

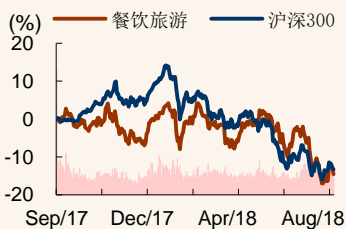
推荐 (维持)

酒店、免税业绩靓丽，短期谨慎精选个股

2018年09月02日

餐饮旅游板块2018年中报总结

上证指数	2725		
行业规模	占比%		
股票家数 (只)	32	0.9	
总市值 (亿元)	3897	0.8	
流通市值 (亿元)	3112	0.8	
行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	-8.9	-13.5	-11.7
相对表现	-3.7	3.6	1.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《餐饮旅游行业周报—短期谨慎精选个股，宋城中青旅中报出色》2018-08-26
- 2、《格林酒店 18Q2 财报解读—经营数据稳健，调整后业绩增长 25%》2018-08-25
- 3、《华住酒店 18Q2 财报深度解读—18Q2 业绩增长 39%，进军中高端市场》2018-08-25

梅林

021-68407471
 meilin@cmschina.com.cn
 S1090517070006

上半年餐饮旅游板块龙头业绩增长强劲，其中酒店、免税业绩靓丽，出境游、景区中的优质公司同样表现突出。但展望 Q3，市场对下半年经济和消费预期悲观，而我们判断，酒店、免税 Q3 表现也很难超越 Q2，依靠基本面，短期难以逆转市场悲观预期，因此我们对旅游板块短期维持谨慎，建议精选个股，**首推确定性成长标的：宋城演艺**。酒店和免税虽然长期成长逻辑并未被打破，但短期承压，估值回落后续具备长期投资价值，Q4 或有反转机会，**长期角度继续推荐：中国国旅、首旅酒店、锦江股份**。此外建议关注中报业绩改善标的，或有阶段性机会：中青旅、众信旅游、腾邦国际。

- **18H1 行业景气度向好，强者恒强引领增长。**上半年，餐饮旅游板块整体实现营收 634 亿元/增长 21%，扣非净利润 45 亿元/增长 30%，其中酒店、免税龙头增长强劲，出境游温和复苏，内部分化，景区整体平淡，但优质公司成长突出。总体看，龙头驱动行业增长，强者恒强效应明显。
- **酒店：涨价驱动 RevPAR 增长，龙头业绩强劲。**上半年酒店房价大涨，入住率略有下滑，RevPAR 维持 5% 左右的较快增长，龙头业绩靓丽，首旅、锦江、华住、格林酒店上半年扣非后业绩分别增长 32%、58%、47%、26%，是旅游板块中表现最好的细分领域。
- **免税：新增并表提升规模，三亚店驱动国旅增长。**上半年国旅业绩增长 48%，上海、北京、香港机场店并表增厚规模，真正的增长由三亚店驱动（Q2 业绩 +71%），Q2 香港机场店亏损、北京机场店执行新扣点，使得利润增长放缓。
- **景区：宋城、丽江提速，门票降价压制估值。**上半年国内景区整体表现一般，分化加剧，宋城、丽江、三特旗下景区表现相对较好，乌镇、古北水镇、黄山客流下滑，近期自然景区降票价对业绩影响有限，但压制未来估值。
- **出境游：景气度温和复苏，众信反弹凯撒放缓。**上半年国内出境游人次增长 14.5%，短途线路加速增长，长途线路稳定，众信中报改善明显，收入增长良好，凯撒增长放缓，低于预期，腾邦出境游业务爆发，业绩大增。
- **风险因素：宏观经济增速下滑；旅游行业系统性风险。**

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
首旅酒店	18.42	0.64	1.02	1.23	18.04	15.00	2.4	强烈推荐-A
锦江股份	24.55	0.92	1.18	1.39	20.73	17.66	1.9	强烈推荐-A
中国国旅	63.36	1.30	1.87	2.25	33.85	28.19	8.3	强烈推荐-A
宋城演艺	22.47	0.73	0.93	1.21	24.11	18.59	4.2	强烈推荐-A
中青旅	15.36	0.79	0.92	1.07	16.70	14.36	1.9	强烈推荐-A
黄山旅游	11.11	0.55	0.54	0.64	20.57	17.36	2.1	审慎推荐-A
峨眉山 A	7.04	0.37	0.43	0.46	16.37	15.30	1.7	审慎推荐-A
丽江旅游	7.32	0.37	0.44	0.51	16.64	14.35	1.7	审慎推荐-A
凯撒旅游	8.39	0.27	0.39	0.49	21.56	17.29	3.2	审慎推荐-A
众信旅游	8.95	0.28	0.38	0.44	23.55	20.34	3.3	审慎推荐-A
腾邦国际	11.31	0.50	0.60	0.67	18.85	16.88	2.4	审慎推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、行业景气度向上，强者恒强引领增长	4
二、酒店：涨价驱动 RevPAR 增长，龙头业绩强劲	5
三、免税：新增并表提升规模，三亚店驱动国旅增长	9
四、景区：宋城、丽江提速，门票降价压制估值	11
五、出境游：景气度温和复苏，众信稳增凯撒放缓	13
六、投资建议：短期谨慎，精选个股	15
风险提示：宏观经济增速下滑；旅游行业系统性风险。	16

图表目录

图 1：如家所有酒店和开业满 18 月酒店 RevPAR 同比增速	6
图 2：华住酒店整体经营情况	8
图 3：华住经营满 18 个月酒店的同店经营情况	8
图 4：格林酒店直营店经营情况	9
图 5：格林酒店加盟店经营情况	9
图 6：2010H1-2018H1 黄山景区客流及增速	12
图 7：2010H1-2018H1 峨眉山景区客流及增速	12
图 8：2010H1-2018H1 丽江玉龙雪山索道客流及增速	12
图 9：2010H1-2018H1 桂林旅游旗下景区客流及增速	12
图 10：2007-2018H1 中国公民出境游人数	13
图 11：2017-2018H1 部分目的地中国游客月度同比增速	13
图 12：民航国际航线客运量月度同比增速	14
图 13：中航信国际航线运输量指数月度同比增速	14
图 14：餐饮旅游行业历史 PE Band	16
图 15：餐饮旅游行业历史 PB Band	16
表 1：餐饮旅游板块上市公司 2018 中报业绩情况	4
表 2：首旅、锦江、华住、格林 2018 年上半年经营数据、财务指标对比	5
表 3：2018 年 Q2 如家酒店经营情况	6
表 4：首旅酒店单季开业酒店数量（家）	6
表 5：上半年如家收入净利润情况（单位：百万元）	6
表 6：2018 年上半年锦江国内酒店经营情况	7
表 7：锦江股份净利润拆分（单位：百万元）	7
表 8：华住酒店 2017-2018 年开业情况	8

表 9: 2017-2018Q2 格林酒店开业情况	9
表 10: 中国国旅营业收入拆分	9
表 11: 中国国旅归母净利润拆分	10
表 12: 宋城演艺中报业绩拆分 (单位: 百万元)	11
表 13: 2018 上半年乌镇公司财务数据和客流情况	11
表 14: 2018 上半年古北水镇公司财务数据和客流情况	12
表 15: 上市公司相关景区门票降价情况	13
表 16: 众信凯撒上半年收入及毛利率对比 (单位: 亿元)	14
表 17: 众信凯撒 Q2 及上半年收入利润对比 (单位: 亿元)	14
表 18: 腾邦旗下子公司及合并报表上半年收入利润情况 (单位: 亿元)	15
表 19: 重点公司业绩及估值表 (截至 2018 年 9 月 1 日)	15

一、行业景气度向上，强者恒强引领增长

2018H1 餐饮旅游板块景气度向好，龙头公司增长更快。上半年，餐饮旅游板块整体实现营收 634 亿元/增长 21%，扣非净利润 45 亿元/增长 30%，主要受细分领域龙头增长所驱动，强者恒强效应明显。

酒店、免税增长强劲，景区、出境游分化加剧。上半年酒店业景气度较高，四大酒店龙头业绩表现亮眼，是旅游板块中表现最好的细分领域。国旅旗下三亚免税店收入和利润大幅增长，同时上海日上并表增厚规模。宋城旗下三亚、丽江项目表现优异，但乌镇、古北水镇、黄山客流下滑，差异明显。出境游行业温和复苏，众信业绩反弹，腾邦迎来爆发，凯撒增长放缓。

表 1: 餐饮旅游板块上市公司 2018 中报业绩情况

子板块	公司简称	2018Q1		2018Q2		2018H1	
		归母净利润 (百万元)	YoY	归母净利润 (百万元)	YoY	归母净利润 (百万元)	YoY
酒店	首旅酒店	75	117%	265	28%	340	41%
	岭南控股	38	13%	62	33%	100	24%
	锦江股份	230	16%	273	28%	503	22%
	金陵饭店	16	72%	31	-21%	47	-3%
	华天酒店	-74	-15%	-69	-110%	-143	-47%
免税	中国国旅	1160	61%	759	30%	1919	48%
休闲 景区	大连圣亚	-9	7%	17	10%	8	35%
	宋城演艺	322	31%	343	23%	665	27%
	中青旅	99	14%	306	18%	405	17%
自然 景区	三特索道	-28	7%	124	3149%	97	388%
	新智认知	-2	-124%	137	75%	135	55%
	曲江文旅	30	3%	41	91%	71	41%
	*ST 藏旅	-23	12%	7	876%	-16	38%
	丽江旅游	46	-2%	73	37%	119	19%
	黄山旅游	78	67%	141	0%	219	17%
	峨眉山 A	18	11%	52	12%	70	12%
	天目湖	18	28%	31	3%	49	11%
	九华旅游	30	-18%	30	34%	60	1%
	桂林旅游	-2	-44%	32	3%	29	1%
	长白山	-32	-14%	-10	-2%	-42	-11%
	张家界	-15	-241%	35	25%	20	-48%
出境游 旅行社	众信旅游	66	31%	73	61%	138	45%
	凯撒旅游	28	20%	49	-56%	77	-43%
	腾邦国际	60	23%	167	47%	227	40%
餐饮	全聚德	37	5%	41	-2%	78	1%
	西安饮食	-8	7%	6	-20%	-2	-88%
旅游	西安旅游	-5	-10%	-2	39%	-7	8%
综合	云南旅游	-21	-3396%	24	32%	3	-80%

资料来源: Wind、招商证券

二、酒店：涨价驱动 RevPAR 增长，龙头业绩强劲

入住率下行，房价加速上涨，RevPAR 增速不低。2017 年，酒店业开启全面反弹，入住率提升明显，同时房价小幅增长，到今年上半年，入住率提升幅度有限，甚至出现下滑，房价加速上涨，导致 RevPAR 增幅不及去年同期，但 Q2 仍有 5% 左右增长，实际表现并不弱。

酒店龙头上半年业绩优异，明显好于其他旅游公司。受益于 RevPAR 增长和新开店扩张，四大酒店龙头业绩表现靓丽，首旅、锦江、华住、格林酒店上半年扣非后业绩分别增长 32%、58%、47%、26%，是旅游板块中表现最好的细分领域。

华住 RevPAR 最强，锦江开店最快，首旅、格林表现稳健。四大酒店集团中，华住 RevPAR 增长最快，达到 7.9%，同时扣非业绩增长 47%；锦江上半年共开业 548 家酒店，同时签约店储备最多，后续发展动力强劲；首旅和格林酒店相对稳健，RevPAR 和业绩增长较为出色。

表 2：首旅、锦江、华住、格林 2018 年上半年经营数据、财务指标对比

	首旅如家	锦江股份	华住酒店	格林酒店
入住率 (%)	85.0%	78.8%	92.2%	82.6%
yoy	-2.2pct	-1.9pct	0.3pct	-0.6pct
平均房价 (元)	184	189	210	164
yoy	7.0%	6.0%	7.5%	5.1%
RevPAR (元)	157	149	194	136
yoy	4.3%	3.4%	7.9%	4.6%
上半年开业 (家)	219	548	274	184
上半年关店	143	107	117	39
上半年净开业 (家)	76	341	157	145
签约待开业数 (家)	612	3,127	839	477
18 年计划开业 (家)	450	900	650-700	600
——中高档占比	50%	65%-70%	60%-65%	-
营业收入 (亿元)	40.0	69.4	46.1	4.4
yoy	0.4%	10.3%	27.6%	21.7%
归属净利润 (亿元)	3.4	5.0	4.7	1.9
yoy	41.2%	22.1%	-13.3%	2.3%
扣非后归属净利润 (亿元)	3.2	3.2	8.4	1.9
yoy	32.1%	58.2%	47.3%	25.9%
经营活动现金净流量 (亿元)	7.7	15.4	15.6	2.0
销售毛利率	94.9%	89.9%	33.2%	70.2%
销售净利率	9.2%	8.3%	10.1%	42.8%

注：1) 如家和华住的入住率、房价、RevPAR 为 Q2 开业满 18 个月成熟酒店同店数据，锦江为上半年同店数据，格林为 Q2 整体数据；2) 签约开业酒店数截至 2018 年 6 月底；3) 财务数据为 2018 年上半年。资料来源：公司公告、招商证券

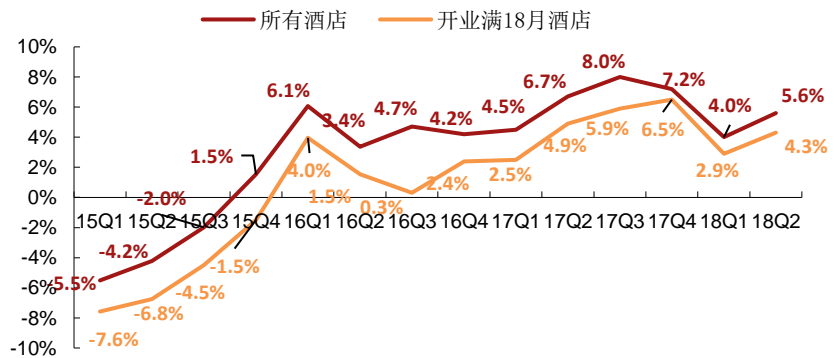
如家改造致入住率下滑，平均房价加速上涨。如家 Q2 开业满 18 个月成熟酒店同店入住率/平均房价/RevPAR 分别增长-2.2pct/7.0%/4.3%，较 Q1 (-2.0pct/5.4%/2.9%) 大幅提速，略低于 17Q2 (RevPAR+4.9%)。一方面，Q2 是酒店旺季，但如家直营店停业升级改造，拖累整体入住率；另一方面，前期改造酒店初见成效，平均房价涨幅再创新高。

表 3: 2018 年 Q2 如家酒店经营情况

项目	酒店数量	RevPAR (元/间)		均价 (元/间)		出租率 (%)	
		2018Q2	同比%	2018Q2	同比%	2018Q2	同比%
所有开业酒店	3,631	158	5.6%	190	8.9%	83.5%	-2.6%
——经济型	3,153	146	3.3%	173	6.0%	84.4%	-2.2%
——中高端	478	243	-4.8%	312	-1.9%	77.8%	-2.4%
开业 18 个月以上酒店的同店	2,898	157	4.3%	184	7.0%	85.0%	-2.2%
——经济型	2,687	147	4.1%	173	7.1%	85.1%	-2.4%
——中高端	211	287	5.0%	343	4.3%	83.6%	0.6%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 如家所有酒店和开业满 18 月酒店 RevPAR 同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

Q2 开店同比提速, 整体向中档和加盟方向发展。Q2 首旅新开酒店 135 家(14 家直营, 121 家加盟), 同比提速(17Q2 开业 116 家), 其中经济型开业 52 家, 中高端 53 家, 其他类别 30 家, 目前公司已签约未开业和正在签约店有 612 家。

表 4: 首旅酒店单季开业酒店数量 (家)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
经济型	11	58	48	83	30	52
中高端	11	33	44	117	29	53
其他	14	25	36	32	25	30
合计	36	116	128	232	84	135

资料来源: 公司公告、招商证券

如家上半年利润增长 34.2%, 高增长符合预期。如家酒店上半年实现收入 33.3 亿元/与同期持平, 归母净利润 3.3 亿元/增长 34.2%, 其中 Q2 业绩增长 31%, 主要得益于: 1) 经济型改造有所成效, 房价大增 7.1%; 2) 中高端酒店开始逐步贡献业绩增量; 3) 开店速度加快, Q2 新开 135 家。

表 5: 上半年如家收入净利润情况 (单位: 百万元)

	2017Q1	2018Q1	yoy	2017Q2	2018Q2	yoy	2017H1	2018H1	yoy
营业收入	1,550	1,555	0.4%	1,783	1,776	-0.4%	3,332	3,331	0.0%
归母净利润	35	55	55%	210	274	31%	245	329	34%

注: 2017 年上半年政府补助主要在 Q2, 故假设 2018 年政府补助于 Q2 收到, 如家净利润为收购溢价摊销调整后。资料来源: 公司公告、招商证券

入住率下跌房价大涨，锦江 RevPAR 延续增势。上半年锦江开业满 18 个月的成熟酒店同店入住率/平均房价/RevPAR 同比增长-2.0pct/6.0%/3.4%，Q2 增速与 Q1 相当，其中经济型七天品牌入住率下滑明显，但房价再次提升，推动 RevPAR 持续上涨。

表 6: 2018 年上半年锦江国内酒店经营情况

项目	酒店数量	RevPAR (元/间)		均价 (元/间)		出租率 (%)	
		2018H1	同比%	2018H1	同比%	2018H1	同比 pct
所有开业酒店	5,746	151.1	7.0%	195.6	10.1%	77.2%	-2.3%
——经济型	4,054	119.7	0.3%	158.9	3.9%	75.4%	-2.7%
——中高端	1,692	210.0	2.0%	260.0	5.7%	80.8%	-2.9%
开业 18 个月以上酒店的同店	4,213	148.5	3.4%	188.6	6.0%	78.8%	-2.0%
——经济型	3,468	122.6	1.1%	159.7	4.2%	76.8%	-2.3%
——中高端	745	228.8	6.5%	269.4	7.9%	84.9%	-1.1%

资料来源: 公司公告、招商证券

开店数量继续领先，储备店充足。上半年锦江净开业酒店 341 家（开业 548 家，关店 207 家），其中直营酒店减少 30 家，加盟酒店增加 371 家。截止 6 月底，锦江拥有国内已开业中档酒店 1692 家，待开业约 2416 家，遥遥领先于同行。

锦江中报超预期，费用控制驱动扣非业绩高增。上半年锦江收入增长 10.3%，国内酒店分部（老锦江、铂涛、维也纳）稳定增长，扣非后归属净利润增长 58.2%，主要是：1）期间费用控制良好，财务费用下降明显；2）铂涛并表范围由 81% 上升至 93%；3）餐饮部分利润有所增加。

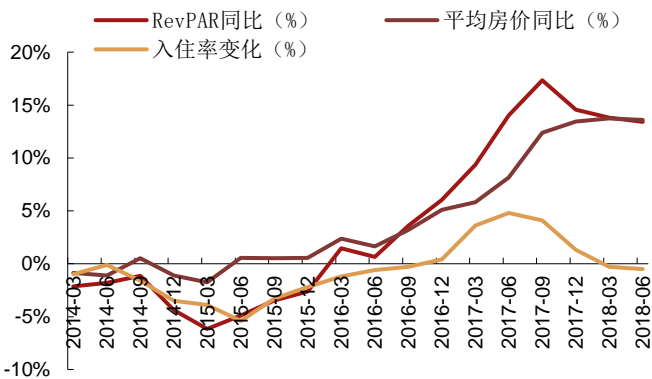
表 7: 锦江股份净利润拆分 (单位: 百万元)

	2017Q1	2018Q1	yoy	2017Q2	2018Q2	yoy	2017H1	2018H1	yoy
锦江分部	25	45	78%	58	94	62%	83	139	67%
铂涛集团	-1	33		102	100	-1%	100	133	33%
维也纳集团	31	62	102%	64	58	-10%	95	120	26%
国内酒店分部	55	140	156%	224	252	13%	278	392	41%
卢浮集团	74	12	-84%	83	104	26%	157	116	-26%
食品及餐饮业务	58	62	7%	47	71	51%	105	133	27%
其他净利润(倒推)	36	83	130%	-79	-106	-33%	-43	-23	47%
净利润合计	200	274	37%	251	299	19%	451	573	27%
少数股东损益	1	44		37	26	-32%	39	69	79%
归母净利润	199	230	16%	213	273	28%	412	503	22%
非经常性损益	147	161	10%	66	27	-60%	213	188	-12%
扣非后归母净利润	52	69	33%	147	246	67%	199	316	58%

