

2019H1 业绩综述：免税表现靓丽，重点关注广酒、宋城2020年业绩加速

■按照中信餐饮旅游行业分类，目前31家公司2019年上半年业绩已披露完毕，2019年H1合计实现营业收入659.7亿元/+4.0%，实现归母净利润62.1亿元/+19.1%，平均毛利率约46.5%/+3.3pct。分子板块看，2019H1增速表现：①营收增速：人服(131%)>免税(16%)>景区(8%)>酒店(7%)>餐饮(3%)>出境游(-8%)；②归母净利润增速：免税(71%)>人服(34%)>休闲景区(9%)>酒店(8%)>自然景区(-23%)>餐饮(-40%)>出境游(-69%)，免税(中国国旅)收入和业绩受益于离岛免税三亚海棠湾店高增长、以及上海北京机场店高速增长所驱动；基于行业的增速判断，各板块的行业景气程度如下：免税>休闲景区>人服>酒店>出境游>自然景区，重点标的中国国旅、中公教育、宋城演艺、首旅酒店、锦江股份等业绩均基本符合预期。

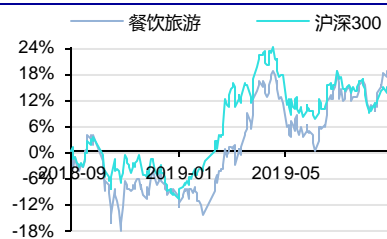
■分单季度看：1)收入端：19Q2完成营收327.5亿元/-4.9%，19Q1完成营收332.3亿元/+14.5%，18Q4餐饮旅游行业合计实现营业收入321.6亿元/-6.8%；19Q2营收增速环比下降主要受中国国旅出表旅游业务所致；2)成本&费用端：受中国国旅的旅游业务出表以及日上上海扣点同比提升(毛利率和期间费率19H1分别提升9.83pct和6.97pct)影响，社服板块整体19Q2整体毛利率47.1%/+3.45pct，期间费用率32.1%/+1.7pct。其中，19Q2销售费用率23.1%/+1.6pct、管理费用率7.6%/+0.1pct、财务费用率1.3%/-0.1pct。19Q1和18Q4的板块整体毛利率分为45.9%和42.2%，期间费用率分别为31.8%和34.6%；3)归母净利润端：19Q2实现归母净利润28.5亿元/-4.8%；19Q1实现33.6亿元/+51.2%，18Q4实现5.9亿元/-74.0%；19Q2业绩增速主要受子板块自然景区及出境游拖累所致。

■分子板块看：1)免税(中国国旅)：19H1实现营业收入243.4亿元/+15.5%，归母净利润32.79亿元/+70.87%，归母扣非净利25.00亿元/+30.86%，行业维持高景气度，全年内生高速增长+外延海免并表有望保障业绩高速增长；2)休闲景区：19H1整体实现营业收入70.7亿/+2.7%、归母净利润11.7亿/+9.1%。细分来看，板块重点公司业绩分化，演艺龙头宋城演艺业绩+18%稳健增长，休闲景区中青旅则受人工等短期费用影响，业绩同比下降6%；3)餐饮(广州酒家)：19H1营收9.51亿/+20.2%，归母净利润0.64亿元/+10.2%，剔除研发费用和股权激励两部分影响后，公司19H1的扣非业绩增速区间估测为20%-24%，且预收账款3.83亿元，同比增加32.9%，比18年年末增加302.3%，侧面反映Q3月饼销售具备一定增长潜力。4)人服(科锐国际)：19H1实现收入16.75亿元/+130.82%，归母净利润6429万元/+34.42%。公司灵活用工19H1内生收入70~80%高增速且加价率保持稳健，但整体内生毛利率及业绩受短期平台研发投入及猎头顾问人数增多承压，中长期灵活用工主业成长潜力仍旧向好。5)酒店：19H1酒店板块整体实现营业收入177.21亿/+6.5%，归母净利润10.63亿/+8.1%。其中，锦江股份19H1扣非后归母净利润3.58亿元/+13.48%，

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
601888	中国国旅	- 买入-A
002607	中公教育	- 买入-A
603043	广州酒家	- 买入-A
300144	宋城演艺	- 买入-A
600258	首旅酒店	- 买入-A
600754	锦江酒店	- 买入-A
300662	科锐国际	- 买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.51	-12.43	-30.66
绝对收益	-2.12	-7.75	-16.72

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

国务院发文支持文旅发展，上海市内店开业静待国人免税落地 2019-08-25

广州酒家湘潭基地成功试产，中青旅Q2收入增速环比提升 2019-08-18

从一台“好戏”的诞生，剖析旅游演艺市场壁垒、空间、机遇及挑战 2019-08-01

19Q2 社服板块基金持仓分析 2019-07-21

中公教育中报业绩预计高增，广州酒家拟收购老字号陶陶居 2019-07-07

首旅酒店 19H1 扣非后归母净利润 3.36 亿元/+6.22%，核心受轻资产加盟扩张以及 19H1 期间费用控制良好驱动，但酒店经营数据仍短期受宏观经济影响有所承压；6) 出境游：19H1 年整体营收下滑 8%至 112.11 亿元，归母净利润 1.39 亿元/-69%，主要受东南亚出境游恢复情况不及预期，且巴厘岛火山爆发、香港及台湾事件等对行业整体造成负面影响。7) 自然景区：19H1 年合计实现营收 52.4 亿元/+7.8%，归母净利润 5.3 亿元/-23.4%，业绩受 18 年下旬降门票的影响所致，但短期仍需关注政策对国有景区门票售价的进一步动向。

■我们重点推荐中国国旅、中公教育、广州酒家、宋城演艺、首旅酒店、锦江股份、科锐国际。1) 中国国旅：全年内生高速增长+外延海免并表有望保障业绩高速增长；中短期内看海南及市内店增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升。2) 中公教育：依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒，从优势领域公考培训拓展职教大市场。3) 广州酒家：月饼速冻持续扩产+区域扩张稳步推进+股权激励落地，短期看中秋月饼销售季，中长期看渠道及产能省外扩张成长可期。4) 宋城演艺：新一轮异地扩张项目落地，推动 2020 年业绩有望加速上行，六间房实现出表，利好宋城及花房发展有望实现共赢。5) 科锐国际：灵活用工行业短期仍维持高度景气，中长期公司在一体两翼成长及市场率提升潜力大。6) 首旅酒店&锦江股份：酒店板块受大盘调整及宏观预期影响，龙头标的首旅和锦江的估值均已调整至历史低点，对应 19 年 PE 仅 18x 和 20x (过去 10 年 PE ttm 均值分别为 36.6x 和 36.4x)，建议重点关注但仍需关注宏观经济预期变化。

■风险提示：宏观经济增长速度放缓、产品结构调整进度不及预期、境外目的地受地缘政治影响导致客流减少、景区目的地天气等不可控因素造成的影响等。

内容目录

1. 社服行业 2019H1 业绩汇总.....	5
2. 细分子板块：免税、演艺维持高景气、酒店短期仍受宏观压力.....	8
2.1. 免税：业绩高速增长，管理层调整拟全力聚焦免税.....	8
2.2. 酒店：轻资产展店继续推进，19Q2 酒店数据仍旧承压.....	9
2.2.1. 锦江股份：19H1 业绩稳步增长，加盟扩张快速推进.....	10
2.2.2. 首旅酒店：19H1 扣非业绩+6.2%，轻资产扩张持续推进.....	11
2.3. 出境游：东南亚出境游恢复不及预期，行业整体承压.....	13
2.3.1. 众信旅游：东南亚市场承压，出境游龙头静待行业好转.....	13
2.4. 景区：演艺维持高景气，自然景区受门票降价业绩短期承压.....	15
2.4.1. 宋城演艺：19H1 景区业绩稳步增长，二轮扩张下 2020 年业绩有望实现加速.....	16
2.4.2. 中青旅：乌镇 19H1 客单逆势增长，双镇会展外延升级持续推进.....	17
2.5. 人服：科锐国际灵活用工带动主业高成长.....	18
3. 投资建议：免税表现靓丽，重点关注广酒、演艺 2020 年业绩加速.....	20
4. 风险提示.....	22

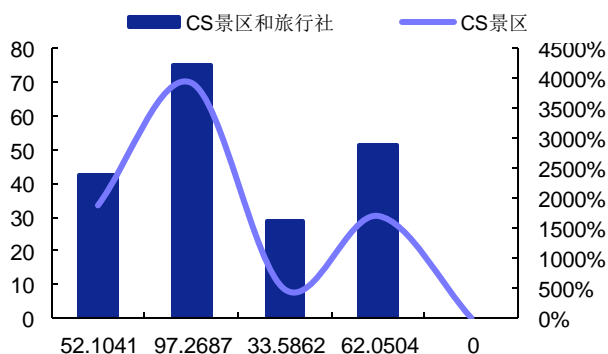
图表目录

图 1：2019H1 餐饮旅游板块整体完成营收 659.7 亿元.....	5
图 2：2019H1 餐饮旅游板块归母净利增速 19.1%.....	5
图 3：2018Q4-2019Q2 各子版块单季营收增速.....	5
图 4：2018Q4-2019Q2 各子版块单季归母净利增速.....	5
图 5：2019H1 各子版块营收增速.....	6
图 6：2019H1 各子版块归母净利增速.....	6
图 7：2019H1 餐饮旅游板块归母净利率为 9.4%.....	6
图 8：2019H1 餐饮旅游板块期间费用率为 34.0%.....	6
图 9：酒店板块 2019H1 营收及增速.....	9
图 10：酒店板块 2019H1 归母净利及增速.....	9
图 11：酒店板块 2019H1 利润率.....	9
图 12：酒店板块 2019H1 期间费用率.....	9
图 13：出境游板块 2019H1 营收及增速.....	13
图 14：出境游板块 2019H1 归母净利及增速.....	13
图 15：出境游板块 2019H1 利润率.....	13
图 16：出境游板块 2019Q1 费用率.....	13
图 17：休闲景区板块 2019H1 营收及增速.....	15
图 18：休闲景区板块 2019H1 归母净利及增速.....	15
图 19：自然景区板块 2019H1 营收及增速.....	15
图 20：自然景区板块 2018 年归母净利及增速.....	15
图 21：休闲景区板块 2019H1 利润率.....	16
图 22：休闲景区板块 2019H1 费用率.....	16
图 23：自然景区板块 2019H1 利润率.....	16
图 24：自然景区板块 2019H1 费用率.....	16
表 1：2019H1 各子版块公司财务指标明细.....	6
表 2：酒店企业倍数.....	9

1. 社服行业 2019H1 业绩汇总

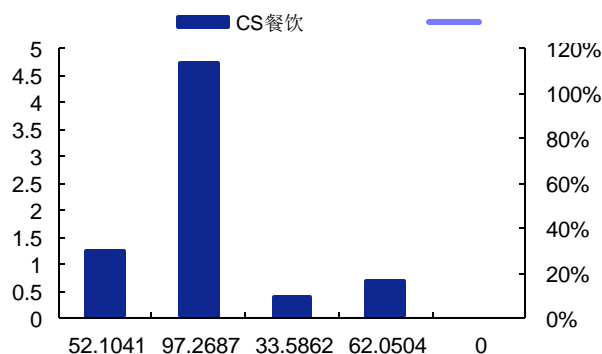
按照中信餐饮旅游行业分类，目前 31 家公司 2019 年上半年业绩已披露完毕，2019 年 H1 合计实现营收 659.7 亿元/+4.0%，实现归母净利润 62.1 亿元/+19.1%，平均毛利率约 46.5%/+3.3pct。我们继续重点推荐中国国旅、科锐国际、中公教育、首旅酒店、锦江股份、宋城演艺、广州酒家。

图 1：2019H1 餐饮旅游板块整体完成营收 659.7 亿元



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2019H1 餐饮旅游板块归母净利润增速 19.1%

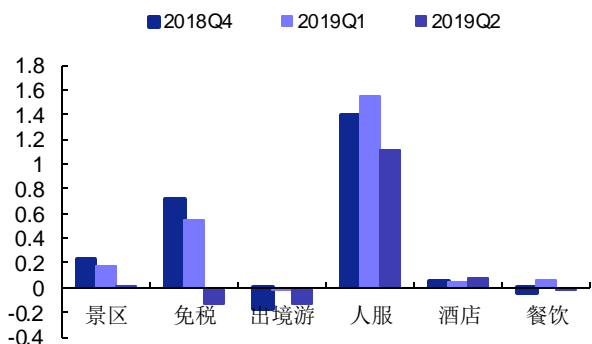


资料来源：Wind，安信证券研究中心

分季度看，按照中信餐饮旅游行业分类：1) 收入端，19Q2 完成营收 327.5 亿元/-4.9%，19Q1 完成营收 332.3 亿元/+14.5%，18Q4 餐饮旅游行业合计实现营收 321.6 亿元/-6.8%；19Q2 营收增速环比下降主要受中国国旅出表旅游业务所致。

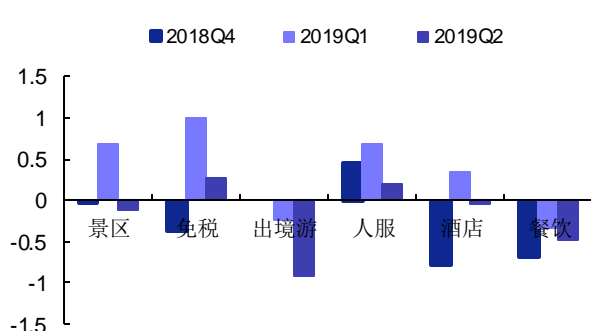
2) 归母净利润端：19Q2 实现归母净利润 28.5 亿元/-4.8%；19Q1 实现 33.6 亿元/+51.2%，18Q4 实现 5.9 亿元/-74.0%；19Q2 业绩增速主要受子版块自然景区及出境游拖累所致。

图 3：2018Q4-2019Q2 各子版块单季营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2018Q4-2019Q2 各子版块单季归母净利润增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

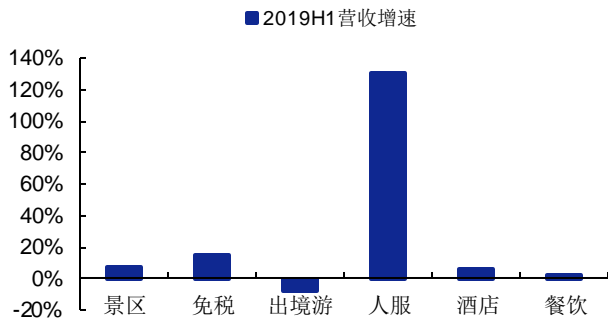
3) 分子版块看增速变化：

子版块 2019H1 年增速表现：① 营收增速：人服>免税>景区>酒店>餐饮>出境游；② 归母净利润增速：免税>人服>酒店>景区>餐饮>出境游，免税（中国国旅）收入和业绩受益于离岛免税三亚海棠湾店高增长、以及上海北京机场店高速增长所驱动；

基于行业的增速判断，各板块的行业景气程度如下：免税>休闲景区>人服>酒店>出境游>自

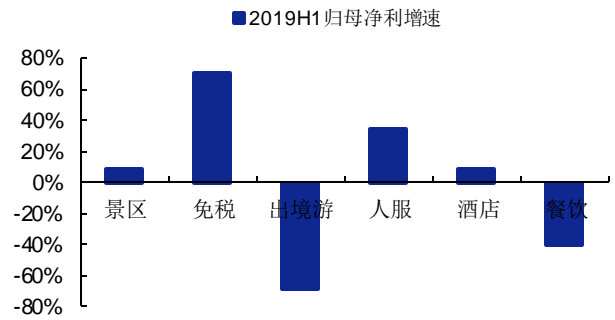
然景区，重点标的中国国旅、中公教育、宋城演艺、首旅酒店、锦江股份等业绩均基本符合预期。

图 5：2019H1 各子版块营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

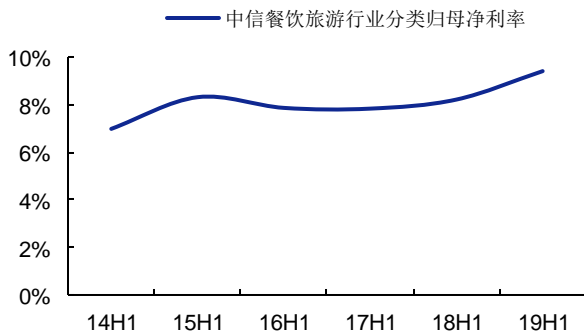
图 6：2019H1 各子版块归母净利增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

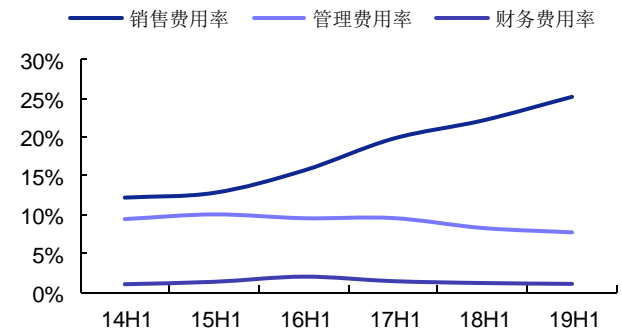
盈利能力表现持续优化：2019H1 整体归母净利率同比上升 1.2pct 至 9.4%，主要系中国国旅旗下国旅总社出表大幅推升净利率所致；整体期间费用率提升 2.4pct 至 34.0%，主要系中国国旅业务结构发生较大变化，旅行社业务剥离、免税业务占比大幅提升。

图 7：2019H1 餐饮旅游板块归母净利率为 9.4%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2019H1 餐饮旅游板块期间费用率为 34.0%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1：2019H1 各子版块公司财务指标明细

子版块	证券简称	营业收入 YoY	归母净利 YoY	毛利率	毛利率变动 (pct)	归母净利率	归母净利率变动 (pct)	期间费用率	期间费用率变动 (pct)	ROE	ROE 变动 (pct)
景区	中青旅	5.13%	-5.61%	24.69%	0.58	6.53%	-0.74	16.68%	2.30	6.11%	-0.93
	宋城演艺	-6.21%	18.03%	69.39%	1.80	55.39%	11.37	14.59%	-2.21	8.77%	-0.03
	黄山旅游	6.77%	-23.19%	53.36%	0.70	23.08%	-9.00	20.12%	-0.15	4.07%	-1.28
	峨眉山 A	0.82%	10.10%	39.72%	0.42	14.58%	1.23	19.05%	-2.13	3.25%	0.08
	三特索道	6.11%	-138.54%	52.77%	3.93	-13.14%	-49.32	51.11%	5.54	-3.60%	-14.65
	丽江旅游	-7.07%	-17.53%	67.90%	-3.58	30.80%	-3.91	24.18%	-1.76	4.02%	-1.06
	桂林旅游	16.83%	-66.16%	33.80%	-12.07	3.30%	-8.09	36.45%	-4.27	0.64%	-1.29
	长白山	17.91%	43.90%	0.76%	15.77	-18.21%	20.06	18.88%	-5.17	-2.36%	2.16
	天目湖	0.27%	9.56%	65.03%	1.62	24.43%	2.07	27.15%	-3.15	6.47%	0.04
	张家界	-10.76%	-59.01%	28.09%	-4.26	4.85%	-5.72	24.56%	2.66	0.52%	-0.77
	大连圣亚	-6.74%	-8.09%	52.37%	2.07	5.80%	-0.09	43.19%	-0.13	1.49%	-0.38
	九华旅游	17.74%	33.77%	53.30%	2.43	27.76%	3.33	16.26%	-1.69	7.12%	1.36

	曲江文旅	3.63%	-8.91%	30.21%	0.41	10.01%	-1.38	18.06%	1.86	6.18%	-1.08
	云南旅游	-15.47%	-27.62%	17.41%	-4.82	3.51%	3.06	13.13%	-2.80	1.63%	1.39
	西安旅游	7.32%	15.59%	5.21%	-0.48	-1.57%	0.43	7.57%	-2.04	-0.65%	0.21
	国旅联合	-4.95%	-4.78%	19.77%	-0.67	-7.20%	-0.67	19.16%	-1.51	-2.23%	-0.44
免税	中国国旅	15.46%	70.87%	50.26%	9.78	13.47%	4.37	32.66%	6.96	18.89%	5.65
	众信旅游	-1.09%	-20.37%	10.86%	0.28	1.93%	-0.47	8.61%	0.59	4.64%	-1.40
出境游	凯撒旅游	-8.46%	-18.54%	16.17%	-1.93	1.81%	-0.22	15.09%	1.02	2.79%	-0.94
	腾邦国际	-21.04%	-114.95%	18.36%	-0.87	-1.68%	-10.57	14.66%	5.07	-1.20%	-9.39
人服	科锐国际	130.82%	34.42%	13.31%	-7.73	3.84%	-2.75	7.83%	-4.68	8.59%	1.15
	锦江股份	2.93%	12.78%	89.39%	-0.34	7.95%	0.69	81.56%	-0.88	4.48%	0.49
	首旅酒店	-0.30%	8.14%	94.10%	-0.72	9.21%	0.72	80.66%	-0.94	4.43%	-0.11
	金陵饭店	12.90%	-23.21%	54.26%	-8.94	6.45%	-3.03	40.62%	-8.60	2.48%	-0.76
酒店	岭南控股	17.10%	80.05%	13.56%	-1.85	4.91%	1.72	9.82%	-2.19	7.01%	3.00
	华天酒店	-9.29%	4.74%	52.10%	1.94	-31.44%	-1.50	90.04%	0.07	-5.54%	-0.66
	号百控股	21.18%	-65.41%	15.89%	-14.92	2.43%	-6.08	13.58%	-8.61	1.04%	-2.06
	大东海 A	-11.95%	-41.04%	60.21%	-0.97	5.34%	-2.58	54.40%	3.86	0.97%	-0.68
	广州酒家	20.22%	10.19%	47.50%	0.06	6.76%	-0.61	40.32%	1.51	3.38%	-0.13
餐饮	西安饮食	3.05%	-705.85%	30.16%	-3.64	-6.31%	-5.50	36.51%	2.62	-2.52%	-2.21
	全聚德	-13.43%	-58.51%	57.62%	-3.17	4.26%	-4.62	54.69%	5.13	2.16%	-2.99

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2. 细分子板块：免税、演艺维持高景气、酒店短期仍受宏观压力

2.1. 免税：业绩高速增长，管理层调整拟全力聚焦免税

业绩简述：

2019H1，中国国旅实现营收 243.44 亿元/+15.46%，归母净利 32.79 亿元/+70.87%，归母扣非净利 25.00 亿元/+30.86%，基本 EPS1.6795/+70.87%；经营性现金流净额约 24.76 亿元/+13.82%。2019Q2 单季收入 106.5 亿元/-13%，归母净利 9.7 亿元/+29%，归母扣非净利 9.1 亿元/+21%。

三亚、日上上海保持高位增长，白云机场经营大幅提升。2019Q2 单季收入增速有所下滑主要系国旅总社已于 2019Q1 完成出表，若剔除 2018Q2 单季国旅总社贡献的收入 31.2 亿元，则 2019Q2 单季收入增速约为 17%，2019H1 收入增速约为 35%，符合预期。公司不断通过整合采购渠道，巩固和优化现有离岛免税业务和机场免税业务。

分版块而言：①三亚国际免税收入约 53.29 亿元/+28.72%，归母净利润 8.32 亿元/+5.65%，归母净利率同比下降 3.41pct 至 15.62%；②日上上海收入 73.77 亿元（2018 年 3 月起并表，估计同比增速在 30%以上），归母净利润 3.21 亿元，归母净利率达 4.15%，2019 年实施新扣点后日上上海仍保持较强盈利能力，成绩亮眼；③日上中国收入 37.66 亿元/+13.78%，归母净利润 0.95 亿元，归母净利率同比提升 0.86pct 至 2.53%，盈利能力大幅优化；④香港机场烟酒段收入 12.96 亿元/+36.13%，已实现盈亏平衡；⑤白云机场收入 8.44 亿元/+193%，装修完成后收入同比实现大幅增长。

毛利率保持优化，出表旅游业务致费用率有所提升。2019H1，总体毛利率大幅提升 9.83pct 至 51.05%，主要系毛利率较低的旅游业务出表以及商品贸易业务规模提升驱动毛利率水平持续优化。具体而言：①商品贸易业务毛利率同比提升 0.09pct 至 51.76%；②其中免税业务毛利率微降 0.20pct 至 52.29%，可知汇率波动对免税业务成本的影响控制在较低水平；③有税业务毛利率大幅提升 4.48pct 至 32.10%。2019H1，销售费用率提升 7.24pct 至 30.29%，主要系销售费用率较高的免税业务占比提升，以及日上上海扣点同比提升；管理费用率同降 0.38pct 至 2.32%，管理效率有所优化；财务费用率同比略有提升 0.11pct 至 0.05%，主要系利息支出有所增长，但汇兑损失较上年同期收窄。

现金流健康，营运能力向好。2019H1，经营性现金流净额约 24.76 亿元/+13.82%，与归母扣非净利润匹配程度较高，总体而言公司资金充足、现金流保持健康。应收账款周转天数由 9.65 缩短至 6.02 天，应付账款周转天数由 39.69 提升至 41.48 天，营运能力保持向好。

管理层调整，进一步聚焦免税。2019 年 8 月 30 日，公司发布公告称收到公司总经理彭辉先生及副总经理薛军先生、于宁宁女士递交的书面辞职报告，同时公布董事会拟聘任陈国强为公司总经理，王轩、赵凤、王延光为公司副总经理。因工作调整，彭辉先生申请辞去公司总经理职务，薛军先生申请辞去公司副总经理职务；因达到法定退休年龄，于宁宁女士申请辞去公司副总经理职务。辞职后，彭辉先生、薛军先生将继续在公司任职，于宁宁女士将不在公司担任任何职务。陈国强现任中免集团总经理，具备资深免税行业运营经验；王轩、赵凤、王延光现任中免集团副总经理，从此次任命我们推测国旅将从管理层层面进一步聚焦免税业务，锐意进取，全力发展免税。

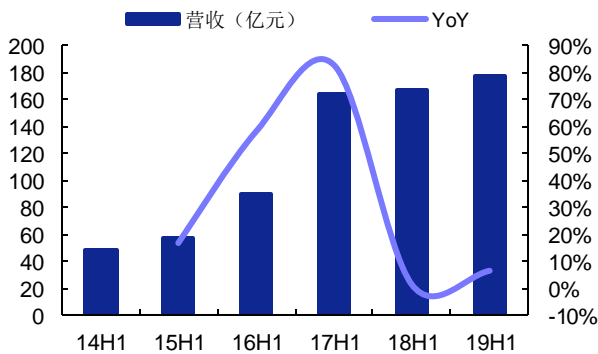
全年内生高速增长+外延海免并表有望保障业绩高速增长；中短期内看海南及市内店增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升。①公司确定将控股海免集团，成为海南省范围内唯一及具有免税运营资质的主体；②消费升级催化三亚及日上免税销售额保持高位增速；③海南免税购物限额提升，本地人购物次数限制放开，有望催生代购；④国人免税仍在争取过程，

一旦落地将产生巨大增量贡献；⑤“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，提升免税销售规模；规模提升有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。

2.2. 酒店：轻资产展店继续推进，19Q2 酒店数据仍旧承压

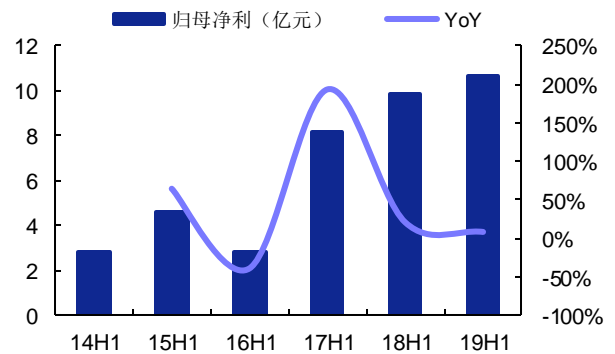
2019 年上半年酒店板块合计实现营收 177.2 亿/+6.5%，完成归母净利 10.6 亿/+8.1%；其中①锦江股份 19H1：实现归母净利 5.68 亿元/+12.78%，主要系交易性金融资产和其他非流动金融资产期末公允价值上升、铂涛集团和维也纳酒店因营业收入及净利润同比增加、以及公司取得的杭州肯德基、苏州肯德基和无锡肯德基投资收益比上年同期增加三方面推动。扣非后归母净利 3.58 亿元/+13.48%，未来在加盟扩张步伐提速，铂涛提价+维也纳新店成熟+整合效应下，公司中长期业绩成长性有望延续；②首旅酒店 19H1：归母净利润 3.68 亿元/+8.14%，扣非后归母净利润 3.36 亿元/+6.22%。2019H1 酒店板块整体毛利率 65.1%/-4.65pct 下降较为明显，2019H1 酒店板块期间费用率 57.5%/-4.98pct，主要受号百控股盈利能力大幅下滑所拖累。

图 9：酒店板块 2019H1 营收及增速



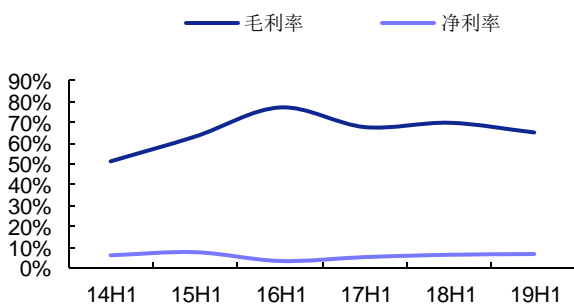
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：酒店板块 2019H1 归母净利及增速



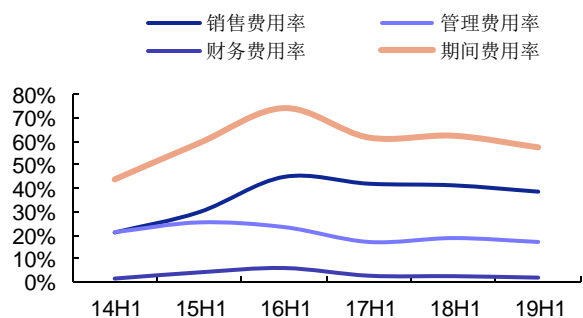
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：酒店板块 2019H1 利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：酒店板块 2019H1 期间费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2：酒店企业倍数

证券代码	证券名称	企业倍数(EV2/EBITDA)[交易日期]最新 (2019-09-01)
600754.SH	锦江股份	9.59
600258.SH	首旅酒店	8.18
601007.SH	金陵饭店	12.90

000524.SZ	岭南控股	6.85
000428.SZ	华天酒店	-32.42
600640.SH	号百控股	13.49
000613.SZ	大东海 A	272.23

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2.1. 锦江股份: 19H1 业绩稳步增长, 加盟扩张快速推进

公司发布 19 年中报数据: ①19H1: 营收 71.43 亿元/+2.93%, 归母净利 5.68 亿元/+12.78%, 主要系交易性金融资产和其他非流动金融资产期末公允价值上升、铂涛集团和维也纳酒店因营业收入及净利润同比增加、以及公司取得的杭州肯德基、苏州肯德基和无锡肯德基投资收益比上年同期增加三方面推动。扣非后归母净利 3.58 亿元/+13.48%, 经营活动产生的现金流量净额 6.49 亿元/-57.90%, 主要系全球采购平台收款方式变化使得预收款项比上年同期减少、19H1 支付的加盟商代收收款和职工奖金比上年同期增加, 以及上年同期收到三年定期存款利息等共同影响所致; ②19Q2: 营收 38.06 亿元/+3.18%, 归母净利 2.72 亿元/-0.23%; 扣非后归母净利 2.87 亿元/+16.58%。

19H1 整体境内酒店 RevPAR+0.68%, 成熟店 Q2 RevPAR 数据有所改善。①境内整体酒店: 19Q2 境内酒店的 RevPAR+0.68%、入住率-3.89pct、平均房价+6.02%。其中, 境内整体经济型 RevPAR-6.22%、入住率-4.73pct、平均房价+0.06%; 境内整体中高端 RevPAR-4.94%、入住率-4.19pct、平均房价+0.26%。②境内成熟酒店: 19Q2 境内成熟酒店的 RevPAR-3.86%、入住率-4.24pct、平均房价-3.86%。其中, 境内成熟经济型 RevPAR-7.06%、入住率-5.19pct、平均房价-0.33%; 境内成熟中高端 RevPAR-0.70%、入住率-2.47pct、平均房价+2.35%。③境外整体酒店: 19Q2 境内酒店的 RevPAR+4.46%、入住率+1.53pct、平均房价+1.02%。

19H1 加盟扩张下净增 406 家门店, 中端酒店客房占比提升至 45.6%。①加盟扩张延续: 公司 19H1 新开业酒店 660 家, 关店 254 家, 净增 406 家 (其中, 直营酒店净减少 15 家, 加盟酒店净增加 421 家)。截止 19 年 6 月末, 公司加盟酒店占比继续提升至 85.44%。②产品结构持续升级: 公司 19H1 期间经济型酒店净减少 39 家, 但中端酒店净增 445 家, 对应其数量及客房占比分别提升至 37.05%和 45.58%, 产品结构升级稳步推进。③储备门店: 截止 19H1 末, 公司已签约未开业酒店 3944 家, 相比 19 年初的 3343 家增多 601 家, 为公司后续保持快速展店奠定基础。④会员人数: 截止 19 年中期, 公司会员人数增至 1.92 亿人, 同比增长 20.95%, 自有渠道引流能力有望进一步提升。

期间费用率 H1 略微下降, 静待“一中心三平台”推进降费。①19 年 H1: 公司 19 年 H1 期间费用率 81.56%/-0.88pct。1) 19 年 H1 销售费用率: 52.85%/-0.63pct; 2) 19 年 H1 管理费用率: 26.01%/-0.03%; 3) 19 年 H1 财务费用率: 2.48%/-0.42pct; 4) 19 年 H1 研发费用率: 0.23%/+0.21pct, 主要系本期铂涛集团发生软件开发费用比上年同期增加所致。考虑到公司“一中心三平台”在 19-20 年有望持续推进, 以及轻资产的加盟店占比继续提升, 未来公司期间费用率仍有望继续下降。公司 19H1 期间整体净利率 9.10%/+0.85pct。②19 年 Q2: 整体期间费用率 76.31%/-0.16pct, 销售费用率 50.14%/+0.64pct, 管理费用率 24.14%/-0.69pct, 财务费用率 2.07%/-0.36pct, 研发费用率-0.04%/+0.25pct, 19Q2 整体净利率 8.55%/+0.46pct

加盟业务快速增长驱动酒店收入提升, 投资收益增多推高餐饮业务利润。①19 年 H1 境内酒店整体: 实现总营收 50.65 亿元/+4.49%。其中, 前期服务费 2.70 亿元/+1.37%, 持续加盟

费收入 6.69 亿元/+18.93%。②19 年 H1 境外酒店整体：实现总营收 2.57 亿欧元/-0.08%，境外酒店整体的归母净利 750 万欧元/-50.27%。③19 年 H1 餐饮业务：实现总营收 1.17 亿元/+2.78%，主要系锦江食品营业收入比上年同期增长，及锦亚餐饮营业收入比上年同期下降等共同影响所致。归属食品分部净利润 1.39 亿元/+4.12%，增长主要系公司以“成本法”核算投资收益的苏州肯德基、无锡肯德基和杭州肯德基 2018 年度股利比上年同期增长等共同影响所致。④19Q3 指引：公司预计 19Q3 公司整体有限服务型酒店收入为 37.95 亿元至 41.95 亿元，对应同比增速分别为-4.00%~6.11%，其中预计公司中国大陆境内业务收入 27.55 亿元至 30.45 亿元，中国大陆境外业务收入 1.37 亿欧元至 1.51 亿欧元。

拆分酒店品牌看：铂涛 19 年 H1 业绩高成长延续，锦江系业绩下滑。①铂涛集团：营收 20.75 亿元/+3.27%，净利润 2.90 亿元/+118.16%；②维也纳酒店：营收 14.68 亿元/+15.65%，归母净利润 1.37 亿元/+14.60%；③锦江都城系：营收 12.78 亿元/-4.67%，归母净利润 0.97 亿元/-14.08%；④卢浮集团：营收 2.57 亿欧元/-0.08%，归母净利 809 万欧元/-21.91%，主要系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。

2.2.2. 首旅酒店：19H1 扣非业绩+6.2%，轻资产扩张持续推进

公司发布 19 年中报数据：①19 年 H1：实现营收 39.90 亿元/-0.30%，归母净利润 3.68 亿元/+8.14%，扣非后归母净利润 3.36 亿元/+6.22%，业绩增长符合预期。非经常性损益 0.32 亿元，主要系政府补助，以及对逗号开曼公司的股权比例变化所致；②19Q2：实现营收 20.47 亿元/-1.50%，归母净利润 2.94 亿元/11.00%，扣非后归母净利润 2.79 亿元/+8.31%；③经营性现金流净额：19H1 实现 6.74 亿元/-12.41%，主要系预付租金增加及支付税费的时间性差异。

19Q2 成熟店 RevPAR 同降 4.3%，受宏观及高基数影响数据承压。①如家整体酒店：根据如家连续数据口径，19Q2 RevPAR 同降 1.9%，环比 19Q1 RevPAR 同降-0.5%的增速仍旧承压。②如家成熟店：1) 整体成熟店：19Q2 RevPAR -4.3%，相比 19Q1 的-3.0%增速有所放缓；2) 经济型成熟店：19Q2 RevPAR -4.1%，19Q1 为-2.4%；3) 中高端成熟店：19Q2 RevPAR -5.7%，19Q1 为-6.8%，环比有所改善。

19H1 新开经济型&中高端酒店 234 家，轻资产扩张持续推进。①酒店业务整体实现利润总额 4.38 亿元/+5.67%。其中，如家酒店集团 19H1 实现归母净利润 3.55 亿元/YoY+6.66%。②在轻资产扩张方面，公司在 19H1 新开店 234 家，总酒店数相比年初净增加 68 家（期间关店 166 家，其中 19Q2 新开店 159 家/关店 103 家/净增 56 家）。分产品来看，公司 19H1 经济型&中高端酒店净增加 16 家，管理输出酒店净增 53 家。考虑到公司开店集中在每年的第四季度（18Q4 如家经济型&中高端合计新开店 190 家，占全年总数的 42.1%），以及已签约未开业的准备门店数已增至 689 家（相比 19 年初继续增多 159 家），预计 19 全年仍有望实现公司计划的新开店 800 家目标（该口径包括管理输出开店数）。③中长期来看，公司 19 年与凯悦成立合资酒店品牌，定位于中高端的旅行市场，19 年做好第一批直营店（北京、上海）的落地工作，并将于 2020 年上半年开业，中长期产品矩阵有望持续扩大完善。

酒店业务毛利率受宏观影响小幅下滑，景区业务收入毛利实现双增。①19H1：公司实现营收 39.90 亿元/-0.30%，整体毛利率 94.14%/-0.72pct。分拆业务看：1) 酒店运营业务：实现收入 30.14 亿元/-2.72%，毛利率 92.72%/-1.41pct，收入有所下降主要系关店及升级改造使得直营店在营业平均房量下降 4.91%，以及 Revpar 略有下滑所致。2) 酒店管理业务：实现收入 7.26 亿元/+9.98%，毛利率 100.00%/+0.00pct，收入增长主要受如家持续加盟扩张所致；

3) 景区运营: 实现收入 2.50 亿元/+2.55%, 主要系南山公司今年上半年门票留存比例增加, 导致门票收入增加 1,948 万元。南山公司商品销售业务模式改变, 由于将部分与厂家合作的商品采购销售业务模式改为纯出租场地业务模式, 及市场因素, 导致收入略有减少。19 年 H1 景区业务毛利率 94.22%/+4.07pct, 利润总额 1.19 亿元/+6.66%。②19Q2: 公司实现营收 20.47 亿元/-1.5%, 整体毛利率 94.35%/-0.82pct。

轻资产加盟扩张推动 19H1 费用率小幅下降, 整体净利率实现微增。①19H1: 19H1 期间费用率 80.66%/-1.07pct。1) 19H1 销售费用率: 66.40%/-0.85pct, 主要系酒店业务直营酒店数量减少, 计提奖金减少, 部分资产折旧到期, 出租率下降, 及部分地区电费出现下调所致; 2) 19H1 管理费用率: 12.22%/+0.17%, 主要系办公费用等零星增加所致; 3) 19 年 H1 财务费用率: 1.72%/-0.46pct, 主要系贷款利息较上年同期减少 1960 万元所致。4) 19H1 研发费用率: 0.31%/+0.07pct, 主要系公司为增强核心竞争力, 加大信息技术投入所致。整体 19H1 实现净利率 9.93%/+0.75pct。②19Q2: 整体期间费用率 86.68%/-1.27pct, 销售费用率 62.45%/-1.33pct, 管理费用率 11.60%/+0.33pct, 财务费用率 1.52%/-0.36pct, 研发费用率 0.30%/-1.27pct。整体 19Q2 实现净利率 4.37%/-1.40pct。

南山景区客流及业绩保持稳健稳增。公司控股 74.81%的南山景区 19H1 实现收入 2.50 亿元/+2.55%; 实现净利润 8937 万元/+6.13%, 继续为公司带来稳定可观的现金流及业绩增量, 实现在 19H1 三亚旅游市场走弱下逆势增长。

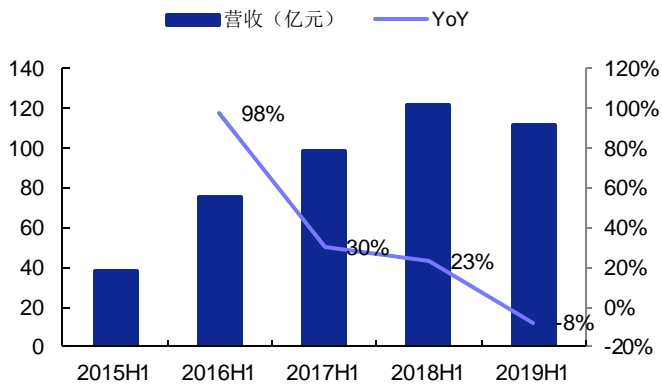
截止 19H1 累计完成改造经济酒店 236 家, 整体收益水平达到预期, 19 年预计再改造 200 家进一步深入。①如在家 18 年对 155 家如家直营店进行了 3.0NEO 改造升级, 其中年底已完工酒店 115 家。升级后的如家 3.0NEO 酒店整体收益水平达到了预期。公司在 19H1 期间再改造了 112 家 (主要系将原如家改造为如家 3.0 NEO), 且累计完成 50 家特许酒店升级为如家 3.0NEO 的改造, 并后续进一步向经济型加盟酒店实施推广, 持续得到升级改造红利。②19H1 公司在新建酒店项目的投入 0.51 亿元, 升级改造项目投入 3.00 亿元, 由于 19 年直营店改造规模预计扩大, 我们认为公司 19 年的资本开支或将小幅提高。

酒店观点: 目前酒店板块受大盘调整及宏观预期影响, 龙头标的首旅和锦江的估值均已调整至历史低点, 对应 19 年 PE 仅 18x 和 20x (过去 10 年 PE ttm 均值分别为 36.6x 和 36.4x)。首旅酒店股价同样已下跌至接近 16 年行业谷底时的水平, 且过去两年酒店数量已持续增多且中端酒店成长发力更优, 建议重点关注目前仍处估值低位的首旅酒店和锦江股份, 但仍需关注宏观经济预期变化。

2.3. 出境游：东南亚出境游恢复不及预期，行业整体承压

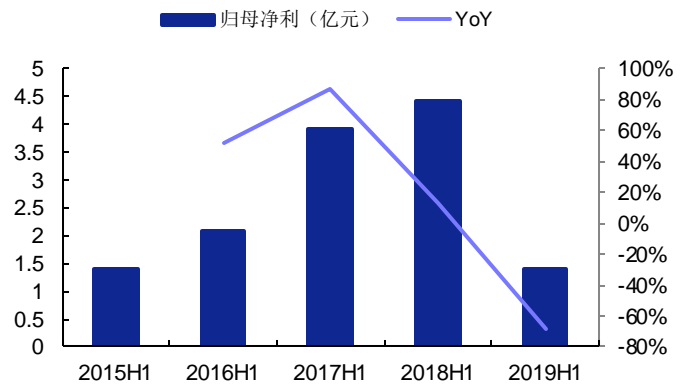
2019H1 年整体营收下滑 8%至 112.11 亿元，归母净利 1.39 亿元/-69%，主要受东南亚出境游恢复情况不及预期，且巴厘岛火山爆发、香港及台湾事件等对行业整体造成负面影响。

图 13：出境游板块 2019H1 营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

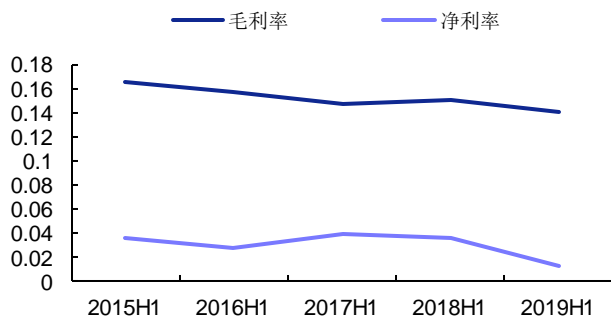
图 14：出境游板块 2019H1 归母净利及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

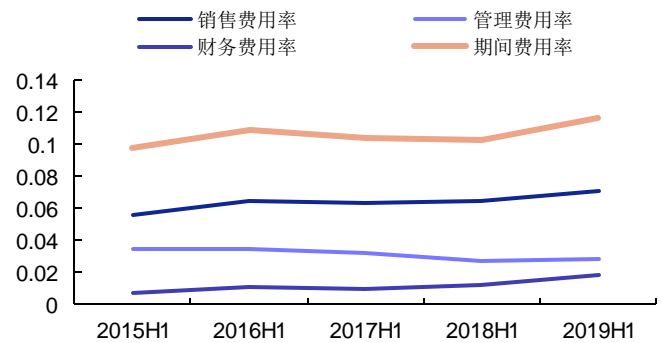
事件影响下竞争环境恶化，导致毛利率下滑、费用率整体上升。毛利率 2019H1 为 14.14%/-0.94pct 有所下滑；费用率方面，由于事件性影响下行业竞争环境恶化，期间费用率整体上升 1.40pct 至 11.62%。

图 15：出境游板块 2019H1 利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：出境游板块 2019Q1 费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.3.1. 众信旅游：东南亚市场承压，出境游龙头静待行业好转

业绩简述：2019H1 营收实现 57.19 亿元/-1.09%；归母净利实现 1.10 亿元/-20.37%；归母扣非净利实现 1.09 亿元/-6.07%；经常性现金流净额实现 1.55 亿元/+149.72%。19Q2 单季实现营收 32.75 亿元/-1.30%；归母净利 0.45 亿元/-37.60%。

国内游增长迅速，东南亚出境游拖累收入。2019 年上半年公司实现营业收入 57.19 亿元/-1.09%，其中出境游业务实现营收 51.74 亿元/-3.1%，国内游及单项产品业务实现营收 1.62 亿元/+52.30%，整合营销业务实现营收 3.61 亿元/+10%，其他行业产品实现收入 2193.71 万元/+176.42%。收入下降主要系 2019 年上半年东南亚市场尚未完全恢复，美洲市场、澳洲市场受到中美贸易战及自由行增长的影响，收入规模有所下降。但欧洲市场营收保持了较快增长，

同比增长超 10%，中东市场收到“一带一路”影响，持续火热；国内游方面，公司通过搭建国内产品部推出精品国内游、周边游产品，及外采优质供应商产品，丰富了国内游的产品种类。

出境游批发零售齐发力，未来毛利率有望提升。2019 年上半年毛利率为 11.33%，较 2018 年上半年上升 0.21pct。其中：批发业务毛利率同比下滑 0.12pct 至 8.52%；零售业务下滑 1.04pct 至 16.29%；整合营销毛利率为 10.35%，同比提升 1.33%。公司上半年毛利率相比同期有所提升，批发方面，2019 年初公司在东南亚市场、中东市场都推出了新产品，广州众信也逐步进入正轨；零售方面，截至 2019 年 6 月末，公司直营及合伙人门店数量增至 543 家，除了原有的江西、内蒙古、河北等省市的合伙人门店外，公司在湖北、天津、河南、福建等省市开展了合伙人门店业务。

产品开发和门店拓展致费用率上升。公司在 2019Q2 的管理费用率提升 0.85pct 至 3.27%，销售费用率同比提升 0.18pct 至 18.90%，财务费用率同比下降 0.31pct 至 -0.07%，主要系公司拓展门店加速，以及开发旅游新产品增加费用。总体来说，Q2 归母净利率提升了 0.15pct 至 7.02%，净利率基本稳定。

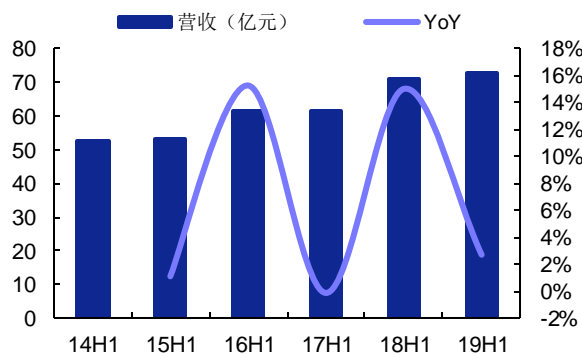
经营现金流净额保持增长，营运能力较稳定。公司 2019 年上半年的经营现金流净额为 1.55 亿元/+149.72%，主要原因为公司预收账款增长，预付账款下降；存货周转天数为 0.16 天/+45.45%，一直延续近几年增长的趋势；应收账款周转天数为 18.92 天/-2.17%，应付账款周转天数为 27.06 天，和 2018 年 H1 基本保持一致。公司的营运能力比较稳定。

未来看点：①深入布局目的地资源，新产品系列推出。在海外资源方面，公司在欧美、日本、东南亚等地投资的资源使得公司能够深度参与目的地运营，提升了公司的运营能力和服务水平。并且公司在东南亚市场推出了“大咖驾到”产品系列，在中东市场开发了“一带一路”沿线国家产品。国内资源方面，公司通过搭建国内产品部丰富了国内游的产品种类，随着公司对飞猪、马蜂窝等第三方在线旅游平台的更多资源和人力的投入，境外机票等目的地碎片化产品收入不断提高。②**不断拓展异业渠道合作，加速展店步伐。**异业渠道合作方面，公司与寺库、建投享老 50+ 华龄社团等社群达成战略合作协议共同进行产品推广；不断开拓银行、电信等大企业/机构等客户渠道，形成渠道分销产品、产品对口渠道的良性互动；公司还承接了北京文旅局到英国、爱尔兰的“魅力北京”推广活动。展店方面，公司上半年新增湖北、福建等省市合伙人门店，加快了公司零售业务布局，进而扩大了公司批发业务和产品落地，截至 2019 年 6 月末，公司直营及合伙人门店数量增至 543 家。

2.4. 景区：演艺维持高景区，自然景区受门票降价业绩短期承压

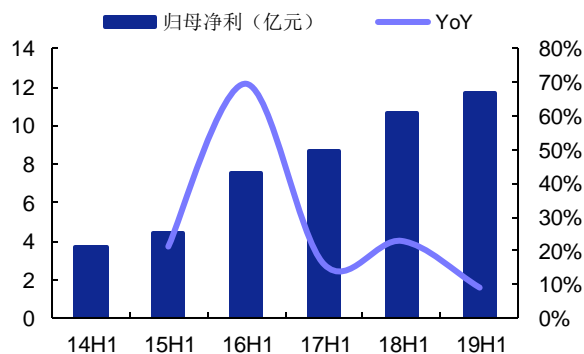
以不同业态划分，我们更看好休闲景区以及具有外延扩张能力和规划的优质自然景区。休闲景区 2019H1 合计实现营收 72.7 亿元/+2.7%，实现归母净利 11.7 亿元/+9.1%，自然景区 2019H1 年合计实现营收 52.4 亿元/+7.8%，归母净利 5.3 亿元/-23.4%。

图 17：休闲景区板块 2019H1 营收及增速



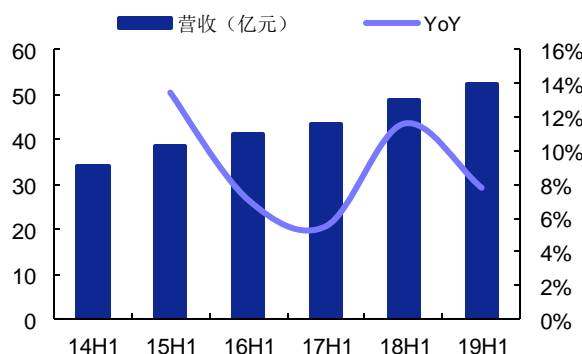
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：休闲景区板块 2019H1 归母净利及增速



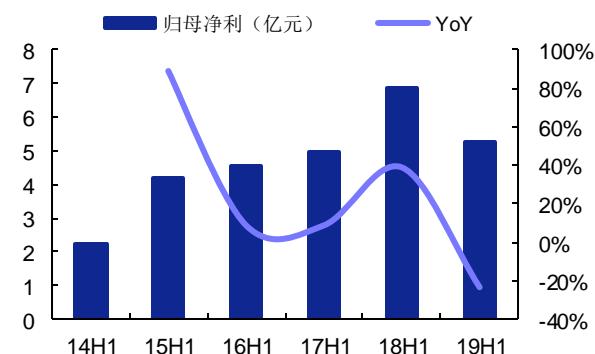
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：自然景区板块 2019H1 营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

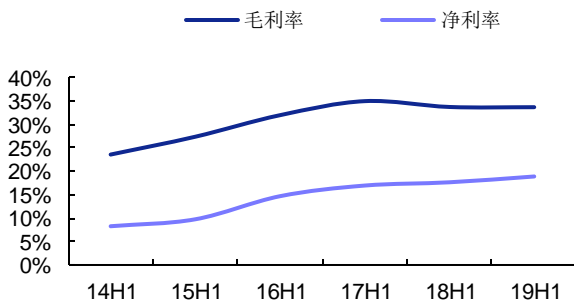
图 20：自然景区板块 2018 年归母净利及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

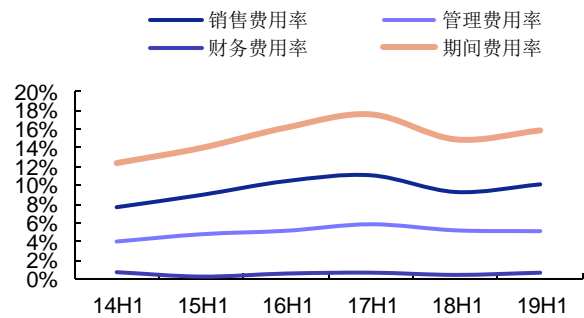
利润率及费用率：2019H1 休闲景区净利率 18.9%/+1.2pct，毛利率 33.7%/-0.05pct。自然景区净利率 10.5%/-4.5pct，毛利率 37.5%/-1.7pct；由于休闲景区由于核心标的宋城演艺的千古情模式盈利能力成熟且强劲，使得休闲景区期间费用率（15.9%/+1.0pct）远低于自然景区（20.9%/-1.5pct）。

图 21: 休闲景区板块 2019H1 利润率



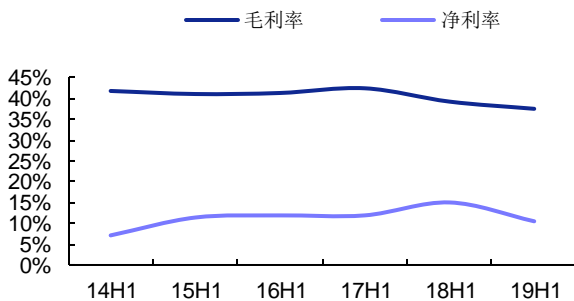
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 休闲景区板块 2019H1 费用率



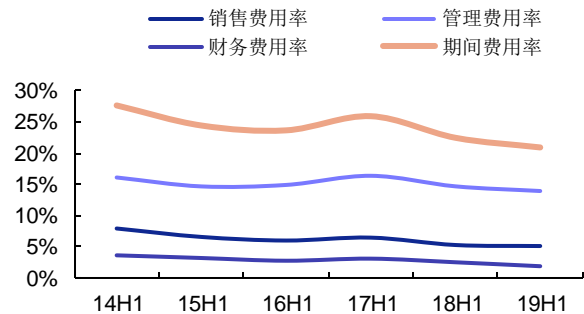
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 自然景区板块 2019H1 利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24: 自然景区板块 2019H1 费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4.1. 宋城演艺: 19H1 景区业绩稳步增长, 二轮扩张下 2020 年业绩有望实现加速

公司发布 19 年中报: 1) 19H1: 实现营收 14.17 亿元/-6.21%, 归母净利润 7.85 亿元/+18.03%, 扣非归母净利润 6.18 亿元/-2.85% (落在此前中报预告-10.9%~+4.8%的中位数区间, 符合预期), 波动主要系六间房和花椒的两阶段重组影响所致。剔除花房重组的影响, 公司 19H1 景区主业实现营收 10.34 亿元/+15.99%, 归母净利润 5.45 亿元/+13.28%, 扣非归母净利润 5.30 亿元/+16.44%, 主业稳健增长符合预期。经营活动现金流净额 9.95 亿元/+17.38%。2) 19Q2: 实现营收 5.92 亿元/-28.24%, 归母净利润 4.15 亿元/+12.16%, 扣非归母净利润 2.58 亿元/-28.33%, 扣非业绩下降同样系花房的重组影响所致。

丽江、桂林千古情收入高增长, 多个子剧院下半年开业助推杭州及三亚稳增长。1) 杭州本部: 19H1 实现收入 3.99 亿元/+4.1%, 毛利率 67.79%/-5.40% (或系杭州宋城扩容后费用增多所致)。18Q4 整改形成 2000 多万的费用使得 19Q4 杭州本部业绩迎来低基数, 且 3 号剧院预计在今年年底开业利好 2020 年业绩, 预计杭州本部 2019 年和 2020 年业绩仍有望实现小幅增长。2) 三亚千古情: 19H1 实现收入 2.33 亿元/-0.3%, 毛利率 86.08%/+1.50%, 净利润 1.42 亿元/-2.2%, 主要受三亚整体旅游行业相比去年高增长有所回落所致。三亚 2 号剧院预计有望在今年三季度开业, 预计有望给 19Q4 和 20Q1 的三亚旅游旺季带来业绩增量。3) 丽江千古情: 19H1 实现收入 1.45 亿元/+30.98%, 毛利率 79.61%/+6.90%, 净利润 0.88 亿元。在云南旅游整改影响后继续保持快速反弹, 预计下半年有望继续保持较快增长。4) 九寨千古情: 目前已具备开业条件, 但仍需九寨沟风景区正式开园, 19H1 期间净利润为亏损 979 万元。5) 桂林千古情: 19H1 实现收入 7483 万元, 净利润 1951 万元, 快速培育且

释放业绩符合预期。6) 轻资产：湖南宁乡项目受市场坐落及容量因素整体同比有所下滑，但仍好于预期。江西明月山项目开业以来稳步运营且游客满意度良好。7) 六间房（5月起为花房主体）：19H1 实现收入 10.78 亿元，净利润 2046 万元，主要系花椒仍处收入扩张期业绩尚未释放所拖累。目前花房已在今年中旬如期实现重组（公司 19 年中报的商誉已由 18 年末的 27.87 亿元下降至 0.46 亿元），且重组后的花房新公司积极加大对平台已有业务加大精细化运营力度，探索和开展直播综艺、直播电商等新模式，并未来将在业务、技术、资本运作等方面不断创新和探索。

上海西安项目 2020 年上半年开业，二轮异地项目扩张稳步推进符合预期。①上海项目已完成三证办理，且剧本已定稿，预计上海项目和西安项目于 2020 年上半年开业。②河南新郑项目工程建设稳步推进，现已完成剧院前期设计与艺术设备对接，预计 2020 年建成开业。③佛山项目已进行相关证照办理并启动前期工程。④澳洲项目目前因政府高速公路项目及自身规划调整，正在进行政府审批工作。⑤西塘项目已取得使用许可，正处于施工建设阶段。

六间房出表使得 19H1 期间费用率小幅下行，净利润受重组完成公允价值变动及业务结构改变大幅提升。1) 19H1：期间费用率 14.54%/-2.27pct。其中，销售费用率 6.94%/-2.39pct，下降较多主要系六间房出表所致；管理费用率 6.31%/-1.77pct，研发费用率 1.82%，财务费用率 -0.07%/+0.02pct，仍为负数主要系公司购买低风险理财产品所致。净利润 57.20%/+13.55pct，主要系六间房出表带来 1.67 亿元非经常性损益以及业务结构改变所致。2) 19Q2：期间费用率 13.85%/-1.18pct。其中，销售费用率 5.74%/-2.01pct，管理费用率 7.94pct/+2.85pct，研发费用率 1.35%，财务费用率 -1.18%/-1.18pct，净利润 70.85%/+28.31pct。

未来看点：①新一轮项目业绩加速释放的起点，四大自营项目（桂林项目 18 年 8 月已开业，19 年进入业绩快速释放爬坡期；张家界项目 19 年 7 月开业，西安、上海项目预计 20 年 3-6 月开），培育期、客流量及业绩边际贡献或优于上一轮。②“演艺谷”模式的西塘项目已于 18 年 12 月底开工建设，力在开拓年轻客群偏好的演艺谷节目；③六间房实现出表，利好宋城及花房发展有望实现共赢；④公司每年最大输出的演艺项目数量有望增多至 5-6 台+佛山项目轻转重+千古情和演艺谷模式均存在持续复制扩张潜力，公司中长期业绩增长空间依旧可期。

2.4.2. 中青旅：乌镇 19H1 客单逆势增长，双镇会展外延升级持续推进

公司发布 19 中报：1) 19H1：实现营收 58.53 亿元/+5.13%，归母净利润 3.82 亿元/-5.61%，非经常性损益 1.24 亿元主要系乌镇的政府补助，扣非归母净利润 2.57 亿元/-15.67%，同比下滑主要系人工成本及财务费用同比增加等因素影响，业绩基本符合预期。公司 19H1 经营性现金流净额 5.41 亿元/+104.30%，主要或系旅行社业务和中青博联收入增长较快驱动；2) 19Q2：实现营收 33.10 亿元/+8.18%，归母净利润 3.18 亿元/+3.92%（环比 19Q1 业绩同比 -35%实现加快），扣非归母净利润 2.03 亿元/-4.46%（环比 19Q1 扣非业绩同比 -41%实现加快）。

乌镇客流持平，古北水镇客流小幅下降，但双镇收入结构持续优化。①乌镇：19H1 客流 445.98 万人次，同比基本持平，景区收入受益会展外延带动实现 8.55 亿元/+2.60%，并在降门票情况下提升客单价至 191.7 元/+3.45%，实现逆势增长。19H1 景区毛利率 82.30%/-0.73pct，实现净利润 4.72 亿元，同比基本持平。②古北水镇：19H1 客流 100.68 万人次/-8.81%，受门票降价等因素叠加影响，19H1 营业收入 4.20 亿元/-8.04%，净利润则主要受参股房地产公司投资收益大幅减少所致，净利润同比下降 47.23%。根据公告，公司在今年一季度已顺利完成京能 10%的古北水镇股权交接，未来古北水镇计划加大品牌推广力度，积极开拓华东

和中远市场，力争打造全国性综合旅游度假目的地。③会展服务：中青博联 19H1 在世园会和“一带一路”国际合作高峰论坛等项目带动下，营收 12.01 亿元/+10.29%，毛利率 16.09%/+1.46pct，净利润 0.21 亿元/+18.37%。④酒店业务：受 19H1 酒店市场整体增速放缓，山水酒店实现营收 2.45 万元/+9.75%，毛利率 80.13%/-1.96pct；受新店开业影响，净利润同比下降 14.27%。⑤策略投资业务：创格科技及风采科技营业收入同比基本持平。

受人工成本和贷款规模增长所致，19H1 期间费用率有所提升。1) 19H1：期间费用率 16.68%/+2.30pct，主要受销售和财务费用率增加所致。拆分来看：19H1 销售费用率 10.86%/+1.59pct，主要受 18 年下半年公司整体上调社保基数以及 19Q1 乌镇人员涨工资所致；管理费用率 4.81%/+0.48pct，包括研发费用，同样受人工成本增长所致；财务费用率 0.94%/+0.23pct，主要受贷款规模增长所致。19H1 净利率 9.61%/-0.98pct，主要受古北水镇同期无地产结算以及人工成本提升所致。考虑到公司整体的上调社保基数在 18 年 6 月份，我们预计 19 年 H2 期间费用率相比 H1 有望改善。2) 19Q2：期间费用率 15.3%/+2.3pct。拆分来看：19H1 销售费用率 9.68%/+1.31pct；管理费用率 4.73%/+0.83pct；财务费用率 0.76%/+0.12pct。19H1 净利率 14.19%/-0.61pct。

核心逻辑：乌镇会展外延推进+古北股权划转落地，公司景区主业中长期仍有望持续升级改善。①双镇基本面改善：乌镇 2018 年以来客流持续下滑，但 19 年 H1 客流实现同比持平，且客单价在会展外延下实现逆势增长。目前互联网一期 400 多间酒店客房及配套餐饮均已投入使用，预计将推动乌镇 19 年下半年的客单价继续提升；②京能 10%的古北股权划转落地，公司对古北持股从 41.4%提升至 46.6%，中长期享受古北水镇更多的成长红利；③公司 18 年末新一届董事会增加 3 位光大高管，且新任总裁由光大集团深化改革小组领导邱文鹤担任，公司未来管理效率和激励制度有望迎来改善；④中长期成长：受益乌镇会展外延推进(预计互联网二期项目 2020 年建成)+古北水镇跨过爬坡期释放业绩+婺源九皇山等多个轻资产项目推进+划转光大后公司在资金、资源、管理模式等多方位获大股东大力支持，公司中长期的业绩增长仍有较多看点。

2.5. 人服：科锐国际灵活用工带动主业高成长

事件：公司发布 19 年中报：①19H1：实现收入 16.75 亿元/+130.82%，归母净利 6429 万元/+34.42%，扣非业绩 5409 万元/+23.88%；19H1 整体灵工和猎头收入增速分别为 199%和 33%，剔除 Investigo 并表影响（19H1 并表净利润为 1190 万元），我们预计内生灵活用工和猎头 19H1 的收入端增速分别为 70~80%和-2~2%（增速主要受宏观经济影响），收入增长符合预期。此外，根据公司披露的国际会计准则下各业务的毛利率来看，19H1 期间内生灵活用工加价率保持稳健，盈利利润增速放缓主要受短期 18Q4 和 19Q1 新招 300 多名猎头人员工资及 HR SaaS 系统、OMO 产品投入增多等因素承压（两个系统的投入估测 700~800 万元，主要系前期投入较多且收入尚未规模化，导致成本先行所致）。估测公司 19H1 内生整体收入 45%~50%，19H1 内生业归母净利 5239 万元/+9.54%；②19Q2：实现收入 8.71 亿元/+112.06%，归母净利润 0.39 亿元/+19.01%。

灵活用工 19H1 内生收入 70~80%高增速且加价率保持稳健，整体内生毛利率下滑主要受短期猎头顾问人数增多及 HR SaaS 系统投入所致。公司在 19H1 国内业务收入同比增加 48.90%，毛利率 16.04%/-5.78pct。客户结构上国企客户占比增至 11%，相比 18 年末 10%提升 1pct，民企客户占比保持在 42%/+7pct，外企客户占比 47%/-8pct。①灵活用工业务：19H1 年整体收入 12.78 亿元/+198.66%，整体毛利率 7.97%/-1.49%，主要系内生灵活用工收入继续高增长，以及并表 Investigo 的灵活用工业务影响所致。灵活用工 19 年中期整体派出人数达 13600 人，相比 18 年末 11700 人继续增加。剔除 Investigo 并表影响后，估测 19H1

年内生灵活用工收入为 7.4 亿元/+73.06%，高增长且符合此前收入增速 60%~80%的预期。毛利率方面，公司单独披露了国际准则下 19H1 的整体灵活用工业务毛利率（该口径下基本等于灵活用工的加价率）为 13.37%/-1.26pct，考虑到 Investigo 的灵活用工毛利率低与科锐，本次整体 IFRS 准则下的毛利率微降表明内生 19H1 的灵活用工业务加价率基本保持稳健，无需过度担心。②中高端人才访寻（猎头业务）：19H1 整体收入 2.55 亿元/+32.74%，毛利率 36.05%/-2.05%。我们估测其中来自 Investigo 的猎头业务 19H1 的收入并表大约 6000 万元左右，剔除并表影响后，19H1 内生猎头业务收入为 1.95 亿元，估测同比增长-2%~2%左右，且内生猎头毛利率下滑估测 2pct 左右，主要受短期 18Q4 和 19Q1 新招 300 多名猎头人员工资增多所致。③RPO 业务：19H1 整体营收 7389 万元/+0.17%，毛利率 44.29%/-3.31%，收入增速放缓同样受宏观经济影响，毛利率下滑主要或系员工数增多所致。④Investigo（持股 52.50%）：19H1 期间实现收入 5.97 亿元，净利润 2289 万元，权益利润 1190 万元（科锐持股 52%），我们估测 19 全年 investigo 的净利润约为 2230 万元，增速约在 17.5%左右。

并表 Investigo 使 19H1 期间费用率同比下降，管理费用率降幅显著。1) 19H1：公司期间费用率 7.83%/-4.68%。其中销售费用率 3.13%/-1.65pct，主要系本报告期内市场费用投入增长，加大客户拓展宣传所致；管理费用率 4.51%/-3.02pct，同比下降显著，主要系公司 19H1 业务增长导致管理费用增加所致；财务费用率 0.06%/+0.41pct，主要系公司利息减少所致；研发费用率 0.13%/-0.43pct，主要系公司持续开展系统平台、信息化平台、SaaS 云建设研发所致；19 年 H1 整体净利率 4.73%/-3.06pct；此外，公司 19 年中期预收账款 0.28 亿元，同比大幅增多 0.16 亿元；应收账款 7.47 亿元/+102.43%，我们判断或系公司业务规模扩大所致。2) 19Q2：公司期间费用率 8.11%/-5.45%。其中销售费用率 3.14%/-2.42pct，管理费用率 4.75%/-3.10pct，财务费用率 0.03%/+0.30pct。研发费用率 0.19%/-0.23pct。19Q2 净利率 5.47%/-3.72pct。

中长期逻辑：国内灵活用工行业迎来大发展，技术+外延推动下民营灵工龙头高增可期。①行业层面：国内目前灵工从业人数（项目制+岗位外包）仅约 40-50 万人，占总劳动人口比例不到 0.1%，对比发达国家平均约 2.0%的渗透率仍处发展初期。未来在国内企业对灵工接受度提升+政策催化带来用人合规成本提升+招全职工的风险博弈+第三产业比重提升带动下，预计国内的灵工市场未来 8 年的 CAGR 约 23%，市场空间有望从 2017 年的 319 亿元增长至 2025 年的 1661 亿元。②公司层面：科锐为国内灵工的民营龙头，未来在“一体两翼”技术推进+外延并购持续扩容带动下，灵工领先优势有望扩大，实现高于行业的业绩增速。猎头业务则在横向区域扩张、纵向细分领域拓展带动下，继续实现逆势成长。③对标海外：1) 德国灵活用工人数在 1982 年由 2.5 万人增长至 1991 年 15 万人，期间 9 年复合增速 22%；后续在政策进一步开放下，灵工人数由 2004 年 35 万人增长至 2008 年 85 万人，期间 4 年复合增速 25%。2) 日本：市场规模由 1986 年 0.19 万亿日元，增长至 2008 年 7.89 万亿日元，期间 23 年复合增速 17.3%。3) 美国灵活用工人数则由 1970 年 15 万人增长至 2000 年 340 万人，期间 19 年复合增速 17.9%。4) 龙头企业层面：人服企业在技术+并购驱动下，国外成熟市场中灵工龙头的市占率往往能达到 6%~9%，而国内目前市场分散，公司作为龙头之一，在国内市占率约 2%，且灵工顾问人数仅日本 Recruit 的 0.45%，未来成长提升空间巨大。

3. 投资建议：免税表现靓丽，重点关注广酒、演艺 2020 年业绩加速

按照中信餐饮旅游行业分类，目前 31 家公司 2019 年上半年业绩已披露完毕，2019 年 H1 合计实现营收 659.7 亿元/+4.0%，实现归母净利 62.1 亿元/+19.1%，平均毛利率约 46.5%/+3.3pct。我们继续重点推荐中国国旅、科锐国际、中公教育、首旅酒店、锦江股份、宋城演艺、广州酒家。分子板块看，2019 年上半年增速表现：①营收增速：人服 (131%) > 免税 (16%) > 景区 (8%) > 酒店 (7%) > 餐饮 (3%) > 出境游 (-8%)；②归母净利增速：免税 (71%) > 人服 (34%) > 酒店 (8%) > 景区 (8%) > 餐饮 (-40%) > 出境游 (-69%)，免税 (中国国旅) 收入和业绩受益于离岛免税三亚海棠湾店高增长、以及上海北京机场店高速增长所驱动；基于行业的增速判断，各板块的行业景气程度如下：免税>休闲景区>人服>酒店>出境游>自然景区，重点标的中国国旅、中公教育、宋城演艺、首旅酒店、锦江股份等业绩均基本符合预期。

单季度看：1) 收入端，19Q2 完成营收 327.5 亿元/-4.9%，19Q1 完成营收 332.3 亿元/+14.5%，18Q4 餐饮旅游行业合计实现营收 321.6 亿元/-6.8%；19Q2 营收增速环比下降主要受中国国旅出表旅游业务所致；2) 成本&费用端：受中国国旅的旅游业务出表以及日上上海扣点同比提升 (毛利率和期间费率 19H1 分别提升 9.83pct 和 6.97pct) 影响，社服板块整体 19Q2 整体毛利率 47.1%/+3.45pct，期间费用率 32.1%/+1.7pct。3) 归母净利端：19Q2 实现归母净利 28.5 亿元/-4.8%；19Q1 实现 33.6 亿元/+51.2%，18Q4 实现 5.9 亿元/-74.0%；19Q2 业绩增速主要受子版块自然景区及出境游拖累所致。

我们重点推荐中国国旅、中公教育、广州酒家、宋城演艺、首旅酒店、锦江股份、科锐国际。

1) 中国国旅：全年内生高速增长+外延海免并表有望保障业绩高速增长；中短期内看海南及市内店增量空间，中长期内看外延扩张+毛利率提升。①公司确定将控股海免集团，成为海南省范围内唯一及具有免税运营资质的主体；②消费升级催化三亚及日上免税销售额保持高位增速；③海南免税购物限额提升，本地人购物次数限制放开，有望催生代购；④国人免税仍在争取过程，一旦落地将产生巨大增量贡献；⑤“进三争一”目标明确，中国免税走向世界，提升免税销售规模；规模提升有望增强向上游议价能力，提升集团整体毛利率水平。

2) 中公教育：依托“研发能力+布点先发优势”两大核心壁垒，从优势领域公考培训拓展职教大市场。①公考类业务通过提升客单价、深入低线城市扩大客户群高速增长；②非公业务多品类齐发，依托研发平台及高密度网点高速扩张；③2018/2019H1 业绩持续高增，产品结构进一步丰富。此外政策催化+教育行业逆周期属性，护航公司高成长：国务院及教育部近期陆续发布《国家职业教育改革实施方案》等系列政策，明确支持职业培训机构发展，强调“支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构”；教育行业逆周期属性显著，宏观经济增速下行期间，职教龙头优势将持续进一步凸显。

3) 广州酒家：月饼速冻持续扩产+区域扩张稳步推进+股权激励落地，公司中长期稳健成长潜力可期。①产能方面：公司在 18 年中秋月饼及全年速冻食品产能供不应求，19 年在月饼提价下推动收入增长，2020 年则有望在梅州、湘潭项目等进一步产能释放下，实现业绩加速上行，产能释放红利预计延续至 2022 年。②渠道方面，公司在省内的深圳等重点市场通过“餐饮立品牌，食品创规模”的打法扩张，省外则通过电商布局打造爆款+线下经销商数扩张+自有仓库建设降低运费等驱动，打开华东和华中市场潜力。③公司层面：良好现金流 (18 年经营现金流净额 4.7 亿) + 估值相对便宜 (2020 年 PE 27x)，高 ROE (17-18 年 ROE 均约 20%，高于行业平均) 盈利能力突出+高分红 (17-18 年分红比率均 41%以上) +高管股

权激励方案落地带动业绩中枢上移。

4) 宋城演艺: ①新一轮项目业绩加速释放的起点,四大自营项目(桂林项目18年8月已开业,19年进入业绩快速释放爬坡期;张家界项目19年7月开业,西安、上海项目预计20年3~6月开),培育期、客流量及业绩边际贡献或优于上一轮。②“演艺谷”模式的西塘项目已于18年12月底开工建设,力在开拓年轻客群偏好的演艺谷节目;③六间房实现出表,利好宋城及花房发展有望实现共赢;④公司每年最大输出的演艺项目数量有望增多至5-6台+佛山项目轻转重+千古情和演艺谷模式均存在持续复制扩张潜力,公司中长期业绩增长空间依旧可期。

5) 科锐国际: ①行业层面:国内目前灵工从业人数(项目制+岗位外包)仅约40-50万人,占总劳动人口比例不到0.1%,对比发达国家平均约2.0%的渗透率仍处发展初期,未来行业渗透率提升空间大。②公司层面:科锐为国内灵工的民营龙头,未来在“一体两翼”技术推进+外延并购持续扩容带动下,灵工领先优势有望扩大,实现高于行业的业绩增速。③对标海外:人服企业在技术+并购驱动下,国外成熟市场中灵工龙头的市占率往往能达到6%~9%,而国内目前市场分散,公司作为龙头之一,在国内市占率约2%,且灵工顾问人数仅日本Recruit的0.45%,未来成长提升空间大。

6) 首旅酒店&锦江股份:目前酒店板块受大盘调整及宏观预期影响,龙头标的首旅和锦江的估值均已调整至历史低点,对应19年PE仅18x和20x(过去10年PE ttm均值分别为36.6x和36.4x)。首旅酒店股价同样已下跌至接近16年行业谷底时的水平,且过去两年酒店数量已持续增多且中端酒店成长发力更优,建议重点关注目前仍处估值低位的首旅酒店和锦江股份,但仍需关注宏观经济预期变化。

4. 风险提示

- 1) 宏观经济增长速度放缓;
- 2) 产品结构调整进度不及预期;
- 3) 境外目的地受地缘政治影响导致客流减少;
- 4) 目的地天气等不可控因素造成的影响;

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034