

消费者服务 II 行业

2018-9-2

行业持续向好，免税板块领跑

——餐饮旅游行业 2018 年中报业绩综述

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 本周核心观点及投资建议

按中信餐饮旅游分类，目前 32 家公司 2018 年中报已披露完毕，合计实现营业收入 634.61 亿元，同增 27.59%；实现归母净利 52.10 亿元，同增 33.09%。2018 年上半年，餐饮旅游板块经营活动产生的现金流净额占营业收入的比重达到 8.90%(+1.97pct)，板块收入和收益转化为现金流的能力在增强。分板块看，2018 年中报，营收端板块增速排序为：免税>出境游>景区>酒店>餐饮，归母净利端板块增速，免税>景区>酒店>餐饮>出境游。我们重点推荐的中国国旅、宋城演艺归母净利增速分别为 47.60%和 27.04%。免税板块，**中国国旅**受益于日上(上海)今年 3 月份并表及三亚海棠湾店业绩高增长持续，实现营收、业绩大幅提振；景区板块在**宋城演艺**三亚千古情和六间房表现突出，中青旅景区客单价提升、古北房地产结算的影响下，表现优异；酒店板块受益于首旅酒店产品结构优化、盈利能力提升，锦江股份房价驱动 RevPAR 稳健增长，业绩端保持较快增长。

■ 板块行情回顾

上周中信餐饮旅游指数上涨 2.08%，分别跑赢上证综指和沪深 300 指数 2.23 和 1.80 个百分点。上周中证体育指数下跌 1.86%，分别跑输上证综指和沪深 300 指数 1.71 和 2.13 个百分点。旅游类标的中，涨幅前三标的分别是三特索道(+6.83%)、中国国旅(+6.13%)以及广州酒家(+4.83%)；体育类标的中，涨幅前三标的分别是中路股份(+15.23%)、上海凤凰(+9.65%)、姚记扑克(+5.18%)。

■ 行业重要新闻概览

(1) **旅游**：云南城投拟竞买都江堰龙门山旅游项目 32%股权，底价 3.15 亿；6 人游拟定增 4000 万估值 4 亿元 已完成部分认购。(2) **体育**：北京市体育局 2017 年总收入 20 亿元，支出 17 亿元；巴萨在墨西哥成立首家足球学校；上海市发文推动体育产业创新发展。(3) **教育**：K12 国际教育资源聚合平台顶思获千万级天使轮投资，新东方领投；枫叶教育斥资 1.3 亿元收购襄阳市 7 所幼儿园，为旗下小学输送生源。(4) **养老**：龙湖新壹城颐年公寓，引入照料体系引导健康养老；中产联成功举办首届大健康养老产业暨乡村振兴链接峰会。

■ 公司重要公告盘点

中国国旅(601888)：2018H 实现营业收入 210.85 亿/+67.8%，归母净利 19.19 亿/+47.6%，EPS 为 0.98 元；**宋城演艺(300144)**：调整六间房与密境和风重组方案，今明两年分别交割 19.96%和 80.04%股权；**科锐国际(300662)**：发布 2018 年半年报，实现营业收入 7.26 亿/+36.9%，归母净利 0.48 亿/+48.8%。

风险提示：1. 旅游业突发事件（交通事故、恐怖袭击等），极端天气影响；
2. 项目推进不达预期。

分析师 赵刚

☎ (8621) 61118739

✉ zhaogang@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517020001

联系人 杨会强

☎ (8621) 61118739

✉ yanghq@cjsc.com.cn

相关研究

《主题景区+旅游演艺，如何实现 1+1 >2?》
2018-8-12

目录

2018 年中报业绩回顾：行业向好，免税板块领跑	6
餐饮旅游各子板块分析	8
免税：日上上海并表中国国旅，毛利率提升逻辑得到验证	8
海外消费回流打开中国免税行业空间	8
中国国旅：受益于内生外延双轮驱动，业绩高增长持续	10
酒店：行业持续复苏，房价提升主导 Revpar 增长	11
酒店行业复苏持续，中高端占比提升且其 Revpar 增长较快	12
首旅酒店：关店拖累营收增速，RevPAR 环比增速提升	13
锦江股份：扣非净利大增 58%，房价提升驱动 RevPAR 稳健增长	15
景区：客流表现分化，期待交通改善及外延项目拓展推进	18
宋城演艺：业绩符合预期，期待新一轮异地拓张	18
中青旅：客单价提升逻辑得到验证，低估值白马标的价值凸显	20
关注景区龙头：黄山旅游、峨眉山 A、丽江旅游、天目湖、三特索道、桂林旅游	22
餐饮：行业蓬勃发展，市场空间广阔	28
中国餐饮市场蓬勃发展，市场规模已接近 4 万亿	29
广州酒家：归母净利润增长 42%，期待三季度旺季业绩释放	30
出境游：欧洲游复苏，日韩及东南亚热度高，龙头受益	32
国人出境数据向好，2018 上半年同增 14%，看好行业未来空间	33
众信旅游：行业向好，龙头受益，投资收益助力业绩高增长	34
本周观点及投资建议	36
板块行情回顾	37
行业主要数据回顾	38
行业重要新闻概览	39
行业近期政策汇总	40
公司重要公告盘点	40
板块历史估值	41
相关公司重点数据一览	42

图表目录

图 1：2014H-2018H 餐饮旅游板块营业收入及同比增速	6
图 2：2014H-2018H 餐饮旅游板块归母净利润及同比增速	6
图 3：2018H 各子板块营业收入同比增速	6
图 4：2018H 各子板块归母净利同比增速	6
图 5：2014H-2018H 餐饮旅游板块毛利率及净利率	7
图 6：2014H-2018H 餐饮旅游板块期间费用率	7
图 7：2014H-2018H 各子板块净利率	7

图 8: 2014H-2018H 各子板块期间费用率.....	7
图 9: 2014H-2018H 餐饮旅游板块现金流净额.....	7
图 10: 餐饮旅游板块经营活动产生的现金流量净额/营业收入(整体法 %).....	7
图 11: 2014 年中报以来, 各板块经营活动产生的现金流净额.....	8
图 12: 2018H 各子板块经营活动产生的现金流量净额/营业收入.....	8
图 13: 全球奢侈品消费额分布(按消费者国籍划分), 中国人是消费主力.....	8
图 14: 2011-2017 年中国人奢侈品消费规模及同比增速.....	8
图 15: 中国人境内奢侈品消费额最近两年触底回升.....	9
图 16: 中国人境内奢侈品消费占比 5 年来首次回升.....	9
图 17: 2006-2017 年中国免税市场规模(亿元).....	9
图 18: 2017 年中国和韩国免税市场规模对比(单位: 亿元人民币).....	9
图 19: 2014H-2018H 公司营收及同比增速.....	10
图 20: 2014H-2018H 公司归母净利润及同比增速.....	10
图 21: 2018H 毛利率较高的商品零售业务收入占比情况.....	11
图 22: 近年中报, 公司各项业务毛利率变动情况.....	11
图 23: 2014H-2018H 公司毛利率及净利率.....	11
图 24: 2014H-2018H 公司三费费用率及期间费用率.....	11
图 25: 酒店板块 2014H-2018H 营业收入及增速.....	12
图 26: 酒店板块 2014H-2018H 归母净利及增速.....	12
图 27: 酒店板块 2014H-2018H 毛利率及净利率.....	12
图 28: 酒店板块 2014H-2018H 期间费用率.....	12
图 29: 华住旗下中高端酒店同店 RevPAR 长期保持高位.....	13
图 30: 三大酒店中高端占比持续提升.....	13
图 31: 公司历年中报营收及同比.....	14
图 32: 公司历年中报归母净利及同比.....	14
图 33: 公司半年报分板块营收及同比.....	14
图 34: 南山景区接待游客数据及同比.....	14
图 35: 公司中报净利增量拆分.....	15
图 36: 中报如家和景区利润总额及同比.....	15
图 37: 毛利率及净利率.....	15
图 38: 期间费用率及变动情况.....	15
图 39: 最近 5 年上半年公司营业收入及同比增速.....	16
图 40: 最近 5 年上半年公司归母净利及同比增速.....	16
图 41: 最近 5 年上半年公司毛利率及净利率.....	17
图 42: 最近 5 年上半年公司期间费用率.....	17
图 43: 截至 2018 年 6 月底公司分等级酒店数量及客房数量占比.....	17
图 44: 截至 2018 年 6 月底公司分模式酒店数量及客房数量占比.....	17
图 45: 景区板块 2014H-2018H 营业收入及增速.....	18
图 46: 景区板块 2014H-2018H 归母净利及增速.....	18
图 47: 景区板块 2014H-2018H 毛利率及净利率.....	18
图 48: 景区板块 2014H-2018H 期间费用率.....	18
图 49: 近五年公司营收(万元)及增速.....	19
图 50: 近五年公司归属于上市公司净利润(万元)及增速.....	19

图 51: 公司近 5 年半年报总营收及同比	20
图 52: 公司近 5 年半年报归母净利润及同比	20
图 53: 公司近 5 年半年报营收构成情况	21
图 54: 公司 2017H-2018H 营收结构变动	21
图 55: 古北水镇 2018H 客单价同比提升 14%	21
图 56: 公司近 5 年半年报毛利率及净利率	22
图 57: 公司近 5 年半年报期间费用率	22
图 66: 公司近 5 年半年报毛利率及净利率	24
图 67: 公司近 5 年半年报期间费用率	24
图 70: 公司近 5 年半年报毛利率及净利率	25
图 71: 公司近 5 年半年报期间费用率	25
图 74: 公司 2017H-2018H 毛利率及净利率	26
图 75: 公司 2017H-2018H 期间费用率	26
图 78: 公司近 5 年半年报毛利率及净利率	28
图 79: 公司近 5 年半年报期间费用率	28
图 80: 餐饮板块 2014H-2018H 营业收入及增速	28
图 81: 餐饮板块 2014H-2018H 归母净利及增速	28
图 82: 餐饮板块 2014H-2018H 毛利率及净利率	29
图 83: 餐饮板块 2014H-2018H 期间费用率	29
图 84: 2017 年社会零售总额餐饮收入接近 4 万亿	29
图 85: 2017 年接受统计调查的餐饮企业营业额同比增速情况	30
图 86: 2017 年接受统计调查的餐饮企业平均盈利能力情况	30
图 87: 公司最近 3 年上半年营业收入及同比增速	30
图 88: 公司最近 3 年上半年归母净利润及同比增速	30
图 89: 公司最近 3 年上半年毛利率及净利率	31
图 90: 公司最近 3 年上半年期间费用率	31
图 91: 公司募投项目拟新开各类饼屋数量 (单位: 家)	31
图 92: 公司旗下餐饮门店数量略有增加	32
图 93: 广州酒家餐饮门店遍布广州市区	32
图 94: 出境游板块 2014H-2018H 营业收入及增速	32
图 95: 出境游板块 2014H-2018H 归母净利及增速	32
图 96: 出境游板块 2014H-2018H 毛利率及净利率	33
图 97: 出境游板块 2014H-2018H 期间费用率	33
图 98: 2018 年上半年出境游各个目的地市场人次及同比 (万人)	33
图 99: 2017 年 1 月-2018 年 6 月中国赴韩游客数量及同比增速	33
图 100: 公司近 5 年中报营业总收入及同比增速	34
图 101: 公司近 5 年中报归母净利润及同比增速	34
图 102: 公司近 5 年中报各板块体量及变化情况	34
图 103: 2018 年中报公司营收构成	34
图 104: 公司近 5 年中报毛利率及净利率水平	35
图 105: 公司近 5 年中报期间费用率	35
图 106: 上周中信餐饮旅游指数跑赢上证综指 2.23 个百分点	37
图 107: 上周中信餐饮旅游指数跑赢沪深 300 指数 1.80 个百分点	37

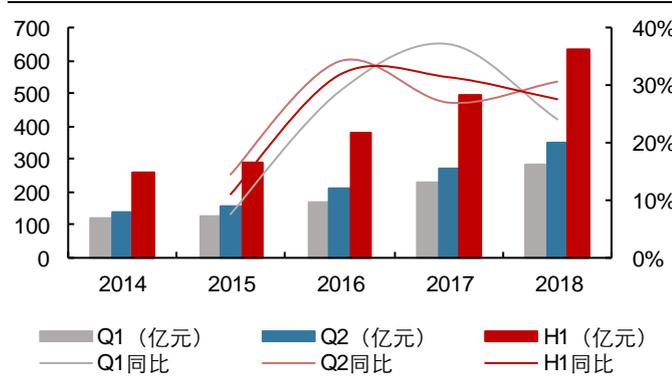
图 108: 上周中证体育指数跑输上证综指 2.01 个百分点.....	37
图 109: 上周中证体育指数跑输沪深 300 指数 2.70 个百分点.....	37
图 110: 上周中信餐饮旅游和中证体育指数涨跌幅分列 3、29 位.....	38
图 111: 中信餐饮旅游和中证体育板块市盈率(TTM)居中上游.....	38
图 112: 2006 年至今各板块 PE 估值比较 (TTM, 剔除负值).....	41
图 113: 2013 年至今重点公司相对于全部 A 股溢价率.....	42
图 114: 2013 年至今重点公司相对于沪深 300 溢价率.....	42
表 1: 从奢侈品消费回流测算中国免税行业空间.....	9
表 2: 国际大型酒店集团及国内三大酒店集团 EV/EBITDA 估值对比.....	13
表 3: 2018H 非经常性损益项目和金额 (单位: 万元).....	16
表 4: 公司主要项目营收及净利情况.....	19
表 5: 公司主要项目毛利率情况.....	19
表 6: 我国护照免签国家数量远低于韩国和日本.....	33
表 7: 行业一周主要数据.....	38
表 8: 行业一周重点新闻.....	39
表 9: 行业近期主要政策一览.....	40
表 10: 上市公司一周重点公告.....	40
表 11: 相关公司重点数据一览.....	42

2018 年中报业绩回顾：行业向好，免税板块领跑

按中信餐饮旅游分类，目前 32 家公司 2018 年中报已披露完毕，合计实现营收 634.61 亿元，同增 27.59%；实现归母净利润 52.10 亿元，同增 33.09%。我们重点推荐中国国旅、宋城演艺归母净利润增速分别为 47.60%和 27.04%。

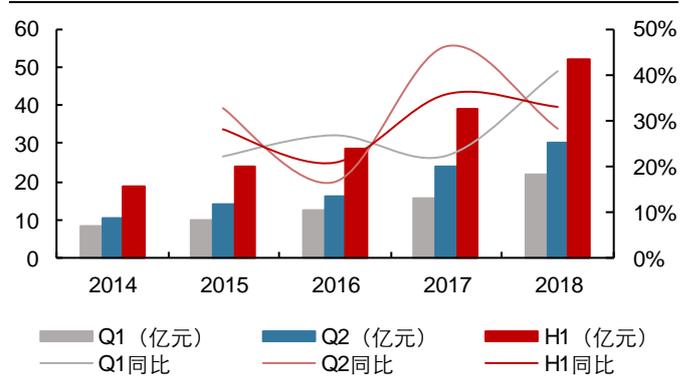
分季度看，(1)收入端，18Q2 增速同比提升 3.67pct，环比提升 6.57pct：18Q1 餐饮旅游板块合计实现营收 281.99 亿元，同增 24.02%；18Q2 合计实现营收 352.63 亿元，同增 30.59%；(2) 归母净利润端，18Q2 增速相对 18Q1 回落 12.59pct：18Q1 餐饮旅游板块合计实现归母净利润 21.69 亿元，同增 40.72%；18Q2 实现 30.41 亿元，同增 28.14%。

图 1：2014H-2018H 餐饮旅游板块营业收入及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

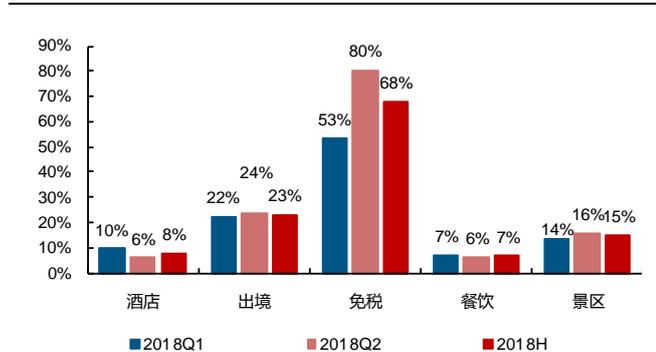
图 2：2014H-2018H 餐饮旅游板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

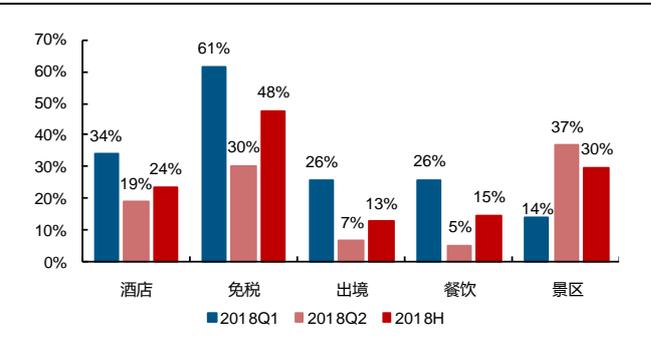
分板块看 2018 年中报，营收端板块增速排序为：免税>出境游>景区>酒店>餐饮，归母净利润端板块增速免税>景区>酒店>餐饮>出境游。其中，免税板块，中国国旅受益于并表日上(上海)以及离岛免税三亚海棠湾店高增长，实现营业收入业绩大幅提振；景区板块在宋城演艺三亚千古情和六间房表现突出，中青旅景区客单价提升、古北水镇房地产结算贡献业绩等因素共同影响下收入和净利同比表现优异；酒店板块受益于首旅酒店产品结构优化升级盈利能力提升、锦江股份受房价提升驱动 RevPAR 稳健增长，业绩增长显著。分季度看各板块，18Q2 除景区归母净利润增速环比提升 23pct 外，其余各板块增速均相对 18Q1 出现较大幅度回落 (15pct-31pct)，其中免税、酒店、出境分别回落 31pct、19pct 和 15pct。免税板块，18Q2 归母净利润增速环比回落，主要是受 18Q1 日上(中国)并表、海棠湾高增长带来的高基数影响 (2016Q1 和 2017Q1 仅同增 7.86%和 3.08%)。酒店和出境板块主要是由于受到并表范围变动，以及非经常损益项目影响。

图 3：2018H 各子板块营业收入同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

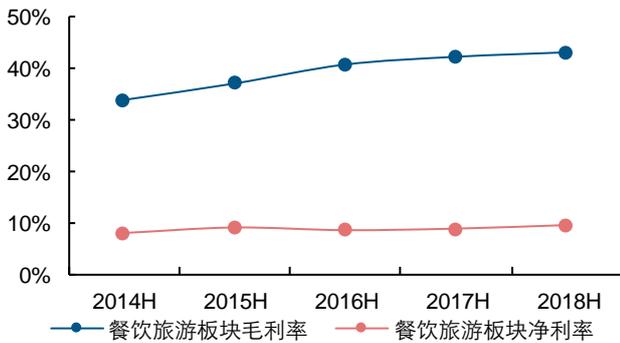
图 4：2018H 各子板块归母净利润同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

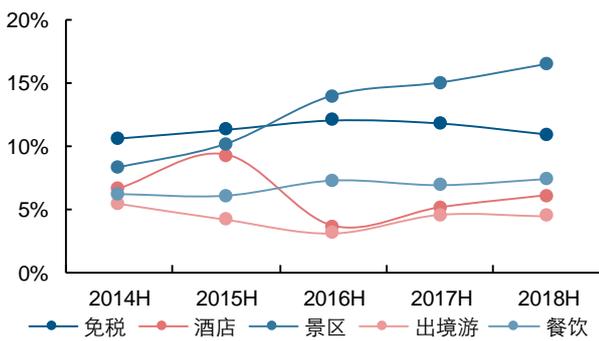
盈利能力方面，2018 年上半年，餐饮旅游板块毛利率及净利率同比小幅提升，分别同增 0.86pct 和 0.58pct。分板块看，2018 上半年毛利率水平由高到低排序分别是，酒店>餐饮>免税>景区>出境游，其中免税板块，毛利率同比提升 11.69pct，领跑行业；其余各板块基本维持稳定，出境毛利率同比提升 0.12pct，酒店、景区、餐饮板块毛利率有小幅回落（1pct-2pct）。

图 5：2014H-2018H 餐饮旅游板块毛利率及净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

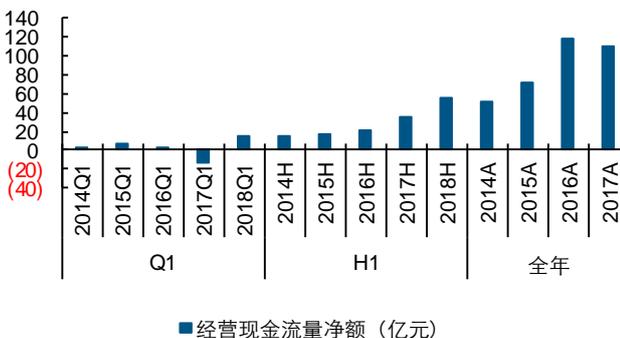
图 7：2014H-2018H 各子板块净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

