

谨慎推荐 (维持)

旅游行业 2018 年报及 2019 一季报业绩综述

风险评级：中风险

行业内部分化明显 后续建议关注宋城演艺和中国国旅

2019 年 5 月 13 日

投资要点：

卢立亭

SAC 执业证书编号：

S0340518040001

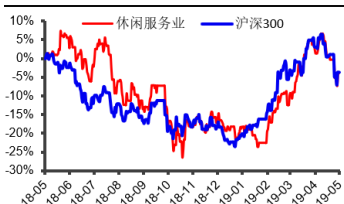
电话：0769-22110925

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

细分行业评级

免税	谨慎推荐
酒店	谨慎推荐
旅行社	谨慎推荐
景区	谨慎推荐
餐饮	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

■ **2018年行业业绩增速下滑，内部分化明显。**2018年，行业整体收入实现22.51%的增长，各子板块分化明显。其中，免税板块收入同比增长66.21%，是增速最快的子板块。景区、旅行社、酒店和餐饮的收入增速分别是10.16%、7.09%、6.3%和5.85%，增长较为平淡。从利润端来看，行业2018年归母净利润和扣非归母净利润增速分别是14.67%和12.86%，表现逊于收入端增速。这主要是因为仅景区板块净利率上升，免税、酒店、旅行社和餐饮板块净利率均有所下降。具体来看，扣非归母净利润方面，酒店板块增速最快，达到53.09%；免税表现良好，增速是27.8%；景区则个位数增长，增速是6.02%；餐饮和旅行社下滑，增速分别是-5.26%和-64.74%。

■ **2019Q1行业整体收入增速是19.98%，内部分化依然明显。**2019Q1行业收入快速增长主要是由免税板块所贡献，中国国旅2019Q1营收同比增长54.72%。而景区、餐饮、酒店和旅行社的收入增速分别是6.94%、5.97%、4.51%和-1.09%。行业Q1归母净利润同比大幅增长54.8%，在去年一季度41.12%的增速高基数的基础上仍能实现高速增长，主要是因为免税和酒店板块归母净利润实现快速增长，增速分别是98.8%和45.83%。行业扣非净利增速是19.20%，与营业收入增速基本吻合。

■ **投资建议。**首先，在并表和国旅总社出表等因素影响下，预计免税板块的**中国国旅**今年业绩快增具有较大确定性，预计公司2019、2020年的EPS为2.24元和2.43元，对应PE分别为34倍和32倍，维持谨慎推荐评级。其次，酒店行业周期性强，此轮向上周期已持续两年多，2018年下半年以来，宏观经济承压背景下，各龙头酒店公司的RevPAR值增速持续放缓。但考虑到2018年下半年增速基数较低，若后续我国宏观经济热度提升，酒店板块业绩有望同比改善，建议密切关注行业供需情况，可关注**锦江股份**和**首旅酒店**。再者，上市的出境游旅行社2018年下半年以来业绩承压明显，主要受到宏观经济不景气背景下旅游消费趋于理性的影响，同时行业竞争加大，产品价格下降压力显现，行业盈利能力下降。考虑到2018年下半年业绩基数较低，若宏观经济触底回升，并随着部分旅游目的地突发事件的负面影响逐渐减弱，出境游旅行社板块的业绩或在2019年下半年出现改善，可关注**众信旅游**。最后，虽然宏观经济不景气会导致消费理性化，但认为首当其冲的是出境游领域，国内游或在一定程度上替代出境游，部分优质、性价比较高、不受门票降价影响的国内景区仍具有增长空间，推荐新项目将陆续落地的**宋城演艺**。

■ **风险提示。**宏观经济不景气或抑制旅游消费，行业竞争加剧，天灾人祸等不可抗力事件发生。

目 录

1. 免税板块驱动业绩增长，行业内部分化明显.....	4
2. 免税：规模效应推动毛利率提升，2019 年业绩有望保持快增.....	7
3. 酒店：宏观经济承压，RevPAR 增速下滑.....	8
4. 旅行社：行业竞争加大，盈利能力下滑.....	11
5. 景区：扣非净利增速表现平淡，后续建议关注宋城演艺.....	14
6. 投资策略.....	17
7. 风险提示.....	18

插图目录

图 1：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业营业收入（亿元）增长情况.....	5
图 2：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业归母净利润（亿元）增长情况.....	5
图 3：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业扣非归母净利润（亿元）增长情况.....	5
图 4：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业毛利率、净利率情况（单位：%）.....	5
图 5：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业期间费用率变化情况（单位：%）.....	5
图 6：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业净资产收益率情况（单位：%）.....	5
图 7：2015Q1-2019Q1 休闲服务业营业收入（亿元）增长情况.....	6
图 8：2015Q1-2019Q1 休闲服务业归母净利润（亿元）增长情况.....	6
图 9：2015Q1-2019Q1 休闲服务业扣非归母净利润（亿元）增长情况.....	6
图 10：2015Q1-2019Q1 休闲服务业毛利率、净利率情况（单位：%）.....	6
图 11：2015Q1-2019Q1 休闲服务业期间费用率变化情况（单位：%）.....	7
图 12：2015Q1-2019Q1 休闲服务业净资产收益率和扣非净资产收益率情况（单位：%）.....	7
图 13：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块营业收入（亿元）增长情况.....	8
图 14：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块归母净利润（亿元）增长情况.....	8
图 15：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块扣非归母净利润（亿元）增长情况.....	9
图 16：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块毛利率、净利率情况（单位：%）.....	9
图 17：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块期间费用率变化情况（单位：%）.....	9
图 18：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块净资产收益率情况（单位：%）.....	9
图 19：2015Q1-2019Q1 酒店板块营业收入（亿元）增长情况.....	10
图 20：2015Q1-2019Q1 酒店板块归母净利润（亿元）增长情况.....	10
图 21：2015Q1-2019Q1 酒店板块扣非归母净利润（亿元）增长情况.....	10
图 22：2015Q1-2019Q1 酒店板块毛利率、净利率情况（单位：%）.....	10
图 23：2015Q1-2019Q1 酒店板块期间费用率变化情况（单位：%）.....	10
图 24：2015Q1-2019Q1 酒店板块净资产收益率情况（单位：%）.....	10
图 25：2014/12/31-2018/12/31 旅行社板块营业收入（亿元）增长情况.....	11
图 26：2014/12/31-2018/12/31 旅行社板块归母净利润（亿元）增长情况.....	11
图 27：2014/12/31-2018/12/31 旅行社板块扣非归母净利润（亿元）增长情况.....	12
图 28：2014/12/31-2018/12/31 年旅行社板块毛利率、净利率情况（单位：%）.....	12
图 29：2014/12/31-2018/12/31 年旅行社板块期间费用率变化情况（单位：%）.....	12
图 30：2014/12/31-2018/12/31 旅行社板块净资产收益率情况（单位：%）.....	12
图 31：2015Q1-2019Q1 旅行社板块营业收入（亿元）增长情况.....	13
图 32：2015Q1-2019Q1 旅行社板块归母净利润（亿元）增长情况.....	13
图 33：2015Q1-2019Q1 旅行社板块扣非归母净利润（亿元）增长情况.....	13

图 34: 2015Q1-2019Q1 旅行社板块毛利率、净利率情况 (单位: %)	13
图 35: 2015Q1-2019Q1 旅行社板块期间费用率变化情况 (单位: %)	13
图 36: 2015Q1-2019Q1 旅行社板块净资产收益率情况 (单位: %)	13
图 37: 2014/12/31-2018/12/31 景区板块营业收入 (亿元) 增长情况	14
图 38: 2014/12/31-2018/12/31 景区板块归母净利润 (亿元) 增长情况	14
图 39: 2014/12/31-2018/12/31 景区板块扣非归母净利润 (亿元) 增长情况	15
图 40: 2014/12/31-2018/12/31 景区板块毛利率、净利率情况 (单位: %)	15
图 41: 2014/12/31-2018/12/31 景区板块期间费用率变化情况 (单位: %)	15
图 42: 2014/12/31-2018/12/31 景区板块净资产收益率情况 (单位: %)	15
图 43: 2015Q1-2019Q1 景区板块营业收入 (亿元) 增长情况	16
图 44: 2015Q1-2019Q1 景区板块归母净利润 (亿元) 增长情况	16
图 45: 2015Q1-2019Q1 景区板块扣非归母净利润 (亿元) 增长情况	16
图 46: 2015Q1-2019Q1 景区板块毛利率、净利率情况 (单位: %)	16
图 47: 2015Q1-2019Q1 景区板块期间费用率变化情况 (单位: %)	17
图 48: 2015Q1-2019Q1 景区板块净资产收益率情况 (单位: %)	17

表格目录

表 1: 重点公司盈利预测及投资评级 (2019/5/13)	18
--------------------------------	----

1. 免税板块驱动业绩增长，行业内部分化明显

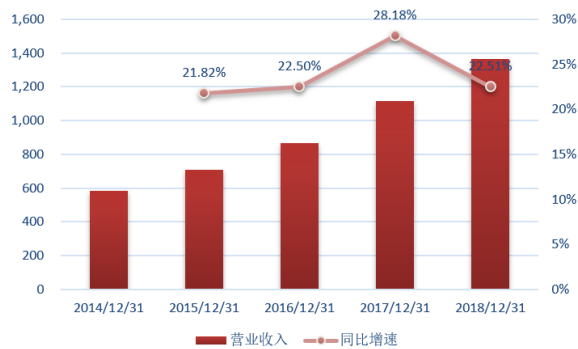
我们将休闲服务行业划分为五个子板块，包括酒店、免税、旅行社、景区和餐饮。其中，酒店板块包括华天酒店、岭南控股、大东海 A、锦江股份、金陵饭店和首旅酒店 6 家公司；免税板块只有中国国旅 1 家上市公司；旅行社板块包括凯撒旅游、众信旅游和腾邦国际 3 家公司；景区板块包括张家界、宋城演艺、黄山旅游、大连圣亚等 17 家公司；餐饮板块包括全聚德、西安饮食和广州酒家 3 家公司。

2018 年全年，休闲服务行业整体实现营业收入 1364.46 亿元，同比增长 22.51%，增速同比 2017 年下降 5.67 个百分点；实现归母净利润 98.02 亿元，同比增长 14.67%，增速同比下降 28.53 个百分点；实现扣非归母净利 78.22 亿元，同比增长 12.85%，增速同比下滑 20.61 个百分点。行业整体业绩增速同比明显放缓，主要是由 2018 年下半年宏观经济承压，居民的旅游消费需求有所减弱。分子板块来看，除了免税板块表现良好之外，景区、酒店、旅行社和餐饮板块均表现平淡。其中旅行社、酒店板块业绩增速同比放缓最为明显，二者受宏观经济景气度下滑的负面影响最大。业绩增速排序方面，各子板块营收增速高低排序依次是免税（66.21%）>景区（10.16%）>旅行社（7.09%）>酒店（6.03%）>餐饮（5.85%），归母净利增速高低排序依次是景区（41.27%）>免税（22.28%）>餐饮（0.22%）>酒店（-8.40%）>旅行社（-47.76%），扣非归母净利增速高低排序依次是酒店（53.09%）>免税（27.80%）>景区（6.02%）>餐饮（-5.26%）>旅行社（-64.74%）。

景区和酒店扣非前后的利润增速差异大。首先，景区归母净利和扣非净利增速相差大的原因是，黄山旅游、桂林旅游、云南旅游和三特索道的归母净利增速均明显快于扣非净利增速。其中，黄山旅游由于减持华安证券 4900 万股获得投资收益，增加当期净利润 1.97 亿元，导致归母净利大幅增长 40.68%，并快于营收增速（-9.13%）和扣非净利增速（-1.19%）。云南旅游由于出售股权带来投资收益，使得归母净利同增 5.8 倍，但扣非净利为亏损 1.87 亿元。三特索道转让咸丰坪坝营项目获得 1.32 亿元投资收益，是 2018 年归母净利的重要贡献，而公司扣非归母净利仅为 501 万元。因此，以扣非净利润为参考，景区板块业绩增速表现平淡。其次，酒店板块归母净利和扣非归母净利增速相差大的原因是，华天酒店和大东海 A 的扣非净利增速好于归母净利增速。但连锁酒店龙头锦江股份和首旅酒店的扣非净利增速慢于归母净利增速。因此，连锁酒店行业受 2018 年下半年宏观经济承压的影响，业绩增速放缓。

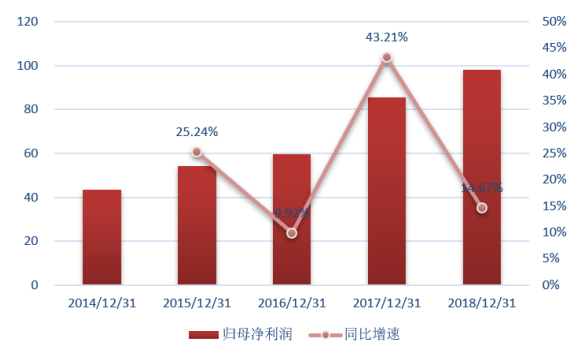
盈利能力方面，行业整体 2018 年全年的综合毛利率是 43.02%，同比提升 1.89 个百分点；期间费用率是 32.16%，同比上升 1.98 个百分点，主要受销售费用率提高 2.74 个百分点所推动。行业 2018 年的净利率是 8.13%，同比下降 0.35 个百分点；扣非净资产收益率同比提升 0.4 个百分点至 8.59%，净资产收益率同比提升 0.7 个百分点至 10.76%。

图 1：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业营业收入（亿元）增长情况



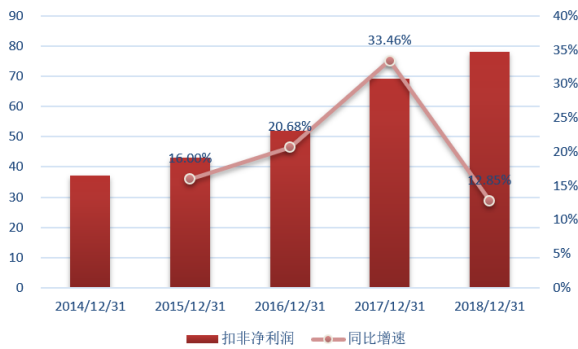
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 2：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业归母净利润（亿元）增长情况



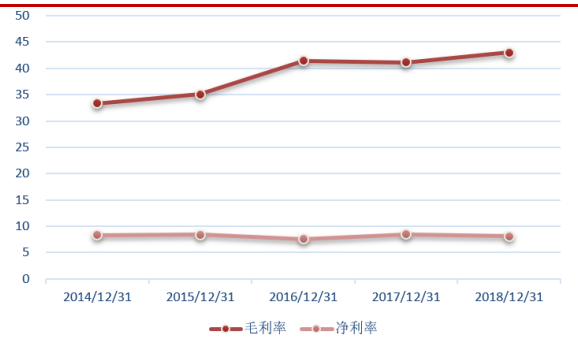
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 3：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业扣非归母净利润（亿元）增长情况



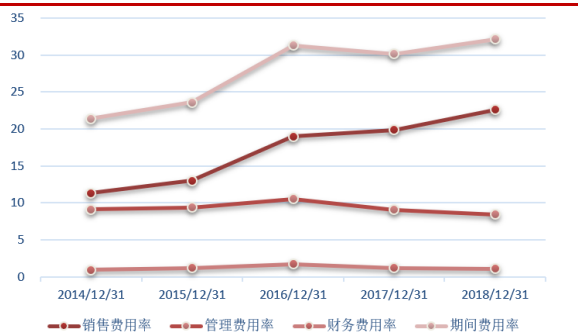
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 4：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业毛利率、净利率情况（单位：%）



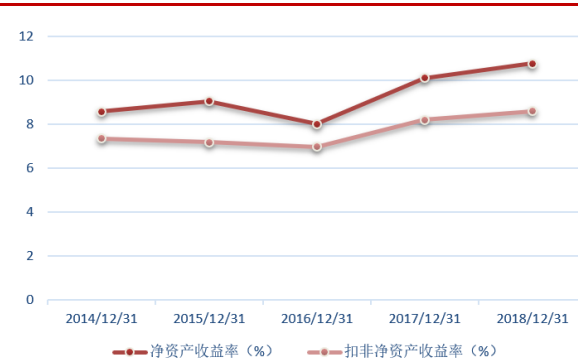
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 5：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业期间费用率变化情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 6：2014/12/31-2018/12/31 休闲服务业净资产收益率情况（单位：%）

