

社会服务

报告原因：专题报告

2019年11月7日

社会服务行业 2019 年三季度报综述

行业营收增速放缓，龙头标的业绩稳定

维持评级

看好

行业研究/深度报告

社会服务板块近一年市场表现



相关报告：

【山证社服】社会服务行业中期策略：
关注细分龙头，优质内生增长推动业绩
释放

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496307

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国
际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **2019Q1-3 市场回顾，行业整体营收、归母净利润增速放缓。**2019年以来（截至2019年10月31日，下同），沪深300指数上涨31.28%，SW休闲服务板块上涨26.51%，跑输沪深300指数4.77%，涨跌幅在A股28个行业板块（申万分类）位列第9位。2019Q1-3休闲服务行业上市公司合计实现营业收入1048.31亿元(+2.75%)，实现归母净利润93.9亿元(+8.64%)。营收、归母净利润增速较上年同期分别下降21.79pct和20.65pct，增速放缓主要系中国国旅剥离国旅总社旅行社业务、宋城演艺网络直播平台六间房出表、首旅酒店投资收益大幅下降所致。
- **2019Q3 业绩环比好于Q2。**2019Q3实现营业收入381.72亿元，同比减少4.26%，环比增长15.04%；营业毛利167.06亿元，同比减少0.42%，环比增长8.90%；归母净利润31.99亿元，同比减少9.90%，环比增长12.00%。整体来看，利润端增长好于收入端，19Q3业绩弱于去年同期，但Q3业绩环比好于Q2。
- **免税业务，中国国旅剥离国旅总社旅行社业务专注免税产业。**2019Q1-3中国国旅实现营收355.85亿元(+4.35%)，归母净利润41.96亿元(+55.09%)，扣非归母净利润34.17亿元(+26.90%)。其中2019Q3实现营收112.40亿元(-13.65%)，归母净利润9.16亿元(+16.57%)，扣非归母净利润9.17亿元(+17.24%)，剔除上市公司剥离国旅总社旅行社业务对业绩带来的影响，公司收入端、利润端稳步增长。
- **酒店业务，受宏观经济影响酒店经营指标仍受挤压。**2019Q1-3酒店板块实现营收199.93亿元(+2.72%)，增速自2016年后不断下滑；归母净利润14.54亿元(-3.55%)，为近5年首次出现负增长。两大酒店集团经营业绩：首旅酒店2019Q1-3实现营收62.31亿元(-2.16%)，归母净利润7.19亿元(-10.27%)；其中Q3实现营收22.40亿元(-5.32%)，归母净利润3.52亿元(-23.83%)；业绩同比下滑主要系直营店关店、去年同期出售燕京饭店带来投资收益所致。锦江酒店2019Q1-3实现营收112.82亿元(+2.97%)，归母净利润8.73亿元(+0.15%)；其中Q3实现营收41.39亿元(+3.04%)，归母净利润3.06亿元(-17.10%)，Q3业绩超预期主要系铂涛、维也纳收入同比增长所致。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

➤ **景区业务，自然景区受门票降价影响业绩承压，人工景区受促进消费政策业绩上行。**自然景区 2019Q1-3 实现营收 42.57 亿元 (+3.70%)，归母净利润 9.46 亿元 (-5.02%)；休闲景区 2019Q1-3 实现营收 24.82 亿元 (-10.43%)，归母净利润 13.43 亿元 (+8.39%)，营收下降主要系宋城演艺六间房网络直播平台出表所致。2019Q1-3 自然景区实现毛利率 50.35% (+0.30pct)，净利率 22.61% (-2.28pct)，期间整体费用率 20.46% (-0.72pct)；人工景区实现毛利率 72.67% (+2.23pct)，净利率 55.18% (+10.81pct)，期间整体费用率 13.55% (-3.05pct)。两类景区相比较人工景区实现高毛利率、高净利率、低费用率，主要系板块内复制能力较强的宋城演艺带动业绩提升。在发改委指导自然景区门票降价、国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》政策指引等背景下，我们更加推荐复制能力强、景区承载容量大、消费形式多元的人工景区。

➤ **投资建议：**在宏观经济预期和国内黄金周旅游总收入/接待人次增速下滑的环境下，建议关注两条主线：公司业绩确定性和行业发展空间。目前中国国旅继续维持免税经营牌照的护城河优势，剥离国旅总社旅行社业务后上市公司完全专注免税业务，脱离销售、管理费用较高旅行社业务有利于增厚毛利、提升业绩；同时在财政部联合有关部门协调国内有税、免税市场、完善市内免税店政策、促进消费回流的影响下，免税消费市场空间有望进一步打开。酒店行业 RevPAR 目前已经处于 2017 年以来底部，两大酒店集团加速开拓中高端酒店市场、下沉三四线城市物业渠道、优化内部费用的同时向外拓展来稳定业绩。在消费需求多元化和拓宽假日消费空间政策指引下，人工景区具有挖掘潜力。不同于自然景区受限于游览时间、可接待客流等因素，人工景区发展外延周边能力强、景区复制速度快、消费场景多样化，能更好满足消费者日益增长的消费需求。宋城演艺目前项目储备充足、轻重资产结合扩张、现金流充沛、珠海演艺谷有望成为公司中长期新利润增长点，行业发展前景广阔。

➤ **重点关注公司：**中国国旅、宋城演艺、首旅酒店、锦江酒店。

风险提示：

➤ 宏观经济波动风险；免税政策变化风险；酒店行业供需变化风险；景区门票下调风险；行业增速不及预期风险；突发事件或不可控灾害风险。

目录

1.休闲服务行业 2019 前三季度及 2019 三季度经营情况.....	6
1.1 2019 前三季度行业整体情况.....	6
1.2 2019 三季度行业整体情况.....	10
2.子行业及重点公司经营情况.....	14
2.1 免税——中国国旅剥离国旅总社专注免税业务.....	14
2.2 酒店——受宏观经济影响酒店经营指标仍受挤压.....	15
2.2.1 首旅酒店：酒店经营增速放缓，轻资产扩张有序推进.....	16
2.2.2 锦江酒店：门店有序扩张，中高端、加盟占比不断提升.....	17
2.3 景区——自然景区受门票降价影响业绩承压，人工景区受促进消费政策业绩上行.....	17
2.3.1 宋城演艺：主营景区增速稳定，珠海演艺谷打造多元化演艺产品.....	19
3.风险提示.....	20

图表目录

图 1: 2019 至今休闲服务板块涨跌幅排名第 9 位（申万分类）.....	6
图 2: SW 休闲服务板块相对沪深 300 估值处于历史低位.....	6
图 3: 2019 年至今休闲服务行业各子板块涨跌幅.....	6
图 4: 休闲服务行业各子版块 PE（历史 TTM，整体法）.....	6
图 5: 休闲服务行业前三季度营收及增速.....	7
图 6: 休闲服务行业前三季度归母净利润及增速.....	7
图 7: 休闲服务行业前三季度毛利及增速.....	7
图 8: 休闲服务行业前三季度净利润及增速.....	7
图 9: 休闲服务行业前三季度毛利率与净利率情况.....	8
图 10: 休闲服务行业前三季度三项费用及增速.....	8

图 11：休闲服务行业前三季度三项费用率及整体费用率情况.....	8
图 12：板块各子行业前三季度营收结构（亿元）.....	9
图 13：板块各子行业前三季度营收增速.....	9
图 14：板块各子行业前三季度归母净利润结构（亿元）.....	9
图 15：板块各子行业前三季度归母净利润增速.....	9
图 16：各子行业前三季度毛利率.....	10
图 17：各子行业前三季度净利率.....	10
图 18：休闲服务行业第三季度营收及增速.....	10
图 19：休闲服务行业第三季度归母净利润及增速.....	10
图 20：休闲服务行业第三季度毛利及增速.....	11
图 21：休闲服务行业第三季度净利润及增速.....	11
图 22：休闲服务行业第三季度毛利率与净利率情况.....	11
图 23：休闲服务行业第三季度三项费用及增速.....	11
图 24：休闲服务行业第三季度三项费用率及整体费用率情况.....	12
图 25：板块各子行业第三季度营收结构（亿元）.....	12
图 26：板块各子行业第三季度营收增速.....	12
图 27：各子行业第三季度归母净利润结构（亿元）.....	13
图 28：各子行业第三季度归母净利润增速.....	13
图 29：各子行业第三季度毛利率.....	13
图 30：各子行业第三季度净利率.....	13
图 31：中国国旅前三季度营收及增速.....	14
图 32：中国国旅前三季度归母净利润及增速.....	14
图 33：中国国旅前三季度毛利率与净利率情况.....	15

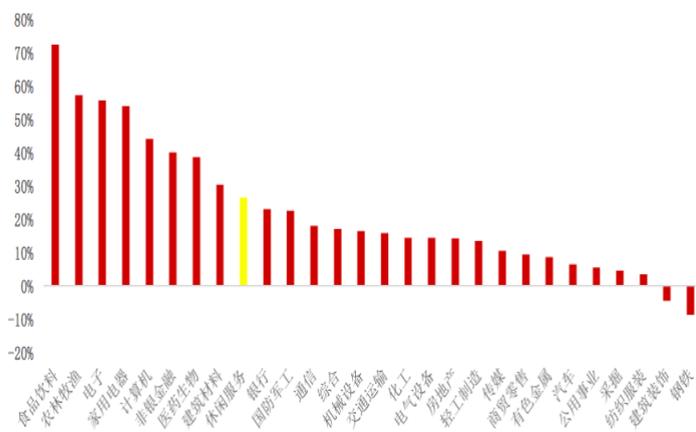
图 34：中国国旅前三季度三项费用率情况.....	15
图 35：酒店板块前三季度营收及增速（亿元）	16
图 36：酒店板块前三季度归母净利润及增速（亿元）	16
图 37：酒店板块前三季度毛利率与净利率情况.....	16
图 38：酒店板块前三季度三项费用率情况.....	16
图 39：自然景区前三季度营收及增速（亿元）	18
图 40：自然景区前三季度归母净利润及增速（亿元）	18
图 41：自然景区前三季度毛利率与净利率情况.....	18
图 42：自然景区前三季度三项费用率情况.....	18
图 43：休闲景区前三季度营收及增速（亿元）	18
图 44：休闲景区前三季度归母净利润及增速（亿元）	18
图 45：休闲景区前三季度毛利率与净利率情况.....	19
图 46：休闲景区前三季度三项费用率情况.....	19
表 1：休闲服务行业子行业分类.....	8
表 2：2019Q3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）	21
表 3：2019Q1-3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）	22

