

# 板块业绩突出，龙头成色更足

——餐饮旅游行业中报综述



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

● **餐饮旅游板块整体营收稳健增长，业绩表现出色。**18年上半年餐饮旅游板块实现营收 661.9 亿元，同比增长 24.5%，实现归母净利润 54.4 亿元，同比增长 30.0%，营收及利润增速均较 17 年再上台阶，整体业绩表现出色且利润对营收的转化效率在提高，在中信 28 个行业分类中排名第 10 位。

分板块来看，免税、酒店及部分景区仍呈现高景气，餐饮及旅行社稳健增长；各板块内部亦有所分化，龙头增速显著好于行业平均，强者恒强愈发明显。

- **1) 景区板块:** 18年H1 景区板块 17 家上市公司实现营收 128.8 亿元/+15.4%，实现归母净利润 18.8 亿元/+31.3%，其中客单价提升/费用管控是主要推动。从数据来看，客流量有升有降，区域性差别明显，中西部增长显著。随着交通改善+门票降价的客流提振效应，后续客流量有望继续改善。
- **2) 酒店板块:** 18年上半年酒店板块 6 家上市公司实现营收 150.7 亿元/+7.7%，实现归母净利润 8.5 亿元/+23.6%。其中三大酒店集团扩张持续发力，经济型翻牌改造，中端开店继续。虽然新开店的经营爬坡期+翻牌影响一定程度摊薄了整体入住率，但是结构性升级带来的提价效应拉动 RevPAR 增继续；
- **3) 旅行社板块:** 18 年上半年旅行社板块 4 家上市公司实现营收 124.7 亿元/+22.6%，实现归母净利润 4.4 亿元/+13.1%。受益于出境游人次回暖，出境游龙头公司表现出色，显著好于行业平均（众信旅游 1.38 亿元/+45.2%；腾邦国际 4.35 亿元/+39.7%）
- **4) 餐饮板块:** 18 年上半年餐饮板块 3 家餐饮上市公司实现营收 19.2 亿元/+6.6%，实现归母净利润 1.3 亿元/+14.8%，板块业绩有所复苏。其中全聚德增长稳健，广州酒家业绩出色，两家公司均在行业回暖中开启新一轮的扩张开店规划，有望带来新的成长动能；
- **5) 免税板块:** 免税的唯一标的中国国旅业绩继续强势，18H1 公司实现营收 210.85 亿元/+67.77%，实现归母净利润 19.19 亿元/+ 47.6%。收购日上带来的业绩增量显著，海棠湾增速及效率提升突出，未来政策突破带来的增量仍可观。

## 投资建议与投资标的

- **免税板块:** 继续坚定推荐中国国旅，存量业务毛利率/净利率提高+政策推动规模提升下空间仍大，不变的首推。
- **酒店板块:** 考虑到下半年起主动管理（经济型翻牌，更多中端迈过培育期，费用的逐步管控）的  $\alpha$  收益有望显现，轻资产运营下 ROE 的提升动力足，我们认为国内的两家酒店龙头仍有较高的性价比和绝对收益空间。推荐锦江股份、首旅酒店。
- **景区板块:** 行业需求呈现较强韧性，后续交通改善（如杭黄高铁开通等）和降价等因素有望为景区继续带来客流提振。随着国有景区降价利空出尽，我们认为景区板块有望迎来估值修复。继续推荐三特索道、宋城演艺、丽江旅游、黄山旅游，建议关注天目湖，峨眉山 A、中青旅。
- **餐饮板块:** 凭借高确定性/ROE/利润率和优秀现金流，有望在弱市中获青睐。继续推荐经营优秀、产能扩张明确的广州酒家。
- **旅行社板块:** 出境游低基数回暖继续，建议关注众信旅游、腾邦国际。

## 风险提示

- 市场及宏观经济系统性风险。
- 突发性事件及天气等因素带来的旅游受限。

行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

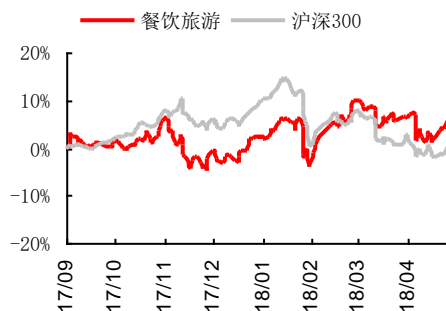
行业

餐饮旅游

报告发布日期

2018 年 09 月 09 日

## 行业表现



资料来源: WIND

证券分析师

王克宇

021-63325888-5010

wangkeyu@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860518010001

联系人

董博

dongbo1@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

<b>1. 18H1 餐饮旅游板块业绩优秀 .....</b>	<b>5</b>
1.1 板块整体营收稳健增长，业绩表现出色 .....	5
1.2 景区板块：客单价提升推动业绩增长 .....	6
1.3 酒店板块：结构性升级带来提价效应，酒店盈利能力增强 .....	8
1.4 旅行社板块：出境游龙头表现出色 .....	12
1.5 餐饮板块：整体业绩复苏，主要公司外延扩张加速 .....	13
1.6 免税板块：国旅业绩表现出色，盈利能力提升持续兑现 .....	14
<b>2. 18H1 各板块盈利能力分析 .....</b>	<b>15</b>
<b>3. 投资建议 .....</b>	<b>18</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>19</b>
<b>附录 .....</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1: 18H1 板块整体营收同比增长 24.5% (亿元) .....	5
图 2: 18H1 板块整体业绩同比增长 30.0% (亿元) .....	5
图 3: 餐饮业绩 18H1 的业绩涨幅排在所有板块中的第 10 位 .....	5
图 4: 18H1 板块毛利率/净利率分别提升 1.2pct/0.6pct .....	6
图 5: 18H1 板块销售/管理费用率分别提升 1.5pct/-1.0pct.....	6
图 6: 18H1 景区板块营收同比增长 15.4% (亿元) .....	6
图 7: 18H1 景区板块归母净利润同比增长 31.3% (亿元) .....	6
图 8: 18H1 大部分景区客单价均有所提升 .....	7
图 9: 18H1 华东主要景区客流量有所下滑, 而西部景区客流量显著增长.....	8
图 10: 18H1 酒店板块营收同比增长 7.7% (亿元) .....	8
图 11: 18H1 酒店板块归母净利润同比增长 23.6% (亿元) .....	8
图 12: 如家净新开门店拓展情况 (家) .....	9
图 13: 锦江净新开门店拓展情况 (家) .....	9
图 14: 华住净新开门店拓展情况 (家) .....	9
图 15: 18H1 如家同店入住率同比增长-2.2pct .....	10
图 16: 18H1 华住同店入住率同比增长 0.3% .....	10
图 17: 18H1 如家同店平均房价同比增长 7.0%.....	11
图 18: 18H1 华住同店平均房价同比增长 7.5%.....	11
图 19: 18H1 如家同店 RevPAR 增长 4.3%.....	11
图 20: 18H1 华住同店 RevPAR 同比增长 7.9%.....	11
图 21: 18H1 旅行社板块营收同比增长 22.6% (亿元) .....	12
图 22: 18H1 旅行社板块归母净利润同比增长 13.1% (亿元) .....	12
图 23: 2018 年以来 10 个境外旅游目的地出境游人次增长非常显著.....	12
图 24: 18H1 全聚德营业收入同比增长 1.4% .....	13
图 25: 18H1 全聚德归母净利润同比增长 1.3%.....	13
图 26: 18H1 广州酒家营业收入同比增长 15.1%.....	13
图 27: 18H1 广州酒家归母净利润同比增长 42.1% .....	13
图 28: 一线城市餐饮业自去年中期开始复苏.....	13
图 29: 18H1 国旅营收同比增长 67.8% .....	14
图 30: 18H1 国旅归母净利润同比增长 47.6% .....	14
图 31: 18H1 餐饮旅游板块 ROE 涨幅领先 .....	15
图 32: 18H1 景区板块费用率明显下降 .....	16
图 33: 18H1 酒店板块管理费用率降幅较大 .....	17
图 34: 景区板块 PE (TTM) 估值水平 .....	18

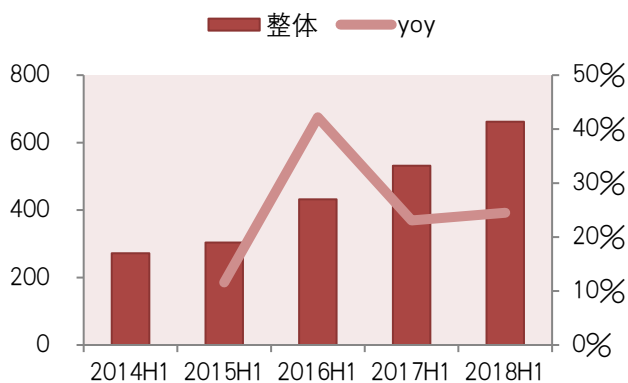
图 35：旅行社板块 PE（TTM）估值水平.....	18
图 36：酒店板块 PE（TTM）估值水平 .....	18
图 37：餐饮板块 PE（TTM）估值水平 .....	18

## 1. 18H1 餐饮旅游板块业绩优秀

### 1.1 板块整体营收稳健增长，业绩表现出色

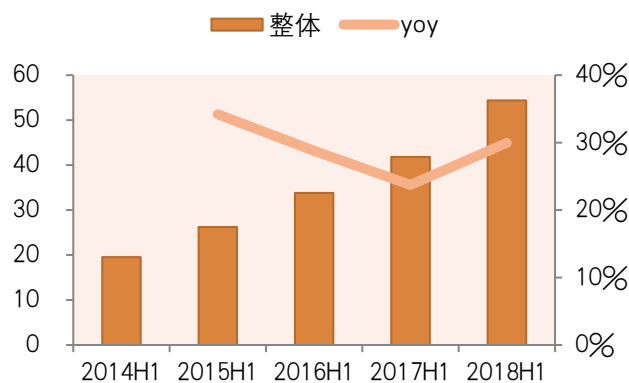
**18H1 板块整体业绩优秀：**18年上半年餐饮旅游板块实现营收 661.9 亿元，同比增长 24.5%，增速提高 1.4pct，其中行业龙头中国国旅实现营收 210.8 亿元，贡献了 85.1 亿元的营收增量，占到板块营收的 12.9%，对整体板块的增量贡献显著。扣除国旅后板块整体营收为 451.5 亿元，同比提高 11.1%，增长较为稳健。18年上半年餐饮旅游板块实现归母净利润 54.4 亿元，同比增长 30.0%，增速提高 6.3pct，业绩增速排在中信 28 个子行业中的第 10 位。业绩增速超过营收增速，整体业绩表现出色且利润对营收的转化效率在提高。

图 1：18H1 板块整体营收同比增长 24.5%（亿元）



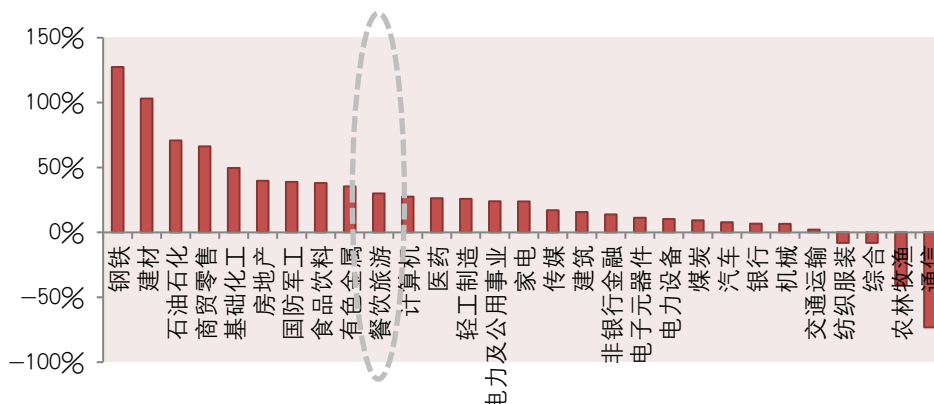
数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：18H1 板块整体业绩同比增长 30.0%（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

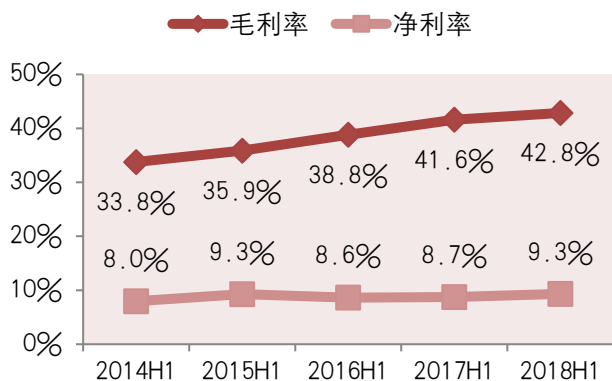
图 3：餐饮业绩 18H1 的业绩涨幅排在所有板块中的第 10 位



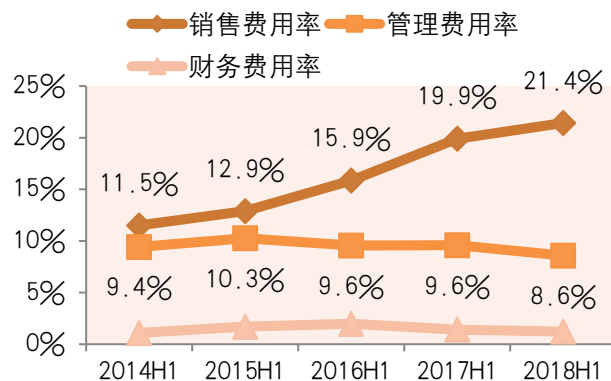
数据来源：wind，东方证券研究所

**整体毛利率和净利率小幅提升，费用管控效果有所显现。**18年上半年板块整体毛利率达到 42.8%/+1.2pct，净利率达到 9.3%/+0.6pct，均达到 14 年以来的最高值，板块整体的盈利能力持续向好。近几年各家公司均在不同程度地推进提质增效的工作，通过降本控费提升盈利水平，从中

期财报披露的费用率来看，销售费用率 21.4%/+1.5pct，管理费用率 8.6%/-1.0pct，财务费用率 1.2%/-0.2pct，管理费用率下降幅度较为显著，体现了目前行业费用管控的效果已经有所显现。

**图 4：18H1 板块毛利率/净利率分别提升 1.2pct/0.6pct**


数据来源：wind，东方证券研究所

**图 5：18H1 板块销售/管理费用率分别提升 1.5pct/-1.0pct**


数据来源：wind，东方证券研究所

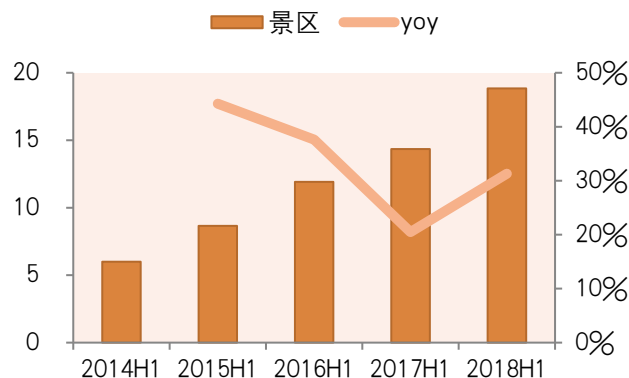
## 1.2 景区板块：客单价提升推动业绩增长

**板块业绩表现出色，客单价提升成为主要推动力。**18 年上半年景区板块 17 家上市公司实现营收 128.8 亿元/+15.4%，营收增速同比提高了 5.5pct，实现归母净利润 18.8 亿元/+31.3%，同比提高 10.8pct，实现盈利的公司有 14 家，亏损的有 3 家，业绩增速良好，有 10 家公司业绩增速同比增长。其中，三特索道实现扭亏为盈（归母净利润 9653.37/+387.6%）带来 1.3 亿的业绩增量，是板块整体业绩增速高于营收增速的原因之一（扣除后板块业绩同比增长 21.7%）。

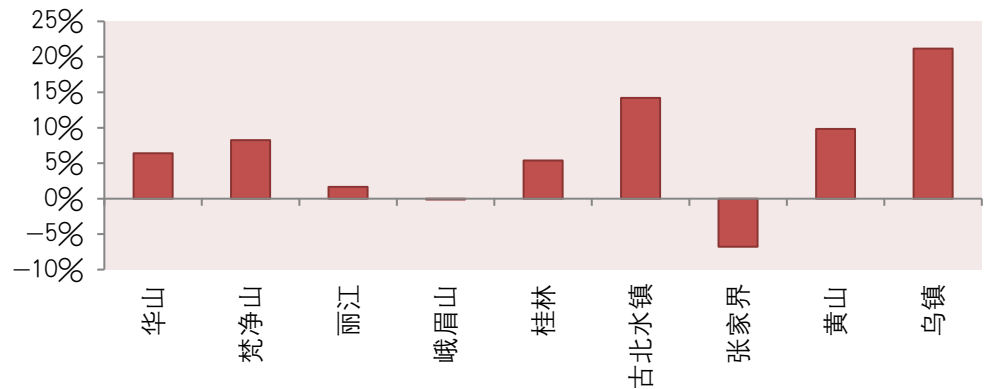
结合经营数据看，客单价提升是推动景区板块营收和业绩增长的主要动力。华东及周边区域旅游市场的竞品多，叠加上半年天气原因，旅游人次出现一定下滑。不过良好的景区运营使得各大景区的客单价明显提升，有效平滑了客流量下降带来的不利影响。其中乌镇客单价提高 21.2%，黄山提高 9.8%，古北水镇提高 14.2%，客单价均实现了较大幅度的增长。

**图 6：18H1 景区板块营收同比增长 15.4%（亿元）**


数据来源：wind，东方证券研究所

**图 7：18H1 景区板块归母净利润同比增长 31.3%（亿元）**


数据来源：wind，东方证券研究所

**图 8：18H1 大部分景区客单价均有所提升**


数据来源：景区公司 18 年半年报，东方证券研究所

**表 1：景区板块公司业绩增速情况**

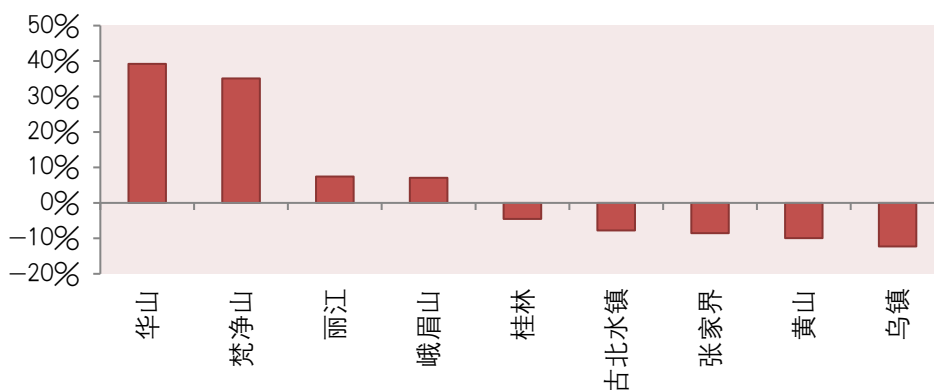
	归母净利润			扣非归母净利润		
	2018H1	2017H1	增幅	2018H1	2017H1	增幅
三特索道	387.6%	-19.1%	406.6%	22.2%	-22.1%	44.3%
国旅联合	58.4%	30.4%	28.0%	54.2%	29.2%	25.0%
北部湾旅	54.8%	210.8%	-156.0%	29.7%	217.4%	-187.7%
曲江文旅	40.8%	19.2%	21.7%	38.0%	23.5%	14.6%
*ST 藏旅	37.7%	35.1%	2.6%	42.1%	42.2%	-0.1%
大连圣亚	35.2%	147.0%	-111.8%	-14.0%	32.4%	-46.4%
宋城演艺	27.0%	21.2%	5.9%	21.7%	22.4%	-0.7%
丽江旅游	19.0%	-13.9%	32.9%	14.4%	-14.1%	28.5%
黄山旅游	17.0%	6.8%	10.3%	-16.2%	9.9%	-26.1%
中青旅	16.7%	9.0%	7.7%	39.4%	-0.3%	39.8%
峨眉山 A	11.6%	5.7%	5.8%	11.8%	7.9%	3.8%
天目湖	11.1%	-	-	3.0%	-	-
九华旅游	1.2%	17.3%	-16.1%	0.7%	16.9%	-16.2%
桂林旅游	0.6%	529.8%	-529.2%	21.3%	480.1%	-458.8%
长白山	-10.7%	-766.3%	755.6%	-8.6%	-657.7%	649.1%
张家界	-47.9%	10.3%	-58.2%	1.7%	-59.9%	61.7%
云南旅游	-81.6%	-39.0%	-42.6%	-96.6%	-52.9%	-43.7%

数据来源：wind，东方证券研究所

旅游市场总体景气，各景区旅游人次增长有所分化，中西部地区表现强劲，华东市场有所下滑。18 年上半年国内旅游人次达到 28.3 亿人次/11.4%，总体来看国内旅游需求依然坚挺。由于华东和京津冀旅游市场竞争较为激烈，叠加天气恶劣等因素，黄山、张家界、乌镇等景区客流量有所下降

(黄山-9.94%，乌镇-12.30%)。相比之下，交通改善等因素为中西部市场带来更明显的客流增长，从上市公司的接待游客人次来看：华山、梵净山客流同比增加 39.19%/35.08%，丽江、峨眉山也增长了 7.42%和 7.07%，国内景区的区域分化较为明显。

图 9：18H1 华东主要景区客流量有所下滑，而西部景区客流量显著增长



数据来源：景区公司 18 年半年报，东方证券研究所

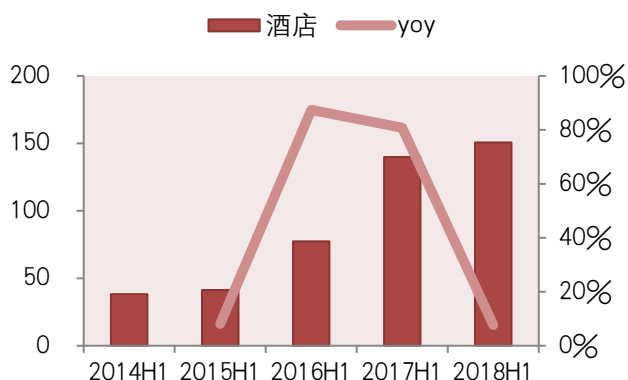
部分景区门票降价靴子落地，对业绩影响有限，且更有望带来客流的提振，期待利空出尽后的修复。为落实发改委的部署，部分国有景区开始下调门票，目前部分上市景区门票降价靴子逐步落地：峨眉山景区旺季门票已由 185 元/人降为 160 元/人，乌镇东栅景区门票有 120 元/人降为 110 元/人，武陵源等景区也已响应号召有所调价。我们认为由于降价幅度有限，且景区尚有索道等其他重要收入来源，门票降价对景区公司的影响较为有限，以乌镇为例，经过我们的测算门票下调后对公司 18 年的业绩影响仅为 2.4%。相反，门票降价还有带来客流提振的效果，5 月华山门票降价后，截止到 8 月中旬华山客流量同比增长 21%，亦有可能带来降价景区的一定客流修复。随着市场悲观预期的兑现及利空出尽，期待景区板块历经较长时间调整后的景气反转。

### 1.3 酒店板块：结构性升级带来提价效应，酒店盈利能力增强

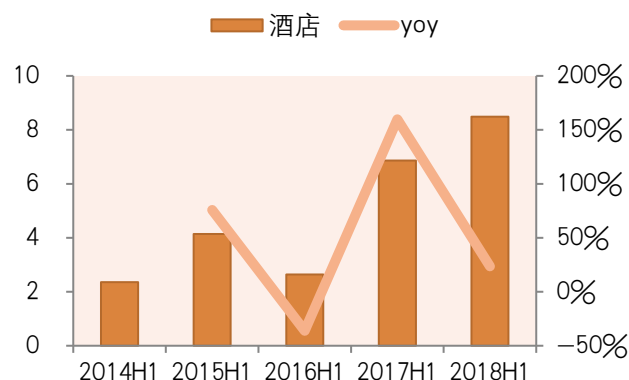
**酒店板块业绩优秀，龙头更优：**18 年上半年酒店板块 6 家上市公司实现营收 150.7 亿元/+7.7%，实现归母净利润 8.5 亿元/+23.6%，扣非归母净利润 6.03 亿元/+35.2%，受酒店集团整合并表的影响，营收及业绩增速均有所下滑。18H1 实现盈利的公司有 5 家，实现亏损的有 1 家。酒店龙头首旅实现营收 40.0 亿元/+0.4%，归母净利润 3.40 亿元/+41.2%，扣非归母净利润 3.2 亿元/+32.1%；另一龙头锦江实现营收 69.4 亿元/+10.3%，归母净利润 5.03 亿元/+22.1%，扣非归母净利润 3.2 亿元/+58.2%。两大龙头的业绩增速均远大于营收增速，系轻资产模式推进提高了经营杠杆，使得盈利能力有了显著提升。

图 10：18H1 酒店板块营收同比增长 7.7% (亿元)

图 11：18H1 酒店板块归母净利润同比增长 23.6% (亿元)



数据来源: wind, 东方证券研究所

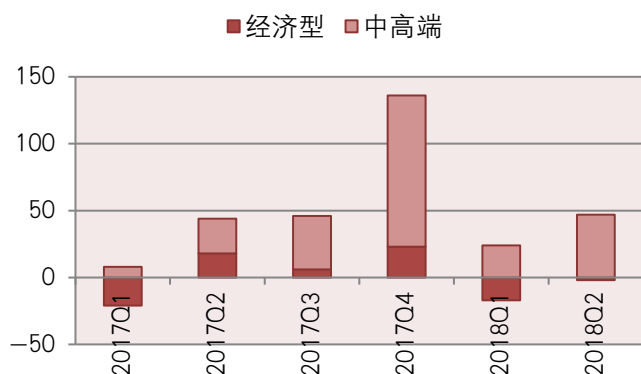


数据来源: wind, 东方证券研究所

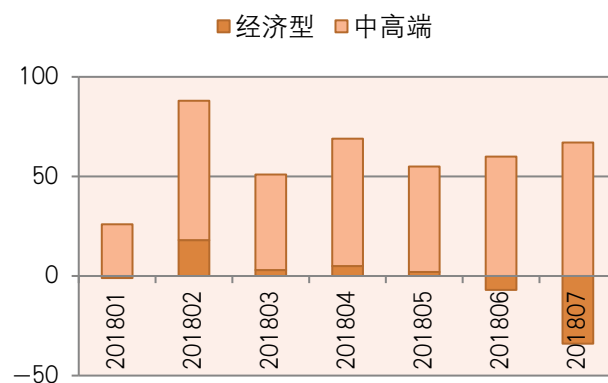
**三大酒店集团扩张持续发力，经济型继续调整，中端继续提速。**18 年上半年如家新开门店 219 家（净新开 77 家），其中经济型 82 家（净新开-19 家），中端 82 家（净新开 71 家，同比提高 37 家）；锦江新开门店 548 家（净新开 341 家），其中经济型净新开 20 家，中端净新开 321 家（同比提高）；华住 18 上半年新开门店 274 家（净新开 157 家），其中经济型净新开-17 家，中高端新开 174 家。因此从新开门店来看，三大酒店集团门店扩张力度依然很大，经济型酒店继续关店调整，中高端布局则继续提速。

图 12: 如家净新开门店拓展情况 (家)

图 13: 锦江净新开门店拓展情况 (家)

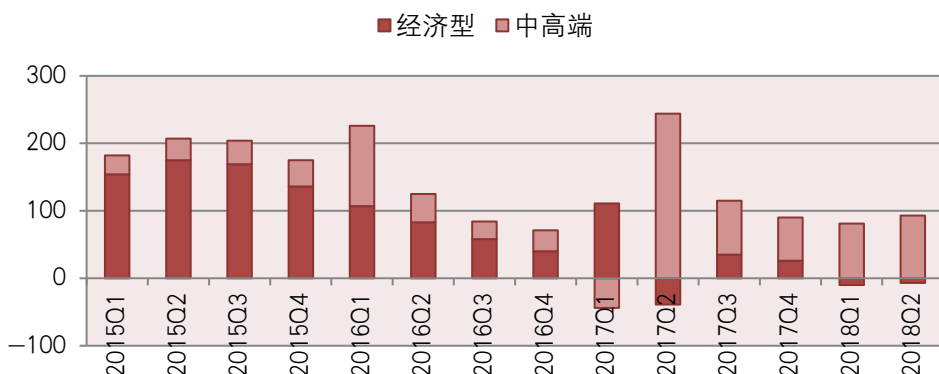


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 14: 华住净新开门店拓展情况 (家)

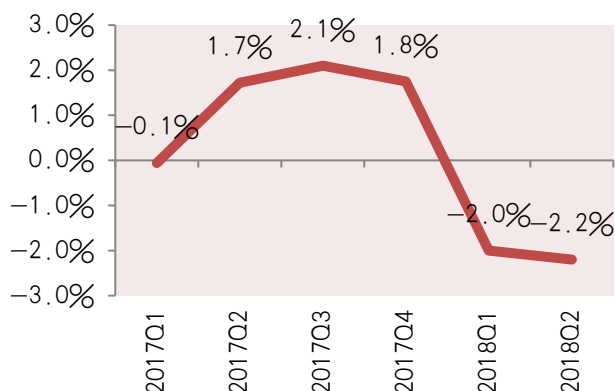


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**入住率有所波动主要受升级改造及新开店速度快的影响。**18Q2 如家整体入住率为 83.5%/-2.6pct，其中经济型 84.4%/-2.2pct，中高端 77.8%/-2.4pct；锦江 18H1 整体入住率为 77.2%/-2.3pct，其中经济型 75.4%/-2.7pct，中高端 80.8%/-2.9pct。我们认为入住率的下滑主要是受经济型酒店改造和中端酒店扩张的影响。一方面，目前三大酒店集团正在对旗下的经济型酒店做升级改造，由于上半年属于酒店淡季，部分改造工作集中在上半年进行，从而影响了部分酒店的入住率。随着下半年酒店旺季来临，各家公司将纷纷减缓改造的力度，预计入住率会有所改善；另一方面，由于中端占比的提高以及新开店速度较快，部分中端酒店还处在经营的爬坡期，入住率还未充分释放。

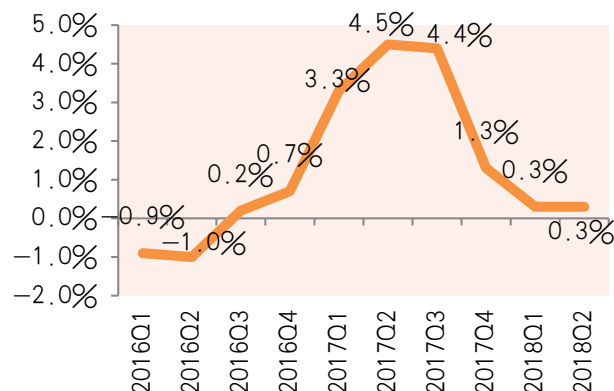
从同店数据来看，18Q2 如家入住率 87.1%/-1.6pct，其中经济型 85.1%/-2.4pct，中高端 83.6%/+0.6pct；18H1 锦江入住率 78.8%/-1.9pct，其中经济型 76.8%/-2.3pct，中高端 84.9%/-1.1pct，华住 18Q2 入住率 92%/+0.3pct，其中经济型 94%/-0.1pct，中高端 86%/+2.0%。中高端入住率同店数据更优，也进一步表明中高端新开门店速度过快，入住率尚处在低位上升期，因此摊薄了整体入住率水平。

图 15：18H1 如家同店入住率同比增长-2.2pct



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 16：18H1 华住同店入住率同比增长 0.3%

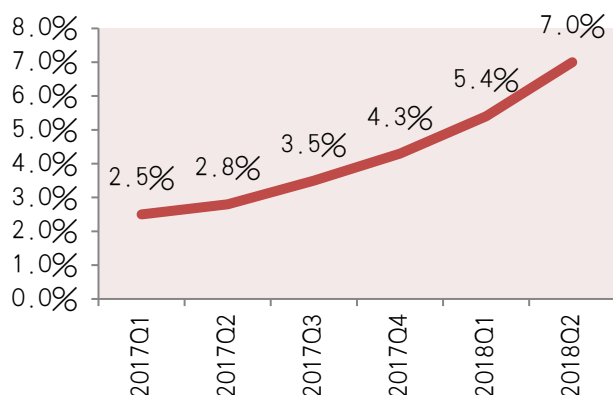


数据来源：公司公告，东方证券研究所

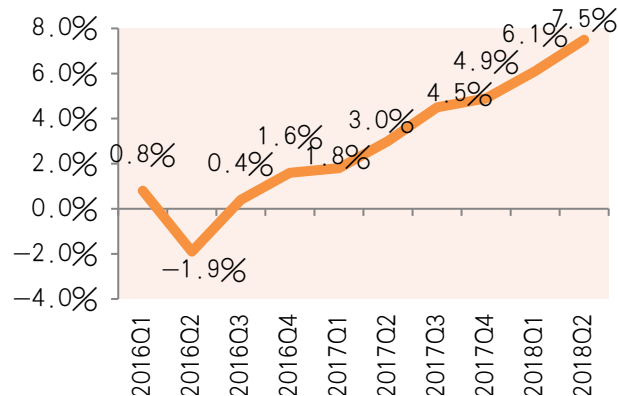
**升级带来的提价效应已成为盈利能力提高的主要动力。**相比入住率下滑，升级改造后的房价明显提升，成为上半年酒店盈利增长的主要动力。同店数据看，18Q2 如家平均房价 184.0 元/+7.0%，其中经济型 173 元/+7.1%，中高端 343 元/+4.3%；锦江 18H1 平均房价 188.6 元/+6.0%，其中经济

型 160.0 元/+4.2%，中高端 269.4/+7.9%；华住 18H1 平均房价 210 元/+7.5%，其中经济型 186 元/+8.1%，中高端 312 元/+4.8%。

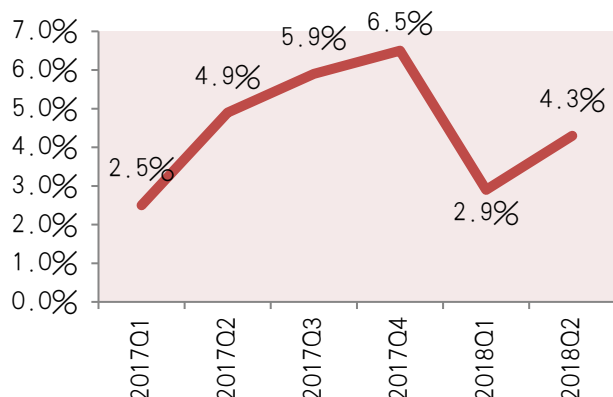
通过升级改造和翻牌中端，三大酒店集团平均房价显著提升，使得 RevPAR 在入住率下滑的情况下依然实现增长（如家 157 元/+4.3%，其中经济型 147 元/+4.1%，中高端 287 元/+5.0%；锦江 148.5 元/+3.4%，其中经济型 122.6 元/+1.2%，中高端 228.8 元/+6.5%；华住 193 元/+7.9%，其中经济型 175 元/+8.0%，中高端 268 元/+7.9%）。

**图 17：18H1 如家同店平均房价同比增长 7.0%**


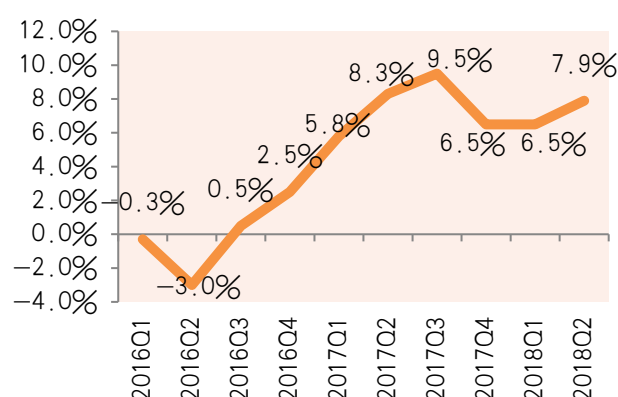
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 18：18H1 华住同店平均房价同比增长 7.5%**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 19：18H1 如家同店 RevPAR 增长 4.3%**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 20：18H1 华住同店 RevPAR 同比增长 7.9%**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

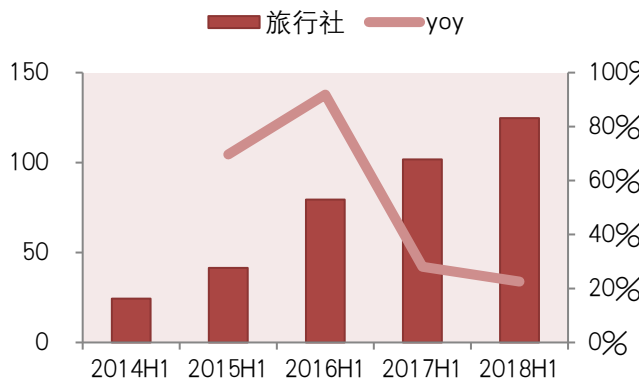
**经营数据与盈利数据之间的背离开始显现，我们认为不必过分悲观，中长期仍继续看好酒店行业的大机会：**近期，各酒店集团经营数据有所波动，下半年在市场对宏观经济的悲观预期下可能波动继续，但从中报数据也明显反映了盈利高增长与经营数据波动间的一定背离。我们认为核心仍在于经营数据不能完全体现酒店内部的结构性升级，但这是国内两大酒店龙头提升 alpha 的重要管理措施，将持续带动酒店公司的净利率及业绩增长。随着经济型翻牌改造和中端开店持续/更多店铺度过 18 个月爬坡期，我们认为龙头优势有望进一步凸显，中长期仍继续看好国内酒店行业的大机遇。

### 1.4 旅行社板块：出境游龙头表现出色

18年上半年旅行社板块4家上市公司实现营收124.7亿元/+22.6%，增速下滑5.5pct，实现归母净利润4.4亿元/+13.1%，增速下滑66.9pct，实现盈利的公司有3家，实现亏损的有1家。营收增速大于业绩增速的原因在于重点公司凯撒旅游营收37.7亿元/+10.7%，但由于投资收益较去年减少6463万元，导致归母净利润达到0.77亿元/-43.0%。

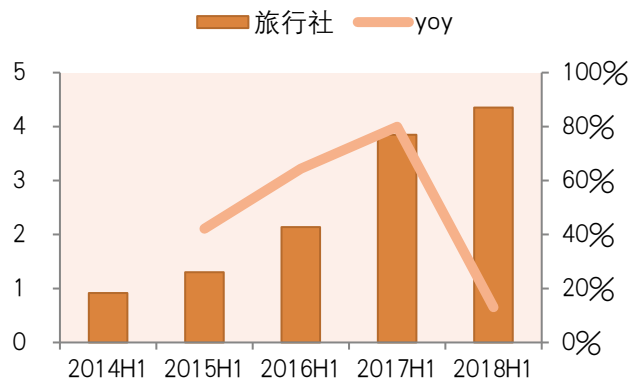
出境游龙头公司表现出色，带动旅行社板块整体稳定增长。其中众信旅游实现营收58.1亿元/+15%，业绩1.38亿元/+45.2%；腾邦国际实现营收25.53亿元/+81.9%，业绩4.35亿元/+39.7%。出境游龙头业绩表现出色，主要是18年以来出境游人次的显著反转，2月份以来10个境外旅游目的地的出游人次一直保持20%以上的增长，出境游需求依然强劲。受到汇率贬值的影响，下半年出境游增速可能会有所波动，但是全年出境游人次的提升仍有保障。

图 21：18H1 旅行社板块营收同比增长 22.6%（亿元）



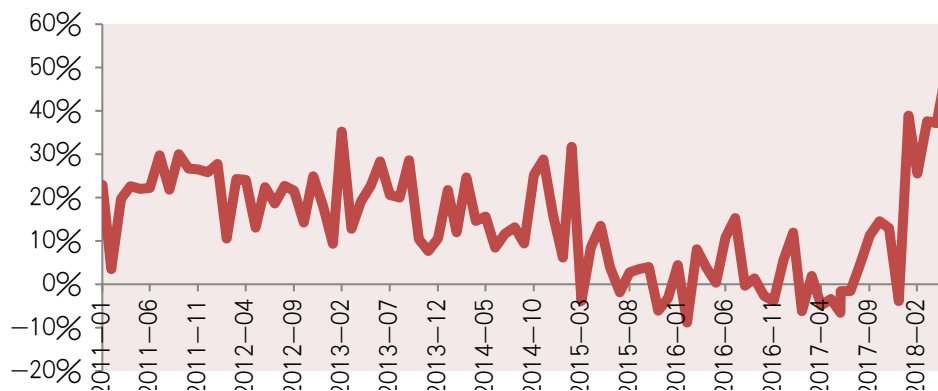
数据来源：wind，东方证券研究所

图 22：18H1 旅行社板块归母净利润同比增长 13.1%（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 23：2018 年以来 10 个境外旅游目的地出境游人次增长非常显著



数据来源：CEIC，东方证券研究所

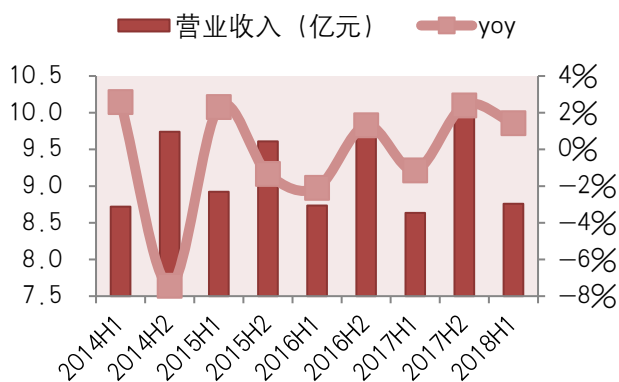
注：10个国外旅游目的地为香港、澳门、台湾、日本、泰国、韩国、新加坡、越南、斯里兰卡、芬兰

## 1.5 餐饮板块：整体业绩复苏，主要公司外延扩张加速

18年上半年餐饮板块3家餐饮上市公司实现营收19.2亿元/+6.6%，增速提高0.9pct，实现归母净利润1.3亿元/+14.8%，增速提高17.6pct。板块整体业绩复苏。其中主要公司全聚德实现营业收入87592.2万元/+1.4%，归母净利润7779.2万元/+1.3%，稳中有升；广州酒家实现营业收入7.9亿元/+15.1%，实现归母净利润5835.4万元/+42.1%，表现靓丽（餐饮业务营收3.3亿元/+6.5%），成为板块业绩复苏的主要动力。

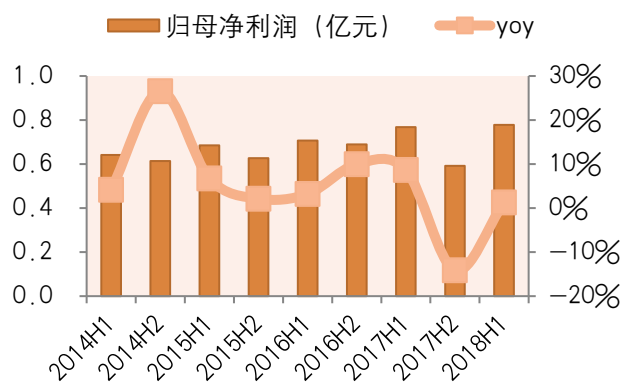
为把握一线城市餐饮复苏的机遇，两家主要餐饮上市公司都开始进行外延扩张：全聚德17年和18年上半年公司分别新增7家/2家直营店，预期下半年仍将开店；广州酒家计划3年内新增4家直营店。两家餐饮公司均有望步入新开店扩张快车道，有望带来新的成长动能。

图 24：18H1 全聚德营业收入同比增长 1.4%



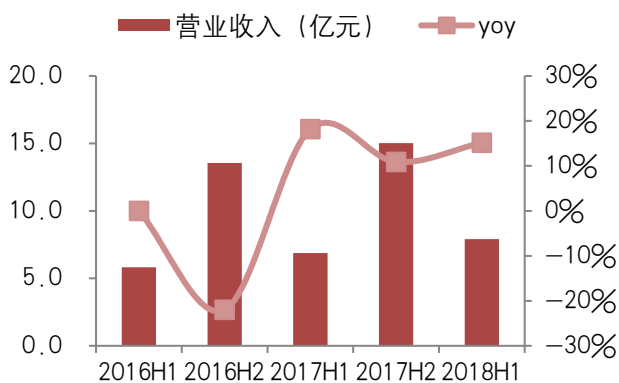
数据来源：wind，东方证券研究所

图 25：18H1 全聚德归母净利润同比增长 1.3%



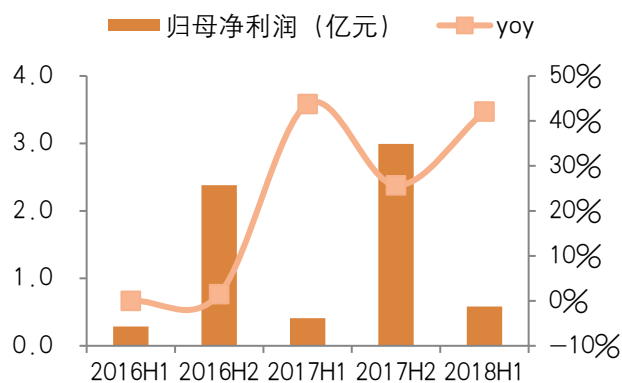
数据来源：wind，东方证券研究所

图 26：18H1 广州酒家营业收入同比增长 15.1%



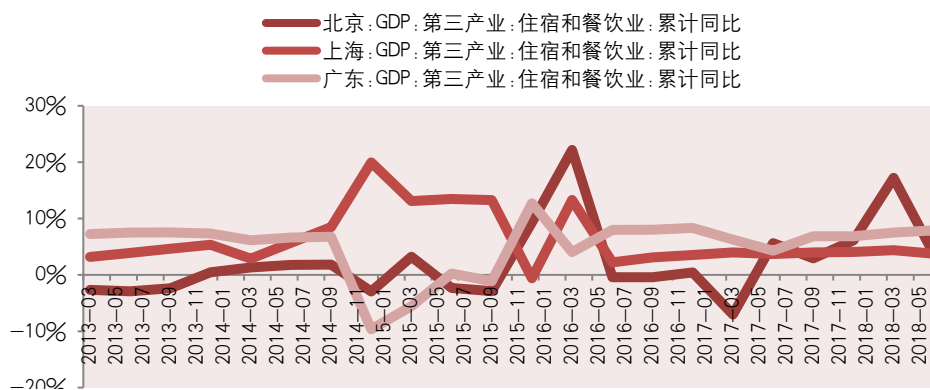
数据来源：wind，东方证券研究所

图 27：18H1 广州酒家归母净利润同比增长 42.1%



数据来源：wind，东方证券研究所

图 28：一线城市餐饮业自去年中期开始复苏

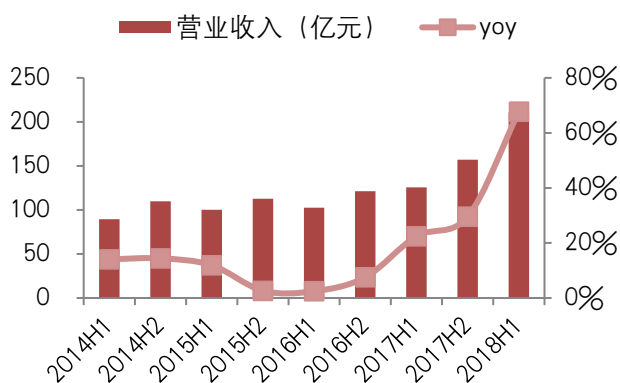


数据来源: wind, 东方证券研究所

## 1.6 免税板块：国旅业绩表现出色，盈利能力提升持续兑现

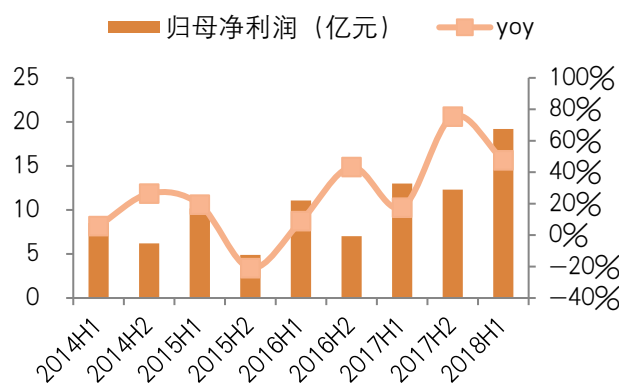
免税的唯一标的中国国旅交出靓丽的半年报，18H1 公司实现营收 210.85 亿元/+67.77%，实现归母净利润 19.19 亿元/+47.6%。其中主营业务毛利率 40.9%/+12.7pct，毛利率提升主要来源于毛利较高的商品销售占比增长 (73.99%/+17.74pct) 叠加规模效应带来的向上议价能力提升；18H1 期间费用率为 25.7%/+11.9pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率为 23.1%/2.7%/-0.1%，分别增长 12.22 pct /-0.44 pct /0.16pct，销售费用增幅较大主要由新并表的机场免税店扣点费用所致。

图 29：18H1 国旅营收同比增长 67.8%



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 30：18H1 国旅归母净利润同比增长 47.6%



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

18H1 来看海棠湾增速及效率提升突出，新机场贡献可观增量：

(1) 三亚海棠湾免税店实现免税业务收入 40.32 亿元/+28.65%，整体三亚免税店实现营业利润/归母净利润 10.56/7.88 亿元 (+67.97%/+69.22%)，营业利润率/归母净利率达 25.51%/19.04% (+6.03pct/+4.61pct)，营收增量主要来源于整体三亚客流人次的增长及海棠湾经营边际改善下客流转化率的提升，中免规模扩张带来向上议价能力提升毛利率增长的预期正在扎实兑现；

(2) 18H1 日上中国（首都机场 T3）实现营收 33.1 亿元/+143.07%，实现归母净利润 5532.43 亿元/+6.28%，归母净利率为 1.67%，这一方面来自新的较高扣点影响，另一方面预计日上对首

都免税业务供货的加价在上半年部分月份仍有一定影响，下半年整体盈利有望改善 (3) 18H1 日上上海实现营收 39.20 亿元，营业利润/归母净利润达 5.60/2.15 亿元，营业利润率/归母净利率为 14.28%/5.47%，继续保持较快增长态势，贡献较可观增量。

**我们认为接下来中国免税行业及国旅的成长空间仍大、确定性仍高：**长期看，公司增长一方面来自于上述规模+垄断优势下毛利率及净利率较大提升空间的继续兑现，另一方面来自于政策突破推动行业翻番以上的规模红利，且随着国旅进一步整合国内市场确定垄断地位后，确定性进一步提升；今年海南政策有望落实，叠加明年起国产品退税及市内店政策不断放宽，以及海外的诸多竞标参与，政策突破及国际化将带来行业及国旅持续跃升的更大机遇，我们认为事件性催化有望成为公司下一阶段的常态，将为公司更广阔成长提供持续动力。

## 2. 18H1 各板块盈利能力分析

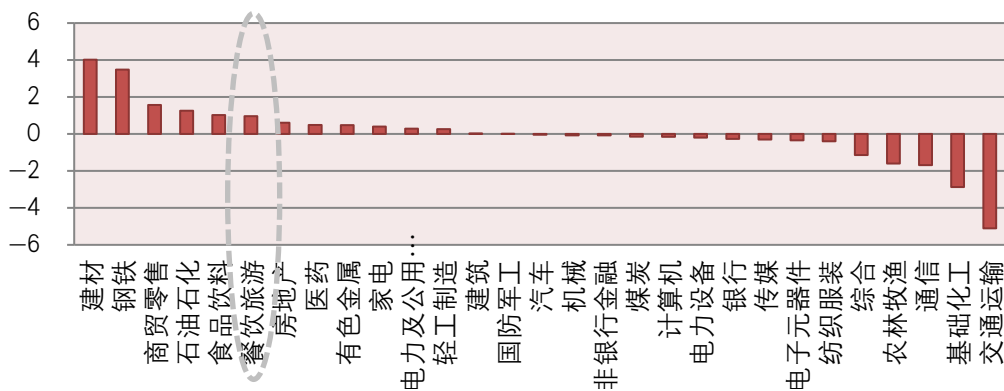
18 年上半年餐饮旅游板块的摊薄 ROE 为 5.4%，同比提高了 1.0 个 pct，板块的 ROE 水平实现了较大幅度的提升，达到 14 年以来的最高水平，并在 28 个中信子行业中排名第 10 位，较 17 年提高了 7 名，餐饮旅游板块的盈利能力提升非常明显。分拆来看，板块 ROE 的提升来自于净利率和总资产周转率的提高：18H1 板块整体的销售净利率为 9.3%，同比提高 0.6pct，总资产周转率 31.6%，同比提高 4.5pct。

表 2：18H1 餐饮旅游板块的 ROE 同比提高了 1.0pct

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
ROE	4.1%	4.3%	4.5%	4.4%	5.4%
销售净利率	8.0%	9.3%	8.6%	8.7%	9.3%
资产周转率	29.9%	23.9%	24.6%	27.1%	31.6%
权益乘数	1.7	2.0	2.1	1.9	1.8

数据来源：wind，东方证券研究所

图 31：18H1 餐饮旅游板块 ROE 涨幅领先



数据来源：wind，东方证券研究所

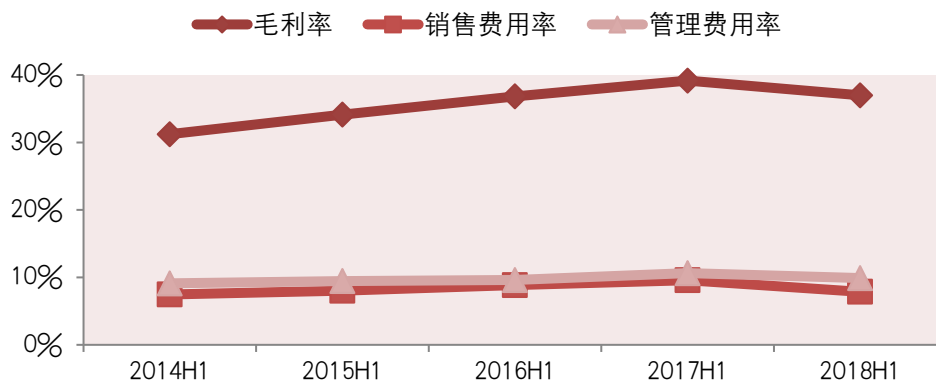
分板块来看,景区、酒店和其他板块(以中国国旅为主)的 ROE 增长更加明显(酒店 3.2%/+0.7pct, 景区 5.1%/+0.6pct, 其他 7.7%/5.9pct)。就景区而言, ROE 的提升主要来自于费用控制带来的销售净利率的提高。从毛利率和费用率来看,受客流量等因素的影响,18H1 景区毛利率达到 37.0%/-2.2pct,但是销售费用率 7.9%/-1.7pct,管理费用率 9.9%/-0.7pct,有效抚平了毛利率下滑带来的业绩影响。目前部分景区,特别是国有景区正在重点推进市场化体制改革,人事管理、薪酬开支都得到了较为严格的规范,体现为报表上景区费用率的下降。

**表 3: 18H1 景区板块的 ROE 同比提高了 0.6pct, 销售净利率提升为主要动力**

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
ROE	3.2%	3.8%	4.6%	4.5%	5.1%
销售净利率	8.0%	10.6%	13.6%	14.7%	16.2%
资产周转率	25.3%	23.8%	22.5%	20.3%	21.2%
权益乘数	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5

数据来源: wind, 东方证券研究所

**图 32: 18H1 景区板块费用率明显下降**



数据来源: wind, 东方证券研究所

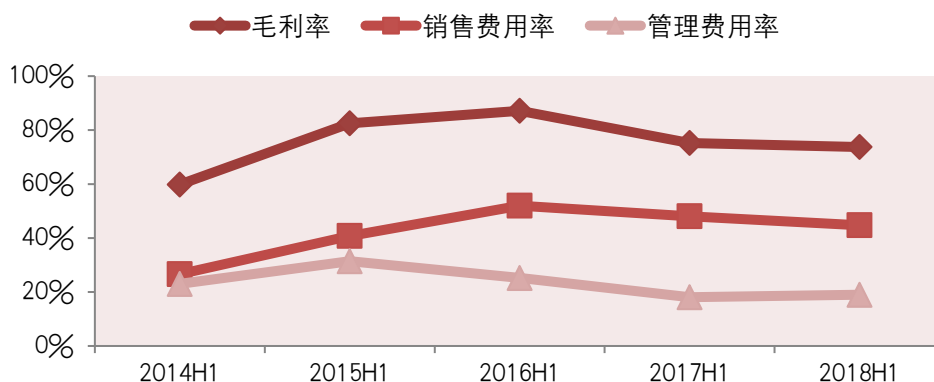
就酒店而言, ROE 的提升是由销售费用率和资产周转率同时推动。毛利率方面, 18H1 酒店板块毛利率为 73.8%/-1.5pct, 主要是由于新开门店规模扩张过快, 大部分门店还为跨入稳定盈利期, 新开门店多为加盟连锁店, 由酒店集团负责培训店长等员工, 并承担薪酬, 因此新开门店过快也带来了管理费用率的提升 (19.0%/+0.9pct)。而随着对 OTA 渠道的依赖度日益降低、直营店规模下降减少销售费用支出, 公司的销售费用率明显得到改善, 18H1 公司销售费用率达到 44.8%/-3.3pct, 弥补了毛利率下滑和管理费用率提高带来的影响。另外从总资产周转率来看, 18H1 达到 21.0%/+2.5pct, 提升幅度明显, 这是近几年几大酒店集团大力推进轻资产扩张战略的结果, 这也成为酒店行业 ROE 提升的持续推动力。

**表 4: 18H1 酒店板块的 ROE 同比提高了 0.7pct, 销售净利率和资产周转率为主要动力**

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
--	--------	--------	--------	--------	--------

ROE	2.5%	2.7%	1.6%	2.5%	3.2%
销售净利率	6.6%	9.3%	3.7%	5.1%	6.1%
资产周转率	17.7%	9.4%	10.5%	18.5%	21.0%
权益乘数	2.1	3.1	4.0	2.6	2.5

