

依托粤港澳大湾区，乘风破浪打造泛旅游生态圈

——岭南控股（000524）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年07月22日

报告关键要素：

长期来看，公司从单一的酒店经营企业转型为涵盖“酒店、旅游、会展、汽车服务、零售终端、景区服务”于一体的旅游综合运营商，预计未来公司将深化产业链协同效应，并进一步整合旅游业优质资源，有望保持稳定的发展，并受益于粤港澳大湾区建设；短期来看，国内疫情控制良好，跨省游已经放开，公司下半年业绩将迎来拐点；如果控股股东拿到免税资格，公司有望分享免税市场盛宴，打开新的发展空间。

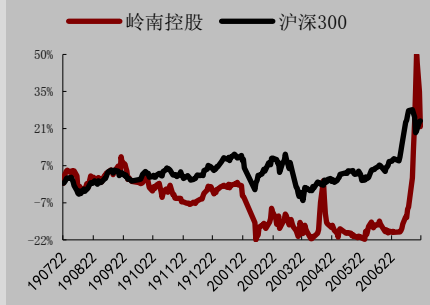
投资要点：

- 旅行社业务从地域领先向全国扩张，疫情加速集中度提升。广之旅通过线下、线上布局的打造，拥有华南地区最具规模的实体销售网络，但还只是区域性龙头。旅行社行业分散且竞争激烈，利润率偏低，政策出清低价低质旅游产品，行业竞争趋于品牌化，龙头企业纷纷通过整合和新设进行扩张，获取规模效应。近年来广之旅先后并购皇冠美途、武汉飞途假期、四川新界，并新设运营中心，初步完成全国布局。疫情导致大量中小旅行社纷纷倒闭，有助于广之旅的扩张和市场份额提升。
- 酒店业务从“重资产+高端”转型“轻资产+中端”。公司酒店业务分为重资产的酒店自营业务（东方宾馆+花园酒店+中国大酒店）和轻资产的酒店管理业务（岭南酒店）。公司自营酒店为老牌五星级及白金五星级酒店，盈利稳定，现金流丰富。在中产阶层崛起、理性消费升级、高端消费受限的驱动下，中端酒店需求快速增长，岭南酒店重点打造中端和高星品牌，以管理输出的形式进行轻资产模式扩张，将华南地区或邻近省份的二三线城市作为突破口进行重点布局。近两年，岭南酒店盈利规模增长迅速，营收和净利润均保持了两位数增长，未来有望继续保持快速增长。
- 打造泛旅游生态圈，受益于粤港澳大湾区建设。公司以轻资产运营模式，进行纵向和横向整合，有序构建涵盖“酒店、旅游、会展、汽车服务、零售终端、景区服务”于一体的“泛旅游生态圈”，发

基础数据

行业	休闲服务
公司网址	
大股东/持股	广州市东方酒店集团有限公司/37.19%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	670.21
流通A股(百万股)	670.14
收盘价(元)	11.12
总市值(亿元)	74.53
流通A股市值(亿元)	74.52

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年07月21日

相关研究

分析师：	陈雯
执业证书编号：	S0270519060001
电话：	18665372087
邮箱：	chenwen@wlzq.com.cn
研究助理：	李滢
电话：	15521202580
邮箱：	liyings1@wlzq.com.cn
研究助理：	王鹏
电话：	15919158497
邮箱：	wangpeng1@wlzq.com.cn

	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	7,972	4,219	7,754	9,104
增长比率(%)	12.6%	-47.1%	83.8%	17.4%
净利润(亿元)	259	54	268	332
增长比率(%)	26.5%	-79.3%	401.3%	23.5%
每股收益(元)	0.39	0.08	0.40	0.49
市盈率(倍)	23.4	113.3	22.6	18.3

资料来源：Wind，万联证券研究所

挥协同效应，酒店、旅游、会展业务是公司重点发展领域。随着粤港澳大湾区建设推进，旅游行业将充分受益，成为发展活力最强的服务领域之一。公司地处粤港澳大湾区中心城市广州，业务布局聚焦大湾区，有望充分受益于粤港澳大湾区建设。

- **大股东申请免税经营资格，打开公司新的发展空间。**我国免税市场有数千亿增长空间，国家引导境外消费回流政策叠加境外疫情影响，免税行业迎来黄金发展期。我国免税采用国企专营牌照管理，具有免税品经营资质的企业只有 8 家，免税经营资格极具含金量。如果岭南集团能拿到免税经营资格，将在有限的竞争对手中充分享受免税盛宴。控股股东岭南集团正在申请免税业务经营牌照，岭南控股是岭南集团旗下唯一的旅游产业的运营整合平台和资本运作平台，如果岭南集团拿到免税牌照，有望注入岭南控股，岭南控股旗下旅游资源可以与免税业务协同发展，有望打开新的发展空间。
- **投资建议：**预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 0.53 亿元、2.67 亿元、3.29 亿元，EPS 分别为 0.08 元、0.40 元、0.49 元，目前股价对应 PE 分别为 113.3 倍、22.6 倍、18.3 倍。长期看，公司从单一的酒店经营企业转型为旅游综合运营商，预计未来还将深化产业链协同效应，并进一步整合旅游业优质资源，有望保持稳定的发展，并受益于粤港澳大湾区建设；短期看，跨省游的重新开放以及控股股东申请免税牌照对股价形成催化作用。首次覆盖，给予“增持”投资评级。
- **风险因素：**疫情控制不及预期风险；行业竞争加剧风险；不可抗力风险。

