

## 最近一年行业指数走势



## 联系信息

陶冶

分析师

SAC 证书编号: S016051711002

taoye@ctsec.com

陈俊希

联系人

chenjunxi@ctsec.com

021-68592286

## 相关报告

- 1 《五一国内游数据超预期,出境游表现值得期待:社会服务行业周报(第18周)》 2019-05-06
- 2 《热度超预期,消费动力强:五一国内旅游消费数据点评》 2019-05-06
- 3 《中国国旅喜迎开门红,免税延续高景气:社会服务行业周报(第17周)》 2019-04-29

## ● 社会服务板块内生增速放缓

从业绩方面来看,我们覆盖的个股2018年合计实现营业收入4,640亿元,同比增长25.89%,实现归母净利润255亿元,同比增长66.18%。2019Q1实现营业收入1,207亿元,同比增长21.95%,实现归母净利润49亿元,同比增长50.69%。但从扣非归母净利润这个指标来看,覆盖个股2018年实现扣非归母净利润91亿元,同比下降1.6%,2019Q1实现扣非归母净利润25亿元,同比下降13.89%。非经常性损益驱动利润增长,主营业务受消费大环境影响,总体不及预期。

## ● 子行业分化明显,免税、化妆品表现优异

我们通过盘点子行业2018年及2019Q1的表现,认为免税和化妆品板块表现最为优秀,相应的龙头公司业绩优异。其中,免税行业是最有望穿越经济周期的子版块,政策加持,同时人均实际消费与免税限额之间的差距给予更多的上涨空间;而国产化妆品的逻辑很清晰,三线以下城市“零”到“壹”的消费升级带来足够的增量。其他子行业来看,酒店将会是经济复苏后最先回暖的细分子行业,入住率的提升叠加已经上提过的房价,将会驱动业绩快速增长;而旅游板块虽然受景区票价下降,及部分出境游目的地安全事件的负面影响,不确定性较强,但2019年“五一”假期消费数据优异为旅游注入强心剂,全年值得期待。

## ● 重点推荐

过去的2018年,社零增速降至2003年以来的最低值,2018年11月触底至8.1%,而后维持8.2%的低增速,直至2019年3月,社零增速方才回升至8.7%。同时,消费相关政策相继出台,一方面多项促进消费的政策相继颁布,提振市场信心;另一方面减税降费不断落地实施,增强消费能力。我们认为,消费的至暗时刻已经过去,回暖已经开始。建议关注免税龙头中国国旅,酒店龙头锦江股份、首旅酒店,以及本土化妆品代表珀莱雅。

## ● 风险提示:宏观经济回暖不及预期。

表1:重点公司投资评级

| 代码     | 公司   | 总市值<br>(亿元) | 收盘价<br>(05.07) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | 投资评级 |
|--------|------|-------------|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|        |      |             |                | 2018A   | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |      |
| 603605 | 珀莱雅  | 121.42      | 60.30          | 1.43    | 1.89  | 2.53  | 42.17 | 31.90 | 23.83 | 增持   |
| 600258 | 首旅酒店 | 182.17      | 18.61          | 0.88    | 0.95  | 1.16  | 21.15 | 19.59 | 16.04 | 增持   |
| 600754 | 锦江股份 | 242.36      | 25.30          | 1.13    | 1.29  | 1.47  | 22.39 | 19.61 | 17.21 | 增持   |
| 601888 | 中国国旅 | 1,491.69    | 76.40          | 1.59    | 2.37  | 2.63  | 48.05 | 32.24 | 29.05 | 增持   |

数据来源:Wind,财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财,财通天下

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1、 我们的观点 .....                   | 4  |
| 2、 2018&2019Q1 概述：消费寒冬，曙光初现..... | 5  |
| 3、 子行业分析：板块分化明显，免税凯歌高奏.....      | 9  |
| 3.1 免税：景气周期依旧，上升空间无限.....        | 9  |
| 3.2 酒店：行业开始复苏，提价+加盟双管齐下.....     | 11 |
| 3.3 化妆品：“零”到“壹”的消费逻辑开始应验.....    | 13 |
| 3.4 国内游：至暗时刻已过，触底反弹将至.....       | 14 |
| 3.5 出境游：热度持续升温.....              | 16 |
| 4、 覆盖公司业绩.....                   | 17 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1：2018&2019Q1 中国社零同比增速波动明显.....                | 5  |
| 图 2：覆盖公司在 2018.1-2019.4 股价先降后升（收盘价，总股本加权平均）5     |    |
| 图 3：覆盖公司在 2018.1-2019.4PE 持续回调（历史 TTM 整体法，剔除负值）6 |    |
| 图 4：覆盖公司涨跌幅前 20（2018.1-2019.4）.....              | 6  |
| 图 5：覆盖公司 2018 年营收较快增长.....                       | 6  |
| 图 6：覆盖公司 2018 年归母净利润增幅 66%.....                  | 6  |
| 图 7：覆盖公司 2019Q1 营收较快增长.....                      | 7  |
| 图 8：覆盖公司 2019Q1 归母净利润增幅 51%.....                 | 7  |
| 图 9：覆盖公司 2018 年扣非归母净利润负增长.....                   | 7  |
| 图 10：覆盖公司 2019Q1 扣非归母净利润负增长.....                 | 7  |
| 图 11：各子行业 2018 年营收增速放缓.....                      | 8  |
| 图 12：各子行业 2018 年扣非净利润增速放缓.....                   | 8  |
| 图 13：各子行业 2019Q1 营收增速放缓.....                     | 8  |
| 图 14：各子行业 2019Q1 扣非净利润增速放缓.....                  | 8  |
| 图 15：海南离岛免税销售额稳定增长.....                          | 9  |
| 图 16：海南离岛免税购物人数稳健增长.....                         | 9  |
| 图 17：三亚海棠湾免税店进店旅客数量稳健上涨.....                     | 10 |
| 图 18：三亚海棠湾免税店购物旅客数量快速上涨.....                     | 10 |
| 图 19：三亚海棠湾免税店客单价稳健上涨.....                        | 10 |
| 图 20：中国国旅 2018 年业绩稳健.....                        | 11 |
| 图 21：中国国旅 2019Q1 业绩优异.....                       | 11 |
| 图 22：2018 年下半年酒店开始持续提价.....                      | 12 |
| 图 23：2018H2 酒店入住率与往年同期基本持平.....                  | 12 |
| 图 24：提价驱动酒店 RevPAR 整体保持稳健.....                   | 12 |
| 图 25：锦江+首旅 2018 年业绩增速下降.....                     | 13 |
| 图 26：锦江+首旅 2019Q1 扣非归母净利润负增长.....                | 13 |
| 图 27：化妆品消费迎来上升通道.....                            | 13 |
| 图 28：珀莱雅 2018 年业绩表现优异.....                       | 14 |
| 图 29：珀莱雅 2019Q1 业绩增速较快.....                      | 14 |
| 图 30：2018 年国内旅游市场表现不佳.....                       | 15 |
| 图 31：出境游人次在 2016 年后企稳回升.....                     | 16 |
| 图 32：出境游占出境人次比例提升.....                           | 16 |

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1：免税板块 2018&2019Q1 业绩一览 .....  | 11 |
| 表 2：酒店板块 2018&2019Q1 业绩一览 .....  | 13 |
| 表 3：化妆品板块 2018&2019Q1 业绩一览 ..... | 14 |
| 表 4：景区板块 2018&2019Q1 业绩一览 .....  | 15 |
| 表 5：出境游板块 2018&2019Q1 业绩一览 ..... | 16 |
| 表 6：覆盖公司业绩一览.....                | 17 |

## 1、我们的观点

### 1) 消费寒冬已过，曙光初现

过去的 2018 年，社零增速降至 2003 年以来的最低值，2018 年 11 月触底至 8.1%，而后维持 8.2% 的低增速，直至 2019 年 3 月，社零增速方才回升至 8.7%。同时，我们看到了政策的之于消费而言，有增有减。增在于多项促进消费的政策相继颁布，提振市场信心；减在于减税降费不断落地实施，增强消费能力。我们认为，消费的至暗时刻已经过去，回暖刚刚开始。

### 2) 社会服务板块内生增长不及预期

从业绩方面来看，我们覆盖的个股 2018 年合计实现营收 4,640 亿元，同比增长 25.89%，实现归母净利润 255 亿元，同比增长 66.18%。2019Q1 实现营收 1,207 亿元，同比增长 21.95%，实现归母净利润 49 亿元，同比增长 50.69%。但从扣非归母净利润这个指标来看，覆盖个股 2018 年实现扣非归母净利润 91 亿元，同比下降 1.6%，2019Q1 实现扣非归母净利润 25 亿元，同比下降 13.89%。非经常性损益驱动利润增长，主营业务受消费大环境影响，总体不及预期。

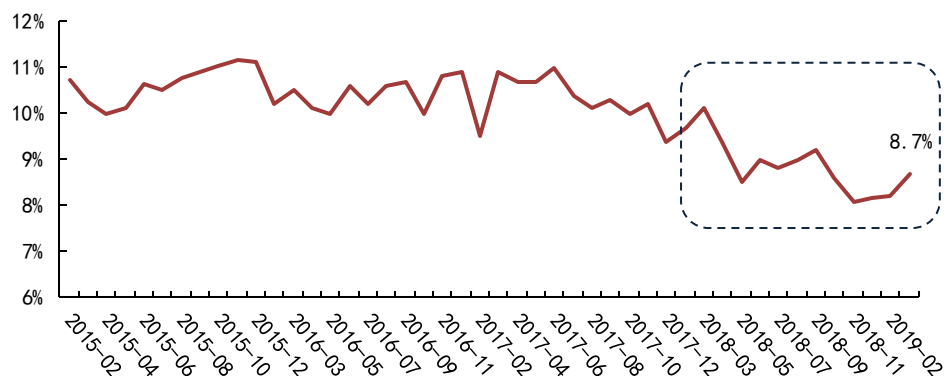
### 3) 板块分化明显，免税、化妆品表现优异

我们通过盘点子行业 2018 年及 2019Q1 的表现，发现免税和化妆品板块表现最为优秀，相应的龙头公司业绩优异。其中，免税行业是最有望穿越经济周期的子版块，政策加持，同时人均实际消费与免税限额之间的差距给予更多的上涨空间；而国产化妆品的逻辑很清晰，三线以下城市“零”到“壹”的消费升级带来足够的增量。其他子行业来看，酒店将会是经济复苏后最先回暖的细分子行业，入住率的提升叠加已经上提过的房价，将会驱动业绩快速增长；而旅游板块虽然受景区票价下降，及部分出境游目的地安全事件的负面影响，不确定性较强，但 2019 年“五一”假期消费数据优异为旅游注入强心剂，全年值得期待。

## 2、2018&2019Q1 概述：消费寒冬，曙光初现

从宏观层面来看，过去的 2018 年，社零增速降至 2003 年以来的最低值，2018 年 11 月触底至 8.1%，而后维持 8.2% 的低增速，直至 2019 年 3 月，社零增速方才回升至 8.7%。在经历一波低景气周期后，消费回暖迹象逐渐显现。

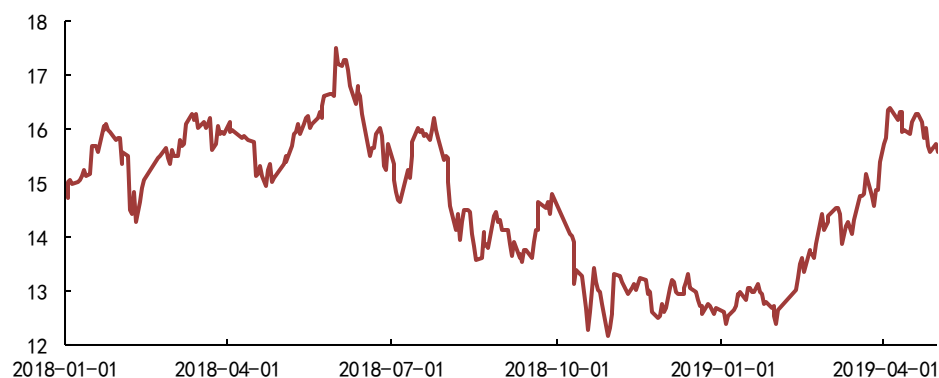
图1：2018&2019Q1 中国社零同比增速波动明显



数据来源：Wind, 财通证券研究所

反映在 A 股市场，我们重点覆盖的约 40 家零售社服个股总体呈现出先降后升态势，基本符合了社零增速变动趋势。在 2018 年末股价触底，并维持震荡行情之后，2019 年春节过后覆盖个股普遍步入上升通道，在 3 月底 4 月初回升至 2018H1 的股价水平。

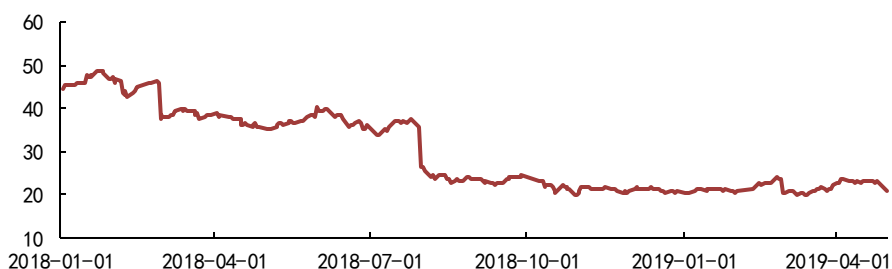
图2：覆盖公司在2018.1-2019.4股价先降后升（收盘价，总股本加权平均）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

而从估值角度来看，从 2018 年 1 月到 2019 年 4 月，覆盖公司的 PE 持续回调，到 2019 年 4 月 30 日覆盖约 40 家个股的 PE 为 21.1 倍，处于较低水平。

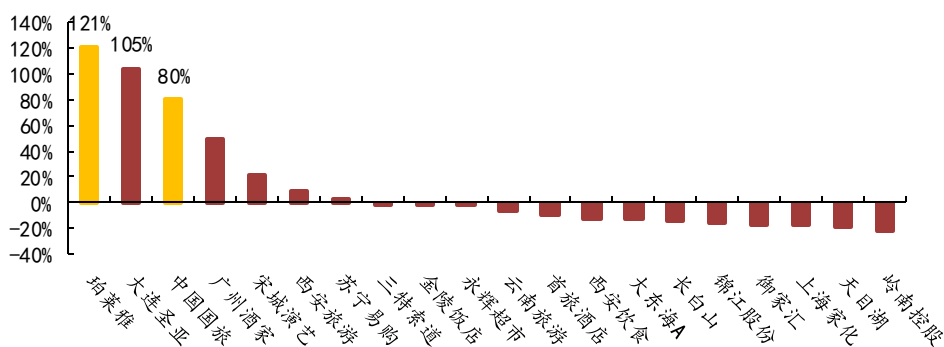
图3：覆盖公司在2018.1-2019.4PE持续回调（历史TTM整体法，剔除负值）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

具体至个股方面，2018年1月1日至2019年4月30日，涨跌幅前二十的公司中，珀莱雅(+121%)、大连圣亚(+105%)、中国国旅(+80%)表现优异，涨幅均在50%以上。

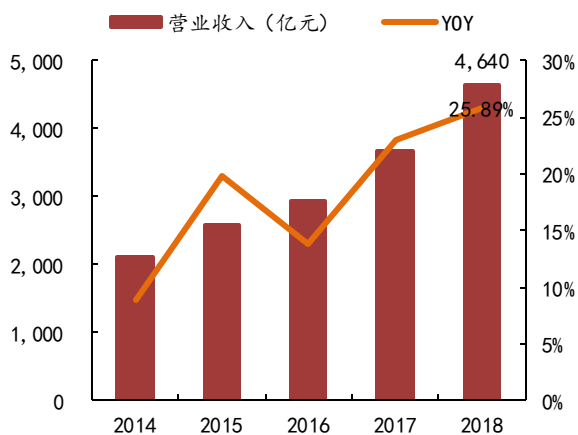
图4：覆盖公司涨跌幅前20（2018.1-2019.4）



数据来源：Wind, 财通证券研究所

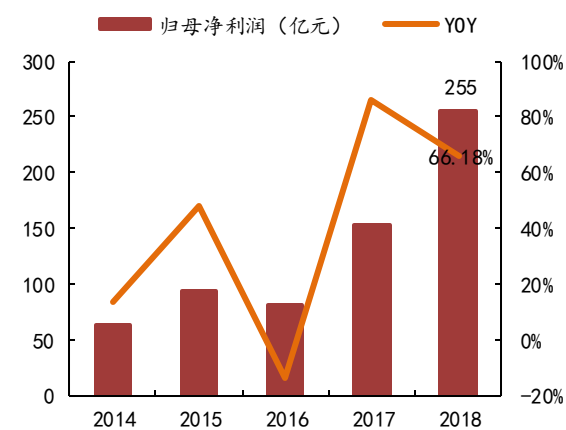
而从业绩方面来看，覆盖公司2018年合计实现营收4,640亿元，同比增长25.89%，实现归母净利润255亿元，同比增长66.18%。2019Q1实现营收1,207亿元，同比增长21.95%，实现归母净利润49亿元，同比增长50.69%。单从营收和归母净利润两个指标来看，我们覆盖消费个股的表现依旧优秀，和宏观经济形势及社零数据的变化趋势并不相符。

图5：覆盖公司2018年营收较快增长



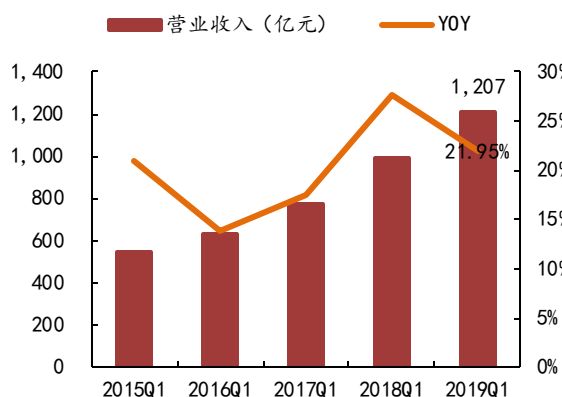
数据来源：Wind, 财通证券研究所

图6：覆盖公司2018年归母净利润增幅66%



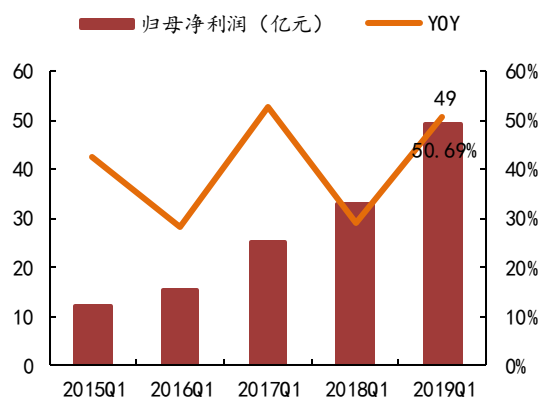
数据来源：Wind, 财通证券研究所

图7：覆盖公司2019Q1营收较快增长



数据来源：Wind, 财通证券研究所

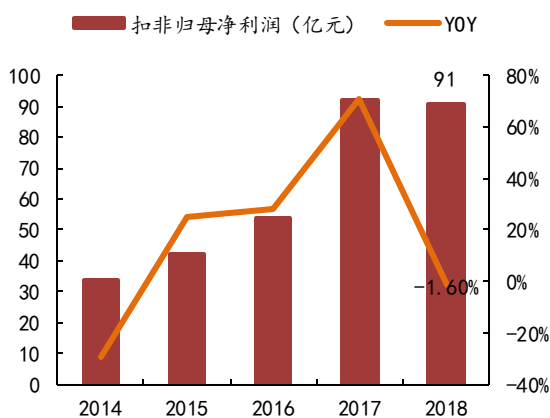
图8：覆盖公司2019Q1归母净利润增幅51%



数据来源：Wind, 财通证券研究所

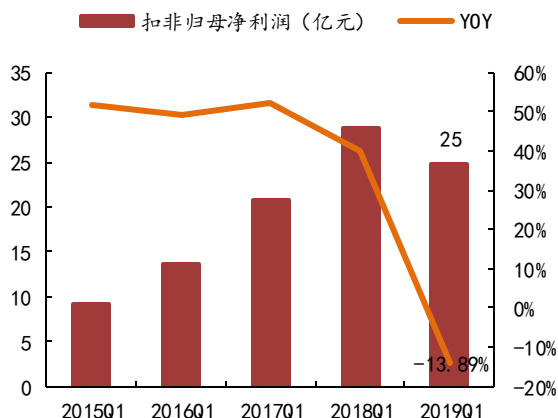
但是聚焦于内生增长来看，情况就不容乐观。覆盖公司2018年实现扣非归母净利润91亿元，同比下降1.6%，2019Q1实现扣非归母净利润25亿元，同比下降13.89%。消费的寒冬伴随而来的也是部分消费行业个股的寒冬，但从社零数据来看，曙光即将到来。

图9：覆盖公司2018年扣非归母净利润负增长



数据来源：Wind, 财通证券研究所

图10：覆盖公司2019Q1扣非归母净利润负增长

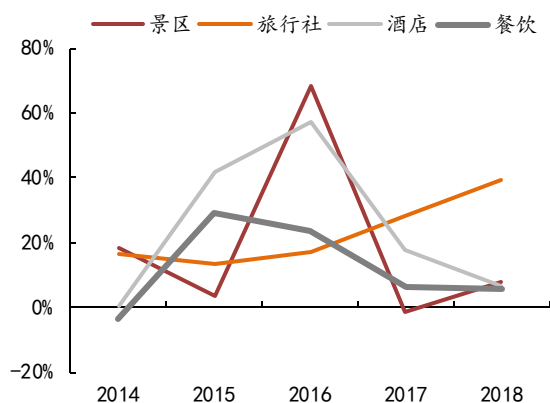


数据来源：Wind, 财通证券研究所

进一步聚焦子行业业绩，无论是2018年全年还是2019Q1，社会服务主要子行业营收和扣非归母净利润增速均放缓，多数不及2017年及2018Q1同期数据。其中，2018年景区和餐饮板块扣非归母净利润均出现了负增长，2019Q1景区和酒店板块扣非归母净利润出现负增长，除旅行社板块依靠中国国旅优异业绩继续保持稳健增长外，其余子板块均在经历“至暗时刻”。

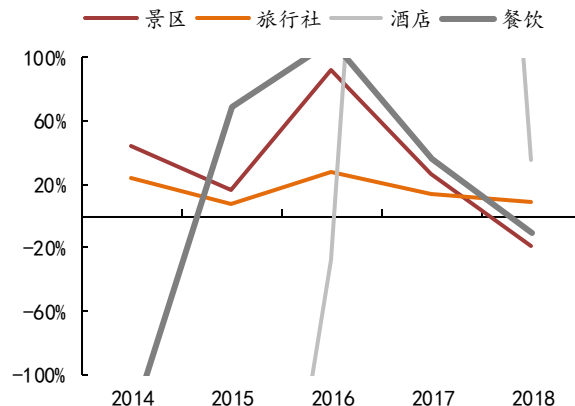


图11：各子行业2018年营收增速放缓



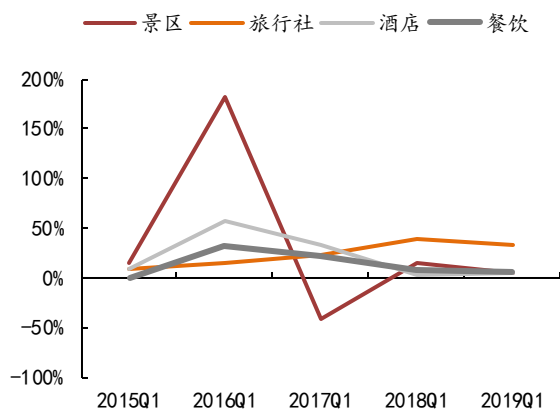
数据来源：Wind, 财通证券研究所

图12：各子行业2018年扣非净利润增速放缓



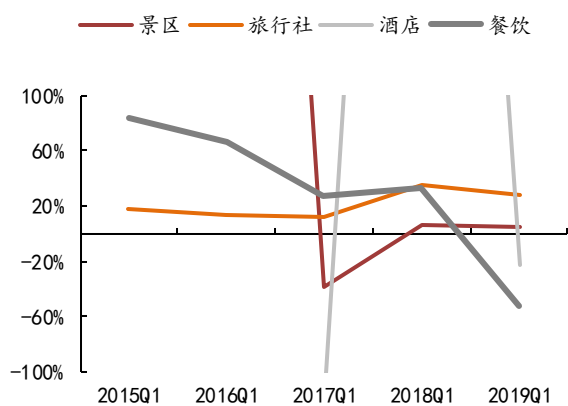
数据来源：Wind, 财通证券研究所

图13：各子行业2019Q1营收增速放缓



数据来源：Wind, 财通证券研究所

图14：各子行业2019Q1扣非净利润增速放缓



数据来源：Wind, 财通证券研究所



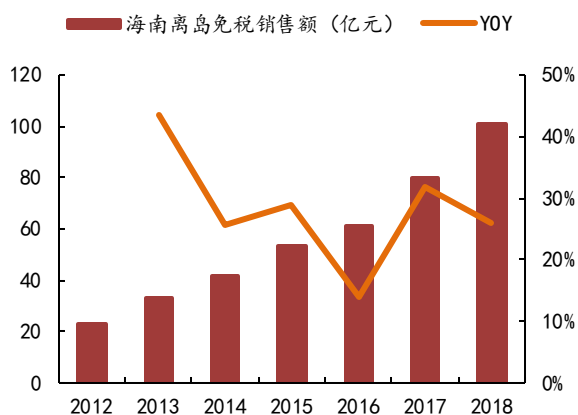
### 3、子行业分析：板块分化明显，免税凯歌高奏

经过对子行业分析，我们发现覆盖公司中，业绩分化比较明显，其中免税、化妆品表现比较优异，酒店、景区、出境游表现稍逊。这其中，免税行业在近两年一直凯歌高奏，维持高景气周期。

#### 3.1 免税：景气周期依旧，上升空间无限

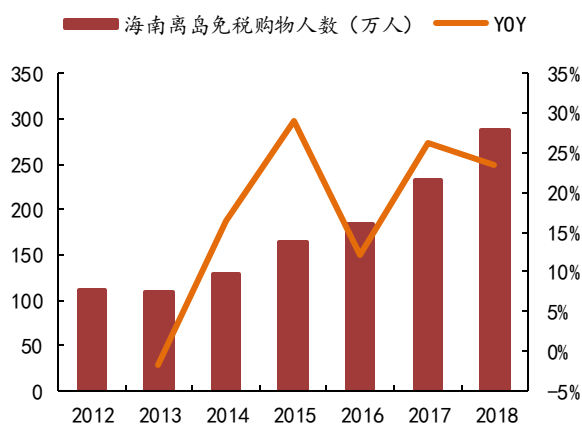
2018年海南离岛免税实现销售额101亿元(+25.94%)，离岛免税购物人数288万人(+23.39%)，增幅均在20%以上，反映出海棠湾及美兰机场免税店仍有充足的消费需求。随着海口、博鳌两家市内免税店开业，同时政策支持海南开放旅游产业，一方面购物场所增加，刺激需求，另一方面游客增多，带来更多需求，双管齐下，使得海南离岛免税在未来3年都有望维持高景气。

图15：海南离岛免税销售额稳定增长



数据来源：Wind，财通证券研究所

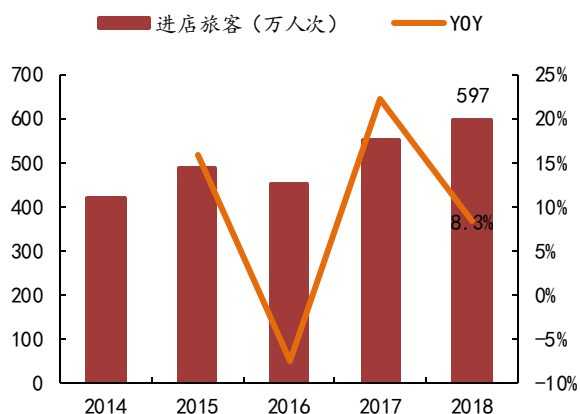
图16：海南离岛免税购物人数稳健增长



数据来源：Wind，财通证券研究所

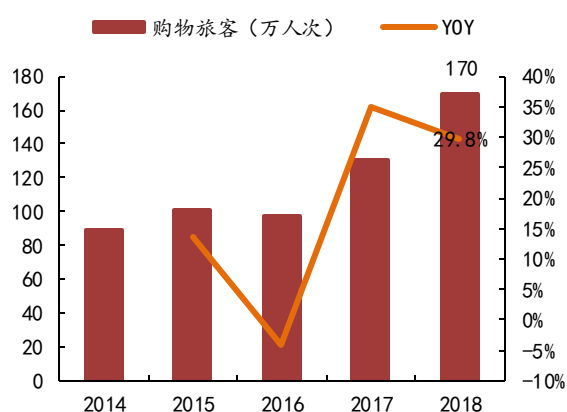
聚焦三亚海棠湾市内免税店，2018年进店旅客数量597万人次(+8.3%)，购物旅客数量170万人次(+29.8%)，进店游客购物转化率提升至28.5%(+4.7pct)，客单价提高至4,712元(+1.4%)，维持了稳健增长趋势。同时，对比2018年海南旅游2,076万人次的过夜旅客而言，购物游客渗透率仅为8.2%(+1.0pct)，对比2014年6.6%的渗透率而言，2018年购物渗透率增速加快，但具体天花板仍有较大空间。我们认为，随着离岛免税政策放开，海南旅游岛建设日趋完善，经济形势日渐向好，海南免税购物渗透率仍将持续提升。

图17：三亚海棠湾免税店进店旅客数量稳健上涨



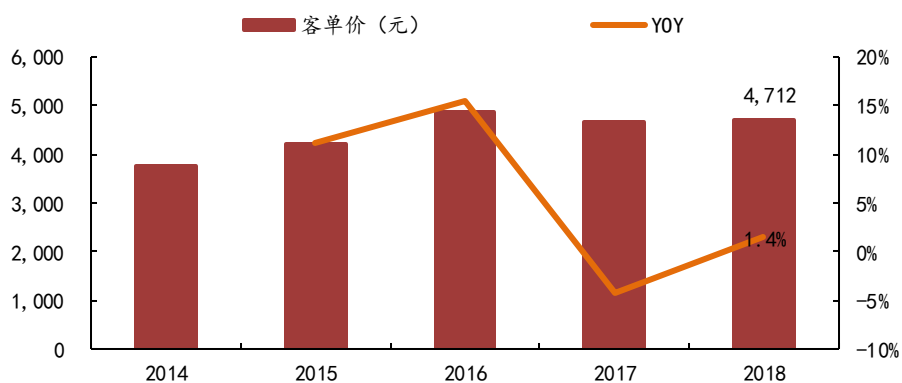
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图18：三亚海棠湾免税店购物旅客数量快速上涨



数据来源：公司公告，财通证券研究所

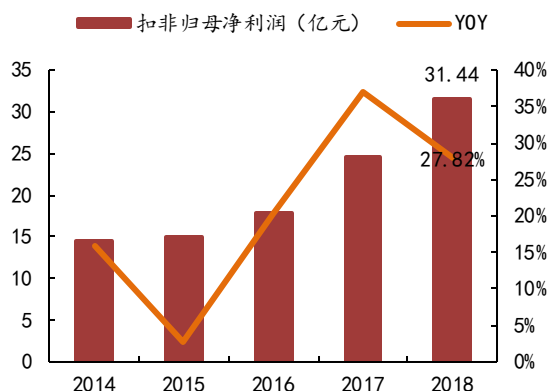
图19：三亚海棠湾免税店客单价稳健上涨



数据来源：公司公告，财通证券研究所

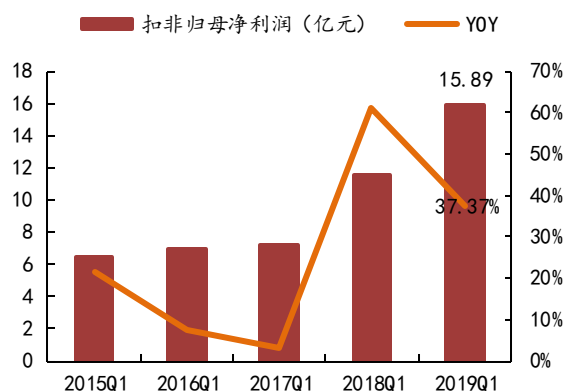
从免税龙头中国国旅的业绩来看，2018年实现扣非归母净利润31.44亿元（+27.82%），虽然2018Q4业绩略不及预期，但总体来看全年表现依旧靓丽。2019Q1实现扣非归母净利润15.89亿元（+37.37%），超出市场此前的预期，进一步坚定我们对免税行业高景气周期的判断。2019年公司一方面推动市内免税店开业，另一方面将重心放在海南离岛免税市场，同时机场免税店可能受益于免税额度提高带来营收增量，看好国内免税龙头持续稳健增长。

图20：中国国旅2018年业绩稳健



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图21：中国国旅2019Q1业绩优异



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表1：免税板块2018&2019Q1业绩一览

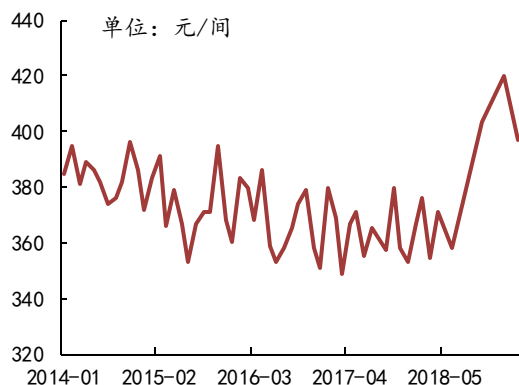
| 公司   | 2018    |     |             |     |               |     | 2019Q1  |     |             |     |               |     |
|------|---------|-----|-------------|-----|---------------|-----|---------|-----|-------------|-----|---------------|-----|
|      | 营收 (亿元) | yoy | 归母净利润 (百万元) | yoy | 扣非归母净利润 (百万元) | yoy | 营收 (亿元) | yoy | 归母净利润 (百万元) | yoy | 扣非归母净利润 (百万元) | yoy |
| 中国国旅 | 470     | 66% | 3,095       | 22% | 3,144         | 28% | 137     | 55% | 2,306       | 99% | 1,589         | 37% |

数据来源：Wind, 财通证券研究所

### 3.2 酒店：行业开始复苏，提价+加盟双管齐下

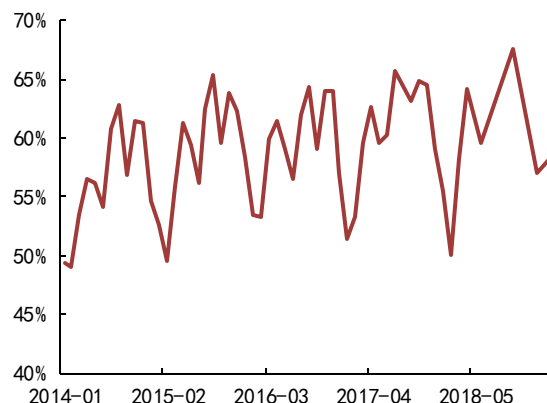
从酒店行业的上升核心逻辑来看，关键词有两个，一是提价，二是加盟。从提价来看，据中国旅游饭店业协会的数据，全国样本星级饭店平均房价从2018年6月的358.28元/间一路飙升至2019年1月的420.23元/间，虽然中间有月份数据缺失，但8个月房间单价涨幅高达17.3%，绝对值涨了近62元，即使2019年3月房间单价回落至396元/间左右，但近一年涨幅依旧较大。然而相应的酒店入住率指标并未出现明显上涨，基本与往年同期各月份持平，甚至有所下滑。因此，在提价幅度较大，入住率变化不大的情况下，2018&2019Q1酒店RevPAR变化的核心原因在于Adr上涨驱动。

图22：2018年下半年酒店开始持续提价



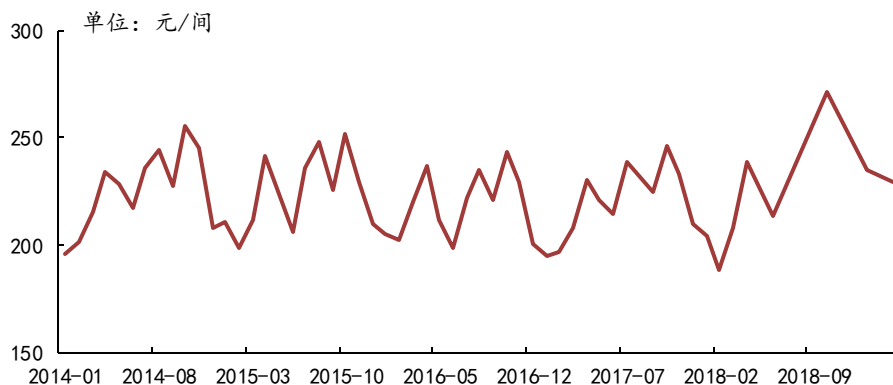
数据来源：中国旅游饭店业协会，财通证券研究所

图23：2018H2酒店入住率与往年同期基本持平



数据来源：中国旅游饭店业协会，财通证券研究所

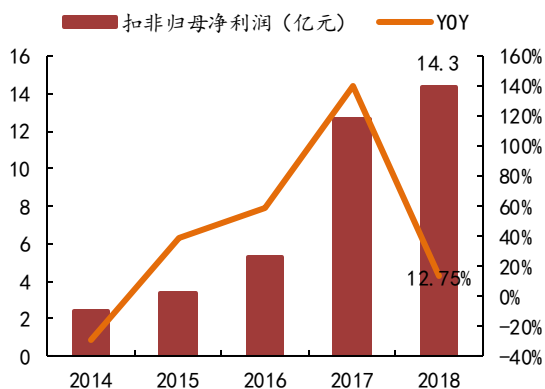
图24：提价驱动酒店RevPAR整体保持稳健



数据来源：中国旅游饭店业协会，财通证券研究所

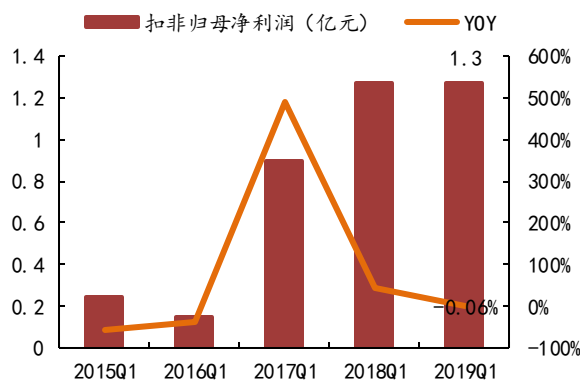
再从加盟来看，加盟模式下，酒店利润会出现显著上升，这一点在锦江股份和首旅酒店 2017 年扣非归母净利润增速上可以显现。但由于 Occ 上涨不及预期，锦江+首旅业绩增速放缓，2018 年实现扣非归母净利润 14.3 亿元 (+12.75%)，在 2019Q1 实现扣非归母净利润 1.3 亿元 (-0.06%)。然而从锦江股份公布的 2019Q2 预测来看，预计有限服务型连锁酒店运营及管理业务收入为 35.91-39.69 亿元，同比增长 12.4%-24.2%。我们认为宏观经济持续回暖有望推动入住率上升，进而促进酒店业绩触底回升步入较快上涨通道。

图25：锦江+首旅2018年业绩增速下降



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图26：锦江+首旅2019Q1扣非归母净利润负增长



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表2：酒店板块2018&2019Q1业绩一览

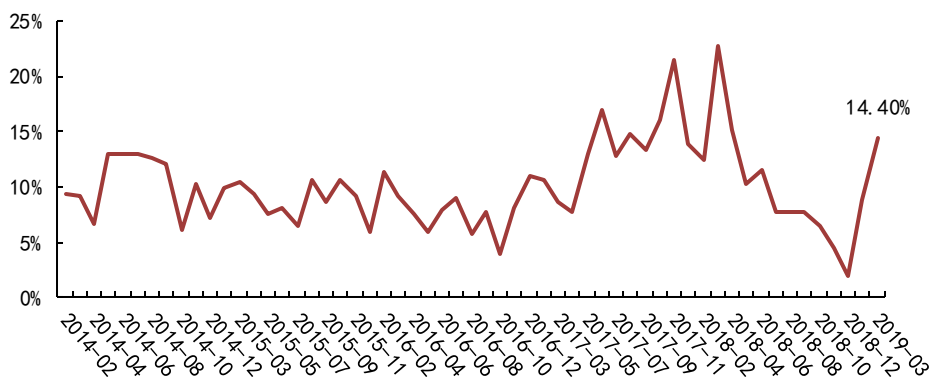
| 公司    | 2018    |      |             |       |               |      | 2019Q1  |      |             |      |               |      |
|-------|---------|------|-------------|-------|---------------|------|---------|------|-------------|------|---------------|------|
|       | 营收 (亿元) | yoy  | 归母净利润 (百万元) | yoy   | 扣非归母净利润 (百万元) | yoy  | 营收 (亿元) | yoy  | 归母净利润 (百万元) | yoy  | 扣非归母净利润 (百万元) | yoy  |
| 华天酒店  | 10      | -10% | (478)       | -538% | (345)         | 47%  | 2       | -11% | (76)        | -3%  | (75)          | 3%   |
| 岭南控股  | 71      | 11%  | 205         | 16%   | 160           | 7%   | 18      | 14%  | 112         | 193% | 43            | 13%  |
| 大东海 A | 0       | 6%   | 1           | -77%  | 1             | 5%   | 0       | -6%  | 2           | -20% | 2             | -20% |
| 首旅酒店  | 85      | 1%   | 857         | 36%   | 690           | 16%  | 19      | 1%   | 74          | -2%  | 56            | -3%  |
| 锦江股份  | 147     | 8%   | 1,082       | 23%   | 739           | 10%  | 33      | 3%   | 295         | 28%  | 71            | 2%   |
| 金陵饭店  | 10      | 10%  | 77          | -25%  | 66            | -22% | 3       | 12%  | 13          | -17% | 9             | -13% |

数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3.3 化妆品：“零”到“壹”的消费逻辑开始应验

我们在年度策略报告就提出以三线以下城市为代表的化妆品消费将经历从“零”到“壹”的过程。从社零数据来看，2019年1-2月化妆品类销售额同比增长8.9%，大超前值，也超出了市场的预期，而后在3月份同比增速高达14.4%，逻辑已经应验。

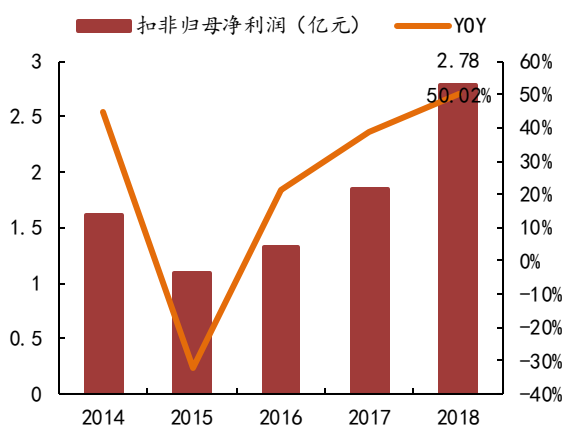
图27：化妆品消费迎来上升通道



数据来源：Wind，财通证券研究所

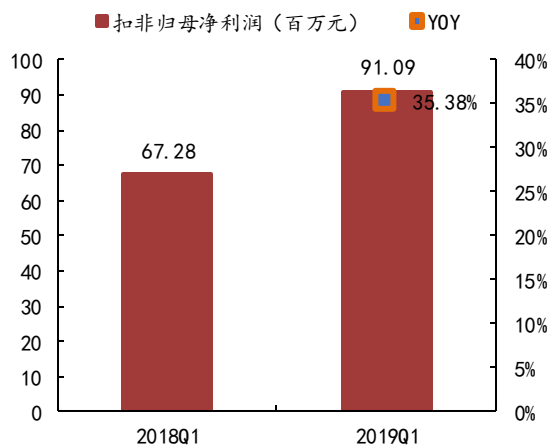
从本土化妆品龙头珀莱雅的业绩来看，2018 年实现营收 23.61 亿元(+32.43%)，归母净利润 2.87 亿元(+43.03%)，扣非后归母净利润 2.78 亿元(+50.03%)；2019Q1 实现营业收入 6.42 亿元(+27.59%)，归母净利润 9,115 万元(+30.36%)，扣非后归母净利润 9,109 万元(+35.38%)。在“三驾马车”战略驱动下，珀莱雅 2019 年看点频频，新产品及高端产品有望持续占领市场，在完善营销体系的加持下，业绩可期。

图28：珀莱雅2018年业绩表现优异



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图29：珀莱雅2019Q1业绩增速较快



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表3：化妆品板块2018&2019Q1业绩一览

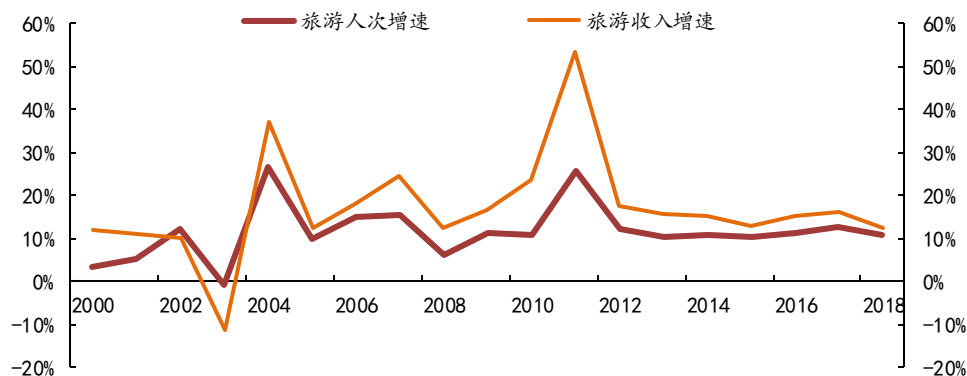
| 公司   | 2018    |     |             |      |               |      | 2019Q1  |     |             |      |               |       |
|------|---------|-----|-------------|------|---------------|------|---------|-----|-------------|------|---------------|-------|
|      | 营收 (亿元) | yoy | 归母净利润 (百万元) | yoy  | 扣非归母净利润 (百万元) | yoy  | 营收 (亿元) | yoy | 归母净利润 (百万元) | yoy  | 扣非归母净利润 (百万元) | yoy   |
| 珀莱雅  | 24      | 32% | 287         | 43%  | 278           | 50%  | 6       | 28% | 91          | 30%  | 91            | 35%   |
| 上海家化 | 71      | 10% | 540         | 39%  | 457           | 38%  | 20      | 5%  | 233         | 55%  | 161           | 7%    |
| 御家汇  | 22      | 36% | 131         | -18% | 106           | -28% | 4       | 1%  | 0           | -98% | (5)           | -116% |

数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3.4 国内游：至暗时刻已过，触底反弹将至

2018 年国内旅游市场表现不佳，从全年数据来看，旅游人次增速 10.76%，旅游收入增速 12.30%，其中旅游收入增速是十年来最低值。

图30：2018年国内旅游市场表现不佳



数据来源：Wind，财通证券研究所

不过,从最新的五一长假旅游数据来看,我们也看到了国内游的复苏。根据文旅部的数据,五一假期接待总人数 1.95 亿人次,按可比口径增长 13.7%,实现旅游收入 1176.7 亿元,按可比口径增长 16.1%。整体来看,五一国内旅游市场热度超预期,文化和旅游消费额在 501-1,000 元之间的游客占比 38%,较清明假期提高 1.2pct;平均外出停留时间为 2.25 天,较清明假期增长 9.5%,假期延长带来的增量可观。总体来看,旅游的至暗时刻已过,触底反弹即将到来。

表4：景区板块2018&2019Q1业绩一览

| 公司    | 2018       |      |                |       |                  |       | 2019Q1     |     |                |      |                  |        |
|-------|------------|------|----------------|-------|------------------|-------|------------|-----|----------------|------|------------------|--------|
|       | 营收<br>(亿元) | yoy  | 归母净利润<br>(百万元) | yoy   | 扣非归母净利润<br>(百万元) | yoy   | 营收<br>(亿元) | yoy | 归母净利润<br>(百万元) | yoy  | 扣非归母净利润<br>(百万元) | yoy    |
| 宋城演艺  | 32         | 6%   | 1,287          | 21%   | 1,280            | 16%   | 8          | 16% | 370            | 15%  | 360              | 22%    |
| 中青旅   | 123        | 11%  | 597            | 4%    | 493              | 14%   | 25         | 1%  | 64             | -35% | 55               | -41%   |
| 九华旅游  | 5          | 9%   | 92             | 11%   | 85               | 6%    | 1          | 18% | 39             | 28%  | 37               | 25%    |
| 丽江旅游  | 7          | -1%  | 192            | -6%   | 191              | -7%   | 1          | -6% | 35             | -23% | 34               | -24%   |
| 曲江文旅  | 13         | 19%  | 76             | 22%   | 54               | 1%    | 3          | 12% | 31             | 2%   | 27               | -9%    |
| 黄山旅游  | 16         | -9%  | 583            | 41%   | 342              | -1%   | 3          | 8%  | 24             | -70% | 24               | -27%   |
| 峨眉山 A | 11         | -1%  | 209            | 6%    | 209              | 5%    | 3          | -3% | 19             | 5%   | 18               | -1%    |
| 桂林旅游  | 6          | 3%   | 80             | 52%   | 75               | 37%   | 1          | 3%  | (2)            | 12%  | (3)              | 14%    |
| 西藏旅游  | 2          | 26%  | 21             | 127%  | 4                | 106%  | 0          | 55% | (8)            | 67%  | (13)             | 44%    |
| 张家界   | 5          | -15% | 26             | -61%  | 21               | 4142% | 1          | -4% | (8)            | 44%  | (12)             | 21%    |
| 大连圣亚  | 3          | 1%   | 58             | 4%    | 41               | -16%  | 0          | 6%  | (9)            | 4%   | (9)              | 15%    |
| 云南旅游  | 23         | 12%  | 487            | 580%  | (187)            | -397% | 3          | 15% | (21)           | 0%   | (21)             | -3%    |
| 长白山   | 5          | 19%  | 68             | -4%   | 67               | -2%   | 0          | 15% | (25)           | 21%  | (25)             | 21%    |
| 国旅联合  | 3          | -4%  | (84)           | -4%   | (95)             | -164% | 1          | 0%  | (4)            | -4%  | (4)              | -5808% |
| 天目湖   | 5          | 6%   | 103            | 22%   | 94               | 12%   | 1          | 0%  | 15             | 0%   | 15               | 9%     |
| 三特索道  | 6          | 20%  | 135            | 2349% | 5                | 117%  | 1          | 0%  | (39)           | 0%   | (42)             | -51%   |
| 西安旅游  | 9          | 21%  | 96             | 619%  | (29)             | 33%   | 1          | 1%  | (4)            | 30%  | (4)              | 50%    |

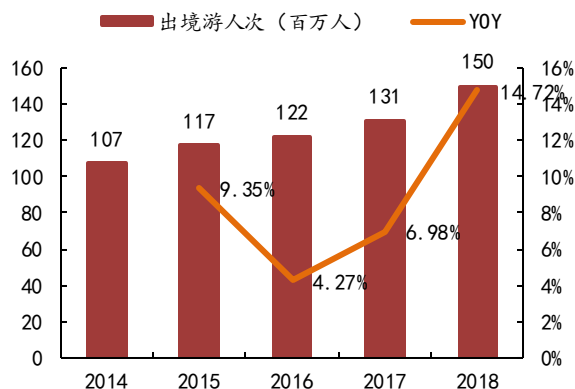
数据来源：Wind，财通证券研究所



### 3.5 出境游:热度持续升温

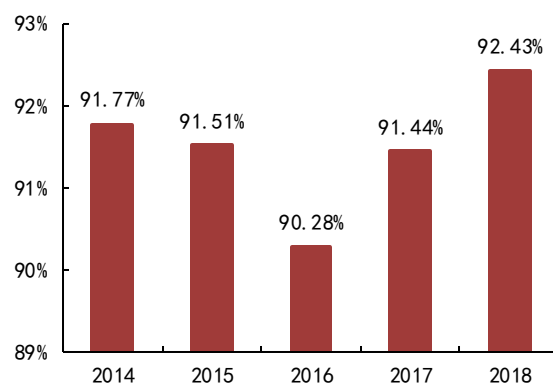
2018年出境游达到1.5亿人次,同比增长14.72%,自2016年后回暖趋势明显。而出境游占出境人次的比例也从2016年的低点90.28%提升至2018年的92.43%,直接说明出境游正处于上升通道中。

图31: 出境游人次在2016年后企稳回升



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图32: 出境游占出境人次比例提升



数据来源: Wind, 财通证券研究所

表5: 出境游板块2018&2019Q1业绩一览

| 公司   | 2018    |     |             |      |               |      | 2019Q1  |     |             |      |               |       |
|------|---------|-----|-------------|------|---------------|------|---------|-----|-------------|------|---------------|-------|
|      | 营收 (亿元) | yoy | 归母净利润 (百万元) | yoy  | 扣非归母净利润 (百万元) | yoy  | 营收 (亿元) | yoy | 归母净利润 (百万元) | yoy  | 扣非归母净利润 (百万元) | yoy   |
| 凯撒旅游 | 82      | 2%  | 194         | -12% | 172           | 14%  | 18      | 0%  | 30          | 8%   | (11)          | -140% |
| 众信旅游 | 122     | 2%  | 24          | -90% | 4             | -98% | 25      | -1% | 65          | -1%  | 64            | 7%    |
| 腾邦国际 | 49      | 38% | 168         | -41% | 31            | -85% | 11      | -4% | 21          | -66% | 16            | -72%  |

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 4、覆盖公司业绩

表6：覆盖公司业绩一览

| 板块  | 公司    | 2018       |      |                |       | 2019Q1     |       |                |      |                |      |       |        |
|-----|-------|------------|------|----------------|-------|------------|-------|----------------|------|----------------|------|-------|--------|
|     |       | 营收<br>(亿元) | YOY  | 归母净利润<br>(百万元) | YOY   | 营收<br>(亿元) | YOY   | 归母净利润<br>(百万元) | YOY  | 扣非净利润<br>(百万元) | YOY  |       |        |
| 免税  | 中国国旅  | 470        | 66%  | 3,095          | 22%   | 3,144      | 28%   | 137            | 55%  | 2,306          | 99%  | 1,589 | 37%    |
|     | 华天酒店  | 10         | -10% | (478)          | -538% | (345)      | 47%   | 2              | -11% | (76)           | -3%  | (75)  | 3%     |
| 酒店  | 岭南控股  | 71         | 11%  | 205            | 16%   | 160        | 7%    | 18             | 14%  | 112            | 193% | 43    | 13%    |
|     | 大东海A  | 0          | 6%   | 1              | -77%  | 1          | 5%    | 0              | -6%  | 2              | -20% | 2     | -20%   |
|     | 首旅酒店  | 85         | 1%   | 857            | 36%   | 690        | 16%   | 19             | 1%   | 74             | -2%  | 56    | -3%    |
|     | 锦江股份  | 147        | 8%   | 1,082          | 23%   | 739        | 10%   | 33             | 3%   | 295            | 28%  | 71    | 2%     |
|     | 金陵饭店  | 10         | 10%  | 77             | -25%  | 66         | -22%  | 3              | 12%  | 13             | -17% | 9     | -13%   |
| 化妆品 | 珀莱雅   | 24         | 32%  | 287            | 43%   | 278        | 50%   | 6              | 28%  | 91             | 30%  | 91    | 35%    |
|     | 上海家化  | 71         | 10%  | 540            | 39%   | 457        | 38%   | 20             | 5%   | 233            | 55%  | 161   | 7%     |
|     | 御家汇   | 22         | 36%  | 131            | -18%  | 106        | -28%  | 4              | 1%   | 0              | -98% | (5)   | -116%  |
| 景区  | 宋城演艺  | 32         | 6%   | 1,287          | 21%   | 1,280      | 16%   | 8              | 16%  | 370            | 15%  | 360   | 22%    |
|     | 中青旅   | 123        | 11%  | 597            | 4%    | 493        | 14%   | 25             | 1%   | 64             | -35% | 55    | -41%   |
|     | 九华旅游  | 5          | 9%   | 92             | 11%   | 85         | 6%    | 1              | 18%  | 39             | 28%  | 37    | 25%    |
|     | 丽江旅游  | 7          | -1%  | 192            | -6%   | 191        | -7%   | 1              | -6%  | 35             | -23% | 34    | -24%   |
|     | 曲江文旅  | 13         | 19%  | 76             | 22%   | 54         | 1%    | 3              | 12%  | 31             | 2%   | 27    | -9%    |
|     | 黄山旅游  | 16         | -9%  | 583            | 41%   | 342        | -1%   | 3              | 8%   | 24             | -70% | 24    | -27%   |
|     | 峨眉山A  | 11         | -1%  | 209            | 6%    | 209        | 5%    | 3              | -3%  | 19             | 5%   | 18    | -1%    |
|     | 桂林旅游  | 6          | 3%   | 80             | 52%   | 75         | 37%   | 1              | 3%   | (2)            | 12%  | (3)   | 14%    |
|     | 西藏旅游  | 2          | 26%  | 21             | 127%  | 4          | 106%  | 0              | 55%  | (8)            | 67%  | (13)  | 44%    |
|     | 张家界   | 5          | -15% | 26             | -61%  | 21         | 4142% | 1              | -4%  | (8)            | 44%  | (12)  | 21%    |
|     | 大连圣亚  | 3          | 1%   | 58             | 4%    | 41         | -16%  | 0              | 6%   | (9)            | 4%   | (9)   | 15%    |
|     | 云南旅游  | 23         | 12%  | 487            | 580%  | (187)      | -397% | 3              | 15%  | (21)           | 0%   | (21)  | -3%    |
|     | 长白山   | 5          | 19%  | 68             | -4%   | 67         | -2%   | 0              | 15%  | (25)           | 21%  | (25)  | 21%    |
|     | 国旅联合  | 3          | -4%  | (84)           | -4%   | (95)       | -164% | 1              | 0%   | (4)            | -4%  | (4)   | -5808% |
|     | 天目湖   | 5          | 6%   | 103            | 22%   | 94         | 12%   | 1              | 0%   | 15             | 0%   | 15    | 9%     |
|     | 三特索道  | 6          | 20%  | 135            | 2349% | 5          | 117%  | 1              | 0%   | (39)           | 0%   | (42)  | -51%   |
|     | 西安旅游  | 9          | 21%  | 96             | 619%  | (29)       | 33%   | 1              | 1%   | (4)            | 30%  | (4)   | 50%    |
| 出境游 | 凯撒旅游  | 82         | 2%   | 194            | -12%  | 172        | 14%   | 18             | 0%   | 30             | 8%   | (11)  | -140%  |
|     | 众信旅游  | 122        | 2%   | 24             | -90%  | 4          | -98%  | 25             | -1%  | 65             | -1%  | 64    | 7%     |
|     | 腾邦国际  | 49         | 38%  | 168            | -41%  | 31         | -85%  | 11             | -4%  | 21             | -66% | 16    | -72%   |
| 餐饮  | 西安饮食  | 5          | 0%   | 9              | 182%  | (12)       | 8%    | 1              | 12%  | (11)           | -34% | (11)  | -39%   |
|     | 全聚德   | 18         | -4%  | 73             | -46%  | 57         | -52%  | 4              | -10% | 11             | -71% | 7     | -81%   |
|     | *ST云网 | 1          | -16% | 8              | 144%  | (22)       | -16%  | 0              | -3%  | (6)            | 2%   | (6)   | 0%     |
|     | 广州酒家  | 25         | 16%  | 384            | 13%   | 369        | 11%   | 5              | 20%  | 46             | 18%  | 42    | 11%    |
| 零售  | 苏宁易购  | 2,450      | 30%  | 13,328         | 216%  | (359)      | -307% | 622            | 25%  | 136            | 22%  | (991) | -4931% |
|     | 永辉超市  | 705        | 20%  | 1,480          | -19%  | 897        | -50%  | 222            | 18%  | 1,124          | 50%  | 1,000 | 34%    |

数据来源：Wind, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。