

休闲服务行业 2018 年中报总结

免税领衔，板块增长强劲

推荐（维持）

□ 事项

据国家旅游局数据,2018上半年我国国内游有 28.26 亿人次,同比增长 11.39%,国内游收入增长 12.50%至 2.45 万亿元;入境游为 6923 万人次,比上年同期略微下滑 0.40%,出境游人数为 7131 万人次,同比增加 15%。中万休闲服务板块上半年营业收入同比大幅增长 27.37% (上年同期增速为 33.37%),达到 642.58 亿元,为去年全年的 55.55%。扣除并表影响后,营收为 576 亿元,同比增速约 14%;归母净利润约 50 亿元,比上年同期增长约 25%。

□ 主要观点

1. 免税贡献行业三成营业收入,净利润贡献超过 36%,后续增长动力强劲

免税板块中国国旅营收同比增长 67.77%,已占行业总体营收的 32.81%,比 2017 年底的 24.45%提升 8.36pct,净利润占比也提升 8pct 至 36.65%。中国国旅子公司中免整合日上之后免税业务市占率超过 80%,占据北上广及海南、香港等我国主要的免税核心消费场景,规模增长提高对供应商议价能力的长线核心逻辑不变,随着中免公司旗下 83 家免税子公司股权划转至中免集团(海南)运营总部有限公司,海南布局有望加快。同时,未来市内店、国产品退税、国际化进程等也望提供强劲增长动力。

2. 主要细分板块概述

休闲服务行业营收和净利润较高增速主要受益于旅游综合细分板块的增长,营收、毛利、净利润增速分别为 39.06%、70.39%和 44.89%;酒店细分板块营收和毛利有所增长,净利率提升 1.13pct 带来净利润约 29%的增速。剩余人工景点、自然景点(收入有所下滑)、餐饮、其他休闲服务细分板块体量较小,净利润分别录得 13.12%、5.25%、-3.84%及 56.08%的变动。

3. 投资建议

依然强烈推荐业绩增长确定性较高的免税霸主中国国旅,并重点关注主业进入复制大年、六间房迎来强强联合重组的宋城演艺;推荐下属景区景气度提升、股权关系逐步理顺的三特索道,长期推荐开店计划稳步推进、副线高端逐步成熟的呷哺呷哺,重点关注迎来重大项目开园的海昌海洋公园。

4. 风险提示

宏观经济下行风险、政策不及预期、新开项目进展不及预期、安全事故风险等。

华创证券研究所

证券分析师: 王薇娜

电话: 010-66500993

邮箱: wangweina@hcyjs.com

执业编号: S0360517040002

联系人: 胡琼方

电话: 010-66500993

邮箱: huqiongfang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	35	0.99
总市值(亿元)	3,264.42	0.62
流通市值(亿元)	2,779.53	0.73

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-10.52	-9.32	10.15
相对表现	-7.24	8.33	23.09



相关研究报告

- 《华创商社周报 0812: 呷哺进入港股通》 2018-08-12
- 《现制饮料模式解读与星巴克的困境》 2018-08-14
- 《华创商社周报 0819: 星巴克国内谋求外卖破局, 美团酒店市场份额超携程系》 2018-08-19

目 录

一、2018 上半年休闲服务行业概况.....	6
二、各主要细分行业概况.....	8
(一) 餐饮.....	9
(二) 酒店.....	10
(三) 自然景区.....	14
三、重点公司 2018 上半年经营情况.....	15
(一) 中国国旅: 2018 上半年业绩符合预期, 后续增长动力强劲.....	15
(二) 中青旅: 乌镇提价效应、古北客房增加带动业绩增长, 地产结算贡献投资收益.....	18
(三) 宋城演艺: 主业稳健, 弱市下有较强配置价值.....	20
(四) 呷哺呷哺.....	22
(五) 首旅酒店.....	23
(六) 锦江股份.....	26
(七) 峨眉山 A.....	28
(八) 黄山旅游.....	28
(九) 三特索道.....	29
(十) 主题公园——海昌海洋公园.....	29

图表目录

图表 1	休闲服务板块营业收入及 YOY (亿元)	6
图表 2	各年度上半年营业收入及 YOY (亿元)	6
图表 3	各年度上半年营业毛利及 YOY (亿元)	6
图表 4	各年度上半年毛利率及净利率	6
图表 5	休闲服务板块归母净利润及 YOY (亿元)	7
图表 6	各年度上半年归母净利润及 YOY (亿元)	7
图表 7	休闲服务行业期间费用情况 (亿元)	7
图表 8	2018 上半年休闲服务各细分板块主要指标及同比	8
图表 9	休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率 (%)	8
图表 10	华创社服行业子板块 (按主业分类)	8
图表 11	各细分板块营业收入及 YOY (亿元)	9
图表 12	各细分板块归母净利润及 YOY (亿元)	9
图表 13	各细分板块毛利率	9
图表 14	各细分板块净利率	9
图表 15	餐饮业 2013-2018 年行业规模	10
图表 16	规模以上餐饮业 2013-2018 年收入	10
图表 17	外卖市场规模及增速	10
图表 18	外卖用户规模及增速	10
图表 19	两阶段 RevPAR 上升周期与特征	11
图表 20	美国酒店行业整体经营数据及酒店指数价格	11
图表 21	华住从 17Q3 开始进入房价拉升期	11
图表 22	首旅从 17Q3 开始进入房价拉升期	11
图表 23	华住经济型酒店同店入住率高于中高端	12
图表 24	如家经济型酒店同店入住率高于中高端	12
图表 25	2018H1 国内旅游人次增速高于 2013 至 2016	12
图表 26	2018H1 国内民航客运量增速高于 2013 至 2016	12
图表 27	国内三大酒店集团经济型酒店数增速放缓	13
图表 28	我国经济型连锁酒店房间数与酒店数	13
图表 29	我国经济型连锁酒店增速仍较高	13
图表 30	2015 年 4 大连锁经济型酒店数市占率较高	13
图表 31	2017 年 4 大连锁经济型酒店数市占率下滑	13
图表 32	三大酒店集团经济型酒店房价提升较快	14

图表 33	三大酒店集团经济型酒店入住率有所下滑.....	14
图表 34	18Q2 景区板块公司营收增速趋于稳定.....	15
图表 35	18Q2 景区板块公司毛利率下滑幅度减少.....	15
图表 36	中国国旅营收、归母净利润与相应 yoy(亿元, %)... ..	15
图表 37	中国国旅毛利率与净利率水平.....	15
图表 38	中国国旅三项费用率.....	16
图表 39	中国国旅营收构成与增速(亿元, %)... ..	16
图表 40	中免净利润占比(均指归母净利润), (亿元, %)... ..	16
图表 41	中青旅营收及 yoy(亿元, %)... ..	18
图表 42	中青旅毛利、归母净利润及相应 yoy(亿元, %)... ..	18
图表 43	中青旅毛利率、净利率(%).....	19
图表 44	乌镇、古北水镇客流及 yoy(万人次, %)... ..	19
图表 45	乌镇、古北客单价(元).....	19
图表 46	乌镇、古北水镇利润贡献(亿元).....	20
图表 47	宋城演艺营收及 yoy(亿元, %)... ..	21
图表 48	宋城演艺利润及相应 yoy(亿元, %)... ..	21
图表 49	宋城演艺毛利率、净利率.....	21
图表 50	呷哺集团收入情况.....	22
图表 51	呷哺集团净利情况.....	22
图表 52	呷哺呷哺门店数量.....	23
图表 53	呷哺呷哺餐厅收入(不含凑凑).....	23
图表 54	2018 年上半年呷哺的成本结构.....	23
图表 55	呷哺的同店销售额增长率(%)... ..	23
图表 56	首旅酒店营业收入与增速.....	24
图表 57	首旅酒店归母净利和扣非净利及增速.....	24
图表 58	首旅酒店分季度新开业酒店数量.....	24
图表 59	首旅酒店分季度净增酒店数量.....	24
图表 60	首旅酒店按自营加盟分酒店数量.....	24
图表 61	如家系按经济型和中高端分酒店数.....	25
图表 62	原首旅按经济型和中高端分酒店数.....	25
图表 63	首旅酒店整体经营数据.....	25
图表 64	首旅酒店整体经营数据同比.....	25
图表 65	如家系同店 RevPAR 及增速.....	25
图表 66	如家系同店经济型平均房价与入住率增速.....	26

图表 67	如家系同店中高端平均房价与入住率增速.....	26
图表 68	锦江股份营业收入与增速.....	26
图表 69	锦江股份归母净利和扣非净利及增速.....	26
图表 70	锦江股份分自营和加盟酒店数.....	27
图表 71	锦江股份境内分经济型和中高端酒店数.....	27
图表 72	锦江同店 RevPAR 及增速.....	27
图表 73	锦江同店入住率增速.....	28
图表 74	锦江同店平均房价增速.....	28

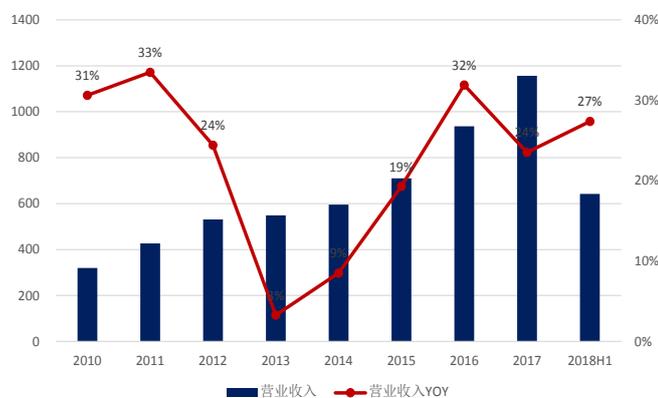
一、2018 上半年休闲服务行业概况

据国家旅游局数据，2018 上半年我国国内游有 28.26 亿人次，同比增长 11.39%，国内游收入增长 12.50% 至 2.45 万亿元；入境游为 6923 万人次，比上年同期略微下滑 0.40%，出境游人数为 7131 万人次，同比增加 15%。申万休闲服务板块¹上半年营业收入同比大幅增长 27.37% (上年同期增速为 33.37%)，达到 642.58 亿元，为去年全年的 55.55%。扣除并表影响²后，营收为 576 亿元，同比增速约 14%；归母净利润约 50 亿元，比上年同期增长约 25%。

¹注：为更好显示内生变化，未纳入新划入板块的国创高新和海航创新，分别归属其他休闲服务和旅游综合细分板块。与上年同期相比剔除了全新好、世纪游轮、号百控股、ST 新都，新增了科锐国际、天目湖。

²注：先本部分最后的详细描述。

图表 1 休闲服务板块营业收入及 YOY (亿元)



资料来源: wind, 华创证券

图表 2 各年度上半年营业收入及 YOY (亿元)



资料来源: wind, 华创证券

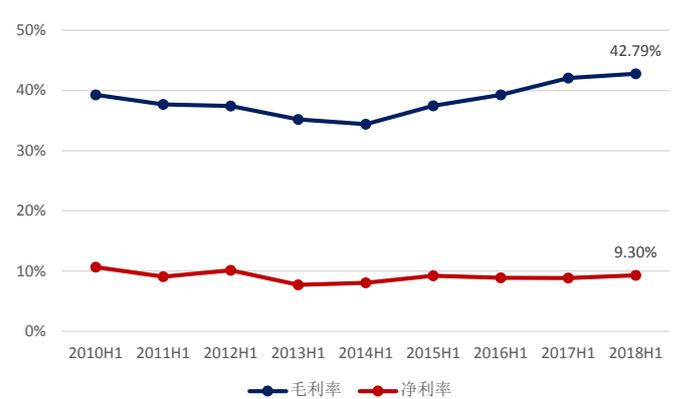
同时，休闲服务行业整体毛利率继续提升 0.73pct 至 42.79%，营业毛利达到 274.93 亿元，同比增长 29.57%；净利率提升 0.47pct 至 9.30%。上半年板块归母净利润为 52.37 亿元，接近去年全年的 60%，同比增加 30.97%。2018 上半年行业整体三项费用约 200.57 亿元，同比增长 27.35%，期间费用率与去年同期持平为 31.21%。