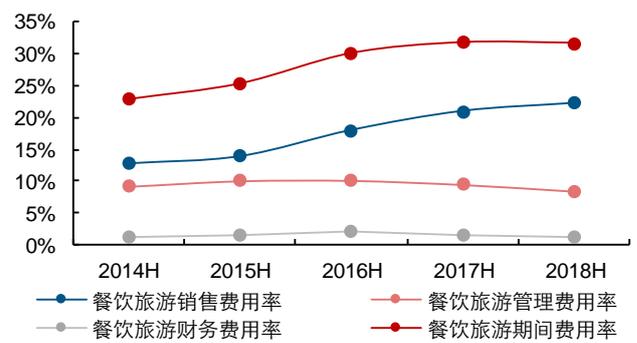
现金流方面，2018H 餐饮旅游板块经营活动产生的现金流净额同比持平，但是板块将收入和收益转化为现金流的能力在提升。截至 2018 年中报，餐饮旅游板块合计经营活动产生的现金流净额达到 56.43 亿元，同比持平；从收益质量角度看，经营活动产生的现金流净额占营收的比重达到 8.90%(+1.97pct)，收入和收益转化为现金流的能力在增强。

图 9：2014H-2018H 餐饮旅游板块现金流净额



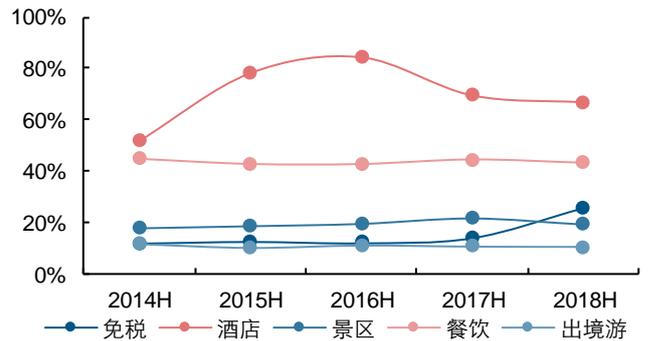
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2014H-2018H 餐饮旅游板块期间费用率



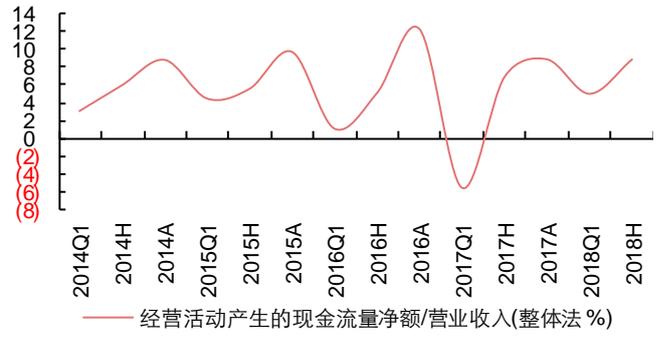
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：2014H-2018H 各子板块期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

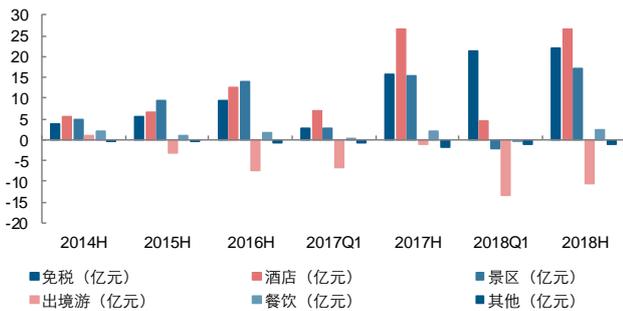
图 10：餐饮旅游板块经营活动产生的现金流量净额/营业收入(整体法)



资料来源：Wind，长江证券研究所

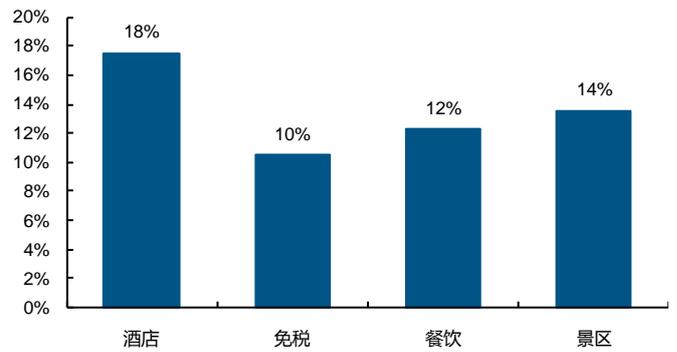
分板块来看，酒店、免税、景区、餐饮板块现金流净额规模较大，占营收比重较高，收益质量较好。2018 上半年，酒店、免税、景区和餐饮板块经营活动产生的现金流净额分别为 26.45 亿元、22.10 亿元 17.28 亿元和 2.36 亿元，分别占其营业收入的 18%、10%、14%和 13%。出境游板块经营活动现金流净额为负，主要是受板块内公司运营和业务拓展过程中成本端先行，机票等预付款较多所致。

图 11：2014 年中报以来，各板块经营活动产生的现金流净额



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：2018H 各子板块经营活动产生的现金流量净额/营业收入



资料来源：Wind，长江证券研究所

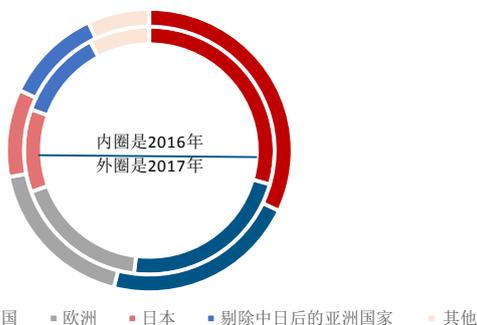
餐饮旅游各子板块分析

免税:日上上海并表中国国旅，毛利率提升逻辑得到验证

海外消费回流打开中国免税行业空间

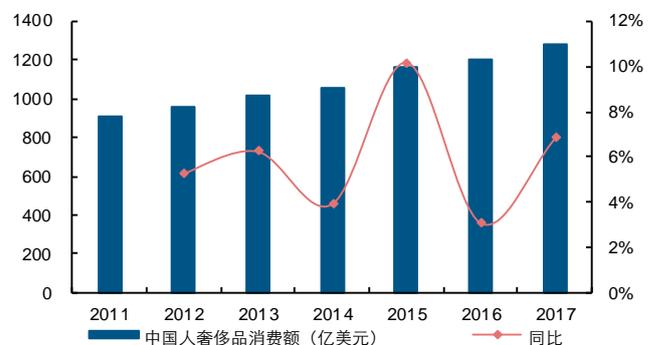
奢侈品消费回流效果初显，预计趋势将持续。2017 年全球奢侈品行业迎来向上拐点，中国消费者是主要购买力。根据贝恩数据，2016 年全球个人奢侈品市场规模出现金融危机后的首次负增长 (-1%)，2017 年高端消费复苏崛起，个人奢侈品市场触底反弹迎来新高，预计未来三年将继续保持 4%左右稳定增长。2017 年，中国人的奢侈品消费额占到全球奢侈品消费总额的 32% (2016 年该数字为 30%)。

图 13：全球奢侈品消费额分布 (按消费者国籍划分)，中国人是消费主力



资料来源：贝恩咨询，长江证券研究所

图 14：2011-2017 年中国人奢侈品消费规模及同比增速



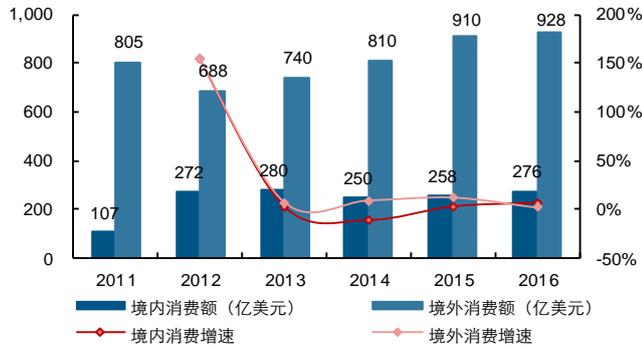
资料来源：财富品质研究院，Euromonitor International，长江证券研究所

2017 年境内奢侈品消费增速反弹明显，奢侈品消费逐渐回流。2016 年中国奢侈品消费额的国内占比达 23%，为 5 年来首次回升，表明我国海外消费已有回流迹象；2017 年，(以欧元计)中国大陆奢侈品消费同比增速达到 15% (2016 年同增 4%)，考虑人民币汇

请阅读最后评级说明和重要声明

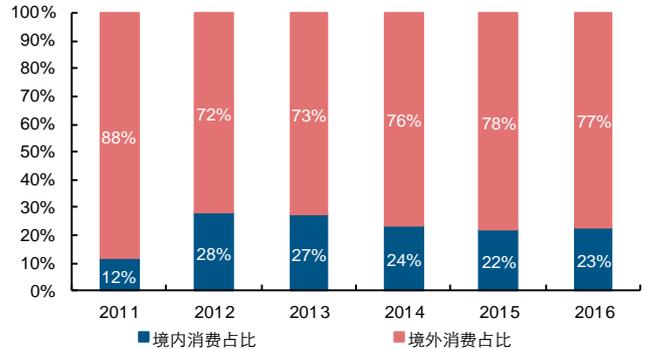
率贬值影响，若以人民币计，增速接近 20%，海外消费回流效果显著。**预计未来，国人奢侈品消费总额将继续提升，2025 年在全球的占比可达 44%；2017 年海外消费占比约 75%，海外消费回流空间广阔。**

图 15：中国人境内奢侈品消费额最近两年触底回升



资料来源：财富品质研究院，长江证券研究所

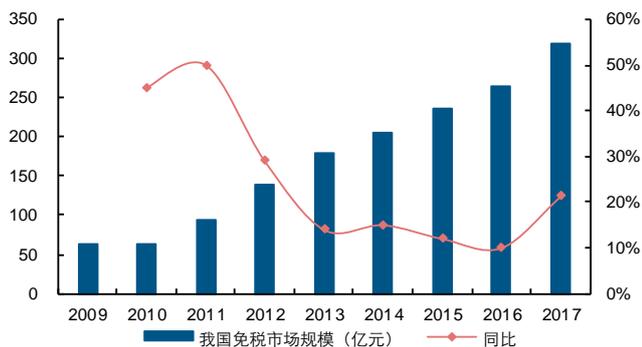
图 16：中国人境内奢侈品消费占比 5 年来首次回升



资料来源：财富品质研究院，长江证券研究所

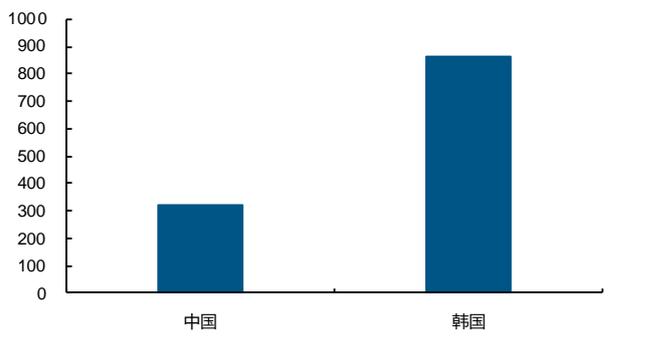
目前中国国内免税行业规模尚小，受益于海外消费回流，发展空间大。受益于免税政策持续放宽以及海外消费回流，2017 年中国免税行业市场规模约 320 亿元，自 2010 年以来，CAGR 超过 25%。2017 年韩国免税规模超过 850 亿元，中国免税市场空间广阔。

图 17：2006-2017 年中国免税市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，长江证券研究所

图 18：2017 年中国和韩国免税市场规模对比(单位：亿元人民币)



资料来源：KDFA, 长江证券研究所

从海外消费回流角度进行测算，预计中国免税市场规模 2025 年有望达 1000 亿元人民币。综合考虑海外奢侈品消费回流比例、汇率等因素，假设 2025 年国内奢侈品消费占比达 50%（参考目前日本本土奢侈品消费占比），美元兑人民币汇率维持稳定，免税受益于消费回流，增速与境内奢侈品消费规模的增速相匹配，则 2025 年中国免税有望超过千亿元人民币。

从免税行业市场规模的发展节奏来看，预计国内奢侈品消费占比提升 20 个 pct（达到 45%之前）之前，免税行业市场规模增速较快（超过 20%），截至 2021 年免税市场规模有望接近 800 亿，此后增速将有所放缓。

表 1：从奢侈品消费回流测算中国免税行业空间

时间	中国人奢侈品消费额 (亿美元)	同比	境内占比	境外占比	美元兑人民币汇率	境内奢侈品消费额 (亿元人民币)	同比	我国免税市场规模 (亿元人民币)	同比	占境内奢侈品消费比重
2011	912	-	12%	88%	6.46	691	-	93	50%	13.4%

2012	960	5%	28%	72%	6.31	1717	148%	139	29%	8.1%
2013	1020	6%	27%	73%	6.19	1734	1%	180	14%	10.4%
2014	1060	4%	24%	76%	6.14	1536	-11%	205	15%	13.3%
2015	1168	10%	22%	78%	6.23	1607	5%	236	12%	14.7%
2016	1204	3%	23%	77%	6.64	1833	14%	264	10%	14.4%
2017	1286	7%	26%	75%	6.75	2214	21%	320	21%	13.2%
2018E	1402	9.0%	30%	70%	6.75	2839	28%	406	27%	14.3%
2019E	1528	9.0%	35%	65%	6.75	3611	27%	508	25%	14.1%
2020E	1665	9.0%	40%	60%	6.75	4498	25%	635	25%	14.1%
2021E	1799	8.0%	45%	55%	6.75	5465	22%	781	23%	14.3%
2022E	1943	8.0%	47%	53%	6.75	6164	13%	883	13%	14.3%
2023E	2098	8.0%	48%	52%	6.75	6799	10%	971	10%	14.3%
2024E	2234	6.5%	50%	50%	6.75	7543	11%	1049	8%	13.9%
2025E	2380	6.5%	50%	50%	6.75	8031	6%	1111	6%	13.8%

资料来源: Wind, 贝恩咨询、前瞻产业研究院, 长江证券研究所 注: 黑色为历史数据, 红色为假设数据, 蓝色为测算结果

中国国旅: 受益于内生外延双轮驱动, 业绩高增长持续

2018 上半年, 公司实现营业总收入 210.85 亿元(+67.77%), 归母净利润 19.19 亿元(+47.60%), 扣非后归母净利润 19.10 亿元(+48.44%); 其中 18Q2 实现营收 122.36 亿元(+80.29%), 归母净利润 7.59 亿元(+30.47%)。

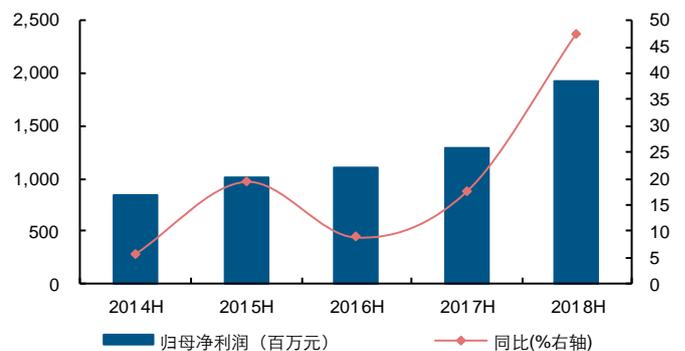
收入和业绩增长主要来自于免税业务的贡献: 2018H 免税业务实现营收 149.47 亿元(+126.31%)。中免集团实现营收 154.77 亿元(+120.01%), 归母净利 18.60 亿元(+45.06%), 细拆中免业务, (1)三亚海棠湾, 实现营业收入 41.40 亿元(+28.24%), 归母净利润 7.88 亿元(+69.22%); (2)日上中国, 17Q2 开始并表, 2018 年 2 月 11 日起逐步将 T2 免税业务转移给中免, 专注经营 T3 免税店, 2018H 实现营收 33.10 亿元, 归母净利 5532.43 万元 (2018H 首都机场 T2+T3 免税业务合计收入 39.73 亿元); (3)日上上海, 即上海机场, 今年 3 月开始并表, 2018H 实现营业收入 39.20 亿元, 归母净利润 2.15 亿元; (4)香港机场店实现免税业务收入 9.52 亿元; (5)中免集团其他业务, 实现收入 31.55 亿元(+29.1%)。

图 19: 2014H-2018H 公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

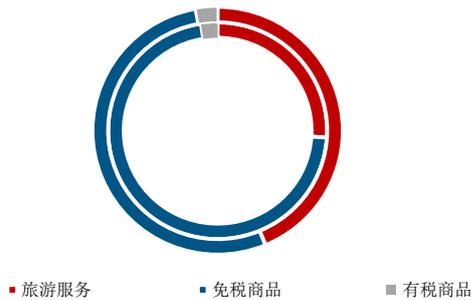
图 20: 2014H-2018H 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

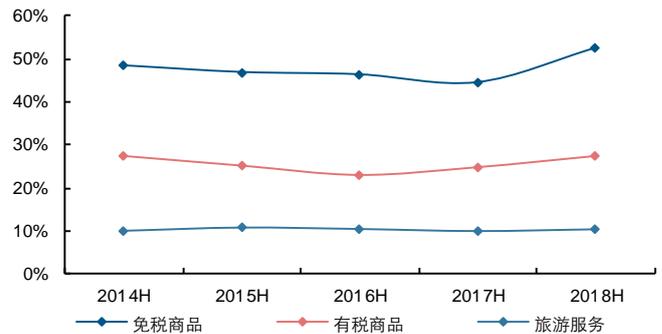
2018H 免税业务毛利率提升 8.04pct, 毛利率提升提振业绩的逻辑得到持续验证。2018H 公司主营业务毛利率为 40.90%(+12.17pct), 主要原因是毛利率较高的商品销售业务收入占比由 2017H 的 56.25%提高至 73.99%。其中免税业务毛利率水平提升 8.04pct 达到 52.49%, 主要是受益于公司免税批发业务整合, 规模效应下, 同上游供应商议价能力提升。对标国际巨头 Dufry 约 70%的免税业务毛利率, 中国国旅大有可为。

图 21: 2018H 毛利率较高的商品零售业务收入占比情况



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

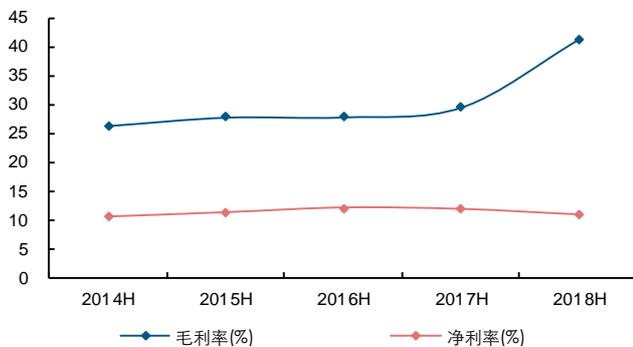
图 22: 近年中报, 公司各项业务毛利率变动情况



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

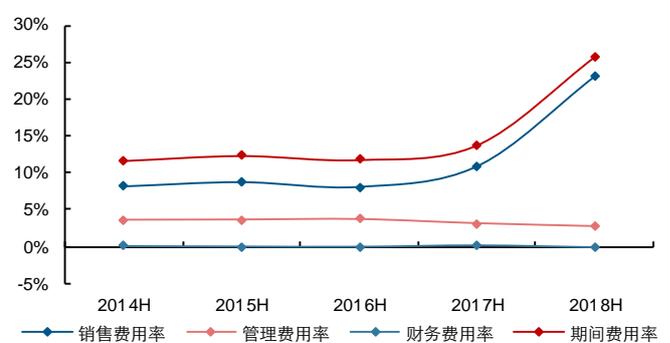
2018H 公司期间费用率提升 11.89pct, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比+12.17pct/-0.44pct/+0.16pct。销售费用率提升主要是由于职工薪酬、办公运营、租赁费用及折旧摊销提升所致, 它们分别占销售费用的 58%、15%、13%及 11%, 费用金额分别同增 60%、32%、27%、91%。

图 23: 2014H-2018H 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 24: 2014H-2018H 公司三费费用率及期间费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

