



旅游业

2018.09.04

评级: **增持**

上次评级: 增持

从中报数据背离看社服消费是否降级

——社服板块 2018 年中报业绩深度点评

	刘越男 (分析师)	于清泰 (研究助理)
	021-38677706	021-38022689
	liuyuenan@gtjas.com	yuqingtai@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880117080177

本报告导读:

社服板块上半年出现三组数据背离,表明社服消费并未出现明显降级,上市公司中报营收业绩以及盈利能力进一步验证,旺季来临社服景气度依旧,继续推荐。

摘要:

- 2018 上半年社服板块三大数据背离表明服务性消费并未出现明显消费降级。①经济型与中档酒店数据背离表明住宿需求仍然处于升级趋势中:中档出租率、平均房价同比增速均快于经济型(6月锦江房价:中档+6.46% VS 经济型+5.06%),且中档门店增速明显快于经济型;②社零数据与离岛免税销售数据背离表明对客单价相对较低的轻奢产品与高级香化产品需求旺盛,免税渠道价格优势明显:今年以来增速持续放缓的社零增速与三亚离岛免税持续加速的销售数据趋势背离(社零1-6月增速9.34%/-1.22pct VS 三亚营收24.5%/购买次数29.8%);③一线与二三线城市出境游增速数据背离表明:上半年作为消费升级主要动力的二三线城市居民出境需求并未受影响,2018年Q1主要12大目的地一线出境增速3.27%VS二线12.06%VS三线18.86%,且二三线增速趋势向上。
- 营收及业绩增速验证上半年服务消费需求强劲。①2018H1行业重点标的的营收业绩增速31.3%/35.8%,高增长,行业景气及龙头盈利能力提升是核心驱动力;②在选取的24个标的中,超50%收入增速高于10%,归母业绩增速超40%有三分之一;③代表居民消费升级需求的免税、出境游、酒店板块营收及业绩增速领跑板块:营收端增速板块排序为免税>旅行社>景区>酒店>餐旅,归母净利润增速排序为免税>景区>酒店>餐饮>旅行社;④酒店板块营收增速放缓更多来自宏观经济因素带来的需求周期性波动,而非消费水平的趋势性降级。
- 消费升级重点板块盈利能力提升更加明显。①上半年酒店、自然景区受宏观因素影响经营数据波动但固定成本占比较高,对毛利率产生一定影响,整体毛利率42.55%/-0.26pct;②进一步分析细分板块毛利率绝对水平与同比增速发现:代表居民消费升级方向的酒店、餐饮、优质人文景区等高利润率子行业利润率提升幅度更大,免税受一次性开店费用拖累净利率有所下降,但毛利率大幅提升;③控费+提效助力板块净利率实现近三年最高水平:整体净利率达到11.04%/+2.86pct,期间费用率同降1.41pct,主要体现在管理费用率-0.95pct。
- 投资建议:推荐受宏观因素影响小的中国国旅、新智认知、广州酒家、宋城演艺。此外,我们还推荐首旅酒店、金陵饭店、锦江股份、众信旅游、中青旅。
- 风险提示:宏观经济波动风险、政治及自然灾害风险、汇率波动风险。

细分行业评级

酒店	增持
旅游景点和旅行社	增持
其他旅游	增持
餐饮	中性

相关报告

旅游业:《经济危机下的边际消费倾向与股价表现》	2018.08.16
旅游业:《外部变量影响选股框架时,优质品种再反思》	2018.08.13
旅游业:《汇率波动,影响几何》	2018.08.08
旅游业:《华住 Q2 加速超预期,行业依然景气》	2018.07.20
旅游业:《五星级酒店显著复苏,有限服务型酒店继续向好》	2018.06.18

目 录

1. 三大数据背离表明服务消费并未降级.....	4
1.1.中档与经济型背离：中档发展快，且经营数据全面占优.....	4
1.2.社零与免税数据背离：轻奢+高档香化升级消费需求旺盛.....	6
1.3.一线与二三线出境增速背离：消费升级主力出境意愿尚未减弱..	6
2. 业绩数据：营收及利润增速验证需求依然强劲.....	7
2.1.消费需求动能依然强劲，板块营收业绩高增速.....	7
2.2.子行业高景气度，免税、景区、酒店业绩增速居前.....	8
2.2.1.免税：离岛数据加速增长表明免税轻奢商品需求旺盛.....	9
2.2.2.酒店：经营数据波动不改业绩高确定性.....	10
2.2.3.出境游：龙头营收与行业持平，业绩保持增速高增长.....	13
2.2.4.景区：休闲游景区增长良好，观光游景区业绩承压.....	16
3. 消费升级重点板块盈利能力提升更加明显.....	17
3.1.控费+提效净利率三年最高.....	18
3.2.高毛利细分板块利润率提升幅度更大.....	19
4. 投资建议：继续推荐免税、酒店、优质景区.....	21
4.1.寻找经济周期敏感度低，业绩确定性高增长的标的.....	21
4.2.把握对酒店及出境游过度悲观带来的估值修复机会.....	23
5. 风险提示.....	23

图目录

图 1: 华住中档同店出租率同比增速加速提升.....	4
图 2: 首旅酒店同店 RevPAR 中档酒店增速快于经济型酒店.....	4
图 3: 锦江股份整体数据中档酒店 RevPAR 增速快于经济型酒店.....	4
图 4: 首旅酒店中档增速远快于经济型酒店.....	5
图 5: 华住中档酒店规模数量占比迅速提升.....	5
图 6: 经济型产品向中档精品酒店升级.....	5
图 7: 未来中档精品酒店占比会提高至 40%.....	5
图 8: 社零数据同比增速趋势性放缓与三亚店同比购买人次数量增加.....	6
图 9: 二三线居民前 12 大目的地出境游增速趋势向上且快于一线城市.....	6
图 10: 二线城市居民出境游占比提升明显，一线平稳.....	7
图 11: 板块 50%以上标的收入增速超 10%.....	8
图 12: 三分之一以上标的归母业绩增速超 40%.....	8
图 13: 免税板块营收增速 68%，旅行社景区紧随.....	8
图 14: 免税业绩增速表现亮眼，景区、酒店增速超 20%.....	8
图 15: 三亚市免税销售额火爆依旧.....	9
图 16: 三亚市月度购买人次同比高增长.....	9
图 17: 中国国旅营业收入增速屡创新高.....	9
图 18: 营收向好驱动国旅业绩增速处在历史高位.....	9
图 19: 华住酒店 Q2 同店 RevPAR 加速增长.....	10
图 20: 华住整体 RevPAR 增速维持高增长.....	10
图 21: 华住整体 RevPAR 增速维持高增长.....	11
图 22: 华住整体门店平均房价持续高增长.....	11
图 23: 华住同店房价涨幅创新高.....	11

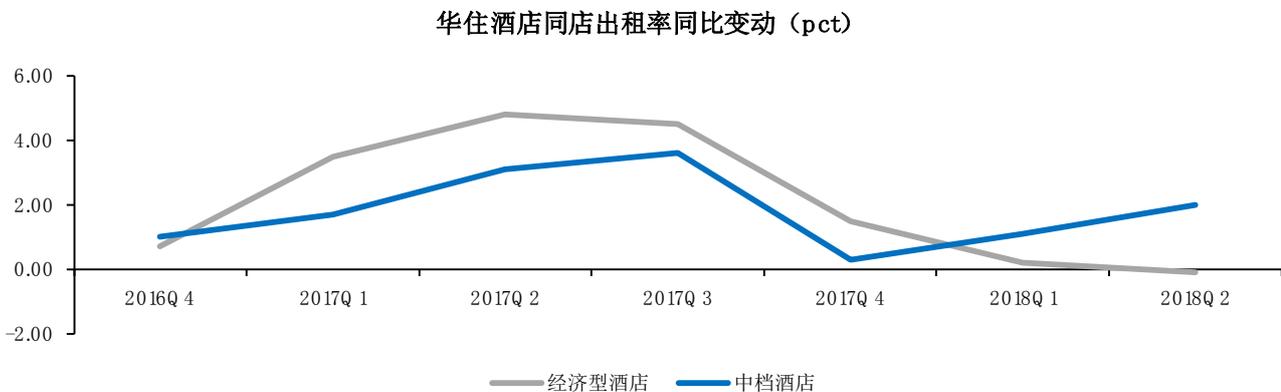
图 24: 同店经济型比中档提价更快.....	12
图 25: 同店直营店房价增速快于中档酒店.....	12
图 26: 同店加盟店经济型提价幅度比中档快.....	12
图 27: 首旅直营门店升级拖累营收增速.....	13
图 28: 门店升级对利润端影响不大.....	13
图 29: 锦江股份营业收入增速平稳.....	13
图 30: 锦江股份归母净利润增速维持高位.....	13
图 31: 欧洲亚洲占出境游客 90%.....	14
图 32: 二三线城市赴欧出游客流高增长.....	14
图 33: 2018 年 6 月赴日中国公民同增 30%.....	14
图 34: 2018 年起中国公民赴韩出游复苏.....	14
图 35: 赴泰国出境游客数量恢复增长.....	14
图 36: 中国赴德国出游人数增速 Q1 维持在 4%.....	14
图 37: 众信营收与出境游行业数据吻合.....	15
图 38: 众信归母净利高增长.....	15
图 39: 凯撒 2018H1 营收增速 10.7%略低于行业增速.....	15
图 40: 凯撒 2018H1 业绩增速有所放缓.....	15
图 41: 腾邦国际营收高增长.....	16
图 42: 腾邦国际归母净利润高增长.....	16
图 43: 宋城营业收入增长稳健.....	16
图 44: 宋城归母净利润增速开始步入高增速阶段.....	16
图 45: 中青旅营收持续加速增长.....	16
图 46: 中青旅归母净利润增速维持稳定.....	16
图 47: 黄山旅游营收增速承压.....	17
图 48: 黄山旅游业绩增速维持稳定.....	17
图 49: 峨眉山受客流影响营收增速放缓.....	17
图 50: 峨眉山归母净利润增速稳中有升.....	17
图 51: 板块整体毛利率 43%，同比微降 0.26pct.....	18
图 52: 板块整体净利润率 11.04%，同比提升 2.86pct.....	18
图 53: 整体管理费用率 11.64%，同降 0.95pct.....	18
图 54: 整体销售费用率 14.16%，同降 0.39pct.....	18
图 55: 整体财务费用率 2.51%，整体持平.....	18
图 56: 整体期间费用率 30.29%，同降 1.41pct.....	18
图 57: 免税毛利率趋势性向上提升.....	19
图 58: 2018H1 免税毛利率大幅提升.....	19
图 59: 人文景区目的地净利润率水平高.....	19
图 60: 2018H1 自然景区、餐饮、酒店净利润率提升明显.....	19
图 61: 板块整体期间费用率持平，免税费用率提升.....	20
图 62: 自然景区、酒店期间费用率下降明显.....	20
图 63: 板块整体管理费用率趋势向下.....	20
图 64: 自然景区、餐饮管理效率提升最为明显.....	20
图 65: 企业发力营销情况下销售费用率同增.....	20
图 66: 免税、餐饮、旅行社销售费用率同比增速居前.....	20
图 67: 板块整体财务费用率较为平稳.....	21
图 68: 人文目的地、旅行社财务费用率有所增加.....	21

1. 三大数据背离表明服务消费并未降级

1.1. 中档与经济型背离：中档发展快，且经营数据全面占优

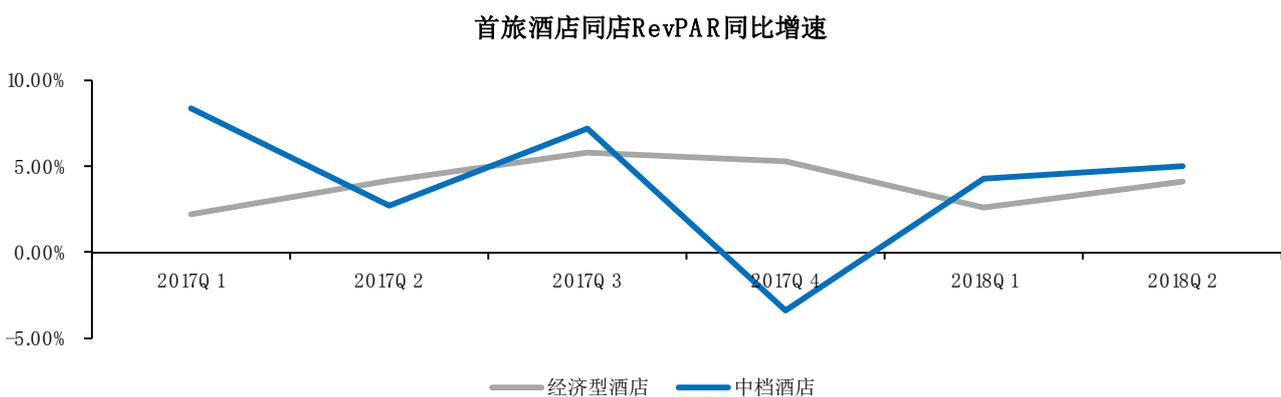
经营数据维度中档酒店在出租率、平均房价方面表现均优于经济型酒店。详细拆分三大有限服务型酒店集团中档及经济型酒店同店或整体数据发现：在代表消费需求趋势的出租率指标方面，中档酒店的同比提升幅度均大于经济型酒店，2018Q2 华住同店出租率中档+2.0pctVS 经济型-0.1pct，首旅同店中档+0.6pctVS 经济型-2.4pct。

图 1：华住中档同店出租率同比增速加速提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

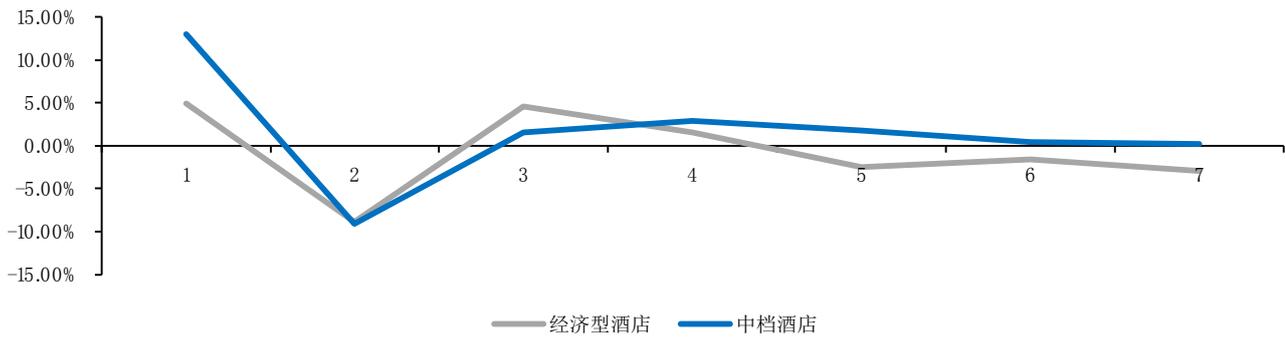
图 2：首旅酒店同店 RevPAR 中档酒店增速快于经济型酒店



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3：锦江股份整体数据中档酒店 RevPAR 增速快于经济型酒店

锦江股份整体RevPAR增速同比



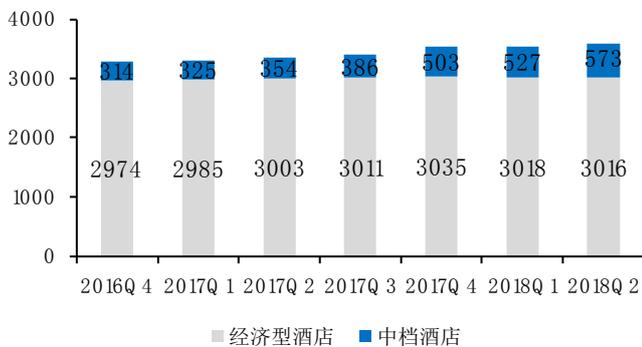
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

中档酒店上半年出租率及 RevPAR 的良好表现表明在酒店住宿需求细分，居民消费需求依然处于升级阶段，并未降级。有限服务型酒店行业正在经历从经济型酒店正逐渐升级为中高档精品酒店的升级过程，强劲的中档酒店经营数据以及三大酒店集团新开门店数据表明酒店集团对未来行业需求向中档升级的预判边际乐观，住宿消费需求领域上半年并未出现明显需求向下降级趋势，中档相比经济型依然更受欢迎。

图 4：首旅酒店中档增速远快于经济型酒店

图 5：华住中档酒店规模数量占比迅速提升

首旅酒店中档及经济型酒店数量



华住酒店中档及经济型酒店数量



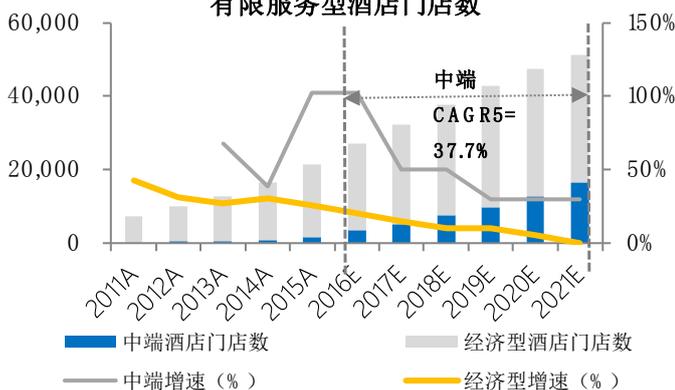
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

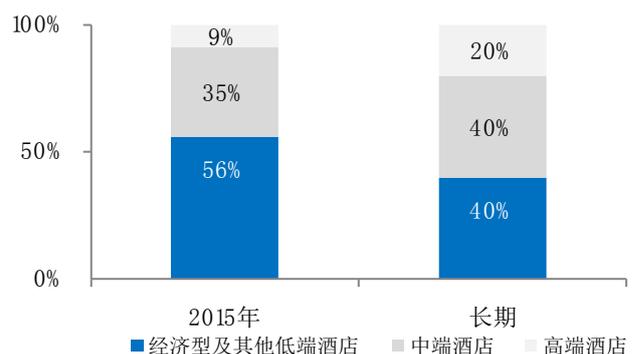
图 6：经济型产品向中档精品酒店升级

图 7：未来中档精品酒店占比会提高至 40%

有限服务型酒店门店数



中国酒店结构变化趋势



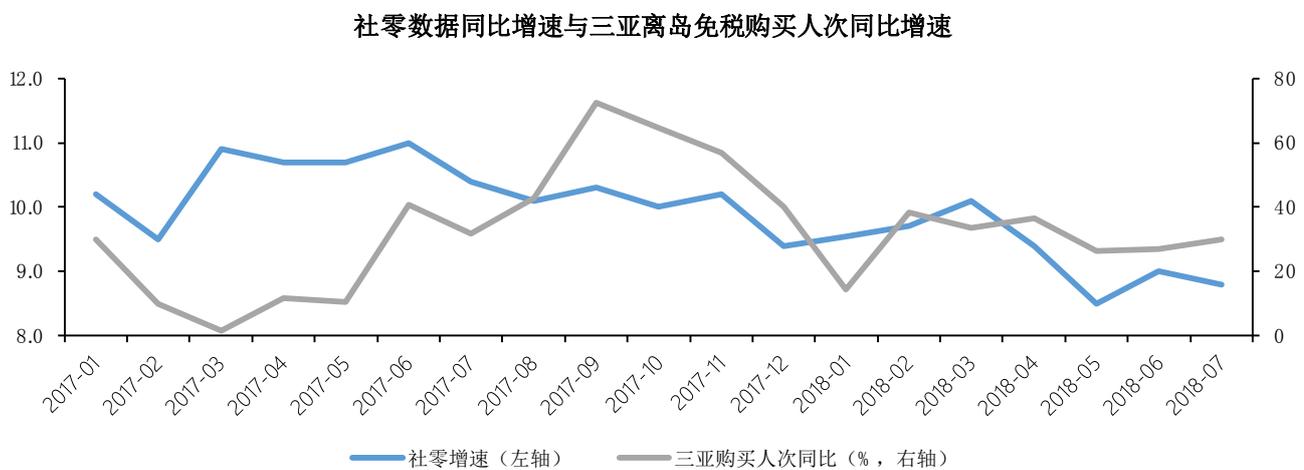
数据来源：中国饭店业协会、盈蝶咨询、国泰君安证券研究

数据来源：中国饭店业协会、盈蝶咨询、国泰君安证券研究

1.2. 社零与免税数据背离：轻奢+高档香化升级消费需求旺盛

社零数据与离岛免税销售数据背离表明对客单价相对较低的轻奢产品需求旺盛，免税渠道价格优势明显。今年以来增速持续放缓的社零增速与三亚离岛免税持续加速的销售数据趋势背离（社零 1-6 月增速 9.34%/-1.22pct VS 三亚营收 24.5%/购买次数 29.8%）。目前免税品消费主要集中在客单价较低（相比传统高端奢侈品渠道而言）的轻奢香化、烟酒商品，购买人次与营收金额的快速增加表明国内居民对轻奢香化烟酒商品消费升级需求并未放缓。

图 8：社零数据同比增速趋势性放缓与三亚店同比购买人次数量增加



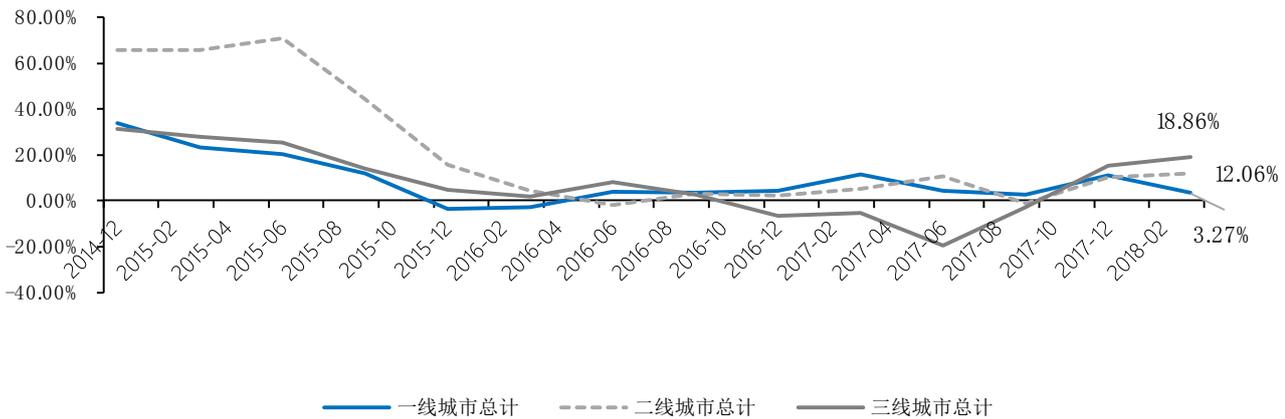
数据来源：Wind、海南海关、国泰君安证券研究

1.3. 一线与二三线出境增速背离：消费升级主力出境意愿尚未减弱

一线与二三线城市出境游增速数据背离表明：上半年作为消费升级主要动力的二三线城市居民出境需求并未受影响，2018 年 Q1 主要 12 大目的地一线出境增速 3.27% VS 二线 12.06% VS 三线 18.86%，且二三线增速趋势向上。考虑到一线城市居民出境游渗透率已经接近发达国家平均水平，渗透率提升主要来自二三线城市居民消费升级下出境需求，数据结果表明二三线出境消费升级需求并未放缓，出境热情高涨。

图 9：二三线居民前 12 大目的地出境游增速趋势向上且快于一线城市

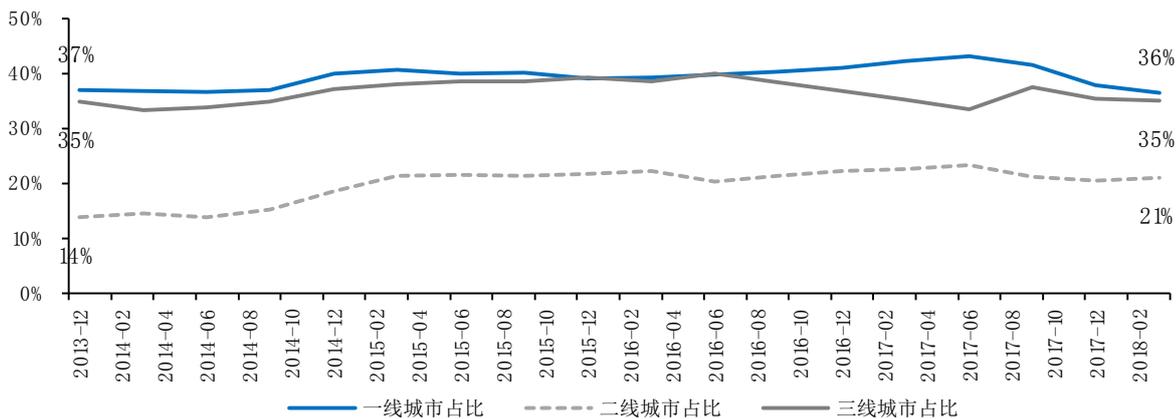
不同等级城市居民出境游增速



数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

图 10: 二线城市居民出境游占比提升明显，一线平稳

不同等级城市居民出境游占比



数据来源：国家旅游局、国泰君安证券研究

2. 业绩数据：营收及利润增速验证需求依然强劲

2.1. 消费需求动能依然强劲，板块营收业绩高增速

2018H1 行业整体营收增速分别为 31.3%/35.8%，同比高增长。龙头企业行业景气及自身盈利能力提升是驱动板块高增长的核心驱动力。上半年社会服务行业整体表现为景气，消费升级、酒店提价等促进中国国旅、首旅酒店、锦江酒店、宋城演艺等个股业绩表现超预期。

表 1: 国泰君安餐饮旅游行业重点公司 2018 年半年报业绩整体稳中有升

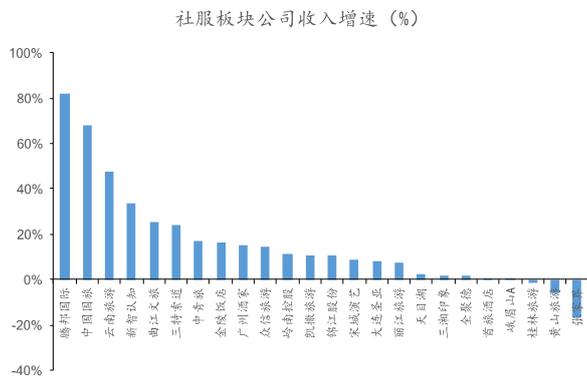
	2018Q1					2018H1				
	收入 (百万 元)	同增	归母净利润 (百万元)	同增	EPS	收入 (百万 元)	同增	归母净利润 (百万元)	同增	EPS

中国国旅	8,849	53.1%	1,160	61.5%	0.59	21,084	67.8%	1,919	47.6%	0.98
中青旅	2,507	22.8%	99	14.0%	0.14	5,567	16.9%	405	16.7%	0.56
宋城演艺	712	6.0%	322	31.5%	0.22	1,511	17.4%	665	22.0%	0.46
峨眉山 A	264	4.3%	18	11.3%	0.03	525	0.2%	70	11.6%	0.13
云南旅游	196	-8.9%	(21)	-182.8%	(0.03)	773	49.2%	3	-81.6%	0.00
丽江旅游	136	-4.8%	46	-1.6%	0.08	343	7.4%	119	19.0%	0.22
桂林旅游	112	-7.1%	(2)	44.1%	(0.00)	257	-1.7%	29	0.6%	0.08
新智认知	461	38.4%	(2)	134.0%	(0.01)	1,197	33.4%	135	54.8%	0.39
三特索道	110	19.3%	(28)	6.7%	(0.20)	267	24.2%	96	387.6%	0.70
众信旅游	2,481	10.7%	66	31.0%	0.08	5,814	15.0%	138	45.2%	0.16
凯撒旅游	1,799	11.0%	28	20.0%	0.03	3,767	10.7%	77	-43.0%	0.10
腾邦国际	1,162	99.0%	60	23.0%	0.10	2,553	81.9%	227	39.7%	0.37
首旅酒店	1,924	0.6%	75	116.6%	0.09	4,002	0.4%	340	41.2%	0.35
锦江股份	3,251	14.5%	230	15.8%	0.24	6,939	10.34%	503	22.1%	0.53

资料来源: Wind、国泰君安证券研究

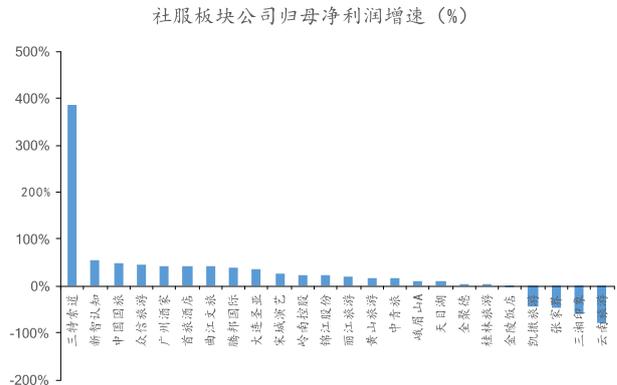
在选取的 24 个标的中, 收入增速高于 10% 的占比超 50%, 其中腾邦国际收入增速 82%, 中国国旅收入增速 68%; 归母业绩增速超 40% 有三分之一, 其中新智认知归母利润增速 55%, 中国国旅归母利润增速 48%。

图 11: 板块 50% 以上标的收入增速超 10%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 12: 三分之一以上标的归母业绩增速超 40%



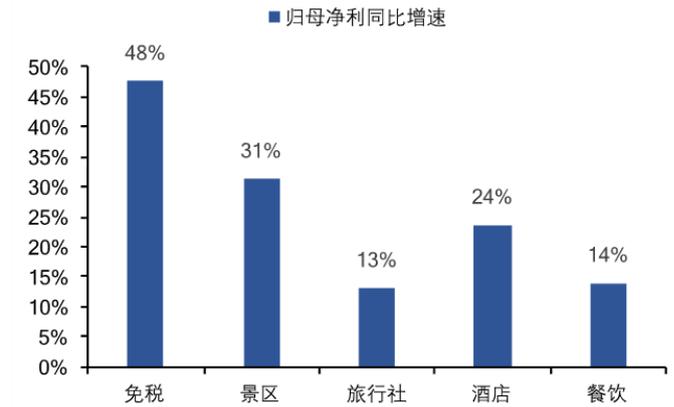
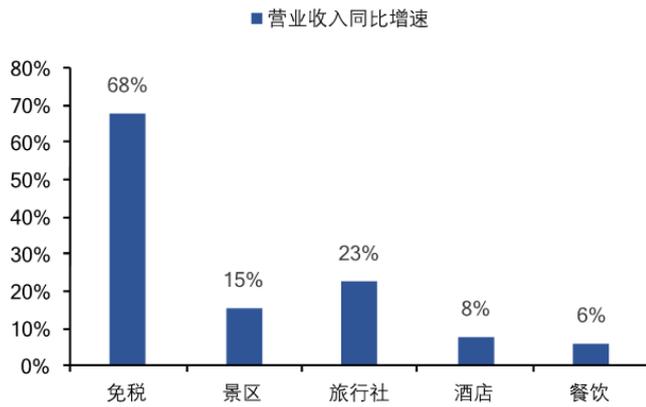
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.2. 子行业高景气度, 免税、景区、酒店业绩增速居前

