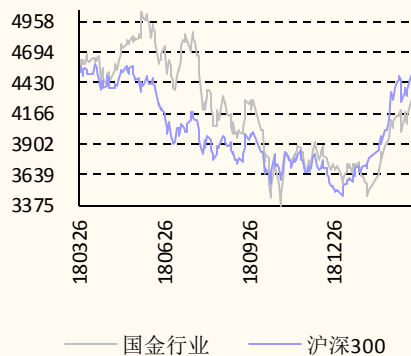


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金社会服务业指数	4461.00
沪深300指数	3833.80
上证指数	3104.15
深证成指	9879.22
中小板综指	9855.23



## 相关报告

- 1.《2019 教育行业周报第 12 期: 新东方在线将于 28 日在港上市...》, 2019.3.24
- 2.《2019 教育行业周报第 11 期: 民生教育又一并购落地, 并购+新...》, 2019.3.17
- 3.《旅游餐饮行业周报-华住及格林 18 年业绩表现超预期, 中免中标大...》, 2019.3.17
- 4.《政策支持+估值恢复, 在现时点上如何看待教育行业投资机会?-政...》, 2019.3.12
- 5.《旅游餐饮行业周报-中免拟中标大兴机场两大免税标段, 越南市场 1...》, 2019.3.10

**楼枫焯** 分析师 SAC 执业编号: S1130517090005  
(8621)60933978  
loufy@gjzq.com.cn

**卞丽娟** 分析师 SAC 执业编号: S1130518080001  
bianlijuan@gjzq.com.cn

## 五一长假延长利好旅游板块, 1-2 月旅游消费有所转暖

## 本周行情回顾

- 本周沪深 300 指数上涨 2.37%, CS 餐饮旅游上涨 7.58%至 7571.848, 排名第二。其中免税板块涨幅 5.4%, 出境游涨幅 10.8%, 餐饮板块涨幅 9.4%, 主题景区涨幅 8.7%, 传统景区涨幅 10.0%, 酒店板块涨幅 10.3%。

## 行业点评

- 经国务院批准, 五一劳动节假期延长。政策刺激消费意图明显, 旅游首当其冲, 五一假期延长将利好于旅游板块股价反弹, 建议关注景区板块中黄山旅游、峨眉山 A、三特索道及中青旅、宋城演艺; 出境游板块中众信旅游及凯撒旅游。目前旅游板块估值较低, 存在修复过程。

- 1) 长假制度将带动出国长线旅游, 叠加人民币升值, 利好出境游旅行社。目前 1-2 月内地赴日本游客人次增速为 9.6%, 赴泰国游客人次略有下滑 (-2.2%), 国际航线客运增长较高 (+14.8%)。目前出境游板块估值合理, 政策对旅游的刺激将带动整体出境游需求提升。建议关注: 众信旅游、凯撒旅游。
- 2) 国内景区板块的客流高峰基本上归因于长假效应, 假期天数的增加直接带动国内景区的接待量的提升。酒店及免税板块同样受益, 酒店板块中存在一定的大众游客客源, 同时酒店通过升级改造打造中端酒店, 业绩弹性可观; 因出境需求增加后将带动免税购物需求。

- 韩国免税中外国游客贡献 15.523 亿美元/+30.8%, 1-2 月韩国国际旅客免税购买额增长 20%, 与去年同期增速持平。从 1-2 月韩国免税增长额、澳门博彩收入及权重目的地的接待内地游客情况来看旅游消费在春节的催化下有回暖的趋势。1-2 月韩国的免税销售额与国内海南、北京及上海等免税店的高增长较为一致, 春节带动效应明显, 同时 2018 年国内及韩国均录得较高的增长, 国内免税店销售额达到 394.9 亿元人民币/+27.3%, 韩国整体免税增长 35%。同时澳门博彩市场在港珠澳大桥开通的拉动下前两个月的收入表现与去年同期持平, 出境游目的地方面日本及澳门等表现均较为亮眼。

■ 估值层面——整体估值回落至历史低枢, 分板块来看, 免税板块及景区仍存在投资机会。建议关注商誉及现金流风险, 重视公司的 ROE。

1) 出境游估值较为合理, 酒店或被低估。出境游行业增速 10%-15%的情况下, 估值相对合理。酒店板块估值或被低估, 首旅的估值已回归到收购如家之前的水平 (2016/4 开始并表)。从酒店经济型向中端转型以及加盟比例的提升长逻辑角度来看, 酒店板块仍存在投资机会。

