

投资评级：优于大市

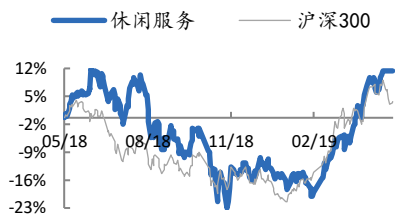
证券分析师

**王焜焜**

 资格编号：S0120518110001  
电话：021-68761616  
邮箱：wangtt@tebon.com.cn

联系人

市场表现



资料来源：德邦研究

相关研究

## 社服板块 18 年报和 19 年一季报综述

**投资要点：**

- 板块综合：**申万一级休闲服务行业 18 年报和 19Q1 季报发布。2018 年板块营业收入 1472 亿元/+25.4%，归母净利润 95.67 亿/+7.6%；2019Q1 板块营业收入 366 亿元/+28.3% 归母净利润 25 亿元/+83.9%。收入端，免税板块表现突出，引领 18 和 19Q1 板块营收；归母净利润，18 年同比增长放缓，酒店行业受到宏观经济影响，免税板块一次性费用计提影响业绩，2019Q1 免税板块确认投资收益较高。
- 子板块：免税板块**中国国旅业绩亮眼，18 年收入大增 66%，净利润略低于预期主要是短期财务调整，19Q1 投资收入确认，扣非后业绩仍同增 37%，超过预期，未来有望继续整合免税业务，规模效应之下毛利率仍有提升空间。
- 酒店板块**因宏观经济承压，18 年同比增长放缓，19Q1 受到春节影响经营数据尚未好转，Revpar 同比增长继续放缓，甚至出现负值。预计 19 年下半年酒店 Revpar 会伴随经济企稳而复苏。
- 景区板块**，重点山岳景区因门票降价和外延项目周期较长而估值承压，黄山旅游因受到去年投资收益基数较高影响，业绩下滑较多，静待景区旺季高铁效应显现。休闲游景区宋城演艺表现稳健，2018 和 2019Q1 归母净利润同增 15%~20%，六间房重组第二步完成，确认出表商誉减值影响消除。
- 餐饮板块**，整体竞争加剧，业绩下滑或者亏损，仅有老字号品牌主打食品制造的广州酒家一枝独秀，营收和业绩稳健增长，食品制造业务持续提升至 76%，收入同比增长 18.59%，主要得益于月饼和速冻食品的提价以及产能提升，目前处于供不应求的状态，随着募投项目逐步推进，产能投放销量增长、渠道铺设异地拓展到广东省其他地区，网络销售平台助力食品业务拓展到全国，未来发展值得期待，建议关注。
- 风险提示：**免税政策放开不及预期，宏观经济下行，景区客流不及预期。

行业相关股票

| 股票代码   | 股票名称 | EPS (元) |       |       | P/E   |       |       | 投资评级 |     |
|--------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----|
|        |      | 2018A   | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | 上期   | 本期  |
| 601888 | 中国国旅 | 1.58    | 2.36  | 2.5   | 48.89 | 32.74 | 30.86 | 增持   | 增持  |
| 600054 | 黄山旅游 | 0.78    | 0.73  | 0.79  | 13.14 | 14.05 | 12.98 | 未评级  | 未评级 |
| 300144 | 宋城演艺 | 0.89    | 1.04  | 1.11  | 25.36 | 20.74 | 19.39 | 未评价  | 未评价 |
| 600754 | 锦江股份 | 1.13    | 1.27  | 1.47  | 23.14 | 20.23 | 17.44 | 未评级  | 未评级 |
| 600258 | 首旅酒店 | 0.88    | 0.99  | 1.17  | 23.30 | 18.94 | 16.01 | 未评级  | 未评级 |

资料来源：Wind，德邦研究

## 目 录

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| 1. 社服板块 18 年&19Q1 业绩回顾.....           | 4 |
| 1.1 2018 年社服板块整体收入净利实现增长，增速放缓.....    | 4 |
| 1.2 2019Q1 社服板块收入和净利润同增，免税板块业绩领头..... | 4 |
| 1.3 重点公司年报和一季报业绩回顾.....               | 4 |
| 2. 子板块业绩分化，免税表现亮眼，酒店景区放缓.....         | 5 |
| 2.1 免税板块中国国旅业绩增长喜人.....               | 5 |
| 2.2 酒店板块宏观经济下滑拖累业绩.....               | 6 |
| 2.3 餐饮板块广州酒家一枝独秀.....                 | 7 |
| 2.4 景区板块业绩估值均承压.....                  | 8 |

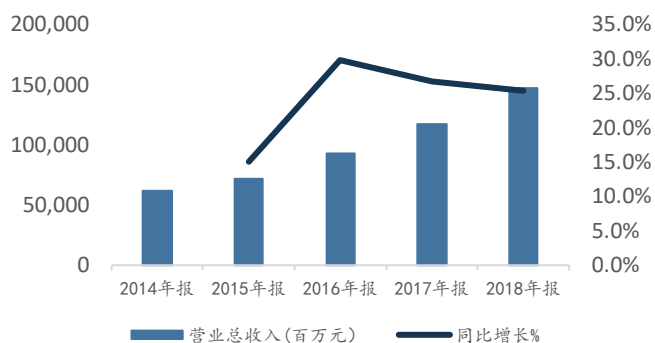
## 图表目录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 图 1 申万休闲服务行业 2014-2018 年报营业收入和增速   | 4 |
| 图 2 申万休闲服务行业 2014-2018 年报归母净利润和增速  | 4 |
| 图 3 申万休闲服务行业 2014-2019 一季报营业收入和增速  | 4 |
| 图 4 申万休闲服务行业 2014-2019 一季报归母净利润和增速 | 4 |
| 图 5 中国国旅年报营业收入 2014-2018 (亿元)      | 5 |
| 图 6 中国国旅年报归母净利润 2014-2019 (亿元)     | 5 |
| 图 7 中国国旅一季报营业收入 2014-2018 (亿元)     | 6 |
| 图 8 中国国旅一季报归母净利润 2014-2018 (亿元)    | 6 |
| 图 9 酒店板块年报营业收入 2014-2018 (百万)      | 6 |
| 图 10 酒店板块年报归母净利润 2014-2018 (百万)    | 6 |
| 图 11 酒店板块一季报营业收入 2014-2018 (百万)    | 6 |
| 图 12 酒店板块一季报归母净利润 2014-2018 (百万)   | 6 |
| 图 13 国内三大酒店集团 Revpar 同比增速          | 7 |
| 图 14 三大酒店集团已签约未开业酒店数               | 7 |
| 图 15 三大酒店集团净开业酒店数                  | 7 |
| 图 16 餐饮板块年报营业收入 2014-2018 (百万)     | 8 |
| 图 17 餐饮板块年报净利润 2014-2018 (百万)      | 8 |
| 图 18 餐饮板块一季报营业收入 2014-2019 (百万)    | 8 |
| 图 19 餐饮板块一季报净利润 2014-2019 (百万)     | 8 |
| 图 20 景区板块年报营业收入 2014-2018 (百万)     | 8 |
| 图 21 景区板块年报净利润 2014-2018 (百万)      | 8 |
| 图 22 景区板块一季报营业收入 2014-2018 (百万)    | 9 |
| 图 23 景区板块一季报净利润 2014-2018 (百万)     | 9 |

## 1. 社服板块 18 年&19Q1 业绩回顾

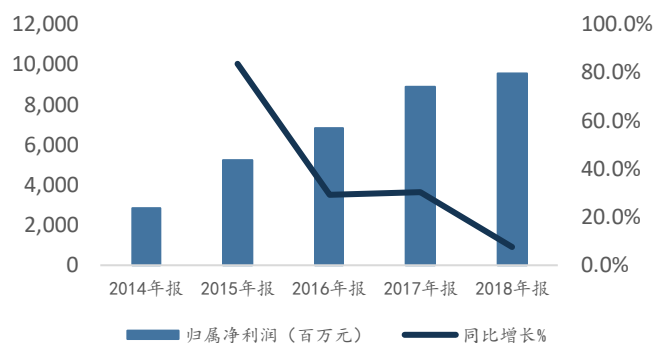
### 1.1 2018 年社服板块整体收入净利实现增长，增速放缓

图 1 申万休闲服务行业 2014-2018 年报营业收入和增速



资料来源: wind, 德邦研究

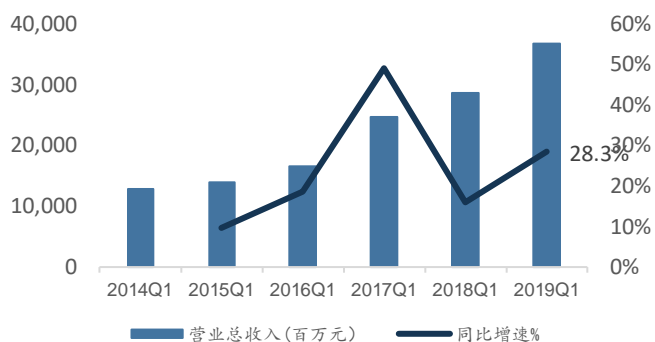
图 2 申万休闲服务行业 2014-2018 年报归母净利润和增速



资料来源: wind, 德邦研究

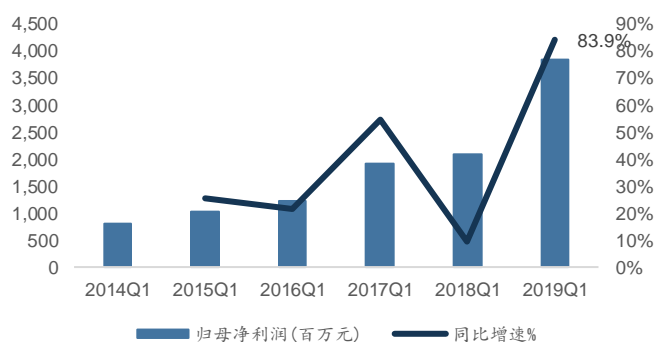
### 1.2 2019Q1 社服板块收入和净利润同增，免税板块业绩领头

图 3 申万休闲服务行业 2014-2019 一季报营业收入和增速



资料来源: wind, 德邦研究

图 4 申万休闲服务行业 2014-2019 一季报归母净利润和增速



资料来源: wind, 德邦研究

### 1.3 重点公司年报和一季报业绩回顾

表 1 休闲服务行业重点公司年报和一季报业绩

| 证券简称        | 2018 年报     |             |           |           | 2019Q1    |           |
|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|             | 营业总收入 (百万元) | 归母净利润 (百万元) | 营业总收入同增 % | 归母净利润同增长% | 营业总收入同增 % | 归母净利润同增长% |
| <b>免税板块</b> |             |             |           |           |           |           |
| 中国国旅        | 47,007      | 3,095       | 66.2      | 22.3      | 54.7      | 98.8      |
| <b>酒店板块</b> |             |             |           |           |           |           |
| 锦江股份        | 14,697      | 1,082       | 8.2       | 22.8      | 2.7       | 28.2      |
| 首旅酒店        | 8,539       | 857         | 1.5       | 35.8      | 1.0       | -1.9      |
| <b>旅行社</b>  |             |             |           |           |           |           |
| 众信旅游        | 12,231      | 24          | 1.5       | -89.9     | -0.9      | -1.4      |
| <b>休闲景区</b> |             |             |           |           |           |           |
| 中青旅         | 12,265      | 597         | 11.3      | 4.5       | 1.4       | -35.1     |
| 宋城演艺        | 3,211       | 1,287       | 6.2       | 20.6      | 15.9      | 14.9      |
| <b>山岳景区</b> |             |             |           |           |           |           |
| 黄山旅游        | 1,621       | 583         | -9.1      | 40.7      | 7.8       | -69.8     |
| 峨眉山 A       | 1,072       | 209         | -0.6      | 6.4       | -3.4      | 5.4       |
| <b>餐饮板块</b> |             |             |           |           |           |           |
| 广州酒家        | 2,537       | 384         | 15.9      | 12.8      | 19.8      | 17.9      |
| 全聚德         | 1,777       | 73          | -4.5      | -46.3     | -9.6      | -71.4     |

资料来源: wind, 德邦研究

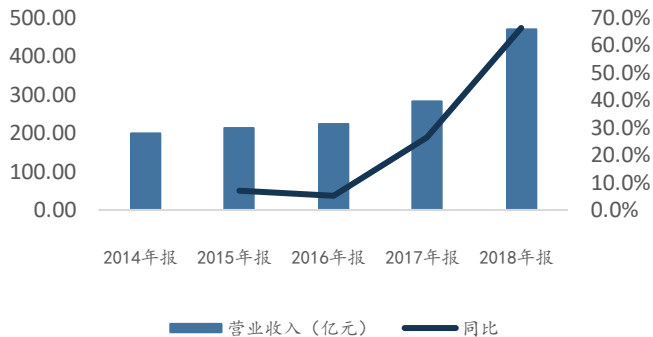
## 2. 子板块业绩分化，免税表现亮眼，酒店景区放缓

### 2.1 免税板块中国国旅业绩增长喜人

免税板块，中国国旅 2018 年实现营收 470 亿元/+66.23%，归母净利 31 亿元/22.29%，扣非后归母净利 31.4 亿元/27.82%。三亚实现营业收入 80.1 亿元/+31.66%，贡献净利约 11.1 亿元，全年接待顾客 597 万人次，购物人数 170 万人次。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，贡献净利约 1.8 亿元；日上上海实现营业收入 104.5 亿元，贡献净利约 4.7 亿元。整体来看商品销售实现营收 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。

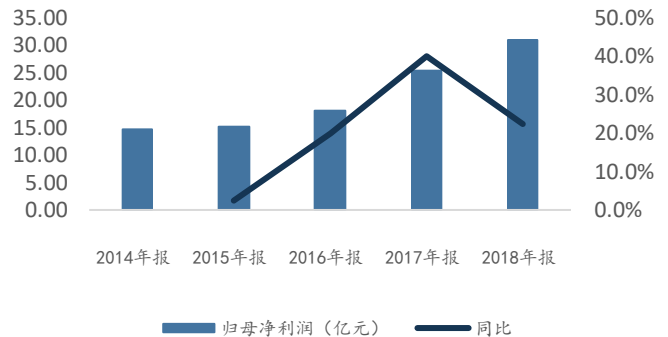
2018 年全年毛利率 41.46%/大幅提升 11.64pct，主要是免税业务在日上并表之后规模提升，议价权提升，毛利不断提升。销售费用率 24.68%/+12.2pct，管理费用率 3.41%/-0.41pct，财务费用率-0.01%/+0.5pct。销售大幅提升的原因主要是并表日上以后机场免税业务的销售费用较高，机场租赁费的增加。管理费用率略微下降，主要是公司业务迅速扩大带来的规模效应。主要是财务费用率提升主要系汇兑损失所致。此次归母净利同比增长 24.39%，低于预期，预估或因一次性费用计提，a. 四季度奖金计提费用较高，免税业务促销、消费者积分计提，2018 年递延收益净增加 0.76 亿元。b. 三亚存货部分跌价计提费用，2018 年 Q4 计提资产减值损失 2.85 亿，其中坏账损失 0.93 亿元，存货跌价准备 2.03 亿元，此次计提费用应属于非持续性影响。c. 筹备新开店相关费用拖累业绩，2018 年增加长期待摊费用 2.33 亿元，并且摊销 1.17 亿元，主要来自香港和广州机场的改造支出，长期待摊费用主要影响 18/19 的销售费用，预计会对业绩产生影响

图 5 中国国旅年报营业收入 2014-2018 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究

图 6 中国国旅年报归母净利润 2014-2019 (亿元)

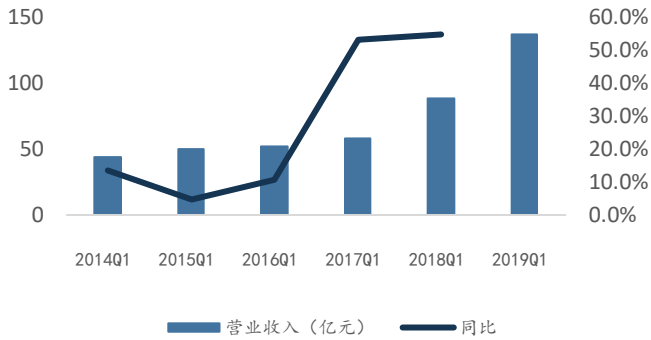


资料来源: wind, 德邦研究

2019Q1 实现营收 137 亿元/+54.72%，归母净利 23.06 亿元/+98.8%，扣非后归母净利 15.9 亿元/+37.37%。Q1 业绩大增 98.8%，非经常性损益主要是转让国旅总社带来的约 7 亿投资收益，扣除非经常性损益后业绩仍增长 37.37%，超过市场预期。2019Q1 毛利率 49.45%/+9.98pct。拆分来看，预估日上上海实现营收约 39-40 亿元，北京 T2+T3 实现营收约 25-26 亿元，三亚实现营收约 34-35 亿元。

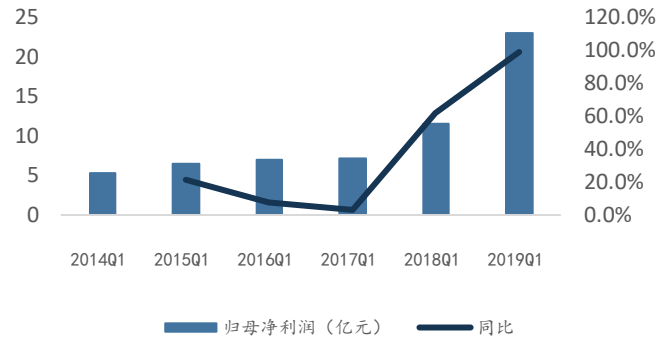
投资建议：2018 年归母净利不达预期，更多是短期财务数据调整带来的非持续性影响，短期内股价承压，但中长期，免税行业仍然受益于国家政策红利；公司免税规模和市占率继续稳步提升，中免近期中标北京大兴机场，与山东机场投资设立中免集团济南机场免税品有限公司。未来公司行业垄断的地位将会更加稳固，渠道整合以及规模效应会带来毛利持续提升，19Q1 业绩大增毛利提升已经验证，公司未来的业绩增长有保障，建议继续关注。

图 7 中国国旅一季报营业收入 2014-2018 (亿元)



资料来源: wind, 德邦研究

图 8 中国国旅一季报归母净利润 2014-2018 (亿元)

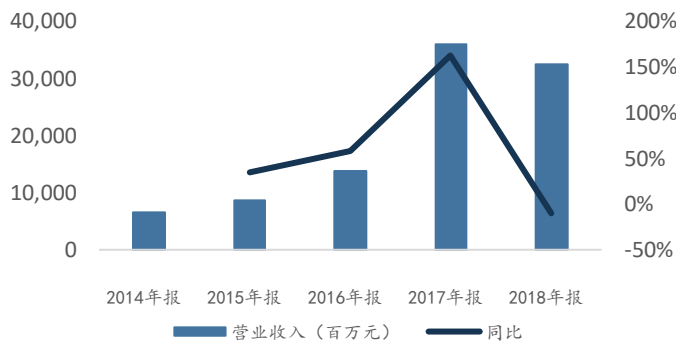


资料来源: wind, 德邦研究

## 2.2 酒店板块宏观经济下滑拖累业绩

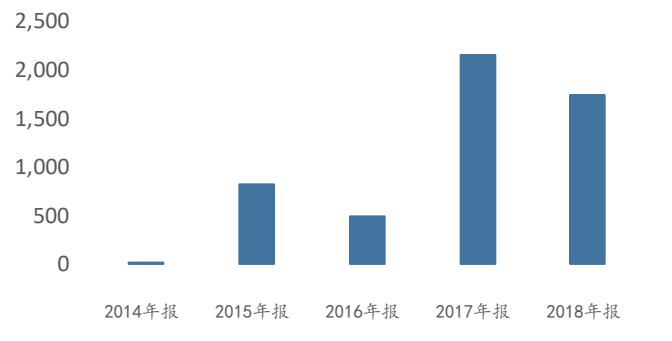
酒店板块由于受到宏观经济下行的影响,在 17 年高基数的情况下,18 年营收和净利润均同比减少,19Q1 持续趋势。2018 年酒店板块实现营收 323.4 亿元/-10.1%,归母净利润 14.75 亿元/-19.1%。2019Q1 实现营收 76.3 亿元/-6.2%,归母净利润 4.2 亿元/+25.7%。三大酒店集团虽业绩稳健但是放缓趋势明显,Revpar 同比增长持续下滑,如家 Q1Revpar 同增首次为负,经营数据仍然不乐观,估值虽有修复,但是仍需关注下半年业绩是否企稳回升。

图 9 酒店板块年报营业收入 2014-2018 (百万)



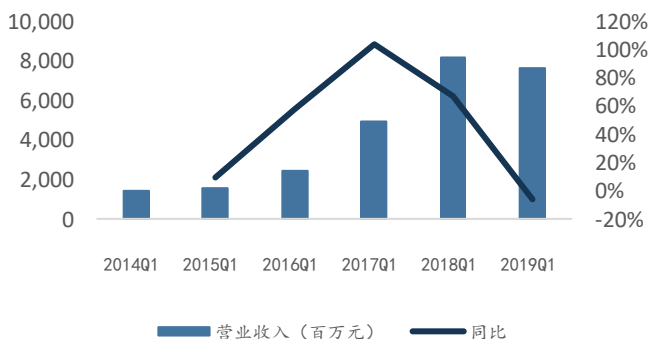
资料来源: wind, 德邦研究

图 10 酒店板块年报归母净利润 2014-2018 (百万)



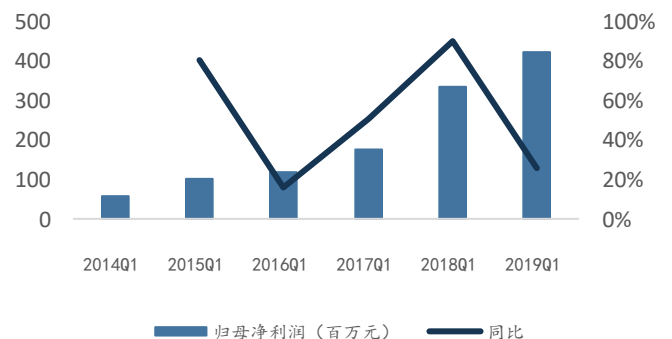
资料来源: wind, 德邦研究

图 11 酒店板块一季报营业收入 2014-2018 (百万)



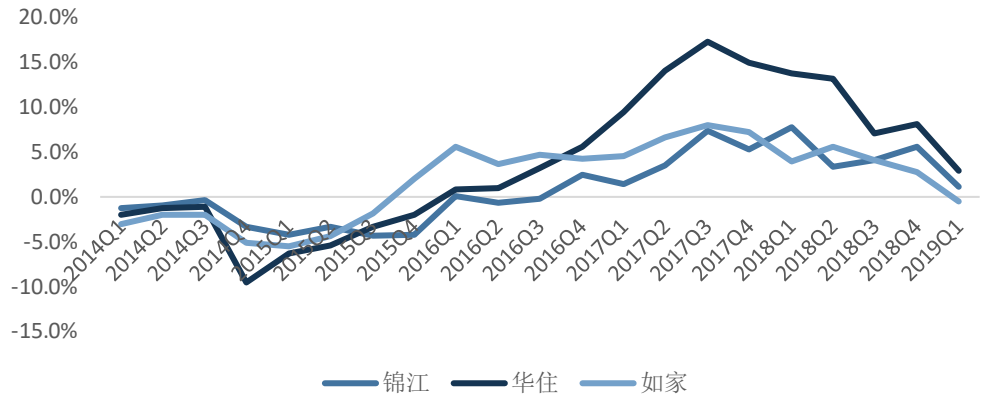
资料来源: wind, 德邦研究

图 12 酒店板块一季报归母净利润 2014-2018 (百万)



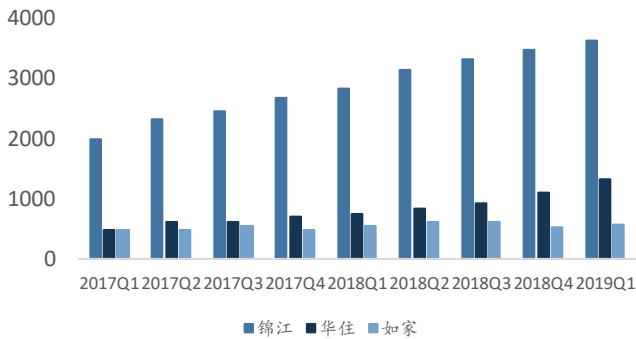
资料来源: wind, 德邦研究

图 13 国内三大酒店集团 Revpar 同比增速



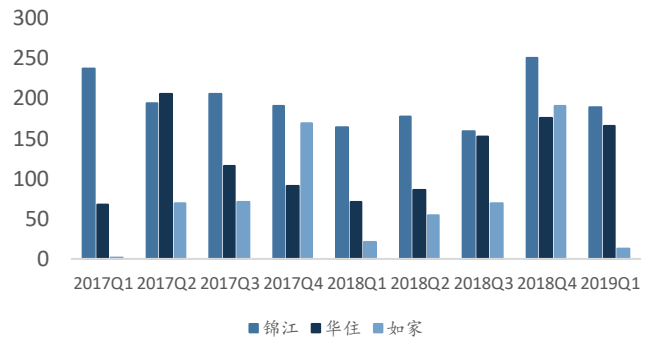
资料来源：公司公告，德邦研究

图 14 三大酒店集团已签约未开业酒店数



资料来源：公司公告，德邦研究

图 15 三大酒店集团净开业酒店数



资料来源：公司公告，德邦研究

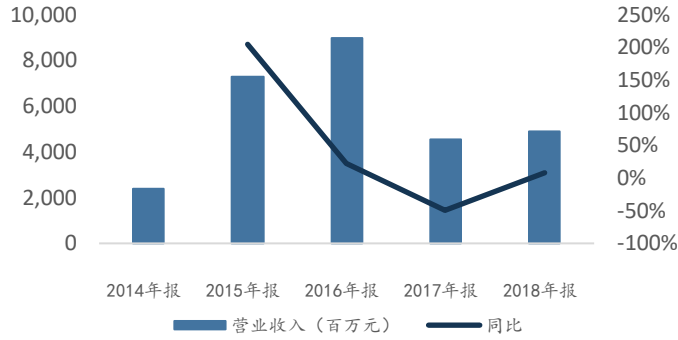
### 2.3 餐饮板块广州酒家一枝独秀

餐饮板块整体营收略有回暖，但归母净利润同比增速继续下滑态势。2018 年餐饮板块实现营收 48.92 亿元/+7.7%，归母净利润 4.74 亿元/+1.9%。2019Q1 实现营收 10.88 亿元/+7.9%，归母净利润 0.39 亿元/-42.6%。餐饮行业竞争较为激烈，全聚德和西安饮食业绩下滑或者亏损，仅有老字号品牌主业食品制造的广州酒家一枝独秀，业绩稳健增长。

广州酒家 2018 年全年实现营业收入 25.37 亿元，同比增长 15.89%，实现归属净利润 3.84 亿元，同比增长 12.79%，扣非归属净利润 3.69 亿，同比增长 11.45%，2019Q1 公司实现收入 5.33 亿元同比增长 19.79%，归属净利润 4551 万元同比增长 17.93%，扣非归属净利润 4187 万元同比增长 10.77%。公司食品制造和餐饮业务均实现增长，其中食品制造业务收入占比 76%，18 年营收同比增长 18.59%，主要得益于月饼和速冻食品的提价以及产能提升，目前处于供不应求的状态；餐饮业务营收同比增 7.46%，2017 广州新开 2 家餐厅已经开始贡献全年业绩，2018 年新开广州白云机场和天字号码头店也已经开始贡献收入。放眼长期，随着募投项目逐步推进，产能投放销量增长、渠道铺设异地拓展到广东省其他地区，网络销售平台助力食品业务拓展到全国，广州酒家未来发展值得期待。

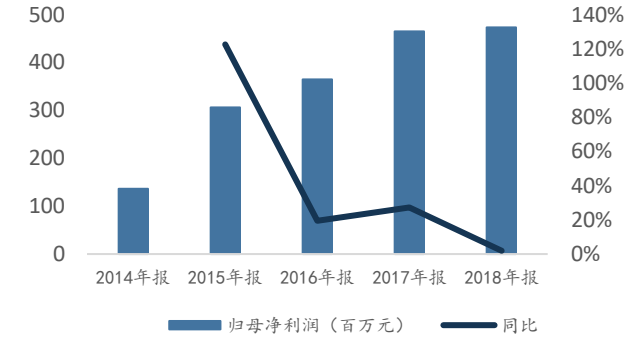


图 16 餐饮板块年报营业收入 2014-2018 (百万)



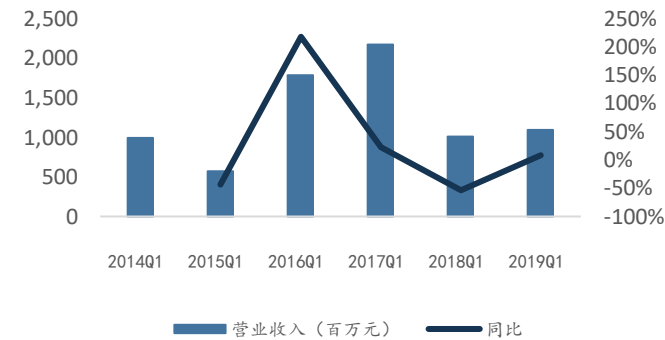
资料来源: wind, 德邦研究

图 17 餐饮板块年报净利润 2014-2018 (百万)



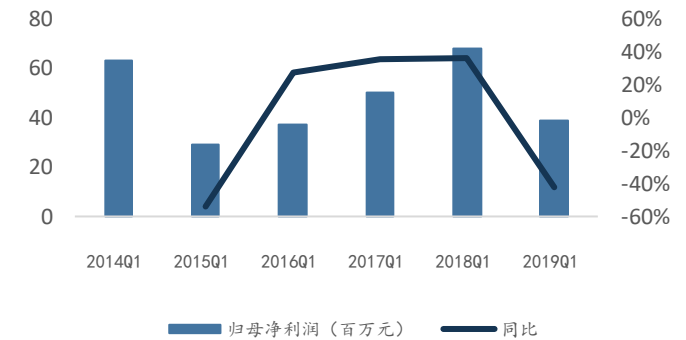
资料来源: wind, 德邦研究

图 18 餐饮板块一季报营业收入 2014-2019 (百万)



资料来源: wind, 德邦研究

图 19 餐饮板块一季报净利润 2014-2019 (百万)

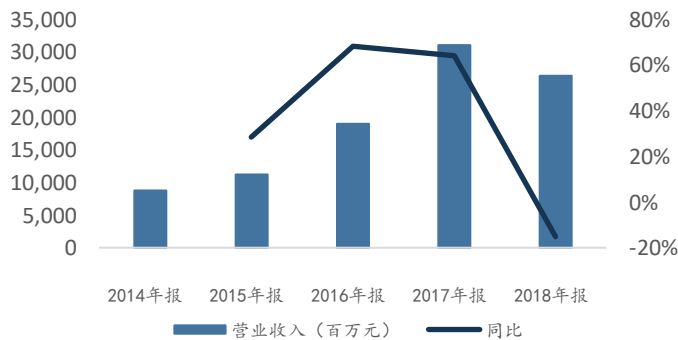


资料来源: wind, 德邦研究

## 2.4 景区板块业绩估值均承压

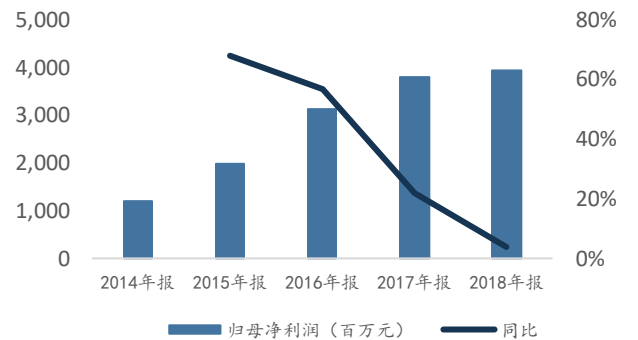
景区板块因为受到客流波动和景区降价事件影响，业绩和估值都承受压力，2018 年景区板块实现营收 263.8 亿元/-15.2%，归母净利润 39.31 亿元/+3.8%。2019Q1 实现营收 53.2 亿元/-2.7%，归母净利润 4.82 亿元/-5.7%。

图 20 景区板块年报营业收入 2014-2018 (百万)



资料来源: wind, 德邦研究

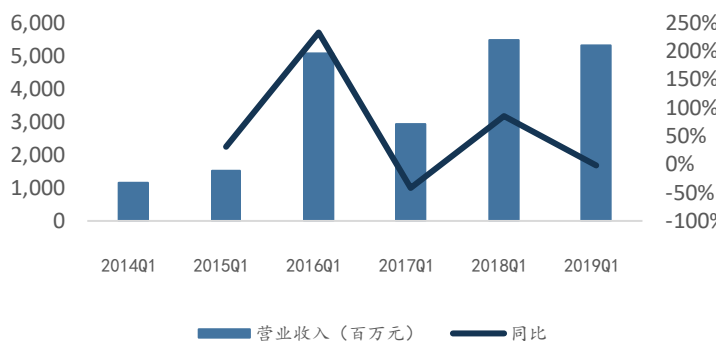
图 21 景区板块年报净利润 2014-2018 (百万)



资料来源: wind, 德邦研究

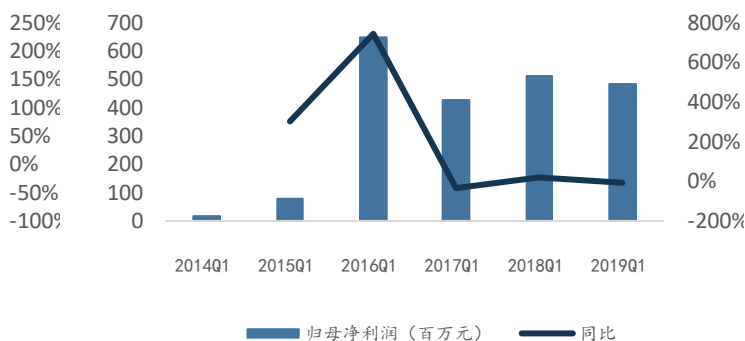


图 22 景区板块一季报营业收入 2014-2018 (百万)



资料来源: wind, 德邦研究

图 23 景区板块一季报净利润 2014-2018 (百万)



资料来源: wind, 德邦研究

表 2 上市景区接待人数数据 2018

| 上市公司  | 景区    | 接待人数 (万人次) | 同比增长 (%) |
|-------|-------|------------|----------|
| 黄山旅游  | 黄山风景区 | 338        | 0.6      |
| 峨眉山 A | 峨眉山景区 | 329.5      | 3.25     |
| 中青旅   | 乌镇    | 915.03     | -9.71    |
|       | 古北水镇  | 256.49     | -6.85    |
| 桂林旅游  | 景区合计  | 476.03     | 7.56     |
| 丽江旅游  | 索道合计  | 369.4      | 3.43     |
| 张家界   | 景区合计  | 596.49     | 0.25     |
| 长白山   | 长白山   | 250.9      | 12.4     |

资料来源: 各公司公告, 德邦研究

表 3 上市景区受门票降价影响

| 上市景区     | 降价幅度   | 颁布日期      | 相关上市公司 |
|----------|--------|-----------|--------|
| 黄山       | 17.40% | 2018/9/28 | 黄山旅游   |
| 乌镇联票     | 5%     | 2018/9/20 | 中青旅    |
| 峨眉山      | 13.50% | 2018/9/20 | 峨眉山 A  |
| 桂林银子岩景区  | 18.75% | 2018/8/20 | 桂林旅游   |
| 丽江玉龙雪山索道 | 33.33% |           |        |
| 云杉坪索道    | 27.27% | 2018/10/1 | 丽江旅游   |
| 牦牛坪索道    | 25%    |           |        |

资料来源: 各公司公告, 德邦研究

山岳景区重点关注公司黄山旅游一季报实现营业收入 2.64 亿元, 同比增长 7.8%, 实现归母净利润 2357 万元, 同比下降 69.77%, 扣非归母净利润 2357 万元, 同比减少 26.67%, EPS0.03 元, 同比下降 69.03%。黄山景区 2019 年 Q1 接待进山游客 59.17 万人, 同比去年增长 6.4%。公司 19 年提前开始执行旺季时间, 从 1 月 21 日起黄山开始执行降价后的旺季门票 190 元, 高于淡季 150 元, 因此门票降价对一季度门票收入影响较小。Q1 景区门票收入增加 8.7%。Q1 公司收入增长 7.8%, 但是归母净利润下降 69.8%, 主要系去年同期公司非经常损益所导致的净利润基数较高, 18 年 Q1 处置华安证券股票取得投资收益约 6000 万元, 在执行新金融工具准则后, 处置华安证券股票的收益将不再计入当期损益, 19 年建议关注扣非后的业绩。19Q1 扣非后业绩下降 26.7%, 主要是公司本期加大营销活动, 销售费用大幅增加所致。公司加大营销费用, 采取主动营销策略, 虽费用先行但有利于公司长期经营。

休闲游景区重点关注宋城演艺, 2018 年年报归母净利润同增 20.57%, 三大成熟千古情景区持续高增长, 毛利率提升。2019Q1 实现营业收入 8.25 亿元/+15.85%,

实现归母净利润 3.7 亿元,同比增长 14.9%。宋城演艺三大成熟景区增长均超过 10%,新开业重资产桂林项目预计 19 年开始逐步贡献利润;新开业轻资产项目部分收入确认,目前仍有预收款项 4.5 亿元,未来将逐步确认为收入。数字娱乐方面,六间房重组交割第二步完成,预计出表。宋城演艺业绩稳健,六间房出表商誉消除,建议关注。

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；     | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|   |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|   |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|   |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| 2. 市场基准指数的比较标准：<br>A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|   |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|   |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。