

2018年11月01日

餐饮旅游

## 18年三季度报业绩综述：板块估值回调，优选高成长龙头标的

■18Q1-3 中信餐饮旅游行业分类合计实现营收 1046.44 亿元/+23.88%；实现归母净利 91.36 亿元/+27.20%，收入整体稳中有升，利润继续维持高增长。分板块看增速表现：①18Q1-3 营收增速：免税 (+64%) > 出境游 (+14%) > 景区 (+12%) > 餐饮 (+8%) > 酒店 (+7%)；②18Q1-3 归母净利增速：免税 (+42%) > 餐饮 (+29%) > 酒店 (+27%) > 景区 (+22%) > 出境游 (+11%)；③基于行业的增速判断，各板块的行业景气程度如下：免税>酒店>休闲景区>出境游>自然景区。核心标的广州酒家、科锐国际业绩好于预期；中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店业绩均符合预期。

■单季度看：餐饮旅游 18Q3 营收受中国国旅和出境游影响小幅下滑、18Q3 归母净利单季度增速则受景区影响，环比 Q2 同样有所下滑。1) 18Q3 板块营收：餐饮旅游 18Q3 营收增速环比 Q2 下降 12.02pct，主要系中国国旅和出境游板块的收入增速有所放缓所致；2) 18Q3 板块业绩：归母净利增速环比回落 8.01pct，主要系景区板块的业绩下滑较多所致；子板块当中营收增速环比提升的有餐饮(+5.65pct)，归母净利增速环比提升的有出境游(+1.81pct)、酒店(+12.31pct)、餐饮(+30.14pct)。

■我们重点推荐中国国旅、宋城演艺、科锐国际、广州酒家、锦江股份、首旅酒店。1) 中国国旅：三季度报基本符合预期，中长期来看仍有较大空间。①拟议换股和注入的方式注入海免，有望对利润有较大贡献。②海南省免税限额提升确定性仍较高，额度有望提升至 3 万元及以上，或可在短期内落地。③上海市内免税店已完成工商备案，表明中国国旅市内免税业务获得重要进展，相关政策有望加速落地、北京市内免税店落地进程或将同步提速，市内店落地将带来可观增量业绩；④“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平，预计公司 2018-20 年归母净利为 36.9 亿元/46.8 亿元/54.4 亿元；

2) 宋城演艺：千古情模式盈利能力突出，且新一轮项目的培育期及客流量有望更优，轻重资产扩张下公司有望迎来 3~5 年成长性。①新一轮项目业绩加速释放的起点+六间房重组方案调整但出表本质不变且时间和审批通过的可能性更明确；②四大自营项目（桂林阳朔项目今年 7 月底开、张家界+西安项目预计 19 年上半年开园、上海项目预计 19 年年底开园），培育期、客流量及业绩边际贡献或优于上一轮。

## 行业专题报告

证券研究报告

投资评级 领先大市-A  
维持评级

首选股票	目标价	评级
601888	中国国旅	67.20 买入-A
300144	宋城演艺	27.50 买入-A
300662	科锐国际	31.18 买入-A
603043	广州酒家	29.80 买入-A
600754	锦江股份	33.07 买入-A
600258	首旅酒店	23.95 买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.72	4.11	15.55
绝对收益	-12.33	-3.74	-4.96

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

### 相关报告

- 个税改革利好消费板块，继续推荐底部高成长品种 2018-10-21
- 国务院发文促消费，中国国旅市内店获重要进展 2018-10-14
- 酒店 8 月数据回暖显著，国庆黄金周数据向好 2018-10-07
- 擘肌分理，细看美团点评盈利能力 2018-09-20
- 桂林千古情开启宋城业绩加速期，国旅中报收入快增继续推荐 2018-08-13

③公司目前每年客流高达 3000 万人次，对旅行社渠道折扣逐步走低叠加散客占比提升，实际票价或显著提升；④宁乡的成功作为标杆，三个轻资产项目持续化。我们判断未来 3 年主业业绩复合增速从 20% 上移至 30%，叠加作为演艺界龙头，盈利能力强+异地快速复制经营现金流每年 20 亿+足以支撑新一轮扩张；⑤公司轻资产项目潜力大，且公司现金、管理经验及输出能力均能支持。预计公司 2018-20 年归母净利润为 13.2 亿元/17.1 亿元/18.8 亿元；

3) 科锐国际：①未来国内在“人工成本提升+第三产业占比提升+人口老龄化+企业对灵工接受程度持续提高”的四大因素推动，国内灵活用工行业未来有望实现长期的高成长性；②公司为国内民营的人服龙头，在“一体两翼”技术推进+全球化运营网络布局下，领先优势预计将扩大，有望持续享有龙头效应；③新收购的英国子公司业绩好于预期。预计公司 2018-20 年归母净利润 1.11 亿元/1.55 亿元/2.07 亿元，对应增速 49%/40%/33%；

4) 广州酒家：18H1 业绩好于预期，食品供不应求下产能有望翻倍驱动收入快增+餐饮业务老店增速回暖+良好的现金流（17 年经营现金流 4.2 亿，自由现金流 2.5 亿）+估值相对便宜（18 PE 23x，19 年预计 PE 19x），高 ROE（近 20%，高于行业平均）盈利能力突出+高分红（17 年现金分红占净利 42%），产能释放+渠道区域扩张+高管股权激励方案落地带动业绩中枢上移。预计公司 2018-20 年归母分别 4.35 亿元/4.98 亿元/5.75 亿元；

5) 锦江股份：公司 18Q1-3 的轻资产加盟扩张势头强劲，且储备店数持续增多，显示较好的成长可持续性；未来若宏观预期改善，锦江作为酒店行业龙头之一，有望迎来业绩增速和估值双修复，弹性较大，预计公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 11.40/14.23/17.07 亿元；

6) 首旅酒店：公司 18 年大概率实现 450 家开店计划，轻资产加盟扩张及整体 RevPAR 提升两大趋势不变，叠加激励制度优秀及核心高管持股；未来若宏观预期改善，首旅作为酒店行业龙头之一，有望迎来业绩增速和估值双修复，弹性较大，预计公司 2018-20 年的归母净利润为 8.7 亿元/9.5 亿元/11.3 亿元；扣非后归母净利 7.3 亿元/9.1 亿元/10.9 亿元，增速为 22%/25%/20%；

■**风险提示**：宏观经济增长速度放缓、产品结构调整进度不及预期、境外目的地受地缘政治影响导致客流减少、景区目的地天气等不可控因素造成的影响等

## 内容目录

1. 社服行业 2018 三季度业绩汇总.....	5
2. 细分子板块：免税、酒店符合预期，人服龙头超预期亮眼.....	8
2.1. 免税：业绩符合预期，广阔增量空间值得期待.....	8
2.2. 酒店：短期波动不改“产品结构升级驱动提价+轻资产加盟扩张”长期逻辑.....	8
2.2.1. 锦江股份：18Q3 扣非业绩+23%符合预期，9 月 RevPAR 增速或受天气影响.....	10
2.2.2. 首旅酒店：Q3 RevPAR+4.1%环比小幅回落，轻资产扩张及中高端提升不变.....	15
2.3. 出境游：Q3 泰国游受事件影响低于预期，有望加速中小旅行社出清.....	19
2.3.1. 众信旅游：单季业绩受事件性因素影响，零售业务拓展顺利盈利能力大幅提升.....	20
2.4. 景区：自然景区降门票政策落地，.....	21
2.4.1. 宋城演艺：三季度主业继续快增，千古情轻重资产模式下稳步扩张.....	23
2.4.2. 中青旅：18Q1-3 扣非业绩+20.85%，双镇中长期成长逻辑不变.....	24
2.5. 人服：科锐 18Q3 扣非业绩+64%好于预期，灵活用工带动主业高成长.....	25
3. 行业估值：从 PE、PB、PS 看行业估值.....	27
4. 投资建议与观点：板块估值回调，优选高成长龙头标的.....	29
5. 风险提示.....	31

## 图表目录

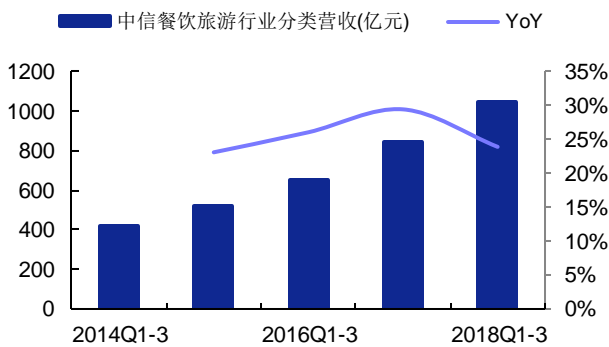
图 1：餐饮旅游板块整体完成营收 1046.44 亿元.....	5
图 2：餐饮旅游板块归母净利增速 27.20%.....	5
图 3：Q1-3 各子版块营收增速.....	5
图 4：Q1-3 各子版块归母净利增速.....	5
图 5：免税营收维持高增速.....	6
图 6：免税归母净利增速位居前列.....	6
图 7：2018Q1-3 餐饮旅游板块归母净利率为 8.73%.....	6
图 8：2018Q1-3 餐饮旅游板块期间费用率为 30.52%.....	6
图 9：各子版块归母净利率.....	7
图 10：各子版块期间费用率.....	7
图 11：酒店板块前三季度营收及增速.....	9
图 12：酒店板块前三季度归母净利及增速.....	9
图 13：酒店板块利润率.....	9
图 14：酒店板块期间费用率.....	9
图 15：锦江 18Q1-3 营收 109.57 亿元/+9.23%.....	10
图 16：锦江 18Q1-3 归母净利 8.72 亿元/+22.51%.....	10
图 17：锦江 18Q1-3 净利率 10.34%/+1.03pct.....	11
图 18：锦江 18Q3 期间费用率同比下降 1.8pct.....	11
图 19：锦江 18Q1-Q3 经营性现金流 25.23 亿.....	11
图 20：锦江 18Q1-3 ROE 同比继续提升.....	11
图 21：18 年 1-9 月：锦江股份境内酒店整体 RevPAR 月度同比增速.....	12
图 22：18 年 1-9 月：锦江股份境内酒店整体平均房价月度同比增速.....	12
图 23：18 年 1-9 月：锦江股份境内酒店整体入住率月度同比增速.....	13
图 24：16Q1-18Q3：锦江股份直营及加盟酒店明细（家）.....	13
图 25：截至 18Q3，公司的加盟店占比提升至 85.9%.....	14
图 26：16Q1-18Q3：锦江股份经济及中高端酒店明细（家）.....	14

图 27: 截至 18Q3, 公司的中高端酒店占比提升至 31.2%.....	15
图 28: 14Q1-18Q3 期间, 如家加盟店数量持续增长, 轻资产加盟扩张延续.....	16
图 29: 截至 18Q3, 如家加盟店数占比已提升至 75.6%.....	16
图 30: 14Q1-18Q3 期间, 如家中高端酒店数量持续增长, 产品结构持续升级.....	17
图 31: 截至 18Q3, 如家中高端酒店数占比已提升至 16.9%.....	17
图 32: 13Q1-18Q3: 如家成熟店整体 RevPAR 各季度同比增速.....	18
图 33: 13Q1-18Q3: 如家成熟店整体平均房价 (ADR) 各季度同比增速.....	18
图 34: 13Q1-18Q3: 如家成熟店整体出租率 (OCC) 各季度同比增速.....	18
图 35: 出境游板块 2018Q1-3 营收及增速.....	19
图 36: 出境游板块 2018Q1-3 归母净利及增速.....	19
图 37: 出境游板块 2018Q1-3 利润率.....	20
图 38: 出境游板块 2018Q1-3 费用率.....	20
图 39: 休闲景区板块 2018Q1-3 营收及增速.....	21
图 40: 休闲景区板块 2018Q1-3 归母净利及增速.....	21
图 41: 自然景区板块 2018Q1-3 营收及增速.....	21
图 42: 自然景区板块 2018Q1-3 归母净利及增速.....	21
图 43: 休闲景区板块 2018Q1-3 利润率.....	22
图 44: 休闲景区板块 2018Q1-3 费用率.....	22
图 45: 自然景区板块 2018Q1-3 利润率.....	22
图 46: 自然景区板块 2018Q1-3 费用率.....	22
表 1: 酒店板块公司 2018Q1-3 财务指标明细.....	10
表 2: 酒店企业倍数.....	10
表 3: 出境游板块公司 2018Q1-3 财务指标明细.....	20
表 4: 景区板块公司 2018Q1-3 财务指标明细.....	22
表 5: PE 估值表.....	27
表 6: PS 估值.....	28
表 7: PB 估值.....	28

## 1. 社服行业 2018 三季度报业绩汇总

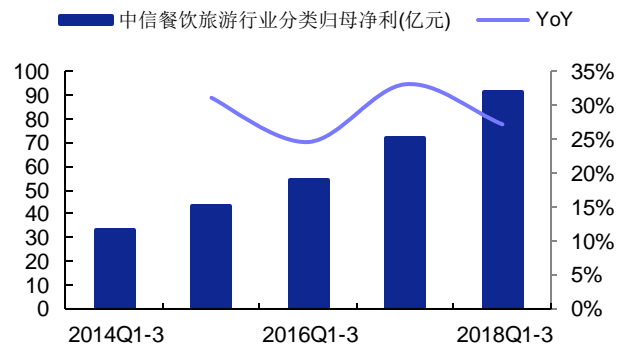
按照中信餐饮旅游行业分类，目前 32 家公司 2018Q1-3 业绩已披露完毕，合计实现营业收入 1046.44 亿元/+23.88%；实现归母净利 91.36 亿元/+27.20%，收入整体稳中有升，利润继续维持高增长；Q3 营收增速环比 Q2 下降 12.02pct，中国国旅和出境游板块的收入增速有所放缓所致；Q3 归母净利增速环比 Q2 回落 8.01pct，主要系景区板块的业绩下滑较多所致，子版块当中营收增速环比提升的有餐饮(+5.65pct)，归母净利增速环比提升的有出境游(+1.81pct)、酒店 (+12.31pct)、餐饮 (+30.14pct)；我们继续重点推荐中国国旅、宋城演艺、科锐国际、广州酒家、锦江股份、首旅酒店。

图 1：餐饮旅游板块整体完成营收 1046.44 亿元



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：餐饮旅游板块归母净利增速 27.20%



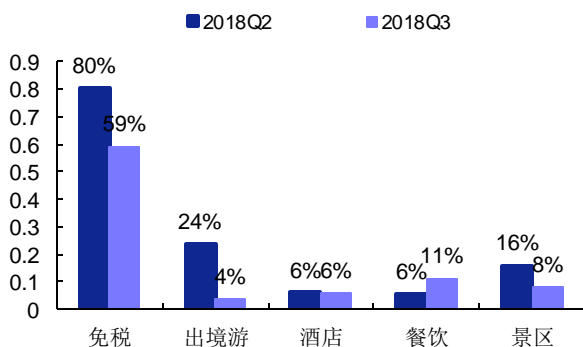
资料来源：Wind，安信证券研究中心

分季度看，按照中信餐饮旅游行业分类：1)收入端，18Q3 完成营收 411.83 亿元/+18.57%，18Q2 餐饮旅游行业合计实现营业收入 352.63 亿元/+30.59%；18Q3 营收增速环比下降 12.02pct 实现加速；