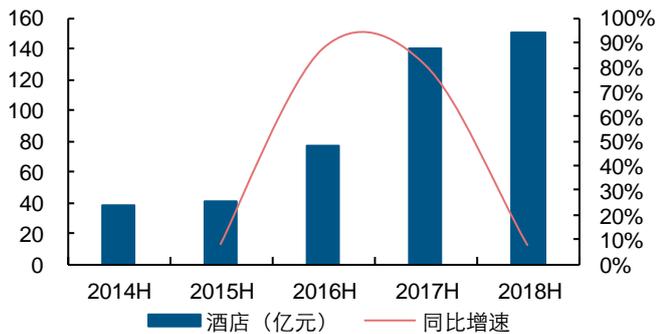
消费回流背景下, 多重利好持续发酵, 维持“买入”评级。短期看, (1)离岛免税政策放宽(新开海口和琼州店、提升购物限额等), 为下半年及未来业绩增长提供动力, (2)国内免税行业整合(海免/中出服等)增厚业绩; 中长期看, (1)北京&上海市内免税店或有所突破, (2)邮轮业务等国际拓展和规模效应增厚业绩。2018-2020 年 EPS 为 2.15、2.97、4.11 元/股, 维持“买入”评级。

酒店: 行业持续复苏, 房价提升主导 Revpar 增长

2018 上半年, 酒店板块合计实现营收 150.70 亿(+7.71%)、归母净利润 8.49 亿(+23.62%)、扣非净利 6.03 亿(+35.17%)。其中首旅酒店实现归母净利润 3.40 亿(+41.23%)、扣非净利

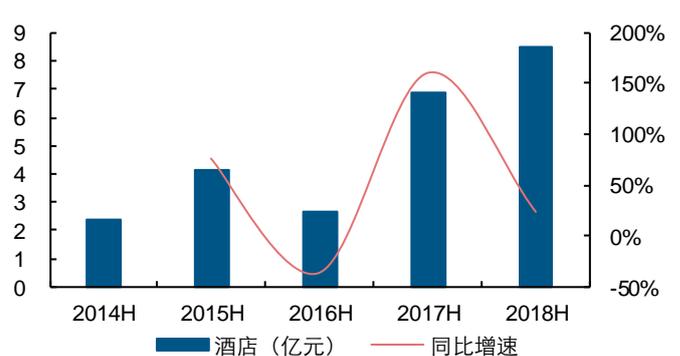
3.16 亿(+32.09%)，主要原因是酒店行业复苏、财务费用减少以及非经常性损益增加，看好公司受益于行业发展和自身结构调整、逐步释放业绩；锦江股份实现归母净利 5.03 亿(+22.05%)，扣非净利 3.16 亿(+58.22%)，主要受益于铂涛和维也纳增长显著以及肯德基投资收益增加等因素，看好公司受益于规模效应、中高端品牌效应以及经营效率的提升，未来业绩有望持续释放。

图 25：酒店板块 2014H-2018H 营业收入及增速



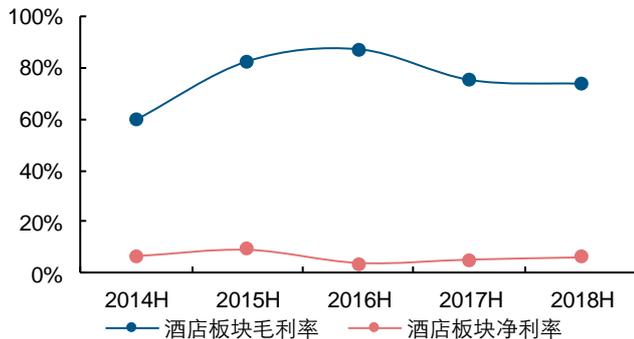
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：酒店板块 2014H-2018H 归母净利润及增速



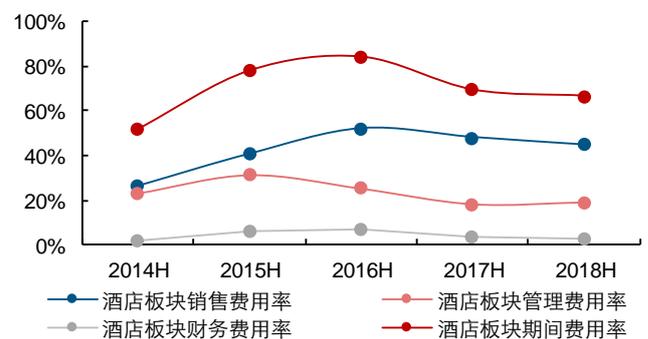
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 27：酒店板块 2014H-2018H 毛利率及净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：酒店板块 2014H-2018H 期间费用率

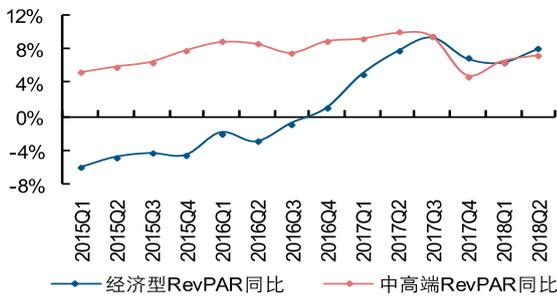


资料来源：Wind，长江证券研究所

酒店行业复苏持续，中高端占比提升且其 Revpar 增长较快

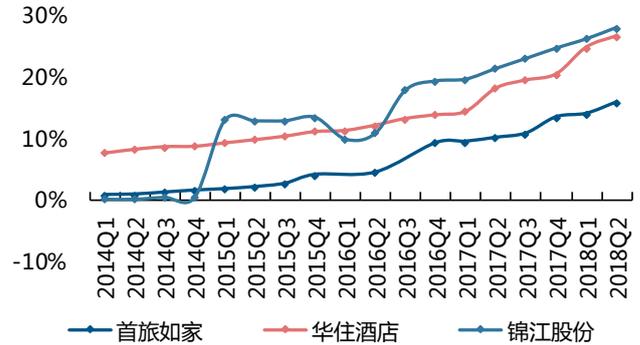
行业目前已进入房价提升为主导复苏第二阶段，中高端酒店 RevPAR 维持较快增长。华住公布 18Q2 经营数据，整体和同店 RevPAR 分别同比增长 13.4% 和 7.9%，同店环比进一步加快，表现优异，有益于打消此前市场对于行业景气度是否持续的疑虑。细拆 RevPAR 增速，更多源自中高端占比提升以及经济型产品升级、结构调整带动的房价提升所致，符合我们关于 18 年进入房价为主导的复苏第二阶段判断。发展中高端和拓展加盟店将是国内酒店行业的未来发展方向。中高端酒店经济效益优于经济型酒店，目前三大酒店集团中高端酒店的占比均快速提升。

图 29: 华住旗下中高端酒店 RevPAR 长期保持高位



资料来源: 公司公告, 长江证券研究

图 30: 三大酒店中高端占比持续提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

根据美国酒店周期我们判断我国酒店行业有望自 17 年进入 3-5 年上升周期且 18 年开始有望进入提价通道, 通过比较美国三轮周期酒店龙头价格提升区间以及中美消费品价差, 我们判断酒店提价尚有 30~50% 空间。

从 EV/EBITDA 估值水平看, 中国酒店企业估值相对较低。无论是相对国际大型酒店集团 100-500 亿美元市值、还是估值水平, 国内酒店集团未来仍有提高空间, 尤其是首旅酒店。

表 2: 国际大型酒店集团及国内三大酒店集团 EV/EBITDA 估值对比

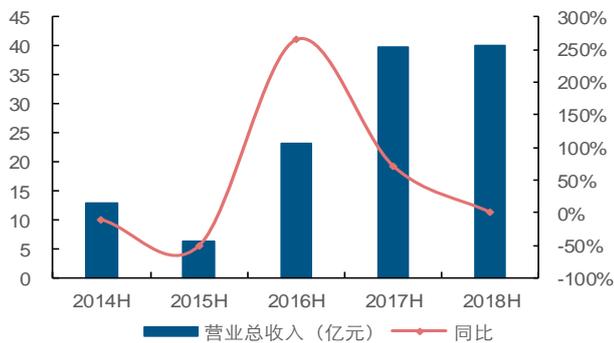
EV/EBITDA	华住 (中)	锦江 (中)	首旅 (中)	万豪 (美)	雅高 (法)	洲际 (英)	凯悦 (美)	希尔顿 (美)	温德姆 (美)
2008/8/31		30.54	10.36	9.07	7.56	9.14			5.31
2009/8/31		53.01	11.38	10.68	6.72	8.46			2.75
2010/8/31	43.03	40.76	19.2	435.56	11.31	11.92	20.05		7
2011/8/31	12.36	21.72	12.07	14.28	7.49	10.07	12.15		7.82
2012/8/31	13.78	19	12.08	20.51	7.2	11.91	13.97		9.39
2013/8/31	11.83	16.94	12.42	13.8	8.3	11.62	14.14		9.78
2014/8/31	11.3	25.46	14.17	20.8	10.52	13.69	17.98	21.68	11.23
2015/8/31	9.62	39.46	19.94	16.87	10.85	13.52	11.31	15.16	9.46
2016/8/31	15.28	41.37	22.14	14.85	21.42	11.5	11.93	20.94	9.25
2017/8/31	32.01	28.34	24.46	30.15	32.3	13.77	12.73	16.14	11.07
2018/8/31	31.56	15.22	12.73	19.53	28.4	14.5	13.61	16.98	6.63

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

首旅酒店: 关店拖累营收增速, RevPAR 环比增速提升

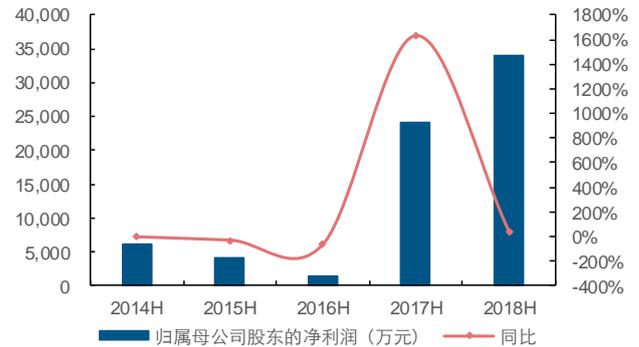
2018 年上半年, 公司营收小幅增长, 净利符合预期: 营业收入 40.02 亿元, 同比增长 0.35%; 实现归属于母公司净利润 3.4 亿元, 同比增长 41.23%; EPS 为 0.35 元; 实现扣非净利 3.16 亿元, 同比增长 32.09%。

图 31: 公司历年中报营收及同比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

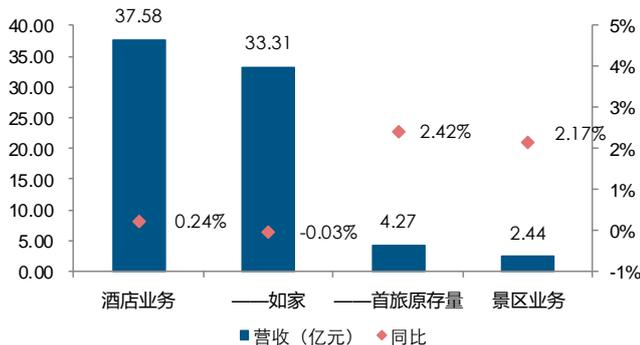
图 32: 公司历年中报归母净利润及同比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

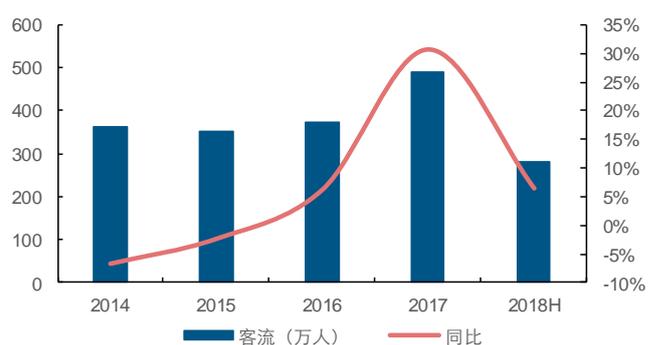
酒店业务表现强劲, 景区业务稳健增长。2018H 酒店业务实现营业收入 37.58 亿元 (+0.24%), 其中如家酒店集团实现营收 33.31 亿元 (-0.03%), 首旅原存量酒店实现营收 4.27 亿 (+2.42%)。营收增速放缓主要是受关店影响, 报告期酒店直营业务营收同比减少 1.32%而特许业务同增 8.26%。景区运营业务方面, 南山接待游客 281.6 万人次 (+6.40%), 实现营业收入 2.44 亿元 (+2.17%)。

图 33: 公司半年报分板块营收及同比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

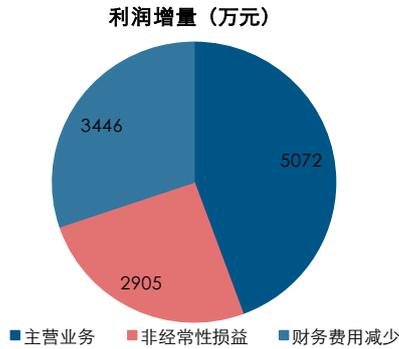
图 34: 南山景区接待游客数据及同比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

酒店行业复苏、财务费用减少以及非经常性损益带动净利大增。(1) 行业供需结构改善带动 2018Q1/Q2 如家整体 RevPAR 及同店 RevPAR 分别提升 4.0%/5.6%和 2.9%/4.3%、如家实现利润总额 4.72 亿 (+25.03%); 景区实现利润总额 1.11 亿元 (+3.93%); 主营业务增厚公司利润总额 5072 万; (2) 较早收到政府补助加上出售首汽股份 10%股权等导致非经常性损益较去年同期增长 2905 万元; (3) 财务费用在去年 4 月短期贷款置换为长期贷款、同时利用同业拆借获取利息收入增长情况下有所下滑, 增加利润总额 3446 万元。

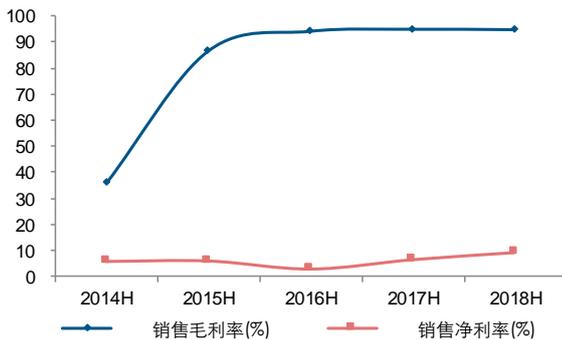
图 35: 公司中报净利增量拆分



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

整体毛利率基本持平, 期间费用率有所下降。2018H 毛利率维持 94.86% 高位, 较去年同期略有下滑 0.16pct, 基本持平; 期间费用率方面, 销售费用率及财务费用率下降带动期间费用率下滑 2.01pct: 直营酒店房量下降折旧摊销费用和职工薪酬减少带动销售费用率下滑 1.93pct; 财务费用率降低 0.87pct, 主要是公司进行了较好的资金管理; 管理费用率微增 0.79pct, 主要与特许店店数上升导致店长薪酬增长有关。

图 37: 毛利率及净利率



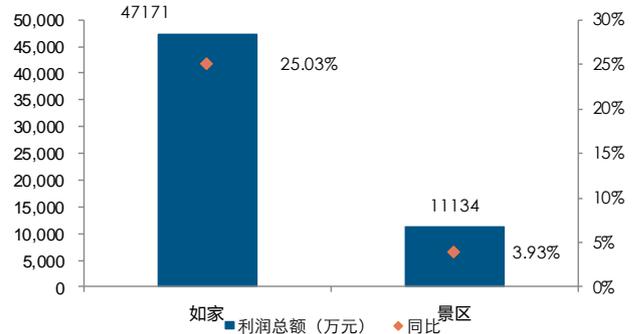
资料来源: Wind, 长江证券研究所

看好公司受益于行业发展和自身结构调整、逐步释放业绩, 维持“买入”评级。根据美国酒店周期我们判断我国酒店行业有望自 17 年进入 3-5 年上升周期且 18 年开始有望进入提价通道, 通过比较美国三轮周期酒店龙头价格提升区间以及中美消费品价差, 我们判断酒店提价尚有 30~50% 空间。看好公司在本轮国内酒店上升周期中, 实现业绩与估值提升的戴维斯双击; 考虑出售燕京股权带来投资收益上调 18-20 年 EPS 分别为 0.95/1.06/1.25 元, 维持“买入”评级。

锦江股份: 扣非净利大增 58%, 房价提升驱动 RevPAR 稳健增长

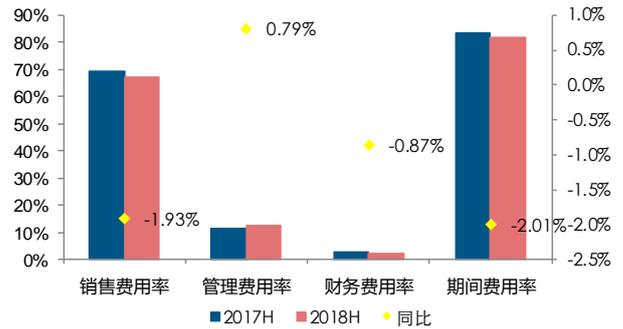
2018 年上半年, 公司扣非净利大增 58%, 期间费用率持续降低。公司 2018H 实现营业收入 69.39 亿, 同比+10.34%, 归母净利 5.03 亿, 同比+22.05%, 扣非净利 3.16 亿, 同比+58.22%, EPS 为 0.53 元。单二季度实现营业收入 36.88 亿, 同比+6.93%; 归母净利 2.73 亿, 同比+27.90%。

图 36: 中报如家和景区利润总额及同比



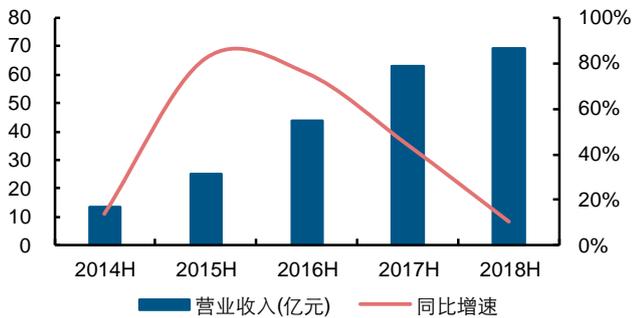
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 38: 期间费用率及变动情况



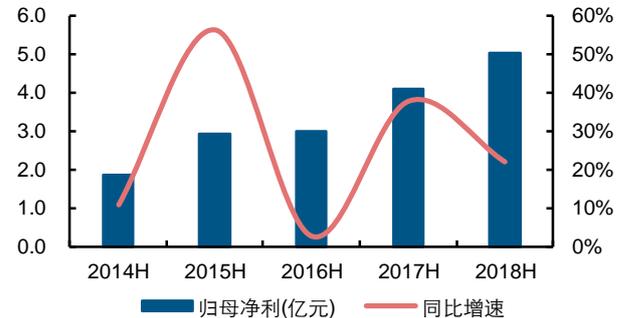
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 39: 最近 5 年上半年公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 40: 最近 5 年上半年公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

营业收入增长主要是卢浮亚洲、卢浮集团、铂涛集团、维也纳酒店等营业收入增长所致。

有限服务型酒店业务实现营业收入 68.25 亿, 同比+10.73%。境内酒店收入+10.91%, 其中铂涛及维也纳分别实现收入 20.09 亿/+9.30%和 12.69 亿/+23.61%, 维也纳受 RevPAR 提升及开店数量增多影响收入增长较快; 境外酒店收入+10.28%, 食品及餐饮业务实现营业收入 1.14 亿, 同比-8.93%, 主要是锦亚餐饮收入下降、锦江同乐关闭 1 家门店所致。

归母净利润增长 22%主要是受五个因素变动的影 响。一是铂涛和维也纳实现净利润增加, 分别为 1.33 亿/+32.78%和 1.20 亿/+26.47%, 且铂涛持股比例自 1 月 12 日由 81.0034% 上升至 93.0035%; 二是取得的肯德基投资收益比上年同期增加; 三是锦江之星因子公司动迁取得补偿收益比去年增加 0.75 亿; 四是法国未来企业所得税税率下调产生的递延所得税负债比上年同期减少 0.55 亿, 主要是本次税率下调幅度较去年同期更小(从 28.92% 逐步变为 25.83%), 若法国政府不再进行税率调整, 则本年度该项数将保持不变; 五是公司取得出售长江证券股票所得税前收益比上年同期减少 932 万。

剔除非经常性损益后, 公司业绩大增 58.22%。2018H 非经常性损益同比减少 2517 万, 除上述所列递延所得税负债、出售长江证券股票所得税前收益减少外, 2018H 处置子公司所取得的投资收益同比减少 2441 万、少数股东损益影响减少 2181 万以及相关税额影响减少 1608 万均使得 18H 非经常性损益同比减少较多。剔除非经常性损益影响后, 公司归母净利润表现亮眼。

表 3: 2018H 非经常性损益项目和金额 (单位: 万元)

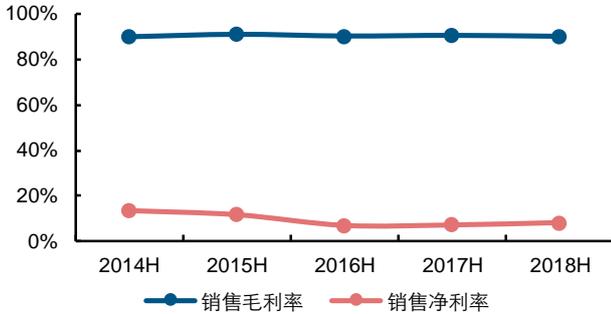
非经常性损益项目	2018H	较 2017H 变化	附注 (如适用)
非流动资产处置损益	7,600.54	7,506.58	子公司动迁补偿收益
计入当期损益政府补助	3,603.18	1,793.18	母公司等取得的政府补助
除正常经营外的可供出售金融资产投资收益	7,733.30	-932.63	主要出售长江证券股票取得的投资收益
对当期损益进行一次性调整对当期损益的影响	5,668.51	-5,500.34	法国未来所适用的企业所得税税率调整对所得税费用的影响
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	1,077.76	846.36	-
子公司、合营公司处置收益	909.54	-2,441.24	-
少数股东权益影响额	-2,441.23	-2,180.81	-
所得税影响额	-5,369.43	-1,608.10	-
合计	18,782.17	-2,517.00	-

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

管理改善成效继续显现, 公司毛利率维持高位、净利率提升明显。18H 酒店运营成本增长较快, 导致整体毛利率小幅下滑 0.50pct 至 89.90%。由于公司费用管控得当, 销售、

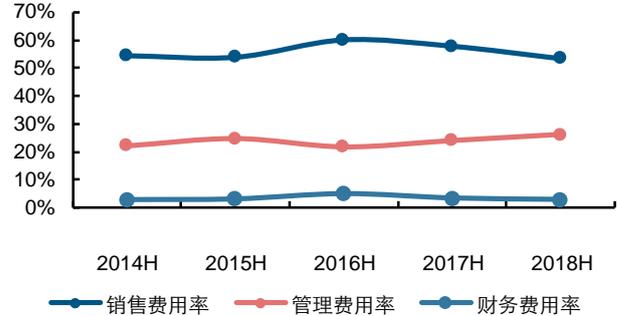
管理、财务费用率分别-4.26pct、+2.00pct、-0.58pct，销售费用下降显著，整体期间费用率下降 2.84pct 至 82.43%。在上述因素影响下，公司净利率提高 1.08pct 至 8.25%。

图 41：最近 5 年上半年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

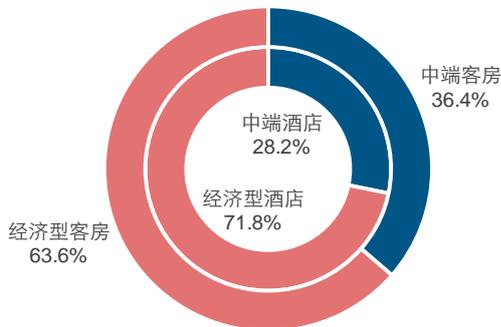
图 42：最近 5 年上半年公司期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

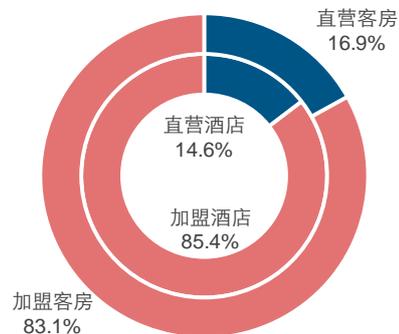
酒店开业进度符合预期，中端及加盟占比进一步提升。2018 年 1 至 6 月份新开业酒店 548 家，净增开业酒店 341 家，其中直营酒店减少 30 家，加盟酒店增加 371 家。截至 6 月底，中端酒店数量占比已达 28.2%、客房数占比达 36.4%；加盟酒店数量占比 85.4%、加盟酒店客房数占比 83.1%。此外，公司公告称 7 月净增门店 33 家，较 6 月的 53 家有较大降幅。按等级来看，经济型净关 34 家、中端净开 67 家。截至 7 月底开业酒店数 7,068 家，其中经济型占比为 70.97%、中端占比为 29.03%。

图 43：截至 2018 年 6 月底公司分等级酒店数量及客房数量占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 44：截至 2018 年 6 月底公司分模式酒店数量及客房数量占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

开店速度加快，实现 2018 年计划开店 900 家目标问题不大。公司计划 2018 年新增开业连锁有限服务型酒店 900 家，新增签约连锁有限服务型酒店 1,500 家，开店速度较 2017 年有所加快（2017 年净增 826 家），截至 7 月底，净增门店数量已达 374 家。

食品及餐饮业务略有下滑。食品及餐饮业务实现合并营业收入 11,358 万元，比上年同期下降 8.93%。食品及餐饮业务合并营业收入同比下降的主要因素，一是从事团膳业务的锦江食品营业收入比上年同期增长，二是从事中式快餐连锁的锦亚餐饮营业收入比上年同期下降，三是锦江同乐因关闭 1 家门店营业收入比上年同期下降等共同影响所致。归属于食品及餐饮业务分部的净利润 13,364 万元，比上年同期增长 27.06%。

未来公司将继续践行“全球布局、跨国经营”的发展战略，受益于规模效应、中高端品牌效应以及经营效率的提升，未来业绩有望持续释放。预计 18-20 年归母净利分别为 10.96/13.46/16.67 亿，EPS 分别为 1.14/1.40/1.74 元。

景区：客流表现分化,期待交通改善及外延项目拓展推进

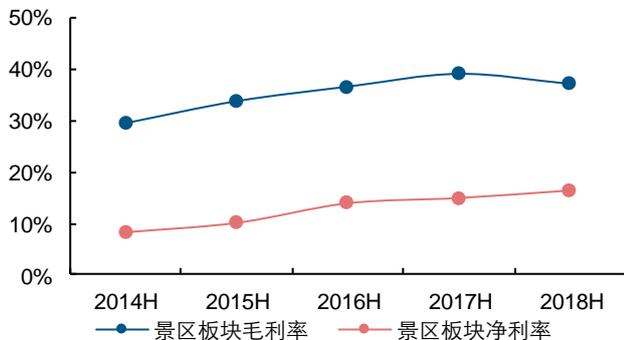
2018 上半年，景区板块合计实现营业收入 127.30 亿(+14.98%)、归母净利润 18.94 亿(+29.89%)。宋城演艺、中青旅、黄山旅游、峨眉山 A、丽江旅游归母净利润增速分别为 27.04%、16.73%、17.03%、11.56%、18.97%。其中，宋城演艺、峨眉山 A 和丽江旅游业绩增长主要来自客流稳健增长带来的门票、索道收入增长，继续看好客流稳健增长及转休闲延长产业链带来业绩释放；中青旅主要受益于景区客单价提升和古北水镇房地产结算贡献投资收益，期待同光大集团的协同效应发挥，开启新征程；黄山旅游上半年受天气影响客流下滑，业绩增长平缓，期待杭黄高铁开通刺激客流及外延扩张贡献业绩。

图 45：景区板块 2014H-2018H 营业收入及增速



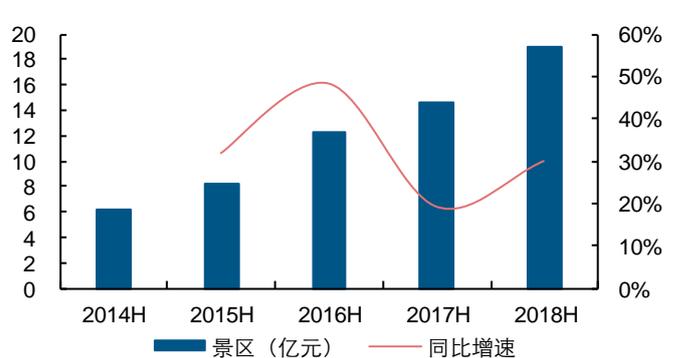
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 47：景区板块 2014H-2018H 毛利率及净利率



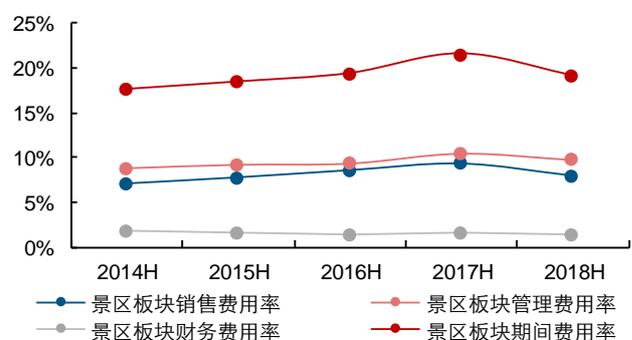
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 46：景区板块 2014H-2018H 归母净利润及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 48：景区板块 2014H-2018H 期间费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

宋城演艺：业绩符合预期，期待新一轮异地扩张

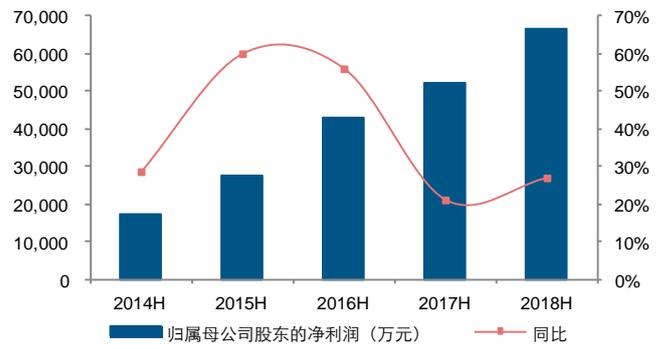
2018 年上半年，公司实现营业收入 15.11 亿(+8.51%)，实现归属于母公司净利 6.65 亿(+27.04%)，实现扣非净利 6.36 亿(+21.75%)，EPS 为 0.46 元。

图 49: 近五年公司营收 (万元) 及增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 50: 近五年公司归属于上市公司净利润 (万元) 及增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

三亚千古情和六间房表现突出是公司业绩增长主要原因。(1) 三亚项目受益于环境好转、主题活动策划等措施, 报告期内实现营收 2.34 亿元/+24.31%、净利 1.45 亿元/+34.08%; 杭州宋城旅游区实现营业收入 3.84 亿元, 同比增长 5.09%; 丽江项目预计稳健增长; 九寨项目去年同期实现营收 4907 万元而今年未开业一定程度上对现场演艺整体有所拖累; (2) 六间房同样表现不俗, 报告期实现营业收入 6.20 亿元/5.37%、实现净利 1.89 亿元/+38.65%; 目前拥有签约主播 29 万名, 注册用户超 6200 万, 总月活用户 (包含网页端和移动端) 5638 万, 月均 ARPU 值 881 元, 均较上年同期有所增长; (3) 旅游服务业分部 (包含电子商务及设计策划业务) 受电商平台收入同比增长 49.04% 影响大幅增长。

表 4: 公司主要项目营收及净利情况

单位: 万元	营业收入			净利润		
	2017H	2018H	同比	2017H	2018H	同比
杭州宋城旅游区	36,525.96	38,385.13	5.09%	未公布	未公布	
三亚	18,837.84	23,416.63	24.31%	10,832.26	14,523.67	34.08%
丽江	9,750.36	未公布		5,070.43	未公布	
九寨	4,907.14	0.00		2,400.10	-1,207.74	
漓江	0.00	0.00		-168.73	-572.10	
六间房	58,817.56	61,976.65	5.37%	13,597.51	18,852.62	38.65%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

成本下降带动毛利率增长, 期间费用率在销售费用及财务费用下降带动下有所降低; 叠加资产处置收益推动净利增长。成本下降带动毛利率同比增长 4.27pct 到 67.90%; 分业务来看, 三亚项目及六间房表现优异, 毛利率分别同比提升 3.88% 和 4.28%。

表 5: 公司主要项目毛利率情况

单位: 万元	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入同	营业成本同	毛利率同比
				比	比	
杭州宋城旅游区	38,385.13	10,292.14	73.19%	5.09%	12.31%	-1.72%
三亚宋城旅游区	23,416.63	3,610.14	84.58%	24.31%	-0.66%	3.88%
数字娱乐平台	61,976.65	26,904.92	56.59%	5.37%	-4.08%	4.28%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

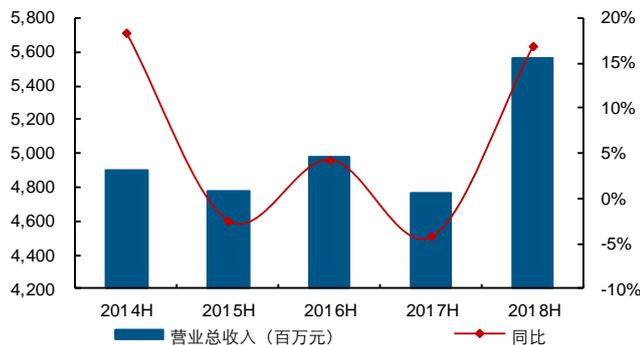
期间费用率方面,管理费用主要受藏谜及九寨项目停业、营业成本调整到管理费用科目,六间房研发支出增长影响同比增长 31.80%,但财务费用在银行借款减少及理财收益增长带动下同比下滑 227.58%,销售费用同样下滑 5.04%推动期间费用率下调 1.02pct;处置三亚水公园资产及武夷山土地使用权导致资产处置收益同比增长 1682.97 万元推动净利同比增长接近三成。

看好公司成长,维持“买入”评级。阳朔项目已于 7 月底开业,西安、张家界项目分别有望于明年上半年和中期开业,上海项目有望于今年 10 月全面推进工程建设、明年有望开业;轻资产宁乡项目表现优异,未来有望持续落地。此外,六间房重组一方面可转移商誉减值风险,另一方面可直接增厚公司盈利(5-6 亿)和现金流(超过 10 亿)。假设 9-10 月六间房出表,考虑投资收益,预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.11/0.88/1.13 元,维持“买入”评级。

中青旅:客单价提升逻辑得到验证,低估值白马标的价值凸显

2018 年上半年,公司实现营业收入 55.67 亿元(+16.93%);实现归母净利润 4.05 亿元(+16.73%),扣非后归母净利润 3.06 亿元(+39.44%);其中 18Q2 实现营收 30.60 亿元(+12.50%),归母净利润 3.06 亿元(+17.63%),扣非后归母净利 2.12 亿元(+63.69%)。

图 51: 公司近 5 年半年报总营收及同比



资料来源: Wind,公司公告,长江证券研究所

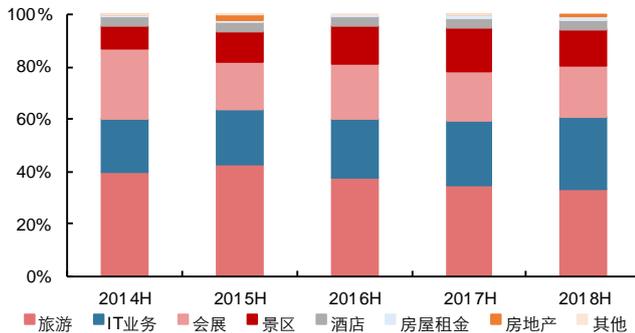
图 52: 公司近 5 年半年报归母净利及同比



资料来源: Wind,公司公告,长江证券研究所

分业务来看, 2018H 各业务均有改善,景区和酒店贡献的业绩增长显著。景区业务受益于客单价提升及古北水镇房地产结算,收入和业绩贡献保持增长,其中,乌镇实现营收 8.33 亿元(+6.26%),净利润 4.72 亿元(+2.26%),古北水镇实现营收 4.57 亿元(+5.32%),净利润 1.24 亿元(+155.98%);山水酒店实现营业收入 2.33 亿元(+13%);净利润 1589 万元(+38.34%);整合营销业务营业收入 10.89 亿元(+22.92%),受人工成本走高、计提资产减值准备等因素影响,实现净利润 1817 万元,同去年持平;策略性投资继续贡献利润;遨游网减亏。

图 53: 公司近 5 年半年报营收构成情况

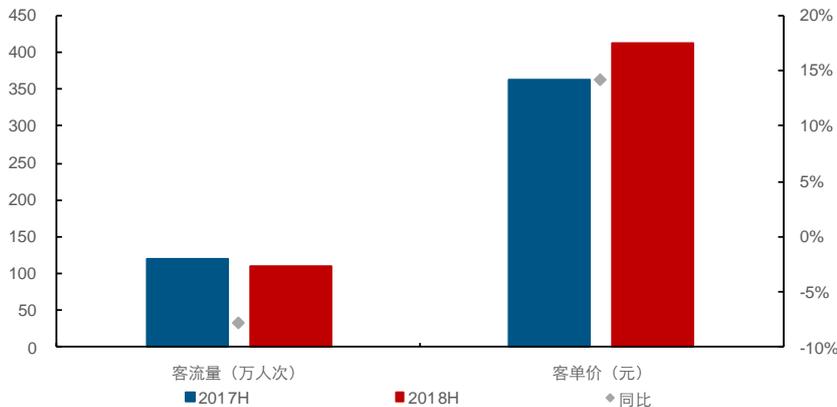


资料来源: Wind, 长江证券研究所

2018H 景区客单价提升, 古北房地产结算贡献投资收益。2018 年上半年, 乌镇受客单价驱动, 实现营业收入 8.33 亿元(+6.26%), 实现净利润 4.72 亿元(+2.26%)。客流方面, 受华东整体旅游市场热度下降和周边新项目竞争加剧等因素影响, 乌镇景区累计接待游客 449.57 万人次(-12.30%), 其中, 东栅 202.48 万人次(-17.39%), 西栅 247.09 万人次(-7.63%)。客单价方面, 受益于 17 年 8 月 1 日起东、西栅门票分别提价 20%和 25%, 乌镇客单价达 185 元(+21%)。

2018 年上半年, 古北水镇实现营业收入 4.57 亿元(+5.32%), 因房地产结算贡献较大投资收益, 实现净利润 1.24 亿元(+155.98%)。客流方面, 受天气及交通因素影响, 古北接待游客人数 110.40 万人次(-7.78%)。客单价方面, 古北积极开展品牌营销, 完善配套服务, 客单价达到 414 元(+14%)。

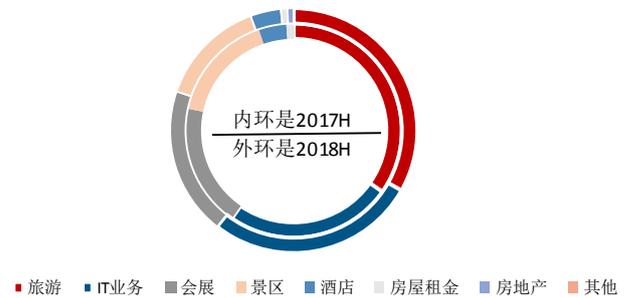
图 55: 古北水镇 2018H 客单价同比提升 14%



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

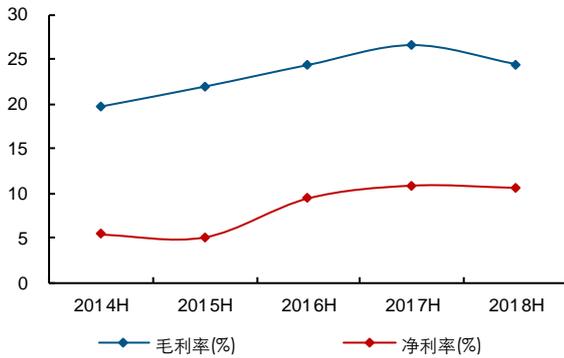
2018H 政府补贴相对减少, 投资收益增加, 带动扣非后归母净利大增。综合毛利率下滑 2.15pct, 期间费用率下滑 3.12pct(销售/管理费用率分别下滑 1.92pct 和 1.20pct), 计入当期损益的政府补助相对去年同期减少了 6477 万元, 叠加以古北房地产结算为主的投资收益增加 3292 万(未计入非经常损益), 共同导致扣非后归母净利同增 39.44%。

图 54: 公司 2017H-2018H 营收结构变动



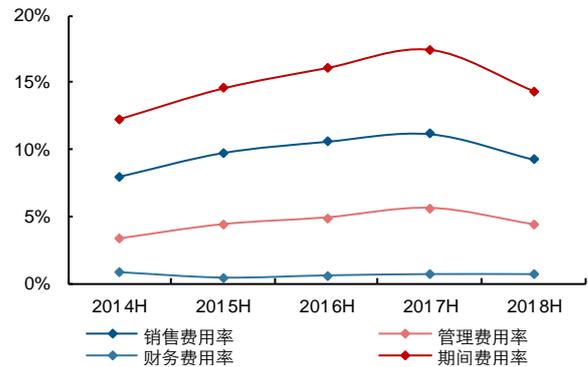
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 56: 公司近 5 年半年报毛利率及净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 57: 公司近 5 年半年报期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

