

休闲服务行业

2018年中报详解：整体靓丽，免税领航，各细分稳中有进，下半年可期 增持（维持）

2018年09月02日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

投资要点

- 餐饮旅游板块业绩保持较好势头，免税板块增长领先。**中信餐饮旅游板块18H1总营收634亿，同增21.3%；归母净利52亿，同增27.3%，扣非净利45亿，同增29.7%；盈利能力显著提升，整体毛利率和净利率均有所提升。利润增速上看，免税>酒店>景区>餐饮>旅行社。免税内生与外延双向驱动增长；酒店板块加盟扩张、直营关店，H1和Q2净利润增速分别为35%和28%。
- 政策红利逐步落地，渠道整合抬升毛利率，免税龙头领航板块。**海南建省30周年，离岛旅客全覆盖、提高免税购物限额、新增海口和琼海免税店的利好政策有望逐步落地；国务院国资委有望加快推进免税业务等专业化整合，中免作为免税行业绝对龙头，有望优先受益。中国国旅18H1实现营收210.8亿元（+67.8%），归母净利19.19亿元（+47.6%），扣非净利19.10亿元（+48.4%），符合预期；免税业务营收149.47亿元（+126.31%），完成日上收购后的海外采购体系整合工作，毛利率显著提升至52.49%（+8.04pct），政策红利叠加经营提升，规模与采购能力共振，持续看好。
- 酒店景气持续，龙头扩张受益。**酒店行业景气持续，板块业绩稳步增长，上半年营收165亿（+12%），扣非归母净利13.62亿（+44%），加盟比例增加、直营门店提效带动酒店板块盈利能力提升。酒店龙头扩店持续，华住/首旅/锦江上半年净开业157、75、341家；Q2华住和如家RevPAR同店增长速度分别为7.9%和4.3%，增速环比Q1有所提升，印证行业景气。锦江扣非净利3.16亿（+58.22%），首旅扣非净利3.16亿元（+32.09%），龙头受益于中端布局和加盟扩张，业绩保持较快增长。
- 景区客流平稳，优质景区增长稳健。**各景区客流基本平稳，板块上半年营收113亿（+13.6%），归母净利17亿（+29%），扣非净利14亿（+18.5%），业绩增长主要由门票增长、索道/交通收入增长以及控费力度提升。宋城演艺三亚千古情表现突出，收入和利润增速分别9%和27%；中青旅客流受天气等因素影响，营收和利润增速均为17%。
- 餐饮板块稳增，广州酒家业绩向好。**餐饮板块上半年营收19亿（+6.6%），归母净利1.34亿（+14.8%），板块盈利能力基本持平，净利率提升0.5pct。餐饮行业容量大，预计18年总体规模将达到4.3万亿；集中度逐步提升，17年餐饮百强企业CR100提升1.1pct。广州酒家18H1营收7.91亿元（+15.14%），归母净利0.58亿元（+42.09%），剔除利口福降税率影响后增速约36%，速冻/年货销售驱动显著，期待三季度月饼销售潜力。
- 出境游复苏，出境游旅行社业绩稳增长。**出境游行业复苏，7月赴日/韩/越南的游客分别同增13%/46%/34%，上半年旅行社板块营收152亿（+20%），扣非归母净利4.09亿（+25%），增长较为稳健。板块内，众信批零一体化实现盈利能力提升，归母净利1.38亿元（+45.2%），扣非净利1.16亿元（+24.1%）；腾邦业务转型高增速，归母净利2.27亿（+39.73%），扣非净利1.38亿元（+55.74%）。
- 风险提示：**宏观经济波动、天气恶劣、行业竞争恶化等风险。

行业走势



相关研究

1、《聚焦消费成长新龙头》
2018-06-07

内容目录

| | |
|----------------------------------------|----|
| 1. 上半年业绩回顾：业绩保持较好势头，盈利能力提升 | 6 |
| 2. 免税：政策指引、行业整合，免税航母破浪前行 | 8 |
| 2.1. 政策利好持续，行业整合可期 | 8 |
| 2.2. 中国国旅业绩符合预期，渠道整合提升毛利 | 10 |
| 3. 酒店：行业景气持续，龙头表现突出 | 12 |
| 3.1. 酒店板块业绩增长稳健，行业景气度维持 | 12 |
| 3.2. 锦江股份：加盟扩张、关店提效，业绩增速亮眼 | 14 |
| 3.3. 首旅酒店：加盟提升盈利能力，业绩表现良好 | 16 |
| 4. 景区：景区客流基本平稳，休闲化带来新机会 | 17 |
| 4.1. 景区客流增长平稳，景区公司提效控费 | 17 |
| 4.2. 宋城演艺：上半年业绩符合预期，新项目有望打开增长空间 | 19 |
| 4.3. 中青旅：天气影响下双镇客流微降，控费助力业绩稳增长 | 21 |
| 5. 餐饮：板块稳增，主要由广州酒家驱动 | 22 |
| 5.1. 行业集中度提升，板块业绩实现增长 | 22 |
| 5.2. 广州酒家：上半年业绩稳增长，Q3 月饼销售潜力值得期待 | 24 |
| 6. 旅行社：出境游行业复苏，板块趋势较好 | 26 |
| 6.1. 出境游客流稳增长，板块业绩趋势较好 | 26 |
| 6.2. 众信旅游：中报业绩亮眼，零售业务盈利能力显现 | 28 |
| 6.3. 腾邦国际：旅游业务稳步增长，喜游并表增厚下半年业绩 | 29 |
| 7. 风险提示 | 31 |

图表目录

| | |
|------------------------------------------|----|
| 图 1: 13H1-18H1 中信餐饮旅游板块整体营收及增速 | 6 |
| 图 2: 13H1-18H1 中信餐饮旅游板块整体归母净利及增速 | 6 |
| 图 3: 13H1-18H1 板块毛利率及净利率 | 6 |
| 图 4: 13 Q2-18 Q2 中信餐饮旅游板块整体营收及增速 | 7 |
| 图 5: 13 Q2-18 Q2 中信餐饮旅游板块整体归母净利及增速 | 7 |
| 图 6: 18H1、18Q2 各子板块营收增速 | 7 |
| 图 7: 18H1、18Q2 各子板块归母净利增速 | 7 |
| 图 8: 18H1、18Q2 各子板块扣非净利增速 | 8 |
| 图 9: 13H1-18H1 各子板块毛利率 | 8 |
| 图 10: 13H1-18H1 各子板块期间费用率 | 8 |
| 图 11: 13H1-18H1 各子板块净利率 | 8 |
| 图 12: 全球免税品销售渠道占比 | 9 |
| 图 13: 韩国免税品销售渠道占比 | 9 |
| 图 14: 2013-2018H1 公司营收、扣非 (亿元) 及增速 | 10 |
| 图 15: 公司免税业务收入占比情况 | 10 |
| 图 16: 公司免税业务收入 (亿元) 及增速情况 | 11 |
| 图 17: 海棠湾免税中心免税业务收入 (亿元) 及增速 | 11 |
| 图 18: 2013-2018H1 公司营收、扣非 (亿元) 及增速 | 11 |
| 图 19: 公司免税业务收入占比情况 | 11 |
| 图 20: 13H1-18H1 酒店板块营收及增速 (亿元) | 12 |
| 图 21: 13H1-18H1 酒店板块归母净利及增速 (亿元) | 12 |
| 图 22: 13Q2-18Q2 酒店板块营收及增速 (亿元) | 12 |
| 图 23: 13Q2-18Q2 酒店板块归母净利及增速 (亿元) | 12 |
| 图 24: 13H1-18H1 酒店板块毛利率&净利率 | 13 |
| 图 25: 13H1-18H1 酒店板块三费率 | 13 |
| 图 26: 18H1 酒店板块公司营收增速 | 13 |
| 图 27: 18H1 酒店板块公司归母净利增速 | 13 |
| 图 28: 三大酒店集团已开业酒店数 | 14 |
| 图 29: 如家华住同店 RevPAR 增速 | 14 |
| 图 30: 锦江营业收入及增速 | 14 |
| 图 31: 锦江净利润及增速 | 14 |
| 图 32: 18H1 业绩及增速拆分 | 15 |
| 图 33: 锦江期间费用率 | 15 |
| 图 34: 锦江毛利率、净利率 | 15 |
| 图 35: 首旅营业收入及增速 | 16 |
| 图 36: 首旅归母净利润及增速 | 16 |
| 图 37: 首旅期间费用率 | 16 |
| 图 38: 首旅毛利率、净利率 | 16 |
| 图 39: 峨眉山接待客流及增速 | 17 |
| 图 40: 黄山旅游接待客流及增速 | 17 |
| 图 41: 丽江旅游索道接待客流及增速 | 17 |
| 图 42: 13H1-18H1 景区板块营收及增速 (亿元) | 18 |

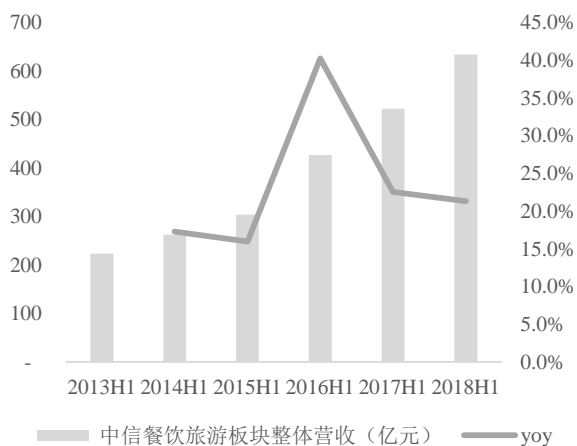
| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 43: 13H1-18H1 景区板块归母净利及增速 (亿元) | 18 |
| 图 44: 13Q2-18Q2 景区板块营收及增速 (亿元) | 18 |
| 图 45: 13Q2-18Q2 景区板块归母净利及增速 (亿元) | 18 |
| 图 46: 13H1-18H1 景区板块毛利率&净利率 | 18 |
| 图 47: 13H1-18H1 景区板块三费率 | 18 |
| 图 48: 18H1 景区板块部分公司营收增速 | 19 |
| 图 49: 18H1 景区板块部分公司归母净利增速 | 19 |
| 图 50: 宋城演艺营收及增速 | 19 |
| 图 51: 宋城演艺利润及增速 | 19 |
| 图 52: 宋城演艺期间费用率 | 20 |
| 图 53: 宋城演艺毛利率及净利率 | 20 |
| 图 54: 中青旅营业收入及增速 | 21 |
| 图 55: 中青旅净利润及增速 | 21 |
| 图 56: 中青旅期间费用率 | 22 |
| 图 57: 中青旅毛利率、净利率 | 22 |
| 图 58: 13H1-18H1 餐饮板块营收及增速 (亿元) | 22 |
| 图 59: 13H1-18H1 餐饮板块归母净利及增速 (亿元) | 22 |
| 图 60: 13Q2-18Q2 餐饮板块营收及增速 (亿元) | 23 |
| 图 61: 13Q2-18Q2 餐饮板块归母净利及增速 (亿元) | 23 |
| 图 62: 13H1-18H1 餐饮板块毛利率&净利率 | 23 |
| 图 63: 13H1-18H1 餐饮板块三费率 | 23 |
| 图 64: 18H1 餐饮板块部分公司营收增速 | 23 |
| 图 65: 18H1 餐饮板块部分公司归母净利增速 | 23 |
| 图 66: 餐饮业市场规模及预测 | 24 |
| 图 67: 餐饮百强营收占比提升 | 24 |
| 图 68: 广州酒家营业收入及增速 | 25 |
| 图 69: 广州酒家净利润及增速 | 25 |
| 图 70: 广州酒家期间费用率 | 25 |
| 图 71: 广州酒家毛利率、净利率 | 25 |
| 图 72: 13H1-18H1 旅行社板块营收及增速 (亿元) | 26 |
| 图 73: 13H1-18H1 旅行社板块归母净利及增速 (亿元) | 26 |
| 图 74: 13H1-18H1 旅行社板块扣非净利及增速 (亿元) | 26 |
| 图 75: 13Q2-18Q2 旅行社板块营收及增速 (亿元) | 26 |
| 图 76: 13Q2-18Q2 旅行社板块归母净利及增速 (亿元) | 27 |
| 图 77: 13Q2-18Q2 旅行社板块扣非净利及增速 (亿元) | 27 |
| 图 78: 13H1-18H1 旅行社板块毛利率&净利率 | 27 |
| 图 79: 13H1-18H1 旅行社板块三费率 | 27 |
| 图 80: 中国赴东南亚游客增速 | 27 |
| 图 81: 18H1 旅行社板块公司营收增速 | 28 |
| 图 82: 18H1 旅行社板块公司归母净利增速 | 28 |
| 图 83: 众信旅游营收及增速 | 28 |
| 图 84: 众信旅游归母净利及增速 | 28 |
| 图 85: 众信旅游毛利率及净利率 | 29 |
| 图 86: 众信旅游期间费用率 | 29 |

| | |
|----------------------------------------|----|
| 图 87: 腾邦国际营收及增速 | 30 |
| 图 88: 腾邦国际归母净利及增速 | 30 |
| 图 89: 腾邦国际毛利率及净利率 | 30 |
| 图 90: 腾邦国际期间费用率 | 30 |
| 表 1: 《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》相关政策梳理 | 9 |

1. 上半年业绩回顾：业绩保持较好势头，盈利能力提升

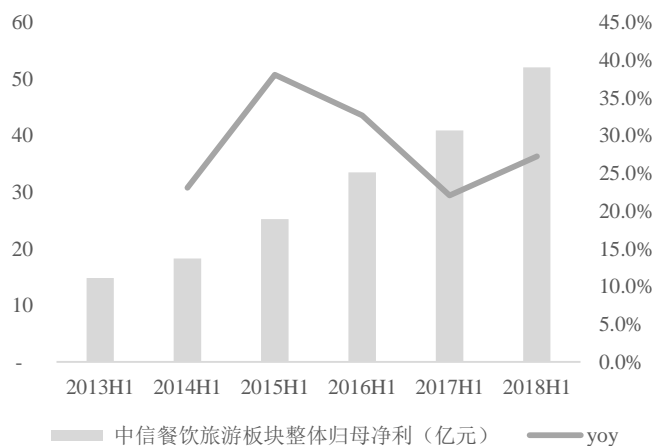
18年上半年餐饮旅游板块业绩保持较好势头，中信餐饮旅游板块18H1总营收634亿，同增21.3%；归母净利52亿，同增27.3%，扣非净利45亿，同增29.7%；盈利能力显著提升，整体毛利率和净利率均有所提升。