细分子行业看, 2018H1 营收端增速板块排序为免税>旅行社>景区>酒店>餐旅。归母净利润端增速板块排序为免税>景区>酒店>餐饮>旅行社。

图 13: 免税板块营收增速 68%, 旅行社景区紧随

图 14: 免税业绩增速表现亮眼, 景区、酒店增速超 20%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

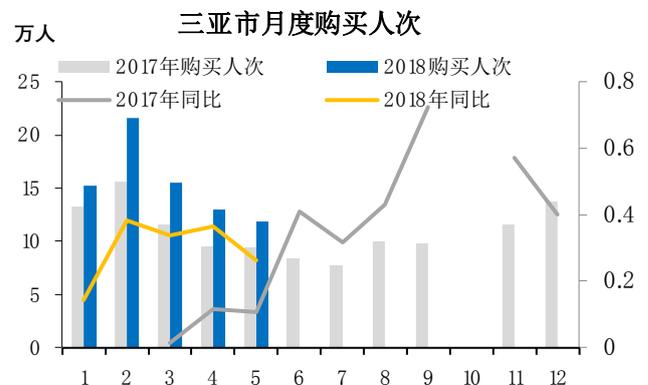
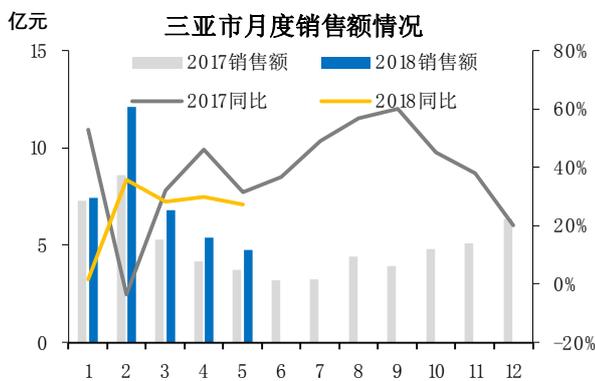
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.2.1. 免税: 离岛数据加速增长表明免税轻奢商品需求旺盛

免税经营数据: 离岛免税数据持续火爆。2018年5月三亚海棠湾离岛免税店购买人次达到11.89万人次/+26.31%; 购买金额4.77亿元/+27.17%; 2018年Q1三亚海棠湾离岛免税店购买人次达到52.27万人次/+29.06%; 购买金额26.34亿元/+24.25%, 免税销售持续火爆。2018年首都机场并表叠加可能与上海机场合作将进一步驱动中国国旅业绩超预期。

图 15: 三亚市免税销售额火爆依旧

图 16: 三亚市月度购买人次同比高增长



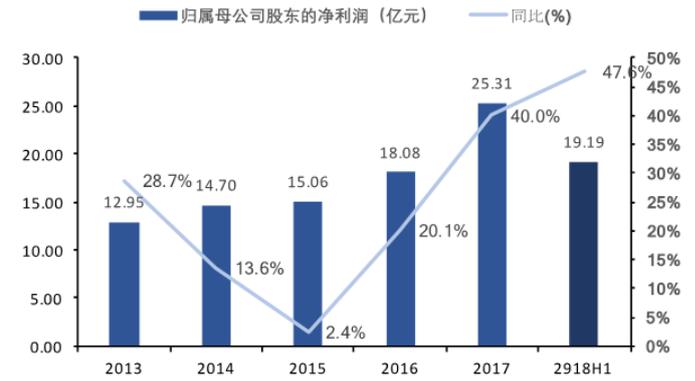
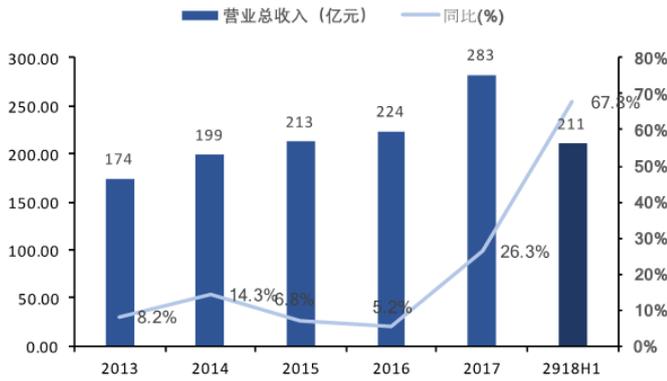
数据来源: 中国海关、国泰君安证券研究

数据来源: 中国海关、国泰君安证券研究

业绩维度: 一次性费用拖累中国国旅业绩增速。中国国旅2018上半年营收210.85亿/+67.77%, 归属上市公司扣非后净利润为19.10亿/+48.44%。香港机场免税店上半年未全部营业, 导致亏损1.2亿, 此外广州机场由于新店装修业产生了一定折旧摊销费用。

图 17: 中国国旅营业收入增速屡创新高

图 18: 营收向好驱动国旅业绩增速处在历史高位



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.2.2. 酒店: 经营数据波动不改业绩高确定性

经营数据方面: 酒店行业整体 RevPAR 持续提升, 出租率增速有所放缓, 提价成驱动力。华住酒店 Q2 整体 RevPAR203 元/+13.2%, 其中平均房价 226 元/+13.6%, 出租率 89.6%/-0.5pct; 同店数据: 整体 RevPAR194 元/+7.9%, 其中平均房价 210 元/+7.5%, 出租率 92%/+0.3pct,

酒店需求端波动不改整体向上趋势。 同店 RevPAR+7.9%加速增长 (Q1 增速为 6.5%), 表明行业依然景气向上, 也从侧面印证锦整体经营数据的月度波动一定程度上来自于新开门店数较多影响, 同店依然景气。

从出租率数据看: 强劲需求支撑下的提价逻辑依然成立。 酒店集团今年将主要通过收益管理实现 RevPAR 及业绩最大化, 依靠房价提升而非出租率大幅增长将成为常态。集团整体出租率-0.5pct, 而同店出租率+0.3pct, 在大幅度提价情况下, 同店出租率并未出现明显下滑, 表明需求依然旺盛。同店与整体数据的背离表明整体出租率更多受新开店拖累, 而非需求不足。

图 19: 华住酒店 Q2 同店 RevPAR 加速增长



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 20: 华住整体 RevPAR 增速维持高增长



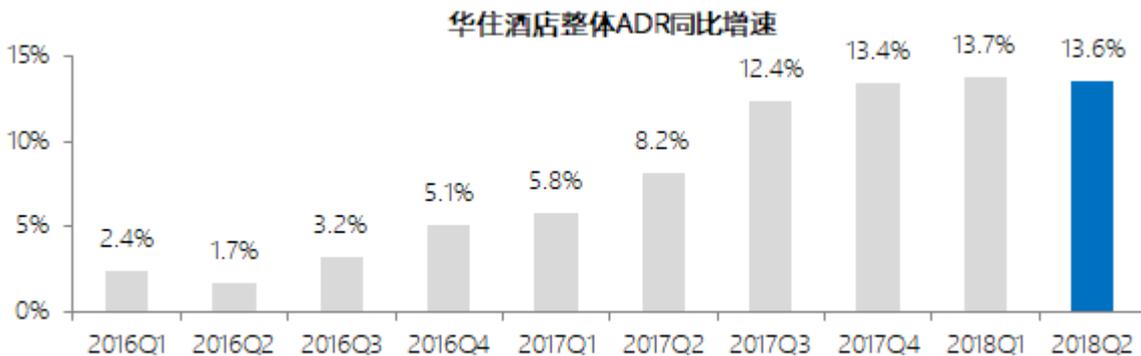
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 21: 华住整体 RevPAR 增速维持高增长



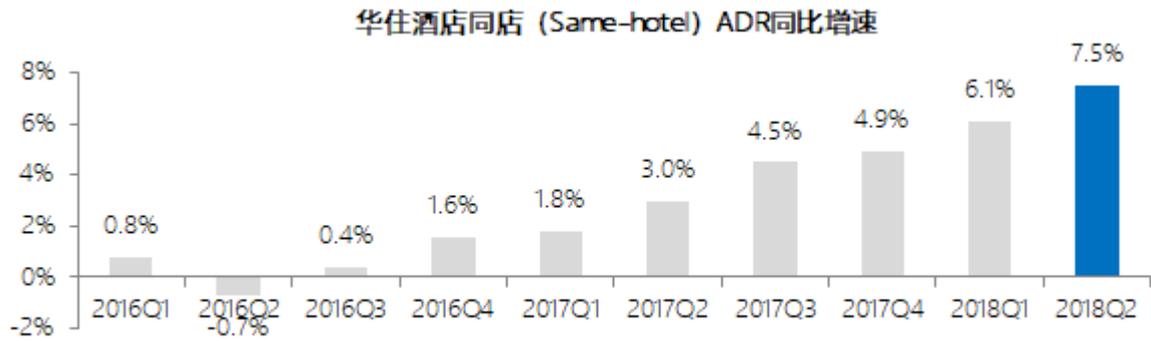
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 22: 华住整体门店平均房价持续高增长



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 23: 华住同店房价涨幅创新高



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 24：同店经济型比中档提价更快



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 25：同店直营店房价增速快于中档酒店



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

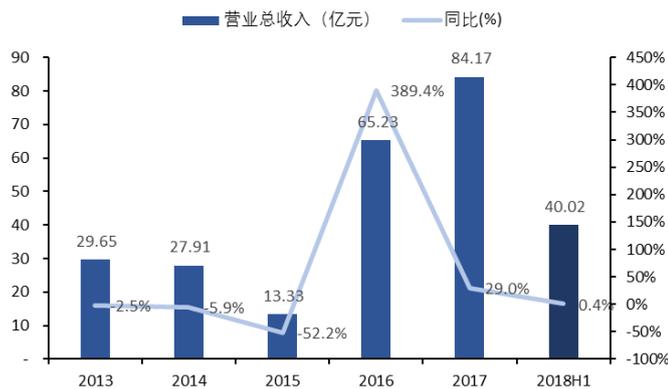
图 26：同店加盟店经济型提价幅度比中档快



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

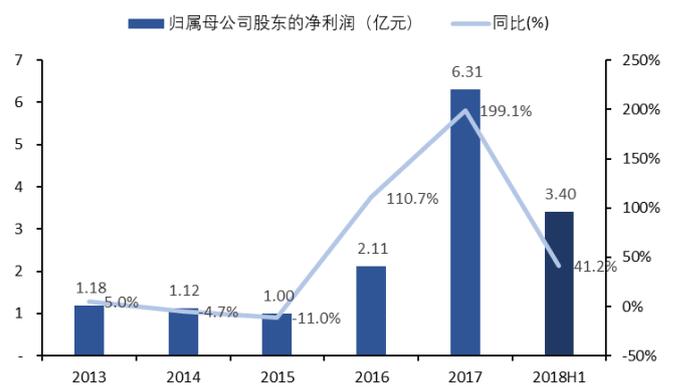
业绩维度：经营数据波动并未影响酒店集团营业收入及业绩确定性高增长。首旅酒店 2018H1 收入 40.02 亿/+0.35%，归母净利润 3.40 亿/+41.23%。归母扣非净利润 3.16 亿/+32.09%。锦江股份营收 69.39/+10.34%，归母净利润 5.03 亿/+22.05%，归母扣非净利润 3.16 亿/+58.22%。

图 27：首旅直营门店升级拖累营收增速



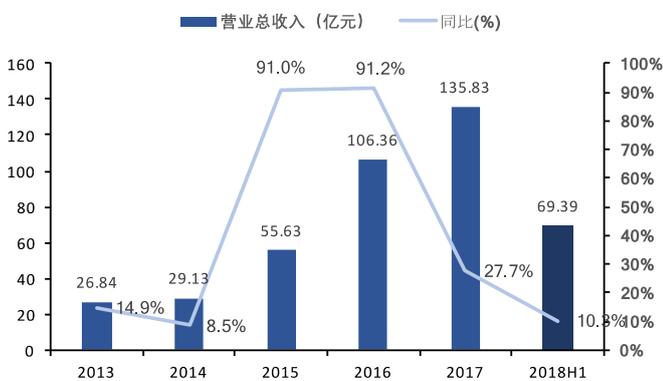
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 28：门店升级对利润端影响不大



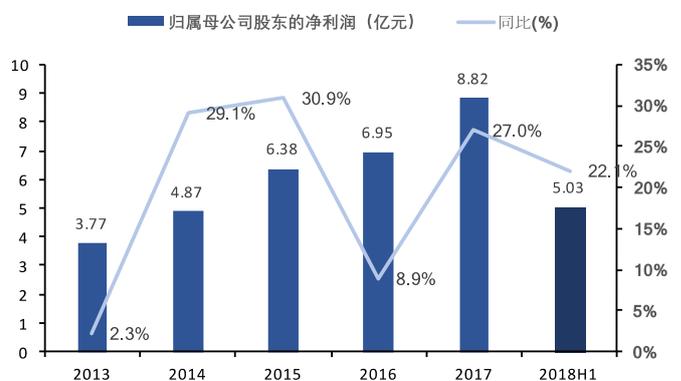
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 29：锦江股份营业收入增速平稳



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 30：锦江股份归母净利润增速维持高位



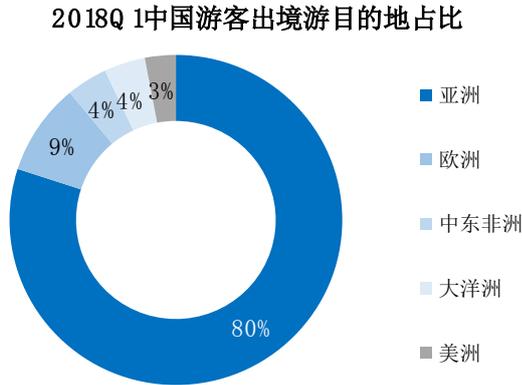
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2.2.3. 出境游：龙头营收与行业持平，业绩保持增速高增长

经营数据维度：出境游弱复苏，亚洲及欧洲作为出境游最主要目的地上半年维持向好趋势。中国居民出境游目的地中，亚洲及欧洲占比超 90%。以重庆、西安成都为代表的二三线城市（北上广深定义为一线）居民出境人次同比高增长，驱动出境游行业整体趋势向好：日本 6 月同增 29.6%，连续 3 个月增速近 30%；韩国 6 月同增 67.2%，连续 3 个月增速 60% 以上，明显复苏；泰国 1-4 月同增 25%。

图 31：欧洲亚洲占出境游客 90%

图 32：二三线城市赴欧出游客流高增长

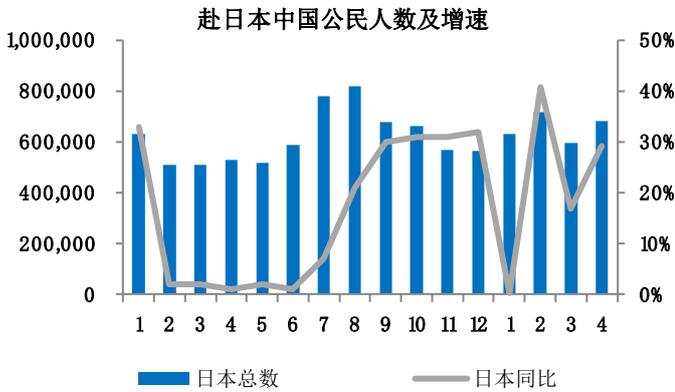


数据来源：携程《欧洲游趋势报告》、国泰君安证券研究

数据来源：携程《欧洲游趋势报告》、国泰君安证券研究

图 33：2018 年 6 月赴日中国公民同增 30%

图 34：2018 年起中国公民赴韩出游复苏



数据来源：日本观光局、国泰君安证券研究

数据来源：韩国观光局、国泰君安证券研究

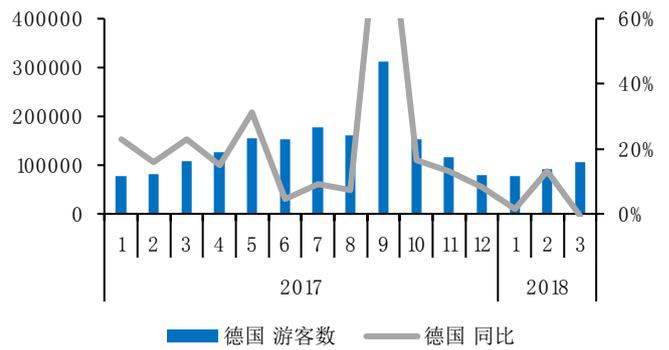
图 35：赴泰国出境游客数量恢复增长

图 36：中国赴德国出游人数增速 Q1 维持在 4%

赴泰国中国游客人数及增速



赴德国中国游客人数及增速

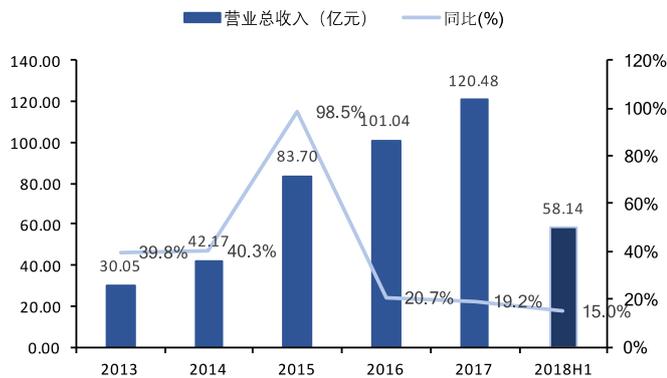


数据来源：各国旅游局、国泰君安证券研究

数据来源：各国旅游局、国泰君安证券研究

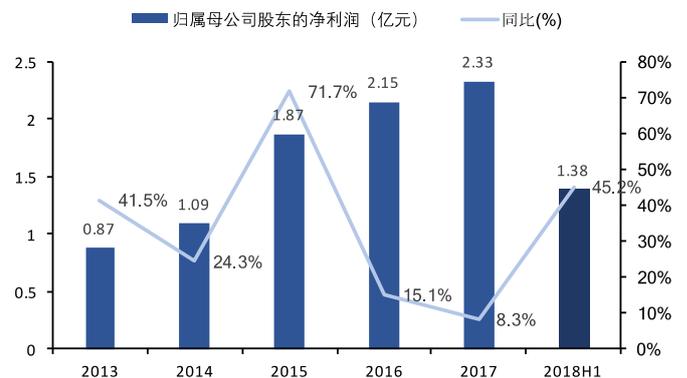
业绩维度：龙头旅行社营业收入与行业增速持平，腾邦营收及业绩均跑赢行业平均。2018 上半年，众信旅游和腾邦国际增速亮眼。众信旅游 2018H1 收入 58.14 亿元/+15.03%，归母净利润 1.39 亿元/+45.18%，扣非归母净利润 1.16 亿元/+24.05%。腾邦国际 2018H1 收入 25.53 亿元/+81.94%，归母净利润 2.27 亿元/+39.73%，扣非归母净利 1.38 亿元/+55.74%。

图 37：众信营收与出境游行业数据吻合



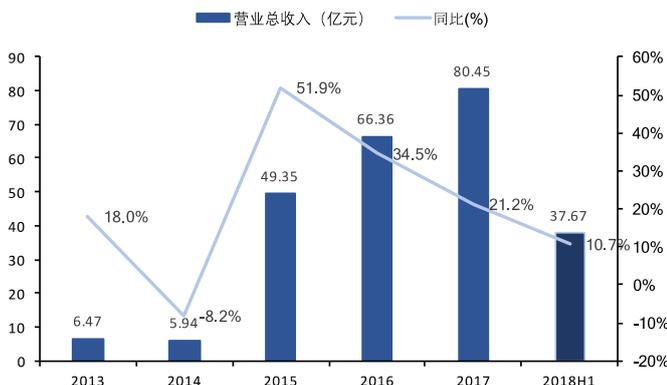
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 38：众信归母净利高增长



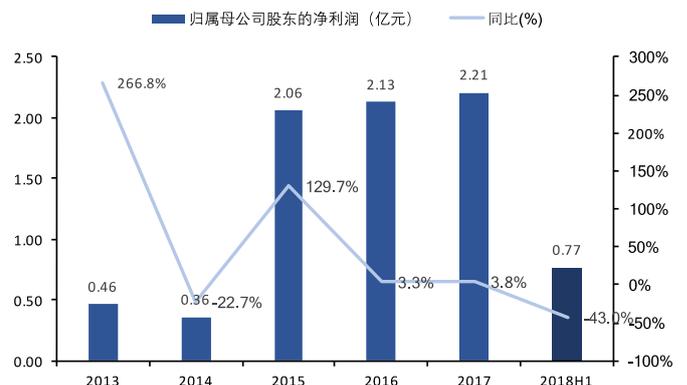
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 39：凯撒 2018H1 营收增速 10.7%略低于行业增速



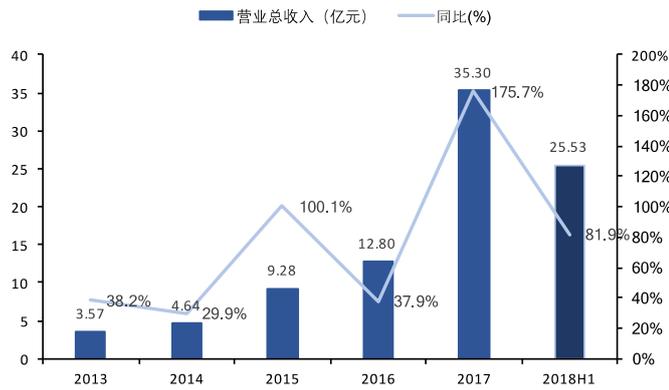
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 40：凯撒 2018H1 业绩增速有所放缓



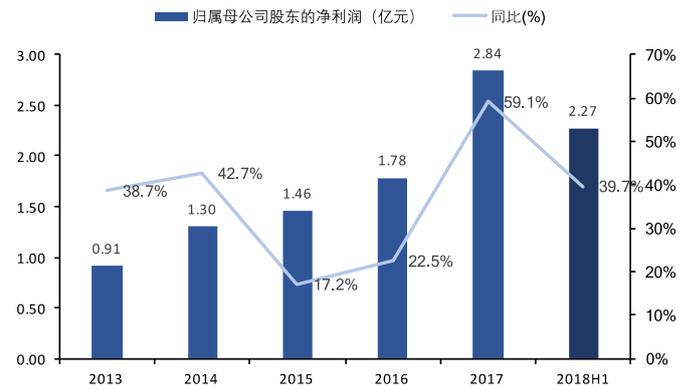
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 41: 腾邦国际营收高增长



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 42: 腾邦国际归母净利润高增长

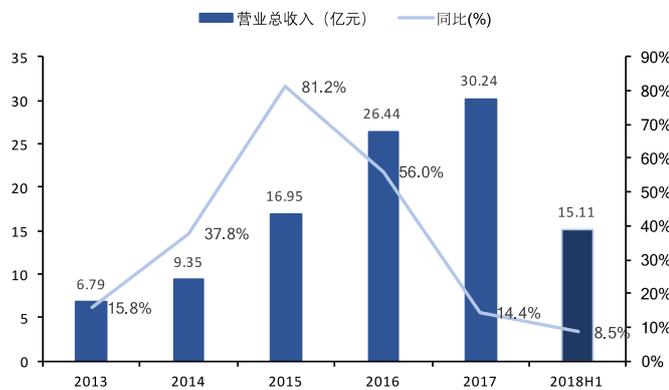


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2.2.4. 景区: 休闲游景区增长良好, 观光游景区业绩承压

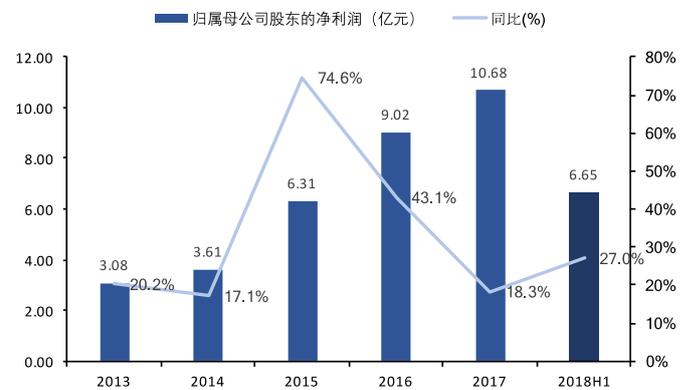
休闲人文景区增长良好。宋城演艺 2018H1 收入 15.11 亿元/+8.51%，归母净利润 6.65 亿元/+27.04%，扣非归母净利润 6.36 亿元/+21.75%。中青旅 2018H1 收入 55.67 亿元/+16.93%，归母净利润 4.05 亿元/+1.73%，扣非归母净利润 3.06 亿元/+39.44%。宋城演艺轻重资产结合，核心业务稳定。中青旅两古镇客流小幅下滑，客单提升。受国内观光游向休闲游/出境游转变趋势影响，休闲游景区整体增长良好。

图 43: 宋城营业收入增长稳健



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

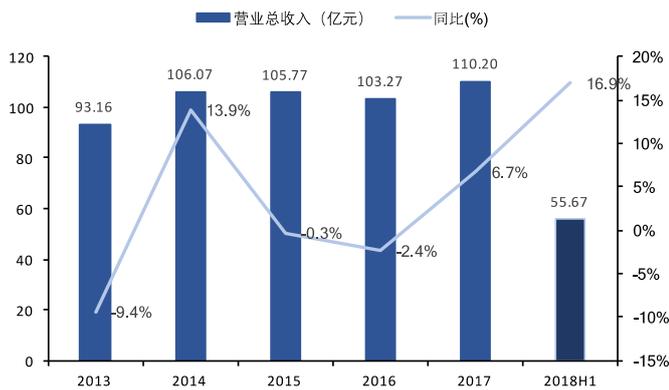
图 44: 宋城归母净利润增速开始步入高增速阶段



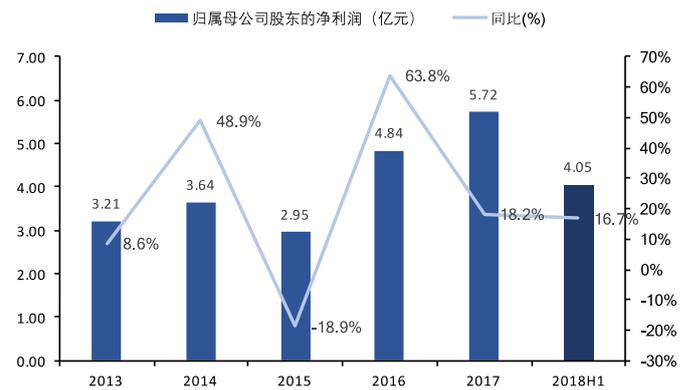
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 45: 中青旅营收持续加速增长

图 46: 中青旅归母净利润增速维持稳定



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

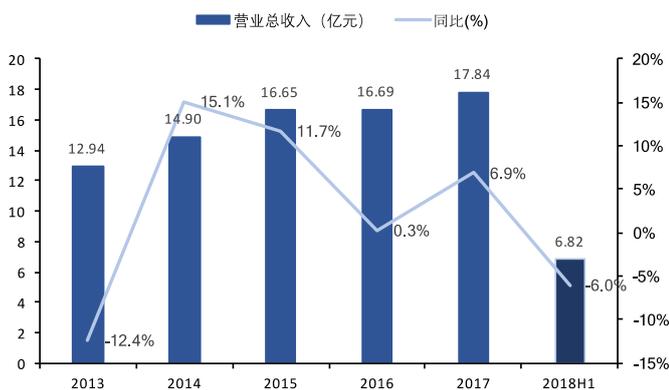


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

自然景区客流波动拖累营收增速承压, 业绩表现稳定。黄山旅游 2018H1 收入 6.82 亿元/-6.01%, 归母净利润 2.19 亿元/+17.03%, 扣非归母净利润 1.61 亿元/-16.23%。峨眉山 A2018H1 收入 5.2 亿元/+0.2%, 归母净利润 7004 万元/+11.6%, 扣非归母净利润 7057 万元/+11.8%。黄山景区上半年客流下滑明显, 峨眉山景区客流量增速缓慢。在观光游向休闲游/出境游转变的趋势下, 观光游景区业绩承压。

图 47: 黄山旅游营收增速承压

图 48: 黄山旅游业绩增速维持稳定



数据来源: Wind、国泰君安证券研究



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 49: 峨眉山受客流影响营收增速放缓

图 50: 峨眉山归母净利润增速稳中有升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

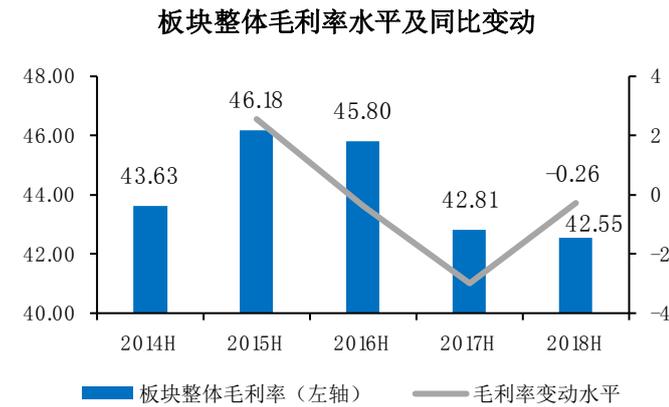
3. 消费升级重点板块盈利能力提升更加明显

3.1. 控费+提效净利润率三年最高

上半年酒店、自然景区经营数据波动对板块整体毛利率产生一定影响，但受益良好的费用控制和管理效率提升，板块整体净利润率提升。板块整体毛利率 42.55%/-0.26pct，我们认为部分细分板块营收增速波动但固定成本占比较高是主要原因，但板块整体净利润率达到 11.04%/+2.86pct，为近 3 年最高水平，表现亮眼。

图 51: 板块整体毛利率 43%，同比微降 0.26pct

图 52: 板块整体净利润率 11.04%，同比提升 2.86pct



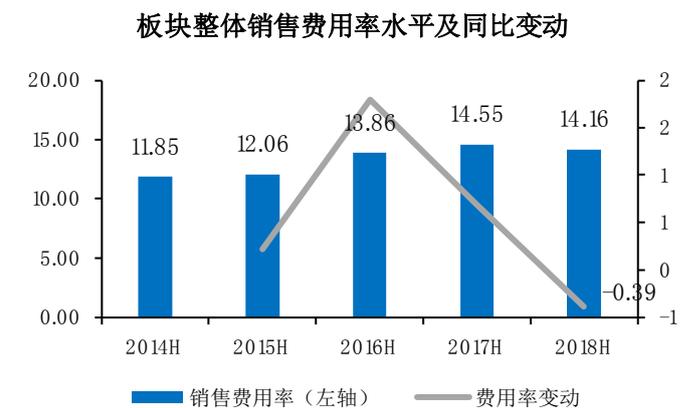
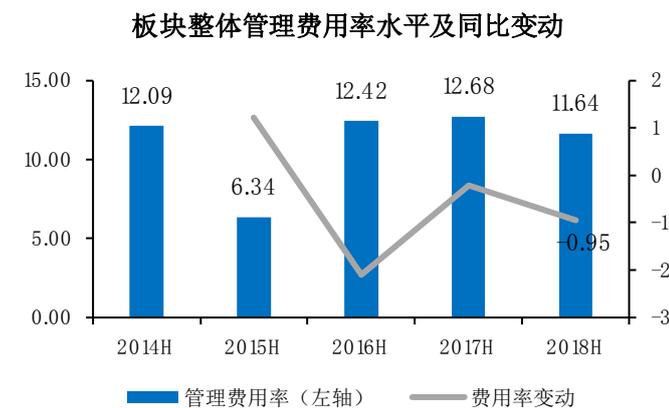
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

有效控费+管理效率提升是盈利能力持续增长的核心动力。上半年板块公司控费提效效果明显，期间费用率 30.29%，同降 1.41pct，进一步拆分发现：提效主要体现在管理费用率 11.64%/-0.95pct，销售费用率 14.16%，同比降低 0.39pct，财务费用率同比持平。

图 53: 整体管理费用率 11.64%，同降 0.95pct

图 54: 整体销售费用率 14.16%，同降 0.39pct



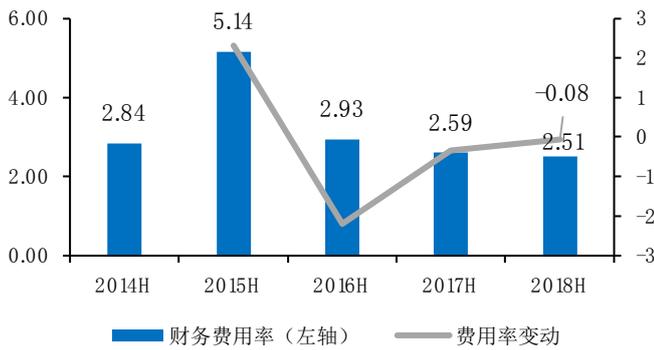
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 55: 整体财务费用率 2.51%，整体持平

图 56: 整体期间费用率 30.29%，同降 1.41pct

板块整体财务费用率水平及同比变动



板块整体期间费用率水平及同比变动



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

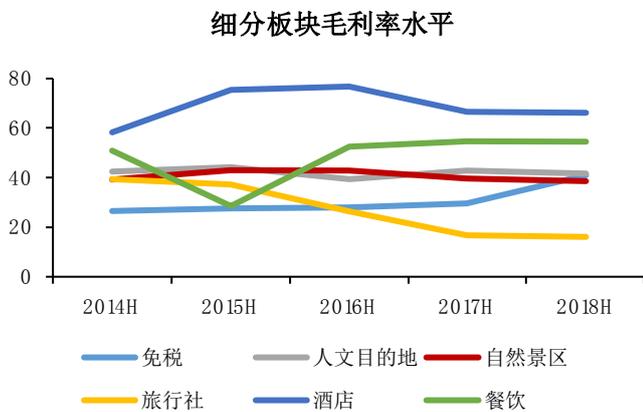
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3.2. 高毛利细分板块利润率提升幅度更大

消费升级重点板块盈利能力提升更加明显, 表明中高端消费需求依然边际向好。

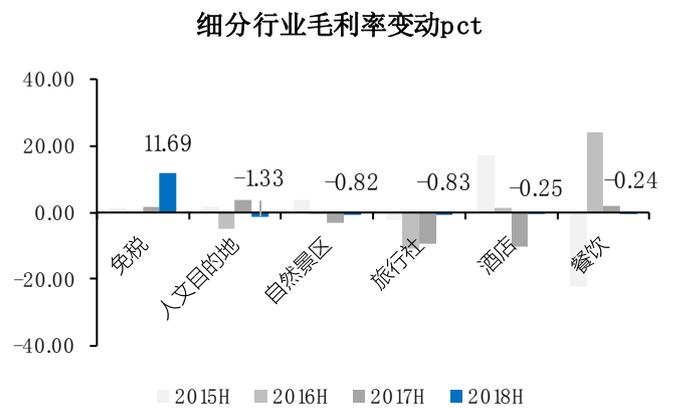
毛利率维度: 上半年板块整体整体毛利率 42.55%/-0.26pct, 毛利率同比稳定微降, 主要原因为酒店、自然景区受宏观因素影响经营数据波动但固定成本占比较高, 对毛利率产生一定影响。

图 57: 免税毛利率趋势性向上提升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 58: 2018H1 免税毛利率大幅提升



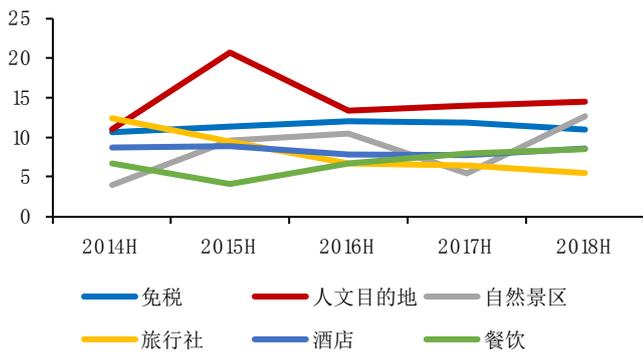
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

净利润率维度: 消费升级代表细分板块酒店、餐饮、人文景区利润率提升。餐饮、优质人文景区等高利润率子行业利润率提升幅度更大, 免税受一次性开店费用拖累净利润率有所下降, 但毛利率大幅提升。

图 59: 人文景区目的地净利润率水平高

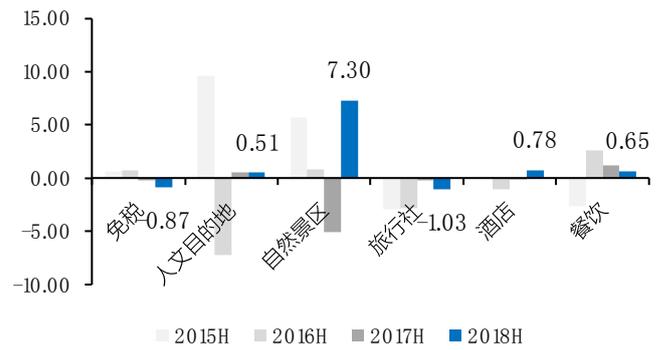
图 60: 2018H1 自然景区、餐饮、酒店净利润率提升明显

细分板块净利率水平



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

细分行业净利率变动pct

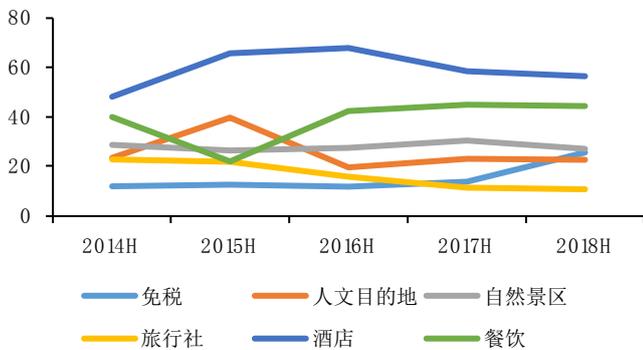


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 61: 板块整体期间费用率持平, 免税费用率提升

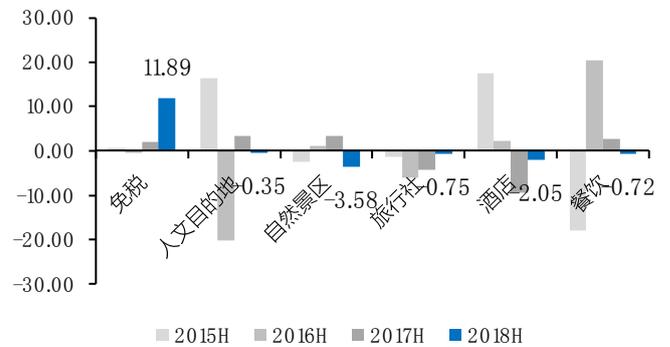
图 62: 自然景区、酒店期间费用率下降明显

细分板块期间费用率水平



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

细分行业期间费用率变动pct



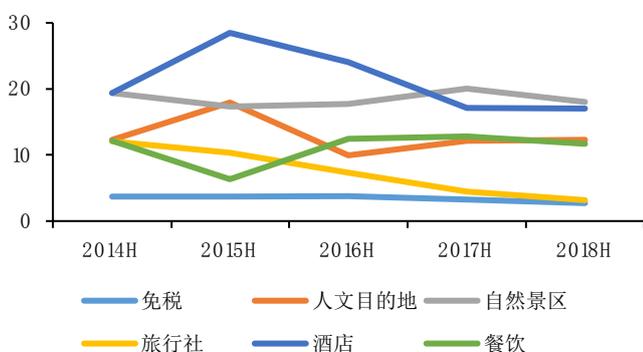
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

优质龙头凭技术及制度管理效率提升明显, 自然景区、旅行社、餐饮管理费率明显下降。

图 63: 板块整体管理费用率趋势向下

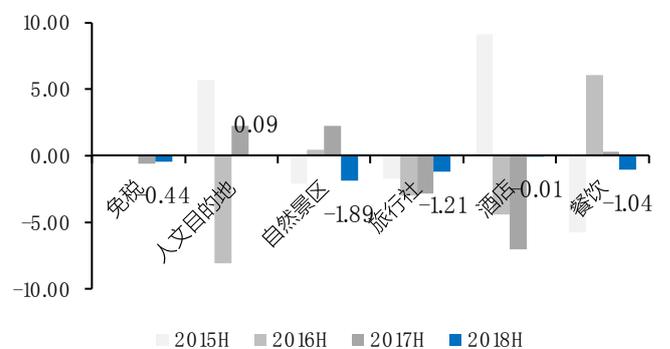
图 64: 自然景区、餐饮管理效率提升最为明显

细分板块管理费用率水平



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

细分行业管理费用率变动pct

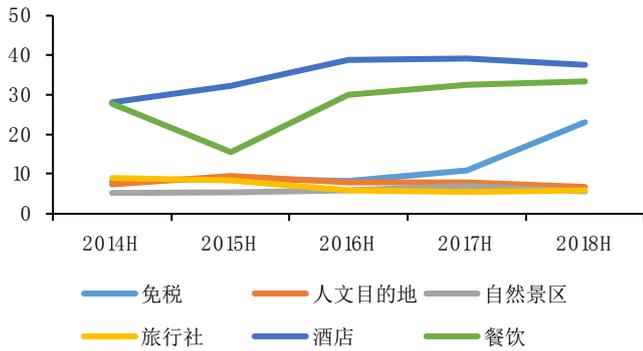


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 65: 企业发力营销情况下销售费用率同增

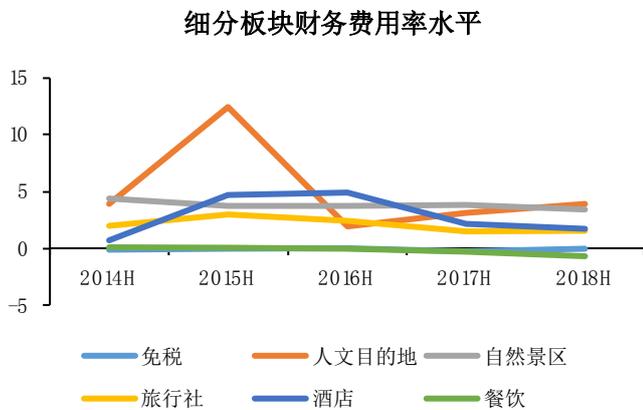
图 66: 免税、餐饮、旅行社销售费用率同比增速居前

细分板块销售费用率水平



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

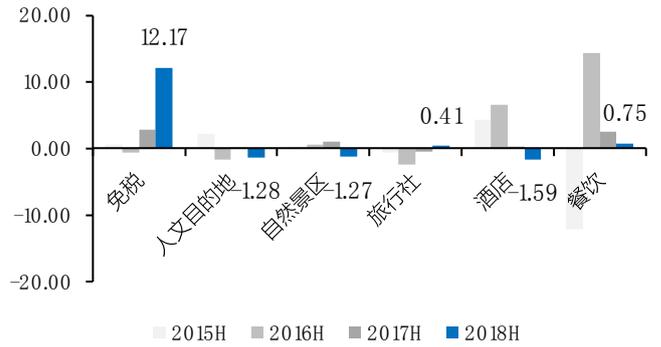
图 67: 板块整体财务费用率较为平稳



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

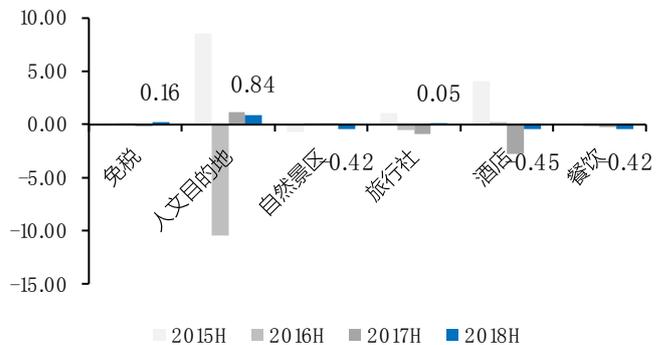
细分行业销售费用率变动pct



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 68: 人文目的地、旅行社财务费用率有所增加

细分行业财务费用率变动pct



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4. 投资建议: 继续推荐免税、优质景区、酒店

4.1. 寻找经济周期敏感度低, 业绩确定性高增长的标的

推荐受宏观因素影响小的中国国旅、新智认知、广州酒家、宋城演艺。此外, 我们还推荐首旅酒店、金陵饭店、锦江股份、众信旅游、中青旅, 上述标的在宏观因素企稳情况下或将有优秀表现。

➤ 中国国旅: 消费回流的中流砥柱, 集中趋势下众望所归

中国国旅在政策推动下规模提升, 成长为具有全球竞争优势的免税龙头的长逻辑一直非常清晰。

1) 公司目前北京及上海口岸免税战略布局落地, 全国主要边境口岸免税均为中免控制; 在国内免税市场已经形成垄断地位, 规模提升对上游供应商议价能力, 长期毛利率提升将极大提高盈利能力, 业绩将确定性高增长。

2) 短期免税政策利好催化不断, 离岛免税及室内免税政策均有边际向好预期, 免税额度的提升以及市内免税店的开业将有望成为公司营收及业

绩持续高增长的动力。

3) 前期受市场对宏观经济及消费需求悲观预期影响, 公司股价调整, 更多为交易层面原因, 长逻辑清晰情况下, 增持。

➤ 广州酒家: 品牌与渠道优势树壁垒, 扩产能打开增长空间

公司目前产能利用率超 100%, 产品供不应求。广州酒家 2016 年总产能 21284 吨, 其中月饼 6500 吨, 速冻食品 12672 吨, 腊味食品 2112 吨。三种主要产品的产能利用率在 2016 年均超过 100%: 月饼 101.38%, 速冻 106.68%, 腊味 109.87%。

公司计划进行产品结构化整理, 扩产能将提高速冻食品占比。2017 年月饼和速冻营业收入分别占食品制造业务总营业收入的 56% 和 20% 以及公司总营收的 41% 和 14%, 腊味食品营收占比较小。月饼销售集中于第三季度, 导致公司下半年营业收入占全年营业收入 70% 以上。速冻食品将是公司未来发展重点。

➤ 宋城演艺: 主营业务稳健向上, 确定性边际提升

核心景区产品创新驱动业绩稳步增长, 轻资产项目超预期。① 半年报公司主要景区: 杭州宋城, 营收 3.84 亿/+5.09%, 毛利率同比-1.72%; 三亚增速略超预期营收 23.4 亿/+24.31%, 毛利率同增+3.88%, 净利润 1.45 亿/+34.3%; 丽江项目实现逆市增长② 轻资产项目持续推进, 桂林千古情项目于 7 月 27 日开业, 宁乡炭河项目开业一年接待游客超 400 万人次, 营收 1.6 亿; ③ 六间房运营策略调整, 聚焦头部内容流量, 活跃用户数 5638 万, 月人均 ARPU 值 881 元; ④ 管理费用率 8.08%/+1.43pct, 主要系藏谜与九寨公司停业成本调整至管理费用薪酬及研发支出增加所致, 销售费用率 9.33%/-1.34pct。

增量项目稳步推进, 确定性边际提升。① 张家界及西安项目预计 2019 年上半年及年中亮相, 上海项目将与 10 月工程将全面推进, 公司轻重资产项目将在未来三年内陆续开业, 将驱动公司业绩高速增长; ② 六间房将与花椒直播母公司重组, 交易预计 18 年 9-10 月完成, Q1-3 六间房仍将并表, 预计全年并表业绩 2.67 亿, 确定性边际提升。

➤ 新智认知: 新管理层新气象, 主营业务高速增长

公司调整战略方向, 清理整合旅游业务并持续发展新智业务, 持续带来利好, 预计高确定性增长。随着旅游业务的下沉和智慧行业认知业务的发展, 公司主营业务高速增长确定性高。

2018 年, 计算机业务有望继续升级爆发, 旅游航线业务全面反转。① 公司凭借技术优势和股东支持, 已经在传统的集成业务上取得较多成绩和大订单, 安防行业的“雪量工程”是下一个业务增长点。未来将继续升级, 成为指挥调度和大数据数据分析的龙头公司, 市场空间更大, 盈利能力更强。② 贡献旅游业务主要营收的航线业务收益于竞争环境改善、

船票提价的因素有望实现业绩反转；转让处于培育期的祖山景区和海上游项目，减少资本开支，将贡献 1.23 亿投资收益。

4.2. 把握对酒店及出境游过度悲观带来的估值修复机会

建议关注市场对酒店和出境游在危机期间过分悲观预期带来的酒店和出境游估值修复机会。

酒店：目前市场对未来宏观经济波动情况较为悲观，由此导致对强周期的酒店行业经营数据过分担忧。我们认为本轮酒店繁荣周期为有限服务型酒店供给侧优化与升级叠加经济向好共同驱动周期向上。进入 2018 年以来的经营数据波动并非由于供给侧增速过快所致，而是外部环境不确定带来的短期需求扰动。因此建议关注估值修复机会，**推荐：首旅酒店/锦江股份。**

出境游旅行社：市场对长线出境游前景过度悲观。我们认为即使宏观环境及经济增速发生波动，历史经验表明出境游旅行社 12-18 个月内经历业绩增速重回高增长与估值修复，考虑到出境游选择存在显著的相互替代和向下替代效应，东亚及澳洲地区等中、短线游将成为欧美长线出境游，有助于业绩的进一步修复，若行业数据持续复苏，推荐众信旅游等出境游标的。

5. 风险提示

- 宏观经济恶化使居民旅游消费需求减少；
- 自然灾害、战争、恐怖袭击等不可控因素发生，影响居民出游意愿。
- 人民币大幅波动影响；

表 1: 国泰君安餐饮旅游行业重点公司盈利预测 (2018.8.30)

		股本 亿	收盘 价	市值 亿元	EPS				PE				评级
					16A	17A	18E	19E	16A	17A	18E	19E	
免税	中国国旅	19.52	63.74	1244.51	0.93	1.26	1.86	2.39	56	51	34	27	增持
	中青旅	7.24	16.12	116.68	0.67	0.79	1.02	1.18	33	22	16	14	增持
	宋城演艺	14.53	26.10	379.13	0.62	0.73	0.86	0.99	30	34	30	26	增持
人文目的地	大连圣亚	1.29	23.96	30.86	0.36	0.46	0.54	0.62	91	52	44	39	增持
	曲江文旅	1.80	12.16	21.83	0.30	0.37	0.40	0.42	59	30	31	29	增持
	三湘印象	13.82	4.21	57.73	0.51	0.27	0.31	0.44	9	15	14	10	增持
	峨眉山 A	5.27	7.30	38.46	0.36	0.38	0.47	0.54	28	19	16	14	增持
	丽江旅游	5.49	7.59	41.71	0.41	0.40	0.45	0.51	22	18	17	15	增持
自然目的地	桂林旅游	3.60	5.92	21.32	0.02	0.15	0.16	0.20	382	38	37	30	增持
	新智认知	3.49	18.64	65.02	0.49	1.15	1.20	1.35	40	15	15	14	增持
	三特索道	1.39	19.07	26.44	-0.39	0.29	0.63	0.89	-37	68	30	21	增持
	众信旅游	8.50	9.56	81.23	0.25	0.27	0.39	0.52	47	34	25	19	增持
服务商	凯撒旅游	8.03	8.43	67.69	0.27	0.37	0.48	0.60	49	23	17	14	增持
	腾邦国际	6.17	12.45	76.76	0.29	0.46	0.57	0.66	44	27	22	19	增持
	首旅酒店	9.79	20.01	195.88	0.26	0.64	0.98	1.16	115	31	20	17	增持
	金陵饭店	3.00	9.44	28.32	0.14	0.34	0.45	0.59	71	28	21	16	增持
星级酒店	锦江股份	9.58	26.09	249.93	0.73	0.92	1.05	1.11	46	29	25	23	增持
	岭南控股	6.70	8.54	57.24	0.05	0.26	0.29	0.31	212	32	29	27	增持
餐饮	全聚德	3.08	13.41	41.37	0.45	0.50	0.53	0.57	34	27	25	24	增持

数据来源: Wind、国泰君安证券研究。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		