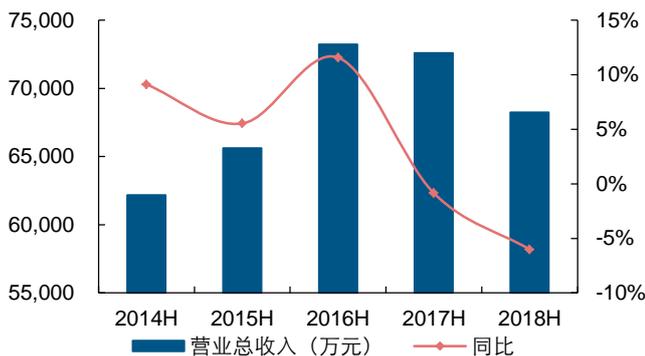
看好公司作为低估值休闲景区稀缺标的, 划转光大新征程开启, 乌镇及古北在客单价提升驱动下业绩增长有望持续, 遨游网减亏、酒店业务向好、“旅游+”战略布局等有望带来新利润增长点。短期看估值, 近期公司股价回调, 低估值白马的价值凸显; 中期看改善, 股东变更后光大集团入主, 期待管理改善、战略改善以及随之的业绩改善; 长期看格局, 公司作为品质生活的系统提供者之一, 深耕“旅游+”, 未来发展空间广阔。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.96、1.08 和 1.20 元/股。

关注景区龙头: 黄山旅游、峨眉山 A、丽江旅游、天目湖、三特索道、桂林旅游

黄山旅游: 客流下滑及房地产剥离拖累扣非净利, 静待发展战略推行落地

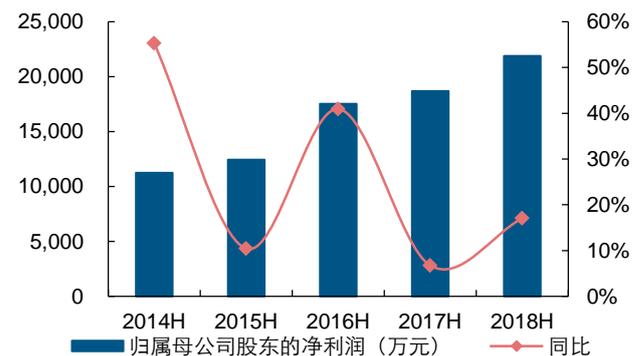
2018 上半年, 客流下滑和房地产公司剥离拖累扣非净利。公司 2018 上半年实现营收 6.82 亿(-6.01%), 实现归属于上市公司净利润 2.19 亿(+17.03%), 实现扣非净利 1.61 亿(-16.23%), EPS 为 0.2929 元。

图 58: 2014H-2018H 公司营收及增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 59: 2014H-2018H 公司归母净利润及增速



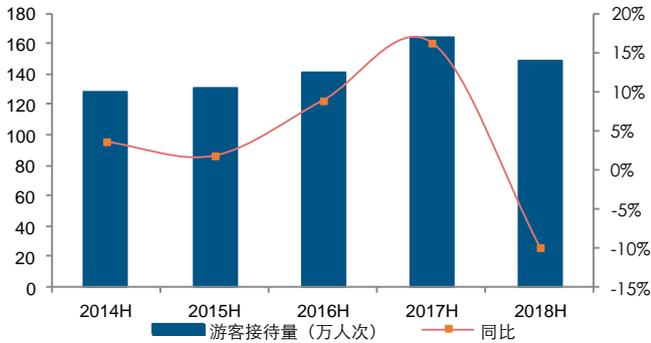
资料来源: Wind, 长江证券研究所

客流下滑及房地产公司剥离拖累收入和扣非净利, 处置华安证券推动净利增长。(1)

2018 上半年受天气影响及安徽省内游客免票游黄山政策影响减弱, 黄山风景区接待游客 148.14 万人次、同比下滑 9.94%; 单二季接待客流 92.52 万人次、同比下滑 3.95%, 较一季度环比有所改善。受此影响, 公司游山门票实现营收 1.06 亿(-2.27%), 索道门票收入实现营收 2.14 亿(-2.93%)。(2) 去年 9 月公司完成对全资子公司玉屏房产公司转让, 房地产公司 2017H 实现营收 3302.65 万元, 剔除房地产公司影响, 公司上半年营收同比

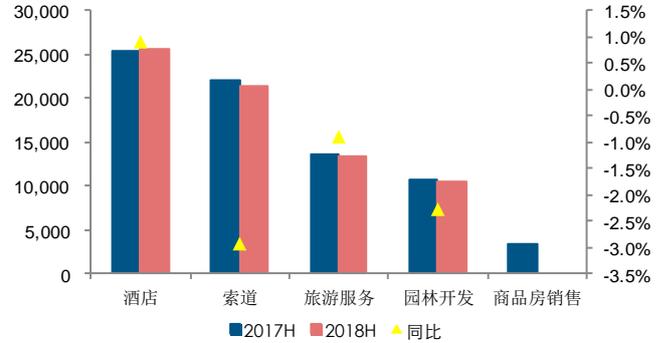
微降 1.52%。(3) 酒店业务营收同比微增 0.91% 到 2.57 亿, 旅行社业务营收同比略降 0.89% 到 1.34 亿。

图 60: 2014H-2018H 公司接待进山人数



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

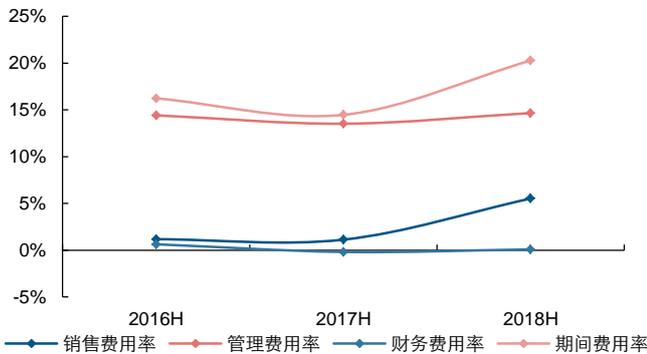
图 61: 公司营收分业务变化情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

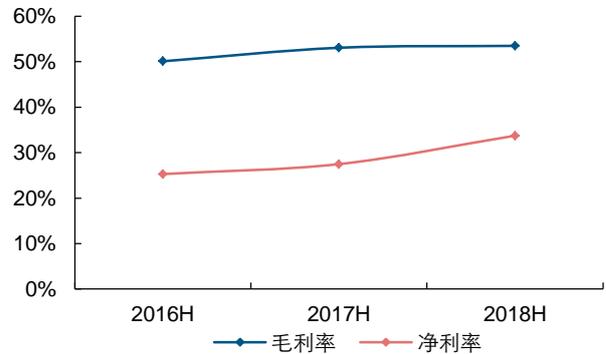
成本下降更快推动毛利增长, 期间费用有所攀升。成本下降幅度超过营收导致公司报告期毛利率微增 0.42pct 到 53.50%, 期间费用率则在三费率均有所上涨情况下攀升 5.80pct 到 20.27%。具体来看, 销售费用率在公司支付给安徽民航机场黄山分公司奖励款及宣传费提升带动下上涨 4.39pct, 财务费用率因本期购买理财产品增加、活期利息收入减少增长 0.27pct, 管理费用率上移 1.14pct 预计与完成经营目标兑现现金激励有关。处置华安证券 800 万股带来投资收益 4506 万元是公司净利增长主因。

图 62: 2016H-2018H 公司三费率及期间费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 63: 2016H-2018H 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

公司内生外延带来的业绩增长可期。花山谜窟总规修编完成多轮论证、太平湖已完成工商变更登记并进驻现场开展前期工作、宏村项目取得阶段新进展, “一山一水一村一窟” 战略稳步推进, 受益于杭黄高铁开通公司客流量有望得以提升。

峨眉山 A: 客流上涨带动业绩增长, 费用控制成效继续显现

公司 2018 年上半年, 实现营业收入 5.25 亿(+0.17%), 归母净利 7004 万(+11.56%), 实现扣非净利 7057 万元(+11.76%), EPS 为 0.1329 元。客流上涨带动收入端增长, 三费管控得当增厚净利。2018 上半年公司通过强化营销、挖掘爆点、丰富旅游产品带动游客同比增长 7.07%、实现接待游客 160.01 万人, 在此带动下公司报告期实现游山门票收入 2.34 亿(+8.69%)和客运索道收入 1.43 亿(+4.24%)。客运索道收入增速低于门票

收入推测为万年索道今年 4 月才重新运营所致，万年索道改造后运力从原先 1660 人/小时提升至 2440 人/小时，运力大为提升。酒店业务同比略降 2.59%到 0.92 亿元。

图 64：2014H-2018H 公司营收及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

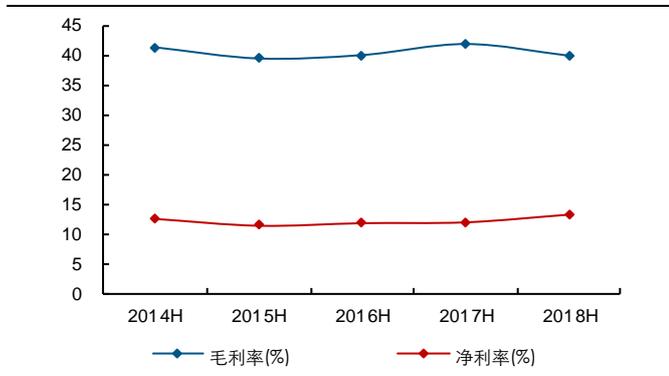
图 65：2014H-2018H 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

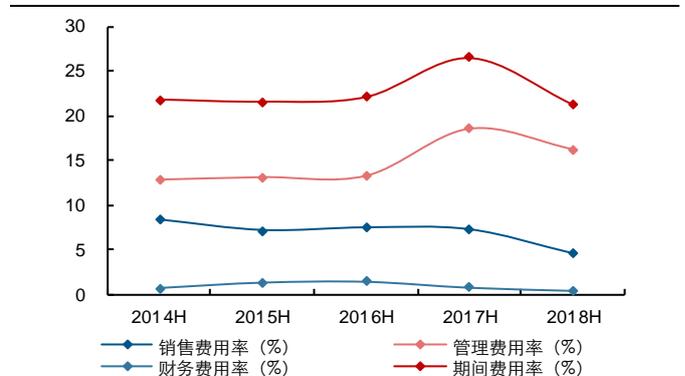
成本提升带动毛利率有所下滑，期间费用率继续压缩带动净利增长。游山门票和客运索道业务成本分别上涨 23.90%和 31.91%推动毛利率分别下滑 8.83%、5.72%带动整体毛利率下滑 2%到 39.90%；期间费用率同比大幅下降 5.34%，其中销售费用通过充分利用互联网、新媒体等新型宣传媒介，减少传统渠道广告宣传投入较去年同期下降 36.41%带动销售费用率下降 2.64pct，财务费用率因利息支出减少微降 0.36pct，管理费用下滑 12.47%推动管理费用率下降 2.35%。其他对利润表有影响的事项主要为计提减值准备导致资产减值 400.92 万元和处置索道备品备件导致资产处置收益为亏损 151.51 万元。

图 66：公司近 5 年半年报毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 67：公司近 5 年半年报期间费用率



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

内生外延齐头并进，大峨眉战略稳步向前。（1）西成高铁 2017 年底开通促进客流增长，公司计划 18 年实现游山人数 335 万人次，同比增长 4.97%。（2）万年索道改建完成运力大大提升，4 月 5 日已重启，静待客流释放。（3）酒店接待能力增强、成本严控下毛利率持续提升。（4）继续加强内部管理，节能降耗，期间费用仍有压缩空间。虽从今年 9 月 20 日起旺季门票直降 25 元，但考虑到公司通过多种方式在大峨眉雪芽、养生辣木、演艺项目、杪楞湖开发项目上逐步推进，推动复合型旅游度假目的地打造，预计对公司影响有限。

丽江旅游：云南旅游市场整顿效果初显，游客量提升叠加费用下降提振业绩

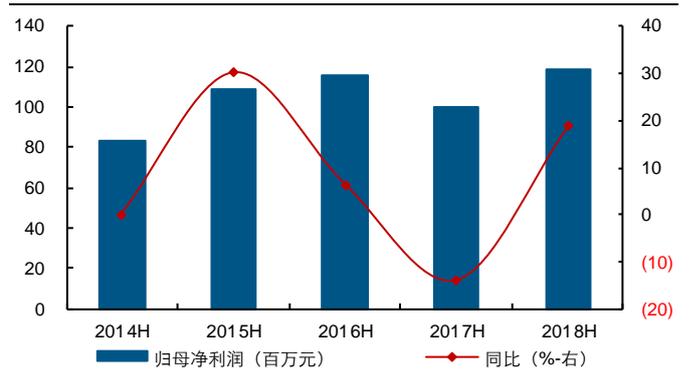
公司 2018 年上半年，实现营业总收入 3.43 亿元(+7.42%)，占全年经营目标的 47.84%，实现归母净利润 1.19 亿元(+18.97%)，占全年经营目标的 55.43%。云南旅游市场整顿效果初显，行业回暖，公司索道接待游客量同比回升，牦牛坪表现突出。2018 年上半年，索道业务，实现收入 2.05 亿(+9.21%)，玉龙雪山/云杉坪/牦牛坪三大索道共计接待游客 172.38 万人次(+3.88%)，其中，玉龙雪山索道 132.69 万人次(+13.28%)，云杉坪索道 31.97 万人次(-26.06%)，牦牛坪索道 7.72 万人次(+38.87%)。

图 68：2014H-2018H 公司营收及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

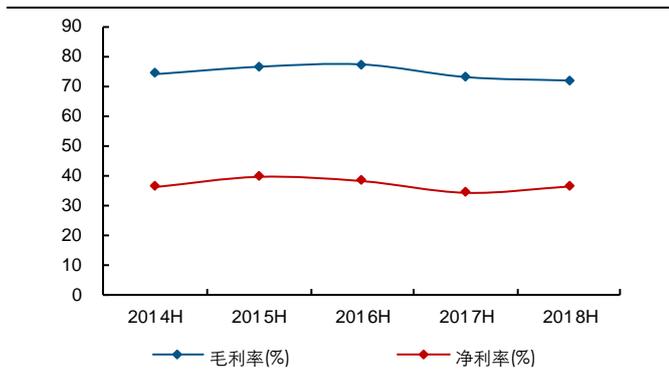
图 69：2014H-2018H 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

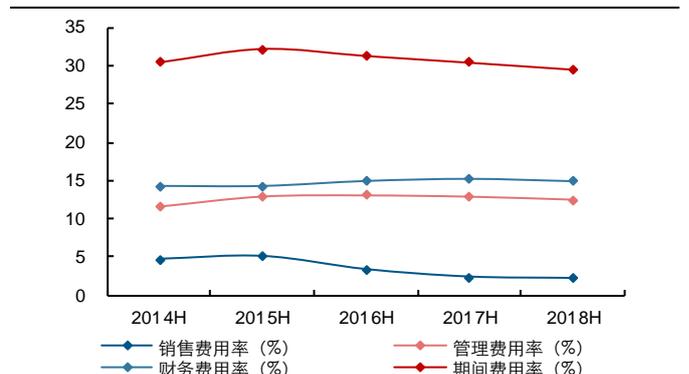
公司综合毛利率维持高位，期间费用率降低 3.75pct，带动利润端强势提升。2018H 公司毛利率为 72.09%，同比下滑 1.15pct；期间费用率下滑，主要是受益于财务费用率下降 3.03pct(2017 年 9 月公司偿还了 2.5 亿中期票据本金及利息)。毛利率维持高位，费用控制有效，带动公司归母净利润同增 18.97%，扣非后归母净利润同增 14.41%。

图 70：公司近 5 年半年报毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 71：公司近 5 年半年报期间费用率



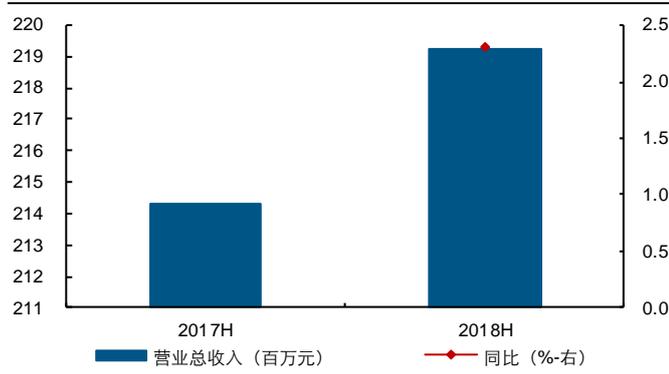
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

公司项目拓展稳步推进，大香格里拉旅游生态圈可期。具体来看，(1)与宁蒗县政府签署协议，由政府、公司及投资合作伙伴共同投资建设摩梭小镇；(2)对大金沙旅游带项目已拟定开发设想及思路并积极推进落地实施；(3)大香格里拉精品小环线项目继续推进；(4)牦牛坪景区品质提升持续推进，牦牛坪索道改扩建项目核准材料已上报省发改委等待批复。

天目湖：扣非业绩微增，继续打造一站式旅游目的地

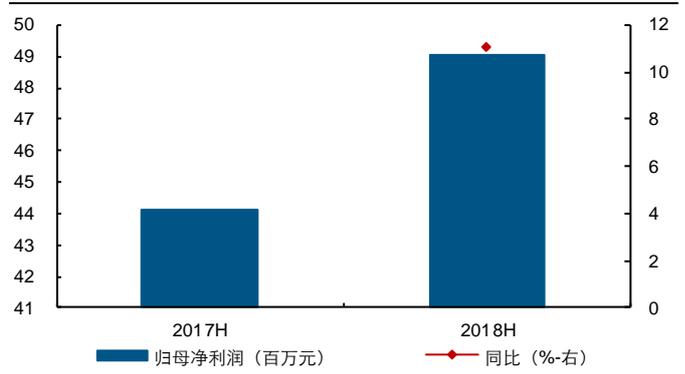
公司 2018H 实现营收 2.19 亿(+2.30%)，实现归属于母公司净利润 4902.74 万元(+11.06%)，实现扣非净利 4502.68 万元(+3.01%)，EPS 为 0.61 元。积极拓展市场叠加资源整合产品线路丰富促进收入增长。2018 年上半年公司营收同比增长 2.30%主要是来自扩大市场积极销售、接待游客增长以及内外部资源整合提供更多产品线路促进消费，具体看竹海公司实现营收 6726.36 万元(+1.59%)、实现净利 2259.35 万元(+1.80%)；温泉公司实现营收 5926.64 万元、实现净利 605.67 万元；旅行社公司实现营收 7672.11 万元、实现净利 220.48 万元；索道公司实现营收 340.45 万元、实现净利 122.08 万元。

图 72：2017H-2018H 公司营收及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

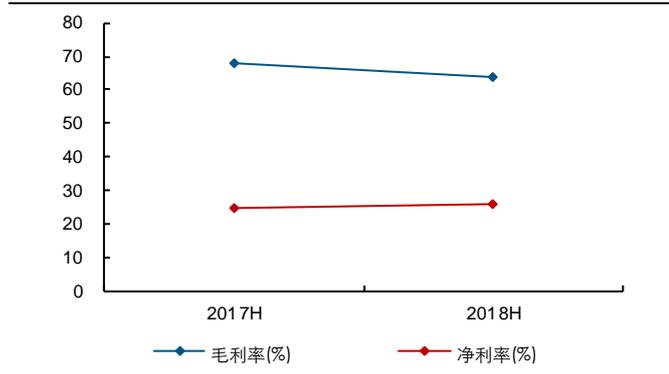
图 73：2017H-2018H 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

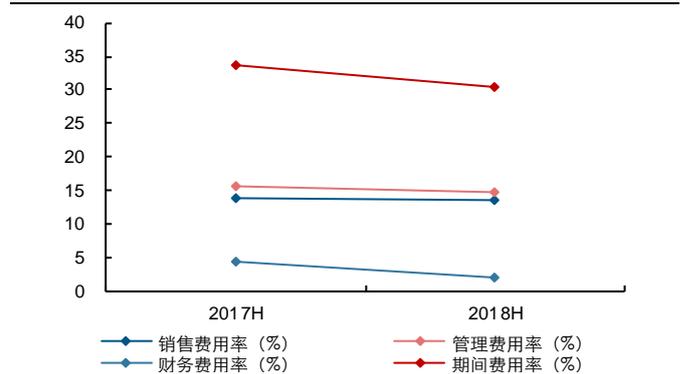
毛利率受员工薪酬标准提高及绩效奖金增长营销有所下滑，财务费用大幅下降推动期间费用率下降。报告期内职工薪酬均较上年同比提升推动营业成本增长 13.77%，毛利率受此影响下滑 3.62pct 到 64.07%；期间费用率下滑 3.39pct 主要受使用募集资金偿还银行贷款财务费用率大幅下滑 2.31pct 带动，折旧摊销减少，广告费、会务费下降分别推动管理费用率和销售费用率同比下滑 0.72pct 和 0.35pct。叠加收到政府补助 541.69 万元推动净利同比增长。