2) 景区外延拓展进展慢, 门票收入受政策抑制, 宋城通过异地复制和轻资产模式能够穿越周期。对照宋城演艺明年的新项目扩张节奏, 2019 年的业绩情况是投资的最好时段。

3) 中免国内免税垄断地位加强, 海南离岛免税政策调整落地。短期因恐慌情绪、外资流出影响以及经济下滑对免税市场的影响存在风险, 19 年离岛免税政策在额度及适用人群的放开将直接受益于公司, 长期来看公司在市内免税店、国际化扩张以及国产品退税等方面均有望实现政策和业绩的高表现。

## 推荐标的

- 中国国旅、宋城演艺

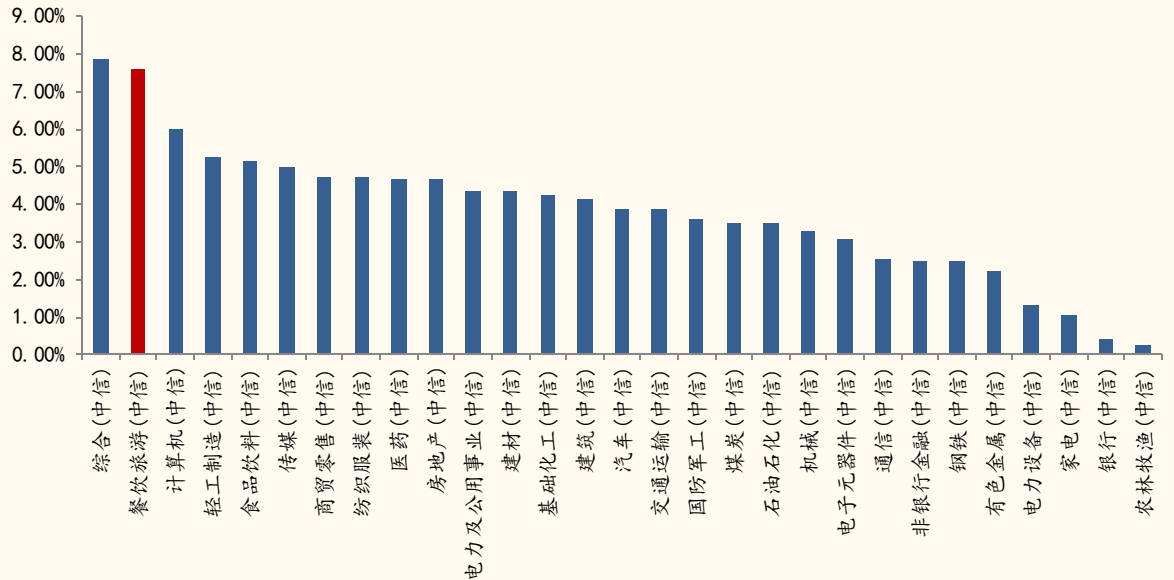
## 风险提示

- 极端天气及不安全因素发生; 宏观经济增速放缓; 旅游行业负面政策出台; 业绩不及预期的情况出现。

### 1、本周旅游行业板块市场表现 (2019.3.18-2019.3.24)

- **板块表现:** 本周沪深 300 指数上涨 2.37%，CS 餐饮旅游上涨 7.58%至 7571.848，排名第二。其中免税板块涨幅 5.4%，出境游涨幅 10.8%，餐饮板块涨幅 9.4%，主题景区涨幅 8.7%，传统景区涨幅 10.0%，酒店板块涨幅 10.3%。

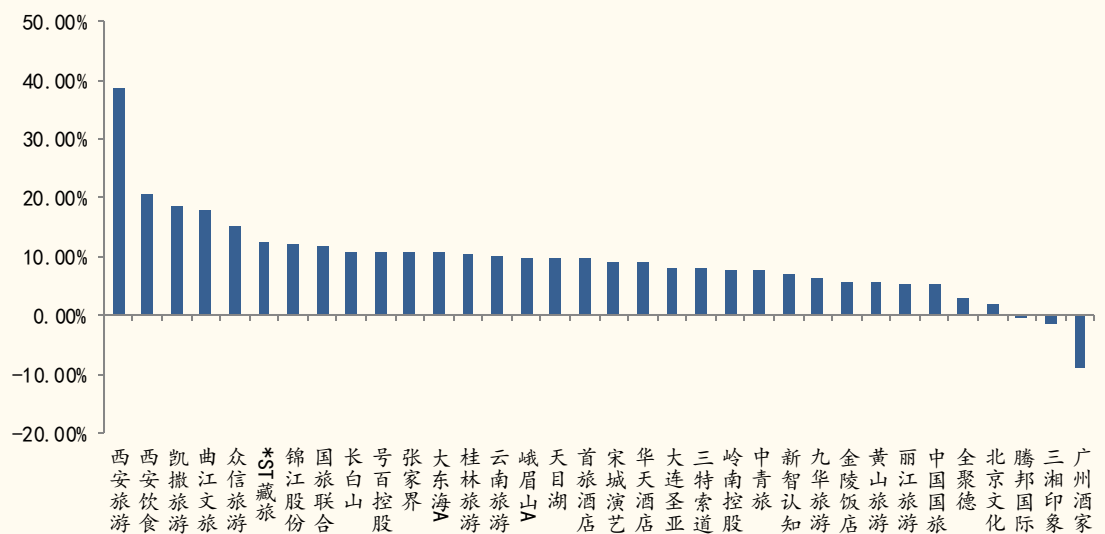
图表 1：本周各一级行业版块涨跌幅情况 (2019.3.18-2019.3.24)



来源：wind、国金证券研究所

- **个股表现:** 个股中涨跌幅前三名的是：西安旅游 (38.62%)、西安饮食 (20.64%)、凯撒旅游 (18.54%)。本周涨跌幅后三名个股为：腾邦国际 (-0.18%)、三湘印象 (-1.32%)、广州酒家 (-8.87%)。

图表 2：本周餐饮旅游板块市场表现 (2019.3.18-2019.3.24)



来源：wind、国金证券研究所

## 2、各细分板块的观点分享及数据跟踪

### 2.1 免税板块：国内消费回流决心依旧，免税仍存在开放空间（买入评级）

- **行业核心观点：**免税行业当下所面临的主要是政策的受限、区域布局的不充分以及机场店的高成本问题，这一系列问题均可随着未来政策的预期开放和后续发展市内免税店等动作所解决。国内目前免税布局主要集中在机场免税店和离岛免税店，充分挖掘游客在机场的消费能力，还未打造市内游玩消费中的购物需求。同时 2018 年底离岛免税政策的放开（额度及适用人群）将在 19 年全面体现。18 年业绩快报来看三亚免税店及上海北京机场的免税销售额增长较快，目前中国免税领域的起步较晚，同时国家对此逐步鼓励和完善的制度规则，政策和需求较为强劲，能够收获较高的行业增长。中免收购日上后几乎垄断国内免税市场，能够在采购和定价上存在议价权。
- **事件跟踪：**1) 2018 年中国的免税店销售额达到 394.9 亿元人民币(合 59 亿美元)，同比增长 27.3%，海南离岛免税店在中国越来越受欢迎。2) **中国国旅—19 年 1 月 18 日**，公司获悉控股股东旅游集团成为海免公司的控股股东。近日，旅游集团将其持有的海免公司 51% 股权委托给公司进行管理，股权委托管理的期限自委托协议生效之日起，至旅游集团不再持有海免公司股权之日止。
- **关注标的：**中国国旅

### 2.2 酒店板块：2019 年受宏观经济影响将存在景气度的调整，但内部酒店升级的进程将继续（增持评级）

- **核心观点：**酒店板块通过内部结构升级跨越经济周期，中端酒店布局及经济性酒店的升级改造能够维持酒店 RevPar 高增长：酒店板块投资逻辑分为两个阶段，第一是在 17 年受国内投资拉动下，酒店板块作为宏观经济强相关性行业能够获得经营数据的优异表现，兑现到业绩层面出现几何级的传导，入住率和平均房价均能够有较高的增长。第二是 18 年开始对于中端酒店的重点布局和经济型酒店的升级改造，通过内部酒店的升级来迎合消费者的入住需求，从需求和供给角度共同推动酒店的结构化转变。从 2018 年的数据来看不论是锦江、华住还是首旅在新开业酒店中中高端酒店占比超过 80%，存量经济型酒店的升级带动了房价提升，同时随着中端酒店占比提升实现整体 Revpar 的高增长。19 年酒店板块中端化之路将延续，通过加盟形式实快速扩张。
- **关注标的：**锦江股份、首旅酒店、华住酒店

