

2019年05月05日

餐饮旅游

## 2018年及2019Q1业绩综述：免税表现靓丽，优选高成长龙头标的

■按照中信餐饮旅游行业分类，目前31家公司2018年及2019年一季度业绩已披露完毕，2018年合计实现营业收入1046.44亿元/+23.88%，实现归母净利润97.27亿元/+13.60%，平均毛利率约42.97%/+1.86pct；2019Q1合计实现营业收入332.25亿元/+19.78%，实现归母净利润33.59亿元/+54.68%，平均毛利率约45.93%/+3.10pct。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。分子板块看，2018年增速表现：①营收增速：免税(+66%)>景区(+10%)>出境游(+7%)>酒店(+7%)>餐饮(+6%)；②归母净利润增速：景区(+37%)>免税(+22%)>餐饮(+0%)>酒店(-8%)>出境游(-48%)，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增长、以及上海北京机场店高速增长所驱动；2019Q1增速表现：①营收增速：免税(+55%)>景区(+7%)>餐饮(+6%)>酒店(+4%)>出境游(-1%)；②归母净利润增速：免税(+99%)>酒店(+45%)>景区(-5%)>出境游(-25%)>餐饮(-33%)，免税(中国国旅)于2019Q1出表国旅总社产生较大比例投资收益。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。

■单季度看：1)收入端，19Q1完成营收332.23亿元/+19.78%，18Q4完成营收341.57亿元/+18.10%，18Q3餐饮旅游行业合计实现营业收入403.82亿元/+18.79%；营收增速保持稳定高速增长；2)归母净利润端：19Q1实现归母净利润33.59亿元/+54.68%；18Q4实现8.78亿元/-44.09%，18Q3实现37.73亿元/+19.26%；19Q1业绩大幅高增主要系中国国旅出售国旅总社产生投资收益；18Q4同比降低主要系免税及出境游板块受事件性影响，计提资产减值、商誉减值等比例较大所致。

■我们重点推荐中国国旅、科锐国际、中公教育、首旅酒店、锦江股份、宋城演艺、广州酒家。

1)中国国旅：中短期内看海南及市内店增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升。①公司确定将控股海免集团，成为海南省范围内唯一及具有免税运营资质的主体；②三亚免税销售额保持高位增速；③海南免税购物限额提升，本地人购物次数限制放开，有望催生代购；④市内店落地正在逐步推进，预计北京将在5-6月开业；⑤“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，提升免税销售规模；规模提升有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。

2)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中长期的高成长性；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2019-21年归母净利润1.80亿元/2.44亿元/3.24亿元，对应增速53%/35%/33%；

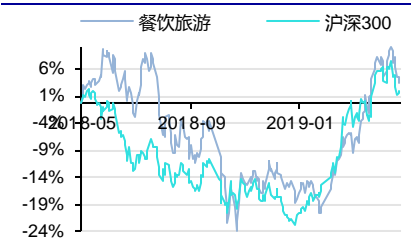
## 行业专题报告

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	92.51 买入-A
300662	科锐国际	46.80 买入-A
002607	中公教育	15.34 买入-A
600258	首旅酒店	27.50 买入-A
600754	锦江股份	37.50 买入-A
300144	宋城演艺	27.50 买入-A
603043	广州酒家	38.50 买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.62	-8.26	-6.92
绝对收益	-6.28	12.25	-3.25

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001  
liuwz@essence.com.cn  
021-35082109

### 相关报告

- 国人免税落地或超预期，继续推荐优质龙头标的 2019-04-21
- 社融数据再超预期酒店板块有望受益，科锐国际业绩加速增长 2019-04-14
- 清明客流收入增长双提速，旅游行业景气度稳中向好 2019-04-07
- 继续推荐估值底部、经营数据边际改善酒店和百货龙头，布局一季报超预期高成长标的 2019-03-31
- 五一长假来临成利好，重点关注社服板块补涨机会 2019-03-24

3) **中公教育**：依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒，从优势领域  
公考培训拓展职教大市场。①“专业 X 地域”矩阵式研发架构，保证专业性、  
地域适应性和灵活性；辅以自建 IT 团队，大幅提升团队效率；②截至 2018  
年 12 月 31 日，中公教育拥有覆盖 31 个省市自治区 319 个地级市，由 701 个  
直营分支机构组成的强大服务和学习网络，深入低线城市，已建立了坚固壁  
垒，具有明显先发优势及规模效应；③2018 年以来职教支持政策密集出台，  
职业教育被提上前所未有的政策高度；④教育行业逆周期属性显著，2018 年  
业绩实现高速增长，宏观经济增速下行期间，职教龙头优势将持续进一步凸  
显！

4) **首旅酒店&锦江股份**：3 月 STR 酒店 RevPAR 同比下降 3.7%（降幅环比 19  
年 1-2 月小幅扩大），华住和如家 19 年 Q1 整体 RevPAR 同比增数均有所放缓，  
我们认为或系春节因素及高基数扰动所致。短期 4 月酒店 RevPAR 同样由于  
基数原因，仍存在一定压力，但从 18 年 RevPAR 增速的基数+3 月 PMI 回暖  
+4 月企业降税+1-3 月社融超预期（同比增多 30%，社融增速与 STR RevPAR  
增速相关性较高且大约领先 5 个月左右）+3 月 M2 同比增 8.6%（增速创 13  
个月新高）判断，看好 19 年 Q2-4 的酒店数据有望逐步回暖。此外，华住此  
前已公布 19 年开店计划为 800-900 家，如家公布 19 年开店指引直营+加盟店  
560 家，同比 18 年的 450 家同样提速，成长性均有望更优。叠加近期国企改革  
在 19 年进程有望进一步催化，目前两家酒店估值调整后已处较低位置，继  
续推荐酒店板块的首旅酒店和锦江股份。

5) **宋城演艺**：①新一轮项目业绩加速释放的起点，四大自营项目（桂林项目  
2018 年 8 月已开业，明年进入客流渗透期；西安项目、张家界项目预计在 19  
年开业、上海项目预计 20 年初开），培育期、客流量及业绩边际贡献或优于  
上一轮。②“演艺谷”模式的西塘项目已于 18 年 12 月底开工建设，力在开  
拓年轻客群偏好的演艺谷节目+未来年输出项目数量有望增多至 5-6 台+佛山  
项目轻转重利好中长期业绩增长。③六间房继续完成 18 年业绩承诺，重组  
方案第二步股权互换条件已具备，有望成功实现花房重组。

6) **广州酒家**：①产能方面：公司在 18 年中秋月饼及全年速冻食品的销量依  
旧突出，产能供不应求，19 年湘潭项目有望在 Q3 前新开一条月饼及莲蓉产  
线，2020 年有望迎来湘潭和梅州项目进一步产能释放，产能释放红利有望延  
续至 2022 年。②渠道方面，公司在省内的深圳等重点市场通过“餐饮立品牌，  
食品创规模”的打法扩张，省外则通过电商布局打造爆款+线下经销商数扩  
张+自有仓库建设降低运费等驱动，有望打开华东和华中市场潜力。③公司  
层面：良好的现金流（18 年经营现金流 4.8 亿）+ 估值相对便宜（19 PE 25x），  
高 ROE（近 20%，高于行业平均）盈利能力突出+高分红（17-18 年现金分红  
占净利 42%+）+高管股权激励方案落地带动业绩中枢上移。

■**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 及 2019Q1 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 .....	9
2.1. 免税：业绩符合预期，广阔增量空间值得期待 .....	9
2.2. 酒店：3-4 月数据高基数预计承压，19H2 有望逐步改善 .....	10
2.2.1. 锦江股份：19Q1 扣非业绩微增，同店 RevPAR 增速环比下行，加盟扩张实现小 幅加速 .....	12
2.2.2. 首旅酒店：19Q1 业绩受 RevPAR 下行有所放缓，看好 19H2 数据有望改善 ...	15
2.3. 出境游：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：18 年事件性影响利空出尽，19Q1 已现好转趋势 .....	20
2.3.2. 凯撒旅游：资产减值拖累业绩，全新凯撒轻装上阵整装待发 .....	22
2.4. 景区：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 .....	23
2.4.1. 宋城演艺：业绩继续稳步增长，丽江千古情快增，花房重组稳步推进 .....	26
2.4.2. 中青旅：19Q1 受多因素扰动业绩同比下滑，双镇收入结构持续优化 .....	27
2.5. 人服：科锐国际灵活用工带动主业高成长 .....	29
3. 行业估值：从 PE、PB、PS 看行业估值 .....	31
4. 投资建议与观点：板块估值回调，优选高成长龙头标的 .....	33
5. 风险提示 .....	35

## 图表目录

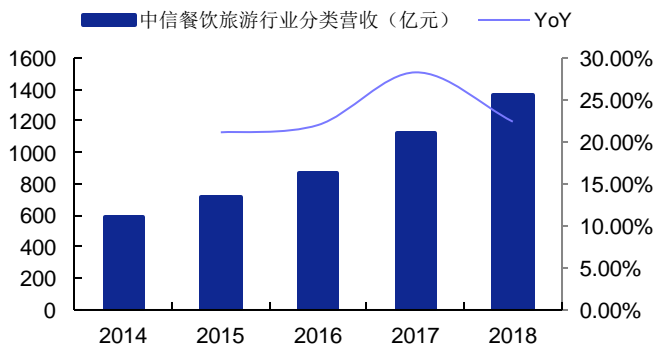
图 1：2018 年餐饮旅游板块整体完成营收 1368.03 亿元 .....	5
图 2：2018 年餐饮旅游板块归母净利增速 13.60% .....	5
图 3：2019Q1 餐饮旅游板块整体完成营收 332.25 亿元 .....	5
图 4：2019Q1 餐饮旅游板块归母净利增速 54.68% .....	5
图 5：2018Q3-2019Q1 各子版块单季营收增速 .....	6
图 6：2018Q3-2019Q1 各子版块单季归母净利增速 .....	6
图 7：2018 年各子版块营收增速 .....	6
图 8：2018 年各子版块归母净利增速 .....	6
图 9：2019Q1 年各子版块营收增速 .....	7
图 10：2019Q1 各子版块归母净利增速 .....	7
图 11：2018 年餐饮旅游板块归母净利率为 7.11% .....	7
图 12：2018 年餐饮旅游板块期间费用率为 32.32% .....	7
图 13：2019Q1 餐饮旅游板块归母净利率为 10.11% .....	7
图 14：2019Q1 餐饮旅游板块期间费用率为 34.45% .....	7
图 15：酒店板块 2018 年营收及增速 .....	10
图 16：酒店板块 2018 年归母净利及增速 .....	10
图 17：酒店板块 2019Q1 营收及增速 .....	11
图 18：酒店板块 2019Q1 归母净利及增速 .....	11
图 19：酒店板块 2018 年利润率 .....	11
图 20：酒店板块 2018 年期间费用率 .....	11
图 21：酒店板块 2019Q1 利润率 .....	12
图 22：酒店板块 2019Q1 期间费用率 .....	12
图 23：19 年 1-3 月：锦江股份境内酒店整体 RevPAR 月度同比增速 .....	13
图 24：19 年 1-3 月：锦江股份境内酒店整体平均房价月度同比增速 .....	13

图 25: 19 年 1-3 月: 锦江股份境内酒店整体入住率月度同比增速.....	13
图 26: 截至 19Q1, 公司的中高端酒店占比 34.9%.....	14
图 27: 16Q1-19Q1: 锦江股份经济及中高端酒店明细 (家) .....	14
图 28: 13Q1-19Q1: 如家整体 RevPAR 各季度同比增速.....	15
图 29: 13Q1-19Q1: 如家整体平均房价 (ADR) 各季度同比增速.....	16
图 30: 13Q1-19Q1: 如家整体出租率 (OCC) 各季度同比增速.....	16
图 31: 13Q1-19Q1: 如家成熟店整体 RevPAR 各季度同比增速.....	17
图 32: 13Q1-19Q1: 如家成熟店整体平均房价 (ADR) 各季度同比增速.....	17
图 33: 13Q1-19Q1: 如家成熟店整体出租率 (OCC) 各季度同比增速.....	17
图 34: 14Q1-19Q1 期间, 如家加盟店数量持续增长, 轻资产加盟扩张延续.....	18
图 35: 截至 19Q1, 如家加盟店数占比已提升至 77%.....	18
图 36: 出境游板块 2018 年营收及增速.....	19
图 37: 出境游板块 2018 年归母净利及增速.....	19
图 38: 出境游板块 2019Q1 营收及增速.....	20
图 39: 出境游板块 2019Q1 归母净利及增速.....	20
图 40: 出境游板块 2018 年利润率.....	20
图 41: 出境游板块 2018 年费用率.....	20
图 42: 出境游板块 2019Q1 利润率.....	20
图 43: 出境游板块 2019Q1 费用率.....	20
图 44: 休闲景区板块 2018 年营收及增速.....	23
图 45: 休闲景区板块 2018 年归母净利及增速.....	23
图 46: 休闲景区板块 2019Q1 营收及增速.....	24
图 47: 休闲景区板块 2019Q1 归母净利及增速.....	24
图 48: 自然景区板块 2018 年营收及增速.....	24
图 49: 自然景区板块 2018 年归母净利及增速.....	24
图 50: 自然景区板块 2019Q1 营收及增速.....	24
图 51: 自然景区板块 2019Q1 归母净利及增速.....	24
图 52: 休闲景区板块 2018 年利润率.....	25
图 53: 休闲景区板块 2018 年费用率.....	25
图 54: 休闲景区板块 2019Q1 利润率.....	25
图 55: 休闲景区板块 2019Q1 费用率.....	25
图 56: 自然景区板块 2018 年利润率.....	25
图 57: 自然景区板块 2018 年费用率.....	25
图 58: 自然景区板块 2019Q1 利润率.....	26
图 59: 自然景区板块 2019Q1 费用率.....	26
表 1: 2018 年各子板块公司财务指标明细.....	8
表 2: 2019Q1 各子板块公司财务指标明细.....	8
表 3: 酒店企业倍数.....	12
表 4: PE 估值表 (截至 2019 年 4 月 30 日的各标的 PE TTM) .....	31
表 5: PS 估值 (截至 2019 年 4 月 30 日的各标的 PS TTM) .....	32
表 6: PB 估值 (截至 4 月 30 日的各标的 PB TTM) .....	32

## 1. 社服行业 2018 及 2019Q1 业绩汇总

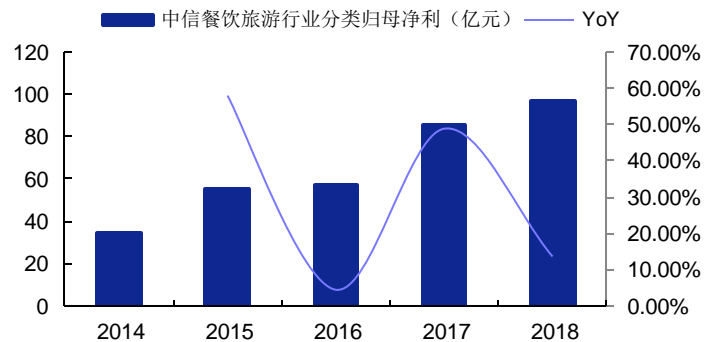
按照中信餐饮旅游行业分类，目前 31 家公司 2018 年及 2019 年一季度业绩已披露完毕，2018 年合计实现营收 1046.44 亿元/+23.88%，实现归母净利润 97.27 亿元/+13.60%，平均毛利率约 42.97%/+1.86pct；2019Q1 合计实现营收 332.25 亿元/+19.78%，实现归母净利润 33.59 亿元/+54.68%，平均毛利率约 45.93%/+3.10pct。我们继续重点推荐中国国旅、科锐国际、中公教育、首旅酒店、锦江股份、宋城演艺、广州酒家。

图 1：2018 年餐饮旅游板块整体完成营收 1368.03 亿元



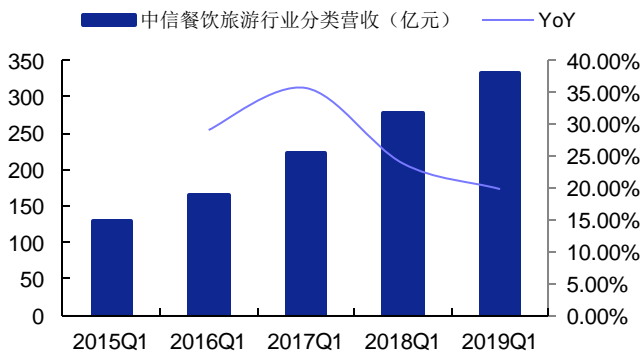
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2018 年餐饮旅游板块归母净利润增速 13.60%



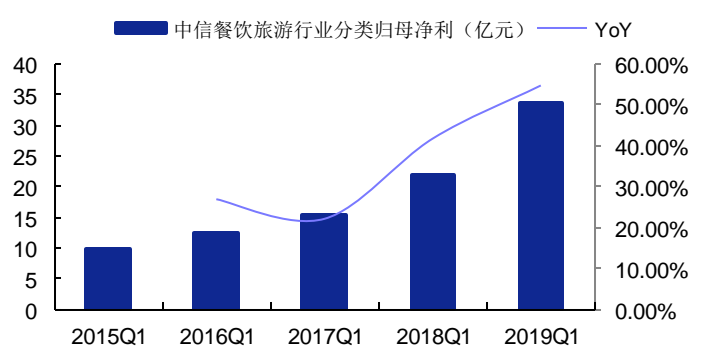
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：2019Q1 餐饮旅游板块整体完成营收 332.25 亿元



