

社会服务

社会服务行业 2019 年三季报总结

超配

(维持评级)

2019 年 11 月 13 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



行业专题

板块 Q3 持续分化，长守龙头短兼风格

相关研究报告:

《国信证券-餐饮行业系列专题:从美股餐饮龙头寻找行业估值的锚》——2019-11-11  
 《韩国免税行业重磅专题:韩国市内免税 40 年启示录:牌照之上,规模永恒》——2019-10-22  
 《社会服务行业 10 月投资策略:短期关注三季报业绩,四季度逢低布局明年》——2019-10-14  
 《黄金周点评暨三季报前瞻:黄金周平稳但免税一马当先,预计板块三季报平稳增长》——2019-10-09  
 《社会服务行业 9 月投资策略:短期可适度关注前期超跌弹性品种》——2019-09-16

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

● Q1-3: 整体增速放缓,子板块分化,重点公司强者恒强

前三季度,受宏观经济、门票降价及权重股部分业务剥离影响,旅游板块整体营收+1.5%、业绩+6.4%、扣非+1.2%,增速较去年同期 20-26%的增速明显放缓;其中重点公司扣非+3.1%优于整体。子板块分化,免税、演艺剔除剥离业务影响,业绩分别+32%/+18%,弱市下依旧亮眼。酒店虽受宏观影响,但通过加盟扩张和控费增效等扣非主业增 15%,略好于市场悲观预期。出境游受宏观、汇率及部分目的地拖累,业绩下滑近 76%。景区虽门票降价,但控费增效下扣非业绩仅微降 4%,部分龙头仍有支撑。餐饮中广州酒家业绩(+9%)略超预期。

● Q3: 宏观及门票降价影响下承压,免税&演艺有支撑

受上述因素影响,Q3 板块较上半年进一步承压。Q3 板块整体收入下滑 4.8%,若剔除国旅、宋城剥离业务扰动影响则增长 5.9%;业绩下滑 10.7%,环比下滑幅度加大(Q2-5.7%),均处于近几年较低位置。其中免税表现良好,中国国旅 Q3 免税收入业绩各增 24%/21%;演艺依旧稳健,宋城演艺 Q3 主业收入+20%、业绩+24%(扣非+24%);锦江酒店、首旅酒店扣非业绩分别增 22%/2%,展店加速支撑主业成长;餐饮广州酒家 Q3 业绩+9%,整体业务增势良好。

● 基金持仓:重仓持股比提升,陆股通增持宋城&国旅

截至 Q3 社服板块基金重仓持股比为 1.62%,环比提升 0.19pct。基金前五大重仓股分别为中国国旅、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店及广州酒家,其中宋城演艺环比增持明显+4.37pct,首旅酒店、中国国旅环比+0.91pct/+0.14pct,锦江酒店、广州酒家有所下滑。陆股通明显增持宋城演艺(+0.65pct)和广州酒家(+0.55pct);中国国旅微增;锦江酒店平稳;首旅酒店沪股通有所减持。

● 投资建议:维持板块“超配”,长守优质白马,短看风格拐点

维持板块“超配”评级。结合旅游板块三季报总结的情况,中长线来看,我们仍建议战略上聚焦优质龙头,如中国国旅(长期坚定看好,短期估值可能在市场震荡格局中随情绪波动)、宋城演艺(明年上半年核心推荐)、中公教育等。短期来看,考虑市场情绪变化及对明年经济预期变化,我们建议关注部分拐点型细分龙头,出境游龙头凯撒旅游(个股逻辑大于行业逻辑)、酒店龙头首旅酒店、锦江酒店(行业逻辑为主)、景区龙头(峨眉山 A)等。综合推荐:宋城演艺、中国国旅、中公教育、凯撒旅游、首旅酒店、锦江酒店、峨眉山 A、广州酒家、天目湖、黄山旅游、众信旅游、美吉姆、科锐国际、中青旅、三特索道等。

● 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

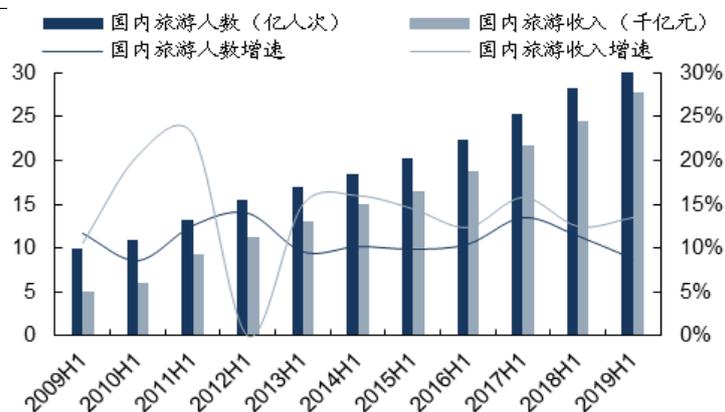
公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300144	宋城演艺	买入	28.99	42,111	0.93	0.99	31.2	29.4
601888	中国国旅	买入	86.92	169,709	2.39	2.62	36.3	33.1
002607	中公教育	增持	19.66	121,251	0.28	0.38	71.4	51.6
000796	凯撒旅游	增持	7.47	5,998	0.21	0.28	34.8	26.7
600258	首旅酒店	买入	18.35	18,125	0.82	0.96	22.5	19.1

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

## 旅游行业：上半年行业平稳，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，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%)，整体增长仍然平稳。2019 年上半年入境旅游 7269 万人次，同增 5.0%，整体保持平稳；我国公民出境旅游 8129 万人次，同比增长 14.0%，增速较去年 (+15.0%) 略有放缓，其中人数占比高的港澳游、韩国游 (+29.1%) 明显复苏，系驱动出境游增长的主因。但需要说明的是，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 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

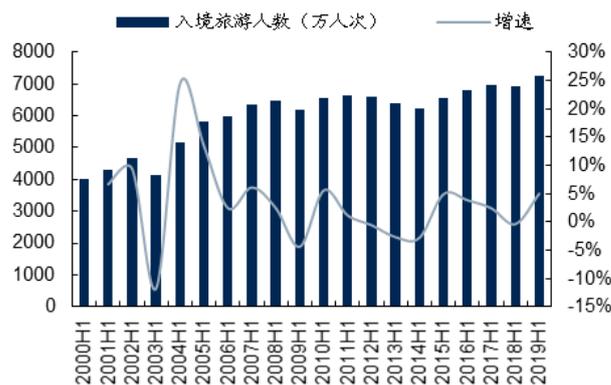
图 2：2019 年上半年出境游人数增 14%



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%



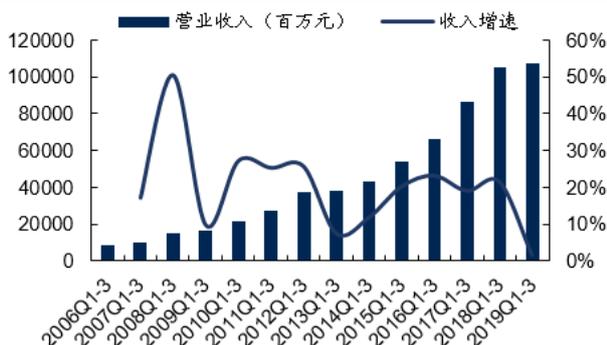
资料来源：Wind，中旅院，国信证券经济研究所整理

从各子行业来看，免税、演艺整体表现良好。免税主要受益于行业整合及海南免税促销，海南离岛免税持续保持较快增长，但香港事件可能会对中国国旅香港机场及京沪机场免税有所拖累；演艺受益于龙头企业的品牌扩张及旅游市场的规范整合，新增优质项目表现良好；酒店整体持续承压，主要是受宏观经济压力及自身高基数影响，RevPAR 增长承压，但加盟扩张仍维持较好态势。出境游方面景气度一般，目的地分化明显；自然景区客流增长相对稳定，但门票降价压力带来后续成长压力；博彩受宏观经济影响明显，今年以来增长乏力。

## 宏观承压等影响下，前三季度板块增长放缓

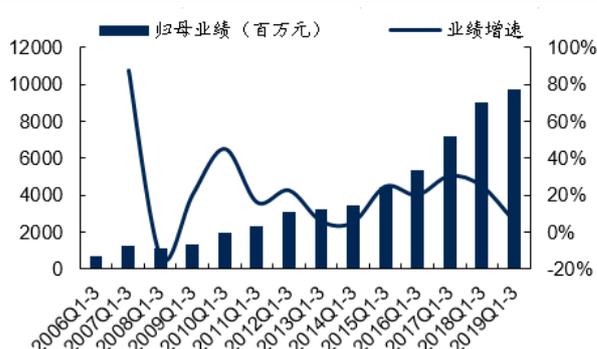
2019 年前三季度，在宏观经济承压、景区门票降价政策及权重股中国国旅、宋城演艺部分业务剥离等背景下，旅游板块的营收和业绩增速较去年同期明显放缓。总体来看，在考虑追溯调整影响后，国信旅游板块 2019 年前三季度收入增长 1.54%，较去年同期增速 (+21.42%) 大幅放缓；业绩增长 6.36%，较 2018 年前三季度增速 (+25.03%) 承压明显，既有基数较高带来的压力，更主要是前述因素所致；扣非业绩增速为 1.22% (去年同期+25.87%)，较去年同期大幅放缓。

图 4：2019 年前三季度旅游板块营业收入同增 1.5%



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。

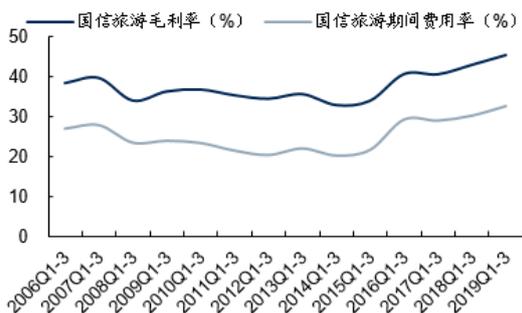
图 5：2019 年前三季度旅游板块净利润同增 6.4%



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。

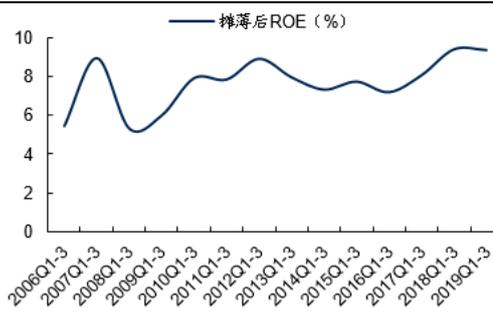
通过分析旅游板块前三季度盈利能力，我们发现 2019 年前三季度旅游板块上市公司毛利率和期间费用率同比有所提升，摊薄后 ROE 略有下滑。如图 6 所示，2019 年前三季度，旅游板块毛利率（整体法）为 45.16%，较去年同期上升 2.42pct，主要系免税及演艺板块权重公司剥离非主业带来毛利率提升；期间费用率（整体法）为 32.45%，较去年同期上升 2.35pct。此外摊薄后 ROE（整体法）为 9.37%，同比下滑 0.04pct。

图 6：2006-2019 年前三季度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：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

图 7：2006-2019 年前三季度旅游板块 ROE 走势



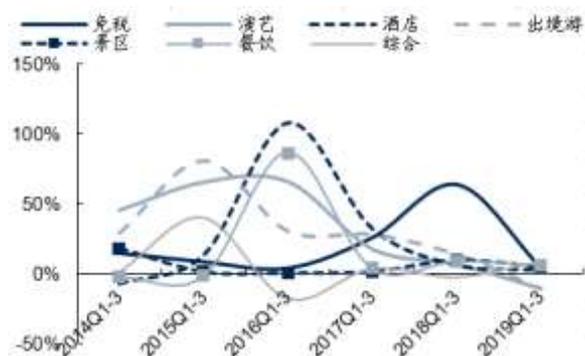
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

### 子板块分化：免税、演艺增速良好，其余子行业相对承压

为了分析子行业的变化趋势，我们将纳入旅游板块的 31 个上市公司（与以往相比，新智认知剔除组合）分为 7 个子板块。分别是免税（中国国旅）、演艺（宋城演艺）、酒店（锦江酒店、首旅酒店、金陵饭店、华天酒店、大东海 A）、出境游（众信旅游、凯撒旅游、腾邦国际）、景区（张家界、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、九华旅游、天

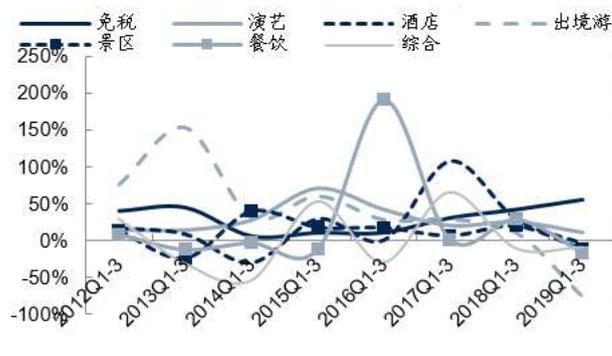
目湖)、**餐饮**(西安饮食、全聚德、广州酒家)和**综合**(岭南控股、西安旅游、云南旅游、国旅联合、号百控股、曲江文旅、西藏旅游)。

图 8: 2014-2019 年前三季度各板块收入增速



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 9: 2014-2019 年前三季度各板块业绩增速



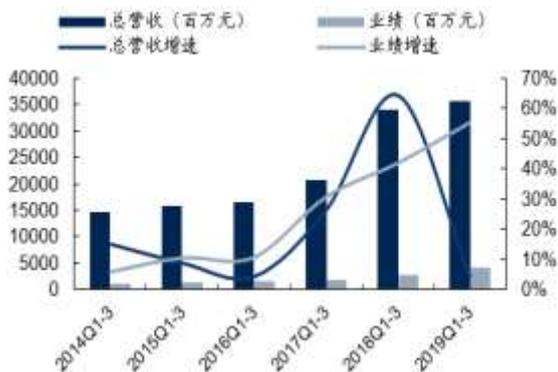
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算均考虑了追溯调整的影响。

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,其中中国国旅剔除剥离国旅总社、宋城演艺剔除剥离六间房影响。从收入增长来看,2019 年前三季度,免税(约 42%)>演艺(17.56%)>综合(9.10%)>餐饮(6.44%)>景区(5.29%)>酒店(2.65%)>出境游(-10.25%)。从各板块的业绩增长来看,免税(约 32%)>演艺(17.98%)>酒店(-3.85%)>综合(-9.27%)>景区(-11.80%)>餐饮(-16.18%)>出境游(-75.89%)。

**免税板块**收入业绩增长表现依旧靓丽。中国国旅在宏观经济承压、香港暴力事件背景下取得良好增长。前三季度收入同增 4.35%,业绩同增 55.09%(扣非后增 26.90%),剔除国旅总社剥离以及由此带来的非经扰动影响,公司前三季度收入增长约 42%,业绩增长约 32%。主要系三亞免税店持续高增长+传统免税依托海免批发助力,此外香港事件一定程度拖累 Q3 日上及香港机场烟酒段,以及新增 5 家市内免税店开办费用部分拖累业绩增长。

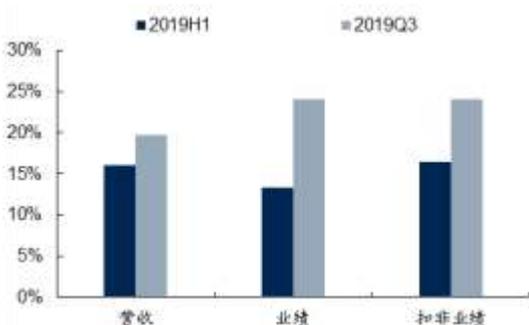
**演艺板块**保持良好增长,剔除六间房影响,前三季度宋城演艺收入、业绩均同增约 18%,扣非业绩增速接近 20%,略超预期,主要系新项目(桂林、张家界)表现良好+轻资产确认+存量项目平稳。

图 10: 中国国旅 2019 年前三季度收入和业绩增长情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 宋城演艺剔除六间房影响的旅游演艺主业增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

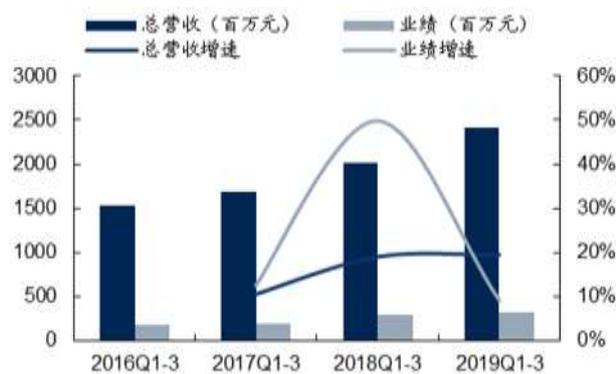
**酒店板块**在宏观经济承压&去年高基数&加盟扩张综合影响下收入(+2.65%)、业绩(-3.85%)放缓明显(去年同期+6.15%/+28.77%)。首旅酒店收入下滑 2.16%、业绩受 18Q3 燕京饭店非经扰动同减 10.27%、扣非业绩同增 3.75%,锦江酒店整体平稳,收入增 2.97%、业绩增 0.15%、扣非业绩增 18.08%略好于预期。

**出境游板块**受外围经济环境、部分目的地拖累及去年高基数影响，收入(-10.25%)、业绩(-75.89%)下滑明显，其中**凯撒旅游**前三季度收入-14.15%、业绩-30.65%（扣非-46.30%），旅游主业及食品业务均表现承压、费用率上升所致。**众信旅游**收入+1.63%、业绩-45.09%（扣非-42.89%），市场竞争加剧下毛利率下滑、费用增长较快。

**景区板块**受景区门票降价政策影响，收入同增 5.29%、业绩下滑 11.80%，主要系黄山旅游及三特索道非经扰动影响，扣非业绩下滑 4.47%，门票降价下表现相对平稳。**峨眉山 A**略超预期，收入+3.04%、业绩+10.34%，公司客流平稳+索道业务持续发力+控费良好。**中青旅**表现平稳，前三季度收入+6.90%、业绩-0.33%（扣非-5.43%），主要系中青博联亮眼（世国会及大项目拓展）+乌镇平稳+古北水镇 Q3 企稳（收入-5.59%/业绩-17%，其中有地产投资损失影响）。

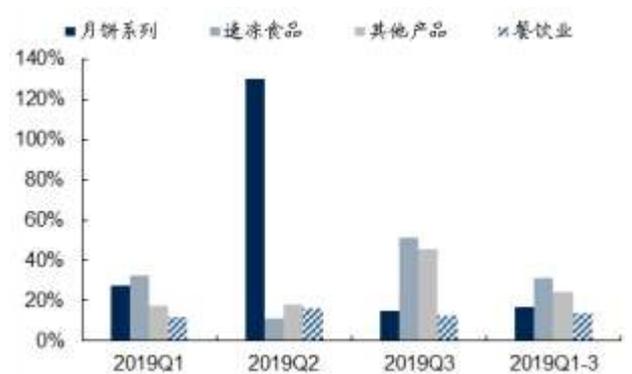
**餐饮板块**整体有所承压，收入同增 6.44%、业绩同降 16.18%。**广州酒家**表现良好，收入+19.60%、业绩+9.12%，食品收入增速良好，省外渠道继续发力。

图 12: 广州酒家 2019 年前三季度收入业绩表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 广州酒家前三季度分业务增长情况

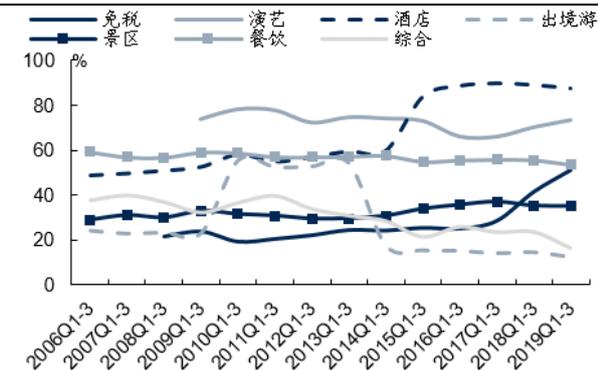


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率方面**，2019 前三季度，各子板块整体毛利率排序为：酒店（87.34%）> 演艺（73.34%）> 餐饮（53.48%）> 免税（51.16%）> 景区（35.15%）> 综合（16.43%）> 出境游（12.39%）。**免税板块**毛利率提升明显（+9.78pct），主要系中国国旅剥离国旅总社低毛利率业务所致；**演艺板块**毛利率（同比+3.16pct）改善主要系六间房出表等因素影响；**景区板块**毛利率同比下滑 0.15pct，预计受景区门票降价影响；**酒店、餐饮及出境游板块**毛利率分别下降 1.50/2.09/2.17pct，预计主要受宏观经济欠佳、去年同期高基数等因素影响。

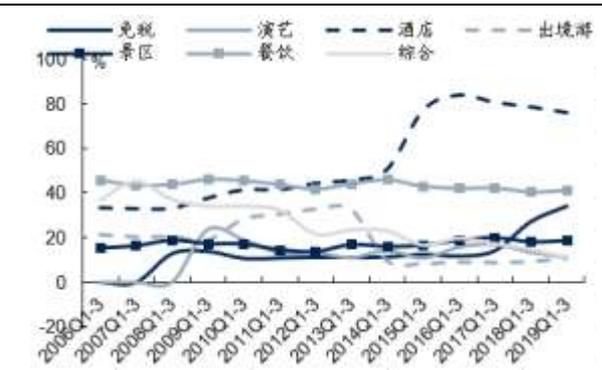
2019 年前三季度，各子板块的**期间费用率**为酒店（75.79%）> 餐饮（41.16%）> 免税（33.99%）> 景区（18.67%）> 演艺（11.22%）> 综合（10.95%）> 出境游（10.91%）。其中免税板块费用增约 6.87pct，主要系受国旅总社剥离影响。

图 14: 2006-2019 年前三季度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

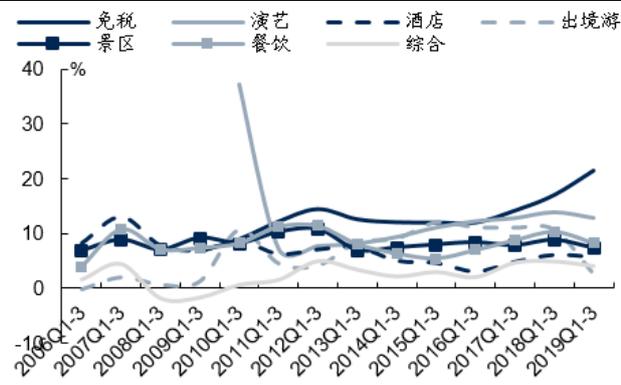
图 15: 2006-2019 年前三季度各子板块期间费用率走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

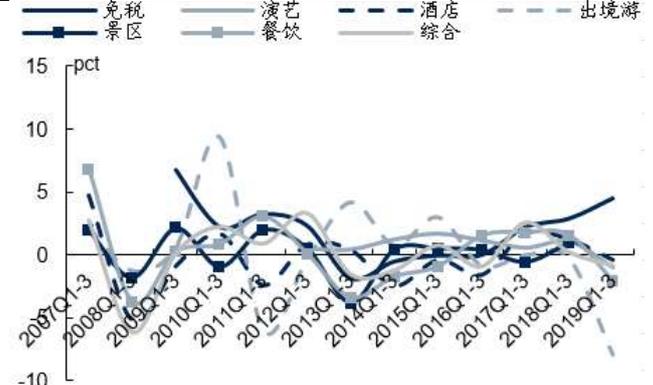
此外，从净资产收益率 ROE 的变化来看，2019 年前三季度，除免税板块同增 4.48pct（聚焦免税主业所致），其他板块均有不同程度的下滑。具体各子板块 2019 年前三季度摊薄 ROE 排序为：免税（21.54%）>演艺（12.80%）>餐饮（8.30%）>景区（7.25%）>酒店（5.72%）>综合（3.93%）>出境游（2.59%）。

图 16: 2006-2019 年前三季度各子板块 ROE 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2007-2019 年前三季度各子板块 ROE 同比增长



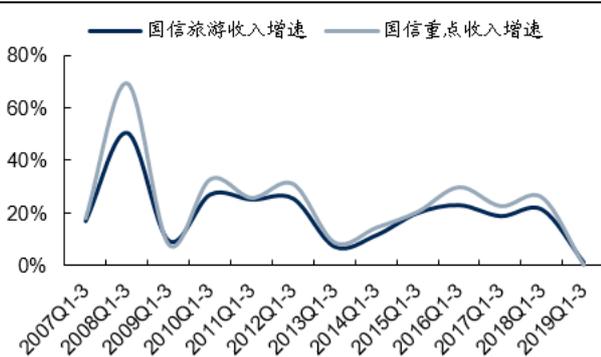
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**重点公司：前三季度收入平稳，业绩增 8.3%，业绩增速优于板块整体**

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、锦江酒店、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。

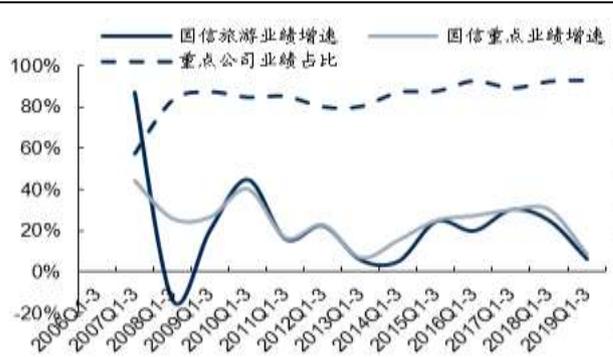
在考虑了追溯调整影响后，旅游重点公司 2019 年前三季度收入同增 0.43%（板块整体+1.54%），归母业绩增 8.30%（板块整体+6.36%），扣非后业绩增 3.14%（板块整体 1.22%），剔除部分权重股剥离业务影响，重点公司总体表现相对优于板块整体。综合来看，免税、演艺业绩保持较快增长，餐饮重点公司表现稳健，酒店、景区重点公司增长放缓，出境游重点公司业绩下滑压力较大。此外，2019 年重点公司净利润占旅游板块整体净利润比例达 93%，是板块整体业绩的坚实支撑。

图 18: 2019 年前三季度重点公司营收同增 0.4%



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 19: 2019 年前三季度重点公司业绩同增 8.3%

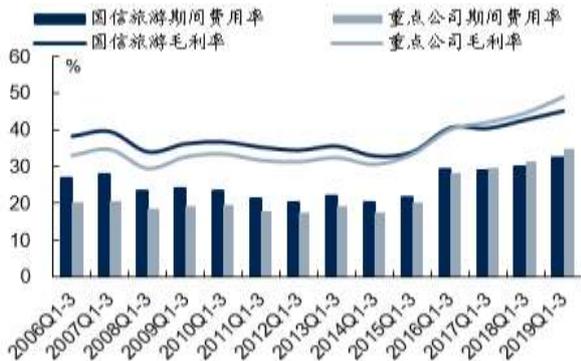


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 以上测算考虑了追溯调整的影响

具体来看，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同增 4.35%；广州酒家、桂林旅游也实现了较快增长，分别同增 19.60%/8.24%；中青旅、天目湖、黄山旅游、峨眉山 A 及众信旅游表现平稳，分别同增 6.90%/5.31%/4.08%/3.04%/1.63%；宋城演艺收入同比下滑 10.71%，主要系六间房出表所致；此外凯撒旅游、首旅酒店经营承压收入分别下滑 14.15%/2.16%。

从业绩方面看，权重股中国国旅、宋城演艺业绩分别同增 55.09%/10.69%，增速靓丽对重点公司业绩增长提供强有力支撑；此外天目湖、峨眉山 A 及广州酒家也实现较快增长，业绩同增 21.48%/10.34%/9.12%；锦江酒店平稳、首旅酒店业绩下滑 10.27%；凯撒旅游、众信旅游则明显承压，分别下滑 30.65%/45.09%。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 年前三季度重点公司整体毛利率为 48.87%，高于板块整体水平（45.16%），较去年同期增长 4.35pct，主要是中国国旅剥离国旅总社影响；期间费用率为 34.90%，略高于旅游板块整体水平（32.45%），较去年同期上升 3.41pct，主要系部分景区及出境游公司拖累；从摊薄后 ROE 来看，2019 年前三季度重点公司摊薄后 ROE 为 11.04%，高于板块整体水平，较去年同比微降 0.07pct。

图 20：前三季度重点公司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

图 21：前三季度重点公司整体 ROE 走势



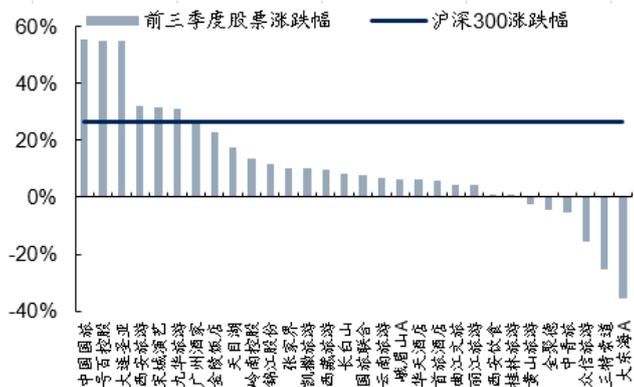
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 板块复盘：旅游板块累计上涨 28%，免税及演艺涨幅居前

前三季度，旅游板块累计涨幅为 28.25%，整体涨幅略高于沪深 300 指数（+26.70%），主要系业绩表现良好、基本面相对有支撑的免税、演艺、餐饮龙头推动，但在宏观经济欠佳、景区政策性门票降价及去年同期高基数等背景下，景区、酒店、出境游等板块相对收益有所承压。

个股方面，中国国旅、宋城演艺、广州酒家和天目湖领涨，酒店龙头锦江酒店及首旅酒店表现相对平稳，自然景区、出境游公司相对承压。具体来看，前三季度，中国国旅股价涨幅为 55.59%，主要系公司收入业绩增速良好，长线逻辑有支撑；宋城演艺同期股价涨幅为 31.59%，公司存量演艺项目稳定增长，新开项目表现靓丽，持续验证公司商业模式优势；广州酒家和天目湖同期股价涨幅分别为 25.72%/17.62%。跌幅后三名分别为大东海 A（-35.34%）、三特索道（-25.09%）和众信旅游（-15.38%）。

图 22：前三季度国信旅游板块累计涨跌幅



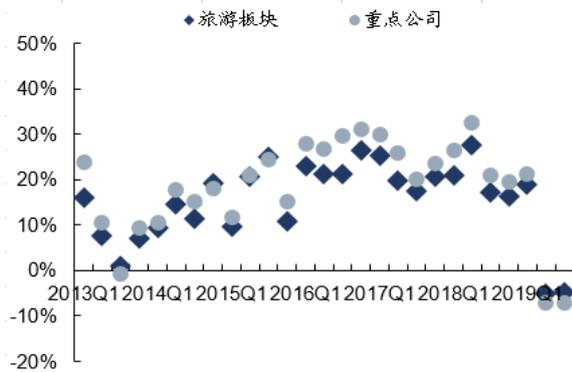
数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### Q3: 板块整体增速放缓，免税/演艺仍有支撑

从各季度变化来看，国信旅游板块 2019Q3 收入下滑 4.84%，连续两个季度出现下滑（Q2-5.09%），系权重公司中国国旅和宋城演艺业务剥离、宏观经济承压、景区门票降价及去年同期相对高基数影响。板块 2019Q3 业绩同比下滑 10.65%，环比下滑幅度（Q2-5.67%）进一步加大，但中国国旅、宋城演艺表现依旧稳健，仍取得较为亮眼的成绩。

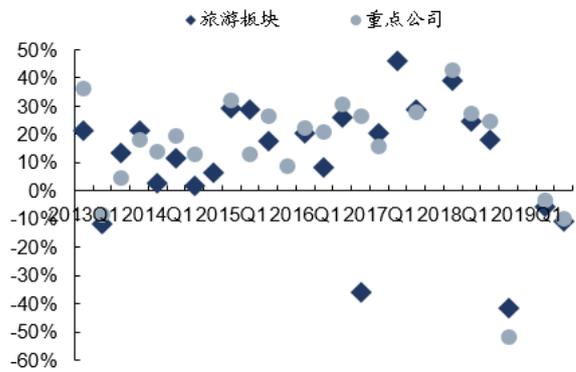
重点公司来看，中国国旅、宋城演艺、广州酒家弱市下增速依旧稳健，业绩仍有较强支撑；锦江酒店扣非业绩增速良好优于预期，而首旅酒店扣非业绩表现则相对平稳；凯撒旅游、众信旅游明显承压；天目湖、中青旅、峨眉山 A 表现较好。

图 23: 2019Q3 旅游板块和重点公司营收增速情况



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

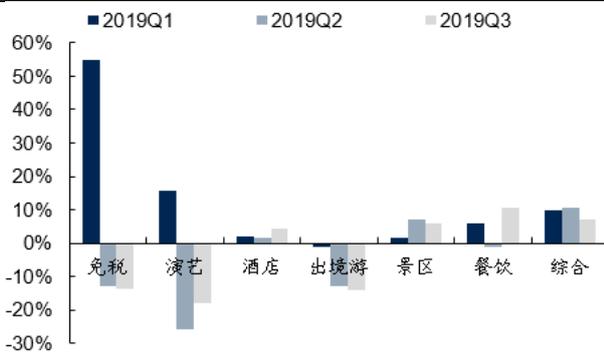
图 24: 2019Q3 旅游板块和重点公司业绩增速情况



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

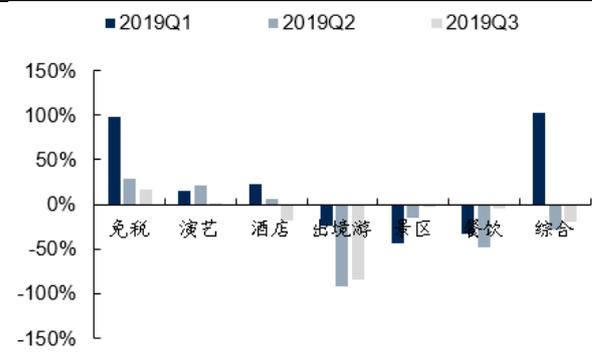
具体看旅游各子板块，在追溯调整了板块内相关公司的历史同期可比数据后，其中中国国旅剔除剥离国旅总社、宋城演艺剔除剥离六间房影响。从 Q3 单季营收增速来看，免税(23.68%)>演艺(19.67%)>餐饮(10.47%)>综合(7.11%)>景区(6.10%)>酒店(4.20%)>出境游(-13.95%); 从 Q3 单季业绩增速来看，演艺(24.05%)>免税(20.96%)>景区(-2.50%)>餐饮(-4.95%)>酒店(-18.73%)>综合(-20.23%)>出境游(-84.50%)。

图 25: 2019 前三季度各板块营收增速



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 26: 2019 前三季度各板块业绩增速



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

**免税板块:** 剔除国旅总社剥离影响，中国国旅 Q3 收入/业绩/扣非业绩各 24%/21%/22%，弱市下仍保持良好增长，主要系三亚店高速增长(收入+30%)+传统免税助力(收入+20%-30%)+日上平稳(收入增 10%+, 香港事件影响)，此外预计香港机场烟酒段亏损千万级。

**演艺板块:** 剔除六间房影响, **宋城演艺 Q3** 主业收入增 19.67%, 业绩增 24.05% (扣非业绩增 24.13%), 较上半年主业增长尚有所提速, 进一步剔除轻资产估计旅游主业业绩增约 15-16%, 保持良好增长。其中新项目靓丽, 预计张家界、桂林项目分部贡献 1000 万+、3000-4000 万; 杭州本部平稳、三亚因区域压力略有承压、丽江预计增 20%-30%; 六间房贡献投资收益 2260 万元。

**酒店板块:** **锦江酒店 Q3** 公司收入/业绩/扣非业绩各+3%/-17%/22%, 主要系非经常损益扰动影响; Q3 境内酒店 RevPAR 同降 1.49%, 宏观压力及高基数下仍承压, 但同店 RevPAR 下滑幅度略好于上半年; 展店加速部分支撑业绩。**首旅酒店 Q3** 公司收入/业绩各降 5.3%/23.8%, 但扣非业绩增 1.5%, 主因 18Q3 处置燕京饭店股权非经常损益扰动; RevPAR 下滑 3.7%, 同店较 Q2 也进一步承压; Q3 净增酒店 57 家。

**出境游板块:** Q3 出境游板块整体收入、扣非业绩分别-14%/-88%, 承压明显。其中**凯撒旅游**收入、扣非业绩分别-21%/-36%, 扣非业绩较上半年有所改善。**众信旅游**收入同增 6%, 但扣非业绩下滑 104%, 激烈竞争下成本费用明显提升。

**景区板块:** 虽有门票降价及宏观经济影响, 但景区板块 Q3 整体表现相对平稳。其中**峨眉山 A** Q3 收入、扣非业绩分别增 6.65%/9.75%, 索道发力+客流增长+控费增效下略优于预期。**中青旅 Q3** 收入、扣非业绩各+9.83%/+16.98%, 世园会助力+乌镇稳中有增+古北平稳, 助力 Q3 表现较上半年明显好转。

**餐饮板块:** **广州酒家 Q3** 收入+19%, 业绩+9%, 扣非后+11%, 系月饼销售良好 (收入+15%)、速冻高增长 (收入+51%)、餐饮良好增长 (收入+12%), 省外销售渠道维持高增长 (+44%)。

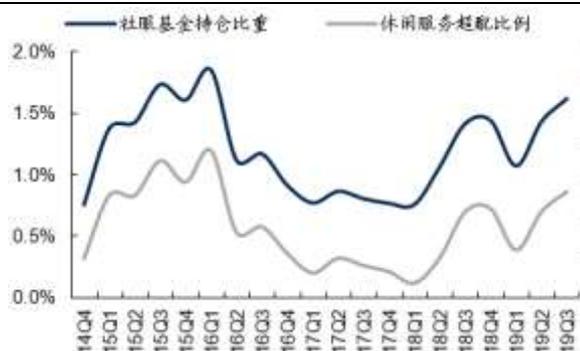
## 基金持仓：重仓持股比提升，陆股通增持宋城&国旅

### 主动型基金重仓持股比为 1.62%，环比提升 0.19pct

由于 Q3 基金主要披露重仓股数据，而非像半年报和年报一样披露全部持仓数据，因此以下测算主要通过重仓股情况进行分析，除特殊说明外，但凡涉及环比/同比分析的数据均为可比口径。

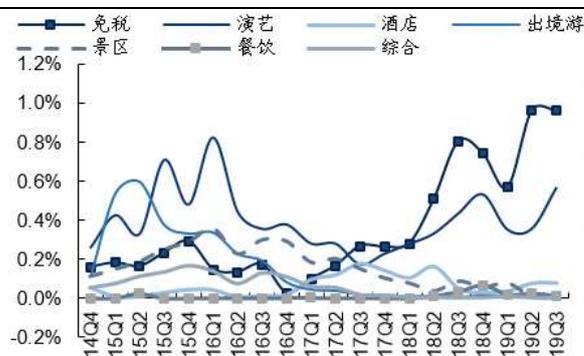
截至 2019 年 Q3，国信社会服务板块基金重仓持股比例为 1.62%（社服板块重仓股票市值/所有重仓股票市值，此处均选取开放式主动管理型股票基金），环比提升 0.19pct，主要系演艺板块持仓比例上升，与宋城演艺模式优势持续验证得到市场认可有关。具体从细分板块来看，免税板块持仓比 0.96%，环比持平；演艺板块持仓比 0.56%，环比提升 0.21pct；酒店板块持仓比 0.08%，环比持平；出境游、景区及餐饮板块持仓比均环比下降 0.01pct。

图 27：社服板块基金重仓持股比及超配比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 28：社服子行业基金重仓持股市值比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

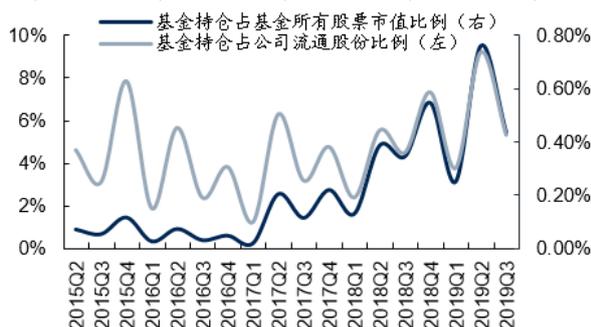
### 国旅、宋城为基金主要重仓股，持仓比例有所上升

2019Q3，按基金（全部基金，包含主动和被动型）持仓市值排序，社会服务板块的基金前五大重仓股分别为中国国旅、宋城演艺、锦江酒店、首旅酒店和广州酒家。其中宋城演艺环比增持明显+4.37pct，首旅酒店基金持仓比例提升 0.91pct，中国国旅微增 0.14pct，锦江酒店和广州酒家有不同程度下滑。

中国国旅的重仓基金数量为 277 家；持股市值为 96.70 亿元，占其流通市值的 5.32%。其中主动型重仓基金数量为 213 家，环比减少 23 家；持股市值 79.93 亿，占公司流通股的 4.40%，环比上升 0.14pct。

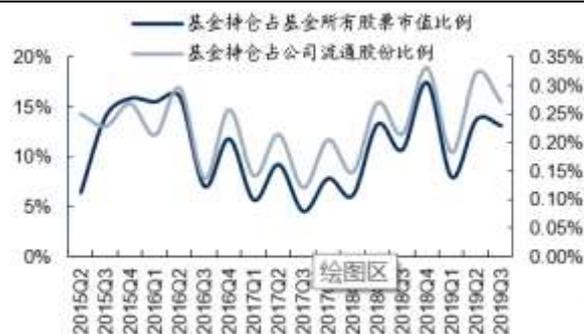
宋城演艺的重仓基金数量为 88 家，持股市值为 50.96 亿元，占其流通市值的 15.51%。其中主动型重仓基金数量为 69 家，环比增加 16；持股市值 46.90 亿，占公司流通股的 14.28%，环比上升 4.37pct。

图 29：中国国旅基金持仓情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 30：宋城演艺基金持仓情况



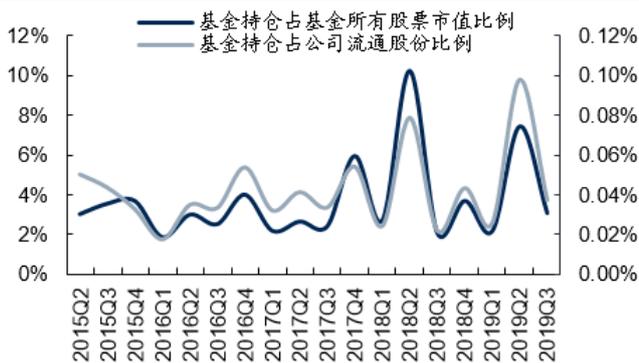
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

锦江酒店的重仓基金数量为 13 家，持股市值为 6.87 亿元，占其流通市值的 3.70%。其中主动型重仓基金数量为 11 家，环比减少 2 家；持股市值 4.34 亿，占公司流通股的 2.34%，环比下滑 0.53pct。

首旅酒店的重仓基金数量为 22 家，持股市值为 4.24 亿元，占其流通市值的 4.05%。其中主动型重仓基金数量为 20 家，环比持平；持股市值 2.23 亿，占公司流通股的 2.13%，环比上升 0.91pct。

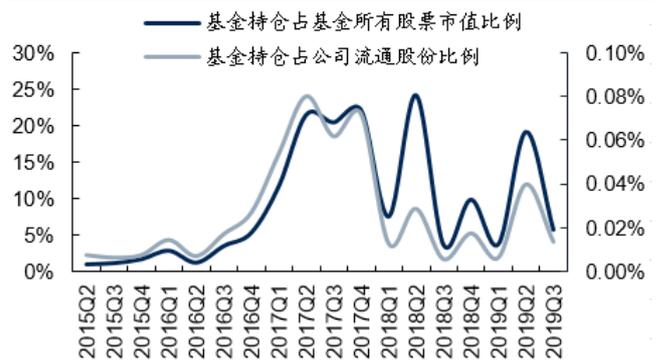
广州酒家的重仓基金数量为 8 家，持股市值为 2.74 亿元，占其流通市值的 6.49%。其中主动型重仓基金数量为 4 家，环比减少 6 家；持股市值 1.10 亿，占公司流通股的 2.61%，环比下滑 1.75pct。

图 31: 锦江酒店基金持仓情况



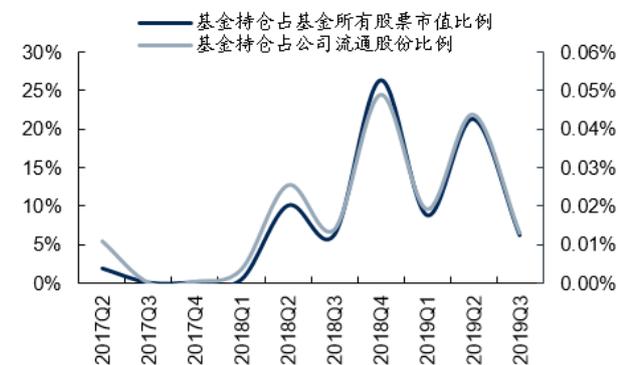
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 32: 首旅酒店基金持仓情况



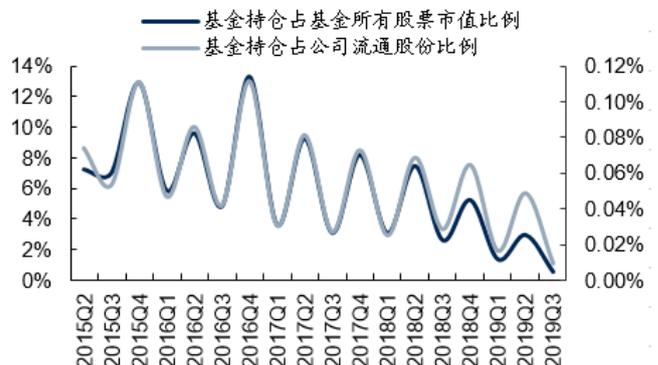
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 33: 广州酒家基金持仓情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 中青旅基金持仓情况



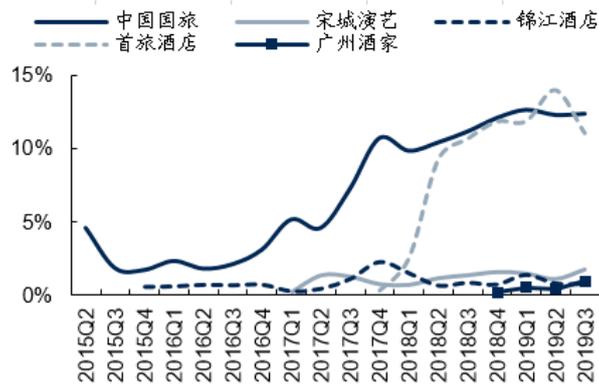
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**深港通增持宋城演艺，持仓比例环比提升 0.65pct**

2019Q3，陆股通明显增持宋城演艺和广州酒家，持仓比例环比分别同增 0.65pct/0.55pct；中国国旅沪股通持仓比例微增；锦江酒店平稳中略微下滑；首旅酒店沪股通有所减持。

具体来看，宋城演艺深股通持仓占比为 1.73%，环比增长 0.65pct，增长最为显著；广州酒家沪股通持仓占比为 0.95%，环比上升 0.55pct；中国国旅被沪股通小幅增持，持仓比为 12.39%，环比增长 0.08pct；锦江酒店沪股通持仓占比为 0.78%，环比下降 0.03pct；首旅酒店沪股通持仓占比为 11.00%，环比下滑 2.92pct。

图 35: 沪/深港通持仓变动趋势 (沪/深股通持股比例)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 维持板块“超配”，长守优质白马，短看风格拐点

受宏观经济大环境、门票降价以及部分权重股业务剥离等影响，旅游板块前三季度收入业绩增速持续放缓，部分受经济周期相关的板块影响相对较显著，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，总体前三季度旅游板块营业收入增长 1.54%，业绩增长 6.36%，扣非后业绩增 1.22%，增速较去年同期明显放缓。Q3 单季，旅游板块营业收入同比下滑 4.84%，连续两个季度出现下滑(Q2-5.09%)，业绩同比下滑 10.65%，环比下滑幅度(Q2-5.67%)进一步加大。

具体看各子板块情况，行业分化进一步加剧，免税、演艺强者恒强，出境游、综合、酒店等板块 Q3 单季业绩下滑有一定拖累。剔除业务剥离影响，免税龙头中国国旅前三季度收入和业绩增长最为靓丽，演艺龙头宋城演艺 Q3 主业增速尚有所提速，酒店板块相对受经济周期影响，但依托加盟扩张，酒店龙头锦江酒店 Q3 扣非增长 20%+，首旅酒店也扣非平稳微增，景区虽受门票降价影响，但控费增效下峨眉山等龙头扣非业绩仍然稳定增长；出境游、综合板块整体营收业绩明显承压。

从持仓变化来看，从我们整理的重仓股变化的情况参考，中国国旅作为板块最大重仓股，Q3 公募及外资小幅增配；而宋城演艺 Q3 公募及外资环比增持最为显著；锦江酒店 Q3 内外资环比均略有减配，而首旅酒店和广州酒家内外资有所分化，首旅酒店内资持股略有增加，外资有所减少，广州酒家则外资相对增配，内资有所减配。

**维持板块“超配”评级。**目前来看，市场风格相对灵活多变，结合旅游板块三季报总结的情况，中长线来看，我们仍建议战略上聚焦优质龙头，如中国国旅（长期坚定看好，短期估值可能在市场震荡格局中随情绪波动）、宋城演艺（新项目有望持续开业，明年上半年核心推荐）、中公教育等。短期来看，考虑市场情绪变化及对明年经济预期变化，我们建议关注部分拐点型细分龙头，出境游龙头凯撒旅游（个股逻辑大于行业逻辑）、酒店龙头首旅酒店、锦江酒店（行业逻辑为主）、景区龙头（峨眉山 A）等。**综合推荐：宋城演艺、中国国旅、中公教育、凯撒旅游、首旅酒店、锦江酒店、峨眉山 A、广州酒家、天目湖、黄山旅游、众信旅游、美吉姆、科锐国际、中青旅、三特索道等。**

## 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：重点公司估值情况**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价		EPS		PE			PB
			2019/11/12	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
300144	宋城演艺	买入	28.99	0.89	0.93	0.99	32.72	31.21	29.41	4.97
601888	中国国旅	买入	86.92	1.59	2.39	2.62	54.84	36.30	33.13	10.45
002607	中公教育	增持	19.66	0.19	0.28	0.38	105.17	71.41	51.57	41.05
000796	凯撒旅游	增持	7.47	0.24	0.21	0.28	30.90	34.85	26.74	2.71
600258	首旅酒店	买入	18.35	0.87	0.82	0.96	21.15	22.47	19.11	2.22
600754	锦江酒店	买入	23.22	1.13	1.05	1.26	20.55	22.13	18.44	1.76
000888	峨眉山 A	增持	6.44	0.40	0.44	0.46	16.22	14.79	14.05	1.44
603043	广州酒家	买入	31.36	0.95	1.11	1.36	33.01	28.37	23.13	6.50
603136	天目湖	增持	25.43	1.29	1.46	1.76	19.71	17.42	14.45	3.57
600054	黄山旅游	增持	8.90	0.78	0.53	0.57	11.42	16.75	15.48	1.59
002707	众信旅游	增持	5.82	0.04	0.27	0.33	141.95	21.82	17.89	2.41
002621	美吉姆	增持	11.67	0.05	0.28	0.34	218.55	41.40	34.83	5.73
300662	科锐国际	增持	29.48	0.65	0.81	1.01	45.09	36.51	29.31	7.29
600138	中青旅	买入	11.95	0.83	0.84	0.94	14.48	14.30	12.67	1.41
002159	三特索道	买入	12.08	0.97	0.07	0.39	12.43	184.88	30.75	1.74
000978	桂林旅游	增持	5.11	0.22	0.16	0.25	22.89	32.42	20.42	1.17
002033	丽江旅游	增持	5.87	0.35	0.28	0.31	16.83	21.19	18.96	1.33
300144	宋城演艺	买入	28.99	0.89	0.93	0.99	32.72	31.21	29.41	4.97

资料来源: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