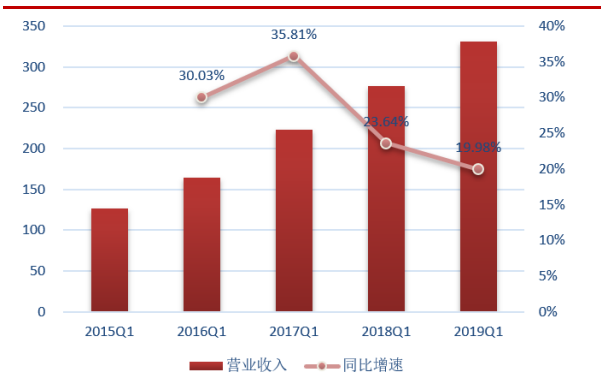


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

2019Q1，行业整体实现营业收入 331.53 亿元，同比增长 19.98%，增速同比下降 3.66 个百分点；实现归母净利 33.69 亿元，同比增长 54.8%，增速同比加快 13.68 个百分点；实现扣非净利 22.43 亿元，同比增长 19.2%，增速同比下降 21.53 个百分点。2019Q1 行业收入、扣非净利增速同比下降主要是酒店、旅行社、景区和餐饮四个子板块业绩增速放慢所拖累。具体来看，受宏观经济景气度下滑的影响，与商旅活动相关性较强的酒店行业业绩增长放缓，出境游也受居民消费趋理性化而增速下滑，景区受门票降价的影响业绩增长承压。各子板块业绩增速排序方面，2019Q1 扣非归母净利润增速排名高低依次是免税（37.37%）>景区（6.24%）>酒店（4.99%）>餐饮（-43.14%）>旅行社（-51.47%）。

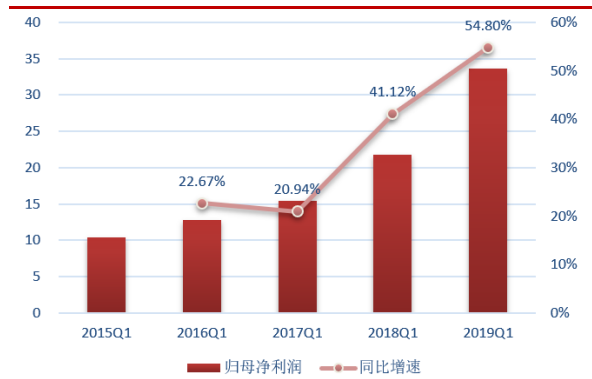
盈利能力方面，2019Q1 行业的综合毛利率是 45.94%，同比提升 3.08 个百分点；期间费用率是 34.27%，同比上升 2.01 个百分点；净利率是 11.37%，同比提升 2.68 个百分点；净资产收益率是 3.54%，同比提升 1.02 个百分点；扣非净资产收益率是 2.36%，同比提升 0.18 个百分点。行业今年 Q1 盈利能力有所提升，主要是由于免税板块的中国国旅免税业务收入占比提高，毛利率、净利率高于公司的旅行社业务，带动公司整体盈利能力提升。同时，由于中国国旅是行业中的权重股，因此推动行业整体 Q1 盈利能力提升。

图 7：2015Q1-2019Q1 休闲服务业营业收入（亿元）增长情况



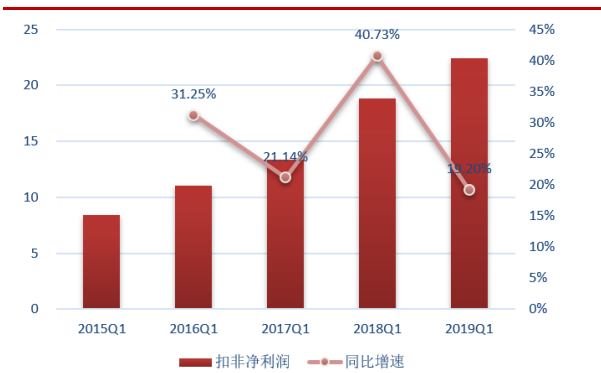
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 8：2015Q1-2019Q1 休闲服务业归母净利润（亿元）增长情况



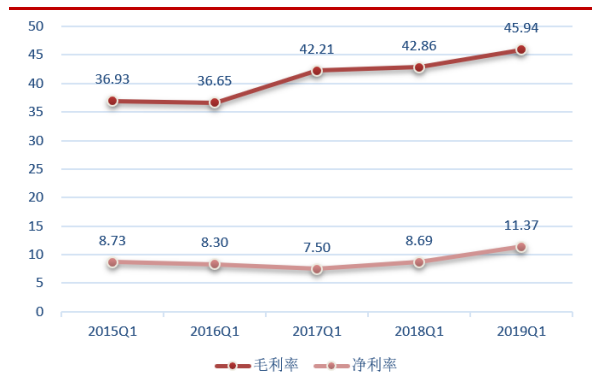
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 9：2015Q1-2019Q1 休闲服务业扣非归母净利润（亿元）增长情况

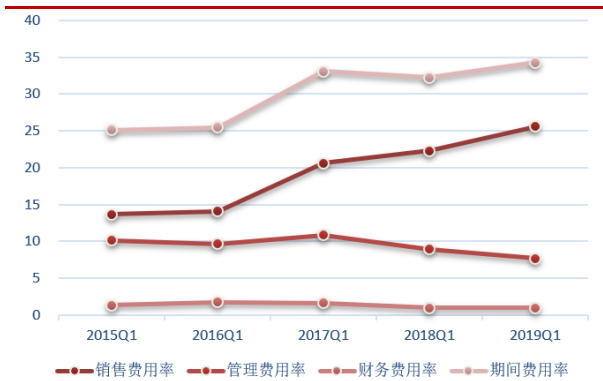


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

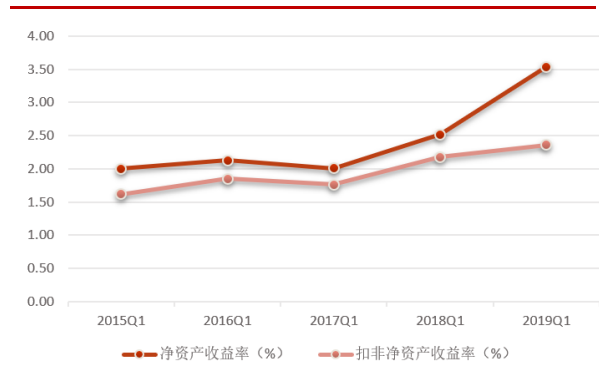
图 10：2015Q1-2019Q1 休闲服务业毛利率、净利率情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 11：2015Q1-2019Q1 休闲服务业期间费用率变化情况（单位：%）


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 12：2015Q1-2019Q1 休闲服务业净资产收益率和扣非净资产收益率情况（单位：%）


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

2. 免税：规模效应推动毛利率提升，2019 年业绩有望保持快增

中国国旅 2018 年实现营收 470.07 亿元，同增 66.21%；实现归母净利 30.95 亿元，同增 22.29%；实现扣非净利 31.44 亿元，同增 27.82%，业绩符合预期。公司 2019Q1 实现营收 136.92 亿元，同增 54.72%；实现归母净利 23.06 亿元，同增 98.8%；实现扣非归母净利 15.89 亿元，同比增长 37.37%，业绩超预期。

离岛免税快速增长、日上上海并表推动 2018 年收入高增。公司 2018 年收入高速增长，主要是公司通过收购日上上海、巩固优化现有离岛免税业务和开展首都机场及香港机场免税业务带来收入增量 173.23 亿元。其中，三亚海棠湾免税购物中心实现营业收入 80.10 亿元，同比增长 31.66%。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，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。

规模效应带来免税业务毛利率提升，2018Q4 销售费用大增致利润下滑。公司 2018 年主营业务毛利率为 41.11%，同比提高 11.93 个百分点，主要原因是公司毛利率较高的商品销售业务收入占比由 2017 年的 55.99%提高至 2018 年的 73.64%。而公司商品销售业务毛利率为 52.24%，同比提高 7.67 个百分点，主要原因是中免公司收购日上中国和日上上海后，对免税商品采购渠道进行了整合优化，采购议价能力明显提升。期间费用方面，公司的销售费用率同比大幅上升 12.2 个百分点，推动期间费用率同比上升 12.27 个百分点至 28.07%，主要是收购日上上海带来的销售费用增量以及机场租赁费的增加所致。

2019Q1 国旅总社出表，投资收益推动归母净利高增。公司 2019Q1 收入实现大幅增长，主要是日上上海并表和原有免税业务增长所致。盈利能力方面，公司毛利率是 49.45%，同比上升 9.98 个百分点，主要是因为国旅总社 2019 年 2 月出表，导致毛利率高的商品