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2019Q1 餐饮旅游板块归母净利润增速 54.68%

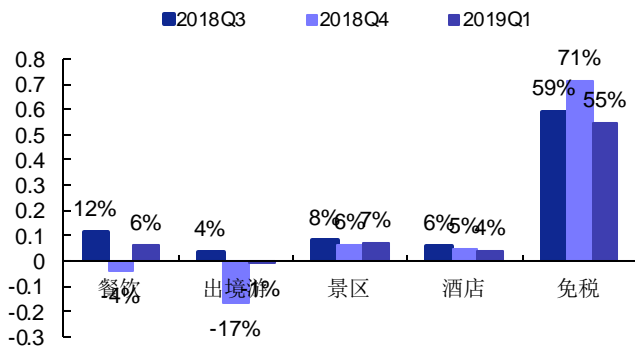


资料来源：Wind，安信证券研究中心

分季度看，按照中信餐饮旅游行业分类：1)收入端，19Q1 完成营收 332.23 亿元/+19.78%，18Q4 完成营收 341.57 亿元/+18.10%，18Q3 餐饮旅游行业合计实现营收 403.82 亿元/+18.79%；营收增速保持稳定高速增长；

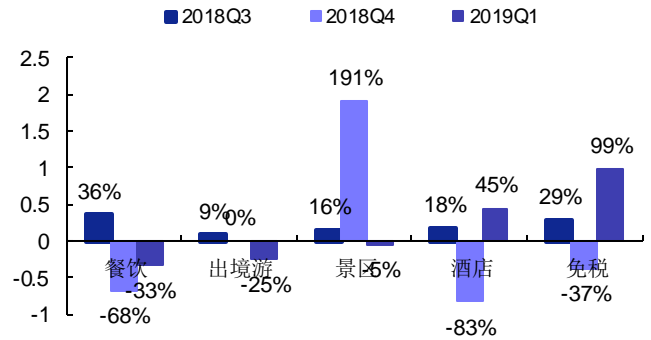
2) 归母净利润端：19Q1 实现归母净利润 33.59 亿元/+54.68%；18Q4 实现 8.78 亿元/-44.09%，18Q3 实现 37.73 亿元/+19.26%；19Q1 业绩大幅高增主要系中国国旅出售国旅总社产生投资收益；18Q4 同比降低主要系免税及出境游板块受事件性影响，计提资产减值、商誉减值等比例较大所致。

图 5：2018Q3-2019Q1 各子版块单季营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：2018Q3-2019Q1 各子版块单季归母净利增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

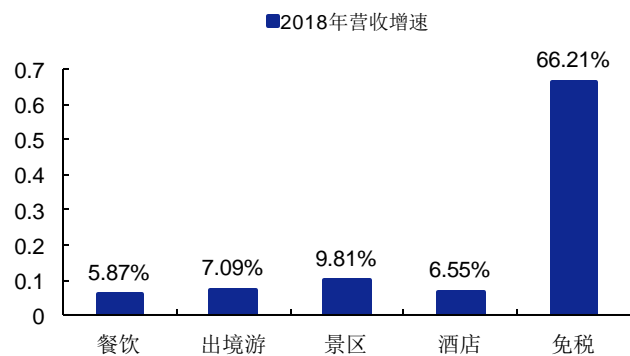
### 3) 分子版块看增速变化：

**子版块 2018 年增速表现：**①**营收增速：**免税>景区>出境游>酒店 > 餐饮；②**归母净利增速：**景区>免税>餐饮>酒店>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；

**子版块 2019Q1 增速表现：**①**营收增速：**免税>景区>餐饮>酒店>出境游；②**归母净利增速：**免税>酒店>景区>出境游>餐饮，免税（中国国旅）于 2019Q1 出表国旅总社产生较大比例投资收益。

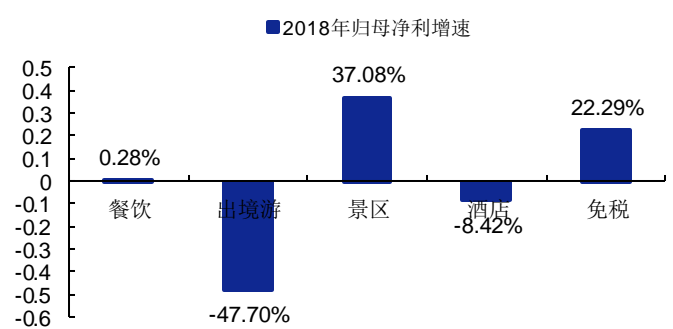
基于行业的增速判断，各板块的行业景气程度如下：免税>酒店>休闲景区>出境游>自然景区，重点标的中国国旅、锦江股份、首旅酒店业绩均基本符合预期。

图 7：2018 年各子版块营收增速



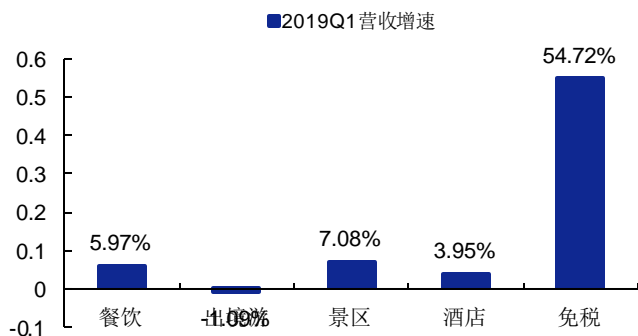
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2018 年各子版块归母净利增速



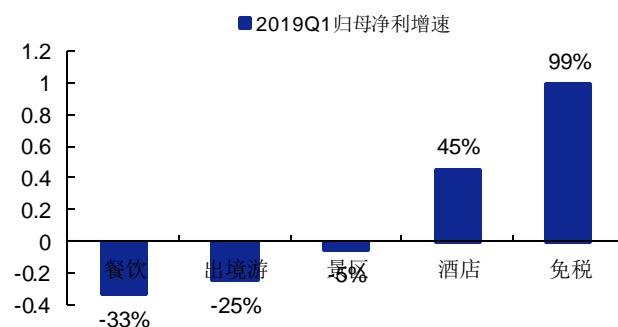
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：2019Q1 年各子版块营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：2019Q1 各子版块归母净利增速



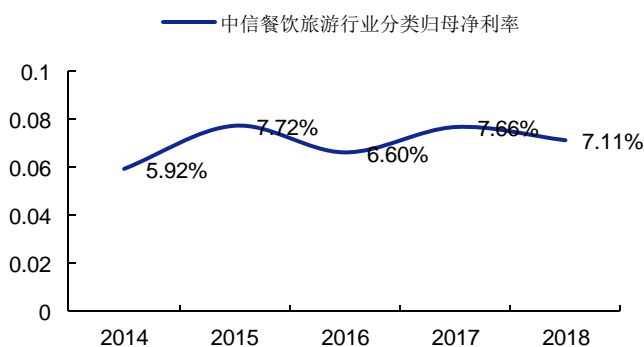
资料来源：Wind，安信证券研究中心

盈利能力表现持续优化：

**2018 年：**整体归母净利率同比下降 0.55pct 至 7.11%；整体期间费用率提升 2.09pct 至 32.32%，主要系中国国旅高扣点免税业务占比大幅提升、导致销售费用率提升幅度较大；

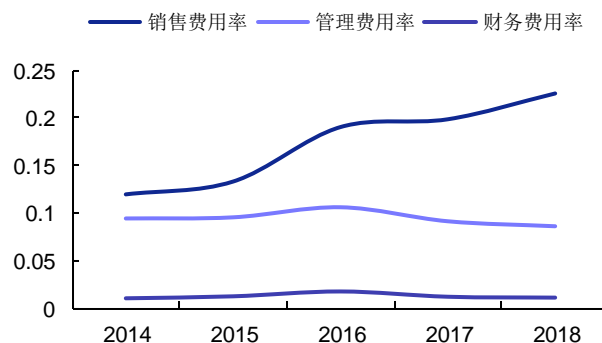
**2019Q1：**整体归母净利率同比上升 2.28pct 至 10.11%，主要系中国国旅旗下国旅总社出表产生投资收益大幅推升净利率；整体期间费用率提升 2.21pct 至 34.45%，主要系中国国旅业务结构发生较大变化，旅行社业务剥离、免税业务占比大幅提升。

图 11：2018 年餐饮旅游板块归母净利率为 7.11%



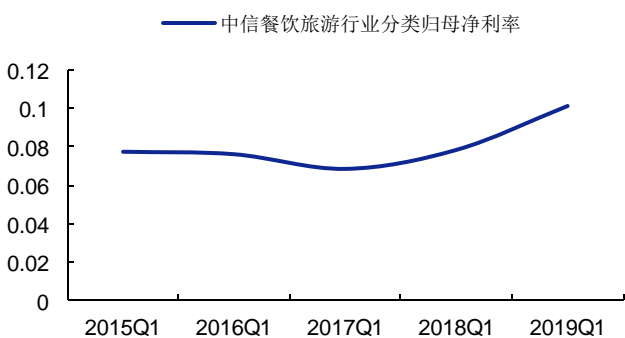
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：2018 年餐饮旅游板块期间费用率为 32.32%



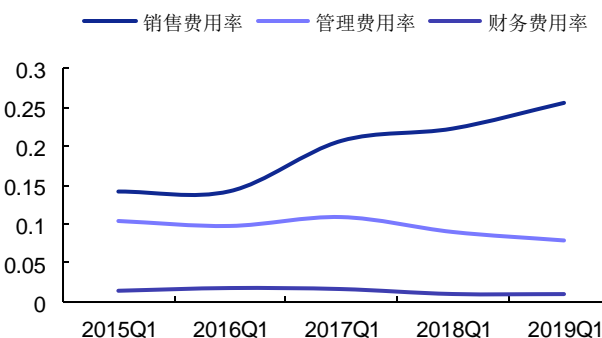
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：2019Q1 餐饮旅游板块归母净利率为 10.11%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 14：2019Q1 餐饮旅游板块期间费用率为 34.45%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1: 2018 年各子板块公司财务指标明细

子板块	证券简称	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)
免税	中国国旅	66.21%	22.29%	41.46%	11.64	6.58%	6.58	28.07%	12.27	20.45%	1.44
	西安饮食	0.45%	181.66%	33.79%	-1.91	1.91%	4.19	35.27%	-1.86	1.43%	3.11
餐饮	全聚德	-4.48%	-46.29%	60.03%	-1.84	4.11%	4.11	53.37%	2.41	4.85%	-4.35
	广州酒家	15.89%	12.79%	54.66%	1.51	15.13%	15.13	34.14%	0.53	21.01%	-4.69
出境游	凯撒旅游	1.67%	-12.03%	18.10%	0.10	2.37%	2.37	13.28%	0.66	9.18%	-2.18
	众信旅游	1.52%	-89.87%	9.37%	-0.52	0.19%	0.19	8.46%	1.46	1.04%	-10.48
	腾邦国际	38.43%	-40.88%	15.55%	-4.98	3.43%	3.43	11.50%	0.80	6.09%	-7.20
景区	张家界	-14.78%	-60.80%	31.52%	0.49	5.64%	5.64	22.89%	-4.00	1.69%	-4.37
	峨眉山 A	-0.62%	6.42%	42.58%	-0.04	19.51%	19.51	17.01%	-1.40	9.16%	-0.08
	桂林旅游	3.02%	51.87%	45.97%	0.26	14.03%	14.03	38.20%	-2.63	5.21%	1.65
	丽江旅游	-1.28%	-6.16%	67.16%	-2.92	28.25%	28.25	27.85%	-0.98	8.05%	-1.03
	云南旅游	11.56%	580.37%	18.03%	-11.72	21.56%	21.56	14.38%	-1.20	27.88%	23.12
	三特索道	20.16%	2348.96%	55.61%	2.80	20.78%	20.78	39.23%	-3.79	15.08%	14.41
	宋城演艺	6.20%	20.57%	66.43%	3.24	40.08%	40.08	15.25%	-2.89	16.29%	0.75
	黄山旅游	-9.13%	40.68%	54.14%	3.51	35.94%	35.94	23.04%	4.40	14.17%	4.19
	中青旅	11.30%	4.50%	25.30%	-0.15	4.87%	4.87	16.70%	-0.77	10.20%	-0.50
	大连圣亚	0.84%	3.96%	66.01%	6.20	16.58%	16.58	35.75%	0.46	12.23%	-0.98
	曲江文旅	18.78%	21.89%	27.12%	-0.83	5.66%	5.66	18.22%	-0.74	7.71%	0.91
	西藏旅游	26.10%	126.86%	56.19%	21.19	11.91%	11.91	52.30%	-38.47	2.81%	18.64
	长白山	19.45%	-4.47%	34.42%	-4.05	14.57%	14.57	12.53%	0.37	6.90%	-0.75
	天目湖	6.24%	22.18%	62.10%	-1.55	21.09%	21.09	30.90%	-3.04	13.06%	-2.77
	九华旅游	8.74%	11.10%	47.05%	0.84	18.97%	18.97	21.18%	0.28	8.67%	0.30
酒店	华天酒店	-9.87%	-538.33%	53.84%	-1.36	-49.85%	-49.85	90.37%	4.27	-17.23%	-20.92
	岭南控股	10.73%	15.51%	15.38%	-1.17	2.89%	2.89	11.75%	-1.04	8.02%	-3.16
	西安旅游	21.39%	618.64%	6.36%	-0.23	10.87%	10.87	10.17%	-1.95	11.70%	14.05
	大东海 A	5.77%	-77.15%	60.17%	0.09	2.21%	2.21	52.73%	0.63	0.84%	-2.93
	首旅酒店	1.45%	35.84%	94.47%	-0.16	10.04%	10.04	79.75%	-2.11	11.06%	2.08
	国旅联合	-4.29%	-358.74%	26.08%	-7.84	-30.38%	-30.38	25.44%	-13.16	-16.98%	-23.18
	锦江股份	8.21%	22.76%	89.60%	-0.86	7.37%	7.37	81.48%	0.13	8.45%	1.62
	金陵饭店	10.38%	-25.19%	59.89%	0.15	7.47%	7.47	44.77%	-1.66	5.27%	-1.95

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: 2019Q1 各子板块公司财务指标明细

子板块	证券简称	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)
免税	中国国旅	54.72%	98.80%	49.45%	9.98	8.18%	8.18	29.96%	12.27	13.28%	5.31
	西安饮食	12.17%	-34.35%	28.42%	-2.63	1.31%	3.48	34.99%	-1.43	-1.64%	-0.42
餐饮	全聚德	-9.57%	-71.38%	56.43%	-3.17	2.68%	2.68	54.68%	4.30	0.71%	-1.73
	广州酒家	19.79%	17.94%	47.14%	-0.54	14.89%	14.89	33.99%	0.37	2.31%	0.07
出境游	凯撒旅游	0.41%	8.41%	14.86%	-3.12	2.40%	2.40	13.24%	0.39	1.36%	-0.01
	众信旅游	-0.93%	-1.37%	13.26%	1.47	0.19%	0.19	8.78%	1.53	2.75%	-0.16
	腾邦国际	-3.74%	-65.59%	18.68%	-0.41	2.65%	2.65	12.31%	2.01	0.73%	-1.50
景区	张家界	-4.06%	44.27%	10.10%	1.66	7.08%	7.08	22.82%	-3.36	-0.53%	0.44
	峨眉山 A	-3.38%	5.42%	31.81%	-2.27	19.77%	19.77	16.60%	-2.05	0.82%	-0.02
	桂林旅游	3.43%	12.24%	37.43%	-2.56	13.98%	13.98	38.06%	-1.45	-0.12%	0.02
	丽江旅游	-5.56%	-23.43%	66.88%	-3.77	26.95%	26.95	28.34%	0.46	1.44%	-0.52
	云南旅游	15.06%	-0.11%	9.04%	-16.77	20.38%	20.38	12.76%	-3.76	-1.06%	0.32



三特索道	-1.04%	-41.63%	44.03%	-0.39	19.05%	19.05	41.74%	-0.04	-3.66%	-0.27
宋城演艺	15.85%	14.90%	69.77%	1.80	40.17%	40.17	13.97%	-4.47	4.18%	-0.13
黄山旅游	7.80%	-69.77%	43.09%	-0.01	32.20%	32.20	23.16%	3.65	0.57%	-1.31
中青旅	1.41%	-35.13%	23.97%	0.51	4.57%	4.57	17.21%	0.14	1.04%	-0.71
大连圣亚	5.94%	4.07%	39.33%	6.54	16.57%	16.57	36.12%	1.05	-1.70%	0.35
曲江文旅	11.70%	2.29%	29.23%	-1.34	5.57%	5.57	18.47%	0.77	2.95%	-0.16
西藏旅游	55.18%	67.01%	33.99%	108.15	19.96%	19.96	51.90%	-34.55	-0.72%	2.42
长白山	14.57%	21.31%	-24.07%	15.47	15.82%	15.82	12.05%	-0.06	-2.51%	0.90
天目湖	-1.39%	-14.93%	58.13%	1.89	20.60%	20.60	31.08%	-2.47	1.87%	-0.44
九华旅游	17.96%	27.62%	55.00%	3.91	19.87%	19.87	20.83%	-0.36	3.46%	0.54
酒店										
华天酒店	-10.91%	-2.78%	53.63%	1.87	-51.54%	-51.54	90.86%	6.82	-3.05%	-0.56
岭南控股	13.71%	192.64%	14.02%	-1.95	3.82%	3.82	11.26%	-0.85	4.27%	2.78
西安旅游	0.53%	30.32%	7.46%	-0.31	11.04%	11.04	9.85%	-1.69	-0.41%	0.25
大东海 A	-6.02%	-20.34%	67.57%	-1.34	0.87%	0.87	53.99%	1.15	2.00%	-0.53
首旅酒店	0.99%	-1.90%	93.92%	-0.61	10.00%	10.00	79.52%	-1.99	0.90%	-0.12
国旅联合	-38.86%	-391.06%	27.91%	5.67	-36.86%	-36.86	28.88%	0.84	-0.89%	-1.16
锦江股份	2.66%	28.18%	88.35%	-1.31	7.76%	7.76	81.03%	0.05	2.31%	0.49
金陵饭店	12.31%	-16.76%	50.85%	-9.45	7.00%	7.00	42.35%	-4.58	0.89%	-0.18

资料来源：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：

2018 年：实现营收 470.07 亿元/+66.21%，归母净利 30.94 亿元/+22.29%，归母扣非净利 31.44%/+27.82%，基本 EPS 为 1.5850/+22.28%。经营性现金流净额 27.22 亿元/-9.77%。每 10 股派发现金红利人民币 5.50 元。非经常项主要来源于未决诉讼产生预计负债计提的营业外支出。

2019Q1：实现营收 136.92 亿元/+54.72%，归母净利 23.06 亿元/+98.80%，归母扣非净利 15.89 亿元/+37.37%，基本 EPS 为 1.1809 元/+98.80%。经营性现金流净额 36.52 亿元/+70.89%。非经常项主要来自于国旅总社出表产生投资收益。

**营收保持高位增长，盈利能力大幅优化。**2018 年实现营收 470.07 亿元/+66.21%，营收保持高速增长主要系①2018 年 3 月起并表日上上海；②三亚销售额保持高位增长；③白云机场进入成熟期，营收高速增长；④其他业务保持稳定增长。

2018 年毛利率大幅提升 11.64pct 至 41.46%，主要系：①并表日上上海进一步提升免税业务占比，提升毛利率水平；②免税业务规模提升，议价能力持续提升，2018 年免税业务毛利率大幅提升 7.36pct 至 53.09%。

**分板块来看，免税及有税表现优异。**商品销售实现营收 343.35 亿元/+119.81%，毛利率 52.24%/+7.67pct。免税销售营收 332.27 亿元/+123.59%，毛利率 53.09%/+7.36pct；有税商品销售营收 11.07 亿元/+45.90%，毛利率 26.91%/+4.84pct。

旅游服务实现营收 123.88 亿元/+0.10%，毛利率 10.01%/+0.41pct。其中，入境游营收 6.75 亿元/+1.12%，毛利率 11.08%/-2.66pct；出境游营收 63.03 亿元/-2.43%，毛利率 5.45%/+0.43pct；国内游营收 33.30 亿元/+2.28%，毛利率 6.33%/+0.13pct，商旅服务 5.16 亿元/-6.84%，毛利率 59.44%/+9.57%。

**免税业务占比提升，扣点带来的销售费用率提升幅度较大。**2018 年归母净利率下滑 2.36pct

主要系①日上上海销售费用率较高；②旅游业务净利润下滑较为严重。具体而言：销售费用率提升 12.20pct 至 24.68%，主要系日上上海扣点较高；管理费用率降低 0.42pct 至 3.41%，主要系公司收入迅速提升，管理规模效应逐步显现；财务净收益同比下降主要系 2018 年人民币贬值幅度较大，产生较多汇兑损失。

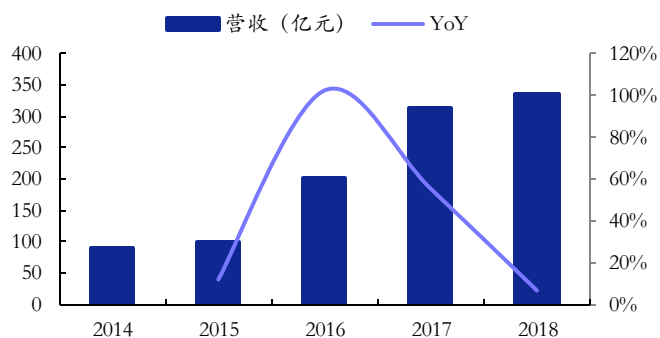
## 2.2. 酒店：3-4 月数据高基数预计承压，19H2 有望逐步改善

**2018 年酒店板块合计实现营收 334.99 亿/+6.55%，完成归母净利 17.56 亿/-8.45%**；营收增速低于 17 年主要系①2017 年并表因素影响导致收入及业绩口径不可比，②主要是 18 年同店改造及关店数量同比增多；业绩增速低于 17 年同样系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 18Q3-4 业绩受宏观影响增幅放缓所致。中长期看，未来在酒店产品升级和轻资产加盟扩张下，公司盈利能力有望持续提升。

**19Q1 酒店板块营收合计实现营收 77.95 亿/+3.95%，完成归母净利 4.12 亿/+45.58%**；我们判断主要因 19Q1 酒店板块的非经常性损益增多所致。

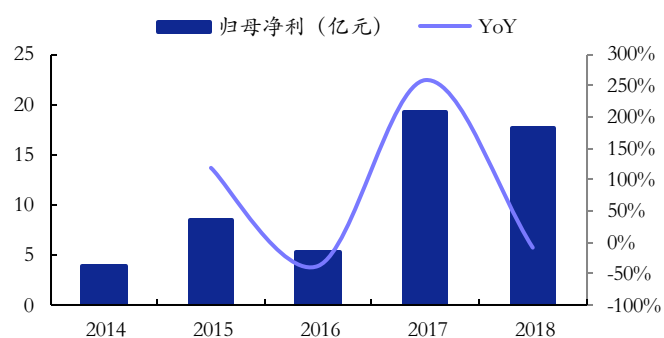
其中①**锦江股份 18 年**：实现归母净利 10.82 亿/+22.68%，扣非净利 3.62 亿/+22.63%，主要受益于铂涛等子公司业绩增长核心驱动（门店提价+轻资产扩张），未来在加盟扩张步伐提速，铂涛提价+维也纳新店成熟+整合效应下，公司中长期业绩成长性有望延续；②**首旅酒店 18 年**：实现归母净利 8.57 亿/+35.82%、扣非净利 3.48 亿/+13.92%，主要受益于平均房价提升和轻资产加盟扩张驱动，公司 19 年计划新开店 560 家（直营+加盟），加盟扩张势头有望提取。

图 15：酒店板块 2018 年营收及增速



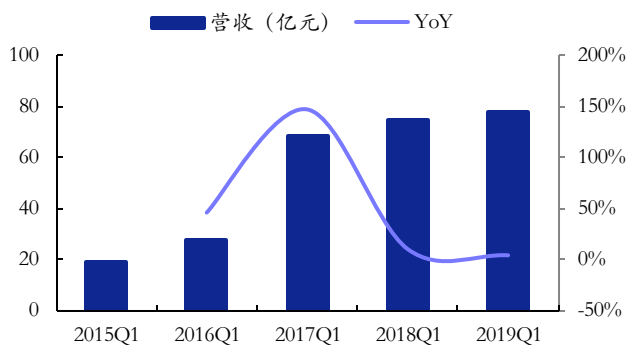
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：酒店板块 2018 年归母净利及增速



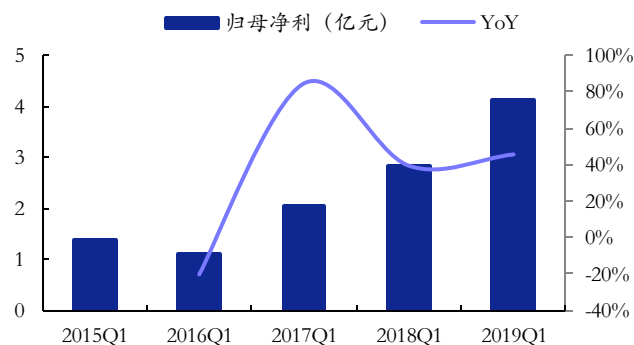
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 17: 酒店板块 2019Q1 营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 酒店板块 2019Q1 归母净利及增速

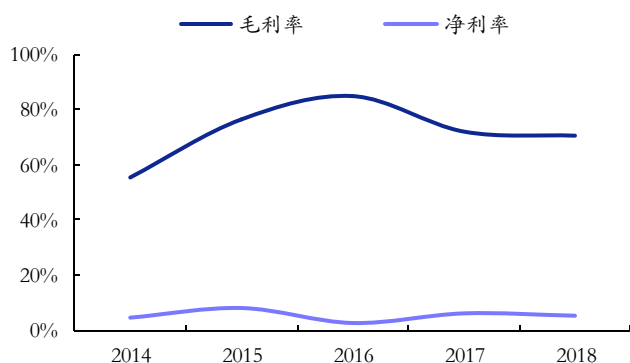


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**2018 年酒店板块整体毛利率 70.48%/-1.48pct 下降较为明显。**主要由于华天酒店 18 年地产业务收入同比增加拉低毛利率（同比下降 1.36pct），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 18 年的毛利率同比-0.86pct 和-0.17pct。2019Q1 酒店板块整体毛利率 68.40%/-2.49pct 下降，或系酒店产品结构（中档酒店占比提升）改变所致。

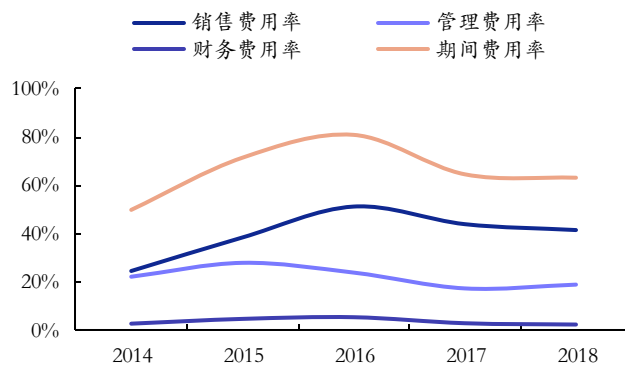
**2018 年酒店板块期间费用率 63.22%/-1.42pct。**我们判断主要系两家酒店集团关停部分自营店所致+轻资产模式持续推进所致，整体盈利能力继续稳步上行。2019Q1 酒店板块期间费用率 65.71%/-2.86pct 下降，我们认为主要系直营店数量减少，轻资产加盟店数量占比提升所致。

图 19: 酒店板块 2018 年利润率



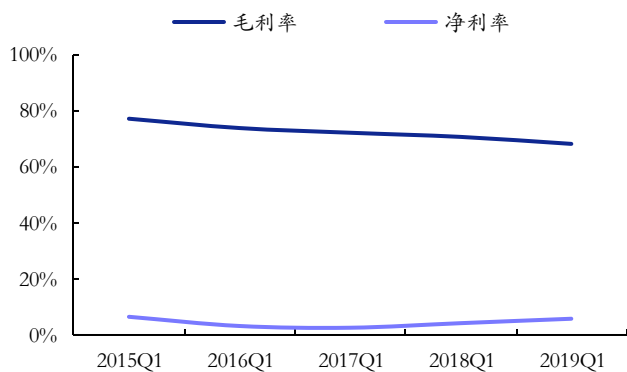
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 20: 酒店板块 2018 年期间费用率



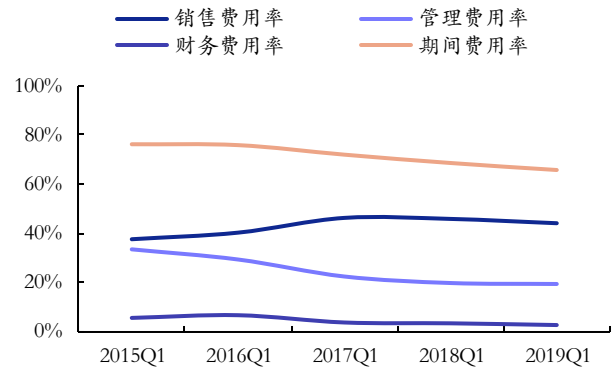
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 酒店板块 2019Q1 利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 酒店板块 2019Q1 期间费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 3: 酒店企业倍数

排序	证券代码	证券名称	企业倍数(EV2/EBITDA)[交易日期]最新(2019-04-30)
4	000613.SZ	大东海 A	360.15
5	000610.SZ	西安旅游	18.49
6	600358.SH	国旅联合	-56.14
7	000524.SZ	岭南控股	10.75
1	600754.SH	锦江股份	10.26
3	601007.SH	金陵饭店	13.03
2	000428.SZ	华天酒店	-34.26
8	600258.SH	首旅酒店	9.34

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 2.2.1. 锦江股份: 19Q1 扣非业绩微增, 同店 RevPAR 增速环比下行, 加盟扩张实现小幅加速

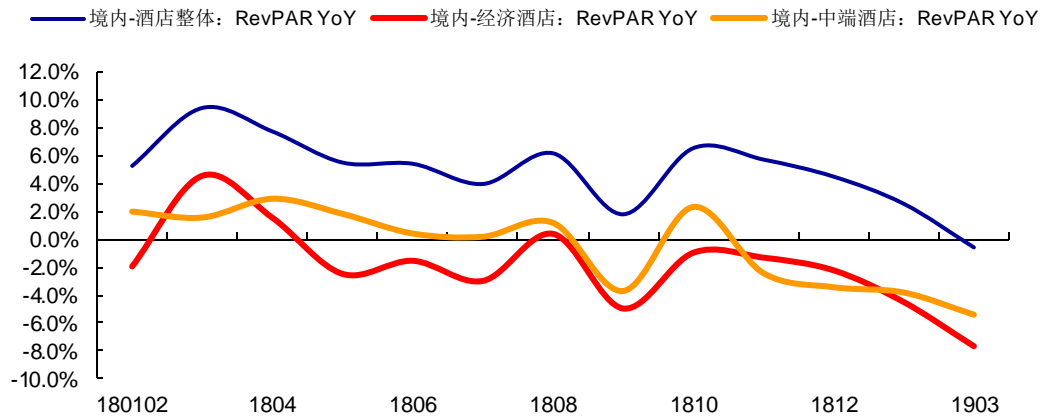
公司发布 19 年一季报: 1) 财务数据: 营收 33.37 亿元/+2.66%, 归母净利 2.95 亿元/+28.18%, 扣非后归母净利 7084 万元/+2.45%。其中, 非经常经常性损益约 2.24 亿元/同比 18Q1 增多 0.63 亿元, 主要系受新金融工具准则执行后带来的交易性金融资产的公允价值变动收益 (2.99 亿元), 以及出售北京银行等股票取得的投资收益 (1.18 亿元) 所致。

2) 现金流: 19Q1 经营活动现金流净额 5224 万元/-78.81%, 同比显著减少主要系全球采购平台收款方式变化, 预收款项比上年同期减少, 以及因 18 年度经营业绩提升支付职工奖金比上年同期增加等所致。

3) 19Q2 指引: 预计 19Q2 境内酒店收入 25.65~28.35 亿元, 同比增长 0.5%~11.1%; 境外酒店收入 1.35~1.49 亿欧元, 同比减少 4.8%~增长 5.0%。

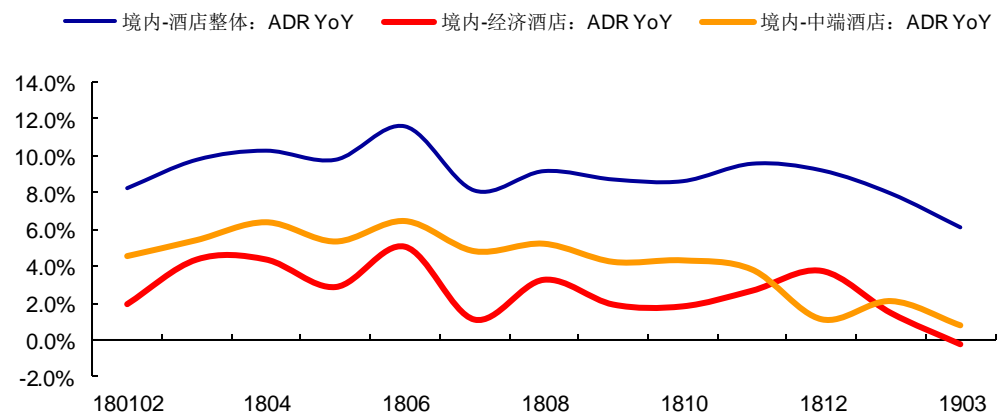
酒店经营数据: 3 月境内整体 RevPAR-0.59%增速下行, 19Q1 同店数据承压, 但看好 19H2 数据改善。1) 3 月境内酒店: ①境内整体: RevPAR-0.59%, ADR+6.11%, OCC-5.17pct; ②经济型酒店: RevPAR-7.67%, ADR-0.24%, OCC-5.98pct; ③中端型酒店: RevPAR-5.41%, ADR+0.79%, OCC-5.41pct;

图 23：19 年 1-3 月：锦江股份境内酒店整体 RevPAR 月度同比增速



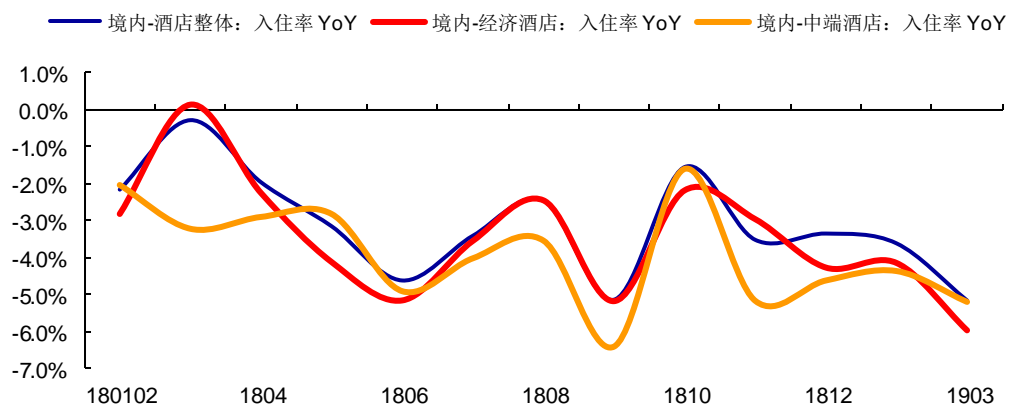
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：19 年 1-3 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 25：19 年 1-3 月：锦江股份境内酒店整体入住率月度同比增速



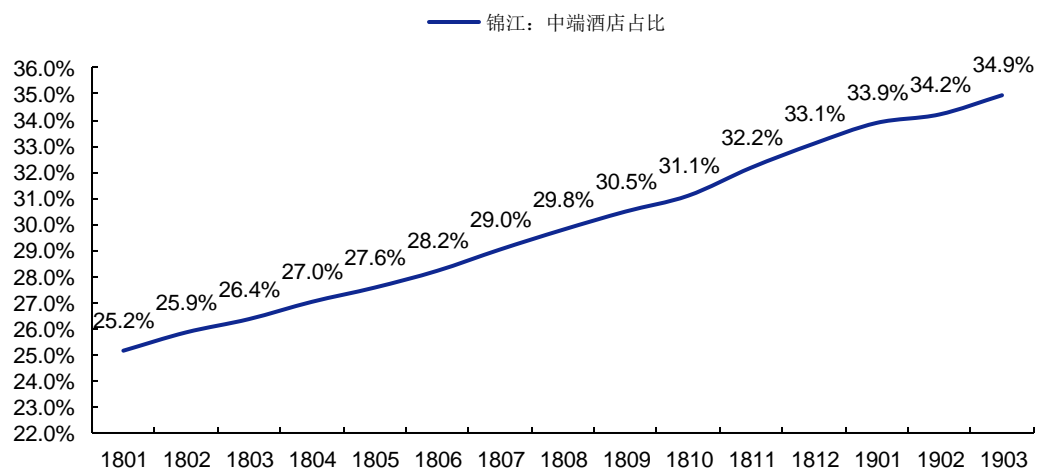
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2) 3 月境外酒店：RevPAR-2.47%，ADR-0.84%，OCC-1.05pct；3) 19Q1 境内同店：整体同店 RevPAR-4.22%，ADR+2.25%，OCC-4.84pct；整体经济型同店 RevPAR-6.93%，ADR+0.47%，OCC-5.48pct；整体中端型同店 RevPAR-1.22%，ADR+3.20%，OCC-3.48pct；

4) 当前判断：19Q1 三大酒店集团数据仍在下探，短期 4 月酒店 RevPAR 同样由于基数原因，仍存在一定压力，但从 18 年 RevPAR 增速的基数+4 月企业降税+1-3 月社融超预期（同比增多 30%，社融增速与 STR RevPAR 增速相关性较高且大约领先 5 个月左右）+3 月 M2 同比增 8.6%（增速创 13 个月新高）判断，看好 19H2 数据有望逐步改善。

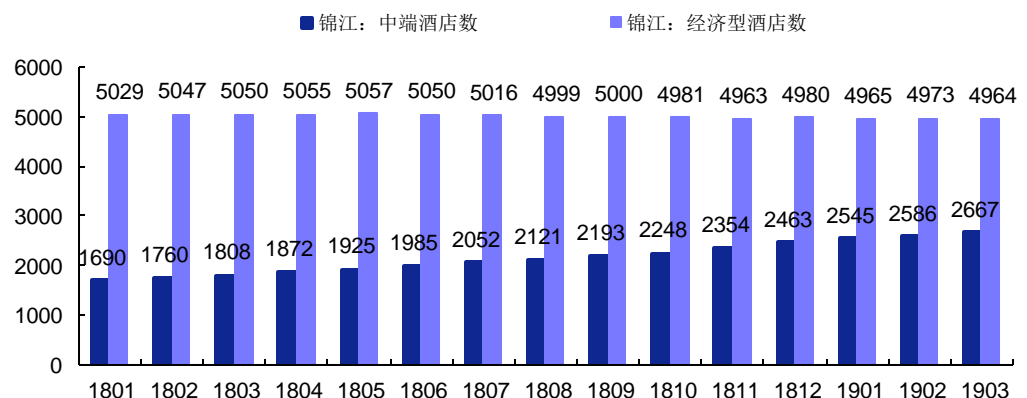
**19Q1 净增门店 188 家实现小幅提速，产品结构升级稳步推进。**①轻资产模式快速扩张：公司 19Q1 期间新开业酒店 313 家，关店 125 家，净增 188 家，相比 18Q1 净增 164 家小幅提速（毛开店 258 家/关店 94 家）。拆分来看，19Q1 直营酒店净减少 9 家，加盟酒店净增加 197 家，加盟酒店占比提升至 86.86%。②产品结构持续升级：公司中端酒店的数量及客房占比分别提升至 34.95%、43.35%，中档酒店的占比持续提升。③Pipeline 酒店：截止 19 年 3 月末数量增长至 3621 家，相比 18 年末继续增多 166 家。

图 26：截至 19Q1，公司的中高端酒店占比 34.9%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 27：16Q1-19Q1：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

**加盟业务驱动酒店收入提升，境外酒店收入小幅下滑。**①18 年境内酒店整体：实现总营收 24.04 亿元/+2.67%，占全部酒店业务收入的 73.28%。其中，首次加盟费 1.02 亿元/-9.76%，持续加盟费收入 3.21 亿元/+3.48%。②18 年境外酒店整体：实现总营收 8.77 亿元/-2.55%，占全部酒店业务收入的 26.72%。③18 年餐饮业务：实现总营收 5705 亿元/+1.77%，主要系

从事团膳业务的锦江食品营业收入增长所致。

**拆分酒店品牌看：铂涛 19Q1 业绩高成长延续，维也纳及锦江系业绩下滑。**①铂涛集团：营收 9.84 亿元/+1.65%，净利润 2.53 亿元/+673.94%，我们判断主要系新开加盟店、对铂涛股权同比增多 3.5%、以及 18Q1 铂涛业绩基数较低所致；②维也纳酒店：营收 6.80 亿元/+14.04%，归母净利润 5010 万元/-19.54%，营收增速低于利润我们判断或系维也纳团队以开店数来考核而非酒店公司业绩，且销售在一次性加盟费提升达 50%成本较高所致；③锦江都城系：营收 6.12 亿元/-0.90%，归母净利润 1260 万元/-74.15%；④卢浮集团：营收 1.14 亿欧元/+1.04%，归母净利-679 万欧元，同比亏损增多 119 万欧元。

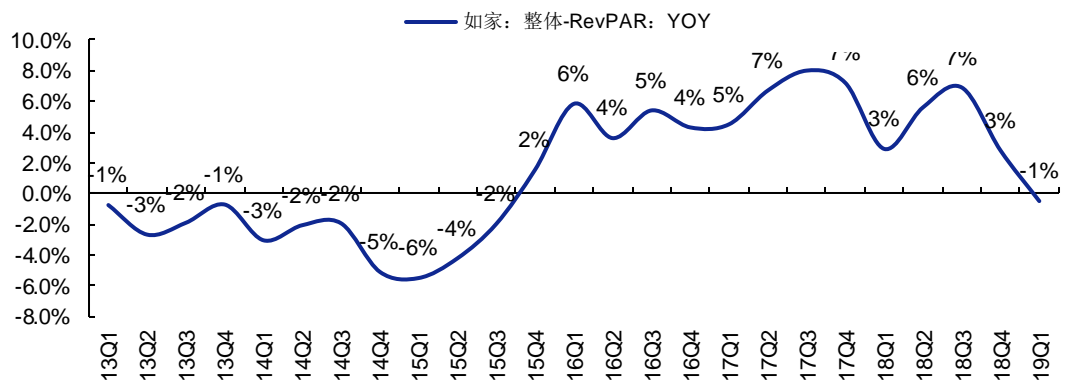
**轻资产扩展+采购中心推动期间费用率下行，19Q1 净利率小幅提升 1.30pct。**①公司 19Q1 毛利率 88.35%/-1.31pct。②整体 19Q1 期间费用率 87.55%/-1.67pct，费用率继续下行。其中，销售费用率 55.94%/-2.07pct；管理费用率 28.13%/+0.73pct；研发费用率 0.53%/+0.16pct，铂涛发生软件开发费用比上年同期增加所致；财务费用率 2.95%/-0.49pct，主要系偿还部分贷款所致。公司 18 年在采购中心的建设带动下，估测采购成本节省 1400 余万元，未来在公司轻资产加盟扩张、以及一中心三平台的整合效应下，期间费用率未来有望持续下行。③公司 19Q1 资产减值损失为正收益 540 万元，同比减少 756 万元，主要是法国卢浮集团资产减值损失转回等所致。④19Q1 实现整体净利率 9.73%/+1.30pct。

## 2.2.2. 首旅酒店：19Q1 业绩受 RevPAR 下行有所放缓，看好 19H2 数据有望改善

**公司 19 年一季报：**实现营收 19.43 亿元/+0.99%，归母净利 7396 万元/-1.90%，扣非后归母净利 5623 万元/-3.04%，其中非经常损益共 1772 万元，主要为交易性金融资产等取得的投资收益。业绩在去年高基数下增速放缓，整体符合预期。

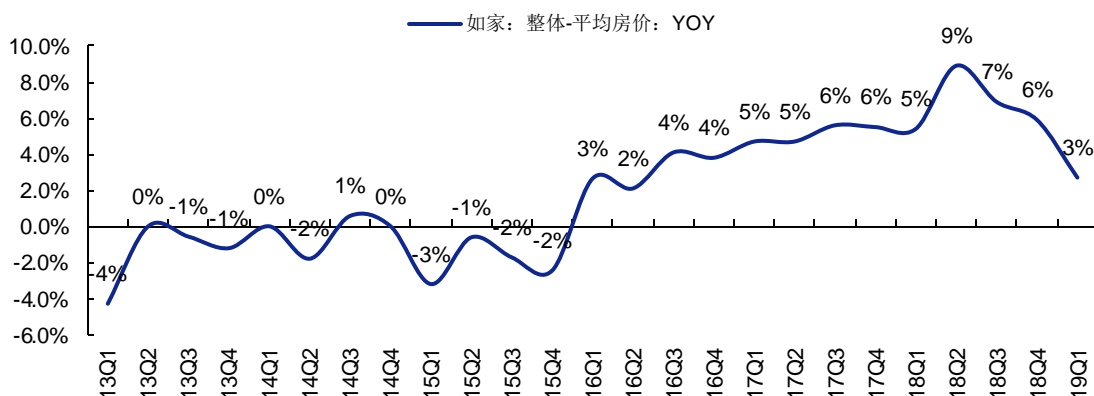
**如家经营指标：**宏观因素+高基数使 19Q1 数据承压：①19Q1 整体：RevPAR-0.5%（环比 18Q4 同增 2.8%的增速放缓），平均房价+2.7%，出租率 76.7%/-2.5pct；经济型酒店 RevPAR-2.73%、平均房价+0.1%、出租率-1.9pct；中高端酒店 RevPAR-8.0%、平均房价-5.2%、出租率-2.0pct；

图 28：13Q1-19Q1：如家整体 RevPAR 各季度同比增速



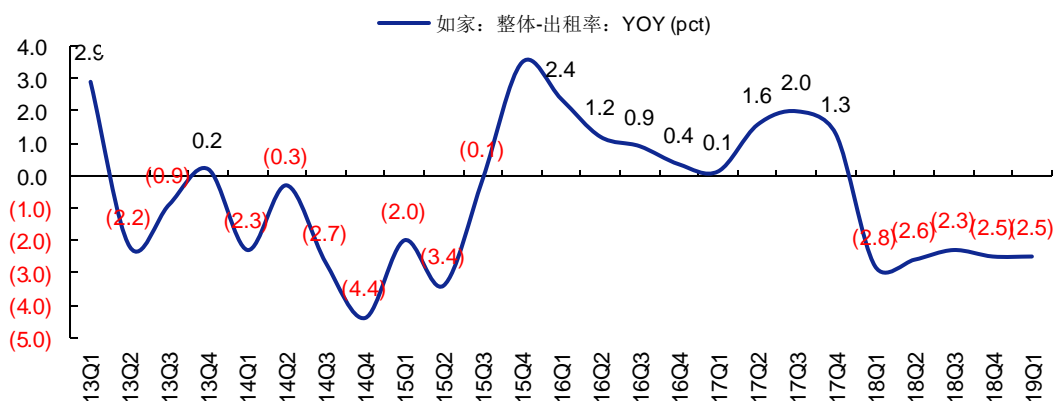
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 29: 13Q1-19Q1: 如家整体平均房价 (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 30: 13Q1-19Q1: 如家整体出租率 (OCC) 各季度同比增速

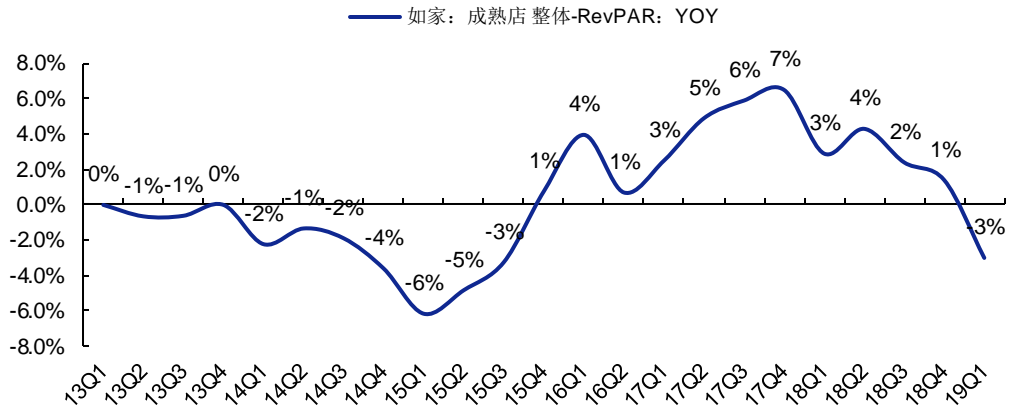


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

②19Q1 成熟店: 整体成熟店 RevPAR-3.0%, 平均房价+0.1%、出租率-2.5pct; 经济型酒店 RevPAR-2.4%、平均房价+0.4%、出租率-2.3pct; 中高端酒店 RevPAR-6.8%、平均房价-0.9%、出租率-4.5pct。

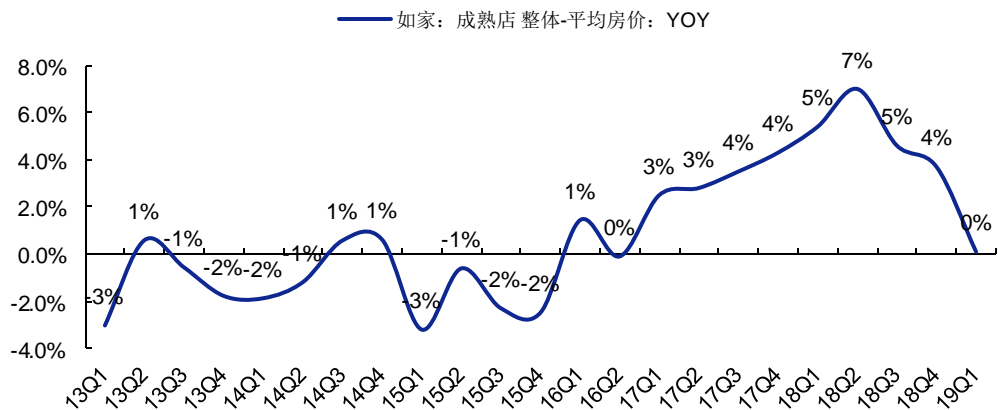


图 31: 13Q1-19Q1: 如家成熟店整体 RevPAR 各季度同比增速



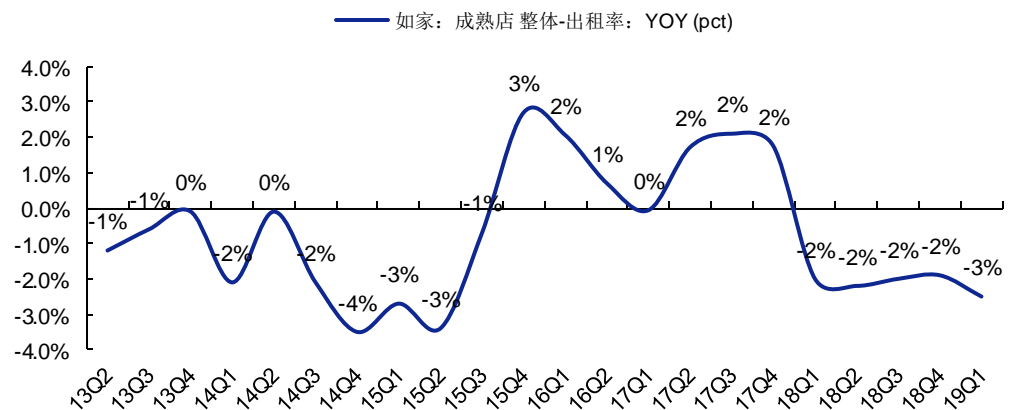
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 32: 13Q1-19Q1: 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 33: 13Q1-19Q1: 如家成熟店整体出租率 (OCC) 各季度同比增速

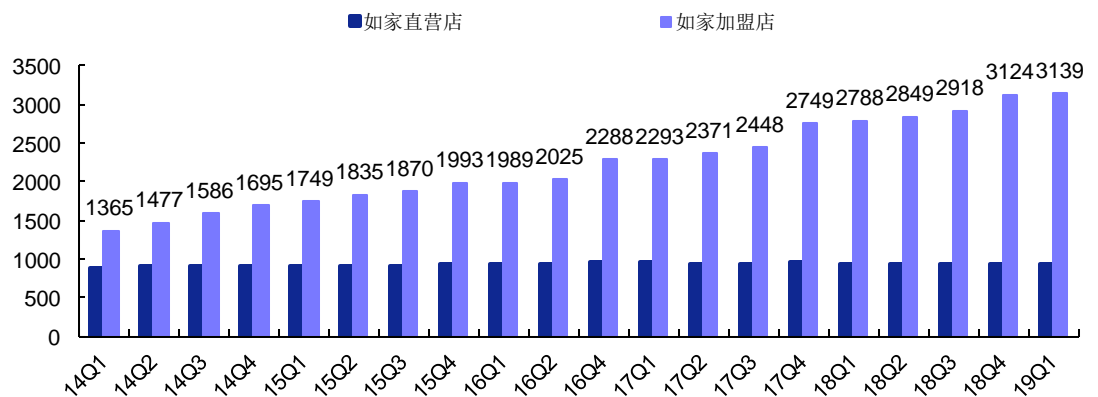


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**首旅经营指标：**19Q1 RevPAR 增长 1.6%，入住率保持平稳。19Q1 整体首旅存量 RevPAR+1.6%，平均房价+1.7%，出租率-0.1pct。其中，经济型 RevPAR+12.6%，平均房价+6.3%，出租率+3.9pct，但占比小堆整体影响有限；中高端 RevPAR-1.3%，平均房价-0.5%，出租率-0.4pct。

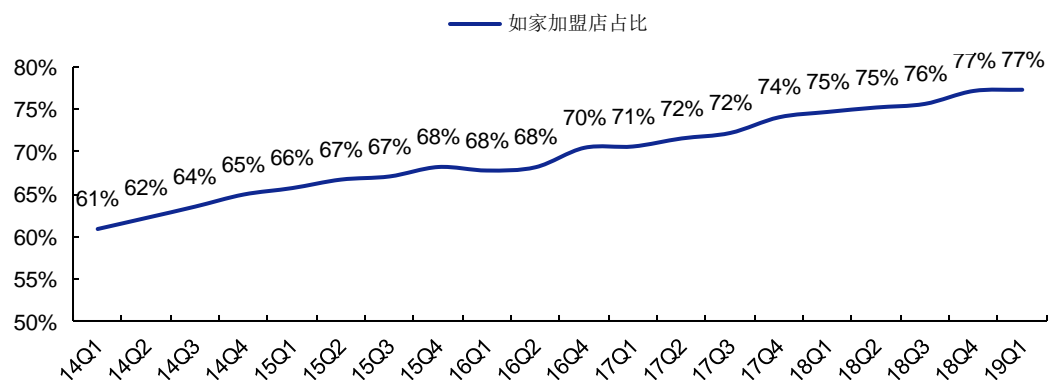
**酒店轻资产化+中高端占比提升，产品结构升级延续。**  
 ①**中高端占比提升：**公司 19Q1 新开店 75 家（经济型 13 家、中高端 28 家、加管理输出 34 家）。其中，公司中高端门店截止 19Q1 末数量增至 741 家，占比提升至 18.2%。  
 ②**加盟扩张延续：**截止 19Q1 末，公司加盟店占比继续提升至 77.3%，一季度由于春节因素因此开店数相对较少，19 年继续维持直营+加盟 560 家门店，管理输出 240 家开店预期。  
 ③**储备店数保持稳定：**19Q1 储备酒店数 568 家，相比 18 年末 530 家增多 38 家。

**图 34：14Q1-19Q1 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 35：截至 19Q1，如家加盟店数占比已提升至 77%**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**酒店业务受直营店关店及升级改造影响收入持平，景区业务利润增速亮眼。**公司 19Q1 酒店主业营收 17.73 亿元/+0.67%，收入低增速主要是走加盟直营的模式所致；19Q1 利润总额 1.58 亿元/+1.65%。拆分来看：①**如家酒店集团：**19Q1 营收 15.62 亿元/+0.42%，虽然加盟扩张带来 19Q1 约 3514 万元的收入增量，但关店及升级改在使得直营房量下降，使得收入减少 2864 万元所致，因此整体收入持平。但利润方面由于酒店 19Q1 RevPAR 下滑，同比

下滑 7.85%至 9837 万元；②首旅存量酒店：实现营收 2.12 亿元/+2.57%，利润为亏损 3924 万元，亏损或系 Q1 为酒店全年淡季的季节性因素所致；③景区业务：实现营收 1.70 亿元/+4.49%，主要受南山景区门票受益入园人数微增 (+1.90%) +门票收入留存比例提高 10 个百分点+销售模式改为租场低业务使得成本减少并提高了租赁收入所致。景区业务 19Q1 实现利润 9878 万元/+10.66%。

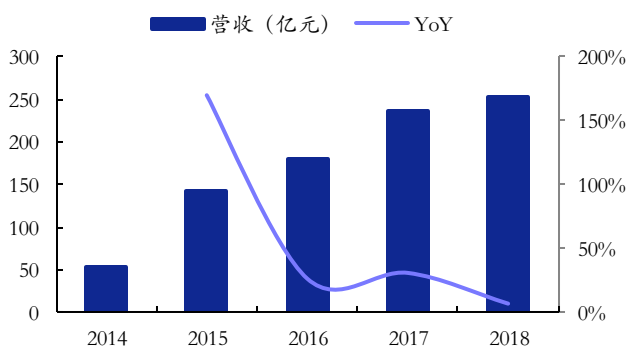
酒店业务轻资产化推动，公司 19Q1 期间费用率继续同比下降 0.76pct。公司 19 年 Q1 整体毛利率 93.92%/-0.61pct。期间费用率 85.70%/-0.76pct。其中，销售费用率 70.55%/-0.44pct，我们认为或系直营店减少使得折旧与摊销费用下降所致；管理费用率 12.88%/-0.03%，同比基本持平；财务费用率 1.94%/-0.34pct，主要系利息费用减少所致；研发费用率 0.33%/+0.05pct。资产减值损失 132.8 万元，同比基本持平。19Q1 净利率 5.06%/+0.10pct。

酒店观点：3 月 RevPAR 或系春季因素及高基数扰动所致，19 年下半年数据依旧有望大概率回暖。3 月 STR 酒店 RevPAR 同比下降 3.7%（降幅环比 19 年 1-2 月小幅扩大），华住和如家 19 年 Q1 整体 RevPAR 同比增数均有所放缓，我们认为或系春节因素及高基数扰动所致。短期 4 月酒店 RevPAR 同样由于基数原因，仍存在一定压力，但从 18 年 RevPAR 增速的基数+3 月 PMI 回暖+4 月企业降税+1-3 月社融超预期（同比增多 30%，社融增速与 STR RevPAR 增速相关性较高且大约领先 5 个月左右）+3 月 M2 同比增 8.6%（增速创 13 个月新高）判断，看好 19 年 Q2-4 的酒店数据有望逐步回暖。此外，华住此前已公布 19 年开店计划为 800-900 家，如家公布 19 年开店指引直营+加盟店 560 家，同比 18 年的 450 家同样提速，成长性均有望更优。叠加近期国企改革在 19 年进程有望进一步催化，目前两家酒店估值调整后已处较低位置，继续推荐酒店板块的首旅酒店和锦江股份。

### 2.3. 出境游：泰国游受事件影响低于预期，有望加速中小旅行社出清

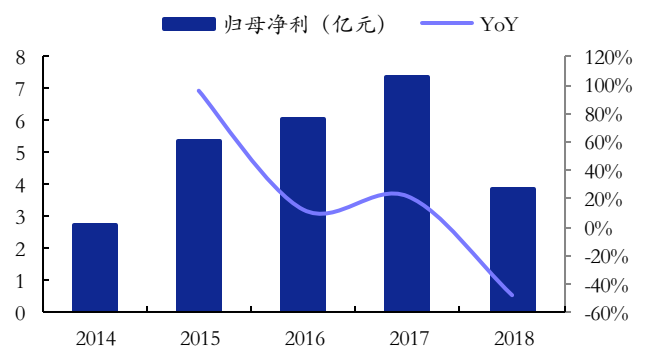
2018 年整体营收增速 7.09%达到 252.97 亿元，归母净利 3.86 亿元/-47.70%，主要受东南亚出境游低于预期所致（泰国普吉岛沉船事件对行业影响比较大所致）。2019Q1 整体营收 53.82 亿元/-1.10%，归母净利 1.16 亿元/-24.68%，主要系腾邦国际业绩下滑较为明显。

图 36：出境游板块 2018 年营收及增速



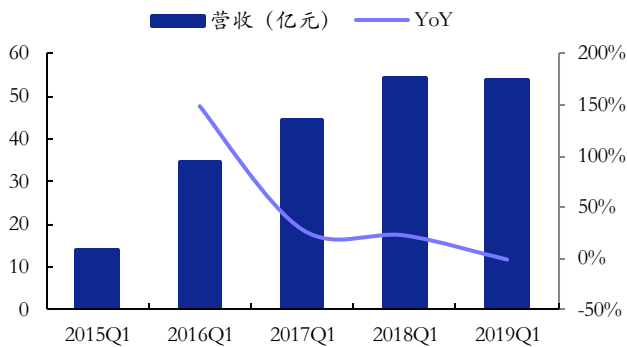
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 37：出境游板块 2018 年归母净利及增速



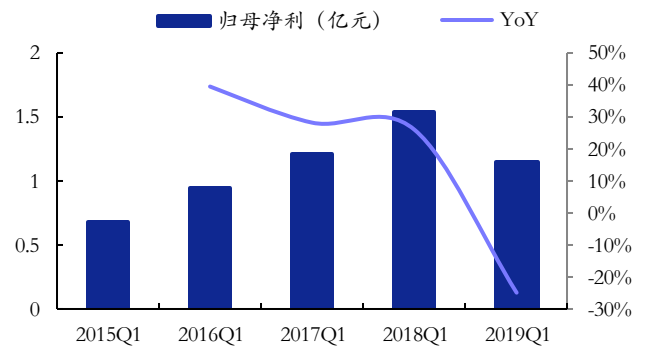
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 38: 出境游板块 2019Q1 营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

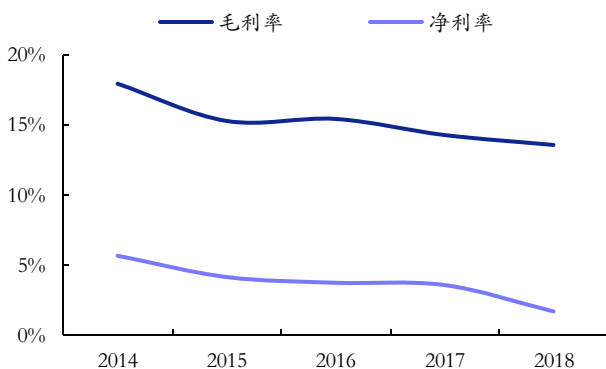
图 39: 出境游板块 2019Q1 归母净利润及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

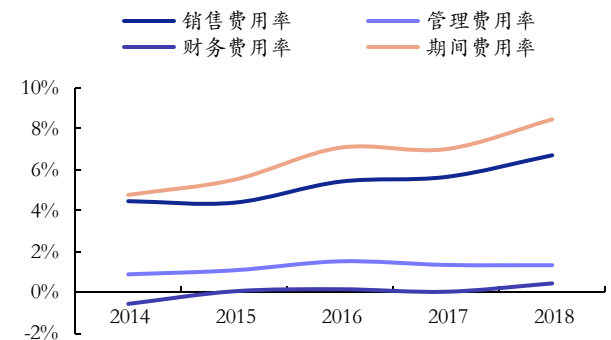
事件影响下竞争环境恶化，导致毛利率下滑、费用率整体上升。毛利率 2018 年为 13.60%/-0.71 有所下滑；费用率方面，由于泰国沉船事件影响较大、行业竞争环境恶化，期间费用率整体上升 1.45pct 至 8.46%。2019Q1，毛利率 15.14%/-0.53pct，基本保持稳定；期间费用率 10.25%/+1.59pct，有所上升主要系行业竞争激励、事件性影响因素仍需消化。

图 40: 出境游板块 2018 年利润率



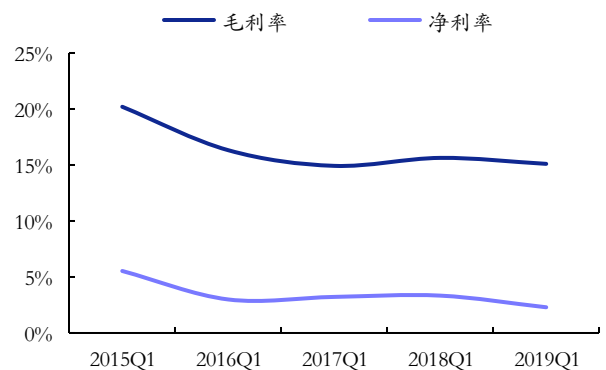
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: 出境游板块 2018 年费用率



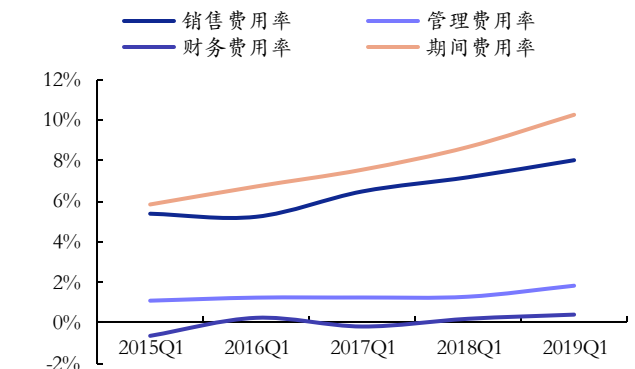
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 42: 出境游板块 2019Q1 利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 43: 出境游板块 2019Q1 费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 2.3.1. 众信旅游: 18 年事件性影响利空出尽, 19Q1 已现好转趋势

**业绩简述:**众信旅游 2018 年实现营收 121.71 亿元/+1.18%，归母净利 2357 万元/-89.87%，归母扣非净利 370 万元/-98.37%，基本 EPS 0.028/-90%，经营性现金流净额为-251 万元/-101.3%。向全体股东每 10 股派发现金红利 0.23 元。

2019Q1 实现营收 24.44 亿元/-0.82%，归母净利 6487 万元/-1.37%，归母扣非净利 6449 万元/+6.87%，基本 EPS 0.074/-6.33%，经营性现金流净额为-1.38 亿元(18Q1 为-4.15 亿元)。

**批发业务受到事件性因素较大影响，19Q1 营收基本持平说明已有明显好转。**2018 年公司实现营收 121.71 亿元/+1.18%，其中批发业务受泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等个别目的地事件影响较为严重，实现营收 86.90 亿元/-2.52%；零售业务受冲击相对较小，且受益于公司高速展店（截至 2018 年底，公司拥有零售门店 435 家，较 2017 年增加了 300 余家），实现营收 23.03 亿元/+12.39%；此外，整合营销实现收入 9.61 亿元/+9.52%。2019Q1 实现营收 24.44 亿元/-0.82%，营收略有下滑，主要系①宏观环境低迷，消费需求平淡；②泰国等目的地尚未完全恢复，但已有明显好转。

**泰国事件导致 18 年毛利率整体下滑，但 19Q1 已大幅回升。**2018 年整体毛利率为 9.37%，较 2017 年下滑 0.52pct。其中：批发业务毛利率同比下滑 0.75pct 至 7.12%；零售业务下滑 1.03pct 至 15.3%，其中直营零售门店的毛利率为 16.70%，同比继续增长；整合营销毛利率约 8.12%，同比下滑幅度达 2.43pct。2019Q1 毛利率已实现较大恢复，同比大幅提升 1.47pct 至 13.26%。

**事件影响下竞争环境恶化，导致费用率整体上升。**2018 年销售费用率同比提升 1.06pct 至 6.70%，我们认为主要系泰国沉船事件导致区域市场竞争极度恶化，致使销售费用飙升；管理费用率基本维持在稳定水平，波动较小；财务费用率提升 0.41pct 至 0.44%，主要系 2018 年新增可转债利息费用以及汇兑收益同比下降。

2019Q1，费用率仍维持在较高水平。销售费用率提升 0.85pct 至 8.01%，管理费用率提升 0.52pct 至 1.83%，财务费用率提升 0.18pct 至 0.40%。总体而言，归母净利率约 2.64%，抵消掉毛利率大幅提升的作用，净利率基本稳定。

**2018 年度计提一次性大额资产减值，未来有望放下包袱轻装上阵。**2018 年共发生资产减值损失 1.13 亿元，其中影响较大的为商誉减值损失约 6763 万元、长期股权投资减值损失为 1556 万元。商誉减值主要来源于上海悠哉网络科技有限公司减值 2258 万元、北京开元减值 1712 万元、Activo Travel GmbH 减值 1707 万元等。长期股权投资减值损失来自对 SKY MASTER HOLDINGS LIMITED 的减值约 1556 万元。公司对资产进行了较为充分的减值处理，未来有望放下包袱轻装上阵。

**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。**2018 年，公司加快了零售市场的战略布局，在北京、上海、天津等一线城市直营门店的基础之上，在江西、内蒙古、河北三省 20 多个城市开展合伙人门店零售模式。合伙人门店以销售众信旅游产品为主，辅以国内游和周边游产品，使得公司的产品和品牌在开展合伙人门店的区域进一步落地。截至 2018 年底，公司直营门店及合伙人门店达到 435 家，未来展店速度有望进一步提升。

**公司将继续深入布局目的地资源，积极实施业务拓展，业务由单纯的出境游批零向游学服务、移民置业、旅游金融、健康医疗等出境综合服务延伸。**目前公司已逐步在欧洲、日本、美国、东南亚等地采用投资、战略合作等方式建立了落地服务公司，根据不同目的地情况，投资旅游巴士公司、餐厅、购物店、参与当地资源运营等，其中日本地接社 RCC 是日本最大的华人地接社之一、跃动旅行是欧洲主要的华人地接社之一、德国开元是欧洲龙头华人组团社、

美国众信天益为美国西岸龙头华人组团社。2018 年公司战略投资目的地资源预定平台“智行天下”、澳洲最大的在线旅游资源预定平台 Ticketmates、开始在日本市场运营日本富士樱花酒店以及大阪旅行主题公寓等，公司坚持从旅游到旅行的发展路径，由出境游拓展至“旅游+”业务。在出境游批发、出境游零售、整合营销服务三大业务的基础上，向国内游、游学留学、移民置业、旅游金融、健康医疗、目的地服务等一系列旅游综合服务延伸。

### 2.3.2. 凯撒旅游：资产减值拖累业绩，全新凯撒轻装上阵整装待发

**业绩简述：**凯撒旅游 2018 年实现营收 81.80 亿元/+1.67%，归母净利 1.94 亿元/-12.03%，归母扣非净利 1.72 亿元/+13.68%，基本 EPS 0.24/-12.01%，经营性现金流净额为 2.26 亿元/-54.55%。2018Q4 单季实现营收 12.52 亿元/-30.64%，归母净利-1.18 亿元（主要系行业竞争激烈毛利率下滑、且在 2018Q4 计提资产减值 7754 万元）。

2019Q1：实现营收 18.06 亿元/+0.41%，归母净利 0.30 亿元/+8.41%，归母扣非净利-0.11 亿元/-139.91%，基本 EPS 为 0.0377 元/+8.65%。经营性现金流净额-0.64 亿元/+53.77%（主要系公司预收账款增长及支付的货款下降）。非经常项主要来自非流动资产处置损益。

**旅游业务受行业影响增速平缓，差异化策略效果显著客单价大幅提升。**2018 年公司实现营收 81.80 亿元/+1.67%。其中，旅游业务实现营收 70.15 亿元/+0.23%；食品业务实现营收 11.53 亿元/+11.93%。旅游业务中：①公民批发营收 12.60 亿元/-2.33%，收入受行业影响略有下滑，但客单价大幅提升 8.87%；②公民零售业务营收 47.07 亿元/+1.32%，收入平稳增长，客单价大幅提升 10.35%；③企业会奖业务营收 10.48 亿元/-1.51%，客单价下滑 7.94%。总体而言，旅游业务收入平稳增长 0.23%，客单价大幅提升 7.52%。

**差异化策略效果显著客单价大幅提升：**公司坚持差异化创新战略，推出以挖掘目的地特色旅游资源为主的“新、奇、特、高”系列以及以“个性化”和“深度体验”为特色的幸福私家团系列等轻定制旅游产品；2018 年，公司针对正值风头的定制旅游市场推出子品牌“明智优选”，开启“专属定制路线”、“1 对 1 定制师服务”、“发现旅行灵感”等多种玩法，并率先尝试“定制旅游+知识付费”业务新模式。另一方面，公司作为旅行社行业里的全产业链企业，于 2018 年对度假板块进行重新定位，围绕中高端自由行客群正式推出“凯撒度假”子品牌，覆盖精选自由行、机票、酒店、全球名宿、境外省心游、签证、全球玩乐、租车及欧铁等八大业务板块。

**毛利率整体保持平稳，受批发业务拖累旅游业务毛利率小幅下滑。**2018 年整体毛利率为 18.10%，较 2017 年提升 0.10pct。航空配餐及服务业务同比提升 1.26pct 至 42.69%；旅游业务毛利率同比下滑 0.61pct 至 13.34%，具体而言：公民批发业务毛利率下滑 1.17pct 至 4.40%，公民零售业务毛利率微降 0.24pct 至 16.22%，企业会奖业务毛利率下降 1.98pct 至 11.16%。

**市场竞争加剧销售费用率同比上升，资产减值损失拖累业绩。**2018 年销售费用率同比提升 1.10pct 至 8.83%，我们认为主要系①行业景气度较差、市场竞争加剧，②公司通过线上开展多样营销工作，推广“新、奇、特、高”系列、“明智优选”、“凯撒名宿”、“凯撒度假”等特色品牌，加快子品牌孵化节奏，营销费用提升；管理+研发费用率同比下降 0.44pct 至 3.92%，表明公司管理效率实现提升；财务费用率同比提升 0.21pct 至 1.37%，主要系利息支出增加而汇兑收益同比下降。

2018 年计提 8298 万元资产减值损失严重拖累业绩，致使公司在 2017 年低基数情况下业绩增速并不明显（2017 年①对嘉兴基金乐视体育项目出资 1 亿元可供出售金融资产计提了减值准备；②由于经政府政策调控，对“双桥”应收账款 1249.53 万元全额计提坏账准备）。2018

年减值损失主要来自于坏账准备，其中五星房地产开发公司其他应收款 4984 万元、宝鸡市长乐电器有限责任公司其他应收款 2900 万元账龄均已超过 5 年且收回可能性较小，故共计提 7884 万元坏账损失。

2019Q1 公司实现营收 18.06 亿元/+0.41%，毛利率 14.86%/-3.11pct。销售费用率 10.43%/+0.28pct，管理费用率 3.09%/-0.39pct，财务费用率 0.98%/-0.08pct。毛利率下降幅度较大导致归母扣非净利较大下滑。2019Q1 出境游行业竞争激烈，增速整体较缓，此外行业竞争激烈导致毛利率下滑。公司费用率水平整体保持平稳，说明公司经营管理效率保持在稳定水平。

**股权变更持续推进、嘉兴基金转让予海航，控制权或将发生变动。**2019 年 3 月 21 日，凯撒旅游发布公告称海航旅游及大集控股接到宏信证券的通知，由于海航旅游、大集控股质押于宏信证券的公司股份涉及违约，宏信证券拟按业务协议约定对上述涉及违约的部分质押股份进行违约处置。截止 2019 年 3 月 27 日，海航旅游及大集控股通过集中竞价方式累计被动减持占总股本 0.94%股权；3 月 28 日，海航旅游与大集控股通过集中竞价、大宗交易被动减持占总股本 2.35%股权；3 月 29 日，海航旅游及其一致行动人与金攀投资签署《股份转让协议》，以前一个交易日上市公司收盘价的约 90%将其持有的约 4417 万股股份（占总股本 5.50%）协议转让给金攀投资旗下基金。至此，海航旅游及其一致行动人合计持有上市公司约 30.28%股权。目前，凯撒管理层体系持股比例约为 29.97%，第一与第二大股东持股比例极为接近，控制权存在变更可能。

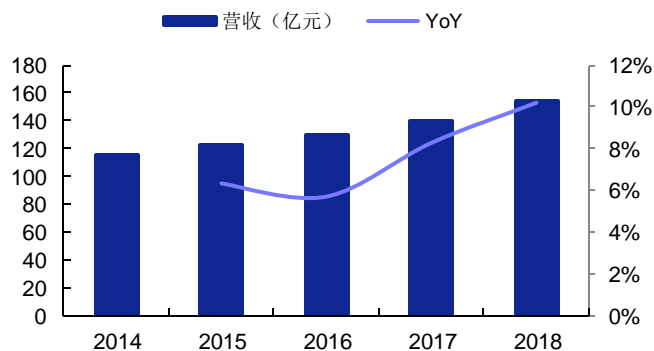
2019 年 4 月 7 日，公司发布公告称拟将持有的嘉兴基金（主要资产为乐视体育 5.71%股权）10,000 万元份额以 1 元的价格转让予海航旅游管理控股有限公司。此前该基金份额已于 2017 年全额计提减值准备，转让对利润表几无影响。嘉兴基金的转让或意味着凯撒旅游与海航关系的清理已深入到业务层面。

出境游数据改善+业绩边际向好+人民币升值驱动出境游板块估值修复；凯撒旅游上游资源+下游品牌优势明显，公司稳健运营，若原团队实现控股，或将进一步提升公司管理经营效率。

## 2.4. 景区：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

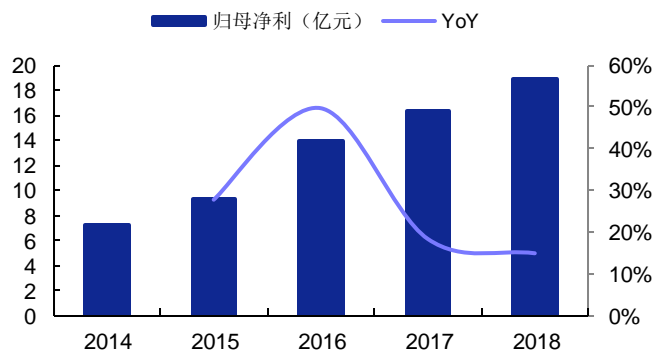
以不同业态划分，我们更看好休闲景区以及具有外延扩张能力和规划的优质自然景区。休闲景区 2018 年合计实现营收 154.76 亿元/+10.20%，实现归母净利 18.84 亿元/+14.88%，自然景区 2018 年合计实现营收 152.95 亿元/+3.93%，归母净 20.52 亿元/+12.50%；2019Q1，休闲景区实现营收 33.67 亿元/+4.61%，实现归母净利 4.34 亿元/+3.16%，自然景区实现营收 152.95 亿元/+3.93%，归母净 20.52 亿元/+12.50%。休闲景区的收入及业绩增速均高于自然景区板块。

图 44：休闲景区板块 2018 年营收及增速



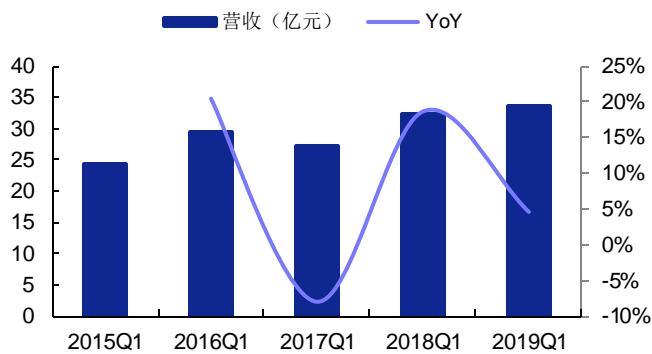
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 45：休闲景区板块 2018 年归母净利及增速



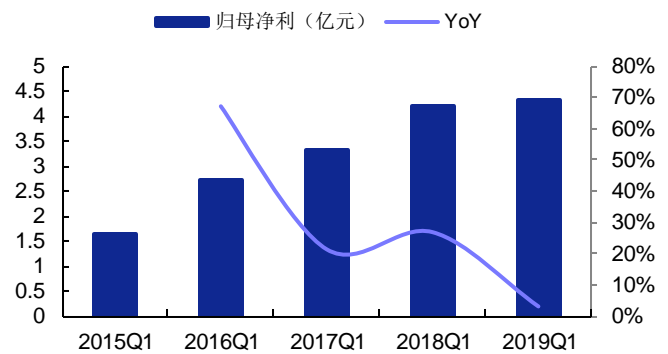
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 46: 休闲景区板块 2019Q1 营收及增速



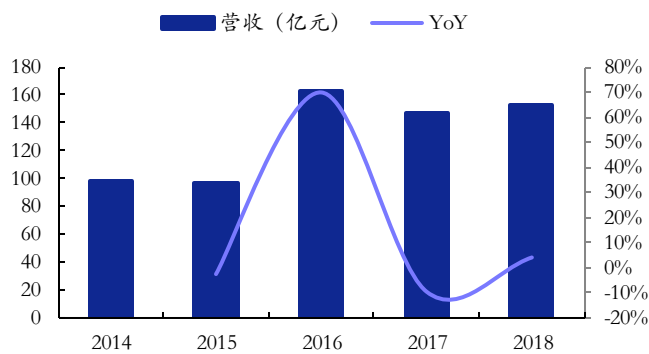
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 47: 休闲景区板块 2019Q1 归母净利及增速



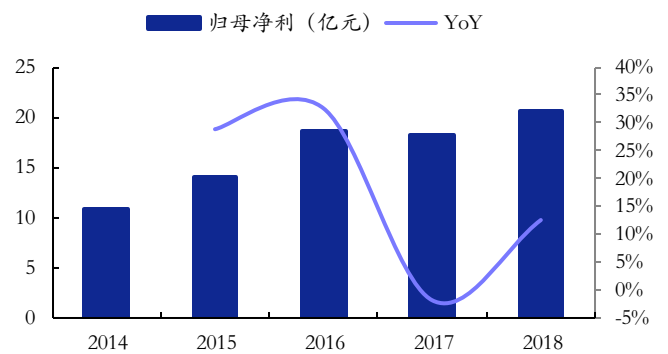
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 48: 自然景区板块 2018 年营收及增速



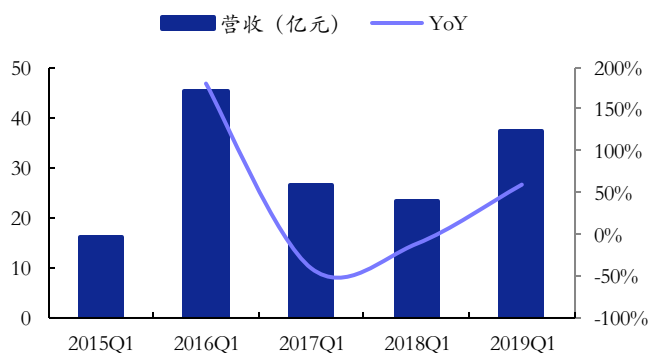
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 49: 自然景区板块 2018 年归母净利及增速



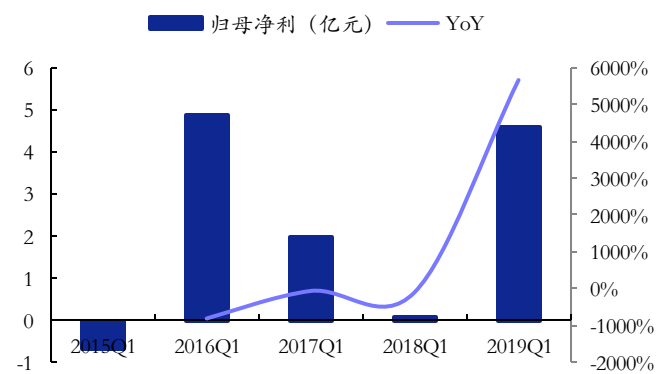
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 50: 自然景区板块 2019Q1 营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 51: 自然景区板块 2019Q1 归母净利及增速

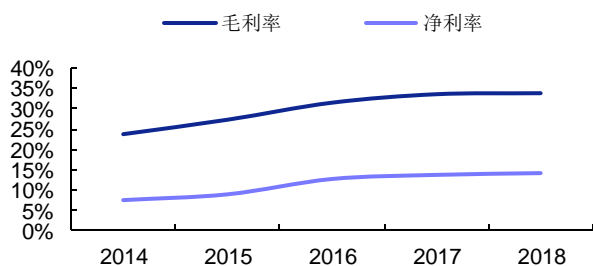


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

利润率及费用率: 2018 年休闲景区净利率 14.19%/+0.43pct、自然景区净利率 13.52%/+0.89pct; 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, 使得休闲景区期间费用率 (16.91%/-0.71pct) 远低于自然景区 (23.41%/+1.14pct); 2019Q1 休闲景区净利率继续提升 0.19pct 至 14.37%, 毛利率大幅提升 1.88pct 至 35.19%, 期间费用率提升 1.07pct 至 17.26%; 自然景区净利率大幅提升至 11.70%, 主要系三湘印象贡献较大增量, 毛利率下降 1.32pct 至 34.28%, 期间费用率大幅下降 13.55pct 至 20.68%。

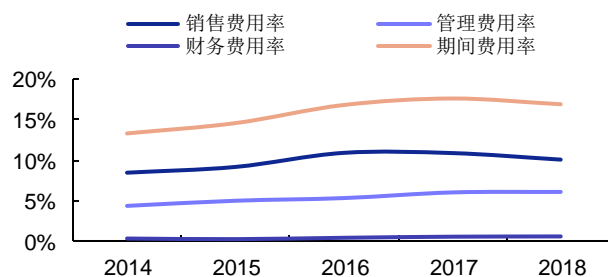


图 52: 休闲景区板块 2018 年利润率



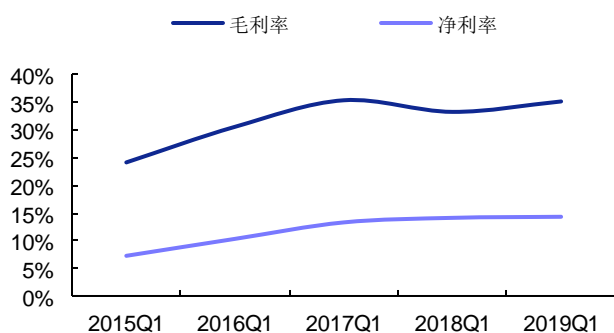
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 53: 休闲景区板块 2018 年费用率



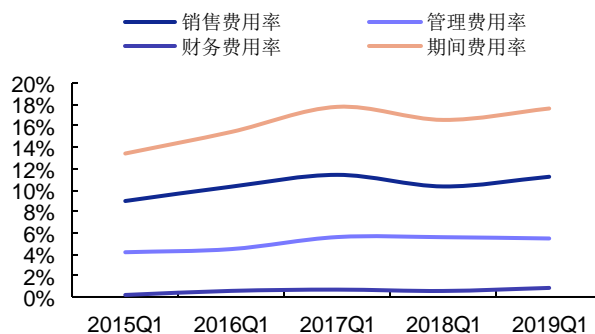
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 54: 休闲景区板块 2019Q1 利润率



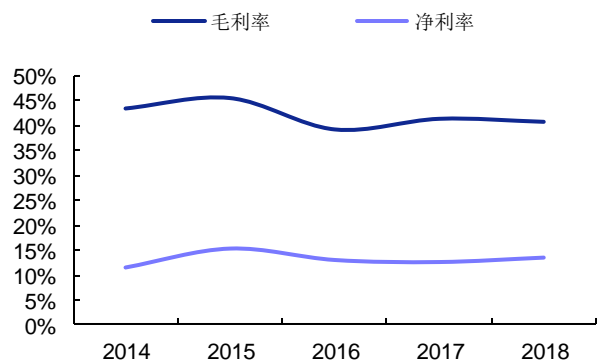
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 55: 休闲景区板块 2019Q1 费用率



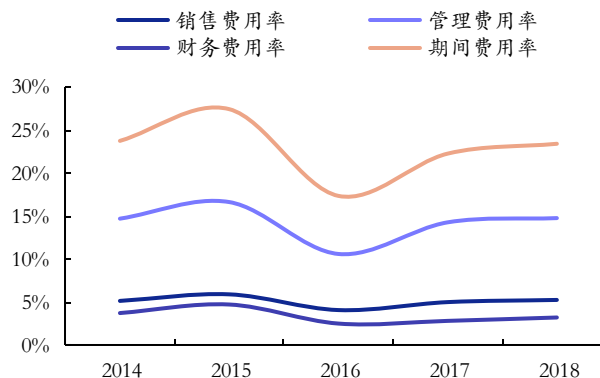
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 56: 自然景区板块 2018 年利润率



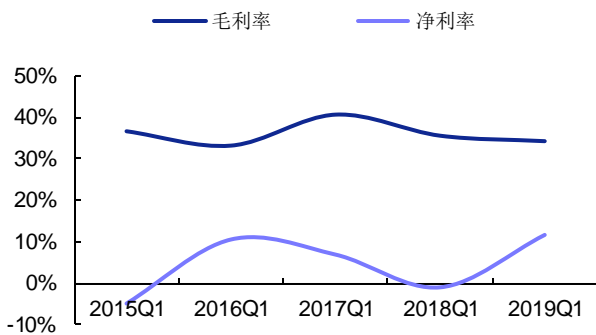
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 57: 自然景区板块 2018 年费用率



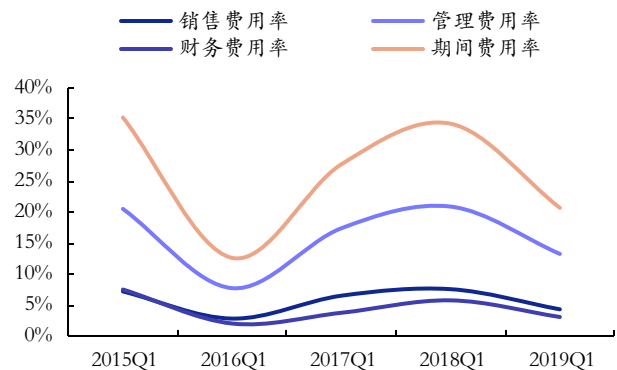
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 58：自然景区板块 2019Q1 利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 59：自然景区板块 2019Q1 费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 2.4.1. 宋城演艺：业绩继续稳步增长，丽江千古情快增，花房重组稳步推进

##### 业绩简述：

**18 全年：**营收 32.11 亿元/+6.2%，归母净利润 12.87 亿元/+20.6%，扣非业绩 12.80 亿元/+15.6%。六间房 18 年超额完成业绩承诺，全年实现业绩 4.11 亿元/+42.2%，景区主业 18 年业绩 8.69 亿元/+9.7%，我们判断增速主要受 18Q4 期间存量项目整改费用投入、六间房完成业绩对赌后对管理层约 3158 万元的奖金费用计提、以及九寨项目亏损拖累。若剔除两者影响，公司 18 年核心景区整体业绩增速在 20%~22%，高增长符合预期！  
**②18 年 Q4：**营收 7.40 亿元/+4.2%，归母净利润 1.40 亿元/-6.7%，扣非业绩 1.68 亿元/-8.8%。

**19Q1：**实现营收 8.24 亿元/+15.58%，归母净利润 3.70 亿元/+14.90%，扣非归母净利润 3.60 亿元/+22.49%，继续实现稳步增长。

**存量景区设施升级+全渠道整合效果显著，公司客流人次持续增长且结构持续实现优化。**  
**①19 年春节数据继续向好：**公司的存量景区（杭州、三亚、丽江千古情）的客流估测同比增长在 15%+，三个存量景区的客流及收入增速估测均实现同增 10%以上；  
**②杭州宋城：**18 年实现收入 9.36 亿元/+11.1%，毛利率 69.87%/-3.78%，预计本部在 18Q4 期间整改规模较大，对 18Q4 成本端影响较显著。本部在 18 年期间继续实施软硬件升级，推出了《大地震》和《白蛇传》等剧目和一书房、宋城故事展厅等新游览空间，率先实施了存量景区由单一舞台剧向多舞台剧的升级改造并丰富景区内涵，成功推动 18 年成熟景区收入的持续增长，我们认为该模式改造的成功有望在未来继续推广是其他存量景区，实现业绩增长。  
**③三亚千古情：**18 年实现收入 4.27 亿元/+25.5%，毛利率 81.22%/+4.85%，净利润 2.49 亿元/+39.9%。公司凭借在三亚当地的 5 年口碑沉淀+开拓市场营销渠道+异业合作提高知名度等方式，19 年春节及 18 年全年继续实现了客流量和业绩的逆势增长。  
**④丽江千古情：**18 年实现收入 2.67 亿元/+17.5%，毛利率 73.45%/+2.91%，净利润 1.42 亿元/+17.9%。在区域游客总量减少的背景下，公司积极调整营销策略，推动散客收入增长超过 90%。  
**⑤九寨项目：**18 年实现收入 0.02 亿元。目前达开业预期，并有九寨景区客流恢复情况实现开业。  
**⑥桂林千古情：**18 年实现收入 0.43 亿元，于 18 年 8 月初正式开业，业绩仍处快速爬坡期及帮助公司扩大华南地区影响力。

**二次扩张新项目稳步推进，驱动中长期业绩成长动力。**公司在 18 年 3 月举办了西安《中华千古情》启动仪式、18 年 4 月张家界项目奠基、18 年 9 月上海项目开工、18 年 12 月西塘项目开工，奠定了未来成长核心驱动力，且第二轮项目的潜在目的地游客基数、节目内容丰富程度等有望更优，预计在 19 年西安、张家界项目，20 年初上海项目、21 年佛山项目等先

后落地推动下，公司景区主业有望持续高成长。

**轻资产宁乡项目 18 年再创新高，宜春项目 12 月底顺利开园。**①公司 18 年轻资产收入 1.27 亿元，相比 17 年的 1.63 亿元同比有所减少，我们判断或系宜春项目由于临近 18 年底开业，部分设计费确认延续至 19 年确收所致。②宁乡千古情：公司在 18 年继续对项目实施改造升级，推出了《穿越快闪秀》、《妲己魅惑》、《编钟乐舞》等外景节目。18 年 10 月 3 日《炭河千古情》演出场次达 8 场，再次刷新单日演出场次最高记录。③宜春千古情：项目在 18 年 12 月 28 日正式开园并成功首演，为公司在江西当地的 brand 影响力继续得到推广。

**六间房超额实现 18 年业绩承诺，花房第二步交割条件已达成。**①截止 18 年末，六间房签约主播人数超过 30 万人，注册用户超过 6416 万，月活用户达 5827 万（网页端月活 4760 万/移动端月活 1067 万），月人均 ARPU 值达 940 元。公司 18 年期间通过提升产品体验+优化运营控制成本，全年实现业绩 4.11 亿元/+42.2%，并再次超额完成了 18 年的业绩承诺。②根据公司公告，六间房经过第三方评估的可回收金额为 34.8 亿元，高于商誉相关资产组的账面价值 28.9 亿元，无需做商誉减值，且在 2018 年 12 月 31 日至 2019 年 12 月 31 日期间仍均有效。③六间房与密境和风重组的第二步交割条件已达成；公司于 19 年 4 月 25 日与奇虎三六零达成股转协议，将所持有的六间房注册资本 23.53 元转让给奇虎三六零，占比 0.47%，转让价格为 4000 万元，并于近期办理工商登记。上述交易完成后，公司将持有六间房 39.53% 股权；本次重组交割完成后，公司对六间房已不具备控制，不再将其纳入公司合并报表范围。

**核心逻辑：**①新一轮项目业绩加速释放的起点，四大自营项目（桂林项目今年 8 月已开业，明年进入客流渗透期；西安项目、张家界项目预计在 19 年开业、上海项目预计 20 年初开），培育期、客流量及业绩边际贡献或优于上一轮。②“演艺谷”模式的西塘项目已于 18 年 12 月底开工建设，力在开拓年轻客群偏好的演艺谷节目+未来年输出项目数量有望增多至 5-6 台+佛山项目轻转重利好中长期年业绩增长。③六间房继续完成 18 年业绩承诺，重组方案已完成第一步股权互换且在持续推进，老股转让虽为落地但并不是双方合并的先决条件。

#### 2.4.2. 中青旅：19Q1 受多因素扰动业绩同比下滑，双镇收入结构持续优化

##### 业绩简述：

18 年：实现营收 122.65 亿元/+11.30%，归母净利润 5.97 亿元/+4.50%，扣非后归母净利 4.93 亿元/+14.40%，非经常损益主要来自乌镇旅游（公司持股 66%）等子公司获得的 2.02 亿元政府补助所致。18 年 Q4：实现营收 33.36 亿元/+0.84%，归母净利 0.51 亿元/-27.91%，扣非后归母净利 0.48 亿元/-23.59%，单四季度净利润下滑或系策略性投资业务由于受厂家渠道政策变化及续签合同条件变化影响的延续，使得净利润降低，以及 IT 业务的资产减值损失同比增多所致。18 年经营活动现金流净额 7.19 亿元，同比减少 1.23 亿元。ROE10.20%，环比 17 年基本保持平稳。

19Q1：实现营收 25.42 亿元/+1.41%，归母净利润 6409 万元/-35.13%，扣非归母净利润 5513 万元/-41.10%，利润下滑较大主要系财务费用增加、世园会前期费用、古北水镇参股的地产项目阶段性费用增加、以及乌镇同期有地产结算等原因综合所致。

##### 乌镇客流下滑在客单价逆势增长，整合营销业务利润增速亮眼。

①乌镇：18 全年累计接待游客 915.03 万人次/YoY-9.71%，其中，东栅接待游客 400.99 万人次/YoY-14.48%，西栅接待游客 514.04 万人次/YoY-5.61%。乌镇景区在 18 年期间积极加大对会议、展览等高附加值服务的营销力度，提升了景区综合实力。客单价方面，乌镇 18 年 1-7 月东栅和西栅仍享有 20%和 25%的同比提价红利，得加会展外延的打造，推动 18 年客单价 208.19 元/YoY+28.51%，实现进一步提升。18 年乌镇实现营收 19.05 亿元

/YoY+15.74%；归母净利润 7.34 亿元/YoY+6.0%，权益利润 4.84 亿元/YoY+6.0%，占公司 18 年总业绩的 81.1%；

②古北水镇：受整体经济景气度、夏季汛情等因素影响，北京及周边旅游市场出现一定下滑，古北水镇接待游客量 256.49 万人次/YoY-6.9%，客单价 389 元/YoY+9.3%，实现收入 9.98 亿元/+1.98%。净利润方面受参股房地产公司投资收益增加影响，古北水镇归母净利润 3.08 亿元/+169.84%，对应上市公司的投资收益约 1.26 亿元，占公司 18 年总业绩的 21.2%；

③濮院景区：目前仍处于建设阶段，预计 2020 年开业。

④中青博联（整合营销业务）：18 年实现营收 25.80 亿元/+25.12%，归母净利润 0.69 亿元/+33.51%，主要系其中的会议管理业务凭借央企优势及加大销售力度，提升了大项目的中标率推动。

⑤山水酒店（酒店业务）：截止 18 年末，山水酒店拥有门店共 108 家（含筹建，pipeline 酒店共 33 家），其中直营酒店 35 家，占比 32.41%；加盟酒店 63 家，占比 58.33%；托管酒店 10 家，占比 9.26%。18 年实现营收 4.92 亿元/+13.84%，扣非归母净利润 0.28 亿元/+11.31%。收入增长主要系酒店业务的分店规模增大，以及对在营店通过加大硬件改造，整体提高平均房价，实现营收稳中有升。18 年末拥有会员 180.87 万人，较上年同期增加 48.30 万人，其中 90 后会员人数占会员总数的 70.32%。

⑤策略性投资业务：18 年受上游厂家返利政策调整及续签合同条件变化影响，创格科技和风采科技净利润较去年同期有较大降低。

**毛利率基本保持平稳。**①18 年公司实现毛利率 25.30%/-0.15pct，主要是受 IT 销售、旅行社、景区经营等业务的毛利率同比下降 2.86pct/0.43pct/1.73pct 影响所致，但受益于酒店业务和房地产销售业务的毛利率提升，整体毛利率保持平稳。②18 年 Q4 公司的毛利率为 28.62%/+5.22pct。③公司 19Q1 整体毛利率 23.97%/+0.51pct。

整体费用率 18 年略微有下降，19Q1 期间费用率 18.48%/+2.44pct。

①公司 18 年期间费用率 16.71%/-0.77pct。销售费用率 10.41%/-0.55pct，管理费用率 5.45%/-0.37pct，财务费用率 0.85%/+0.15pct。

②18Q4 期间费用率 20.74%/+3.10pct。销售费用率 12.59%/+2.08pct，管理费用率 7.27%/+0.84pct，财务费用率 0.88%/+0.18pct。

③19Q1 期间费用率 18.48%/+2.44pct，主要受销售和财务费用率增加多事。拆分来看：19Q1 销售费用率 12.40%/+2.03pct，我们判断或系中青博联为筹备 4 月世园会该大型会展使得 19Q1 费用支出先行所致；管理费用率 4.91%/+0.04pct，同比保持稳定；财务费用率 1.17%/+0.37%，其中利息支出 3114 万元，同比增多 829 万元，我们判断或系公司为购买古北水镇股权使得借款增加所致。19Q1 非经常性损益 897 万元，主要系政府补助。19Q1 投资收益为亏损 1523 万元，我们判断主要系古北水镇参股的地产项目阶段性费用增加，以及受降门票和客流减少影响叠加所致。公司 19Q1 整体净利率 3.66%/-1.80pct。

**核心逻辑：短期乌镇客流回暖+高管换届后管理和激励制度优化+古北股权划转落地+乌镇互联网一期项目业绩爬坡，公司 19 年或迎来业绩和治理多维度优化。**①春节期间双镇基本面改善：乌镇 2018 年以来客流持续下滑，但在 19 年春节期间客流和营收开始止跌回升（均同增 3~4%）。目前互联网一期 400 多间酒店客房及配套餐饮均已投入使用，预计将推动乌镇 19 年客单价继续提升；②京能 10%的古北股权划转落地，公司对古北持股从 41.4%提升至 46.6%，中长期享受古北水镇更多的成长红利；③公司 18 年末新一届董事会增加 3 位光大高管，且新任总裁由光大集团深化改革小组领导邱文鹤担任，公司 19 年管理效率和激励制度有望迎来显著改善；④光大集团入主中青旅以来，持股比例仅 20%。公司目前股价相比 18 年光大入主时的高位已下调超过 35%，估值处于历史低点，未来不排除大股东增持买入可能；⑤中长期成长：受益乌镇会展外延推进（预计互联网二期项目 2020 年建成）+古北水

镇跨过爬坡期释放业绩(成熟期预计年客流 400~500 万)+婺源九皇山等多个轻资产项目推进+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,目前对应 19 年估值仍处历史较低水平,继续推荐!

## 2.5. 人服：科锐国际灵活用工带动主业高成长

### 业绩简述：

18 全年:实现收入 21.97 亿元/+93.54%,归母净利 1.1767 亿元/+58.30%(与之前快报 1.1955 亿元的 188 万业绩差额主要来自 18Q4 汇兑损益);剔除 Investigo 并表影响(18 年 7 月并表,18 年 7-12 月并表收入 5.48 亿元,并表净利润为 769.6 万元),公司内生实现 18 年营收 16.51 亿元/+45.46%,内生归母净利 1.10 亿元/+47.93%;18Q4:实现收入 7.45 亿元/+140.3%,归母净利 2561 万元/+46.3%;剔除 Investigo 并表影响(18Q4 并表收入为 2.77 亿元,并表净利润为 245.05 万元),公司内生实现 18Q4 营收 4.68 亿元/+50.97%,相比 18Q1-3 的内生收入+43.15%实现加速增长,但由于 18Q4 汇兑损益同比增多,使得 18Q4 内生归母净利 2315.95 万元/+32.26%,若剔除汇兑损益影响,我们估测 18Q4 的内生业绩增速依旧保持在 40%+。18 年经营活动现金流净额:1.33 亿元,同比增长 42.64%,主要系公司加大对应收账款的管理所致;18 年 ROE(加权)为 17.43%,同比提高 1.23pct。

19Q1:实现营收 8.03 亿元/+155.30%,归母净利 2540 万元/+67.65%,扣非归母净利 2242 万元/+82.00%,符合此前业绩预告区间(预告期间的中位数);19Q1 内生:根据此前 19Q1 业绩预告公布的 Investigo 并表业绩约 400 万元,以此计算,得到 19Q1 内生归母净利润 2140 万元/+41.25%,19Q1 内生扣非业绩 1842 万元/+49.55%,继续实现业绩高成长。

**灵活用工 18 年收入高成长继续验证灵活用工景气度,猎头业务内生收入逆势增长亮眼。**公司在 18 年整体收入+93.54%/内生收入+45.46%。18 年末客户数量增加至 3400 家,相比 17 年末继续增多 400 家。客户结构上国企客户占比增至 10%,相比 17 年 5%提升 5 个百分点,民企客户占比保持在 35%,外企客户占比下降 5 个百分点至 55%。候选人信息已累计至 1000 万条,相比 17 年末 400 万条继续增多。18 年末顾问人数增至 2200 人,相比 17 年末增多 600 人。①灵活用工业务:18 年实现收入 15.12 亿元/+130.38%,整体毛利率 8.00%/-1.61%,主要系并表 Investigo 的灵活用工业务影响所致。灵活用工 18 年末派出人数达 11700 人,相比 17 年末的 6300 人同比增长 85.71%。扣减 Investigo 并表影响后,18 年内生灵活用工收入为 10.24 亿元/+56.16%,高成长主要由系公司加大业务开拓力度,以及专注于灵活用工业务的专业化管理所致(e.g. 欧格林专注于医药临床领域,亦庄人力专注于生产线业务,Investigo 专注于金融、科技岗位),18 年内生灵活用工业务毛利率为 9.17%/-0.44%,基本保持稳健。②中高端人才访寻(猎头业务):18 年实现收入 4.48 亿元/+41.56%,毛利率 39.64%/+0.29%。我们估测其中来自 Investigo 的猎头业务 18 年 7-12 月的收入并表增长约为 6000 万元,剔除并表影响后,18 年内生猎头业务收入为 3.88 亿元,同比增长 22.41%。公司内生的猎头业务在 18 年加速二、三线城市布局,以及通过 CTS 系统提高了顾问的产出效率共同推动下,实现了收入的逆势成长。③RPO 业务:18 年实现营收 1.58 亿元/+29.32%,毛利率 51.66%/+5.08%,收入增速及盈利能力改善均好于预期。④Investigo(持股 52.50%):18 年 7-12 月期间子公司收入 5.45 亿元,净利润 1812 万元,我们估测 18 全年 investigo 的净利润增速约在 15%左右。

**19Q1 灵活用工收入估测继续实现高成长,并表改变业务构成使得毛利率有所下降。**①公司截止 19Q1 末,管理外派员工总人数 11900 人,自有员工人数 2203 人,19Q1 收入 8.03 亿元,同比增长 155%;②分业务来看,我们估测公司 19Q1 的灵活用工业务收入 YoY+80%,增速环比提速;猎头业务收入 YoY+8%~9%,增速放缓或系猎头行业在 19Q1 受宏观经济影响+公司内部猎头部分做垂直化专业细分整合影响收入+科锐内生香港等境外猎头业务 19Q1

收入下滑较多等 3 方面影响所致；RPO 业务收入 YoY+27%~28%，主业核心在灵活用工驱动下继续实现高成长，持续验证国内灵活用工行业的高景气度。

**18 年期间费用率同比下降 2.09pct，管理费用率下降显著。** 1) 18 全年：公司期间费用率 12.30%/-2.09%。其中销售费用率 4.23%/-0.08pct，期间公司继续对客户拓展宣传方面增加投入，并在收入高增长带动下，销售费率保持稳健；管理费用率 6.00%/-2.33pct，同比下降显著。我们判断系公司 18 年在技术改善+顾问专业化驱动下，使得灵活用工和猎头人均均同比有所增加所致；财务费用率-0.02%/+0.32pct，同比有所增多主要系公司对 Investigo 未来分红权的未实现融资收益所致。18 年资产减值 592 万元，同比 291 万元，主要系本期坏账损失同比增多 259 万所致。18 年整体净利率 6.24%/-1.20pct，主要系并表 Investigo 使得业务结构发生改变等原因所致，ROE（加权）为 17.43%/+1.23pct。2) 18Q4：公司期间费用率 9.59%/-3.64%。其中销售费用率 3.88%/-0.50pct，管理费用率 5.64%/-3.80pct，财务费用率 0.07%/+0.60pct。18Q4 净利率 3.65%/-2.97pct，我们判断或系并表 incestigo 改变业务结构所致。

**19Q1 期间费用整体下降 3.68pct，费用率下降或系人效提升+业务结构改变+并表综合影响所致。** 公司 19Q1 期间费用率 7.45%/-3.68pct；销售费用率 3.11%/-0.64pct，主要系公司虽然加大市场费用率投入，但对应的收入增速更快所致；管理费用率 4.24%/-3.58pct，我们判断或系受公司灵活用工工人效提升+公司整体业务构成改变所致；财务费用率 0.10%/+0.54pct。

**核心逻辑重申：国内灵活用工行业迎来大发展，技术+外延推动下民营灵工龙头高增可期。**

①行业层面：国内目前灵工渗透率仅约 1-2%（不含劳务派遣），对比发达国家平均约 25%的渗透率仍处发展初期。未来在国内企业对灵工接受度提升+政策催化带来用人合规成本提升+招全职工的风险博弈+第三产业比重提升带动下，预计国内的灵工市场未来 8 年的 CAGR 约 23%，市场空间有望从 2017 年的 319 亿元增长至 2025 年的 1661 亿元。②公司层面：科锐为国内灵工的民营龙头，未来在“一体两翼”技术推进+外延并购持续扩容带动下，灵工领先优势有望扩大，实现高于行业的业绩增速。猎头业务则在横向区域扩张、纵向细分领域拓展带动下，继续实现逆势成长。③对标海外：1) 德国灵活用工人数在 1982 年由 2.5 万人增长至 1991 年 15 万人，期间 9 年复合增速 22%；后续在政策进一步开放下，灵工人数由 2004 年 35 万人增长至 2008 年 85 万人，期间 4 年复合增速 25%。2) 日本：市场规模由 1986 年 0.19 万亿日元，增长至 2008 年 7.89 万亿日元，期间 23 年复合增速 17.3%。3) 美国灵活用工人数则由 1970 年 15 万人增长至 2000 年 340 万人，期间 19 年复合增速 17.9%。4) 龙头企业层面：人服企业在技术+并购驱动下，国外成熟市场中灵工龙头的市占率往往能达到 6%~9%，而国内目前市场分散，公司作为龙头之一，在国内市占率约 2%，且灵工顾问人数仅日本 Recruit 的 0.45%，未来成长提升空间巨大，继续推荐！

### 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(18.39X)、峨眉山 A(16.99X)、黄山旅游(14.16X)、云南旅游(10.44X) 估值均较低, 酒店板块锦江股份(20.68x) 及首旅酒店(23.17x) 均处于行业中低位置, 出境游凯撒旅游(34.41x) 处于估值最低位置。

表 4: PE 估值表 (截至 2019 年 4 月 30 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	000863.SZ	三湘印象	1,348.47	1	000613.SZ	大东海 A	9,626.97
2	600593.SH	大连圣亚	89.98	2	601007.SH	金陵饭店	41.69
3	000430.SZ	张家界	76.07	3	000610.SZ	西安旅游	30.81
4	600749.SH	*ST 藏旅	71.72	4	600258.SH	首旅酒店	23.17
5	603099.SH	长白山	36.90	5	600754.SH	锦江股份	22.52
6	600706.SH	曲江文旅	29.34	6	000524.SZ	岭南控股	20.68
7	000978.SZ	桂林旅游	27.85	7	000428.SZ	华天酒店	-6.39
8	603136.SH	天目湖	26.52	8	600358.SH	国旅联合	-26.38
9	300144.SZ	宋城演艺	24.55			<b>出境游</b>	
10	603199.SH	九华旅游	24.11	1	002707.SZ	众信旅游	256.28
11	002159.SZ	三特索道	21.15	2	300178.SZ	腾邦国际	41.52
12	002033.SZ	丽江旅游	19.63	3	000796.SZ	凯撒旅游	34.41
13	600138.SH	中青旅	18.39			<b>餐饮</b>	
14	603869.SH	新智认知	17.08	1	000721.SZ	西安饮食	368.01
15	000888.SZ	峨眉山 A	16.99	2	002186.SZ	全聚德	82.78
16	600054.SH	黄山旅游	14.16	3	603043.SH	广州酒家	29.82
17	002059.SZ	云南旅游	10.44			<b>其他</b>	
		<b>免税</b>		1	300662.SZ	科锐国际	47.69
1	601888.SH	中国国旅	35.68				

资料来源: wind, 安信证券研究中心

(2) 从 PS 估值来看, 中青旅为 0.84X 为景区板块最低, 酒店板块锦江股份(1.75x) 以及首旅酒店(2.32x) 均处于较低位置, 出境游板块众信旅游最低达到 0.48x, 中国国旅 2.92x。

表 5: PS 估值 (截至 2019 年 4 月 30 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
景区				酒店			
1	600593.SH	大连圣亚	14.91	1	000613.SZ	大东海 A	83.85
2	600749.SH	*ST 藏旅	14.32	2	600358.SH	国旅联合	9.72
3	300144.SZ	宋城演艺	9.86	3	000610.SZ	西安旅游	3.40
4	603099.SH	长白山	5.84	4	000428.SZ	华天酒店	3.30
5	603136.SH	天目湖	5.46	5	601007.SH	金陵饭店	2.92
6	000430.SZ	张家界	5.38	6	600258.SH	首旅酒店	2.32
7	002033.SZ	丽江旅游	5.29	7	600754.SH	锦江股份	1.75
8	603199.SH	九华旅游	4.79	8	000524.SZ	岭南控股	0.79
9	600054.SH	黄山旅游	4.56	出境游			
10	002159.SZ	三特索道	4.03	1	300178.SZ	腾邦国际	1.10
11	000978.SZ	桂林旅游	3.89	2	000796.SZ	凯撒旅游	0.83
12	000888.SZ	峨眉山 A	3.36	3	002707.SZ	众信旅游	0.48
13	000863.SZ	三湘印象	2.44	餐饮			
14	603869.SH	新智认知	2.26	1	000721.SZ	西安饮食	4.84
15	002059.SZ	云南旅游	2.13	2	603043.SH	广州酒家	4.44
16	600706.SH	曲江文旅	1.63	3	002186.SZ	全聚德	2.22
17	600138.SH	中青旅	0.84	其他			
免税				1	300662.SZ	科锐国际	2.27
1	601888.SH	中国国旅	2.92				

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 1.12X, 桂林旅游 1.44X, 丽江旅游 1.44X 估值较低, 中青旅(1.67x)处于行业较低水平; 酒店板块首旅酒店(2.41x)、锦江股份(1.99x)处于行业较低水平; 出境游板块腾邦国际最低为 1.86x; 中国国旅 8.18x, 科锐国际 8.06x。

表 6: PB 估值 (截至 4 月 30 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
景区				酒店			
1	600593.SH	大连圣亚	10.44	1	000613.SZ	大东海 A	30.56
2	300144.SZ	宋城演艺	3.55	2	600358.SH	国旅联合	5.22
3	603136.SH	天目湖	3.42	3	000610.SZ	西安旅游	3.48
4	603099.SH	长白山	2.78	4	600258.SH	首旅酒店	2.41
5	002059.SZ	云南旅游	2.59	5	000524.SZ	岭南控股	2.15
6	600749.SH	*ST 藏旅	2.52	6	601007.SH	金陵饭店	2.10
7	002159.SZ	三特索道	2.23	7	600754.SH	锦江股份	1.99
8	600706.SH	曲江文旅	2.13	8	000428.SZ	华天酒店	1.25
9	603199.SH	九华旅游	2.13	出境游			
10	600054.SH	黄山旅游	1.80	1	000796.SZ	凯撒旅游	3.03
11	603869.SH	新智认知	1.76	2	002707.SZ	众信旅游	2.55
12	600138.SH	中青旅	1.67	3	300178.SZ	腾邦国际	1.86
13	000430.SZ	张家界	1.60	餐饮			
14	000888.SZ	峨眉山 A	1.50	1	603043.SH	广州酒家	5.83
15	002033.SZ	丽江旅游	1.44	2	000721.SZ	西安饮食	3.78
16	000978.SZ	桂林旅游	1.44	3	002186.SZ	全聚德	2.54
17	000863.SZ	三湘印象	1.12	其他			
免税				1	300662.SZ	科锐国际	8.06
1	601888.SH	中国国旅	8.18				

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

按照中信餐饮旅游行业分类，目前 31 家公司 2018 年及 2019 年一季度业绩已披露完毕，2018 年合计实现营收 1046.44 亿元/+23.88%，实现归母净利润 97.27 亿元/+13.60%，平均毛利率约 42.97%/+1.86pct；2019Q1 合计实现营收 332.25 亿元/+19.78%，实现归母净利润 33.59 亿元/+54.68%，平均毛利率约 45.93%/+3.10pct。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。分子板块看，2018 年增速表现：①营收增速：免税(+66%)>景区(+10%)>出境游(+7%)>酒店(+7%)>餐饮(+6%)；②归母净利润增速：景区(+37%)>免税(+22%)>餐饮(+0%)>酒店(-8%)>出境游(-48%)，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增长、以及上海北京机场店高速增长所驱动；2019Q1 增速表现：①营收增速：免税(+55%)>景区(+7%)>餐饮(+6%)>酒店(+4%)>出境游(-1%)；②归母净利润增速：免税(+99%)>酒店(+45%)>景区(-5%)>出境游(-25%)>餐饮(-33%)，免税(中国国旅)于 2019Q1 出表国旅总社产生较大比例投资收益。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。

**单季度看：**1)收入端，19Q1 完成营收 332.23 亿元/+19.78%，18Q4 完成营收 341.57 亿元/+18.10%，18Q3 餐饮旅游行业合计实现营收 403.82 亿元/+18.79%；营收增速保持稳定高速增长；2) 归母净利润端：19Q1 实现归母净利润 33.59 亿元/+54.68%；18Q4 实现 8.78 亿元/-44.09%，18Q3 实现 37.73 亿元/+19.26%；19Q1 业绩大幅高增主要系中国国旅出售国旅总社产生投资收益；18Q4 同比降低主要系免税及出境游板块受事件性影响，计提资产减值、商誉减值等比例较大所致。

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

1) **中国国旅：**中短期内看海南及市内店增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升。①公司确定将控股海免集团，成为海南省范围内唯一及具有免税运营资质的主体；②三亚免税销售额保持高位增速；③海南免税购物限额提升，本地人购物次数限制放开，有望催生代购；④市内店落地正在逐步推进，预计北京将在 5-6 月开业；⑤“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，提升免税销售规模；规模提升有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。

2) **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中长期的高成长性；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 2019-21 年归母净利润 1.80 亿元/2.44 亿元/3.24 亿元，对应增速 53%/35%/33%。

3) **中公教育：**依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒，从优势领域公考培训拓展职教大市场。①“专业 X 地域”矩阵式研发架构，保证专业性、地域适应性和灵活性；辅以自建 IT 团队，大幅提升团队效率；②截至 2018 年 12 月 31 日，中公教育拥有覆盖 31 个省市自治区 319 个地级市，由 701 个直营分支机构组成的强大服务和学习网络，深入低线城市，已建立了坚固壁垒，具有明显先发优势及规模效应；③2018 年以来职教支持政策密集出台，职业教育被提上前所未有的政策高度；④教育行业逆周期属性显著，

2018 年业绩实现高速增长，宏观经济增速下行期间，职教龙头优势将持续进一步凸显。

4) 首旅酒店&锦江股份: 3 月 STR 酒店 RevPAR 同比下降 3.7% (降幅环比 19 年 1-2 月小幅扩大), 华住和如家 19 年 Q1 整体 RevPAR 同比增数均有所放缓, 我们认为或系春节因素及高基数扰动所致。短期 4 月酒店 RevPAR 同样由于基数原因, 仍存在一定压力, 但从 18 年 RevPAR 增速的基数+3 月 PMI 回暖+4 月企业降税+1-3 月社融超预期(同比增多 30%, 社融增速与 STR RevPAR 增速相关性较高且大约领先 5 个月左右) +3 月 M2 同比增 8.6% (增速创 13 个月新高) 判断, 看好 19 年 Q2-4 的酒店数据有望逐步回暖。此外, 华住此前已公布 19 年开店计划为 800-900 家, 如家公布 19 年开店指引直营+加盟店 560 家, 同比 18 年的 450 家同样提速, 成长性均有望更优。叠加近期国企改革在 19 年进程有望进一步催化, 目前两家酒店估值调整后已处较低位置, 继续推荐酒店板块的首旅酒店和锦江股份。

5) 宋城演艺: ①新一轮项目业绩加速释放的起点, 四大自营项目 (桂林项目 2018 年 8 月已开业, 明年进入客流渗透期; 西安项目、张家界项目预计在 19 年开业、上海项目预计 20 年初开), 培育期、客流量及业绩边际贡献或优于上一轮。②“演艺谷”模式的西塘项目已于 18 年 12 月底开工建设, 力在开拓年轻客群偏好的演艺谷节目+未来年输出项目数量有望增多至 5-6 台+佛山项目轻转重利好中长期年业绩增长。③六间房继续完成 18 年业绩承诺, 重组方案第二步股权互换条件已具备, 有望成功实现花房重组。

6) 广州酒家: ①产能方面: 公司在 18 年中秋月饼及全年速冻食品的销量依旧突出, 产能供不应求, 19 年湘潭项目有望在 Q3 前新开一条月饼及莲蓉产线, 2020 年有望迎来湘潭和梅州项目进一步产能释放, 产能释放红利有望延续至 2022 年。②渠道方面, 公司在省内的深圳等重点市场通过“餐饮立品牌, 食品创规模”的打法扩张, 省外则通过电商布局打造爆款+线下经销商数扩张+自有仓库建设降低运费等驱动, 有望打开华东和华中市场潜力。③公司层面: 良好的现金流 (18 年经营现金流 4.8 亿) + 估值相对便宜 (19 PE 25x), 高 ROE (近 20%, 高于行业平均) 盈利能力突出+高分红 (17-18 年现金分红占净利 42%+) + 高管股权激励方案落地带动业绩中枢上移。

## 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

刘文正声明, 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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	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