2) 归母净利端，18Q3 增速环比 18Q2 回落 8.01pct：18Q3 餐饮旅游行业合计实现归母净利 39.25 亿元/+20.12%；18Q2 实现 30.41 亿元/+28.14%，业绩增速回落主要因出境游和酒店板块的 Q3 业绩增速有所放缓所致。

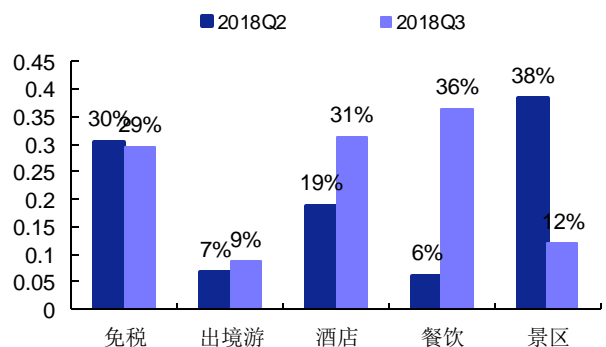
3) 分子版块看增速变化：①营收端：免税增速环比下降 21.10pct、出境游增速环比下降 20.00pct、景区增速环比下降 7.85pct；②归母净利端：免税增速环比下降 1.13pct、出境游增速环比上升 1.81pct、景区增速环比下降 26.40pct；

图 3：Q1-3 各子版块营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

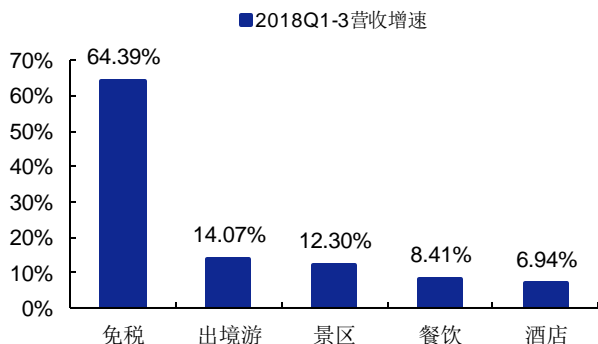
图 4：Q1-3 各子版块归母净利增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

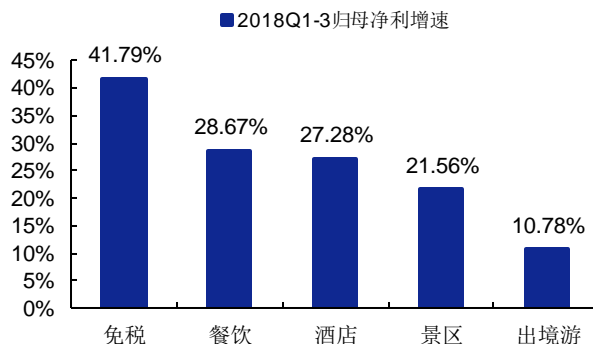
子版块 Q1-3 增速表现：①营收增速：免税>出境游>景区>餐饮 >酒店；②归母净利增速：免税>餐饮>酒店>景区>出境游，免税（中国国旅）收入和业绩受益于离岛免税三亚海棠湾店高速增长、以及上海北京机场店高速增长所驱动；③基于行业的增速判断，各板块的行业景气程度如下：免税>酒店>休闲景区>出境游>自然景区，重点标的中国国旅、锦江股份、首旅酒店业绩均基本符合预期。

图 5：免税营收维持高增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

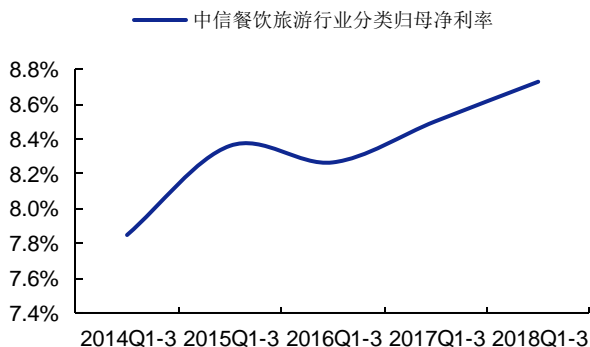
图 6：免税归母净利增速位居前列



资料来源：Wind，安信证券研究中心

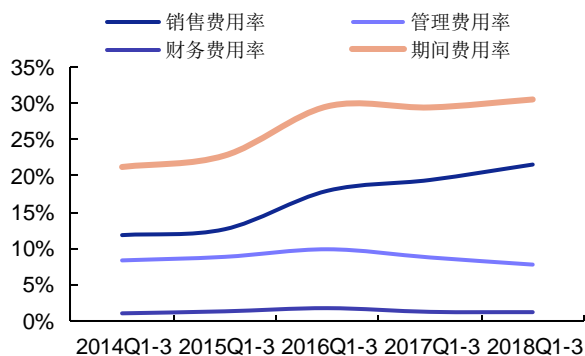
盈利能力表现持续优化：按照中信餐饮旅游行业分类，①整体归母净利率同比增长 0.23pct 达到 8.73%；②其中景区板块归母净利率 16.16%/+1.23pct 延续了强势增长表现，主要由于休闲景区转型（增加游客停留时长）及客源结构优化（商旅/会展游客比例增加）提升了景区客单价原因所致；

图 7：2018Q1-3 餐饮旅游板块归母净利率为 8.73%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

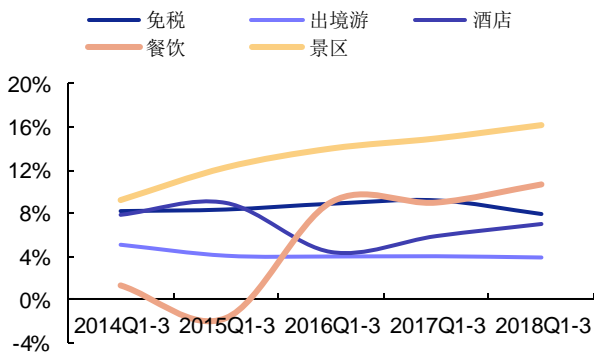
图 8：2018Q1-3 餐饮旅游板块期间费用率为 30.52%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

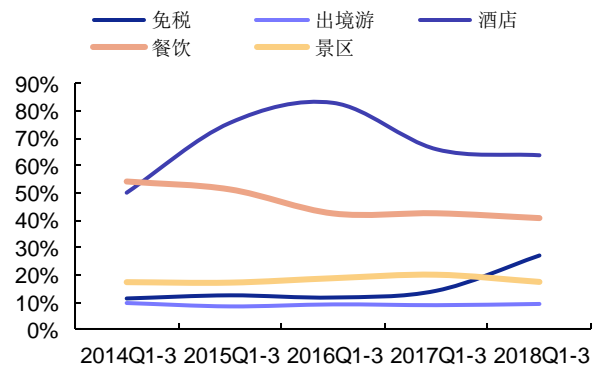
费用率小幅提升：餐饮旅游板块 18Q1-3 整体期间费用率 30.52%/+1.1pct 小幅提升；酒店板块 18Q1-3 期间费用率 63.79%/-2.21pct 下降明显，主要受益轻资产加盟扩张+同店提价驱动。

图 9：各子版块归母净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：各子版块期间费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 细分子板块：免税、酒店符合预期，人服龙头超预期亮眼

### 2.1. 免税：业绩符合预期，广阔增量空间值得期待

**业绩简述：**2018Q1-3 实现营收 341 亿元/+64.39%，归母净利 27.05 亿元/+41.79%，归母扣非净利 26.93 亿元/+42.50%，基本 EPS 1.3855/+41.78%。2018Q3 单季实现营收 130 亿元/+59.19%，归母净利 7.86 亿元/+29.34%。

业绩符合预期，三亚海棠湾免税销售额持续快增、上海北京机场店高速增长，驱动收入高速增长。2018Q1-3 实现营收 341 亿元/+64.39%，2018Q3 单季实现营收 130 亿元/+59.19%，主要系表日上上海、三亚海棠湾免税销售额持续快增驱动。①三亚海棠湾销售额持续保持高速增长，2018 年 1-9 月累计销售额约 56.29 亿元/+29.58%；2018Q3 销售额约 15.57 亿元/+34.80%；主要系进店客流量保持增长（约 10%+增速）且进店购买转化率大幅提升（约提升 5pct）。②估计日上上海贡献收入 71.70 亿元，同比增速约为 30%以上。③首都机场销售额保持高速增长，估计 2018Q1-Q3 收入增速达 30%以上。

分版块看，三亚海棠湾盈利增速放缓，北京上海持续快增，香港机场亏损收窄。1) 三亚海棠湾 2018Q1-3 净利率较 2018H1 下降 3.9pct 至 15.1%，Q3 单季净利率下滑至 4.75%，主要系①新租海棠湾三层产生租金，②特许经营费增加，③提前计提高管奖金等因素影响。2) 首都机场经营状况改善、烟酒产品拉升毛利率，2018Q1-3 净利率较 2018H1 提升 1.03pct 至 2.70%。3) 香港机场烟酒段呈减亏趋势，2018Q3 单季亏损约 0.41 亿元，亏损收窄，系 2018 年 7 月起门店全面开始营业，贡献增量收入。4) 日上上海自 2018 年 3 月起并表，收入高速增长，估计 2018Q1-3 增速在 30%以上，盈利能力维持稳定，2018Q1-3（不包括 2018 年 1-2 月）净利率约 5.39%。

三费受事件性因素影响增幅较大，拉低盈利水平。1) 一次性高管薪酬增加导致管理费用率提升 2.29pct 至 2.95%，管理费用率未来有望恢复到正常水平、并随规模提升呈下降趋势；2) 报告期内产生汇兑损失导致财务费用率提升 0.65pct 至 0.14%，主要系人民币贬值导致；3) 销售费用率大幅提升 12.65pct 至 24.04%，主要系①特许经营费增幅较大，②并表日上上海，③香港机场烟酒段负担较高扣点所致，从单季数据来看，2018Q3 单季销售费用率已呈回落趋势，较 2018Q2 单季有较大降幅，主要系香港机场烟酒段于 2018 年 7 月起全面展开营业，收入同比提升。

仍有较大增量空间值得期待。1) 2018 年 10 月 22 日晚，公司公告称拟以股权交换及注入方式控股海免公司 51%股份，市占率进一步提高；按 2017 年海免业绩算，并购有望增厚中国国旅 18 年业绩约 1.3%；预计中国国旅收购海免公司后，取代原供货商 DFS 供货，有望大幅提升海免公司盈利能力（提升 10-15pct），贡献更多增量业绩。2) 海南省免税限额提升确定性仍较高，额度有望提升至 3 万元及以上，或可在短期内落地。3) 上海市内免税店已完成工商备案，表明中国国旅市内免税业务获得重要进展，相关政策有望加速落地、北京市内免税店落地进程或将同步提速，市内店落地将带来可观增量业绩；4) “进三争一”目标明确，中国免税走向世界，有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。

### 2.2. 酒店：短期波动不改“产品结构升级驱动提价+轻资产加盟扩张”长期逻辑

**2018Q1-3 酒店板块合计实现营收 249.37 亿/+7.23%，完成归母净利 16.63 亿/+22.03%；**营收增速低于 17Q1-3 主要系①2017 年并表因素影响导致收入及业绩口径不可比，②自营店关店数同比增多以及 18Q1-2 改造门店数同比增多所致；业绩增速低于 17Q1-3 同样系①2017 年并表因素影响导致收入及业绩口径不可比；②18 年酒店经过 17 年回暖后业绩基数变大，

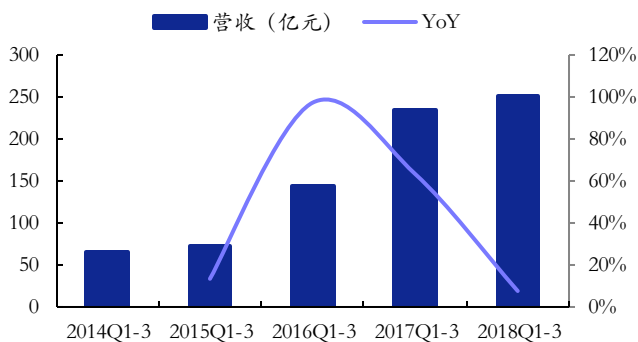


以及 18Q3 业绩增速小幅放缓所致。中长期看，18Q1-3 继续验证酒店产品升级带来的提价逻辑，同时酒店集团加盟店占比持续提升更加轻资产化，带动公司盈利能力提升。

**18Q3 酒店板块营收增速环比下降 0.50pct，归母净利增速环比下降 3.69pct；**我们判断主要因 18Q3 酒店板块的经营业绩基数相对较高，以及受酒店商旅需求小幅下滑影响（9 月恶劣天气+中秋错位影响），业绩增速有所放缓所致。

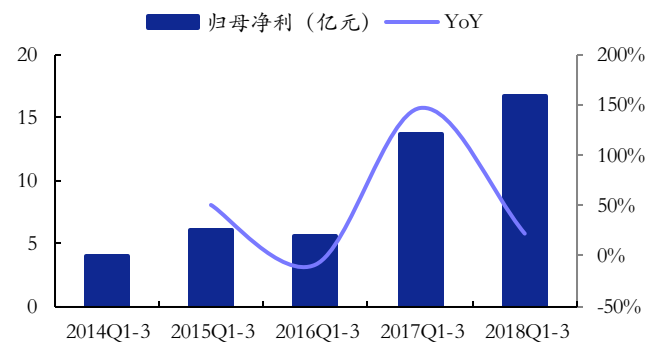
其中①**锦江股份 18Q3**：实现归母净利 3.69 亿/+23.14%，扣非净利 3.62 亿/+22.63%，主要受益于铂涛等子公司业绩增长核心驱动（门店提价+轻资产扩张），未来在加盟扩张步伐提速，铂涛提价+维也纳新店成熟+整合效应下，公司中长期业绩成长性有望延续；②**首旅酒店 18Q3**：实现归母净利 4.62 亿/+49.03%、扣非净利 3.48 亿/+13.92%，主要受益于平均房价提升和轻资产加盟扩张驱动，公司 18Q1-3 新开店 375 家，全年大概率实现 450 家门店的开张计划，加盟扩张的成长势头延续。

图 11：酒店板块前三季度营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：酒店板块前三季度归母净利及增速