### 2.3 出境游板块：18 年出国游市场在消费疲软和外部不安全事件影响下预期增速为 10%-15%，19 年有望回升（增持评级）

- **行业核心观点：**2018 年上半年的出境游国家数据乐观能够从各个目的地的月度数据能够进一步佐证，但从下半年开始，由于 7 月泰国发生沉船事件、日本台风、印尼海啸叠加外部中美贸易战及人民币贬值、内部居民消费意愿下降导致目的地表现出现分化，其中泰国目的地从 7 月开始出现两位数的数据下滑，日本 8 月起增速下滑至个位数，新加坡、越南的内陆游客增速下半年放缓明显，欧洲表现较为平稳未出现较大的外部负影响。从微观数据在下半年的表现来看出国游遭遇到多个外部及内部负面因素对于行业影响较大，目的地和国内消费者均需要一段时间来进行调整，密切关注多个权重目的地在 19 年的月度表现，把握市场的拐点。**随着行业的市场增速回归正常和规模提升后对于利润率的追求，旅行社从批发业务往零售业务拓展实现批零一体化是必然趋势。**在 C 端的客流培养同时，对于上游的延伸也是提升利润率和产品议价的主流方式。市场从过去的高景气度回落龙头企业的市占率将逐步提升，通过掌握上下游资源来提高盈利性和议价能力，服务和品牌溢价进而显现。

- **数据跟踪：**1月内地赴台湾游客为23.8万/+9.27%。2月内地赴日本游客为72.36万/+1%；2月内地赴泰国游客为105.30万/-12.3%；赴澳门旅客256万人次/+11.9%，其中个人游旅客（1,462,724人次）增加4.2%。

- **关注标的：**凯撒旅游、众信旅游

#### **2.4 博彩板块：博彩受到内地经济下行影响，短期影响较大（增持评级）**

- **核心观点：**1)从澳门政策及交通改善和公司基本面的角度来看，中场业务与访澳过夜游客之间的关联性较强，随着澳门交通设施的完善（1、氹仔码头2017年6月1日正式启动；2、港珠澳大桥10月24日通行。3、广珠城轨横琴延长线预计2018年完工。未来横琴站将与澳门轻轨对接，实现珠海与澳门之间的无缝换乘。4、澳门本地轻轨2008年开始动工，预计2019年完工。5、青茂口岸（粤澳新通道）预计在2019年完成建设。）将带动游客人次的增长，同时澳门多家高端酒店的开业能够满足游客的过夜需求，过夜游客人次的高增长能够对冲资本管制对于中场业务的影响。2)高端中场以及VIP业务与内地的经济尤其是大宗商品和房地产的发展关联性较强，内地经济下行将影响澳门VIP业务的增长，中端酒店长期来看因外部交通改善和酒店供给增加的影响存在结构性机会。

- **关注标的：**银河娱乐、金沙中国、新濠国际发展

#### **2.5 传统景区板块：高铁开通及费用管控是内生业绩提升的源动力（增持评级）**

- **核心观点：**传统景区背靠优质资源，在旅游需求升级的情况下积极改革求变的标的将是未来的布局重点：旅游需求发展至今，节假日制度和景区容量受限影响到游客的体验，旅游需求逐步个性化。传统景区的接待能力瓶颈和淡旺季的差异明显导致增速放缓明显，在这样的前提下短期来看从内部经营着手来实现业绩增长的公司存在投资价值，长期来看从内部经营和外延扩张两者同时着手的公司更具有长期投资属性。

- **重点个股业绩：**张家界——1)2018年归母净利润为2640.39万元/-60.80%；营收4.68亿元/-14.78%；基本每股收益为0.07元/-63.16%。2)公司大庸古城项目核心服务项目大型民俗演艺《遇见大庸》和飞行影院已基本完成，本公司预计将在2019年10月投入使用。

- **关注标的：**黄山旅游、峨眉山A

#### **2.6 主题景区板块：从传统景区向休闲景区是未来的必然趋势（增持评级）**

- **核心观点：**上市公司内生业绩良好，景气度和增长能力值得肯定，但需要提示一些经营层面以外的风险：从目的地产品特点上来看上市公司的主题公园可以分成两类：第一类是以中青旅的古北水镇和乌镇、宋城演艺的千古情为主的项目，围绕自然景区和人文景区，打造特色度假产品、旅游演艺等产品类型；另一类是以海洋主题公园为核心的大连圣亚和海昌海洋公园。主题公园的打造要经历从无到有的过程，能够上市的主题公园项目的景气度和IP属性相对较强，具备异地扩张的能力，同时国内的主题公园消费需求强劲，拥有强IP属性的主题公园能够有集聚效应。

- **关注标的：**中青旅、宋城演艺、海昌海洋公园

### 3、一周公司重要公告

【全聚德】公司 18 年净利润由 8865 万元下修为 7304 万元，同比由-34.81%修正为-46.29%。

【复星旅文】18 年集团收入 162.70 亿元/+37.9%，毛利 52.76 亿元/+86.4%，毛利率由 17 年的 24.0%提升至 32.4%，经调整 EBITDA 飚升 177.9%至 20.73 亿元，净利润 3.89 亿元，扭转 2017 年的 2.95 亿元亏损，母公司拥有人应占利润为 3.08 亿元。

【张家界】1) 2018 年归母净利润为 2640.39 万元/-60.80%；营收 4.68 亿元/-14.78%；基本每股收益为 0.07 元/-63.16%。2) 公司大庸古城项目核心服务项目大型民俗演艺《遇见大庸》和飞行影院已基本完成，本公司预计将在 2019 年 10 月投入使用。

【美高梅中国】公司回购 19.29 万股，占已发行股份 0.00508%，每股回购价介乎 15.30 港元至 15.40 港元，涉资约 296.54 万港元。

【国旅联合】当代旅游将所持公司约 5793.67 万股(对应股份比例为 11.47%)、金汇丰盈将所持公司 1500 万股(对应股份比例为 2.97%)分别转让给江旅集团。上述股份的转让价格为 8.292 元/股，转让总价约为 6.05 亿元。

【中国国旅】19 年 1 月 18 日，公司获悉控股股东旅游集团成为海免公司的控股股东。近日，旅游集团将其持有的海免公司 51%股权委托给公司进行管理，股权委托管理的期限自委托协议生效之日起，至旅游集团不再持有海免公司股权之日止。

【西安饮食】18 年归母净利润为 946.98 万元，上年同期亏损 1159.74 万元；营业收入为 4.96 亿元/+0.45%；基本每股收益为 0.019 元，上年同期亏损 0.0232 元。

【西安旅游】18 年归母净利润为 9627.1 万元，上年同期亏损 1856.23 万元；营业收入为 8.86 亿元/+21.39%；基本每股收益为 0.4066 元，上年同期亏损 0.0784 元。

【广州酒家】18 年营收 25.37 亿元/+15.89%；归母净利润为 3.82 亿元/+12.19%，基本每股收益为 0.9452 元/+5.24%。

【锦江股份】公司第二大股东弘毅投资基金解押 957.93 万股，至此，其累计质押 9158.79 万股(占公司总股本的 9.56%)。

【凯撒旅游】公司控股股东海航旅游及其一致行动人大集控股所持公司部分股份存在被动减持风险。

【三湘印象】“16 三湘债”于近日兑付本息并摘牌。

【大连圣亚】公司独董刘志良辞职，辞职后不在公司担任任何职务。公司董事陈荣辉辞职，辞职后不在公司担任任何职务。

【全聚德】公司营收 17.77 亿元/-4.48%；归母净利润 7304.22 万元/-46.29%；基本每股收益 0.2368 元，拟每 10 股派发现金红利 1.8 元(含税)。加权平均净资产收益率为 4.89%，接待宾客 770.47 万人次。

【美高梅中国】公司于 19 年 3 月 22 日注销 19.29 万股。

【西安旅游】公司于收到恒大公司支付的奥莱公司 35%股权转让尾款 6009 万元。

【首旅酒店】公司与控股股东及关联方共同增资首旅集团财务公司，首旅拟以现金投资 15,000 万元，占增资后首旅集团财务公司总股本的 5.8648%。

#### 4、一周行业新闻

##### ■ 北京文化 2018 年净赚逾 3 亿，旅游营收仅占 7.06%

2018 年，北京文化营业收入为 12.05 亿元，较上年同期减少 8.78%，归属于上市公司股东的净利润为 3.26 亿元，同比增加 4.99%，扣除非经常性损益的净利润为 3.1 亿元。