1. 休闲服务行业 2019 前三季度及 2019 三季度经营情况

1.1 2019 前三季度行业整体情况

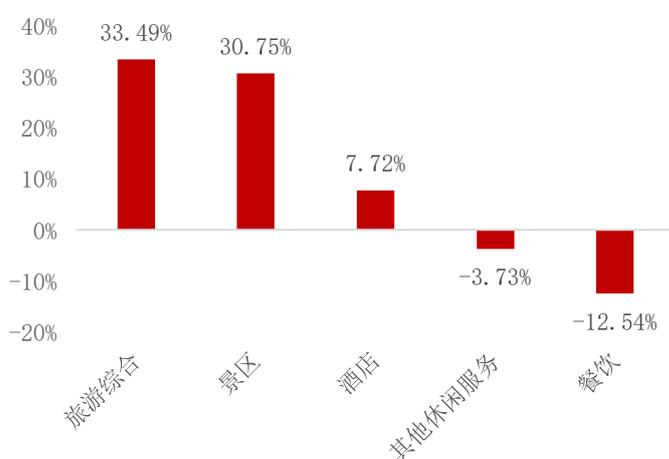
2019 年以来(截至 2019 年 10 月 31 日,下同),沪深 300 指数上涨 31.28%,SW 休闲服务板块上涨 26.51%,跑输沪深 300 指数 4.77%,涨跌幅在 A 股 28 个行业板块(申万分类)位列第 9 位。目前市盈率为 32.94 倍,低于历史均值(42.54 倍),SW 休闲服务板块相对于沪深 300 估值处在历史低位。从子行业来看,旅游综合(33.49%)、景区(30.75%)、酒店(7.72%)涨幅显著,其他休闲服务、餐饮分别下跌 3.73%、12.54%。

图 1: 2019 至今休闲服务板块涨跌幅排名第 9 位(申万分类)



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 3: 2019 年至今休闲服务行业各子板块涨跌幅



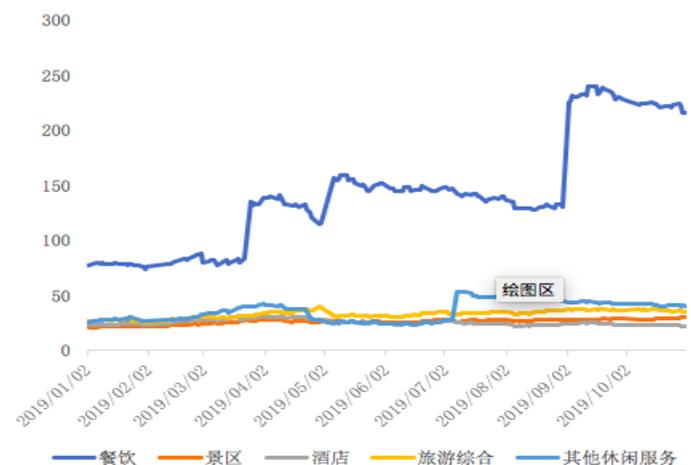
数据来源: wind, 山西证券研究所

图 2: SW 休闲服务板块相对沪深 300 估值处于历史低位



数据来源: wind, 山西证券研究所

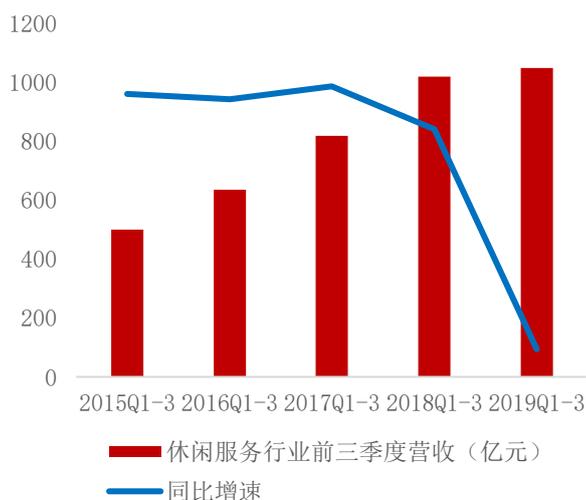
图 4: 休闲服务行业各子版块 PE (历史 TTM, 整体法)



数据来源: wind, 山西证券研究所

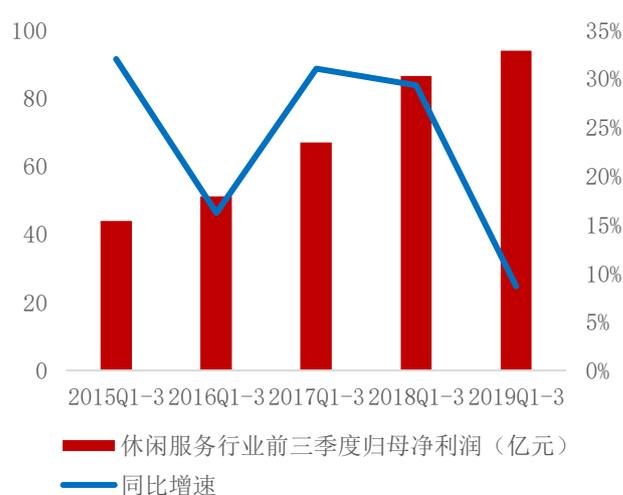
我们对 A 股 31 家休闲服务行业上市公司（申万分类）2019 年三季报进行统计，2019Q1-3 休闲服务行业上市公司合计实现营业收入 1048.31 亿元（+2.75%），实现归母净利润 93.9 亿元（+8.64%）。营收、归母净利润增速较上年同期分别下降 21.79pct 和 20.65pct，增速放缓主要系中国国旅剥离国旅总社旅行社业务、宋城演艺网络直播平台六间房出表、首旅酒店投资收益大幅下降所致。（注：本篇报告使用申万休闲服务行业数据为基础，剔除餐饮子行业 ST 云网、报告期内新划入其他休闲服务子行业福成股份）。

图 5：休闲服务行业前三季度营收及增速



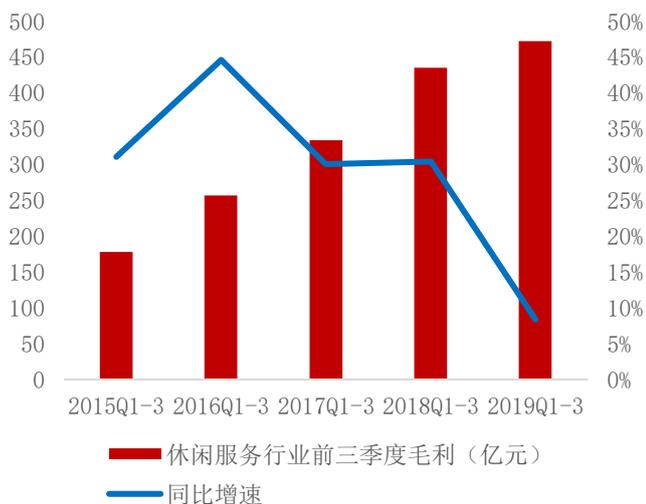
数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：休闲服务行业前三季度归母净利润及增速



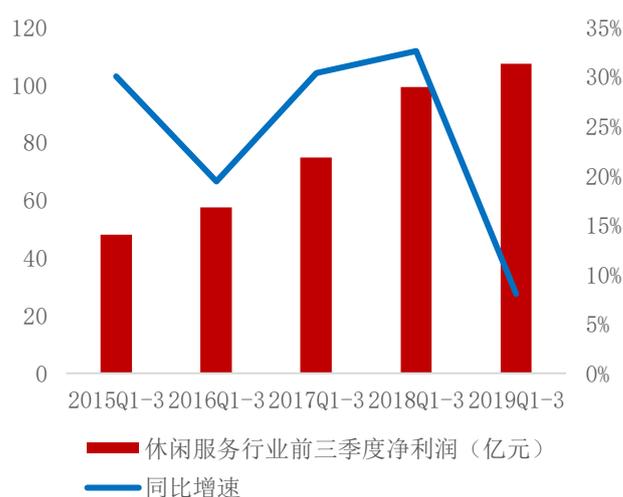
数据来源：wind，山西证券研究所

图 7：休闲服务行业前三季度毛利及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：休闲服务行业前三季度净利润及增速

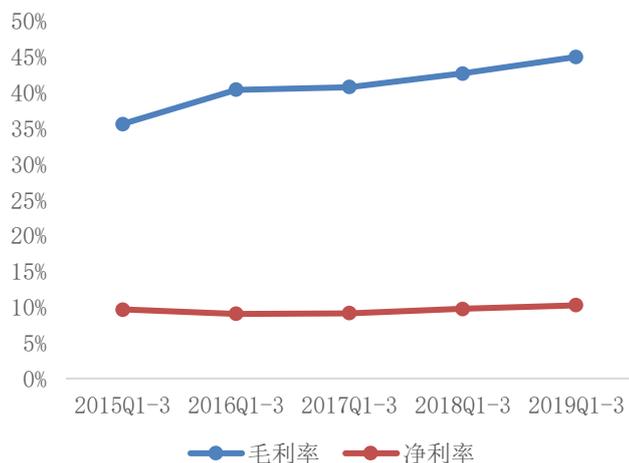


数据来源：wind，山西证券研究所

2019Q1-3 行业整体实现毛利 471.49 亿元（+8.37%），毛利率 44.98%（+2.37pct）增长显著；实现净利

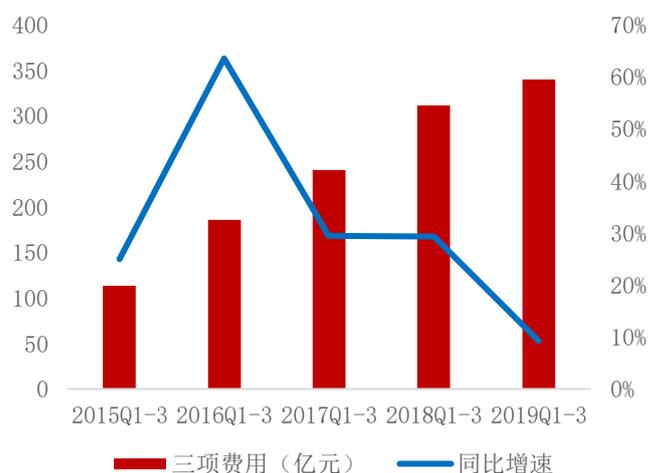
润 107.26 亿元(+8.02%)，净利率 10.23%(+0.50pct)与上年基本持平。期内三项费用为 339.82 亿元(+9.24%)，增速较上年回落 20.01pct，销售、管理、财务费用率分别为 23.80% (+2.33pct)、7.53% (-0.27pct)、1.08% (-0.14pct)，销售费用率上升主要系旅游综合子板块费用率上升所致。

图 9：休闲服务行业前三季度毛利率与净利率情况



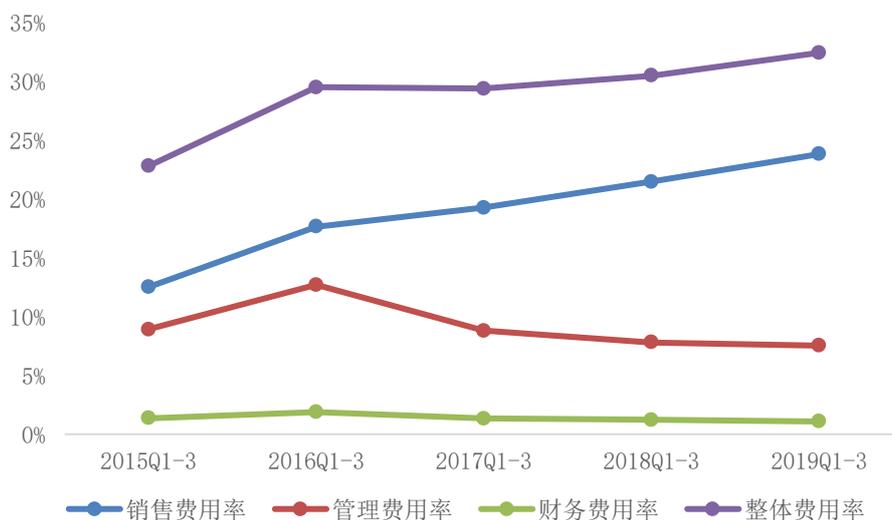
数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：休闲服务行业前三季度三项费用及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 11：休闲服务行业前三季度三项费用率及整体费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

表 1：休闲服务行业子行业分类

子行业	上市公司
景区	宋城演艺、大连圣亚、桂林旅游、黄山旅游、西藏旅游、张家界、峨眉山 A、长白山、天目湖、九华旅游

酒店	首旅酒店、锦江酒店、华天酒店、金陵饭店、西安旅游、大东海 A
旅游综合	岭南控股、丽江旅游、凯撒旅游、三特索道、众信旅游、云南旅游、腾邦国际、曲江文旅、国旅联合、海航创新、中青旅、中国国旅
餐饮	西安饮食、全聚德
其他休闲服务	科锐国际

资料来源：wind，山西证券研究所

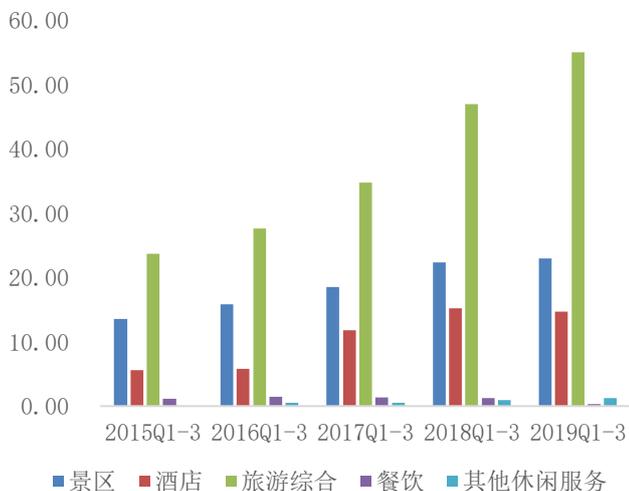
子行业细分如上图以 SW 休闲服务行业分类为准。从子行业来看，旅游综合和酒店板块贡献最多营收及归母净利润。2019Q1-3 旅游综合板块贡献 70.49% (-0.57pct) 营收、58.48% (+4.34pct) 归母净利润；酒店板块贡献 19.07% (-0.01pct) 营收、15.60% (-1.94pct) 归母净利润。除其他休闲服务子板块外，其余子板块营收水平与上年基本持平；归母净利润方面，餐饮行业增速下滑显著，旅游综合板块维持 20% 增长。

图 12：板块各子行业前三季度营收结构（亿元）



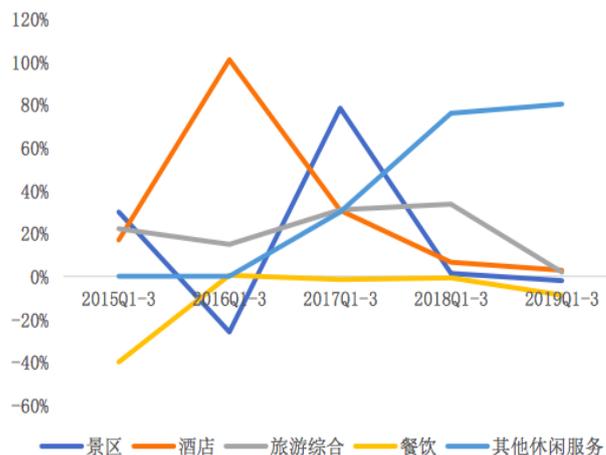
数据来源：wind，山西证券研究所

图 14：板块各子行业前三季度归母净利润结构（亿元）



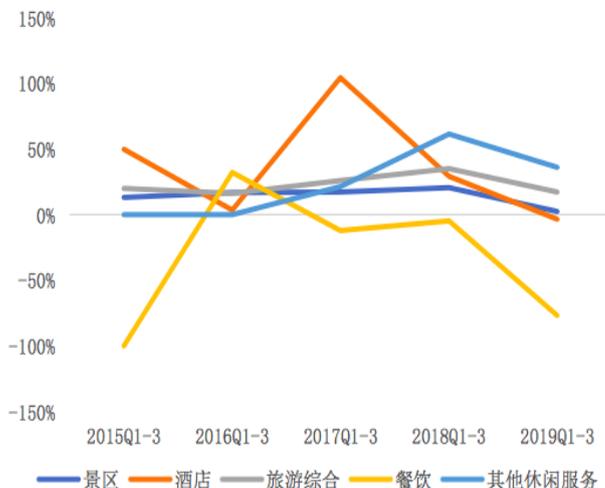
请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

图 13：板块各子行业前三季度营收增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 15：板块各子行业前三季度归母净利润增速



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

毛利率方面，酒店行业近四年均维持在 80%以上，2019Q1-3 实现 84.65% (-1.52pct)，景区、餐饮毛利率分别为 58.57% (+0.30pct)、52.17 (-4.14pct)，旅游综合毛利率上升显著 33.92% (+4.33pct)，其他休闲服务毛利率下降 5.59pct 至 14.34%。净利率方面，景区净利率增幅明显，2019Q1-3 实现 34.61% (+1.87pct)，餐饮净利率下降 5.59pct 至 1.68%，其他休闲服务净利率下降 2.23pct 至 5.33%，酒店净利率为 8.14% (-0.14pct)，旅游综合净利率为 8.93% (+0.90pct)。

图 16：各子行业前三季度毛利率

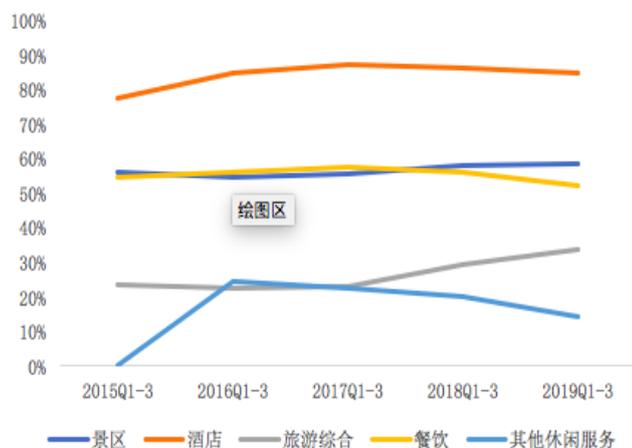
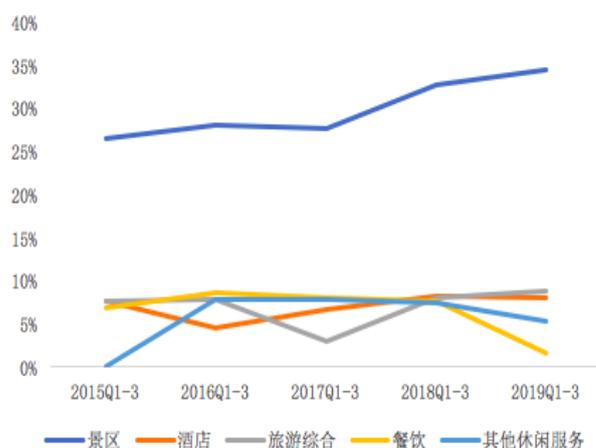


图 17：各子行业前三季度净利率



数据来源：wind，山西证券研究所

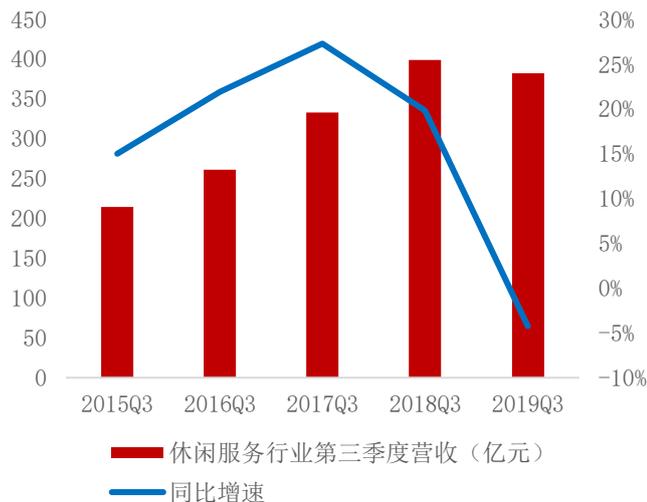
数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 2019 三季度行业整体情况

2019Q3 实现营业收入 381.72 亿元，同比减少 4.26%，环比增长 15.04%；营业毛利 167.06 亿元，同比减少-0.42%，环比增加 8.90%；归母净利润 31.99 亿元，同比减少 9.90%，环比增长 12.00%。整体来看，利润端增长好于收入端，19Q3 业绩弱于去年同期，但 Q3 业绩环比好于 Q2。

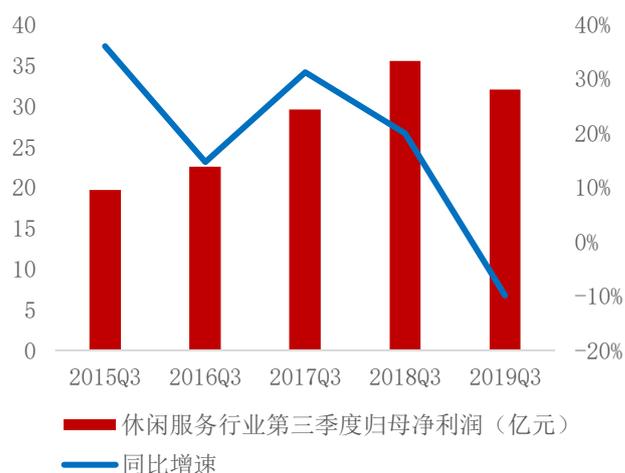
图 18：休闲服务行业第三季度营收及增速

图 19：休闲服务行业第三季度归母净利润及增速



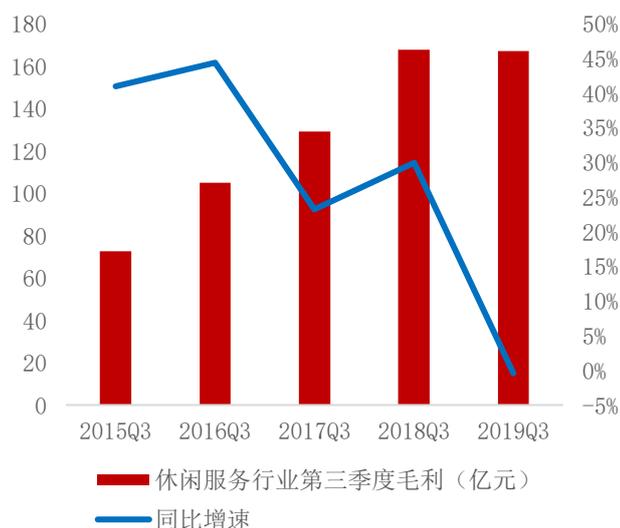
数据来源：wind，山西证券研究所

图 20：休闲服务行业第三季度毛利及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 21：休闲服务行业第三季度净利润及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

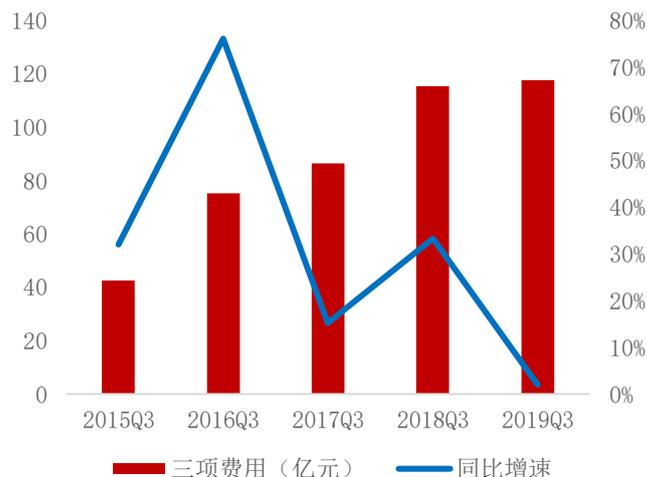
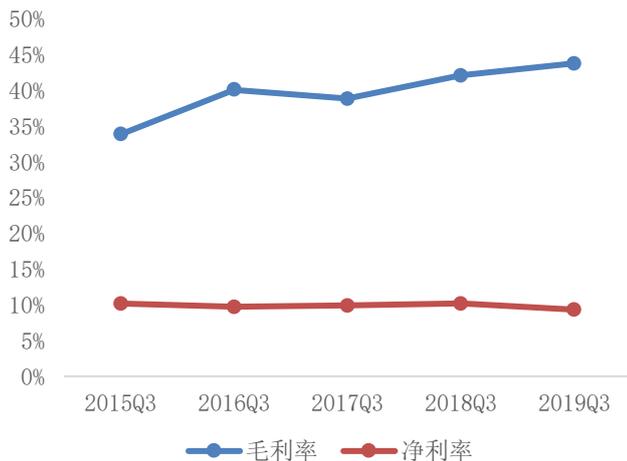
图 22：休闲服务行业第三季度毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 23：休闲服务行业第三季度三项费用及增速

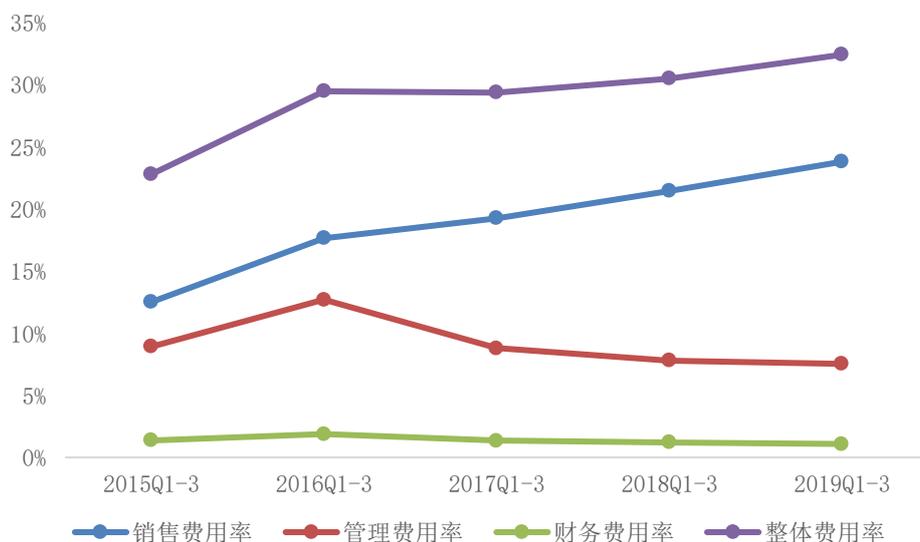
2019Q3 行业整体实现毛利 167.06 亿元(-0.42%)，毛利率 43.76%(+1.68pct)，净利润 35.58 亿元(-12.10%)，净利率 9.32% (-0.83pct) 与上年基本持平。期内三项费用为 117.70 亿元 (+1.96%)，增速较上年同期回落 31.38pct，销售、管理、财务费用率分别为 22.38% (+1.91pct)、7.40% (+0.18pct)、1.05% (-0.46pct)。



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

图 24：休闲服务行业第三季度三项费用率及整体费用率情况

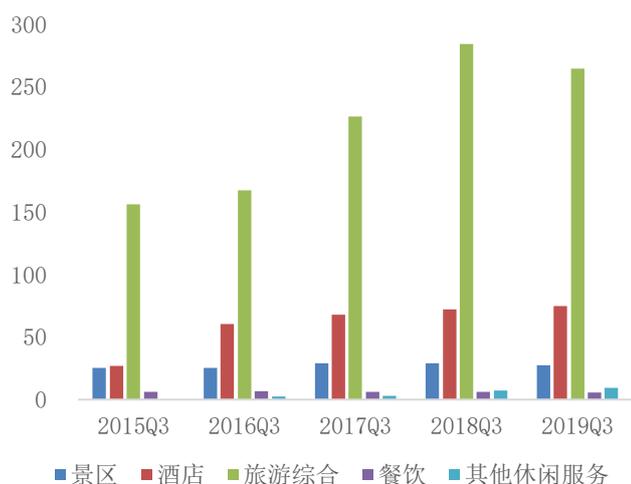


数据来源：wind，山西证券研究所

从子行业来看，旅游综合和酒店板块贡献最多营收及归母净利润。2019Q3 旅游综合板块贡献 69.24% (-2.04pct) 营收、43.31% (+0.76pct) 归母净利润；酒店板块贡献 19.62% (+1.57pct) 营收、19.84% (-2.01pct) 归母净利润。除酒店板块外，其余子行业营收增速均有下滑，其中旅游综合营收增速-7.00% (-32.65pct) 下滑最为显著。所有子行业归母净利润增速均呈下滑趋势，餐饮行业受全聚德业绩大幅下降拖累增速下降 64.32pct 至-73.47%。

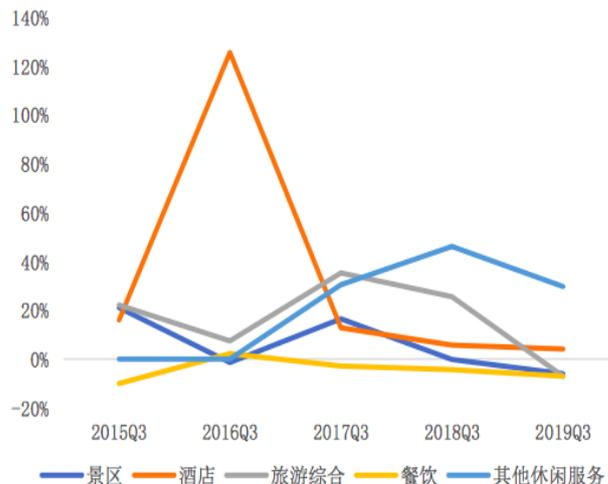
图 25：板块各子行业第三季度营收结构（亿元）

图 26：板块各子行业第三季度营收增速



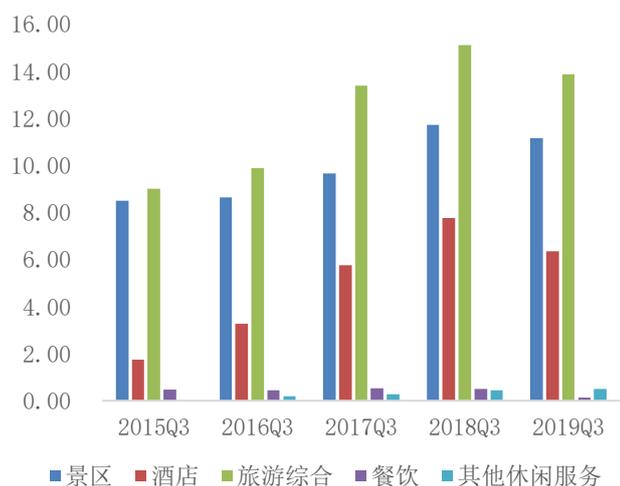
数据来源：wind，山西证券研究所

图 27：各子行业第三季度归母净利润结构（亿元）



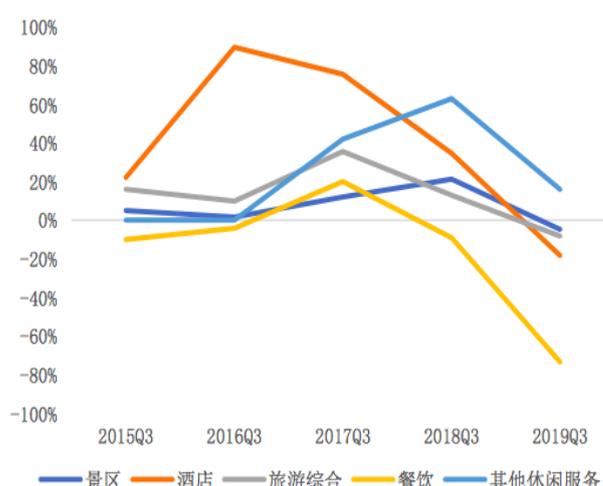
数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：各子行业第三季度归母净利润增速



数据来源：wind，山西证券研究所

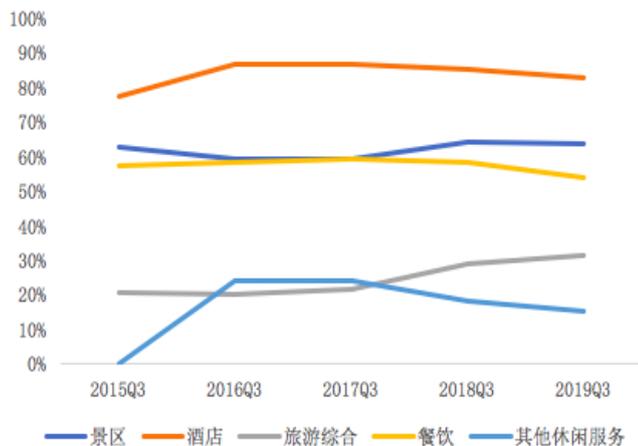
图 29：各子行业第三季度毛利率



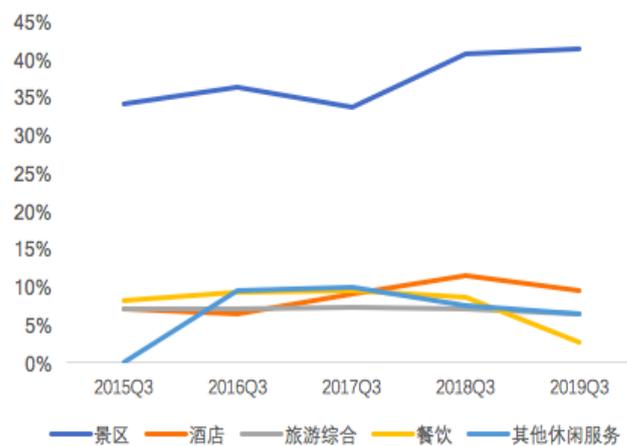
数据来源：wind，山西证券研究所

图 30：各子行业第三季度净利率

毛利率方面，酒店行业近五年均维持在 80%以上，但自 2016 年后呈现下滑趋势，2019Q3 下降 2.60pct 至 82.62%，景区、餐饮毛利率分别为 63.77% (-0.26pct)、54.08 (-4.38pct)，旅游综合毛利率上升 2.30pct 至 33.92%，其他休闲服务毛利率下降 2.83pct 至 15.44%。净利率方面，景区净利率增幅明显，2019Q3 实现 41.23% (+0.74pct)，餐饮净利率下降 6.07pct 至 2.53%，其他休闲服务净利率下降 0.93pct 至 6.41%，酒店净利率为 9.33% (-1.93pct)，旅游综合净利率为 6.25% (-0.61pct)。



数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

2.子行业及重点公司经营情况

2.1 免税——中国国旅剥离国旅总社专注免税业务

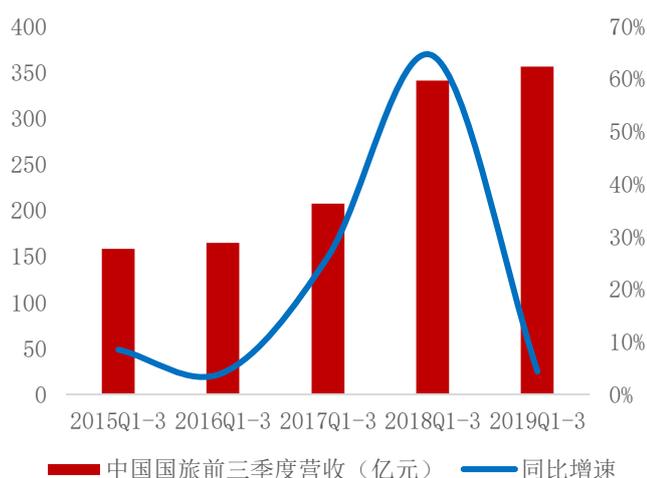
2019Q1-3 中国国旅实现营收 355.85 亿元 (+4.35%)，归母净利润 41.96 亿元 (+55.09%)，扣非归母净利润 34.17 亿元(+26.90%)。其中 2019Q3 实现营收 112.40 亿元(-13.65%)，归母净利润 9.16 亿元(+16.57%)，扣非归母净利润 9.17 亿元 (+17.24%)，剔除上市公司剥离国旅总社旅行社业务对业绩带来的影响，公司收入端、利润端稳步增长。

报告期内公司毛利率 51.16% (+9.78pct) 大幅提升，剥离毛利率较低的旅行社业务后公司将专注免税及其销售业务。销售、管理、财务费用率分别为 31.25% (+7.22pct)、2.55% (-0.40pct)、0.19% (+0.05pct)，销售费用率上升系销售费用较高的免税业务占比提高。

投资建议：公司已确定将海南免税集团（旗下拥有海口美兰机场免税店）注入上市公司体内，控股完成后将成为海南唯一经营免税业务的运营主体，对市场有绝对控制权以及利用自身渠道优势提升采购议价能力。报告期内 5 家市内免税店落地成功，拓宽免税销售渠道的同时丰富游客消费场景、扩大免税消费规模。目前国旅市值在全球免税集团中位列第四，公司管理层明确未来不断提升向上游采购端议价能力、培养自有渠道、提升整体毛利率水平，“进三争一”带动公司发展国际化。

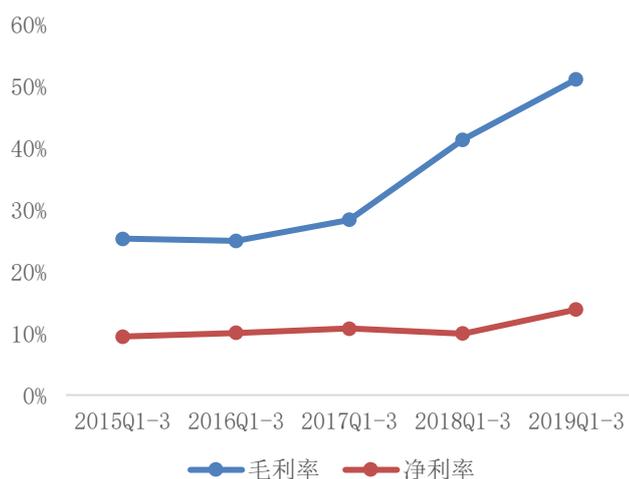
图 31：中国国旅前三季度营收及增速

图 32：中国国旅前三季度归母净利润及增速

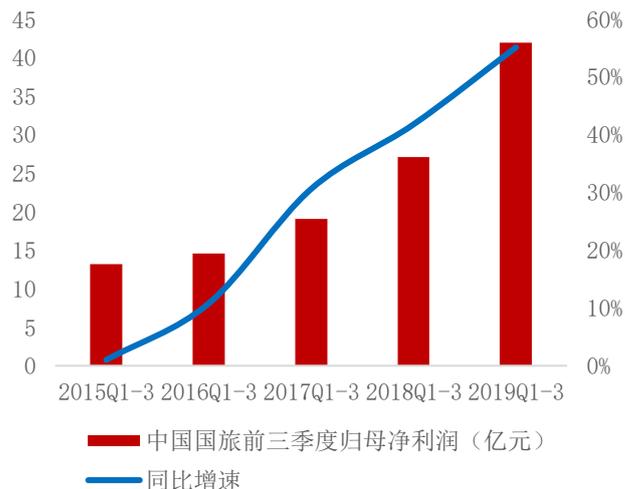


数据来源：wind，山西证券研究所

图 33：中国国旅前三季度毛利率与净利率情况

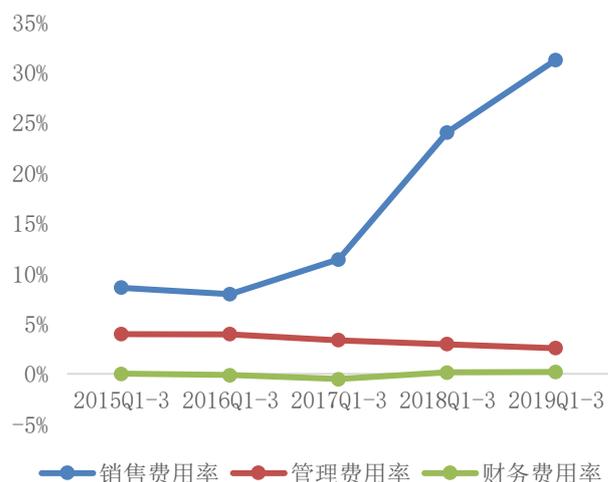


数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：中国国旅前三季度三项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

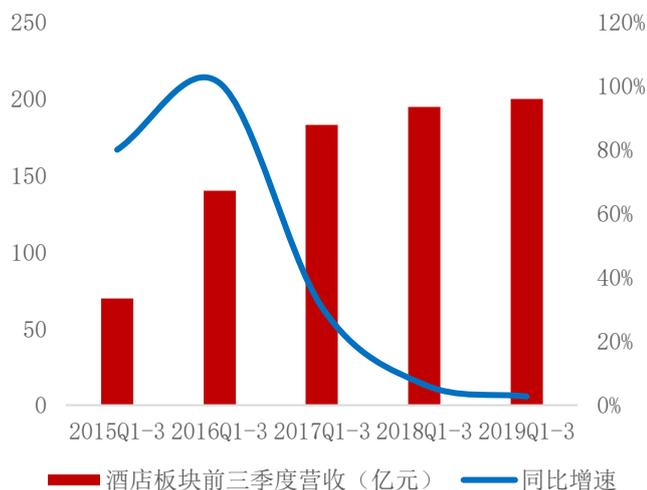
2.2 酒店——受宏观经济影响酒店经营指标仍受挤压

2019Q1-3 酒店板块实现营收 199.93 亿元 (+2.72%)，增速自 2016 年后不断下滑；归母净利润 14.54 亿元 (-3.55%)，为近 5 年首次出现负增长。两大酒店集团经营业绩：首旅酒店 2019Q1-3 实现营收 62.31 亿元 (-2.16%)，归母净利润 7.19 亿元 (-10.27%)；其中 Q3 实现营收 22.40 亿元 (-5.32%)，归母净利润 3.52 亿元 (-23.83%)；业绩同比下滑主要系直营店关店、去年同期出售燕京饭店带来投资收益所致。锦江酒店 2019Q1-3 实现营收 112.82 亿元 (+2.97%)，归母净利润 8.73 亿元 (+0.15%)；其中 Q3 实现营收 41.39 亿元

(+3.04%)，归母净利润 3.06 亿元 (-17.10%)，Q3 业绩超预期主要系铂涛、维也纳收入同比增长所致。

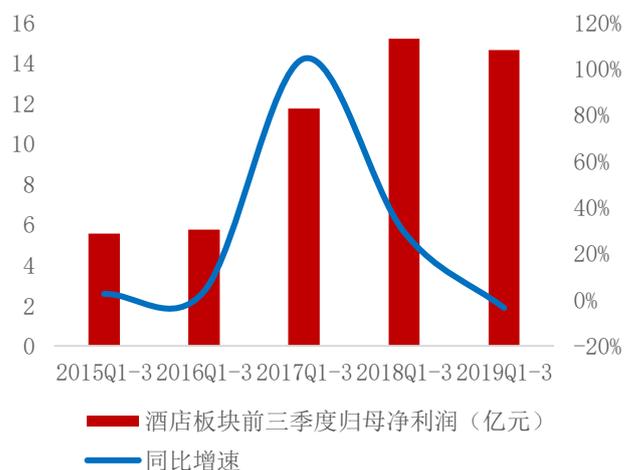
报告期内酒店板块整体毛利率 84.65% (-1.52pct)，净利率 8.14% (-0.14pct) 与上年同期基本持平。销售、管理、财务费用率分别为 49.76% (-1.58pct)、21.07% (-0.44pct)、2.70% (-0.55pct) 均呈下降趋势。

图 35：酒店板块前三季度营收及增速（亿元）



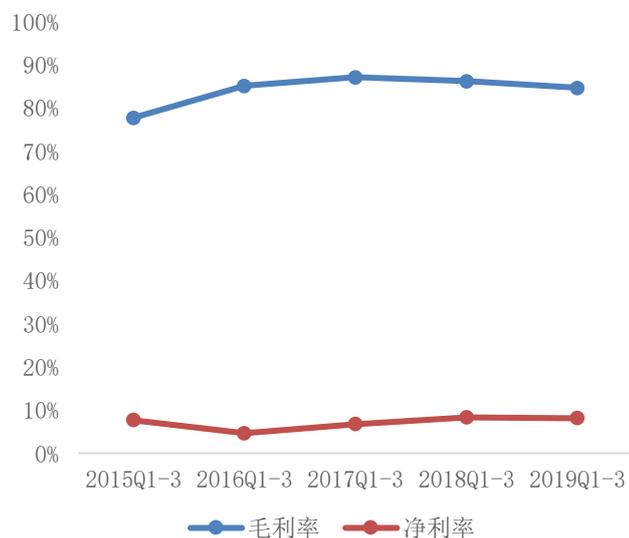
数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：酒店板块前三季度归母净利润及增速（亿元）



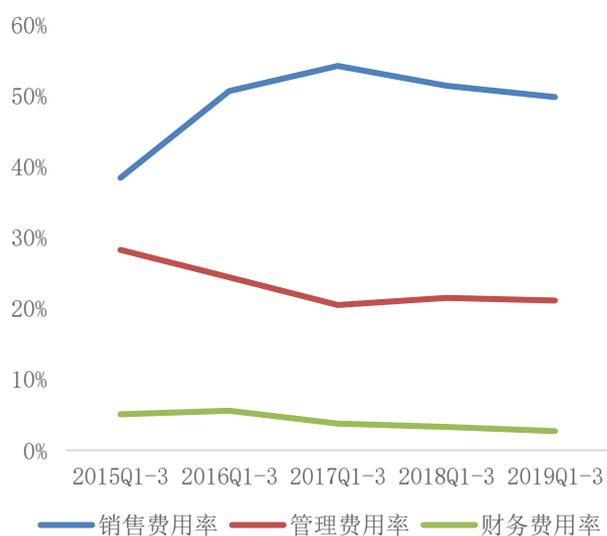
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：酒店板块前三季度毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 38：酒店板块前三季度三项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

2.2.1 首旅酒店：酒店经营增速放缓，轻资产扩张有序推进

报告期内公司营业收入较上年下降 2.16%，营业成本增长 12.05%。分业务来看，酒店运营业务营收 47.53 亿元 (-4.80%)，主要由于直营房数量因关店和升级改造减少所致；酒店管理业务持续增长，实现管理收入

11.49 亿元 (+9.52%)，特许管理酒店数量从上年期末 2918 家增长至本期末 3314 家 (+13.57%)；景区运营业务实现营收 3.29 亿元 (+0.55%)。报告期内公司营业成本 3.88 亿元 (+12.05%)，主要系酒店运营业务送餐增加、单份早餐成本增长，以及商品成本增长所致。

直营店关店及内部升级改造使得费用端微降。2019Q1-Q3 毛利率 93.77% (-0.79pct)，销售费用率 63.92% (-0.56pct) 系职工薪酬下降所致，主要由于直营酒店数量减少以及 2019 年同店 RevPAR 下滑导致计提奖金减少；管理费用率 11.87% (+0.06pct)；研发费用率 0.30% (+0.07pct) 系公司加大信息技术投入所致；财务费用率 1.58% (-0.47pct) 系公司偿还贷款所致；整体净利率 11.99% (-1.09pct)。

投资建议：公司持续扩张中高端直营酒店，在满足一线城市商旅需求的同时也下沉渠道，在二三四线城市挖掘优质物业。目前 RevPAR 已接近历史底部、Q4 数据具备可能性。

2.2.2 锦江酒店：门店有序扩张，中高端、加盟占比不断提升

截至三季度末，公司已开酒店数 8161 家，客房总量达 81.33 万间，其中加盟店 7170 家，占比 87.86% (+2.00pct)，中高端酒店 3218 家，占比 39.43% (+8.94pct)，是目前国内同等类型酒店数量最多的酒店集团。2019Q1-3 公司新开店 1107 家，已经完成上年承诺新开店 900 家，关店 135 家，净开店 718 家（较上年同期增加 499 家），新开店速度加快。

19Q3 新开店中，经济型净增 2 家、中高端净增 310 家、直营店净减 6 家、加盟店净增 318 家，公司有序扩张中高端、加盟店。锦江/铂涛/维也纳/卢浮分别净增 11/143/153/5 家。目前现有酒店中，经济型/中高端占比分别为 60.6%/39.4%，直营/加盟占比分别为 12.1%/87.9%。

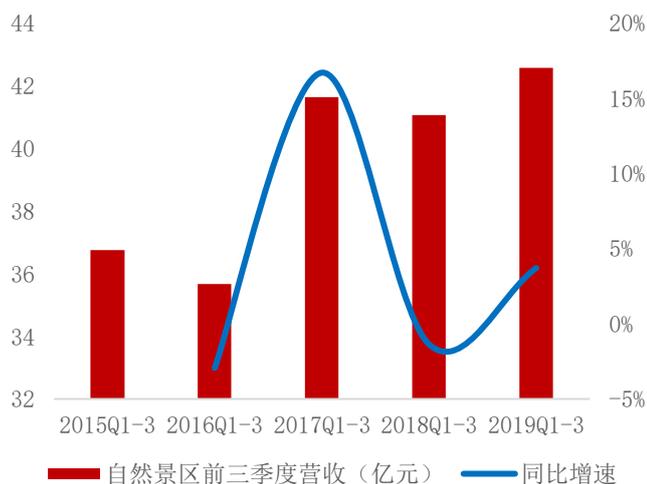
投资建议：公司全年新开店计划在三季度全部完成，渠道扩张速度逐步加快，有效巩固酒店行业龙头地位。尽管从目前酒店三大指标 RevPAR/ADR/OCC 来看经营业绩仍然承压，但具有市场占有率的龙头集团可以通过优化内生增长以及向外扩展来稳定业绩。

2.3 景区——自然景区受门票降价影响业绩承压，人工景区受促进消费政策业绩上行

自然景区 2019Q1-3 实现营收 42.57 亿元 (+3.70%)，归母净利润 9.46 亿元 (-5.02%)；休闲景区 2019Q1-3 实现营收 24.82 亿元 (-10.43%)，归母净利润 13.43 亿元 (+8.39%)，营收下降主要系宋城演艺六间房网络直播平台出表所致。在发改委指导自然景区门票降价、国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》政策指引等背景下，我们更加推荐复制能力较强、景区承载容量大、消费形式多元的人工景区。

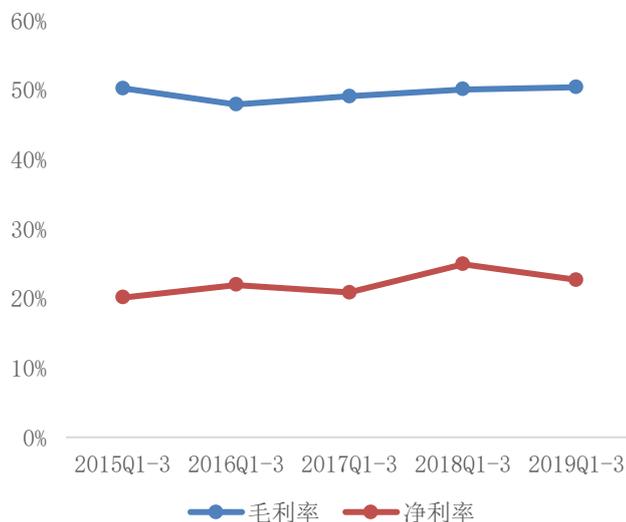
2019Q1-3 自然景区实现毛利率 50.35% (+0.30pct)，净利率 22.61% (-2.28pct)，期间整体费用率 20.46% (-0.72pct)；人工景区实现毛利率 72.67% (+2.23pct)，净利率 55.18% (+10.81pct)，期间整体费用率 13.55% (-3.05pct)。两类景区相比较人工景区实现了高毛利率、高净利率、低费用率，主要系板块内复制能力较强的宋城演艺带动业绩提升。

图 39：自然景区前三季度营收及增速（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

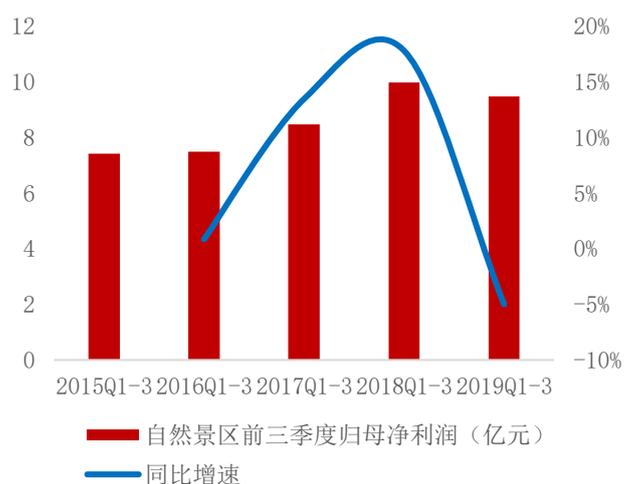
图 41：自然景区前三季度毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

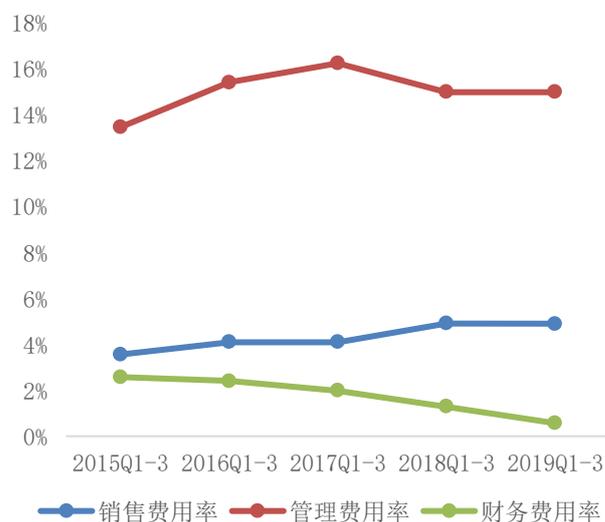
图 43：休闲景区前三季度营收及增速（亿元）

图 40：自然景区前三季度归母净利润及增速（亿元）



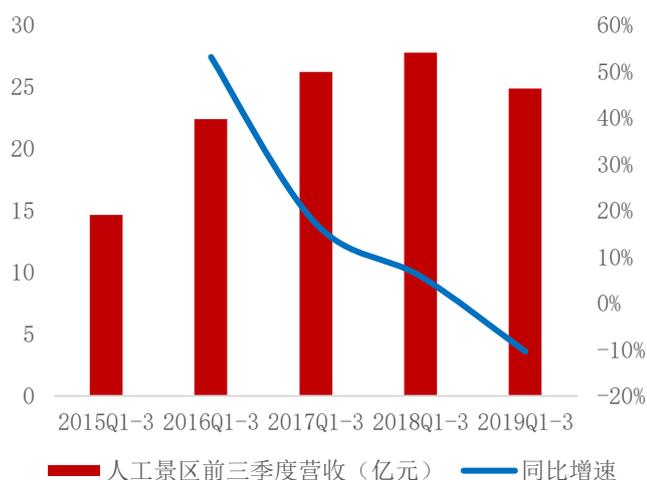
数据来源：wind，山西证券研究所

图 42：自然景区前三季度三项费用率情况



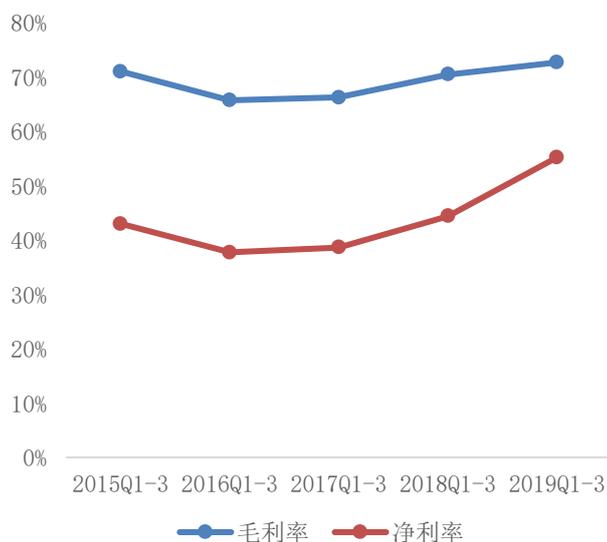
数据来源：wind，山西证券研究所

图 44：休闲景区前三季度归母净利润及增速（亿元）

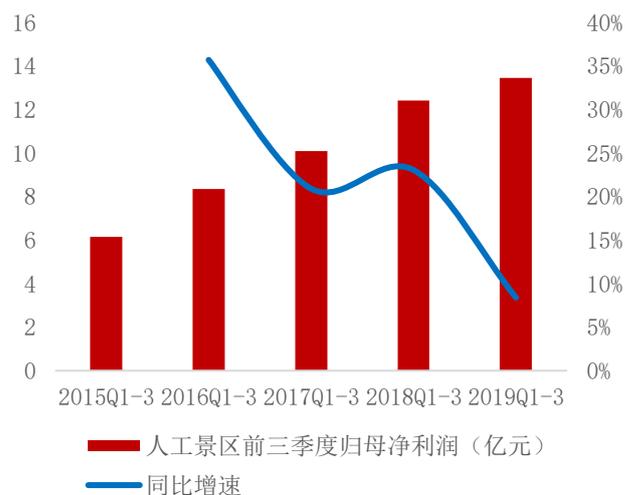


数据来源：wind，山西证券研究所

图 45：休闲景区前三季度毛利率与净利率情况

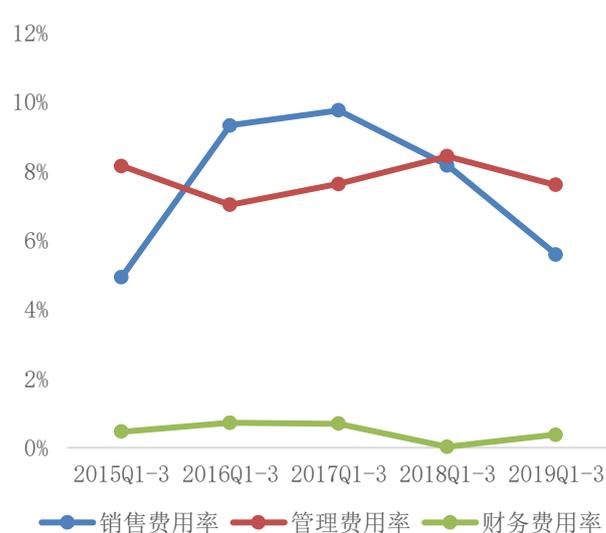


数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

图 46：休闲景区前三季度三项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

2.3.1 宋城演艺：主营景区增速稳定，珠海演艺谷打造多元化演艺产品

公司前三季度实现营收 22.06 亿元 (-10.71%)，归母净利润 12.70 亿元 (+10.69%)，其中 2019Q3 实现营收 7.89 亿元 (-17.81%)，归母净利润 4.85 亿元 (+0.56%)。利润表指标下滑主要系六间房与密境和风重组出表所致，剔除数字娱乐平台财务影响公司利润增长符合预期。公司前三季度实现营收 18.23 亿元 (+17.56%)，实现利润总额 12.49 亿元 (+17.23%)，归母净利润 10.07 亿元 (+17.98%)。2019Q3 实现营收 7.89 亿元 (+19.67%)，实现利润总额 5.68 亿元 (+21.42%)，归母净利润 4.62 亿元 (+24.05%)。

主要景区表现稳定，新开业项目反馈良好。期内杭州景区受暑假旅游营销策略推动业绩有小幅增长；三亚景区客流受海南旅游市场大环境影响出现略微下滑；丽江景区延续上半年增长势头保持 30%增速；桂林景区表现超预期，客流增长超 30%；新开业的张家界千古情游客反馈良好。

珠海演艺谷项目投建，打造多元化演艺产品 4.0 版本。9 月 30 日公司公告显示预计投资 30 亿元在珠海打造宋城演艺谷项目，新项目选址距离港珠澳大桥珠海段约 20 公里，借助粤港澳大湾区区位优势明显。公司旨在将珠海演艺谷打造成集剧院、主题文化区、亲子体验区、主题客房为一体的多元化立体式旅游体验目的地，该项目将成为公司五到十年战略发展布局重要举措，有助于公司培育新的利润增长点。

投资建议：公司存量项目丰富，西安/上海 / 佛山 / 西塘项目预计明年开业运营；从张家界项目游客反馈来看异地复制较为成功；近期投建珠海演艺谷项目有望成为公司中长期利润增长点。

3.风险提示

宏观经济波动；

免税政策变化；

酒店行业供需变化；

景区门票下降风险；

行业增速不及预期风险。

突发事件或不可控灾害风险。

表 2：2019Q3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
景区	人工景区	宋城演艺	7.89	-17.81%	4.850	0.56%	79.87%	0.061	61.97%	0.120
		大连圣亚	1.45	-9.14%	0.654	-21.20%	79.74%	(0.117)	44.71%	(0.075)
	自然景区	桂林旅游	1.75	-3.89%	0.451	-9.42%	47.67%	(0.059)	22.40%	(0.028)
		黄山旅游	5.10	0.47%	1.679	-16.88%	61.85%	(0.001)	34.84%	(0.068)
		西藏旅游	0.76	4.83%	0.175	-51.84%	57.88%	(0.175)	24.75%	(0.274)
		张家界	1.54	-12.08%	0.316	-8.84%	41.06%	(0.005)	20.64%	0.010
		峨眉山 A	3.44	6.65%	1.092	10.52%	47.69%	0.002	31.72%	0.011
		长白山	2.57	-6.58%	1.056	-11.18%	59.35%	(0.016)	41.18%	(0.021)
		天目湖	1.67	12.78%	0.612	34.30%	73.72%	0.020	41.09%	0.061
		九华旅游	1.27	9.06%	0.266	33.08%	46.01%	0.047	20.97%	0.038
酒店	酒店	华天酒店	4.48	97.26%	(0.458)	-26.45%	39.99%	(0.152)	-11.50%	0.261
		西安旅游	2.95	2.07%	0.011	-128.91%	4.22%	(0.008)	-0.33%	0.011
		大东海 A	0.04	-37.06%	(0.012)	68.09%	38.84%	(0.147)	-31.64%	(0.198)
		首旅酒店	22.40	-5.32%	3.516	-23.83%	93.11%	(0.009)	15.66%	(0.040)
		锦江酒店	41.39	3.04%	3.055	-17.10%	90.05%	0.007	8.86%	(0.015)
		金陵饭店	3.66	25.82%	0.237	84.28%	49.99%	(0.097)	9.71%	0.030
旅游综合	旅游综合	岭南控股	24.87	16.18%	0.576	-6.82%	13.59%	(0.024)	2.73%	(0.004)
		凯撒旅游	24.98	-20.94%	1.537	-34.60%	16.56%	(0.017)	7.03%	(0.007)
		丽江旅游	2.40	10.39%	0.867	3.23%	75.28%	0.020	44.62%	0.035
		云南旅游	5.82	77.13%	0.284	-2790.53%	16.12%	(0.033)	5.38%	0.056
		三特索道	2.39	1.10%	0.552	-11.40%	64.42%	0.006	25.46%	(0.025)
		众信旅游	38.42	6.08%	0.046	-93.54%	8.99%	(0.016)	0.34%	(0.021)
		腾邦国际	11.52	-40.14%	(1.005)	-250.16%	0.84%	(0.139)	-12.03%	(0.165)
		中青旅	36.92	9.83%	1.626	14.77%	23.39%	(0.000)	6.36%	0.001
		国旅联合	1.17	134.18%	0.078	-207.06%	28.51%	0.089	15.08%	0.274
		海航创新	0.03	11.83%	(0.240)	-22.84%	-14.74%	(0.552)	-780.63%	3.508
		曲江文旅	3.39	-5.89%	0.375	-10.76%	31.49%	0.014	11.00%	(0.010)
中国国旅	112.40	-13.65%	9.164	16.57%	51.40%	0.098	9.52%	0.011		
餐饮	餐饮	西安饮食	1.32	9.42%	(0.071)	236.61%	33.20%	(0.012)	-5.49%	(0.034)
		全聚德	4.33	-11.15%	0.203	-59.98%	60.45%	(0.039)	4.97%	(0.063)
其他休闲服务	其他休闲服务	科锐国际	9.41	29.53%	0.506	14.43%	15.44%	(0.028)	6.41%	(0.009)

资料来源：wind，山西证券研究所

表 3：2019Q1-3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
景区	人工景区	宋城演艺	22.06	-10.71%	12.701	10.69%	73.34%	0.03	58.91%	0.128
		大连圣亚	2.76	-8.01%	0.730	-20.02%	67.27%	(0.053)	25.35%	(0.047)
	自然景区	桂林旅游	4.75	8.24%	0.550	-30.45%	45.62%	(0.040)	6.93%	(0.087)
		黄山旅游	12.39	4.08%	3.360	-20.16%	57.29%	0.002	28.83%	(0.083)
		西藏旅游	1.56	5.66%	0.250	21.78%	54.47%	0.009	16.48%	0.018
		张家界	3.24	-11.39%	0.398	-27.29%	35.09%	(0.023)	12.32%	(0.025)
		峨眉山 A	8.73	3.04%	1.863	10.34%	43.21%	0.004	21.32%	0.014
		长白山	3.85	0.40%	0.821	6.59%	41.02%	0.003	21.31%	0.012
		天目湖	3.87	5.31%	1.149	21.48%	69.14%	0.020	33.99%	0.043
		九华旅游	4.17	14.96%	1.072	33.60%	51.63%	0.033	25.70%	0.036
酒店	酒店	华天酒店	8.82	25.01%	(1.823)	-11.32%	47.43%	(0.063)	-24.91%	0.153
		西安旅游	6.55	4.89%	(0.045)	-57.04%	5.20%	(0.006)	-1.01%	0.008
		大东海 A	0.18	-18.57%	(0.004)	-167.03%	56.70%	(0.037)	-2.23%	(0.049)
		首旅酒店	62.31	-2.16%	7.192	-10.27%	93.77%	(0.008)	11.99%	(0.011)
		锦江酒店	112.82	2.97%	8.732	0.15%	89.73%	0.000	9.01%	(0.000)
		金陵饭店	9.26	17.67%	0.599	-0.12%	53.41%	(0.093)	9.82%	(0.011)
旅游综合	旅游综合	岭南控股	61.60	16.73%	2.380	46.92%	13.80%	(0.021)	4.30%	0.011
		凯撒旅游	59.47	-14.15%	2.162	-30.65%	16.42%	(0.019)	4.19%	(0.008)
		丽江旅游	5.58	-0.29%	1.848	-8.94%	71.50%	(0.010)	39.52%	0.012
		云南旅游	15.74	42.90%	0.633	2489.76%	17.19%	(0.065)	3.98%	0.020
		三特索道	5.23	3.76%	0.180	-88.66%	58.35%	0.022	5.24%	(0.274)
		众信旅游	95.88	1.62%	1.147	-45.09%	10.39%	(0.005)	1.34%	(0.013)
		腾邦国际	31.68	-29.25%	(1.345)	-145.75%	12.05%	(0.054)	-4.63%	(0.128)
		中青旅	95.45	6.90%	5.448	-0.33%	24.36%	0.003	8.35%	(0.006)
		国旅联合	2.56	30.59%	(0.022)	-86.89%	24.03%	0.037	4.93%	0.105
		海航创新	0.06	25.02%	(0.495)	1139.90%	-35.38%	(0.037)	-821.39%	(7.430)
		曲江文旅	9.89	0.16%	1.025	-9.59%	31.20%	0.007	10.39%	(0.012)
中国国旅	355.84	4.35%	41.956	55.09%	51.16%	0.098	13.85%	0.039		
餐饮	餐饮	西安饮食	3.94	5.10%	(0.237)	467.25%	31.79%	(0.028)	-6.16%	(0.048)
		全聚德	11.91	-12.62%	0.526	-59.09%	58.92%	(0.034)	4.27%	(0.059)
其他休闲服务	其他休闲服务	科锐国际	26.16	80.14%	1.149	24.81%	14.34%	(0.056)	5.33%	(0.022)

资料来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