图表 3 各年度上半年营业毛利及 YOY (亿元)



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 各年度上半年毛利率及净利率



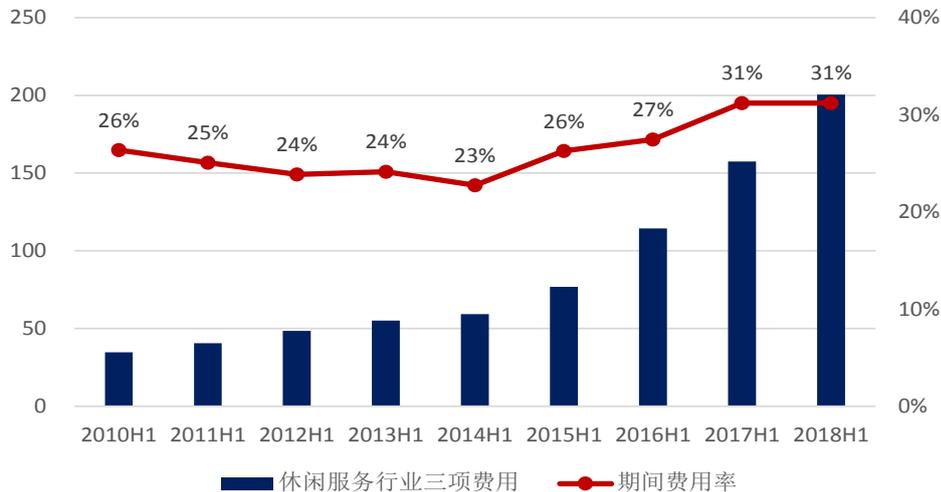
资料来源: wind, 华创证券

图表 5 休闲服务板块归母净利润及 YOY (亿元)


资料来源: wind, 华创证券

图表 6 各年度上半年归母净利润及 YOY (亿元)


资料来源: wind, 华创证券

图表 7 休闲服务行业期间费用情况 (亿元)


资料来源: wind, 华创证券

上半年休闲服务行业合并报表范围发生变化的公司影响如下:

1. 中国国旅 2017 二季度开始并表日上中国, 2018H 新增 Q1 并表, 收入影响为 17.72 亿元, 净利润影响约 0.4 亿元; 2018 年并表日上上海, 并表收入为 39.19 亿元, 净利润影响为 2.15 亿元; 另新增香港机场业务, 收入影响为 9.52 亿元, 净利润影响约-1.2 亿元。
2. 首旅酒店与如家集团并购完成, 17Q1 如家贡献营收 15.50 亿元, 归母净利润 3978 万元; 17Q2 如家贡献营收 17.83 亿元, 归母净利润 22144 万元。2016 年 4 月首旅酒店先取得如家集团原中小股东的 66.14% 股权, Q2 开始并表, 10 月份通过定向增发股份获得剩余 33.86% 股权。因此, 2018H1 合并报表范围内新增如家集团一季度全部营业收入和净利润, 以及今年二季度较去年同期新增并表 33.86% 股权对应的净利润 7478 万元。
3. 锦江股份于 2018/1/12 收购铂涛 12.0001% 股份完成交割, 18H1 归母净利并表影响为 1597.57 万。
4. 此外, 近两年内, 行业还有新智认知 (原北部湾旅)、岭南控股等完成了重要并购。2016 年 9 月, 原北部湾旅完成对新智认知 (原名博康智能) 的收购, 公司增加行业认知解决方案类业务, 并更名为新智认知。17 年 2 月, 岭南控股完成了对中国大酒店、花园酒店和广之旅旅行社 (90.45% 股权) 的并购。

二、各主要细分行业概况

休闲服务行业营收和净利润较高增速主要受益于旅游综合细分板块的增长，营收、毛利、净利润增速分别为 39.06%、70.39% 和 44.89%；酒店细分板块营收和毛利有所增长，净利率提升 1.13pct 带来净利润约 29% 的增速。剩余人工景点、自然景点（收入有所下滑）、餐饮、其他休闲服务细分板块体量较小，净利润分别录得 13.12%、5.25%、-3.84% 及 56.08% 的变动。

图表 8 2018 上半年休闲服务各细分板块主要指标及同比

子行业	营业收入	营收同比	营业毛利	毛利同比	净利润	净利润同比	归母净利润	归母净利润同比
餐饮	11.70	0.49%	6.40	-2.02%	0.71	-3.84%	0.65	-3.28%
酒店	122.68	6.79%	106.40	5.87%	8.02	29.21%	7.42	23.90%
旅游综合	453.19	39.06%	136.36	70.39%	39.49	44.89%	32.66	42.33%
人工景点	25.46	5.90%	14.05	6.15%	6.83	13.12%	7.10	14.18%
自然景点	22.30	-2.01%	10.15	-5.37%	4.18	5.25%	4.06	5.82%
其他休闲服务	7.26	36.94%	1.57	34.47%	0.57	56.08%	0.48	48.82%
全行业(整体)	642.58	27.37%	274.93	29.57%	59.79	34.16%	52.37	30.97%

资料来源: wind, 华创证券

图表 9 休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率 (%)

子行业	2017H			2018H			毛利率变化	期间费用率变化	净利率变化
	毛利率	期间费用率	净利率	毛利率	期间费用率	净利率			
餐饮	56.15%	48.00%	6.33%	54.75%	46.84%	6.06%	-1.40%	-1.16%	-0.27%
酒店	87.48%	81.45%	5.40%	86.73%	79.07%	6.54%	-0.75%	-2.38%	1.13%
旅游综合	24.56%	14.49%	8.36%	30.09%	19.12%	8.71%	5.53%	4.63%	0.35%
人工景点	55.04%	19.87%	25.10%	55.17%	20.34%	26.81%	0.13%	0.46%	1.71%
自然景点	47.13%	24.88%	17.46%	45.52%	23.90%	18.76%	-1.61%	-0.98%	1.29%
其他休闲服务	21.99%	12.40%	6.83%	21.59%	12.51%	7.79%	-0.40%	0.11%	0.96%
全行业(整体)	42.06%	31.22%	8.83%	42.79%	31.21%	9.30%	0.73%	0.00%	0.47%

资料来源: wind, 华创证券

我们按照主营业务将上市公司细分为景区、文化演艺、免税、酒店、旅行社、餐饮、景区及其他几大板块。其中免税板块中国国旅营收同比增长 67.77%，已占行业总体营收的 32.81%，比 2017 年底的 24.45% 提升 8.36pct，净利润占比也提升 8pct 至 36.65%；旅行社和酒店板块作为营收第 2、3 贡献主体，2018H 增速分别为 12.62% 和 6.77%；文化演艺子板块虽然宋城演艺在 2018 上半年继续稳定增长且净利润增速为 27.04%，但受三湘印象拖累，细分板块收入及净利润增速分别约 6% 和 14%；2018 上半年我国出境游人次为 7131 万人次，同比增加 15%，剔除港、澳、台后出国游人次增速约 17%，出境游旅行社行业内众信旅游营收和扣非归母净利润增速为 14.58%、24.05%。

图表 10 华创社服行业子板块（按主业分类）

子板块	上市公司
人文景区	中青旅
文化演艺	宋城演艺、三湘印象
免税	中国国旅
酒店	华天酒店、锦江股份、金陵饭店、首旅酒店

子板块	上市公司
旅行社（出境游）	众信旅游、凯撒旅游、岭南控股
餐饮	全聚德、西安饮食
景区及其他（多重主业）	三特索道、新智认知、九华旅游、张家界、西安旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、云南旅游、腾邦国际、黄山旅游、国旅联合、大连圣亚、曲江文旅、西藏旅游、长白山、大东海 A

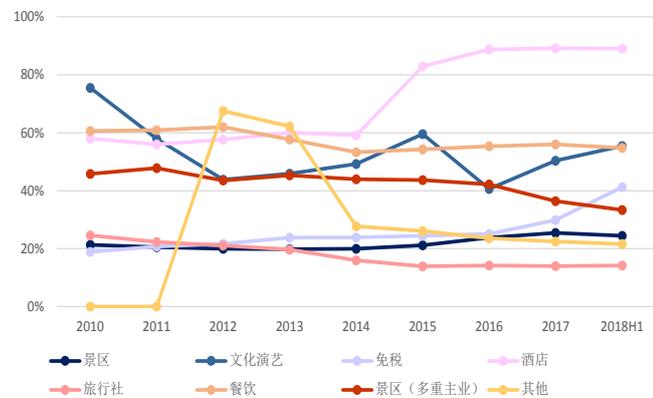
资料来源：华创证券

图表 11 各细分板块营业收入及 YOY（亿元）



资料来源：wind，华创证券

图表 13 各细分板块毛利率

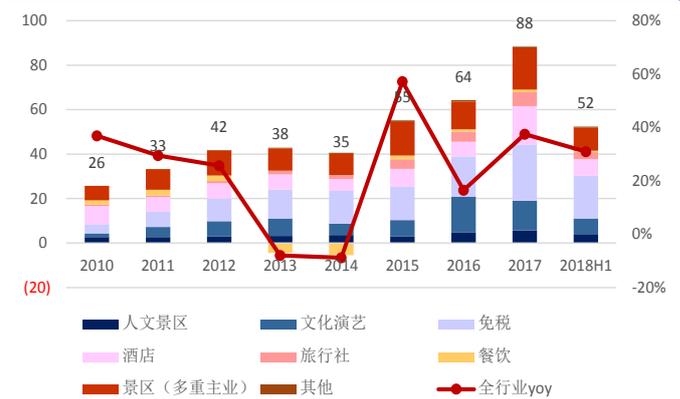


资料来源：wind，华创证券

（一）餐饮

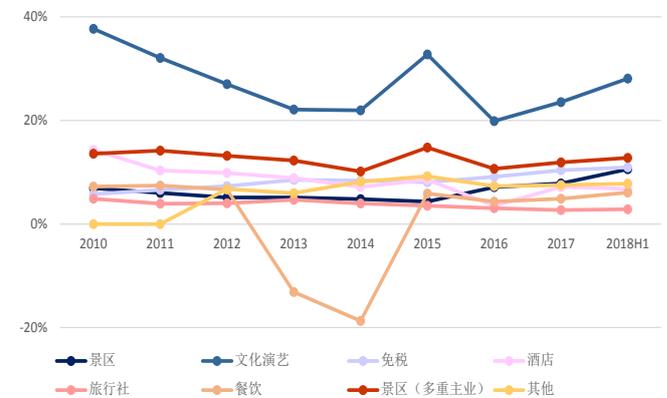
餐饮存量连锁品牌继续享受红利期：餐饮业在 18 Q1 延续强势复苏趋势，Q2 在整体环境的压力下增速有所放缓，2018 年上半年餐饮市场规模达 1.95 万亿，同比增长 9.9%。在经历 2013-2015 年的低谷期调整之后，2016 年以连锁品牌、大众餐饮为主力开始复苏，2017 年餐饮行业规模达 3.96 万亿元，同比增长 10.7%。2018 年上半年，存量品牌红利期延续，规模以上餐饮企业收入达 4400 亿元，同比增长 7.2%，增速与 2017 年的 7.4% 大致相当。

图表 12 各细分板块归母净利润及 YOY（亿元）



资料来源：wind，华创证券

图表 14 各细分板块净利率



资料来源：wind，华创证券

图表 15 餐饮业 2013-2018 年行业规模



资料来源: wind, 华创证券

图表 16 规模以上餐饮业 2013-2018 年收入



资料来源: wind, 华创证券

消费升级驱动行业稳定增长: 目前的餐饮消费符合消费升级趋势, 消费者更多追求性价比与餐饮产品质量。叠加监管加强、合规成本上升, 过去处于监管灰色地带的小型门店大量关闭, 使得品控稳定、标准化程度高且合规严格的现有存量餐饮品牌享受行业红利。

外卖渗透率继续提高, 预计两强格局延续: 2017 年, 外卖市场规模超过 3000 亿, 渗透率约 8%, 2018 年预计达到 8.5% 以上。目前外卖市场为两强格局, 美团外卖在 2018Q1 的市占率约 59%, 饿了么约 36%, 两强总计占据 95% 的外卖市场。美团外卖在 2017 年的毛利率约 8.1%, 未来随着佣金率、广告收入的提升有望提升到 20% 以上。