图1：13H1-18H1 中信餐饮旅游板块整体营收及增速



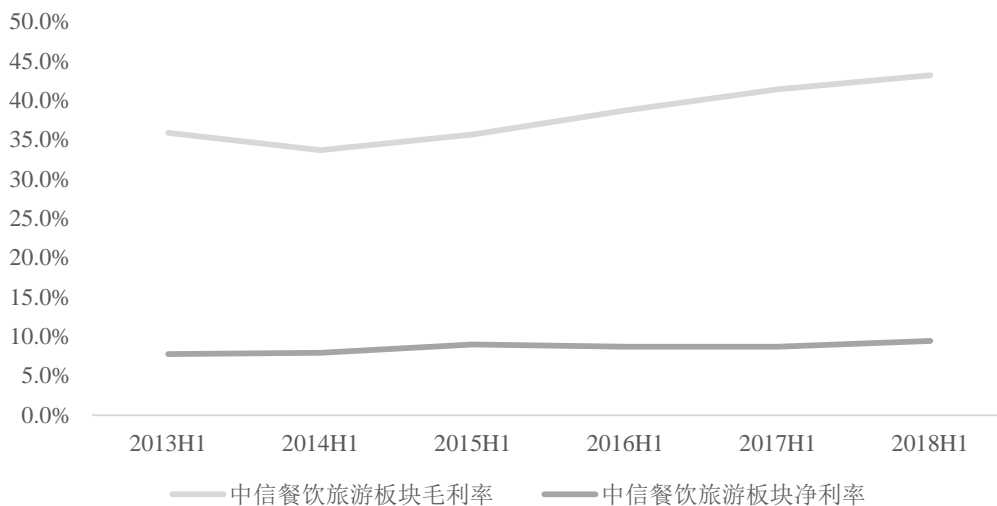
数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：13H1-18H1 中信餐饮旅游板块整体归母净利及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

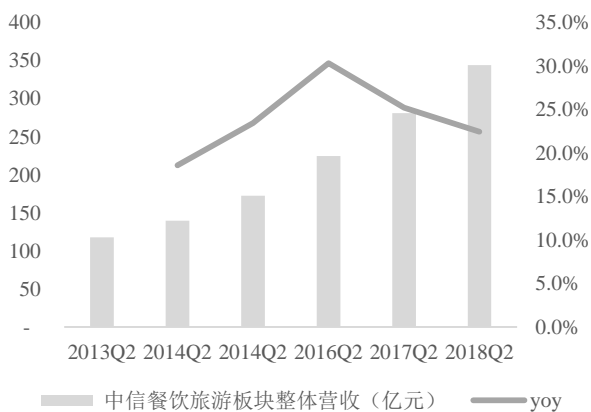
图3：13H1-18H1 板块毛利率及净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

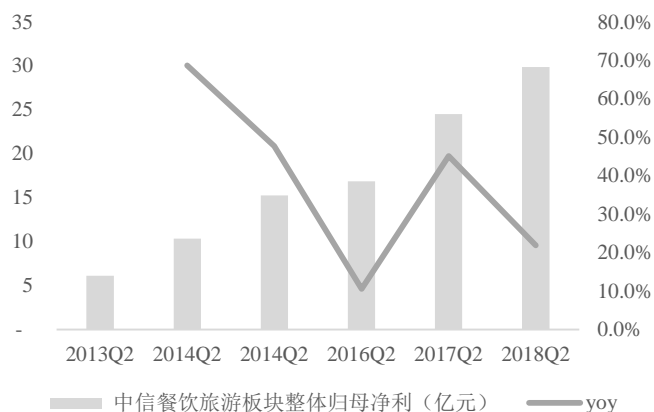
二季度旅游相对更旺，营收增速提升，但受基数的影响，利润增速不及一季度。板块营收334亿，同增22.5%；整体盈利能力提升幅度不及一季度，归母净利30亿，同增21.9%，扣非净利26亿，同增25.4%。

图 4：13 Q2-18 Q2 中信餐饮旅游板块整体营收及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 5：13 Q2-18 Q2 中信餐饮旅游板块整体归母净利及增速



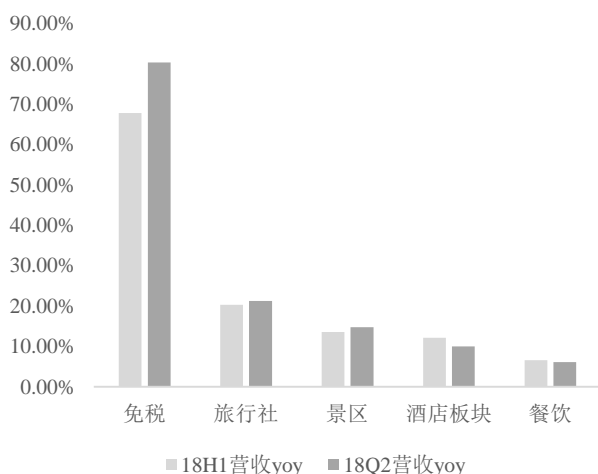
数据来源：wind，东吴证券研究所

上半年收入增速的板块排序为：免税>旅行社>餐饮>景区>酒店，免税板块受日上中国和日上上海并表影响，营收快速扩大，上半年同增 67.8%、Q2 同增 80.3%；受益于出境游行业复苏，旅行社板块上半年和 Q2 的营收增速分别为 20.3%和 21.2%。

利润增速上看，免税>酒店>景区>餐饮>旅行社。免税内生与外延双向驱动增长，Q2 利润增速受首都机场新扣点率拖累；酒店板块加盟扩张、直营关店，H1 和 Q2 净利润增速分别为 35%和 28%；景区板块控费效果显著。

各子板块盈利能力分化，免税板块受益于采购能力提升，毛利率提升显著，酒店板块期间费用率有所下降，带动净利率提升；景区、餐饮板块有效控费，景区板块净利率提升，但受成本影响，餐饮板块净利率持平。

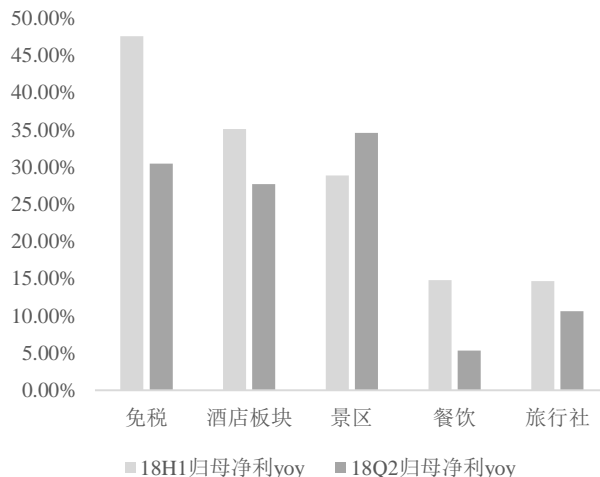
图 6：18H1、18Q2 各子板块营收增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：酒店包括美股华住

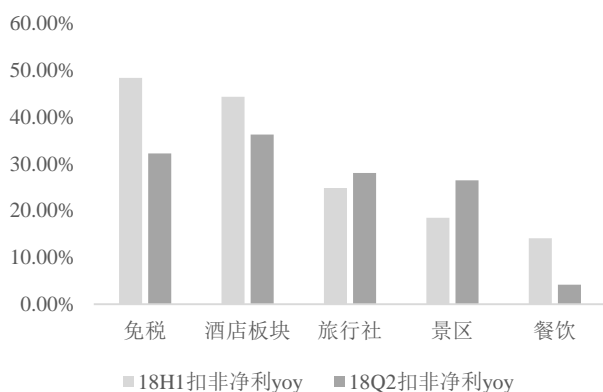
图 7：18H1、18Q2 各子板块归母净利增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：酒店包括美股华住

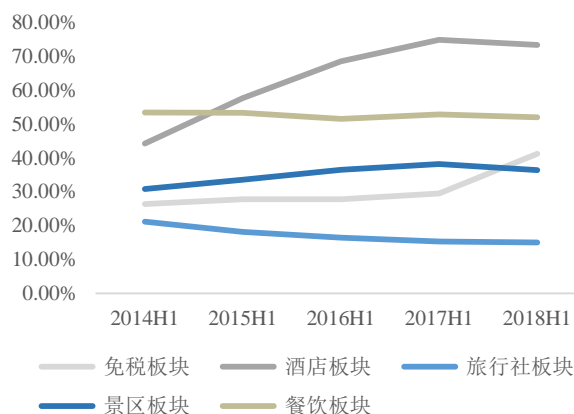
图 8：18H1、18Q2 各子板块扣非净利增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：酒店包括美股华住

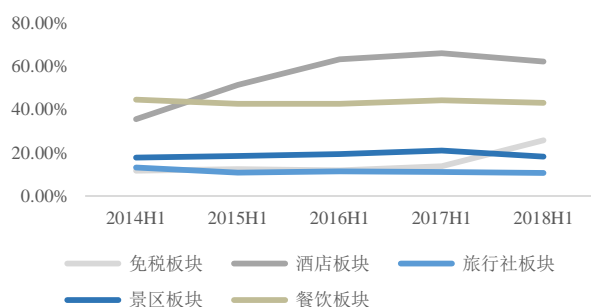
图 9：13H1-18H1 各子板块毛利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：酒店包括美股华住

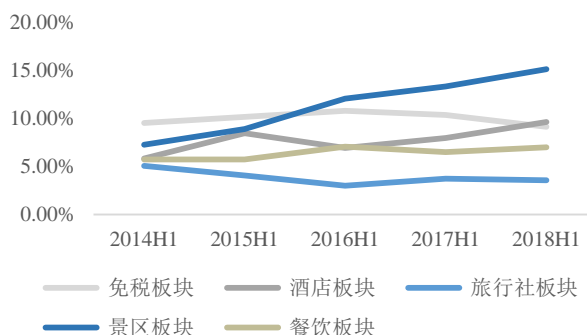
图 10：13H1-18H1 各子板块期间费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：酒店包括美股华住

图 11：13H1-18H1 各子板块净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：酒店包括美股华住

2. 免税：政策指引、行业整合，免税航母破浪前行

2.1. 政策利好持续，行业整合可期

海南建省 30 周年，离岛免税有望开启新时代。

免税额度有望提升：国务院发布的《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》明确提出“实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额”，也在体彩、交通配套、签证等方面提出多项政策利好，海南免税进入新阶段。

离岛免税有望扩容：18 年 7 月，海南省七届政府第二次全体会议提出海南计划下半年尽快出台建设自由贸易试验区（港）、创新驱动发展、国际旅游消费中心、人才体制机制创新等重点领域实施方案，推动海口市免税店开业、琼海免税店开工。

基础设施吸引客流：18 年一季度由复星集团投资 110 亿元兴建的三亚·亚特兰蒂斯

正式开业，预计 18 年将为三亚吸引 200 万客流。

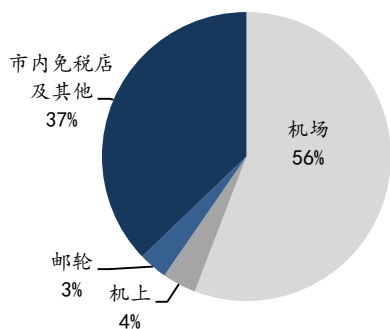
表 1: 《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》相关政策梳理

| 政策 | 主要内容 |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 免税优惠加大 | 实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额 |
| 体彩放开 | 探索发展竞猜型体育彩票和大型国际赛事即开彩票 |
| 基础设施建设与交通优化 | 推进海口机场改扩建工程，开展三亚新机场、儋州机场、东方/五指山机场前期工作，加密海南直达全球主要客源地的国际航线。优化整合港口资源，重点支持海口、洋浦港做优做强。支持海南开通跨国邮轮旅游航线，支持三亚等邮轮港口开展公海游航线试点，加快三亚向邮轮母港方向发展；放宽游艇旅游管制 |
| 景区资源增加 | 有序推进西沙旅游资源开发，稳步开放海岛游 |
| 演艺政策放宽 | 允许外资在海南试点设立在本省经营的演出经纪机构，允许外资在海南省内经批准的文化旅游产业集聚区设立演出场所经营单位，演出节目需符合国家法律和政策规定 |
| 推动体育旅游发展 | 支持在海南建设国家体育训练南方基地和省级体育中心，鼓励发展沙滩运动、水上运动、赛马运动等项目，支持打造国家体育旅游示范区 |
| 推动医疗旅游发展 | 全面落实完善博鳌乐城国际医疗旅游先行区政策，鼓励医疗新技术、新装备、新药品的研发应用，制定支持境外患者到先行区诊疗的便利化政策 |
| 推动文化旅游发展 | 推动文化和旅游融合发展，大力发展动漫游戏、网络文化、数字内容等新兴文化消费，促进传统文化消费升级 |
| 国际化 | 及时总结 59 国外国人入境旅游免签政策实施效果，加大出入境安全措施建设，为进一步扩大免签创造条件。指导海南进一步办好国际体育赛事，支持再引入一批国际一流赛事。支持海南举办国际商品博览会和国际电影节 |

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

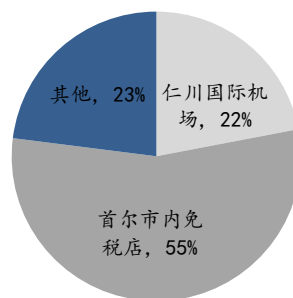
政策引导消费回流的导向明确，市内免税店有望放开。市内免税店是重要的免税渠道，全球占比约为 37%，韩国占比近 55%，国内尚未开放能够有效截留境外消费的离境市内免税店，发展空间可期。上海市人民政府 18 年 4 月 28 日发布《全力打响“上海购物”品牌加快国际消费城市建设三年行动计划》，提出支持适度发展市内免税店、口岸免税店等；5 月 8 日市商务委主任表示，将积极争取免税政策在上海先行先试，提升机场、码头等口岸免税店水平。市内免税店政策一旦放开，免税龙头率先受益。

图 12: 全球免税品销售渠道占比



数据来源：Generation Research，东吴证券研究所

图 13: 韩国免税品销售渠道占比



数据来源：KCS，东吴证券研究所

央企整合重点行业，整合预期加强，龙头规模有望再提升。18 年 7 月 17 日下午，

国务院国资委提出，下半年将推动国有资本进一步向符合国家战略的重点行业、关键领域和优势企业集中，以拥有优势主业的企业为主导，加快推进免税业务等专业化整合，中免作为免税行业绝对龙头，有望优先受益。

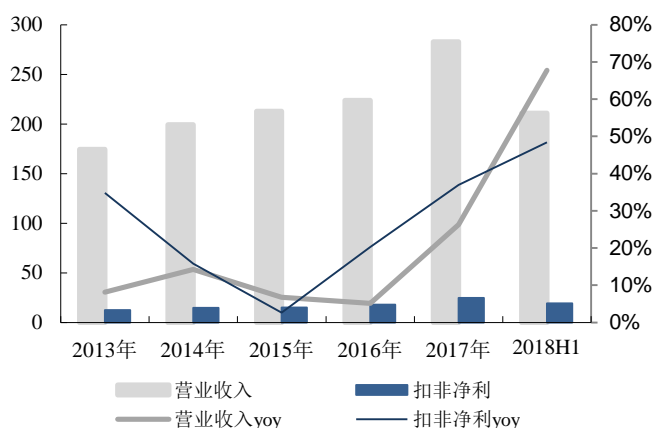
央企整合难度较小，为市内免税店开放的预期奠基，中侨隶属港中旅（国旅兄弟公司），整合难度较小；中出服则隶属国药集团，营收规模较小，两者均经营国人入境市内免税店，如若整合，有望加码市内免税店放开预期。

不排除整合地方国企的可能，海南免税协同初露端倪。海免经营美兰机场免税店（营收近 15 亿）为主的海南国人离岛免税业务，此前海免与中免已成立海中免，叠加海口/琼海免税店的加速推进，未来有望实现进一步整合、共同做强海南免税。

2.2. 中国国旅业绩符合预期，渠道整合提升毛利

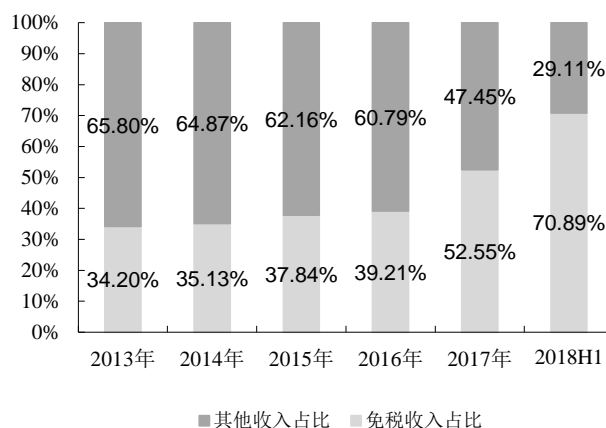
免税龙头国旅业绩符合预期。18H1 实现营收 210.8 亿元（+67.8%），归母净利润 19.19 亿元（+47.6%），扣非净利 19.10 亿（+48.4%），业绩增长主要由于日上上海 3 月并表、离岛免税业务巩固优化和开展首都机场及香港机场免税业务。18Q2 营收 122.36 亿元（+80.3%），归母净利润 7.59 亿元（+30.5%），扣非净利 7.53 亿（+32.3%）。

图 14：2013-2018H1 公司营收、扣非（亿元）及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 15：公司免税业务收入占比情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

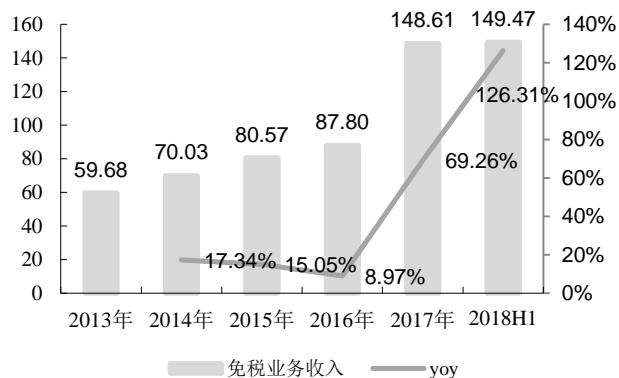
外延+内生，免税业务增长靓丽。中免 H1 营收 155 亿（+120%），净利润 18.60 亿（+45%），免税业务营收 149.47 亿元（+126.31%），完成日上收购后的海外采购体系整合工作，毛利率显著提升至 52.49%（+8.04pct）。

机场布局逐步完善，首都机场盈利。中免在北京、上海、广州、香港、澳门核心枢纽机场都已布局免税标段，推进首都机场 T3、广州机场 T2 等门店试点工作，完成澳门机场 VI 规范。日上上海（3 月并表）收入 39.20 亿元，并表利润 2.15 亿元，7 月再度中标虹桥/浦东机场免税店；成都机场（4 月并表）收入 0.29 亿，并表利润 0.05 亿元；澳门机场（6 月并表）收入 0.32 亿，并表利润-0.06 亿元；剔除上述并表利润 2.1 亿，中免内生增速 29%，整体内生增速 31.5%。日上中国（17 年 4 月并表，2 月 11 日起仅运营

T3) 收入 33.1 亿元，利润 0.55 亿元，受 2 月起实行的新扣点率影响显著，但仍实现盈利；香港机场（2017 年 11 月营业）收入 9.52 亿元，新店开业短期亏损。

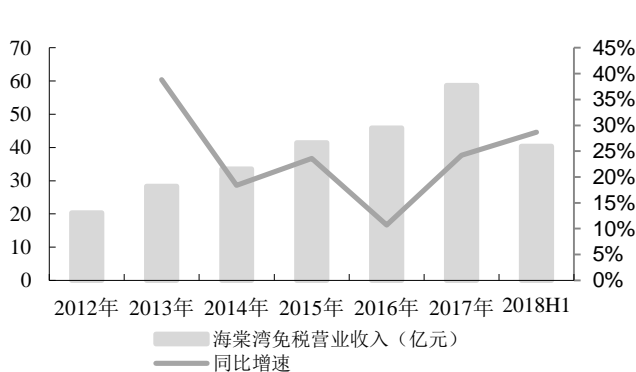
海棠湾持续强增长，利润率提升显著。 三亚海棠湾收入 41.40 亿元 (+28%)，净利润 7.88 亿 (+69%)，采购渠道整合带动盈利能力显著提升，净利率 19%，同比提升 5pct。离岛免税额和行邮税有望提升至 3 万/年，助力箱包等高价品类销售，提升客单价，驱动离岛免税持续增长。

图 16: 公司免税业务收入 (亿元) 及增速情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

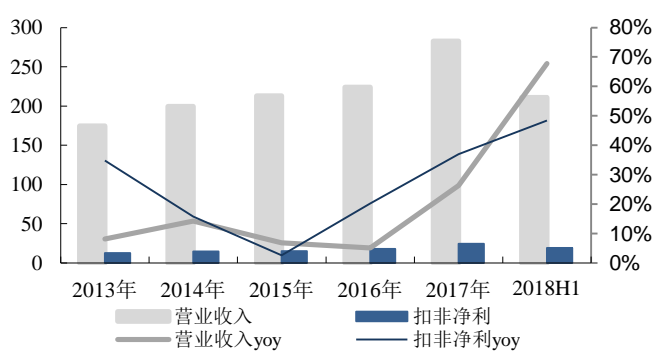
图 17: 海棠湾免税中心免税业务收入 (亿元) 及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

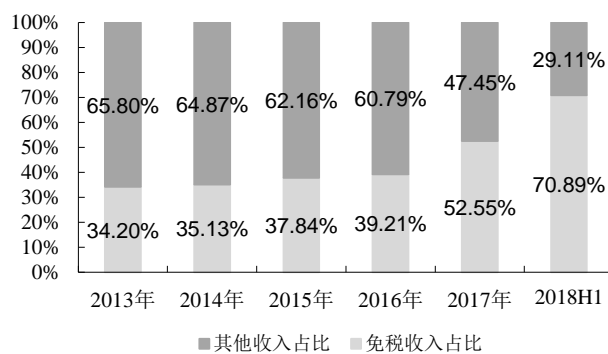
采购渠道整合带动毛利率提升，首都机场提点率影响销售费用。 整体毛利率 41.22% (+11.69pct)，免税采购渠道整合、毛利率较高的商品销售业务收入占比提升至 73.31% (+18pct)。销售费用率上涨 12.17pct (23.05%)，受首都机场提点率提升，开展香港机场免税业务影响。管理费用率 2.71% (-0.43pct)，财务费用率同比增加 0.16pct，主要是利息收入及汇兑损失与手续费增加所致 (汇兑损益 0.52 亿，同比增长 0.64 亿)。

图 18: 2013-2018H1 公司营收、扣非 (亿元) 及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 19: 公司免税业务收入占比情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

增量催化剂持续，海南免税政策红利/免税行业国企整合/离岛免税店/市内免税店/首都机场免税综合体预期等潜在催化有望持续落地，预计 18-20 年公司归母净利润 40.32 (+59%)、48.14 (+19%)、58.06 (+21%)，EPS 为 2.07、2.47、2.97 元，对应 PE 为 31、26、21 倍。

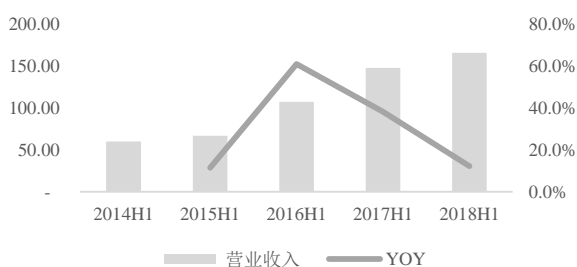
风险提示：汇率波动、政策变化、宏观经济波动等风险。

3. 酒店：行业景气持续，龙头表现突出

3.1. 酒店板块业绩增长稳健，行业景气度维持

酒店行业景气持续，板块业绩稳步增长，直营关店、加盟提升带动利润增速显著高于收入增长。上半年营收 165 亿，同增 12%，归母净利 15.87 亿，同增 35%，剔除投资收益等非经常性损益后扣非归母净利 13.62 亿，同增 44%，三大酒店龙头均维持高速增长，锦江扣非净利增速高达 58%。Q2 单季营收 87 亿，同增 10%，归母净利 10.57 亿，同增 28%。

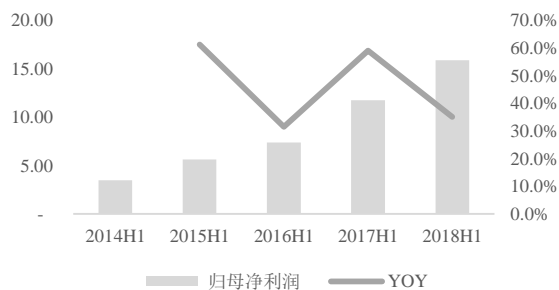
图 20：13H1-18H1 酒店板块营收及增速（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：含美股华住

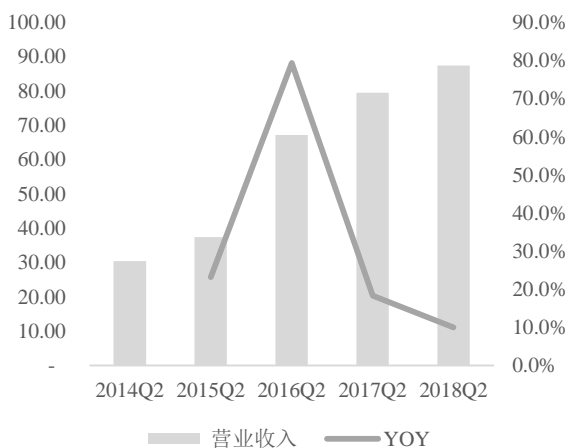
图 21：13H1-18H1 酒店板块归母净利及增速（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：含美股华住

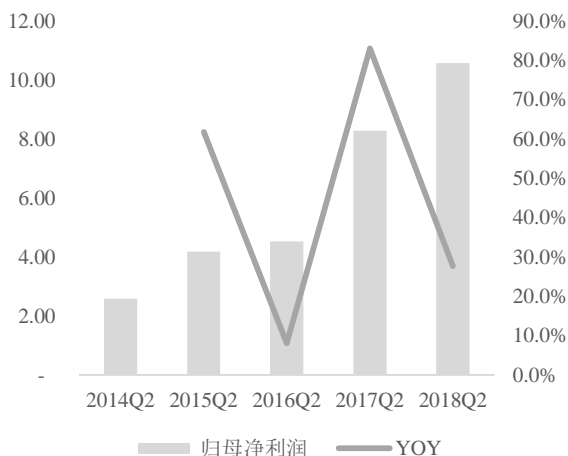
图 22：13Q2-18Q2 酒店板块营收及增速（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：含美股华住

图 23：13Q2-18Q2 酒店板块归母净利及增速（亿元）

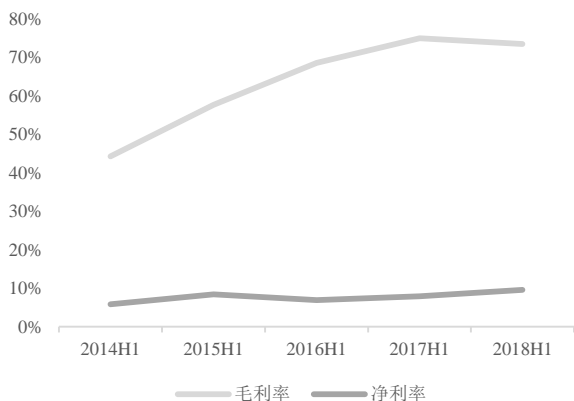


数据来源：wind，东吴证券研究所

注：含美股华住

加盟比例增加、直营门店提效带动酒店板块盈利能力提升。一方面，直营酒店商品销售带动毛利率微降 1.6pct；另一方面，酒店龙头关闭低效直营酒店，减少折旧摊销和租金支出，销售费用率同比显著降低。

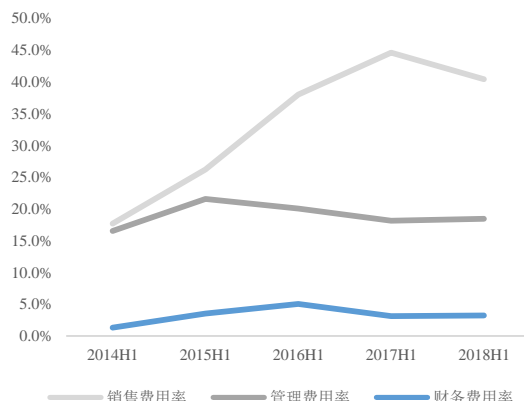
图 24：13H1-18H1 酒店板块毛利率&净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：含美股华住

图 25：13H1-18H1 酒店板块三费率

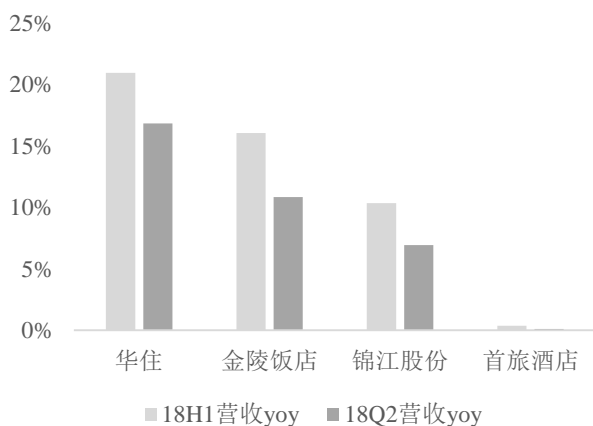


数据来源：wind，东吴证券研究所

注：含美股华住

酒店龙头华住、锦江、首旅均实现 20% 以上的业绩增长。华住上半年营收净利增速分别达到 21% 和 47%；锦江营收和净利增速分别为 10% 和 22%，而其扣非净利增速则达到 58%；首旅盈利能力提升显著，营收持平的基础上归母净利润同增 41%。边际上，Q2 旺季基数较高，增速均有所放缓。

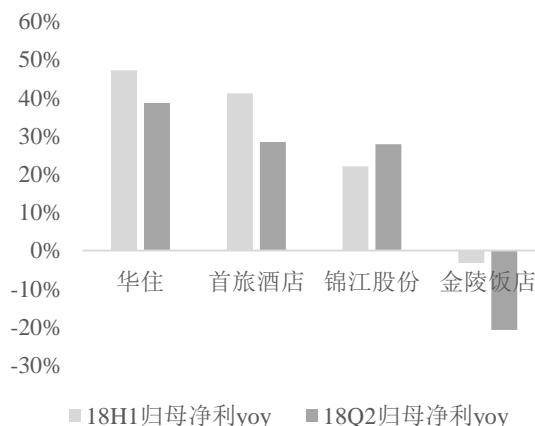
图 26：18H1 酒店板块公司营收增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

注：含美股华住

图 27：18H1 酒店板块公司归母净利增速

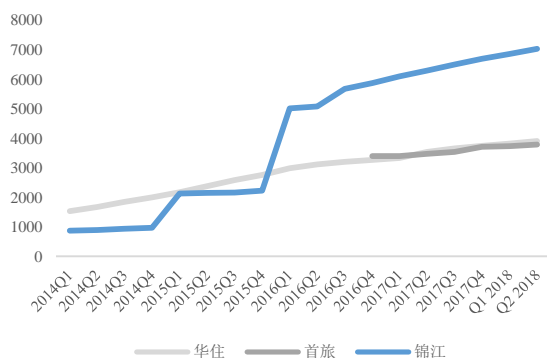


数据来源：wind，东吴证券研究所

注：含美股华住

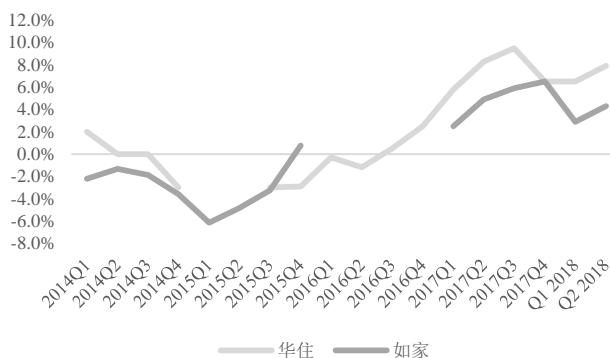
同店 RevPAR 维持增长，印证行业景气持续。三大酒店集团维持开店扩张节奏，上半年华住、首旅、锦江分为净开业 157、75、341 家；行业景气持续，Q2 华住和如家 RevPAR 同店增长速度分别为 7.9% 和 4.3%，增速环比 Q1 有所提升。

图 28：三大酒店集团已开业酒店数



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 29：如家华住同店 RevPAR 增速

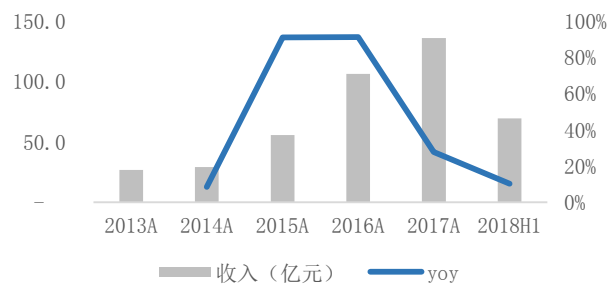


数据来源：wind，东吴证券研究所

3.2. 锦江股份：加盟扩张、关店提效，业绩增速亮眼

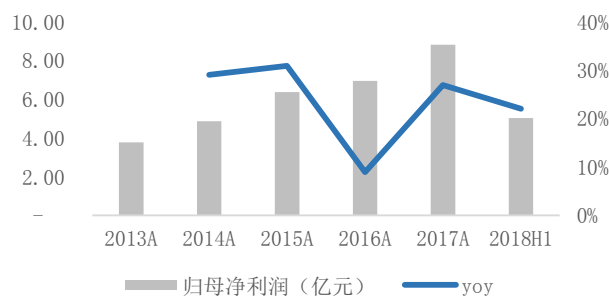
整体增速亮眼，非经常性损益同比减少。18H1 营收 69.4 亿元 (+10.34%)，归母净利 5 亿元 (+22%)，扣非净利 3.16 亿 (+58.22%)，主要由于 1) 铂涛、维也纳增收；2) 肯德基投资收益增加。18Q2 营收 36.9 亿元 (+6.9%)，归母净利 2.73 亿元 (+27.9%)，扣非净利 2.46 亿元 (+67.2%)。H1 非经常性损益 1.88 亿元 (-11.8%)：1) 锦江之星取得子公司动迁补偿收益 0.76 亿元；2) 法国卢浮企业所得税率下调 3.09%，税收返还 0.57 亿元 (较 17H1 减少 0.55 亿)；3) 出售长江证券股票获 0.77 亿元 (较 17H1 减少 928 万)；4) 政府补贴 0.36 亿 (较 17H1 增加 0.18 亿)。

图 30：锦江营业收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 31：锦江净利润及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

国内酒店增速稳定，海外表现较好。

酒店业务实现营收 68.26 亿元 (+10.73%)。其中境内酒店：营收 48.47 亿元 (+10.91%)，贡献归母净利润 2.76 亿 (+44%)，净利率提升 1.3pct。其中首次加盟收入 2.66 亿 (+18.8%)，持续加盟收入 5.62 亿 (+24.26%)，直营收入 40.19 亿 (+8.8%)，体现加盟店扩张影响。境外酒店：营收 19.78 亿元 (+10.28%)，毛利率 92.42% (-0.16pct)，净利润 1.16 亿 (-22%)，剔除税收返还减少的影响，增速 57%。

粗略拆分非经常性损益后，国内酒店扣非增速约 40%，H1 铂涛子公司净利润 1.33 亿 (+32.78%)，考虑铂涛 12% 的股权于 18 年 1 月交割，增厚利润约 0.16 亿，铂涛净利

润增速 52%，剔除后整体扣非增速 50%，国内酒店分部归母净利增速 36%，国内酒店分部扣非增速 30%；维也纳子公司实现净利润 1.20 亿（+26.47%）。

餐饮业务稳定增长，肯德基表现良好。实现营收 1.14 亿元（-8.93%），净利润 1.34 亿元（+27%），上海/杭州/苏州/无锡肯德基的投资收益分别同增 11%/18%/32%和 29%。

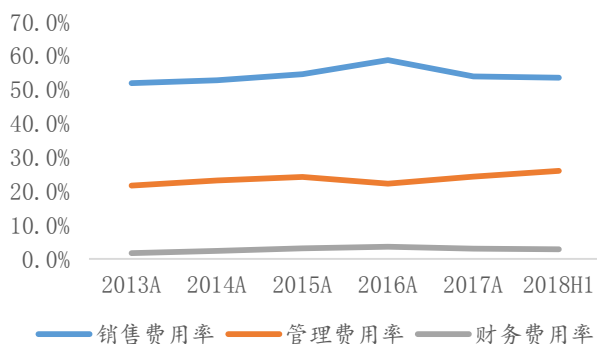
图 32：18H1 业绩及增速拆分

| 18H1 | 中国大陆境内有限服务型酒店 店营运及管理业务 | 中国大陆境外有限服务型酒店 店营运及管理业务 | 食品及餐饮业务 | 其他 | 分部间相互抵减 | 合计 | |
|----------------|---------------------------|---------------------------|-------------|-------------|------------|---------------|-----|
| 分部营业收入合计 | 4,847,372,319 | 1,982,161,533 | 115,806,705 | 2,037,240 | -8,028,649 | 6,939,349,148 | |
| | yoy | 11% | 10% | -9% | 87% | -38% | 10% |
| 境内酒店中：首次加盟收入 | 265,880,000 | | | | | | |
| | yoy | 19% | | | | | |
| 持续加盟收入 | 562,230,000 | | | | | | |
| | yoy | 24% | | | | | |
| 直营收入 | 4,019,050,000 | | | | | | |
| | yoy | 9% | | | | | |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 276,244,028 | 116,153,419 | 133,644,576 | -22,633,192 | - | 503,408,831 | |
| | yoy | 44% | -22% | 27% | -33% | 22% | |
| 非经常性损益测算 | 59,615,571 | 63,506,646 | | 64,699,454 | | 187,821,672 | |
| 扣非-测算 | 216,628,456 | 52,646,772 | 133,644,576 | -87,332,645 | | 315,587,159 | |
| | yoy | 40% | 59% | 27% | -6% | 58% | |
| 铂涛12%股权对应利润 | 15,975,600 | | | | | 15,975,600 | |
| 归属-扣除铂涛12%股权影响 | 260,268,428 | | | | | 487,433,231 | |
| | yoy | 36% | | | | 18% | |
| 扣非-扣除铂涛12%股权影响 | 200,652,856 | | | | | 299,611,559 | |
| | yoy | 30% | | | | 50% | |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

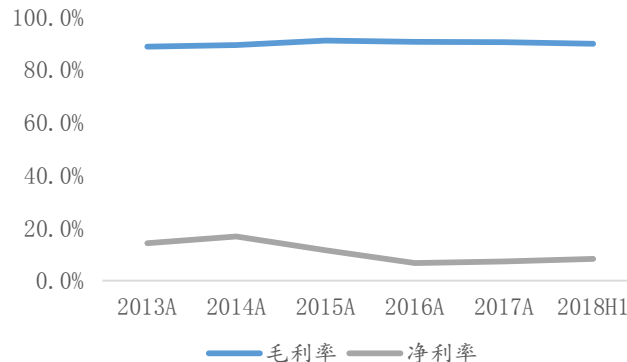
关店提效，加盟提升，期间费用率稳步下降。销售费用率 53.5%（-4.3pct），主要是折旧摊销同比减少 10%；管理费用率 26%（+2pct），加盟扩张致管理费用提升；财务费用率 2.9%（-0.6pct）；研发费用 153 万元（+153 万元），铂涛集团发生软件开发费用所致。

图 33：锦江期间费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 34：锦江毛利率、净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

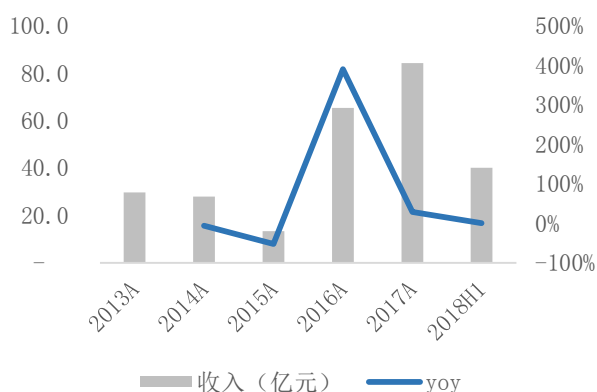
扩店持续，期待卡位红利持续释放。预计 18-20 年归母净利分别为 10.5（+19%）、12.4（+18%）、14.3（+16%）亿元，EPS1.10、1.29、1.49 元，对应 PE 分别为 22、19、16 倍。

风险提示：门店扩张不及预期，宏观经济波动等风险。

3.3. 首旅酒店：加盟提升盈利能力，业绩表现良好

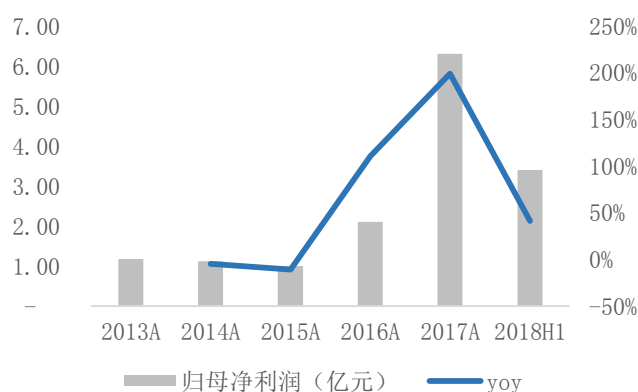
上半年业绩持续增长。H1 营收 40.02 亿元(+0.35%)；归母净利 3.40 亿元(+41.23%)，扣非净利 3.16 亿元(+32.09%)，其中非经常主要是政府补助提前(0.22 亿元)、出售北汽 10% 股权(0.047 亿元)；Q2 营收 20.78 亿元(+0.1%)，归母净利 2.65 亿元(+28.5%)，扣非归母 2.58 亿元(+28%)。

图 35：首旅营业收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 36：首旅归母净利润及增速

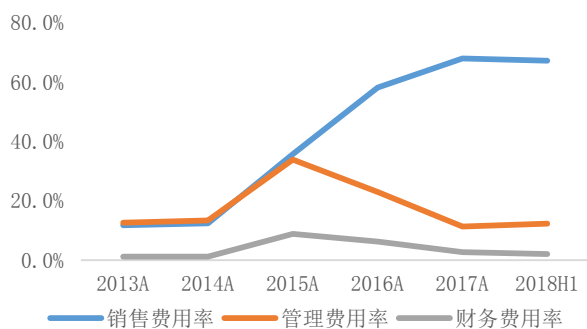


数据来源：wind，东吴证券研究所

加盟增长稳健，直营收入受关店影响略有下滑。酒店加盟店收入 6.61 亿元(+8.26%)，受 RevPAR 增长和加盟店扩张带动；直营店收入 31 亿元(-1.32%)，主要受直营关店影响(18H1 新开业 17，关店 41)，其中酒店内商品销售收入同比增长 11.4%，深挖客户附加值。酒店业务毛利率 95.17%(-0.27pct)，主要由于商品销售增加成本。

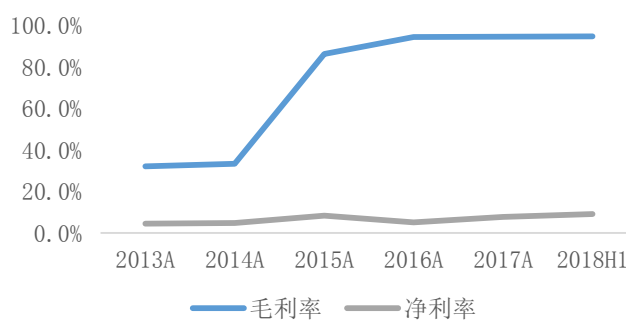
直营关店致费用降低。管理费用率 12.3%(+0.79pct)，特许店增加导致店长薪酬上升；销售费用率 67.2%(-1.93pct)，直营酒店减少使折旧费、工资分别减少 0.52/0.15 亿元；财务费用率 2%(-0.87pct)，资金管理到位。

图 37：首旅期间费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 38：首旅毛利率、净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

预计公司 18-20 年归母净利 8.60(+36%)、10.98(+28%)、12.69(+16%) 亿元，

对应 PE 为 21、16、14 倍；考虑燕京饭店投资收益，预计全年净利润有望超 9.4 亿，增速 50%+。

风险提示：门店扩张不及预期，宏观经济波动等风险。

4. 景区：景区客流基本平稳，休闲化带来新机会

4.1. 景区客流增长平稳，景区公司提效控费

各景区客流基本平稳。受天气等因素影响，黄山接待游客 148 万人次，同比下降 9.94%，丽江和峨眉山客流分别同比增长 4% 和 7%。

图 39：峨眉山接待客流及增速

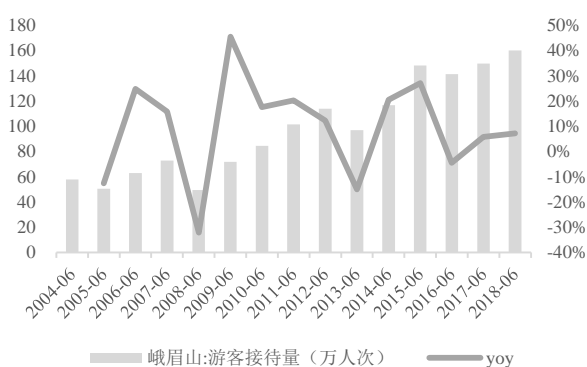
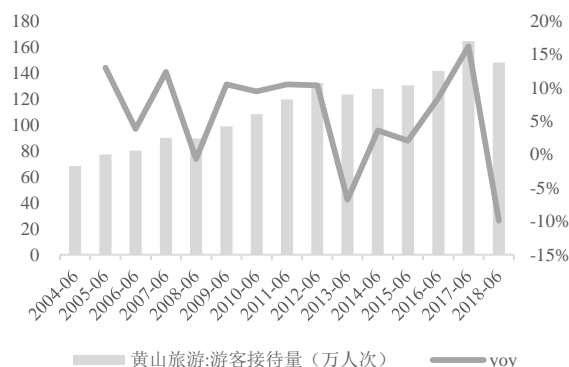


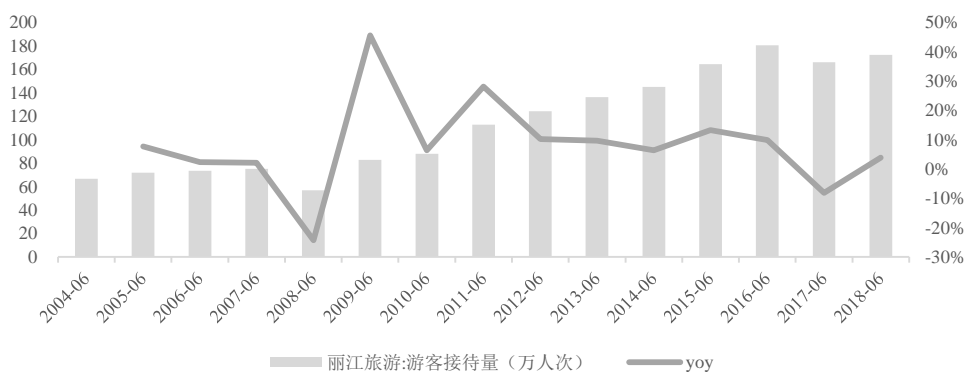
图 40：黄山旅游接待客流及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

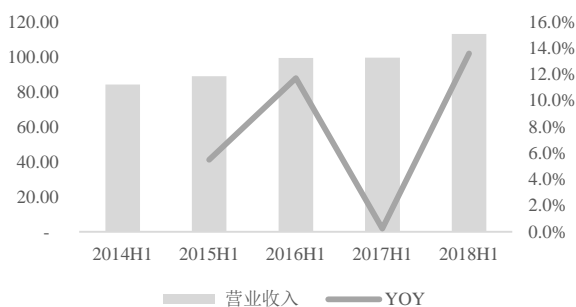
图 41：丽江旅游索道接待客流及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

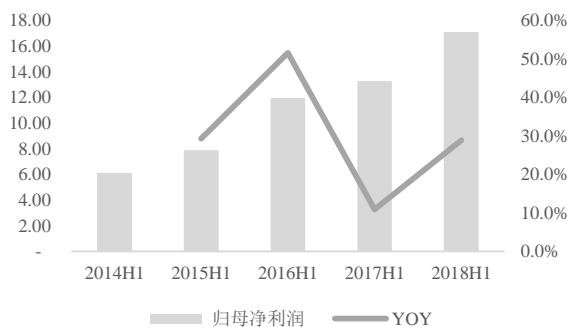
景区板块上市公司业绩增长稳健，上半年营收 113 亿，同增 13.6%，归母净利 17 亿，同增 29%，扣非净利 14 亿，同增 18.5%，业绩增长主要由门票增长、索道/交通收入增长等因素驱动。Q2 单季营收 65 亿，同增 14.8%，归母净利 12 亿，同增 35%。看好下半年客流稳增、休闲化出游提升客单价。

图 42: 13H1-18H1 景区板块营收及增速 (亿元)



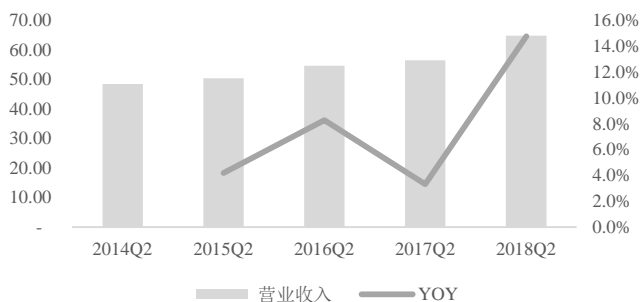
数据来源: wind, 东吴证券研究所
注: 已剔除三湘印象

图 43: 13H1-18H1 景区板块归母净利及增速 (亿元)



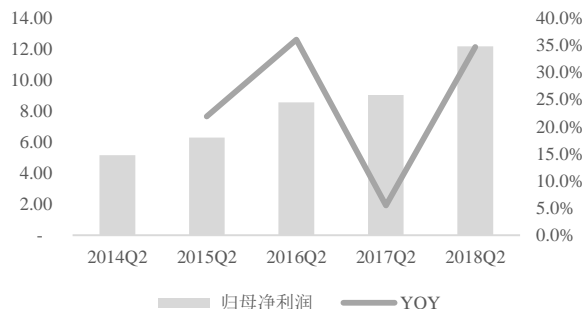
数据来源: wind, 东吴证券研究所
注: 已剔除三湘印象

图 44: 13Q2-18Q2 景区板块营收及增速 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所
注: 已剔除三湘印象

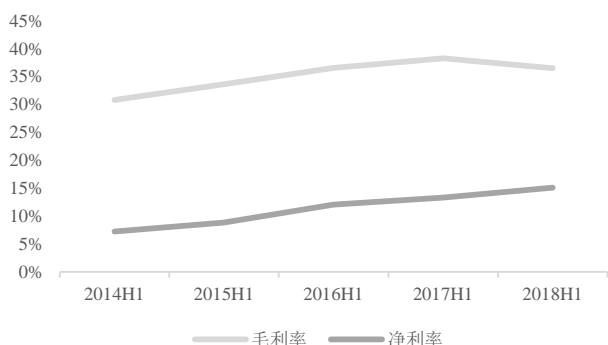
图 45: 13Q2-18Q2 景区板块归母净利及增速 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所
注: 已剔除三湘印象

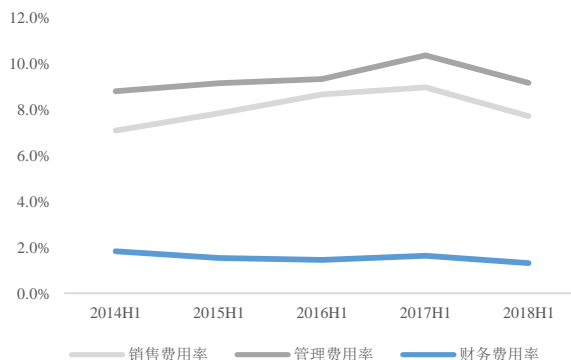
景区板块开源节流, 控费带动盈利能力提升。板块净利率提升 1.8pct, 主要由于期间费用率的下降, 销售费用率、管理费用率分别下降 1.3pct 和 1.1pct。

图 46: 13H1-18H1 景区板块毛利率&净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所
注: 已剔除三湘印象

图 47: 13H1-18H1 景区板块三费率

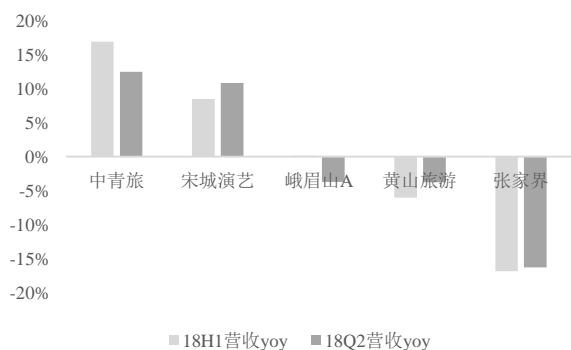


数据来源: wind, 东吴证券研究所
注: 已剔除三湘印象

景区板块上市公司总体维持稳定增长, 宋城演艺收入和利润增速分别 9% 和 27%;

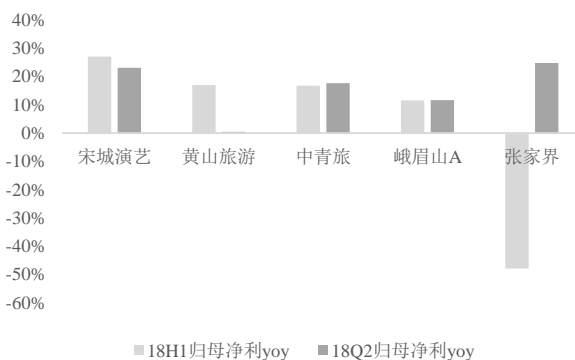
中青旅营收和利润增速均为 17%；峨眉山收入微增，归属净利增长 12%；黄山受上半年雨水较多、客流承压影响，收入有所下降。景区公司开源节流，在增加门票、索道等收入的同时通过控费、增加投资收益增厚业绩，看好后期新项目、外延建设的逐步落地和旅游休闲化带来的客单价提升。

图 48：18H1 景区板块部分公司营收增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 49：18H1 景区板块部分公司归母净利增速

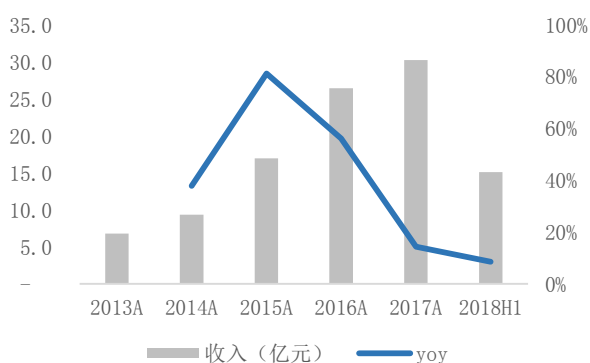


数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 宋城演艺：上半年业绩符合预期，新项目有望打开增长空间

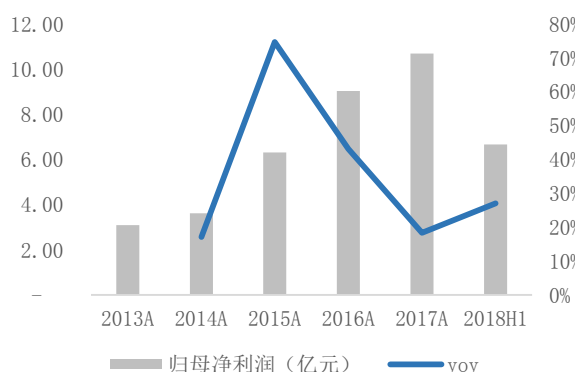
业绩位于预告中位，符合预期。18 年上半年营收 15.11 亿元(+8.51%)，归母净利 6.65 亿元(+27.04%)，毛利率提升显著 (+4.26pct)，扣非净利 6.36 亿元(+21.75%)，非经常性损益 0.29 亿，包括政府补助 1045 万等项目，Q2 单季营收 7.99 亿元(+10.84%)，归母净利 3.43 亿元(+23.14%)，扣非净利 3.42 亿元(+23.15%)，业绩增长稳健。

图 50：宋城演艺营收及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 51：宋城演艺利润及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

聚焦现场演艺主业，三亚高增长，盈利能力提升。现场演艺上半年营收 7.93 亿 (-4.31%)，主要受九寨沟关闭影响，毛利率提升至 66.69% (+6.11pct)，体现成熟项目盈利能力。杭州景区营收 3.84 亿(+5.09%)，毛利率 73.19% (-1.72pct)，主要由于 17 年后 G20 高基数，增速较去年同期的+22.38%有所下滑。三亚景区营收 2.34 亿(+24.31%)，毛

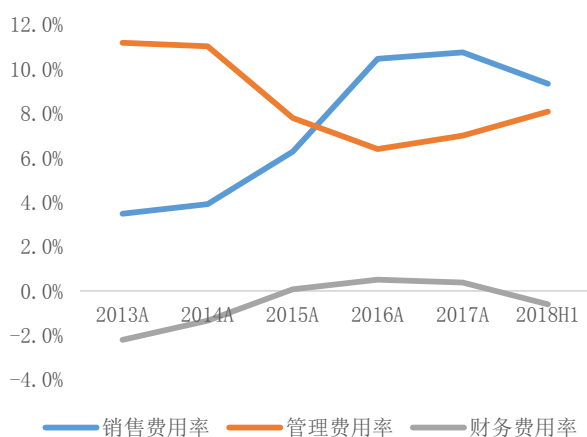
利率 84.58% (+3.88pct)，主要受海南省建省 30 周年与 59 国免签政策红利影响，接待量和业绩亮眼，四月单月接待人次同比大增超 60%；据统计，上半年春节、清明、端午和五一假期期间客流量累计达 48 万人次，增速达 22%。

数字娱乐平台持续发展，六间房重组仍在推进。数字娱乐业务（六间房子公司）营收 6.20 亿(+5.37%)，毛利率 55.88% (+4.32pct)，对应净利润 1.89 亿 (+39%)。六间房运营数据稳健，深挖客单价，上半年签约主播拥有 29 万名 (+7.4%)，月均页面浏览量达 6.91 亿 (-1.6%)，注册用户数超 6,200 万 (+17%)；上半年 MAU5638 万 (+2.9%)，ARPU 881 元 (+29%)。

轻资产与电商业务增长亮眼，验证业务持续性。旅游服务业营收 3.16 亿(+104.52%)，毛利率 37.95% (+2.7pct)。电商渠道发力，优化团散比。休闲旅游驱动散客化、电商化，18H1 电商平台总收入增加 49.04%，总客流量同比增加 64.91%，官方自营电商渠道（宋城旅游微官网、天猫旗舰店）营收同比增加 82.06%，占电子商务收入比例提升至 45.71%，品牌影响力提升。首个轻资产项目宁乡炭河开园一周年，接待游客 400 多万人次，演出 1000 余场，营业收入破 1.6 亿元，刷新湖南旅游演出年场次最高、观众数量最多的记录。上半年按 20% 提点率计算，对应管理费约 0.16 亿，当前宁乡项目有一年以内应收项目管理费 0.27 亿。

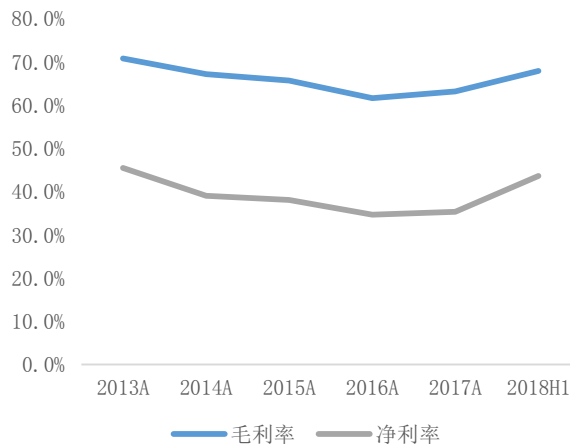
九寨持续停业影响管理费用，费用控制持续。管理费用率 8.1%(+1.43pct)，主要系藏谜与九寨千古情公司地震停业期间营业成本调整及六间房研发支出增加所致；销售费用率 9.3%(-1.33pct)；财务费用率-0.6%(-1.12pct)。

图 52：宋城演艺期间费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 53：宋城演艺毛利率及净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

自有项目稳步推进，轻资产模式得到验证，业绩贡献逐步落地。1) 自有项目：桂林千古情于 7 月 27 日开业；陕西中华千古情预计项目将于 2019 年上半年亮相；投资约 10 亿元的张家界千古情已经于 4 月 26 日全面开工，预期于 2019 年中推出；世博大舞台

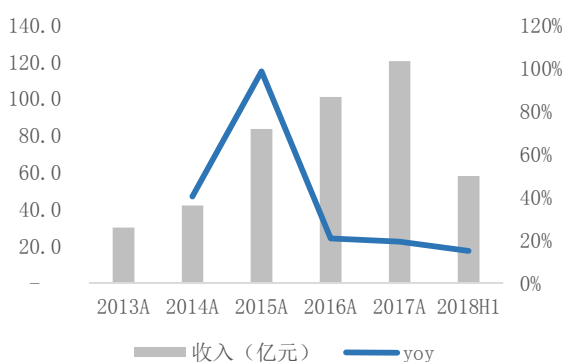
取得设计文件批复，保护性拆除工作已进入尾声已经完成；澳洲项目已完成设计，进入评审阶段。2) 轻资产项目：岭南、黄帝千古情陆续动工，明月山千古情有望于 18 年开业，预收账款中策划费、设计费、节目制作费 6.65 亿 (+40%)，品牌输出能力强。

风险提示：项目进度、客流增长不及预期，宏观经济波动等风险。

4.3. 中青旅：天气影响下双镇客流微降，控费助力业绩稳增长

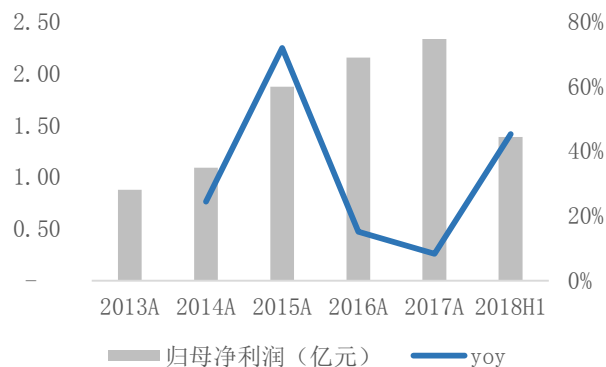
上半年业绩稳步增长。H1 营收 55.67 亿元(+16.93%)，归母净利 4.05 亿元(+16.73%)，扣非净利 3.06 亿元 (+39.44%)，非经常性损益主要为政府补助 1.99 亿元 (-25%)。Q2 单季营收 30.6 亿元(+12.5%)，归母净利 3.06 亿元(+17.7%)，扣非净利 2.12 亿元(+63.7%)。

图 54：中青旅营业收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 55：中青旅净利润及增速



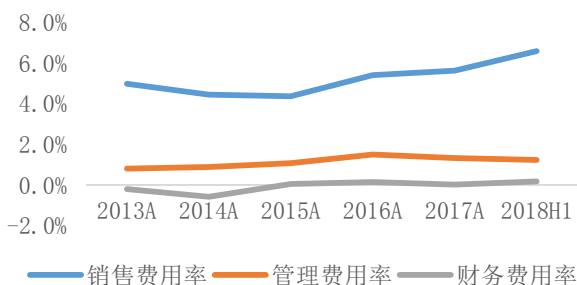
数据来源：wind，东吴证券研究所

乌镇景区业务营收 7.87 亿元 (+6.81%)，收入稳健，毛利率 83.03%，有小幅下降 (-0.54pct)，乌镇子公司营收 8.33 亿元 (+6.26%)，净利润 4.72 亿元 (+2.26%)，盈利能力小幅下降。受天气多雨，以及华东旅游市场热度下降、周边新项目竞争加剧影响，上半年游客 449.57 万人次，首次出现下降 (-12.30%)，其中东栅/西栅分别接待游客 202.48/247.09 万人次，同降 17.39/7.63%。客单价提升 14.4% 至 175 元，持续提升。1) 推进会展小镇转型，陆续承接了 VIVO 手机发布会、别克汽车家族日、上海家化 120 周年品牌盛典等大型会议活动。2) 进一步打造“文化古镇”品牌形象，积极推进第六届“乌镇戏剧节”，完善木心美术馆经营，筹备第二届乌镇国际当代艺术展工作。

古北营收 4.57 亿元 (+5.32%)，净利润 1.24 亿元 (+155.98%)，包含古北房地产结转贡献的较大额投资收益。上半年游客 110.40 万人次 (-7.78%)；过夜旅客接待能力带动上半年客单价继续抬升，同比增长 14.2% 至 414 元。景区继续秉持“长城+”战略，以司马台长城为依托，引进高端有影响力的项目，有效提升长城知名度和营收转化率；挖掘会展市场，举办“亚洲高级定制公会，落户中国极致盛典”等大型会展活动。

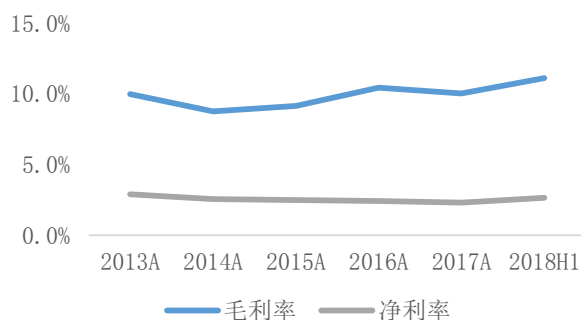
控费能力提升，助力业绩增长。公司整体毛利率 24.46%，较去年同期微降 2.14pct，主要由于低毛利业务占比提升；公司控费能力显著提升，18H1 销售费用率 9.3% (-1.92pct)；受办公费用管理费用率 4.4% (-1.20pct)，财务费用率 0.7%。

图 56: 中青旅期间费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 57: 中青旅毛利率、净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

期待 19 年交通改善与大股东注入活力。上半年受天气影响客流低迷, 但客单价仍保持向上趋势; 古北水镇股权问题虽未解决但仍有预期; 东栅门票价格微降 10 元, 对公司业绩产生的影响较弱。19 年受益于持续建设以及京沈高铁通车, 客流有望改善; 控费能力提升凸显公司经营实力与管理层动力, 背靠光大集团的管理变革逐步体现; 光大入主有望改善融资掣肘, 加快资源获取和业务拓展, 期待双方在金融、旅游等领域的进一步协同。预计 18-20 年归属净利 6.67 (+17%)、7.76 (+16%)、8.97 (+16%) 亿元, EPS 为 0.92/1.07/1.24 元, 对应 PE 为 17/14/12 倍。

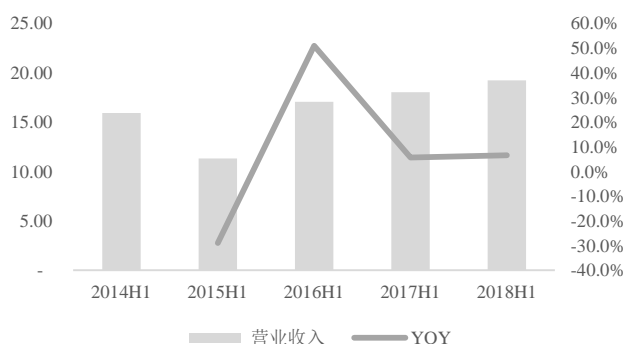
风险提示: 客流增长不及预期, 宏观经济波动等风险。

5. 餐饮: 板块稳增, 主要由广州酒家驱动

5.1. 行业集中度提升, 板块业绩实现增长

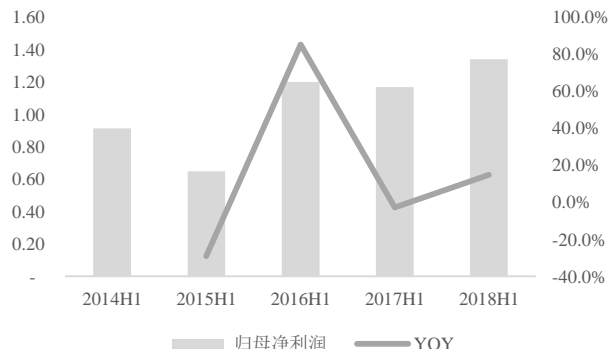
餐饮板块上半年增长平稳, 营收 19 亿, 同增 6.6%, 归母净利 1.34 亿, 同增 14.8%, 经营表现良好。Q2 单季营收 9.14 亿, 同增 6.1%, 归母净利 0.66 亿, 同增 5.3%。板块盈利能力基本持平, 净利率提升 0.5pct, 销售费用率提升 0.4pct, 成本控制与费用控制较好, 受益于良好的现金流, 板块财务费用率为负。

图 58: 13H1-18H1 餐饮板块营收及增速 (亿元)



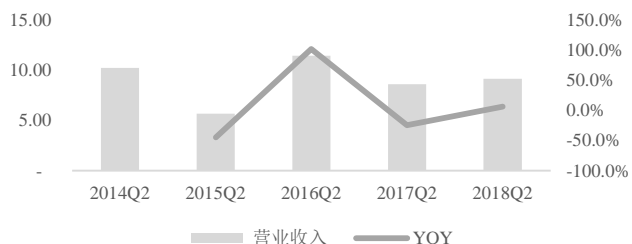
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 59: 13H1-18H1 餐饮板块归母净利及增速 (亿元)



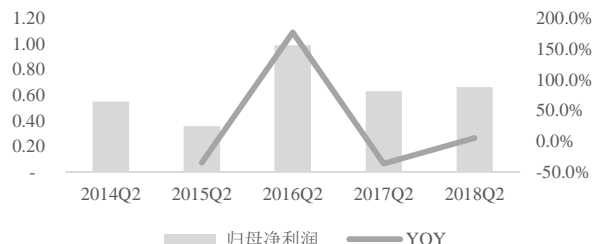
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 60: 13Q2-18Q2 餐饮板块营收及增速 (亿元)



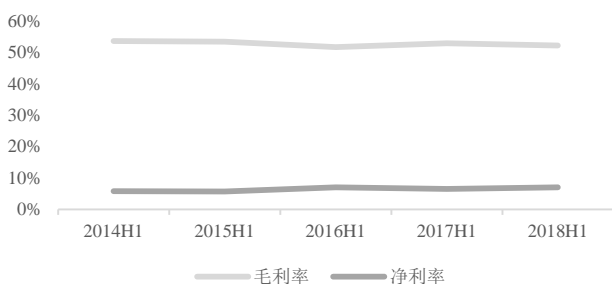
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 61: 13Q2-18Q2 餐饮板块归母净利及增速 (亿元)



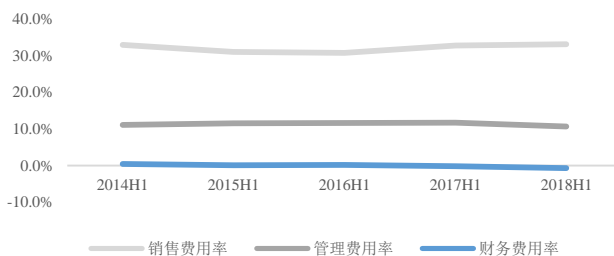
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 62: 13H1-18H1 餐饮板块毛利率&净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

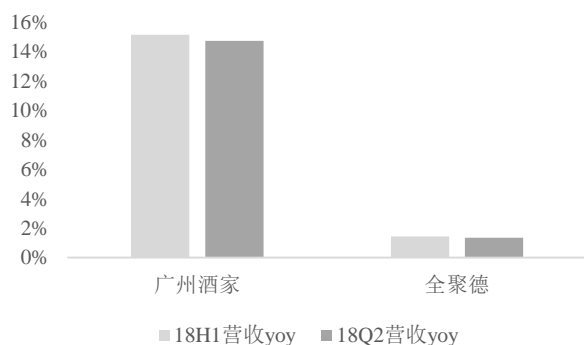
图 63: 13H1-18H1 餐饮板块三费率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

餐饮板块的主要增长来自于广州酒家。广州酒家上半年营收净利增速分别达到 15% 和 42%，全聚德营收和净利均同增 1%。

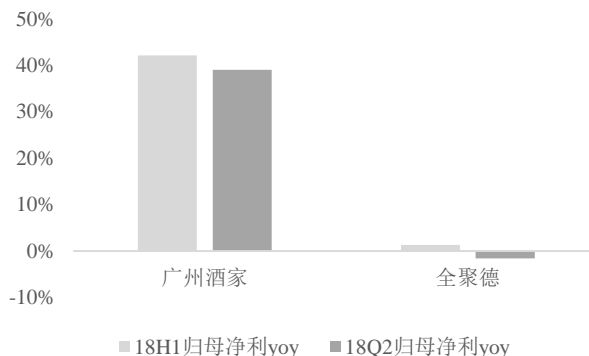
图 64: 18H1 餐饮板块部分公司营收增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 西安饮食利润为负

图 65: 18H1 餐饮板块部分公司归母净利增速

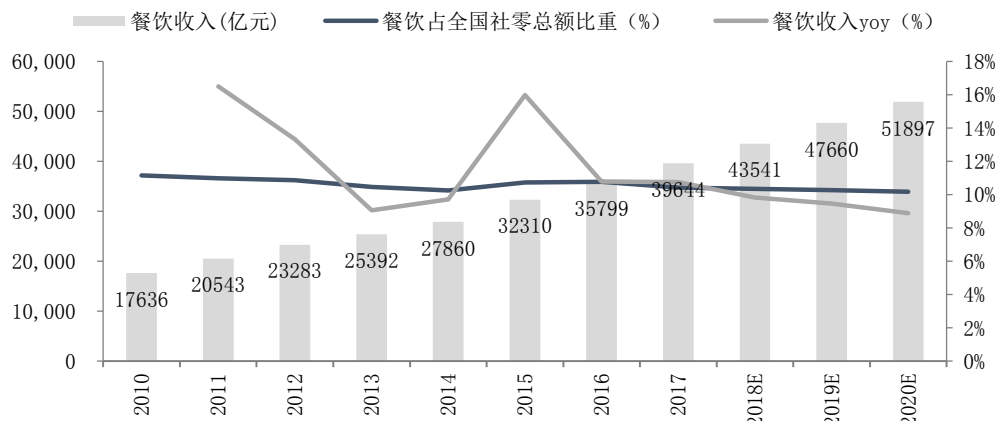


数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 西安饮食利润为负

行业增长稳定, 预计 2020 年规模突破 5 万亿。行业本身容量大, 城市化进程推进、中产阶级崛起、年轻消费主力扩大以及居民收入预期增长有望持续推动未来中长期餐饮行业稳定增长。根据中国烹饪协会预计, 2018 年餐饮业全年增速维持 10% 左右, 总体规模将达到 4.3 万亿, 预计 2020 年将突破 5 万亿大关, 3 年 CAGR 为 8.04%。

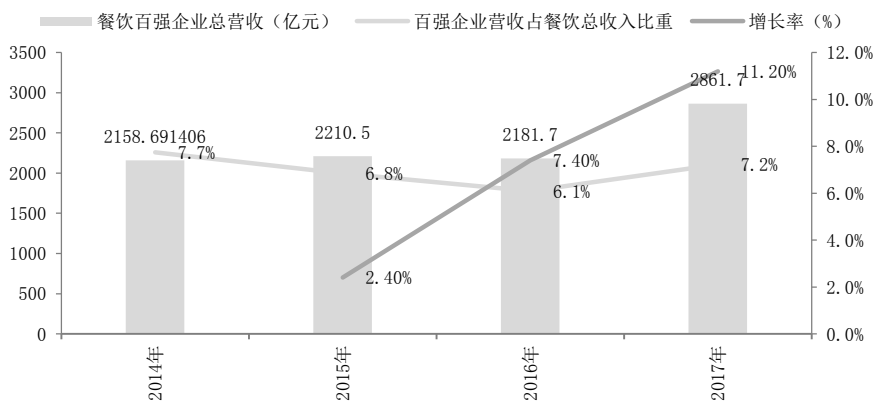
图 66：餐饮业市场规模及预测



数据来源：2018 中国餐饮报告，东吴证券研究所

百强企业扩大门店规模，行业头部日渐集中。74%的百强企业在 2017 年均新增了门店，目前 15%的百强企业拥有 500~1000 个门店，而门店数在千家以上的大型连锁企业由 2016 年的 4 家增加到 2017 年的 11 家，规模不断做大。伴随行业转型升级、百强企业勤修内功，我国餐饮业的集约化程度和组织化程度正在提高，17 年餐饮百强企业总营收增速 11.2%，营收占比提升 1.1pct。

图 67：餐饮百强营收占比提升

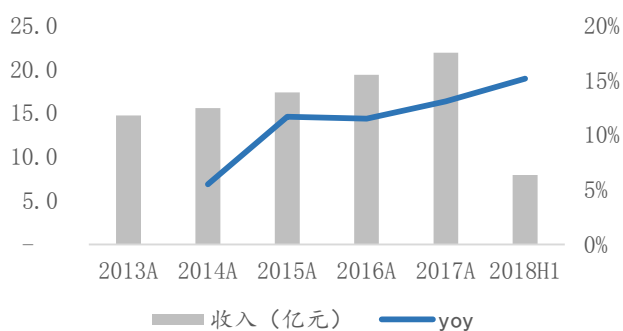


数据来源：2017 年度中国餐饮百强企业分析，东吴证券研究所

5.2. 广州酒家：上半年业绩稳增长，Q3 月饼销售潜力值得期待

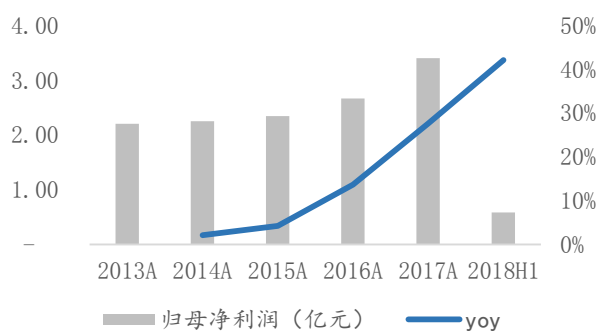
市场拓展叠加低税率，经营业绩保持高增长。18H1 营收 7.91 亿元 (+15.14%)。归母净利 0.58 亿元 (+42.09%)，主要由于营收增长稳健，食品板块毛利率同增 3.24pct，叠加利口福降税率（由 25% 降至 15%），扣除所得税影响的增速约 36%。扣非净利 0.54 亿元 (+33.78%)，非经常性损益主要包括政府补助 431 万，扣除所得税影响后增速约 28%。18Q2 营收 3.47 亿元 (+14.73%)，归母净利 0.20 亿元 (+39.04%)，扣非净利 0.16 亿元 (+19.03%)。

图 68: 广州酒家营业收入及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 69: 广州酒家净利润及增速

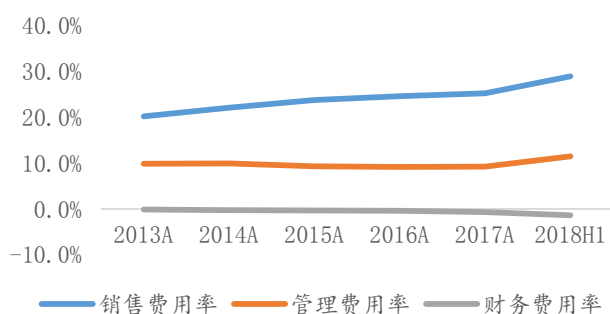


数据来源: wind, 东吴证券研究所

速冻/年货驱动高增长, 餐饮业务保持稳健。食品制造营收 4.78 亿元 (+22.6%), 主要是速冻产品和年货产品的快速增长, 核心产品月饼业绩主要体现在第三季度。餐饮业务营收 2.96 亿元 (+6.4%), 主要由于老店业绩稳定, 次新店服务产品提升带动业绩增长, 1 月新开门店白云机场店, 截至 18H1 开业门店共 19 家 (18 家直营+1 家参股)。

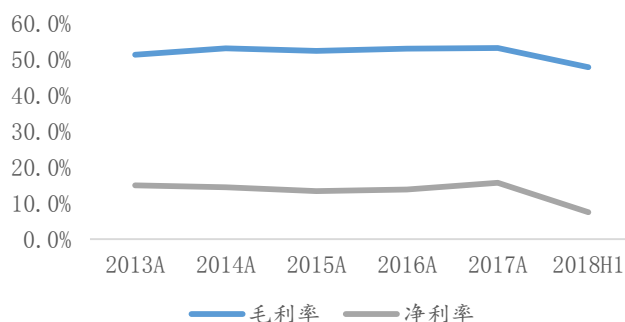
控费能力+高营销效率, 驱动毛利率抬升。整体毛利率达 47.74% (+1pct), 食品板块带动盈利能力提升。销售费用率 28.8%(+0.41pct), 管理费用率 11.4%(+0.01pct), 主要是业务规模扩大、新开利口福门店, 人员规模扩大, 租赁费用增加, 五险一金新规出台或影响工资; 财务费用率-1.4% (-0.72pct), 主要由于充分现金管理, 利息收入 1264 万元 (+108%)。

图 70: 广州酒家期间费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 71: 广州酒家毛利率、净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

产能扩充助力月饼销售, 预收账款显著增长。技改项目: 17 年底新增速冻产线, 结合产线技改提效, 缓解速冻产品市场需求, 带动食品业务增速提升; 月饼车间已完成扩展综合技改并新增一条生产线, 奠基月饼销售旺季。基地建设: 梅州基地 8 月以 2966 万取得 12.9 万平方米的土地使用权, 湘潭项目推进中。新设联营企业、子公司弥补短期产能缺口: 1) 联营公司德利丰 (17 年 9 月设立) 积极筹备投产工作, 补充公司馅料及饼酥类产品的产能需求。2) 18 年 5 月子公司利口福出资设立粮丰园, 持股 66.96%, 补充和完善月饼系列产品结构, 深度挖掘和扩展粤西及周边市场。18 年中秋月饼 6 月已预售, 18H1 预收账款同增 35%, 存货同增 26% (其中原材料同增 47%), Q3 月饼销售潜力值

得期待。

饼屋渠道布局推进，区域精细化推进。截至 18H1，饼屋（珠三角地区）超过 190 家，较 17 年底增长 20 家；经销网络扩大，覆盖线上线下，电商仓库正在选址推进中。

预计 2018-2020 年公司归属净利润为 4.25、5.43、6.75 亿元，同比增速分别为 25%、28%、24%，EPS 为 1.05、1.34、1.67 元，当前市值 109 亿元，对应 PE 为 25、19、15 倍。

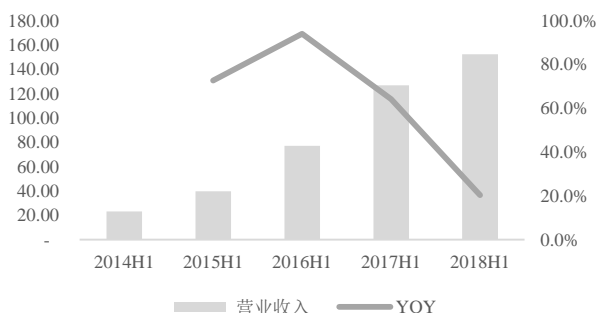
风险提示：月饼销售不及预期，宏观经济波动等风险。

6. 旅行社：出境游行业复苏，板块趋势较好

6.1. 出境游客流稳增长，板块业绩趋势较好

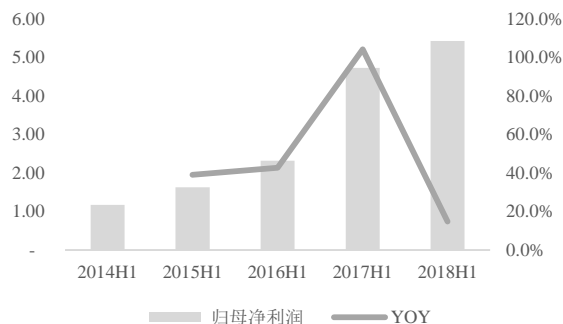
出境游行业复苏，旅行社板块内生增长稳健。上半年旅行社板块营收 152 亿，同增 20%，归母净利 5.42 亿，同增 14.7%，凯撒投资收益显著下滑超过 6 千万，影响较大，扣非后板块归母净利 4.09 亿，同增 25%，增长较为稳健。Q2 单季营收 82 亿，同增 21%，归母净利 3.5 亿，同增 10.6%，扣非净利 2.29 亿，同增 28%。

图 72：13H1-18H1 旅行社板块营收及增速（亿元）



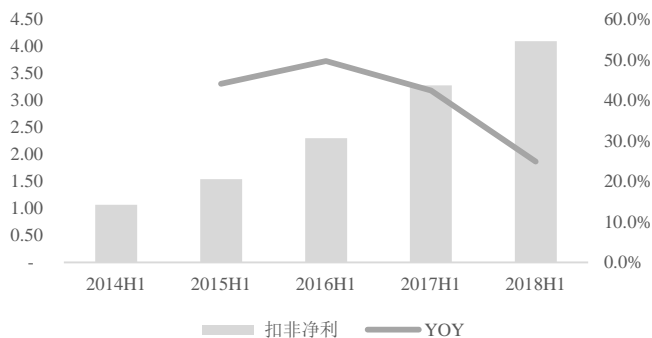
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 73：13H1-18H1 旅行社板块归母净利及增速（亿元）



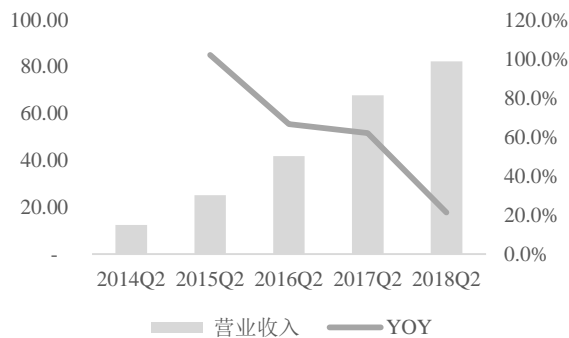
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 74：13H1-18H1 旅行社板块扣非净利及增速（亿元）



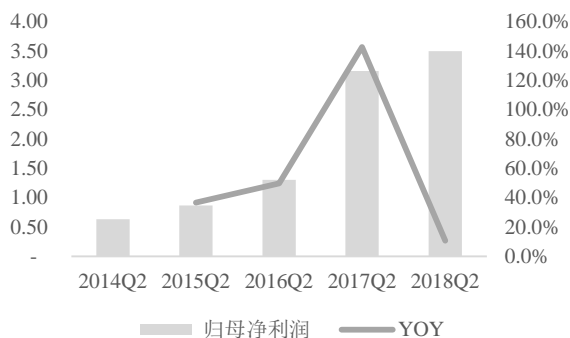
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 75：13Q2-18Q2 旅行社板块营收及增速（亿元）



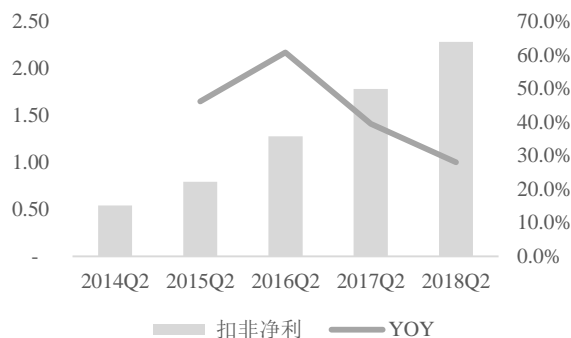
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 76: 13Q2-18Q2 旅行社板块归母净利及增速 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

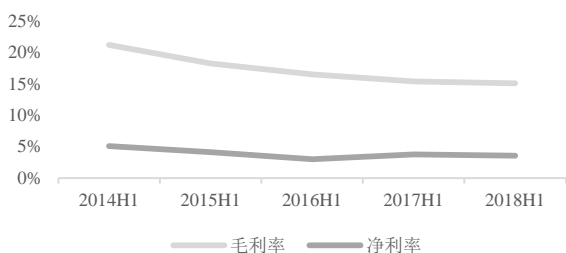
图 77: 13Q2-18Q2 旅行社板块扣非净利及增速 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

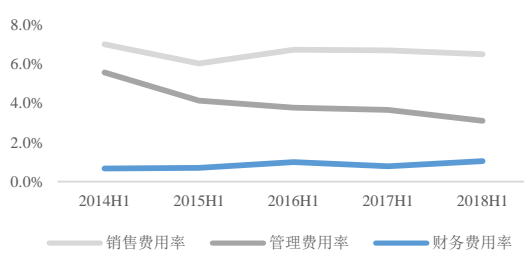
板块毛利率和净利率均基本持平, 期间费用控制较好, 管理费用率和销售费用率分别下降 0.5pct 和 0.2pct, 考虑到腾邦业务转型投入较大、众信和腾邦均提前预付海航机票款项, 叠加上半年融资偏紧的影响, 财务费用率有所提升。

图 78: 13H1-18H1 旅行社板块毛利率&净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

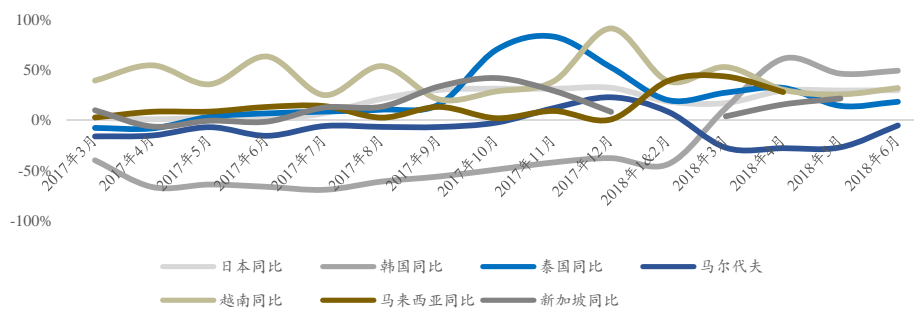
图 79: 13H1-18H1 旅行社板块三费率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

出境游行业复苏趋势仍维持, 上半年东南亚主要目的地增速维持较高水平, 7 月赴日游客同增 12.6%, 暑期高基数影响下, 增速较前期的 30% 以上有所下降; 赴越南游客同增 34%, 增速维持高位; 受泰国沉船影响, 7 月赴泰游客同降 0.9%, 增速有望逐步修复; 在 17 年萨德影响的低基数基础上, 赴韩游客同增 45.9%。

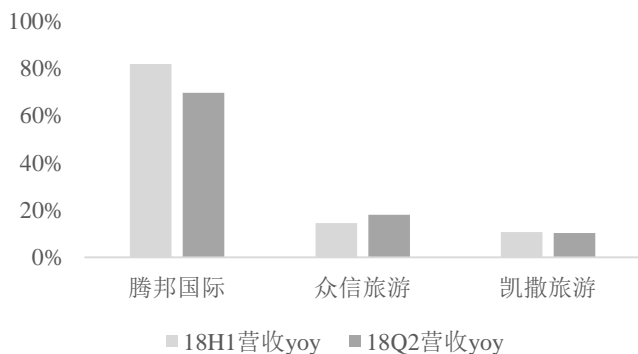
图 80: 中国赴东南亚游客增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

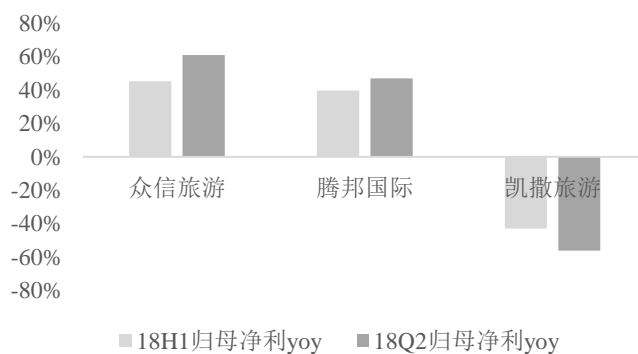
旅行社板块内，腾邦业务转型高增速，喜游于6月底并表增厚投资收益；众信批零一体化实现盈利能力提升；凯撒受投资亏损拖累。

图 81：18H1 旅行社板块公司营收增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 82：18H1 旅行社板块公司归母净利增速

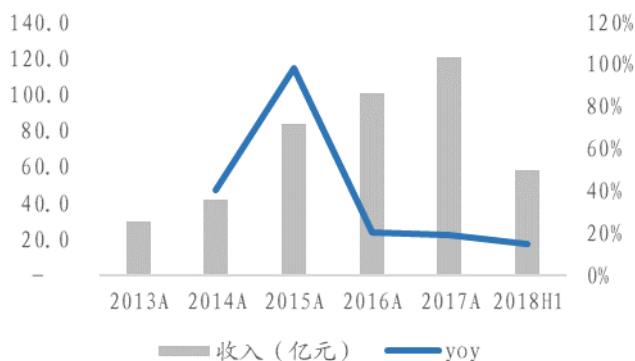


数据来源：wind，东吴证券研究所

6.2. 众信旅游：中报业绩亮眼，零售业务盈利能力显现

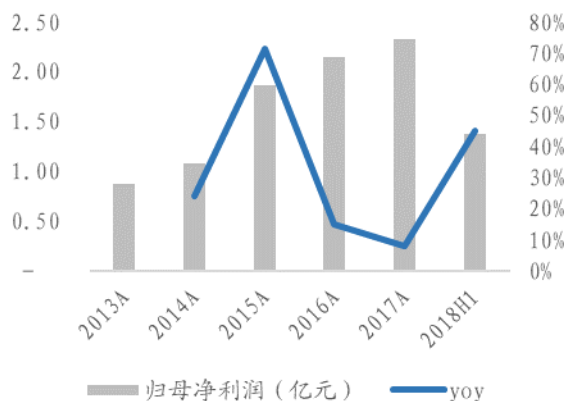
业绩稳步增长，增速略超预期。18年上半年实现营收 58.14 亿元 (+15.0%)，扣非净利 1.16 亿元 (+24.1%)，归母净利 1.38 亿元 (+45.2%)，主要是收到政府补助 262 万 (+142%)，处置 Club Med 股权取得投资收益超 2000 万。二季度单季营收 33.33 亿元 (+18.44%)，扣非净利 0.56 亿元(+26.9%)，归母净利 0.73 亿元 (+60.9%)，不含竹园增持，内生增速可观。

图 83：众信旅游营收及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 84：众信旅游归母净利及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

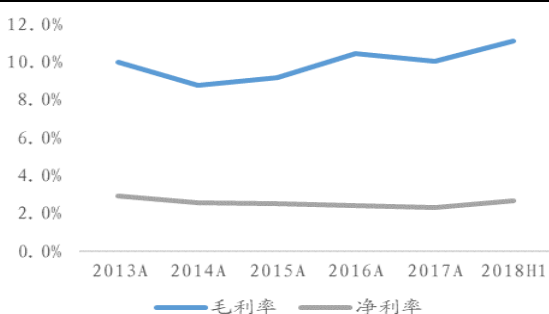
出境游批发：低线城市逐步增长，欧亚目的地加码，各目的地均有超过 10% 的增长。1) 收入稳增长，竹园贡献高：18H1 实现营收 44.41 亿元，同增 14.60%，毛利率 8.64% (-0.17pct)，其中竹园营收 23.78 亿元 (+11%)，净利 0.68 亿元 (+24%)，下半年竹园有望在完全并表后进一步贡献业绩。2) 双品牌运营：优耐德旅游(18 年新推出)与全景旅游(竹园)双品牌运营方式协同发展，向上集中采购降低成本，向下扩张规模、

本地化运营。3) 加强上游资源布局：欧洲产品升级、差异化竞争，收入、毛利双升；已与 50 多家航司合作，且加强东南亚航班布局；与多国旅游局开始合作。

出境游零售：提价推动毛利率持续提升，准直营模式助力渠道扩张加速。零售业务逐步放量，H1 营收 8.99 亿元 (+16.87%)，毛利率 17.33% (+2.25pct)，纯直营模式的毛利率已达约 19%，毛利提升主要由于：1) 众信利用强品牌和零售客户的低价格敏感性，实现零售渠道的产品提价；2) 规模效应助力公司实现采购成本控制。准直营助力门店布局提速，在江西、河北、内蒙古三省通过并购，开展前店后厂的准直营门店模式，截止 18H1 已有直营门店 152 家，准直营门店 253 家，门店合计达 405 家，公司计划至 2019 年底开设覆盖全国的 1000 家门店。

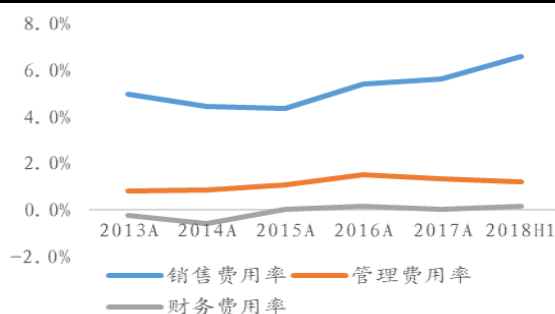
门店铺设带动期间费用微增，非经常性损益增厚业绩。上半年公司三费率同比微增 0.85pct，其中管理费用率基本平稳 (+0.01pct)；销售费用率增长 0.56pct，主要由于受门店铺设影响；财务费用率同增 0.28pct，主要由于公司按市场利率计提了可转换债券的利息支出。本期非经常性损益包括收到政府补助 262 万 (+142%)，处置金融资产投资收益 2273 万等，实现业绩增厚。

图 85：众信旅游毛利率及净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 86：众信旅游期间费用率



数据来源：wind，东吴证券研究所

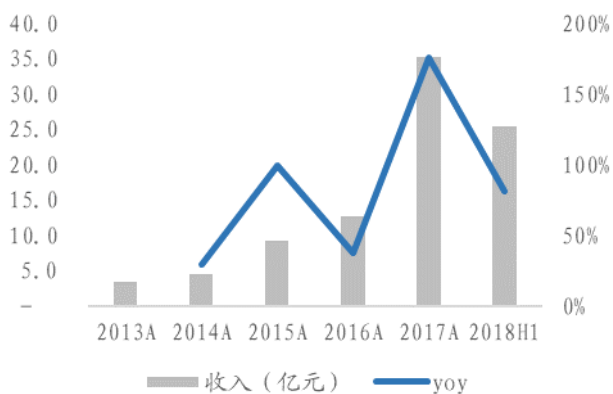
公司预计 18 年 1-9 月预计实现归母净利 2.1-3.0 亿元 (+15~+65%)，对应 Q3 归母净利 0.7-1.6 亿元 (-18%~+87%)。假设竹园国旅剩余股份的并购于 19 年完成，预计公司 18-20 年归母净利润 3.14 亿元 (+35%)，4.35 (+39%)，5.27 (+21%)，EPS 为 0.37、0.51、0.62 元，当前市值 80.12 亿元，对应 PE 24/17/14X，维持“买入”评级。

风险提示：出境游行业增长不及预期，宏观经济波动等风险。

6.3. 腾邦国际：旅游业务稳步增长，喜游并表增厚下半年业绩

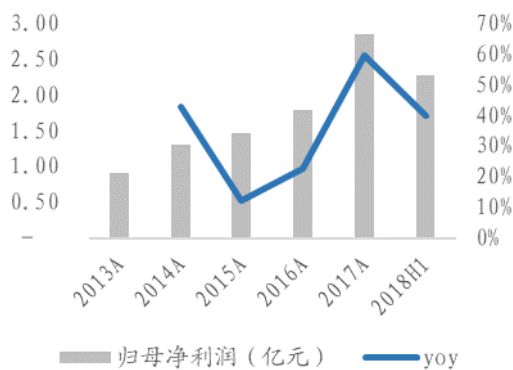
业绩表现良好。18H1 营收 25.5 亿元 (+81.94%)，归母净利 2.27 (+39.73%)，扣非净利 1.38 亿元 (+55.74%)，主要由于旅游业务发展，不含喜游并表 (6 月 30 日并表)，符合预期。18Q2 单季营收 13.91 亿元 (+69.8%)，归母净利 1.67 (+46.97%)，扣非净利 0.83 亿元 (+98.72%)，世界杯 (6.14-7.15) 拉动业绩增长。上半年非经常性损益包括：1) 出售八爪鱼全部 4.5% 的股权取得的投资收益 0.31 亿；2) 喜游并表、原有股权价值重估带来的投资收益 0.78 亿。

图 87: 腾邦国际营收及增速



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 88: 腾邦国际归母净利润及增速



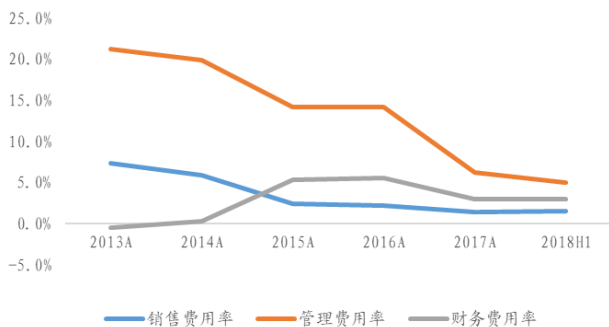
数据来源: wind, 东吴证券研究所

出境游稳步增长，受益于世界杯。腾邦旅游实现营收 15.26 亿，净利润 0.53 亿元，净利率 3.46%，贡献归属净利润约 0.39 亿。拓展“获客+航线运营+目的地资源整合”一体化：1) 加速上游航线，目前旅游包机航线 40 余条；上半年开通 8 条国内飞俄罗斯重点航线；与柬埔寨澜湄航空合作开通国内往返暹粒的航线（拟开通 14 条）。2) 加强海内外目的地资源，包括俄罗斯、马尔代夫、柬埔寨、南京、武汉等。3) 提升获客能力，二三线城市门店加速开拓，计划到 2020 年开店 1 万家。

金融业务持续协同，规模扩大、毛利率下降。18H1 营收 2.77 亿元 (+56.37%)，毛利率 53.87 (-11.81pct)，其中子公司融易行小额贷款公司营收 2.14 亿 (+29.7%)，实现净利润 0.86 亿 (+42%)。持续加强金融服务与旅游场景的协同，在支付结算、清结算解决方案、供应链金融、消费金融等方面提供服务，支撑主业发展。

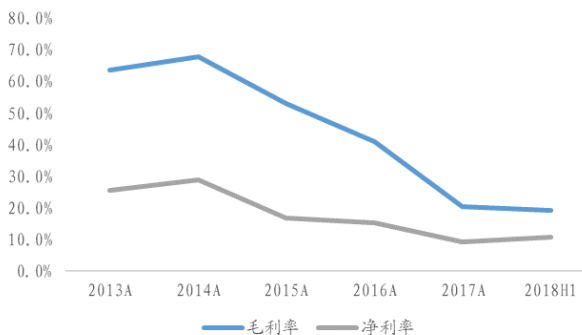
管理提效、控费能力提升，现金流有所好转。业务转型逐步理顺，管理效率逐步提升，管理费用率降低至 5.03% (-2.61pct)，此外销售费用率 1.54% (-0.01pct)、财务费用率 3.02% (-0.34pct)；受益于旅游旺季和世界杯产品销售，上半年经营性现金流净额-7.32 亿元，较 Q1 的-7.89 亿有所好转，经营性现金流流出增加主要由于：1) 向海航系提前支付机票款；2) 包机模式增加预付款；3) 小额贷款放贷规模增加。

图 89: 腾邦国际毛利率及净利率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 90: 腾邦国际期间费用率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

喜游国旅增资并表，增厚下半年业绩。腾邦旅游增持喜游后，腾邦国际直接持有 49.18%、通过腾邦旅游间接持有 43.07%，于 6 月 30 日并表，上半年喜游原有股权增值带来 0.78 亿投资收益，计入非经常性损益。喜游下半年实现并表，受益世界杯后半程，有望增厚业绩。预计 18-20 年归属净利 3.77 (+33%)、4.73 (+26%)、5.69 (+20%) 亿元，EPS 为 0.61、0.77、0.92 元，对应 PE 18、15、12 倍，维持“增持”评级。

风险提示：出境游行业增长不及预期、业务转型进度低于预期，宏观经济波动等风险。

7. 风险提示

宏观经济波动带来对居民旅游消费的影响。

天气恶劣影响出游客流。

旅游行业竞争格局变化。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