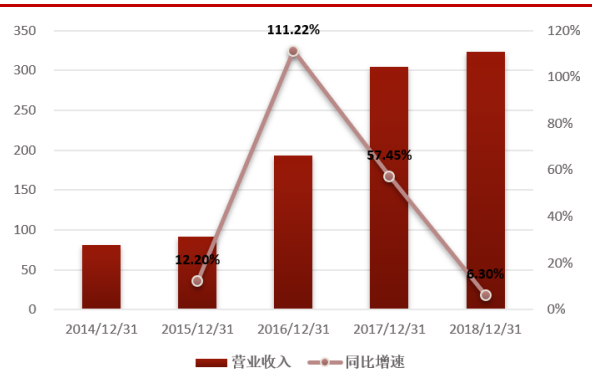
销售业务比例进一步提高。期间费用方面，公司销售费用率同比增加 10.9 个百分点，带动期间费用率同比提高 10.39 个百分点。因此，扣非净利增速慢于营收增速主要是由于期间费用率上升幅度大于毛利率提升幅度。2019Q1 归母净利增速高于营收和扣非归母净利增速，主要是因为公司 2019 年 2 月处置国旅总社资产获得约 9.05 亿元投资收益。

我国免税市场仍有较大增长空间，中国国旅具有规模和牌照优势，长期成长可期。经过对上海机场和首都机场免税等的整合，公司的免税业务规模大幅增长，规模效应逐渐带来免税业务毛利率提升，有利于公司业绩增长。预计公司 2019、2020 年的 EPS 为 2.24 元和 2.43 元，对应 PE 分别为 34 倍和 32 倍，维持谨慎推荐评级。

3. 酒店：宏观经济承压，RevPAR 增速下滑

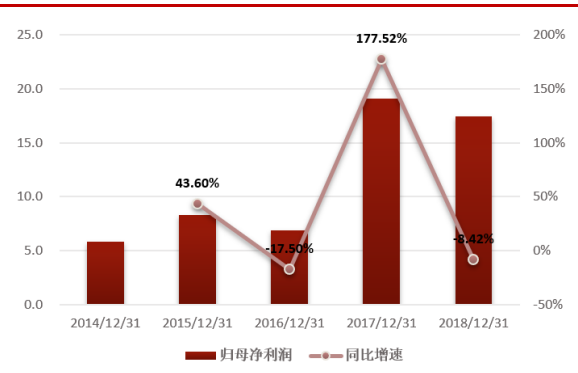
2018 年全年，酒店板块实现营业收入 323.38 亿元，同比增长 6.30%，增速同比下降 51.15 个百分点；实现归母净利 17.45 亿元，同比下降 8.42%，增速由去年同期的 177.52% 增速转为负值；实现扣非净利 13.12 亿元，同比增长 53.00%，增速同样大幅放缓。酒店板块 2018 年收入增速表现平淡，主要是锦江股份和首旅酒店收入增速同比大幅放缓所致。一方面，锦江股份和首旅酒店 2017 年并表致收入高增，形成增速高基数；另一方面，2018 年下半年，宏观经济景气度下滑，与商务活动相关性强的酒店板块受到的负面影响大，RevPAR 增速放缓，酒店业绩表现平淡。盈利能力方面，酒店板块 2018 年毛利率是 72.61%，同比下降 1.28 个百分点；期间费用率是 64.82%，同比下降 1.33 个百分点；净利率是 5.43%，同比下降 0.82 个百分点。酒店板块盈利能力下降主要是华天酒店、金陵饭店的净利率下滑所致。

图 13：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块营业收入（亿元）增长情况



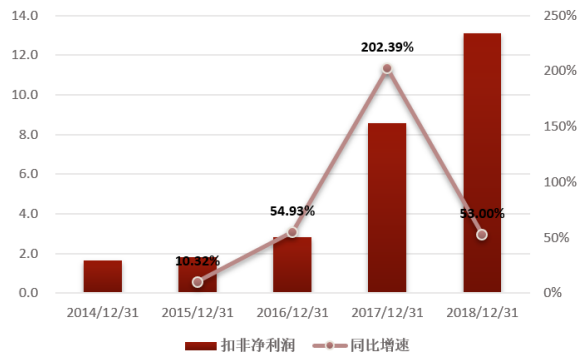
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 14：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块归母净利润（亿元）增长情况



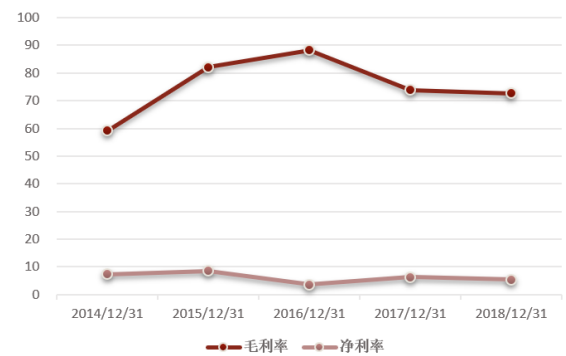
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 15：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块扣非归母净利润（亿元）增长情况



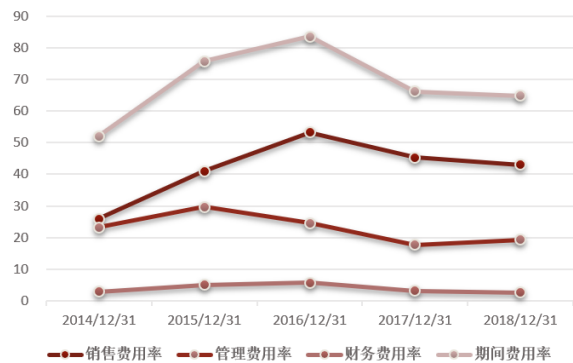
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 16：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块毛利率、净利率情况（单位：%）



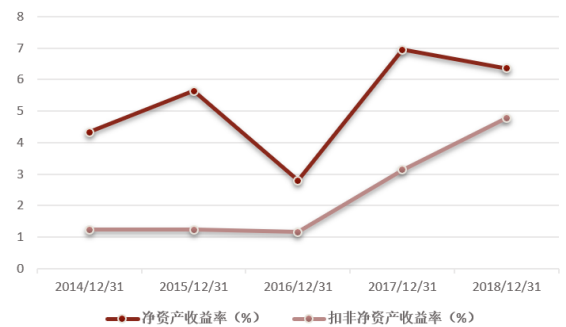
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 17：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块期间费用率变化情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

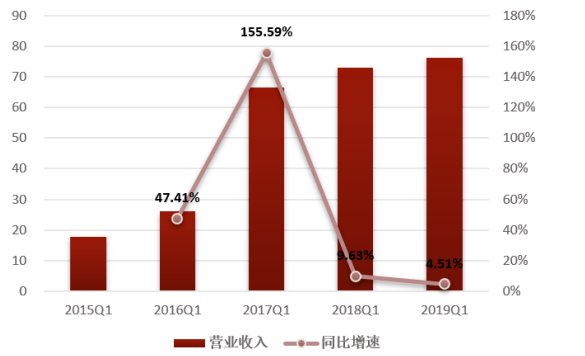
图 18：2014/12/31-2018/12/31 酒店板块净资产收益率情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

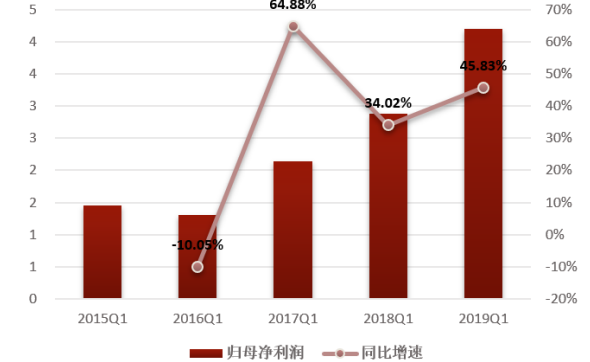
2019Q1，酒店板块实现营业收入 76.32 亿元，同比增长 4.51%，增速同比下降 5.12 个百分点；实现归母净利润 4.20 亿元，同比增长 45.83%，增速同比上升 11.81 个百分点；实现扣非归母净利润 1.05 亿元，同比增长 4.99%，较去年同期的 70.70%增速明显回落。酒店板块 2019Q1 营收和扣非净利增速低于去年同期，主要因为今年一季度酒店 RevPAR 值同比增速下滑。锦江股份和首旅酒店 2019Q1 的 RevPAR 增速分别是 1.15%和-0.5%，同比 2018Q1 和环比 2018Q4 增速均放缓。

