

社会服务

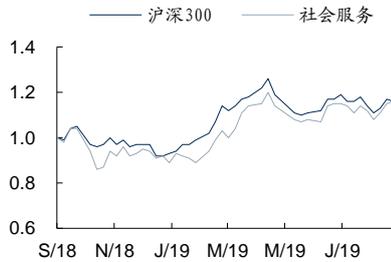
社会服务行业 2019 年中报总结

超配

(维持评级)

2019 年 09 月 05 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



行业专题

Q2 板块业绩增长放缓，免税演艺逆势恒强

● 上半年板块收入业绩增速有所放缓，免税演艺逆势突出

上半年，受宏观经济、门票降价及权重股部分业务剥离影响，旅游板块营收+5.7%，业绩+18.9%，扣非业绩+4.0%，较去年同期 20-30%的增速放缓。细分子行业业绩分化，免税(+70.9%)、演艺(+18.0%)逆势表现突出，酒店行业(+11.7%)虽受宏观影响，但通过加盟扩张和控费增效等扣非主业增速略好此前市场悲观预期，出境游(-68.6%)受宏观经济、汇率压力以及部分目的地因素明显承压，景区(-20.3%)因门票降价等部分明显承压，餐饮广州酒家稳定增长。

● 强者恒强，重点公司业绩增长略优于板块

在上述多因素影响下，旅游今年上半年重点公司收入仅增 5.4%，与板块整体基本持平；业绩/扣非业绩分别增+20.8%/6.9%，略高于板块整体增速(+18.9%/+4.0%)。其中，免税龙头中国国旅业绩大增 70.9%，扣非增 30.89%，增长强劲；宋城演艺、锦江股份、广州酒家、峨眉山 A 各增 18.0%/12.8%/10.2%/10.1%，表现较好；天目湖、首旅酒店录得个位数增长。同时，重点公司归母业绩已占旅游板块整体业绩的 95%，二八分化日益显著。

● 宏观经济及门票降价影响下，Q2 收入业绩增速较 Q1 明显承压

受上述多因素影响，19Q2 板块收入业绩增长较 Q1 明显承压。具体来看，19Q2 旅游板块收入同降 5.39%，若剔除国旅、宋城剥离业务扰动影响则增长 5.10%，但仍处于 2013Q1 以来的次低位置。19Q2 板块业绩同比下滑 7.06%，扣非业绩下滑 6.28%，同样处于近几年的较低位置，主要系出境游龙头 Q2 扣非业绩明显承压，宋城演艺剥离六间房扣非业绩扰动、三特索道增亏及部分景区下滑等影响。

● 投资建议：维持板块“超配”，跟踪宏观局势，坚守优质白马

维持板块“超配”评级。总体来看，在宏观经济承压、贸易战、门票降价等背景下，旅游板块和重点公司 2019 年上半年业绩增长整体放缓，但细分行业分化，强者恒强。结合目前宏观形势及市场风格，中线仍然建议以时间换空间的思维继续聚焦业绩确定性强的优质龙头公司，如中国国旅、宋城演艺、中公教育等，短期若市场风格变化建议阶段兼顾弹性和经济预期变化等影响，关注首旅酒店、锦江股份等，综合推荐：中国国旅、宋城演艺、广州酒家、中公教育、首旅酒店、锦江股份、美吉姆、科锐国际、众信旅游、凯撒旅游、中青旅、三特索道、天目湖、黄山旅游、峨眉山 A 等。

● 风险提示

自然灾害、疫情、政治事件等系统性风险；政策风险；收购整合低于预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601888	中国国旅	买入	92.24	180,096	2.39	2.62	38.5	35.2
300144	宋城演艺	买入	26.90	39,075	0.91	0.96	29.4	28.0
603043	广州酒家	买入	33.10	13,372	1.11	1.36	29.8	24.3
002607	中公教育	增持	15.97	98,493	0.29	0.39	55.8	40.6
600258	首旅酒店	买入	18.04	17,819	0.93	1.12	19.5	16.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

- 《社会服务行业重点事件快评：鼓励门票降价危中藏机，文化演艺持续占领风口》——2019-08-27
- 《8 月投资策略：经济继续平稳运行，坚守业绩增长确定赛道》——2019-08-15
- 《汽车汽配行业：汽车汽配行业日报》——2019-07-26
- 《社会服务行业 7 月投资策略暨中报前瞻：预计板块中报稳定增长，中线坚守龙头》——2019-07-15
- 《社会服务行业 2019 年中期投资策略：优质龙头为体，弹性品种为用》——2019-06-26

证券分析师：曾光

电话：0755-82150809  
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511040003

证券分析师：钟潇

电话：0755-82132098  
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513100003

联系人：姜甜

电话：0755-81981367  
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

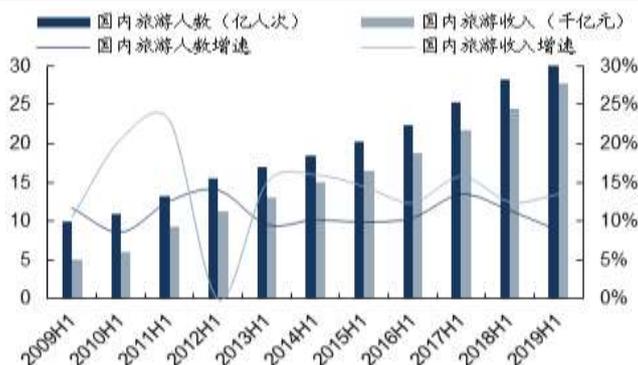
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

## 上半年旅游行业稳定增长，国内游增速略有放缓

根据中国旅游研究院数据，2019年上半年，我国国内旅游人次30.8亿人次，同增8.8%，国内旅游收入2.8万亿，同比增长13.5%，虽然人次增速相比2018年同期增速(+11.4%)略有放缓，但收入增速略有提升(2018年上半年国内游收入同增12.5%)，整体仍稳定增长。

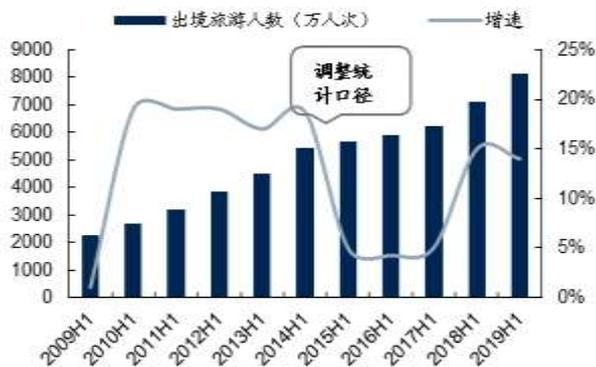
图 1: 2019 年上半年，国内游人数增长 8.8%，国内游收入增长 13.5%



资料来源：中国政府网、中旅院等，国信证券经济研究所整理

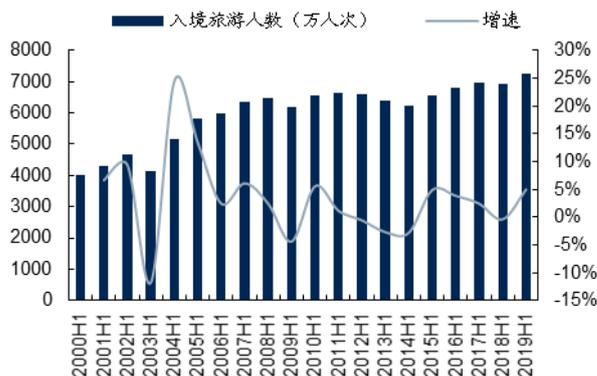
从出入境的角度，2019上半年入境旅游7269万人次，同比增长5.0%，保持稳定；上半年我国公民出境旅游人数8129万人次，同比增长14.0%，增速相比于去年同期的15.0%略有放缓。其中人数占比高的港澳游、韩国游明显复苏，若剔除港澳台影响，我国上半年出国游增长15.1%，与去年同期15.7%的增速基本持平。其中韩国线2019H1持续明显复苏同比增长29.1%，是驱动出国游增长的主因，而泰国线受高基数及泰国大选等影响同比下滑4.3%。

图 2: 2019 年上半年出境游人数增 14%



资料来源：中旅院，国信证券经济研究所整理  
注释：2014年及以前为“出境人数”，2014年之后为“出境游人数”

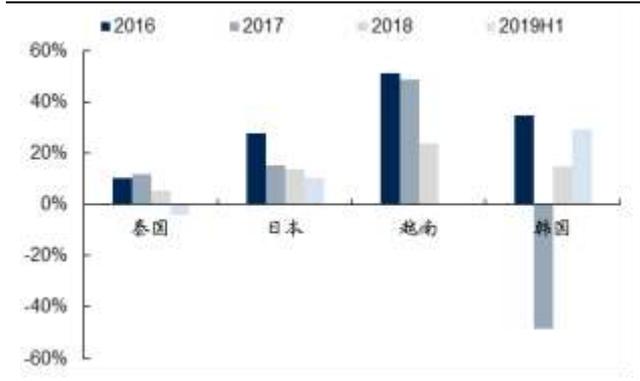
图 3: 2019H1 年入境游人次同增 5%



资料来源：Wind，中旅院，国信证券经济研究所整理

需要说明的是，今年7月以来，香港事件不断发酵，后续可能对香港游人数产生持续不利影响，考虑香港游在我国出境游中的人数占比相对较高，因此可能部分拖累下半年我国出境游的整体增长。不过，泰国游去年下半年因6月沉船事件持续发酵影响相对低基数，后续不排除低基数下有所反弹。

图 4：主要出境游目的地增长状况



资料来源：Wind、各国旅游网站，国信证券经济研究所整理

图 5：出境游构成与增长情况

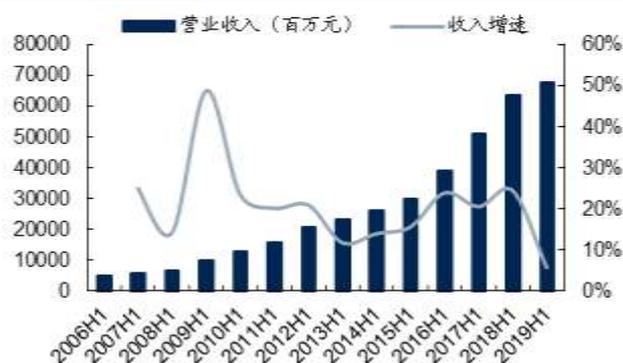


资料来源：Wind、各国旅游网站，国信证券经济研究所整理

## 经济承压下，上半年板块收入业绩增速有所放缓

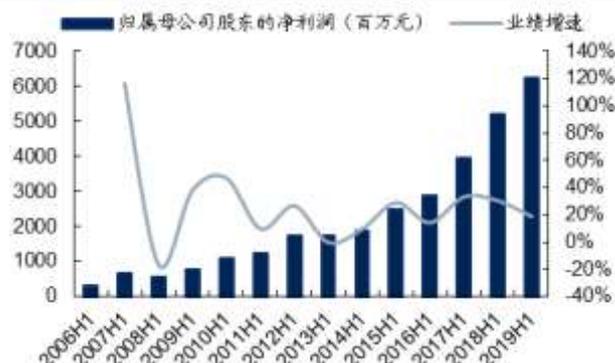
2019年上半年，在宏观经济承压、景区门票降价及权重股中国国旅、宋城演艺部分业务剥离等背景下，旅游板块的营收和业绩增速较去年同期均出现了较为明显的放缓。整体来看，在考虑追溯调整的影响后，**旅游板块 2019H1 收入增长 5.67%**，增速较过往明显放缓（15H1-18H1 增速分别为 16%/24%/21%/24%）；**板块整体业绩增长 18.94%**，较 2018 年同期增速（2018H1+30.54%）也相对放缓；**扣非业绩增长 4.01%**，明显逊于 2018 年同期（+33.81%），主要系高基数、宏观经济压力、门票降价等多因素影响。

图 6：2019 年上半年旅游板块营业收入增长 5.7%



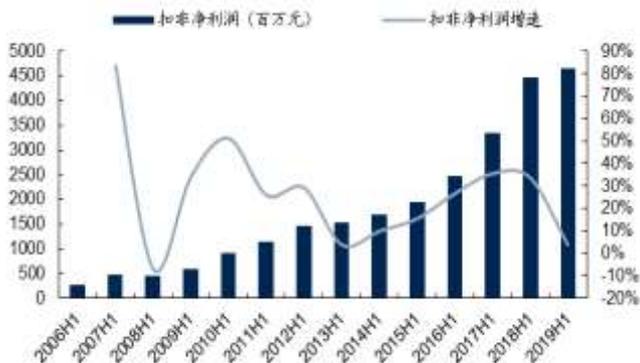
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 7：2019 年上半年旅游板块业绩增长 19%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

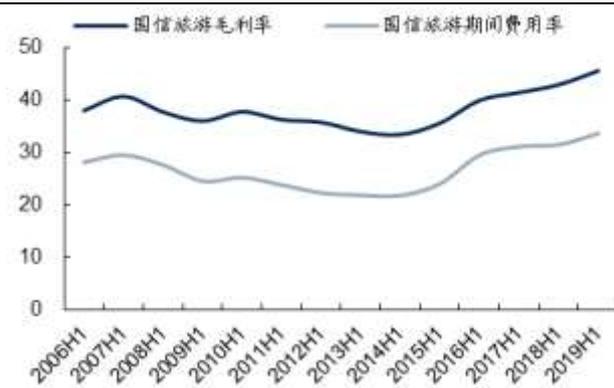
图 8：2019 年上半年旅游板块扣非业绩增长 4%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

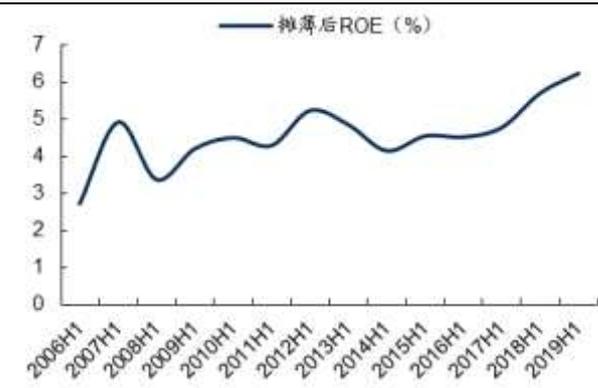
从盈利能力来看，2019 年上半年旅游板块上市公司毛利率与摊薄 ROE 较去年同期继续略有改善，期间费用率则较去年同期略有回升。2019 上半年，旅游板块整体毛利率为 45.65%，同比上升 2.65pct；板块整体期间费用率为 33.58%，同比上升 2.13pct；板块整体摊薄 ROE 为 6.23%，同比上升 0.53pct。考虑到上半年宏观经济欠佳及门票降价政策等因素，旅游板块公司在提质增效努力下，整体盈利能力有所改善，同时板块权重股中国国旅、宋城演艺先后剥离业务进一步聚焦主业，也有助于整体毛利率的提升。预计在国家进一步鼓励文旅消费的大背景下，旅游板块公司整合升级效果有望逐步显现，板块 ROE 仍有进一步提升空间。

图 9：2006-2019 年上半年板块毛利率和期间费用率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 10：2006-2019 年上半年旅游板块 ROE 走势

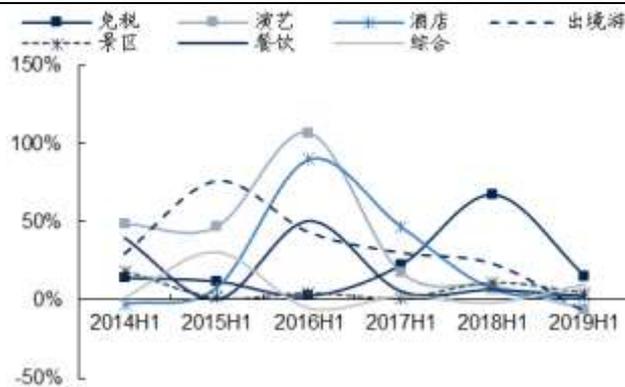


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

### 经济承压下细分行业分化显著，免税靓丽演艺良好

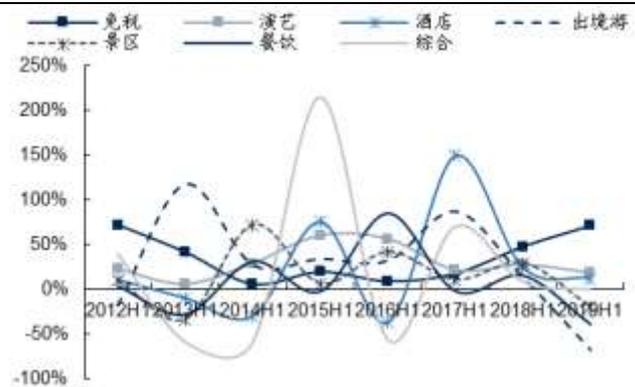
为了分析子行业的变化趋势，我们将纳入旅游板块的 32 个上市公司分为 7 个子板块。分别是免税类（中国国旅），景区类（峨眉山 A、桂林旅游、丽江旅游、三特索道、黄山旅游、中青旅、大连圣亚、长白山、天目湖、九华旅游等），酒店类（首旅酒店、锦江股份、华天酒店、金陵饭店、大东海 A），出境游类（凯撒旅游、众信旅游等），餐饮类（广州酒家、全聚德、西安饮食），演艺类（宋城演艺），综合类（岭南控股、西安旅游、西藏旅游、国旅联合、云南旅游、曲江文旅、号百控股、新智认知）。

图 11：2019 年上半年免税营收增速最高，为 15%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 12：2019 年上半年免税业绩增速最高，为 71%

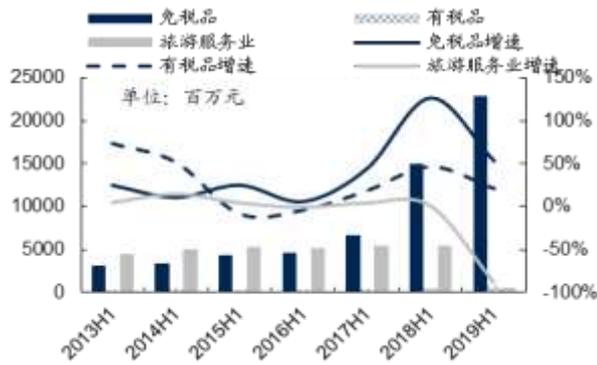


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

具体来看旅游各子板块，在追溯调整了板块内相关公司的历史同期可比数据后，从各板块收入增长来看，2019 年上半年，免税（15.46%）>综合（10.37%）>景区（4.74%）>餐饮（2.61%）>酒店（1.75%）>演艺（-6.21%）>出境游（-7.61%）；从各板块业绩增速来看，免税（70.87%）>演艺（18.03%）>酒店（11.67%）>综合（-0.97%）>景区（-20.25%）>餐饮（-40.31%）>出境游（-68.63%）。整体来看，免税靓丽，演艺良好，整体符合预期；酒店虽有业绩增速相比去年同期有所放缓，但龙头扣非增长却略好预期（此前市场预期较低）；景区整体受门票降价影响，但龙头相对保持稳定；出境游龙头承压较为显著，表现逊于预期。免税板块中国国旅上半年收入同比增长 15.46%，剔除剥离国旅总社影响收入增长 52%，虽然有日上并表基数差异影响，但免税收入内生增长估算仍有 24-30%，依然突出；上半年业绩增长 70.87%，扣非增长 30.86%，表现靓丽，主要系三亚店稳定良好增长+日上上海并表差异且内生较快增长（但 T2 有扣点提高综合影响）+首都 T2/T3 较快增长+香港机场减亏+海免批发增量综合影响。

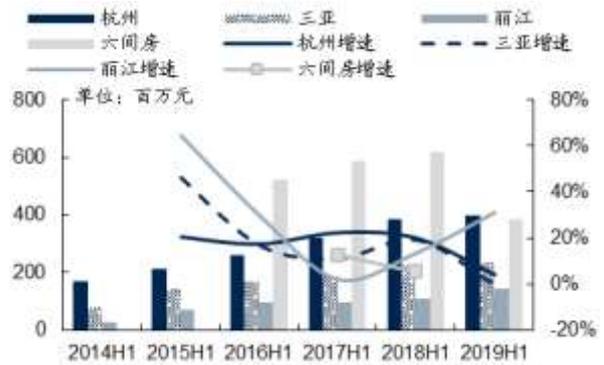
演艺板块宋城演艺上半年收入下滑 6.21%，业绩同比增长 18.03%；若剔除六间房出表影响，收入同增 15.99%，归母业绩+13.28%，扣非业绩+16.44%。其中存量项目稳定良好增长，其中杭州、三亚整体稳定，丽江因区域复苏业绩大增约 50%，九寨停业减亏，轻资产项目稳定支撑，而新开桂林项目表现突出，带来增量利润贡献。

图 13: 中国国旅 2019H1 主要业务收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 宋城演艺 2019H1 主要业务收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

酒店板块受宏观经济&去年高基数&停业改造升级影响，上半年收入增长 +1.75%，较去年同期进一步放缓（2018H1 +6.77%），但结构升级+加盟扩张仍对业绩形成相对支撑，上半年业绩同增 11.67%。其中首旅酒店（中报收入 -0.30%、业绩+8.14%、扣非+6.22%），控费得当支撑业绩，锦江股份（中报收入 +2.93%、业绩+12.78%、扣非+13.48%），加盟扩张+控费助力业绩增长。

景区板块，受景区门票降价+宏观经济承压影响，景区板块收入微增 4.74%，业绩下滑 20.25%。其中天目湖收入表现平稳，但提效控费下扣非业绩同增 14.80%。中青旅受人工成本增加及古北水镇承压影响，收入同增 5.13%，业绩下滑 5.61%（扣非-15.67%），但乌镇在门票降价及客流高基数影响下仍实现了 2.60% 的收入增长。三特索道在盈利项目良好增长带动下上半年收入增长 6.11%（其中梵净山申遗和 5A 成功下收入+27.99%），但培育期项目成本费用和总体财务费用增加下，导致其扣非业绩增亏 55.17%。

餐饮板块整体业绩承压严重，但板块重点公司广州酒家表现相对良好。广州酒家上半年收入同增 20.22%，业绩增长 10.19%，主要系产能扩张前期费用等扰动。从中报预收款、存货及经营性现金流来看，月饼后续销售较有支撑，有望支撑全年业绩平稳增长。

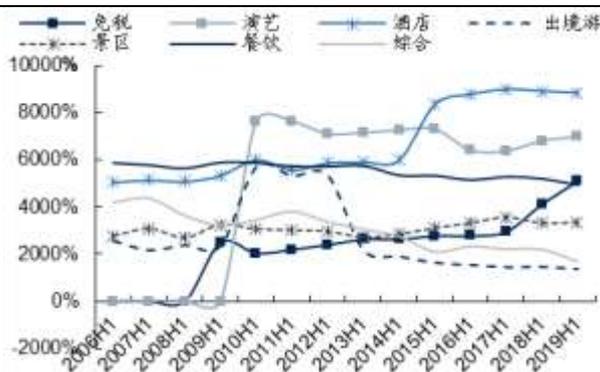
出境游板块，受宏观经济承压、贸易战、部分目的地高基数等因素影响，板块收入同比下滑 7.61%，业绩同比下滑 68.63%，整体表现低于市场预期。虽然上半年出境游行业景气良好，但主要来自港澳游和韩国游增长驱动，但由于出境游上市公司的主力目的地并非上述领域，因此受益不明显，反而受泰国线的高基数和其他部分目的地扰动相应承压。

综合板块收入同增 10.37%，业绩下滑 0.97%中，其中岭南控股（收入+17.10%、业绩+80.05%，扣非业绩增长 23.92%），旅行社及酒店管理业务表现较为良好。

毛利率方面，2019 年上半年免税、演艺子板块毛利率分别提升 9.83pct、1.80pct，而综合、餐饮子板块分别下降 5.25pct、2.59pct。具体来看，2019 上半年各子板块整体毛利率排序为：酒店（88.23%）>演艺（69.71%）>免税（51.05%）>餐饮（49.51%）>景区（33.50%）>综合（16.59%）>出境游（13.93%）。免税板块毛利率增长最为显著，主要因中国国旅剥离国旅总社聚焦免税业务所致，剔除其扰动，免税业务毛利率整体平稳。演艺板块毛利率改善主要系六间房出表等因素影响。餐饮和综合板块毛利率承压明显，但粤式餐饮龙头广州酒家的

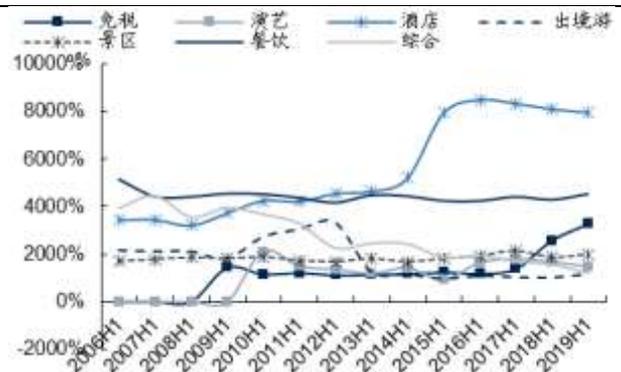
毛利率仍保持稳定,同比微增约 0.05pct。出境游板块毛利率同比下滑 0.93pct,主要受宏观经济承压、贸易战等因素影响。

图 15: 2006-2019 年上半年各子板块毛利率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

图 16: 2006-2019 年上半年各子板块期间费用率走势

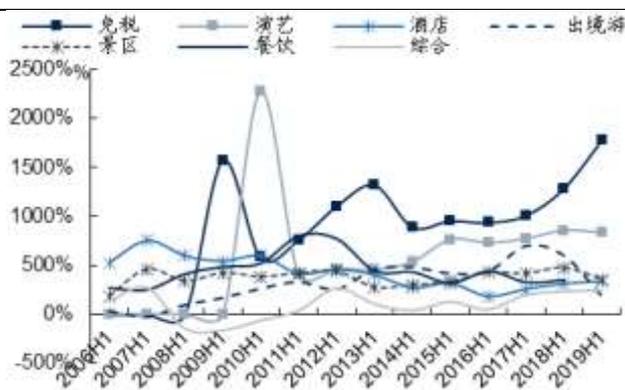


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

期间费用率方面, 2019 年上半年综合、演艺、酒店期间费用率分别降 3.44pct、2.21pct、1.38pct, 景区、出境游、餐饮、免税期间费用率同比增 1.15pct、1.48pct、2.28pct、6.96pct。具体来看, 各子板块的期间费用率排序为: 酒店 (79.65%) > 餐饮 (45.34%) > 免税 (32.66%) > 景区 (19.93%) > 演艺 (14.59%) > 综合 (12.35%) > 出境游 (11.71%)。

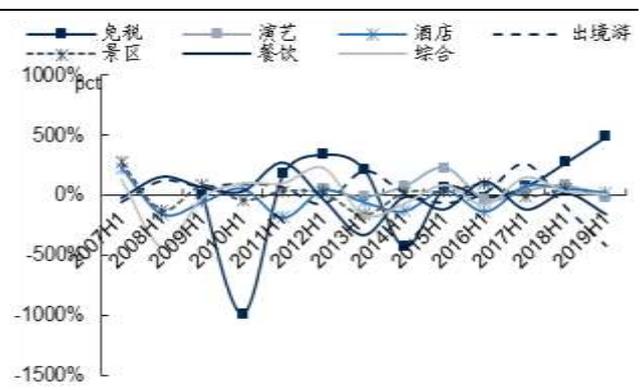
净资产收益率 ROE 方面, 免税板块增幅最显著, 同增 4.91pct, 主要系聚焦免税主业所致; 而出境游下滑 4.21pct, 下滑最明显。具体各子板块 2019 年上半年 ROE 排序为: 免税 (17.75%) > 演艺 (8.32%) > 景区 (3.56%) > 酒店 (3.33%) > 综合 (2.49%) > 餐饮 (2.01%) > 出境游 (1.84%)。

图 17: 2006-2019 年上半年各子板块 ROE 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 18: 2007-2019 年上半年各子板块 ROE 同比增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

**2019 年上半年重点公司收入增 5.4%，业绩增 20.8%略高于板块整体**

目前, 我们重点跟踪 16 家旅游上市公司如下: 中国国旅、中青旅、首旅酒店、黄山旅游、锦江股份、桂林旅游、峨眉山 A、丽江旅游、三特索道、宋城演艺、众信旅游、凯撒旅游、广州酒家、天目湖等。

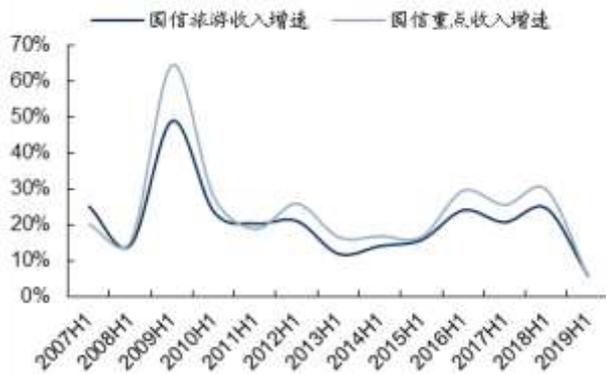
在考虑了追溯调整影响后, 旅游重点公司今年上半年收入增长 5.40%, 与板块整体基本持平 (5.67%), 既有宏观经济、门票降价等因素影响, 也与中国国旅及宋城演艺剥离业务等相关; 业绩增长 20.81%, 略高于板块整体 (18.94%); 扣非后业绩增长 6.87%, 同样好于板块整体 (3.11%)。整体来看, 免税、演艺、酒店重点公司业绩增长与出境游、餐饮、景区板块重点公司业绩下滑相平衡后, 旅游板块重点公司业绩增速略高于板块整体。此外, 重点公司归母净利润占旅

游板块整体归母净利润的比例达 95%，是板块整体业绩的坚实支撑。

具体来看，重点公司收入方面，板块最大权重个股中国国旅在高基数基础上收入增长 15.46%，贡献突出；广州酒家、桂林旅游也实现了较快增长，分别同增 20.22%、16.83%；黄山旅游、三特索道、中青旅表现较为平稳，分别同增 6.77%、6.11%、5.13%；宋城演艺因六间房出表收入下滑 6.21%；此外凯撒旅游、丽江旅游等因经营承压收入分别下滑 8.46%、7.07%。

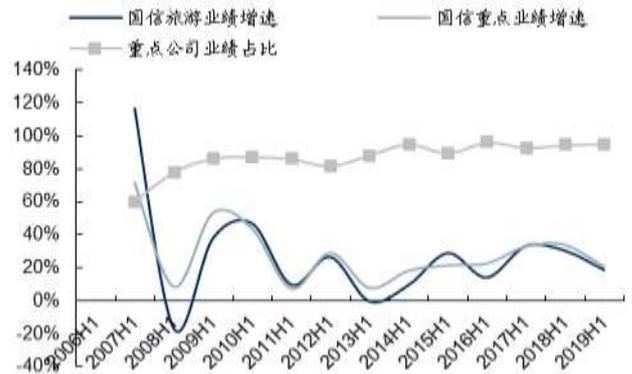
从业绩方面来看，权重股中国国旅、宋城演艺、锦江股份、首旅酒店等业绩分别同增 70.87%（扣非增长 30.89%）、18.03%、12.78%、8.14%，对重点公司业绩增长构筑核心支撑；此外广州酒家、峨眉山 A、天目湖也实现了较好增长，分别同比增长 10.19%、10.10%和 9.56%。

图 19: 2019 年上半年重点公司营收同比增长 5.4%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

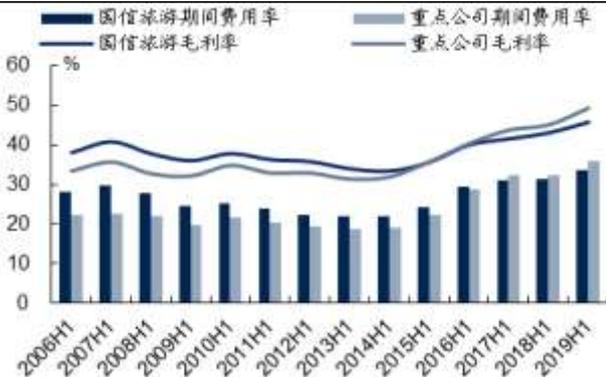
图 20: 2018 年上半年重点公司净利润整体增长 21%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

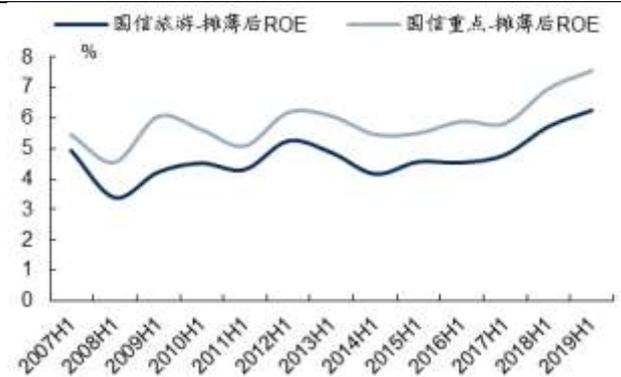
2019 年上半年重点公司整体毛利率、期间费用率同比呈上升趋势。2019 年上半年重点公司毛利率为 49.36%，高于板块整体水平（45.65%），较去年同期增 4.26pct，主要是中国国旅剥离国旅总社影响；期间费用率为 35.77%，高于旅游板块整体水平（33.58%），较去年同期上升 3.34pct，主要系部分景区公司及出境游公司拖累。从摊薄后 ROE 来看，2019 年上半年重点公司摊薄后 ROE 为 7.55%，高于板块整体水平，较去年同期相比上升 0.59pct，主要来自中国国旅等权重股推动。

图 21: 2006H1-2019H1 重点公司毛利率期间费用率走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 22: 2006-2019H 重点公司整体 ROE 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响。

**表 1: 2019 年上半年重点公司财报简析**

证券简称	收入 yoy	业绩 yoy	扣非业绩 yoy	业绩说明
中国国旅	15%	71%	31%	2019H1, 日上上海收入+97% (18年3月并表, 可比增约30%), 归母业绩+49%; 首都T2+T3免税收入+26%, 业绩增60%+; 三亚店收入/业绩分别+28.72%/+5.63%, 系18H2起内部结算租金和物管费大幅增加影响; 香港机场免税估算略亏。新增海免批发使传统免税收入增50%+。此外计提资产减值损失及购物积分递延收益等影响业绩增长。
宋城演艺	-6%	18%	-3%	上半年, 公司杭州本部估算业绩微增; 丽江项目收入增30%, 业绩增近50%; 三亚项目因区域承压+高基数影响业绩微跌2%, 九寨继续震后关闭。桂林项目业绩约1950万。估算轻资产确认收入9000万+/+10%+。六间房4月底出表, 上半年贡献经营性业绩约8720万+一次性投资收益1.53亿元。
广州酒家	20%	10%	-5%	上半年, 公司食品收入5.90亿元/+23.40%, 其中速冻+22.77%, 月饼淡季低基数下+107.99%, 其他+17.63%, 餐饮收入增长14.01%, 增势良好。省外销售发力明显。中报预收款同增32.90%显示收入趋势良好。后续产能扩张带来前期费用增加, 部分影响短期业绩。
首旅酒店	0%	8%	6%	2019Q2, 如家RevPAR降1.5%, 同店RevPAR降3.6%, 且均较Q1加速下滑。上半年净增66家, 其中Q2净增56家。受直营关店改造和RevPAR下滑影响, 2019H1如家收入33.12亿元/-0.6%, 但依托加盟扩张和费用优化, 利润总额4.98亿元/+5.5%, 其中Q2收入/利润总额分别为-1.44%/+9.46%。
锦江股份	3%	13%	13%	2019H1, 境内酒店整体RevPAR+0.68%, 同店RevPAR降3.87%。上半年公司净增酒店406家, 中端&加盟持续优化。上半年境内酒店收入增4.49%, 业绩增56.87%, 但主要系铂涛艺龙股权公允价值变动损益所致, 剔除相关影响估算同增约17%; 境外酒店收入持平, 业绩因18H1递延税调整和今年法国游行承压。
众信旅游	-1%	-20%	-6%	上半年, 公司出境游业务收入51.74亿元/-3.1%。批发业务收入42.33亿元/-4.68%, 其中竹园收入/净利润分别-8%/-19%, 主因东南亚市场高基数且沉船等事件后尚未完全恢复。2)零售业务方面收入同增4.72%。
凯撒旅游	-8%	-19%	-77%	上半年, 受天商旅剥离影响, 华东地区收入下滑幅度较大, 同时考虑到宏观经济承压及贸易战, 最终旅游业务收入同减8.61%。食品业务实现营收5.24亿元/-6.37%, 主要系国内航司的降本增效, 下调配餐标准。
中青旅	5%	-6%	-16%	2019H1, 乌镇客流微跌0.80%, 虽门票降价, 但依托产品丰富和会展发力收入增2.60%, 业绩同比持平, 因18H1地产结算影响, 扣非后估算下滑约10%+; 北19H1客流/收入各降8.81%/8.04%, 客单价平稳, 门票降价但二消提升, 因地产生结算扰动, 业绩下滑47.23%。
三特索道	6%	-139%	-55%	上半年, 公司7家盈利项目估算同口径收入+10%, 贡献权益净利润+13%。其中梵净山在申遗和5A成功影响下增长强劲, 客流/收入/业绩各+36%/+28%/+33%, 是公司盈利增长核心。同时, 公司亏损项目增亏约30%, 主要是崇阳三特、南漳、克旗等培育期项目因在建工程转固、天气、促销等增亏所致。
天目湖	0%	10%	15%	上半年, 南山竹海实现净利润2,384万元/+5.5%, 索道净利润511万元/+319%, 温泉公司实现净利润451万元/-26%, 旅行社公司实现净利润225万元/+2.3%, 千采甸酒店公司实现净利润111万元/-26%。费用率改善助力业绩提升。
黄山旅游	7%	-23%	2%	上半年, 受益杭黄高铁通车及门票降价等, 黄山景区接待游+9.6%, 有效门票价格-13.2%, 门票收入下滑4.8%。受益于客流提升、乘索率提升至2.01次/+3.0%及索道折扣减少, 索道客流及收入分别同增12.9%/16.7%。客流提升下, 酒店和旅行社收入各增20.3%、22.8%。
峨眉山A	1%	10%	5%	上半年, 景区接待购票游客同比持平, 门票降价政策下, 但依托门票折扣率回升, 门票有效票价仅下滑约6%, 门票收入降6.43%。索道收入同比大增22.59%, 是公司收入增长的核心, 主要系去年1-3月万年索道改造停运相对低基数及乘索率提升所致。综合门票+索道分部营业利润增6.5%, 系盈利核心。此外整体控费增效良好。
桂林旅游	17%	-66%	-66%	上半年, 公司景区接待游客同比-6.7%, 福隆园清算驱动收入增长, 剔除其影响则同比持平。业绩下滑主因资江丹霞项目处置致同比增亏1375万。盈利主体银子岩接待游客-4.9%, 净利润-9.1%。同时桂林千古情贡献投资收益532万元。
丽江旅游	-7%	-18%	-17%	上半年, 丽江区域客流恢复, 三条索道接待游客+21.92%。因索道降价, 实际客单价下滑36% (其中云杉坪实际客单价下滑27%), 导致索道收入同减22%, 拖累公司收入业绩增长。印象丽江收入大增50%、业绩大增91%。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

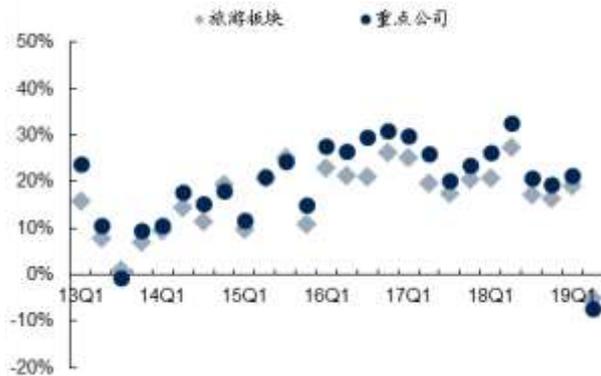
## Q2 板块业绩有所承压，但免税与演艺主业增势良好

从今年以来的季度变化来看，受宏观经济扰动及门票降价等拖累，国信餐饮旅游板块今年二季度收入和业绩增速较 Q1 开始明显承压。

从收入来看，旅游板块 2019Q2 收入同比下滑 5.39%，较今年 Q1 明显放缓（Q1 收入+18.91%），系 2013 年以来的低点，除了上述因素影响外，主要受中国国旅剥离国旅总社及宋城演艺剥离六间房业务等影响。如果剔除国旅、宋城上述扰动影响，则旅游板块 Q2 同比增长 5.10%，呈现正增长趋势，但相比 19Q1 和 18Q2 仍有放缓，处于 13 年以来的次低点。重点公司收入下滑 7.18%，剔除上述扰动后同比增长 4.70%，较 Q1 调整后 14%+ 的增速也明显放缓。

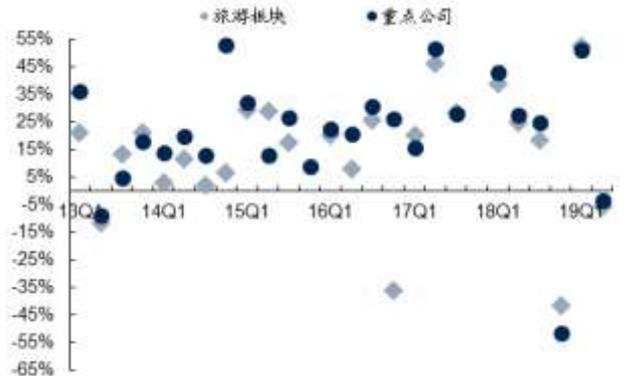
从业绩来看，旅游板块 Q2 同比下滑 7.06%，较今年 Q1 表现也明显放缓（Q1 业绩+54.02%，但有中国国旅非经常损益扰动影响），扣非业绩下滑 6.28%，相比板块 Q1 扣非业绩增长 17.74% 也明显承压，处于 13 年以来的较低位置。从重点公司的角度，由于国旅一季度非经常损益扰动，仅从扣非增长来看，重点公司 Q2 业绩下滑 3.16%，较 Q1+18.97% 的扣非业绩增长承压较为明显，主要系出境游龙头 Q2 扣非业绩承压，宋城演艺剥离六间房扰动、三特索道增亏及部分景区下滑等相关。

图 23: 2019Q2 旅游板块和重点公司营收下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算考虑了追溯调整的影响。

图 24: 2019Q2 旅游板块和重点公司业绩下滑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

具体来看，中国国旅 Q1 由于剥离国旅总社贡献非经损益 7.16 亿，加之日上上海并表增量贡献+北京、上海机场高增长及三亚良好增长，业绩同增 98.8%，扣非业绩同增 37.4%；Q2 业绩增速回落至 28.2%，主要系日上上海追溯调整基数+香港亏损影响，若剔除日上上海、香港机场的扰动，估算中免 Q2 内生业绩增长在 30% 左右，宏观经济承压下仍然突出。宋城演艺 Q2 扣非业绩下滑主要是受六间房出表扰动，估算演艺主业保持 10% 以上的稳健增长。广州酒家收入 Q1 (+19.8%)、Q2 (+20.8%) 均保持较快增长，但产能扩张前期费用下，加之本身 Q2 系淡季业绩绝对额低使 Q2 业绩承压。首旅酒店 Q1 业绩淡季高基数下同比下滑 1.9%，Q2 业绩回升至 11%，控费得当助力业绩改善。锦江股份 Q1 扣非业绩同增 2.45%，Q2 主业稳定较快增长致扣非增速提至 16.58%。

## 维持板块“超配”，跟踪宏观局势，坚守优质白马

从行业整体表现来看，上半年旅游行业稳定增长，国内游增速相比去年同期略有放缓，出境游增速加快但主要系港澳游等影响（与出境游龙头公司关联度低）。

从上市公司情况来看，受宏观经济欠佳、门票降价以及部分权重股业务剥离等影响，旅游板块上半年收入业绩增速均有所放缓，尤其 Q2 较 Q1 明显放缓，显示大环境不利下板块上市公司收入盈利成长亦有压力。具体来看，旅游板块上半年收入同增 5.7%（18H1+24.4%），业绩同比增长 18.9%（18H1+30.5%），扣非业绩同增 4.01%（18H1+33.8%）；Q2 收入和业绩均出现同比下滑。

但是，细分子行业分化下，强者恒强格局仍凸显，免税、演艺子行业逆势表现优秀，酒店行业通过加盟扩张和控费增效等扣非主业稳定增长，出境游受宏观经济、汇率压力以及部分目的地因素开始明显承压，而景区行业因门票降价等影响部分也承压显著，餐饮广州酒家相对保持稳定增长。

维持板块“超配”评级。总体来看，在宏观经济承压、贸易战、门票降价等背景下，旅游板块和重点公司 2019 年上半年业绩增长相比去年同期均整体放缓，细分行业进一步两级分化，强者恒强。结合目前宏观形势及市场风格，中线仍然建议以时间换空间的思维继续聚焦业绩确定性强的优质龙头公司，如中国国旅、宋城演艺、中公教育等，短期若市场风格变化建议阶段兼顾弹性和经济预期变化等影响，关注首旅酒店、锦江股份等，综合推荐：中国国旅、宋城演艺、广州酒家、中公教育、首旅酒店、锦江股份、美吉姆、科锐国际、众信旅游、凯撒旅游、中青旅、三特索道、天目湖、黄山旅游、峨眉山 A 等。

## 风险提示

宏观经济、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险

国企改革进度可能低于预期

收购整合可能低于预期及商誉减值风险

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-9-4	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
601888	中国国旅	买入	92.24	1.59	2.39	2.62	58.19	38.52	35.16	11.09
300144	宋城演艺	买入	26.90	0.89	0.91	0.96	30.36	29.41	27.97	4.61
603043	广州酒家	买入	33.10	0.95	1.11	1.36	34.84	29.82	24.34	6.86
002607	中公教育	增持	15.97	0.19	0.29	0.39	85.43	55.81	40.61	33.34
600258	首旅酒店	买入	18.04	0.88	0.93	1.12	20.61	19.48	16.10	2.18
600754	锦江股份	买入	23.98	1.13	1.18	1.34	21.22	20.27	17.89	1.82
002621	美吉姆	增持	12.77	0.05	0.28	0.34	239.15	45.30	38.11	6.28
300662	科锐国际	买入	29.58	0.65	0.82	1.07	45.25	36.14	27.72	7.31
002707	众信旅游	增持	5.50	0.04	0.27	0.33	134.15	20.62	16.90	2.28
000796	凯撒旅游	增持	7.14	0.24	0.36	0.42	29.53	19.86	17.07	2.59
600138	中青旅	买入	12.90	0.83	0.84	0.94	15.63	15.43	13.68	1.53
002159	三特索道	买入	14.62	0.97	0.07	0.39	15.05	223.75	37.21	2.11
603136	天目湖	增持	21.84	1.29	1.46	1.76	16.93	14.96	12.41	3.07
600054	黄山旅游	增持	9.49	0.78	0.53	0.57	12.17	17.86	16.51	1.70
000888	峨眉山A	增持	6.10	0.40	0.41	0.44	15.36	14.73	13.87	1.36
000978	桂林旅游	增持	5.58	0.22	0.16	0.25	24.99	35.40	22.30	1.28
002033	丽江旅游	增持	6.05	0.35	0.28	0.31	17.35	21.84	19.54	1.37

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032