凭借着在《心花路放》、《战狼 2》等项目上的成功，北京文化迅速跻身一线影视公司。由其参与投资和宣发的电影《我不是药神》去年 7 月 5 日上映 12 天以来，票房突破 25 亿元，北京文化的股价也一路上涨，巅峰时市值增加 48 亿元。此后，北京文化又投中热门电影，今年春节期间上映的《流浪地球》取得了 46 亿票房的好成绩。

报告披露，2018 年北京文化影视经纪业务收入为 11.2 亿元，其中来自《我不是药神》的营收为 2.55 亿元。其他电影方面，北京文化参与的小成本爆款《无名之辈》的营收达到 9940.9 万元，《无名之辈》的票房为 7.94 亿元。（来源：品橙旅游）

##### ■ 华强方特全年实现营收 43.45 亿元/+12.49%；净利润 7.87 亿元/+5.12%；主题公园收入占比超 82%

3 月 20 日，华强方特文化科技集团股份有限公司（以下简称“华强方特”）发布 2018 年年度报告。2018 年内，华强方特实现营业收入 43.45 亿元，较上年同期增长 12.49%；净利润 7.87 亿元，同比增长 5.12%；扣非净利润 4.57 亿元，同比增长 2.01%。

华强方特是一家以文化内容产品及服务和文化科技主题公园为主营业务的大型文化企业。其中，文化科技主题公园收入是公司主要收入来源，2018 年该业务实现营收 36.04 亿元，占总营业收入的 82.95%。随着华强方特新公园项目的建成开园及知名度的提高，文化科技主题公园收入规模正逐年增长。

报告期内，华强方特的文化内容产品及服务实现营业收入 4.04 亿元，占总营业收入的 16.83%。其中特种电影收入为 4.04 亿元，同比减少 39.79%。华强方特方面表示特种电影收入下降的主要原因是特种电影的生产及调试具有一定的周期性。此外，数字动漫收入为 3.27 亿元，同比上涨 50.09%，主要得益于《熊熊乐园 1》系列动画片新媒体收入及《熊出没变形记》大电影收入增加。

发布财报的同时，华强方特还宣布对控股子公司华强方特（厦门）文化科技有限公司（以下简称“厦门文产”）进行 10 亿元的增资。华强方特表示，由于厦门文产业务的良好发展，以及项目投资的逐渐加大，公司决定对厦门文产进行增资，补充其后续发展所需的资金，增强竞争优势及抵抗风险的能力。

本次增资完成后，厦门文产注册资本由 5.25 亿元增加到 6 亿元，公司持有厦门文产股份比例上升至 82.5%，第二大股东厦门金圆的持股比例由 20% 下降至 17.5%。（来源：新旅界）

##### ■ 携程最新股权曝光：梁建章持股增至 2.1%，百度降至 19%

携程日前向美国 SEC 递交 2018 年年报，年报显示，截止 2019 年 2 月 28 日，携程一共有 69,187,290 股普通股。

其中，携程创始人、董事长梁建章持股为 2.1%，携程联合创始人范敏持股为 1.9%，携程 CEO 孙洁持股为 1.2%。

百度为携程最大股东，持股为 19%；Baillie Gifford & Co (Scottish Partnership) 持股为 8.7%，为第二大股东；

Booking Entities 持股为 8%；T. ROWE PRICE ASSOCIATES, INC. 持股为 5.9%。（来源：环球旅讯）

##### ■ 海南获准在重点旅游区内设置通宵娱乐演艺场所

日前，海南省旅游和文化广电体育厅收到文化和旅游部复函，允许海南在重点旅游区内设置通宵营业的娱乐演艺场所。这是文化和旅游部支持海南全面深化

改革开放、海南省旅游和文化广电体育厅落实《海南省建设国际旅游消费中心的实施方案》的又一举措。

2018年12月，国家发展改革委印发了《海南省建设国际旅游消费中心的实施方案》(以下简称《方案》)，在拓展旅游消费发展空间，构建丰富多彩的旅游消费新业态；提升旅游消费服务质量，创建国际一流的旅游消费环境；推进旅游消费国际化，建设世界知名的旅游消费目的地等三方面公布建设国际旅游消费中心的27条措施。其中，《方案》第11条提及“提升重要旅游城镇和休闲度假区的商业配套水平，允许在重点旅游区内设置通宵营业酒吧和娱乐演艺场所”。但目前我国现行的《娱乐场所管理条例》规定“每日凌晨2时至上午8时，娱乐场所不得营业”，与《方案》中提及的举措相悖。

为创新体制机制，不断优化发展环境，进一步开放旅游消费领域，海南省旅游和文化广电体育厅向文化和旅游部提出允许在重点旅游区内设置通宵娱乐演艺场所的申请，获得文化和旅游部批复。文化和旅游部要求：要明确重点旅游区的范围；设立娱乐、演出场所应当符合《娱乐场所管理条例》《营业性演出管理条例》等相关规定；娱乐场所、演出场所内的娱乐，不得含有法规禁止的内容；要建立健全相应监管措施，加强事中事后监管。

据了解，此举将有助于海南打造国际消费集聚区，提升多元化多层次吃住行游购娱供给水平，创建国际一流的旅游消费环境。(来源：新旅界)

### ■ 2018年度复星旅文财务业绩，全年净利润3.89亿元，扭转了2017年2.95亿元的亏损

18年集团收入162.70亿元/+37.9%，毛利52.76亿元/+86.4%，毛利率由17年的24.0%提升至32.4%，经调整EBITDA攀升177.9%至20.73亿元，净利润3.89亿元，扭转2017年的2.95亿元亏损，母公司拥有人应占利润为3.08亿元。

年报显示，截至2018年12月31日，复星旅文的收入约人民币162.70亿元，较2017年增长37.9%，EBITDA录得177.9%的增幅。

作为复星快乐板块旗下一家成立不久的旅游集团，复星旅文最近几年一直在全球进行休闲旅游相关业务的整合，目前业务主要涵盖三大范畴：运营度假村，包括2015年收购的法国度假村品牌Club Med；开发、运营及管理旅游目的地，比如三亚亚特兰蒂斯；以及基于度假场景的服务及解决方案。

最新的年报显示，2018年，集团新开设五家Club Med度假村，其中包括两家位于中国的Club Med Joyview度假村，三亚亚特兰蒂斯则于2018年4月正式开业，并于2018年为公司带来7.52亿元经营收入。

Club Med就是复星旅文度假村业务营收的主要贡献者。在收购Club Med后，复星旅文调整了Club Med的运营模式，转为以轻资产的输出管理为主，并加速了Club Med在中国市场的扩张，使得收购Club Med的第二年便扭亏为盈。

在此之前，以Club Med为主的度假村业务一直都是复星旅文的核心收入来源，2017年占比99.7%，2018年上半年则为95.5%，不过复星旅游董事长钱建农对记者透露，目前度假村业务收入的绝对值在不断增加，但销售占比每周都在下降，而旅游目的地以及服务及解决方案的营收增速比度假村业务更快。

三亚亚特兰蒂斯就属于复星旅文的旅游目的地开发业务。去年上半年才开业的三亚亚特兰蒂斯，当年三季度便实现了盈利，2018年第三季度入住率73.0%，春节期间(2月4日-2月10日)的入住率更是达到93%，平均房价5200元。

除了三亚亚特兰蒂斯，年报也披露了2019年二月开始开发建造的丽江项目和太仓项目，两者同样借鉴三亚亚特兰蒂斯的模式，Club Med和复星旅文参股的Thomas Cook旗下酒店会进入，同时打造具有不同社交主题的组团式客栈，以及具有丽江特色的综合商业娱乐。(来源：环球旅讯)

### ■ 同程艺龙财报：2018年交易额同比增长28.5%，江浩辞任总裁

截至2018年12月31日止年度，实现收入人民币60.9亿元(单位下同)，同比增加16.5%；毛利36.55亿元，同比增长114.15%；经调整EBITDA为14.82

亿元，同比增加 55.6%；公司权益持有人应占年内溢利 5.3 亿元，同比增长 170.97%；基本每股盈利 0.33 元；不派息。

此外，得益于非一线城市的较快渗透及多项配套增值产品及服务的不断创新，该公司月活跃用户及月付费用户保持高速增长。年内，平均月活跃用户同比增长 44.6%至 1.75 亿，其中 1.406 亿来自腾讯旗下平台。同期，平均月付费用户同比增长 28.2%，由 1560 万增至 2000 万。2018 年交易额同比增长 28.5%，达 1315 亿元。

单独财务报表显示，2018 年实现收入约 52.56 亿元，同比增长 108.7%；年内溢利 5.345 亿元，同比增长 175.0%；经调整溢利约 9.16 亿元，同比增加 375.4%；公司权益持有应占溢利约 5.3 亿元，同比增加 171.0%。

其中，住宿预订服务产生的收入减少 22.5%至约 18.3 亿元，主要是因为战略性地减少了利润相对较低的销售渠道的间夜的销售。交通票务服务收入大幅增加至 32.325 亿元，主要是由于自 2018 年 3 月起的合并同程线上业务的财务业绩。  
(来源：环球旅讯)



## 5、投资策略组合

- **中国国旅**：公司内生业绩将受益于三亚海棠湾免税店的内生业绩增长毛利率的提升，行业方面将受益于离岛免税额度的开放以及未来在市内免税店领域的布局：1) **三亚海棠湾免税店的业绩提升**：三亚旅游市场因环境优势及市场整顿成效显著，景气度不断提升。同时海棠湾地区的高端酒店及娱乐设施将在 2017-2019 年集中爆发，海棠湾地区的娱乐设施的完善将提高免税店的人次。2) **毛利率的提升**：公司竞标获得了多个机场(首都机场、香港机场、白云机场、上海机场等)的免税店经营权，规模提升实现毛利率的提升。同时参股日上能够改善公司的采购渠道，受到品类毛利率不同的影响，免税业务有望在未来三年毛利率从 45%提升到 55%。3) **市内免税店牌照的运用**：中免集团拥有北京、上海、大连、青岛和厦门的五个市内免税店牌照，开设市内免税店有望延续三亚免税店的经营模式。同时能够捕捉境外游客以及内地待出国游客，符合国内促进消费的政策倾向。4) **不考虑海免影响和剥离旅行社业务产生的投资收益的情况下，18E-20E 业绩为 31.5/41.8/51 亿元，增速为 24%/33%/22%，EPS 分别为 1.6/2.1/2.6 元，PE 分别为 40/31/25 倍，维持买入评级。**
  
- **宋城演艺**：1) 线下存量景区培育成熟，仍能维持 10%的客流增速，依赖团散比改善和票价提价改善景区业绩。2) 增量轻资产输出兑现公司品牌溢价能力。目前公司共有三个轻资产项目，每单一次性管理费兑现都超过 2 亿，这部分服务收入和景区经营收入 20%的管理收入能够为公司带来新的业绩增长点。3) 六间房分配交割资产重组后消除商誉风险，19 年能够通过资产重组获得约 5.7 亿元投资收益，重组后公司持有六间房和花椒重组的新公司 30%股权。4) 18-20 年将开业桂林、西安、上海、张家界，新开业项目体量能够实现公司利润翻番。5) **不考虑新开重资产项目 18E-20E 业绩为 13.55/18.48/17.56 亿元，增速 27%/36%/ -5%。从公司内生发展来看，不考虑六间房的业绩及投资收益并表情况下公司未来三年 18-20E 线下景区能够实现业绩为 9.2/12.38/15 亿元，增速为 19%/35%/19%，对应 PE 为 38/28/23 倍，维持买入评级。**

## 6、未来一周大事提醒

图表 3：未来一周大事提醒

时间	具体内容
3月26日	峨眉山 A(000888): 年报预计披露日期 海昌海洋公园(2255): 年报预计披露日期
3月28日	永利澳门(1128): 年报预计披露日期 宋城演艺(300144): 年报预计披露日期 长白山(603099): 年报预计披露日期
3月29日	新濠国际发展(0200): 年报预计披露日期
3月30日	锦江股份(600754): 年报预计披露日期 三特索道(002159): 年报预计披露日期 桂林旅游(000978): 年报预计披露日期

来源：wind、国金证券研究所

## 7、风险提示

- **极端天气及不安全因素发生**：从景区角度来看，交通利好是带动客流量的主要因素，而极端天气和不安全因素则是影响游客意愿的主要负面影响。2016年厄尔尼诺现象的产生导致整个旅游板块尤其是景区细分领域的业绩表现较弱。
- **宏观经济增速放缓**：旅游活动作为基本需求满足后的精神需求层面，需要在经济达到一定水平的情况下才会发生，当经济放缓会导致居民的出境需求和意愿下降。
- **影响旅游行业的负面政策出台**：旅游行业的政策指导性较强，尤其在免税及出境游板块。负面政策的出台对板块存在限制发展的可能。
- **业绩不及预期的情况出现**：旅游板块发展至今跟行业的长期趋势产生一二级的差异，16-17年的业绩尤其是景区板块的业绩存在一定的低预期情形。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH