

行业增速放缓，个股差距加大

休闲服务行业 2019 年周报第 37 期

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

投资机会推荐：核心观点：行业增速放缓，个股差距加大。 三季度披露结束，个股业绩差距加大。在去年中报总结中，我们就指出行业个股出现两极分化，优质龙头企业的盈利能力持续，中小企业收入和利润压力较大，从今年的情况来看，差距进一步拉大。前三季度全行业实现营业收入1046.8亿元，同比仅增长了1.31%，实现归属于母公司的净利润96.3亿元，同比增长7.56%，增速明显放缓。其中中国国旅和宋城演艺贡献了全行业55%以上的利润，其余个股中，仅天目湖、峨眉山以及广州酒家表现基本符合预期，出境游板块的腾邦国际、众信旅游以及凯撒旅游利润大幅下降。我们坚持业绩为主线，持续推荐宋城演艺和中国国旅，同时受三季报利好的催化，天目湖表现可期，建议关注。

上周行业重要新闻回顾： 对香港发出旅游警示国家和地区增至40个；泰国宣布将免收落地签证费措施延长至明年4月30日；9月访日的韩国游客持续大减，中国一路领跑；北京冬奥小镇将建成国际级体育小镇，预计总投资200亿；赴美中国旅客下降，美国旅游业“加倍努力”吸引中国人。

前三季度全行业业绩总结： 前三季度全行业实现营业收入1046.8亿元，同比仅增长了1.31%，实现归属于母公司的净利润96.3亿元，同比增长7.56%，增速明显放缓。其中中国国旅实现营业收入355.84亿元，同比增长4.35%，实现归属于母公司的净利润41.96亿元，同比增长55.09%。

行情和估值动态追踪： 上周申万休闲服务行业指数收于5984.76，涨幅0.23%，成交额71.78亿元，较前一周略有提升。细分子板块仅餐饮收跌，景点（1.38%）>旅游综合（0.28%）>酒店（0.15%）>餐饮（-2.79%）。GL休闲服务行业（31只）目前动态平均估值水平为33.9倍市盈率，A股相对溢价较前一周提升。

风险提示： 突发事件带来的旅游限制的风险；宏观经济下行的风险；行业政策性风险；个股项目推进不达预期的风险。

一年内行业相对大盘走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

江甜丽 研究助理

电话：051082832787

邮箱：jiangtl@glsc.com.cn

相关报告

1、《国庆假期离岛免税品销售额高增 60%》

《休闲服务》

2、《国庆假期国内游客人次达 7.82 亿，同比增长 7.81%》

3、《中秋国内旅游人次过亿，十一假期行情预热》

《休闲服务》

1 投资机会推荐

核心观点：行业增速放缓，个股业绩差距加大

三季报披露结束，个股业绩差距加大。在去年中报总结中，我们就指出行业个股出现两极分化，优质龙头企业的盈利能力持续，中小企业收入和利润压力较大，从今年的情况来看，差距进一步拉大。前三季度全行业实现营业收入 1046.8 亿元，同比仅增长了 1.31%，实现归属于母公司的净利润 96.3 亿元，同比增长 7.56%，增速明显放缓。其中中国国旅和宋城演艺贡献了全行业 55% 以上的利润，其余个股中，仅天目湖、峨眉山以及广州酒家表现基本符合预期，出境游板块的腾邦国际、众信旅游以及凯撒旅游利润大幅下降。我们坚持业绩为主线，持续推荐宋城演艺和中国国旅，同时受三季报利好的催化，天目湖表现可期，建议关注。

1) 中国国旅 (601888.SH): 根据 Generation Research 预测，2019 年全球免税行业销售规模将达到 818.22 亿美元，同比增长 7.8%，2019 年上半年，中国免税市场保持快速度增长，预计全年中国免税市场增速将达到 18% 以上。公司近日发布 2019 年第三季度报告数据显示，前三季度实现营业收入 355.84 亿元，同比增长 4.35%，实现归属于上市公司股东的净利润 41.96 亿元，同比增长 55.09%，扣非后归母净利润增长 26.9%。在离岛免税政策第五次调整等利好的影响和带动下，1-9 月海南离岛免税购物继续保持快速发展势头，免税品共销售 1276 万件，与去年同期相比(下同)增长 29.2%；购物人数 268 万人次，增长 29.7%；销售金额 92.6 亿元，增长 28.4%。香港机场受暴力事件影响，三四季度增速或放缓。近期公告布局海口免税市场，海港免税综合体面临发展机遇。

2) 宋城演艺 (300144.SZ): 剔除数字娱乐平台及六间房与密境和风重组的财务影响，2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 18.23 亿元，同比增长 17.56%；归属于上市公司股东的净利润 110.07 亿元，同比增长 17.98%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 9.85 亿元，同比增长 19.87%。现场演艺主页依旧维持较高的增速，此外受益于暑期旺季的带动，公司三季度表现超预期，Q3 实现营业收入 7.89 亿元，同比增长 19.67%；归属于上市公司股东的净利润 4.62 亿元，同比增长 24.05%。丽江宋城上半年已经表现出了较强的态势，营收增速超 30%，三季度是旅游旺季，丽江暑期市场依旧火热，国庆《丽江千古情》《丽江恋歌》等演艺秀上座率非常高，我们预计全年增速在 25% 以上，收入贡献在 3.3 亿元-3.5 亿元左右；张家界宋城今年开园以来领跑湖南演艺市场，最高单日演出 8 场，快速成长，贡献加大。建议持续关注。

2 上周行业重要新闻回顾

1) 对香港发出旅游警示国家和地区增至 40 个

因香港一系列暴力事件持续，访港旅客人次同比跌幅自 7 月开始不断放大，目前对香港发出旅游警示的国家和地区增至 40 个。多个国际性大型活动已宣布因安全考虑而取消了香港的行程，包括于今年第四季举行的香港单车节、香港美酒佳肴巡礼，以及明年第一季国际汽车联合会举行的电动方程式赛车香港站赛事。旅游业不振，让

餐饮服务业成“重灾区”。据香港特区政府统计处发布最新数据显示，7月至9月，香港餐饮服务业失业率上升6%，创下过去6年来新高。据悉，7、8月已有200家餐厅结业及遣散员工。

2) 泰国宣布将免收落地签证费措施延长至明年4月30日

中国是泰国最大的旅游客源国，去年泰国接待中国游客超过1000万人次。今年上半年，赴泰中国游客较去年同期减少约5%。旅游业是泰国的支柱产业。泰国政府希望今年能吸引4000万人次入境旅游，但由于今年以来泰铢升值，加上中国游客数量减少，当局担忧可能难以实现今年的入境旅游人次目标。此前，为吸引中国等地游客前来旅游，泰国政府已多次延长免收落地签证费措施期限。此次延长免费措施的时间将覆盖中国春节和泰国宋干节(泼水节)两大节日。

3) 9月访日的韩国游客持续大减，中国一路领跑

日本国家旅游局(JNTO)统计显示，2019年9月访日游客人数达227万3000人，较去年同比增5.2%。在中国和东南亚访日市场继续保持旺盛增长势头之余，由于日韩关系恶化而导致韩国访日客锐减，同比大减58.1%。不过由于世界杯橄榄球大赛在日本举办，带来了许多欧洲客人，相关参赛国的访日游客同比增加了36%。在日本政府重点推广访日旅游的20个国家和地区中，除了韩国和香港以外，有18个国家和地区在9月均创出了同月历史最高纪录。其中，来自中国大陆的访日人数，9月达81万9100人次，同比增长25.5%，1-9月访日人数累计达到740万2600人次，同比增长14.8%，继续领跑。前三个季度，日本接待访日外国人总数达到2441万7800人次，同比微增4%。韩国游客连月大跌，拉低了访日游客的增幅。

4) 北京冬奥小镇将建成国际级体育小镇，预计总投资200亿

由河北省张家口市政府主办的这场发布会，29日在北京举行。崇礼太子城小镇”毗邻太子城高铁站，建成后将连接冬奥村、国家越野滑雪场、国家跳台滑雪场以及国家冬季两项中心等相关的冬奥生活配套设施。小镇总占地面积2.89平方公里，总建设规模将达到120万平方米，涵盖了冬奥颁奖广场、冬奥塔、国际会议中心、国际度假酒店群等，由中赫集团投资运营，预计总投资额将达200亿元。

5) 赴美中国旅客下降，美国旅游业“加倍努力”吸引中国人

今年上半年，中国赴美旅客下降近4%，2018年下降约6%，美国旅游机构正在尽力弥补损失。美联社说，日渐壮大的中国中产阶级是美国旅游业一个利润丰厚的市场。去年，赴美中国游客接近300万人次，有数据显示，他们人均花费大约是6700美元，超过国际游客平均花销50%。报道举例说，华盛顿特区的酒店正在为中国春节搞打折活动；旧金山在中国三个App上扩大其社交媒体“存在感”，积极宣传该市一整年的旅游活动；亚利桑那州本月也在中国社交平台和旅游网站上以户外活动吸引中国游客。

3 上周公司重要新闻、公告回顾

图表 1: 行业个股 2019 年前三季度收入和归母净利润情况

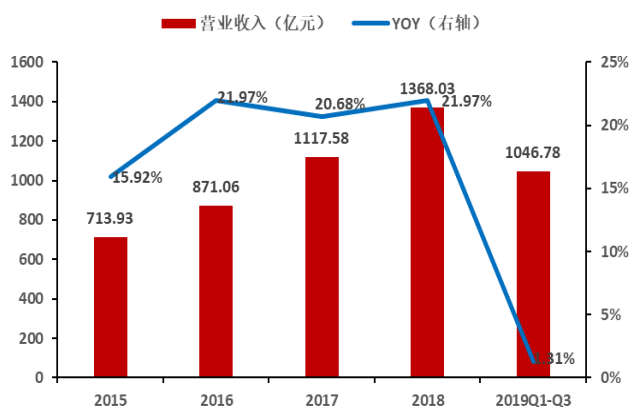
证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	YOY	归属母公司股东的净利润 (亿元)	YOY
601888.SH	中国国旅	355.84	4.3%	41.96	55.1%
600754.SH	锦江酒店	112.82	3.0%	8.73	0.2%
002707.SZ	众信旅游	95.88	1.6%	1.15	-45.1%
600138.SH	中青旅	95.45	6.9%	5.45	-0.3%
600258.SH	首旅酒店	62.31	-2.2%	7.19	-10.3%
000524.SZ	岭南控股	61.60	16.7%	2.38	46.9%
000796.SZ	凯撒旅游	59.47	-14.2%	2.16	-30.7%
300178.SZ	腾邦国际	31.68	-29.2%	-1.34	-145.8%
603043.SH	广州酒家	24.09	19.6%	3.25	9.1%
300144.SZ	宋城演艺	22.06	-10.7%	12.70	10.7%
002059.SZ	云南旅游	15.74	-11.4%	0.63	-41.8%
600054.SH	黄山旅游	12.39	4.1%	3.36	-20.2%
002186.SZ	全聚德	11.91	-12.6%	0.53	-59.1%
600706.SH	曲江文旅	9.89	0.2%	1.03	-9.6%
601007.SH	金陵饭店	9.26	17.7%	0.60	-0.1%
000428.SZ	华天酒店	8.82	25.0%	-1.82	11.3%
000888.SZ	峨眉山A	8.73	3.0%	1.86	10.3%
000610.SZ	西安旅游	6.55	4.9%	-0.05	57.0%
002033.SZ	丽江旅游	5.58	-0.3%	1.85	-8.9%
002159.SZ	三特索道	5.23	3.8%	0.18	-88.7%
000978.SZ	桂林旅游	4.75	8.2%	0.55	-30.5%
603199.SH	九华旅游	4.17	15.0%	1.07	33.6%
000721.SZ	西安饮食	3.94	5.1%	-0.24	-467.3%
603136.SH	天目湖	3.87	5.3%	1.15	21.5%
603099.SH	长白山	3.85	0.4%	0.82	6.6%
000430.SZ	张家界	3.24	-11.4%	0.40	-27.3%
600593.SH	大连圣亚	2.76	-8.0%	0.73	-20.0%
600358.SH	国旅联合	2.56	30.6%	-0.02	86.9%
600749.SH	西藏旅游	1.56	5.7%	0.25	19.5%
002306.SZ	ST云网	0.60	2.8%	-0.17	-9.3%
000613.SZ	大东海A	0.18	-18.6%	0.00	-167.0%

来源: Wind, 国联证券研究所

前三季度全行业实现营业收入 1046.8 亿元, 同比仅增长了 1.31%, 实现归属于母公司的净利润 96.3 亿元, 同比增长 7.56%, 增速明显放缓。其中中国国旅实现营业收入 355.84 亿元, 同比增长 4.35%, 实现归属于母公司的净利润 41.96 亿元, 同

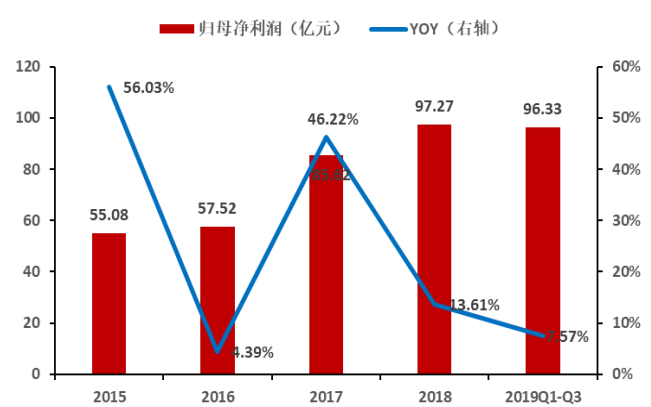
比增长 55.09%。剔除掉国旅后的旅游综合板块实现营业收入 329.6 亿元，同比下滑了 4.6%，实现归属于母公司的净利润 11.3 亿元，同比大幅下滑 41.8%；景区板块实现营业收入 65.8 亿元，同比下降 2.1%，实现归属于母公司的净利润 22.6 亿元，同比增长 2.3%；酒店板块实现营业收入 254.98 亿元，同比增长 5.7%，实现归属于母公司的净利润 17.07 亿元，同比仅增长 1.0%；餐饮板块实现营业收入 40.5 亿元，同比增长 6.4%，实现归属于母公司的净利润 3.37 亿元，同比下滑 17.1%。细分行业全部增长回落，三大龙头，中国国旅、宋城演艺、锦江股份贡献了 45% 以上的收入，归母净利润贡献超 70%。细分个股差距逐步拉大。

图表 2: 2015-2019Q3 全行业营业收入及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: 2015-2019Q3 全行业归母净利润及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

4 行情和估值动态追踪

4.1 行情回顾

上周申万休闲服务行业指数收于 5984.76，涨幅 0.23%，成交额 71.78 亿元，较前一周略有提升。细分子板块仅餐饮收跌，景点 (1.38%) > 旅游综合 (0.28%) > 酒店 (0.15%) > 餐饮 (-2.79%)。景区板块个股上周表现较好，主要是受到季报业绩相对表现较好的催化，峨眉山 A 上涨 3.49%，中青旅上涨 3.31%，天目湖上涨 2.78%。长白山和腾邦国际跌幅较大。

图表 4: 上周涨跌幅排名 (%)

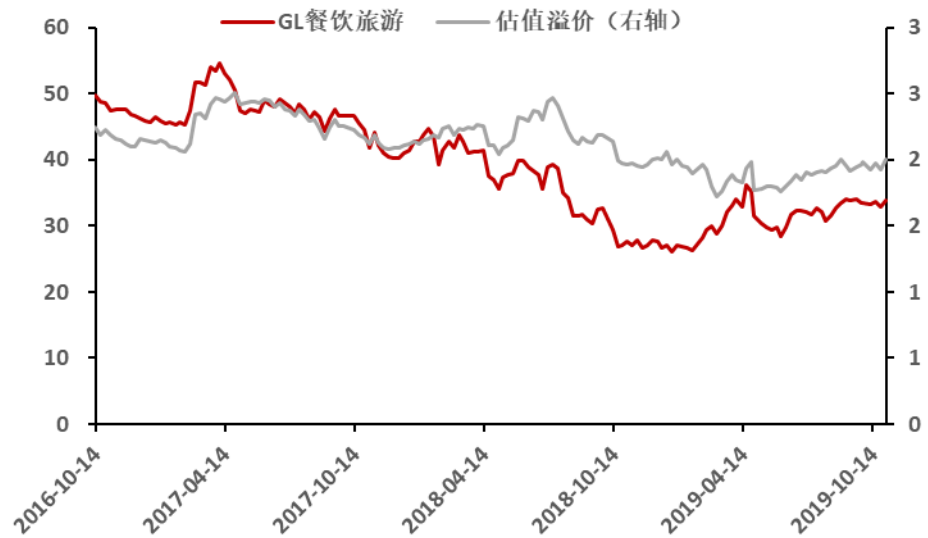
涨幅前五名			涨幅后五名		
简称	代码	涨跌幅	简称	代码	涨跌幅
000888.SZ	峨眉山 A	3.49	603099.SH	长白山	-9.09
600138.SH	中青旅	3.31	300178.SZ	腾邦国际	-8.36
603136.SH	天目湖	2.78	000613.SZ	大东海 A	-4.46
600593.SH	大连圣亚	2.30	002306.SZ	ST 云网	-3.69
603199.SH	九华旅游	1.93	000610.SZ	西安旅游	-3.35

来源: Wind, 国联证券研究所

4.2 估值跟踪

GL 休闲服务行业（31 只）目前动态平均估值水平为 33.9 倍市盈率，A 股相对溢价较前一周提升。

图表 5: GL 休闲服务行业估值情况



来源: Wind, 国联证券研究所

5 风险提示

- 1) 突发事件带来的旅游限制的风险;
- 2) 宏观经济下行的风险;
- 3) 行业政策性风险
- 4) 个股项目推进不达预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210