图表 17 外卖市场规模及增速



资料来源: 美团&餐饮老板内参:《中国餐饮报告 2018》, 华创证券

图表 18 外卖用户规模及增速



资料来源: 美团外卖, 华创证券

餐饮工业化趋势下, 坚定看好火锅、现制饮料、复合调味品市场。 火锅是中餐第一大细分市场, 拥有 7000 亿的广阔市场; 火锅易于标准化, 不依赖大厨, 利于保持品控稳定、产品研发迭代; 另外, 火锅能天然提供聚会场景, 可以做业态细分, 易与饮品、调味品等附加产品形成配合, 提高经营效率; 火锅口味接受度高, 受众广的同时具有成瘾性, 提高顾客忠诚度; 复合调味品符合当前消费趋势, 在 2B 和 2C 端均有较大成长空间, 利润率高, 品控和产能逐步提升, 在逐步完成消费习惯培育之后能形成更大、更具备粘性的优质广阔市场。

(二) 酒店

2018 上半年, 酒店板块业绩增势良好。 酒店结构从自营、经济型向加盟、中高端发展的趋势不减。具体数据将在下文的公司部分进行分析。

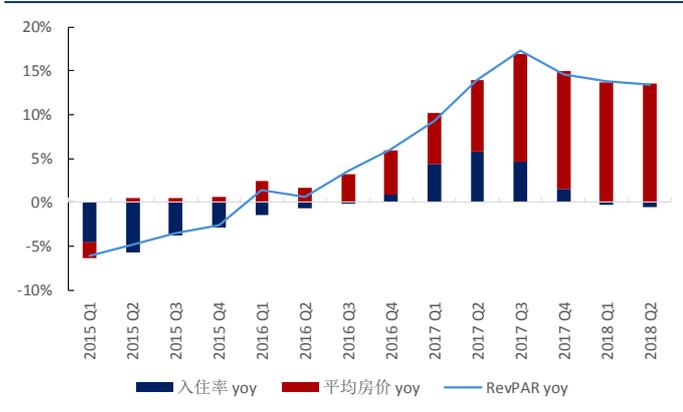
国内本轮酒店上升周期开始于 2016Q4，主要受到酒店供需两侧调整以及中高端酒店的发展。酒店上升周期一般分为入住率拉升期和房价拉升期的上下半场。国内本轮周期上半场入住率拉升期从 16Q4 开始持续到 17Q3，持续时间符合美国酒店行业规律。下半场房价拉升期从 17Q3 开始目前仍在持续，参考美国酒店行业规律，房价拉升期持续时间一般是入住率拉升期的 3 至 5 倍，据此推出国内此次酒店上升周期远未结束。

图表 19 两阶段 RevPAR 上升周期与特征

上升周期名称	定义	持续时间	平均每季度收益
入住率拉升期	入住率对 RevPAR 的贡献占比为一半以上	2-4 季度	6%-16%
房价拉升期	平均房价对 RevPAR 的贡献占比为一半以上	3-15 季度	2%-13%

资料来源: Bloomberg, STR, 华创证券

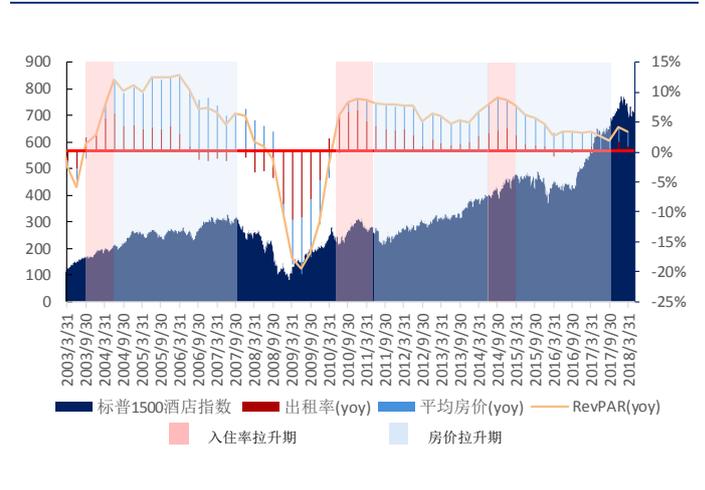
图表 21 华住从 17Q3 开始进入房价拉升期



资料来源: 公司公告, 华创证券

虽然 RevPAR 由于房价的拉升仍保持较高的增长，但市场担心近几个月的入住率下滑可能会影响到提价周期，导致未来 RevPAR 下滑从而影响业绩。为此我们认为，第一，美国酒店行业在房价拉升期也出现过入住率小幅下滑，但没有影响整体提价周期。第二，根据美股经验，当入住率连续 3 个季度以上下滑超过 5% 时标志着下行周期的开始，而国内三大酒店集团 18Q1 和 Q2 同店入住率下滑稳定在 2% 以内，华住同店入住率还有小幅提升。第三，入住率下滑主要发生在经济型酒店，因为经济型酒店入住率普遍高于中高端，入住率上升空间有限。

图表 20 美国酒店行业整体经营数据及酒店指数价格

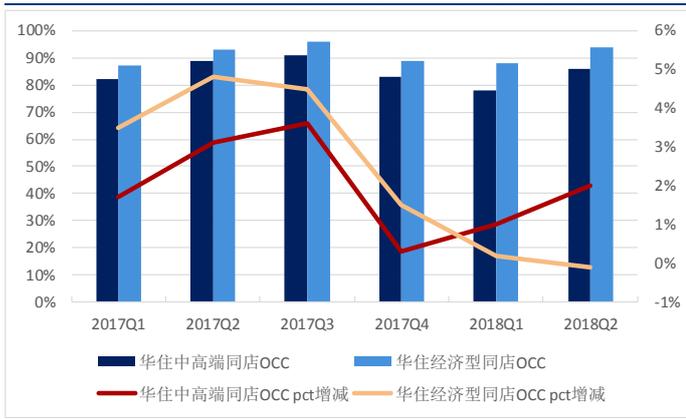


资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 22 首旅从 17Q3 开始进入房价拉升期



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 23 华住经济型酒店同店入住率高于中高端


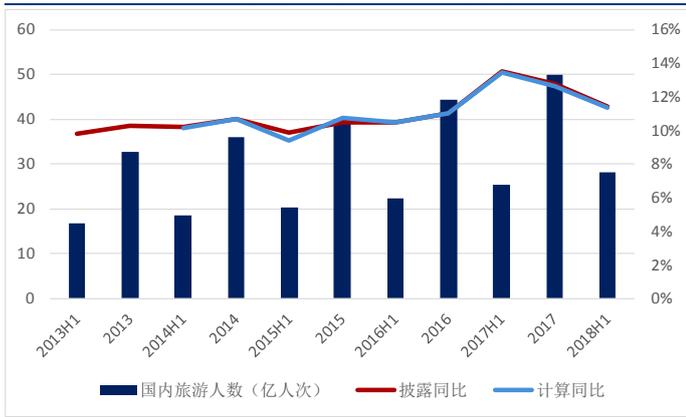
资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 如家经济型酒店同店入住率高于中高端


资料来源：公司公告，华创证券

2018 上半年我国三大酒店入住率下滑的原因主要有以下三点：①旅游人数下滑等需求不景气；②三大酒店供给增多；③提价过多叠加行业内竞争。我们针对以上三点分别进行了归因分析。

①国内旅游人数和国内民航客运量两项数据增速虽然低于 17H1 和 2017 全年，但增速仍高于 2013 至 2016 的上半年和全年，说明需求增速略微放缓但仍保持高位，不应该是入住率下滑的主因。

图表 25 2018H1 国内旅游人次增速高于 2013 至 2016


资料来源：文化和旅游部，华创证券

图表 26 2018H1 国内民航客运量增速高于 2013 至 2016


资料来源：Wind，华创证券

②国内三大酒店集团入住率下滑主要出现在经济型酒店，而三大酒店集团经济型酒店供给增长近年来非常缓慢，数量趋于平稳，也不应该是入住率下滑的主因。

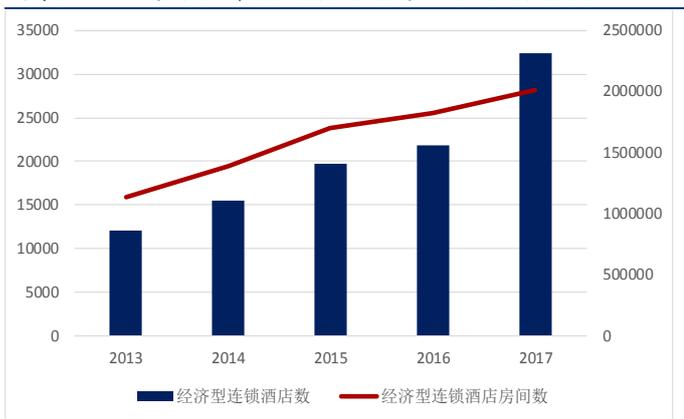
图表 27 国内三大酒店集团经济型酒店数增速放缓



资料来源：公司公告，华创证券 注：华住经济型酒店数包括 2018 年从经济型划归到中高端的宜必思酒店

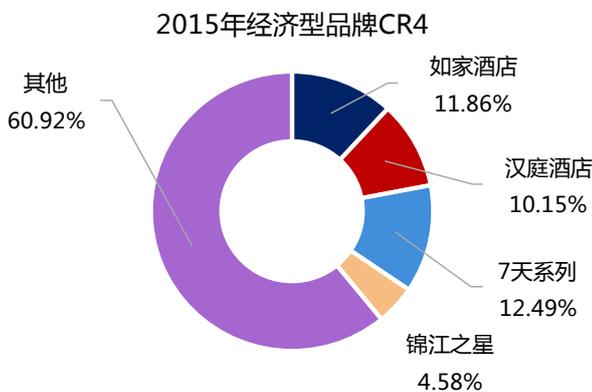
③三大酒店集团经济型酒店增长缓慢，但整个连锁酒店行业 2017 年酒店数同增 48.77%，房间数同增 9.95%，由此推测，大量单体酒店加盟了三大酒店集团之外的连锁品牌。如家、汉庭、七天、锦江之星四大品牌的酒店数市占率从 2015 年的 49% 下降到 2017 年的 25%。

图表 28 我国经济型连锁酒店房间数与酒店数



资料来源：中国饭店协会，华创证券

图表 30 2015 年 4 大连锁经济型酒店数市占率较高



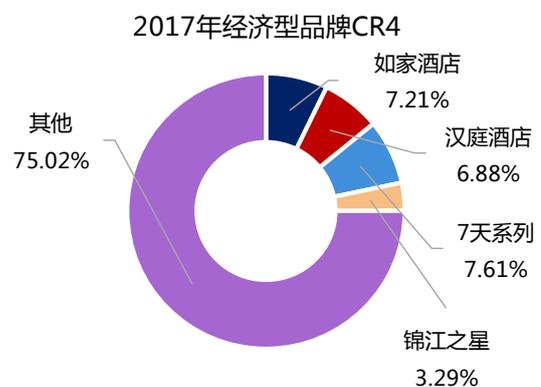
资料来源：中国饭店协会，公司公告，华创证券

图表 29 我国经济型连锁酒店增速仍较高



资料来源：中国饭店协会，华创证券

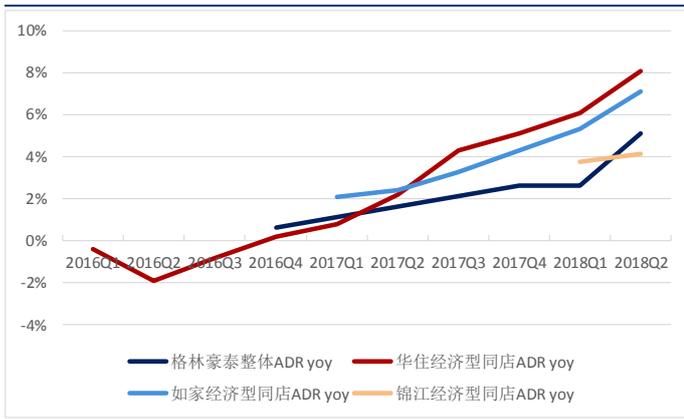
图表 31 2017 年 4 大连锁经济型酒店数市占率下滑



资料来源：中国饭店协会，公司公告，华创证券

经济型连锁酒店供给仍在增加，而三大酒店集团经济型酒店房价增速明显高于经济型占比超过 95% 的格林豪泰等众多小型经济型连锁酒店。在对房价较为敏感的经济型酒店市场，如果没有成熟会员系统等粘性吸引，消费者不会给头部品牌过高的溢价。再加上美团酒店的预定单数已经超过了携程系，而美团酒店预定主要面向低端市场，一定程度上让消费者接触到更多低价经济型酒店，抢占了三大酒店集团部分客源。所以经济型酒店提价过快以及市场竞争是导致三大酒店集团经济型酒店入住率下滑的主要原因。

