

休闲服务板块 2019 年中报总结

## 重点把握核心资产，关注超跌反弹

推荐（维持）

❖ 2019 年上半年 SW 休闲服务行业实现营收 667.21 亿元（+7.32%），增速放缓主要是由于中国国旅旅行社业务剥离导致（同时，宋城演艺 4.30 剥离六间房）；归母净利润同增 21.36% 达到 61.80 亿元，与上年同期相比，行业综合毛利率提升 2.63pct 至 45.61%，营业毛利达到 304.32 亿元（+13.90%）；净利率提升 1.28pct 至 10.73%。

### □ 中期策略：

免税持续高景气度，消费数据景气度维持，继续推荐中国国旅。酒店 revpar 逐步筑底中并随经济好转有复苏预期，叠加上年同期较低基数，推荐锦江股份、首旅酒店。餐饮飞轮效应显现，餐饮树立品牌+食品加工变现模式越发凸显，推荐广州酒家，推荐颐海国际。超跌反弹，关注中青旅。

### □ 风险提示

宏观经济增速超预期下滑，国内外政策不利变动，扩张进度不及预期、极端天气等

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

联系人：胡琼方

电话：010-66500993

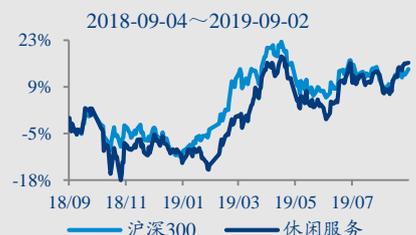
邮箱：huqiongfang@hcyjs.com

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	15	1.02
总市值(亿元)	2,741.08	0.71
流通市值(亿元)	2,591.78	0.93

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	2.71	15.62	32.38
相对表现	1.53	12.99	16.97



### 相关研究报告

《星巴克折戟茶饮，奶茶店能否支撑大市值公司？》

2019-02-12

《餐饮供应链：美国经验与中国生鲜流通格局下的路径探索》

2019-02-25

《休闲服务行业 2019 年中期投资策略：重点布局核心资产、板块龙头，关注超跌反弹标的》

2019-05-06

# 目 录

一、2019 年上半年及 2019 年二季度休闲服务板块整体情况概述.....	5
(一) 2019 年上半年行业整体情况.....	5
(二) 2019 二季度行业情况.....	8
二、各细分板块业绩状况.....	10
三、重点公司 2019H1 经营情况回顾.....	12
(一) 免税行业：中国国旅.....	12
1. 2019H1 业绩情况.....	12
2. 投资建议.....	13
(二) 酒店行业.....	13
1. 首旅酒店.....	13
2. 锦江股份.....	17
(三) 人工景区：中青旅.....	19
(四) 演艺：宋城演艺.....	21
(五) 其他.....	22
1. 海昌海洋.....	22
2. 珀莱雅.....	23

# 图表目录

图表 1	休闲服务行业营业收入及其增速 (亿元, %)	5
图表 2	休闲服务行业历年 H1 营收及增速 (亿元, %)	5
图表 3	休闲服务行业归母净利润及增速 (亿元)	5
图表 4	休闲服务行业历年 H1 归母净利及增速 (亿元)	5
图表 5	休闲服务行业历年 H1 毛利及增速 (亿元/%)	6
图表 6	休闲服务行业历年 H1 毛利率与净利率 (%)	6
图表 7	休闲服务行业历年 H1 期间费用情况 (亿元)	6
图表 8	休闲服务行业历年 H1 三项费用率情况	6
图表 9	2019H1 各板块营业收入、营业毛利、净利润及归母净利润情况	6
图表 10	休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率 (%)	7
图表 11	行业营收结构 (亿元)	7
图表 12	各板块营收增速 (%)	7
图表 13	归母净利润结构 (亿元)	7
图表 14	各板块归母净利润增速 (%)	7
图表 15	各板块毛利率情况 (%)	8
图表 16	各板块净利率情况 (%)	8
图表 17	行业各年度 Q2 营收及增速 (亿元, %)	8
图表 18	行业各年度 Q2 归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 19	行业各年度 Q2 营业毛利及增速 (亿元, %)	8
图表 20	行业各年度 Q2 净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 21	行业各年度 Q2 毛利率与净利率 (%)	9
图表 22	休闲服务行业各板块 2019 年 Q2 业绩状况 (亿元, %)	9
图表 23	2019Q2 各板块营收、营收毛利、净利润、归母净利润情况	9
图表 24	休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率 (%)	10
图表 25	华创社服行业子板块 (按主业分类)	10
图表 26	自定义板块营收结构及 yoy (亿元, %)	11
图表 27	自定义板块归母净利润结构及 yoy (亿元, %)	11
图表 28	自定义各板块营收 yoy (%)	11
图表 29	自定义各板块归母净利润 yoy (%)	11
图表 30	2019Q2 自定义版块营业收入、营业毛利、净利润及归母净利润情况	11
图表 31	中国国旅营业收入及增速 (亿元, %)	12
图表 32	中国国旅归母净利润、毛利情况 (亿元, %)	12
图表 33	中国国旅毛利率与净利率情况 (%)	12

图表 34	中国国旅费用率情况 (%)	12
图表 35	首旅酒店酒店数 (截至 2019.6.30)	14
图表 36	按经营形式划分首旅酒店酒店数 (截至 2019.6.30)	14
图表 37	首旅如家全部酒店 2019Q2 经营数据	15
图表 38	首旅酒店 2019Q1 经营情况及变动	15
图表 39	首旅如家成熟店 (开业 18 个月以上) 2019Q2 经营数据	15
图表 40	2019Q1 如家酒店同店经营数据	16
图表 41	锦江酒店 2019 年 1~6 月经营指标	17
图表 42	锦江酒店 2019 年上半年酒店规模及结构	17
图表 43	锦江酒店境内 RevPAR 变动	18
图表 44	锦江酒店境内 OCC 变动	18
图表 45	锦江境内中端酒店占比	18
图表 46	锦江每月净增开业/签约酒店数量	18
图表 47	19H1 锦江境内酒店同店经营数据	18
图表 48	中青旅营收及增速 (亿元, %)	19
图表 49	中青旅归母净利润及毛利情况 (亿元)	19
图表 50	中青旅毛利率、净利率情况 (%)	19
图表 51	乌镇、古北水镇利润贡献 (亿元)	20
图表 52	乌镇、古北水镇客单价 (元)	20
图表 53	宋城演艺营收/归母净利润及相应增速	21
图表 54	宋城演艺毛利率、净利率情况 (%)	21
图表 55	珀莱雅营收及增速 (亿元, %)	23
图表 56	珀莱雅毛利润与归母净利润情况 (亿元, %)	23
图表 57	珀莱雅毛利率、净利率情况 (%)	23
图表 58	珀莱雅期间费用情况 (%)	23

## 一、2019 年上半年及 2019 年二季度休闲服务板块整体情况概述

### (一) 2019 年上半年行业整体情况

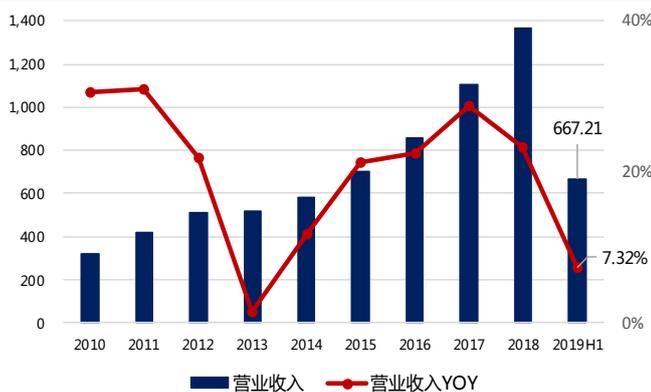
截至 2019 年 8 月 31 日，行业所有公司 2019 年半年报全部披露。按照申万休闲服务指数，行业整体情况如下。

2019 年上半年 SW 休闲服务行业实现营收 667.21 亿元 (+7.32%)，增速放缓主要是由于中国国旅旅行社业务剥离导致（同时，宋城演艺 4.30 剥离六间房）；归母净利润同增 21.36% 达到 61.80 亿元，与上年同期相比，行业综合毛利率提升 2.63pct 至 45.61%，营业毛利达到 304.32 亿元 (+13.90%)；净利率提升 1.28pct 至 10.73%。

（注：与 2018 年上半年统计数据略有出入，主要来自于板块成分调整，剔除北部湾旅、三湘印象，新增海航创新，已进行追溯调整。此外，本报告中未纳入福成股份。）

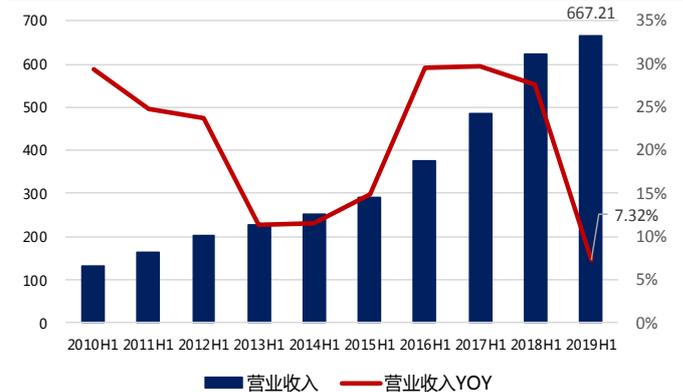
上半年行业整体三项费用为 222.39 亿元 (+13.52%)，行业期间费用率为 33.33%，同比提高 1.82pct，其中销售费用率从上年度 22.12% 提升至 24.61%（主要由于旅游综合板块销售费用率提升 4.58pct），管理费用率和财务费用率分别下降 0.57 和 0.10pct，为 7.62% 和 1.10%。

图表 1 休闲服务行业营业收入及其增速（亿元，%）



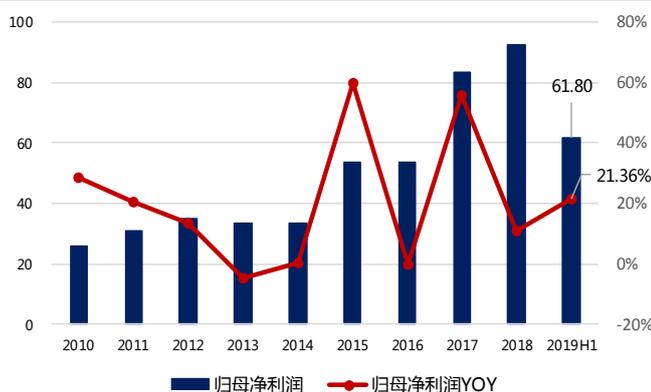
资料来源：wind、华创证券

图表 2 休闲服务行业历年 H1 营收及增速（亿元，%）



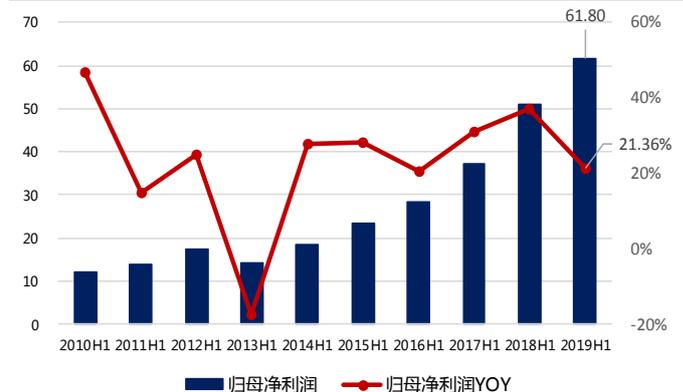
资料来源：wind、华创证券

图表 3 休闲服务行业归母净利润及增速（亿元）



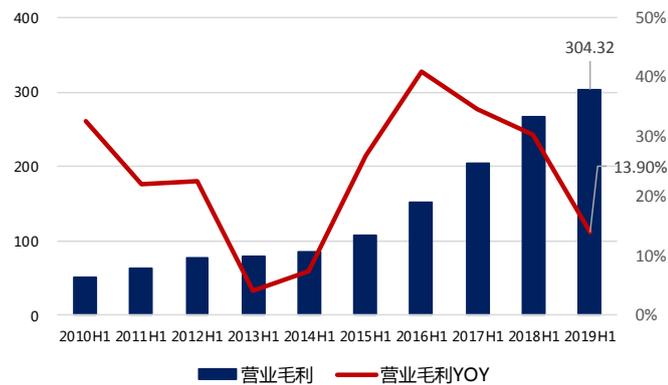
资料来源：wind、华创证券

图表 4 休闲服务行业历年 H1 归母净利及增速（亿元）



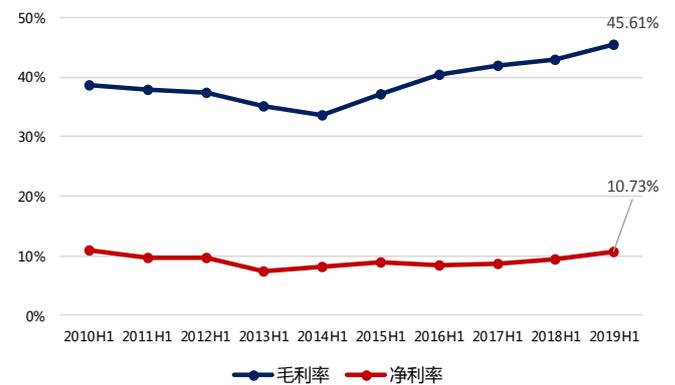
资料来源：wind、华创证券

图表 5 休闲服务行业历年 H1 毛利及增速 (亿元/%)



资料来源: wind、华创证券

图表 6 休闲服务行业历年 H1 毛利率与净利率 (%)



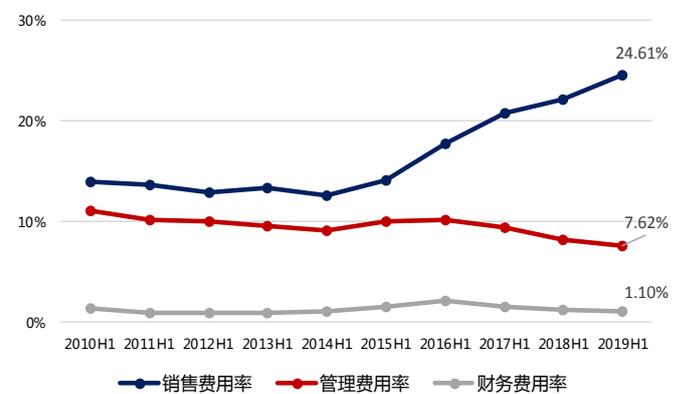
资料来源: wind、华创证券

图表 7 休闲服务行业历年 H1 期间费用情况 (亿元)



资料来源: wind、华创证券

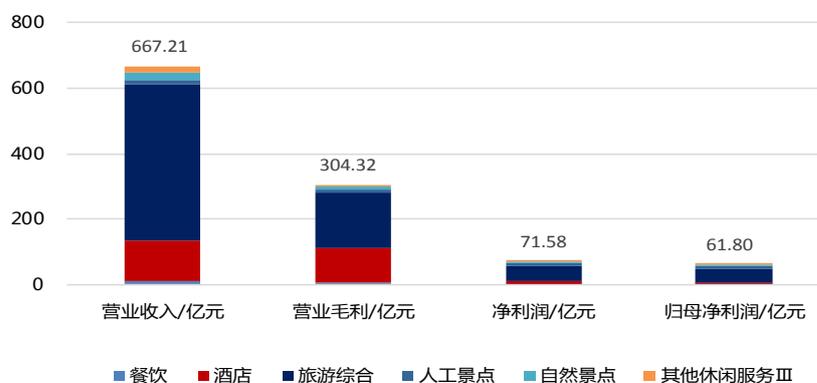
图表 8 休闲服务行业历年 H1 三项费用率情况



资料来源: wind、华创证券

分板块看, 酒店和旅游综合细分板块合计贡献了行业约 89.84% 的营收和 90.26% 的毛利, 约 82% 的净利润。营业收入中旅游综合板块依然贡献最大, 同比增长 7.70%, 行业占比约 71%, 毛利贡献提升 5.79pct 至 54.98%, 净利润贡献提升 3.15pct 至 69.12%; 酒店板块对营业毛利及净利润贡献分别约 35% 和 13%。

图表 9 2019H1 各板块营业收入、营业毛利、净利润及归母净利润情况



资料来源: wind、华创证券

与上年同期相比, 2019H1 行业整体净利率提升 1.28pct 达到 10.73%, 但行业内分化。餐饮、自然景点、其他休闲服

务细分板块净利率水平下降：餐饮净利率下降 5.93pct，自然景点净利率下降 1.71pct，其他休闲服务下降 3.06pct，而酒店、旅游综合、人工景点净利率分别提升 0.89、1.64（主要因中国国旅剥离低利润率水平的旅行社业务）和 12.34pct（主要为宋城演艺剥离六间房所致）。

行业整体期间费用率提高 1.82pct 至 33.33%：餐饮、旅游综合板块分别提升 1.56、4.40pct 至 48.40%、23.39%；人工景点期间费用率下降 3.72pct，主要得益于宋城演艺剥离六间房。

图表 10 休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率（%）

子行业	2018H1			2019H1			毛利率变化	期间费用率变化	净利率变化
	毛利率	期间费用率	净利率	毛利率	期间费用率	净利率			
餐饮	54.75%	46.84%	6.06%	48.49%	48.40%	0.13%	-6.26%	1.56%	-5.93%
酒店	86.73%	79.07%	6.54%	85.86%	77.34%	7.43%	-0.87%	-1.73%	0.89%
旅游综合	29.84%	18.99%	8.79%	35.27%	23.39%	10.43%	5.43%	4.40%	1.64%
人工景点	66.48%	19.06%	40.35%	68.33%	15.34%	52.70%	1.85%	-3.72%	12.34%
自然景点	45.09%	24.83%	17.45%	46.56%	23.25%	15.74%	1.47%	-1.58%	-1.71%
其他休闲服务	21.59%	12.51%	7.79%	13.73%	7.70%	4.73%	-7.86%	-4.81%	-3.06%
全行业(整体)	42.98%	31.51%	9.44%	45.61%	33.33%	10.73%	2.63%	1.82%	1.28%

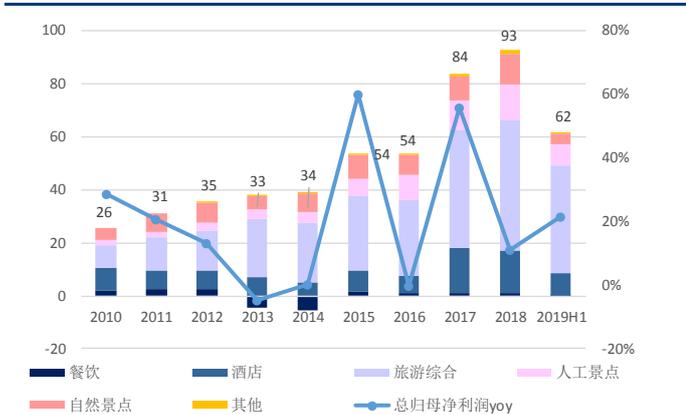
资料来源：wind，华创证券

图表 11 行业营收结构（亿元）



资料来源：wind，华创证券

图表 13 归母净利润结构（亿元）



资料来源：wind，华创证券

图表 12 各板块营收增速（%）



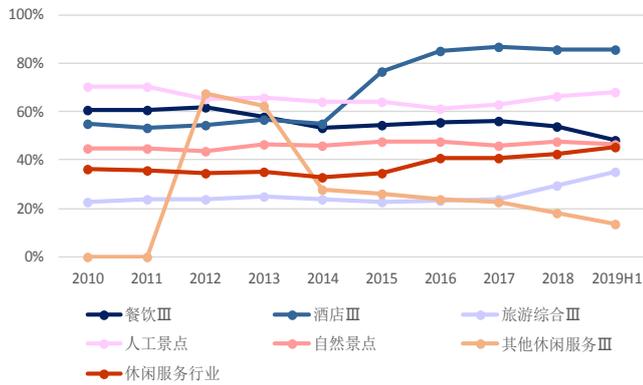
资料来源：wind，华创证券

图表 14 各板块归母净利润增速（%）



资料来源：wind，华创证券

图表 15 各板块毛利率情况 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 16 各板块净利率情况 (%)

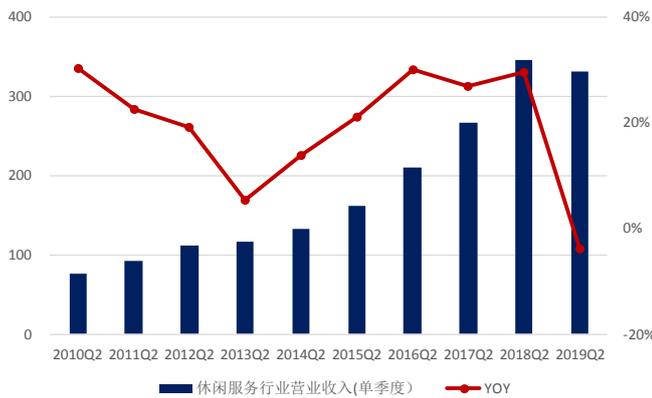


资料来源: wind、华创证券

(二) 2019 二季度行业情况

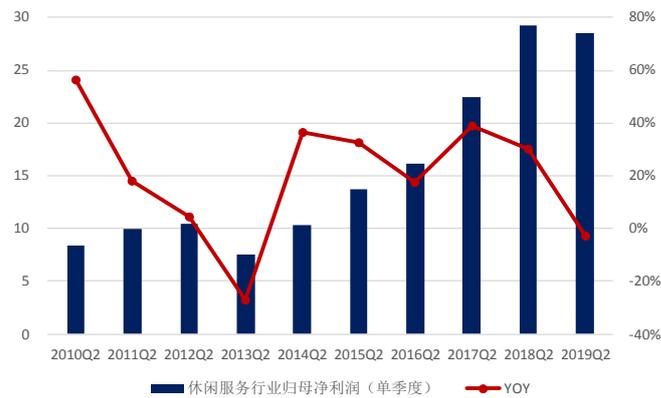
2019Q2 休闲服务行业实现营业收入 332.38 亿元 (-3.87%)，营业毛利 153.86 亿元 (+2.48%)，归母净利润 28.52 亿元 (-2.67%，主要是腾邦国际、三特索道、黄山旅游等业绩有较大下滑)。

图表 17 行业各年度 Q2 营收及增速 (亿元, %)



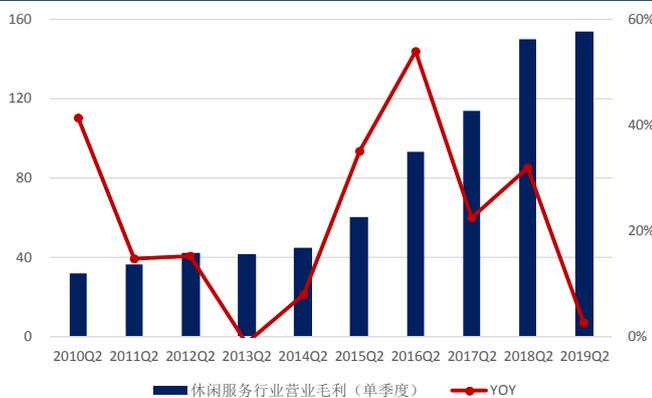
资料来源: wind、华创证券

图表 18 行业各年度 Q2 归母净利润及增速 (亿元, %)



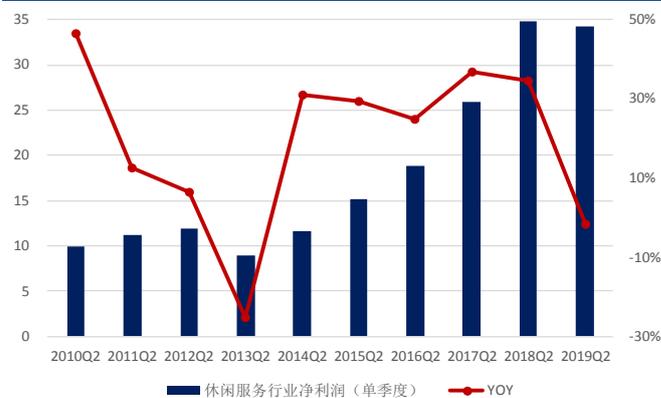
资料来源: wind、华创证券

图表 19 行业各年度 Q2 营业毛利及增速 (亿元, %)



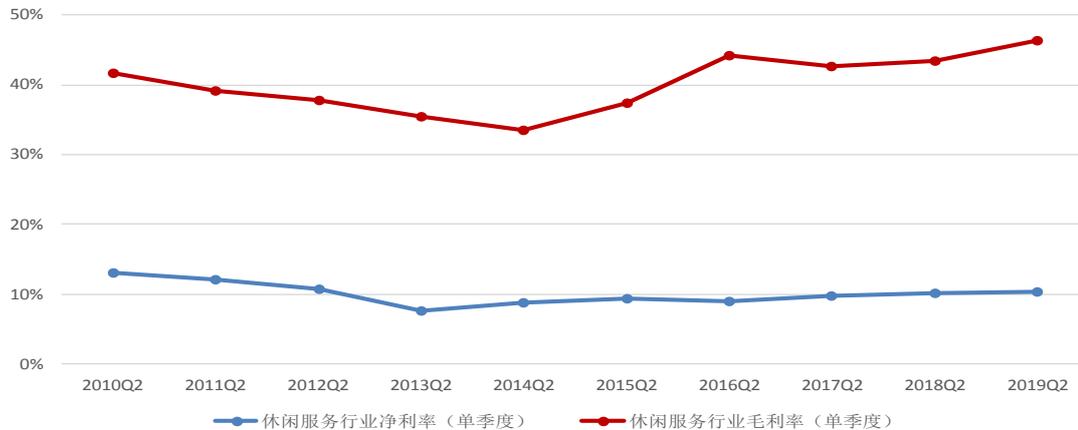
资料来源: wind、华创证券

图表 20 行业各年度 Q2 净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 21 行业各年度 Q2 毛利率与净利率 (%)



资料来源: wind、华创证券

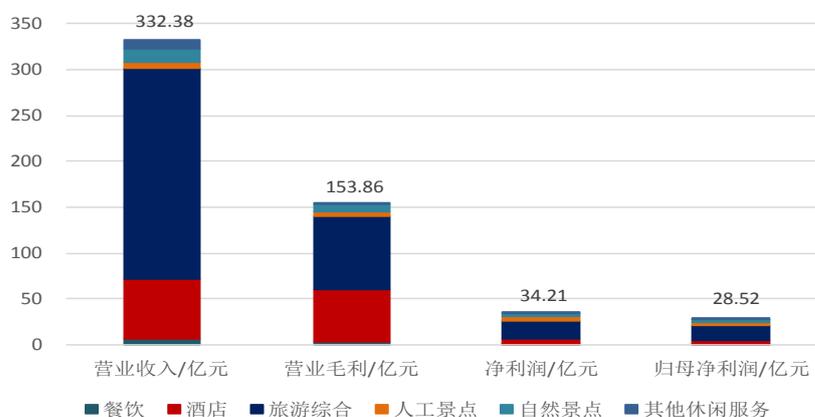
图表 22 休闲服务行业各板块 2019 年 Q2 业绩状况 (亿元, %)

子行业	营收	营收 yoy	毛利	毛利 yoy	净利润	净利润 yoy	归母净利润	归母净利润 yoy
餐饮	5.55	-5.30%	3.17	-4.02%	0.11	-76.01%	0.11	-73.35%
酒店	65.78	1.91%	56.73	1.30%	5.76	12.69%	5.26	5.71%
旅游综合	230.85	-7.12%	80.26	4.61%	20.17	-8.27%	15.18	-9.70%
人工景点	6.79	-24.35%	4.65	-22.52%	4.35	21.95%	4.31	19.68%
自然景点	14.69	7.26%	7.76	9.44%	3.35	1.47%	3.28	3.24%
其他休闲服务	8.71	112.10%	1.28	27.87%	0.48	26.26%	0.39	19.01%
全行业(整体)	332.38	-3.78%	153.86	2.48%	34.21	-1.68%	28.52	-2.67%

资料来源: wind、华创证券

分板块看, 酒店和旅游综合细分板块贡献行业 89.24% 的营收和 89.04% 的毛利, 75.8% 左右的净利润。营业收入中旅游综合板块依然贡献最大, 同比下降 7.12% (主要受中国国旅旅行社业务剥离影响), 行业占比约 69.45%。与去年同期相比, 毛利贡献提升约 1pct (51.11% → 52.17%), 净利润贡献 58.97%; 酒店板块对营业毛利及净利润贡献分别为 36.87%、16.83%。

图表 23 2019Q2 各板块营收、营收毛利、净利润、归母净利润情况



资料来源: wind、华创证券

2019Q2 行业整体净利率提升 0.23pct 达到 10.29%，但各细分行业变化不一：餐饮、其他休闲服务、自然景点及旅游综合细分板块净利率水平下降：餐饮净利率下降 5.76pct，其他休闲服务下降 3.72pct，自然景点净利率下降 1.30pct，旅游综合板块下降 0.11pct，而酒店、人工景点净利率分别提升 0.84、24.32pct，其中人工景点净利率大幅提升主要是宋城演艺剥离六间房业务。

行业整体期间费用率提高 1.95pct 至 32.98%：餐饮、旅游综合板块分别提升 2.86、0.26pct；其他休闲服务板块费用率下降 5.64pct，主要得益于科锐国际的期间费用优化。

图表 24 休闲服务行业各板块毛利率、净利率、期间费用率（%）

子行业	2018Q2			2019Q2			毛利率 变化	期间费用 率变化	净利率 变化
	毛利率	期间费用率	净利率	毛利率	期间费用率	净利率			
餐饮	56.25%	46.81%	7.71%	57.01%	47.07%	1.95%	0.76%	0.26%	-5.76%
酒店	86.75%	73.82%	7.91%	86.24%	72.50%	8.75%	-0.51%	-1.32%	0.84%
旅游综合	30.87%	20.82%	8.85%	34.77%	23.68%	8.74%	3.90%	2.86%	-0.11%
人工景点	66.87%	17.92%	39.74%	68.48%	15.74%	64.06%	1.61%	-2.18%	24.32%
自然景点	51.79%	21.62%	24.08%	52.84%	19.66%	22.78%	1.05%	-1.97%	-1.30%
其他休闲服务	24.44%	13.56%	9.18%	14.73%	7.92%	5.47%	-9.70%	-5.64%	-3.72%
全行业(整体)	43.42%	31.03%	10.06%	46.29%	32.98%	10.29%	2.87%	1.95%	0.23%

资料来源：wind，华创证券

## 二、各细分板块业绩状况

考虑到很多公司主业相比上市之初发生了重大变化，按照主业重新划分几大板块。

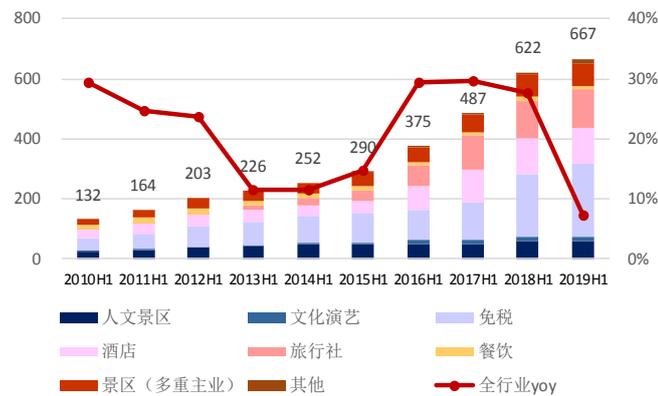
图表 25 华创社服行业子板块（按主业分类）

子板块	上市公司
人文景区	中青旅
文化演艺	宋城演艺
免税	中国国旅
酒店	华天酒店、锦江股份、金陵饭店、首旅酒店
旅行社（出境游）	众信旅游、凯撒旅游、岭南控股（广之旅部分）
餐饮	全聚德、西安饮食、ST 云网
景区（多重主业）	三特索道、九华旅游、张家界、西安旅游、峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、云南旅游、腾邦国际、黄山旅游、国旅联合、大连圣亚、曲江文旅、西藏旅游、长白山、大东海 A、天目湖、海航创新
其他	科锐国际

资料来源：华创证券整理

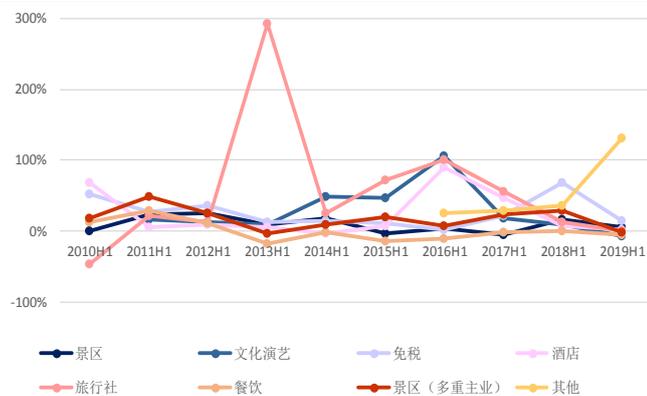
营收方面 2019 年上半年，免税、旅行社、酒店依然是占比最大的板块，分别为 36.49% (+2.57pct)、19.25% (-1.16pct) 和 18.18% (-0.99pct)；景区（多重主业）、景区、其他、文化演艺、餐饮的营业收入占比分别为 11.02%、8.77%、2.51%、2.12% 和 1.66%。从归母净利润角度分析，免税占比最大，2019H1 占比上升 15.38pct 达到 53.07%（其中包含 7 亿元左右的处置旅行社收益）；其次酒店、文化演艺、景区（多重主业）归母净利润占比分别为 13.51%、12.71%、7.70%。在各板块中文化演艺净利率水平最高，2019 年上半年约 57.2%，其次是免税，其净利率水平约 16%，其余子行业的净利率均在 10% 以下，低于行业整体的净利率 10.73%。

图表 26 自定义板块营收结构及 yoy (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

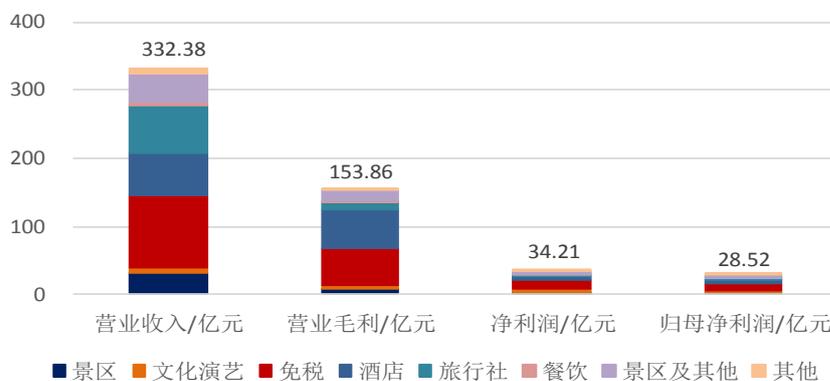
图表 28 自定义各板块营收 yoy (%)



资料来源: wind、华创证券

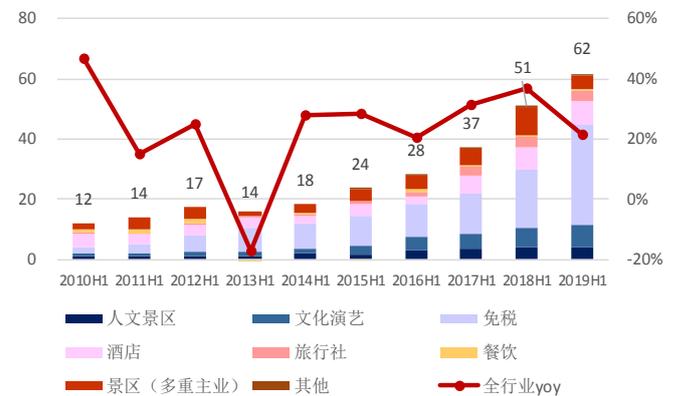
营收方面 2019Q2 免税、旅行社、酒店占比分别为 32.05% (-3.34pct)、20.38% (+0.64pct) 和 19.02% (+1.03pct); 景区(多重主业)、景区、其他、文化演艺、餐饮营业收入占比分别为 12.52%、9.96%、2.62%、1.78%、1.67%。免税归母净利润占比最大,与上年同期相比,2019Q2 上升 8.22pct 占比达到 34.13%,其次酒店、景区(多重主业)、文化演艺旅行社归母净利润占比分别为 18.53%、14.76%和 14.55%。

图表 30 2019Q2 自定义板块营业收入、营业毛利、净利润及归母净利润情况



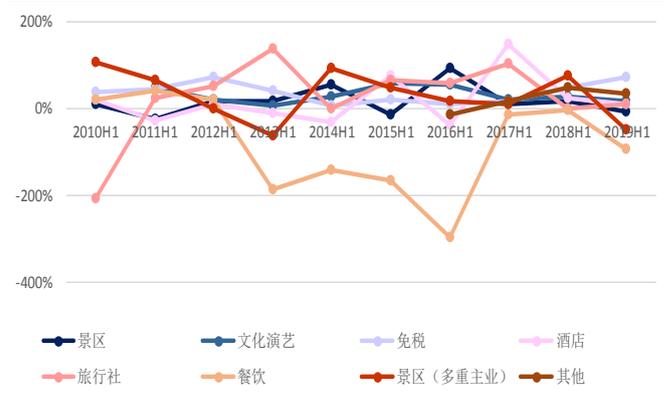
资料来源: wind、华创证券

图表 27 自定义板块归母净利润结构及 yoy (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 29 自定义各板块归母净利润 yoy (%)



资料来源: wind、华创证券

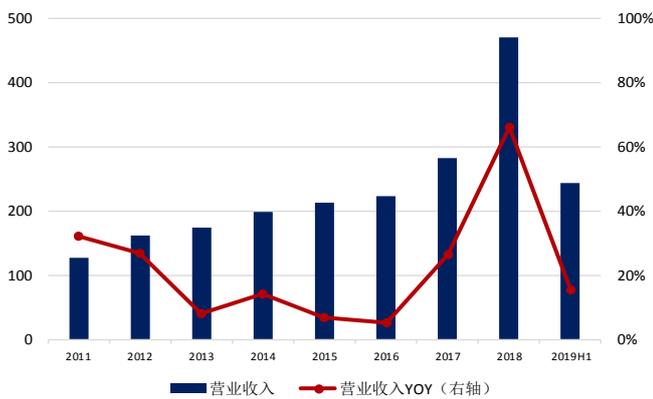
### 三、重点公司 2019H1 经营情况回顾

#### (一) 免税行业：中国国旅

##### 1. 2019H1 业绩情况

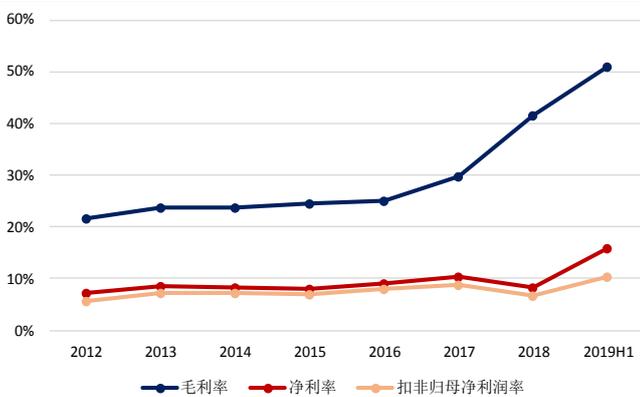
公司 2019H1 营收 243.44 亿 (+15.46%)；归母净利润增长 70.87%至 32.79 亿元；扣非后增速为 30.86%，25 亿元；eps=1.6795 元/股。公司 Q2 单季度收入 106.53 亿，归母净利润 9.73 亿元 (+28.21%)，扣非归母净利润 9.10 亿元 (+20.85%)，业绩稳步增长。

图表 31 中国国旅营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 33 中国国旅毛利率与净利率情况 (%)

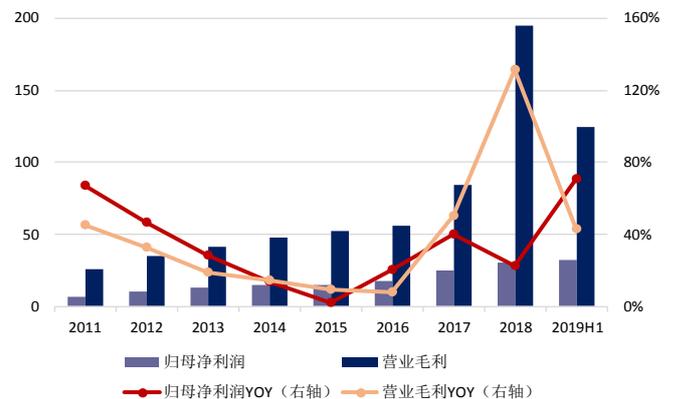


资料来源: wind、华创证券

1) 19H1 相比上年同期业务变化: 2018H1 包含 54.34 亿元旅游服务收入, 日上上海并表 3-6 月 38.34 亿元; 2019H1 包含 5.99 亿元旅游服务收入 (2 月旅行社业务不再纳入报表)。2019 上半年公司商品销售收入 235.27 亿元, 其中免税销售 229.08 亿元 (+53.26%):

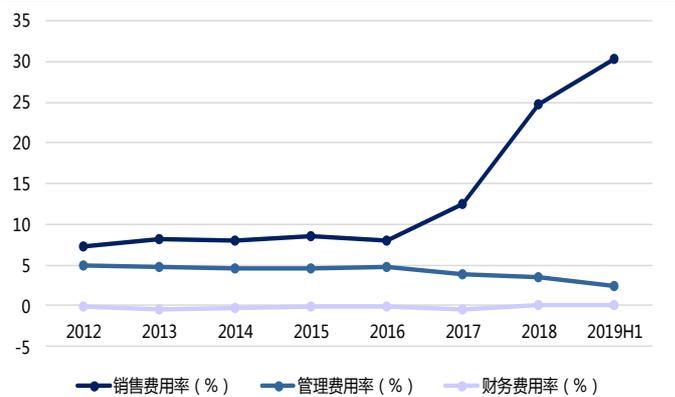
- 日上上海上半年全部并表, 销售收入为 73.77 亿元 (除内生较高增速外, 虹桥和浦东 T1 分别在 2018.12.9 和 2019.4.3 各新开一个入境店)。虽 2019.1.1 起【T2+虹桥】执行新扣点率, 净利率从上年 3-6 月并表期间的 10.73% 下降至 8.13% (2018 全年净利率为 8.76%, 则仅有略微下降)。
- 海棠湾免税收入 51.81 亿元, 同比增加 11.49 亿元 (即 yoy=28.5%); 有税收入 1.48 亿元 (+36.92%); 归母净利润 8.325 亿元 (+5.6%), 表观净利率从 19.04% 下降至 15.62%。

图表 32 中国国旅归母净利润、毛利情况 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 34 中国国旅费用率情况 (%)



资料来源: wind、华创证券

- 首都机场 (T2+T3) 免税收入 43.65 亿元, 同比增加 8.88 亿元 (剔除 T2、T3 内部交易数据), 即  $yoy=25.5\%$ 。其中, 日上中国免税收入 37.66 亿元, 归母净利润为 0.95 亿元, 净利率从上年同期的 3.28% 上升至 4.95%。
- 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, 白云拓面积及经营改善后显著增加。
- 我们预计海免批发收入贡献 5 亿元左右。除上述拆分外, 中免内生预计增速约 25% 左右。

2) 剥离旅行社后, 公司聚焦免税主业, 主营业务毛利率为 50.76% (+9.86pct), 免税业务毛利率基本与上年同期持平, 为 52.29% (上年同期为 52.49%); 经营增长+日上上海并表因素, 营业利润为 49.52 亿元 (+62.11%), 利润总额 50.13 亿元 (+63.73%)。受益于剥离利润较薄的旅行社业务及经营的持续优化, 2019H1 公司 ROE (加权) 为 18.51% (+5.57 pct), 扣除非经常性损益后 14.11%, 比上年同期提升 1.23pct (剥离旅行社资产使得资产总额合计减少 17.37 亿元); 净利率抬升 4.93pct 至 15.86%。

3) 机场租金从上年同期的 37.66 亿元增至 63.10 亿元; 此外, 薪酬增加 (人员减少、销售费用中职工薪酬下降 9.13%) 使得销售费用从上年同期的 48.60 亿元增加至 73.73 亿元 (+51.70%); 管理费用下降 0.94%, 为 5.66 亿元; 财务费用主要因免税业务增长导致收款金融手续费增加, 为 1171 万元 (其中净汇兑亏损为 3696 万元, 2018H1 净汇兑亏损为 5178 万元)。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别 +7.24pct、-0.38pct、+0.11pct 至 30.29%、2.32%、0.048%, 期间费用率增加 6.96pct 至 32.66%。

4) 剥离旅行社后, 应收账款、预付账款、预收款等大幅改善; 免税业务扩张使得存货增长 76.61% 达到 63.95 亿元。递延收益主要由于免税业务积分比上年同期增加 1 亿元。本期存货跌价准备 (相比期初转回 1.4 亿) 为 9941.56 万元, 上年同期为 254.71 万元。

## 2. 投资建议

剥离旅行社业务后公司聚焦免税主业, 突出抓好重大的战略性项目, 推进资源重组整合, 巩固在免税行业的龙头地位。未来市场化竞争下, 公司有望凭借积累的核心优势及不断优化、迭代的经营继续加强竞争力; 我们认为市内店政策放开是大概率事件, 消费回流背景下预计获得长足、长远发展。目前公司进入全球旅游零售第四位, 后续将发力“进三争一”。维持此前业绩测算, 即叠加处置旅行社投资收益约 7 亿元利润影响, 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 48 (内生增长 30% 左右)、63.8 (包含海免, 实际报表可能存在业绩平滑) 和 74 亿元。当前股价对应 2019 年 pe 为 38 倍, 公司长期投资逻辑不变, 长线看好。

**风险提示:** 大盘整体环境不利, 政策不及预期, 开业项目培育期亏损等。

### (二) 酒店行业

**酒店板块回顾:** 中高端占比提高拉动整体 ADR 有所抬升。受经济影响, 目前同类型酒店 RevPAR 受到 occ 拖累, 有望触底; 同时考虑 2018H2 基数因素, 后续有望转暖。

#### 1. 首旅酒店

2019 年上半年营收基本与去年同期持平, 为 39.90 亿元 (-0.30%), 归母净利润增长 8.14% 至 3.68 亿元, 扣非后归母净利润同比增长 6.22% 至 3.36 亿元, 非经常性损益主要来自政府补助 1754.6 万元、逗号开曼公司由子公司变为参股企业, 投资收益 1328.2 万元。扣非后归属于上市公司股东的每股收益为 0.3419 元。经营活动现金流净额为 6.74 亿元 (-12.41%), 主要是由于预付租金增加、支付税费时间差异。

2019H1 国内主流中端品牌酒店总量增幅相比去年同期有所降低, 但仍然达到 10% 的增速。品牌酒店集团中端产品竞

竞争优势将继续得以巩固。截止 2019 年 6 月底，公司拥有 1.12 亿会员，自有渠道入住间夜数占比维持在 80% 左右。

### 1) 业务拆分:

- **酒店业务收入** 37.40 亿元 (-0.48%)，其中：酒店运营营收 30.14 (-2.72%)，主要为关店及升级改造使得直营店在营业平均房量下降 4.91%，同时上半年 Revpar 略有下滑；特许管理酒店数量从 2018 年 6 月 30 日的 2849 家增加到 2019 年 6 月 30 日的 3206 家，酒店管理收入增加 6,592 万元至 7.26 亿元 (+9.98%)。
- **景区运营业务**实现营业收入 2.50 亿元 (+2.55%)，其中：南山公司门票收入同比上年增加 1948 万元，主要是门票收入留存比例提高 (40% → 50%)；南山商品销售业务中，有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，导致收入减少 787 万元；此外，市场因素导致其他收入减少 537 万元。
- **营业总成本与上年基本持平**，为 34.1 亿元。其中酒店运营业务中的送餐增加及单份早餐成本增加导致餐饮成本增加，商品销售收入上升对应商品成本增加两项导致营业成本增加 2808 万元；销售费用主要因直营酒店数量减少而下降 1.56%，管理费用增长 1.07%，贷款利息减少带动公司财务费用下降 21.14%。
- **利润总额**：19H1 实现的 5.57 亿元 (+5.88%) 利润总额中，景区增加 741 万元至 1.19 亿元 (+6.66%)；酒店业务利润总额 4.38 亿元 (+5.67%)，其中如家利润总额为 4.98 亿元 (+5.54%)。

### 2) 酒店运营状况: occ 继续下滑, RevPAR 下降

2019 年上半年公司新开 234 家酒店，其中经济型 41 家（均为特许经营店），中高端 71 家，云酒店 36 家（均为特许经营店），其他 86 家，其中管理输出酒店 85 家。Q2 公司新开店 159 家（直营 2 家/经济型 28 家，中高端 43 家，云酒店 26 家，其他 52 家/管理输出的酒店 51 家）。

截止 2019.6.30，公司酒店家数 4117 家（含境外 1 家），客房数 39.80 万间，中高端酒店数及房量占比分别为 18.3% 和 23.06%（与上年同期相比分别增加 3.2 和 4.3pct）。公司已完成如家经济型酒店 NEO3.0 改造 286 家（直营 236 家，特许 50 家），改造客房 3.2 余万间；pipeline 酒店数有 689 家。

图表 35 首旅酒店酒店数（截至 2019.6.30）

单位	经济型		中高端		云酒店		其他		合计	
	酒店数	客房数	酒店数	客房数	酒店数	客房数	酒店数	客房数	酒店数	客房数
如家	2614	263974	659	66228	330	18131	356	19701	3959	368034
首旅	62	4416	96	25556	-	-	-	-	158	29972
合计	2676	268390	755	91784	330	18131	356	19701	4117	398006

资料来源：公司公告、华创证券

图表 36 按经营形式划分首旅酒店酒店数（截至 2019.6.30）

经营形式	经济型		中高端		云酒店		其他		合计	
	酒店数	客房数	酒店数	客房数	酒店数	客房数	酒店数	客房数	酒店数	客房数
直营	703	79785	163	23037	-	-	45	2980	911	105802
特许	1973	188605	592	68747	330	18131	311	16721	3206	292204
合计	2676	268390	755	91784	330	18131	356	19701	4117	398006

资料来源：公司公告、华创证券

2019Q2，首旅如家 occ 继续下滑，与去年同期相比下降 2.3pct 至 80.20%，带动 RevPAR 下降 1.5% 至 162 元。经济型酒店 RevPAR 为 141 元 (-3.9%)，occ 比去年同期下滑 1.9pct 至 82.9%；中高端酒店 RevPAR 为 240 元 (-6.7%)，occ 增长 0.1pct 至 73.6%。

**图表 37 首旅如家全部酒店 2019Q2 经营数据**

项目	RevPAR	yoy	ADR	yoy	occ	Δ
经济型	141	-3.90%	170	-1.70%	82.90%	-1.9
-直营	128	-2.80%	162	-1.40%	79.30%	-1.2
-特许管理	146	-4.50%	173	-2.00%	84.40%	-2.2
中高端	240	-6.70%	326	-6.80%	73.60%	0.1
-直营	263	-4.90%	346	-4.80%	76.30%	-0.1
-特许管理	232	-6.90%	319	-7.40%	72.60%	0.4
云酒店	113	-9.60%	167	-3.20%	68.00%	-4.9
-特许管理	113	-9.60%	167	-3.20%	68.00%	-4.9
小计	162	-1.50%	202	1.30%	80.20%	-2.3
-直营	159	0.50%	202	1.90%	78.60%	-1.1
-特许管理	163	-2.40%	202	1.00%	80.70%	-2.8

资料来源：公司年报、华创证券（注：不含公寓和管理输出酒店 RevPAR 数据）

与 2019Q1 相比，中高端酒店 occ 下滑情况在 2019Q2 略有改善，带动相应 RevPAR 下滑程度有所减弱，但各类别的 ADR 持续下滑：

**图表 38 首旅酒店 2019Q1 经营情况及变动**

项目	RevPAR		均价		出租率	
	19Q1	yoy	19Q1	yoy	19Q1	Δ
经济型酒店	126	-2.3%	160	0.1%	78.5%	-1.9
-直营	115	-0.1%	150	0.3%	76.4%	-0.3
-特许管理	130	-3.4%	164	-0.1%	79.3%	-2.7
中高端酒店	193	-8.0%	281	-5.2%	68.5%	-2.0
-直营	210	-6.6%	305	-2.8%	68.8%	-2.8
-特许经营	184	-7.6%	269	-5.6%	68.4%	-1.4
小计	137	-0.5%	179	2.7%	76.7%	-2.5
-直营	134	1.9%	179	3.3%	74.8%	-1.1
-特许管理	139	-1.6%	179	2.5%	77.5%	-3.2

资料来源：公司公告、华创证券

经济影响且去年较高基数下首旅如家同店数据同样有所恶化：2019Q2 的 3149 家成熟酒店全部 RevPAR 为 160 元（-3.6%），ADR 下降 1.1% 至 197 元，occ 下降 2.1pct 至 81.3%。经济型酒店和中高端酒店 RevPAR 分别为 141 元（-3.9%）、267 元（-1.4%）。

**图表 39 首旅如家成熟店（开业 18 个月以上）2019Q2 经营数据**

项目	酒店数	RevPAR	yoy	ADR	yoy	occ	Δ
经济型	2538	141	-3.90%	169	-1.30%	83.10%	-2.2
-直营	703	128	-1.90%	161	-0.30%	79.30%	-1.3
-特许管理	1835	146	-4.60%	172	-1.70%	84.80%	-2.6

项目	酒店数	RevPAR	yoy	ADR	yoy	occ	Δ
中高端	432	267	-3.20%	361	-1.30%	73.70%	-1.4
-直营	128	280	-4.50%	366	-1.10%	76.50%	-2.7
-特许管理	304	260	-2.50%	359	-1.40%	72.40%	-0.8
云酒店	179	124	-5.10%	172	-1.00%	71.90%	-3.1
-特许管理	179	124	-5.10%	172	-1.00%	71.90%	-3.1
小计	3149	160	-3.60%	197	-1.10%	81.30%	-2.1
-直营	831	154	-2.50%	196	-0.60%	78.80%	-1.6
-特许管理	2318	162	-4.00%	197	-1.30%	82.40%	-2.3

资料来源：公司年报、华创证券（注：不含公寓和管理输出酒店 RevPAR 数据）

图表 40 2019Q1 如家酒店同店经营数据

项目	酒店数量	RevPAR		ADR		occ	
		19Q1	yoy/%	19Q1	yoy/%	19Q1	Δ/%
经济型酒店	2,641	127	-2.4%	160	0.4%	79.1%	-2.3
-直营	695	115	-0.6%	150	0.6%	76.4%	-1.0
-特许管理	1,946	132	-3.0%	164	0.4%	80.3%	-2.8
中高端酒店	282	217	-6.8%	303	-0.9%	71.7%	-4.5
-直营	101	224	-6.6%	317	-0.2%	70.6%	-4.9
-特许管理	181	211	-6.9%	290	-1.6%	72.6%	-4.2
小计	2,923	135	-3.0%	173	0.1%	78.4%	-2.5
-直营	796	130	-2.1%	173	-0.1%	75.5%	-1.5
-特许管理	2,127	138	-3.4%	173	0.2%	79.7%	-2.9

资料来源：公司公告、华创证券

公司中国境内酒店家数 4,116 家，客房间数 397,806 间。北京，上海，苏浙皖，津鲁冀，珠三角和川渝地区的酒店总数 2,520 家，客房间数 243,547 间，占总数的 61.2%。

### 3) 新业务拓展:

- “逸菲 UrCover by HYATT”：全新商业模式下的合资酒店品牌。如家酒店集团与凯悦酒店集团成立合资公司——宇宿酒店管理有限公司，双方均投入资金，品牌归属合资公司，新公司完全市场化运作。目前第一批直营店（北京、上海）的筹备建造工作已经开始，预计将于 2020 年上半年开业。
- 交通枢纽圈新酒店品牌——“嘉虹”酒店，第一家旗舰店已于 6 月底在虹桥机场正式开业。
- 首旅建国中标北京大兴机场南航机组保障项目，该项目建筑面积 17 万平方米，客房达 2200 余间，是北京未来 5 年内最大的酒店运营管理高端项目，后期衍生的市场商业机会远超当下。本次中标，拉开公司高端酒店品牌率先在国际大型机场的品牌宣传帷幕，品牌核心价值获得了新业务发展空间。

风险提示：宏观经济增速超预期下降、扩张速度风险、新业务推进不力等

## 2. 锦江股份

2019 年上半年, 公司营收 71.43 亿元 (+2.93%), 营业利润 8.84 亿元 (+23.48%), 归母净利润 5.68 亿元 (+12.78%), 扣非归母净利润 3.58 亿元 (+13.48%), 非经常性损益主要是交易性金融资产的公允价值变动收益和出售北京银行股票取得约 2 亿元的投资收益。经营性现金流量净额为 6.49 亿元 (-57.90%), 主要是全球采购平台收款方式变化、预收款同比下降及支付加盟商代收收款增加等原因导致。截至 2019.6.30, 公司总资产 387.26 亿元 (-3.50%), 主要是公司受让铂涛集团 3.49825% 股权款以及归还银行借款所致。每股收益 0.3739 元/股。

1) 食品及餐饮业务营业收入 1.17 亿元 (+2.78%), 分部净利润 1.39 亿元 (+4.12%)。经营团膳业务的锦江食品收入同比增加以及锦亚 (从事中式快餐连锁) 餐饮收入同比下降共同导致收入增长。净利润增长主要是: 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加等共同影响所致。

2) 有限服务型酒店业务营收增长 2.94% 达到 70.26 亿元, 相应净利润达 4.91 亿元 (+25.06%)。其中, 境内收入 50.65 万元 (+4.49%), 占比 72.08%; 境外收入 19.61 亿元 (-0.85%), 占比 27.92%, 法国境内游行以及企业所得税税率的调整导致境外归母净利润下降 50.27% 至 750 万欧元。前期服务费收入 2.74 亿元 (+3.02%), 持续加盟费收入 10.36 亿元 (+8.98%)。

图表 41 锦江酒店 2019 年 1-6 月经营指标

	平均房价 (元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (元/间)		
	2019H1	2018H1	yoy	2019H1	2018H1	Δ	2019H1	2018H1	yoy
境内									
-中端	260.62	259.95	0.26%	76.59	80.78	-4.19%	199.61	209.99	-4.94%
-经济型	158.96	158.87	0.06%	70.63	75.36	-4.73%	112.27	119.72	-6.22%
平均	207.4	195.62	6.02%	73.35	77.24	-3.89%	152.13	151.1	0.68%
境外									
-中端	64.98	63.27	2.70%	57.73	54.73	3.00%	37.51	34.63	8.32%
-经济型	53.53	52.6	1.77%	66.01	66.77	-0.76%	35.34	35.12	0.63%
平均	56.56	55.44	2.02%	63.6	63.08	0.52%	35.97	34.97	2.86%

资料来源: 公司公告、华创证券

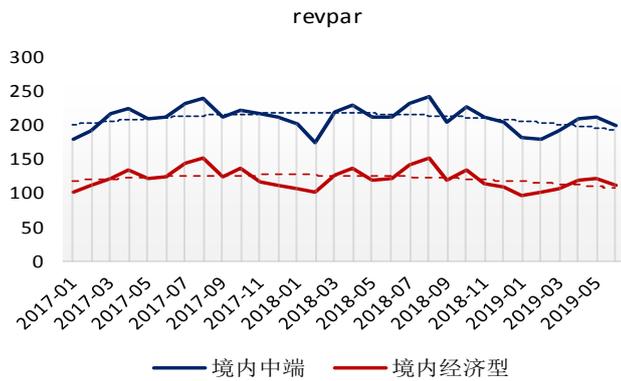
2019 年上半年公司新开业酒店 660 家, 退出 254 家, 净增 406 家, 其中直营减少 15 家, 加盟增加 421 家。截至 2019.6.30, 已开业 7849 家, 已开业客房数近 78 万间。截至 2019.6.30 已签约酒店规模合计 11884 家, 客房规模达 121.73 万间。

图表 42 锦江酒店 2019 年上半年酒店规模及结构

	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店家数	占比 (%)	客房间数	占比 (%)
中端酒店	2,908	37.05	355,279	45.58
经济型酒店	4,941	62.95	424,253	54.42
全部酒店	7,849	100	779,532	100
其中: 直营店	997	12.7	113,509	14.56
加盟店	6,852	87.3	666,023	85.44

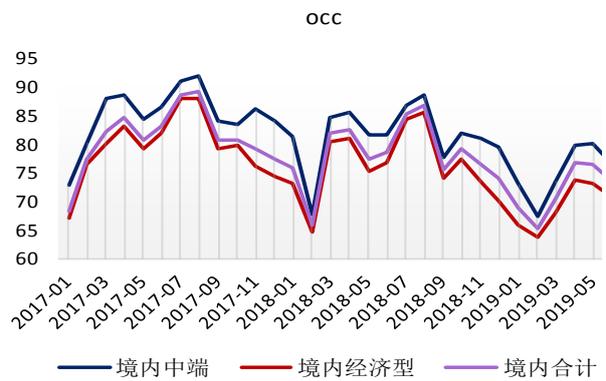
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 43 锦江酒店境内 RevPAR 变动



资料来源：公司年报、华创证券

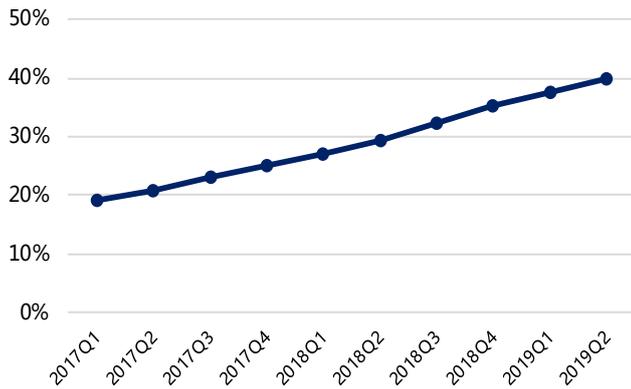
图表 44 锦江酒店境内 OCC 变动



资料来源：公司年报、华创证券

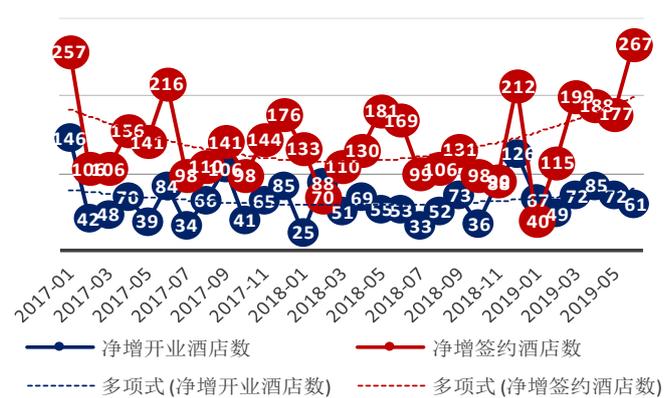
**中端+加盟为发展趋势。**加盟酒店占比 87.3%（上年同期为 85.43%），加盟酒店客房数达到总房间数 77.95 万间的 85.44%（上年同期占比为 83.07%）。2018 年年末中端酒店数和房量占比分别达到 33.09% 和 41.36%，2019.6.30 中端酒店数及客房数占比分别提升至 37%、45.6%。截至 2019.6.30，公司会员总数达到 1.92 亿人。

图表 45 锦江境内中端酒店占比



资料来源：公司公告、华创证券

图表 46 锦江每月净增开业/签约酒店数量



资料来源：公司公告、华创证券

图表 47 19H1 锦江境内酒店同店经营数据

	开业满 18 个月以上酒店		同比增减(%)
	19H1	18H1	
中端酒店			
occ(%)	80.65	83.12	-2.47
ADR(元/间)	268.53	262.37	2.35
RevPAR(元/间)	216.57	218.09	-0.7
经济型酒店			
occ(%)	71.59	76.78	-5.19
ADR(元/间)	158.38	158.90	-0.33
RevPAR(元/间)	113.39	122.01	-7.06
合计			
occ(%)	74.72	78.96	-4.24

	开业满 18 个月以上酒店		同比增减(%)
	19H1	18H1	
ADR (元/间)	199.45	196.33	1.59
RevPAR(元/间)	149.03	155.02	-3.87

资料来源: 公司公告, 华创证券

公司预计 2019Q3 全部有限服务型连锁酒店业务收入为 37.95 亿元~41.95 亿元 (-4.00%~+6.12%), 其中预计境内收入 27.55 亿元~30.45 亿元 (-3.33%~+6.84%), 境外 1.37 亿欧元~1.51 亿欧元 (-2.14%~+7.86%)。

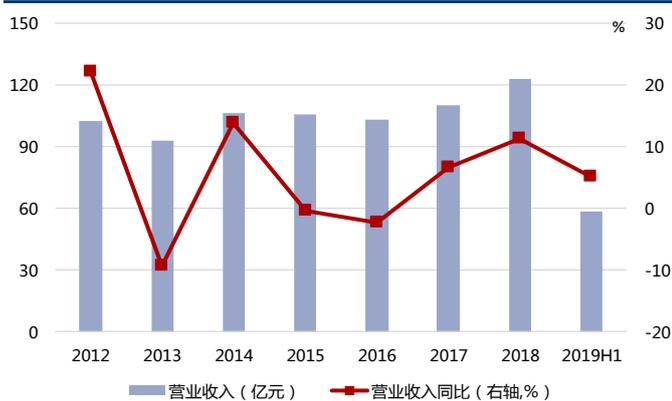
风险提示: 宏观经济增速超预期下降、扩张速度风险、新业务推进不力等。

### (三) 人工景区: 中青旅

公司 2019H1 营收 58.5 亿元 (+5.13%), 归母净利润下滑 5.61% 至 3.82 亿元 (与我们预期 3.8 亿左右吻合), 扣非后下滑 15.67% 至 2.58 亿元。毛利率、净利率分别+0.51 pct 和-0.98 pct。经营活动现金流量净额为 5.41 亿元(+104.30%)。ROE (加权) 下降 0.94pct 至 6.06%。计入当期的政府补助为 2.49 亿元。

Q2 单季度营收增长 8.17% 至 33.10 亿元, 扣非净利润下滑 4.45%, 世园会产生一定收入、乌镇政府补贴高于上年同期约 5kw, 使得 Q2 单季相比 Q1 业绩下滑 (-35.13%) 明显收窄。

图表 48 中青旅营收及增速 (亿元, %)



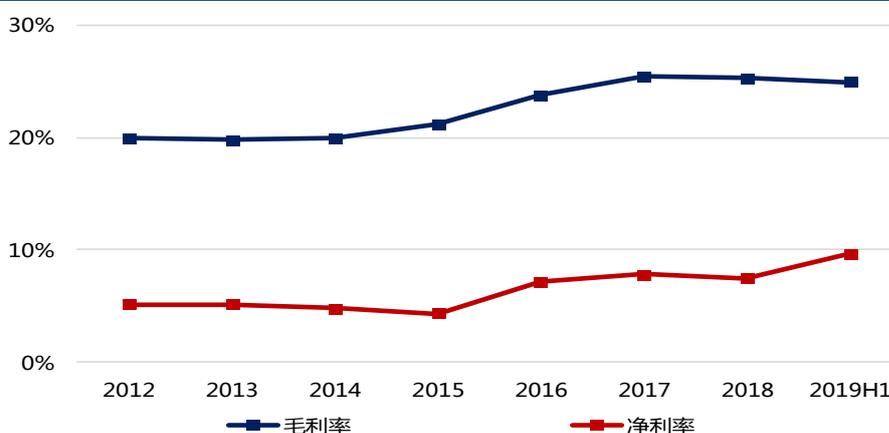
资料来源: wind, 华创证券

图表 49 中青旅归母净利润及毛利情况 (亿元)



资料来源: wind, 华创证券

图表 50 中青旅毛利率、净利率情况 (%)



资料来源: wind, 华创证券

## 1) 景区业务:

**乌镇:** 接待 445.98 万人次, 与上年同期基本持平, 乌镇公司营收 8.55 亿元 (+2.6%), 净利润 4.72 亿元, 基本持平; 扣除地产结算影响后净利润下滑 12% 左右。客单价提升 3.43% 至 191.66 元。

**古北:** 竞争压力和交通瓶颈因素影响, 接待 100.68 万人次 (-8.81%); 营收 4.2 亿元 (-8.04%); 因参股房地产公司投资收益大幅减少, 净利润同比下降 47.23% 至 6545 万元。客单价增长 0.77% 至 417.16 元 (2018 年 10 月起古北门票票面价格下降 10 元)。预计其中房地产结算规模很小, 同时有部分房地产日常费用, 景区经营主业净利率预计随人工成本上升、门票降价略有下降。

图表 51 乌镇、古北水镇利润贡献 (亿元)



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 52 乌镇、古北水镇客单价 (元)



资料来源: 公司公告、华创证券

## 2) 其他业务:

➤ **整合营销:** 营收 12.01 亿元 (+10.29%); 净利润 2119.32 万元 (+18.37%)。整合营销业务参与世园会部分项目, 全年将贡献一定增量。2019 上半年酒店行业整体增速放缓, 山水酒店营收 2.4486 亿元 (+9.75%), 新开店影响下净利润下滑 14.27% 为 0.14 亿元。

➤ **策略性投资业务中,** 创格科技、风采科技营收基本与去年同期持平, 创格受上游厂家返利政策影响, 风采科技受到续签合同条件变化影响利润有较大下滑 (创业业绩下滑约 40% 至 1129 万元); 中青旅大厦持续贡献稳定的租金收入 (+28%) 和利润。

➤ **旅行社** 营收增长 6.37% 至 19.62 亿元, 预计亏损较多。

3) 受人工成本上升影响 (预计除了基本工资上升外, 也有 2018.6 起社保基数调整因素), 公司销售费用率、管理费用率提高 1.59pct, 0.47pct (其中销售费用中薪酬福利费从 2.54 亿元上升至 3.32 亿元, 管理费用中薪酬福利费从 1.14 亿元上升至 1.33 亿元); 贷款规模增长 (筹资活动产生的现金流量净额从上年同期的 -2466 万元变为 2.12 亿元), 财务费用增长 39.25%, 财务费用率为 0.94% (+0.23pct)。

## 4) 投资建议:

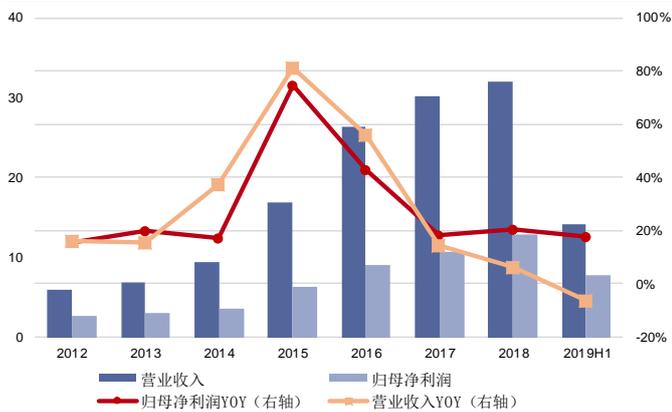
Q2 单季业绩下滑有所收窄, 目前估值较低, 预计约 13 倍左右。2018H2 基数相比上半年较低, 我们认为, 下半年业绩增速相比上半年将有所回暖。我们判断, 大盘环境非恶性变化下可考虑介入。

**风险提示:** 宏观经济增速超预期下行、天气条件不利、门票继续下降等。

#### (四) 演艺：宋城演艺

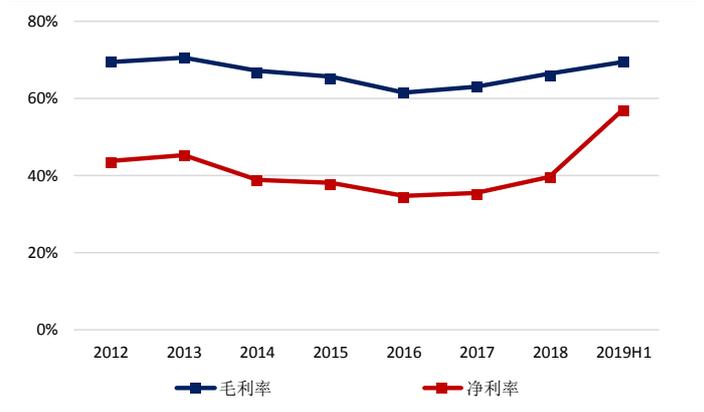
宋城演艺 2019H1 营收 14.17 亿元 (-6.21%)，归母净利润为 7.85 亿元 (+18.03%)。非经常性损益约 1.67 亿元（花房重组投资收益为 1.89 亿元），扣非归母净利润为 6.18 亿元 (-2.85%)；Q2 单季营收 5.93 亿元，扣非归母净利润 2.58 亿元。六间房 H1 并表业绩为 0.88 亿元。2019H1 ROE 为 8.53%，基本与上年持平。

图表 53 宋城演艺营收/归母净利润及相应增速



资料来源：公司公告、华创证券

图表 54 宋城演艺毛利率、净利率情况 (%)



资料来源：公司公告、华创证券

#### 1) 演艺主业：备考利润情况：

营收 10.34 亿元 (+15.99%)；实现利润总额 6.80 亿元 (+13.95%)；归母净利润 5.45 亿元 (+13.28%)；扣非后净利润 5.30 亿元 (+16.44%)。各主要旅游区收入增速情况：杭州 4%，丽江 31%，三亚持平（三亚大旅游环境相对较弱，4、5 月凤凰机场旅客吞吐量有所下滑；且去年同期三亚项目基数较高）。

2) 六间房：2019H1 收入并表 1-4 月，实现 3.83 亿元营收（2018H1 营收为 6.20 亿元）；扣非业绩贡献为 0.88 亿元，因重组相比去年同期大约减少 1 亿。2018H1 六间房利润贡献为 1.81 亿元；2019.1.1-4.30 股权比例为 76.96%，4.30-6.30 股权比例为 39.53%；2019Q1 并表大约 7kw（对应六间房业绩为 9kw），2019Q2 并表接近 2kw（对应花房业绩约 4、5kw，我们预计花椒部分依然有亏损）。

3) 剥离六间房业务后，叠加主业经营优化，公司销售费用率下降 2.4pct 至 6.94%，在此带动下期间费用率下降 2.21pct 至 14.59%。毛利率、净利率水平分别提升 1.80pct 和 13.55pct，净利率上升至 57.20%（主业扣非归母净利率为 51.23%，与上年 51.04% 基本持平）。

#### 4) 新项目：

- 张家界项目已于 6.28 开业，6.28-7.8 期间，11 日合计上演 35 场，观众十余万人，单日最高演出 5 场；7 月 9 日张家界千古情景区旁的“爱在湘西”大剧院开工建设，2020 年建成后独立对外运营。
- **2020H1 西安、郑州、上海三个项目将陆续开业。**目前西安项目完成各主体结构建设，进入内部安装和装修阶段，演出剧本也进入分场细化和排练阶段；上海项目完成了三证办理，处于施工建设阶段，演出剧本定稿；轻资产新郑项目工程稳步推进，完成剧院前期设计与演艺设备对接。
- **远期项目中：**佛山在推进规划报建工作，澳洲正在政府审批环节，西塘项目取得了施工许可。异地复制带来利润增量。

#### 5) 投资建议：

我们预计 2019 年公司演艺主业增速 15%-20% 左右，审慎关注。

风险提示：花房盈利能力不及预期，重资产异地复制不及进度等。

## （五）其他

### 1.海昌海洋

海昌海洋 2019 年上半年实现主营业务收入 10.9 亿元（+64.9%），主营业务成本 6.90 亿元（+91%），毛利 3.97 亿（+32.7%）。净利润亏损 9140 万元，销售及市场推广费用 1.067 亿元（+101.7%），行政费用 2.43 亿元（+40.2%），财务成本 2.435 亿元（+135%）。

**1) 营收大增而净利润季节性亏损：**①整体来看，公园营收 10.9 亿元（+76.8%），其中门票收入 7.4 亿（+65.1%），非门票收入 3.5 亿（+107.7%），轻资产业务收入 2310 万元（+41%）。②2019 年上半年客单价 201 元，其中门票 146 元，二销 55 元。③净利润亏损主要是主题公园经营的季节性差异导致。主题公园的旺季在 7、8 月，上半年的收入只占公司全年收入的 1/3；而主题公园的主营业务成本 70%都是固定的成本，上下半年的差异不大，营销费用、管理费用、财务费用上下半年差异不大，因此 H1 出现季节性亏损。

#### 2) 新项目情况：

- **上海项目：**截止 8 月末，整个上海项目游园人次超 250 万，与管理层年初预期有约 40 万的 miss，但客单价好于预期，全年预计完成 350 万的预估游客人数，预计全年为盈利状态。首年运营为品质、口碑等奠定基础。2019 年上半年收入为 3.868 亿元，其中门票收入 2.457 亿元，非门票收入 1.411 亿元。旺季客单有所提升：上半年整体客单价是 284 元，其中门票 190 元，非门票 94 元。7、8 月旺季客单价 351 元，其中门票 234 元，非门票 117 元。由于季节性的原因，上海上半年亏损近 5000 万。
- **三亚项目：**三亚营收 5340 万元，上半年亏损 3000 万。今年可能会略亏，争取不亏。但对公司整体盈利不会有特别重大的影响。

#### 3) 轻资产项目：

- 轻资产业务收入 2310 万元（+41%）。新成立“海昌文旅”作为轻资产品牌，2019 年上半年，新增管理输出合同 4 份，总共的签署合同达到 49 份，合同金额接近 5 亿。今年下半年和明年会有更多的项目落地，主要集中在长三角、珠三角地区。此外，公司将不断推出时尚客群喜欢的 IP 产品，整体 IP 的变现在逐步实现。
- 苏州萌宠经过一年的运营（2018.7.14~2019.7.14），旅客达 11 万人次，客单达 98 元，一年运营成本在 550 万左右，南通店已开业。

**4) 营销方面：**参与夏季达沃斯、IAAPA 亚洲博览会，上海世旅博览会等峰会；与《极限挑战》战略合作效果显著，进一步提升了知名度，品牌影响力，并塑造国际品牌影响力的形象。未来会考虑与新型网综合作，进一步提高品牌知名度。

#### 5) 投资建议：

2018 年上海、三亚两大重磅项目对业绩影响较大，且开业前期培育期对业绩有所拖累，但公司在行业内软硬实力突出、先发优势明显，待项目成熟后将迎来收获期。此外，异地项目郑州已启动施工，轻资产项目输出规模持续扩大，IP 业务战略清晰。看好公司未来长远发展。

风险提示：新项目开展进程推迟，游客数量不及预期，安全事故等

## 2.珀莱雅

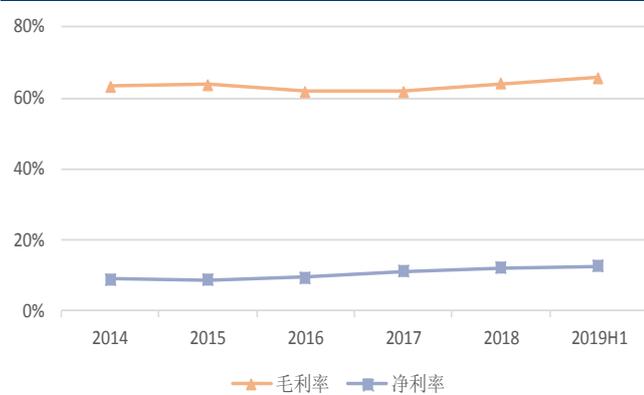
2019H1 公司实现营收 13.28 亿元 (+27.48%)，归母净利润增速 34.49% 至 1.73 亿元，扣非后增速为 39.40% 达到 1.71 亿元，经营性现金流量净额为 -5913 万元 (-126.68%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金增加 1.5 亿，支付税费增加 1.2 亿)。基本每股收益为 0.87 元/股，ROE (扣非后的加权 ROE) 增加 1.54pct 至 9.63%。毛利率提升 3.59pct 至 65.78%，期间费用率提升 2.08pct 至 47.82%。Q2 单季度营收 6.86 亿元，归母净利润增速 39.39% (Q1 单季增速为 30.36%)，扣非后增速为 44.31% (Q1 单季增速为 35.38%)。

图表 55 珀莱雅营收及增速 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 57 珀莱雅毛利率、净利率情况 (%)



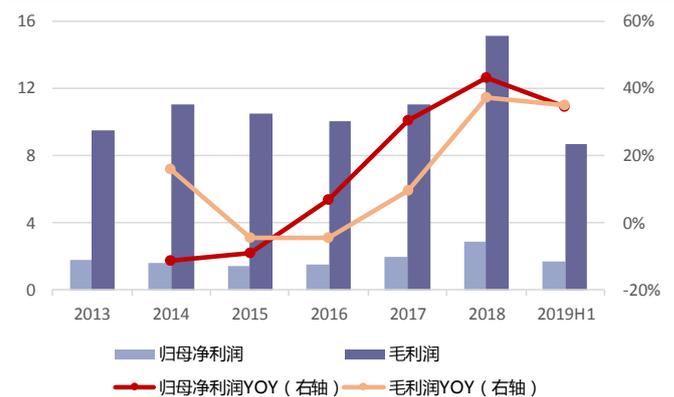
资料来源: wind、华创证券

**1) 持续电商红利:** 电商增速 48.08%，达到 6.11 亿元营收，占比从 2018H1 的 39.56%、2018 全年的 43.53% 上升至 2019H1 的 48.08%。线下增速超 13.5%，略高于社零中化妆品类 13.2% 的增速，主要部分：日化专营店/商超/单品牌店营收分别为 5.25 亿元 (+11.70%)、0.95 亿元 (+13.10%)、0.74 亿元 (+10.45%)，营收占比分别为 39.57%、7.17% 和 5.59%。

**2) 主品牌强劲增长:** 护肤、洁肤、美容类营收分别为 12.05、0.83、0.39 亿元 (占比分别为 90.83%、6.23% 和 2.94%)，增速分别为 27.81%、2.09% 和 209.78%。珀莱雅、优资莱品牌的营收分别为 11.74 亿元 (+26.28%)、0.53 亿元 (+10.42%)；其他品牌营收达 1 亿元，同比增长 53.85%。2019H1 珀莱雅品牌有所升级、精华家族等 4 大新品系列推出，同时公司对品牌进行了跨界营销、冠名节目、新媒体和爆品营销，依然富有增长活力，占比稳定在 88% 以上 (88.51%)。

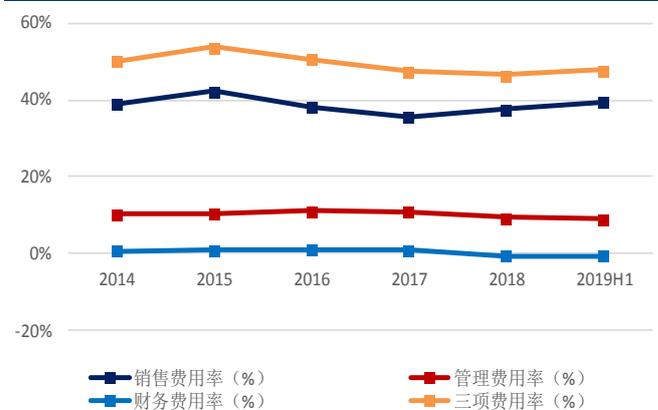
**3) 毛利率提升，营销加大，盈利增强。** 毛利率提升 3.59pct 至 65.78%；销售费用率、管理费用率 (含研发费用) 提高 1.77、0.92pct 导致期间费用率 +2.08pct 至 47.82%。销售费用率中形象宣传推广费用率由 2018 年的 20.70% 提升至

图表 56 珀莱雅毛利润与归母净利润情况 (亿元, %)



资料来源: wind、华创证券

图表 58 珀莱雅期间费用情况 (%)



资料来源: wind、华创证券

24.35%，营销力度加大；由于股权激励摊销的成本与公允价之间差异变大、公司管理人员薪酬增加，管理费用增长 42.97%。净利率略微提高 0.36pct 至 12.70%，依然位居行业前列。

#### 4) 投资建议:

长期以来，公司积累了专业化的创新研发体系、强大的自主生产能力和先进的供应链管理体系、多渠道销售体系、差异化多品牌资产等核心竞争力，组织、激励机制、人才、营销灵活。2019H1 公司增速维持，品牌、品类的平台化孵化和管理、矩阵式发展战略预计将有效提质降本增效，有望把握电商渠道红利期。结合公司股权激励目标，我们维持此前业绩预测，预计 2019-2021 年公司归母净利润约 3.8、4.9、5.9 亿元，对应当前市值为 41、31、26 倍 PE，公司作为 A 股稀缺化妆品优质标的，享受一定估值溢价，我们认为 40 倍左右为较合理估值，维持“推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济超预期下滑，行业竞争加剧，公司品牌、品类、渠道拓展不力，营销策略失误，核心人才流失等。

## 商社组团队介绍

**组长、首席分析师：王薇娜**

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

**研究员：胡琼方**

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com	
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500