

休闲服务行业

上半年景气分化，看好免税增长及酒店景气回升

核心观点：

● 19年上半年业绩：子板块表现有所分化，免税维持高增长

根据 Wind，2019 年上半年旅游行业上市公司营收和业绩增速均有所放缓。26 家行业重点上市公司 2019 年上半年营业收入、归母净利润和扣非净利润合计为 646.1 亿元、61.1 亿元和 45.4 亿元，同比分别增长 5.8%、22.5% 和 6.1%，剔除亏损或异常后增速均值分别为 5.7%、21.4% 和 6.6%。盈利能力：19 年上半年旅游行业整体盈利能力有所提升，休闲服务板块毛利率、净利率分别为 45.5% 和 9.3%，YOY+2.7pct/+1.1pct，主要是免税龙头盈利能力优化拉动。重点上市公司上半年平均毛利率增长 0.7pct，净利率和 ROE 同比均下降 1.0pct。

● **分板块：****免税龙头业绩靓丽，酒店龙头扩张提速，出境游、景区业绩承压**
 根据公司半年报，**免税：**上半年中国国旅营收/归母净利润分别为 243.4 亿元/32.8 亿元，YOY+15.5%/+70.9%。国旅旗下中免上半年同口径（除日上上海并表时间因素）收入和归母净利润同比分别增长 36% 和 29%。离岛、机场免税表现亮眼，海棠湾同比增 28.5%，首都/香港/广州机场收入 YOY+25.5%/+36.1%/+193.1%；日上贡献收入增量 35.4 亿元。多家市内店恢复运营，或将成为未来收入重要增量。**酒店：**上半年华住、锦江和首旅保持快速开店，收入同比增速分别为 13.8%、2.9% 和 -0.3%，归母净利润同比增速分别为 54.0%、12.8% 和 8.1%。2 季度华住和锦江 RevPar 分别提升 1.3% 和 0.7%，如家同比下降 1.5%，出租率 YOY-2.7/-3.9/-2.3pct，跌幅有所缩窄，平均房价 YOY+4.4%/+6.0%/+1.3%，主要依靠中高端酒店占比结构性提升拉动，增速有明显回落。**景区：**上半年休闲景区和自然景区营收同比分别增长 2.5% 和 9.0%，归母净利润同比分别下降 2.5% 和 22.6%。自然景区受到门票降价影响，业绩整体承压。休闲景区方面，宋城演艺剔除六间房重组影响后，归母净利润和扣非后净利润同比分别增长 13.3% 和 16.4%。上半年自然景区和休闲景区毛利率同比分别下降 1.6pct 和持平；净利率 YOY-4.1pct/+0.9pct；ROE YOY+1.1pct/+0.4pct。**出境游：**近年来宏观经济增长放缓，出境游主要目的地东南亚景气度较低，出境游自由行和落地参团的比例提升，多重因素导致上半年旅行社龙头整体承压。上半年众信、凯撒同盛和广之旅营收分别为 57.5 亿元/29.2 亿元/32 亿元，YOY-1.1%/-8.6%/+20.1%；归母净利润分别为 1.1 亿元/5307 万元/1.2 亿元，YOY-20.4%/-30.6%/+242.5%；净利率分别为 1.9%、1.8% 和 3.9%，YOY-0.8pct/-0.6pct/-2.5pct。众信、凯撒旅游服务业务和广之旅毛利率 YOY+0.3pct/-1.3pct/-0.5pct。

● 观点：看好免税较强的增长确定性，以及酒店行业底部回升预期

中长期看，我们认为免税行业将持续受益于高端化妆品需求高增长以及国内免税渠道占比的持续提升。酒店景气度较低在低基数效应和宏观经济企稳下有望逐步回升，加盟店利润占比持续提升，RevPAR 增速相比开店速度对业绩的影响已经在下降。我们继续看好免税行业的高景气以及和酒店行业的底部回升预期。重点看好公司包括：（1）高景气免税行业龙头：中国国旅（市内免税带动公司新一轮增长，近两年也将进一步受益于离岛免税快速增长和毛利率稳步提升）。（2）酒店行业龙头：华住、锦江股份、首旅酒店（酒店行业受经济周期波动影响较大，但龙头积极扩张，行业格局持续向好，下半年在低基数效应和宏观经济企稳下有望景气反转）。（3）成长潜力较高的低估值景区龙头：宋城演艺（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，张家界千古情开业表现较好，异地项目增长确定性强）。同时建议关注估值持续回落的景区公司如：中青旅（低估值的精品度假景区、乌镇会议小镇持续升级、古北水镇潜力较大）、黄山旅游（低估值优质自然景区、交通改善效应有待释放、整合扩容具备潜力）。

风险提示：1) 经济下行或将影响行业整体需求。2) 天气、突发事件等因素影响国内和出境旅游人数增长。3) 酒店龙头加盟扩张不及预期。

行业评级

买入

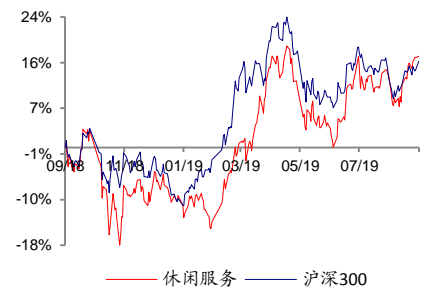
前次评级

买入

报告日期

2019-09-02

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：

免税产业链深度研究:欧莱雅 2019-08-20

雅：全球化妆品龙头，电商投入加大，免税渠道持续受益

休闲服务行业月度报告:免税 2019-08-04

维持高增长、酒店景气待回升

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	CNY	94.39	2019/09/02	买入	97.20	2.37	2.64	39.83	35.75	25.15	20.23	22.2	19.8
宋城演艺	300144	CNY	27.29	2019/08/23	买入	26.70	0.94	1.01	29.03	27.02	26.41	21.99	13.9	13.0
锦江股份	600754	CNY	23.89	2019/09/02	买入	29.00	1.16	1.28	20.59	18.66	9.11	7.66	8.6	9.1
首旅酒店	600258	CNY	17.73	2019/08/28	买入	24.60	0.82	0.97	21.62	18.28	7.82	7.11	9.5	10.8

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

目录索引

19 年上半年业绩：免税维持高增长，酒店筑底待回升.....	6
成长能力：行业增速放缓，免税龙头维持高增长.....	6
盈利能力：板块表现分化，酒店、旅行社、景区有所承压，免税板块盈利能力持续提升.....	8
费用：景区、酒店板块控费水平提升，免税和旅游服务期间费用有所上涨.....	10
现金流：行业整体现金流下降，景区现金流有所改善.....	11
免税板块：离岛和机场免税持续成长，市内免税打开新空间.....	13
离岛免税：上半年三亚免税店营收增长 28.7%，离岛免税持续快速增长.....	14
机场免税：上海和北京机场免税销售额持续增长，转化率持续提升.....	16
市内免税：上海和中国香港市内免税店开业，打开成长新空间.....	17
出境游板块：行业整体维持高景气，出境游龙头盈利能力承压.....	18
出境游出行方式转变下，旅行社龙头业绩下滑，盈利能力持续承压.....	18
会奖、国内游等其他产品高速增长，龙头加快产品转型升级.....	21
行业：上半年出境游景气度较高，短线游热度持续回升.....	22
景区板块：降价影响下自然景区业绩承压，交通改善客流有所回暖.....	25
财务情况：门票降价影响自然景区业绩表现，休闲景区稳健增长.....	25
景区经营情况：门票降价影响自然景区业绩表现，休闲景区稳健增长.....	27
酒店：行业景气继续下行，加盟扩张支撑龙头业绩.....	30
行业景气度：需求疲软出租率承压，REVPAR 处于下行周期.....	30
门店扩张：龙头扩张再提速，行业进一步头部集中.....	31
业绩表现：Q2 营业收入有所放缓，加盟业务支撑利润增长.....	32
国内航线客运量：7 月同比增长 7.8%，较 6 月小幅提升.....	35
业绩综述及重点公司：.....	36

图表索引

图 1: 19 年上半年申万休闲服务板块营收同比增长 4.9%, 扣非净利润同比增长 4.1%	6
图 2: 19 年上半年旅游行业重点公司归母净利润同比变化情况	8
图 3: 19 年上半年休闲服板块毛利率和净利率水平	9
图 4: 19 上半年中免公司营收和净利润 237 和 25 亿元, 同比增长 53%和 36%	14
图 5: 19 上半年免税业务毛利率 52.3%, 同比下降 0.2 个百分点	14
图 6: 19 上半年三亚店收入 53 亿元, 同比增长 28.7%	15
图 7: 上半年三亚店净利润 8.3 亿元, 同比增长 5.6%	15
图 8: 19 上半年离岛免税总销售额 66 亿元, 同比增长 27%, 购物人次增长 16%	15
图 9: 19 上半年浦东机场国际和地区旅客 1941 万人次, 同比增长 4.1%	16
图 10: 19 上半年首都机场国际和地区旅客 1384 万人次, 同比增长 3.9%	16
图 11: 上半年众信和凯撒同盛营收分别下降 1.1%、8.6%, 广之旅同比增长 20.1%	19
图 12: 上半年众信、凯撒同盛、广之旅归母净利润分别下降 20.4%、30.6%和增长 242.5%。	19
图 13: 主要出境游旅行社毛利率水平	19
图 14: 主要出境游旅行社净利率水平	19
图 15: 主要出境游旅行社毛利率水平	22
图 16: 主要出境游旅行社净利率水平	22
图 17: 上半年岭南酒店营收/扣非后净利润 YOY+22.9%/26.5%	22
图 18: 民航国际航班客运量 (左轴: 万人次) 及同比增速 (右轴)	23
图 19: 上半年自然景区和休闲景区营收同比分别增长 9.0%和 2.5%	25
图 20: 上半年自然景区和休闲景区归母净利润同比分别下降 22.6%和 2.5%	25
图 21: 景区行业上市公司上半年营收及增速	26
图 22: 景区行业上市公司上半年归母净利润及增速	26
图 23: 自然景区和人工景区 ROE 分别下降 1.1pct 和 0.4pct	27
图 24: 上半年自然景区和休闲景区毛利率分别下降 1.6pct 和持平	27
图 25: 上半年自然景区和休闲景区净利率分别下降 4.1pct 和增长 0.9pct	27
图 26: 上半年自然景区和休闲景区销售费用率分别持平和增长 0.8pct	27
图 27: 上半年自然景区和休闲景区管理费用率分别下降 0.7pct 和 0.2pct	27
图 28: 上半年自然景区和休闲景区财务费用率分别下降 0.7pct 和增长 0.3pct	27
图 29: 三大酒店集团出租率同比增速	30
图 30: 三大酒店集团平均房价同比增速	30
图 31: 三大酒店集团 RevPar 同比增速	30
图 32: 三大酒店集团年度营业收入 (亿元)	32
图 33: 三大酒店集团年度归母净利润 (亿元)	32
图 34: 首旅酒店营业收入 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	33
图 35: 首旅酒店归母净利润 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	33
图 36: 2016Q1-2019Q2 如家酒店营业收入 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	

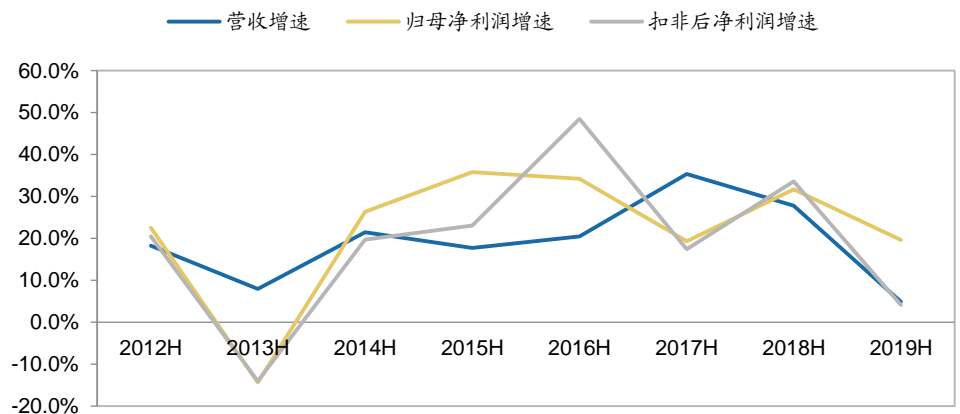
.....	33
图 37: 2016Q1-2019Q2 如家酒店利润总额 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	33
.....	33
图 38: 锦江股份营业收入 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	34
图 39: 锦江股份归母净利润 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	34
图 40: 国内航线客运量 (左轴: 万人次) 及同比增速 (右轴: %)	35
表 1: 2019 上半年行业重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)	7
表 2: 2019 年上半年旅游行业各公司盈利增速范围	8
表 3: 2019 年上半年旅游行业重点上市公司盈利能力	9
表 4: 2019 年上半年休闲服务行业重点上市公司费用情况	10
表 5: 2019 年上半年旅游行业重点上市公司现金流概览 (单位: 亿元)	12
表 6: 2019 年上半年各板块上市公司业绩概览 (单位: 亿元)	13
表 7: 2019 年上半年各板块上市公司净利率、毛利率、ROE 概览	13
表 8: 2019 年上半年各板块上市公司费用率概览	13
表 9: 2019 年以来青岛、厦门、北京、中国香港和上海市内免税店陆续开业, 打开成长新空间	18
表 10: 主要上市公司旗下旅行社财务指标	20
表 11: 众信、凯撒出境游批发和零售业务增速和毛利率情况 (亿元)	21
表 12: 2019 年 7 月主要出境游目的地客流情况	24
表 13: 主要上市景区公司客流量及客单价	29
表 14: 三大酒店集团满 18 个月成熟酒店 RevPAR 数据 (元/间)	31
表 15: 2019 年上半年三大酒店集团开店情况	31
表 16: 2019 上半年三大酒店集团品牌结构变化情况	32
表 17: 锦江股份旗下子版块营业收入及净利润情况	35

19年上半年业绩：免税维持高增长，酒店筑底待回升

成长能力：行业增速放缓，免税龙头维持高增长

2019年上半年旅游行业上市公司营收和业绩增速均有所放缓。申万休闲服务板块营收、归母净利润和扣非后净利润增速分别为4.9%、19.7%和4.1%，增速较18年同期分别下降22.9、12.1和29.5个百分点。分板块来看：免税和酒店板块分别贡献盈利增量5.9亿元和0.8亿元，其余板块景区、旅游服务和餐饮均为亏损。

图1：19年上半年申万休闲服务板块营收同比增长4.9%，扣非净利润同比增长4.1%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

- ✧ **营收和盈利：**26家行业重点上市公司2019年上半年营业收入、归母净利润和扣非净利润合计为646.1亿元、61.1亿元和45.4亿元，同比分别增长5.8%、22.5%和6.1%，而同比增速中位数分别为3.0%、-8.5%和-4.5%；剔除亏损或异常后增速均值分别为5.7%、21.4%和6.6%。
- ✧ **业绩增速较高：**市值大于30亿的公司中，中国国旅和岭南控股归母净利润分别增长70.9%和80.0%，扣非后净利润分别增长30.9%和23.9%，增速较高。中国国旅免税业务增长强劲，离岛免税、机场免税表现靓丽，市内免税稳步推进，处置国旅总社增厚业绩；岭南控股自身旅行社业务增长稳健，酒店管理输出不断扩张，出售物业带来一定收益。
- ✧ **盈利较高：**19年上半年扣非后净利润超过两亿元的公司有宋城演艺（7.9亿元/+18%）、中青旅（2.6亿元/-15.7%）、首旅酒店（3.4亿元/+6.2%）、锦江股份（3.6亿元+13.5%）和中国国旅（25亿元/+30.9%）。其中宋城演艺业绩下滑主要受六间房与密境和风完成重组影响。剔除六间房重组影响后，归母净利润和扣非后净利润同比分别增长13.3%和16.4%。中青旅受人工成本和财务费用增加等因素影响业绩有所下降。酒店龙头首旅酒店、锦江股份业绩增长稳健；免税龙头中国国旅延续高增长。

表 1: 2019 上半年行业重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)

代码	公司名称	市值	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
			2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
000430.SZ	张家界	21.33	1.90	1.70	-10.8%	0.20	0.08	-59.0%	0.14	0.04	-75.5%
000888.SZ	峨眉山 A	31.30	5.25	5.29	0.8%	0.70	0.77	10.1%	0.71	0.74	5.5%
000978.SZ	桂林旅游	19.01	2.57	3.00	16.8%	0.29	0.10	-66.2%	0.27	0.09	-65.7%
300144.SZ	宋城演艺	383.78	15.11	14.17	-6.2%	6.65	7.85	18.0%	6.36	6.18	-2.9%
600054.SH	黄山旅游	63.00	6.82	7.28	6.8%	2.19	1.68	-23.2%	1.61	1.63	1.6%
600138.SH	中青旅	89.61	55.67	58.53	5.1%	4.05	3.82	-5.6%	3.06	2.58	-15.7%
600749.SH	西藏旅游	23.26	0.75	0.80	6.5%	-0.16	0.07	146.7%	-0.14	0.02	111.7%
000610.SZ	西安旅游	22.44	3.36	3.60	7.3%	-0.07	-0.06	15.6%	-0.11	-0.08	29.0%
600706.SH	曲江文旅	19.37	6.27	6.50	3.6%	0.71	0.65	-8.9%	0.69	0.58	-15.4%
600593.SH	大连圣亚	51.08	1.40	1.31	-6.7%	0.08	0.08	-8.1%	0.05	0.08	50.8%
603099.SH	长白山	24.29	1.09	1.29	17.9%	-0.42	-0.23	43.9%	-0.42	-0.23	44.2%
603199.SH	九华旅游	27.09	2.47	2.90	17.7%	0.60	0.81	33.8%	0.59	0.77	29.7%
002033.SZ	丽江旅游	32.15	3.43	3.18	-7.1%	1.19	0.98	-17.5%	1.14	0.95	-17.0%
002059.SZ	云南旅游	55.79	7.73	9.93	-15.5%	0.03	0.35	-27.6%	0.00	-0.29	-6027.1%
002159.SZ	三特索道	19.90	2.67	2.83	6.1%	0.97	-0.37	-138.5%	-0.27	-0.42	-55.2%
景点合计	合计增速		116.49	122.32	5.0%	17.03	16.58	-2.6%	13.69	12.63	-7.7%
	算术平均				2.8%			-5.8%			-400.1%
	算术平均(剔除异常)				7.1%			20.0%			12.2%
600258.SH	首旅酒店	173.54	40.02	39.90	-0.3%	3.40	3.68	8.1%	3.16	3.36	6.2%
000428.SZ	华天酒店	26.90	4.78	4.34	-9.3%	-1.43	-1.36	4.7%	-1.48	-1.39	5.7%
000524.SZ	岭南控股	51.07	31.37	36.74	17.1%	1.00	1.80	80.0%	0.80	0.99	23.9%
600754.SH	锦江股份	213.19	69.39	71.43	2.9%	5.03	5.68	12.8%	3.16	3.58	13.5%
601007.SH	金陵饭店	31.53	4.96	5.60	12.9%	0.47	0.36	-23.2%	0.38	0.31	-17.1%
酒店合计	合计增速		150.53	158.01	5.0%	8.47	10.16	19.8%	6.01	6.84	13.8%
	算术平均				4.7%			16.5%			6.4%
	算术平均(剔除异常)				6.6%			33.7%			14.5%
000796.SZ	凯撒旅游	52.28	37.67	34.49	-8.5%	0.77	0.62	-18.5%	0.75	0.18	-76.7%
002707.SZ	众信旅游	46.51	58.14	57.46	-1.1%	1.38	1.10	-20.4%	1.16	1.09	-6.1%
300178.SZ	腾邦国际	43.22	25.53	20.16	-21.0%	2.27	-0.34	-115.0%	1.38	-0.36	-126.1%
旅游服务合计	合计增速		121.34	112.11	-7.6%	4.42	1.39	-68.6%	3.30	0.91	-72.5%
	算术平均				-10.2%			-51.3%			-69.6%
	算术平均(剔除异常)				-1.1%			-20.4%			-6.1%
601888.SH	中国国旅	1864.22	210.85	243.44	15.5%	19.19	32.79	70.9%	19.10	25.00	30.9%
免税合计	合计增速		210.85	243.44	15.5%	19.19	32.79	70.9%	19.10	25.00	30.9%
	算术平均				15.5%			17.5%			30.9%
000721.SZ	西安饮食	20.01	2.54	2.62	3.1%	-0.02	-0.17	-705.8%	-0.01	-0.17	-1181.0%
002186.SZ	全聚德	32.57	8.76	7.58	-13.4%	0.78	0.32	-58.5%	0.75	0.23	-69.6%
餐饮合计	合计增速		11.30	10.20	-9.7%	0.76	0.16	-79.2%	0.74	0.06	-91.6%
	算术平均				-5.2%			-382.2%			-625.3%
	算术平均(剔除异常)				-13.4%			-58.5%			-69.6%

平均/合计增速	610.52	646.09	5.8%	49.87	61.07	22.5%	42.84	45.44	6.1%
算数平均			1.5%			-32.7%			-284.6%
中位数			3.0%			-8.5%			-4.5%
算术平均(剔除异常)			5.7%			21.4%			6.6%

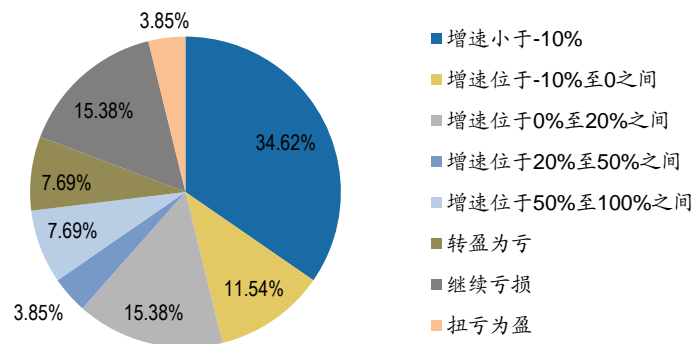
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 2019 年上半年旅游行业各公司盈利增速范围

2019 上半年归母净利增速	公司数量	公司名称
增速位于 50%至 100%之间	2	岭南控股、中国国旅
增速位于 20%至 50%之间	2	宋城演艺、九华旅游
增速位于 0%至 20%之间	3	峨眉山 A、首旅酒店、锦江股份
增速位于-10%至 0 之间	3	中青旅、曲江文旅、大连圣亚
增速小于-10%	9	张家界、桂林旅游、黄山旅游、云南旅游、丽江旅游、金陵饭店、凯撒旅游、众信旅游、全聚德
转盈为亏	2	三特索道、腾邦国际
继续亏损	4	西安旅游、长白山、华天酒店、西安饮食
扭亏为盈	1	西藏旅游

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: 19 年上半年旅游行业重点公司归母净利润同比变化情况



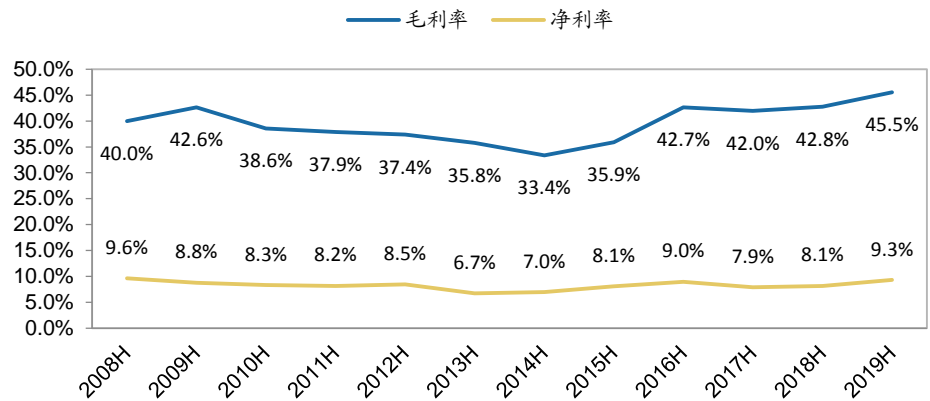
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

盈利能力: 版块表现分化, 酒店、旅行社、景区有所承压, 免税板块盈利能力持续提升

从盈利能力来看, 19年上半年旅游行业整体盈利能力有所提升, 申万休闲服务板块毛利率、净利率分别为45.5%和9.3%, 同比分别提升2.7%和1.1个百分点。重点上市公司上半年毛利率增长0.7个百分点, 净利率和ROE同比均下降1.0个百分点。主要是免税龙头盈利能力优化拉动。分版块来看, 1) 景区板块: 重点公司毛利率和净利率

分别为40.2%和10.8%，同比分别提升1.9pct和-0.6pct。**2) 酒店板块:** 平均毛利率和ROE分别为63.3%和4.5%，同比分别下降2.9pct和增长0.6pct，净利率为7.1%，与去年持平。**3) 旅游服务板块:** 剔除负值后，毛利率、净利率和ROE分别为13.6%、1.9%和3.6%，同比分别下降0.8 pct、0.3 pct和1.2 pct。**4) 免税板块:** 中国国旅毛利率、净利率和ROE分别为51.0%、13.5%和18.5%，同比分别提升9.8 pct、4.4 pct和5.6pct，盈利能力持续优化。

图3: 19年上半年休闲服板块毛利率和净利率水平



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表3: 2019年上半年旅游行业重点上市公司盈利能力

代码	公司名称	毛利率			净利率			ROE		
		2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
000430.SZ	张家界	33.5%	29.7%	-3.8%	10.6%	4.9%	-5.7%	1.3%	0.5%	-0.8%
000888.SZ	峨眉山A	39.9%	40.3%	0.4%	13.4%	14.6%	1.2%	3.2%	3.3%	0.1%
000978.SZ	桂林旅游	46.8%	44.4%	-2.3%	11.4%	3.3%	-8.1%	1.9%	0.6%	-1.3%
300144.SZ	宋城演艺	67.9%	69.7%	1.8%	44.0%	55.4%	11.4%	8.7%	8.5%	-0.2%
600054.SH	黄山旅游	53.5%	54.1%	0.6%	32.1%	23.1%	-9.0%	5.4%	4.1%	-1.3%
600138.SH	中青旅	24.5%	25.0%	0.5%	7.3%	6.5%	-0.7%	7.0%	6.1%	-0.9%
600749.SH	西藏旅游	32.4%	51.2%	18.8%	-21.2%	9.3%	30.5%	0.0%	0.7%	0.7%
000610.SZ	西安旅游	6.5%	6.0%	-0.5%	-2.0%	-1.6%	0.4%	-0.9%	-0.7%	0.2%
600706.SH	曲江文旅	30.7%	31.0%	0.3%	11.4%	10.0%	-1.4%	7.3%	6.2%	-1.1%
600593.SH	大连圣亚	51.2%	53.4%	2.3%	5.9%	5.8%	-0.1%	1.9%	1.5%	-0.4%
603099.SH	长白山	-10.2%	4.6%	14.8%	-38.3%	-18.2%	20.1%	-4.5%	-2.4%	2.2%
603199.SH	九华旅游	51.6%	54.1%	2.5%	24.4%	27.8%	3.3%	5.7%	7.1%	1.4%
002033.SZ	丽江旅游	72.1%	68.6%	-3.4%	34.7%	30.8%	-3.9%	5.0%	4.0%	-1.0%
002059.SZ	云南旅游	25.5%	17.8%	-7.7%	0.5%	3.5%	3.1%	0.2%	1.5%	1.3%
002159.SZ	三特索道	49.3%	53.2%	3.9%	36.2%	-13.1%	-49.3%	11.0%	-3.5%	-14.5%
	算术平均	38.3%	40.2%	1.9%	11.4%	10.8%	-0.6%	3.5%	2.5%	-1.0%
600258.SH	首旅酒店	94.9%	94.1%	-0.7%	8.5%	9.2%	0.7%	4.5%	4.4%	-0.1%
000428.SZ	华天酒店	53.0%	55.1%	2.1%	-29.9%	-31.4%	-1.5%	-4.9%	-5.5%	-0.7%

000524.SZ	岭南控股	15.8%	13.9%	-1.9%	3.2%	4.9%	1.7%	3.9%	6.8%	3.0%
600754.SH	锦江股份	89.9%	89.5%	-0.3%	7.3%	7.9%	0.7%	4.0%	4.4%	0.4%
601007.SH	金陵饭店	64.4%	55.6%	-8.8%	9.5%	6.5%	-3.0%	3.4%	2.5%	-0.9%
	算术平均	63.6%	61.7%	-1.9%	-0.3%	-0.6%	-0.3%	2.2%	2.5%	0.3%
000796.SZ	凯撒旅游	18.3%	16.3%	-2.0%	2.0%	1.8%	-0.2%	3.4%	2.6%	-0.8%
002707.SZ	众信旅游	10.6%	10.9%	0.3%	2.4%	1.9%	-0.5%	6.0%	4.5%	-1.5%
300178.SZ	腾邦国际	19.4%	18.5%	-0.9%	8.9%	-1.7%	-10.6%	8.2%	-1.2%	-9.4%
	算数平均	16.1%	15.2%	-0.9%	4.4%	0.7%	-3.8%	5.9%	2.0%	-3.9%
601888.SH	中国国旅	41.2%	51.0%	9.8%	9.1%	13.5%	4.4%	12.9%	18.5%	5.6%
	算数平均	41.2%	51.0%	9.8%	9.1%	13.5%	4.4%	12.9%	18.5%	5.6%
000721.SZ	西安饮食	34.7%	31.1%	-3.6%	-0.8%	-6.3%	-5.5%	-0.3%	-2.5%	-2.2%
002186.SZ	全聚德	61.1%	58.0%	-3.1%	8.9%	4.3%	-4.6%	5.1%	2.2%	-3.0%
	算数平均	47.9%	44.6%	-3.3%	4.0%	-1.0%	-5.1%	2.4%	-0.2%	-2.6%
	旅游休闲	41.5%	42.2%	0.7%	7.7%	6.6%	-1.0%	3.8%	2.8%	-1.0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

费用: 景区、酒店板块控费水平提升, 免税和旅游服务期间费用有所上涨

从费用来看: 行业重点上市公司平均期间费用率为32.0%, 同比下降0.2个百分点, 与18年上半年基本持平。其中管理、销售和财务费用率分别为14.9%、13.6%和3.1%, 同比分别下0.9pct、增长0.3pct和下降0.05pct。1) 景区板块: 控费能力整体提升, 管理、销售和财务费用率同比分别下降1.4pct、持平和下降0.2pct; 2) 酒店板块: 费用水平较高, 19年上半年控费能力也有明显改善。酒店板块上市公司19年上半年期间费用率为60.5%, 同比下降2.5pct, 其中管理、销售和财务费用率分别下降1.1pct、0.9pct和0.7pct。3) 旅游服务板块: 上半年期间费用率为12.8%, 同比增长2.2pct, 管理、销售和财务费用率分别增长0.5pct、0.6pct和1.0pct。4) 免税板块: 期间费用率为32.7%, 同比增长7.0pct, 管理、销售和财务费用率分别下降0.4pct, 增长7.2pct和增长0.1pct。上半年机场免税店租赁费用增加导致中国国旅销售费用有所提升。

表4: 2019年上半年休闲服务行业重点上市公司费用情况

代码	公司名称	期间费用率			管理费用率			销售费用率			财务费用率		
		2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
000430.SZ	张家界	21.9%	24.6%	2.7%	17.7%	18.8%	1.2%	3.6%	4.4%	0.8%	0.7%	1.3%	0.7%
000888.SZ	峨眉山A	21.2%	19.1%	-2.1%	16.3%	15.0%	-1.2%	4.6%	3.5%	-1.0%	0.3%	0.5%	0.1%
000978.SZ	桂林旅游	40.7%	36.4%	-4.3%	30.7%	25.5%	-5.2%	2.2%	2.9%	0.7%	7.9%	8.1%	0.2%
300144.SZ	宋城演艺	16.8%	14.6%	-2.2%	8.1%	6.3%	-1.8%	9.3%	6.9%	-2.4%	-0.6%	-0.5%	0.1%
600054.SH	黄山旅游	20.3%	20.1%	-0.2%	14.7%	14.4%	-0.3%	5.5%	6.5%	1.0%	0.1%	-0.8%	-0.9%
600138.SH	中青旅	14.4%	16.7%	2.3%	4.4%	4.8%	0.4%	9.3%	10.9%	1.6%	0.7%	0.9%	0.2%
600749.SH	西藏旅游	52.5%	49.0%	-3.5%	40.1%	37.0%	-3.1%	5.8%	11.1%	5.3%	6.7%	0.9%	-5.7%
000610.SZ	西安旅游	9.6%	7.6%	-2.0%	4.2%	3.5%	-0.7%	4.4%	4.7%	0.4%	1.0%	-0.6%	-1.6%
600706.SH	曲江文旅	16.2%	18.1%	1.9%	10.5%	11.7%	1.2%	4.1%	4.6%	0.5%	1.6%	1.8%	0.2%

600593.SH	大连圣亚	43.3%	43.2%	-0.1%	27.8%	26.2%	-1.6%	8.4%	7.9%	-0.5%	7.2%	9.1%	1.9%
603099.SH	长白山	24.1%	18.9%	-5.2%	19.6%	14.3%	-5.3%	3.9%	4.0%	0.1%	0.6%	0.6%	0.1%
603199.SH	九华旅游	17.9%	16.3%	-1.7%	13.5%	12.1%	-1.4%	4.4%	4.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
002033.SZ	丽江旅游	25.9%	24.2%	-1.8%	14.9%	16.7%	1.8%	12.4%	9.7%	-2.7%	-1.4%	-2.3%	-0.9%
002059.SZ	云南旅游	15.9%	13.1%	-2.8%	7.9%	7.4%	-0.5%	3.8%	3.7%	-0.1%	4.2%	0.6%	-3.6%
002159.SZ	三特索道	45.6%	51.1%	5.5%	25.8%	26.6%	0.8%	4.7%	4.9%	0.2%	15.1%	19.6%	4.5%
603869.SH	北部湾旅	27.1%	25.2%	-1.9%	14.8%	8.0%	-6.8%	9.2%	5.7%	-3.5%	3.1%	5.4%	2.4%
	算术平均	25.8%	24.9%	-1.0%	16.9%	15.5%	-1.4%	6.0%	6.0%	0.0%	2.9%	2.8%	-0.2%
600258.SH	首旅酒店	81.6%	80.7%	-0.9%	12.3%	12.2%	-0.1%	67.2%	66.4%	-0.9%	2.0%	1.7%	-0.3%
000428.SZ	华天酒店	90.0%	90.0%	0.1%	58.8%	60.1%	1.3%	2.7%	2.7%	0.1%	28.6%	27.3%	-1.3%
000524.SZ	岭南控股	12.0%	9.8%	-2.2%	4.8%	3.4%	-1.4%	6.8%	6.3%	-0.6%	0.4%	0.0%	-0.4%
600754.SH	锦江股份	82.4%	81.6%	-0.9%	26.0%	26.0%	0.0%	53.5%	52.9%	-0.6%	2.9%	2.5%	-0.4%
601007.SH	金陵饭店	49.2%	40.6%	-8.6%	25.0%	19.9%	-5.2%	22.7%	20.1%	-2.6%	1.5%	0.6%	-0.9%
	算术平均	63.1%	60.5%	-2.5%	25.4%	24.3%	-1.1%	30.6%	29.7%	-0.9%	7.1%	6.4%	-0.7%
000796.SZ	凯撒旅游	14.1%	15.1%	1.0%	3.2%	3.1%	-0.1%	9.3%	10.2%	0.9%	1.5%	1.8%	0.2%
002707.SZ	众信旅游	8.1%	8.7%	0.6%	1.2%	1.3%	0.1%	6.6%	7.0%	0.3%	0.2%	0.4%	0.2%
300178.SZ	腾邦国际	9.6%	14.7%	5.1%	5.0%	6.6%	1.6%	1.5%	2.2%	0.7%	3.0%	5.5%	2.5%
	算术平均	10.6%	12.8%	2.2%	3.2%	3.7%	0.5%	5.8%	6.5%	0.6%	1.6%	2.6%	1.0%
601888.SH	中国国旅	25.7%	32.7%	7.0%	2.7%	2.3%	-0.4%	23.1%	30.3%	7.2%	-0.1%	0.0%	0.1%
	算术平均	25.7%	32.7%	7.0%	2.7%	2.3%	-0.4%	23.1%	30.3%	7.2%	-0.1%	0.0%	0.1%
000721.SZ	西安饮食	33.9%	36.5%	2.6%	4.3%	4.1%	-0.2%	30.5%	32.0%	1.5%	-0.9%	0.5%	1.3%
002186.SZ	全聚德	49.6%	54.7%	5.1%	11.9%	13.6%	1.7%	37.7%	41.0%	3.3%	0.0%	0.1%	0.1%
	算术平均	41.7%	45.6%	3.9%	8.1%	8.8%	0.8%	34.1%	36.5%	2.4%	-0.4%	0.3%	0.7%
	旅游休闲	32.2%	32.0%	-0.2%	15.8%	14.9%	-0.9%	13.2%	13.6%	0.3%	3.2%	3.1%	0.0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

现金流: 行业整体现金流下降, 景区现金流有所改善

从现金流角度看, 19年上半年旅游行业上市公司平均经营性现金流量净额为2.4亿元, 同比增长7.9%。剔除异常值后平均现金流量净额为4.0亿元, 同比下降4.9%。销售收到的现金/营收和现金流量净额/营收同比分别下降2.5和3.4个百分点。景点、酒店、旅游服务和免税板块平均经营性净现金流分别为1.6亿元、3.1亿元、-0.6亿元和24.8亿元, 同比分别增长25.9%、下降42.2%、下降82.6%和增长12.1%。景区行业现金流整体同比改善。酒店、旅游服务板块现金流有所恶化, 其中锦江股份(收到预付款减少、定期存款利息减少和职工奖金增加)、首旅酒店(预付租金增加)和金陵饭店(子公司采购支出增加)经营性净现金流同比分别下降12.4%、57.9%和78.1%。出境游重点公司凯撒旅游(预付款增加)经营性净现金流同比分别下降906.5%。

表5: 2019年上半年旅游行业重点上市公司现金流概览(单位: 亿元)

代码	公司名称	经营性现金流净额			销售收到现金/营业收入			经营现金流量净额/营业收入		
		2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
000430.SZ	张家界	0.2	0.1	-60.4%	1.0	1.0	-1.1%	0.1	0.1	-6.3%
000888.SZ	峨眉山 A	1.5	1.8	23.8%	1.0	1.0	1.6%	0.3	0.3	6.3%
000978.SZ	桂林旅游	0.4	-0.1	-125.0%	1.0	0.9	-9.0%	0.1	0.0	-17.3%
300144.SZ	宋城演艺	8.5	10.0	17.4%	1.2	1.0	-11.7%	0.6	0.7	14.1%
600054.SH	黄山旅游	1.6	1.3	-21.1%	1.0	1.0	-0.9%	0.2	0.2	-6.2%
600138.SH	中青旅	2.6	5.4	104.3%	1.0	1.1	7.5%	0.0	0.1	4.5%
600749.SH	西藏旅游	-0.1	0.4	727.9%	1.0	1.2	19.2%	-0.1	0.5	53.6%
000610.SZ	西安旅游	-0.6	-0.5	14.4%	1.0	0.9	-0.1%	-0.2	-0.1	3.5%
600706.SH	曲江文旅	0.3	-0.3	-189.1%	1.0	0.9	-11.2%	0.1	0.0	-10.0%
600593.SH	大连圣亚	-0.1	0.5	936.5%	1.0	1.1	3.4%	0.0	0.4	39.0%
603099.SH	长白山	-0.3	-0.1	78.7%	1.0	0.9	-11.0%	-0.3	0.0	22.2%
603199.SH	九华旅游	0.6	1.0	53.7%	1.0	1.0	0.7%	0.3	0.3	7.7%
002033.SZ	丽江旅游	1.5	0.9	-36.8%	1.1	1.1	-3.8%	0.4	0.3	-13.5%
002059.SZ	云南旅游	1.4	2.6	231.4%	0.9	1.0	4.7%	0.2	0.3	8.6%
002159.SZ	三特索道	1.2	0.8	-37.1%	1.1	1.1	-1.0%	0.5	0.3	-18.5%
景点平均		1.3	1.6	25.9%	1.0	1.0	-0.8%	0.1	0.2	5.9%
景点平均 (剔除异常)		1.9	2.3	8.6%	1.0	1.0	-1.5%	0.3	0.2	-1.3%
600258.SH	首旅酒店	7.7	6.7	-12.4%	1.1	1.1	2.2%	0.2	0.2	-2.3%
000428.SZ	华天酒店	1.0	0.7	-26.1%	1.0	1.0	-6.5%	0.2	0.2	-3.7%
000524.SZ	岭南控股	1.1	1.1	-2.8%	1.1	1.1	1.4%	0.0	0.0	-0.6%
600754.SH	锦江股份	15.4	6.5	-57.9%	1.1	1.1	0.4%	0.2	0.1	-13.1%
601007.SH	金陵饭店	1.3	0.3	-78.1%	1.2	1.1	-9.7%	0.3	0.0	-20.4%
酒店平均		5.3	3.1	-42.2%	1.1	1.0	-2.4%	0.2	0.1	-8.0%
酒店平均 (剔除异常)		5.3	3.1	-35.5%	1.1	1.0	-2.4%	0.2	0.1	-8.0%
000796.SZ	凯撒旅游	-0.2	-2.0	-906.5%	1.1	1.0	-8.2%	0.0	-0.1	-5.3%
002707.SZ	众信旅游	-3.1	1.5	149.7%	1.0	1.0	0.4%	-0.1	0.0	8.1%
300178.SZ	腾邦国际	-7.3	-1.4	80.8%	0.9	1.0	17.0%	-0.3	-0.1	21.7%
旅游服务平均		-3.5	-0.6	-82.6%	1.0	1.0	3.1%	-0.1	0.0	8.2%
601888.SH	中国国旅	22.1	24.8	12.1%	1.1	1.0	-12.2%	0.1	0.1	-0.3%
免税平均		22.1	24.8	12.1%	1.1	1.0	-12.2%	0.1	0.1	-0.3%
000721.SZ	西安饮食	0.1	-0.1	-263.7%	0.9	1.0	1.9%	0.0	0.0	-6.9%
002186.SZ	全聚德	0.6	0.1	-81.9%	1.1	1.1	-4.8%	0.1	0.0	-5.0%
餐饮平均		0.3	0.0	-101.8%	1.0	1.0	-1.4%	0.0	0.0	-6.0%
旅游休闲		2.2	2.4	7.9%	1.0	1.0	-1.2%	0.1	0.1	2.3%
(剔除异常)		4.2	4.0	-4.9%	1.1	1.0	-2.5%	0.2	0.2	-3.4%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 6: 2019 年上半年各板块上市公司业绩概览 (单位: 亿元)

板块名称	营业收入合计			归母净利润合计			扣非后归母净利润合计		
	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
景点	116.5	122.3	5.0%	17.5	16.6	-5.1%	13.7	12.6	-7.7%
酒店	150.5	158.0	5.0%	8.5	10.2	19.8%	6.0	6.8	13.8%
旅游服务	121.3	112.1	-7.6%	4.4	1.4	-68.6%	3.3	0.9	-72.5%
免税	210.8	243.4	15.5%	19.2	32.8	70.9%	19.1	25.0	30.9%
餐饮	11.3	10.2	-9.7%	0.8	0.2	-79.2%	0.7	0.1	-91.6%
合计	610.5	646.1	5.8%	50.3	61.1	21.4%	42.8	45.4	6.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 7: 2019 年上半年各板块上市公司净利率、毛利率、ROE 概览

板块名称	毛利率			净利率			ROE		
	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
景点	38.3%	40.2%	1.9%	11.4%	10.8%	-0.6%	3.5%	2.5%	-1.0%
酒店	66.3%	63.3%	-2.9%	7.1%	7.1%	0.0%	3.9%	4.5%	0.6%
旅游服务	14.5%	13.6%	-0.8%	2.2%	1.9%	-0.3%	4.7%	3.6%	-1.2%
免税	41.2%	51.0%	9.8%	9.1%	13.5%	4.4%	12.9%	18.5%	5.6%
餐饮	47.9%	44.6%	-3.3%	4.0%	-1.0%	-5.1%	2.4%	-0.2%	-2.6%
平均	41.0%	41.7%	0.7%	9.2%	8.2%	-1.0%	4.2%	3.2%	-1.0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 8: 2019 年上半年各板块上市公司费用率概览

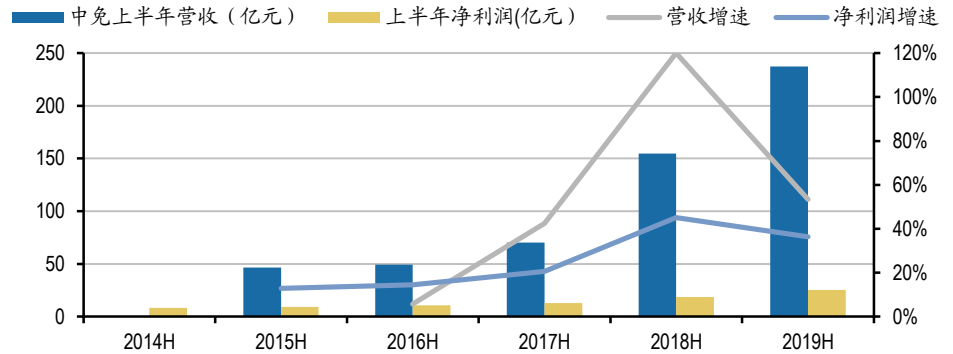
板块名称	期间费用率		管理费用率		销售费用率		财务费用率	
	2019H	同比	2019H	同比	2019H	同比	2019H	同比
景点	24.9%	-1.0%	15.5%	-1.4%	6.0%	0.0%	2.8%	-0.2%
酒店	60.5%	-2.5%	24.3%	-1.1%	29.7%	-0.9%	6.4%	-0.7%
旅游服务	12.8%	2.2%	3.7%	0.5%	6.5%	0.6%	2.6%	1.0%
免税	32.7%	7.0%	2.3%	-0.4%	30.3%	7.2%	0.0%	0.1%
餐饮	45.6%	3.9%	8.8%	0.8%	36.5%	2.4%	0.3%	0.7%
平均	32.0%	-0.2%	14.9%	-0.9%	13.6%	0.3%	3.1%	0.0%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

免税板块: 离岛和机场免税持续成长, 市内免税打开新空间

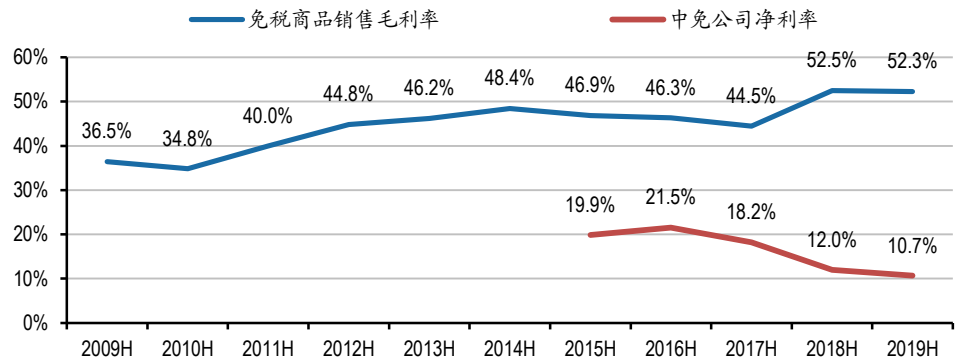
上半年中免公司实现营业收入和归母净利润分别为237.4和25.3亿元, 同比分别增长53.4%和36.3%。上半年公司免税业务毛利率52.3%, 同比下降0.2个百分点。

图4: 19上半年中免公司营收和净利润237和25亿元, 同比增长53%和36%



数据来源: 公司半年报、广发证券发展研究中心

图5: 19上半年免税业务毛利率52.3%, 同比下降0.2个百分点

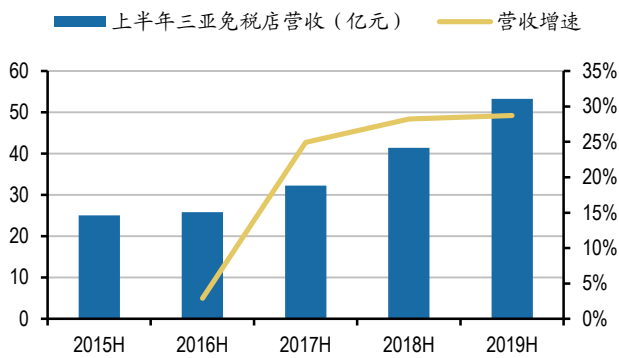


数据来源: 公司半年报、广发证券发展研究中心

离岛免税: 上半年三亚免税店营收增长 28.7%，离岛免税持续快速增长

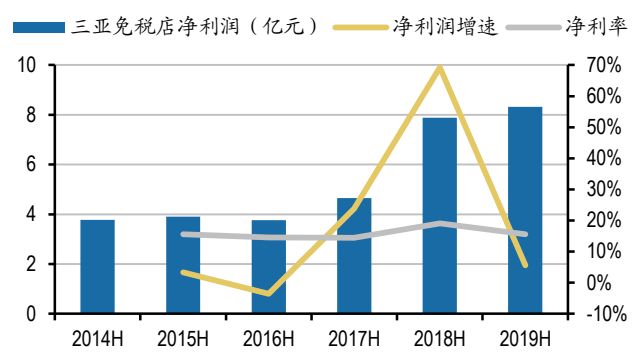
上半年三亚免税店实现营收53.3亿元, 同比增长28.7%, 营收持续快速增长; 上半年三亚店实现净利润8.3亿元, 同比增长5.6%。上半年三亚店免税和有税销售额分别为51.8和1.5亿元, 同比分别增长28.5%和36.9%。

图6: 19上半年三亚店收入53亿元, 同比增长28.7%



数据来源: 公司半年报、广发证券发展研究中心

图7: 上半年三亚店净利润8.3亿元, 同比增长5.6%

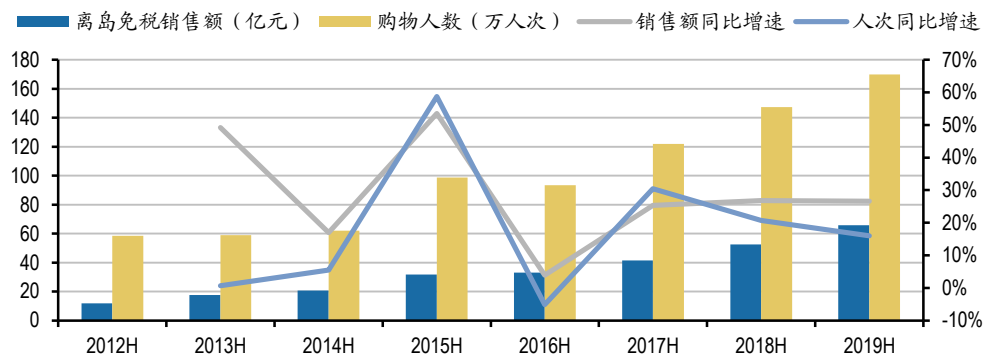


数据来源: 公司半年报、广发证券发展研究中心

海南离岛免税整体方面, 根据海口海关数据, 2019上半年三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店及琼海博鳌免税店共计销售免税品893.65万件、销售金额65.82亿元、购买旅客达169.79万人次, 较去年同期分别增长27.54%、26.56%和15.98%, 上半年离岛免税购物客单价有所增长。

根据海南日报, 今年1-7月, 共有213.2万人次在海南提高离岛免税品1007万件、涉及金额74亿元, 分别增长29.6%、28.4%和26.4%。

图8: 19上半年离岛免税总销售额66亿元, 同比增长27%, 购物人次增长16%



数据来源: 海口海关、广发证券发展研究中心

河心岛项目: 河心岛项目工程施工在全面推进, 招商工作按计划开展, 目前已完成75个铺位, 55个品牌, 19,000余平米的招商工作, 预计今年年末实现开业。

海口国际免税城: 19年7月16日, 公司公告全资子公司国旅投资拟投资128.6亿元用于海口市国际免税城项目, 建设成以免税为核心, 涵盖有税零售、文化娱乐、商务办公、餐饮住宿的复合型旅游零售综合体。项目分两期开发, 一期项目投资额为58.8亿元, 含免税商业综合体+公寓+住宅, 建设期3年, 其中免税商业面积或达14.1万平方米, 定位全球最大单体免税店; 二期项目投资额为69.8亿元, 含商业街区+写字楼+

酒店，建设期42个月。

根据中国国旅半年报，8月1日公司股东大会审议通过了海口国际免税城项目，目前该项目一期已完成现场临水临电临排、施工道路及办公区建设等施工准备工作。根据海口政府官网，海口市国际免税城免税商业部分计划2021年下半年完工，2023年底整体竣工。未来海口国际免税城项目凭借优越的临港区位优势，或能有效释放乘船离岛游客免税消费潜力，进一步释放海南离岛免税政策红利、做大离岛免税市场规模、巩固中免在海南离岛免税产业的核心地位，提升公司长期成长潜力。

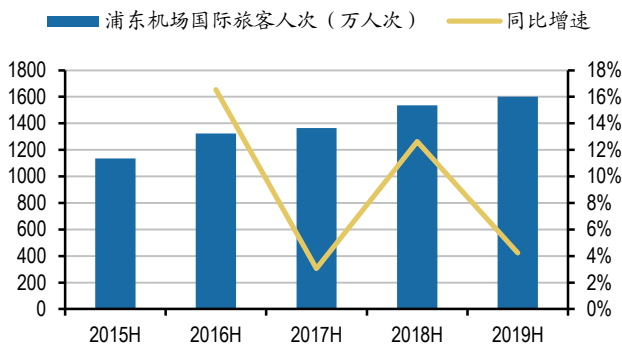
机场免税：上海和北京机场免税销售额持续增长，转化率持续提升

上海机场：上半年日上上海免税店实现免税收入73.77亿元，带来免税业务收入增量35.43亿元（自2018年3月开始纳入合并报表）。孙公司日上上海实现营业收入77.3亿元，实现归属于上市公司股东的净利润3.2亿元，盈利能力保持稳定。

北京首都机场：上半年首都机场免税店（含T2和T3航站楼）实现免税业务收入43.65亿元，同比增加8.88亿元（剔除T2、T3内部交易数据）。孙公司日上中国实现营业收入37.7亿元，同比增长13.8%，实现归属于上市公司股东的净利润9517万元，同比增长72.0%，盈利有所改善。

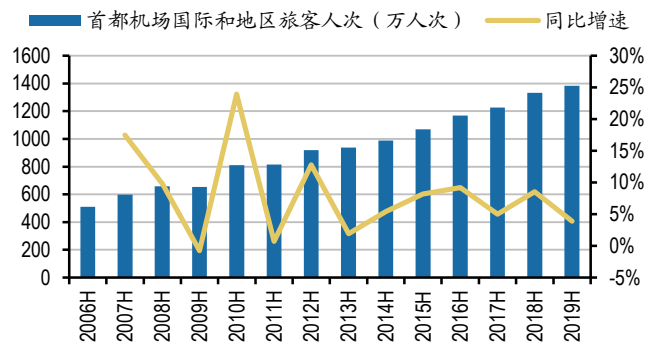
客流量方面，上半年上海浦东和北京首都机场的国际和地区旅客吞吐量分别为1841和1384万人次，同比分别增长4.1%和3.9%。机场免税购物渗透转化率持续提升。

图9：19上半年浦东机场国际和地区旅客1941万人次，同比增长4.1%



数据来源：上海机场半年报、广发证券发展研究中心

图10：19上半年首都机场国际和地区旅客1384万人次，同比增长3.9%



数据来源：北京首都机场半年报、广发证券发展研究中心

香港机场免税店实现免税业务收入12.96亿元，同比增加3.44亿元；

广州机场免税店实现免税业务收入8.44亿元，同比增加5.56亿元。根据白云机场半年报，上半年白云机场国际及地区旅客吞吐量922万人次，同比增长9.1%。

市内免税：上海和中国香港市内免税店开业，打开成长新空间

2019年中免集团加大了市内免税渠道的拓展力度，在恢复运营现有5家市内免税店的基础之上，还在中国香港、中国澳门等地加快市内店商业布局。

上海市内免税店：根据中免集团官网，2019年8月23日，中国旅游集团旗下中免集团上海市内免税店正式开业。这是继青岛、厦门、大连和北京市内免税店之后，中免集团本年度恢复运营的第五家市内免税店。上海市内免税店位于浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅，新店分为两层（地上一层和二层），营业面积共计达874.4平方米，经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类，引进诸多国际知名品牌。上海市内免税店除了为即将离境的境外游客提供“店内购买，口岸提货”的服务，还为即将离境的中国游客提供免税品预定业务，在市内店预定下单在机场付款提货，通过更充足的购物时间和更便捷的提货方式，全方位提升境内外游客的免税购物体验。

中国香港免税美妆旗舰店：根据中免集团官网，2019年8月20日，中免集团在香港的首家免税美妆旗舰店cdf Beauty正式开业。cdf Beauty香港东荟城免税店位于香港大屿山东涌达东路的东荟城名店仓，营业面积超过1000平方米，引入Estée Lauder, Lancôme, Clé de Peau, La Mer, Guerlain, Givenchy, Giorgio Armani, YSL, Tom Ford, Refa等45个国际品牌。此次开业的香港东荟城免税店以及明年即将开业的澳门上葡京免税店，将与香港、澳门国际机场免税业务形成良好互补格局和互动效应。

上半年香港、澳门机场店及中免营业收入均有较大提升，未来公司将围绕“一带一路”和粤港澳大湾区建设，积极拓展海外市场。

表9：2019年以来青岛、厦门、北京、中国香港和上海市内免税店陆续开业，打开成长新空间

门店	经营主体	开业日期	地址	面积（平方米）	商品品类
上海市内免税店	中免集团北京首都机场免税品有限公司上海市内免税店分公司	2019年8月23日	上海市浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅	874.4平方米（地上一层476.19平方米、二层398.21平方米）	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包
香港市内免税店	中免全资子公司中免国际有限公司设立全资子公司	2019年8月20日	香港大屿山东涌达东路的东荟城名店仓	超过1000平方米	香水，化妆品和美容设备
北京市内免税店	中免集团旗下	2019年5月30日	北京市朝阳区公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼	513	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等
大连市内免税店	中免集团旗下	2019年5月26日	大连市沙河口区新星·星海中心	500余平方米	香水、化妆品、手表、首饰、眼镜、箱包、美容仪器及小家电
青岛市内免税店	中免集团旗下	2019年5月1日	青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层	355	经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类
厦门市内免税店	中免集团旗下	2019年5月1日	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	331	经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类
澳门上葡京免税店	中免全资子公司中免国际有限公司设立全资子公司	预期2020年	澳门上葡京综合度假村内的购物中心一层	7,500	将经营涵盖香水、化妆品、腕表珠宝、服饰、鞋履、首饰、食品及旅行用品等品类

数据来源：中免集团官网、Moodie Davitt Report、广发证券发展研究中心

出境游板块：行业整体维持高景气，出境游龙头盈利能力承压

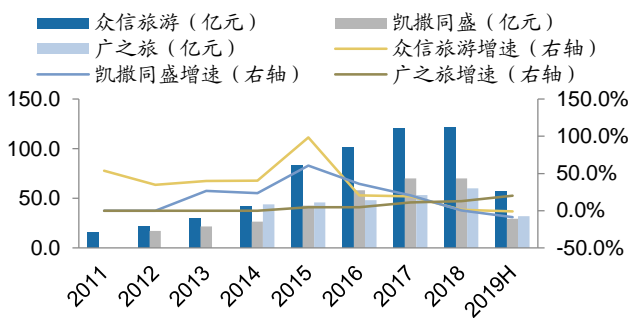
出境游出行方式转变下，旅行社龙头业绩下滑，盈利能力持续承压

近年来宏观经济增长放缓，出境游主要目的地东南亚景气度较低，出境游自由行和

落地参团的比例提升，多重因素作用下，上半年旅行社龙头整体承压。众信旅游和凯撒同盛业绩有所下滑，区域性旅行社龙头广之旅增长亮眼。

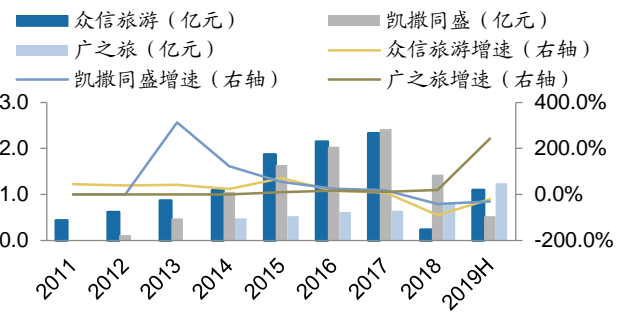
- ◇ **成长能力方面：**上半年众信、凯撒同盛和广之旅营收分别为57.5亿元、29.2亿元和32亿元，同比分别下降1.1%、8.6%和增长20.1%；归母净利润分别为1.1亿元、5307万元和1.2亿元，同比分别下降20.4%、30.6%和增长242.5%。广之旅上半年出售物业增加非经常性损益7602.4万元，扣非后净利润为4690.9万元，同比增长40.2%。众信旅游受东南亚景气度下行影响业绩，凯撒旅游上半年剥离子公司天天商旅，华东地区营收同比下滑39.7%。
- ◇ **盈利能力方面：**出境游龙头盈利能力均有所下滑。众信旅游、凯撒同盛和广之旅毛利率分别为10.9%、12.1%和9.4%，同比分别增长0.3pct、下降1.3pct和下降0.5pct；净利率分别为1.9%、1.8%和3.9%，同比分别下降0.8pct、0.6pct和2.5pct。

图11：上半年众信和凯撒同盛营收分别下降1.1%、8.6%，广之旅同比增长20.1%



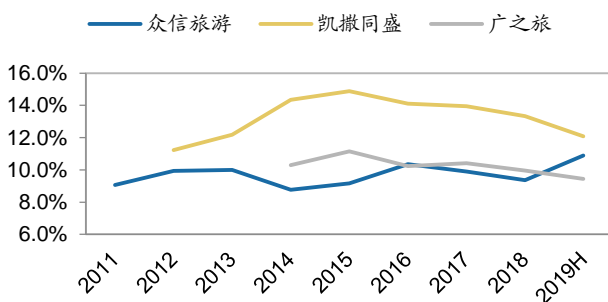
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图12：上半年众信、凯撒同盛、广之旅归母净利润分别下降20.4%、30.6%和增长242.5%。



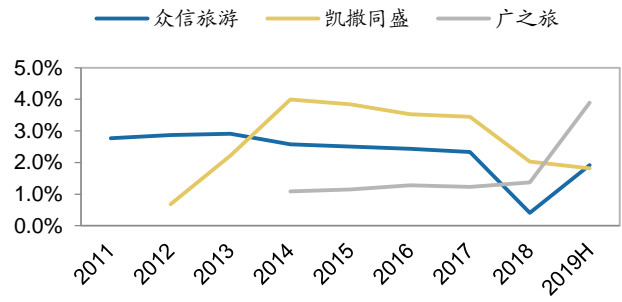
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图13：主要出境游旅行社毛利率水平



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图14：主要出境游旅行社净利率水平



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表10: 主要上市公司旗下旅行社财务指标

项目		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
营业收入 (亿元)	众信旅游	15.9	21.5	30.1	42.2	83.7	100.9	120.3	121.7	57.5
	增速	53.9%	35.0%	39.8%	40.3%	98.5%	20.6%	19.2%	1.2%	-1.1%
	凯撒同盛	-	17.0	21.5	26.5	42.6	58.0	70.0	70.2	29.2
	增速	-	-	26.4%	23.7%	60.5%	36.1%	20.7%	0.2%	-8.6%
	广之旅	-	-	-	43.8	45.9	48.0	53.3	60.2	32.0
	增速	-	-	-	-	4.8%	4.5%	11.0%	12.9%	20.1%
净利润 (亿元)	众信旅游	0.4	0.6	0.9	1.1	1.9	2.2	2.3	0.2	1.1
	增速	44.8%	39.9%	41.5%	24.3%	71.7%	15.1%	8.3%	-89.9%	-20.4%
	凯撒同盛	-	0.1	0.5	1.1	1.6	2.0	2.4	1.4	0.5
	增速	-	-	313.0%	123.0%	54.4%	25.0%	18.3%	-41.1%	-30.6%
	广之旅	-	-	-	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	1.2
	增速	-	-	-	-	10.4%	17.5%	11.2%	19.9%	242.5%
ROE	众信旅游	35.1%	35.8%	35.4%	22.9%	14.9%	11.8%	12.1%	1.0%	4.5%
	凯撒旅游	3.6%	2.7%	9.5%	6.8%	28.5%	12.1%	11.4%	9.2%	2.6%
	岭南控股	3.4%	5.2%	5.5%	6.3%	6.7%	5.0%	8.8%	8.0%	6.8%
毛利率	众信旅游	9.1%	9.9%	10.0%	8.8%	9.2%	10.4%	9.9%	9.4%	10.9%
	凯撒同盛	-	11.2%	12.2%	14.4%	14.9%	14.1%	14.0%	13.3%	12.1%
	广之旅	-	-	-	10.3%	11.2%	10.2%	10.4%	10.0%	9.4%
净利率	众信旅游	2.8%	2.9%	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	0.4%	1.9%
	凯撒同盛	-	0.7%	2.2%	4.0%	3.8%	3.5%	3.5%	2.0%	1.8%
	广之旅	-	-	-	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.4%	3.9%

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表11: 众信、凯撒出境游批发和零售业务增速和毛利率情况 (亿元)

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H	
批发业务	众信旅游	12.1	17.2	25.2	58.4	74.4	89.2	86.9	42.3
	增速	25.2%	42.2%	46.9%	131.8%	27.3%	19.8%	-2.5%	-4.7%
	占营收比例	56.2%	57.1%	59.8%	69.8%	73.7%	74.0%	71.4%	74.0%
	毛利率	8.8%	8.8%	7.7%	7.2%	8.3%	7.9%	7.1%	8.5%
	凯撒旅游	4.5	5.2	5.5	8.0	8.9	12.9	12.6	5.1
	增速		15.3%	6.2%	43.8%	11.3%	45.5%	-2.3%	-2.9%
	占旅游营收比例	26.7%	24.4%	20.9%	18.7%	15.3%	18.4%	18.0%	17.5%
	毛利率	5.5%	5.8%	6.2%	7.2%	6.4%	5.6%	4.4%	5.1%
零售业务	众信旅游	5.0	7.1	10.1	16.5	18.0	20.5	23.0	9.4
	增速	53.2%	42.8%	42.0%	62.7%	9.3%	13.7%	12.4%	4.7%
	占营收比例	23.3%	23.8%	24.1%	19.7%	17.9%	17.0%	18.9%	16.5%
	毛利率	13.2%	13.6%	12.0%	15.3%	15.4%	16.4%	15.3%	16.3%
	凯撒旅游	8.5	13.2	17.8	29.9	39.5	46.5	47.1	18.7
	增速		55.4%	35.5%	67.4%	32.2%	17.7%	1.3%	-14.1%
	占旅游营收比例	50.0%	61.5%	67.5%	70.1%	68.2%	66.4%	67.1%	64.0%
	毛利率	13.2%	13.3%	16.3%	16.8%	15.8%	16.5%	16.2%	14.3%

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

会奖、国内游等其他产品高速增长, 龙头加快产品转型升级

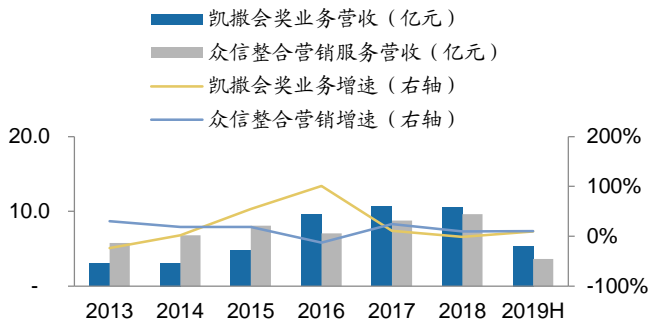
近年来众信、凯撒出境游业务整体下滑, 以会奖、酒店管理和国内游为代表的其他业务增长亮眼。传统出境游龙头利用自身渠道和品牌资源, 加速产品转型和新产业布局。

会奖业务: 上半年众信以会奖为主的整合营销实现收入3.6亿元, 同比增长10.0%。整合营销业务子公司众信博睿实现净利润852.0万元, 权益净利润为724.2万元, 同比增长6.0%。盈利能力方面: 整合营销业务毛利率为10.4%, 在基数效应下同比上升1.4个百分点, 净利润为2.4%, 与去年基本持平。凯撒会奖业务上半年实现营收5.4亿元, 同比增长9.4%, 毛利率为11.1%, 同比下降0.9个百分点。

酒店管理: 岭南控股在旅行社和酒店经营之外, 近年来加速酒店管理输出。岭南酒店上半年分别实现营收和归母净利润4464.5万元和960.1万元, 同比分别增长22.9%和26.5%。上半年新增多个管理酒店项目, 带动酒店管理营收上涨。同时得益于目的地度假市场升温, 公司岭速中央预订系统和会员系统送客力提升, 公司管理的度假型酒店RevPAR同比增长28.05%, 经营情况持续向好。

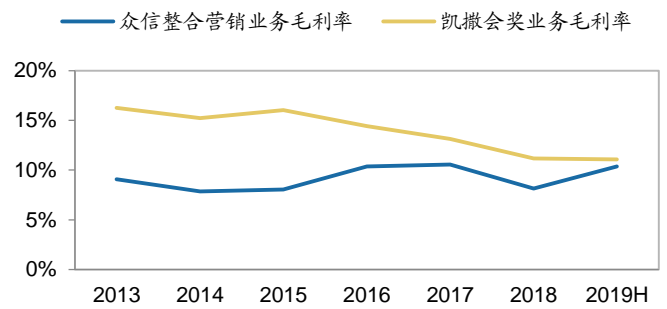
其他产品: 上半年众信国内游及单项产品和其他产品分别实现营收1.62亿元和2193.7万元, 同比分别增长52.3%和176.4%。其中国内游连续两年保持较高增长, 上半年国内游同比增长约70%。移民置业、货币兑换等业务有较大幅度增长, 增速分别超过600%和200%, 公司“旅游+”布局成果初现。

图15: 主要出境游旅行社毛利率水平



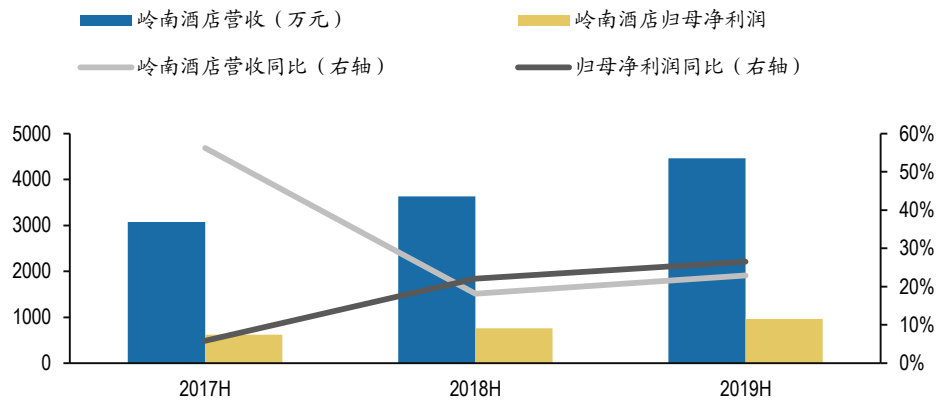
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图16: 主要出境游旅行社净利率水平



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图17: 上半年岭南酒店营收/扣非后净利润YOY+22.9%/26.5%

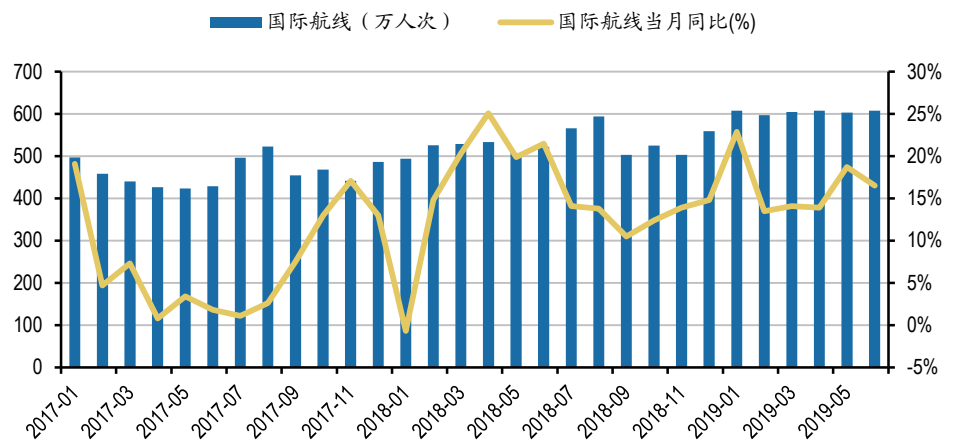


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

行业: 上半年出境游景气度较高, 短线游热度持续回升

国际航线: 7月国际航线客运量增速基本持平, 今年以来维持高景气。7月国际航线客运量为659.0万人次, 同比增长16.2%, 增速与6月的16.5%基本持平。今年以来出境游整体景气向好, 1-7月国际航线累计客运量为4,287.50万人次, 同比增长16.6%。

图18: 民航国际航班客运量(左轴: 万人次)及同比增速(右轴)



数据来源: WIND、中国民航局、广发证券发展研究中心

短线游: 日本7月客流持续回升, 东南亚整体增长放缓, 韩国市场强势复苏

- ◇ **日本:** 2019年6月中国居民赴日105万人次, 二季度以来增速持续提升, 4-7月增速分别为6%、13%、16%和19%。19年1-7月累计接待中国游客558万人次, 同比增长13%。18年全年中国赴日游客客流增长14%。
- ◇ **韩国:** 2019年6月赴韩旅游中国游客44万人次, 同比增长32%, 相比6月的30%有所提升。19年1-7月我国居民赴韩国累计267万, 同比增36%。韩国旅游市场17年受“萨德”时间影响, 当年国内赴韩客流同比下降55%, 18年4月韩国市场开始出现回暖迹象。19年以来赴韩旅游强势复苏。

东南亚: 7月增速整体回落, 今年以来东南亚出境游热度下降

- ◇ **泰国:** 19年7月我国居民赴泰国旅游98万人次, 同比增长6%, 暑期旺季作用下赴泰国游客增速回暖, 结束了上半年下降趋势, 1-7月我国居民赴泰旅游人数累计662万, 同比下降3%, 降幅较上半年的5%有所收窄。
- ◇ **越南:** 19年7月我国居民赴越南人次41万, 同比增长1%, 恢复增长; 1-7月累计赴越南289万人次, 同比下降3%。
- ◇ **新加坡:** 19年6月我国居民赴新加坡人次27万, 同比增长10%, 上半年累计赴新加坡181万人次, 同比增长5%。
- ◇ **马来西亚:** 19年5月我国居民游客赴马来西亚人次22万, 同比持平, 上半年累计赴马来西亚156万人次, 同比增长6%。

中国港澳台地区: 7月赴香港地区游客增速回落, 赴中国台湾和澳门地区增长强劲

- ◇ **中国香港地区:** 19年7月访香港地区内地游客416万人次, 同比下降6%, 结束此前增长趋势; 1-7月内地游客赴香港地区累计达3173万, 同比增长为13%。
- ◇ **中国澳门地区:** 19年7月内地赴澳门地区游客257万人次, 同比上升19%, 增速

与6月基本持平；19年1-7月内地游客赴澳门地区累计为1688万，同比增长22%。

- ◇ **中国台湾地区**：19年7月内地赴中国台湾地区游客32万人次，同比增长43%；1-7月内地游客赴中国台湾地区累计为200万，同比增长30%。

长线游：主要目的地中欧洲景气度持续提升，美、加、澳及周边地区客流均有下降

- ◇ **澳大利亚**：19年6月我国居民赴澳大利亚游客8万人次，同比增长4%，1-6月我国居民累计赴澳75万人次，与去年基本持平。
- ◇ **新西兰**：19年5月我国居民赴新西兰游客2万人次，同比下降3%，较上月-9%有所收窄；1-6月我国居民累计赴新22万人次，同比下降11%。
- ◇ **奥地利**：19年6月我国居民赴奥地利游客15万人次，同比增长1%，上半年我国居民累计赴奥62万人次，同比增长4%。
- ◇ **丹麦**：19年6月我国居民赴丹麦游客3.2万人次，同比增长5%，增速有所放缓；上半年我国居民累计赴丹麦10万人次，同比增长19%。
- ◇ **美国**：19年6月我国居民赴美国游客25万人次，同比下降4%；1-6月累计赴美国143万人次，同比下降3%。
- ◇ **加拿大**：19年6月我国居民赴加拿大游客7万人次，同比下降2%；1-5月我国居民累计赴加30万人次，同比下降1%。
- ◇ **墨西哥**：19年7月我国居民赴墨西哥游客1.0万人次，同比增长4%，1-7月我国居民累计赴墨10万人次，同比下降2%。

表12：2019年7月主要出境旅游目的地客流情况

	目的地	7月单月客流(万人次)	单月客流增速	1-7月累计客流(万人次)	累计客流增速
短线游	日本	105.1	19%	558.3	13%
	韩国	44.0	32%	267.3	36%
东南亚	泰国	98.4	6%	662.2	-3%
	越南	40.7	1%	289.0	-3%
	马来西亚(6月)	22.2	0%	155.9	6%
	新加坡(6月)	26.6	10%	181.2	5%
	中国港澳台地区	中国香港地区	416.1	-6%	3173.4
	中国澳门地区	257.0	19%	1688.4	22%
	中国台湾地区	32.2	43%	199.9	30%
长线游	澳大利亚(6月)	8.1	4%	74.5	0%
	新西兰(6月)	1.8	-3%	21.9	-11%
	奥地利(6月)	15.0	1%	61.6	4%
	丹麦(6月)	3.2	5%	9.9	19%
	美国(6月)	25.0	-4%	143.0	-3%
	加拿大(6月)	7.4	-2%	30.3	-1%
	墨西哥	1.0	4%	9.6	-2%

数据来源：各目的地旅游局、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

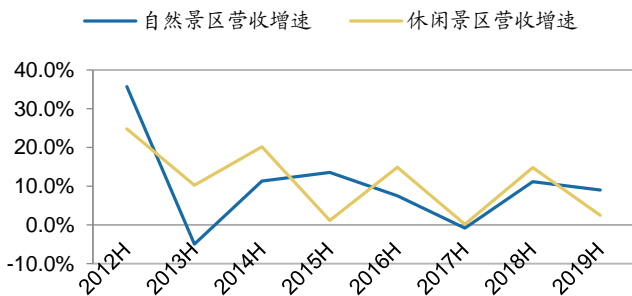
景区板块： 降价影响下自然景区业绩承压，交通改善 客流有所回暖

财务情况： 门票降价影响自然景区业绩表现， 休闲景区稳健增长

我们将主要的上市景区类公司划分为休闲和自然景区，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，

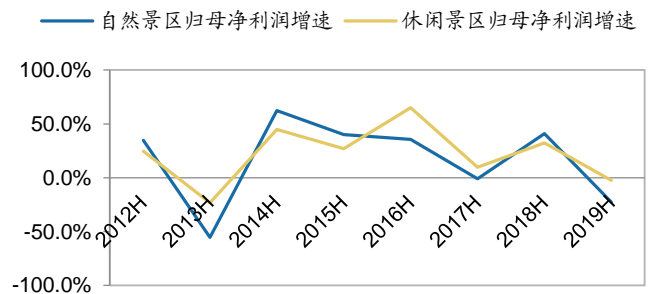
成长能力方面：上半年休闲景区和自然景区营收同比分别增长2.5%和9.0%，归母净利润同比分别减少2.5%和22.6%。自然景区受到门票降价影响，业绩整体承压。休闲景区方面，宋城演艺剔除六间房重组影响后，归母净利润和扣非后净利润同比分别增长13.3%和16.4%，业绩增长稳健；中青旅业绩下滑主要系人工成本上升带来相关费用增加，核心景区乌镇营收和净利润分别为8.5和4.7亿元，同比增长2.6%和0.1%，均保持平稳。

图19： 上半年自然景区和休闲景区营收同比分别增长9.0%和2.5%



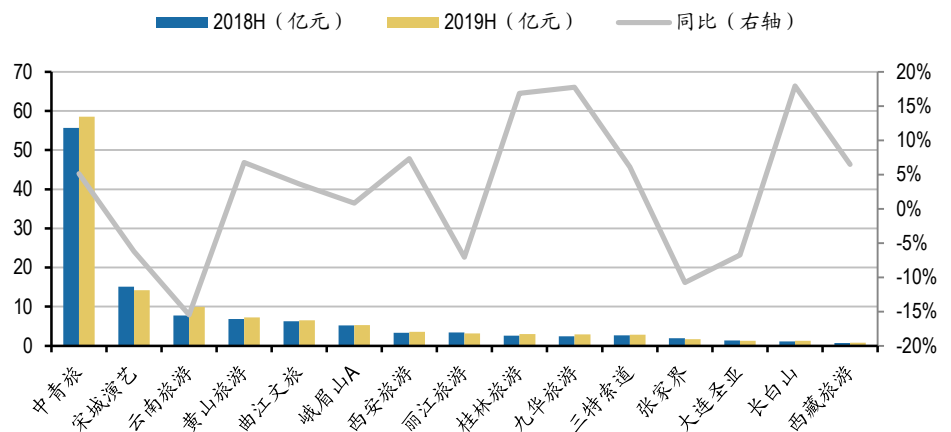
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图20： 上半年自然景区和休闲景区归母净利润同比分别下降22.6%和2.5%



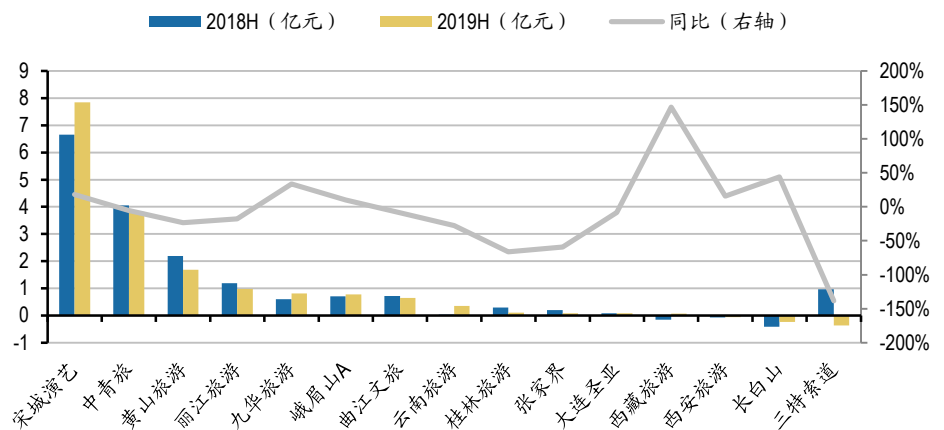
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图21: 景区行业上市公司上半年营收及增速



数据来源: WIND、中国民航局、广发证券发展研究中心

图22: 景区行业上市公司上半年归母净利润及增速

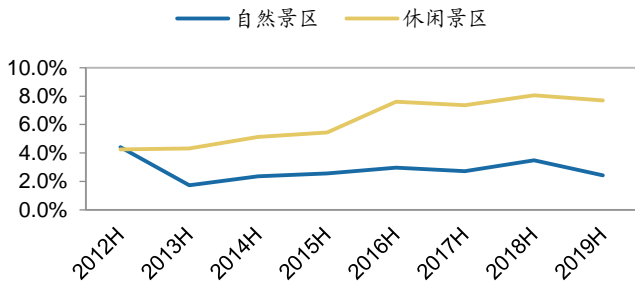


数据来源: WIND、中国民航局、广发证券发展研究中心

盈利能力方面: 自然景区盈利能力有所下滑, 人工景区盈利能力较好。上半年自然景区和休闲景区毛利率分别为36.5%和34.0%, 同比分别下降1.6个百分点和持平; 净利率分别为10.0%和15.9%, 同比分别下降4.1个百分点和上升0.9个百分点; ROE分别为2.4%和7.7%, 同比分别下降1.1个百分点和0.4个百分点。

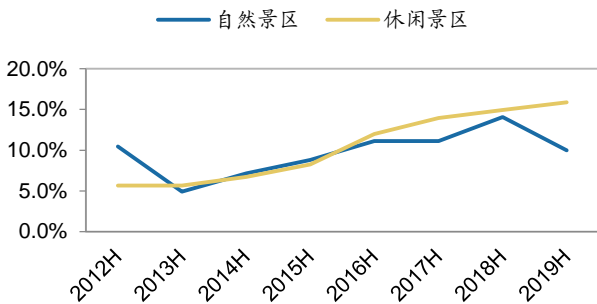
费用方面: 休闲景区和自然景区费用结构差异较大, 自然景区管理费用率较高, 休闲景区销售费用率较高且上半年有所提升。上半年自然景区和休闲景区销售费用率分别为4.9%和10.1%, 同比分别持平和增长0.8个百分点; 管理费用率分别为13.8%和5.5%, 同比分别下降0.7个百分点和0.2个百分点。财务费用率分别下降0.7个百分点和增长0.3个百分点。

图23: 自然景区和人工景区ROE分别下降1.1pct和0.4pct



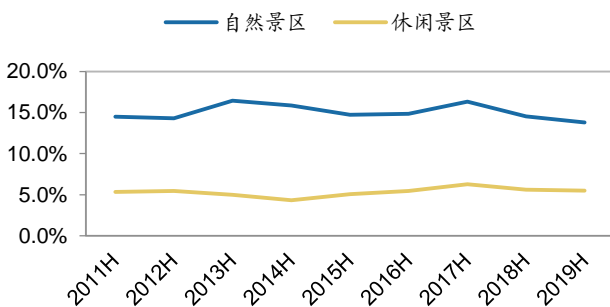
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图25: 上半年自然景区和休闲景区净利率分别下降4.1pct和增长0.9pct



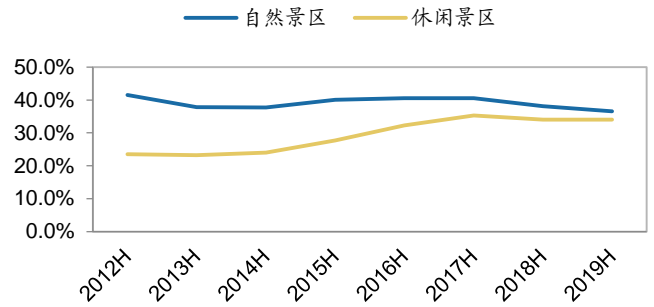
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图27: 上半年自然景区和休闲景区管理费用率分别下降0.7pct和0.2pct



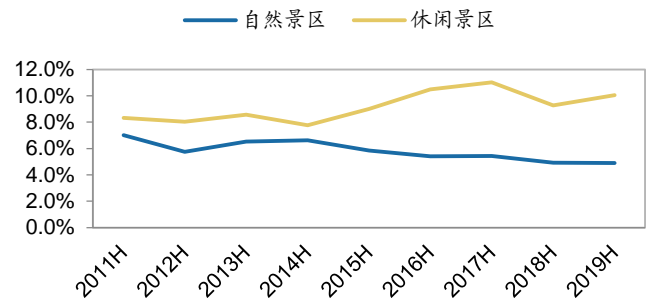
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图24: 上半年自然景区和休闲景区毛利率分别下降1.6pct和持平



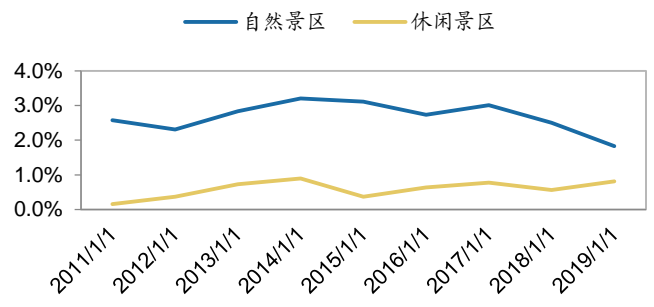
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图26: 上半年自然景区和休闲景区销售费用率分别持平 and 增长0.8pct



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图28: 上半年自然景区和休闲景区财务费用率分别下降0.7pct和增长0.3pct



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

景区经营情况: 门票降价影响自然景区业绩表现, 休闲景区稳健增长

黄山: 黄山景区18年上半年受天气、优惠政策减弱的影响客流有所下滑。18年12月黄杭高铁正式通车, 19上半年黄山景区及索道客流量全面回暖。进山游客和索道客流量分别为162.4万人次和362.7万人次, 在去年的低基数基础上同比分别增长9.6%

和12.9%。在此基础上，公司酒店、索道和旅游服务营收均有所回暖，在一定程度上抵消了门票调价带来的影响。

峨眉山：上半年峨眉山景区购票人数为160.1万人次，同比增长0.1%，与去年基本持平。2018年9月20日起，峨眉山旺季门票价格从185元/人下降为160元/人，淡季价格维持110元/人，平均价格降幅约13.5%。游山门票业务受到景区降价和老年人优惠政策的影响持续承压，客单价有所下降。峨眉山索道上半年接待游客323.7万人次，去年全年为583.33万人次。峨眉山万年索道于2018年完成换装改造，每小时单程运量由1660人提高到2400人，运力明显提升。

桂林：上半年共接待游客416万人次，同比下降0.21%。其中公司景区共接待游客201.48万人次，同比下降6.7%，漓江游船、漓江大瀑布饭店和旅游汽车公司分别接待游客29.7万人、14.2万人和34.9万人，同比分别增长13.6%、下降4.0%和增长9.0%。

丽江：上半年公司三条索道共接待游客210.2万人次，同比增长21.9%、其中玉龙雪山、云杉坪和牦牛坪索道分别接待游客147.9万人次、53.7万人次和8.6万人次，同比分别增长11.4%、67.9%和11.8%。印象丽江共演出350场，去年同期为277场；实现营收7735.6万元，同比增长50.5%。上半年玉龙雪山、云杉坪和牦牛坪索道分别降价60元、15元和15元，对公司业绩产生一定影响。

张家界：上半年公司四大业务共接待游客259.9万人，同比增长2.5%，增速较去年同期的-8.6%明显回暖。其中观光电车/杨家界索道购票人次分别为55.3万人和42.6万人，同比分别增长5.8%和96.1%；18年年底武陵山大道全面通车，交通改善及公司营销力度加强推动索道业务强势回暖。而环保客运和宝峰湖景区购票人数分别为139.9万人和22.0万人，同比分别下降3.5%和25.8%。环保客运业务客流降幅较去年的-9%有所收窄，18年起环保客运淡旺季票价全面下调；春节执行淡季票价；19年4月起免票政策放宽导致环保客运营收明显下降。宝峰湖景区营收下降主要是景区老化，客源竞争力削弱所致。旅行社业务营收减少主要由于接待团队人数有所下降。

乌镇、古北水镇：19年上半年乌镇景区共累计接待游客人数446.0万人次，同比18年的449.6万人次下降0.8%，基本持平。古北水镇共接待游客100.7万人次，同比下降8.8%，主要是受竞争压力加剧及交通瓶颈因素影响。

三特索道：上半年梵净山、华山、庐山、珠海和千岛湖索道分别接待游客40.5万人、85.3万人、16万人、13万人和36.3万人，同比分别增长36.1%、-7.4%、8.7%、46.9%和18.6%；海南景区接待游客63.9万人，同比下降25.8%。

表13: 主要上市景区公司客流量及客单价

	客流量 (万人)			客单价 (元/人)		
	2018H	2019H	同比	2018H	2019H	同比
黄山旅游						
索道游客数	289.3	326.7	12.9%	73.8	76.3	3.3%
进山游客数	148.1	162.4	9.6%	71.5	62.1	-13.2%
峨眉山 A						
游山购票人数	160.0	160.1	0.1%	146.0	136.5	-6.5%
桂林旅游						
景区	216.0	201.5	-6.7%	58.6	62.5	6.6%
漓江游船	26.1	29.7	13.6%	216.8	203.7	-6.1%
漓江饭店	14.8	14.2	-4.0%	307.1	297.2	-3.2%
汽车运输	32.0	34.9	9.1%			
丽江旅游						
玉龙雪山索道	133.0	147.9	11.2%			
云杉坪索道	32.0	53.7	67.9%			
牦牛坪索道	7.7	8.6	11.8%			
印象丽江演出场次	277.0	350.0	26.4%			
张家界						
环保客运	145.1	139.9	-3.5%	51.9	44.0	-15.2%
宝峰湖景区	29.6	22.0	-25.8%	84.2	94.7	12.5%
十里画廊	52.3	55.3	5.9%	39.8	40.5	1.7%
杨家界索道	21.7	42.6	96.1%	66.1	54.2	-18.1%
中青旅						
乌镇	449.6	446.0	-0.8%	185.3	191.7	3.5%
其中: 东栅	202.5					
其中: 西栅	247.1					
古北水镇	110.4	100.7	-8.8%	413.9	417.2	0.8%
三特索道						
梵净山索道	40.5	55.1	36.1%	221.1	208.0	-5.9%
华山索道	85.3	79.0	-7.4%	70.6	68.0	-3.7%
海南公司	63.9	47.4	-25.8%	90.5	104.7	15.7%
浪漫天缘景区	2.2	10.1	359.1%	141.1	102.8	-27.2%
庐山三叠泉索道	16.0	17.3	8.7%	59.0	59.3	0.5%
珠海索道	13.0	19.0	46.9%	38.8	40.6	4.6%
千岛湖索道	36.3	43.1	18.6%	35.1	35.4	0.9%
南漳古山寨	9.6	6.5	-32.0%	41.9	51.7	23.4%
保康九路寨	4.4	4.9	10.6%	49.4	39.7	-19.6%
崇阳隼水河	2.1	2.2	3.8%	193.2	197.6	2.3%
崇阳公司	5.4	3.2	-41.3%	116.6	145.8	25.0%
克旗公司	0.08	0.04	-50.0%	112.5	842.5	648.9%

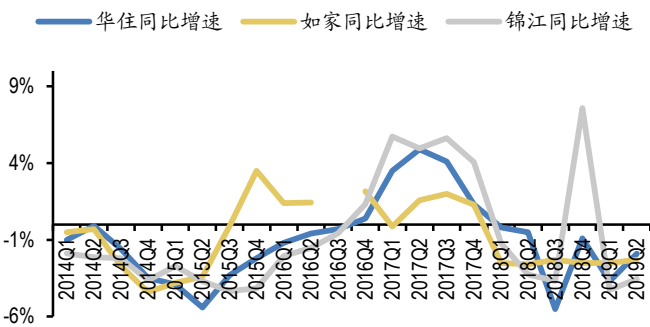
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

酒店：行业景气继续下行，加盟扩张支撑龙头业绩

行业景气度：需求疲软出租率承压，RevPar 处于下行周期

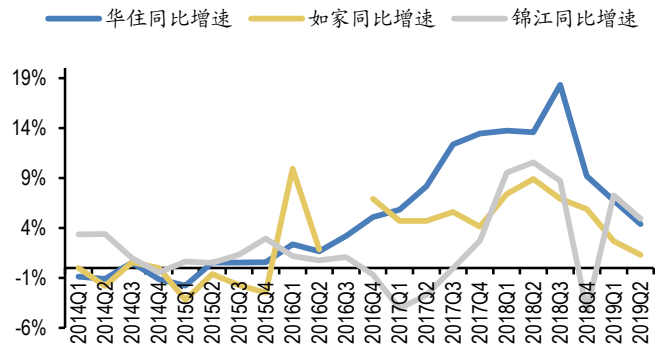
2019年Q2酒店出租率同比跌幅缩窄，平均房价涨幅回落，RevPar继续处于下行通道中。19年受到宏观经济放缓、贸易战影响、社保正规化等多项利空因素叠加，商旅需求低迷，酒店出租率受到较大影响，Q2季度三大酒店出租率跌幅有所缩窄，华住、锦江（境内）和首旅出租率分别下降2.7、3.9、2.3个百分点。平均房价方面，三大酒店集团保持正增长，主要依靠中高端酒店占比结构性提升拉动，但增速有明显回落，华住、锦江、首旅分别同比增长4.4%、6.0%、1.3%。RevPar方面，华住和锦江由于平均房价提升较大，RevPar保持正增长，Q2分别提升1.3%和0.7%，如家由于平均房价提升幅度有限，出租率同比下滑，Q2 RevPar同比下降1.5%。

图29：三大酒店集团出租率同比增速



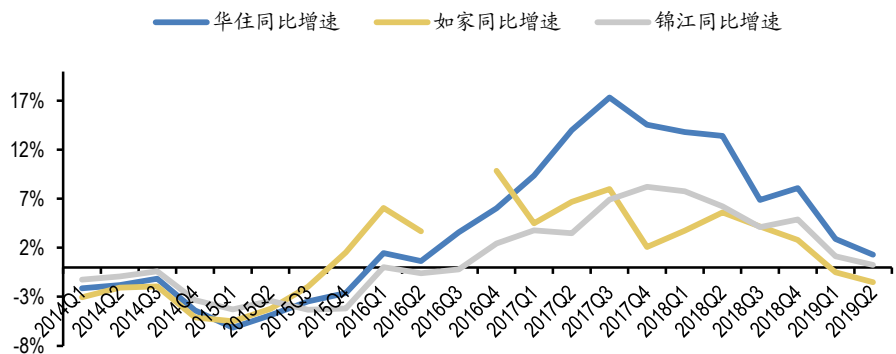
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图30：三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31：三大酒店集团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，三大酒店同店RevPar跌幅扩大，华住、如家二季度成熟酒店RevPar分别同比下降2.1%和3.6%，锦江上半年成熟酒店RevPAR同比下降

3.9%。华住19Q2整体同店RevPar下降2.1%，其中经济型和中高端同店分别下降2.0%和2.4%；锦江19Q2整体同店RevPar下降3.9%，其中中高端同店下降0.7%，经济型酒店下降7.1%；如家19Q2整体同店RevPar下降3.6%，其中中高端同店下降3.2%，经济型同店同比下降3.9%。

表14: 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		
	2018Q2	2019Q2	yoy	2018H	2019H	yoy	2018Q2	2019Q2	yoy
整体同店	206	202	-2.1%	155.02	149.03	-3.87%	157	160	-3.6%
经济型	175	171	-2.0%	122.01	113.39	-7.06%	147	141	-3.9%
直营	189	191	0.6%	124.72	114.40	-8.27%	131	128	-1.9%
加盟	171	166	-2.7%	121.25	113.11	-6.72%	154	146	-4.6%
中高端	278	272	-2.4%	218.09	216.57	-0.70%	287	267	-3.2%
直营	346	334	-3.5%	261.68	255.57	-2.34%	287	280	-4.5%
加盟	251	247	-1.8%	213.11	212.19	-0.43%	287	260	-2.5%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

门店扩张: 龙头扩张再提速, 行业进一步头部集中

门店扩张方面, Q2季度三大酒店集团扩张较Q1明显提速, 华住储备店达到历史最高。2019上半年, 华住、锦江、首旅分别新开店537、660、234家, 其中Q2季度分别新开311、347、159家, 门店扩张速度较Q1有明显提速。锦江和首旅关店数量较多, 华住由于开店周期原因关店数较少, 从净增数上看华住上半年超越锦江。截至2019年6月30日, 华住和首旅储备店分别达到1553家、689家, 其中华住储备店达到历史最高水平。

表15: 2019年上半年三大酒店集团开店情况

	19Q1			19Q2			19H			门店总数
	开店数	关店数	净增数	开店数	关店数	净增数	开店数	关店数	净增数	
华住	226	60	166	311	42	269	537	102	435	4665
锦江	313	125	188	347	129	218	660	254	406	7849
首旅	75	63	12	159	103	56	234	166	68	4117

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

品牌结构方面, 华住、锦江的新开店以中端酒店为主, 首旅发力云酒店品牌。华住19年上半年中高端酒店和经济型分别净增337家和98家, 中高端酒店占总净增店的72.5%, 公司中高端酒店总数达到1675家, 占比提升至35.9%。锦江上半年中高端净增445家, 经济型减少39家, 中高端酒店总数达到2908家, 占比为37.1%。首旅发力中高端时间较晚, 尚处培育阶段, 中高端酒店占比和扩张速度相较其他两家有

所差距，首旅发力云品牌，上半年取得较好增长。

表16: 2019上半年三大酒店集团品牌结构变化情况

	2018			2019H			19H 净增		
	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	4665	7849	4117	435	406	68
经济型酒店	2892	4980	2746	2990	4941	2676	98	-39	-70
中高端酒店	1338	2463	703	1675	2908	755	337	445	52
其他			600			686			86
中高端占比	31.63%	33.09%	17.78%	35.91%	37.05%	18.34%	4.28%	3.96%	0.56%

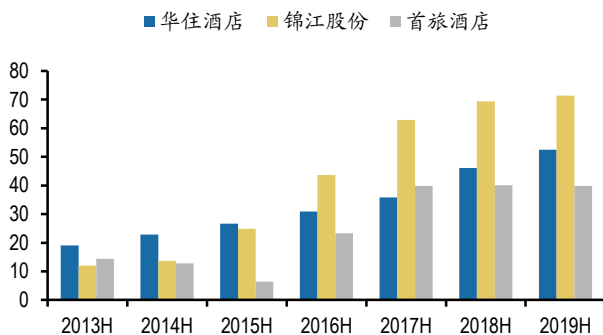
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

业绩表现：Q2 营业收入有所放缓，加盟业务支撑利润增长

2019年上半年三大酒店集团受行业需求疲软影响收入端均有放缓，加盟业务维持高增长。2019上半年华住、锦江、首旅酒店营业收入分别为52.46亿、71.43亿、39.90亿元，同比增速13.7%、2.9%、-0.3%，营收增速相较上年同期有所下降，主要系直营店数量减少以及行业需求疲软同店RevPar下滑所致，三大酒店的直营收入分别增长6.7%、0%、-2.7%，加盟收入分别增长30.3%、6.8%、10.0%。

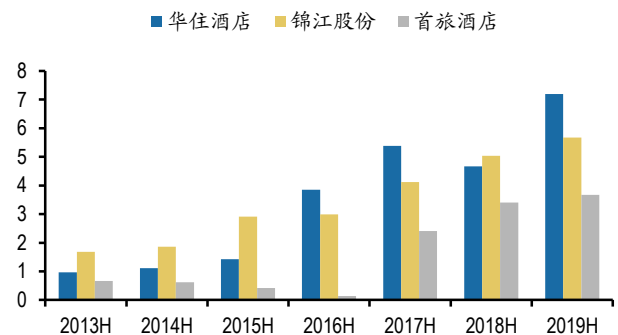
净利润方面，三大酒店集团保持较高的增长韧性，华住、锦江、首旅上半年净利润分别增长54%、13%、8%。华住上半年归母净利润7.19亿元，同比增长54.0%，主要系雅高股票带来的公允价值变动所致（2018上半年华住因雅高股票下跌损失3.37亿元，2019年同期盈利5900万），华住上半年经营利润下降5.8%，主要因加大对开发团队、高端品牌和IT设施的投入；锦江和首旅上半年归母净利润分别为5.68亿和3.68亿元，同比增速分别为12.8%和8.1%，扣非净利润分别为3.58亿元、3.35亿元，同比分别增长13.5%、6.2%。

图32: 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33: 三大酒店集团年度归母净利润（亿元）

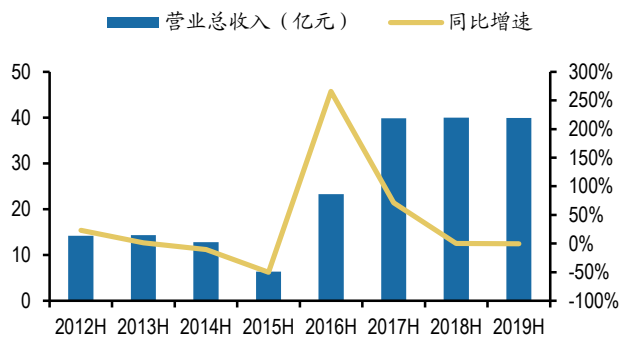


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

首旅19上半年营收小幅下降，成本控制出色，如家酒店集团和南山景区业绩实现稳健增长。上半年公司实现营业收入39.9亿元，同比下降0.3%，归母净利润3.68亿元，同比增长8.14%；扣非后归母净利润3.36亿元，同比增长6.22%；如家酒店集团19上半年营收小幅下降，但得益于良好的成本控制，实现归母净利润同比增长6.9%；南山景区由于今年上半年门票留存比例为50%，去年同期为40%，净利润同比增长6.1%；首旅存量酒店盈利情况整体大致和上年持平。

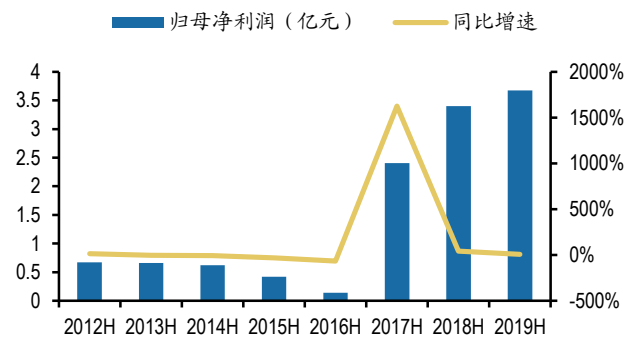
- ◇ **如家酒店集团**：如家酒店集团上半年实现营业收入33.12亿元，同比下降0.57%，实现利润总额4.98亿元，同比增长5.54%，实现净利润3.55亿元，同比增长6.66%。实现归属母公司净利润3.52亿元，同比增长6.89%。
- ◇ **南山景区**：南山景区上半年实现营业收入2.50亿元，比上年同期增长2.55%；实现利润总额1.19亿元，比上年同期增长6.66%；实现净利润8,937万元，较上年同期增长6.13%。
- ◇ **首旅存量酒店**：南苑股份、京伦饭店、首旅建国上半年分别实现净利润-1956万元、757万元、797万元，同比分别增亏8.0%、增长8.4%、下降2.6%。

图34：首旅酒店营业收入（左轴：亿元）及同比增速（右轴）



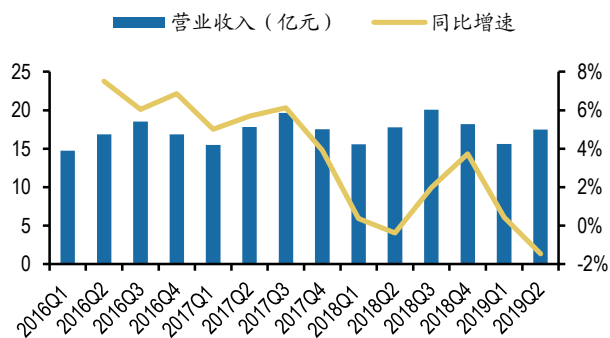
数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

图35：首旅酒店归母净利润（左轴：亿元）及同比增速（右轴）



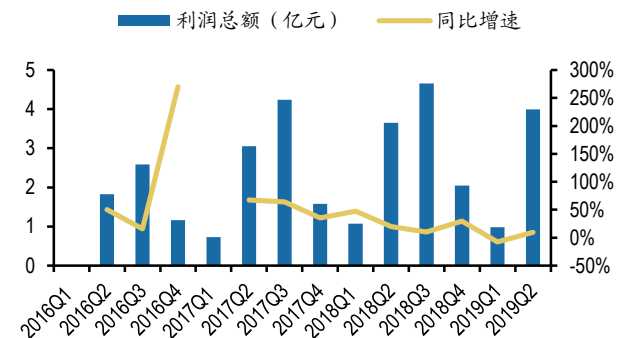
数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

图36：2016Q1-2019Q2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37：2016Q1-2019Q2如家酒店利润总额（左轴：亿元）及同比增速（右轴）

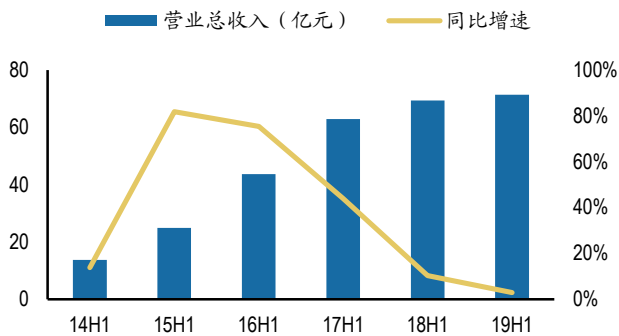


数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

锦江股份19年上半年酒店主业经营稳健，公允价值提升增厚公司业绩。锦江股份2019年上半年实现营业收入71.4亿元，同比增长2.93%，实现归母净利润5.68亿元，同比增长12.78%，扣非净利润3.58亿元，同比增长13.48%。

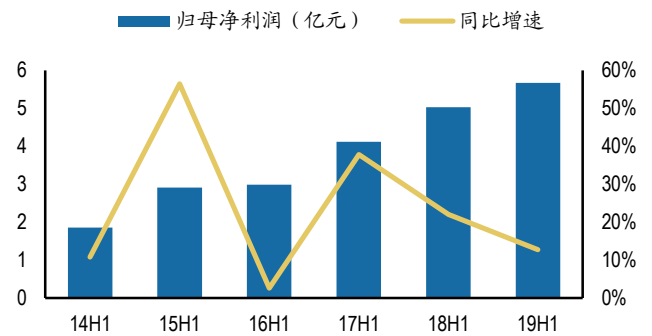
- ◇ **原锦江水系：**原锦江水系19上半年实现营业收入12.78亿元，同比下降6.25%，实现净利润9717万元，同比下降13.8%，业绩下滑主要系上年锦江之星获得土地拆迁补偿款，同时锦江水系一季度经营下滑和直营店到期也对当期业绩起到负面影响。
- ◇ **铂涛集团：**19年上半年实现营业收入20.75亿元，同比提升3.3%，净利润2.90亿元，同比提升118%，主要系铂涛集团持有的同程艺龙股份在港股上涨所致。
- ◇ **维也纳酒店：**维也纳19年上半年实现营业收入14.68亿元，同比增长15.7%，净利润13747万元，同比增长14.6%。
- ◇ **卢浮酒店：**卢浮酒店19年上半年实现营业收入2.57亿欧元，同比下降0.1%，净利润809万欧元，同比下降21.9%，主要原因为主要是受法国境内的游行集会等相关事件的影响，以及上年同期法国因未来所适用的企业所得税税率的下调对所得税费用的影响等所致。

图38: 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39: 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

表17: 锦江股份旗下子版块营业收入及净利润情况

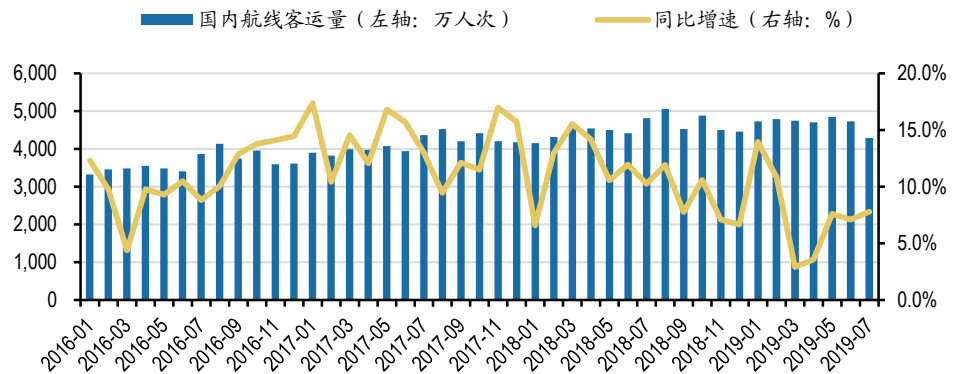
	2018Q1	2018Q2	2018H	2019Q1	2019Q2	2019H	19Q2 同比	19H 同比	
锦江系	营业收入 (万元)	63171	73115	136286	61214	66558	127772	-8.97%	-6.25%
	净利润(万元)	4875	6400	11275	1260	8457	9717	32.14%	-13.82%
铂涛酒店	营业收入 (万元)	96794	104153	200947	98407	109105	207512	4.75%	3.27%
	净利润(万元)	6191	7122	13313	25312	3732	29044	-47.60%	118.16%
维也纳酒店	营业收入 (万元)	59628	67317	126945	68013	78802	146,815	17.06%	15.65%
	净利润(万元)	6227	5769	11996	5010	8737	13,747	51.45%	14.60%
卢浮酒店	营业收入 (万欧元)	11551	14187	25738	11366	14352	25718	1.16%	-0.08%
	净利润(万欧元)	-460	1496	1036	-679	1488	809	-0.53%	-21.91%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

国内航线客运量: 7月同比增长7.8%, 较6月小幅提升

从历史数据看, 国内航线客运量增速和酒店出租率有较高的同步性。19年7月国内航线客流4287.8万人次, 同比增长7.8%, 较6月7.1%的增速小幅提升。2019年3、4月国内航空客流放缓一方面来自宏观经济放缓, 另一方面来自上年高基数, 2018年5月后国内航空客流增速下行, 2019年5月以来, 低基数效应叠加经济企稳因素, 国内航空客运数据持续回暖, 5-7月均保持7%-8%左右增速。

图40: 国内航线客运量(左轴: 万人次)及同比增速(右轴: %)



数据来源: 中国民航局, 广发证券发展研究中心

业绩综述及重点公司：

我们继续看好免税行业的高景气以及和酒店行业的底部回升预期：

免税行业：国旅旗下中免上半年同口径（除日上上海并表时间因素）收入和归母净利润同比分别增长36%和29%。短期来看，三亚1-7月旅游过夜人次累计增长11.2%，7月热度上升，单月客流量同比增长14.2%；1-7月首都机场和上海机场国际客流量分别增长3.5%和4.1%，增速较为稳定。化妆品1-7月零售额累计增长12.7%。**中长期看，我们认为未来免税行业将持续受到高端化妆品需求高增长以及国内免税渠道占比的持续提升（请关注我们近期发布的全球化妆品龙头系列深度报告）。**8月23日上海市内免税店正式开业，这是继青岛、厦门、大连和北京市内免税店之后，中免集团2019年恢复运营的第五家市内免税店，预计市内店将成为未来收入和盈利增长的重要来源。

酒店行业：受宏观经济回落及去年高基数影响，上半年景气度较低，华住1、2季度同店RevPar增速分别为-0.4%和-2.1%；锦江上半年成熟酒店同店RevPar下降3.9%；如家成熟酒店1、2季度整体同店RevPar分别下降3.0%和3.6%。**我们认为在低基数效应和宏观经济企稳下有望逐步回升，而龙头维持积极扩张，行业竞争格局持续向好，并且更为重要的是加盟店利润占比持续提升，RevPAR增速相比开店速度对业绩的影响已经在下降。**

重点看好公司包括：

（1）高景气免税行业龙头：中国国旅（北京、上海市内店开业将带来公司新一轮增长，近两年公司也将进一步受益于离岛免税快速增长，以及毛利率稳步提升）。

（2）酒店行业龙头：华住、锦江股份、首旅酒店（酒店行业受经济周期波动影响较大，但是龙头积极扩张，行业格局持续向好，下半年在低基数效应和宏观经济企稳下有望出现景气反转）。

（3）成长潜力较高的低估值景区龙头：宋城演艺（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，张家界千古情项目开业表现较好，异地项目增长确定性强）。

同时建议关注估值持续回落的景区公司如：中青旅（低估值的精品度假景区、乌镇会议小镇持续升级、古北水镇潜力较大）、黄山旅游（低估值优质自然景区、交通改善效应有待释放、整合扩容具备潜力）。

风险提示

- 1) 免税业: 免税政策出台不及预期、汇率波动影响盈利、宏观经济影响免税需求、机场招标租金水平较高、新拓展免税业务盈利不及预期。
- 2) 出境游: 突发事件、汇率波动等因素影响出境游行业整体增长、宏观经济影响出行需求; 渠道和资源端拓展不及预期、费用控制低于预期。
- 3) 国内游: 宏观经济下行影响消费支出, 行业转型进度不及预期, 公司成本控制不及预期。
- 4) 酒店: 宏观经济下行影响商旅活动, 龙头直营店改造效果和进程不及预期, 加盟店扩展进度不及预期。

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：资深分析师，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。