图表 32 三大酒店集团经济型酒店房价提升较快

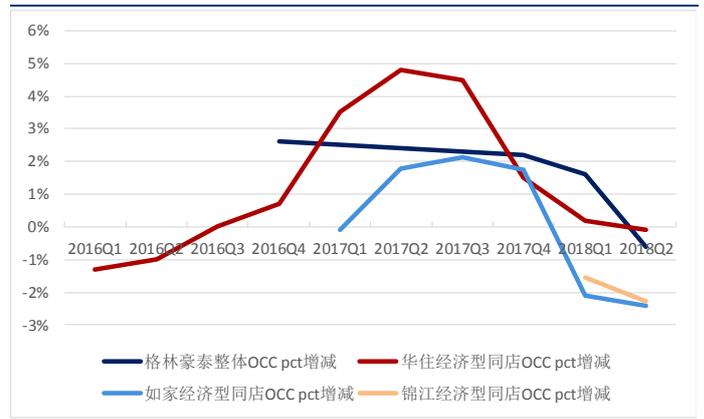


资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 格林豪泰 2016Q4、

2017Q4 数据为年度数据

图表 33 三大酒店集团经济型酒店入住率有所下滑



资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 格林豪泰 2016Q4、

2017Q4 数据为年度数据

因此在宏观数据没有明显下滑时，酒店行业景气度依旧不减，我们认为市场不用过度担忧入住率下滑。入住率与房价是相互制衡的关系，只要能最大化 RevPAR，在旅游相关宏观数据没有明显下滑时，这两个数据有小幅波动不必过度担忧。市场竞争方面，国内三大酒店集团需要在经济型酒店方面建立起价格以外的护城河（比如完善的会员体系）来抗衡其他竞争者的低价策略。在此之前需要权衡好房价与入住率之间的关系从而达到 RevPAR 最大化。

（三）自然景区

自然景区板块公司 18Q2 整体营收为 13.05 亿，同比下滑 2.73%，增速基本趋于稳定。营收下滑的原因有：第一，2017 年 Q1、Q2 增速较快，景区游览人数达到高位，导致 2018 年同期较难突破；第二，国内旅游人次增速放缓，一定程度上影响到自然景区游览人数及营收；第三，李克强总理在 3 月的政府工作报告上提出要下调重点国有景区门票价格，随着下半年部分景区门票降价陆续推进，不排除部分游客将上半年的游览计划推迟至低票价实施后的下半年的可能，下半年游客数量有望实现增长。

自然景区板块公司 18Q2 整体毛利率为 51.95%，同比下降 0.72 个百分点。毛利率小幅下滑与营收下滑有直接关联，因为景区运营成本包括折旧、人工等大部分固定成本。不过毛利率同比下滑幅度相比前三季度大幅减少，下半年游客数量有望增长，这将进一步稳定毛利率。下半年，自然景区提高业绩的看点主要在景区内二次消费的提升，以及提高管理效率，降低期间费用率。

图表 34 18Q2 景区板块公司营收增速趋于稳定



资料来源：公司公告，华创证券

图表 35 18Q2 景区板块公司毛利率下滑幅度减少



资料来源：公司公告，华创证券

三、重点公司 2018 上半年经营情况

(一) 中国国旅：2018 上半年业绩符合预期，后续增长动力强劲

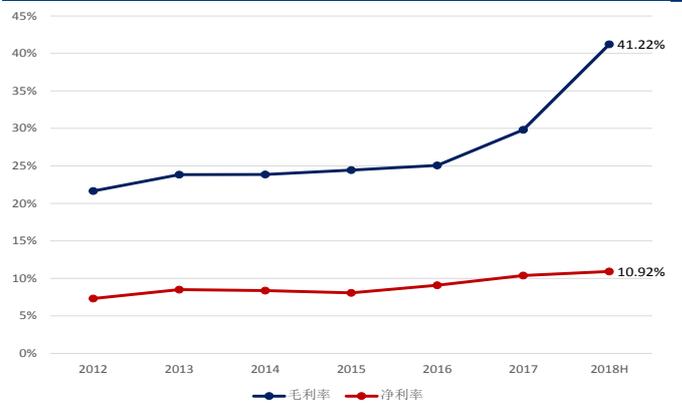
2018H 公司营收 210.85 亿元 (+67.77%)，归母净利润 19.19 亿元 (+47.60%)，扣非后为 19.10 亿元 (+48.44%)。经营活动现金流量净额为 22.10 亿元 (+41.63%)，eps 为 0.9829 元/股。销售费用为 48.60 亿元，机场租金带来销售费用增长，销售费用率提升至 23.05%。

图表 36 中国国旅营收、归母净利润与相应 yoy(亿元, %)



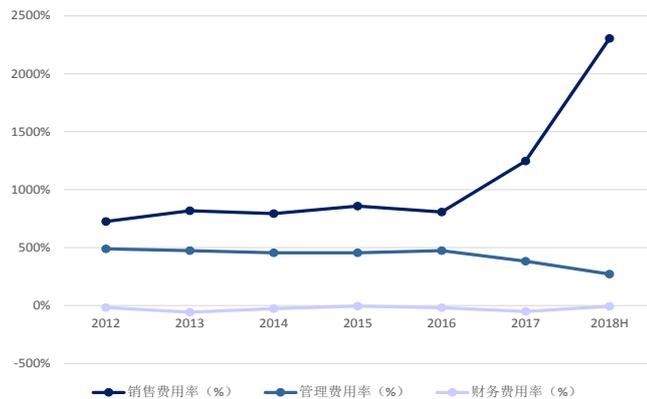
资料来源：公司公告，华创证券

图表 37 中国国旅毛利率与净利率水平



资料来源：公司公告，华创证券

图表 38 中国国旅三项费用率

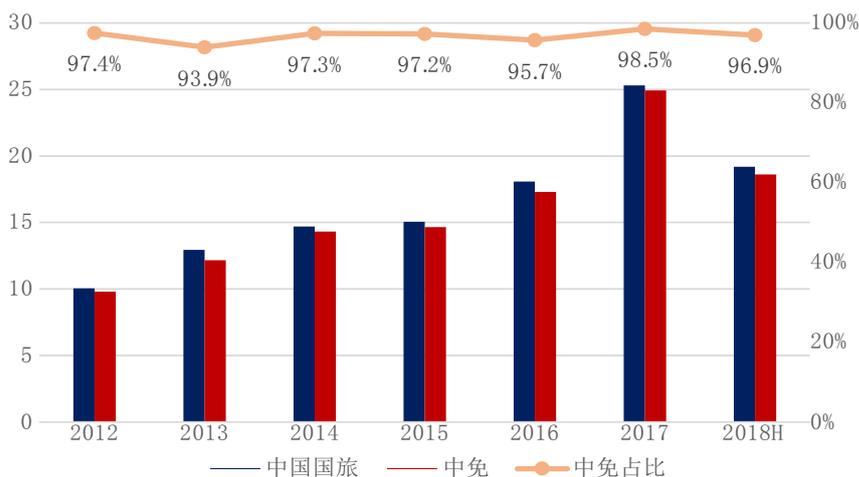


资料来源：公司公告，华创证券

1、免税各分部概况

免税业务已超过公司收入的七成，中免贡献公司约 97% 的归母净利润。

图表 40 中免净利润占比（均指归母净利润），（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

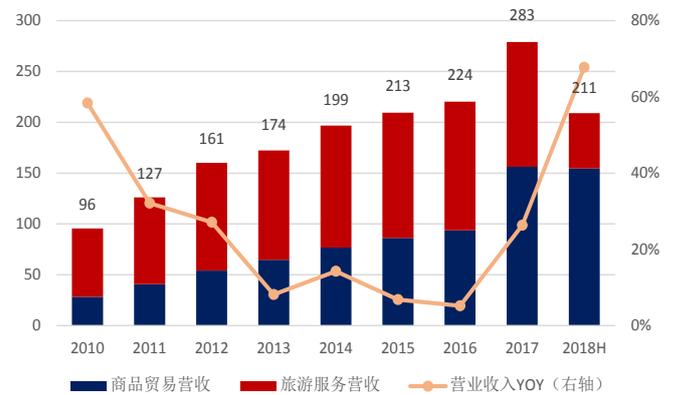
1) 收入与毛利率

免税总体营收 149.47 亿元 (+126.31%)，三亚 40.32 亿元（增量 8.98 亿元，同比增长 28.65%）；

- 首都（含 T2 和 T3）39.73 亿元（其中 T2 为 6.63 亿元，T3 为 33.10 亿元；合计增量 26.11 亿元，2017H 只并了 Q2）
- 日上上海 38.34 亿元
- 香港机场 9.52 亿元
- 其他部分免税收入为 21.56 亿元（预计其中约 7.5 亿左右为免税批发，剩余为传统免税零售约 14.5 亿元）商品销售收入占比由上年同期的 56.25% 提高至今年的 73.99%。

公司主营业务毛利率提升 12.17pct 至 40.90%，主要是商品销售业务占比提升；免税业务毛利率提升至 52.49%（提升 8.04 pct），此外有税业务毛利率也提升 2.76pct 达 27.62%。

图表 39 中国国旅营收构成与增速(亿元，%)



资料来源：公司公告，华创证券

2) 净利润（及净利率）：

- 中免整体 18.60 亿（+12.02%）
- 三亚海棠湾零售环节 7.88 亿元（19.04%）
- 日上上海净利润为 4.21（10.73%），归母净利润为 2.145 亿元
- 日上中国（北京）净利润为 1.08 亿元（3.28%），归母净利润为 5532 万元，预计日上中国批发环节尚未完全进入公司表内。

2、毛利率水平

依然假设传统免税批发业务规模和毛利率稳定（约 15%），新增机场毛利率水平大致与免税零售业务（即批发+零售全环节）相近。

我们认为实际操作中日上批发环节预计尚未完全进入体内（收购日上上海时公告称“约定在过渡期内（基准日后的不超过一年）日上上海从关联方采购的免税商品将采取零加价的模式，过渡期结束后日上上海销售的免税商品由中免公司统一采购。”基准日为 2017 年 6 月 30 日，实际操作中因机场数据不透明，预计渠道部分并未完全结束整合），预计过渡期零加价大概率在今年下半年实际整合完毕。

剔出部分批发加价，上半年按照 52% 左右的新增机场毛利率假设测算，不含新机场的中免免税零售业务毛利率已经达到 57%-58% 左右，推动海棠湾业绩超预期增长，随着继续与品牌商的逐步重谈合同，采购价格的下降将对冲汇率对毛利率的影响，中长期看，毛利率仍望有继续提升，推动业绩增长。

3、响应海南招商，海南离岛免税新布局有望加快

另，公司公告称，为积极参与并推动海南自贸区（港）的建设，同时完善免税业务战略布局，巩固中免在海南离岛免税市场的优势地位，加快推进国际化进程，增强综合竞争力，公司决定将中免公司所持下属 83 家全资或控股子公司股权划转至中免公司在海南设立的全资子公司—中免集团（海南）运营总部有限公司（中免海南）。

1) 中免海南是中免公司的全资子公司，成立于 2018 年 5 月 29 日，注册在澄迈县老城经济开发区海口综合保税区跨境电商产业园，是在 5 月 20 日海南自贸区（港）百日大招商（项目）暨促进总部经济发展项目政策之后随即成立。

2) ①海南省委常委 5 月 15 日审议通过的《关于促进总部经济发展的工作意见》指出“总部经济重点发展区域集中布局在海口和三亚，今年全省总部经济工作全面起步，...，省级财政对海口、三亚发展总部经济给予支持，其中，对新引进总部企业地方财力贡献和现有总部企业新增地方财力贡献的省级财政留成部分，按照‘前三年 100%、后两年 50%’标准奖励海口、三亚，由两市用于发展总部经济。”其他市县引进新落户总部企业，经审定可按上述财力保障标准执行。②6 月 6 日海口、三亚出台支持总部经济政策，对经认定的总部企业将实行奖励补贴。③7 月原商务部政研室主任兼新闻发言人沈丹阳担任海南任副省长，强化商品流通地位，预计将促进海南自由贸易区建设。

3) 国旅该项股权划转举措不影响公司合并报表范围变化，但我们认为具有较大现实意义，首先可以参与到海南自贸区（港）的建设；其二划转后对海南省的财力贡献一方面可以获得优惠政策，另一方面也有助于离岛免税的进一步推进。此前中免与海免联合声明，2019 年 1 月 19 日 dfs 供货合同到期后中免将为海口美兰机场供应免税货源，双方不仅店铺环境、品牌供应、采购团队方面已经整合和开始深度合作，而且海兰免税的所有商业合同均将由中免签署，虽未明确表述但我们认为中免相当于实质上已逐步整合海免。未来市内店及政策放开后海南离岛免税的新布局有望加快。

4、汇率影响

4 月底后进入汇率贬值周期，国旅作为进口企业，主要采购币种为美元+港币。由于汇率前期强势+商品库存周期，

H1 毛利率提升明显, 未受干扰; 市场对 H2 及 2019 年汇率对毛利率的影响有所担忧, 我们认为大可不必, 理由如下:

毛利率受采购价格、终端零售价格、产品组合、品类结构、促销手段和汇率的影响; 国旅当前掌握所有重要终端消费场景, 且有国内最大、世界一流采购规模, 对进销价都有较强议价能力, 汇率实际冲击有限。(详见报告【华创社服】汇率变动对免税毛利率影响有多大?)

从 7、8 月海南离岛免税的高增长数据来看, 一方面东南亚海岛游需求转移到海南, 另一方面, 汇率贬值使免税比价优势更突出(相对正在变贵的海淘, 没调价的免税性价比更突出), 收入端高速增长, 对冲毛利率端承压, 对国旅影响较为中性。

5、宏观经济影响

部分投资者担心宏观经济压力对国旅销售的扰动, 但我们认为, 宏观经济压力传达到轻奢品上, 带来轻奢品的 β 有下行压力, 但免税作为轻奢品里占比极小的一个渠道, 自身 α 非常突出, 7、8 月稳健的数据已经说明了这一点。叠加政策利好陆续释放, 国旅增速是有保障的, 不必担忧。

6、投资建议

暂不考虑海南离岛政策放开、市内店等新增部分, 我们预计 2018-2020 年归母净利润约 40/54/64 亿元, 当前市值对应分别为 31/23/19 倍, 预计后续依然增长强劲, 目标价维持 80 元, 维持“强推”评级。

7、风险提示

大盘持续萎靡、汇率超预期贬值、政策不及预期

(二) 中青旅: 乌镇提价效应、古北客房增加带动业绩增长, 地产结算贡献投资收益

2018H 公司营收 55.67 亿元 (+16.93%), 归母净利润 4.05 (+16.73%), 扣非归母净利润 3.05 亿元 (+39.44%)。经营活动现金流量净额为 2.65 亿元 (-10.19%), 非经常性项目中主要是计入当期损益的政府补助影响(规模为 1.99 亿元)。

图表 41 中青旅营收及 yoy(亿元, %)



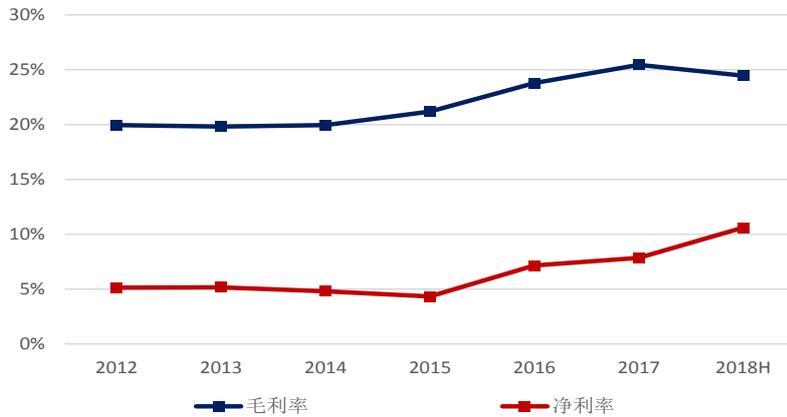
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 42 中青旅毛利、归母净利润及相应 yoy(亿元, %)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 43 中青旅毛利率、净利率 (%)



资料来源：公司公告，华创证券

1、景区综合经营业务

1) 乌镇

东栅 202.48 万人次 (-17.39%)，西栅 247.09 万人次 (-7.63%)，主要受华东整体旅游市场热度下降及周边新项目竞争加剧等因素影响。但收入方面同比增长 6.26% 达到 8.33 亿元，客单价提升 21.16% 至 185.31 元/人，主要是相比上年同期门票提价（2017 年 8 月 1 日起东栅门票从 100→120，西栅从 120→150 元，提升幅度分别为 20% 和 25%），也带动扣除政府补贴外的乌镇整体的净利率提升至 39%。另外景区进一步推进会展小镇转型，继续完善配套的戏剧节、美术馆、民俗活动也对客单提升有所促进。

2) 古北水镇

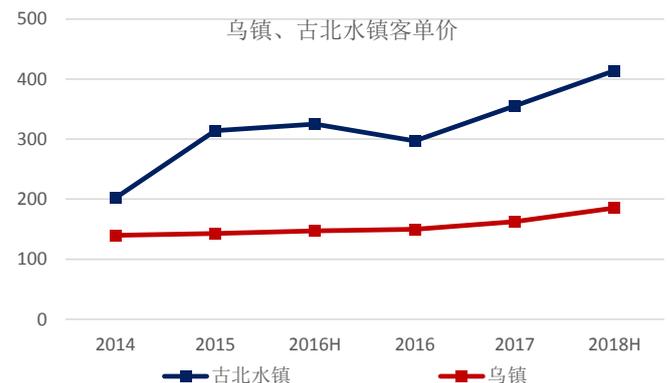
2018H 接待客流 110.40 万人次 (-7.78%)，收入 4.57 亿，主要由于新增客房（100 间左右），客单价增长 14% 至 414 元/人（上年同期为 362.51 元/人）。上半年古北水镇房地产结算收益 8kw+ 带动整体净利润增速为 156%，折旧费用+ 能耗费用相比上年同期有所增加。

图表 44 乌镇、古北水镇客流及 yoy (万人次, %)

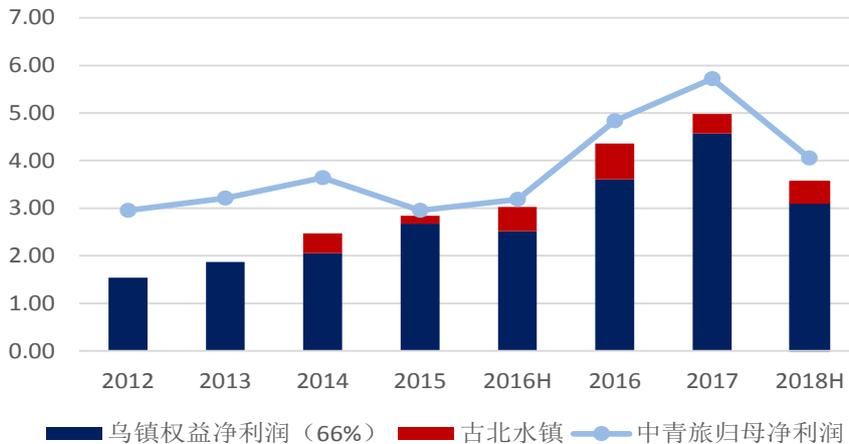


资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 乌镇、古北客单价 (元)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 46 乌镇、古北水镇利润贡献（亿元）


资料来源：公司公告，华创证券

2、其他业务

整合营销：去年同期基数较低，在大型会议活动营销等带动下营收增长 22.92%，但受人工成本持续提升、计提资产减值准备等影响，净利润基本与去年持平约 1800 万。

山水酒店：一方面调整客源结构应对市场变化，平均入住率增长 2.1%，另一方面直营店升级改造平均房价上涨 6.58%，revpar 较上年同期增加 9.77%，带动营收和归母净利润分别增长 13.02% 和 38.34%，归母净利润为 1589 万。

旅行社：公司旅行社业务继续减亏约 1 千多万，创格科技净利润基本与去年持平。

3、投资建议

利润贡献核心部分中乌镇客流已经基本处于饱和的状态，上半年客流有所下滑，但游客量下降后体验会变好，17 年 8 月 1 日起门票价格的提升带动客单价提升和净利率水平提高；9 月 20 日起东栅门票下降对公司净利润影响有限；古北仍然处于培育期，淡季存在改善空间，股权问题目前尚未解决（如后续有相关推动要重新评估资产及重新走流程）。我们暂不考虑古北股权的影响，预计 2018-2020 业绩分别为 6.8、7.5 和 8.5 亿元，当前市值对应 2018 年为 16.3 倍，当前行情和古北股权不确定背景下，持观望态度。

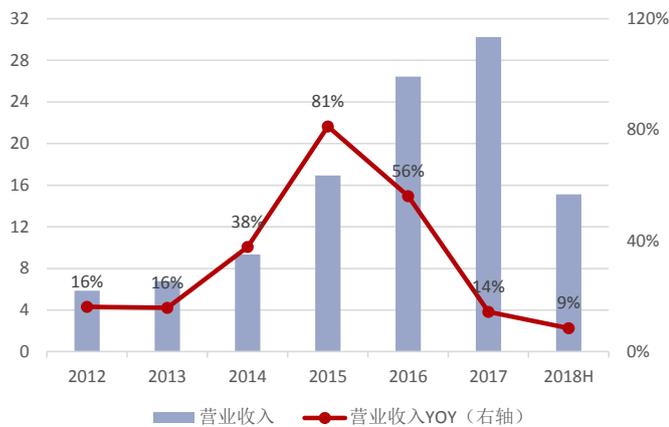
4、风险提示

古北水镇股权不确定性、极端天气影响客流、宏观经济下滑

（三）宋城演艺：主业稳健，弱市下有较强配置价值

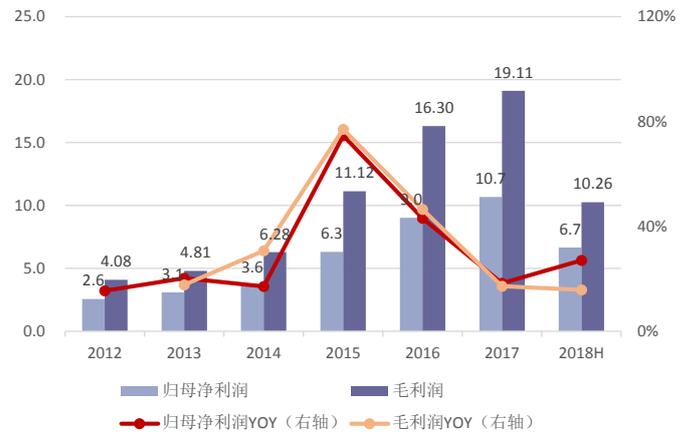
2018H 营收 15.11 亿元（+8.51%），归母净利润为 6.65 亿元（+27.04%），扣非归母净利润 6.36 亿元（+21.75%），经营活动现金流量净额为 8.48 亿元（+21.64%）。eps 为 0.46 元。毛利率和净利率分别提升 4.27pct 和 5.78pct。毛利率、净利率提升主要源于杭州、三亚增速较快，边际成本较低；六间房毛利率提升；另外在自媒体营销方面发力，销售费用率下降 1.33pct。

图表 47 宋城演艺营收及yoy(亿元, %)



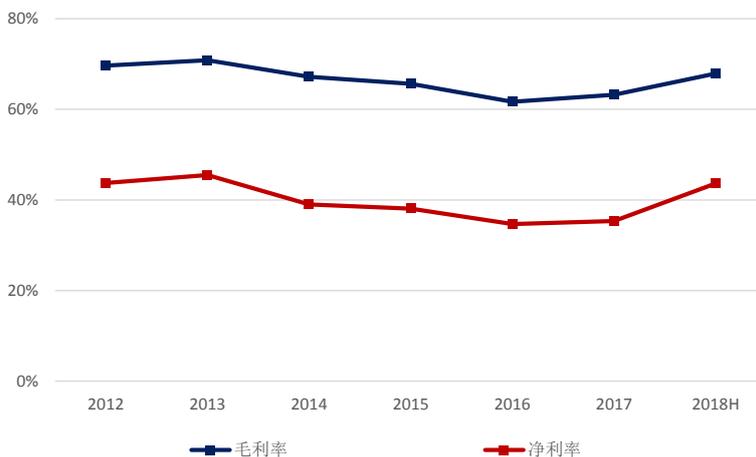
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 48 宋城演艺利润及相应yoy(亿元, %)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 49 宋城演艺毛利率、净利率



资料来源: 公司公告, 华创证券

1、各项目拆分:

1) 演艺主业

杭州营收 3.84 亿 (+5.09%), 毛利率-1.72pct, 含艺术团净利润增速 4-5%。受益海南政策, 三亚营收 2.34 亿元 (+24.31%), 毛利率+3.88pct, 净利润 1.45 亿, 净利率 62%。随收入增长, 边际成本降低。丽江在整体大环境不利的情况下依然录得较高增长: 营收 15% 增速, 净利润增速 6-7%。九寨未开业, 折旧带来的成本结转管理费用一千多万。轻资产项目: 宁乡和宜春一揽子服务费用部分到账, 宁乡项目还有经营收入 20% 的管理费用收入, 继续贡献业绩。

2) 六间房

六间房营收 6.20 亿元 (+5.37%), 毛利率+4.28pct, 净利润 1.89 亿元, 净利率 30% (此前净利率大概是 22% 左右), 运营、费用的优化带来净利率提升。与花椒的重组有序推进, 按照修订后方案分两次交割, 投资收益在 2019 年完成后一次性确认。

3) 目前电商平台自营和分销合计收入超过 6 亿 (含), 占比已经 40% 多。

2、后续各项目开业计划:

18-20 剩下至少有 8 个项目推出 (西安、张家界、上海、澳洲、西塘等重资产项目+宜春、佛山、新郑三个轻资产), 其中西安预计 2019 年上半年亮相, 张家界预计 2019 年中推出, 上海预期 2018 年 10 月全面推进工程建设 (一年左

右建设期)，澳洲项目正在报批。除此之外精心筹备的 IP 衍生品——宋礼上线，借助宋城品牌效应，未来推广复制成熟后预计也望有可观的净利率。

3、风险提示：

异地复制项目进展不及预期，重大事故风险等

（四）呷哺呷哺

2018 年上半年，实现主营业务收入 21.30 亿元（+35.1% YOY），净利 2.09 亿元（+11.5%）。上半年新开 48 家呷哺餐厅、7 家湊湊餐厅，截至 2018 年 6 月 30 日，旗下拥有 780 家呷哺、28 家湊湊，呷哺餐厅收入 19 亿（+23.9% YOY），湊湊餐厅收入 2 亿（+497% YOY）。

图表 50 呷哺集团收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

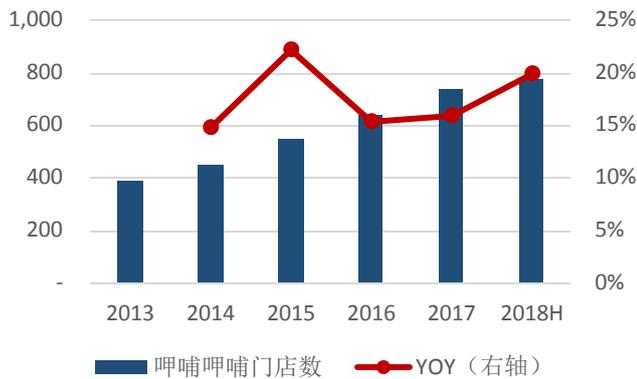
图表 51 呷哺集团净利情况



资料来源：公司公告，华创证券

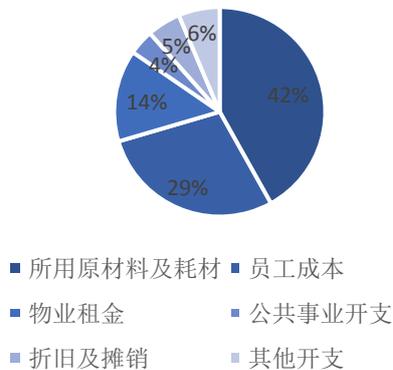
得益于稳健开店+高同店增速+湊湊逐步成熟，呷哺的营收保持着加速成长态势。获益于约 350 家门店完成“呷哺 2.0”改造，同店销售额增长 7.3%，驱动呷哺呷哺餐厅保持 24% 的收入增长。受益于“呷哺 2.0”环境改善、菜单增加优质高端产品，呷哺客单价大幅提升至 52.2 元（+10.6% YOY，+5 元），是上半年同店增速的主要驱动力。同时，湊湊餐厅层面实现盈利，外卖收入达去年同期 2 倍：湊湊 2018H1 收入 1.96 亿元（+497% YOY），占集团总收入 9.2%，餐厅层面实现利润 0.23 亿元（去年同期亏损 0.10 亿元），餐厅层面利润率已达到 12% 并将随模型调整到位、品牌培育成熟而继续提升。外卖业务收入约 9000 万元（配送费等收入 820 万元），同比增速达 120%，覆盖城市达 55 个（去年同期仅覆盖 5 个城市），随着外卖培育成熟，外卖有望实现利润与收入同步增长。2018 年上半年成本端压力较大。受 2017 年羊肉大幅涨价影响，与去年同期相比，食材成本占营收比重增至 37.2%（+1.8 pct）；在更严格的用工规定下（以北京为主），最低时薪、社保缴纳上升，人力成本占营收比重增至 25.3%（+0.9 pct）；食材、人力两项成本合计拖累集团 2.7 pct 的利润率，叠加“重回 20 年”等让利折扣营销活动，呷哺餐厅层面利润率下滑至 20.8%（-4.1 pct）

图表 52 呷哺呷哺门店数量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 54 2018 年上半年呷哺的成本结构



资料来源：公司公告，华创证券

目前集团拥有 10.77 亿银行理财产品、3.45 亿人民币现金（其中港币占 3.1%、美元占 17.4%），2018H1 经营性净现金流入为 2.25 亿（+4.5% YOY）超过同期资本开支（2.15 亿，+94% YOY），现金流强健、现金十分充沛，对抗宏观环境风险能力出众，公司战略稳健，通过经营性现金流入完全覆盖新品牌培育期的资本开支，未见不合理投资。我们认为“优质赛道龙头+管理层溢价+外延合理”中长线逻辑坚挺。重申火锅为中餐最优赛道，呷哺和湊湊的开店节奏稳健，供应链品控优异，稳健扩店+良好同店托底营收增速；食材成本在今年已无明显增幅，全年来看预期压力不大；湊湊的逐渐培育成熟，有望在今年打平；此外，外卖、茶饮、调味品均为优质且合理的外延板块，毛利高、市场空间大，公司长线逻辑清晰，看好公司享受管理层溢价、餐饮龙头溢价。

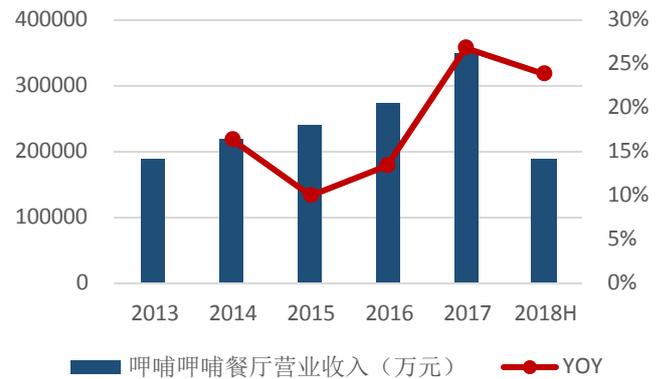
风险提示：

行业增速不及预期；食品安全事故；湊湊等外延业务板块表现不及预期。

（五）首旅酒店

首旅酒店 2018H1 实现营业收入 40.02 亿/+0.35%，归母净利 3.40 亿/+41.23%，扣非归母净利 3.16 亿/+32.09%。公司实现利润总额 5.26 亿，比上年同期增加 1.14 亿，同增 27.73%。主要由于①酒店和景区业务贡献增量利润 5072 万；②财务费用降低从而增加利润 3446 万；③如家比去年同期较早收到政府补助及出售首汽股份 10% 股权，非经常损益增加利润 2905 万。预计 2018Q3 确认出售燕京饭店 20% 股权获得投资收益，若公司主业经营继续保持稳健增长，公司业绩望相较去年同期有较大幅度增长。

图表 53 呷哺呷哺餐厅收入（不含湊湊）



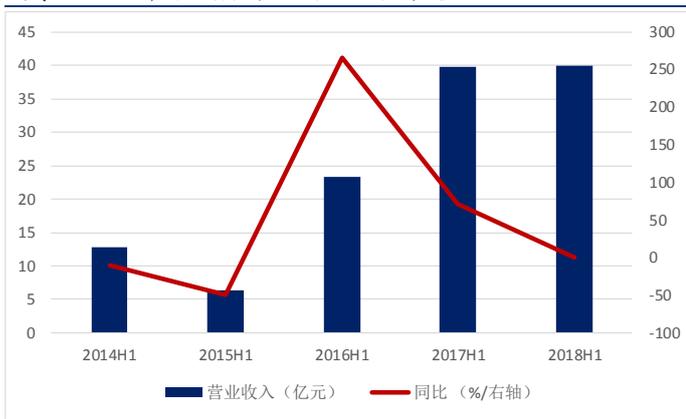
资料来源：公司公告，华创证券

图表 55 呷哺的同店销售额增长率(%)



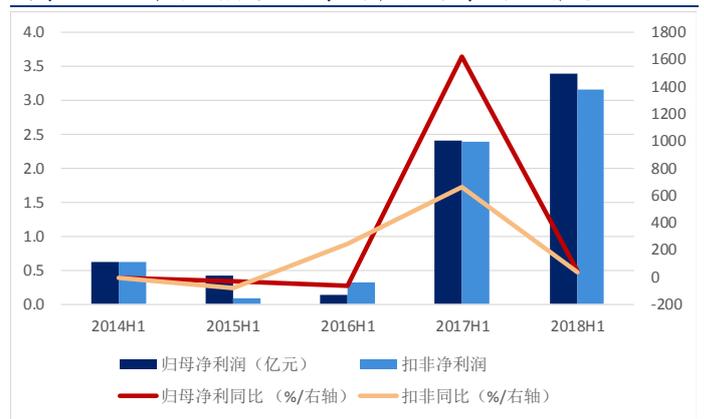
资料来源：公司公告，华创证券

图表 56 首旅酒店营业收入与增速



资料来源: 公司公告, 华创证券 注: 如家于 2016 年 4 月并表

图表 57 首旅酒店归母净利和扣非净利及增速



资料来源: 公司公告, 华创证券 注: 如家于 2016 年 4 月并表

公司酒店业务实现营业收入 37.58 亿, 同增 0.24%。其中加盟酒店规模扩大, RevPAR 继续提升, 营收增加 5041 万, 增长 8.26%; 直营酒店由于关店影响, 收入减少 4147 万, 下降 1.32%。酒店业务实现利润总额 4.15 亿, 同增 36.1%。其中如家利润总额 4.72 亿, 同增 25.03%。景区运营业务营业收入 2.44 亿, 同增 2.17%。实现利润总额 1.11 亿, 同增 3.93%。

酒店布局方面, 截止 2018H1, 公司开业酒店 3788 家。其中加盟酒店 2849 家, 占比 75.2%; 中高端酒店 573 家, 占比 15.1%。18Q2 新开业酒店 135 家, 其中直营 14 家, 加盟 121 家; 经济型 52 家, 中高端 53 家, 其他 30 家。分品牌来看, 如家系酒店 3631 家, 其中加盟酒店 2718 家, 占比 74.9%; 中高端酒店 478 家, 占比 13.2%。原首旅 157 家, 其中加盟酒店 131 家, 占比 83.4%; 中高端酒店 95 家, 占比 60.5%。截止 2018H1, 公司已签约待开业酒店 612 家。地域分布方面, 北京、上海、江苏、山东、浙江酒店占总数的 43.4%。

图表 58 首旅酒店分季度新开业酒店数量

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
经济型	11	58	48	83	30	52
中高端	11	33	44	117	29	53
其他	14	25	36	32	25	30
合计	36	116	128	232	84	135

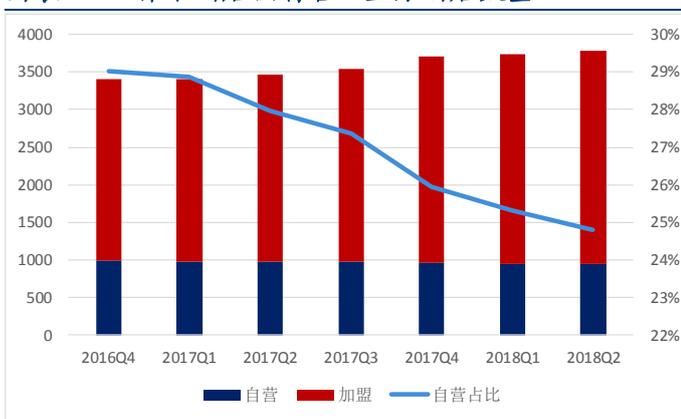
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 59 首旅酒店分季度净增酒店数量

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
经济型	-21	18	6	23	-17	-2
中高端	8	26	40	113	24	46
其他	13	22	31	28	20	11
合计	0	66	77	164	21	55

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 60 首旅酒店按自营加盟分酒店数量



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 61 如家系按经济型和中高端分酒店数



资料来源：公司公告，华创证券

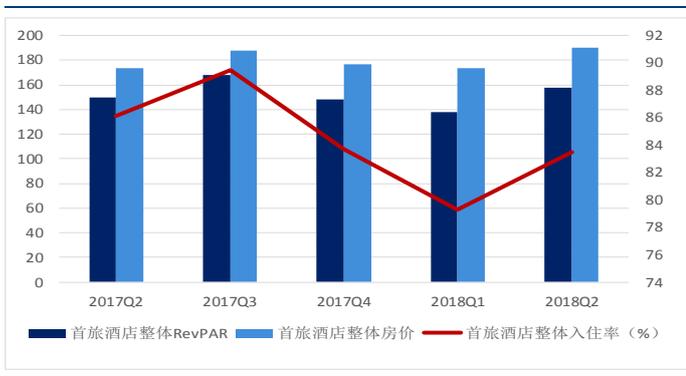
图表 62 原首旅按经济型和中高端分酒店数



资料来源：公司公告，华创证券

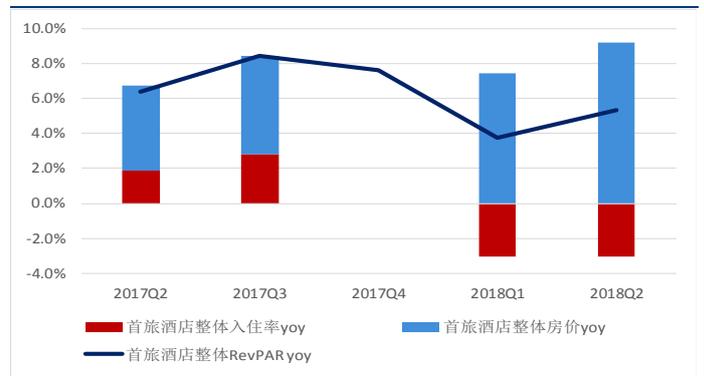
如家经营数据方面，18Q2 如家酒店整体 RevPAR 为 158/+5.6%；平均房价 190/+8.9%；入住率 83.5%/-2.6pct。经济型酒店 RevPAR 为 146/+3.3%；平均房价 173/+6.0%；入住率 84.4%/-2.2pct。中高端酒店 RevPAR 为 243/-4.8%；平均房价 312/-1.9%；入住率 77.8%/-2.4pct。如家中高端整体数据受开业爬坡期影响较大。如家同店数据方面，18Q2 整体同店 RevPAR 为 157/+4.3%；平均房价 184/+7.0%；入住率 85.0%/-2.2pct。同店经济型酒店 RevPAR 为 147/+4.1%；平均房价 173/+7.1%；入住率 85.1%/-2.4pct。同店中高端酒店 RevPAR 为 287/+5.0%；平均房价 343/+4.3%；入住率 83.6%/+0.6pct。

图表 63 首旅酒店整体经营数据



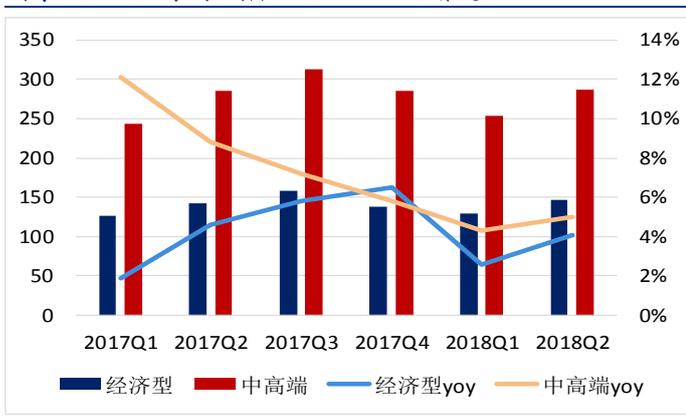
资料来源：公司公告，华创证券

图表 64 首旅酒店整体经营数据同比



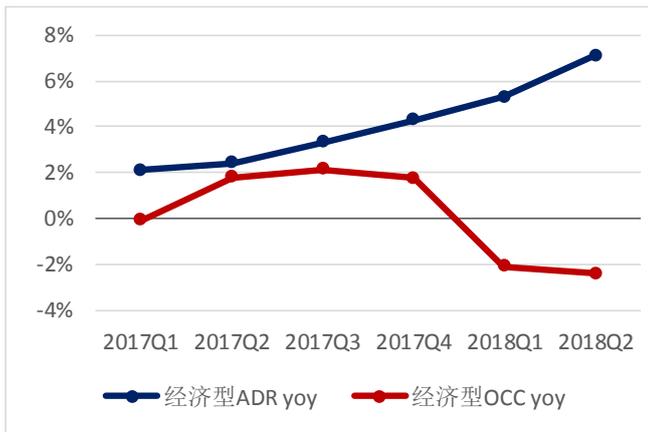
资料来源：公司公告，华创证券

图表 65 如家系同店 RevPAR 及增速



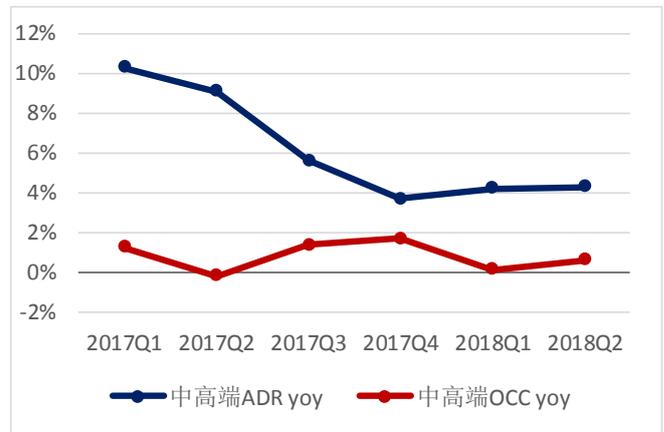
资料来源：公司公告，华创证券

图表 66 如家系同店经济型平均房价与入住率增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 67 如家系同店中高端平均房价与入住率增速



资料来源：公司公告，华创证券

首旅系经营数据方面，18Q2 首旅系整体 RevPAR 为 259/+4.0%；平均房价 395/+3.2%；入住率 65.6%/+0.5pct。经济型酒店 RevPAR 为 122/+6.8%；平均房价 157/+4.6%；入住率 77.7%/+1.6pct。中高端酒店 RevPAR 为 291/+3.8%；平均房价 464/+3.4%；入住率 62.8%/+0.2pct。

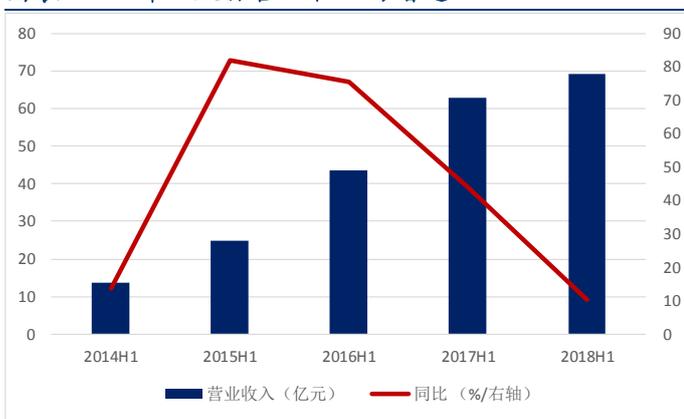
首旅酒店 18Q2 加盟和中高端酒店占比进一步提高，待开业酒店相比 18Q1 的 545 家净增 67 家，扩张逐步提速，加盟和中高端占比有望进一步提高，再加上存量酒店升级改造陆续完成，酒店增量叠加结构性调整望继续增厚公司业绩。经营数据受到新开业中高端酒店爬坡期有一定影响，但从同店数据来看，经济型和中高端酒店 RevPAR 增势良好。

风险提示：经济下行风险，开店速度不及预期，入住率持续下滑风险。

（六）锦江股份

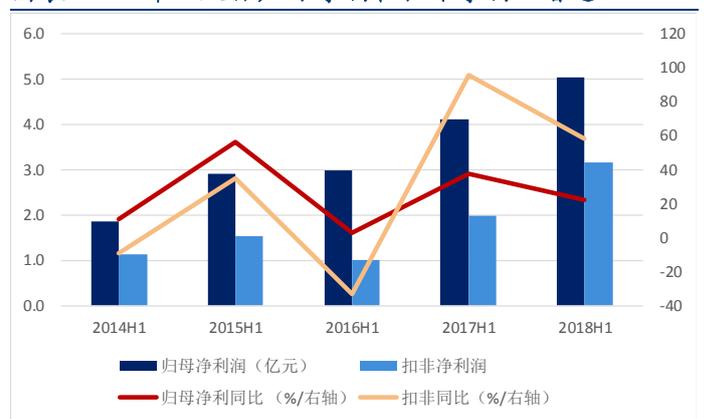
锦江股份 2018H1 实现营业收入 69.39 亿/+10.34%，归母净利 5.03 亿/+22.05%，扣非归母净利 3.16 亿/+58.22%。公司营业收入增长主要是旗下卢浮亚洲、卢浮集团、铂涛集团、维也纳酒店等营业收入同比增长等所致。归母净利增长主要由于：①铂涛集团和维也纳集团营收增加导致净利润增加；②公司取得的上海、杭州、苏州和无锡肯德基投资收益增加；③锦江之星因子公司动迁取得补偿收益；④法国未来适用企业所得税下调导致递延所得税负债减少；⑤出售长江证券股票税前收益比上年同期减少。

图表 68 锦江股份营业收入与增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 69 锦江股份归母净利和扣非净利及增速



资料来源：公司公告，华创证券

酒店业务方面，2018H1 公司有限服务酒店业务实现营收 68.26 亿/+10.73%，其中境内酒店营收 48.47 亿/+10.91%，占比 71.02%；境外酒店营收 19.78 亿/+10.28%，占比 28.98%。合并营收中首次加盟费收入 2.66 亿/+18.80%，持续加盟费 10.40 亿/+18.12%。境内酒店业务营收中，首次加盟费收入 2.66 亿/+18.80%，持续加盟费 5.62 亿/+24.26%。酒店业务实现净利润 3.92 亿/+15.14%，其中境外酒店净利润为 1508 万欧元/-24.79%，主要由于法国企业所得税下调对所得税费影响比上年同期减少所致。

食品及餐饮业务方面，2018H1 食品及餐饮业务实现营收 1.14 亿/-8.93%，主要由于①从事团膳业务的锦江食品营收同增；②从事中式快餐连锁的锦亚餐饮营收同比下降；③锦江同乐因关闭 1 家门店营收同比下降。食品及餐饮业务净利润 1.34 亿/+27.06%，主要由于①上海肯德基营收同增，故公司取得投资收益同比增加；②公司以“成本法”核算投资收益的苏州肯德基、无锡肯德基和杭州肯德基 2017 年度股利比上年同期增加。

酒店布局方面，截止 2018 年 7 月，公司开业酒店 7068 家。7 月净开业酒店 33 家，其中中高端净增 67 家，经济型净减少 34 家。截止 2018 年 7 月，公司已签约待开业酒店 3127 家。

图表 70 锦江股份分自营和加盟酒店数



资料来源：公司公告，华创证券

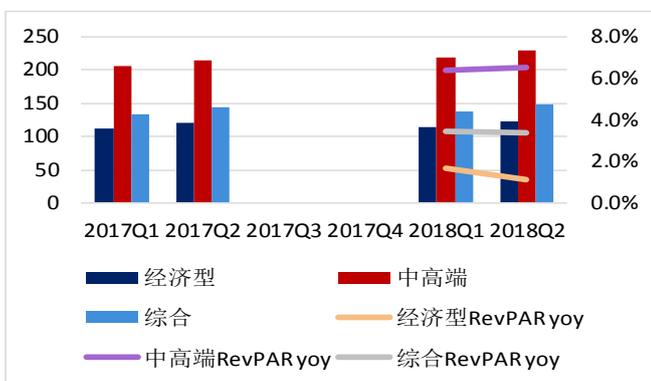
图表 71 锦江股份境内分经济型和中高端酒店数



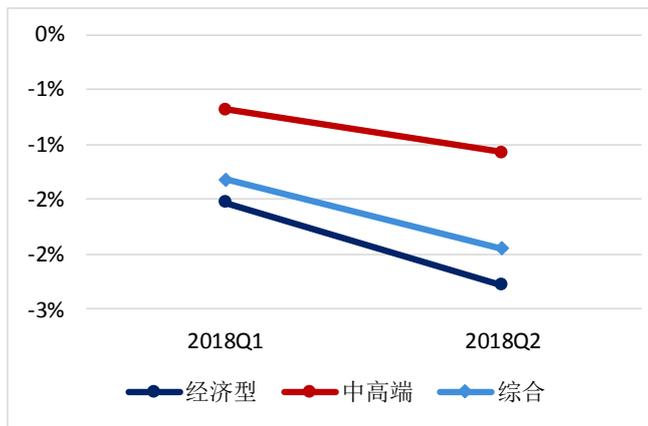
资料来源：公司公告，华创证券

境内同店数据方面，18H1 境内整体同店 RevPAR 为 148.54/+3.40%；平均房价 188.60/+5.96%；入住率 78.76%/-1.95pct。同店直营酒店 RevPAR 为 149.85/+3.14%；平均房价 194.08/+5.47%；入住率 77.21%/-1.75pct。同店加盟酒店 RevPAR 为 148.19/+3.48%；平均房价 187.13/+6.09%；入住率 79.19%/-2.00pct。同店经济型酒店 RevPAR 为 122.57/+1.15%；平均房价 159.66/+4.16%；入住率 76.77%/-2.28pct。同店中高端酒店 RevPAR 为 228.76/+6.52%；平均房价 269.44/+7.86%；入住率 84.90%/-1.07pct。

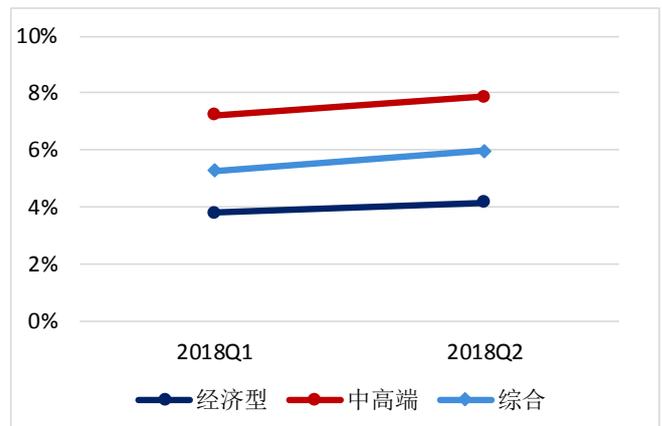
图表 72 锦江同店 RevPAR 及增速



资料来源：公司公告，华创证券

图表 73 锦江同店入住率增速


资料来源：公司公告，华创证券

图表 74 锦江同店平均房价增速


资料来源：公司公告，华创证券

锦江股份 18H1 加盟和中高端酒店占比进一步提高，净增酒店 341 家，7 月净增酒店 33 家，酒店增量和结构性调整持续。受益于提价周期，境内酒店 RevPAR 继续稳步上涨，经济型和中高端同店入住率有所下滑主要由于 7 天酒店关店和升级改造，以及维也纳酒店披露口径调整影响。18H1 境外酒店 RevPAR 趋于稳定，7 月 RevPAR 开始回升，经济型和中高端入住率开始回升标志着欧洲新一轮酒店上升周期的开始。受到境内提价拉升周期的持续以及境外入住率拉升周期的开始，公司基本面有望继续向好。

风险提示：经济下行风险，开店速度不及预期，入住率持续下滑风险。

（七）峨眉山 A

峨眉山 2018H1 实现营业收入 5.25 亿/+0.17%，归母净利 7004 万/+11.56%，扣非归母净利 7057 万/+11.76%。上半年游山人数达到 160.01 万人次/+7.07%，受天气和九寨沟地震影响，峨眉山 2016、2017 游山人数均出现下滑，今年开始逐渐反弹。由于九寨沟地震发生于 17 年 8 月，今年下半年游山人数有望同比明显提升。

18H1 公司毛利率为 39.90%，同比下滑 2.00 个百分点，但归母净利同比增长 11.56%，主要来源于期间费用率的显著下降。销售费用率接近 5 年上半年新低，仅为 4.58%/-2.64pct。管理费用率、销售费用率也有明显下降，分别为 16.26%/-2.35pct 和 0.35%/-0.36pct。期间费用率为 21.19%，同比下滑 5.34 个百分点。公司管理效率进一步提高，下半年有望进一步维持高效管理。

风险提示：经济下行风险，极端天气等不可抗力因素，门票下降后游览人次增长低于预期。

（八）黄山旅游

黄山旅游 2018H1 实现营业收入 6.82 亿/-6.01%，归母净利 2.19 亿/+17.03%，扣非归母净利 1.61 亿/-16.23%。归母净利同增主要因为出售华安证券 800 万股，增加归母净利 4500 万元。黄山上半年共接待进山游客 148.14 万人，同比下降 9.94%。

18H1 公司毛利率为 53.5/+0.42pct，主要由于索道业务与旅游服务业务毛利率的提升。扣非归母净利的下滑主要来自于期间费用率的增加。18H1 公司销售费用率为 5.52%，同比增长 4.39 个百分点，主要由于公司向安徽机场集团黄山机场分公司支付的奖励款及广告宣传费。管理费用率由于职工薪酬上涨近 1000 万，同比增加 1.14pct，达到 14.66%。财务费用率小幅上涨到 0.09%，增长的原因主要为购买理财产品增加以及利息减少所致。因此，公司期间费用率达到了 20.27%，同增 5.80pct。

风险提示: 经济下行风险, 极端天气等不可抗力因素, 门票下降后游览人次增长低于预期。

(九) 三特索道

三特索道 2018H1 实现营业收入 2.67 亿/+24.18%, 归母净利 0.97 亿/+387.56%, 扣非归母净利-0.27 亿/-22.21%, 同比减亏 781 万元, 其中 18Q2 单季扣非归母净利为 63.52 万, 实现 2013Q2 以来首次扭亏为盈。报告期内营收大幅增长, 增速为 5 年内新高。归母净利实现扭亏、扣非归母净利减亏主要由于: 盈利子公司梵净山、华山总体保持收入、利润稳定增长; 部分亏损子公司业绩有所改善; 以及出售咸丰坪坝营公司 100% 股权实现投资收益 1.32 亿。

18H1 公司整体毛利率为 49.34%, 同比增加 1.91 个百分点, 为 2014 至 2018 的上半年数据中第二高。期间费用率方面, 18H1 销售费用率为 4.68%/-1.01pct, 管理费用率为 25.79/-6.03pct, 二者下降主因为广告宣传费用、职工薪酬、以及亏损子公司剥离关停等影响, 财务费用率为 15.09%/+0.63pct。18H1 公司期间费用率达到了 45.56%/-6.41pct, 为 2014 至 2018 的上半年数据中新低, 运营效率显著提高。

风险提示: 经济下行风险, 极端天气等不可抗力因素, 门票下降后游览人次增长低于预期。

(十) 主题公园——海昌海洋公园

1、公司核心竞争力

动物繁育能力——第一护城河: 公司动物保有总量近 6.3 万只, 仅次于 SeaWorld, 远超其他同行业竞争对手, 公允价值数亿元; 拥有动物相关专业人员千余人, 今年开业的上海项目中半数以上动物为公司自行繁育。丰富的动物保有量及保育经验无法短期习得, 成为公司核心竞争力。

项目运营经验——基于可复制经验带来的安全背书。 自大连老虎滩海洋公园 2002 年开业以来, 公司在大连、青岛、天津、烟台、武汉、重庆、成都等地经营着 6 家以极地动物为特色的海洋主题公园、1 家水上世界、1 家以水上游乐设施为主的主题公园, 年游客接待量超 1200 万人次, 累计游客接待量超 1.1 亿人次。通过 8 个项目的积累, 公司如今拥有管理和运营海洋主题公园、水上世界的丰富经验。过往项目均成功实现盈利, 且购票人次不断增长, 团散比优化, ASP 提升, 二次消费增加。

2、今年迎来大型项目扩张大年——上海项目和三亚项目开业在即

上海项目: 公司战略布局重中之重, 地处临港滴水湖畔, 距离市区 1.5h 车程, 距离迪士尼半小时车程, 交通便利; 21 万平超大规模, 数倍于以往项目。园区分为人鱼湾、极地小镇、冰雪王国、海底奇域和海洋部落 5 大主题区和 1 个主题度假酒店, 总投资逾 40 亿。预计今年十一试营业, 11 月中旬正式开业, 19 年客流达到 350 万以上, 实现盈利, 并有望在 2-3 年爬坡期之后成为公司最大利润来源。

三亚项目: 三亚项目临近海棠广场, 一期 23 万平方米, 投资额 9 亿, 建筑面积 8.7 万平方米, 预计 2018 年 12 月开业, 抢滩三亚旺季。定位“海上丝路”主题, 核心娱乐项目包括海洋中央剧场、丝路主题飞行影院、摩天轮餐厅、亚洲最大的鲸鲨馆和主题餐厅、人豚互动主题酒店等, 形态开放新颖, 旨在打造综合旅游休闲度假目的地。

轻资产项目。 公司对海洋公园、水上世界类项目具有丰富的项目管理经验, 当前主抓两个即将开园的自营项目, 同时对外输出管理。当前公司有超过 3 亿轻资产订单, 预计未来望成为公司又一业绩抓手。

公司作为国内快速发展的主题公园行业稀缺标的, 充分发挥自身动物保育及管理经验优势, 以轻重资产结合与提升二次消费占比作为增长点, 加之即将开业的上海、三亚和建设中的郑州项目, 公司业绩有望实现快速增长。

3、风险提示: 新项目开业进展推迟, 游客数量不及预期, 安全事故。

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾就职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名

助理研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：林轩宇

美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王紫洛

南京大学管理学硕士，2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500