数据来源：wind，东方证券研究所

**图 33：18H1 酒店板块管理费用率降幅较大**


数据来源：wind，东方证券研究所

其他版块 ROE 提升主要来自于中国国旅的盈利能力强势增长。18H1 中国国旅的 ROE 达到 12.8%/+2.7pct，其中销售净利率 10.9%/-0.9pct，总资产周转率 93.0%/+24.3pct，权益乘数 1.6/+8.9%。收购日上上海后，公司在营收规模大增，且日上在香化品的采购和销售上具有明显优势，营运能力更强，因此并表后公司整体资产周转率大幅提升。

**表 5：18H1 中国国旅的资产周转率大幅提升 24.3pct**

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
ROE	8.9%	9.5%	9.4%	10.1%	12.8%
销售净利率	10.6%	11.3%	12.0%	11.8%	10.9%
资产周转率	68.0%	65.6%	63.2%	68.7%	93.0%
权益乘数	1.4	1.5	1.4	1.4	1.6

数据来源：wind，东方证券研究所

综合来看，我们认为餐饮旅游主要板块 ROE 水平仍有持续提升的逻辑：1) 景区板块：目前华东市场天气等不利因素影响逐渐消化，以及门票降价、交通改善等因素推动，各大景区客流量有望得到提振。由于门票及索道等主要项目价格较为稳定，因此景区人次是影响景区营收的最重要驱动力。景区业务的主要成本及费用为开发费、折旧摊销、人员工资等，均相对刚性，与景区游客增长的相关性并不明显，因此景区人次的快速提升往往带来销售净利率和资产周转率的放大，从而提高 ROE 水平。2) 酒店板块：销售净利率和资产周转率是目前酒店 ROE 提高的主要推动力，且均存在较强的持续性，一方面随着新开门店逐渐进入成熟期，入住率有望逐步提升，叠加中端占比提高带来

的结构性提价效应，看好 Repvar 维持景气区间的持续性；另一方面，轻资产扩张为行业大势所趋，接下来一段时间内仍将持续，资产周转率的下降还远未结束。

### 3. 投资建议

综合各板块的中期表现，2018 年我们对旅游行业维持看好，具体投资建议如下：

**免税板块：**继续坚定推荐中国国旅(601888，买入)，存量业务毛利率/净利率提高+政策推动规模提升下空间仍大，不变的首推。

**酒店板块：**酒店长逻辑没有问题，考虑到下半年起主动管理（经济型翻牌，更多中端迈过培育期，费用的逐步管控）的  $\alpha$  收益，轻资产运营下 ROE 的提升动力足，我们认为国内的两家酒店龙头仍有较高的性价比和绝对收益空间。推荐锦江股份(600754，买入)、首旅酒店(600258，买入)。

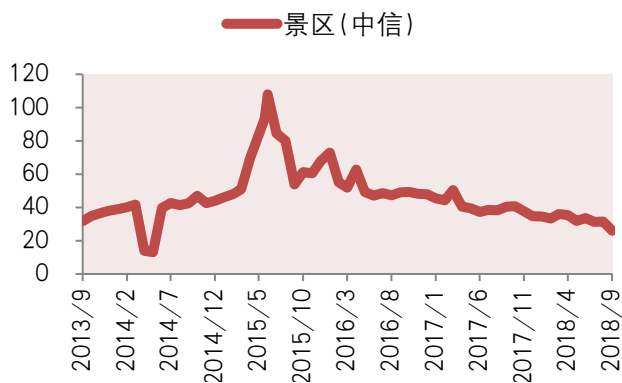
**景区：**行业需求依然呈现较强韧性，后续交通改善（如杭黄高铁开通等）和降价等因素有望为景区带来客流的提振。随着国有景区降价靴子逐步落地，景区短期利空出尽，我们认为景区板块有望迎来估值修复。继续推荐三特索道(002159，买入)、宋城演艺(300144，买入)、丽江旅游(002033，买入)、黄山旅游(600054，买入)，建议关注天目湖(603136，未评级)、峨眉山 A(000888，买入)、中青旅(600138，买入)。

**餐饮板块：**餐饮板块凭借着高确定性/ROE/利润率和优秀现金流，有望在弱市中获青睐。继续推荐经营优秀、产能扩张明确的 广州酒家(603043，买入)。

**旅行社板块：**出境游低基数人次回暖持续，龙头将率先受益，建议关注众信旅游(002707，未评级)、腾邦国际(300178，未评级)。

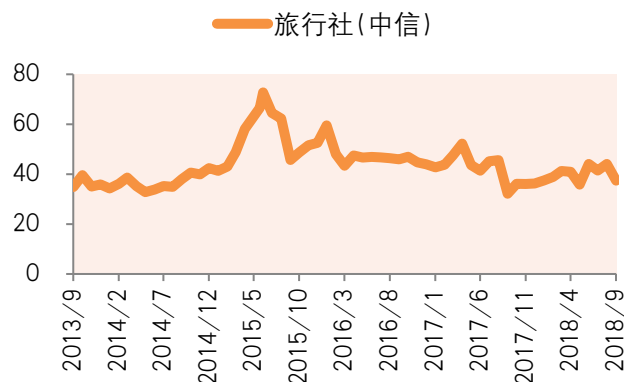
目前餐饮旅游板块的动态 PE 为 31.3X，整体板块和各个子板块均处在历史的估值低位，估值性价比更加凸显，好的买点已来临。

图 34：景区板块 PE (TTM) 估值水平



数据来源：wind，东方证券研究所

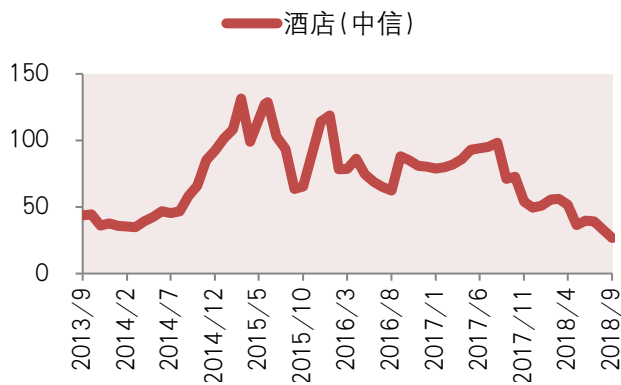
图 35：旅行社板块 PE (TTM) 估值水平



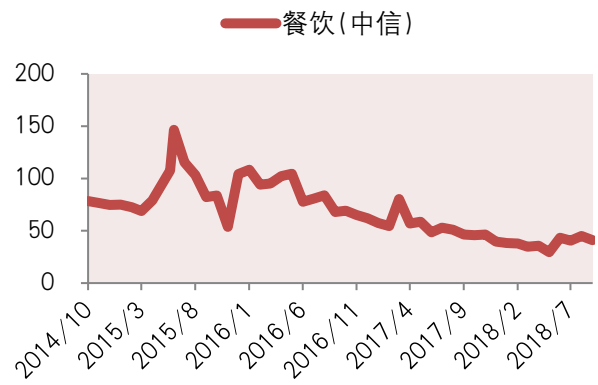
数据来源：wind，东方证券研究所

图 36：酒店板块 PE (TTM) 估值水平

图 37：餐饮板块 PE (TTM) 估值水平



数据来源: wind, 东方证券研究所



数据来源: wind, 东方证券研究所

## 风险提示

- 1) 市场系统性风险，带来板块随市场的大幅波动
- 2) 突发性事件及天气等因素带来的旅游受限，带来各旅游公司业绩的不及预期。
- 3) 个股并购重组不达预期，带来公司外延拓展或资源整合等规划的推迟或终止。

## 附录

**表 6: 餐饮旅游板块各个子板块所包含的公司名称及代码**

旅行社		景区		酒店		餐饮		其他	
000610	西安旅游	000430	张家界	000428	华天酒店	000721	西安饮食	000802	北京文化
000796	凯撒旅游	000888	峨眉山 A	000524	岭南控股	002186	全聚德	000863	三湘印象
002707	众信旅游	000978	桂林旅游	000613	大东海 A	603043	广州酒家	600640	号百控股
300178	腾邦国际	002033	丽江旅游	600258	首旅酒店			601888	中国国旅
		002059	云南旅游	600754	锦江股份				
		002159	三特索道	601007	金陵饭店				
		300144	宋城演艺						
		600054	黄山旅游						
		600138	中青旅						
		600358	国旅联合						
		600593	大连圣亚						
		600706	曲江文旅						
		600749	*ST 藏旅						
		603099	长白山						
		603136	天目湖						
		603199	九华旅游						

	603869	北部湾旅							
数量	4	数量	17	数量	6	数量	3	数量	4

数据来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有三特索道(002159)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东证资管仍持有中青旅(600138)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