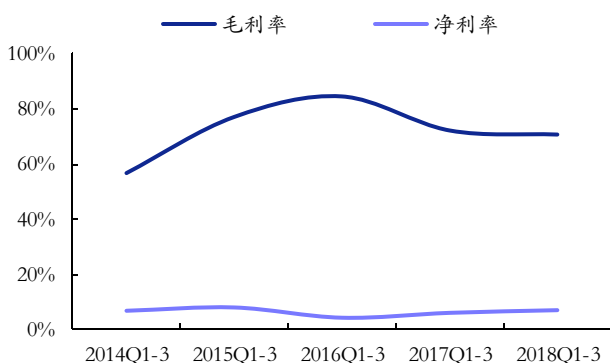


资料来源：Wind，安信证券研究中心

**2018Q1-3 酒店板块整体毛利率 70.78%/ -1.48pct 下降较为明显。**主要由于华天酒店 18Q1-3 地产业务收入同比增加拉低毛利率（同比下降 6.89pct），以及国旅联合业务结构改变（高毛利率旅游业务占比减少）所拖累。锦江和首旅 18Q1-3 的毛利率同比 -0.64pct 和 -0.04pct，环比基本持平。

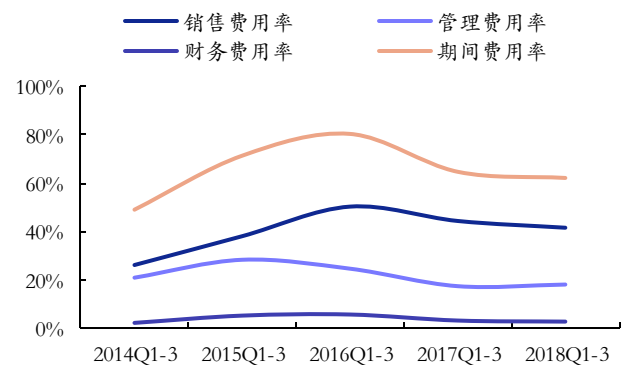
**2018Q1-3 酒店板块期间费用率 62.11%/ -2.57pct。**我们判断主要系两家酒店集团关停部分自营店所致+轻资产模式持续推进所致，整体盈利能力继续稳步上行。

图 13：酒店板块利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 14：酒店板块期间费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1: 酒店板块公司 2018Q1-3 财务指标明细

		营业收入 YOY	归母净利 YOY	毛利率	毛利率变 动(pct)	归母净利 率	归母净利 率变动 (pct)	期间费用 率	期间费用 率变动 (pct)	ROE	ROE 变 动(pct)
600754.SH	锦江股份	9.23%	22.51%	89.70%	-0.64	7.96%	0.86	79.72%	-2.41	5.35	1.54
600258.SH	首旅酒店	0.90%	45.62%	94.56%	-0.04	12.59%	3.86	78.44%	-1.82	8.22	0.71
000610.SZ	西安旅游	15.95%	-10.56%	5.84%	-1.05	-1.69%	0.50	7.99%	-3.69	-2.03	1.10
000613.SZ	大东海 A	8.05%	146.85%	60.44%	0.84	2.71%	1.52	52.98%	-0.07	0.77	0.44
000428.SZ	华天酒店	0.39%	38.64%	53.72%	-6.89	-29.13%	-8.04	90.14%	2.36	-7.72	-2.05
000524.SZ	岭南控股	9.86%	14.74%	15.89%	-1.10	3.07%	0.13	11.82%	-1.15	5.42	0.47
601007.SH	金陵饭店	15.29%	-17.66%	62.70%	1.03	7.62%	-3.05	48.76%	0.43	3.38	-0.88
600358.SH	国旅联合	18.26%	-136.14%	20.38%	-15.65	-8.58%	-36.64	27.33%	-29.73	-4.38	3.68

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: 酒店企业倍数

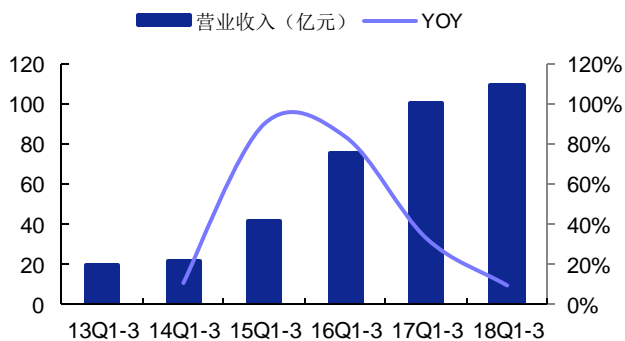
排序	证券代码	证券简称	企业倍数(EV/EBITDA)
1	000613.SZ	大东海 A	334.35
2	000610.SZ	西安旅游	98.51
3	600358.SH	国旅联合	19.66
4	000524.SZ	岭南控股	11.05
5	600754.SH	锦江股份	10.87
6	601007.SH	金陵饭店	10.68
7	000428.SZ	华天酒店	9.57
8	600258.SH	首旅酒店	8.85

资料来源: wind, 安信证券研究中心

### 2.2.1. 锦江股份: 18Q3 扣非业绩+23%符合预期, 9 月 RevPAR 增速或受天气影响

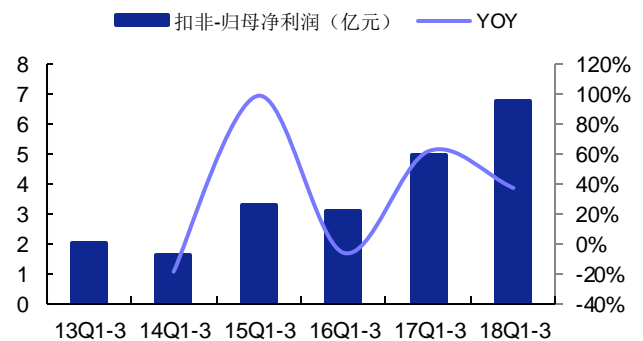
公司发布三季报: ①18Q3: 营收 40.17 亿元/+7.37%, 归母净利 3.69 亿元/+23.14%; 扣非后归母净利 3.62 亿元/+22.63%; ②18Q1-3: 营收 109.57 亿元/+9.23%, 归母净利 8.72 亿元/+22.51%; 扣非后归母净利 6.77 亿元/+36.99% (非经常性损益 1.95 亿元, 主要为子公司动迁补偿收益 8531 万元、出售长江证券股票获投资收益 7733 万元、以及法国卢浮的未来所得税下调带来的当期损益 5723 万元等所致, 去年同期非经常性损益 2.2 亿元); ③9 月数据: 境内酒店整体: RevPAR+1.8%, 平均房价+8.7%, 出租率-5.15pct。

图 15: 锦江 18Q1-3 营收 109.57 亿元/+9.23%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 16: 锦江 18Q1-3 归母净利 8.72 亿元/+22.51%

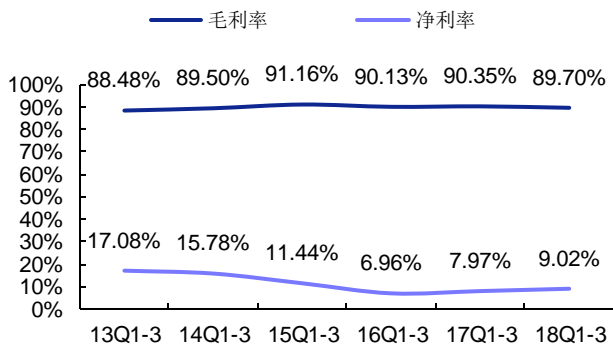


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**财务指标:** 1) 18Q3 境内酒店财务指标: 营收 28.50 亿元/+9.99%。其中,首次加盟费 1.55 亿元/+21.50%,持续加盟费收入 3.98 亿元/+40.78%,加盟业务持续释放高利润收入。2) 各酒店品牌 18Q1-3: 铂涛集团业绩大增 42%,维也纳酒店持平。①铂涛集团:营收 32.61 亿元/+10.5%,净利润 3.19 亿元/+41.7%;②维也纳酒店:营收 19.7 亿元/+21.08%,归母净利润 1.81 亿元/-1.4%;③锦江都城系:营收 20.98 亿元/-0.5%,归母净利润 2.01 亿元/-3.4%;④卢浮集团:营收 3.97 亿欧元/+4.20%,归母净利 2400 万欧元/-1.7%。

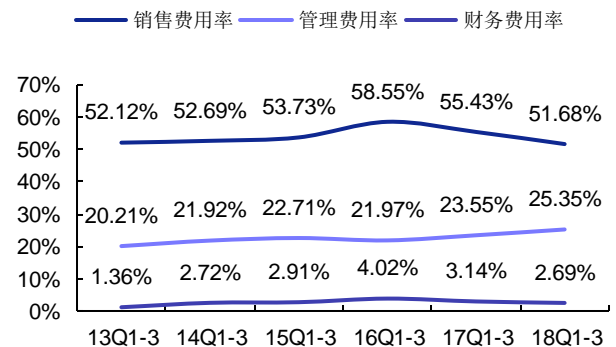
**轻资产加盟扩张持续+关闭盈利较差直营店,公司 18Q3 期间费用率同比下降 1.8pct,盈利能力继续提升。**①18Q3 销售费用率 48.57%/-2.98pct,我们判断主要系公司关闭较多的直营门店所致(经营不善、租约到期及政府用地收回等),使得 18Q3 的整体折旧摊销及人工成本有所下降;②管理费用率 24.15%/+1.43pct,小幅增长判断主要系加盟店数量持续增多,使得一般行政费用增多所致。③财务费用 0.93 亿元,环比基本持平。④18Q3 实现净利率 10.34%/+1.03pct,主要受益关闭盈利较差的直营店(7 天),叠加持续轻资产加盟扩张所致,未来盈利能力有望继续提升。2018Q1-Q3 经营性现金流达到 25.23 亿,维持充沛稳健。

图 17: 锦江 18Q1-3 净利率 10.34%/+1.03pct



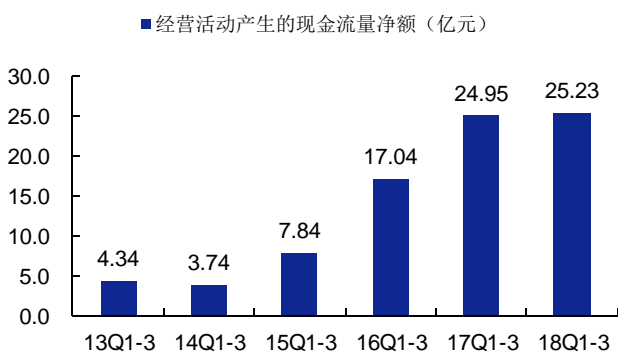
资料来源:公司公告,安信证券研究中心

图 18: 锦江 18Q3 期间费用率同比下降 1.8pct



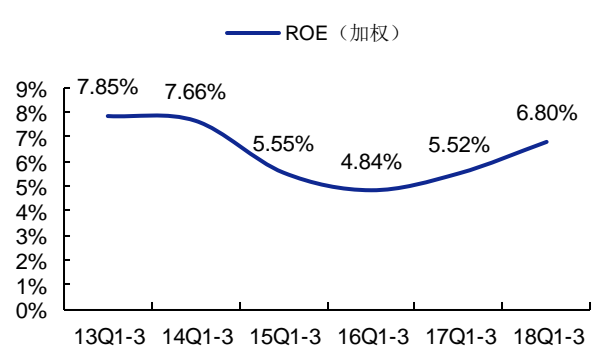
资料来源:公司公告,安信证券研究中心

图 19: 锦江 18Q1-Q3 经营性现金流 25.23 亿



资料来源:公司公告,安信证券研究中心

图 20: 锦江 18Q1-3 ROE 同比继续提升

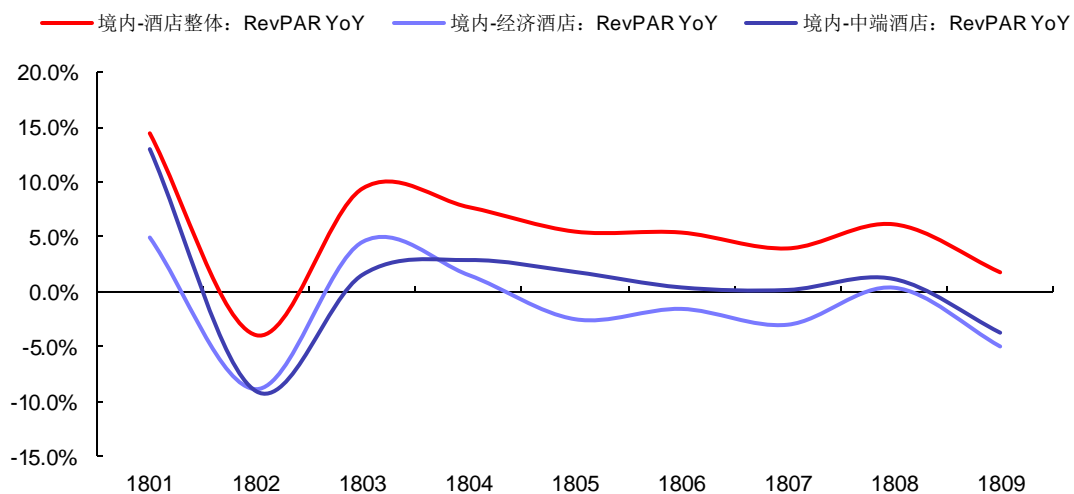


资料来源:公司公告,安信证券研究中心

**经营指标:** 锦江 18Q3 境内酒店整体 RevPAR+4.1%, 环比小幅回落, 整体经营符合预期。①18Q3 境内酒店整体: RevPAR+4.1%/环比 18Q2+6.2%小幅回落, 受益中端占比提升驱动平均房价+8.7%, 出租率 82.65%/-3.7pct。分项来看,经济型酒店 RevPAR -2.3%, 平均房价+2.1%, 出租率-3.7pct; 中端酒店 RevPAR -0.7%, 平均房价+4.8%, 出租率-4.7pct; ②18Q1-3 境内成熟店: RevPAR+2.7%, 平均房价+5.6%, 出租率-2.2pct。其中,经济型成熟店 RevPAR +0.2%, 平均房价+3.4%, 出租率-2.5pct; 中端成熟店 RevPAR +5.8%, 平均房