图 19：2015Q1-2019Q1 酒店板块营业收入（亿元）增长情况



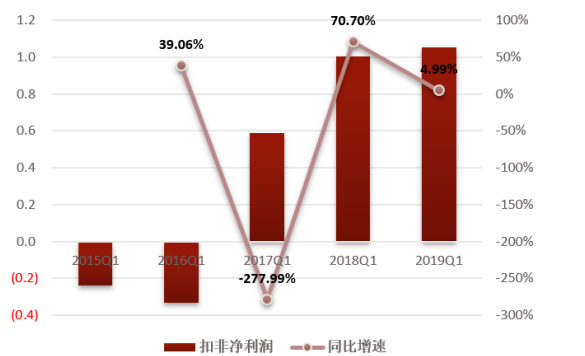
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 20：2015Q1-2019Q1 酒店板块归母净利润（亿元）增长情况



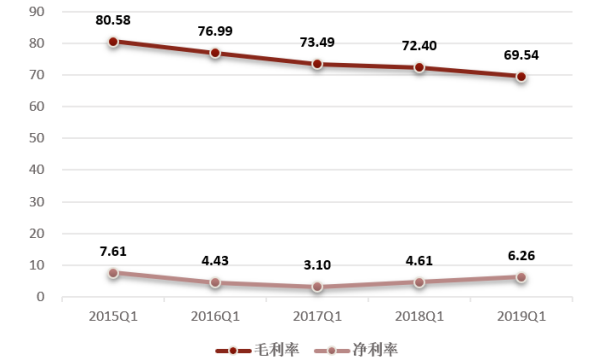
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 21：2015Q1-2019Q1 酒店板块扣非归母净利润（亿元）增长情况



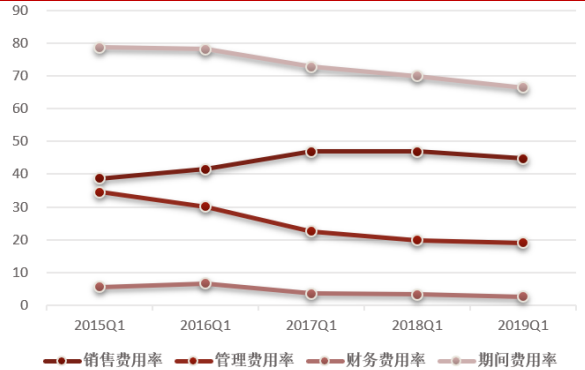
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 22：2015Q1-2019Q1 酒店板块毛利率、净利率情况（单位：%）



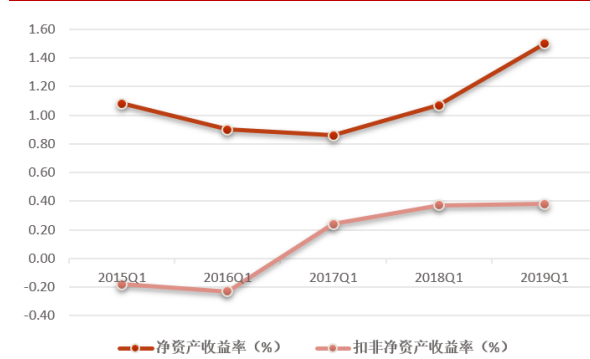
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 23：2015Q1-2019Q1 酒店板块期间费用率变化情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 24：2015Q1-2019Q1 酒店板块净资产收益率情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

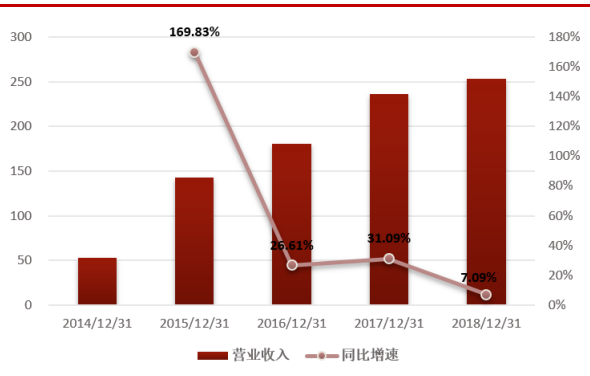
酒店行业本轮复苏开始于 2016 年年底，当年 12 月份的 RevPAR 值同比增长约 3%，告别

了此前三年的负增长。2017 年，RevPAR 值的增长以出租率的提升贡献更多。进入 2018 年，出租率增长显疲态，一方面是由于出租率前期上升较多遇到瓶颈，另一方面也和酒店行业复苏以来开店增多导致供应增速略有加快有关。无论是行业数据还是锦江、首旅、华住三大连锁酒店龙头的经营数据，都显示出 RevPAR 值的增长更多的转向由平均房价的增长所驱动。进入 2019 年，由于宏观经济面临压力，商务活动有所减弱，酒店业经营业绩增速同比明显下滑。酒店行业的中长期看点在于，继续布局中端酒店有利于业务结构改善，连锁扩张将提升龙头企业市占率。由于 2018 年下半年 RevPAR 值增速基数相对较低，若宏观经济后续回暖，2019 年下半年酒店业绩有望恢复，可关注锦江股份和首旅酒店。

4. 旅行社：行业竞争加大，盈利能力下滑

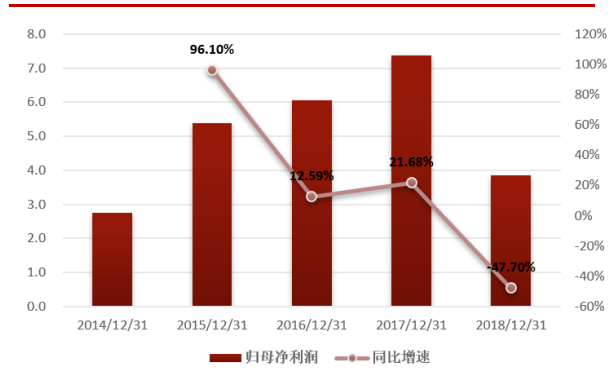
旅行社板块 2018 年实现营业收入 252.97 亿元，同比增长 7.09%，增速同比下滑 24 个百分点；实现归母净利 3.85 亿元，同比下降 47.70%，增速从去年同期的 21.68% 转为负值；实现扣非净利润 2.07 亿元，同比下降 64.73%，降幅较 2017 年 -1.96% 的降幅明显扩大。旅行社板块 2018 年业绩增速同比放缓，且利润端大幅下滑，主要是由于出境游行业有所承压，且行业竞争加大，盈利能力有所下滑。分公司来看，众信旅游 2018 年收入、归母净利和扣非归母净利的同比增速分别是 1.18%、-89.87% 和 -98.37%，业绩大幅下滑主要是泰国沉船事件导致公司盈利能力下滑，同时全年发生资产减值损失 1.13 亿元。腾邦国际 2018 年收入、归母净利和扣非归母净利的同比增速分别是 38.43%、-40.88% 和 -85.08%，利润大幅下滑一方面受到冲销补助收入影响，另一方面是因为公司计提商誉减值准备 3195.77 万元。盈利能力方面，旅行社板块 2018 年的毛利率是 13.63%，同比下降 0.69 个百分点；期间费用率是 10.61%，同比上升 1.14 个百分点；净利率是 1.74%，同比下滑 1.87 个百分点至 1.74%。

图 25：2014/12/31-2018/12/31 旅行社板块营业收入（亿元）增长情况



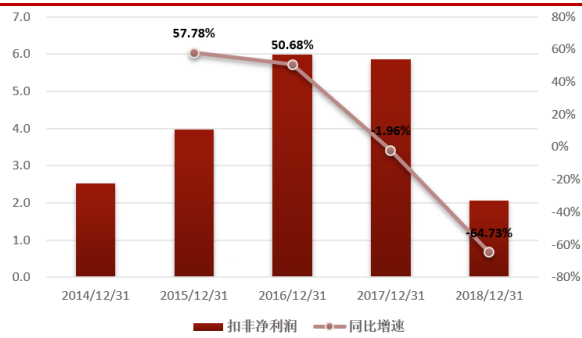
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 26：2014/12/31-2018/12/31 旅行社板块归母净利润（亿元）增长情况



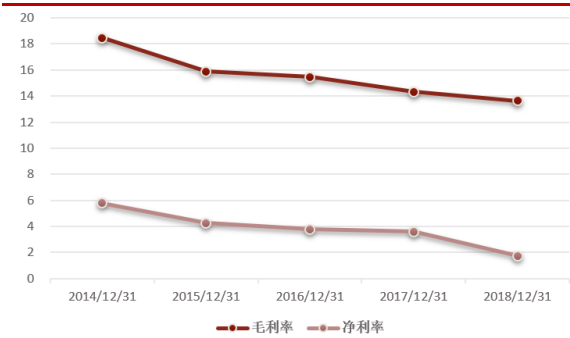
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 27：2014/12/31-2018/12/31 旅行社板块扣非归母净利润（亿元）增长情况



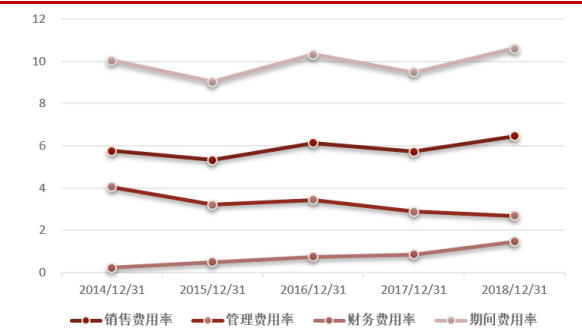
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 28：2014/12/31-2018/12/31 年旅行社板块毛利率、净利率情况（单位：%）



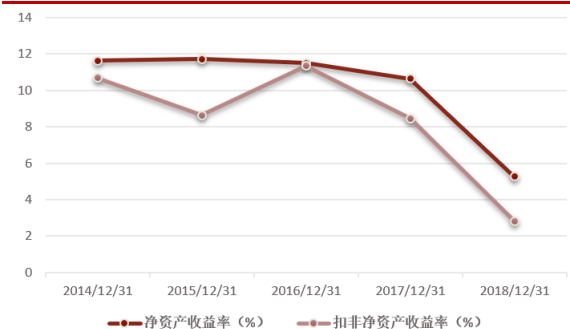
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 29：2014/12/31-2018/12/31 年旅行社板块期间费用率变化情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

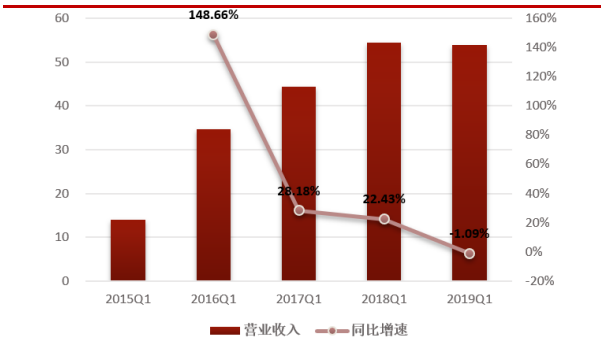
图 30：2014/12/31-2018/12/31 旅行社板块净资产收益率情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

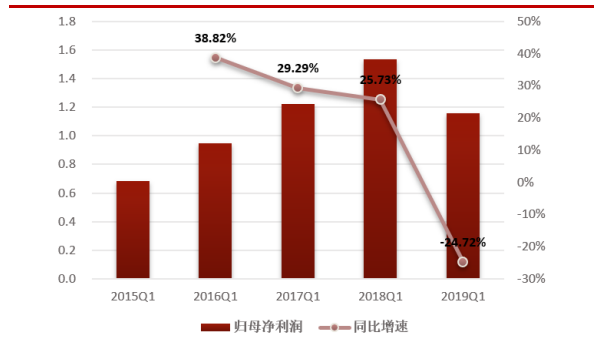
2019Q1，旅行社板块实现营业收入 53.82 亿元，同比下降 1.09%，增速由去年同期的 22.43% 转为负值；实现归母净利润 1.16 亿元，同比下滑 24.72%，增速由去年同期的 25.73% 转为负值；实现扣非净利润 0.69 亿元，同比大幅下滑 51.47%，增速同样由正转负。旅行社板块 2019Q1 利润端增速下滑严重，这主要是由于宏观经济面临压力，居民出国旅游消费有所萎缩，部分旅游目的地突发事件影响游客出行。盈利能力方面，旅行社板块 2019Q1 的综合毛利率是 14.92%，同比下滑 0.48 个百分点；期间费用率是 12.38%，同比上升 1.39 个百分点；净利率是 2.37%，同比下滑 1.04 个百分点。

图 31: 2015Q1-2019Q1 旅行社板块营业收入(亿元) 增长情况



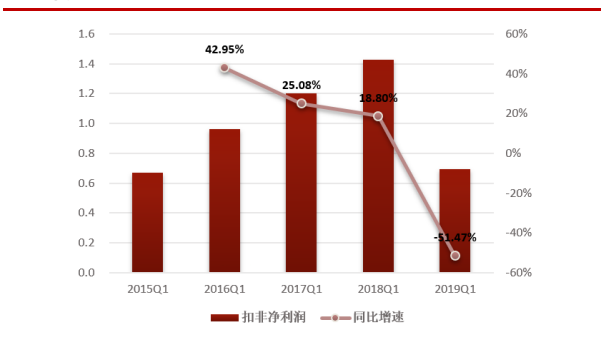
数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所

图 32: 2015Q1-2019Q1 旅行社板块归母净利润(亿元) 增长情况



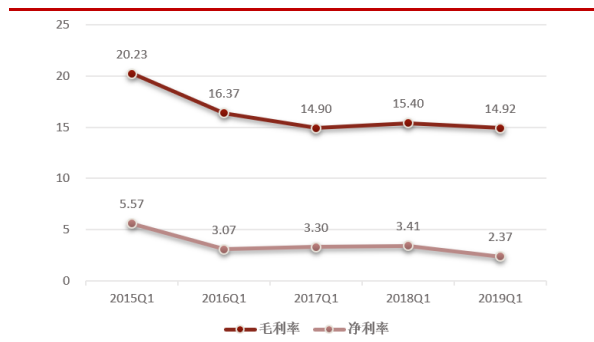
数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所

图 33: 2015Q1-2019Q1 旅行社板块扣非归母净利润(亿元) 增长情况



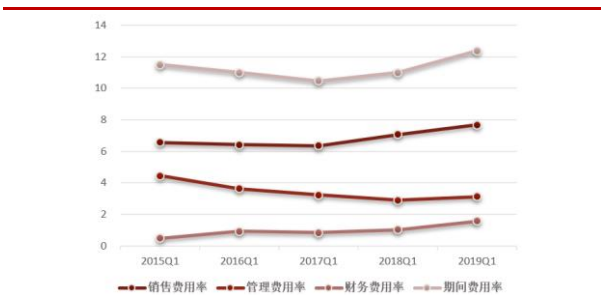
数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所

图 34: 2015Q1-2019Q1 旅行社板块毛利率、净利率情况(单位: %)



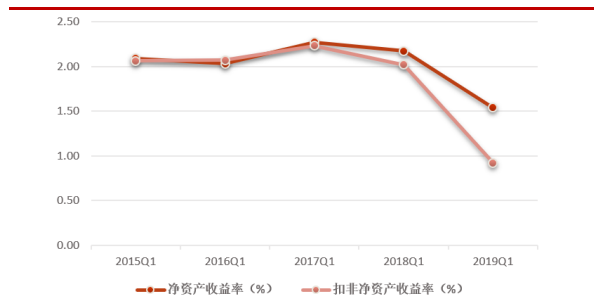
数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所

图 35: 2015Q1-2019Q1 旅行社板块期间费用率变化情况(单位: %)



数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所

图 36: 2015Q1-2019Q1 旅行社板块净资产收益率情况(单位: %)



数据来源: wind资讯, 东莞证券研究所

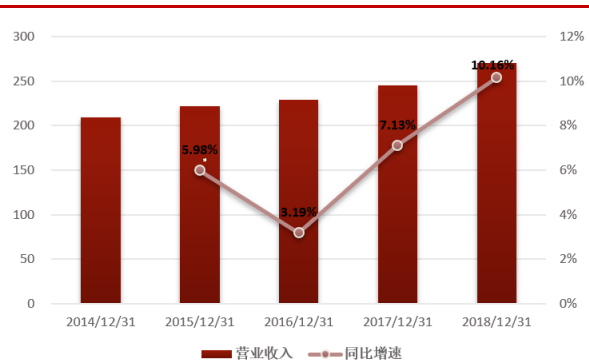
2018 年, 我国出境游人数同比增长 14.7%, 增速为过去 5 年来最高。从各目的地增速来看, 2018 年, 我国内地居民赴香港、澳门、泰国、日本、韩国、越南和新加坡的游客数分别同比增长 14.8%、13.8%、7.4%、13.9%、15.4%、26.9%和 12.7%, 各重要出境目的地呈现良好增长势头。2019Q1, 我国 6 家上市航空公司的国际航线客运量同比增长 14.4%, 增速同比加快 4.5 个百分点。从旅游目的地来看, 我国 2019Q1 内地居民赴香港、

澳门、泰国、日本、韩国、越南和新加坡的游客数分别同比增长 19.7%、23.5%、-1.73%、11.63%、26.56%、-5.55%和-5%，可见港澳游保持快速增长，东北亚的日本和韩国表现优于东南亚。2018 和 2019Q1 数据均显示港澳游增长良好，但港澳游产品利润率相对较低。2018 年 Q4 以来，宏观经济景气度下降，且泰国沉船事件等对权重目的地泰国的负面影响仍未消除，旅行社行业竞争激烈程度上升，产品价格面临下行压力，导致旅行社盈利能力下降，造成板块 2018、2019Q1 板块业绩下滑。2019Q1，行业部分公司的业绩已环比 2018Q4 有所好转。在 2018 年下半年低基数的基础上，我们认为出境游旅行社业绩或将持续改善，可关注众信旅游。

5. 景区：扣非净利增速表现平淡，后续建议关注宋城演艺

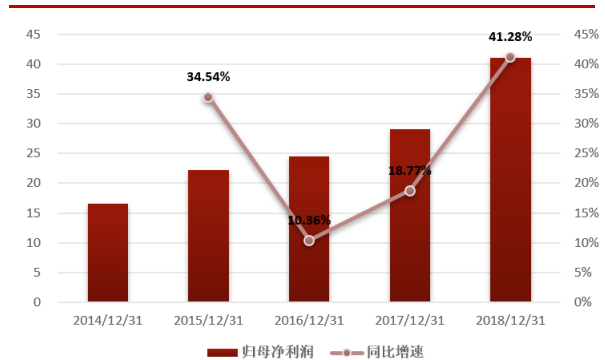
景区板块 2018 年全年实现营业收入 269.94 亿元，同比增长 10.16%，增速同比加快 3.03 个百分点；实现归母净利 41.11 亿元，同比增长 41.28%，增速同比加快 22.51 个百分点；实现扣非净利 27.46 亿元，同比增长 6.00%，增速同比放缓 14.57 个百分点。景区板块 2018 年归母净利增速快于扣非净利增速，主要是由于黄山旅游、桂林旅游、云南旅游和三特索道的归母净利增速均明显快于扣非净利增速。其中，黄山旅游由于减持华安证券 4900 万股获得投资收益，增加当期净利润 1.97 亿元，导致归母净利大幅增长 40.68%，并快于营收增速（-9.13%）和扣非净利增速（-1.19%）。云南旅游由于出售股权带来投资收益，使得归母净利同增 5.8 倍，但扣非净利为亏损 1.87 亿元。三特索道转让咸丰坝坪营项目获得 1.32 亿元投资收益，是 2018 年归母净利的重要贡献，而公司扣非归母净利为 501 万元。盈利能力方面，景区板块 2018 年的毛利率是 35.74%，同比下降 1.07 个百分点；期间费用率是 18.72%，同比下降 1.33 个百分点；净利率是 16.6%，同比上升 3.26 个百分点。

图 37：2014/12/31-2018/12/31 景区板块营业收入（亿元）增长情况



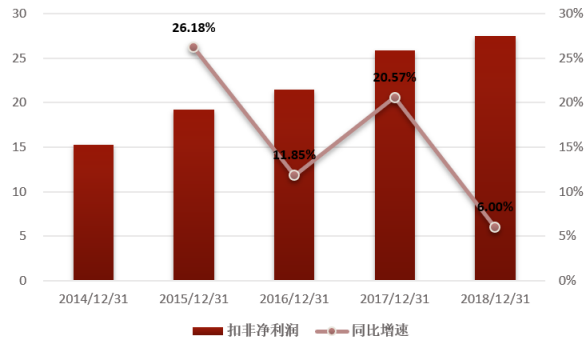
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 38：2014/12/31-2018/12/31 景区板块归母净利润（亿元）增长情况



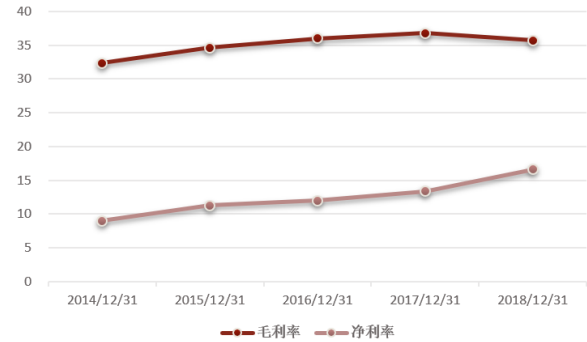
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 39：2014/12/31-2018/12/31 景区板块扣非归母净利润（亿元）增长情况



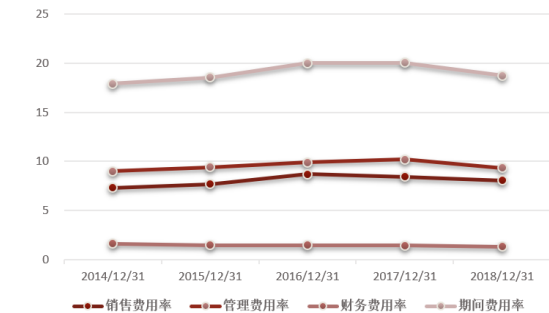
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 40：2014/12/31-2018/12/31 景区板块毛利率、净利率情况（单位：%）



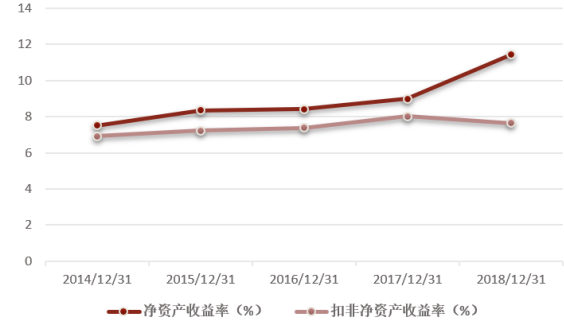
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 41：2014/12/31-2018/12/31 景区板块期间费用率变化情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 42：2014/12/31-2018/12/31 景区板块净资产收益率情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

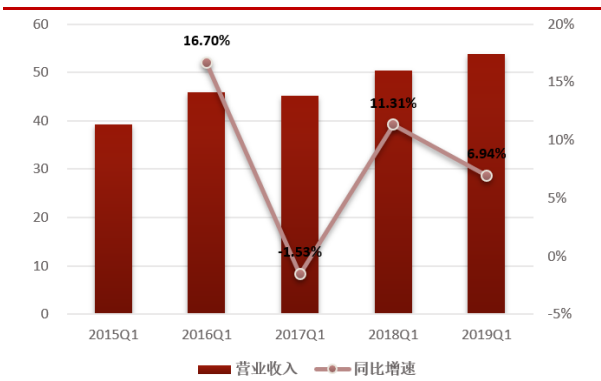
2019Q1，景区板块实现营业收入 53.79 亿元，同比增长 6.94%，增速同比放慢 4.38 个百分点；实现归母净利润 4.82 亿元，同比下降 4.90%，增速同比放缓 22 个百分点；实现扣非净利 4.41 亿元，同比增长 6.24%，增速同比下降 0.86 个百分点。景区板块今年 Q1 业绩增速同比放缓，主要是由于中青旅、黄山旅游和丽江旅游等利润下滑所致。盈利能力方面，景区板块 2019Q1 毛利率是 34.00%，同比下降 0.08 个百分点；期间费用率是 20.67%，同比下降 0.39 个百分点；净利率是 9.84%，同比下降 0.84 个百分点。板块净利率的下滑主要是由于中青旅、黄山旅游和丽江旅游等净利率下滑所致。

发改委要求推动更大力度降价，景区门票降价政策延续。国家发改委发布《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》（以下简称“《通知》”）。《通知》指出，要推动更大力度降价，强化配套服务价格监管，确保降价取得实效，并加强政策宣传和舆论引导。2018 年以来，各地按照《国家发展改革委关于完善国有景区门票价格形成机制 降低重点国有景区门票价格的指导意见》积极开展工作，降低重点国有景区门票价格取得阶段性成效，但总体来看降价景区范围仍然偏小，部分地方落实降价措施力度不够，价格形成机制和成本监审制度建设刚刚起步。根据此次《通知》要求，一是要推进更大范围降价，各地价格主管部门要对 2018 年以来尚未出台降价措施由政府定价管理

的景区，全面开展门票定价成本监审或成本调查、价格评估工作，以“五一”、暑期、“十一”等游客集中时间段为重要节点，成熟一批、出台一批，降低景区偏高门票价格水平；二是要推动更大力度降价，对 2018 年已经降价，但降价不到位、高定价大折扣等问题仍然突出的景区，要推动进一步降价；三是强化配套服务价格监管，各地价格主管部门要从减轻旅游者景区游览全程费用的角度出发，在降低门票价格同时，加强对群众反映强烈、垄断性较强的交通车、缆车、游船、停车等服务价格监管。此外，《通知》还要求要确保降价取得实效，加强宣传和舆论引导。

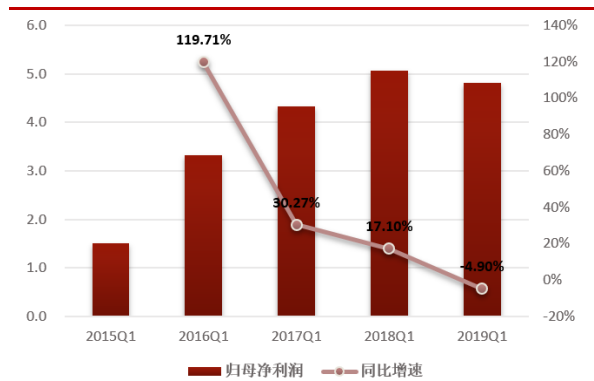
短期利空长期利好，倒逼景区转型升级。从上市公司层面来看，大部分国有自然景区内包含索道票、景区客运、景区门票或景区管理费等一种或多种收入，且部分景区对于门票、索道、景区客运收入依赖程度高。此次《通知》要求更大范围、更大程度降低国有景区门票价格，且要求减轻旅游者景区游览全程费用，加强交通车、缆车等价格监管，短期对国有自然景区公司业绩增长构成消极影响。长期来看，门票价格的下降将促进国有景区转型升级，通过丰富景区内容、发展休闲度假游和全域旅游等摆脱单一的门票经济，向多元经济转型，从而实现收入、利润的长期可持续增长。由于人工景区不受门票降价政策影响，建议关注进入新一轮扩张周期的宋城演艺。

图 43：2015Q1-2019Q1 景区板块营业收入（亿元）增长情况



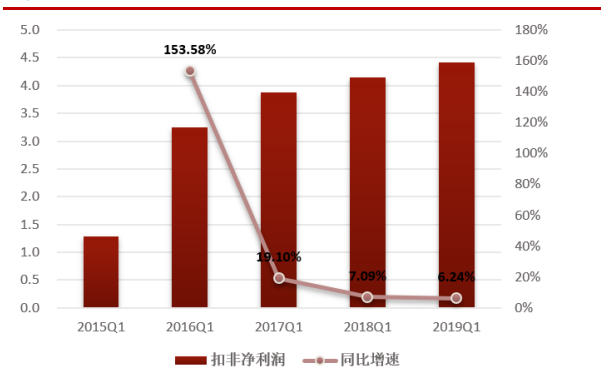
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 44：2015Q1-2019Q1 景区板块归母净利润（亿元）增长情况



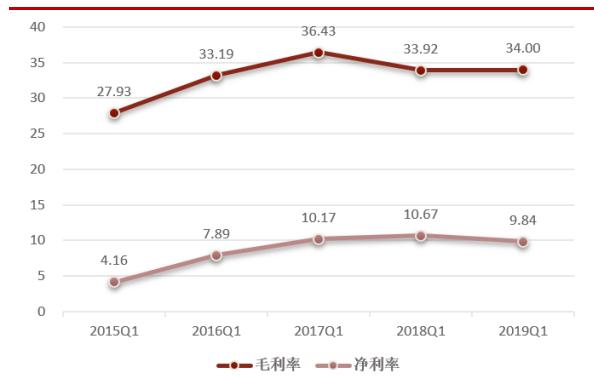
数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 45：2015Q1-2019Q1 景区板块扣非归母净利润（亿元）增长情况

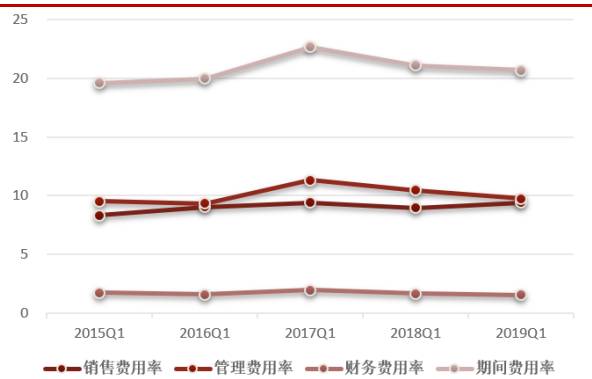


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

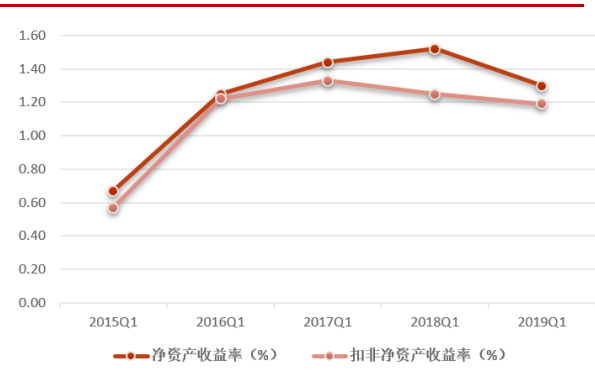
图 46：2015Q1-2019Q1 景区板块毛利率、净利率情况（单位：%）



数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 47：2015Q1-2019Q1 景区板块期间费用率变化情况（单位：%）


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

图 48：2015Q1-2019Q1 景区板块净资产收益率情况（单位：%）


数据来源：wind资讯，东莞证券研究所

6. 投资策略

首先，在并表和国旅总社出表等因素影响下，预计免税板块的**中国国旅**今年业绩快增具有较大确定性，预计公司 2019、2020 年的 EPS 为 2.24 元和 2.43 元，对应 PE 分别为 34 倍和 32 倍，维持谨慎推荐评级。

其次，酒店行业周期性强，此轮向上周期已持续两年多，2018 年下半年以来，宏观经济承压背景下，各龙头酒店公司的 RevPAR 值增速持续放缓。但考虑到 2018 年下半年行业增速基数较低，若后续我国宏观经济热度提升，酒店板块业绩有望同比改善，建议密切关注行业供需情况，可关注**锦江股份**和**首旅酒店**。

再者，上市的出境游旅行社 2018 年下半年以来业绩承压明显，主要受到宏观经济不景气背景下旅游消费趋于理性的影响，同时行业竞争加大，产品价格下降压力显现，行业盈利能力下降。考虑到 2018 年下半年业绩基数较低，若宏观经济触底回升，并随着部分旅游目的地突发事件的负面影响逐渐减弱，出境游旅行社板块的业绩或在 2019 年下半年出现改善，可关注**众信旅游**。

最后，虽然宏观经济不景气会导致消费理性化，但认为首当其冲的是出境游领域，国内游或在一定程度上替代出境游，部分优质、性价比较高、不受门票降价影响的国内景区仍具有增长空间，推荐新项目将陆续落地的**宋城演艺**。

表 1：重点公司盈利预测及投资评级（2019/5/13）

代码	公司名称	股价	EPS（元/股）			PE			投资评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
300144.SZ	宋城演艺	21.51	0.89	1.07	1.11	24	20	19	谨慎推荐
601888.SH	中国国旅	77.15	1.59	2.24	2.43	49	34	32	谨慎推荐

资料来源：wind 资讯，东莞证券研究所

7. 风险提示

天灾人祸等不可抗力事件的发生，行业竞争加剧、居民旅游消费萎缩等的风险。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn