

2019年11月03日

餐饮旅游

19Q3 业绩综述：免税职教休闲景区板块业绩维持高增速，继续推荐龙头标的

■按照中信餐饮旅游行业分类，目前 31 家公司 2019 年前三季度业绩已披露完毕，2019 年 Q1-3 合计实现营业收入 1046.37 亿元/+0.04%，实现归母净利润 96.33 亿元/+5.44%，平均毛利率约 45.94%/+2.81pct。分子板块看，2019Q1-3 增速表现：①营收增速：人服（80%）>自然景区（9%）>餐饮（6%）>酒店（6%）>免税（4%）>休闲景区（3%）>出境游（-10%）；②归母净利润增速：免税（55%）>人服（25%）>休闲景区（7%）>酒店（-4%）>自然景区（-11%）>餐饮（-16%）>出境游（-76%），免税（中国国旅）收入下滑主要系国旅总社出表所致，但主业增长受益离岛免税三亚海棠湾店高速增长、以及上海北京机场店高速增长继续维持高景气；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>餐厅>人服>酒店>出境游>自然景区。

■分单季度看：1)收入端：19Q3 完成营收 386.92 亿元/-6.02%，19Q2 完成营收 327.33 亿元/-4.94%，19Q1 实现营收 332.12 亿元/+14.54%；19Q3 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（毛利率和销售费率 19Q1-3 分别提升 9.78pct 和 7.22pct）影响，社服板块整体 19Q3 整体毛利率 45.00%/+1.98pct，期间费用率 31.49%/+2.66pct。其中，19Q3 销售费用率 22.99%/+2.35pct、管理费用率 7.52%/+0.57pct、财务费用率 0.98%/-0.26pct。19Q2 和 19Q1 的板块整体毛利率分为 47.09% 和 45.91%，期间费用率分别为 33.76% 和 34.29%；3)利润端：①归母净利润来看：19Q3 实现归母净利润 34.28 亿元/-12.69%；19Q2 实现 28.46 亿元/-4.77%，19Q1 实现 33.59 亿元/+51.20%，19Q3 表现业绩增速放缓主要受首旅酒店 18Q3 有 1.26 亿元燕京饭店 20% 股权出售的一次性投资收益影响；②扣非归母净利润来看，19Q3 实现归母净利润 32.54 亿元/-5.16%（剔除国旅的旅行社出表因素，板块 19Q3 为 -4.35%）；19Q2 实现 23.90 亿元/-3.71%，19Q1 实现 22.02 亿元/+21.95%，19Q3 扣非业绩增速仍下滑主要受出境游、自然景区、餐饮（全聚德为主）等子板块拖累所致，三个子板块对应 19Q3 扣非业绩增速分别为 -88.11%、-4.36% 和 -94.07%。若剔除该三个子板块影响，餐饮旅游行业 19Q3 扣非业绩为 25.32 亿元/+9.39%（已剔除国旅的旅行社出表影响），环比 19Q2 的 +7.85% 小幅提升，利润增速实现小幅改善。

■分子板块看：1)免税（中国国旅）：剔除国旅总社出表影响（2018Q3 国旅总社贡献收入约 39.58 亿元，净利润约 2834 万元），2019Q1-3，中国国旅营收增速约 43%，归母扣非净利增速 29%；2019Q3 单季营收增速约 21%，归母扣非净利增速约 22%，公司收入稳定增长，盈利能力保持平稳，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)职教（中公教育）：实现营业收入 61.59 亿元/+47.67%，归母净利润 9.59 亿元/+77.15%，归母扣非净利 8.89 亿元/+74.09%，中公教育上半年利润占比较低（低于 30%），Q3/Q4 业绩占比逐季增加，19Q3 由于基数较大、因此增速相比上半年略放

行业专题报告

证券研究报告

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	112.19 买入-A
002607	中公教育	22.23 买入-A
300144	宋城演艺	34.50 买入-A
603043	广州酒家	38.50 买入-A
300662	科锐国际	36.50 买入-A
600258	首旅酒店	22.50 买入-A
600754	锦江酒店	31.20 买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.51	-4.51	-30.82
绝对收益	0.10	0.96	-10.69

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

国考招录人数继续高增，旅游演艺龙头 Q3 成长提速 2019-10-20

业绩前瞻：寻找社服和零售板块三季报高增长标的 2019-10-13

国庆旅游数据稳健增长，免税客流客单双升增速靓丽 2019-10-07

喜迎十一黄金周，中秋假期海南离岛免税持续高增 2019-09-22

中秋旅游人次稳健增长，降准落地低估酒店板块有望反弹 2019-09-15

缓，预计全年业绩高增无忧。3) 休闲景区：19Q1-3 整体实现营收 117.51 亿/+3.08%、归母净利润 18.15 亿/+7.13%。细分来看，板块重点公司业绩分化，演艺龙头宋城演艺景区 19Q1-3 业绩+18%且 19Q3 单季度景区业绩+24%环比加快，验证桂林、张家界新项目落地后对业绩的推动，中青旅则受人工费用提升及降门票影响，扣非业绩同比下降 5.4%；4) 餐饮：广州酒家 19Q1-3 营收 24.09 亿/+19.6%，归母净利润 3.25 亿元/+9.12%，剔除信用减值和投资收益两部分影响后，公司 19Q3 的扣非业绩增速区间估测为 13%-14%，预收账款为 1.65 亿元，同比减少 23.3%，主要系今年中秋相比 18 年继续提早 11 天，所得更多打款集中在 Q3 所致。5) 人服：科锐国际 19Q1-3 实现收入 26.16 亿元/+80.14%，归母净利 1.15 亿元/+24.81%。公司灵活用工 19Q3 内生收入 50~60%高增速，猎头业务和 RPO 业务受益垂直化架构整合效果体现 Q3 收入实现个位数增长，带动 19Q3 内生扣非归母净利增长+23.93%环比提速(19Q1-3 内生扣非归母净利为+10.84%)，中长期灵活用工主业成长潜力仍旧向好。6) 酒店：19Q1-3 酒店板块整体实现营收 283.17 亿/+6.20%，归母净利润 17.96 亿/-4.23%，扣非归母净利润 15.10 亿元/+15.17%。其中，锦江酒店 19Q1-3 扣非后归母净利 8.00 亿元/+18.08%，首旅酒店 19Q1-3 扣非后归母净利润 6.89 亿元/+3.75%，核心受益 19Q3 轻资产加盟扩张延续所致，但酒店行业的经营数据短期仍受宏观经济影响有所承压；7) 出境游：19Q1-3 年整体营收下滑 10.3%至 186.62 亿元，归母净利 1.96 亿元/-75.89%，扣非归母净利 1.35 亿元/-80.73%，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、香港及台湾事件等导致行业竞争环境恶化。8) 自然景区：19Q1-3 年合计实现营收 89.31 亿元/+8.53%，归母净利 13.56 亿元/-10.59%，扣非归母净利 10.62 亿元/-6.66%，整体业绩受 18 年下旬降门票的影响有所放缓，短期仍需关注政策对国有景区门票售价的进一步动向。

■目前时点我们从“行业空间+核心壁垒+业绩确定性”三维度继续坚定推荐中长期空间依然较大的社服核心双雄“中国国旅、中公教育”以及业绩有望加速估值切换品种“宋城演艺+广州酒家”和中长期成长标的科锐国际，关注低估值酒店板块。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) 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，中长期加大演艺谷、城市演艺等新业态布局，利好中长期持续成长。4) 广州酒家：2020 年中秋国庆重合+湘潭基地释放月饼产能，公司 2020 年月饼收入有望迎来大年，中长期看渠道及产能省外扩张成长潜力大。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空间可期。6) 首旅酒店&锦江酒店：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估值均已调至历史低位，对应 19 年 PE 均 22x，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 2019Q1-3 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，但受宏观影响 Q3 经营数据仍旧承压.....	8
2.2.1. 锦江股份：19Q3 扣非业绩+22%，加盟扩张环比加速，整体 RevPAR 放缓但成熟店略微改善.....	9
2.2.2. 首旅酒店：19Q3 酒店经营业务承压，加盟扩张继续推进.....	11
2.3. 出境游：东南亚出境游恢复不及预期，行业整体承压	12
2.3.1. 众信旅游：收入平稳增长，销售费用率升高导致业绩承压	12
2.4. 景区：演艺 Q3 景气上行，自然景区受门票降价业绩承压.....	13
2.4.1. 宋城演艺：19Q3 景区主业+24%，丽江、桂林、张家界项目暑期发力.....	15
2.4.2. 中青旅：乌镇 19Q1-3 客流微增，Q3 业绩低基数下增速环比加快	16
2.4.3. 天目湖：19Q3 业绩加速增长，盈利能力向好，竹溪谷项目稳步推进.....	16
2.5. 人服：科锐国际灵活用工带动主业高成长.....	18
2.6. 餐饮：广州酒家 19Q1-3 月饼收入+17%，速冻提速，业绩增长平稳，省外渠道加速扩张.....	19
3. 投资建议：免税高景气延续，重点关注宋城广酒 2020 年业绩加速	21
4. 风险提示	23

图表目录

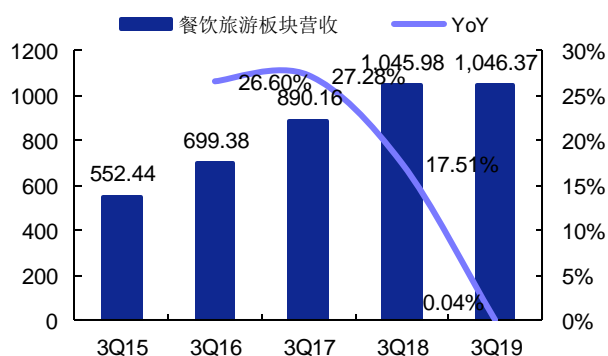
图 1：2019Q3 餐饮旅游板块整体完成营收 1046.37 亿元.....	5
图 2：2019Q3 餐饮旅游板块归母净利增速 5.44%	5
图 3：2019Q1-2019Q3 各子版块单季营收增速.....	5
图 4：2019Q1-2019Q3 各子版块单季归母净利增速.....	5
图 5：2019Q1-3 各子版块营收增速.....	6
图 6：2019Q1-3 各子版块归母净利增速.....	6
图 7：2019Q1-3 餐饮旅游板块归母净利率为 9.21%.....	6
图 8：2019Q1-3 餐饮旅游板块期间费用率为 33.09%.....	6
图 9：酒店板块 2019Q1-3 营收及增速.....	9
图 10：酒店板块 2019Q1-3 归母净利及增速.....	9
图 11：酒店板块 2019Q1-3 利润率.....	9
图 12：酒店板块 2019Q1-3 期间费用率.....	9
图 13：出境游板块 2019Q1-3 营收及增速	12
图 14：出境游板块 2019Q1-3 归母净利及增速	12
图 15：出境游板块 2019Q1-3 利润率	12
图 16：出境游板块 2019Q1-3 费用率	12
图 17：休闲景区板块 2019Q1-3 营收及增速.....	13
图 18：休闲景区板块 2019Q1-3 归母净利及增速.....	13
图 19：自然景区板块 2019Q1-3 营收及增速.....	14
图 20：自然景区板块 2019Q1-3 归母净利及增速.....	14
图 21：休闲景区板块 2019Q1-3 利润率.....	14
图 22：休闲景区板块 2019Q1-3 费用率.....	14
图 23：自然景区板块 2019Q1-3 利润率.....	14

图 24: 自然景区板块 2019Q1-3 费用率.....	14
表 1: 2019Q1-3 各子板块公司财务指标明细.....	7
表 2: 酒店企业倍数.....	9

1. 社服行业 2019Q1-3 业绩汇总

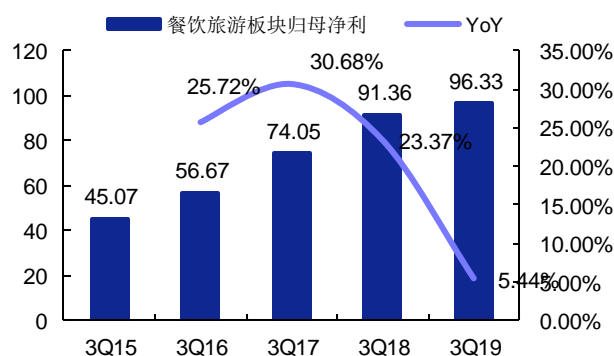
按照中信餐饮旅游行业分类，目前 31 家公司 2019 年前三季度业绩已披露完毕，2019 年 Q1-3 合计实现营收 1046.37 亿元/+0.04%，实现归母净利 96.33 亿元/+5.44%，平均毛利率约 45.94%/+2.81pct。我们重点推荐中国国旅、中公教育、宋城演艺、广州酒家、科锐国际，关注低估值酒店板块。

图 1: 20193Q 餐饮旅游板块整体完成营收 1046.37 亿元



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2: 20193Q 餐饮旅游板块归母净利增速 5.44%

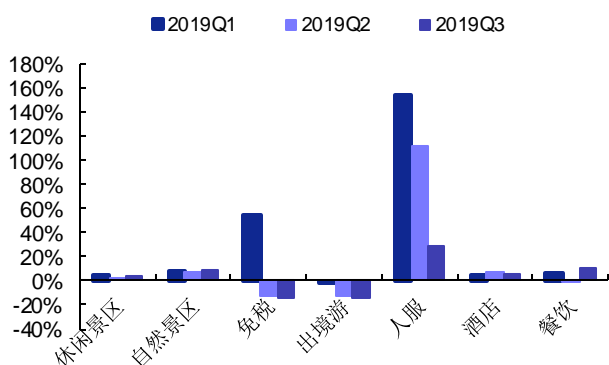


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

分季度看，按照中信餐饮旅游行业分类：1)收入端，19Q3 完成营收 386.92 亿元/-6.02%，19Q2 完成营收 327.33 亿元/-4.94%，19Q1 餐饮旅游行业合计实现营收 332.12 亿元/+14.54%；19Q3 营收增速环比下降主要受中国国旅出表旅游业务所致。

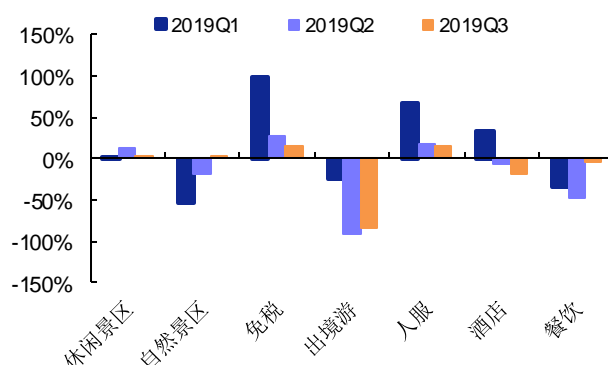
2) 归母净利端：19Q3 实现归母净利 34.28 亿元/-12.69%；19Q2 实现 28.46 亿元/-4.77%，19Q1 实现 33.59 亿元/+51.20%；19Q3 业绩增速主要受首旅投资收益大幅减少、子版块出境游、餐饮等拖累所致。

图 3: 2019Q1-2019Q3 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: 2019Q1-2019Q3 各子版块单季归母净利增速

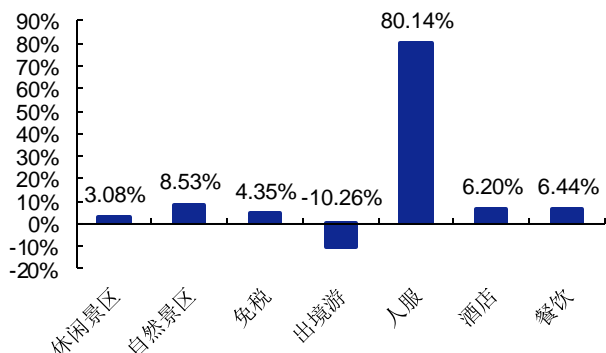


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3) 分子版块看增速变化:

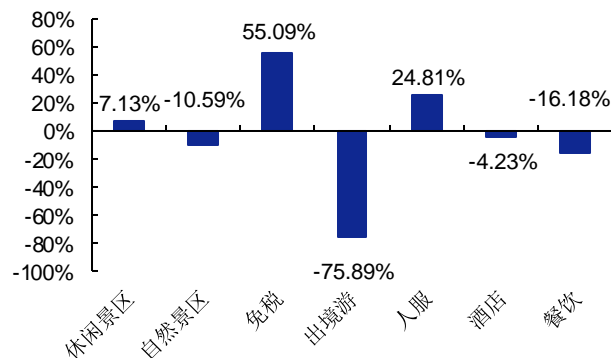
子版块 2019Q1-3 增速表现：①营收增速：人服>自然景区>餐饮>酒店>免税>休闲景区>出境游；②归母净利增速：免税>人服>休闲景区>自然景区>餐饮>出境游，免税（中国国旅）收入下滑主要系国旅总社出表所致，主业受益于离岛免税三亚海棠湾店高速增长、以及上海北京机场店高速增长所驱动。基于行业的增速判断，各板块的行业景气程度如下：免税>休闲景区>餐厅>人服>酒店>出境游>自然景区。

图 5：2019Q1-3 各子版块营收增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

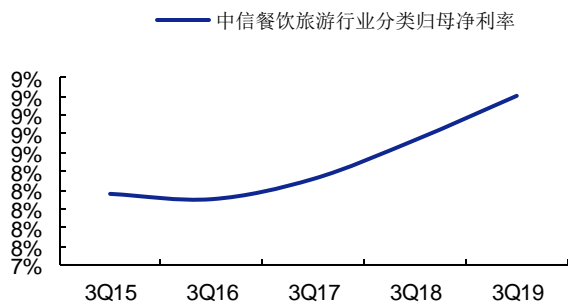
图 6：2019Q1-3 各子版块归母净利增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

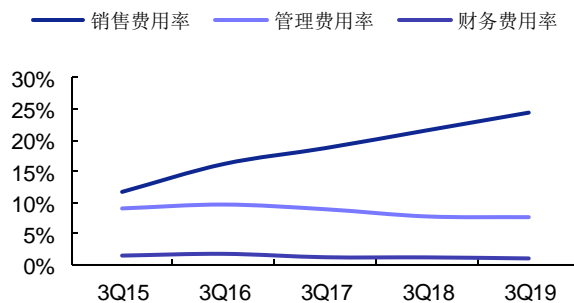
盈利能力表现持续优化：2019Q1-3 整体归母净利率同比上升 0.47pct 至 9.21%，主要系中国国旅旗下国旅总社出表大幅推升净利率所致；整体期间费用率提升 2.55pct 至 33.09%，主要系中国国旅业务结构发生较大变化，旅行社业务剥离、免税业务占比大幅提升。

图 7：2019Q1-3 餐饮旅游板块归母净利率为 9.21%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2019Q1-3 餐饮旅游板块期间费用率为 33.09%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 1: 2019Q1-3 各子板块公司财务指标明细

子板块	证券简称	营业收入 YoY	归母净利 YoY	毛利率	毛利率变动 (pct)	净利率	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	6.90%	-0.33%	24.36%	0.30	8.35%	-0.60	16.60%	1.35	8.30%	-0.71
	宋城演艺	-10.71%	10.69%	73.34%	3.16	58.91%	12.81	12.56%	-2.82	12.80%	-1.04
	黄山旅游	4.08%	-20.16%	57.29%	0.16	28.83%	-8.30	18.62%	1.14	7.75%	-2.37
	峨眉山 A	3.04%	10.34%	43.21%	0.42	21.32%	1.42	15.36%	-1.77	7.47%	0.19
	三特索道	3.76%	-88.66%	58.35%	2.22	5.24%	-27.41	39.08%	3.98	1.62%	-14.51
	丽江旅游	-0.29%	-8.94%	71.50%	-1.05	39.52%	1.22	23.70%	-1.43	7.28%	-1.01
	桂林旅游	8.24%	-30.45%	45.62%	-3.97	6.93%	-8.70	35.49%	-1.26	3.45%	-1.59
	长白山	0.40%	6.59%	41.02%	0.32	21.31%	1.24	11.18%	-0.95	7.54%	-0.01
	天目湖	5.31%	21.48%	69.14%	1.98	33.99%	4.33	23.19%	-6.11	12.87%	1.29
	张家界	-11.39%	-27.29%	35.09%	-2.27	12.32%	-2.53	20.17%	1.77	2.46%	-0.95
	大连圣亚	-8.01%	-20.02%	67.27%	-5.32	25.35%	-4.74	32.14%	0.05	12.56%	-4.67
	九华旅游	14.96%	33.60%	51.63%	3.32	25.70%	3.59	17.24%	-1.42	9.01%	1.64
	曲江文旅	0.16%	-9.59%	31.20%	0.69	10.39%	-1.16	18.12%	2.45	9.16%	-1.52
	云南旅游	-11.42%	-41.83%	17.19%	-6.53	3.98%	2.00	12.42%	-3.83	2.71%	2.55
	西安旅游	4.89%	57.04%	5.20%	-0.63	-1.01%	0.81	7.06%	-0.93	-0.52%	0.86
	国旅联合	30.59%	86.89%	24.03%	3.65	4.93%	10.49	15.16%	-12.17	-0.49%	2.72
	免税	中国国旅	4.35%	55.09%	51.16%	9.78	13.85%	3.90	33.99%	6.87	21.54%
	众信旅游	1.67%	-45.09%	10.00%	-0.47	1.35%	-1.26	8.69%	0.85	4.69%	-3.96
出境游	凯撒旅游	-14.15%	-30.65%	16.42%	-1.86	4.19%	-0.84	13.46%	1.49	8.89%	-4.44
	腾邦国际	-29.25%	-145.75%	12.05%	-5.35	-4.63%	-12.76	13.21%	3.96	-4.98%	-14.96
人服	科锐国际	80.14%	24.81%	14.34%	-5.59	5.33%	-2.23	7.47%	-3.63	14.00%	1.01
	锦江股份	2.97%	0.15%	89.73%	0.03	9.01%	-0.01	79.00%	-0.80	6.71%	-0.18
	首旅酒店	-2.16%	-10.27%	93.77%	-0.79	11.99%	-1.09	77.67%	-0.77	8.20%	-1.72
酒店	金陵饭店	17.67%	-0.12%	53.41%	-9.30	9.82%	-1.15	38.64%	-10.12	4.07%	-0.05
	岭南控股	16.73%	46.92%	13.80%	-2.09	4.30%	1.06	9.71%	-2.11	9.00%	2.55
	华天酒店	25.02%	11.32%	47.43%	-6.29	-24.91%	15.35	67.00%	-23.14	-7.75%	-0.43
	号百控股	10.66%	-52.23%	16.37%	-10.30	3.59%	-4.09	12.26%	-6.02	1.97%	-2.23
	大东海 A	-18.57%	-167.03%	56.70%	-3.74	-2.23%	-4.94	62.24%	9.26	-0.52%	-1.28
	广州酒家	19.60%	9.12%	54.34%	-0.59	13.45%	-1.36	37.05%	0.83	15.32%	-0.69
餐饮	西安饮食	5.10%	-467.25%	31.79%	-2.81	-6.16%	-4.82	37.04%	2.91	-3.69%	-3.06
	全聚德	-12.62%	-59.09%	58.92%	-3.36	4.27%	-5.92	54.54%	4.62	3.51%	-4.74

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：2019Q1-3，中国国旅实现营收 355.84 亿元/+4.35%，归母净利 41.96 亿元/+55.09%，归母扣非净利 34.17 亿元/+26.90%，基本 EPS 为 2.1489 元/+55.10%，经营性现金流净额 35.89 亿元/+5.52%。2019Q3 单季收入 112.40 亿元/-13.65%，归母净利 9.16 亿元/+16.57%，归母扣非净利 9.17 亿元/+17.24%。

剔除国旅总社出表影响后，2019Q3 单季业绩增速稳健，符合市场预期。剔除国旅总社出表影响（2018Q3 国旅总社贡献收入约 39.58 亿元，净利润约 2834 万元），2019Q1-3，中国国旅营收增速约 43%，归母扣非净利增速 29%；2019Q3 单季营收增速约 21%，归母扣非净利增速约 22%，公司收入稳定增长，盈利能力保持平稳，符合我们此前预期。分板块而言，我们估计 2019Q3 单季，三亚海棠湾营收增速约 34%，且仍保持加速；京沪机场免税受香港及台湾事件影响，增速有所放缓；白云机场估计保持高速增长态势。此外，2019Q3 单季计提资产减值损失约 1882 万元，递延收益计提 2195 万元（主要来自会员积分），总计影响利润约 4077 万元（2019Q1-3 总计计提资产减值损失 1.18 亿元，递延收益 7313 万元）。消费升级趋势下，免税消费保持强劲增长，三亚免税销售保持强劲增长；且公司 2019Q3 加大营销力度收效显著，驱动收入保持高位增速。

毛利率保持优化，出表旅游业务致费用率有所提升。2019Q1-3：①总体毛利率大幅提升 9.78pct 至 51.16%，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；②销售费用率提升 7.22pct 至 31.25%，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；③管理费用率同降 0.40pct 至 2.55%，证明公司管理效率持续优化；④总体而言，归母扣非净利率提升 1.71pct 至 9.60%，盈利能力总体保持优化。

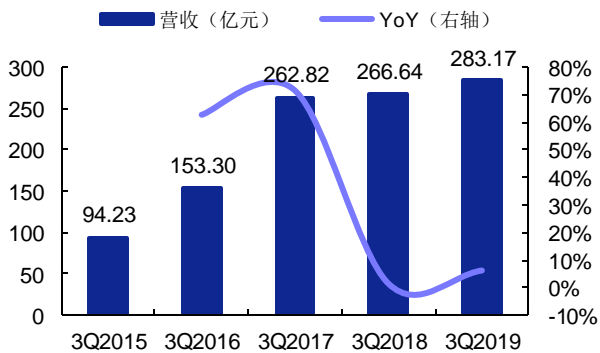
现金流健康，营运能力向好。2019Q1-3，经营性现金流净额 35.89 亿元/+5.52%，与归母扣非净利润匹配程度较高，总体而言公司资金充足、现金流保持健康。应收账款周转天数由约 9 天缩短至约 7 天，主要系出表国旅总社大幅降低应收账款；应付账款周转天数由 31 提升至 44 天，营运能力保持向好。

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公司已确定控股海免集团，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，但受宏观影响 Q3 经营数据仍旧承压

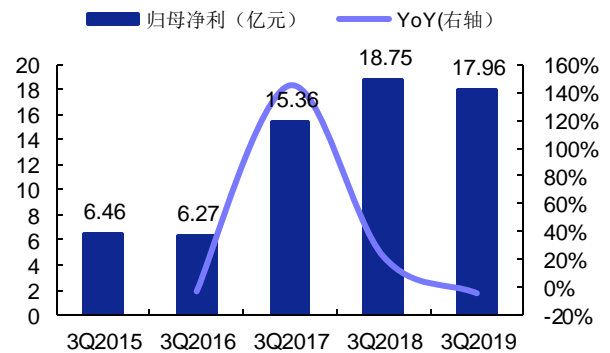
2019 年前三季度酒店板块合计实现营收 283.17 亿/+6.20%，完成归母净利 17.96 亿/-4.23%；其中，①**锦江股份 19Q1-3：**实现归母净利 8.73 亿元/+0.15%，主要系 19Q1-3 的投资收益同比减少 1.21 亿元所致；扣非后归母净利 8.00 亿元/+18.08%，未来在加盟扩张步伐提速，铂涛提价+维也纳新店成熟+整合效应下，公司中长期业绩成长性有望延续；②**首旅酒店 19H1：**归母净利 7.19 亿元/-10.27%，扣非后归母净利 6.89 亿元/+3.75%。2019Q1-3 酒店板块整体毛利率 64.27%/-4.19pct 下降较为明显，2019Q1-3 酒店板块期间费用率 54.85%/-4.28pct，主要受轻资产加盟扩张模式延续，整体费用被摊薄所致。

图 9：酒店板块 2019Q1-3 营收及增速



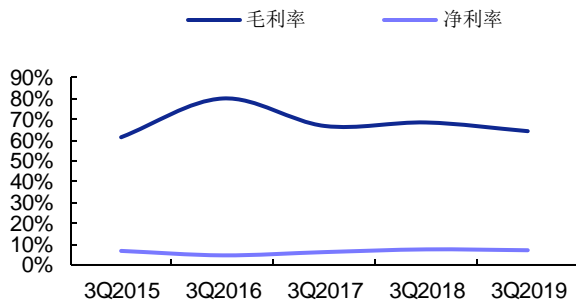
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：酒店板块 2019Q1-3 归母净利润及增速



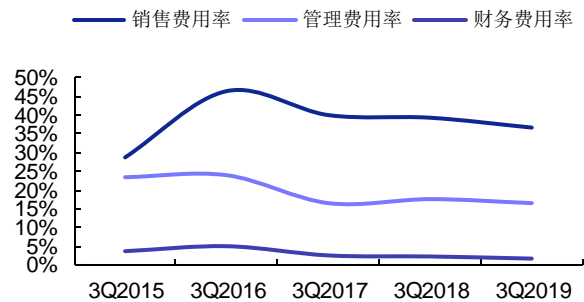
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：酒店板块 2019Q1-3 利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：酒店板块 2019Q1-3 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(2019-11-02)
600754.SH	锦江股份	8.96
600258.SH	首旅酒店	7.78
601007.SH	金陵饭店	11.89
000524.SZ	岭南控股	7.28
000428.SZ	华天酒店	-31.01
600640.SH	号百控股	20.36
000613.SZ	大东海 A	255.95

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2.1. 锦江股份：19Q3 扣非业绩+22%，加盟扩张环比加速，整体 RevPAR 放缓但成熟店略微改善

公司发布 19 年 Q3 季报：①19Q1-3：营收 112.82 亿元/+2.97%，主要系铂涛集团、维也纳酒店等营业收入同比增长所致，归母净利润 8.73 亿元/+0.15%，主要系 19Q1-3 的投资收益同比减少 1.21 亿元所致，扣非后归母净利润 8.00 亿元/+18.08%，经营活动产生的现金流量净额 16.00 亿元/-36.59%，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、19Q1-3 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；②19Q3：营收 41.39 亿元/+3.04%，归母净利润 3.06 亿元/-17.10%；

扣非后归母净利 4.42 亿元/+22.09%，扣非业绩小幅超预期。

19Q3 整体境内酒店 RevPAR-1.5%增速环比放缓，成熟店 19Q3 RevPAR -3.5%略微改善。

①境内整体酒店：19Q3 境内酒店 RevPAR-1.49%、入住率-4.16pct、平均房价+3.73%。其中，整体经济型 RevPAR-8.12%、入住率-5.60pct、平均房价-1.34%；整体中高端 RevPAR-5.66%、入住率-3.27pct、平均房价-1.86%。②境内成熟酒店：19Q1-3 境内成熟酒店 RevPAR-3.55%、入住率-3.84pct、平均房价+1.29%。其中，成熟经济型 RevPAR-7.47%、入住率-5.25pct、平均房价-0.84%；成熟中高端 RevPAR-0.35%、入住率-1.55pct、平均房价+1.53%。③境外整体酒店：19Q3 境内酒店 RevPAR+2.13%、入住率+0.35pct、平均房价+1.61%。

19Q1-3 加盟扩张下净增 718 家门店，中端酒店客房占比提升至 47.9%。 ①加盟扩张延续：公司 19Q1-3 新开业酒店 1107 家，累计关店 389 家，净增 718 家（19Q3 净增 312 家，环比 19Q1 和 Q2 的净增 188 家和 218 家继续提速）。按类型来看，19Q1-3 期间公司直营酒店净减少 21 家，加盟酒店净增加 748 家。截止 19 年 9 月末，公司加盟酒店占比继续提升至 87.97%。②产品结构持续升级：公司 19Q1-3 期间经济型酒店净减少 37 家，但中端酒店净增 755 家，对应其数量及客房占比分别提升至 39.43%和 47.93%，产品结构升级稳步推进。③储备门店：截止 19Q3 末，公司已签约未开业酒店 4229 家，相比 19 年初的 3343 家增多 886 家，为公司后续保持快速展店奠定基础。

期间费用率略微下降，静待“一中心三平台”推进降费。 ①19Q1-3：公司 19Q1-3 毛利率为 89.73%/+0.03pct，期间费用率 79.00%/-0.80pct。1) 19Q1-3 销售费用率：50.93%/-0.75pct；2) 19Q1-3 管理费用率：25.45%/+0.1pct；3) 19Q1-3 财务费用率：2.30%/-0.39pct；4) 19Q1-3 研发费用率：0.32%/+0.24pct，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 19Q1-3 期间整体净利率 9.01%/+0.01pct。②19Q3：毛利率为 90.05%/+0.68pct，整体期间费用率 74.57%/-0.66pct，销售费用率 47.62%/-0.95pct，管理费用率 24.49%/+0.34pct，财务费用率 1.98%/-0.34pct，研发费用率 0.48%/+0.30pct，19Q3 整体净利率 8.86%/-1.49pct。

加盟业务快速增长驱动酒店收入提升，餐饮业务收入增速平稳。 ①19Q3 境内酒店整体：实现总营收 29.61 亿元/+3.90%。其中，前期服务费 2.36 亿元/+52.26%，持续加盟费收入 4.02 亿元/+0.90%。②19Q3 境外酒店整体：实现总营收 1.44 亿欧元/+1.37%。③19Q1-3 餐饮业务：实现总营收 1.88 亿元/+6.32%，其中 19Q3 营收 0.72 亿元/+12.63%，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。④19Q4 指引：公司预计 19Q4 公司整体有限服务型酒店收入为 35.85 亿元至 39.62 亿元，对应同比增速分别为-2.63%-7.61%，其中预计公司中国大陆境内业务收入 26.31 亿元至 29.08 亿元，中国大陆境外业务收入 1.24 亿~1.37 亿欧元。

拆分酒店品牌看：铂涛成长放缓，维也纳业绩大幅释放，锦江水系业绩同比下滑。 ①铂涛集团：营收 33.53 亿元/+2.84%，归母净利润 3.41 亿元/+15.15%，业绩增速放缓主要系铂涛持有的同程艺龙 (0780.HK) 股票在 19Q3 期间股价继续下跌，受到拖累所致；②维也纳酒店：营收 26.08 亿元/+16.89%，归母净利润 2.03 亿元/+48.59%；③锦江都城系：营收 19.71 亿元/-6.18%，归母净利润 1.70 亿元/-15.22%；④卢浮集团：营收 4.00 亿欧元/+0.65%，归母净利 0.23 亿欧元/-5.62%。

2.2.2. 首旅酒店：19Q3 酒店经营业务承压，加盟扩张继续推进

公司发布 19 年三季报：①19Q1-3：实现营收 62.31 亿元/-2.16%（其中，酒店运营为 47.53 亿元/-4.80%，酒店管理为 11.49 亿元/+9.52%，景区业务为 3.29 亿元/+0.55%），归母净利 7.19 亿元/-10.27%，扣非后归母净利 6.89 亿元/+3.75%；②19Q3：实现营收 22.40 亿元/-5.32%，归母净利 3.52 亿元/-23.83%，扣非后归母净利 3.54 亿元/+1.51%；③经营性现金流净额：19Q1-3 实现 14.16 亿元/-0.70%。

19Q3 首旅如家整体成熟店 RevPAR 降幅扩大，或受宏观大环境及 9 月北京安保加强影响数据承压。①首旅如家整体酒店：19Q3 RevPAR 同降 3.7%，环比 19Q2 RevPAR 同降-1.5%进一步承压；19Q3 入住率 82.7%/YoY-3.4pct，环比 19Q2 的同降 2.3pct 小幅扩大；19Q3 ADR 同增 0.2%，环比 19Q2 的同增 1.3%放缓。②首旅如家成熟店：1) 整体成熟店：19Q3 RevPAR 同降 6.1%，环比 19Q2 RevPAR 同降-3.6%进一步承压。其中，19Q3 OCC 和 ADR 分别为-3.1pct 和-2.9%；2) 经济型成熟店：19Q3 RevPAR -6.5%，19Q2 为-3.9%。其中，19Q3 OCC 和 ADR 分别为-3.2pct 和-3.0%；3) 中高端成熟店：19Q3 RevPAR -5.2%，19Q2 为-3.2%，环比有所改善。其中，19Q3 OCC 和 ADR 分别为-2.2pct 和-2.5%。

19Q1-3 加盟扩张持续推进，中高端产品占比继续提升。①19Q1-3 期间，公司的酒店业务利润总额为 8.97 亿元/YoY-12.13%，景区业务利润总额为 1.41 亿元/YoY+3.65%。②在加盟扩张方面，公司 19Q1-3 新开店 431 家，总酒店数相比年初净增加 173 家，关店 258 家。分产品来看，公司 19Q3 末经济型&中高端酒店（剔除云酒店）相比年初净增 7 家（经济型净减少 104 家，中高端净增 111 家），云酒店净增 81 家，管理输出净增 85 家。考虑到公司开店集中在每年第四季度（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 663 家（相比 19 年初继续增多 133 家），预计 19 全年仍有望实现公司计划的新开店 800 家目标（包括管理输出）。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。

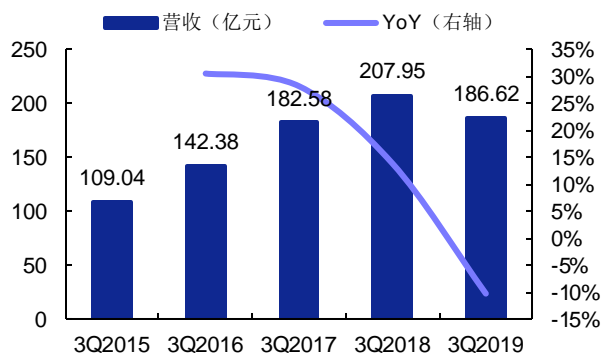
直营店关店使得 19Q1-3 费用率微降，投资收益同比减少使得净利率下降。1) 19Q1-3：整体毛利率 93.77%/-0.79%，下降主要系酒店运营业务的送餐增加以及单份早餐的成本增长等原因推动，期间费用率 77.67%/-0.90%，管理费用率 11.87%/+0.06pct，销售费用率 63.92%/-0.56pct，主要系直营店数量减少带来的员工薪酬和能源费用下降，财务费用率 1.58%/-0.47pct，主要系公司偿还贷款所致，研发费用率 0.30%/+0.07pct，投资收益为 2960 万元，同比下降 80.69%，主要由于 2018 年三季度公司出售燕京饭店 20%股权产生税前投资收益 12612 万元，整体净利率 11.99%/-1.09%。2) 19Q3：整体毛利率 93.11%/-0.94%，期间费用率 72.00%/-1.00%，管理费用率 11.25%/-0.14pct，销售费用率 59.50%/-0.30pct，财务费用率 1.32%/-0.50pct，研发费用率 0.28%/+0.06pct，投资收益为 726 万元，整体净利率 15.66%/-4.01%。

酒店最新观点：目前酒店板块受大盘调整及宏观预期影响，龙头标的首旅酒店估值中长期来看已处历史较低位置，对应 19 年 PE 22.1x，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，建议关注首旅酒店，静待酒店板块整体经营数据趋势向好。

2.3. 出境游：东南亚出境游恢复不及预期，行业整体承压

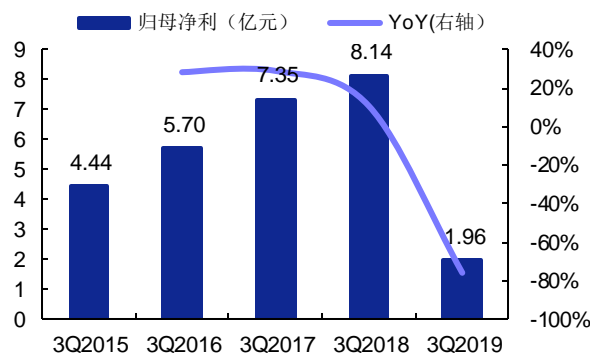
2019Q1-3 年整体营收下滑 10.3%至 186.62 亿元，归母净利润 1.96 亿元/-75.89%，主要受东南亚出境游恢复情况不及预期，且巴厘岛火山爆发、香港及台湾事件等对行业整体造成负面影响。

图 13：出境游板块 2019Q1-3 营收及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

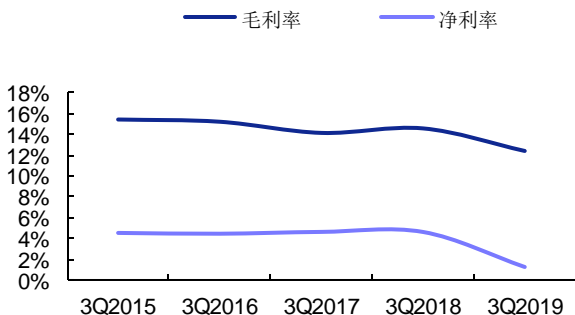
图 14：出境游板块 2019Q1-3 归母净利润及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

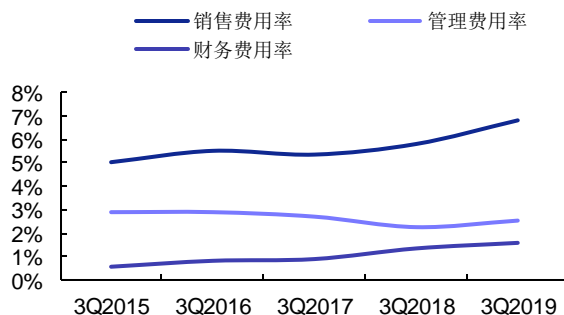
事件影响下竞争环境恶化，导致毛利率下滑、费用率整体上升。毛利率 2019Q1-3 为 12.39%/-2.17pct 有所下滑；费用率方面，由于事件性影响下行业竞争环境恶化，期间费用率整体上升 1.53pct 至 10.93%。

图 15：出境游板块 2019Q1-3 利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：出境游板块 2019Q1-3 费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.3.1. 众信旅游：收入平稳增长，销售费用率升高导致业绩承压

业绩简述：2019Q1-Q3 营收实现 95.47 亿元/+1.67%；归母净利润实现 1.15 亿元/-45.09%；归母扣非净利实现 1.06 亿元/-42.89%；经营性现金流净额实现 1.7 亿元/+238.86%；非经常项主要系约 796 万政府补助、229 万理财收益等。19Q3 单季实现营收 38.28 亿元/+6.11%；归母净利润 0.05 亿元/-93.54%，归母扣非净利-0.03 亿元/-104.42%，经营性现金净额 0.15 亿元/-92.17%。

营收平稳增长，业绩承压。2019Q1-Q3 营收实现 95.47 亿元/+1.67%；归母净利润实现 1.15 亿元/-45.09%；经常性现金流净额实现 1.7 亿元/+238.86%。19Q3 单季实现营收 38.28 亿元/+6.11%；归母净利润 0.05 亿元/-93.54%，经常性现金净额 0.15 亿元/-92.17%。

毛利率略有下滑，销售费用率大幅提升。2019年Q1-Q3毛利率为10%，较2018年Q1-Q3下降0.47pct。2019Q3单季，管理费用率微升0.08pct至1.09%，销售费用率同比大幅提升1.57pct至7.35%，财务费用率同比下降0.38pct至0.31%。我们认为，出境游行业仍处于激烈竞争，导致销售费用同比大幅提升，拖累业绩水平。

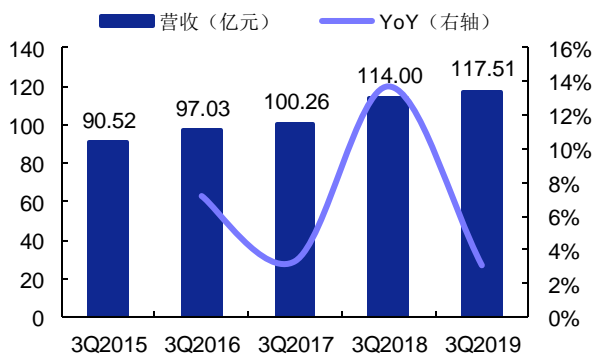
经营现金流净额保持增长，营运能力较稳定。公司2019年Q1-Q3的经营现金流净额为1.7亿元/+238.86%，主要原因为公司本期销售收款大于去年同期，采购付款小于去年同期（第三季度部分应付供应商款项尚未到结算账期）；应收账款与应付账款周期于合理范围内波动，公司营运能力保持稳定。

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 Q3 景气上行，自然景区受门票降价业绩承压

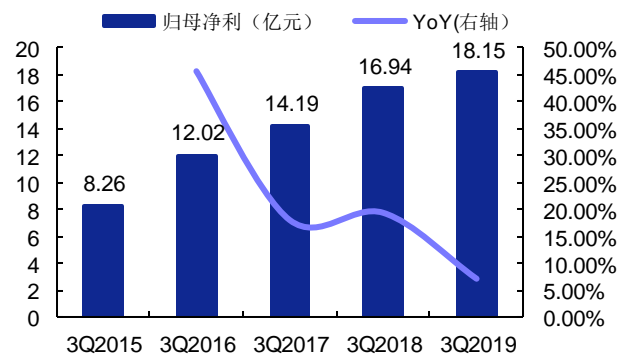
以不同业态划分，我们更看好休闲景区以及具有外延扩张能力和规划的优质自然景区。休闲景区2019Q1-3合计实现营收117.51亿元/+3.08%，实现归母净利18.15亿元/+7.13%，自然景区2019Q1-3年合计实现营收89.31亿元/+8.53%，归母净利13.56亿元/-10.59%。

图 17：休闲景区板块 2019Q1-3 营收及增速



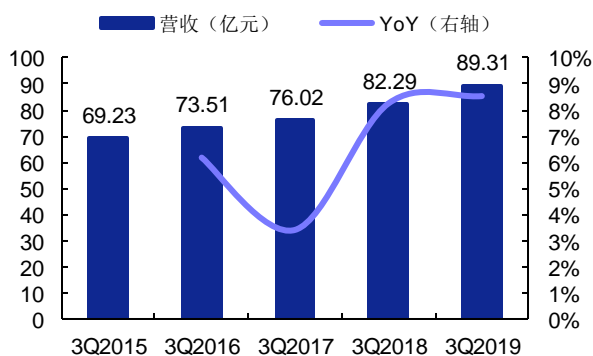
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：休闲景区板块 2019Q1-3 归母净利及增速



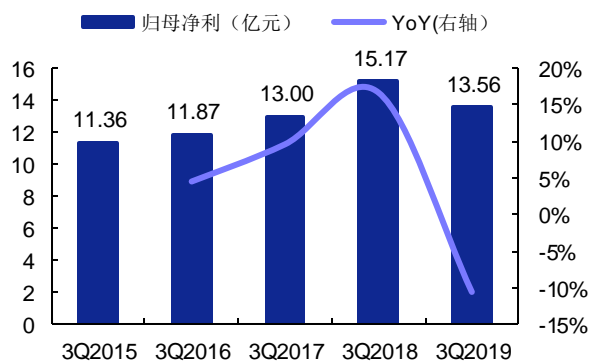
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 19: 自然景区板块 2019Q1-3 营收及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

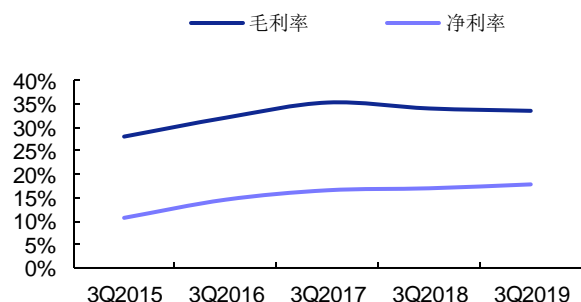
图 20: 自然景区板块 2019Q1-3 归母净利及增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

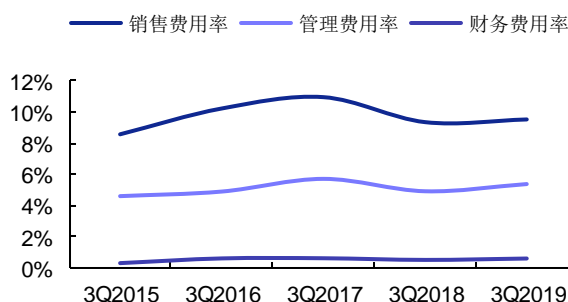
利润率及费用率: 2019Q1-3 休闲景区净利率 17.84%/+0.84pct, 毛利率 33.55%/-0.5pct。自然景区净利率 15.97%/-3.26pct, 毛利率 40.56%/-2.22pct; 由于休闲景区由于核心标的宋城演艺的千古情模式盈利能力成熟且强劲, 使得休闲景区期间费用率 (15.49%/+0.72pct) 低于自然景区 (18.66%/-1.44pct)。

图 21: 休闲景区板块 2019Q1-3 利润率



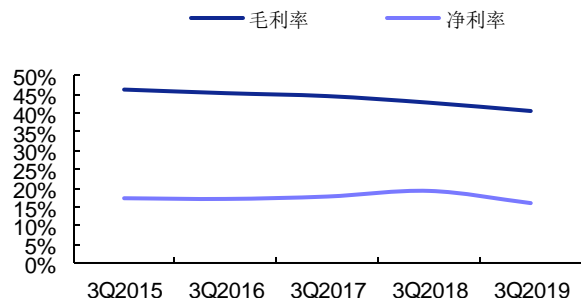
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 休闲景区板块 2019Q1-3 费用率



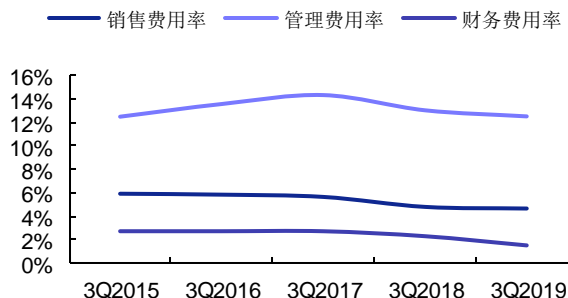
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 自然景区板块 2019Q1-3 利润率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24: 自然景区板块 2019Q1-3 费用率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.4.1. 宋城演艺：19Q3 景区主业+24%，丽江、桂林、张家界项目暑期发力

公司发布三季报：①19Q1-3：整体营收 22.1 亿元/-10.7%，归母净利 12.7 亿元/+10.7%，扣非后归母净利 11.0 亿元/-1.5%；剔除数字娱乐平台及花房重组的财务影响后，公司景区主业 19Q1-3 实现营收 18.23 亿元/+17.56%，归母净利润 10.07 亿元/+17.98%，扣非归母净利润 9.85 亿元/+19.87%。②19Q3：营收 7.89 亿元/-17.81%，归母净利 4.84 亿元/+0.56%，扣非后归母净利 4.78 亿元/+0.37%；剔除数字娱乐平台及花房重组的财务影响后，公司景区主业 19Q3 实现营收 7.88 亿元/+19.67%，归母净利润 4.62 亿元/+24.05%（19H1 为+13.28%），扣非归母净利润 4.55 亿元/+24.13%（19H1 为+16.44%），19Q3 景区主业业绩环比 19H1 加快符合预期。

丽江、桂林和张家界千古情 19Q3 发力，新老项目推动景区主业业绩高增。19Q3 公司各个项目收入&业绩拆分：①杭州本部：收入估测+0~10%，利润端估测微增（由于杭州宋城折旧摊销小幅增多，估测 Q3 毛利率延续 19H1 同比约下降 2 个百分点的趋势）；②三亚千古情：收入受大环境影响略微下滑，估测同比下降约 6~7pct；③丽江千古情：受益云南旅游整改后客流反弹，估测收入+30~40%，利润端估测+35%左右（我们估测丽江项目 18Q3 净利润约 0.70 亿元，本次 19Q3 净利润增量约 2450 万元，对应 19Q3 主业增速的贡献约+6.6pct）。④桂林千古情：19H1 整体净利润 2000 万元，估测 19Q3 单季度净利润约 4300 万元，权益利润约 3000 万元左右（对应 19Q3 主业增速的贡献约+8.1pct）。⑤张家界千古情：19Q3 估测实现净利润约 2000 万，超过此前市场预期（对应 19Q3 主业增速的贡献约+5.4pct）。⑥九寨千古情：调研得到公司九寨项目今年 11 月为淡季因此闭园，但景区已经具备开业条件。目前九寨沟风景区已在今年 9 月 23 日开始试运营，并在 10 月 19 日再次将单日接待量由 5000 人次上调至 8000 人次，预计九寨千古情在 2020 年不排除重启开演的可能性。⑦轻资产：估测单三季度设计费确收约 3000 万元（对应业绩约 1600 万元，贡献 19Q3 主业增速约 4.3pct），19Q1-3 的累计确认设计费约为 1.4 亿元。公司第三个轻资产项目新郑千古情目前预计 2020 年 3~4 月开园。⑧二轮项目进展：预计西安千古情 2020 年 3 月开园，上海千古情 2020 年 5 月开园，佛山千古情和西塘演艺谷预计 2021 年开业。

六间房出表使得公司毛利率提升且费用率下行，整体净利率同比提升。①19Q1-3：公司 19Q1-3 毛利率 73.34%/+3.16%，整体期间费用率 12.57%/-2.81%，主要系六间房出表所致，管理费用率 6.08%/+0.65pct，销售费用率 5.56%/-2.88pct，研发费用率 1.34%/-0.81pct，财务费用率-0.41%/+0.23pct，投资收益为 2.23 亿元（其中花房的投资收益估测约为 3843 万元，剩余大部分为重组带来的公允价值变动），整体净利率 58.91%/+12.81%。②19Q3：公司 19Q3 毛利率 79.87%/+6.09%；整体期间费用率 8.90%/-4.23%，销售费用率 3.07%/-3.97%，管理费用率 5.65%/+0.57pct，研发费用率 0.46%/-1.25pct，财务费用率-0.28%/+0.42pct，19Q3 投资收益为 3431 万元（其中花房的投资收益估测为 2380 万元），整体净利率 61.97%/+12.01%。

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、上海项目预计分别为 2020 年 3 月和 5 月开业）有望逐步落地，推动 2020 年景区主业的业绩增速加快上行。②“演艺谷”模式的西塘项目已于 18 年 12 月底开工建设，珠海项目今年 10 月公告，核心定位年轻客群的演艺谷模式拟加大布局；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 19Q1-3 客流微增，Q3 业绩低基数下增速环比加快

公司发布 19 年三季报：1) 19Q1-3：实现营收 95.45 亿元/+6.90%，归母净利 5.45 亿元/-0.33%，归母扣非净利 4.21 亿元/-5.43%；2) 19Q3：实现营收 36.92 亿元/+9.83%，归母净利 1.63 亿元/+14.77%，归母扣非净利 1.63 亿元/+16.98%，环比 19Q2 业绩实现加速，主要系 18Q3 策略投资业务盈利能力下降拖累去年同期业绩，形成低基数所致。

乌镇 19Q1-3 客流微增，古北水镇客流小幅下降，但双镇收入结构持续优化。①乌镇：19Q1-3 客流 730.51 万人次，同比增长 1.63%，景区收入受益会展外延带动实现 13.70 亿元，净利润 6.20 亿元，同比基本持平。②古北水镇：19Q1-3 客流 191.35 万人次/-6.76%，受益园区内产品和服务升级，19Q1-3 营业收入 7.48 亿元/-5.59%。③会展服务：中青博联 19Q1-3 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 17.98 亿元/+4.66%，净利润 0.32 亿元/+49.79%。④酒店业务：受新开店影响，实现营收 3.99 亿元/+12.47%，净利润同比下降 7.89%。⑤策略投资业务：创格科技和风采科技整体营业收入同比增长 4.95%，中青旅大厦继续为公司提供稳定利润贡献。

费用率保持平稳，19Q3 净利率保持稳定。1) 19Q1-3：公司 19Q1-3 毛利率 24.36%/+0.30%，整体期间费用率 16.60%/+1.35%，管理费用率 5.21%/+0.44pct，销售费用率 10.43%/+0.84pct，研发费用率 0.12%/+0.06pct，财务费用率 0.84%/基本维持不变，投资收益为 8511 万元，整体净利率 8.35%/-0.60%。2) 19Q3：公司 19Q3 毛利率 23.39%/-0.01%，整体期间费用率 16.47%/-0.22%，管理费用率 5.86%/+0.39pct，销售费用率 9.74%/-0.38pct，研发费用率 0.20%/+0.14pct，财务费用率 0.67%/-0.37pct，投资收益为 4814 万元，整体净利率 6.36%/+0.10%。

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 19Q1-3 客流实现同比微增，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。

2.4.3. 天目湖：19Q3 业绩加速增长，盈利能力向好，竹溪谷项目稳步推进

公司发布三季报：1) 19Q1-3：实现营收 3.87 亿元/+5.31%，归母净利 1.15 亿元/+21.48%，归母扣非净利 1.13 亿元/+24.43%；2) 19Q3：实现营收 1.67 亿元/+12.78%，归母净利 0.61 亿元/+34.30%，归母扣非净利 0.61 亿元/+33.94%，我们判断主要系 19 年暑期南山竹海和山水园景区客流增速向好所致，推动 Q3 业绩增速加速上行。

毛利率稳步增长，期间费率大幅下降。1) 19Q1-3：公司 19Q1-3 毛利率 69.14%/+1.98%，整体期间费用率 23.19%/-6.11%，管理费用率 14.03%/-1.17pct，销售费用率 10.54%/-2.04pct，财务费用率-1.38%/-2.91pct，主要系公司存款利息增加所致，同比减少 1094 万元，投资收益为 140.6 万元，整体净利率 33.99%/+4.33%。2) 19Q3：公司 19Q3 毛利率 73.72%/+1.99%，整体期间费用率 17.98%/-9.85%，管理费用率 12.70%/-3.06pct，销售费用率 6.92%/-4.40pct，

我们判断主要系公司景区的成本和费用相对刚需，对应 19 年暑期客流同比增速加快后，增量的收入大部分均为利润，并摊薄了管理和销售费用率所致，财务费用率-1.64%/-2.39pct，整体净利率 41.09%/+6.10%。

核心逻辑：产品线不断丰富带动业绩增长，温泉二期稳步推进有望增厚业绩。①存量景区产品线不断丰富，二消持续发力：在长三角短途自驾游+休闲度假游需求提升的背景下，公司持续完善旅游服务体验，提升游客满意度，不断推出复合型产品，挖掘细分市场，突破存量景区增长瓶颈，推出商务会务、职工疗养、研学游、婚宴及 VIP 定制等多条产品线，满足不同客户个性化需求，丰富公司产品线，提升二次消费收入，拉升公司整体利润。②温泉二期开张在即：竹溪谷项目建设稳步推进，计划投资 2.4 亿元，预计 2019 年 12 月项目建设完成。温泉二期聚焦长三角地区高端消费客群（价格敏感性低、对服务品质、旅游体验要求高），提供一站式旅游产品以及管家式服务，与温泉一期形成差异化定位，有望持续提升酒店客房收入，并解决旺季客房不足的问题，最大化吸引客流，并联动提升酒店及景区业务收入。③可转债项目：公司为南山小寨二期（计划投资 2649 万元）、温泉一期改造项目（计划投资 6912 万元）募集资金发起的可转债申请获得证监会通过。项目实施有望进一步丰富酒店产品线，提供更多特色体验场景，推动区域升级，丰富游玩体验，提升游客满意度，助力客单价进一步提升。

2.5. 职教：收入保持高速增长，业绩符合预期

业绩简述：2019Q1-Q3，中公教育实现营收 61.59 亿元/+47.67%，归母净利 9.59 亿元/+77.15%，归母扣非净利 8.89 亿元/+74.09%，实现经营性现金流净额 30.43 亿元/+41.54%，基本 EPS 为 0.16 元/股/+60%，非经常项主要来自投资收益 1.26 亿元及其他负项。2019Q3 单季实现营收 25.22 亿元/+46.08%，归母净利 4.66 亿元/+41.62%，归母扣非净利 4.16 亿元/+33.15%。中公教育上半年利润占比较低（低于 30%），Q3/Q4 业绩占比逐季增加，19Q3 由于基数较大、因此增速相比上半年略放缓，预计全年业绩高增无忧。

1. 收入保持高速增长，业绩符合预期

2019Q1-Q3，中公教育实现营收 61.59 亿元/+47.67%，归母净利 9.59 亿元/+77.15%，收到现金 83.30 亿元/+41.00%；2019Q3 单季实现营收 25.22 亿元/+46.08%，归母净利 4.66 亿元/+41.62%，收到现金 8.54 亿元/+84.85%。①2019Q3，事业单位招聘由冷转暖，公司及优化管理捕捉回暖的机会，并主动加速市占集中，促使公司收入保持高速增长，公司前三季度净利率同比提升 2.59PCTs 至 15.57%，公司 19Q1-3 毛利率延续上升趋势，同比提升 1.10PCTs 至 57.61%；2019Q3 单季归母净利率同比微降 0.6pct 至 18.5%，盈利能力基本保持稳定；②从预收角度来看，2019Q1-3 预收款项约 39.18 亿元/+18.73%，与 2019 年年初相比提升 104%，占同期收入比例 64%，较 2018Q1-3 预收款项占收入比例 79%有所下降，主要系公司新业务高速增长、季节性差异趋向于缓解；③19Q3 单季收到现金 8.54 亿元/+84.85%，增速远高于收入增长。

2. 新项目高速扩张时期，盈利能力基本保持平稳。

①2019Q3 毛利率同比微降 0.40pct 至 57.74%，2019 年系新项目高速扩张时期，盈利能力基本保持平稳，我们认为主要系公司规模持续提升人效提升、且双师模式推广带来效率优化。②2019Q3 销售费用率同升 0.96pct 至 16.09%，我们认为主要系 Q3 紧抓市场机会、加大营销投入；管理费用大幅同降 3.67pct 至 13.04%，公司规模效应提升显著；研发费用率同升 1.69pct 至 8.24%，主要系公司扩大研发规模领先优势及增强科技基础设施的投资增长所致；归母净利率微降 0.58pct 至 18.47%，盈利能力保持平稳。

3. 国考、事业单位、教师多方释放利好，依托飞轮效应稳步拓展职教大市场，继续重点推荐！

国考、事业单位、教师多方释放利好，有望助推 2019Q4 实现超预期。2020 年国考共有 13849 个职位可供考生选择，招录 24128 人，招录人数较 2019 年国考（14537 人）增加 66%，其中：中央机关招录 1296 人，占比 5.4%/-2.7pct；省（含副省）级机关招录 806 人，占比 3.3%/-2.66pct；市（地）级机关计划招录 3386 人，占比 14%/-1pct；县（区）级及以下计划招录 18640 人，占比 77.3%/+4.25pct。国考招录人数大幅放量、政策继续向基层倾斜，而中公教育已经实现深度下沉，低线渗透率高的中公教育有望率先受益。此外，事业单位招聘持续放量，教师资格证考试报名火爆，有望助推公司业绩超预期增长。

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；③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！

2.6. 人服：科锐国际灵活用工带动主业高成长

公司发布 19Q3 季报：①19Q1-3：实现营收 26.16 亿元/+80.14%，归母净利 1.15 亿元/+24.81%，扣非归母净利 1.02 亿元/+23.53%；剔除 investigo 的并表因素影响（根据 18Q3&19Q3 业绩预告披露口径，18Q3 和 19Q1-3 的并表归母净利分别约 500 万元和 1600 万元），公司 19Q1-3 内生归母净利润为 0.99 亿元/+13.60%，扣非归母净利 0.86 亿元/+10.84%；②19Q3：实现营收 9.41 亿元/+29.53%，归母净利 5062 万元/+14.43%，扣非归母净利 4773 万元/+23.12%，业绩增速均落在此前业绩预告中位数水平，符合预期（此前我们预计 19Q3 整体净利润增速为 14.0%~16.4%）；剔除 investigo 的并表因素影响，公司 19Q3 内生归母净利润为 4474 万元/+14.02%，扣非归母净利 4185 万元/+23.93%，核心受益灵活用工收入 19Q3 高增长，以及猎头和 RPO 业务 19H1 期间垂直化改造后对经营带来优化驱动。

灵活用工 19Q3 高成长逻辑不变，猎头和 RPO 业务垂直化改造后的优化效果开始体现。1) 灵活用工：19Q3 内生收入估测同比增长 50%-60%，维持较快增长；2) 猎头业务：19Q3 收入估测同比实现正增长，但利润端受毛利率下滑影响，同比略微负增长，但环比 19Q2 实现改善，主要受益公司在 19 年上半年对北上广深等试点城市进行的业务结构垂直化改造，对经营的效益提升开始带来体现。3) RPO：19Q3 收入增速估测同比实现增长，相比 19Q2 负增长同样环比改善，同样系 19H1 对结构的垂直化改造驱动。4) 其他业务：受益 19H1 及此前的研发费用投入，公司目前已形成针对大中型客户及中小型创业企业的一系列“技术+服务”的模块化产品。根据三季报披露，公司目前的 SaaS 系列服务的签约客户已达近百家；以“即派”业务为代表的长尾客户模块产品，其年度内客户总数已达 379 家，平台累计人选 78 万人，每月营收过千万，比去年同期增长 213%，我们估测 19Q3 的其他业务（才到 HR SaaS、睿聘、薪薪乐、即派等）营收增速或实现环比 19Q2 加快。5) Investigo（持股 52.50%）：19Q3 营收同比增长 11.8%，权益利润约 588 万元/+17.60%；公司的整体境外营收在 19Q3 占比提升至 36%，国际化业务能力提高显著。

并表因素及收入结构改变使得毛利率和期间费率下滑，研发费用投入延续。1) 19Q1-3：公

司 19Q1-3 毛利率 14.34%/-5.59%，主要系并表因素，以及灵活用工业务占营收比重提升所致（公司为推动猎头和灵活用工业务下沉，已在 19Q1-3 期间的二、三线城市开设办公室）。整体期间费用率 7.47%/-3.63%；其中，管理费用率 4.26%/-1.92pct，主要系并表因素影响；销售费用率 3.00%/-1.41pct，主要系并表影响；研发费用率 0.17%/-0.41pct（金额上同比下降 396 万元），主要系公司将信息化体系建设所投资的 509 万元，体现在管理费用中所致；财务费用率 0.04%/+0.11pct，投资收益为 135 万元，整体净利率 5.33%/-2.23%。2) 19Q3：公司的毛利率为 15.44%/-2.83pct，主要系灵活用工业务营收占比提升影响；整体期间费用率 6.82%/-2.86%，销售费用率 2.78%/-1.27pct，管理费用率 3.81%/-1.03pct，研发费用率 0.23%/-0.36pct，财务费用率 0.004%/-0.20pct，19Q3 投资收益为 40 万元，整体净利率 6.41%/-0.93pct。

规模扩大带动应收账款继续增长，管理及架构优化驱动应收账款周转继续加快。1) 公司 19Q3 年末预收账款 3209 万元/+58.54%，同比增多 1185 万元，或侧面反映公司后续灵活用工等业务成长性仍增速较强劲；应收账款 7.84 亿元/+37.78%，我们判断或系公司业务规模扩大所致。2) 公司 19Q1-3 的应收账款周转天数 69.04 天，同比下降 8.13 天继续加快，或系在公司继续加大对于客户及合同的管理和架构优化所致，在一定程度上打消市场对灵活用工市场下沉后竞争带来账期延长的担忧。

灵活用工高成长逻辑不变，19H1 研发投入和结构改造的效果开始逐步体现，继续推荐。19Q3 内生扣非业绩+29%符合此前业绩预告预期，短期继续静待 19Q4 和 2020 年研发投入后的效率改善和新业务发展，中长期核心看灵活用工业务高成长下的业绩驱动。①行业层面：根据 HRroot 的数据和测算，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，预计国内灵工市场空间有望从 2017 年 319 亿元增长至 2025 年 1661 亿元，CAGR 约 23% (HRroot 测算)。②公司层面：科锐为国内灵工民营龙头，未来在“一体两翼”技术推进+外延并购持续扩容带动下，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：龙头企业在技术+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。

2.7. 餐饮：广州酒家 19Q1-3 月饼收入+17%，速冻提速，业绩增长平稳，省外渠道加速扩张

公司发布 19 年三季报：1) 19Q1-3：营收 24.09 亿/+19.6%，归母净利润 3.25 亿元/+9.12%，扣非归母净利润 3.11 亿元/+7.9%。19Q1-3 经营性现金流量净额 7.27 亿元/-6.0%；2) 19Q3：营收 14.57 亿/+19.2%，归母净利润 2.61 亿/+8.9%，扣非归母净利润 2.59 亿/+10.9%，增速不及营收主要系公司 19Q3 计提了 2140 万元的信用减值损失（18Q3 仅 1394 万元的资产减值损失）和投资收益相比 18Q3 减少 592 万元（主要系理财产品），若剔除上述两项的影响（同比持平），公司的 19Q3 利润增速估测 13.6%。3) 陶陶居已在 19Q3 并表公司，19Q3 相比 19 年初商誉增多 3.96 亿元。

月饼受益中秋提前 Q3 收入增长 17%，速冻及其他食品 19Q3 增速双双环比加快。①食品制造业务：1) 19Q1-3 实现月饼营收 10.63 亿/+16.6%，主因 19 年中秋节提前影响；速冻食品营收 3.99 亿/+31.4%，环比 19H1 YoY+22.8%实现加速，其中，19Q3 单季度收入 1.39 亿元/YoY+49.69%，主要系公司推出新品，加大促销力度推动；其他产品营收 4.22 亿元

+24.40% (环比 19H1 YoY+17.6%实现加速, 19Q3 单季度收入 1.19 亿元/YoY+45.12%)。截至 19 年三季度末, 公司的预收账款为 1.65 亿元, 同比减少 23.3%, 或系今年中秋相比 18 年继续提早 11 天, 所得更多打款集中在 Q3 所致; 存货 1.92 亿元/YOY+37.1%。②餐饮服务业务: 19Q1-3 实现餐饮营收 4.99 亿元/+13.5%, 19Q3 实现营收 1.62 亿/+12.5%。

省内省外经销商数量大幅增长, 或系为后续月饼和速冻产能释放提前布局。①分渠道看: 1) 直销渠道: 19Q1-3 收入 10.93 亿元/+15.8%; 经销渠道: 19Q1-3 收入 12.90 亿元/+22.8%。在地区分布上, 公司在 19Q1-3 期间的广东省内和省外经销商数量分别净增 91 家和 47 家, 整体经销商数量净增长 143 家(含 5 家境外); 对应广东省内和省外的经销商数分别增至 434 家和 207 家, 侧面反映对 2020 年月饼大年(中秋国庆重叠)和速冻产能扩张做渠道的提前布局。②分地区看: 1) 广东省内: 19Q1-3 实现营收 18.71 亿元/+14.5%; 2) 境内广东省外: 19Q1-3 实现营收 4.84 亿元/+43.94%, 主要系公司加大省外市场拓展力度, 省外销售业务进一步增长。3) 境外: 19H1 实现营收 0.29 亿元/+14.17%。

19Q3 净利润增速不及营收主要系信用减值损失 2140 万元和投资收益同比减少 592 万元所致, 整体期间费率保持平稳。1) 19Q1-3: 公司毛利率 54.34%/-0.59%, 整体期间费用率 37.05%/+0.83%, 管理费用率 9.70%/+1.18pct, 主要系人工成本及股权激励费用增加所致, 销售费用率 26.35%/-1.04pct, 研发费用率 1.79%/+0.67pct, 主要系加大了研发项目投入所致(子公司利口福需满足 3%以上的研发费率条件), 财务费用率-0.80%/+0.02pct, 投资收益为 528 万元/-42.93%(同比减少 397 万元), 主要系理财收益减少, 整体净利率 13.45%/-1.36%。2) 19Q3: 公司毛利率 58.62%/-0.96%, 整体期间费用率 34.91%/+0.37%, 管理费用率 8.44%/+1.11pct, 销售费用率 25.54%/-0.92pct, 研发费用率 1.47%/+0.29pct, 财务费用率-0.55%/-0.11pct, 信用减值损失 2140 万元, 投资收益为 68.79 万元(18Q3 为 661 万元, 主要为投资理财收益), 整体净利率 17.89%/-1.67%。

投资逻辑: 2020 年中秋国庆重合+湘潭基地释放月饼产能, 公司 2020 年月饼收入有望迎来大年, 继续推荐。①产能方面: 2020 年为中秋和国庆重叠, 有望增加家庭团聚的场景, 带来更多月饼需求, 对应公司已在 19 年 8 月投产湘潭月饼生产基地, 2020 年有望实现月饼收入的环比加速。速冻业务则在 2019 年食品 CPI 大幅上涨下未提价, 预计 19 年末或 20 年初有望实现提价, 叠加梅州项目的速冻产能有望在 2020 年中旬投产, 推动收入继续增长。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: 良好的现金流(18 年经营现金流净额 4.7 亿)+估值相对便宜(2020 年 PE 24x), 高 ROE(17-18 年 ROE(摊薄)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。

3. 投资建议：免税高景气延续，重点关注宋城广酒 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 年前三季度业绩已披露完毕，2019 年 Q1-3 合计实现营收 1046.37 亿元/+0.04%，实现归母净利 96.33 亿元/+5.44%，平均毛利率约 45.94%/+2.81pct。分子板块看，2019Q1-3 增速表现：①营收增速：人服（80%）>自然景区（9%）>餐饮（6%）>酒店（6%）>免税（4%）>休闲景区（3%）>出境游（-10%）；②归母净利增速：免税（55%）>人服（25%）>休闲景区（7%）>酒店（-4%）>自然景区（-11%）>餐饮（-16%）>出境游（-76%），免税（中国国旅）收入下滑主要系国旅总社出表所致，主业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>餐厅>人服>酒店>出境游>自然景区。

分单季度看：1)收入端：19Q3 完成营收 386.92 亿元/-6.02%，19Q2 完成营收 327.33 亿元/-4.94%，19Q1 餐饮旅游行业合计实现营收 332.12 亿元/+14.54%；19Q3 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（毛利率和销售费率 19Q1-3 分别提升 9.78pct 和 7.22pct）影响，社服板块整体 19Q3 整体毛利率 45.00%/+1.98pct，期间费用率 31.49%/+2.66pct。其中，19Q3 销售费用率 22.99%/+2.35pct、管理费用率 7.52%/+0.57pct、财务费用率 0.98%/-0.26pct。19Q2 和 19Q1 的板块整体毛利率分为 47.09%和 45.91%，期间费用率分别为 33.76%和 34.29%；3)归母净利端：19Q3 实现归母净利 34.28 亿元/-12.69%；19Q2 实现 28.46 亿元/-4.77%，19Q1 实现 33.59 亿元/+51.20%；19Q3 业绩增速主要受免税板块业绩增速放缓以及酒店板块拖累所致。

目前时点我们从“行业空间+核心壁垒+业绩确定性”三维度继续坚定推荐中长期空间依然较大的社服核心双雄“中国国旅、中公教育”以及业绩有望加速估值切换品种“宋城演艺+广州酒家”和中长期成长标的科锐国际，关注低估值酒店板块。

1) 中国国旅：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消费升级驱动三亚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：国考、事业单位、教师多方释放利好，依托飞轮效应稳步拓展职教大市场。①2020 年国考共有 13849 个职位可供考生选择，招录 24128 人，招录人数较 2019 年国考（14537 人）增加 66%，并且政策继续向基层倾斜，而中公教育已经实现深度下沉，低线渗透率高的中公教育有望率先受益；此外，事业单位招聘持续放量，教师资格证考试报名火爆，有望助推公司业绩超预期增长。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。③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) 宋城演艺：①19Q3 景区主业+24%边际提速，丽江、桂林、张家界项目暑期发力，验证新项目落地对业绩推动；②二轮项目异地复制继续落地，预计郑州、西安、上海项目分别为 2020 年 3 月和 5 月开业，且西安项目投资少体量和游客基数大有望成为爆款项目，形成较

强催化剂，推动明年景区主业业绩加速上行，预计 19 年景区主业业绩增速有望达到 30%；
③西塘、珠海演艺谷有望持续布局，核心定位年轻及亲子客群打开新发展空间。④六间房出
表且花房投资收益持续好于预期。⑤18 年现金流净额 16.5 亿元+大项目年产能 2—3 个+潜
在演艺项目空间大，中长期持续成长空间可期。

4) 广州酒家：①产能方面：2020 年为中秋和国庆重叠，有望增加家庭团聚的场景，带来更
多月饼需求，对应公司已在 19 年 8 月投产湘潭月饼生产基地，2020 年有望实现月饼收入的
环比加速。速冻业务 19 年食品 CPI 上涨未提价，叠加梅州项目有望在 2020 年中旬投产，
2020 年或迎量价齐升。②渠道方面：19Q3 省内省外经销商已加速提前布局，明年月饼及速
冻销路持续打开。③公司层面：良好的现金流（18 年经营现金流净额 4.7 亿）+ 估值相对便
宜（2020 年 PE 25x），高 ROE（17-18 年 ROE 均约 20%）+高分红（17-18 年分红比率均
41%以上），继续推荐。

5) 科锐国际：短期继续静待 19Q4 和 2020 年研发投入后的效率改善和新业务发展，中长期
核心看股权激励绑定下多条业务线的长期做大做强以及灵活用工业务保持高速增长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，未来潜力大。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。

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 均为 22x，建议重点关注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	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@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	huzhen@essence.com.cn
	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