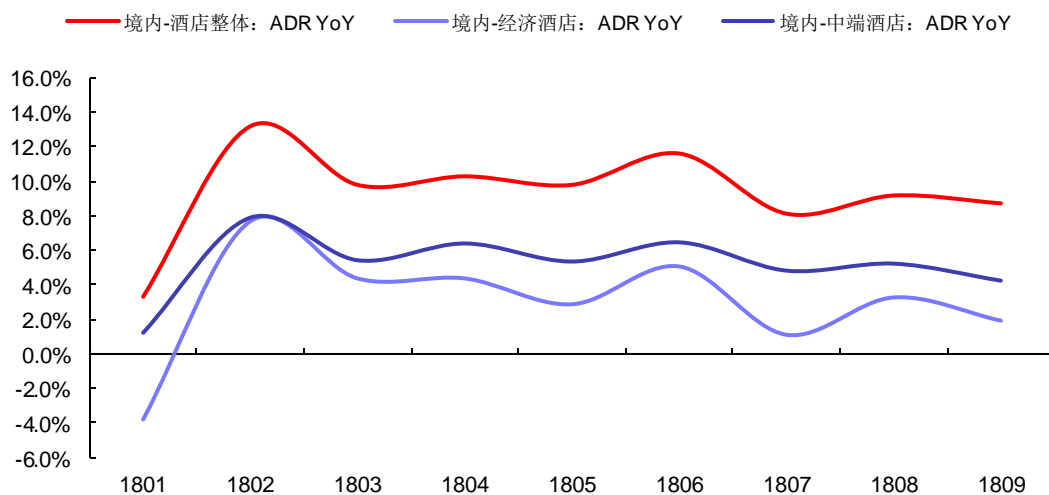
价+7.7%，出租率-1.6pct；③18Q3 境外酒店整体：RevPAR +1.4%，平均房价+0.2%，出租率+0.8pct。

图 21：18 年 1-9 月：锦江股份境内酒店整体 RevPAR 月度同比增速



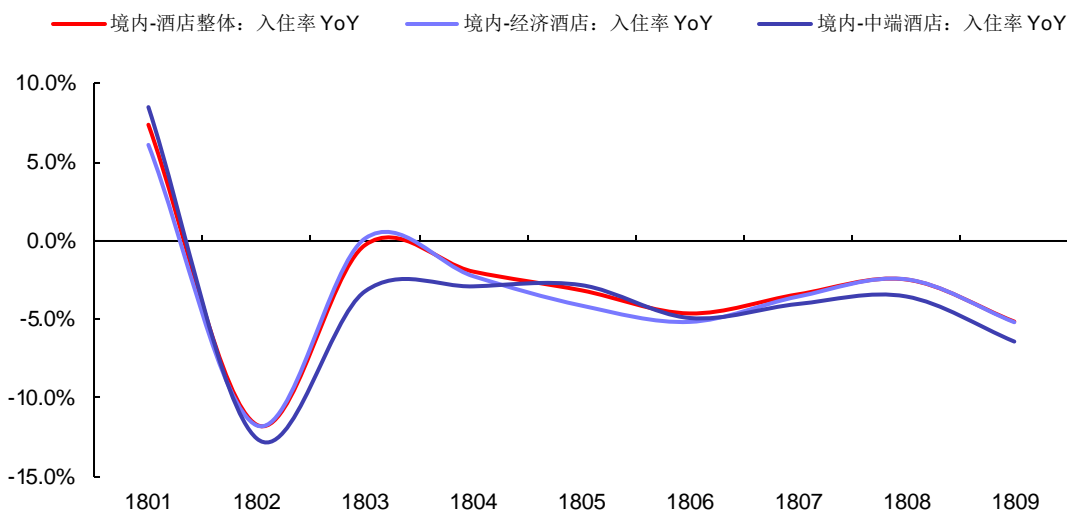
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：18 年 1-9 月：锦江股份境内酒店整体平均房价月度同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 23：18 年 1-9 月：锦江股份境内酒店整体入住率月度同比增速

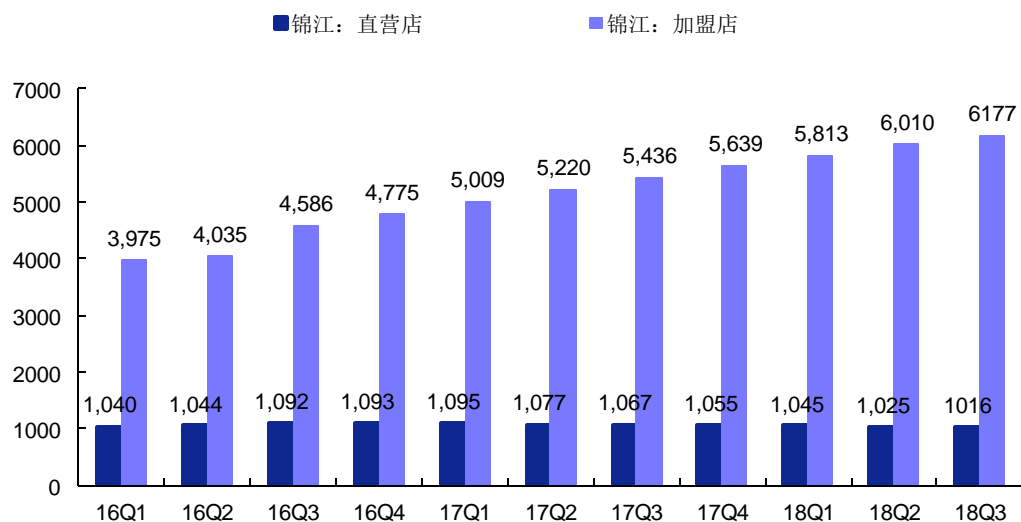


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

锦江 18Q1-3 整体新开店 841 家，中端酒店净增 529 家，产品结构升级+轻资产化趋势延续。

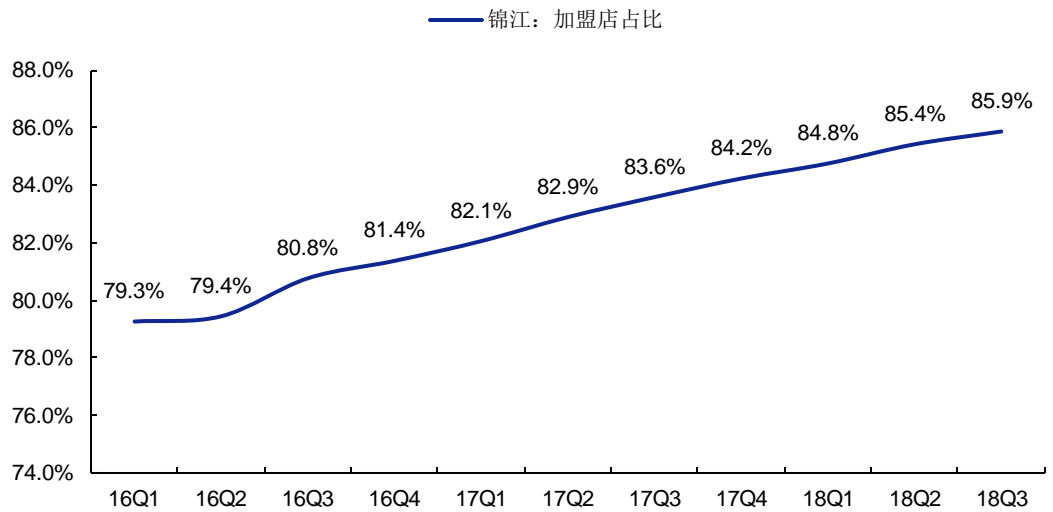
①轻资产模式快速扩张：18Q1-3 公司新开业酒店 841 家，大概率实现年初的 900 家经营计划；关店 342 家，净增 499 家。其中，直营酒店相比年初净减少 39 家，加盟酒店净增多 538 家，加盟店占比继续提升至 85.88%/相比 18 年初提高 3.81pct；储备门店数增至 3305 家/相比 18 年初继续增多 630 家，后续展店储备充足；

图 24：16Q1-18Q3：锦江股份直营及加盟酒店明细（家）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

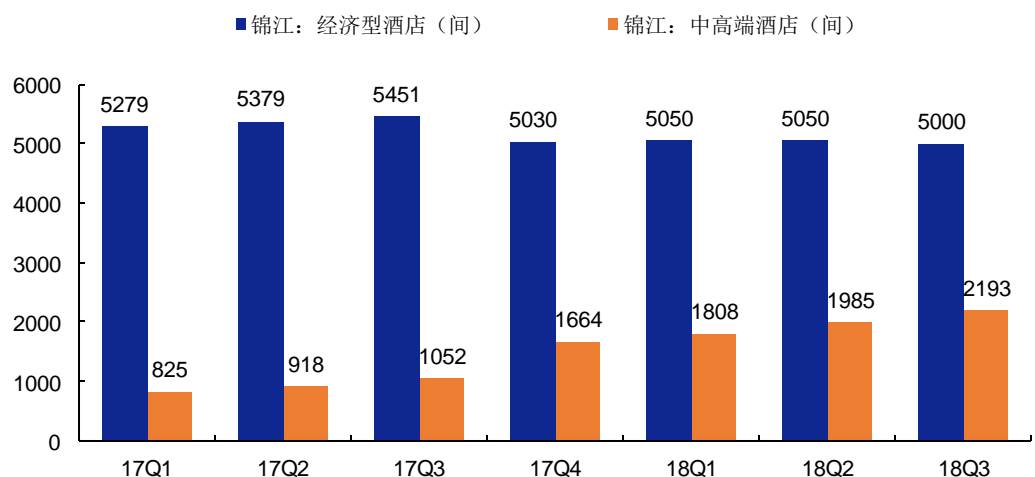
图 25：截至 18Q3，公司的加盟店占比提升至 85.9%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

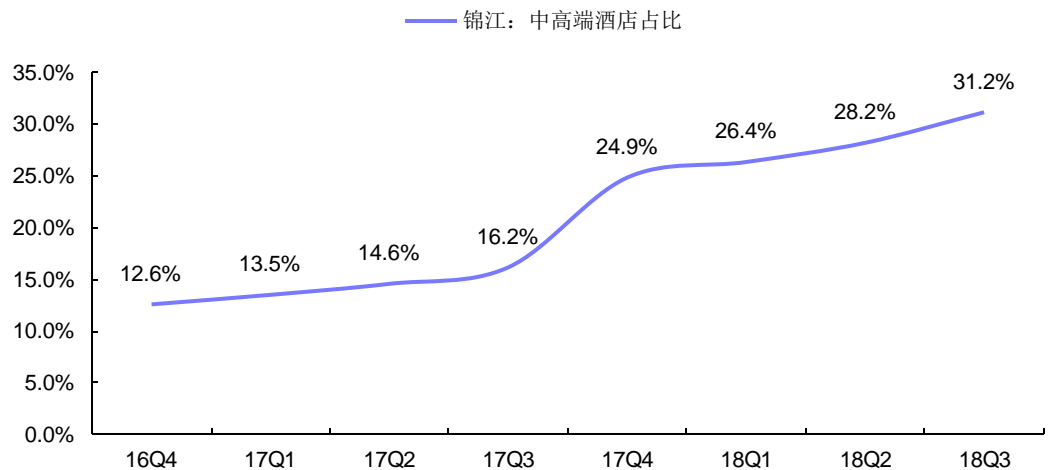
②产品结构持续升级：截止 18 年 9 月末，公司的中端酒店数 2193 家/净增加 529 家，占比提升至 30.49%/相比 18 年初提升 5.63pct。拆分子品牌看，麗枫/维也纳国际/维也纳酒店三个品牌分别净增 106 家/92 家/157 家，为中端酒店的展店核心，主打三四线的维也纳 3 好净增 36 家，占比相对有限；截止 18 年 9 月末，经济型酒店 5000 家/净减少 30 家，占比降低至 69.51%，主要是七天酒店净减少 104 家所致，锦江之星/派酒店/IU 酒店分别净增 14 家/26 家/23 家。公司在本轮中端酒店崛起后，主打中端酒店圈地式的快速扩张策略，酒店的产品结构持续升级。

图 26：16Q1-18Q3：锦江股份经济及中高端酒店明细（家）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 27：截至 18Q3，公司的中高端酒店占比提升至 31.2%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

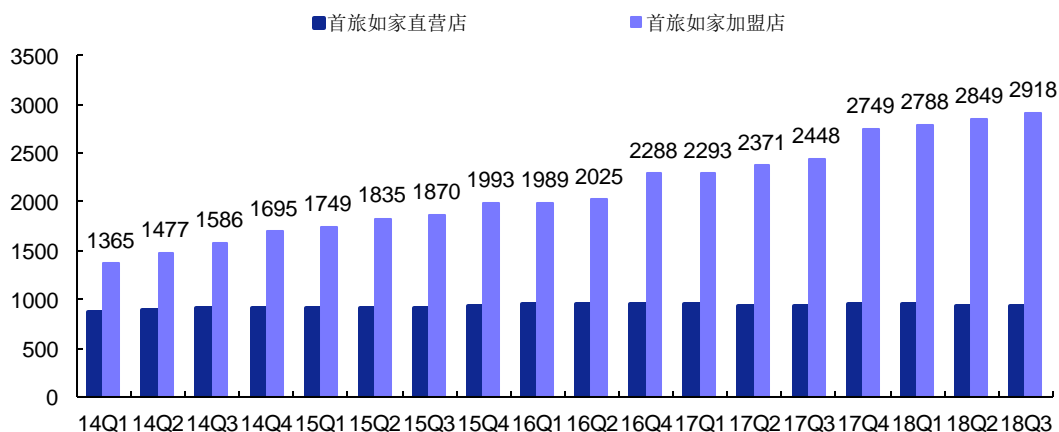
**18Q3 境内平均房价增长 8.7%推动 RevPAR+4.1%，业绩增速符合预期。**公司 18Q3 整体 RevPAR+4.1%，环比 18Q2 的+6.2%小幅回落。拆分来看，主要受 9 月的整体 RvePAR+1.8%拉低所致（7/8 月分别为+4.0/+6.2%）。考虑到锦江旗下的主要品牌铂涛和维也纳重点布局在南方，9 月 RevPAR 下降较多或受强台风等恶劣天气以及中秋节同比提前所致。公司未来核心的经营策略依旧是通过运营管理来驱动 RevPAR 提升的最大化，叠加中端酒店占比持续提升，中长期 RevPAR 提升+轻资产加盟扩张的成长逻辑依旧不变。公司近期受宏观预期及大盘影响调整较多，目前价位对应 18 年扣非业绩的 PE 约 22x，处历史较低水平。公司 18Q1-3 的轻资产加盟扩张势头强劲，且储备店数持续增多，显示较好的成长可持续性；未来若宏观预期改善，公司有望迎来业绩增速和估值双修复，弹性较大，建议关注。

### 2.2.2. 首旅酒店：Q3 RevPAR+4.1%环比小幅回落，轻资产扩张及中高端提升不变

**公司发布三季报：**①18Q3：实现营收 23.66 亿元/+1.84%，归母净利 4.62 亿元/+49.03%，扣非后归母净利 3.48 亿元/+13.92%，净利润远高于扣非净利主要系公司 18Q3 出售燕京饭店 20%股权产生 1.26 亿元投资收益所致；②18Q1-3：实现营收 63.68 亿元/+0.90%，归母净利 8.01 亿元/+45.62%，扣非后归母净利 6.64 亿元/+21.89%。

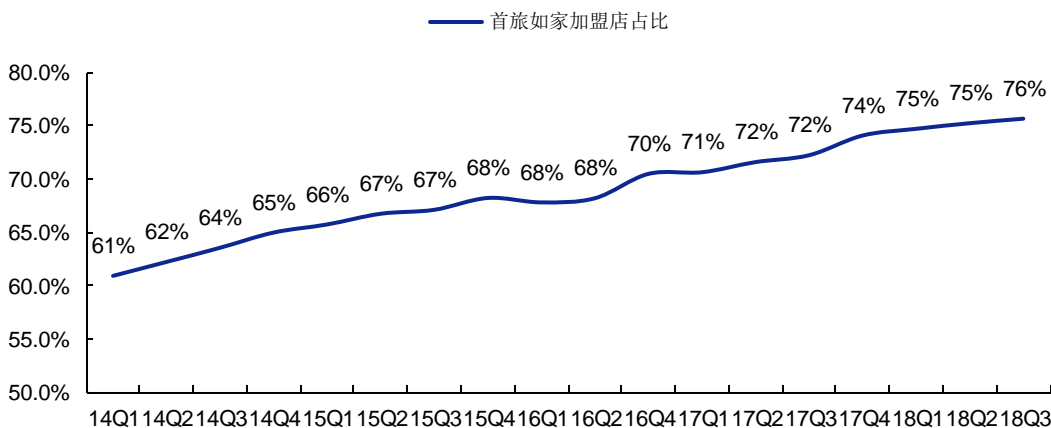
**酒店业务数据：**①酒店结构调整使营收持平，如家 18Q3 业绩增速环比有所下滑。公司 18Q1-3 酒店主业营收 6.04 亿元/+0.88%，收入低增速主要是酒店关闭直营门店，持续走加盟扩张的轻资产模式所致；如家利润 9.37 亿元/+16.33%，相比 18H1 增速 25.03%小幅回落，推测主要受 18Q3 RevPAR 增速下降、18 年 Q1-3 净增 31 家中高端直营酒店业绩仍处爬坡、以及 17Q3 酒店利润高基数三方面所致。

图 28: 14Q1-18Q3 期间, 如家加盟店数量持续增长, 轻资产加盟扩张延续



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 29: 截至 18Q3, 如家加盟店数占比已提升至 75.6%

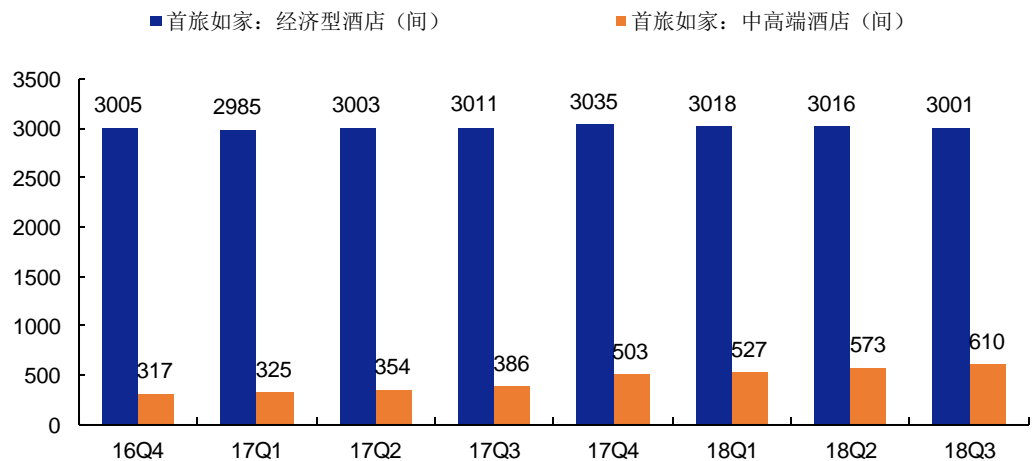


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

②两大趋势保持不变: 酒店轻资产化+中高端占比提升。公司 18Q1-3 新开店 375 家 (直营店 36 家/加盟店 339 家), 加盟店占比提升至 75.64%/环比 18Q2 提高 0.43pct, 开店数基本符合预期, 18 全年大概率实现 450 家新开店。但由于期间关店数相对较多, 18 年 9 月末的经济型和中高端酒店相比 18 年初分别为净减少 34 家和净增 107 家, 中高端酒店数占比提升至 15.81%/环比 18Q2 提高 0.68pct。③储备店数保持稳定: 18Q3 储备酒店数 608 家, 环比 18Q2 的 612 家基本持平。

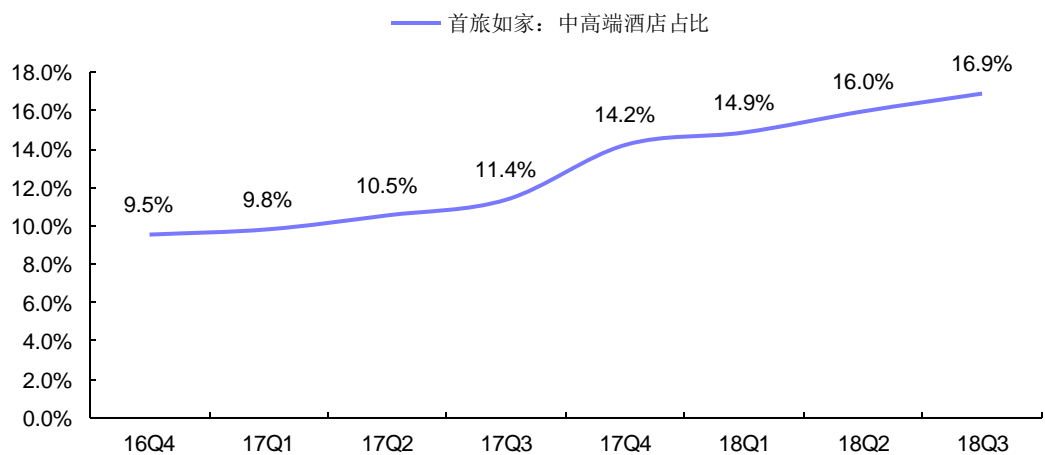


图 30：14Q1-18Q3 期间，如家中高端酒店数量持续增长，产品结构持续升级



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

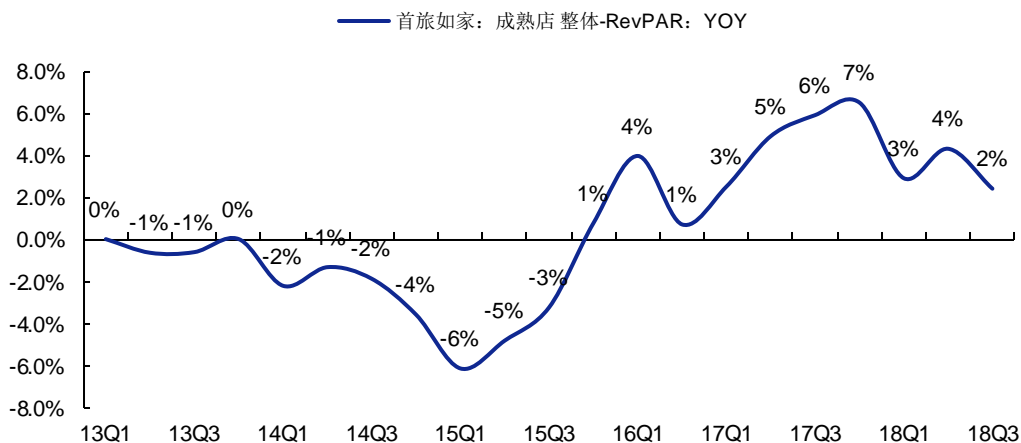
图 31：截至 18Q3，如家中高端酒店数占比已提升至 16.9%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

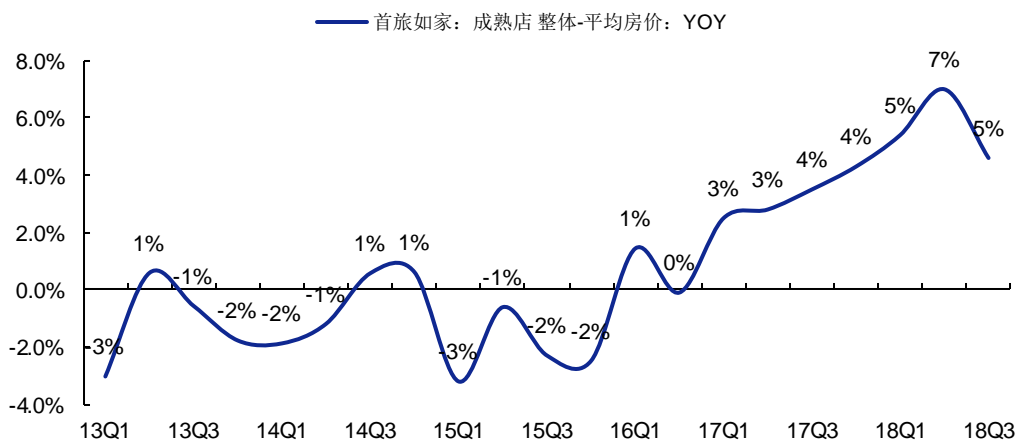
**如家酒店指标：**①18Q3 整体：RevPAR+4.1%（环比 18Q2 +5.6%小幅回落），平均房价 201 元/+6.9%，出租率 87.1%/-2.3pct（环比 18Q2 -2.60pct 降幅小幅收窄）；经济型酒店 RevPAR+1.7%、平均房价+3.9%、出租率-2.0pct；中高端酒店 RevPAR-4.6%、平均房价-1.5%、出租率-2.7pct，三个指标均下滑主要受新开店业绩爬坡所致；②18Q3 成熟店：整体成熟店 RevPAR+2.4%，环比 18Q2 的+7.0%回落较大，平均房价+4.6%（18Q2 为+7.0%）、出租率 -2.0pct（18Q2 为-2.2 pct）；经济型酒店 RevPAR+2.4%、平均房价+4.7%、出租率-2.0pct；中高端酒店 RevPAR+1.4%、平均房价+3.2%、出租率-1.6pct，增速环比均有所回落。

图 32: 13Q1-18Q3: 如家成熟店整体 RevPAR 各季度同比增速



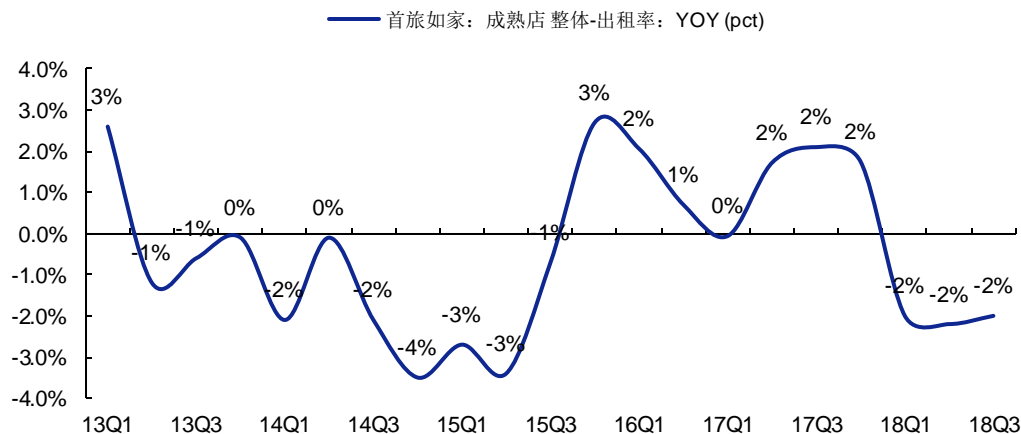
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 33: 13Q1-18Q3: 如家成熟店整体平均房价 (ADR) 各季度同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 34: 13Q1-18Q3: 如家成熟店整体出租率 (OCC) 各季度同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

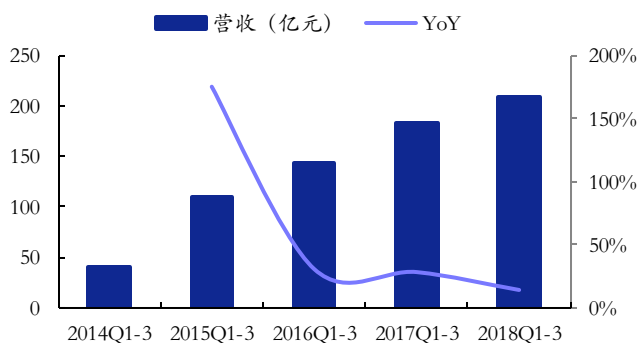
首旅经营指标:18Q3 RevPAR 增长 0.9%环比 Q2 放缓。18Q3 整体首旅存量 RevPAR+0.9%，平均房价+2.8%，出租率-1.3pct。其中，经济型 RevPAR+6.6%，平均房价+5.3%，出租率+1.1pct 势头较好，但占比小堆整体影响有限；中高端 RevPAR-0.5%，平均房价+2.2%，出租率-1.7pct 环比较显著回落。

酒店业务轻资产化+资金管理，公司 18Q3 期间费用率继续同比下降 1,42pct。①18Q3 销售费用率：59.80%/-0.26pct，判断为直营店数减少使得折旧与摊销费用下降所致；18Q3 管理费用率 11.61%/-0.38%，判断主要为加盟店占比提升推动；18Q3 财务费用率：1.70%/-0.78pct，主要系公司通过良好的资金管理降低了财务费用所致。②非营业收入：公司 18Q3 投资收益 1.44 亿元，同比增多 1.28 亿元，主要为出售燕京饭店 20%股权产生投资收益 1.26 亿元，以及出售子公司上海碧邦酒店管理有限公司 100%股权产生投资收益 1504 万元所致。③18Q3 扣非后归母净利 3.48 亿元/+13.92%。

### 2.3. 出境游：Q3 泰国游受事件影响低于预期，有望加速中小旅行社出清

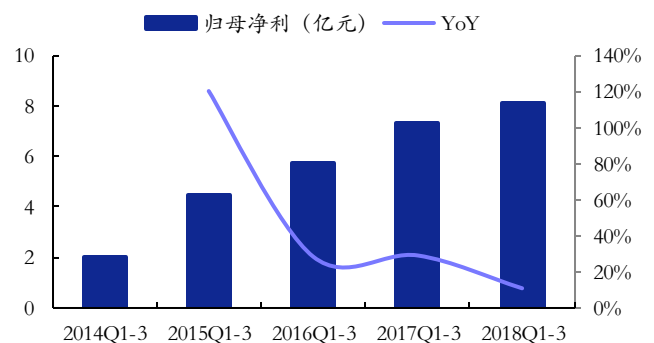
2018Q1-3 板块整体营收增速 14.07%达到 208.41 亿元，归母净利 8.14 亿元/+10.87%，行业回暖趋势延续但 Q3 放缓：主要受东南亚出境游低于预期所致（泰国普吉岛沉船事件对行业影响比较大所致）。根据 CEIC，2018Q3 赴泰国旅游人次 7 月同比降低 1%，8 月同比大幅降低 12%，主要系 2018 年 7 月 5 日发生的普吉岛沉船事件持续发酵影响。其余景区的客流符合预期。Q3 出境游板块整体营收增速环比下降 20pct，归母净利增速环比上升 1.81pct。

图 35：出境游板块 2018Q1-3 营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

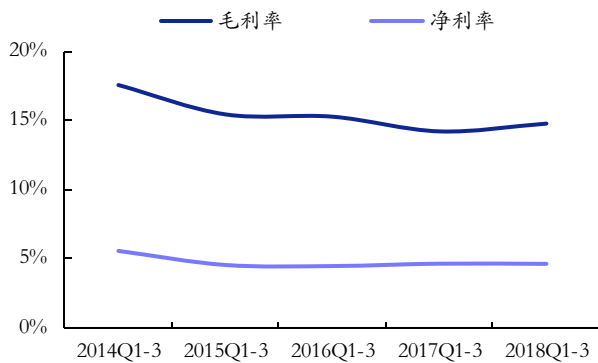
图 36：出境游板块 2018Q1-3 归母净利及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

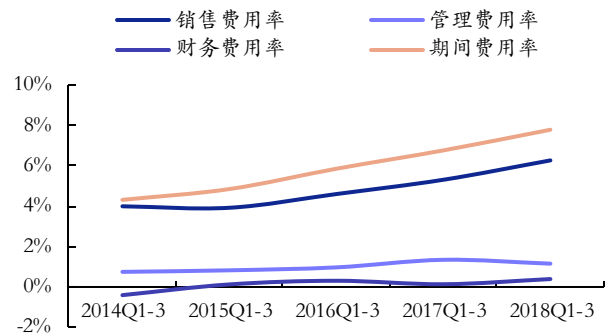
我们判断出境游公司规模抬升后的强议价能力带来了毛利率提升，毛利率 2018Q1-3 为 14.75%/+0.56pct 微升，后期随着市场抢滩完成，新业务项目贡献利润增长，盈利能力有望继续加强；费用率方面，得益于管理效率的提升，管理费用率降低 0.2pct 达到 1.14%；

图 37: 出境游板块 2018Q1-3 利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 38: 出境游板块 2018Q1-3 费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 3: 出境游板块公司 2018Q1-3 财务指标明细

		营业收入 YOY	归母净利润 YOY	毛利率	毛利率变动(pct)	归母净利率	归母净利率变动(pct)	期间费用率	期间费用率变动(pct)	ROE	ROE 变动 (pct)
002707.SZ	众信旅游	2.16%	15.03%	10.90%	0.78	2.21%	0.25	7.80%	1.03	7.70	-1.20
300178.SZ	腾邦国际	60.24%	37.31%	17.40%	-1.46	6.56%	-1.10	8.71%	-1.35	7.07	1.36
000796.SZ	凯撒旅游	11.02%	-8.22%	18.28%	0.17	4.50%	-0.94	11.98%	0.33	12.98	-0.81

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 2.3.1. 众信旅游: 单季业绩受事件性因素影响, 零售业务拓展顺利盈利能力大幅提升

**业绩简述:** 2018Q1-3 实现营收 93.90 亿元/+1.80%, 归母净利 2.09 亿元/+15.03%, 归母扣非净利 1.86 亿元/+3.80%, EPS0.246; 2018Q3 单季 36.08 亿元/-13.65%, 归母净利 7054 万元/-18.25%, 归母扣非净利 6961 万元/-18.45%; 非经常损益主要系处置 MedClub 股权取得(投资收益 2194 万元); 预计 2018 全年归母净利约为 1.86-2.79 亿元, 同比增幅-20%+20%。

**单季收入受事件性因素影响下行, 不构成长期趋势。2018Q1-3 营收 93.90 亿元/+1.80%, 2018Q3 单季 36.08 亿元/-13.65%, 主要系普吉岛沉船事件与维姆航空合作包机业务取消影响。**①根据 CEIC, 2018Q3 赴泰国旅游人次 7 月同比降低 1%, 8 月同比大幅降低 12%, 主要系 2018 年 7 月 5 日发生的普吉岛沉船事件持续发酵影响, 2018Q3 单季公司泰国游收入受客流人次减少影响, 收入出现负增长; 考虑到行业竞争激烈, 泰国业务利润端或更大承压。②众信旅游与俄罗斯维姆航空公司与 2017 年 4 月起开展包机合作, 拓展俄罗斯市场, 但维姆航空于 2017 年 9 月末宣布破产, 俄罗斯业务收入对 2017Q2-Q3 产生较大贡献; 2018Q3 公司未重启俄罗斯包机航线, 导致俄罗斯收入同比大幅降低。

**毛利率保持提升, 零售业务产品升级效果显著, 集中采购优势逐步显现。**2018Q1-3 毛利率约 10.90%/+0.78pct, 2018Q3 单季毛利率约 10.56%/+0.71pct。2018Q3 泰国出境游人次下滑, 行业竞争加剧, 我们推测会对公司批发业务造成较大影响、盈利能力或将大幅降低; 但公司 2018Q3 单季毛利率保持提升趋势, 可能系公司零售业务做出了较大贡献: 2018 年公司加速门店扩张, 零售业务增速较快占比持续提升, 且 2018 年零售业务产品升级、盈利能力大幅提升。此外, 公司收购竹园国旅后, 集中采购优势逐步显现; 10 月 24 日晚公告称, 公司发行股份收购竹园国旅剩余 30% 股份获得证监会批准, 我们预计有望于 11 月实现并表, 收购完成后将全资控股竹园国旅, 有利于公司加强对竹园国旅控制力, 进一步整合业务、优化供给及销售渠道, 有望进一步提升毛利率水平。

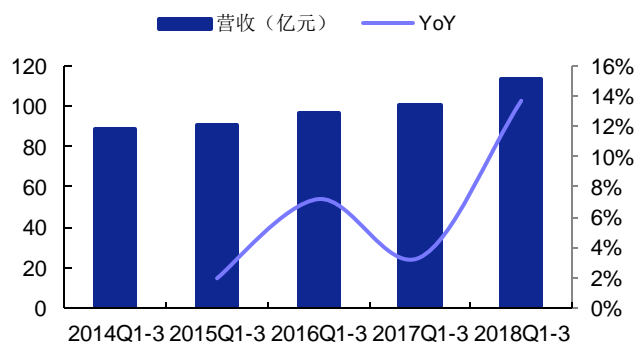
**2018Q1-3 三费费用率整体提升 1.03pct, 主要系销售费用率较大提升; 净利率水平同比提升。**销售费用率 6.28%/+0.96pct, 主要系①泰国业务下滑行业竞争激烈导致产生较多销售费用以及②公司渠道扩张力度加强、零售门店增多; 管理费用率 1.14%/-0.19pct (2017Q3 计提较高管理费用), 较 2016Q3 同增 0.18pct; 财务费用率 0.38%/+0.26pct, 主要为公司本期计提的银行借款、可转债等利息支出增长所致。受益于毛利率提升与非经常性损益增厚, 公司净利率为 2.21%, 上升 0.25pct。

**零售业务拓展顺利有望带动毛利率持续提升, 深入布局目的地资源提升产业链掌控力。**①公司发行股份收购竹园国旅剩余 30% 股份获得证监会批准, 有望强化渠道控制力、增厚公司业绩。②加速展店提升零售业务占比、零售端产品升级有望带动毛利率大幅提升。③公司将继续深入布局目的地资源, 坚持全产业链布局, 在欧洲、日本、美国、东南亚等出境游热点地区, 积极收购上下游资源并成立落地服务公司, 通过目的地一体化战略提升对资源的掌控能力, 使公司服务能力和产品质量的稳定性不断增强。

## 2.4. 景区：自然景区降门票政策落地，

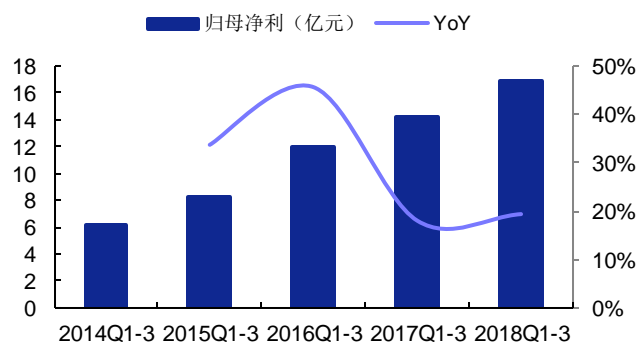
以不同业态划分, 我们更看好休闲景区以及具有外延扩张能力和规划的优质自然景区。休闲景区 2018Q1-3 合计实现营收 114.00 亿元/+13.71%, 实现归母净利 16.94 亿元/+19.37%, 自然景区 2018Q1-3 合计实现营收 109.35 亿元/+13.10%, 归母净利 19.63 亿元/+30.64%, 休闲景区的业绩增速相比自然景区板块较低主要由于自然景区 18Q1-3 的非经常性损益更高所致。

图 39: 休闲景区板块 2018Q1-3 营收及增速



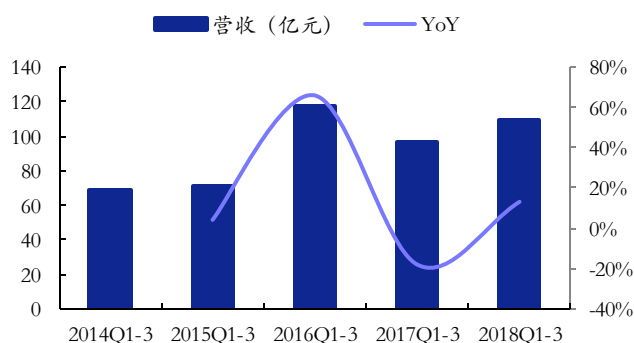
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 40: 休闲景区板块 2018Q1-3 归母净利及增速



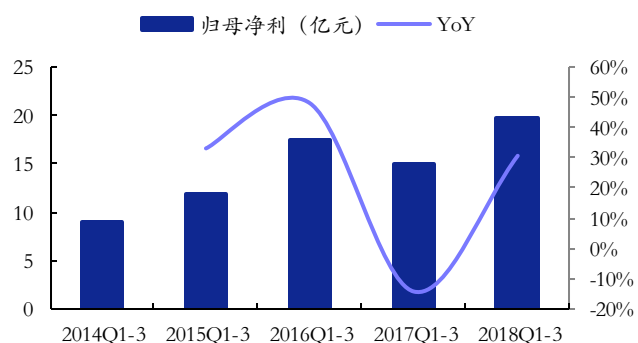
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: 自然景区板块 2018Q1-3 营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 42: 自然景区板块 2018Q1-3 归母净利及增速

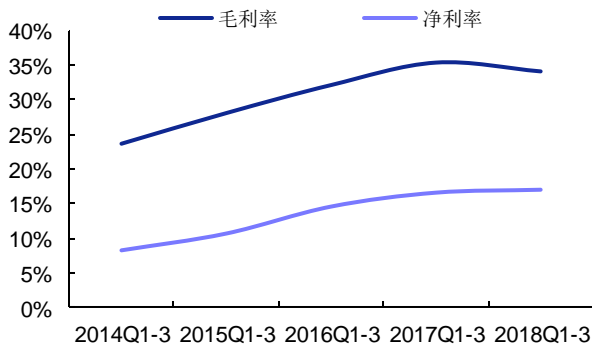


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**Q3 景区板块营收增速环比下降 10pct，业绩增速环比下降 21.44pct**，主要因较多自然景区的核心风景区的客流环比下降有所致。

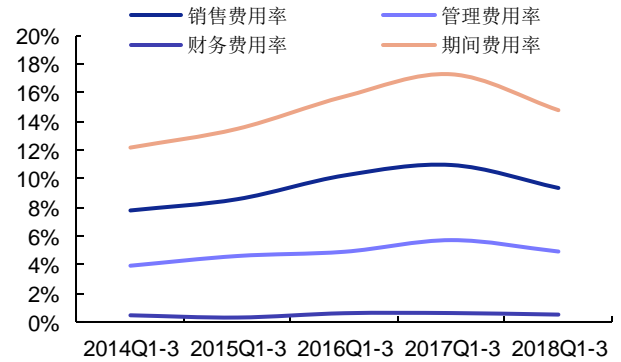
**利润率及费用率**：2018Q1-3 休闲景区 (17.01%/+0.43pct)、自然景区 (18.10%/+2.31pct)；由于休闲景区由于核心标的宋城演艺的千古情模式盈利能力成熟且强劲，使得休闲景区 (4.91%/-0.8pct) 管理费用率低于自然景区 (12.51%/-1.43pct)，期间费用率休闲景区 (14.77%/-2.5pct) 同样低于自然景区 (21.04%/-2.29pct)；

图 43: 休闲景区板块 2018Q1-3 利润率



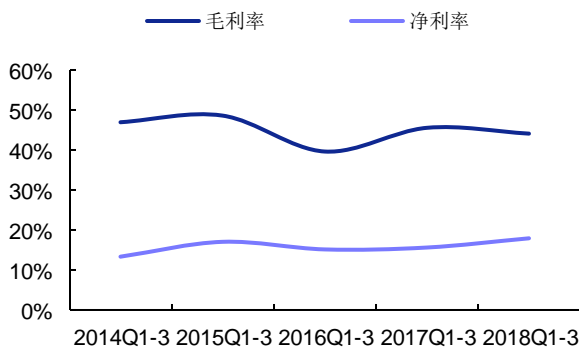
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 44: 休闲景区板块 2018Q1-3 费用率



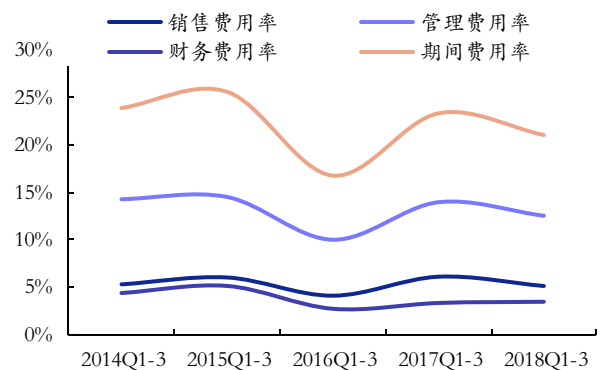
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 45: 自然景区板块 2018Q1-3 利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 46: 自然景区板块 2018Q1-3 费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

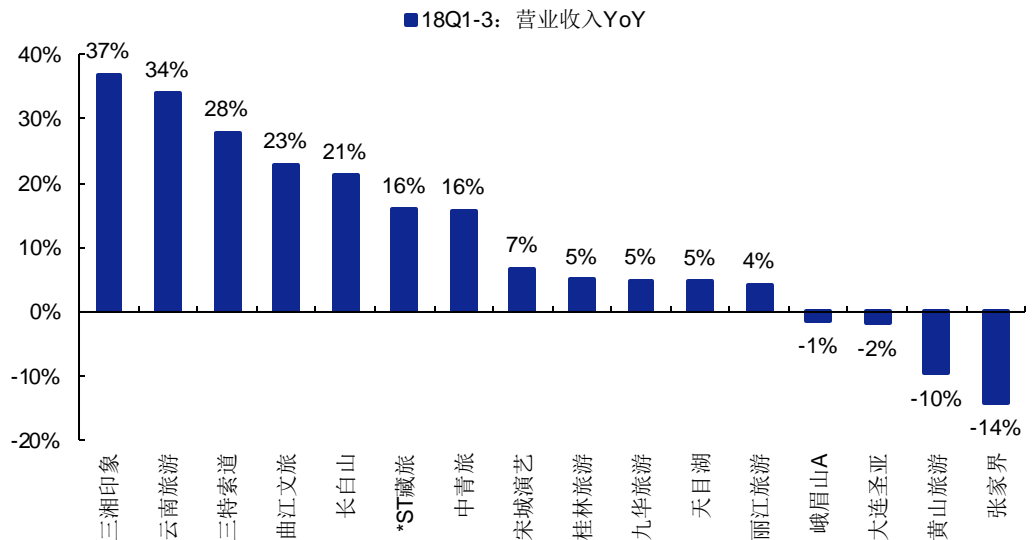
表 4: 景区板块公司 2018Q1-3 财务指标明细

股票代码	公司名称	营业收入 YoY (%)	归母净利润 YoY (%)	毛利率 (%)	毛利率变动 (pct)	归母净利润率 (%)	归母净利润率变动 (pct)	期间费用率 (%)	期间费用率变动 (pct)	ROE (%)	ROE变动 (pct)
000863.SZ	三湘印象	36.82%	80.00%	36.51%	-7.83	4.14%	-6.40	22.70%	2.81	1.43	0.89
600138.SH	中青旅	15.79%	9.06%	24.06%	-2.15	7.27%	-0.01	14.38%	-3.12	7.34	0.66
002159.SZ	三特索道	27.87%	1032.43%	56.14%	1.90	36.18%	51.80	45.56%	-6.41	3.55	3.48
600054.SH	黄山旅游	-9.64%	22.95%	57.13%	0.42	32.08%	6.31	20.27%	5.80	8.01	-0.21
000978.SZ	桂林旅游	4.95%	13.69%	49.59%	0.89	11.39%	0.26	40.72%	-2.80	4.76	0.67
600706.SH	曲江文旅	22.83%	42.41%	30.51%	-1.77	11.38%	1.23	16.21%	-2.57	10.37	2.64
603136.SH	天目湖	4.68%	20.86%	67.16%	-3.62	22.36%	1.76	30.30%	-3.39	11.09	0.78
002033.SZ	丽江旅游	4.21%	10.49%	72.54%	-1.15	34.71%	3.37	25.94%	-3.75	8.04	0.06
600593.SH	大连圣亚	-1.90%	1.99%	72.58%	0.81	5.89%	1.29	43.33%	2.13	16.59	-2.36
603199.SH	九华旅游	4.90%	4.31%	48.31%	-0.08	24.44%	0.09	17.94%	-1.19	7.22	-0.28

002059.SZ	云南旅游	33.87%	-93.36%	23.72%	-2.77	0.45%	-3.22	15.93%	-5.35	-0.05	-1.94
000430.SZ	张家界	-14.15%	-22.46%	37.36%	-3.61	10.57%	-6.29	21.89%	-5.79	3.09	0.16
000888.SZ	峨眉山 A	-1.35%	11.44%	42.78%	-2.00	13.35%	1.36	21.19%	-5.34	7.28	0.10
600749.SH	*ST 藏旅	15.93%	-233.51%	53.53%	-1.96	-21.17%	21.14	52.53%	-21.59	1.39	4.09

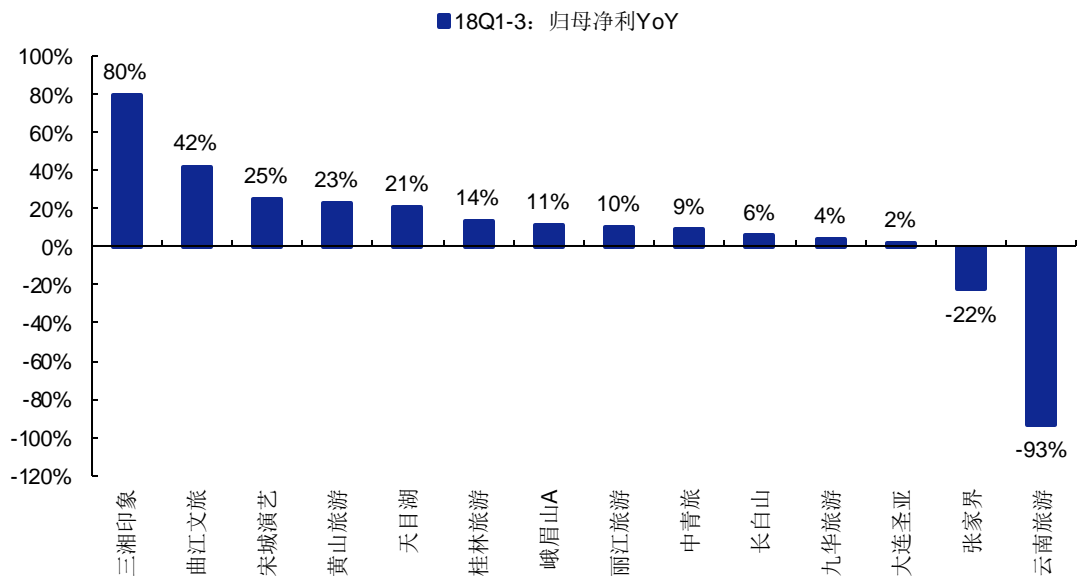
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 47: 景区板块 18Q1-3 营收增速排序



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 48: 景区板块 18Q1-3 归母净利润增速排序



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 景区的归母净利润排序图剔除了两个极端标的: 18Q1-3 的科锐国际归母净利润增长 1032.43%、\*ST 藏旅的归母净利润同比下降 233.51%。

### 2.4.1. 宋城演艺: 三季度主业继续快增, 千古情轻重资产模式下稳步扩张

公司发布三季报: ①18Q1-3: 营收 24.71 亿元/+6.77%, 归母净利润 11.47 亿元/+25.01%, 扣

非后归母净利 11.12 亿元/+20.47%，基本符合预期；②18Q3：营收 9.59 亿元/+4.13%，归母净利 4.82 亿元/+22.30%，扣非后归母净利 4.76 亿元/+18.80%。

**存量千古情业绩快增，六间房业绩增速估测保持平稳。**①存量景区（18Q1-3）：我们估测杭州宋城旅游区的收入增速区间在 9%~12%左右，业绩同增 12~15%；三亚千古情收入估测同增 20%~30%，业绩同增 30%~40%；丽江千古情收入估测同增 15%~23%，业绩同增 18%~26%；九寨千古情因 17 年九寨沟地震目前仍处关闭阶段，估测亏损 1800 万元，而去年同期业绩在盈利 3000 万元左右，因此形成一定拖累；桂林千古情 18H1 或系部分在建工程转固，桂林千古情公司亏损 572 万元，考虑到桂林项目前期客流好于预期，预计 18Q3 业绩 500~1000 万元左右；②六间房（18Q1-3）：我们估测六间房 18Q3 业绩延续 18H1 增速，保持平稳增长，全年大概率实现业绩对赌；③轻资产（18Q1-3）：单三季度由于宜春项目尚未开业，估测无大额设计费确收，18Q1-3 的轻资产收入估测在 8000~9000 万元左右（17Q3 由于有宁乡千古情的开业，因此有较大额度的轻资产确收，而 18Q3 无大额设计费确收，对 18Q3 整体业绩的同比增速产生一定拖累）；根据宜春项目的目前进度，我们预计其大概率在年底实现开园，有望为公司 18Q4 带来可观的轻资产收入。

**三季度宋城主业业绩继续实现快增，盈利能力提升显著：**①18Q1-3 财务指标：公司在 18 年 Q1-3 毛利率 70.18%/+4.13%；期间费用方面，由于藏谜与九寨千古情公司地震停业期间营业成本调整至本科目，管理费用同比增长 35.52%，财务费用受益利息收入增加，同比减少 285.35%，整体期间费用率 13.23%/-3.64%；公允价值变动收益方面，受益外币基金产品产生的收益，同比增加 911 万元；投资收益受益公司闲置资金购买低风险理财产品理财收益增加，同比增加 1129 万元；资产处置收益方面，受益公司非流动资产处置利得，同比增加 1683 万元；营业外收入受到政府补助增加所致，同比增加 1320 万元。公司 18Q1-3 归母净利 11.47 亿元/+25.01%，扣非后归母净利润 11.12 亿元/+20.47%，业绩继续实现快增。②18Q3 财务指标：公司 18Q3 实现毛利率 73.78%，同比增长 4.09%；销售费用率 7.04%/-2.62%，管理费用率 5.08%/-0.50pct，财务费用率-0.70%/-0.85pct，期间费用率在 18Q3 同比下降 3.97%、受益毛利率提升和费用率降低，公司 18Q3 实现净利率 49.96%，同比提升 6.77%。

**千古情模式盈利能力突出，且新一轮项目的培育期及客流量有望更优，轻重资产扩张下公司有望迎来 3~5 年成长性。**①新一轮项目业绩加速释放的起点+六间房重组方案调整但出表本质不变且时间和审批通过的可能性更明确；□②四大自营项目（桂林阳朔项目今年 7 月底开、张家界+西安项目预计 19 年上半年开园、上海项目预计 19 年年底开园），培育期、客流量及业绩边际贡献或优于上一轮。□③公司目前每年客流高达 3000 万人次，对旅行社渠道折扣逐步走低叠加散客占比提升，实际票价或显著提升；□④宁乡的成功作为标杆，三个轻资产项目持续化。我们判断未来 3 年主业业绩复合增速从 20%上移至 30%，叠加作为演艺界龙头，盈利能力强+异地快速复制经营现金流每年 20 亿+足以支撑新一轮扩张；□⑤公司轻资产项目潜力大，且公司现金、管理经验及输出能力均能支持。

#### 2.4.2. 中青旅：18Q1-3 扣非业绩+20.85%，双镇中长期成长逻辑不变

**公司披露三季报：**①18Q1-3：实现营收 89.28 亿元/+15.79%，扣非归母净利 4.45 亿元/+20.85%，剔除二季度的古北水镇地产结算影响后（估测 3050 万元），扣非归母净利 4.14 亿元/+12.25%；②18Q3：实现营收 33.62 亿元/+13.95%，扣非归母净利 1.40 亿元/-6.47%。

**前三季度双镇客流均下滑但营收实现小幅提升，会展及酒店业务收入快增亮眼。**①景区经营（乌镇）：受华东区域整体旅游市场热度下降、同质化竞争加剧等不利因素影响，乌镇景区 18Q1-3 的累计接待游客 718.79 万人次/-10.45%，但受益 17 年 8 月 1 日东西栅门票分别提



价 20%和 25%的影响，乌镇景区 18Q1-3 实现收入 13.53 亿元/+9.36%，实现净利润 6.16 亿元/+3.26%；18Q3 单季度来看，乌镇的客流/营收/净利润分别同比变动为 -7.18%/+14.79%/+5.88%。②投资收益（古北水镇）：受天气因素及暑期汛情对北京周边山区影响，古北水镇景区 18Q1-3 累计接待游客 205.22 万人次/-9.44%，但受益客单价的提升，景区实现营业收入 7.92 亿元/+0.85%，同比基本持平；18Q3 单季度来看，古北水镇的客流/营收分别同比变动为 -11.29%/-4.56%。③会展业务：受益子公司中青博联积极承办多个大型展会带动，中青博联 18Q1-3 实现营收同比增长 32.51%。④酒店业务：受益山水酒店品牌模式下，积极拓展中端酒店业态，18Q1-3 实现营收同比增长 13.95%，业绩实现稳定增长。⑤策略投资：整体业务营业收入保持增长，但受厂家渠道政策变化及续签合同条件变化影响，净利润较同期有较大降低，但公司整体盈利结构更趋合理。

**受益 18Q3 公司毛利率小幅下降影响，单三季度归母净利小幅下滑。**公司 18Q3 毛利率 23.40%/-1.90pct，或系策略投资业务盈利能力下降拖累；18Q3 销售费用率 10.12%/-0.96pct，管理费用率 5.47%/+0.00pct，财务费用率 1.03%/+0.36%，整体期间费用率实现同比下降 0.60pct；18Q3 投资收益实现 4904 万元/+19.33%，归母净利润 1.42 亿元/-8.19%；扣非后归母净利 1.40 亿元/-6.47%；18Q3 实现净利率 6.25%/-1.25pct。

**乌镇和古北水镇降门票政策落地，对业绩影响预计相对有限。**①乌镇：东栅门票从 120 元/人下降至 110 元/人；东西栅联票从 200 元/人下降至 190 元/人，并在 9 月 20 日实施。考虑到东栅团客占比较高，我们预计对 18 年的业绩影响为同比减少约 269 万元（对应 17 年的业绩约 0.5%），对当年业绩影响相对较小，仅对 Q4 门票收入有影响。对 2019 和 2020 年的业绩影响预计分别为 1407 万元和 1473 万元，对应 17 年的业绩分别约 2.4%和 2.5%。②古北水镇：景区门票从 150 元/人下降至 140 元/人，并在 10 月 30 日实施。假设古北水镇的散客占比约 75%、以已零售票价购票入园的人数约占 60%、门票业务的净利率 45%，测算得到对古北水镇 18 年和 19 年的整体净利润影响为同比减少 68 万元（古北的 11-12 月为淡季，游客人数预计 50 万左右，因此 18 年的影响小）和 860 万元，对中青旅 18 年和 19 年的权益利润分别为同比减少 24 万元和 310 万元，影响相对有限。

**维持中长期逻辑不变，公司业绩有望稳健向上。**①双镇有望继续增长：受益乌镇会展外延推进（公告披露：会展二期 15 亿元投资项目）、古北水镇跨过爬坡期持续释放业绩，双镇未来权益利润仍将持续增长。②成长天花板被打破：划转光大后，公司在资金、资源、管理模式等多方位获大股东大力支持，成长天花板已被打开。③管理输出潜力良好：根据公告及公司官网，近年来公司先后参与和签署了多个轻资产项目及旅游管理输出的战略合作协议，包括了濮院、九皇山、婺源、武汉等项目，管理输出潜力良好。

## 2.5. 人服：科锐 18Q3 扣非业绩+64%好于预期，灵活用工带动主业高成长

**公司 18Q3 扣非业绩+64%好于预期：**①18Q3：实现营收 7.26 亿元/+146.20%，归母净利 4424 万元/+79.14%，扣非后归母净利 3877 万元/+63.60%；②18Q1-3：实现营收 14.52 亿元/+76.02%，归母净利 9207 万元/+62.00%，扣非后归母净利 8243 万元/+52.38%。

**公司 18Q1-3 内生+外延实现业绩高增长：**①公司 18Q1-3 内生净利润增长 53%：公司 18Q1-3 收入 14.52 亿元/+76.02%，归母净利 9207 万元/+62%主要由内生（大客户复购增加、二三线下沉、长尾客户开拓）+ 外延收购 Investigo（增多营收 2.71 亿元，净利润 999.15 万元）两方面推动。若剔除 Investigo 影响，公司 18Q1-3 收入的内生依旧增长 43.15%，归母净利增长 52.77%，业绩保持快速发展；②受收购影响，公司毛利率及费用率有所改变：公司 18Q3 毛利率 18.27%/-5.92，主要系收购的 Investigo 毛利率约 9.60%拖累所致（剔除影响后 18Q3

毛利率为 22.27%/-1.92pct)；公司 18Q3 销售/管理/财务费用率分别 -0.22pct/-2.59pct/+0.76pct，整体 18Q3 期间费用率-2.05%；实现净利率 7.34%/-2.40%。

**技术渠道双推进+子公司业绩好于预期，公司三季度发展势头强劲。**  
①技术研发投入进一步加大：公司持续加大技术研发投入，18Q1-3 累计投入的研发费用 830 万元/+65.78%，优化旗下 SaaS 技术和垂直平台应用的更新迭代，有望持续提升内部人效及灵工的匹配成功率；  
②新设三家分支机构强化服务网络：公司在三季度新设河北雄安、新疆乌鲁木齐、广东东莞三个分支机构，有望持续强化公司与各地政府的合作，抓住国企和民营企业近年来快速增长的灵工需求。  
③团队人员持续扩大：截止 18 年 9 月末，公司的管理派出员工超过 10400 人，相比 6 月末的 8000 人继续增长，彰显灵活用工业务的快速发展；子公司 Investigo 在 18Q3 的自身收入同样增长 15.5%，单季度权益利润 524.55 万元好于预期。预计 18 年和 19 年对应公司的业绩增厚分别为 850 万元和 1500 万元，成为业绩新增点。

**公司核心逻辑**：  
①行业空间大：国内灵工渗透率目前仅 8%，美国和日本分别达 34%和 40%，未来国内在“人工成本提升+第三产业占比提升+人口老龄化+企业对灵工接受程度持续提高”的四大因素推动，国内灵活用工行业未来有望实现 8 年高成长性，预计未来 8 年 CAGR 达 19%；  
②内生成长强：公司为国内民营的人服龙头，在“一体两翼”技术推进+全球化运营网络布局下，领先优势预计将扩大，有望持续享有龙头效应，未来实现高于行业的成长性；  
③外延收购助成长：新收购的英国子公司业绩好于预期，未来有望成为公司业绩新增点；此外，Investigo 人效相比公司更高，技术实力更强，公司未来有望通过技术吸收后进一步提升人效及竞争力。

### 3. 行业估值：从 PE、PB、PS 看行业估值

(1) 从 PE(TTM) 估值来看，景区板块中青旅(15.2X)、丽江旅游(14.5X)、黄山旅游(14.2X)、峨眉山 A(14.1X) 估值均较低，酒店板块锦江股份(21.0x) 及首旅酒店(18.4x) 均处于行业中低位置，出境游腾邦国际(16.4x) 处于估值最低位置。

表 5：PE 估值表（截至 10 月 31 日的各标的 PE TTM）

排序	证券代码	证券简称	市盈率 PE	排序	证券代码	证券简称	市盈率 PE
<b>景区</b>				<b>酒店</b>			
1	002059.SZ	云南旅游	102.2	1	000613.SZ	大东海 A	859.0
2	600593.SH	大连圣亚	55.9	2	000428.SZ	华天酒店	51.6
3	000430.SZ	张家界	39.5	3	601007.SH	金陵饭店	27.8
4	000978.SZ	桂林旅游	31.1	4	000524.SZ	岭南控股	22.8
5	603099.SH	长白山	30.4	5	600754.SH	锦江股份	21.0
6	603199.SH	九华旅游	24.9	6	600258.SH	首旅酒店	18.4
7	300144.SZ	宋城演艺	23.7	7	600358.SH	国旅联合	-58.5
8	603136.SH	天目湖	20.9	8	000610.SZ	西安旅游	-76.9
9	600706.SH	曲江文旅	19.1	<b>出境游</b>			
10	002159.SZ	三特索道	16.6	1	000796.SZ	凯撒旅游	25.9
11	000863.SZ	三湘印象	16.1	2	002707.SZ	众信旅游	20.1
12	600138.SH	中青旅	15.2	3	300178.SZ	腾邦国际	16.4
13	002033.SZ	丽江旅游	14.5	<b>餐饮</b>			
14	603869.SH	新智认知	14.3	1	002186.SZ	全聚德	28.0
15	600054.SH	黄山旅游	14.2	2	603043.SH	广州酒家	21.7
16	000888.SZ	峨眉山 A	14.1	3	000721.SZ	西安饮食	-172.7
17	600749.SH	*ST 藏旅	-48.8	<b>其他</b>			
<b>免税</b>				1	300662.SZ	科锐国际	42.1
1	601888.SH	中国国旅	31.5				

资料来源：wind，安信证券研究中心

(2) 从 PS 估值来看，中青旅为 0.8X 为景区板块最低，酒店板块锦江股份(1.5x) 以及首旅酒店(1.9x) 均处于较低位置，出境游板块众信旅游最低达到 0.4x，中国国旅 2.5x。

表 6: PS 估值 (截至 10 月 31 日的各标的 PS TTM)

排序	证券代码	证券简称	市销率 PS	排序	证券代码	证券简称	市销率 PS
<b>景区</b>				<b>酒店</b>			
1	600749.SH	*ST 藏旅	12.9	1	000613.SZ	大东海 A	93.4
2	300144.SZ	宋城演艺	9.7	2	600358.SH	国旅联合	5.7
3	600593.SH	大连圣亚	9.2	3	000428.SZ	华天酒店	2.5
4	603099.SH	长白山	5.0	4	601007.SH	金陵饭店	2.4
5	603199.SH	九华旅游	4.6	5	600258.SH	首旅酒店	1.9
6	002033.SZ	丽江旅游	4.6	6	000610.SZ	西安旅游	1.6
7	603136.SH	天目湖	4.4	7	600754.SH	锦江股份	1.5
8	600054.SH	黄山旅游	4.2	8	000524.SZ	岭南控股	0.7
9	000430.SZ	张家界	4.2	<b>出境游</b>			
10	002159.SZ	三特索道	3.8	1	300178.SZ	腾邦国际	1.1
11	000978.SZ	桂林旅游	3.4	2	000796.SZ	凯撒旅游	0.6
12	000888.SZ	峨眉山 A	2.8	3	002707.SZ	众信旅游	0.4
13	002059.SZ	云南旅游	2.1	<b>餐饮</b>			
14	603869.SH	新智认知	1.8	1	000721.SZ	西安饮食	3.9
15	000863.SZ	三湘印象	1.8	2	603043.SH	广州酒家	3.8
16	600706.SH	曲江文旅	1.4	3	002186.SZ	全聚德	2.0
17	600138.SH	中青旅	0.8	<b>其他</b>			
<b>免税</b>				1	300662.SZ	科锐国际	2.6
1	601888.SH	中国国旅	2.5				

资料来源: wind, 安信证券研究中心

(3) 从 PB 估值来看, 景区板块中三湘印象 0.8X, 桂林旅游 1.2X, 张家界 1.3X 估值较低, 中青旅(1.5x)位于行业中间; 酒店板块首旅酒店(2.0x)、锦江股份(1.7x)处于行业中间; 出境游板块腾邦国际最低为 2.0x; 中国国旅 6.6x, 科锐国际 6.5x。

表 7: PB 估值 (截至 10 月 31 日的各标的 PB TTM)

排序	证券代码	证券简称	市净率 PB	排序	证券代码	证券简称	市净率 PB
<b>景区</b>				<b>酒店</b>			
1	600593.SH	大连圣亚	6.0	1	000613.SZ	大东海 A	35.5
2	300144.SZ	宋城演艺	3.7	2	600358.SH	国旅联合	3.5
3	002059.SZ	云南旅游	2.6	3	600258.SH	首旅酒店	2.0
4	603136.SH	天目湖	2.6	4	000524.SZ	岭南控股	1.8
5	002159.SZ	三特索道	2.5	5	000610.SZ	西安旅游	1.7
6	603099.SH	长白山	2.2	6	600754.SH	锦江股份	1.7
7	603199.SH	九华旅游	2.0	7	601007.SH	金陵饭店	1.7
8	600749.SH	*ST 藏旅	2.0	8	000428.SZ	华天酒店	1.0
9	600706.SH	曲江文旅	1.7	<b>出境游</b>			
10	600054.SH	黄山旅游	1.7	1	002707.SZ	众信旅游	2.3
11	600138.SH	中青旅	1.5	2	000796.SZ	凯撒旅游	2.1
12	603869.SH	新智认知	1.4	3	300178.SZ	腾邦国际	2.0
13	002033.SZ	丽江旅游	1.3	<b>餐饮</b>			
14	000888.SZ	峨眉山 A	1.3	1	603043.SH	广州酒家	5.1
15	000430.SZ	张家界	1.3	2	000721.SZ	西安饮食	3.0
16	000978.SZ	桂林旅游	1.2	3	002186.SZ	全聚德	2.4
17	000863.SZ	三湘印象	0.8	<b>其他</b>			
<b>免税</b>				1	300662.SZ	科锐国际	6.5
1	601888.SH	中国国旅	6.6				

资料来源: wind, 安信证券研究中心

#### 4. 投资建议与观点：板块估值回调，优选高成长龙头标的

**18Q1-3 中信餐饮旅游行业分类合计实现营收 1046.44 亿元/+23.88%；实现归母净利润 91.36 亿元/+27.20%，收入整体稳中有升，利润继续维持高增长。分板块看增速表现：①18Q1-3 营收增速：免税(+64%)>出境游(+14%)>景区(+12%)>餐饮(+8%)>酒店(+7%)；②18Q1-3 归母净利润增速：免税(+42%)>餐饮(+29%)>酒店(+27%)>景区(+22%)>出境游(+11%)；③基于行业的增速判断，各板块的行业景气程度如下：免税>酒店>休闲景区>出境游>自然景区。核心标的广州酒家、科锐国际业绩好于预期；中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店业绩均符合预期。**

**单季度看：餐饮旅游 18Q3 营收受中国国旅和出境游影响小幅下滑、18Q3 归母净利润单季度增速则受景区影响，环比 Q2 同样有所下滑。1) 18Q3 板块营收：餐饮旅游 18Q3 营收增速环比 Q2 下降 12.02pct，主要系中国国旅和出境游板块的收入增速有所放缓所致；2) 18Q3 板块业绩：归母净利润增速环比回落 8.01pct，主要系景区板块的业绩下滑较多所致；子板块当中营收增速环比提升的有餐饮(+5.65pct)，归母净利润增速环比提升的有出境游(+1.81pct)、酒店(+12.31pct)、餐饮(+30.14pct)。**

**我们重点推荐中国国旅、宋城演艺、科锐国际、广州酒家、锦江股份、首旅酒店：**

**1) 中国国旅：**三季报基本符合预期，中长期来看仍有较大空间。①拟议换股和注入的方式注入海免，有望对利润有较大贡献。②海南省免税限额提升确定性仍较高，额度有望提升至 3 万元及以上，或可在 12 月底前落地。③上海市内免税店已完成工商备案，表明中国国旅市内免税业务获得重要进展，相关政策有望加速落地、北京市内免税店落地进程或将同步提速，市内店落地将带来可观增量业绩；④“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平，预计公司 2018-20 年归母净利润为 36.9 亿元/46.8 亿元/54.4 亿元；

**2) 宋城演艺：**千古情模式盈利能力突出，且新一轮项目的培育期及客流量有望更优，轻重资产扩张下公司有望迎来 3~5 年成长性。①新一轮项目业绩加速释放的起点+六间房重组方案调整但出表本质不变且时间和审批通过的可能性更明确；②四大自营项目（桂林阳朔项目今年 7 月底开、张家界+西安项目预计 19 年上半年开园、上海项目预计 19 年年底开园），培育期、客流量及业绩边际贡献或优于上一轮。③公司目前每年客流高达 3000 万人次，对旅行社渠道折扣逐步走低叠加散客占比提升，实际票价或显著提升；④宁乡的成功作为标杆，三个轻资产项目持续化。我们判断未来 3 年主业业绩复合增速从 20%上移至 30%，叠加作为演艺界龙头，盈利能力强+异地快速复制经营现金流每年 20 亿+足以支撑新一轮扩张；⑤公司轻资产项目潜力大，且公司现金、管理经验及输出能力均能支持。预计公司 2018-20 年归母净利润为 13.2 亿元/17.1 亿元/18.8 亿元；

**3) 科锐国际：**①未来国内在“人工成本提升+第三产业占比提升+人口老龄化+企业对灵工接受程度持续提高”的四大因素推动，国内灵活用工行业未来有望实现长期的高成长性；②公司为国内民营的人服龙头，在“一体两翼”技术推进+全球化运营网络布局下，领先优势预计将扩大，有望持续享有龙头效应；③新收购的英国子公司业绩好于预期。预计公司 2018-20 年归母净利润 1.11 亿元/1.55 亿元/2.07 亿元，对应增速 49%/40%/33%；

**4) 广州酒家：**18H1 业绩好于预期，食品供不应求下产能有望翻倍驱动收入快增+餐饮业务老店增速回暖+良好的现金流（17 年经营现金流 4.2 亿，自由现金流 2.5 亿）+估值相对便宜（18 PE 23x，19 年预计 PE 19x），高 ROE（近 20%，高于行业平均）盈利能力突出+高

分红（17 年现金分红占净利 42%），产能释放+渠道区域扩张+高管股权激励方案落地带动业绩中枢上移。预计公司 2018-20 年归母分别 4.35 亿元/4.98 亿元/5.75 亿元；

5) 锦江股份：公司 18Q1-3 的轻资产加盟扩张势头强劲，且储备店数持续增多，显示较好的成长可持续性；未来若宏观预期改善，锦江作为酒店行业龙头之一，有望迎来业绩增速和估值双修复，弹性较大，预计公司 2018-2020 年的归母净利润分别为 11.40/14.23/17.07 亿元；

6) 首旅酒店：公司 18 年大概率实现 450 家开店计划，轻资产加盟扩张及整体 RevPAR 提升两大趋势不变，叠加激励制度优秀及核心高管持股；未来若宏观预期改善，首旅作为酒店行业龙头之一，有望迎来业绩增速和估值双修复，弹性较大，预计公司 2018-20 年的归母净利润为 8.7 亿元/9.5 亿元/11.3 亿元；扣非后归母净利 7.3 亿元/9.1 亿元/10.9 亿元，增速为 22%/25%/20%；

## 5. 风险提示

- 1) 宏观经济增长速度放缓;
- 2) 产品结构调整进度不及预期;
- 3) 境外目的地受地缘政治影响导致客流减少;
- 4) 目的地天气等不可控因素造成的影响;

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034