目录

1、公司基本情况介绍	5
1.1 发展历程	5
1.2 股权结构	5
1.3 主营业务	7
1.4 财务数据	8
2、旅行社业务：从地域领先向全国扩张，疫情加速集中度提升	10
2.1 我国旅行社行业长期展望：市场总量持续增长，利润率提升空间巨大	10
2.2 疫情对旅行社行业影响：疫情加速集中度提升，境外游转国内游	12
2.3 广之旅：主打欧洲游，疫情后加快布局国内游	13
2.4 异地扩张为大势所趋，疫情有助于广之旅的并购和异地新设	16
3、酒店业务：输出管理业务，转型“轻资产+中端”	18
3.1 国内酒店行业现状：中端化趋势明显	18
3.2 公司酒店业务以“重资产+高端”为主，疫情促使酒店积极拓展收入来源	20
3.3 加快“轻资产+中端”布局	23
4、打造泛旅游生态圈，受益于粤港澳大湾区建设	23
4.1 深度整合产业资源，优化融合发展	23
4.2 粤港澳大湾区建设利好旅游行业，公司充分受益	24
5、大股东申请免税经营资格，打开公司新的发展空间	25
6、盈利预测和投资建议	27
7、风险提示	29
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：2017 年重组前后公司股权结构	6
图表 3：公司子公司和分公司	7
图表 4：2019 年公司各项业务营收与毛利率	8
图表 5：2019 年公司各项业务营收和毛利占比	8
图表 6：2014 年 -2020Q1 公司营收及增速	9
图表 7：2014 年 -2020Q1 公司归母净利润及增速	9
图表 8：销售毛利率和销售净利率	9
图表 9：期间费用呈下降趋势	9
图表 10：国内旅游总人数及增速	10
图表 11：我国旅游总收入及增速	10
图表 12：我国入境旅游总人数及增速	11
图表 13：我国出境旅游总人数及增速	11
图表 14：近年来旅游问题整治梳理	12
图表 15：我国旅行社组织出境游客和国内游客数量（亿人天）及比例	13
图表 16：广之旅营业收入及增速	13
图表 17：广之旅净利润及增速	13
图表 18：2019 年广之旅出境游各类片区的营收增速	14
图表 19：广之旅出境游和入境游营收增速	15
图表 20：2019 年广之旅国内游各区域的营收增速	15
图表 21：2019 年广之旅主营业务收入按渠道分类情况	16
图表 22：全国百强旅行社（节选）	16
图表 23：广之旅的财务数据与行业龙头凯撒旅业和众信旅游比较	17

图表 24: 2019 年广之旅各国分支机构营收占比	18
图表 25: 我国连锁酒店数量及同比增长情况	19
图表 26: 2010-2019H1 中国高端星级酒店营业收入	20
图表 27: 中美不同档次酒店分布情况	20
图表 28: 岭南控股公司旗下酒店分布	21
图表 29: 公司酒店业务营业收入结构	22
图表 30: 公司酒店业务归母净利润结构	22
图表 31: 公司酒店业务营业收入及增速	22
图表 32: 公司酒店业务归母净利润及增速	22
图表 33: 公司酒店业务营业收入及增速	23
图表 34: 公司酒店业务归母净利润及增速	23
图表 35: 岭南控股产业链布局	24
图表 36: 中国免税行业销售收入及增速	25
图表 37: 国内免税业务企业基本信息	26
图表 38: 凯撒旅业今年以来股价表现	27
图表 39: 王府井今年以来股价表现	27
图表 40: 岭南控股盈利预测假设条件	28
图表 41: 岭南控股盈利预测	29

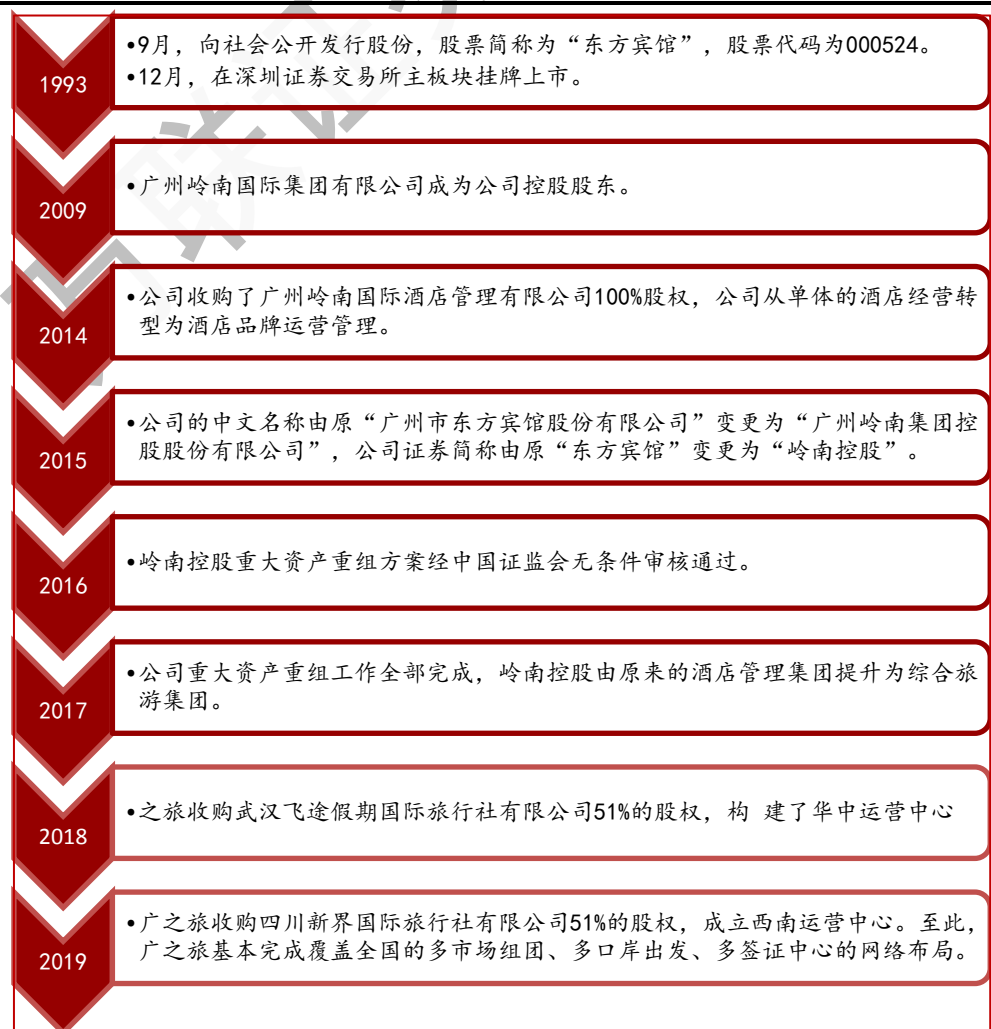
1、公司基本情况介绍

1.1 发展历程

国资背景，酒店经营起家。岭南控股的前身是广州市东方宾馆股份有限公司，主要经营范围是酒店、办公楼出租；兼营旅游。公司注重分红，1993年上市后，共进行了多次利润分配和分红送股。

国企改革落地，诸多优质资产注入。2016年4月起，公司开始实施重大资产重组，向重组交易对方购买其持有的广之旅90.45%股权、花园酒店100%股权及中国大酒店100%股权。2017年3月资产重组工作完成后，公司旗下业务构成主要包括旅行社（商旅出行业务）、酒店（大住宿业务）、会展、景区及汽车服务等业务，形成了覆盖旅行社、酒店、会展、景区、旅游交通、旅游手信的完整旅游产业链。

图表 1：公司发展历程



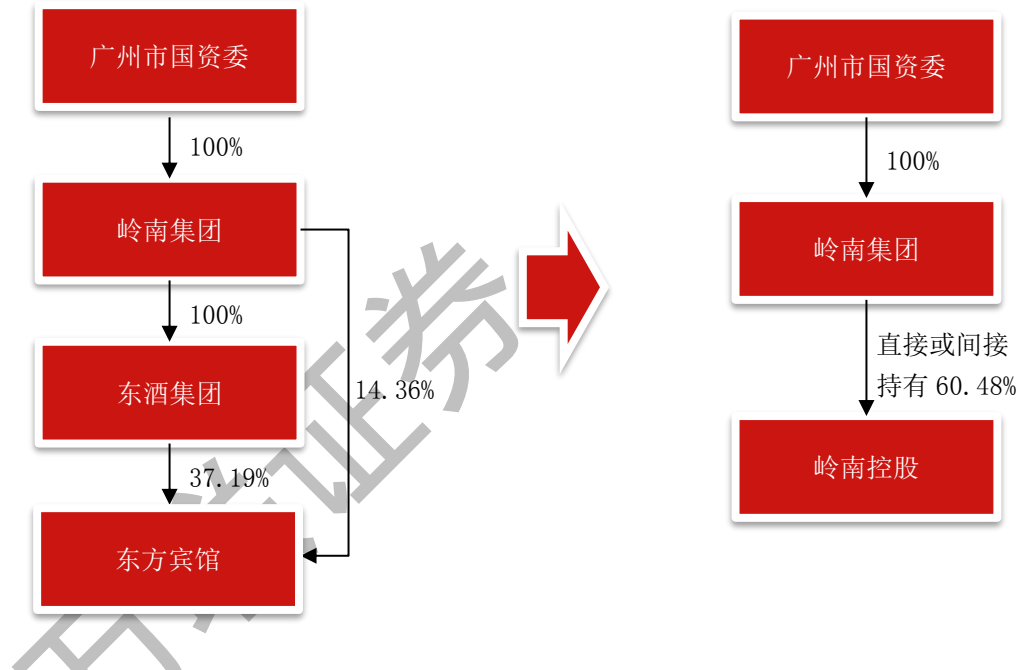
资料来源：公司网站，万联证券研究所

1.2 股权结构

公司控股股东为岭南集团，实际控制人为广州市国资委。岭南集团直接及间接持有

公司 405,311,828 股，占公司总股本的 60.48%。岭南集团成立于2005年，业务涵盖了酒店、旅行社、食品加工、食品贸易与物流、零售连锁、餐饮、汽车服务等多个领域。

图表 2：2017 年重组前后公司股权结构

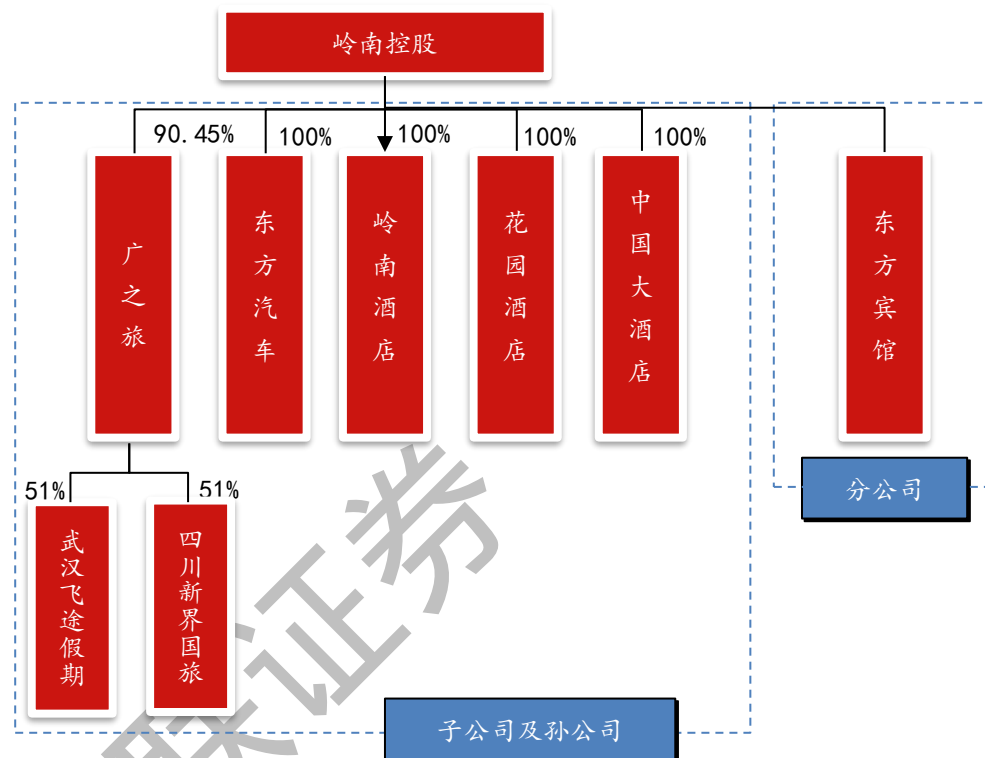


资料来源：公司年报，万联证券研究所

岭南集团旗下的主要资产包括：1) 广州白云国际会议中心；2) 以广之旅为龙头的4家旅行社；以广骏旅汽集团为代表的4家旅游汽车服务企业；3) 皇上皇、致美斋、8字连锁店、红牡丹、东川新街市等一批中华老字号和著名品牌的四大主副食品集团；4) 广州花园酒店、中国大酒店、东方宾馆等五星级酒店在内的60多家全系列品牌酒店。

岭南控股是岭南集团旗下旅游产业的运营整合平台和资本运作平台。公司控股广之旅、岭南酒店、花园酒店、中国大酒店、东方汽车，广之旅控股武汉飞途假期、四川新界国际旅行社有限公司，东方宾馆为分公司。

图表 3：公司子公司和分公司



资料来源：公司年报，万联证券研究所

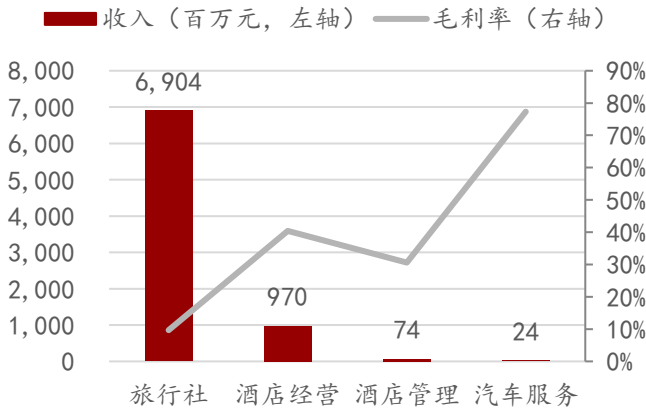
1.3 主营业务

三大主营业务贯穿旅游产业链，打造“泛旅游生态圈”。公司业务主要分为三部分，分别为旅行社（商旅出行业务）、酒店（大住宿业）、汽车服务业务，由控股子公司广之旅、全资子公司岭南酒店、全资子公司东方汽车分别负责。其中：

- **旅行社业务**主要包括出境游、国内游、入境游、会展、景区运营管理等业务，以及酒店住宿、景区门票、航空票务等代理预定服务。该业务为公司主要营收来源，2019年营收占比86.60%，但毛利率低，只有9.67%，毛利占比60.66%。
- **酒店业务**分为重资产酒店经营和轻资产酒店管理业务，以重资产酒店经营为主。2019年酒店经营和酒店管理收入占比分别为12.17%和0.92%，毛利率分别为40.37%和30.58%，毛利占比分别为35.58%和2.05%。
- **汽车服务业务**主要包括广州区域出租车和商务租赁车业务，目前营收规模较小。2019年收入占比0.31%，但毛利率高达77.33%，毛利占比1.72%。

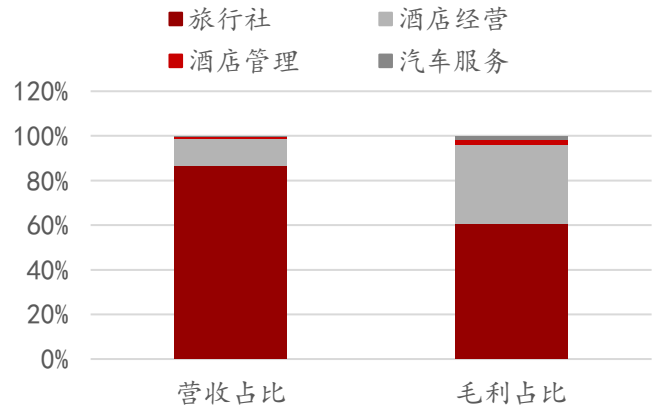
三大业务旅游渠道、餐饮住宿、出行贯穿旅游产业链，各业务间协同效应显著，“泛旅游生态圈”打造正当时。

图表 4：2019年公司各项业务营收与毛利率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 5：2019 年公司各项业务营收和毛利占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

旅行社业务

广之旅通过线下、线上布局的打造，拥有华南地区最具规模的实体销售网络。其中，线下销售网络涵盖近400家营业网点，在马来西亚、香港、澳门、北京、上海、武汉、成都、昆明、长沙、喀什等地设有分支机构，业务遍及全球190多个国家和地区。线上销售网络方面，“行走网”成功上线，与自主开发运营的“易起行”智慧旅游平台共同构建B2B2C智能服务模式，并结合官方网站、微商城以及天猫等OTA销售渠道布局，构建了完整的线上销售体系。

酒店业务

公司的大住宿业分为酒店管理业务和酒店经营业务。酒店管理业务的商业模式主要为向其管理的酒店项目输出品牌、管理、中央预订等服务，从管理项目中收取相应的费用以获得收入利润，并以租赁经营的方式运营部分酒店项目，酒店管理业务通过子公司岭南酒店进行运营；酒店经营业务主要是经营自有产权酒店，为顾客提供酒店住宿、餐饮、会议及商业物业租赁等服务以获得收入利润，自有产权酒店包括广州花园酒店、广州东方宾馆、中国大酒店。

汽车服务业务

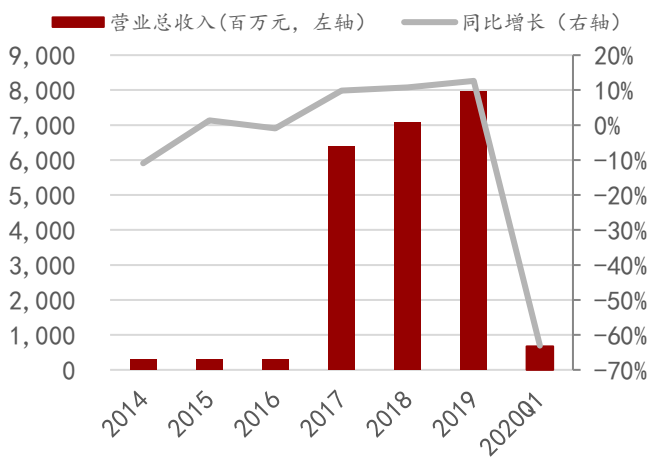
东方汽车的主要业务包括广州区域出租车和商务租赁车业务，主要服务于500强企业的商务用车租赁和本地旅游接待、出租车业务，是区域性优秀汽车服务品牌。公司成立于1979年，前身为东方宾馆小汽车服务部，1987年3月21日组建为广州市东方汽车有限公司，是广州市出租客运经营资质三级一类企业，是全国首家由宾馆单列设置的小汽车出租公司。公司已建立起一支优秀的服务团队，为商务、旅游与品质生活而精心打造，拥有多款进口或国产轿车、商务车、旅行车、出租车，配备了服务专业、技术娴熟的驾驶员，高效率、高质量提供长租、临租、会务、旅游、婚宴、宾客接送等各种用车服务。

1.4 财务数据

资产重组使公司盈利规模大幅增加，但毛利率和净利率被旅行社业务拉低。由于2016-2017年间经历了重大资产重组，以广之旅为核心的旅行社业务和以花园酒店、中国大酒店为主的酒店经营业务合并进入报表，使得公司营收和归母净利润大幅增加；但由于旅行社业务利率低薄，拉低了整体毛利率和净利率。

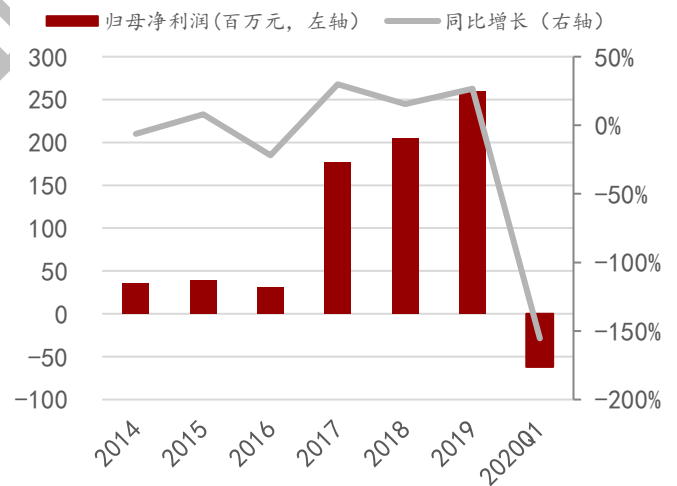
重组完成后，2019年公司盈利仍保持较高增长，2020上半年受疫情影响盈利下滑严重。公司2019年、2020Q1分别实现营业收入79.72亿元和6.71亿元，同比增长12.63%和-63.07%，实现归属于上市公司股东的净利润分别为2.59亿元和-0.62亿元，同比增长26.52%和-155.33%，系受疫情影响，公司主要营收来源旅游业务在疫情期间基本暂停。2019年和20Q1的财务费用率为负，系公司子公司偿还银行长期贷款，利息收入大于利息支出所致，表明公司流动性充足。2020年半年度，公司预计归属于上市公司股东的净利润亏损1.2亿-1.5亿，比上年同期下降166.51%-183.14%，主要原因包括：1) 去年同期处置四处房产产生非经常性损益金额6,876.36万元；2) 受新型冠状病毒肺炎疫情影响旅行社和酒店经营。

图表 6: 2014年 -2020Q1公司营收及增速



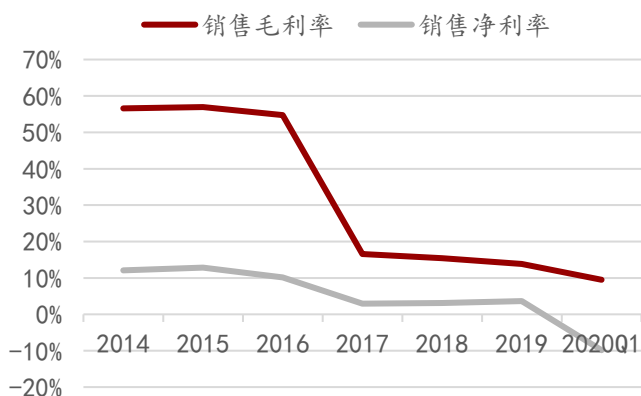
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 7: 2014年 -2020Q1 公司归母净利润及增速



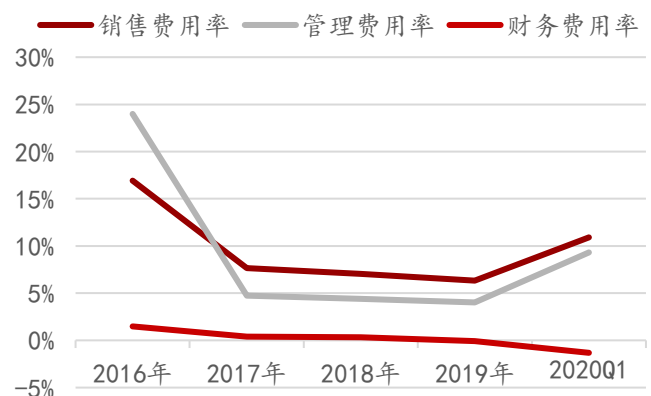
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 8: 销售毛利率和销售净利率



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 9: 期间费用呈下降趋势



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、旅行社业务：从地域领先向全国扩张，疫情加速集中度提升

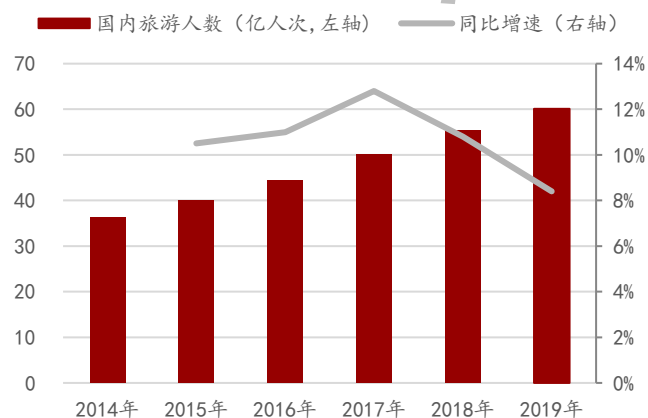
2.1 我国旅行社行业长期展望：市场总量持续增长，利润率提升空间巨大

不考虑疫情影响，国内旅游市场持续增长，入境旅游市场稳步进入缓慢回升通道，出境旅游市场平稳发展。据国家文化和旅游部发布的数据显示，2019年国内旅游人数60.10亿人次，比上年同期增长8.40%；入出境旅游总人数3.15亿人次，同比增长8.08%；全年实现旅游总收入6.66万亿元，同比增长11.51%；中国公民出境旅游人数1.69亿人次，比上年同期增长4.50%。

受疫情影响严重的旅游行业正逐渐复苏。文化和旅游部统计数据显示，今年五一期间，全国累计接待国内游客1.15亿人次，累计实现国内旅游收入475.6亿元，游客和旅游收入分别恢复至去年端午假期的5成和3成；端午期间，全国共接待国内游客4880.9万人次，实现旅游收入122.8亿元，与五一期间的恢复情况相当。根据商务部统计数据显示，“五一”期间，全国餐饮、住宿行业消费复苏指数比今年清明假期分别提升18和15个百分点，消费规模已恢复至去年同期70%左右，比今年清明假期提升约20个百分点。

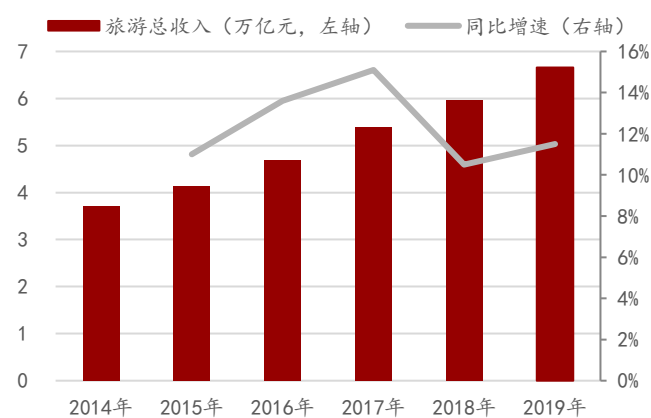
随着我国国民收入不断提高和“一带一路”建设的不断推进，我国公民出境旅游目的地国家不断增加。截止2020年初，中国公民持普通护照可享受便利待遇的国家和地区共72个，其中15个国家互免普通护照签证、17个国家单方面允许中国公民免签入境、40个国家和地区单方面允许中国公民办理落地签证。同时二三线城市增加了大量签证服务中心、国际航班，公民出国旅游更加方便。

图表 10：国内旅游总人数及增速



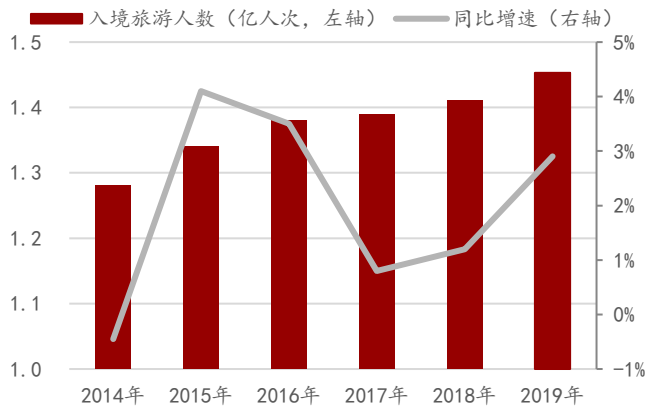
资料来源：文化和旅游部，万联证券研究所

图表 11：我国旅游总收入及增速



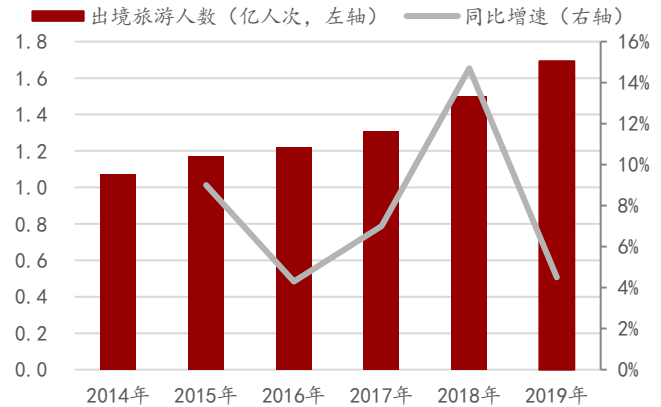
资料来源：文化和旅游部，万联证券研究所

图表 12：我国入境旅游总人数及增速



资料来源：文化和旅游部，万联证券研究所

图表 13：我国出境旅游总人数及增速



资料来源：文化和旅游部，万联证券研究所

行业分散导致竞争激烈，利润率偏低，需要横向整合。旅行社行业利润率普遍偏低，主要原因是参与者众多导致旅游服务市场竞争激烈，截止2019年底，全国纳入统计范围的旅行社共有 38943家，2019年度全国旅行社营业收入6621.76亿元，营业利润 30.06亿元。我国旅行社普遍存在顾客忠诚度低、品牌识别差、品牌定位不准确、品牌建设不到位等问题。除了几家比较大的旅行社在国际市场上建立了自己的品牌，如国旅、青旅、春秋、康辉等，其他具有国际影响力的旅行社品牌并不多。同时，产品同质化严重，各家旅行社提供的旅游产品和服务雷同，营销策略也相似，导致各家旅行社纷纷低价竞争，旅游产品质量差，投诉现象严重。

政策出清低价低质旅游产品，行业竞争趋于品牌化。旅行社行业准入门槛低、产品缺乏明确规范，过去中小旅行社为抢占市场份额不断压低产品价格，再通过强制购物、降低机酒规格等手段压低产品质量弥补亏损，期间叠加 OTA 平台大战，形成旅行社市场恶性竞争乱象。2015 年起，国家旅游局着手严厉打击旅游市场不合理的“低价游”现象。2015年 3 月，国家旅游局约谈同程、途牛，叫停“一元出境游”。2015 年 9 月，国家旅游局出台了《关于打击组织“不合理低价游”的意见》和《关于打击旅游活动中欺骗、强制购物行为的意见》，明确了相关违规行为的处罚标准。随消费升级，消费者对价格的敏感度降低，产品内容受到更多重视，低价旅游产品逐渐出清，具有品牌效应的旅行社将长期受益。

图表 14：近年来旅游问题整治梳理

时间	事件	说明
2015年3月	国家旅游局约谈同程、途牛网	叫停“一元出境游”产品
2015年9月	国家旅游局出台《关于打击组织“不合理低价游”的意见》和《关于打击旅游活动中欺骗、强制购物行为的意见》	首次定义“欺骗、强制旅游购物”行为，明确违法行为的处罚处理标准
2016年11月	国家旅游局公布全国668家旅游企业与各地旅游协会签订《旅行社诚信经营承诺书》	国家旅游局号召全国旅游企业自愿承诺诚信经营，一大批旅行社主动下架了“不合理低价”旅游产品。
2017年2月	国家旅游局对丽江等7个重点地区重点问题进行重点督查后，对丽江古城在内的3家5A级旅游景区作出严重警告处理决定	云南丽江古城游客投诉率长期居高不下，游客人身财产安全事件频发，景区产品质量下降，造成不良影响，国家旅游局对此进行了严肃整顿
2017年4月	国家旅游局通报“不合理低价游”专项整治行动中查处的20起典型案件	国家旅游局严查“不合理低价游”产品
2018年4月	文化和旅游部启动2018年全国旅游市场秩序整治行动	开展导游（领队）执业大检查，严查“黑导”；严肃查处导游违法案件的涉事旅行社；严惩“黑店”“黑社”“黑车”等
2018年7月	文化和旅游部要求紧急排查在线旅游平台，下架不合格自助游产品	泰国普吉岛附近海域游船倾覆事件发生后，文化和旅游部印发关于做好暑期旅游安全工作的通知和关于进一步加强出境自助游相关工作的紧急通知，要求对在线旅游企业和平台、旅行社开展紧急排查
2018年9月	《文化和旅游部办公厅关于加强中秋、国庆期间旅游市场监管工作的通知》	坚决打击“黑社”“黑导”“黑车”和“黑店”，持续保持旅游市场整治高压态势。
2018年12月	《旅游市场黑名单管理办法（试行）》	采用黑名单管理办法
2019年11月	文化和旅游部发布全国旅游市场黑名单	将两个人员列入全国旅游市场黑名单

资料来源：文化和旅游部，万联证券研究所

2.2 疫情对旅行社行业影响：疫情加速集中度提升，境外游转国内游

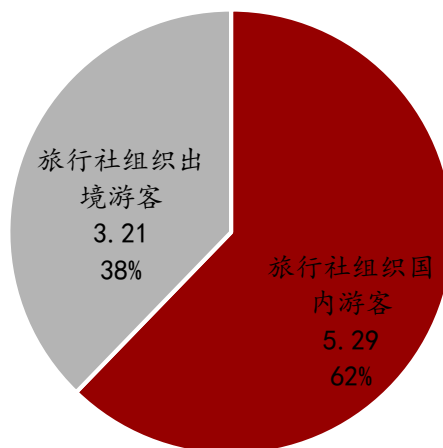
疫情对旅行社打击巨大，中小旅行社纷纷倒闭，行业集中度加速提升。此次新冠肺炎疫情期间，旅游是受打击最大的行业。1月24日文化和旅游部下发暂停旅游企业经营活动的紧急通知，北京、海南这两个典型的旅游地区，2月旅游接待人数断崖式下跌，同比降幅分别为85.43%和86.61%。2月份全国开始复工复产，但由于消费场景容易导致疫情传播，旅游行业属于复工复产进度最慢的行业，3月下旬各省市才开始逐步开展文旅行业复工复产。但仅放开省内游，而旅行社主要收入来源是出境游和跨省游，因此旅行社虽然复工，大部分却无法实现复产，生存艰难，亏损严重，资金实力相对弱的中小型旅行社在此期间面临被淘汰的命运，关门退租的情况不断发生。大型旅行社由于具备更加强大的资金实力和丰富的产品线，更容易扛过此次疫情危机，行业集中度加速提升。

出境游预计今年难以放开，将倒逼旅行社发展国内游。由于海外疫情全面蔓延并没有得到控制的迹象，部分控制较好的境外国家也可能出现疫情反复的情况，预计出境游在今年难以放开。国内疫情控制良好，北京复发的疫情很快得到有力控制，疫情在我国二次爆发概率极低，因此国内游将填补出境游的空缺，成为各旅行社发力的重点。

跨省旅游重启，旅行社迎来生机。7月14日文化和旅游部发布文件，重启跨省旅游，旅游景区接待游客量由不得超过最大承载量的30%调至50%。出境游和跨省游是旅行社

的核心业务来源,2019年数据统计,我国旅行社共组织出境游客3.21亿人天,占比38%,组织国内游客5.29亿人天,占比62%。跨省游时隔6个月后的重启,对旅行社而言如一剂强心剂,预计旅行社的业务量有望恢复至正常水平的一半以上。

图表 15: 我国旅行社组织出境游客和国内游客数量 (亿人天) 及比例

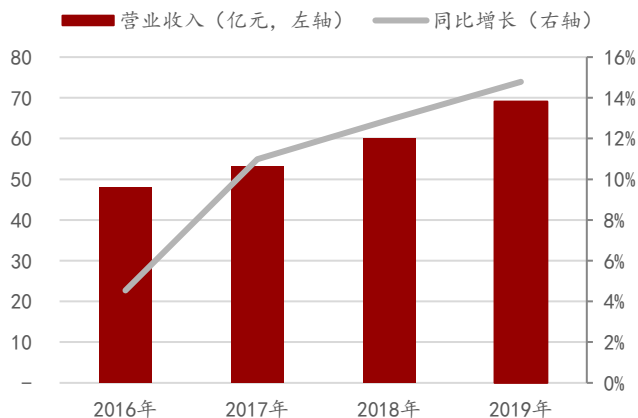


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.3 广之旅: 主打欧洲游, 疫情后加快布局国内游

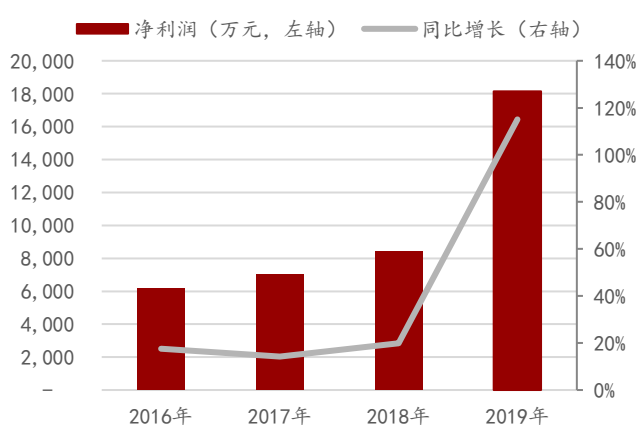
广之旅近年来保持快速增长态势, 净利润近3年持续两位数增速, 2019年增速超过100%。2016-2019年营业收入分别为47.99亿元 (+4.54%)、53.26亿元 (+10.99%)、60.15亿元 (+12.92%)、69.04亿元 (14.79%), 增速向上, 净利润分别为6161万元 (+17.51%)、7038万元 (+14.23%)、8436万元 (+19.87%)、18144万元 (115.08%), 2019年实现大幅度增长。