资料来源: 公司公告、招商证券

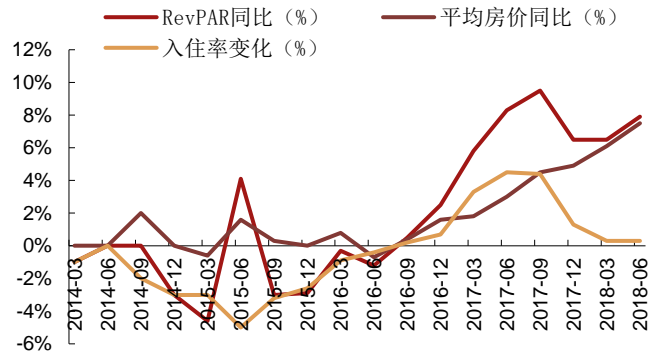
华住入住率与同期持平，平均房价加速上涨。华住 Q2 同店入住率/平均房价/RevPAR 增长 0.3pct/7.5%/7.9%，表现强于 Q1（0.3pct/6.1%/6.5%），略低于 2017Q2（4.5pct/3.0%/8.3%），主要由于 2017Q2 华住成熟店入住率已高达 92%，增量有限，但受益市场的旺盛需求和门店升级改造，平均房价增幅再创新高，并推动 RevPAR 持续上涨。

图 2: 华住酒店整体经营情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 华住经营满 18 个月酒店的同店经营情况



资料来源: 公司公告、招商证券

半年开业酒店 274 家, 签约待开业酒店储备充足。华住 Q2 净增加酒店 86 家, 其中开业 147 家, 关店 61 家。Q2 净开业酒店中, 中档酒店 93 家/占比 108%, 加盟酒店 86 家/占比 100%。华住上半年开业酒店 274 家, 全年开业指引 650-700 家, 预计下半年开业 400 家左右, 目前拥有签约的待开业酒店 839 家。

华住 Q2 业绩符合预期, 调整后净利润增长 39%。Q2 华住酒店净收入增长 25.9%, 其中桔子酒店并表贡献增长 14%, 华住部分内生增长 11.9%。剔除公允价值变动影响后归属净利润增长 38.7%, EBITDA 增长 35.1%, 其中雅高分红、汇兑损失、一次性交易补偿等非经常损益基本相抵, 业绩增长主要来自公司酒店规模扩张、同店 RevPAR 大幅增长 7.9%以及桔子酒店并表。

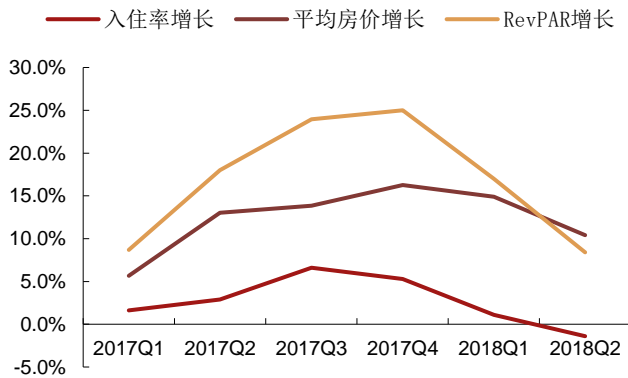
表 8: 华住酒店 2017-2018 年开业情况

	经济型		中端		合计
	自营店	加盟特许	自营店	加盟特许	
17Q1 净开业数量 (家)	-8	45	4	26	67
17Q2 净开业数量 (家)	2	33	64	106	205
——其中桔子酒店	8	2	61	69	140
17Q3 净开业数量 (家)	-12	47	10	70	115
17Q4 净开业数量 (家)	-14	40	1	63	90
18Q1 净开业数量 (家)	-14	4	16	65	71
18Q2 净开业数量 (家)	-13	6	13	80	86
总数 (家)	463	2,394	210	836	3,903

注: 2018 年 Q1 起华住将 ibis 从经济型划分入中档酒店, 2017 年 Q1-Q4 净开业数据采用新口径追溯计算得出, 总数数据截止 2018 年 6 月。资料来源: 公司公告、招商证券

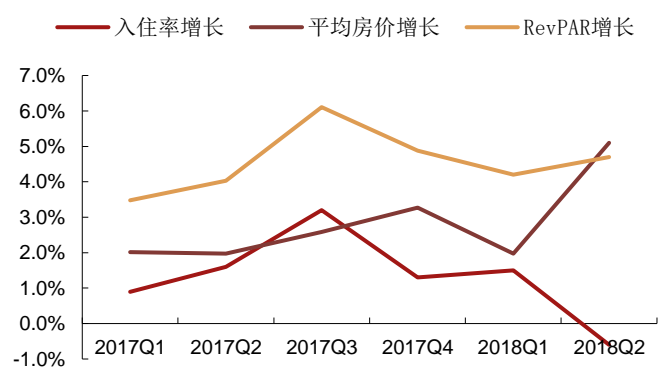
入住率微降房价上涨, 格林 RevPAR 维持增势。格林酒店 Q2 整体入住率/平均房价/RevPAR 增长-0.6pct/5.1%/4.6%, 其中直营店增长较快主要是因为数量少, 新开的中档品牌格林东方拉动明显; 加盟店入住率/平均房价/RevPAR 增长-0.6pct/5.2%/4.7%, 稍高于 Q1 增幅 (1.5pct/2.0%/4.2%)。

图 4: 格林酒店直营店经营情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 格林酒店加盟店经营情况



资料来源: 公司公告、招商证券

Q2 净开业 80 家，开业酒店均为加盟店。18Q2 格林酒店开业 104 家，关店 24 家，净开业 80 家。开业中经济型 31 家，中档 68 家，中高档 5 家；从地域上看，开业酒店中 7 家位于一线城市，22 家位于二线城市，75 家分布于其他城市，目前待开业酒店 477 家。

格林 Q2 业绩稳定增长，新开加盟店贡献增量。Q2 格林酒店收入增长 20.3%，归属净利润下降 10.5%，剔除证券交易损失和美国存托凭证计划相关报销等项目后，公司核心净利润增长 24.7%，表现稳健。

表 9: 2017-2018Q2 格林酒店开业情况

数量: 家	直营店	加盟店	合计
2017Q1 净开业数量	-2	2	0
2017Q2 净开业数量	-3	74	71
2017Q3 净开业数量	0	84	84
2017Q4 净开业数量	-1	171	170
2018Q1 净开业数量	0	65	65
2018Q2 净开业数量	0	80	80

资料来源: 公司公告、招商证券

三、免税：新增并表提升规模，三亚店驱动国旅增长

上海、北京、香港机场店并表增厚规模，三亚店业绩表现出色。上半年国旅营业收入增长 67.8%，归属净利润增长 47.6%，主要是上海、香港、首都机场增加并表范围，剔除并表因素，公司上半年收入增长 15.1%，归属净利润增长 41.8%，主要是由于三亚店收入快速增长和利润率提升所致。

表 10: 中国国旅营业收入拆分

	2017Q1	2018Q1	yoy	2017Q2	2018Q2	yoy	2017H1	2018H1	yoy
国旅总社	2,361	2,317	-1.9%	3,080	3,147	2.2%	5,441	5,464	0.4%
中免集团	3,391	6,430	89.6%	3,616	9,047	150.2%	6,953	15,477	122.6%
——三亚市内免税店	2,113	2,699	27.7%	1,115	1,441	29.2%	3,228	4,140	28.2%
——其他免税渠道	1,278	1,959	53.3%	1,139	2,148	88.6%	2,363	3,155	33.5%

	2017Q1	2018Q1	yoy	2017Q2	2018Q2	yoy	2017H1	2018H1	yoy
——北京日上 (持股 51%)		1,772	-	1,362	1,538	12.9%	1,362	3,310	-
——上海日上 (持股 51%)					3,920	-		3,920	-
——香港机场 (持股 80%)								952	
其他(国旅投资等)	29	102	252.7%	90	42	-53.7%	173	144	-17.0%
营业收入合计	5,781	8,849	53.1%	6,787	12,236	80.3%	12,568	21,085	67.8%

注: Q1、Q2 单季度拆分将香港机场归入其他免税渠道, 半年度拆分将香港机场单独列示。北京日上 2018 年 2 月 11 日起只负责运营首都机场 T3 航站楼免税店(2018 年 2 月 11 日之前负责运营首都机场 T2 和 T3 航站楼免税店)。资料来源: 公司公告、招商证券

Q2 三亚店延续强劲增势, 传统免税渠道增长放缓。拆分来看, Q2 三亚免税店收入增长 29.2%, 利润增长 71.4%, 延续去年以来的靓丽表现, 主要是: 1) 购物人次增长超 30%, 并未受 2017Q2 (+38%) 高基数影响; 2) 中免整合日上渠道, 商品采购成本下降和结构优化, 利润率提升明显。

上海日上增厚明显, 北京日上利润下滑, 香港机场店开业初期亏损。上海日上 3-6 月并表, 实现营收 39.2 亿元, 归母净利润 2.15 亿元, 大幅增厚业绩; 北京日上上半年实现收入 33.1 亿元, 归母净利润 5532 万元(Q2 归属净利润 1432 万元/下降 72.5%), 主要是北京机场 2 月 11 日起交接并执行新扣点, 且此后北京日上只运营 T3 航站楼(此前运营 T2 和 T3); 香港机场店上半年实现营收 9.5 亿元, 亏损 1.2 亿元, 主要是开业初期租金、薪酬、折旧摊销较多。

表 11: 中国国旅归母净利润拆分

	2017Q1	2018Q1	yoy	2017Q2	2018Q2	yoy	2017H1	2018H1	yoy
国旅总社	-8	-5	37.5%	25	36	45.4%	17	31	85.5%
中免集团	751	1,145	52.5%	531	715	34.6%	1,282	1,860	45.1%
——三亚市内免税店	321	540	68.2%	145	248	71.4%	466	788	69.2%
——其他免税渠道	430	564	31.2%	335	238	-28.8%	765	922	20.6%
——北京日上 (持股 51%)		41		52	14	-72.5%	52	55	6.3%
——上海日上 (持股 51%)					215			215	
——香港机场 (持股 80%)								-120	
其他(国旅投资等)	-25	20		26	8		1	28	
归母净利润合计	718	1,160	61.5%	582	759	30.5%	1,300	1,919	47.6%

注: Q1、Q2 单季度拆分将香港机场归入其他免税渠道, 半年度拆分将香港机场单独列示。北京日上 2018 年 2 月 11 日起只负责运营首都机场 T3 航站楼免税店(2018 年 2 月 11 日之前负责运营首都机场 T2 和 T3 航站楼免税店)。资料来源: 公司公告、招商证券

顺利收获上海机场免税店, 不断布局海外市场。上半年, 中免收购日上上海 51% 股权, 且日上成功中标上海虹桥和上海浦东机场免税店项目, 垄断国内免税版图。同时中免国际化步伐加快, 上半年先后获得澳门国际机场为期五年的免税经营牌照、嘉年华旗下歌诗达邮轮大西洋号的免税经营权, 并拟设澳门市内免税店, 加速布局海外市场。

四、景区：宋城、丽江提速，门票降价压制估值

整体平淡内部分化，宋城、丽江、三特旗下景区相对较好。上半年国内景区整体表现一般，不同景区间客流差异较大，其中宋城、丽江、三特旗下景区客流增长较快，业绩增长良好；乌镇、古北水镇、黄山等景区客流下滑，导致业绩承压。

宋城三亚、丽江项目提速，杭州小幅增长，整体表现优异。上半年，受益海南旅游市场优化与营销发力，三亚项目收入和利润分别增长 24%和 34%，相较前两年明显提速；丽江项目前期受市场整治影响，但 Q2 开始明显反弹，上半年收入增速恢复至 15%，利润增长 5%左右，且 Q3 继续反弹；杭州本部在高基数上，收入仍有 5%增长。

表 12：宋城演艺中报业绩拆分（单位：百万元）

	2017H1	2018H1	YoY
千古情			
——杭州	175	191	9%
——三亚	108	145	34%
——丽江	51	53	5%
——九寨	19	-10	—
——电商手续费	19	29	50%
——轻资产项目	15	40	167%
其他（非经常性损益）	1	29	—
千古情合计	388	477	23%
六间房	136	188	39%
归母净利润	524	665	27%

资料来源：公司公告、招商证券

乌镇客流下滑，前期门票涨价提升客单价。上半年，华东旅游市场整体下行，乌镇东栅西栅总游客量下降 12.3%，凭借前期门票涨价，客单价增长 21.1%，收入增长 6.3%，经营性净利润增长 23.1%，由于受到政府补助减少影响，净利润增长 2.3%。

表 13：2018 上半年乌镇公司财务数据和客流情况

	2017H1	2018H1	YoY
客流量（万人次）	513	450	-12.3%
东栅客流量（万人次）	245	202	-17.4%
西栅客流量（万人次）	268	247	-7.6%
客单价（元）	153	185	21.1%
营业收入（亿元）	7.84	8.33	6.3%
净利润（亿元）	4.61	4.72	2.3%
净利率（%）	58.8%	56.7%	-2.1pct
政府补贴（亿元）	2.61	1.94	-25.7%
除补贴后利润（亿元）	2.65	3.27	23.1%

资料来源：公司公告、招商证券

古北水镇客流略有下降，房地产结算收益增厚业绩。上半年，古北水镇客流同样较弱，下降 7.8%，但客单价增长 14.2%，最终营收小幅增长 5.3%。由于古北新增转固，折旧增多，使得上半年旅游利润贡献下滑，同时由于房地产结算带来投资收益，净利润增长 156%，其中地产贡献约 8000 万，旅游贡献约 4000 万（上年同期 6800 万）。

表 14: 2018 上半年古北水镇公司财务数据和客流情况

	2017H1	2018H1	YoY
客流量 (万人次)	119.7	110.4	-7.8%
客单价 (元)	363	414	14.2%
营业收入 (亿元)	4.34	4.57	5.3%
净利润 (亿元)	0.48	1.24	156%
地产结转收益 (亿元)	-0.2	约 0.8	-
除地产后利润 (亿元)	0.68	约 0.4	-

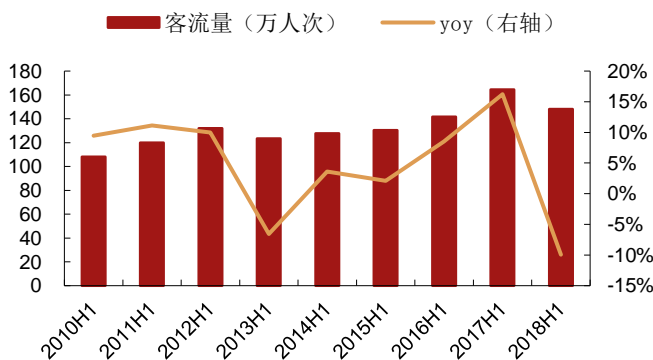
资料来源: 公司公告、招商证券

丽江、峨眉山、三特表现相对较好, 黄山、张家界客流下滑。成熟的观光型景区游客日趋饱和, 同时受外部环境因素扰动, 较难持续高增长。同时, 居民旅游消费需求呈现休闲化、多元化趋势, 周边游等产品日渐兴起, 叠加门票降价, 对传统景区增长形成压力。

上半年, 黄山、峨眉山、丽江玉龙雪山索道客流分别增长-9.9%、7.1%、13.3%, 对应公司业绩分别增长 17.0%、11.6%、19.0%。其中黄山业绩主要是华安证券投资收益增厚, 扣非业绩下降 16%; 峨眉山业绩受高效营销引流控费所驱动; 丽江去年市场整治, 基数低, 今年 Q2 开始出现反弹。

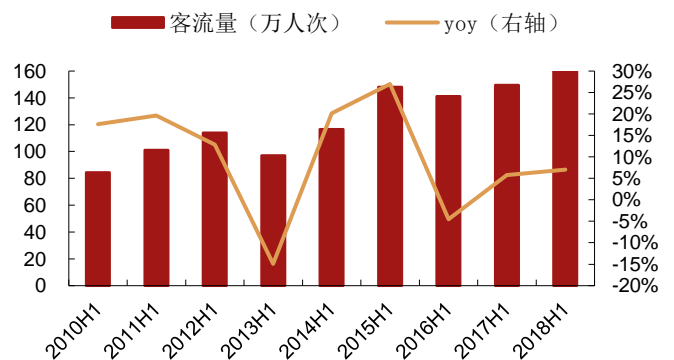
桂林旅游通过严控成本费用改善扣非业绩。三特索道旗下景区表现优异, 其中华山索道客流增长 39.2%, 梵净山客流增长 35.1%。张家界因交通管制与客运降价、长白山因淡季成本增加等原因扣非业绩下滑。

图 6: 2010H1-2018H1 黄山景区客流及增速



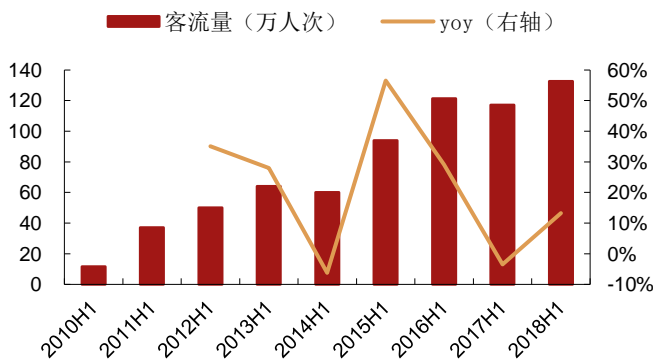
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 2010H1-2018H1 峨眉山景区客流及增速



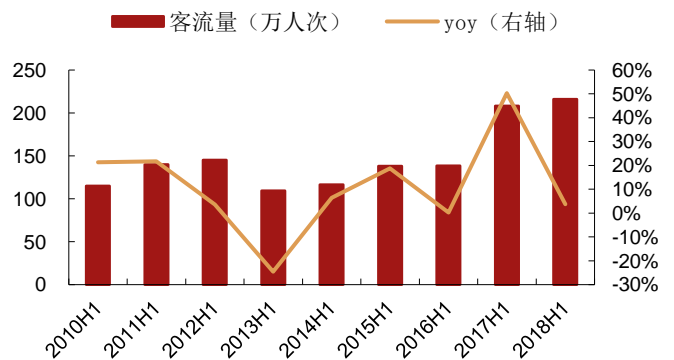
资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 2010H1-2018H1 丽江玉龙雪山索道客流及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 2010H1-2018H1 桂林旅游旗下景区客流及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

国家发改委推动，多地重点国有景区十一前完成降价。6月28日，国家发改委出台意见，推进降低重点国有景区门票价格，主要规范具有公益属性的自然、文物景区，意见要求9月底前降价工作取得明显成效。目前乌镇、峨眉山、九寨沟、武陵源等多个上市公司相关景区已公布具体降价方案，降价幅度多在10%~15%。

影响短期业绩，利好长远发展。门票降价为部分公司带来一定压力，但降价暂未涉及渠道结算价，且部分景区（如乌镇）已形成多元化盈利来源，因此影响可控。乌镇降价对中青旅19和20年业绩影响在-2%左右，峨眉山降价对公司19和20年影响在-5%~-6%左右。长期来看，门票降价有望促进传统景区向休闲度假升级，挖掘游客消费潜力。同时，门票降价有望促进客流增长，为宋城等在景区内经营游乐项目的公司带来利好。

表 15: 上市公司相关景区门票降价情况

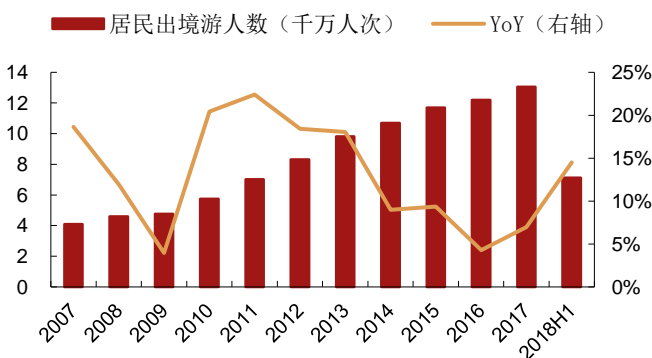
景区	降价措施
华山	5月10日起，旺季门票由180元降为160元，淡季门票维持100元
桂林象山	8月20日起，景区门票由70元降为60元
桂林七星	8月20日起，景区门票由70元降为60元
乌镇	9月20日起，东栅门票由120元降为110元，东西栅联票由200元降为190元，西栅门票维持150元
峨眉山	9月20日起，旺季门票由185元降为160元，淡季门票维持110元
九寨沟	9月20日起，旺季门票由220元降为190元，淡季门票维持80元
张家界武陵源	9月22日起，旺季门票由245元降为225元，淡季门票由136元降为115元

资料来源：各省发改委、物价局、公司公告、招商证券

五、出境游：景气度温和复苏，众信稳增凯撒放缓

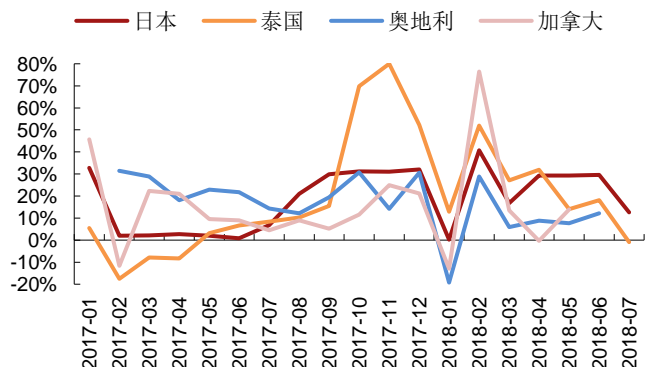
上半年出境游复苏，短程线路表现突出。上半年，中国大陆出境旅游达7131万人次/增长14.5%，正在加速增长。日本、泰国线路上半年客流增速超20%，韩国线路在自由行游客的推动下有所恢复，越南等新兴目的地延续高速增长。欧洲游整体向上，途牛平台欧洲产品强劲复苏，美洲、澳洲线路相对平稳。

图 10: 2007-2018H1 中国公民出境游人数



资料来源：国家旅游局、招商证券

图 11: 2017-2018H1 部分目的地中国游客月度同比增速

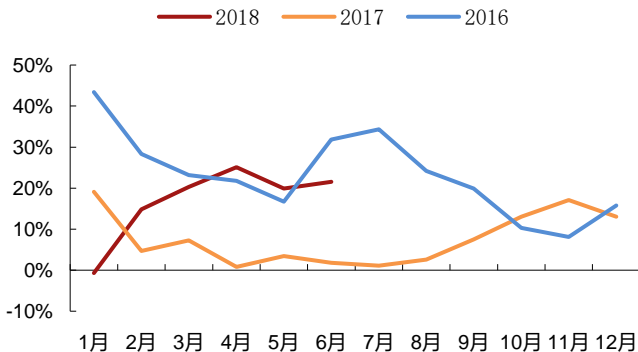


注：2017年1月奥地利增速96%，出于直观性考虑将该点剔除。
资料来源：各国旅游统计部门、招商证券

国际航线客流增长好于往年。上半年民航国际航线累计运送3112.4万人次/增长16.4%。

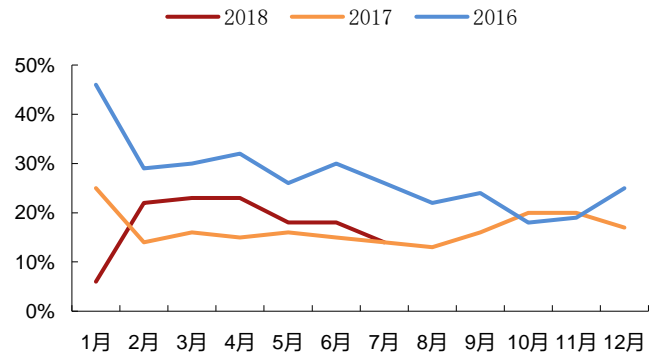
从中航信数据看，剔除春节扰动，国际航线运输量指数月度增速维持在 20%左右，7 月因暑期延后略有回落，今年至今出境游市场整体温和复苏。

图 12: 民航国际航线客运量月度同比增速



资料来源：中国民用航空局、招商证券

图 13: 中航信国际航线运输量指数月度同比增速



资料来源：中航信、招商证券

众信、腾邦增长较快，凯撒增长放缓。上半年受益于行业景气度复苏，众信收入和利润加快增长，腾邦凭借全产业链运营，快速扩张规模，凯撒近期遇到增长瓶颈，收入利润增长放缓。

众信业绩稳增，零售业务取得突破。上半年众信收入增长 15%，归属净利润增长 45%，处置 ClubMed 股权获得投资收益 2273 万元增厚业绩，扣非业绩增长 24%。上半年开拓准直营模式推动零售门店达 405 家，零售收入增长 17%。公司积极布局境外资源，推动收购竹园剩余股权，因同期低基数，预计前三季度归属净利润增长 15%~65%。

凯撒主业增速放缓，中报业绩低于预期。上半年凯撒收入增长 11%，扣非业绩增长 2%，主要因配餐业务利润下滑。其中，凯撒出境游业务收入增长 10%，净利润增长 11%，较前期明显放缓，出境游零售和批发业务遇到成长瓶颈。

表 16: 众信凯撒上半年收入及毛利率对比 (单位: 亿元)

	众信旅游				凯撒旅游			
	金额	YoY	毛利率	YoY(pct)	金额	YoY	毛利率	YoY(pct)
出境游零售	8.99	16.87%	17.33%	2.25	21.79	10.97%	15.86%	-0.47
出境游批发	44.41	14.60%	8.64%	-0.17	5.27	-8.46%	4.30%	-1.54
企业会奖	3.28	0.74%	9.02%	1.69	4.93	29.38%	11.94%	-1.23
营业收入	57.82	14.58%	10.63%	0.42	31.99	9.54%	13.36%	-0.49

资料来源：公司公告、招商证券

表 17: 众信凯撒 Q2 及上半年收入利润对比 (单位: 亿元)

	众信旅游				凯撒旅游			
	18Q2	YoY	18H1	YoY	18Q2	YoY	18H1	YoY
营业收入	33.01	17.31%	57.82	14.58%	19.69	10.33%	31.99	9.54%
归属净利润	0.73	60.93%	1.38	45.18%	3.65	5.19%	0.76	11.06%
毛利率	9.77%	0.15pct	10.63%	0.42pct	18.56%	-0.85pct	13.36%	-0.49pct
净利率	2.38%	0.35pct	2.68%	0.38pct	3.34%	-3.48pct	2.39%	0.03pct

注：表中凯撒旅游 2018H1 年数据来自出境游业务，不含航空、铁路配餐业务；2018Q2 数据包含配餐业务（因无法拆分）。资料来源：公司公告、招商证券

腾邦出境游业务爆发，扣非业绩大增。作为出境游新军，腾邦上半年收入增长 82%，归属净利润增长 40%，扣非后增长 56%，主要是受益于俄罗斯线路需求提升，以及运

营新航线、产品与门店数量增长等影响。出境游子公司腾邦旅游集团收入增长 125%，净利增长 3 倍多，正在成为出境游领域不可忽略的新势力。

表 18: 腾邦旗下子公司及合并报表上半年收入利润情况 (单位: 亿元)

公司名称	营业收入			净利润		
	2017H1	2018H1	YoY	2017H1	2018H1	YoY
腾邦旅游集团	6.80	15.26	124.58%	0.11	0.53	370.74%
深圳市前海融易行小额贷款有限公司	1.65	2.14	29.44%	0.60	0.86	42.09%
合并报表	14.03	25.53	81.94%	1.62	2.27	39.73%

注: 合并报表净利润数据为归属净利润。资料来源: 公司公告、招商证券

六、投资建议：短期谨慎，精选个股

Q3 景气度难以更好，市场预期不明，短期维持谨慎。中报显示，旅游板块龙头公司增长强劲，但展望 Q3，市场对经济和消费数据预期悲观，前期涨幅较好的龙头公司股价大幅回调，依靠基本面短期难以逆转。我们判断，酒店、免税 Q3 表现很难超越 Q2，因此缺乏板块性机会，建议精选个股，聚焦确定性增长标的。

宋城业绩提速，迎来开业大年，板块首要推荐。宋城中报业绩向好，三亚丽江项目二三季度表现突出，7 月底桂林项目开业开启新一轮扩张周期，成长高度确定。同时，公司坚定推进六间房重组事宜，化解潜在风险，聚焦核心主业，预计未来三年主业复合增速超过 30%，继续强烈推荐：宋城演艺。

免税、酒店龙头短期承压，长期买点渐近，Q4 或有反转机会。由于香港机场店亏损、北京机场店执行新扣点利润下滑，国旅中报业绩低于预期，但公司垄断国内免税版图，成长空间广阔，估值下降后将具备投资价值。酒店龙头近期大幅回调，估值已处于历史底部，但 Q3 经营数据放缓难以避免，实际业绩增长可能并不弱，因此 Q3 业绩出来后或有反转机会，推荐：中国国旅、首旅酒店、锦江股份。

关注中报业绩改善标的，或有阶段性机会。中青旅在光大入主后，Q2 开始控费效果明显，中报业绩超预期，预计控费效应未来还将持续三个季度；出境游行业温和复苏，众信旅游业绩反弹将持续到 Q3，腾邦转型出境游业务，规模和盈利开始大幅增长，以上均为中报业绩有所改善的公司，建议关注：中青旅、众信旅游、腾邦国际。

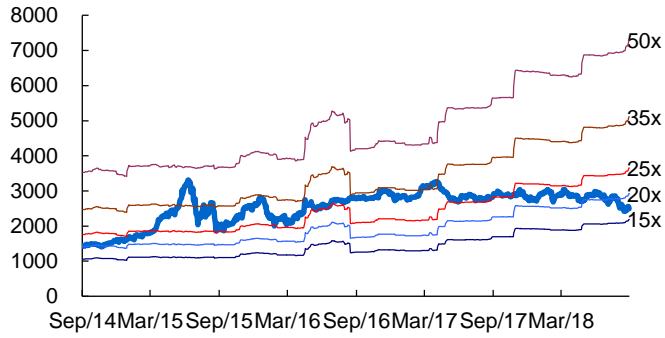
表 19: 重点公司业绩及估值表 (截至 2018 年 9 月 1 日)

公司名称	股价	每股收益				市盈率 (倍)				评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
首旅酒店	18.42	0.22	0.64	1.02	1.23	83.73	28.78	18.04	15.00	强烈推荐-A
锦江股份	24.55	0.80	0.92	1.18	1.39	30.69	26.68	20.73	17.66	强烈推荐-A
中国国旅	63.36	0.93	1.30	1.87	2.25	68.13	48.74	33.85	28.19	强烈推荐-A
宋城演艺	22.47	0.62	0.73	0.93	1.21	36.24	30.78	24.11	18.59	强烈推荐-A
中青旅	15.36	0.67	0.79	0.92	1.07	22.93	19.44	16.70	14.36	强烈推荐-A
黄山旅游	11.11	0.47	0.55	0.54	0.64	23.64	20.20	20.57	17.36	审慎推荐-A
峨眉山 A	7.04	0.36	0.37	0.43	0.46	19.56	19.03	16.37	15.30	审慎推荐-A
丽江旅游	7.32	0.41	0.37	0.44	0.51	17.85	19.78	16.64	14.35	审慎推荐-A
凯撒旅游	8.39	0.26	0.27	0.39	0.49	32.27	31.07	21.56	17.29	审慎推荐-A

公司名称	股价	每股收益				市盈率(倍)				评级
众信旅游	8.95	0.26	0.28	0.38	0.44	34.42	31.96	23.55	20.34	审慎推荐-A
腾邦国际	11.31	0.33	0.50	0.60	0.67	34.27	22.62	18.85	16.88	审慎推荐-A

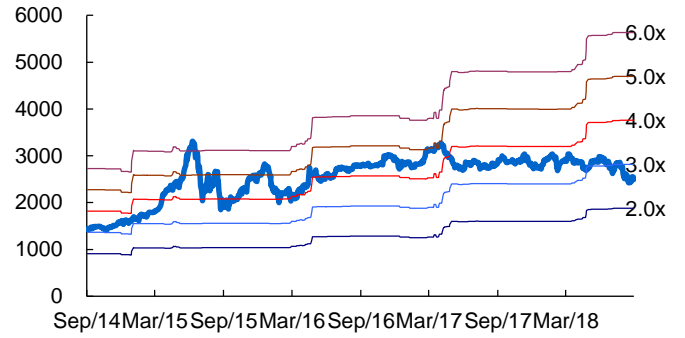
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 餐饮旅游行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 15: 餐饮旅游行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

风险提示: 宏观经济增速下滑; 旅游行业系统性风险。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梅林：社会服务业首席分析师，注册会计师非执业会员，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券。

王吉虎：社会服务业分析师，厦门大学管理学学士/金融学硕士，2018 年 7 月加入招商证券，重点覆盖景区、出境游、在线旅游板块。

李秀敏：社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖酒店、免税板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。