图 74：公司 2017H-2018H 毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 75：公司 2017H-2018H 期间费用率



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

公司致力于打造“一站式休闲旅游目的地”。御水温泉二期项目计划于 2019 年 6 月竣工，定位高端客户与周边产品形成差异化，有利于提高客户接待能力及产品竞争力。天目湖地理条件优越，目前初步形成了覆盖四季、服务各类人群的较为完善的旅游产业链；收入结构中景区收入占比超过 60%，其中二次消费占比正逐年提升，并且从承载量及人均消费水平而言未来均有较大改善空间。

三特索道：成熟项目表现优异，剥离资产推动净利增长

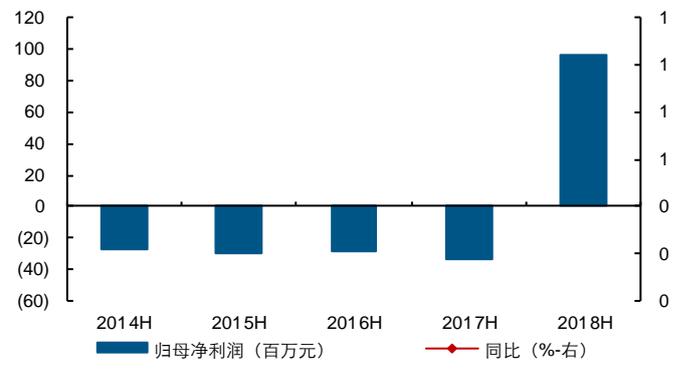
公司 2018 年上半年,实现营业收入 2.67 亿/+24.18%,归母净利 9653.37 万(+387.56%),位于预告 9500~11500 万之间,符合预期;实现扣非净利为亏损 2736.25 万元,同比减亏 22.21%,EPS 为 0.70 元。同时,公司公告前三季度预计可实现归母净利 1.4~1.6 亿,同比增长 898.08%~1040.67%。**成熟景区收入和净利均合计分别同比增长 33.47% 和 45.46%,表现优异:**梵净山受益申遗及线上线下品牌宣传投放力度加大接待游客同比增长 35.08%,实现营收 8949 万/+46.22%和净利润 3113.47 万(+71.24%);华山加强营销以及西索停运影响提高北索乘坐率,报告期接待游客+39.19%,实现营业收入 6025.21 万(+48.11%)和净利润 2470.46 万(+63.52%);海南索道+猴岛通过丰富景区内容、提升服务品质,营收和净利分别实现 5782.66 万(+17.37%)和 2643.29(+18.60%);庐山受大雪封山影响营收略有下滑,在成本控制下净利增长 19.92%;珠海索道客流增长及收到政府补助推动下营收+7.31%和净利+44.10%。

图 76: 2014H-2018H 公司营收及增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 77: 2014H-2018H 公司归母净利润及增速

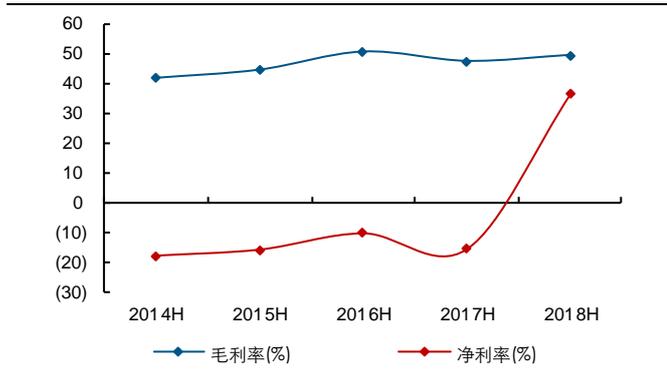


资料来源: Wind, 长江证券研究所

南漳古山寨、保康九路寨经营改善、处于培育期公司继续亏损,盘活资产带动净利大幅增长。(1) 经营改善景区:南漳古山寨通过加强营销和丰富产品增加游客二次消费带动营收净利分别同比增长 7.79%和减亏 32.10%;保康九路寨去年“五一”开业,受益于开业时间增长接待游客和营收均实现翻倍以上大幅增长,净利减亏 7.96%。(2) 处于培育期隗水河、三特旅业、浪漫天缘和克旗公司继续增亏。(3) 咸丰三特转让实现投资收益 1.32 亿元推动净利大幅增长。

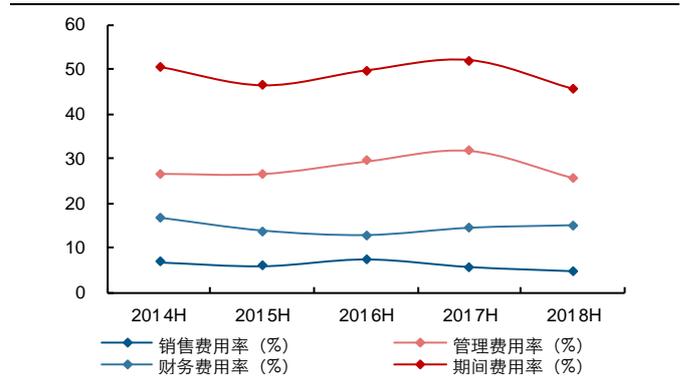
客流增长带动毛利率提升,精兵简政措施推动期间费用率下滑带动扣非净利增长。受益于游客增长公司报告期毛利率提升 1.9pct 到 49.34%,期间费用率受管理费用及销售费用有所下降影响较去年同期下滑 6.41pct:管理费用率主要是受益于公司精兵简政影响,并停并转没有实际经营和部分盈利能力较差子公司,上半年注销子公司 4 家,正在注销子公司 5 家带动管理费用下滑 6.03pct;仅财务费用率因贷款增加,木兰置业无工程投入、利息计入财务费用导致微增 0.63pct。

图 78: 公司近 5 年半年报毛利率及净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 79: 公司近 5 年半年报期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

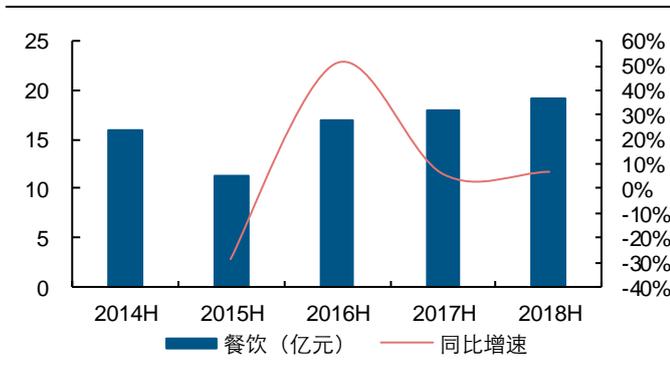
定增方案及索道 ABS 有序推进未来有助降低公司财务费用，大股东二级市场增持体现对公司长期成长价值认可。(1) 向大股东定增 5.45 亿用来偿还银行贷款和补充流动资金方案已提交反馈意见，年内有望上会；索道 ABS 计划已于 7 月获深交所无异议函，向深交所提供挂牌申请文件有 6 个月有效期。公司因前期项目布局较多，财务费用近三年一直维持在 5000 万左右，资产负债率显著超过行业平均水平，对公司业绩形成拖累，此次定增及索道 ABS 有助于公司降低财务费用从而提升盈利水平。(2) 大股东通过大宗交易等方式累计增持公司股票 706.33 万股，增持比例为 5.09%，增持完成后与一致行动人持有上市公司股权 25.65%，体现对公司长期投资价值看好。

稀缺民营景区标的，公司核心项目经营良好且仍具成长性，亏损项目逐渐剥离带动主业扭亏；公司已公布定增项目公告，定增完成后大股东持股比例有望超过 30%，便于后续资本运作；大股东计划自 2 月 7 日起增持金额 1.5 亿元彰显对公司长期投资价值和发展前景认可；平均增持价格为 21.24 元/股，与现价形成倒挂，提供一定安全边际。同时募集资金偿还贷款及索道 ABS 融资后公司财务压力有望改善。

餐饮：行业蓬勃发展，市场空间广阔

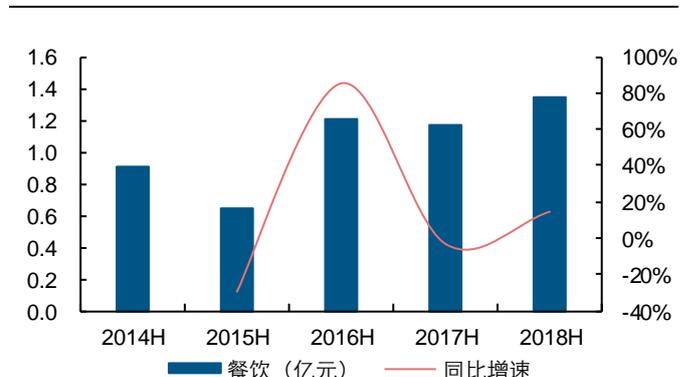
2018H，餐饮板块合计实现营业收入 19.22 亿(+6.61%)、归母净利润 1.34 亿(+14.83%)。其中广州酒家食品业务增长强劲，餐饮业务收入小幅提升，实现营业收入 7.91 亿，同比增长 15.14%；实现归母净利润 0.58 亿，同比增长 42.09%；期待三季度旺季业绩释放。

图 80: 餐饮板块 2014H-2018H 营业收入及增速



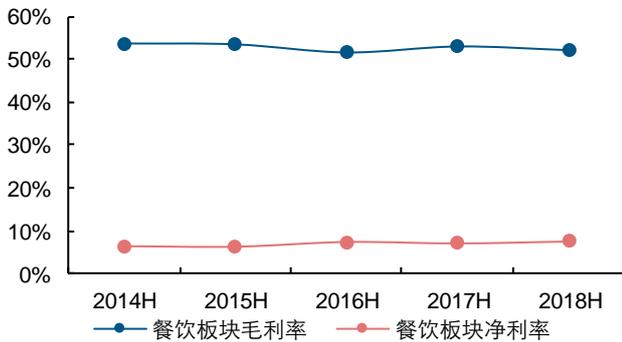
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 81: 餐饮板块 2014H-2018H 归母净利润及增速



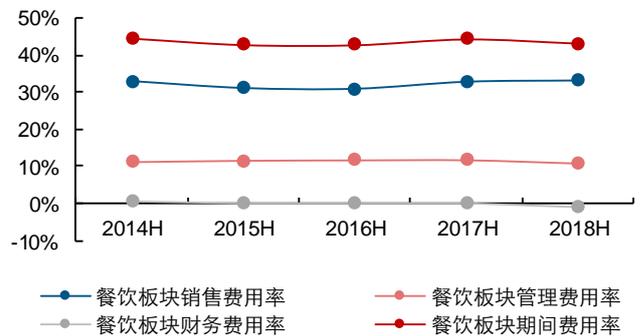
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 82: 餐饮板块 2014H-2018H 毛利率及净利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 83: 餐饮板块 2014H-2018H 期间费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

中国餐饮市场蓬勃发展, 市场规模已接近 4 万亿

2017 年, 我国餐饮业收入达到 3.9 万亿元, 比上年增长 10.7%, 增速高于社会消费品零售额的增速 0.5 个百分点, 占 GDP4.8% 规模仅次于美国¹。社会越是向前发展, 对餐饮业的需求就越强烈, 餐饮业的发展前途也就越光明。

图 84: 2017 年社会零售总额餐饮收入接近 4 万亿



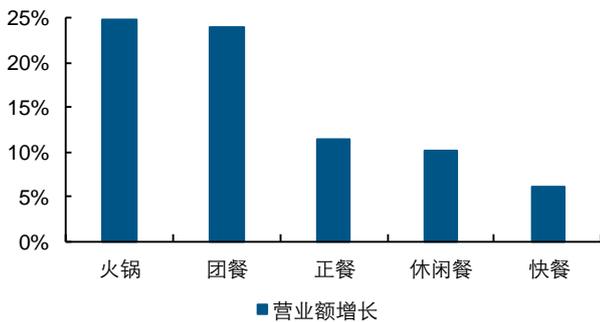
资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

行业整体发展情况良好, 火锅及团餐表现优异。从中国餐饮集团百强情况来看, 在市场的重新洗牌下, 大众餐饮成为市场新的主体。中国饭店协会的数据显示, 特色餐饮 50 强营业额合计超过 1000 亿元, 杭州饮食服务集团有限公司以其近 60 亿的营收继续蝉联百强榜首。火锅餐饮 20 强营业额合计超过 440 亿元, 四川海底捞餐饮股份有限公司成为领军企业, 呷哺呷哺餐饮管理有限公司、成都小龙坎餐饮管理有限公司进入前三甲。

从盈利能力角度看, 火锅及团餐营业额增速较高, 中式正餐及休闲餐的利润率水平较好。2017 年接受统计调查的企业中, 火锅和团餐企业整体营业额增速均超过 24%, 体现出这两个市场的快速扩张, 背后实际上是火锅门店增多以及团餐消费场景增加在支撑。而从利润率角度来看, 中式正餐以平均 56.0% 的毛利率以及 6.8% 的净利率领先其他细分板块, 可以看出定价较高、较为正式的正餐盈利能力较好。

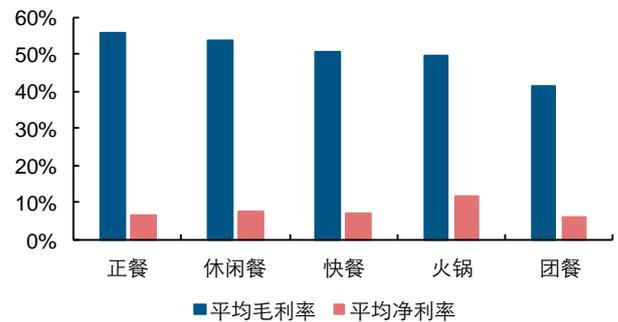
¹ 新浪网, <http://news.sina.com.cn/c/2018-01-21/doc-ifiquixe5374806.shtml>

图 85: 2017 年接受统计调查的餐饮企业营业额同比增速情况



资料来源: 中国饭店协会, 长江证券研究所

图 86: 2017 年接受统计调查的餐饮企业平均盈利能力情况



资料来源: 中国饭店协会, 长江证券研究所

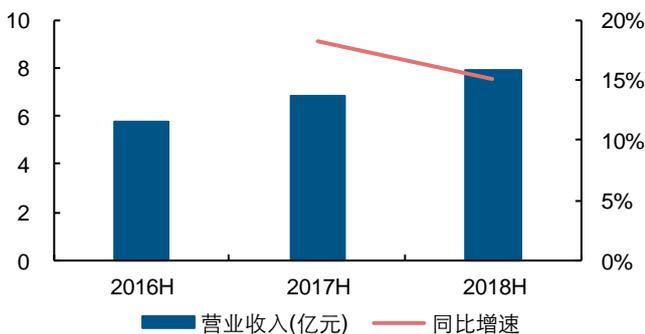
广州酒家: 归母净利润增长 42%, 期待三季度旺季业绩释放

公司公布 2018 年半年报, 实现营业收入 7.91 亿, 同比增长 15.14%; 归母净利润 0.58 亿, 同比增长 42.09%, 剔除政府上市补贴后业绩增长符合我们此前预期; EPS 为 0.14 元。单二季度收入 3.47 亿, 同比增长 14.73%; 归母净利润 0.20 亿, 同比增长 39.03%。

公司实现营业总收入为人民币 7.91 亿元, 较上年同期增长 15.14%。食品业务增长强劲, 餐饮业务收入小幅提升。食品业务收入 4.78 亿, 同比增长超过 20%, 主要源于速冻产品和年货产品的快速增长; 餐饮业务收入 2.96 亿元, 同比增长超过 6%, 主要源于老店业绩稳定, 次新店在不断的提升服务和产品优化的措施推进下, 业绩不断增长。公司核心的月饼系列产品具有季节性特征, 业绩主要体现在第三季度, 因此下半年业绩占公司全年比重较大, 对公司全年业绩影响较大。

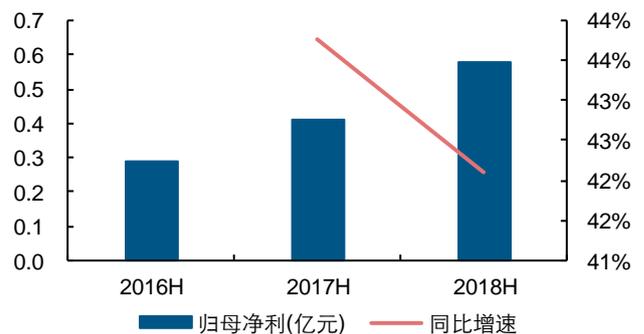
公司实现归母净利润 5835.36 万元, 其中包含营业外收入 300 万元上市补贴。18H 公司营业成本增长 13.07%、期间费用增长 14.55%, 成本及费用控制得当。此外投资收益同比增加 159 万、收到政府上市补助 300 万等增厚公司业绩, 剔除非经常性损益后归母净利润增长 33.78%。

图 87: 公司最近 3 年上半年营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 88: 公司最近 3 年上半年归母净利润及同比增速

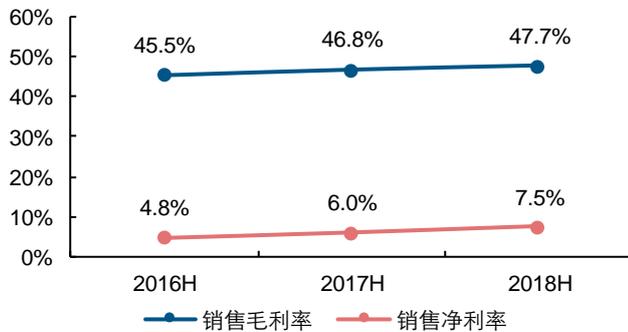


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

运营管理改善毛利率、净利率小幅提升。18H 公司销售、管理和财务费用率分别同比 +0.44%、+0.02%、-0.66pcts, 销售费用中人工成本及租赁费增幅较大, 主要原因一方面是销售规模扩大、员工人数增加且员工薪酬普遍提高, 另一方面是门店数量扩张带动租赁费增加; 财务费用减少较多主要是公司充分利用资金进行现金管理, 增加了利息收

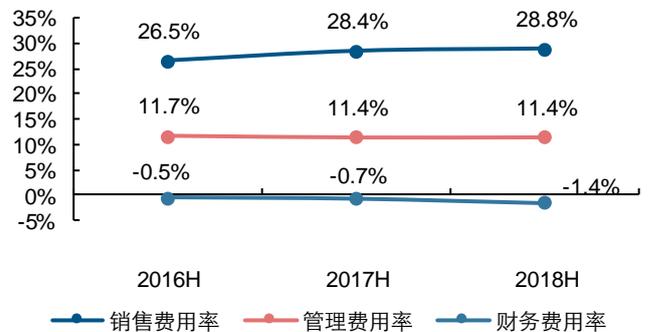
入。在上述因素影响下，公司毛利率及净利率分别提高 0.97 和 1.44pcts。我们认为上半年毛利率提升主要是业务规模扩大及生产效率提升所致，长期来看单品类的毛利率提升趋势确定，但低毛利率的速冻食品收入占比提升有可能影响公司整体毛利率水平。

图 89：公司最近 3 年上半年毛利率及净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 90：公司最近 3 年上半年期间费用率

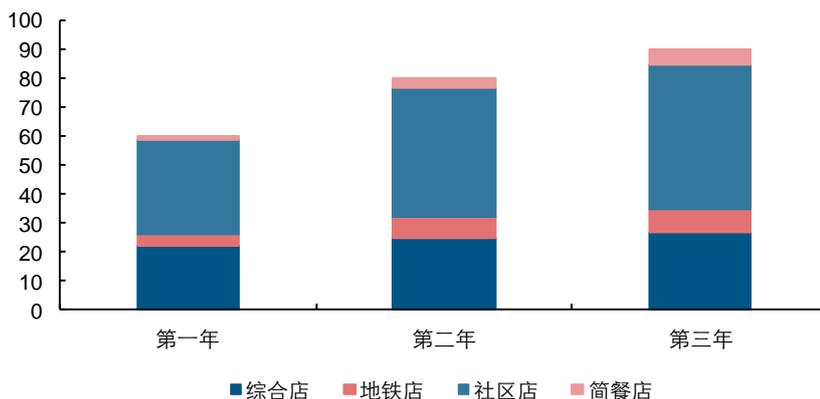


资料来源：公司公告，长江证券研究所

食品业务增长亮眼，餐饮业务表现稳健。公司食品制造板块产品丰富。涵盖了月饼、速冻、腊味、面包、西点、饼酥等产品的研发、采购、生产与销售，同时拥有“利口福”、“秋之风”、“造酥”等多个知名品牌。月饼是公司核心产品，近年来斩获众多荣誉；速冻是公司重点拓展的常态产品，也是近年增长较快的产品；腊味、面包、西点、饼酥等系列产品属于培育型产品，是公司进一步多元化经营发展的基础。

公司上市募投资金将投入 12,283 万元用于饼屋的建设。公司拟在广州、深圳、中山、东莞、珠海等地建设 230 家直营店，拟分为 3 年建设 230 家门店，每年开店数分别为 60 家、80 家和 90 家。截至目前，公司食品制造板块拥有覆盖珠三角地区超 190 家饼屋门店，以及负责国内经销、代销等销售渠道的销售公司和电子商务公司。

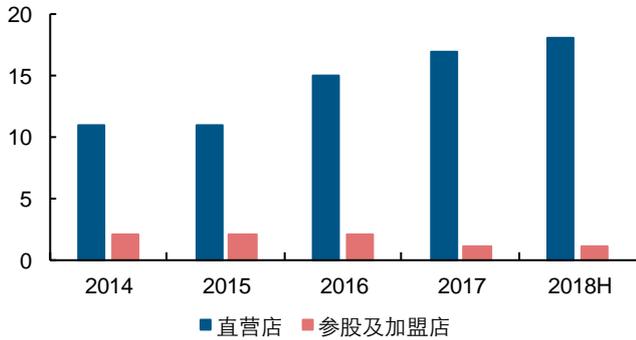
图 91：公司募投项目拟新开各类饼屋数量（单位：家）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

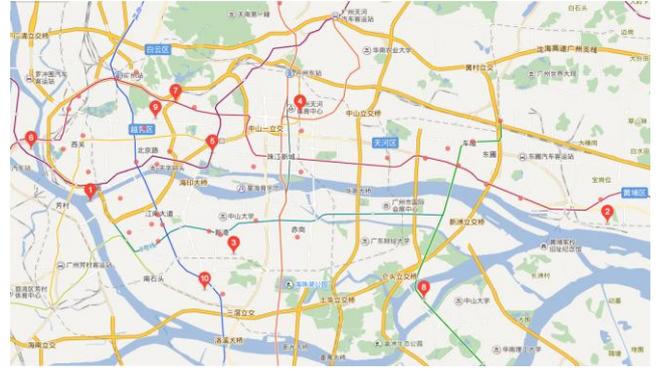
公司餐饮服务板块品牌影响力进一步增强。主要提供“广州酒家”、“天极品”、“西西地”、“好有形”等品牌的粤式中餐和西式简餐服务，是《舌尖上的中国》顾问理事单位。截至目前，公司拥有 18 家餐饮直营店、1 家餐饮参股经营店。

图 92: 公司旗下餐饮门店数量略有增加



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 93: 广州酒家餐饮门店遍布广州市区



资料来源: 百度地图, 长江证券研究所

产能扩张和市场拓展双管齐下, 业绩增长具备坚实基础。食品产能扩张方面, 通过技术改进保持持续性增长, 未来主要看点在于募投资项目新增 2.55 万吨产能、投资并购补充部分产能以及湘潭和梅州两大生产基地建成后贡献 3.6 万吨产能。市场拓展方面, 省内将以饼店网络为主、省外将依托电商和经销渠道, 未来省内外重点拓展区域营销力度会加大, 广告费随销售额保持正常增长。公司未来将坚持“餐饮树品牌、食品扩规模”战略, 多个核心产品共同驱动。预计 18-20 年归母净利润分别为 4.10/4.95/6.45 亿, EPS 分别为 1.01/1.22/1.60 元, 维持“买入”评级。

出境游: 欧洲游复苏, 日韩及东南亚热度高, 龙头受益

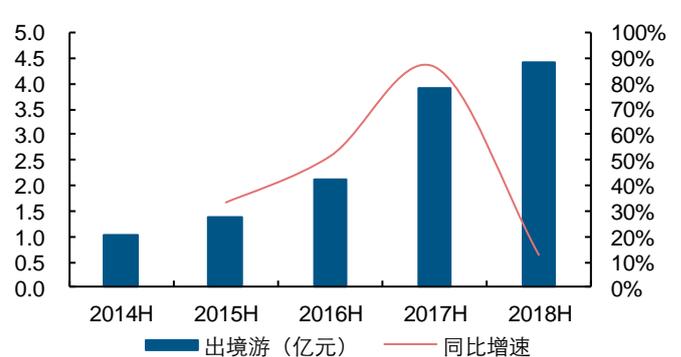
2018 年上半年, 出境游板块合计实现营业收入 121.34 亿(+23.04%)、归母净利润 4.42 亿(+12.69%)。其中众信旅游, 受益于行业向好和投资收益增加, 实现营业总收入 58.14 亿元(+15.03%), 实现归母净利润 1.38 亿元(+45.18%); 腾邦国际, 受益于出境游业务扩张及金融业务增长较快, 实现营收和业绩大幅增长; 凯撒旅游内生业务发展良好, 投资收益变动压制了业绩表现。

图 94: 出境游板块 2014H-2018H 营业收入及增速



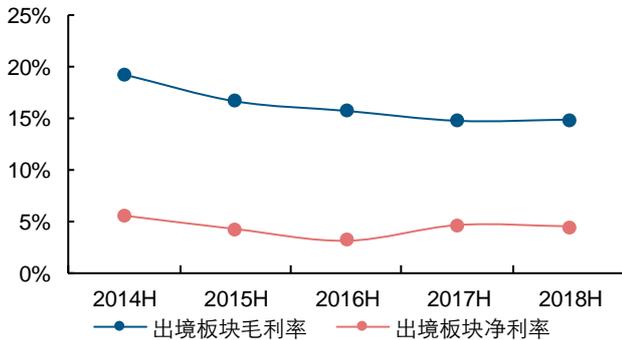
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 95: 出境游板块 2014H-2018H 归母净利润及增速



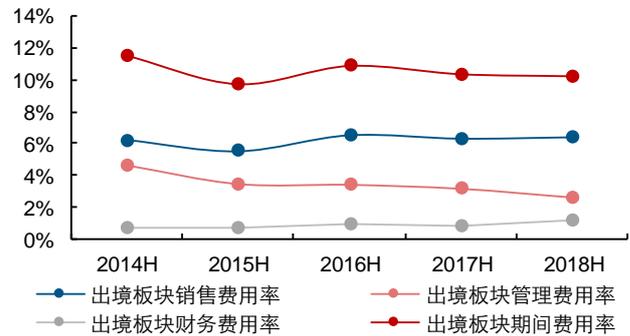
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 96: 出境游板块 2014H-2018H 毛利率及净利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 97: 出境游板块 2014H-2018H 期间费用率

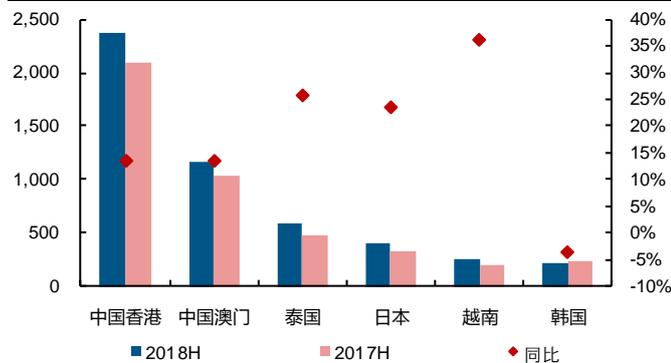


资料来源: Wind, 长江证券研究所

国人出境数据向好, 2018 上半年同增 14%, 看好行业未来空间

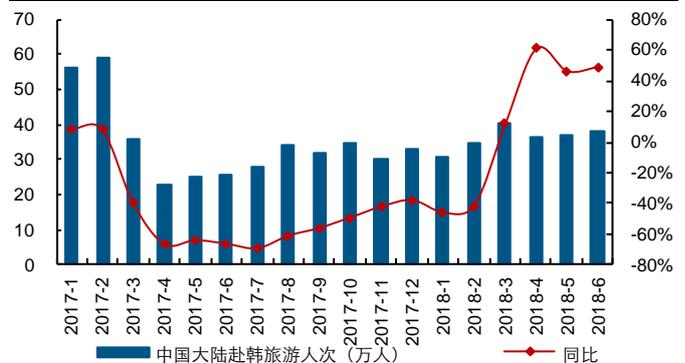
2018 年上半年, 国人出境数据向好, 国家移民管理局数据显示, 内地居民出境 7794.1 万人次, 同比增长 14.1%。内地居民出境前往的国家(地区)中, 排名前 6 位的分别是: 中国香港(2369 万人次, 同增 13.38%)、中国澳门(1171 万人次, 同增 13.28%)、泰国(593 万人次, 同增 25.88%)、日本(406 万人次, 同增 23.61%)、越南(257 万人次, 同增 36.10%)、韩国(217 万人次, 同减 3.65%)。其中, 韩国市场 2018 年 3 月开始恢复同比正向增长, 4/5/6 月同比增速分别为 61%、46%、49%。

图 98: 2018 年上半年出境游各个目的地市场人次及同比(万人)



资料来源: CEIC, 长江证券研究所

图 99: 2017 年 1 月-2018 年 6 月中国大陆赴韩游客数量及同比增速



资料来源: CEIC, 长江证券研究所

护照渗透率是影响出境游发展的重要因素。护照含金量主要体现在可以免签国家的数量, 目前中国护照可以免签的国家为 66 国, 相比于日本和韩国的 162 国和 163 国, 仍差距较大。此外, 目前中国持有护照人口约 1.29 亿², 护照渗透率仅为 9%, 考虑到出境游消费者一般集中在城市, 2017 年我国城镇化率为 57.90%, 则中国城镇护照渗透率约为 16%, 即使如此, 我国护照渗透率仍远低于发达国家 20%~30% 的平均水平, 比如美国 39% 和日本 24%, 行业未来具备长期成长空间。

表 6: 我国护照免签国家数量远低于韩国和日本

护照免签国数量	韩国	日本	中国
2018(实时数据)	165	164	78

资料来源: 护照指数网, 长江证券研究所

² 数据来源: 人民网-人民日报海外版 2017 年 02 月 07 日

众信旅游：行业向好，龙头受益，投资收益助力业绩高增长

2018 年上半年，公司实现营业总收入 58.14 亿元(+15.03%)，实现净利润 1.55 亿元(+33.41%)，实现归母净利润 1.38 亿元(+45.18%)，扣非后归母净利 1.16 亿元，(+24.05%)。预计 2018 年 1-9 月归母净利 2.09-3.00 亿元，同增 15%-65%。

图 100：公司近 5 年中报营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

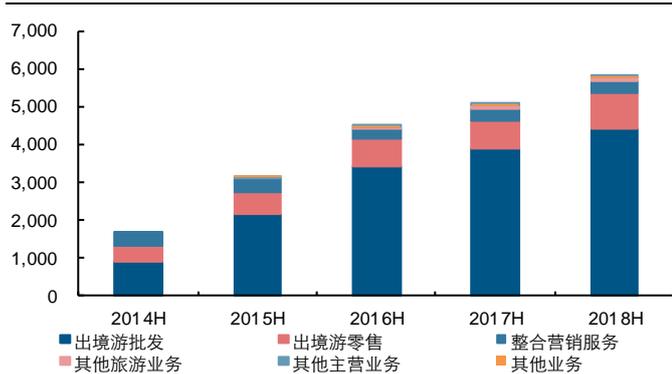
图 101：公司近 5 年中报归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

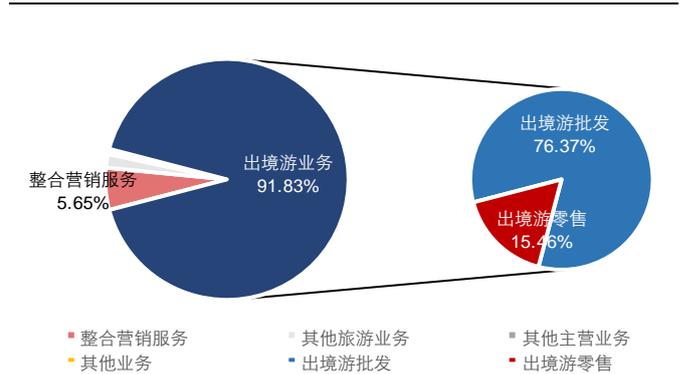
分业务来看，2018 年上半年，出境游业务受益于批发和零售齐头并进，营收增长较快，其中，零售毛利率提升显著。具体来看公司四大业务板块，(1)出境游业务营业收入 53.39 亿元，同比增长 14.98%。其中，出境游批发业务收入 44.41 亿元，同比增长 14.60%，毛利率为 8.64%；2018 年上半年出境游零售业务收入 8.99 亿元，同比增长 16.87%，毛利率为 17.33%。(2)整合营销业务运营稳健，2018 年上半年，整合营销服务业务收入 3.28 亿元，同比增长 0.74%，毛利率为 9.02%。(3)其他旅游业务收入 1.06 亿元，主要为国内旅游收入。(4)其他行业产品收入 793.6 万元，主要为移民置业收入和货币兑换等。

图 102：公司近 5 年中报各板块体量及变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

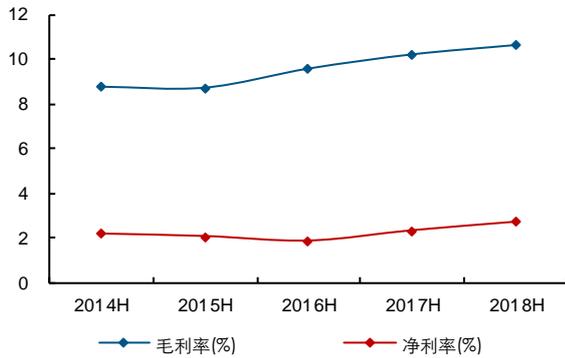
图 103：2018 年中报公司营收构成



资料来源：公司公告，长江证券研究所

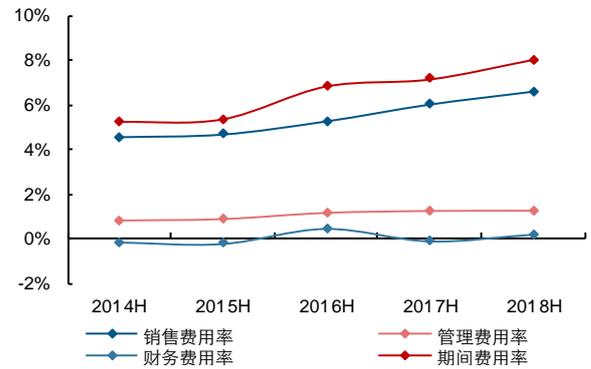
盈利能力小幅提升,投资收益等非经常项目助推业绩增速。公司综合盈利能力小幅提升，期间费用率提升 0.88pct，受益于处置可供出售金融资产取得的投资收益等合计 2485 万元(占利润总额 12.39%)利润端大幅改善。2018H 公司综合毛利率提升 0.42pct，期间费用率提升 0.88pct，但是受益于投资收益等非经常损益，净利率提升 0.37pct，从而实现净利润同增 33.41%和归母净利同增 45.81%。

图 104：公司近 5 年中报毛利率及净利率水平



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 105：公司近 5 年中报期间费用率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司是出境游行业龙头，核心覆盖欧洲和东南亚市场业务，在行业整体发展趋势良好的前提下，批发和零售业务齐头并进，带动业绩持续向好。公司出境游批发业务形成“优耐德旅游”和“全景旅游”双品牌运作格局，整合协同和互相促进作用逐步凸显，规模优势和盈利能力有望提升；出境游零售业务“准直营店”拓展战略有序推进，已经取得长足突破，期待零售端毛利率提升并持续增厚业绩，公司作为出境游龙头将受益于行业向好，自身经营改善，进而持续释放业绩。

本周观点及投资建议

免税板块推荐中国国旅，消费回流背景下，多重利好持续发酵。从海外消费回流角度进行测算，预计中国免税市场规模 2025 年有望达 1000 亿元人民币。综合考虑海外奢侈品消费回流比例、汇率等因素，假设 2025 年国内奢侈品消费占比达 50%（参考目前日本本土奢侈品消费占比），美元兑人民币汇率维持稳定，免税行业受益于消费回流，增速与境内奢侈品消费规模的增速相匹配，则 2025 年中国免税行业市场规模有望超过千亿元。中国国旅短中长期看点兼备，继续推荐，短期看，(1)离岛免税政策放宽(新开海口和琼州店、提升购物限额等)，为下半年及未来业绩增长提供动力，(2)国内免税行业整合(海免/中出服等)增厚业绩；中长期看，(1)北京&上海市内免税店或有所突破，(2)邮轮业务等国际拓展和规模效应增厚业绩。

酒店板块看好中端酒店细分领域，根据美国酒店周期我们判断我国酒店行业有望自 17 年进入 3-5 年上升周期且 18 年开始有望进入提价通道，通过比较美国三轮周期酒店龙头价格提升区间以及中美消费品价差，我们判断酒店提价尚有 30~50%空间。**重点推荐首旅酒店**，看好公司受益于行业发展和自身结构调整、逐步释放业绩，看好公司在本轮国内酒店上升周期中，实现业绩与估值提升的戴维斯双击。**锦江股份**，未来公司将继续践行“全球布局、跨国经营”的发展战略，受益于规模效应、中高端品牌效应以及经营效率的提升，业绩有望持续释放。

景区板块看好休闲景区，观光游转型休闲游行业趋势下，优质休闲景区供不应求，从而实现客流量和客单价的双重提升。**重点推荐宋城演艺**，异地复制第二轮阳朔项目于 2018 年开业，张家界、西安项目有望于 2019 年开业；轻资产项目持续落地；打造 4.0 产品版本西塘演艺小镇夯实宋城行业龙头地位。此外，六间房整合重组有利于优化股权结构，直接增厚宋城演艺盈利和现金流。**中青旅**，低估值休闲景区稀缺标的，18 年乌镇景区提价全年受益，古北水镇有望通过完善配套设施和服务带动客单价提升，进而驱动业绩增长；控股股东划转光大后，公司有望借助光大集团金融产业背景，以及在旅游、体育、教育、养老等产业的布局实现业务的扩展。

餐饮板块推荐广州酒家。公司主营业务包括餐饮服务 and 食品生产经营，多元发展潜力十足。产能扩张和市场拓展双管齐下，2018 年业绩增长具备坚实基础。(1)产能扩张方面，通过技术改进保持持续性增长，未来主要看点还是募投项目新增产能、合资公司粮丰园贡献产能以及湘潭、梅州两大生产基地贡献 3.2 万吨食品产能，预计 1-2 年后产能会有大的提升。(2)市场拓展方面，省内外重点拓展区域营销力度会加大，广告费随销售额保持正常增长。

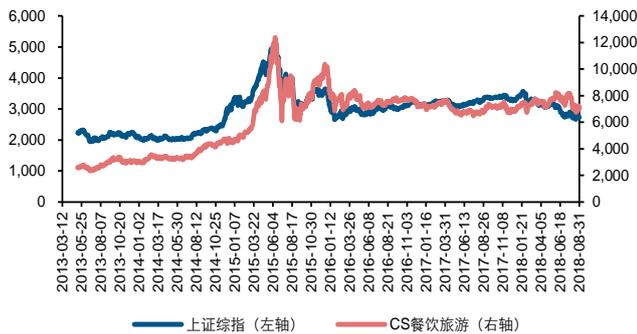
其他自然景区股建议关注黄山旅游、峨眉山 A、三特索道、桂林旅游、丽江旅游、天目湖等景区股旺季投资机会。

板块行情回顾

过去一周：餐饮指数(+2.08%)，中证体育指数(-1.86%)，教育指数(+24.24%)，上证综指(-0.15%)，沪深 300(+0.28%)，创业板(-1.03%)，中小板(-0.12%)。餐饮旅游板块、体育板块、教育板块市盈率(TTM)分别为 31.3X、21.3X、47.2X。

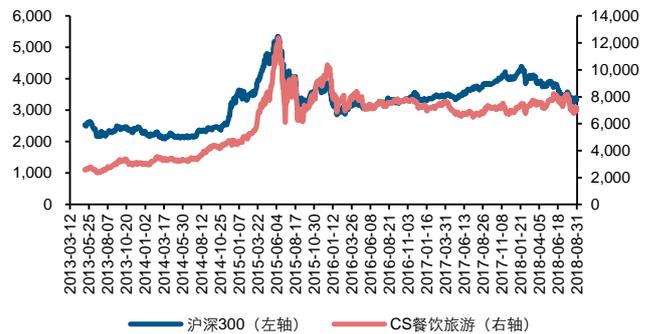
上周中信餐饮旅游指数上涨 2.08%，分别跑赢上证综指和沪深 300 指数 2.23 和 1.80 个百分点。上周中证体育指数下跌 1.86%，分别跑输上证综指和沪深 300 指数 1.71 和 2.13 个百分点。

图 106：上周中信餐饮旅游指数跑赢上证综指 2.23 个百分点



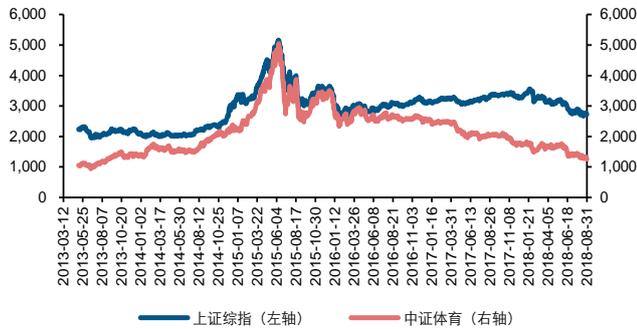
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 107：上周中信餐饮旅游指数跑赢沪深 300 指数 1.80 个百分点



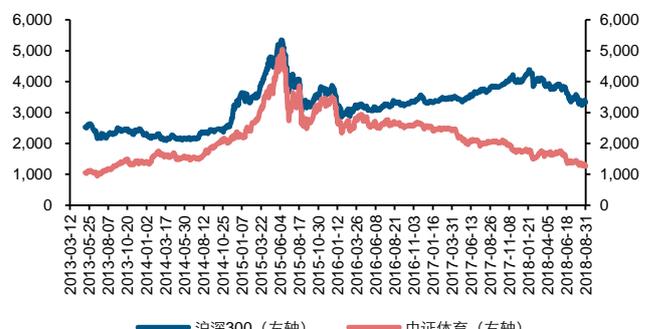
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 108：上周中证体育指数跑输上证综指 2.01 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

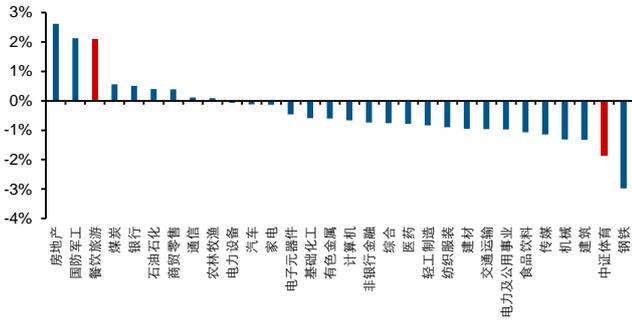
图 109：上周中证体育指数跑输沪深 300 指数 2.70 个百分点



资料来源：Wind，长江证券研究所

上周中信餐饮旅游指数位居涨跌幅排行榜第 3 位，中证体育指数位居第 29 位。截至上周末，餐饮旅游板块和体育板块的市盈率(TTM)分别为 31.3X 和 21.3X，在全行业中居于中上游。

图 110: 上周中信餐饮旅游和中证体育指数涨跌幅分列 3、29 位



资料来源: Wind, 长江证券研究所

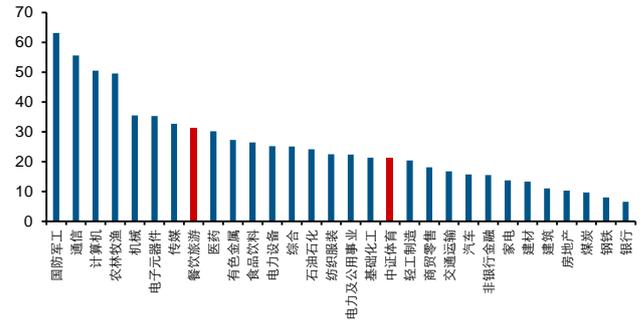
旅游类标的中, 涨幅前三标的的分别是三特索道(+6.83%)、中国国旅(+6.13%)以及广州酒家(+4.83%); 跌幅前三标的的分别是宋城演艺(-4.59%)、新智认知(-2.93%)以及*ST 藏旅(-2.74%)。

体育类标的中, 涨幅前三标的的分别是中路股份(+15.23%)、上海凤凰(+9.65%)以及姚记扑克(+5.18%); 跌幅前三标的的分别是贵人鸟(-9.70%)、顾地科技(-6.11%)以及国旅联合(-5.84%)。

美股消费类标的中, 涨幅前三标的的分别是 Orchids 纸业产品公司(+55.97%)、Destination XL 集团股份有限公司(+34.88%)以及 Shoe Carnival 股份有限公司(+27.77%); 跌幅前三标的的分别是 ATA 公司(-68.45%)、Kirkland's 股份有限公司(-22.68%)、以及阿森特资本集团公司(-20.14%)。

港股消费类标的中, 涨幅前三标的的分别是第一德胜控股(+65.68%)、中能控股(+44.00%)以及寰亚传媒(+36.47%); 跌幅前三标的的分别是橙天嘉禾(-30.59%)、双桦控股 (-29.12%)以及先传媒 (-26.90%)。

图 111: 中信餐饮旅游和中证体育板块市盈率(TTM)居上中游



资料来源: Wind, 长江证券研究所

行业主要数据回顾

表 7: 行业一周主要数据

主体	概要	内容
《2018 中国公民非洲旅游报告》	中国赴非游客人数再创新高, 增长速度持续保持高位, 年均增幅超过 40%	中青旅遨游网基于游客出行及搜索数据发布《2018 中国公民非洲旅游报告》。报告显示, 中国赴非游客人数再创新高, 增长速度持续保持高位, 年均增幅超过 40%; 中国游客出境游十大首选目的地非洲国家占比达 30%; 赴非游客中年轻父母的亲子游需求增长显著, 亲子旅游也超过 30%, 其中 13 岁以下青少年占比 46%。(中青旅遨游网百家号)

资料来源: 长江证券研究所整理

行业重要新闻概览

表 8: 行业一周重点新闻

旅游行业		
主体	概要	内容
吉黑两省	吉黑两省将联合整治边境旅游市场。	日前,赴俄罗斯符拉迪沃斯托克旅游安全和市场秩序专项整治工作会议召开,吉林省将以查处“不合理低价游”为突破口,与黑龙江省联合开展边境旅游市场秩序整治工作,严厉查处“不合理低价游”、强迫诱骗购物、擅自增加自费项目、擅自改变行程等违法经营现象。(环球旅讯)
云南城投	云南城投拟竞买都江堰龙门山旅游项目 32%股权,底价 3.15 亿元。	8 月 28 日,云南城投发布公告称,拟参与竞买成都民生喜神投资有限公司 32%股权及债权。公告指出,云南城投目前持有民生喜神 48%的股权,现民生喜神另一股东四川省川瑞发展投资有限公司公开挂牌转让其持有的民生喜神 32%的股权及 3.05 亿元债权,挂牌底价为 3.15 亿元。(环球旅讯)
6 人游	6 人游拟定增 4000 万估值 4 亿元 已完成部分认购。	8 月 29 日,北京六人游国际旅行社股份有限公司发布最新股票发行方案,公司以非公开定向发行的方式发行不超过 477,897 股(含 477,897 股)人民币普通股,每股人民币 83.70 元,预计募集资金不超过人民币 4,000 万元(含 4,000 万元)。目前已确定完成 1500 万元认购,其他正在沟通中。(环球旅讯)
体育行业		
北京市体育局	北京市体育局 2017 年总收入 20 亿元,支出 17 亿元。	近日,北京市体育局公布《北京市体育局 2017 年度部门决算说明》。该《说明》显示,2017 年度北京市体育局以及所属的 26 个事业单位收入总计 205,476.17 万元,其中:本年收入 172,632.51 万元,用事业基金弥补收支差额 1,745.93 万元,年初结转和结余 31,097.73 万元。(体育大生意)
巴萨	巴萨在墨西哥成立首家足球学校,全球共 45 家。	北京时间 8 月 28 日,巴萨在墨西哥成立了首家足球学校,这是巴萨在全球开立的第 45 家足球青训学校,也是巴萨在美洲大陆的第 23 家足球学校。(体育大生意)
上海	上海市发文推动体育产业创新发展:加强财税金融扶持,落实土地人才政策。	8 月 29 日上海市人民政府印发《关于加快本市体育产业创新发展的若干意见》的通知,提出到 2020 年,本市体育产业总规模达到 2000 亿元左右,体育产业总体发展水平走在全国前列;到 2025 年,本市体育产业总规模达到 4000 亿元左右,跻身世界体育产业发达城市行列;到 2035 年,达到与卓越全球城市相适应的体育产业发展水平。(体育大生意)
教育行业		
卓越教育	卓越教育发布 1 至 9 年级大语文课程体系,孵化 IP 全方位加持。	8 月 26 日上午,卓越教育发布了 1-9 年级大语文课程体系。这套课程体系将阅读、写作和实践三者合一,融入卓越大语文的独立 IP——《嗨嗒传奇》。(芥末堆)
顶思	K12 国际教育资源聚合平台顶思获千万级天使轮融资,新东方领投。	顶思成立于 2016 年 8 月,经过 2 年时间的发展,形成了包括顶思媒体、顶思研究、顶思学院和顶思人才在内四大服务体系。8 月 29 日,K12 国际教育资源聚合平台顶思宣布完成千万级天使轮融资,新东方领投、德骏国际教育投资基金跟投。本轮融资将主要用于团队建设与教师培训产品研发。(芥末堆)
枫叶教育	枫叶教育斥资 1.3 亿元收购襄阳市 7 所幼儿园,为旗下小学输送生源。	8 月 29 日,K12 民办教育集团枫叶教育发布公告称,集团旗下全资附属公司已经订立协议,将通过总金额为 1.3 亿元的收购获得湖北省襄阳市 7 所幼儿园的运营权,幼儿园目前在校生人数为 1380 人。(芥末堆)
养老行业		

龙湖集团	龙湖新壹城颐年公寓,引入照料体系引导健康养老。	龙湖新壹城颐年公寓还引进了独特的照料体系, 护理员通过专业培训, 合格上岗, 生活照料服务动作要求标准化、专业化。同时按照服务等级标准, 制定个性化的照护计划和执行单, 放置长者房间, 实施一人一册, 一执行一签字, 长者、家属、管理者三方监督。(搜房网)
中产联	中产联成功举办首届大健康养老产业暨乡村振兴链接峰会。	8月25日, 由中国房地产业协会指导, 中产联等主办的“中产联首届大健康养老产业暨乡村振兴链接峰会”成功举办。本次峰会吸引了来自的全国各地的知名养老专家、大健康养老企业负责人, 以及来自医疗界、金融界、地产界的代表参会, 共同探讨大健康养老产业的未来发展方向。(百家号网)
其他行业		
宠物	第二十一届亚宠展圆满落幕, 麦富迪奇招质取宠物心。	8月26日, 为期五天的第二十一届亚洲宠物展览会(以下简称“亚宠展”)于上海新国际博览中心圆满闭幕。其中, 乖宝集团自主品牌麦富迪凭借“新一代, 年轻派”全新理念, 荣获消费者心中的“质美王者”。(搜狐网)

资料来源: 长江证券研究所整理

行业近期政策汇总

表 9: 行业近期主要政策一览

政策	部门	行业	内容
《全国青少年校园足球改革试验区基本要求(试行)》和《全国青少年校园足球试点县(区)基本要求(试行)》	教育部	体育	加大政策保障和经费支持力度, 逐年增加本地区青少年校园足球专项资金, 优化区域内足球教育资源配置。整合资源, 推动区域内足球场地建设力度, 盘活现有足球场地设施资源, 着力实现教育系统、体育系统足球场地资源共建共享。在全国青少年校园足球试点县(区)所在地党委和人民政府要加强对校园足球工作的组织领导、统筹和协调, 将校园足球工作纳入县(市、区)经济社会发展规划和年度工作要点并严格落实。(体育大生意)

资料来源: 长江证券研究所整理

公司重要公告盘点

表 10: 上市公司一周重点公告

旅游上市公司公告			
日期	公司代码	公司简称	公告内容
8.28	000888.SZ	峨眉山 A	2018H 实现营业收入 5.25 亿/+0.17%, 归母净利 0.70 亿/+11.6%, EPS 为 0.13 元; 拟与双禾科技共同投资 500 万成立控股子公司抢占乐山政务云市场。
8.29	600258.SH	首旅酒店	2018H 实现营业收入 40.02 亿/+0.35%, 归母净利 3.40 亿/+41.2%, EPS 为 0.35 元。
8.29	601888.SH	中国国旅	2018H 实现营业收入 210.85 亿/+67.8%, 归母净利 19.19 亿/+47.6%, EPS 为 0.98 元。中免公司将直接持有的 83 家全资或控股子公司股权按账面净值划转至中免海南公司。
8.29	300144.SZ	宋城演艺	调整六间房与密境和风重组方案, 2018 年, 密境和风现有股东花椒壹号和花椒贰号先行以其持有的密境和风的 19.96% 股权对六间房进行增资; 2019 年, 在首次交割完成的基础上以及对六间房 2015-2018 年承诺业绩实现情况出具专项审核报告后, 密境和风其余股东以所持剩余的 80.04% 股权对六间房新进行增资。

请阅读最后评级说明和重要声明

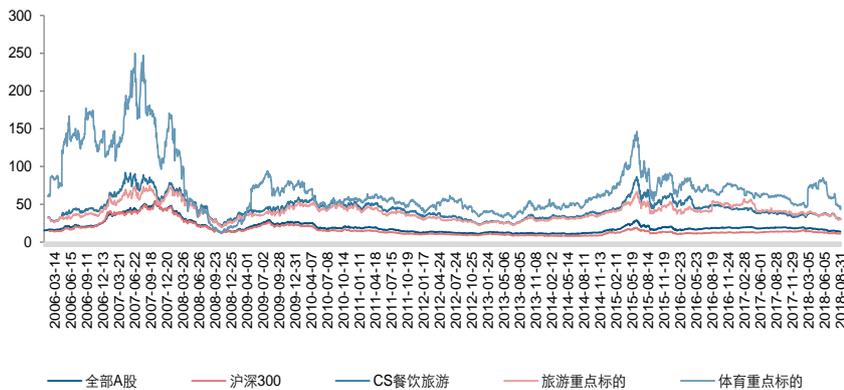
8.29	603043.SH	广州酒家	2018H 实现营业收入 7.91 亿/+15.1%，归母净利 0.58 亿/+42.1%，EPS 为 0.14 元。
8.30	600754.SH	锦江股份	2018H 实现营业收入 69.39 亿/+10.3%，归母净利 5.03 亿/+22.1%，EPS 为 0.53 元。
体育上市公司公告			
8.27	600158.SH	中体产业	发布 2018 年半年报，实现营业收入 5.60 亿/+37.6%，归母净利 0.26 亿/+90.5%，EPS 为 0.03 元。
8.31	000592.SZ	平潭发展	控股子公司中荣公司收到 2018 年 1-6 月经营贡献奖补 117.58 万元。
教育上市公司公告			
8.27	300089.SZ	文化长城	发布 2018 年半年报，实现营业收入 4.01 亿/+79.6%，归母净利 0.49 亿/+175.7%，EPS 为 0.11 元。
8.30	601801.SH	皖新传媒	2018H 实现营收 43.77 亿/+15.6%，归母净利 8.74 亿/+5.3%，EPS 为 0.44 元。
养老上市公司公告			
8.30	000150.SZ	宜华健康	2018H 实现营业收入 11.54 亿/+27.3%，归母净利 1.75 亿/+70.5%，EPS 为 0.39 元。
其他上市公司公告			
8.27	300662.SZ	科锐国际	发布 2018 年半年报，实现营业收入 7.26 亿/+36.9%，归母净利 0.48 亿/+48.8%，EPS 为 0.27 元。

资料来源：Wind，长江证券研究所整理

板块历史估值

截至 2018 年 8 月 31 日，中信餐饮旅游行业 PE(历史 TTM，整体法，剔除负值)为 30.1X，相较于 2006 至今的历史平均 PE(44.2X)折价 31.9%。旅游重点标的 PE(TTM)为 29.7X，相较于 2006 至今的历史平均 PE(40.3X)折价 26.3%；体育重点标的 PE(TTM)为 46.7X，相较于 2006 至今的历史平均 PE(72.5X)折价 35.6%。

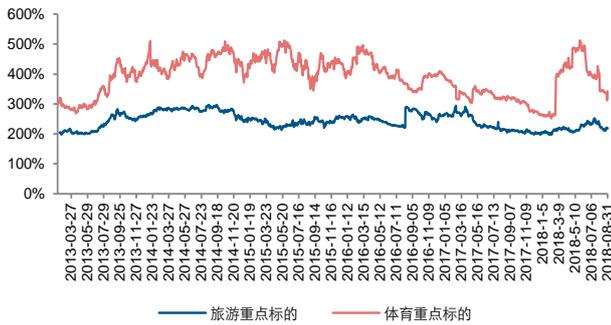
图 112：2006 年至今各板块 PE 估值比较（TTM，剔除负值）



资料来源：Wind，长江证券研究所

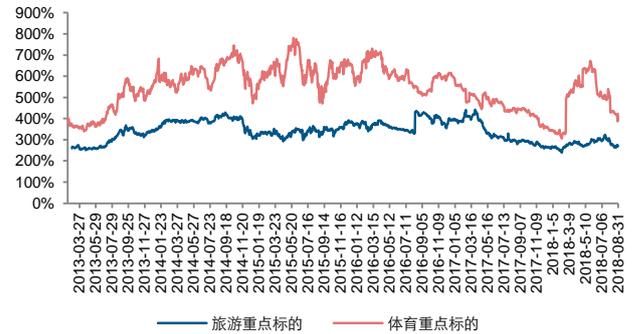
截至 2018 年 8 月 24 日，旅游重点标的相对全部 A 股溢价率为 218%（2013 年至今历史均值为 243%），相对于沪深 300 溢价率为 269%（2013 年至今历史均值为 337%）。体育重点标的相对全部 A 股溢价率为 343%（2013 年至今历史均值为 391%），相对于沪深 300 溢价率为 423%（2013 年至今历史均值为 543%）。

图 113: 2013 年至今重点公司相对于全部 A 股溢价率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 114: 2013 年至今重点公司相对于沪深 300 溢价率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

相关公司重点数据一览

表 11: 相关公司重点数据一览

股票代码	公司简称	2018/8/31 收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
601888.SH	中国国旅	63.36	1,237	1.30	2.14	2.97	4.11	49	30	21	15
600138.SH	中青旅	15.36	111	0.79	0.96	1.08	1.20	19	16	14	13
600258.SH	首旅酒店	18.42	180	0.77	0.95	1.06	1.25	24	19	17	15
600754.SH	锦江股份	24.55	219	0.92	1.14	1.40	1.74	27	22	18	14
000888.SZ	峨眉山 A	7.04	37	0.37	0.46	0.51	0.56	19	15	14	13
600054.SH	黄山旅游	11.11	76	0.55	0.58	0.61	0.69	20	19	18	16
002159.SZ	三特索道	19.87	28	0.04	0.28	0.34	0.49	497	71	58	41
300144.SZ	宋城演艺	22.47	326	0.73	0.84	1.26	1.15	31	27	18	20
000524.SZ	岭南控股	7.80	52	0.28	0.33	0.39	0.44	28	24	20	18
000430.SZ	张家界	6.42	26	0.19	0.11	0.13	0.16	34	58	49	40
000978.SZ	桂林旅游	6.02	22	0.15	0.22	0.29	0.33	40	27	21	18
603869.SH	新智认知	17.54	61	0.77	1.06	1.36	1.72	23	17	13	10
000796.SZ	凯撒旅游	8.39	67	0.27	0.48	0.60	0.72	31	17	14	12
000802.SZ	北京文化	9.81	71	0.43	0.58	0.71	0.91	23	17	14	11
600593.SH	大连圣亚	24.74	32	0.60	0.52	0.63	0.76	41	48	39	33
600749.SH	*ST 藏旅	8.88	20	-0.42	0.03	0.03	0.03	-21	296	296	296
603043.SH	广州酒家	25.85	104	0.90	1.01	1.22	1.6	29	26	21	16
002033.SZ	丽江旅游	7.32	40	0.37	0.43	0.48	0.53	20	17	15	14
002059.SZ	云南旅游	7.28	53	0.10	0.14	0.18	0.2	73	52	40	36
601007.SH	金陵饭店	9.05	27	0.35	0.33	0.37	0.42	26	27	24	22
002186.SZ	全聚德	13.00	40	0.44	0.49	0.54	0.57	30	27	24	23
002707.SZ	众信旅游	8.95	76	0.28	0.38	0.49	0.63	32	24	18	14
603099.SH	长白山	9.94	27	0.27	0.3	0.36	0.46	37	33	28	22
300178.SZ	腾邦国际	11.31	70	0.50	0.6	0.79	0.95	23	19	14	12
600706.SH	曲江文旅	12.75	23	0.35	0.42	0.48	0.59	36	30	27	22

000863.SZ	三湘印象	4.25	58	0.19	0.26	0.31	0.39	22	16	14	11
603136.SH	天目湖	29.23	23	1.30	1.21	1.29	1.37	22	24	23	21

资料来源：Wind，长江证券研究所

注：部分上市公司 18-20 年 EPS 为 Wind 一致预期

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。