

休闲服务行业

免税增长驱动板块稳健成长，酒店、出境游景气回升可期

● 板块盈利：免税驱动板块营收增长、盈利提升，估值有所分化

根据公司财报，旅游板块重点上市公司 18 年合计营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 23.0%、20.5%和 6.4%，19Q1 同比分别增长 20.3%、52.5%和 17.9%，主要由于权重免税龙头中国国旅内生外延增长良好。18 年中万休闲服务板块毛利率为 41.4%，同比提升 0.9 个百分点，净利率为 7.4%，同比下降 1.0 个百分点，ROE 为 9.2%，同比下降 0.7 个百分点。19 年 Q1 毛利率和净利率同比分别提升 1.6 和 3.5 个百分点。

● 分板块：免税维持高景气，酒店仍在筑底，景区和出境游表现平稳

分子板块来看，1) 免税板块 18 年营收大幅增长 66.2%，19Q1 营收和归母净利润同比分别增长 55%和 37%，延续快速增长趋势。中国国旅并表日上上海以及三亚免税店内生快速增长，毛利率持续提升，18 年和 19Q1 毛利率分别提升 11.6 和 10.0 个百分点，其中 18 年免税业务毛利率提升 7.4 个百分点。根据海口海关统计数据，18 年离岛免税销售金额和购物人次同比分别增长 26%和 20%，19Q1 同比分别增长 29%和 20%，持续高景气；除免税以外，酒店、出境游和景区板块主要上市公司 18 年营收同比分别增长 5.8%、7.7%和 10.1%，整体表现平稳，19 年 Q1 表现继续有所承压，营收同比分别增长 2.5%、2.3%和 6.8%。2) 酒店板块：19 年 Q1 酒店行业景气仍在下行阶段，三大酒店集团出租率有所回落，平均房价在门店结构提升驱使下整体仍保持正增长，但同店口径各类型酒店均有所下降。在行业下行趋势下，酒店龙头门店扩张分化，华住、锦江门店扩张提速，中端酒店为主要新增量。酒店龙头盈利或暂时承压，而驱动龙头增长的品牌升级和集中度提升逻辑并未改变，竞争格局有望长期向好。3) 景区板块：18 年和 19Q1 增长较为平稳，盈利能力维持稳健，演艺龙头宋城演艺 18 年和 19Q1 扣非净利润同比分别增长 15.6%和 22.5%，19Q1 乌镇、古北水镇和黄山客流量同比分别增长 1.9%、下降 5%和增长 6.3%。4) 出境游板块：18 年下半年以来，受到宏观经济环境和泰国沉船事件影响，出境游行业增速显著放缓，18Q4 四大航空公司国际客运量同比增长 11.5%，较 Q2 的 20.7%增速回落明显，19 年 Q1 增长 13.4%，有所企稳。主要上市出境游组团社营收增速明显放缓，18 年众信旅游和凯撒同盛营收分别增长 1.2%和 0.2%，增速较 17 年 19.2%和 20.7%显著回落，19Q1 营收同比分别下降 0.8%和增长 0.4%，18 年毛利率同比下降 0.5 和 0.6 个百分点，业绩有所承压。

● 免税增长驱动板块稳健成长，酒店、出境游景气回升可期

年初以来，休闲服务板块小幅跑输大盘，不过从年报和 1 季报来看行业盈利维持稳健增长，特别是免税、景区等子行业龙头增长显著。我们看好板块后续表现，一方面由于部分龙头公司未来 3-5 年增长趋势稳定，另一方面经过 4 月下旬以来的调整板块整体估值也有回落。重点看好：(1) 高景气免税行业龙头：中国国旅(公司受益于免税政策支持及全球免税业集中度提升，规模效应或持续显现，19 年公司受益于三亚快速增长，毛利率持续提升)；(2) 成长潜力较高的低估值景区龙头：宋城演艺(六间房顺利出表，公司未来将聚焦景区主业，19 年-20 年张家界、西安、上海等项目将陆续落地，未来三年成长趋势稳定，目前估值优势明显)；(3) 酒店和出境游行业龙头：锦江股份、首旅酒店和众信旅游。

● 风险提示：宏观经济波动影响出行旅游需求、灾害性天气影响景区客流量、汇率波动和突发事件影响出境游增速。

行业评级

买入

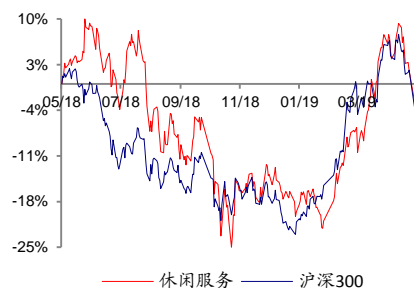
前次评级

买入

报告日期

2019-05-07

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-60750610



zhangyulu@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

康凯 010-5913-6630

kangkai@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国国旅	601888.SH	CNY	76.40	2019/4/28	买入	78.0	2.36	2.57	32.4	29.7	19.2	15.5	22.1	19.4
华住	HTHT.O	USD	40.09	2019/4/24	增持	48.4	1.21	1.56	33.9	26.3	21.4	17.5	22.6	22.7
宋城演艺	300144.SZ	CNY	22.07	2019/4/30	买入	28.7	0.89	1.08	24.8	20.4	24.9	18.7	14.3	15.3
首旅酒店	600258.SH	CNY	18.61	2019/4/30	买入	27.0	0.90	1.04	20.7	17.9	9.2	8.1	10.3	11.3
众信旅游	002707.SZ	CNY	6.03	2019/4/24	增持	7.5	0.30	0.35	20.1	17.2	18.4	15.2	10.6	11.0
中青旅	600138.SH	CNY	13.20	2019/4/29	买入	18.2	0.91	1.06	14.5	12.5	6.3	5.5	9.7	10.1
黄山旅游	600054.SH	CNY	9.53	2019/4/30	增持	12.0	0.62	0.69	15.4	13.8	8.7	7.3	10.8	11.2
峨眉山 A	000888.SZ	CNY	6.35	2019/4/2	增持	8.4	0.38	0.41	16.7	15.5	9.6	8.0	7.8	7.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 其中华住 EPS 单位为美元/ADS, 华住合理价值单位为美元/ADS

目录索引

板块盈利：免税驱动板块营收增长、盈利提升，估值有所分化	6
成长：免税驱动板块稳健增长，18年和19Q1营收分别增长23%和20%	6
盈利：毛利率、净利率和ROE整体维持平稳态势，子板块有所分化	8
估值：19年以来整体估值有所回升，P/E估值低于历史中枢、有所分化	11
免税：营收快速增长，毛利率持续提升，维持较高景气	12
离岛免税：18年和19Q1离岛免税销售额增长26.2%和29.2%，维持快速增长	13
机场免税：上海和首都机场免税销售额分别达105和74亿元	15
酒店：行业景气仍在筑底，龙头竞争格局分化	16
行业景气度：酒店行业景气依然处于筑底阶段，出租率回落较为明显	16
门店扩张：三大酒店集团开店计划提速，中端酒店占比进一步提升	18
业绩表现：三大酒店集团营收和盈利增长稳健，龙头增长有所分化	19
景区：营收和客流量表现平稳，盈利能力较为稳健	22
景区财务表现：2018年和19Q1增长较为平稳，盈利能力维持稳健	22
主要景区客流量：18年和19Q1主要景区客流量基本维持平稳增长	23
出境游：行业增速有所放缓，旅行社业绩承压	25
出境游旅行社：营收增速放缓，毛利率和ROE均有下降	25
行业增速：航空公司国际客运量Q4增速回落明显，19Q1稳健增长13.4%	25
业绩综述及重点公司	26
风险提示	26

图表索引

图 1: 2018 年中万休闲服务板块营收同比增长 21.5%，归母净利润同比增长 6.3%	6
图 2: 2019 年 Q1 申万休闲服务板块营收同比增长 25%，扣非净利润同比增长 43%	6
图 3: 2018 年中万休闲服务板块毛利率提升 0.9 个百分点，ROE 下降 0.7 个百分点	9
图 4: 19 年 Q1 休闲服务板块毛利率提升 1.6 个百分点，净利率提升 3.5 个百分点	9
图 5: 截止 5 月 7 日，申万休闲服务 P/E(TTM) 估值为 30 倍，估值水平低于历史中枢	11
图 6: 截止 5 月 7 日，自 2010 年以来各个细分板块 P/E (TTM) 估值水平	12
图 7: 2018 年中免集团实现营收 345 亿元，同比增长 119%，实现归母净利润 30.8 亿元，同比增长 23.5%	12
图 8: 18 年中国国旅免税商品销售毛利率 53.1%，同比提升 7.4 个百分点	13
图 9: 18 年三亚免税店营收和归母净利润分别为 80.1 和 11.1 亿元，同比分别增长 31.7%和 21.4%	13
图 10: 18 年三亚免税店接待和购物人数分别为 597 和 170 万人次，同比分别增长 8.3%和 29.8%	14
图 11: 2018 年离岛免税销售额 101 亿元，同比增长 26%	14
图 12: 18 年日上中国、日上上海营收 67 和 105 亿元，归母净利润 1.8 和 4.7 亿元	15
图 13: 18 年首都机场国际及港澳台旅客吞吐量 2737 万人次，同比增长 6.7%	16
图 14: 18 年上海浦东机场国际及港澳台旅客吞吐量 3757 万人次，同比增长 8.2%	16
图 15: 中国内地酒店经营指标同比增速情况 (单位: %)	16
图 16: 中国内地各类型酒店 17-19 一季度 RevPar 同比增速比较	17
图 17: 三大酒店集团出租率同比增速	17
图 18: 三大酒店集团平均房价同比增速	17
图 19: 三大酒店集团 RevPar 同比增速	18
图 20: 三大酒店集团年度营业收入 (亿元)	20
图 21: 三大酒店集团年度归母净利润 (亿元)	20
图 22: 2010Q1-2018Q1 首旅酒店营业收入 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	20
图 23: 2010Q1-2018Q1 首旅酒店归母净利润 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	20
图 24: 2016Q1-2019Q1 如家酒店营业收入 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	21
图 25: 2016Q1-2019Q1 如家酒店利润总额 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	21

图 26: 2010Q1-2018Q1 锦江股份营业收入 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)21

图 27: 2010Q1-2018Q1 锦江股份归母净利润 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)21

图 28: 18 年休闲和自然景区营收分别增长 10%和 4.5%.....22

图 29: 18 年休闲和自然景区毛利率同比分别提升 0.3 和下降 0.6 个百分点.....22

图 30: 18 年休闲和自然景区净利率同比分别提升 0.4 和 4.3 个百分点.....22

图 31: 18 年休闲和自然景区管理费用率同比分别下降 0.5 和 1.1 个百分点22

图 32: 19Q1 休闲和自然景区营收分别增长 4.6%和 4.0%23

图 33: 19Q1 休闲和自然景区毛利率同比分别提升 1.9 和下降 0.5 个百分点23

图 34: 18 年四大航空公司国际客运量累计同比增长 13.5%, 19Q1 同比增长 13.4%26

表 1: 2018 年板块重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)7

表 2: 2019 年 Q1 板块重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)8

表 3: 2018 年板块重点上市公司毛利率、净利率、ROE 概览.....9

表 4: 2019 年 Q1 板块重点上市公司毛利率、净利率、ROE 概览.....10

表 5: 18 年 12 月起执行离岛免税政策再放宽, 提升额度、取消岛民限次、纳入乘船离岛旅客.....15

表 6: 三大酒店集团满 18 个月成熟酒店 RevPAR 数据 (元/间)18

表 7: 2019 年一季度三大酒店集团开店情况.....19

表 8: 2019 年一季度三大酒店集团分品牌门店开店情况19

表 9: 2018 年主要上市景区客流量和客单价情况24

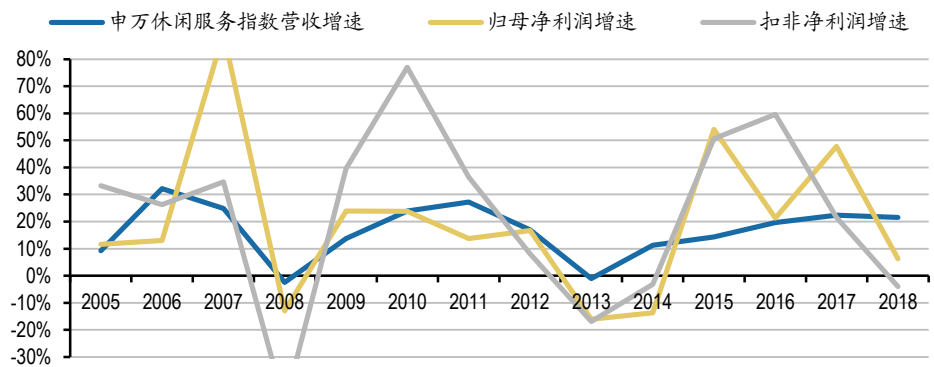
表 10: 2018 年主要出境游旅行社营收增长放缓, 业绩承压25

板块盈利：免税驱动板块营收增长、盈利提升，估值有所分化

成长：免税驱动板块稳健增长，18年和19Q1营收分别增长23%和20%

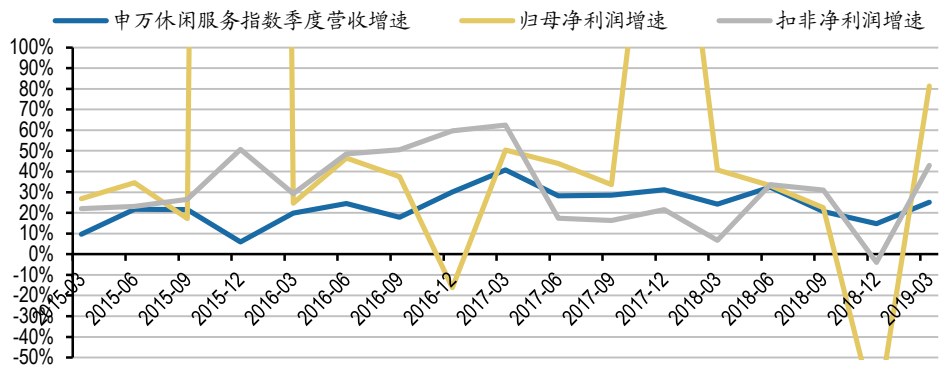
2018年申万休闲服务板块营收同比增长21.5%，归母净利润同比增长6.3%，扣非净利润同比下降4.0%。2019年Q1申万休闲服务板块营收同比增长25.1%，营收增速较18年Q4的15%有所回升，Q1板块归母净利润和扣非净利润同比分别增长81%和43%，Q1增速回升主要由于免税龙头中国国旅内生外延增长良好。

图1：2018年申万休闲服务板块营收同比增长21.5%，归母净利润同比增长6.3%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：2019年Q1申万休闲服务板块营收同比增长25%，扣非净利润同比增长43%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从板块内24家重点跟踪上市公司来看，2018年合计营业收入1322亿元，同比增长23.0%，合计归母净利润98.6亿元，同比增长20.5%，合计扣非净利润78.1亿元，同比增长6.4%。19年Q1重点公司合计营业收入322亿元，同比增长20.3%，合计归母净利润34亿元，同比增长52.5%，合计扣非净利润23亿元，同比增长18.4%。

分子板块来看，2018年免税板块营收大幅增长66.2%，19Q1延续快速增长趋势，

Q1营收和归母净利润同比分别增长55%和37%，主要由于中国国旅并表日上上海以及三亚免税店内生快速增长；酒店、出境游和景区板块主要上市公司2018年合计营收同比分别增长5.8%、7.7%和10.1%，整体表现平稳，19年Q1表现继续有所承压，营收同比分别增长2.5%、2.3%和6.8%。

表1：2018年板块重点上市公司业绩概览（单位：亿元）

代码	公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		2017	2018	同比增速	2017	2018	同比	2017	2018	同比增速
601888.SH	中国国旅	282.82	470.07	66.2%	25.31	30.95	22.3%	24.60	31.44	27.8%
免税合计	合计增速	282.82	470.07	66.2%	25.31	30.95	22.3%	24.60	31.44	27.8%
600754.SH	锦江股份	135.83	146.97	8.2%	8.82	10.82	22.8%	6.73	7.39	9.9%
600258.SH	首旅酒店	84.17	85.39	1.5%	6.31	8.57	35.8%	5.95	6.90	16.0%
601007.SH	金陵饭店	9.38	10.36	10.4%	1.03	0.77	-25.2%	0.85	0.66	-22.2%
酒店合计	合计增速	229.38	242.72	5.8%	16.16	20.17	24.8%	13.53	14.96	10.5%
002707.SZ	众信旅游	120.30	121.71	1.2%	2.33	0.24	-89.9%	2.27	0.04	-98.4%
000796.SZ	凯撒旅游	80.45	81.80	1.7%	2.21	1.94	-12.0%	1.51	1.72	13.7%
000524.SZ	岭南控股	63.92	70.78	10.7%	1.77	2.05	15.5%	1.50	1.60	7.1%
300178.SZ	腾邦国际	35.30	48.86	38.4%	2.84	1.68	-40.9%	2.08	0.31	-85.1%
出境游合计	合计增速	299.97	323.15	7.7%	9.14	5.90	-35.4%	7.37	3.67	-50.1%
300144.SZ	宋城演艺	30.24	32.11	6.2%	10.68	12.87	20.6%	11.07	12.80	15.6%
600138.SH	中青旅	110.20	122.65	11.3%	5.72	5.97	4.5%	4.31	4.93	14.4%
600054.SH	黄山旅游	17.84	16.21	-9.1%	4.14	5.83	40.7%	3.46	3.42	-1.2%
002059.SZ	云南旅游	16.21	22.60	11.6%	0.72	4.87	580.4%	0.63	-1.87	-397.3%
000888.SZ	峨眉山 A	10.79	10.72	-0.6%	1.97	2.09	6.4%	1.99	2.09	5.2%
002033.SZ	丽江旅游	6.87	6.78	-1.3%	2.04	1.92	-6.2%	2.06	1.91	-7.5%
603136.SH	天目湖	4.61	4.89	6.2%	0.84	1.03	22.2%	0.83	0.94	12.3%
603099.SH	长白山	3.89	4.64	19.4%	0.71	0.68	-4.5%	0.68	0.67	-2.0%
000430.SZ	张家界	5.50	4.68	-14.8%	0.67	0.26	-60.8%	0.00	0.21	4142.0%
603199.SH	九华旅游	4.46	4.85	8.7%	0.83	0.92	11.1%	0.81	0.85	5.5%
600593.SH	大连圣亚	3.45	3.48	0.8%	0.55	0.58	4.0%	0.49	0.41	-15.9%
002159.SZ	三特索道	5.39	6.48	20.2%	0.06	1.35	2349.0%	-0.30	0.05	116.6%
000978.SZ	桂林旅游	5.56	5.73	3.0%	0.53	0.80	51.9%	0.55	0.75	37.3%
600706.SH	曲江文旅	11.32	13.45	18.8%	0.62	0.76	21.9%	0.54	0.54	0.7%
000610.SZ	西安旅游	7.30	8.86	21.4%	-0.19	0.96	618.6%	-0.44	-0.29	33.3%
景区合计	合计增速	243.63	268.15	10.1%	29.89	40.90	36.8%	26.69	27.41	2.7%
002186.SZ	全聚德	18.61	17.77	-4.5%	1.36	0.73	-46.3%	1.19	0.57	-52.1%
餐饮合计	合计增速	18.61	17.77	-4.5%	1.36	0.73	-46.3%	1.19	0.57	-52.1%
旅游休闲	合计增速	1074.40	1321.87	23.0%	81.86	98.65	20.5%	73.38	78.06	6.4%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表2: 2019年Q1板块重点上市公司业绩概览(单位:亿元)

代码	公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		18Q1	19Q1	同比增速	18Q1	19Q1	同比	18Q1	19Q1	同比增速
601888.SH	中国国旅	88.49	136.92	54.7%	11.60	23.06	98.8%	11.57	15.89	37.4%
免税合计	合计增速	88.49	136.92	54.7%	11.60	23.06	98.8%	11.57	15.89	37.4%
600754.SH	锦江股份	32.51	33.37	2.7%	2.30	2.95	28.2%	0.69	0.71	2.5%
600258.SH	首旅酒店	19.24	19.44	1.0%	0.75	0.74	-1.9%	0.58	0.56	-3.0%
601007.SH	金陵饭店	2.67	3.00	12.3%	0.16	0.13	-16.8%	0.11	0.09	-13.2%
酒店合计	合计增速	54.42	55.81	2.5%	3.22	3.82	18.9%	1.38	1.36	-1.1%
002707.SZ	众信旅游	24.64	24.44	-0.8%	0.66	0.65	-1.4%	0.60	0.64	6.9%
000796.SZ	凯撒旅游	17.99	18.06	0.4%	0.28	0.30	8.4%	0.27	0.00	0.0%
000524.SZ	岭南控股	15.99	18.18	13.7%	0.38	1.12	192.6%	0.38	0.43	12.5%
300178.SZ	腾邦国际	11.62	11.18	-3.7%	0.60	0.21	-65.6%	0.55	0.16	-72.0%
出境游合计	合计增速	70.23	71.86	2.3%	1.92	2.27	18.5%	1.81	1.23	-32.1%
300144.SZ	宋城演艺	7.12	8.25	15.9%	3.22	3.70	14.9%	2.94	3.60	22.5%
600138.SH	中青旅	25.07	25.43	1.4%	0.99	0.64	-35.1%	0.94	0.55	-41.1%
600054.SH	黄山旅游	2.45	2.64	7.8%	0.78	0.24	-69.8%	0.32	0.24	-26.7%
002059.SZ	云南旅游	1.96	3.27	15.1%	-0.21	-0.21	-0.1%	-0.22	-0.21	-2.9%
000888.SZ	峨眉山A	2.64	2.55	-3.4%	0.18	0.19	5.4%	0.18	0.18	-1.3%
002033.SZ	丽江旅游	1.36	1.28	-5.6%	0.46	0.35	-23.4%	0.44	0.34	-23.9%
603136.SH	天目湖	0.90	0.89	-1.4%	0.18	0.15	-14.9%	0.14	0.15	9.1%
603099.SH	长白山	0.43	0.49	14.6%	-0.32	-0.25	21.3%	-0.32	-0.25	21.5%
000430.SZ	张家界	0.57	0.54	-4.1%	-0.15	-0.08	44.3%	-0.16	-0.12	20.9%
603199.SH	九华旅游	1.13	1.34	18.0%	0.30	0.39	27.6%	0.30	0.37	25.0%
600593.SH	大连圣亚	0.42	0.44	5.9%	-0.09	-0.09	4.1%	-0.10	-0.09	15.0%
002159.SZ	三特索道	1.10	1.09	-1.0%	-0.28	-0.39	-41.6%	-0.28	-0.42	-51.1%
000978.SZ	桂林旅游	1.12	1.16	3.4%	-0.02	-0.02	12.2%	-0.03	-0.03	13.5%
600706.SH	曲江文旅	2.84	3.17	11.7%	0.30	0.31	2.3%	0.30	0.27	-9.3%
000610.SZ	西安旅游	1.09	1.09	0.5%	-0.05	-0.04	30.3%	-0.07	-0.04	49.9%
景区合计	合计增速	50.20	53.64	6.8%	5.30	4.90	-7.6%	4.38	4.54	3.6%
002186.SZ	全聚德	4.43	4.01	-9.6%	0.37	0.11	-71.4%	0.36	0.07	-81.3%
餐饮合计		4.43	4.01	-9.6%	0.37	0.11	-71.4%	0.36	0.07	-81.3%
旅游休闲	合计增速	267.78	322.23	20.3%	22.41	34.16	52.5%	19.50	23.09	18.4%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

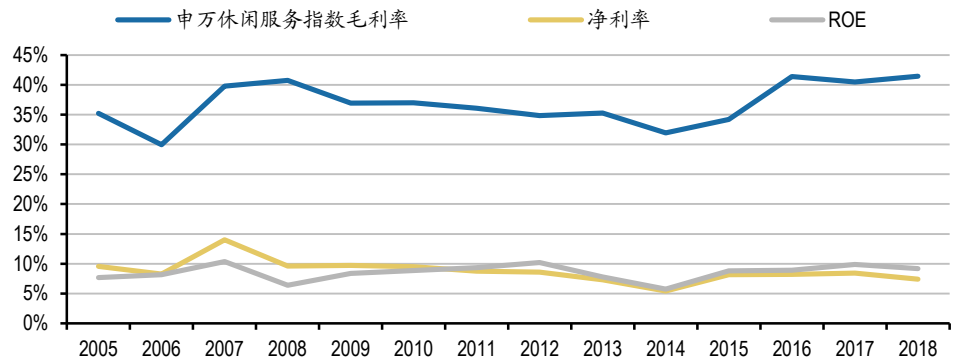
盈利: 毛利率、净利率和 ROE 整体维持平稳态势, 子板块有所分化

2018年中万休闲服务板块毛利率为41.4%, 同比提升0.9个百分点, 净利率为7.4%, 同比下降1.0个百分点, ROE为9.2%, 同比下降0.7个百分点。2019年Q1申万休闲服务板块毛利率43.8%, 同比提升1.6个百分点, 净利率11.6%, 同比提升3.5个百分点。

分子板块来看, 1) **免税板块**毛利率持续大幅提升, 2018年和19Q1毛利率分别为41.5%和49.4%, 同比分别提升11.6和10.0个百分点, 18年净利率8.4%, 同比下降

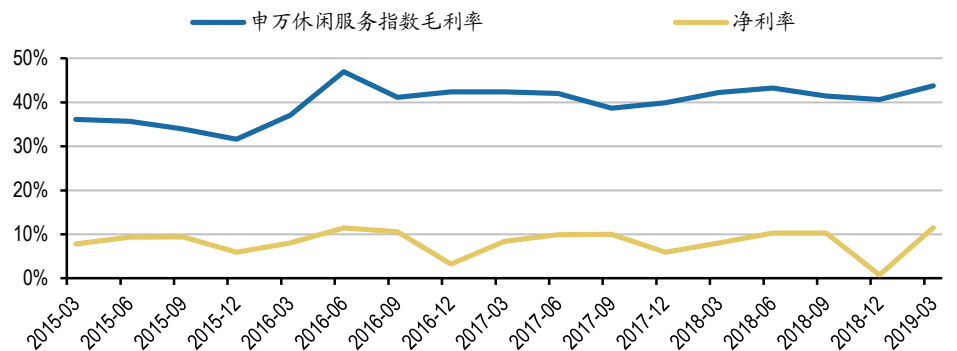
2.0个百分点，19Q1净利率18.9%，同比提升4.6个百分点。ROE在18年和19Q1同比持续提升1.4和5.3个百分点。**2) 酒店板块**平均毛利率在18年和19Q1同比分别下降0.3和3.8个百分点，平均净利率同比分别提升0.1和0.1个百分点，平均ROE同比分别提升0.6和0.1个百分点。**3) 景区板块**平均毛利率在18年和19Q1同比分别下降0.3和增长0.3个百分点，平均净利率同比分别提升4.2和0.3个百分点，平均ROE同比分别提升3.0和下降0.1个百分点。**4) 出境游板块**盈利有所承压，18年和19Q1平均毛利率分别下降1.6和1.0个百分点，净利率同比分别下降2.0个百分点和持平。

图3: 2018年申万休闲服务板块毛利率提升0.9个百分点, ROE下降0.7个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 19年Q1休闲服务板块毛利率提升1.6个百分点, 净利率提升3.5个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表3: 2018年板块重点上市公司毛利率、净利率、ROE概览

代码	公司名称	毛利率			净利率			ROE		
		2017	2018	同比	2017	2018	同比	2017	2018	同比
601888.SH	中国国旅	29.8%	41.5%	11.6%	10.4%	8.4%	-2.0%	19.1%	20.6%	1.4%
免税平均		29.8%	41.5%	11.6%	10.4%	8.4%	-2.0%	19.1%	20.6%	1.4%
600754.SH	锦江股份	90.5%	89.6%	-0.9%	7.3%	8.4%	1.1%	6.9%	8.6%	1.7%
600258.SH	首旅酒店	94.6%	94.5%	-0.2%	7.8%	10.5%	2.6%	9.0%	11.1%	2.1%
601007.SH	金陵饭店	59.7%	59.9%	0.2%	14.5%	11.2%	-3.3%	7.2%	5.3%	-1.9%
酒店平均		81.6%	81.3%	-0.3%	9.9%	10.0%	0.1%	7.7%	8.3%	0.6%
002707.SZ	众信旅游	9.9%	9.4%	-0.5%	2.3%	0.4%	-1.9%	12.1%	1.0%	-11.1%

000796.SZ	凯撒旅游	18.0%	18.1%	0.1%	3.0%	2.7%	-0.4%	11.4%	9.2%	-2.3%
000524.SZ	岭南控股	16.6%	15.4%	-1.2%	2.9%	3.1%	0.2%	8.8%	8.0%	-0.8%
300178.SZ	腾邦国际	20.5%	15.6%	-5.0%	9.3%	3.5%	-5.8%	13.8%	6.1%	-7.7%
出境游平均		16.2%	14.6%	-1.6%	4.4%	2.4%	-2.0%	11.5%	6.1%	-5.4%
300144.SZ	宋城演艺	63.2%	66.4%	3.2%	35.4%	39.8%	4.4%	15.6%	16.4%	0.8%
600138.SH	中青旅	25.4%	25.3%	-0.2%	7.8%	7.5%	-0.3%	10.7%	10.2%	-0.5%
600054.SH	黄山旅游	50.6%	54.1%	3.5%	24.6%	37.3%	12.8%	10.1%	14.1%	3.9%
002059.SZ	云南旅游	29.7%	18.0%	-11.7%	6.9%	23.1%	16.2%	4.7%	27.9%	23.2%
000888.SZ	峨眉山 A	42.6%	42.6%	0.0%	18.2%	19.5%	1.3%	9.3%	9.2%	0.0%
002033.SZ	丽江旅游	70.1%	67.2%	-2.9%	31.6%	29.6%	-2.0%	9.1%	8.1%	-1.1%
603136.SH	天目湖	63.7%	62.1%	-1.6%	21.2%	24.1%	2.9%	19.0%	13.1%	-5.9%
603099.SH	长白山	38.5%	34.4%	-4.1%	18.2%	14.6%	-3.6%	7.7%	6.9%	-0.8%
000430.SZ	张家界	31.0%	31.5%	0.5%	12.0%	5.3%	-6.7%	6.5%	1.7%	-4.8%
603199.SH	九华旅游	46.2%	47.1%	0.8%	18.6%	19.0%	0.4%	8.4%	8.7%	0.3%
600593.SH	大连圣亚	59.8%	66.0%	6.2%	15.2%	15.3%	0.1%	13.3%	12.3%	-1.0%
002159.SZ	三特索道	52.8%	55.6%	2.8%	0.9%	21.9%	21.0%	0.7%	15.1%	14.4%
000978.SZ	桂林旅游	45.7%	46.0%	0.3%	6.8%	11.5%	4.7%	3.6%	5.2%	1.6%
600706.SH	曲江文旅	28.0%	27.1%	-0.8%	5.6%	5.7%	0.1%	6.8%	7.7%	0.9%
000610.SZ	西安旅游	6.6%	6.4%	-0.2%	-2.8%	9.8%	12.5%	-2.4%	11.7%	14.1%
景区平均		43.6%	43.3%	-0.3%	14.7%	18.9%	4.2%	8.2%	11.2%	3.0%
002186.SZ	全聚德	61.9%	60.0%	-1.8%	8.1%	4.6%	-3.5%	9.3%	4.9%	-4.4%
餐饮平均		61.9%	60.0%	-1.8%	8.1%	4.6%	-3.5%	9.3%	4.9%	-4.4%
旅游休闲平均		44.0%	43.9%	-0.1%	11.9%	14.0%	2.1%	9.2%	10.1%	0.9%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表4: 2019年Q1板块重点上市公司毛利率、净利率、ROE概览

代码	公司名称	毛利率			净利率			ROE		
		18Q1	19Q1	同比	18Q1	19Q1	同比	18Q1	19Q1	同比
601888.SH	中国国旅	39.5%	49.4%	10.0%	14.4%	18.9%	4.6%	8.0%	13.3%	5.3%
免税平均		39.5%	49.4%	10.0%	14.4%	18.9%	4.6%	8.0%	13.3%	5.3%
600754.SH	锦江股份	89.7%	88.3%	-1.3%	8.4%	9.7%	1.3%	1.8%	2.3%	0.5%
600258.SH	首旅酒店	94.5%	93.9%	-0.6%	5.0%	5.1%	0.1%	1.0%	0.9%	-0.1%
601007.SH	金陵饭店	60.3%	50.9%	-9.5%	8.5%	7.5%	-1.0%	1.1%	0.9%	-0.2%
酒店平均		81.5%	77.7%	-3.8%	7.3%	7.4%	0.1%	1.3%	1.4%	0.1%
002707.SZ	众信旅游	11.8%	13.3%	1.5%	3.1%	2.6%	-0.5%	2.9%	2.8%	-0.1%
000796.SZ	凯撒旅游	18.0%	14.9%	-3.1%	2.1%	2.2%	0.1%	1.4%	1.4%	0.0%
000524.SZ	岭南控股	16.0%	14.0%	-1.9%	2.5%	6.7%	4.2%	1.5%	4.3%	2.8%
300178.SZ	腾邦国际	19.1%	18.7%	-0.4%	6.1%	2.2%	-3.9%	2.2%	0.7%	-1.5%
出境游平均		16.2%	15.2%	-1.0%	3.4%	3.4%	0.0%	2.0%	2.3%	0.3%
300144.SZ	宋城演艺	68.0%	69.8%	1.8%	44.9%	47.4%	2.5%	4.3%	4.1%	-0.2%
600138.SH	中青旅	23.5%	24.0%	0.5%	5.5%	3.7%	-1.8%	1.8%	1.0%	-0.7%
600054.SH	黄山旅游	43.1%	43.1%	0.0%	33.0%	9.6%	-23.4%	1.9%	0.6%	-1.3%
002059.SZ	云南旅游	25.8%	9.0%	-16.8%	-13.3%	-6.7%	6.5%	-1.4%	-1.1%	0.3%

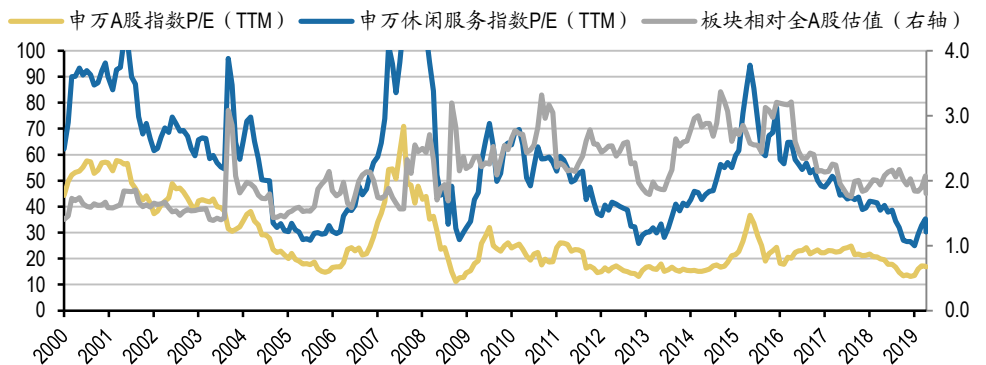
000888.SZ	峨眉山 A	34.1%	31.8%	-2.3%	6.9%	7.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.0%
002033.SZ	丽江旅游	70.6%	66.9%	-3.8%	35.0%	30.5%	-4.5%	2.0%	1.4%	-0.5%
603136.SH	天目湖	56.2%	58.1%	1.9%	20.5%	17.9%	-2.6%	2.3%	1.8%	-0.5%
603099.SH	长白山	-39.5%	-24.1%	15.5%	-74.2%	-51.0%	23.2%	-3.4%	-2.5%	0.9%
000430.SZ	张家界	8.4%	10.1%	1.7%	-26.6%	-15.9%	10.7%	-1.0%	-0.5%	0.4%
603199.SH	九华旅游	51.1%	55.0%	3.9%	26.8%	29.0%	2.2%	2.9%	3.5%	0.5%
600593.SH	大连圣亚	32.8%	39.3%	6.5%	-23.6%	-22.8%	0.8%	-2.0%	-1.7%	0.3%
002159.SZ	三特索道	44.4%	44.0%	-0.4%	-25.7%	-35.6%	-9.9%	-3.4%	-4.1%	-0.8%
000978.SZ	桂林旅游	40.0%	37.4%	-2.6%	-4.7%	-5.5%	-0.8%	-0.2%	-0.1%	0.0%
600706.SH	曲江文旅	30.6%	29.2%	-1.3%	10.6%	9.5%	-1.1%	3.1%	3.0%	-0.2%
000610.SZ	西安旅游	7.8%	7.5%	-0.3%	-4.9%	-3.3%	1.6%	-0.7%	-0.4%	0.3%
景区平均		33.1%	33.4%	0.3%	0.7%	1.0%	0.3%	0.5%	0.4%	-0.1%
002186.SZ	全聚德	59.6%	56.4%	-3.2%	9.1%	2.0%	-7.1%	2.4%	0.7%	-1.7%
餐饮平均		59.6%	56.4%	-3.2%	9.1%	2.0%	-7.1%	2.4%	0.7%	-1.7%
旅游休闲平均		37.7%	37.5%	-0.2%	2.9%	3.0%	0.1%	1.2%	1.4%	0.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

估值: 19年以来整体估值有所回升, P/E 估值低于历史中枢、有所分化

截止2019年5月7日, 申万休闲服务板块P/E(TTM)估值为30倍, 较18年底27倍有所提升, 较休闲服务板块2010年以来历史平均48倍处于中枢以下位置。申万休闲服务板块P/E估值相对申万A股板块P/E估值倍数为1.8倍, 处于2010年以来相对估值水平历史中枢2.4倍偏下位置。

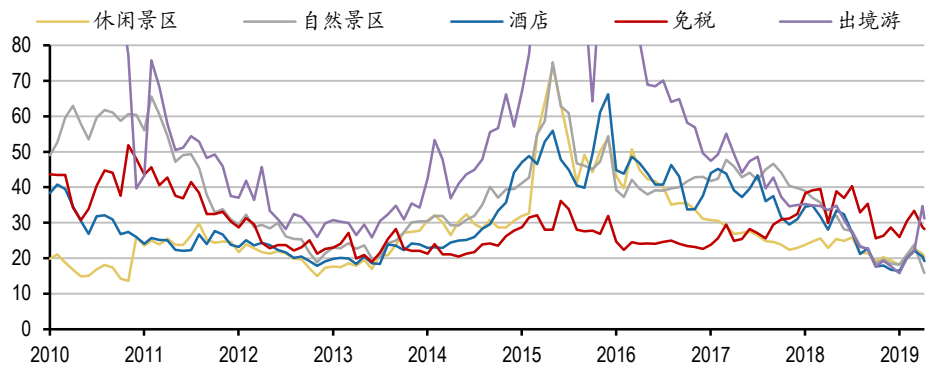
图5: 截止5月7日, 申万休闲服务P/E(TTM)估值为30倍, 估值水平低于历史中枢



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

分板块来看, 免税龙头估值经历17和18上半年的扩张、18年下半年回落后, 在19年有所修复, 截止19年5月7日, 中国国旅P/E(TTM)估值为28倍, 略低于2010年以来P/E(TTM)估值的平均值30倍位置; 酒店板块P/E(TTM)估值近两年经历下移目前达到19倍, 低于2010年以来历史平均估值31倍; 景区和出境游板块估值也经历持续下移目前处于2010年以来历史均值以下位置。

图6: 截止5月7日, 自2010年以来各个细分板块P/E (TTM) 估值水平



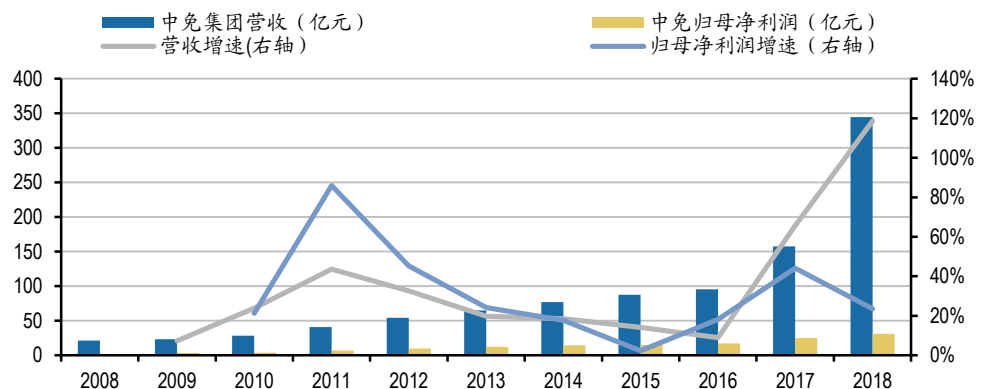
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

免税: 营收快速增长, 毛利率持续提升, 维持较高景气

2018年中免集团实现营收345亿元, 同比增长119%, 实现归母净利润30.8亿元, 同比增长23.5%, 18年免税商品销售毛利率53.1%, 同比大幅提升7.4个百分点。费用方面, 销售费用率同比上升12.2个百分点, 主要由于并表日上上海、机场租赁费同比大幅增加; 管理费用同比增长47.9%至16.0亿元, 主要由于职工薪酬同比增多4.1亿元; 财务费用方面, 汇兑损失同比增加1.6亿元。

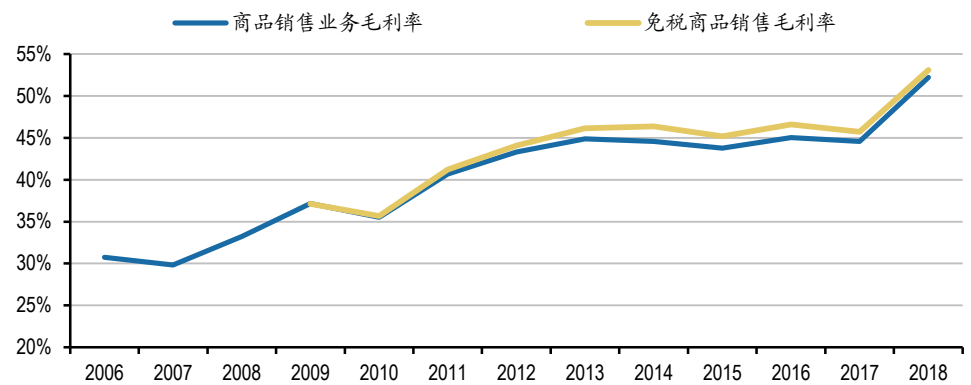
2019年一季度中国国旅实现营收和归母净利润分别为136.9和23.1亿元, 同比分别增长54.7%和98.8%, 其中处置国旅总社贡献投资收益约7亿元, Q1扣非净利润15.9亿元, 同比增长37.4%, 毛利率49.4%, 同比提升10个百分点。

图7: 2018年中免集团实现营收345亿元, 同比增长119%, 实现归母净利润30.8亿元, 同比增长23.5%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图8: 18年中国国旅免税商品销售毛利率53.1%，同比提升7.4个百分点

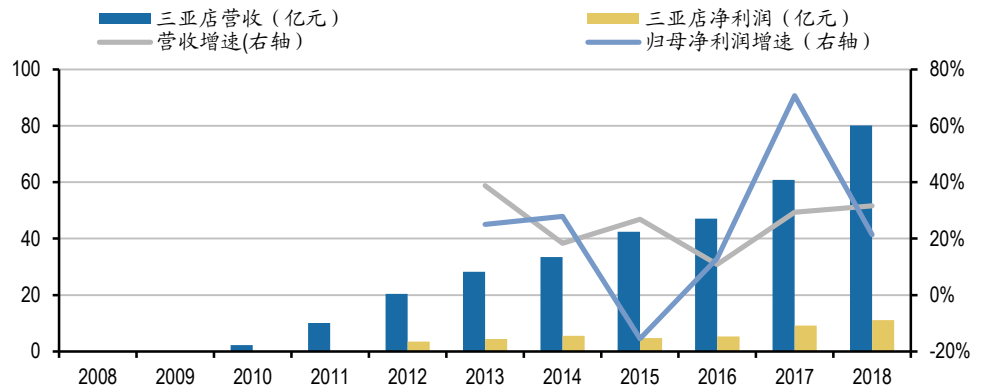


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

离岛免税: 18年和19Q1离岛免税销售额增长26.2%和29.2%，维持快速增长

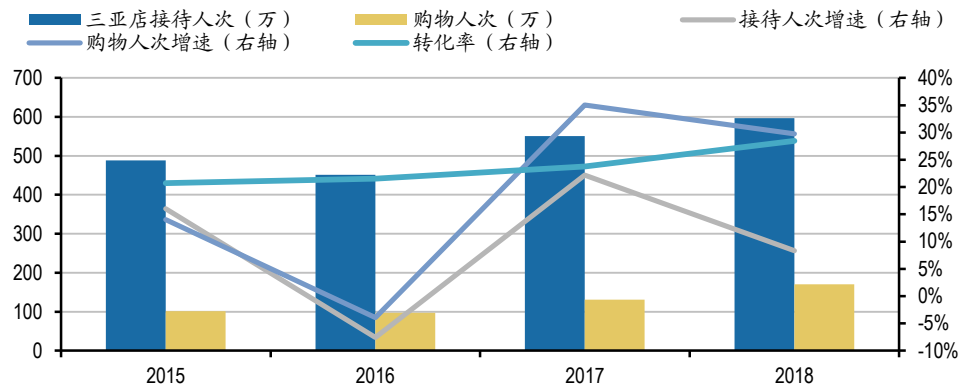
根据中国国旅18年年报, 18年公司三亚海棠湾免税购物中心实现营业收入和归母净利润分别为80.1亿元和11.1亿元, 同比分别增长31.7%和21.4%, 其中免税商品销售收入77.7亿元, 同比增长32.5%。18年三亚免税店接待顾客人数和购物人数分别为597和170万人次, 同比分别增长8.3%和29.8%, 三亚免税客单价4712元/人, 同比增长1.5%。

图9: 18年三亚免税店营收和归母净利润分别为80.1和11.1亿元, 同比分别增长31.7%和21.4%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

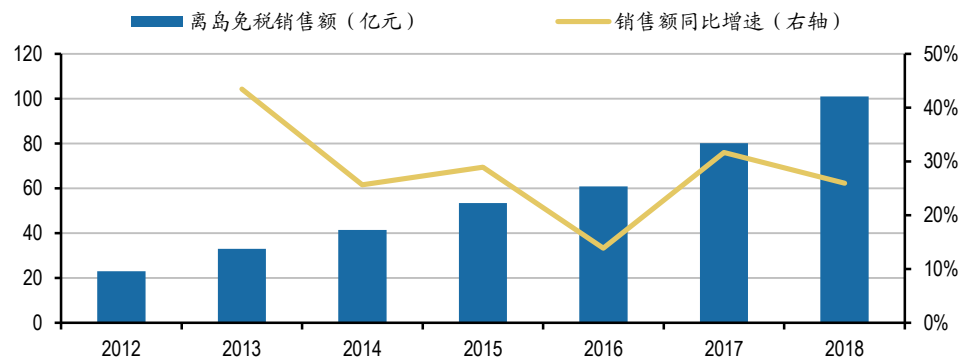
图10: 18年三亚免税店接待和购物人数分别为597和170万人次, 同比分别增长8.3%和29.8%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

根据海口海关统计数据, 2019年Q1海关共监管离岛免税店消费547.03万件、购物人数102.64万人次、购物金额42.4亿元, 同比分别增长33.3%、20.36%和29.24%。2018年三亚和海口美兰机场两家免税店全年共销售免税商品1,325.3万件, 销售金额101亿元人民币, 接待购物游客约288万人次, 同比分别增长26.2%、26%和20%。

图11: 2018年离岛免税销售额101亿元, 同比增长26%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2018年12月1日, 海南离岛免税政策实施第五次调整, 将年度免税购物额度从1.6万元提升至3万元, 不限购物次数, 对岛内外居民旅客实行相同免税购物政策。自2018年12月28日起, 将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策的使用对象范围, 实现飞机、火车、轮渡离岛渠道全覆盖, 有望进一步释放旅客消费潜力。2019年1月19日, 海口免税店、博鳌免税店两家新离岛免税市内店开业运营。海口免税店经营面积2.2万平方米, 首期开业面积1.3万平方米。博鳌免税店经营面积4200平方米。两店经营涵盖香水、化妆品、箱包、手表、首饰、食品等38大类免税商品, 已引进Chanel、Dior、Cartier、Gucci等近两百个国际知名品牌。

表5: 18年12月起执行离岛免税政策再放宽, 提升额度、取消岛民限次、纳入乘船离岛旅客

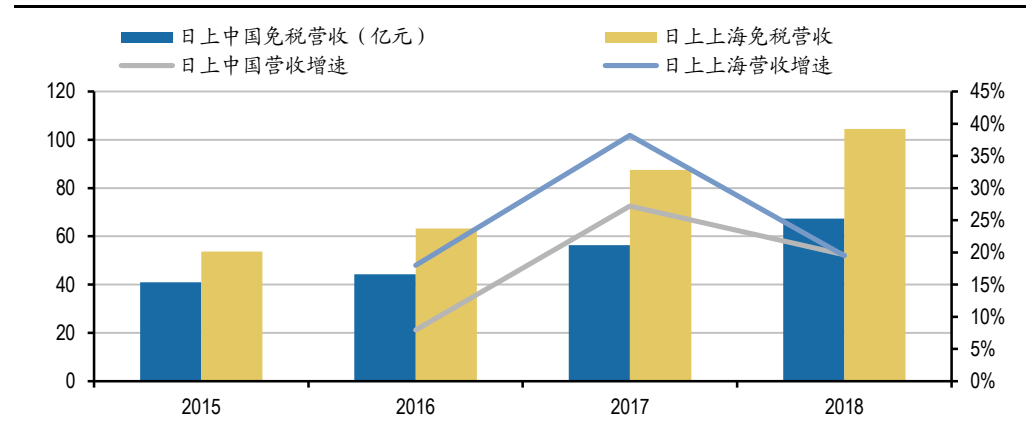
历次政策调整/执行日期	政策要点
第五次调整/2018.12.28	将乘轮船离岛旅客纳入离岛免税购物政策适用对象范围
第五次调整/2018.12.1	累计购物限额提升到3万元, 取消岛内居民购物次数限制、增加品类
第四次调整/2017.1.15	将铁路离岛旅客纳入适用对象范围
第三次调整/2016.2.1	提高购物限额(累计1.6万元)、取消非岛内居民购物次数限制、开设网上销售窗口
第二次调整/2015.3.20	放宽数量限制(化妆品12、香水8、手表6件)、增加品类
第一次调整/2012.11.1	提高购物限额(每次8000元)、放宽数量限制(化妆品8、香水5、手表4件)、放宽年龄限制(16岁)、增加品类
政策落地/2011.4.20	每人每次5000元(非岛内居民2次、岛内居民1次); 化妆品5、香水2、手表2件; 年龄限制18岁

数据来源: 财政部官网、广发证券发展研究中心

机场免税: 上海和首都机场免税销售额分别达105和74亿元

根据中国国旅2018年年报, 上海机场免税店(含浦东国际机场和虹桥机场免税店, 2018年3月纳入合并报表)实现营业收入104.51亿元, 首都机场免税店(含T2和T3航站楼免税店)实现营业收入73.89亿元, 机场免税受益于机场客流量持续增长、经营管理水平不断提高、商品结构不断丰富, 并采用营销引流、促销推进、员工激励等方式稳健经营。2018年日上中国实现营收67.4亿元, 实现归母净利润1.8亿元, 同比下降14.3%; 18年日上上海营收104.5亿元, 实现归母净利润4.7亿元。

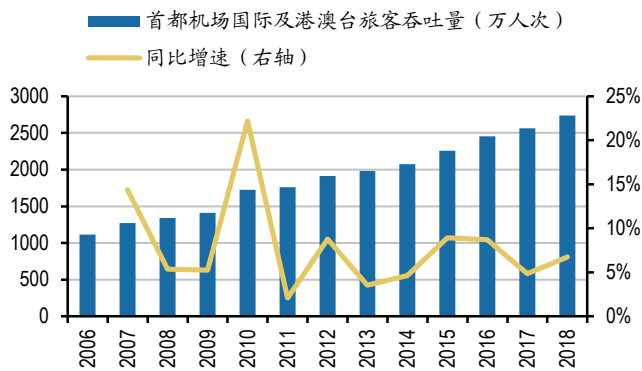
图12: 18年日上中国、日上上海营收67和105亿元, 归母净利润1.8和4.7亿元



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

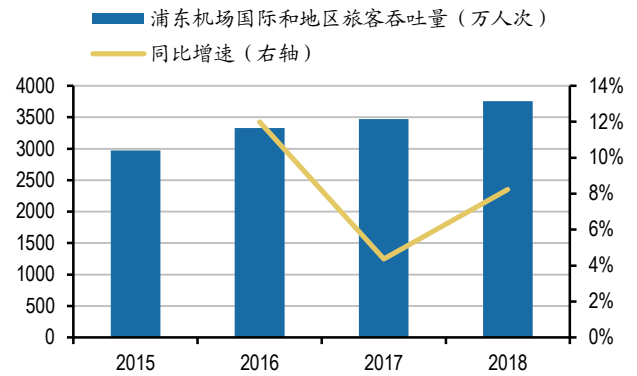
从机场客流量来看, 2018年首都机场国际及港澳台旅客吞吐量2737万人次, 同比增长6.7%。上海浦东机场国际及港澳台旅客吞吐量3757万人次, 同比增长8.2%。

图13: 18年首都机场国际及港澳台旅客吞吐量2737万人次, 同比增长6.7%



数据来源: 首都机场股份年报、广发证券发展研究中心

图14: 18年上海浦东机场国际及港澳台旅客吞吐量3757万人次, 同比增长8.2%



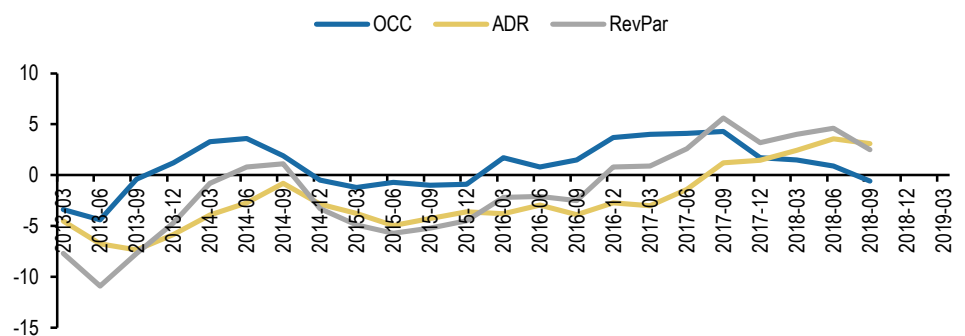
数据来源: 上海机场年报、广发证券发展研究中心

酒店: 行业景气仍在筑底, 龙头竞争格局分化

行业景气度: 酒店行业景气依然处于筑底阶段, 出租率回落较为明显

2019年Q1酒店行业依然处于下行阶段, 出租率同比回落明显。根据STR数据显示, 2015年国内酒店市场景气度处于底部阶段, 16年企稳回升, 17年酒店行业迎来高增长, 2018年延续了2017年的增长态势, 但2018年后两个季度增幅缩窄, 出租率下行, 平均房价保持正增长。2019年一季度, 酒店行业出租率和平均房价有所走低, RevPar同比下降3.7%, 平均房价和出租率分别同比下降2.6%和1.2pct。

图15: 中国内地酒店经营指标同比增速情况 (单位: %)



数据来源: STR Global, 广发证券发展研究中心

分类型看, 中档酒店和奢华酒店保持正增长, 经济型和次高端酒店下滑明显。根据2019年Q1经营情况看, 奢华和中档酒店增幅优于其他类型, 2019年在其他类型出现下降的形势下, 只有这两个类型仍出现小幅增长。次高端和中高端酒店与前两年相比均出现不同程度的业绩下滑, 经济型则延续了2018年以来的下行趋势。

图16: 中国内地各类型酒店17-19一季度RevPar同比增速比较

中国内地各类型酒店每间可售房收入变化
Mainland China RevPAR Growth by Class

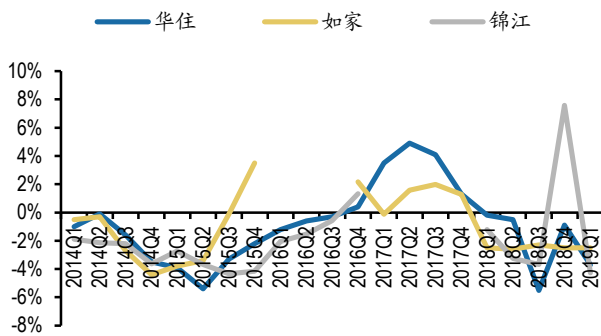
2017年至2019年每年第一季度，每间可售房收入变化率比较，人民币 2017 - 2019, Q1 (CNY)



数据来源: STR Global, 广发证券发展研究中心

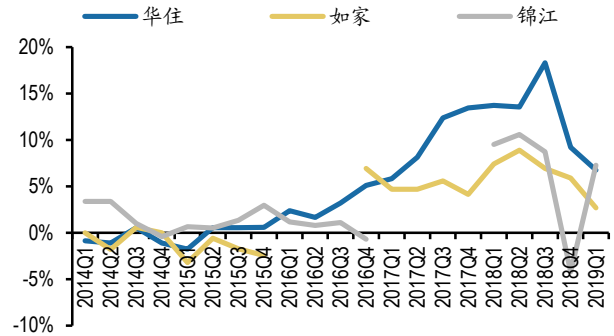
三大酒店集团出租率下行，平均房价结构性上升，华住和锦江RevPar小幅上升，如家RevPar略微下降。在行业景气趋弱的背景下，三大酒店集团华住、锦江（境内）和如家出租率全部下行，Q1出租率分别下降3.7、4.3和2.5pct；平均房价方面，得益于中端酒店占比提升，三大酒店集团的平均房价均有提升，华住、锦江（境内）和如家平均房价同比分别增长6.7%、7.3%和2.7%；RevPar方面，华住和锦江由于平均房价提升较大，RevPar保持正增长，Q1分别提升2.9%和1.2%，如家由于平均房价提升幅度有限，出租率同比下滑，Q1RevPar同比下降0.5%。

图17: 三大酒店集团出租率同比增速



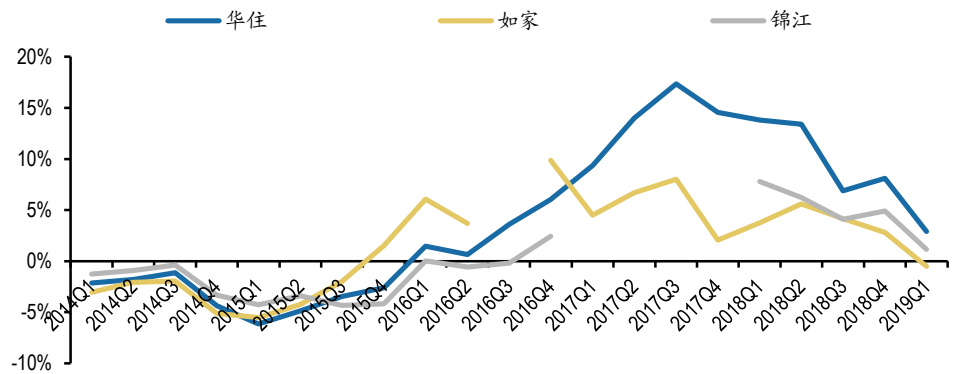
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图18: 三大酒店集团平均房价同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图19: 三大酒店集团RevPar同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

同店Revpar增速方面, 华住、锦江和如家一季度成熟酒店RevPar分别同比下降**0.4%、4.2%和3.0%**。华住19Q1整体同店RevPar下降0.4%, 其中经济型和中高端同店分别增长0.1%和下降1.1%; 锦江19Q1整体同店RevPar下降4.2%, 其中中高端同店下降1.2%, 经济型酒店下降6.9%; 如家19Q1整体同店RevPar下降3.0%, 其中中高端同店下降6.8%, 经济型同店同比下降2.4%。

表6: 三大酒店集团满18个月成熟酒店RevPAR数据 (元/间)

	华住			锦江			如家		
	2018Q1	2019Q1	yoy	2018Q1	2019Q1	yoy	2018Q1	2019Q1	yoy
整体同店	176	176	-0.40%	144.85	138.74	-4.20%	139	135	-3.00%
经济型	152	152	0.10%	114.95	106.98	-6.90%	130	127	-2.40%
直营	161	167	4.00%	116.1	107.21	-7.70%	116	115	-0.60%
加盟	149	148	-1.10%	114.63	106.91	-6.70%	136	132	-3.00%
中高端	240	237	-1.10%	210.57	208	-1.20%	233	217	-6.80%
直营	295	287	-2.80%	241.6	236.57	-2.10%	240	224	-6.60%
加盟	216	216	-0.10%	206.63	204.43	-1.10%	227	211	-6.90%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

门店扩张: 三大酒店集团开店计划提速, 中端酒店占比进一步提升

华住、锦江19Q1门店保持快速扩张, 首旅新开店计划提速跟进。2019年Q1华住、锦江、首旅分别新开店226家、313家、75家, 净增门店数分别为166、188、12家; 华住较上年开店提速明显, 锦江同样处于加速趋势中。华住和锦江得益于中端品牌体系全面、扩张力强, 门店扩张保持领先, 首旅的中端品牌处于培育期, 门店扩展计划也有提速。

表7: 2019年一季度三大酒店集团开店情况

	2018Q1				2019Q1			
	新开店	关店	净增店	门店总数	新开店	关店	净增店	门店总数
华住	127	56	71	3,817	226	60	166	4396
锦江	258	94	164	6858	313	125	188	7631
首旅	84	63	21	3733	75	63	12	4061

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

品牌结构方面, 三大酒店集团品牌结构持续优化, 华住、锦江的新开店以中端酒店为主。华住19年Q1净增加的166家门店中, 中高端酒店142家, 截至19年Q1末, 华住中高端酒店总量达到1480家, 占比提升至33.7%。锦江同样以中高端酒店为主要增量, 19Q1中高端酒店净增204家, 占比提升至34.9%。首旅中高端一季度净增21家, 占比提升至18.2%。

表8: 2019年一季度三大酒店集团分品牌门店开店情况

	2018Q4			2019Q1			单季净增量		
	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅
门店数量	4230	7443	4049	4396	7631	4061	166	188	12
经济型酒店	2892	4980	3025	2916	4964	2993	24	-16	-32
中高端酒店	1338	2463	720	1480	2667	741	142	204	21
占比									
经济型酒店	68.40%	66.90%	74.70%	66.30%	65.10%	73.70%	14.50%	-8.50%	-266.70%
中高端酒店	31.60%	33.10%	17.80%	33.70%	34.90%	18.20%	85.50%	108.50%	175.00%

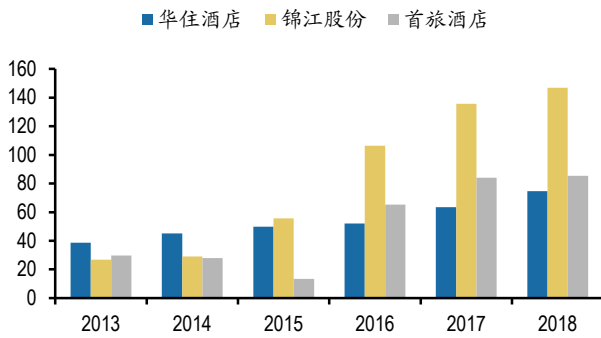
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

业绩表现: 三大酒店集团营收和盈利增长稳健, 龙头增长有所分化

从2018年年报来看, 18年三大酒店业绩保持较高增长。华住18年经营业绩超出预期, 营收增速超过年初业绩指引, 净利润超出市场预期; 锦江股份营收增长较快, 门店扩张速度符合年初指引, 但由于成本费用增长较多, 扣非净利润增速放缓; 首旅酒店营收较上年持平, 净利润高增长来受益于售燕京饭店投资收益贡献, 扣非净利润增长得益于成本控制较好。

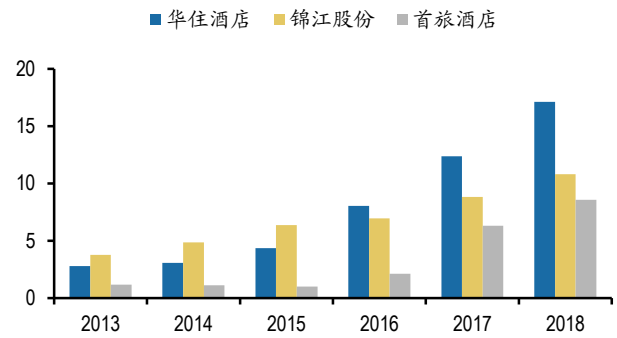
- ◇ 华住18年实现营业收入100.63亿元, 同比增长23.2%, 调整后归母净利润17.13亿元, 同比增长36.1%。
- ◇ 锦江18年实现营业收入146.97亿元, 同比增长8.21%, 实现归母净利润10.82亿元, 同比增长22.8%, 扣非净利润7.39亿元, 同比增长9.9%。
- ◇ 首旅18年实现营业收入85.39亿元, 同比增长1.5%, 归母净利润8.57亿元, 同比增长35.8%, 扣非后归母净利润6.90亿元, 同比增长16.0%。

图20: 三大酒店集团年度营业收入(亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图21: 三大酒店集团年度归母净利润(亿元)



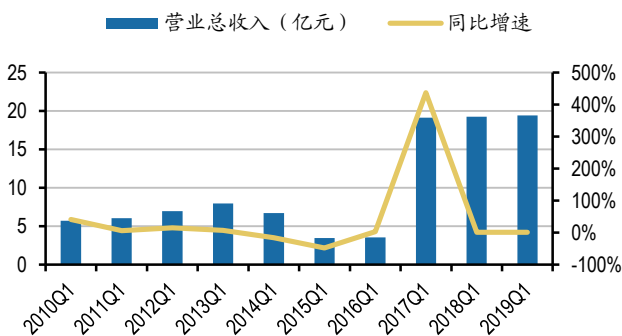
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2019年Q1首旅酒店实现营业收入19.44亿, 同比增长1.0%, 归母净利润7396万元, 同比下降1.90%, 扣非后归母净利润5634万元, 同比下降3.04%。

◇ 如家酒店集团一季度实现营业收入15.62亿元, 同比增长0.42%, 如家酒店集团利润总额为9837万元, 同比下降7.85%。如家酒店集团收入和利润下滑主要由于: 1) 直营店关店及改造升级影响导致房量下降, 直营收入减少2864万元。2) 经济型和中端酒店RevPar下降。

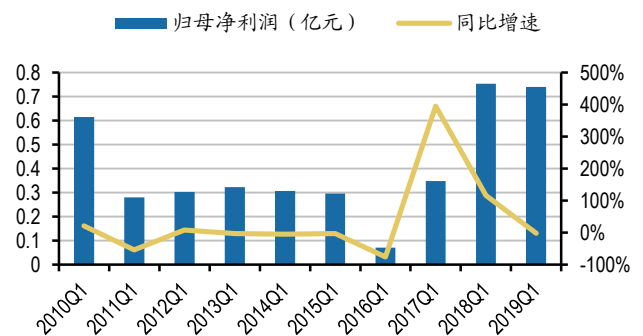
◇ 景区业务实现营业收入1.70亿元, 同比增长4.49%, 利润总额9878万元, 同比增长10.66%。景区业务向好主要系: 1) 景区客流增加, 南山景区一季度客流194万人次, 同比增长1.9%。2) 19年景区门票收入分成从40%提升至50%。

图22: 2010Q1-2018Q1首旅酒店营业收入(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



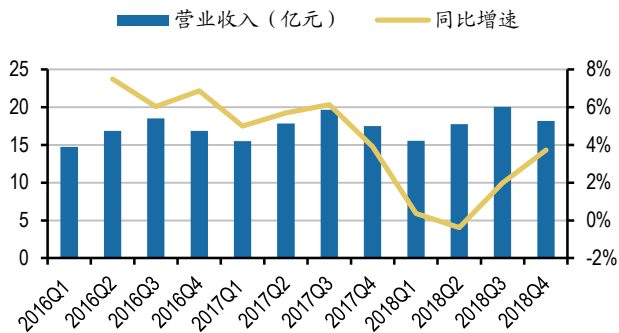
数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

图23: 2010Q1-2018Q1首旅酒店归母净利润(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



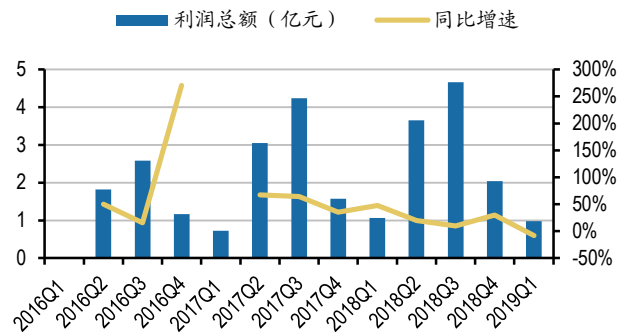
数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

图24: 2016Q1-2019Q1如家酒店营业收入(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

图25: 2016Q1-2019Q1如家酒店利润总额(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)

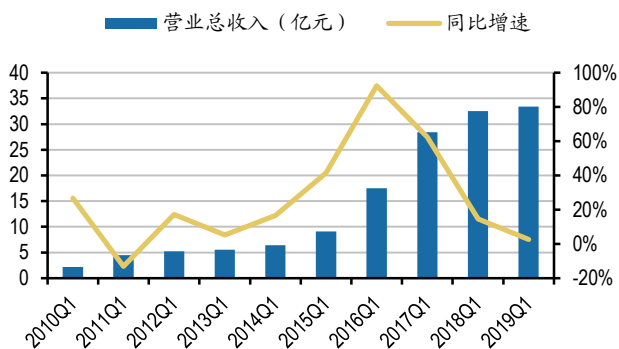


数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

锦江股份19年一季度酒店主业经营稳健, 公允价值提升增厚公司业绩。锦江股份2019年Q1实现营业收入33.37亿元, 同比增长2.7%, 归母净利润2.95亿元, 同比增长28.2%, 扣非后归母净利润7084万元, 同比增长2.5%。其中交易性金融资产公允价值提升影响税前利润3.02亿元, 主要系子公司铂涛集团持有的同程艺龙股份在港股上涨所致。

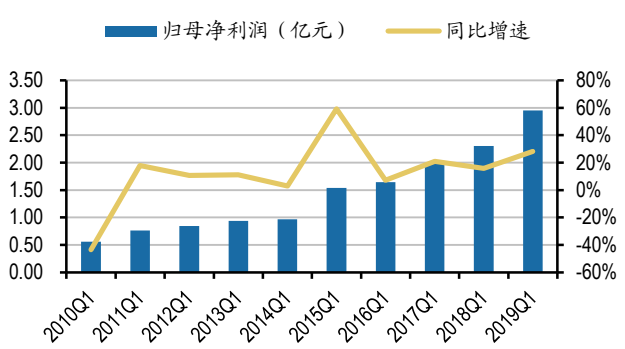
- ◇ **原锦江系:** 原锦江系19Q1实现营业收入6.12亿元, 同比下降3.1%, 实现净利润1260万元, 同比下降74.2%, 业绩下滑主要系上年锦江之星获得土地拆迁补偿款, 同时锦江系一季度经营下滑和直营店到期也对当期业绩起到负面影响。
- ◇ **铂涛集团:** 19年Q1实现营业收入9.84亿元, 同比提升1.7%, 净利润2.53亿元, 同比提升309%, 主要系铂涛集团持有的同程艺龙股份在港股上涨所致。
- ◇ **维也纳酒店:** 维也纳19年Q1实现营业收入6.80亿元, 同比增长14.1%, 净利润5010万元, 同比下降19.5%。
- ◇ **卢浮酒店:** 卢浮酒店19年Q1实现营业收入11428万欧元, 同比下降1.6%, 净利润-679万欧元, 亏损增长33.9%。

图26: 2010Q1-2018Q1锦江股份营业收入(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图27: 2010Q1-2018Q1锦江股份归母净利润(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



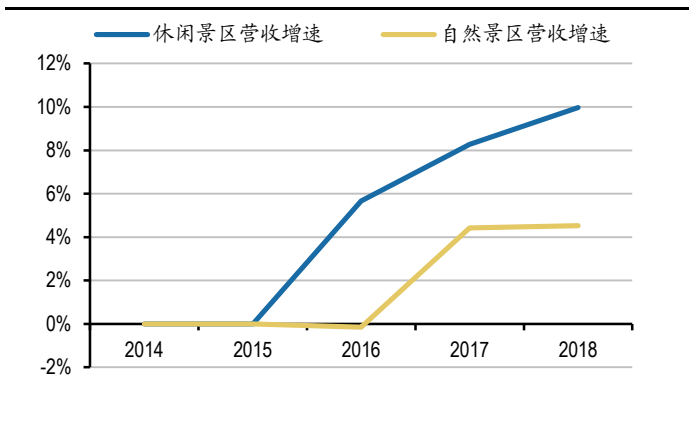
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

景区：营收和客流量表现平稳，盈利能力较为稳健

景区财务表现：2018年和19Q1增长较为平稳，盈利能力维持稳健

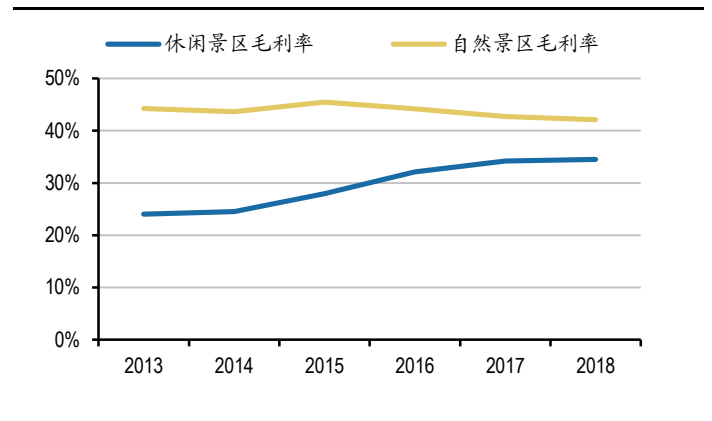
将主要的上市景区类公司划分为休闲和自然景区来看，其中休闲景区包含中青旅、宋城演艺和大连圣亚3家上市公司，自然景区包含黄山旅游、峨眉山A、丽江旅游、桂林旅游、张家界、长白山、三特索道、九华旅游、曲江文旅、西安旅游和天目湖11家上市公司，用整体法计算来看，18年休闲景区和自然景区营收同比分别增长10.0%和4.5%；毛利率分别为34.5%和42.1%，同比分别提升0.3和下降0.6个百分点；管理费用率分别为6.0%和15.0%，同比分别下降0.5和下降1.1个百分点；销售费用率分别为10.0%和5.8%，同比分别下降0.8和上升0.8个百分点。

图28：18年休闲和自然景区营收分别增长10%和4.5%



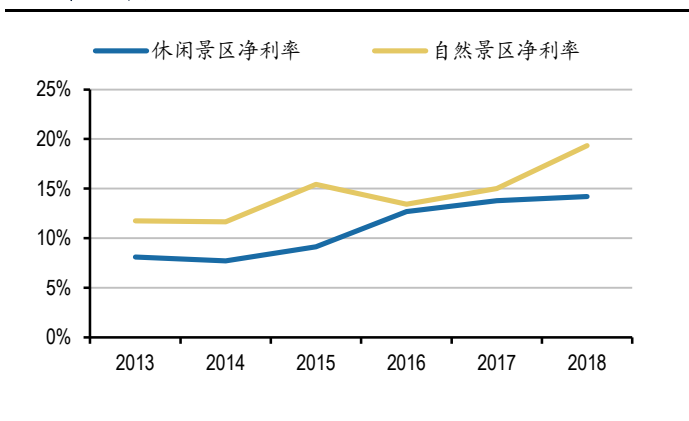
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图29：18年休闲和自然景区毛利率同比分别提升0.3和下降0.6个百分点



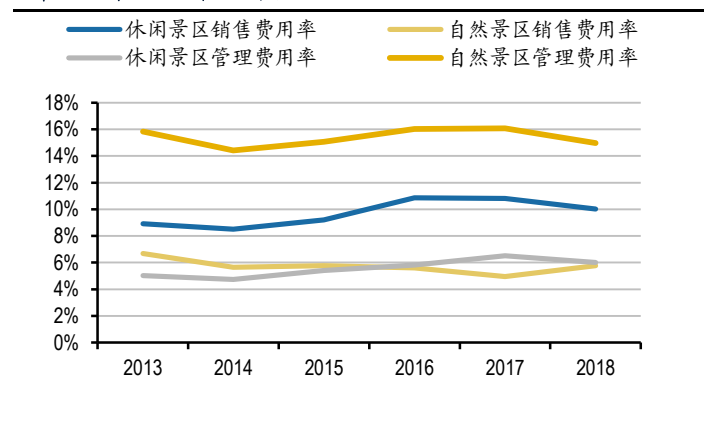
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图30：18年休闲和自然景区净利率同比分别提升0.4和4.3个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图31：18年休闲和自然景区管理费用率同比分别下降0.5和1.1个百分点

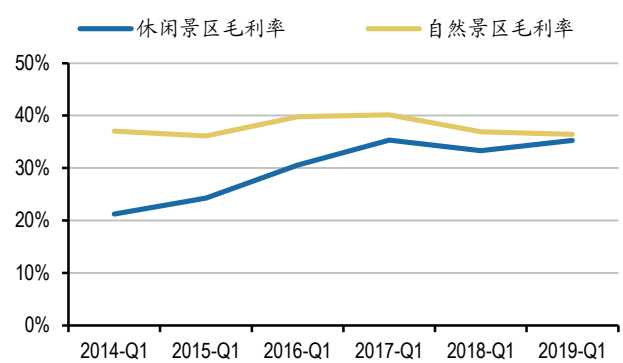
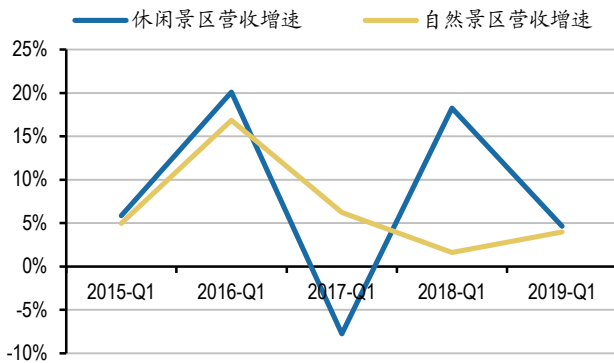


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2019年Q1方面，休闲景区和自然景区营收同比分别增长4.6%和4.0%；毛利率分别为35.2%和36.4%，同比分别提升1.9和下降0.5个百分点；管理费用率分别为5.3%和18.6%，同比分别下降0.7和提升0.3个百分点；销售费用率分别为11.2%和6.3%，同比分别上升0.9和上升0.3个百分点。

图 32: 19Q1 休闲和自然景区营收分别增长 4.6% 和 4.0%

图 33: 19Q1 休闲和自然景区毛利率同比分别提升 1.9 和下降 0.5 个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

主要景区客流量: 18 年和 19Q1 主要景区客流量基本维持平稳增长

中青旅: 乌镇景区客流在突破千万人次后出现回落, 2018 年接待游客 915 万人次, 同比下降 9.7%, 其中东栅和西栅分别接待 401 和 514 万人次, 同比分别下降 14% 和下降 6%。18 年古北水镇景区实现客流量 256 万人次, 同比下降 6.9%。根据桐乡市政府网站, 2019 年 Q1 乌镇景区共接待游客 148.4 万人次, 同比增长 1.92%。Q1 古北水镇景区游客同比下降 5%, 受门票降价等因素叠加影响, 营收同比减少 6.19%。

黄山: 公司 18 年接待进山游客 338 万人次, 同比微增 0.6%。索道及缆车累计运送游客 669.11 万人次, 同比增长 0.3%。根据黄山市统计局数据, 黄山风景区 2019 年 Q1 接待游客 59.2 万人次, 同比增长 6.3%。

峨眉山: 18 年景区实现购票游客数 329.5 万人次, 同比增长 3.25%, 较 17 年客流量下降 3.3% 有所提升。

丽江旅游: 18 年公司三条索道共计接待游客 369.40 万人次, 同比增长 3.43%, 其中玉龙雪山索道接待游客 269.54 万人次, 同比增长 4.07%, 云杉坪索道接待游客 83.08 万人次, 同比下降 3.14%, 牦牛坪索道接待游客 16.78 万人次, 同比增长 35.71%, 因索道票价自 10 月 1 日起下调, 公司索道业务营业收入出现下降。印象丽江 2018 年共计演出 520 场, 同比下降 2.8%。

张家界: 景区 17 年环保客运购票人数 335.51 万人次, 同比下降 3.85%, 降幅较 17 年 -4.8% 有所收窄, 宝峰湖景区、十里画廊观光车和杨家界索道客流量同比分别上升 12.7%、8.3% 和下降 11.7%。

三特索道: 18 年梵净山索道和庐山索道实现接待客流量 120 和 50 万人次, 同比分别增加 44.4% 和 4.8%, 千岛湖索道、华山索道和海南公司接待客流量同比分别下降 0.4%、增长 39.6% 和 1.5%;

桂林旅游: 公司 18 年游船客运接待游客量达到 61 万人次, 同比增长 7.9%, 主要景区银子岩和两江四湖分别实现接待游客量 279 和 141 万人次, 同比分别增加 14.7% 和下降 0.3%。

表9: 2018年主要上市景区客流量和客单价情况

	客流量 (万人次)				客单价 (元/人)			
	2017	2018	17 增速	18 增速	2017	2018	17 增速	18 增速
黄山旅游								
进山游客数	337	338	2.1%	0.6%	69	68	-2.2%	-1.1%
索道游客数	667	669	3.3%	0.3%	74	74	-0.9%	0.8%
峨眉山 A								
购票游客数	319	330	-3.3%	3.3%	143	144	7.8%	0.2%
索道游客数		583				54		
丽江旅游								
其中: 玉龙雪山索道	259	270	-3.2%	4.1%				
其中: 云杉坪索道	86	83	-31.5%	-3.1%	43	39	-2.8%	-8.7%
其中: 牦牛坪索道	12	17	48.3%	35.7%				
印象丽江 (场次)	535	520	-28.7%	-2.8%				
张家界								
环保客运	349	336	-4.8%	-3.9%	57	51	-0.4%	-11.7%
宝峰湖景区	70	79	-18.4%	12.7%	84	84	-5.5%	-0.3%
杨家界索道	63	56	-51.4%	-11.7%	64	63	8.2%	-1.8%
十里画廊	113	122	2.3%	8.3%	43	41	10.4%	-4.9%
长白山								
景区接待人次	223	251	2.2%	12.4%	135	129	2.1%	-4.4%
桂林旅游								
游船客运	56	61	-2.0%	7.9%	204	177	27.2%	-13.3%
景区接待客流量	443	476	18.7%	7.6%	58	59	-16.5%	1.6%
其中: 银子岩	244	279	45.3%	14.7%	37	40	-19.5%	7.1%
其中: 两江四湖	141	141	17.5%	0.0%	83	86	-11.8%	3.7%
三特索道								
华山索道	146	204	3.4%	39.6%	68	74	-2.1%	8.8%
梵净山索道	83	120	36.6%	44.4%	219	212	0.9%	-3.2%
庐山索道	48	50	18.3%	4.8%	59	59	-3.8%	-0.9%
千岛湖索道	91	90	10.2%	-0.4%	35	35	4.9%	-1.3%
海南公司	103	104	5.6%	1.5%	86	91	5.1%	5.3%
中青旅								
乌镇景区	1013	915	11.8%	-9.7%	162	208	8.2%	28.2%
其中: 东栅	469	401	9.1%	-14.5%				
其中: 西栅	545	514	14.3%	-5.6%				
古北水镇	275	256	12.9%	-6.9%	355	389	19.7%	9.5%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

出境游：行业增速有所放缓，旅行社业绩承压

出境游旅行社：营收增速放缓，毛利率和 ROE 均有下降

2018年下半年以来，受到宏观经济环境和泰国沉船事件影响，出境游行业增速显著放缓，主要上市出境游组团社营收增速明显放缓，2018年众信旅游和凯撒同盛分别实现营收121.7和70.2亿元，同比分别增长1.2%和0.2%，营收增速较17年19.2%和20.7%显著回落，19Q1营收同比分别下降0.8%和增长0.4%，营收增速持续放缓。广之旅营收增长较为稳健，18年和19Q1营收同比分别增长12.9%和13.7%。盈利能力方面，毛利率三家均有下降，18年众信、凯撒和广之旅毛利率分别为9.4%、13.3%和10.0%，同比分别下降0.5、0.6和0.5个百分点；净利率分别为0.4%、2.0%和1.4%，同比分别下降1.9、1.4和提升0.1个百分点。

表10：2018年主要出境游旅行社营收增长放缓，业绩承压

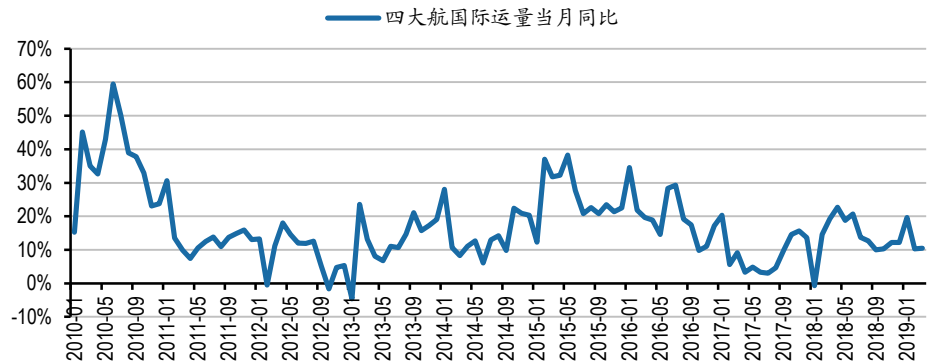
项目		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入 (亿元)	众信旅游	15.93	21.5	30.05	42.17	83.70	100.93	120.30	121.71
	增速	53.89%	34.98%	39.78%	40.32%	98.48%	20.58%	19.19%	1.18%
	凯撒同盛	-	16.98	21.46	26.54	42.59	57.98	69.99	70.15
	增速	-	-	26.42%	23.67%	60.47%	36.12%	20.72%	0.22%
	广之旅	-	-	-	43.81	45.91	47.99	53.26	60.15
	增速	-	-	-	-	4.80%	4.54%	10.99%	12.92%
净利润 (亿元)	众信旅游	0.44	0.62	0.87	1.09	1.87	2.15	2.33	0.24
	增速	44.82%	39.89%	41.53%	24.32%	71.69%	15.08%	8.27%	-89.87%
	凯撒同盛	-	0.12	0.48	1.06	1.64	2.04	2.42	1.43
	增速	-	-	313%	123%	54.38%	25.02%	18.27%	-41.05%
	广之旅	-	-	-	0.48	0.53	0.62	0.65	0.82
	增速	-	-	-	-	10.40%	17.51%	11.21%	19.87%
ROE	众信旅游	35.07%	35.83%	35.40%	22.93%	14.87%	11.84%	12.06%	0.98%
	凯撒旅游	3.57%	2.73%	9.46%	6.78%	28.50%	12.12%	11.43%	9.18%
	岭南控股	3.43%	5.16%	5.52%	6.31%	6.71%	4.95%	8.77%	8.02%
毛利率	众信旅游	9.07%	9.93%	10.00%	8.77%	9.16%	10.35%	9.89%	9.37%
	凯撒同盛	-	11.23%	12.18%	14.35%	14.89%	14.11%	13.95%	13.34%
	广之旅	-	-	-	10.30%	11.15%	10.24%	10.41%	9.95%
净利率	众信旅游	2.77%	2.87%	2.91%	2.58%	2.50%	2.43%	2.33%	0.41%
	凯撒同盛	-	0.68%	2.22%	3.99%	3.84%	3.53%	3.45%	2.03%
	广之旅	-	-	-	1.09%	1.15%	1.28%	1.23%	1.37%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

行业增速：航空公司国际客运量 Q4 增速回落明显，19Q1 稳健增长 13.4%

从航空数据来看，18年下半年南航、国航、东航和海航四大航空公司国际客运量单月同比增速显著回落，Q4国际客运量同比增长11.5%，较Q2的20.7%的增速回落明显，2019年Q1四大航空公司国际客运量同比增长13.4%，维持稳健增长。

图34：18年四大航空公司国际客运量累计同比增长13.5%，19Q1同比增长13.4%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

业绩综述及重点公司

24家旅游板块重点上市公司2018年合计营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长23.0%、20.5%和6.4%，19Q1同比分别增长20.3%、52.5%和17.9%，权重板块免税行业的快速增长驱动板块整体维持稳健增长，其他重点子板块酒店、景区、出境游均有所承压。

年初以来，休闲服务板块小幅跑输大盘，不过从年报和1季报来看行业盈利维持稳健增长，特别是免税、景区等子行业龙头增长显著。我们看好板块后续表现，一方面由于部分龙头公司未来3-5年增长趋势稳定，另一方面经过4月下旬以来的调整板块整体估值也有回落。重点看好：（1）高景气免税行业龙头：中国国旅（公司受益于免税政策支持及全球免税业集中度提升，规模效应或持续显现，19年公司受益于三亚快速增长，毛利率持续提升）；（2）成长潜力较高的低估值景区龙头：宋城演艺（六间房顺利出表，公司未来将聚焦景区主业，19年-20年张家界、西安、上海等项目将陆续落地，未来三年成长趋势稳定，目前估值优势明显）；（3）酒店和出境游行业龙头：锦江股份、首旅酒店和众信旅游。

风险提示

宏观经济波动影响出行旅游需求、灾害性天气影响景区客流量、汇率波动和突发事件影响出境游增速。

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 张雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。