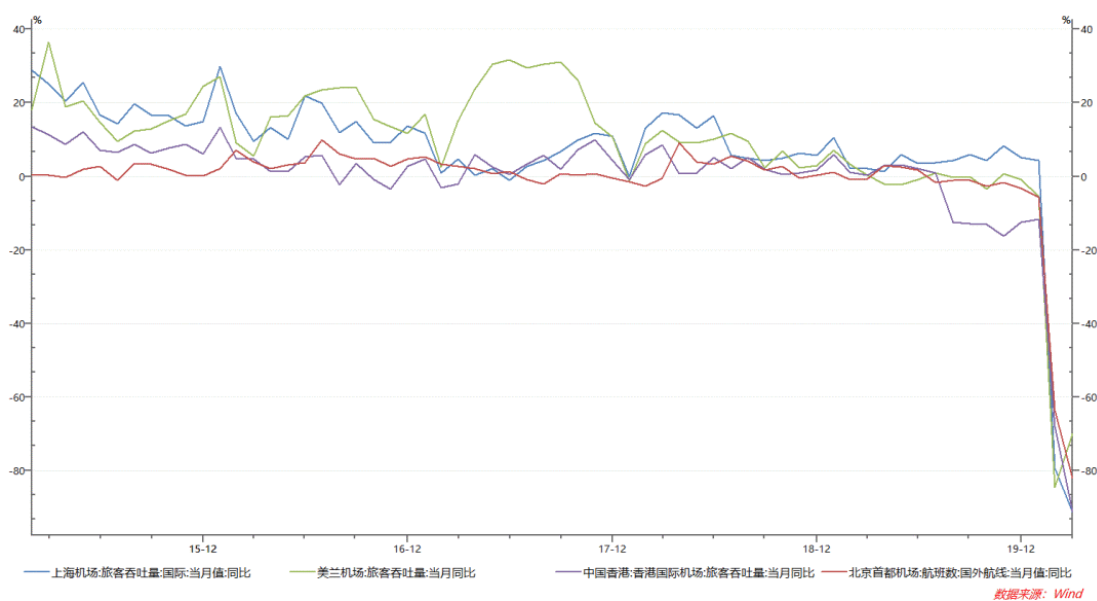
总量情况了解后，可以再关注一下内部结构情况。

海南离岛免税方面，需要重点关注海南省统计局发布的月频数据：海南进口金额中免税商品当月值。而机场免税方面，则要重点关注另一个月频数据：国内几大航空公司国际航线旅客吞吐量情况。需要说明的是，离岛方面数据披露较为滞后，当前仍只有 3 月的数据，因此只能做滞后的确认。



图：海南进口金额中免税商品额度（月频）

来源：海南省统计局



图：国旅机场渠道中，主要机场国际旅客吞吐量情况（月频）

来源：上市公司公告

考虑到机场方面未见有回升的可能性，因此，目前改善主要发生在离岛层面，因此，我们重点关注一下近期离岛免税的应对策略。

(玖)

2020 年公共卫生事件发生后，国际航线并未放松，国际及地区之间的客流量短期还未出现恢复迹象，因此国旅的机场渠道收入受影响较为显著。为了应对卫生事件对其冲击，海南离岛免税店促销力度加大。

2 月 17 日起，雅诗兰黛集团联合三亚和海口免税店，在官网上推广旗下产品任意三件六折优惠活动。此外，三亚免税店推出 2 月 5 日至 29 日，部分精品低至 5 折，部分护肤品 5 件 8 折等优惠活动。

此外，海南省在 4 月 29 日发布重磅新闻：为充分促进离岛免税业务的发展，中免集团获得了海南政府和中央政府的支持，推出了一项新的购物政策，即允许来海南的内地游客在回家后 180 天内将他们剩余的免税额度（年度总额度 30,000 元人民币（4,240 美元）用于在线购物，享受送货到家的服务。

鉴于目前离岛免税的平均交易额约为 5,000 元人民币（705 美元），因此释放这部分消费预算潜力巨大。新政之下，只要是来过海南的游客，就有资格通过在线购物的方式，享受免税商品直邮到家，消费额度为 3 万元人民币。注意这个数据：2020 年五一期间，海南离岛免税店总人数超 7 万人次，同比下降 34.20%，然而，销售额为 3 亿元，同比增长超 91.16%。

根据国泰君安证券披露，若按照小长假日均数据来看，免税店日均购物人数超过 1.4 万人次，同比下降 47.36%，但日均销售额近 6000 万，同比上升 52.92%，这表明，有一部分销售确实通过线上进行。

根据上述数据推出，虽然量方面在下降，但平均客单价有了非常大的提升，2019 年五一期间，离岛免税店人均消费为 1475.28 元，而 2020 年人均消费为 4285.71 元，同比增长 190.50%。

所以，从客单价的情况来看，离岛免税通过以价换量的形式，对冲了一部分卫生事件带来的损失，呈现了盈利韧性，从五一的情况来看，恢复较为乐观。而这，也就是对免税行业不应该过分悲观的核心原因。这个领域的短期调整，恰恰是对行业做更长期布局的时点。

(拾)

分析完五一的情况后，我们来看一下未来，行业内可能发生的一些事件。

免税牌照开放。 目前国旅的市占率仅为 90%，已达到非常高的水平。但即便后续若牌照放开，我们认为也较难大幅削减国旅的市占率。原因有三： 1）机场渠

道，重在客流量，目前国旅在国内国际航班密集的机场均有布局机场免税，具有先发优势。

2) 高扣点率，国旅给机场方面的扣点率极高，导致免税这门生意，在机场渠道的利润率其实很薄，赚钱的核心还是离岛免税。

其他免税店如果要和国旅竞争，那么，其实他们也很难盈利。比如，上海虹桥机场综合扣点率 42.5%，上海浦东机场综合扣点率 42.5%，首都机场扣点率 47.5%，而放眼海外，其实比较代表的泰国机场的扣点率仅为 24%。

表 13：上海、北京机场免税保底租金及销售额情况

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
预计保底租金(亿元)	35.25	41.58	45.59	62.88	68.59	74.64	81.48	410
综合保底提成率	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%
预计年保底销售额(亿元)	82.94	97.84	107.27	147.95	161.39	175.62	191.72	965

首年(2018年)T2 保底租金为 8.3 亿元，提成率为 47.5%；T3 首年保底租金为 22 亿元，提成率为 43.5%，由此推算出 2018 年 T2、T3 保底销售额分别为 17.5 亿元和 50.6 亿元

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图：上海、北京机场扣点率情况 来源：西部证券

泰国机场集团	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
特许经营收入	468.47	541.71	692.01	783.68	1,066.45	1,167.57	2,198.89	2,890.84	2,816.71	3,479.82	4,001.08
免税占比	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
免税收入	398.20	460.46	588.21	666.13	906.48	992.44	1,869.06	2,457.21	2,394.20	2,957.85	3,400.92
扣点率	0.15	0.15	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20	0.21	0.22	0.23	0.24
免税销售额	2,654.65	3,069.71	3,676.29	3,918.40	5,036.02	5,223.35	9,345.28	11,701.02	10,882.75	12,860.20	14,170.51
国际旅客吞吐量	32.83	36.69	41.61	44.32	54.26	51.20	61.34	68.07	72.54	80.49	84.05
人均免税销售额	80.87	83.67	88.36	88.42	92.80	102.03	152.36	171.91	150.02	159.78	168.60
YOY		3.46%	5.61%	0.06%	4.96%	9.94%	49.33%	12.83%			
泰国入境中国旅客	0.78	1.12	1.72	2.79	4.64	4.64	7.94	8.76	-	-	-
YOY		43.87%	53.38%	61.91%	66.40%	-0.02%	71.19%	10.34%			

单位：旅客吞吐量(百万人次)，泰国入境旅客(人)，收入&销售额(百万元)

图：泰国机场扣点率 来源：方正证券

3) SKU 品类：根据 INSTAREM 统计，消费者在选购免税商品时，主导消费的三个因素分别为折扣、品牌、产品新颖度。而这些对于免税店运营商来说，就是对上游供应商的话语权。依照国旅现在接近 90%的市占率，话语权上一定会强于新进入免税行业的运营商，能够以较低的价格大量采购应季新品。

免税这个赛道，真正的竞争对手并不在国内，其实仍然是海外的免税店，比如日韩、东南亚等地。首先，免税店采购的商品中，46%为化妆品、护肤品，而这些日化品的品牌商，多为日本和韩国的企业。因此，本土的免税店运营商在品牌采购上，更有地域优势。

(拾壹)

以上逻辑梳理完毕后，我们来看这张产业链图谱：

		总市值 [交易日期] 收盘日 [单位]元↓	总资产报酬率ROIC [报告期] 2018年报 [单位]%	投入资本回报率ROIC(TTN) [报告期] 最新一期 [单位]%	投入资本回报率ROIC [报告期] 2018年报 [单位]%	净资产收益率(TTTO) [报告期] 最新一期 [单位]%	营业收入(同比增长率) [报告期] 最新一期 [单位]%	一致预测营业收入(同比增长率) [交易日期] 最新收盘日 [单位]%	一致预测净利润(同比增长率) [交易日期] 最新收盘日 [单位]%	营业总收入(同比增长率) [交易日期] 最新收盘日 [单位]%	市盈率PE(TTM) [交易日期] 最新收盘日 [单位]	市净率P/B(TTM) [交易日期] 最新收盘日 [单位]	市现率PCR(经营现金流/市值) [交易日期] 最新收盘日 [单位]	大中华集团净利润(同比增长率) [交易日期] 最新收盘日 [单位]	销售毛利率 [报告期] 最新一期 [单位]%	销售净利率 [报告期] 最新一期 [单位]%	总资产报酬率(TTN) [报告期] 最新一期 [单位]%	评级机构 最新一期 [单位]%
上海 (文通及旅行社)	京沪高铁	3122	8.45	5.15	5.94	5.40	-35.68	10.33	4.01	14.73	31.57	20.38			20.76	2.20	4.56	5
	上海机场	13222	19.26	18.86	15.95	11.59	-41.03	9.81	7.02	14.73	35.54	35.62		0.87	6.99	13.64	28	
	白云机场	299	6.82	4.72	6.61	4.31	-33.55	7.38	19.41	10.90	40.56	8.91		4.35	-4.85	4.39	19	
	携程网	105	6.60	3.30	5.06	2.51	-37.29	7.63	2.38	6.74	14.68			-20.22	-21.17	2.64	12	
	中青旅	149	3.95	0.99	4.65	0.78	15.18			54.28	64.64	14.28		79.33	3.82	5.20	16	
	中国国旅	73	9.72	7.26	7.00	4.79	-52.76	1.93	5.62	5.19	22.77	8.52		11.67	-24.28	5.73	19	
	凯撒旅游	69	7.03	3.72	5.35	1.34	-41.65	16.69	49.30	18.61	220.30	-10.84		79.33	16.09	-8.93	3.33	7
	众信旅游	45	3.10	1.76	0.67	-1.12	-53.52	2.80	50.14	13.66	-176.70	8.37		28.83	9.60	-2.83	1.39	6
	锦江酒店	235	4.86	5.94	3.43	7.26	-34.45	3.57	10.14	38.98	27.14	21.26			34.88	7.08	4.53	24
	首旅酒店	155	8.63	3.96	7.28	3.38	-58.96	0.64	5.25	88.72	54.27	13.28	0.00	-45.08	-68.24	3.62	23	
中海 (景区、酒店)	华住	95	7.44	5.47	5.22	23.97	11.42		20.34	37.44	20.11			35.87	15.71	5.13	12	
	华天酒店	34	-5.48	2.60	-7.84	-0.38	-71.29		-7.10	-368.94	10.81	49.74	11.98	-204.46	2.61			
	大城海悦	447	15.79	13.28	16.07	10.61	-84.14	13.29	9.89	24.54	43.83	53.64	15.88	75.51	35.30	11.14	28	
	大连圣亚	55	6.90	3.48	7.33	4.99	-76.25		5.03	207.35	71.41	105.09	-123.96	-245.94	2.87			
	黄山旅游	54	17.20	10.44	14.16	5.57	-73.45	2.68	4.98	0.22	25.05	17.01		-42.91	-117.16	8.20	12	
	云南旅游	47	18.53	3.87	17.43	3.87	-51.81	14.01	85.25	17.28	52.91	-11.74		14.71	-19.42	3.32	1	
	丽江股份	31	9.23	12.76	7.90	5.79	-68.78	2.41	2.07	-3.80	21.31	12.06	0.00	6.55	-59.64	7.42	2	
	峨眉山A	31	9.28	8.12	8.40	4.55	-73.03	2.24	4.11	1.41	27.94	13.72		-72.24	-143.07	5.28	9	
	太仆寺	27	14.72	15.91	11.13	8.70	-75.86	7.43	7.83	6.38	33.12	15.61	47.39	-51.40	-141.51	9.55	7	
	海康威视	1799	29.25	18.95	31.41	22.07	56.50		43.32	68.74	35.19			8.82	16.90	19		
伴随消费 (餐饮、购物)	九毛九	164	15.28	21.87	39.76	123.54	41.97		89.24	25.41								12
	金枫酒	28	5.89	-2.64	4.55	-3.86	-55.58	-1.59	22.53	-0.29	-51.72	84.20		-19.08	-54.09	-2.20	1	
	中国国旅	1736	23.36	12.78	39.76	11.30	-44.20	-1.91	11.33	70.13	78.78	-118.27		41.68	-34.94	10.80	9	

图：休闲服务产业链图谱 来源：并购优塾

从图谱来看，这条产业链的核心赛道集中在中游和下游伴随消费。其中，中游的景区板块也值得深挖。

总结一下:

一，旅游消费的增长趋势长期向上，正在从可选消费逐步过渡到必选消费。

二，休闲服务行业中，餐饮服务没有明显的景气度周期，由于其消费属性属于即时消费，不需要提前规划，因此，餐饮行业的景气度主要看外出进食的便捷性和性价比，因此，复苏的速度可能较快，但“报复性消费”可能性不高。

三、景区板块，主要分为自然景区和人文景区，自然景区有天然历史风景优势，但是单点复制能力较弱，增长主要在于客流量增长，淡季周边游人数增长以及景区内二次消费场景的增加。而像宋城这样的人文景区，可复制性较高，则未来的增长主要在于扩张速度以及单点盈利能力和运营效率。

四，购物这个层面，代表的主要是免税购物，增长比较确定，短期的增长主要来自于离岛免税额度的增加以及线上购物限制的拓宽，中长期增长在于日韩中国旅游消费回流情况。

(拾贰)

接下来，我们来看休闲服务行业各板块的回报情况：

	2019年	净资产收益率	总资产报酬率ROA	投入资本回报率ROIC	ROIC（剔除现金）
交运	上海机场	16.70	19.58	16.70	30.80%
	白云机场	6.27	5.33	5.94	8.85%
旅行社	中青旅	8.94	8.75	5.92	14.62%
	携程网	7.37	5.40	4.67	7.80%
景区	宋城演艺	14.82	14.91	14.82	20.81%
	天目湖	14.31	16.39	12.97	27.89%
	峨眉山A	9.24	9.40	8.54	17.82%
	黄山旅游	8.06	10.57	8.05	19.95%
	云南旅游	4.41	3.93	3.03	8.39%
餐饮	九毛九	101.37	22.94	55.36	143.93%
	海底捞	24.36	21.40	23.61	40.47%
购物	中国国旅	25.63	24.94	25.27	82.34%
酒店	首旅酒店	10.34	8.28	7.59	14.09%

图：产业链回报情况 来源：并购优塾

整体来看，休闲板块中餐饮、购物的回报率较高，主要源于其属于轻资产运营。交运板块整体回报率处于中位，但龙头公司上海机场具备地理优势，定价权高，使得其可以获得高毛利率，因而享受高回报率。

对于机场来说，虽然短期会受到较大冲击，但恢复只是时间问题。这个领域有较为的逆向思考机会。

景区板块中，自然景点的公司回报率低于人造景区的回报率。主要在于自然景点普遍定价受限，定价权不高，景区价格收到限价影响，无法获得高毛利。而以宋城为代表的民营景区，而拥有市场定价权，可获得较高的毛利率。

	2019年	营业总收入	净利润	经营活动产生的现金流	销售毛利率	销售净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	所得税率
交运	上海机场	109.45	52.61	48.85	51.16	48.11	0.00	2.42	0.00	25.00
	白云机场	78.70	10.57	30.13	22.50	13.71	0.16	5.98	0.77	
旅行社	中青旅	140.54	9.10	5.96	23.56	6.52	10.99	5.32	0.89	25.00
	携程网	356.66	69.98	73.33	79.33	19.62	26.06	9.22	4.70	
景区	宋城演艺	26.12	13.65	15.71	70.99	52.99	5.65	7.31	0.00	
	天目湖	9.08	1.42	2.25	54.76	28.60	13.63	14.98	0.99	
	峨眉山A	11.08	2.26	3.98	42.85	20.61	3.12	13.79	1.01	
	黄山旅游	16.07	3.64	4.26	55.24	23.01	6.63	19.21	0.00	
	云南旅游	28.79	0.61	2.21	17.59	2.11	3.16	7.57	1.27	
餐饮	九毛九	26.87	1.86	5.77		6.91			2.48	
	海底捞	266.19	23.47	45.80	48.57	8.82	31.58	3.28	0.03	
购物	中国国旅	479.67	54.15	29.20		11.47				
酒店	首旅酒店	83.11	9.19	18.04	93.64	11.14	65.43	12.23	1.56	

图：经营数据 来源：并购优塾

从经营数据上来看，体量上，购物、餐饮、旅行社板块都有高体量代表公司。从毛利率角度来看，较高的有首旅酒店、携程网（美国市场有 Booking、亿客行），他们都属于平台服务型的商业模式，轻资产运营毛利率较高。销售费率方面，较高的有携程和中国国旅，携程主要因为平台型公司需要通过营销获得流量，而国旅的销售费率高主要是机场渠道高扣点率造成的。

而交运、景区板块等，销售费率都不高，因为这是个不怎么需要营销推广的板块。也可以说交运和景区，这样地域属性的生意不需要投入营销来获得高增长。

	2019年	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率	销售毛利率	销售净利率
交运	上海机场	0.32	311.39	7.35	0.59	51.16	48.11
	白云机场	0.30	93.81	7.18	0.36	22.50	13.71
旅行社	中青旅	0.90	4.78	6.09	3.24	23.56	6.52
	携程网	0.18		5.35	5.94	79.33	19.62
景区	宋城演艺	0.24	159.34	71.38	1.04	70.99	52.99
	峨眉山A	0.37	17.83	29.72	0.77	42.86	20.61
	黄山旅游	0.33	25.63	31.98	0.93	55.24	23.01
	云南旅游	0.56	2.56	3.77	2.68	17.59	2.11
餐饮	九毛九	1.89	10.79	111.38	9.09	64.84	8.25
	海底捞	1.64	13.57	150.18	4.58	57.68	8.82
购物	中国国旅	1.64	3.47	53.07	19.68	48.57	11.47
酒店	首旅酒店	0.49	10.63	39.22	3.18	93.64	11.14

图：周转率情况 来源：并购优塾

从周转率数据来看，用户主要为B端的交运板块、以及旅行社板块，应收账款周转率不高。整体来看，总资产周转率较高的为餐饮和购物赛道，主要是由于其商业模式属于高频多次消费，季节性和周期性不显著。

资产类	上海机场	白云机场	中青旅	携程网	宋城演艺	峨眉山A	黄山旅游	云南旅游	九毛九	海底捞	中国国旅	首旅酒店
固定资产净值	202.34	210.43	45.26	61.35	26.81	13.98	17.16	14.50	3.23	76.18	20.31	25.59
商誉及无形资产	4.99	4.99	12.60	726.88	15.27	1.56	1.85	4.50	8.08	49.60	33.27	84.79
现金及现金等价物	103.60	12.17	8.49	199.23	17.82	11.65	18.01	12.07	1.27	22.22	114.02	17.74
存货	0.14	0.66	23.67		0.06	0.32	0.29	11.29	0.75	12.00	80.60	0.48
应收账款及票据	16.62	9.53	23.45	76.61	0.05	0.43	0.41	9.15	0.12	2.04	8.00	1.89
预付款项	0.01	0.10	9.21		0.17	0.05	0.25	0.61			3.81	1.75
负债类	上海机场	白云机场	中青旅	携程网	宋城演艺	峨眉山A	黄山旅游	云南旅游	九毛九	海底捞	中国国旅	首旅酒店
应付账款及票据	5.75	7.27	17.27	122.94	3.01	0.29	0.93	12.13	1.15	27.78	35.37	1.29
预收账款	0.14	0.86	10.25		3.52	0.17	0.22	0.66	0.01		1.05	2.57
净营运资本	-26.07	-57.24	24.97	93.66	3.74	-1.45	0.67	0.89	-3.17	-5.63	31.07	-20.89
带息债务	0.00	6.00	35.41	500.53	0.00	1.99	0.04	13.12	2.20	2.07	2.24	28.05
单位效应	上海机场	白云机场	中青旅	携程网	宋城演艺	峨眉山A	黄山旅游	云南旅游	九毛九	海底捞	中国国旅	首旅酒店
收入/CAPEX	4.75	3.35	6.06	15.49	1.12	0.48	0.69	1.24	1.17	11.56	20.50	3.59
利润/CAPEX	2.19	0.43	0.25	3.05	0.58	0.10	0.15	0.04	0.07	1.02	2.01	0.38
现金流/CAPEX	2.12	1.31	0.26	3.19	0.68	0.17	0.19	0.10	0.25	1.99	1.27	0.78

图：资产负债、单位效应情况 来源：并购优塾

从资产负债结构来看，交运、旅行社、景区的核心资产为固定资产和现金，而餐饮、购物板块的核心资产为存货和现金。

以一单位固定资产所带来的收益来看，交运板块（机场）、餐饮（火锅）、购物（免税）表现较为突出，因一单位的资本性支出，可带来的收入较为可观。不过，这样的数据对比并不能完全说明一家公司的好坏，还要结合其企业的商业模式、业务构成等其他方面的情况，深入研究分析。

(拾叁)

产业链的逻辑分析完，还有一块核心问题需注意——风险点。

	2019年	质押比例	销售毛利率	销售净利率	经营活动现金流	净利润	营业收入(同比增长率)	现金及现金等价物	带息债务
交运	上海机场		51.16	48.11	48.85	50.30	17.69	103.60	0.00
	白云机场		22.50	13.71	30.13	10.00	1.16	12.17	6.00
旅行社	中青旅		23.56	6.52	5.96	5.68	14.69	8.49	35.41
	携程网		79.33	19.62	73.33	70.11	15.18	199.23	500.53
	宋城演艺	15.88	70.99	52.99	15.71	13.40	12.68	17.82	0.00
景区	峨眉山A		42.86	20.61	3.98	2.26	3.18	11.65	1.99
	黄山旅游		55.24	23.01	4.26	3.40	(0.82)	18.01	0.04
	云南旅游		17.59	2.11	2.21	0.95	(0.91)	12.07	13.12
餐饮	九毛九		64.84	6.91	5.77	1.64	41.97	1.27	2.20
	海底捞		57.68	8.82	45.80	23.45	56.50	22.22	2.07
购物	中国国旅		48.57	11.47	29.26	46.29	1.83	114.02	2.24
酒店	首旅酒店	0.00	93.64	11.14	18.04	8.85	(2.65)	17.74	28.05

图：风险指标 来源：并购优塾

2019年	带息债务/全部投入资本	资产负债率	经营活动现金流	资本性支出	筹资活动现金流	净营运资本
上海机场	0.00	12.70	48.85	23.02	(14.81)	(26.07)
白云机场	3.55	34.14	30.13	10.63	(30.00)	(57.24)
中青旅	34.94	45.57	5.96	10.66	3.79	24.97
携程网	32.61	46.62	73.33	8.34	(92.56)	93.66
宋城演艺	0.00	10.49	15.71	8.13	(1.61)	3.74
峨眉山A	7.28	17.16	3.98	0.57	(0.67)	(1.45)
黄山旅游	0.08	8.95	4.26	2.33	(1.23)	0.67
云南旅游	36.23	58.73	2.21	2.72	(1.98)	0.89
九毛九	62.36	89.68	5.77	1.86	(3.20)	(3.17)
海底捞	1.92	48.45	45.80	50.10	(14.90)	(5.63)
中国国旅	1.11	27.30	29.26	14.98	(16.46)	31.07
首旅酒店	23.87	45.66	18.04	7.98	(7.98)	(20.89)

图：资金情况

来源：并购优塾

经营数据上的风险指标，需要重点关注景区板块收入增速下滑，出现负增长情况。资金情况中，重点关注九毛九的高负债率，主要是由于租赁负债较高导致的……

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。