图表 16: 广之旅营业收入及增速



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

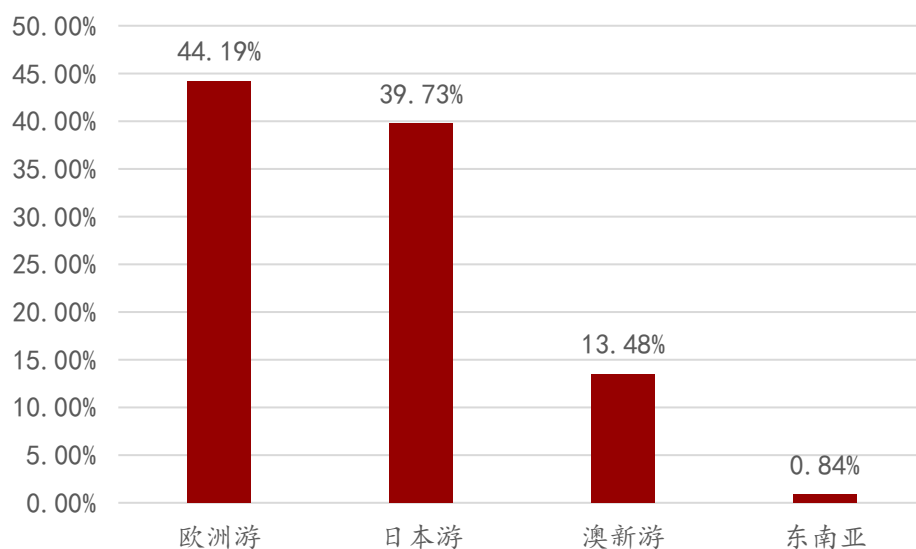
图表 17: 广之旅净利润及增速



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

广之旅以出境游业务为主，主打欧洲游。广之旅主打中高端市场，过去以出境游业务为主，在出境游业务中，与其他在全国领先的运营商一样，主打欧洲游，主要是因为欧洲游涵盖元素多。广之旅出境游结构中，欧洲游第一，东南亚第二，中东非第三，澳新日本美洲第四。近几年，由于并购、目的地联合营销、定制旅游业务的发展等诸多因素，欧洲、澳新、日本、美洲游增速很快。

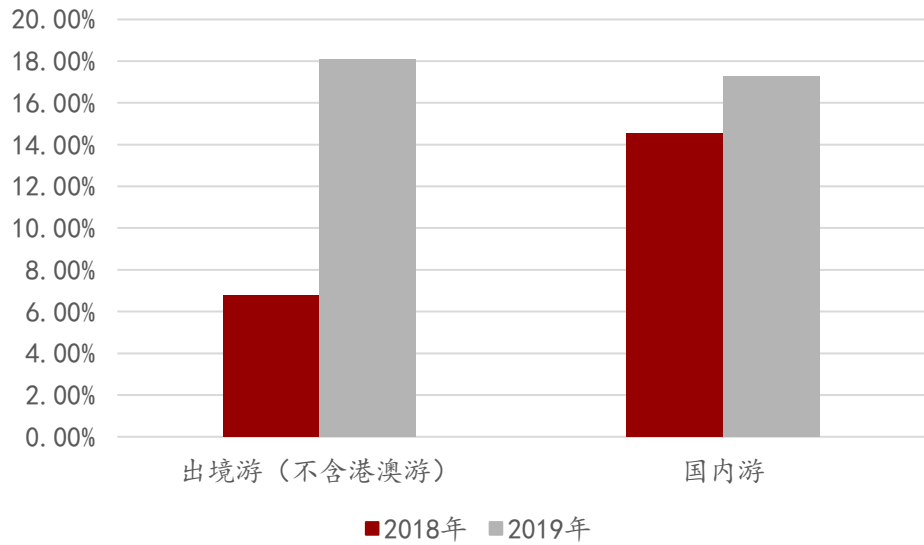
图表 18：2019 年广之旅出境游各类片区的营收增速



资料来源：公司年报，万联证券研究所

广之旅国内游近年来呈现快速发展态势，预计疫情后国内游将进一步提速。2018年，出境游（不含港澳游）营业收入同比增长6.78%，国内游营业收入同比增长14.55%；2019年，出境游（不含港澳游）营业收入同比增长18.07%，国内游营业收入同比增长17.26%。国内游连续两年保持高增长，复合增速超过出境游。疫情原因导致出境游在今年重启概率极低，出境游需求将转化为国内游，公司也会将重点放在国内游市场上，预计国内游将进一步提速。

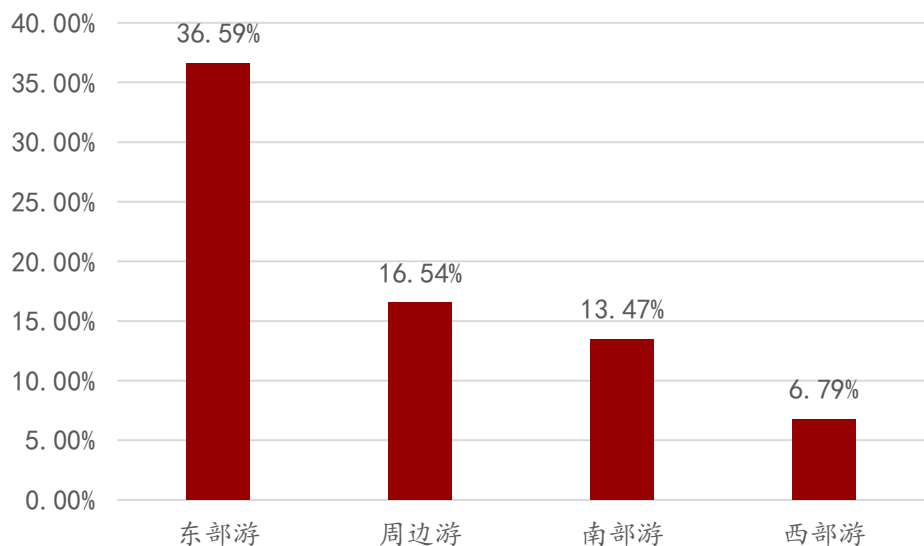
图表 19: 广之旅出境游和入境游营收增速



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

广之旅国内游中, 东部游、周边游、南部游表现亮眼。增长最快的是东部游, 通过迪士尼主题乐园为核心的产品链条, 产销结合实现2019年营业收入同比增长36.59%; 其次是周边游, 重点打造大湾区周边游、乡村游、红色旅游市场, 营业收入同比增长16.54%; 南部旅游中心以湖南张家界、郴州等特色产品带动, 2019年实现营业收入同比增长13.47%; 西部游2019年收入同比增长6.79%。

图表 20: 2019年广之旅国内游各区域的营收增速

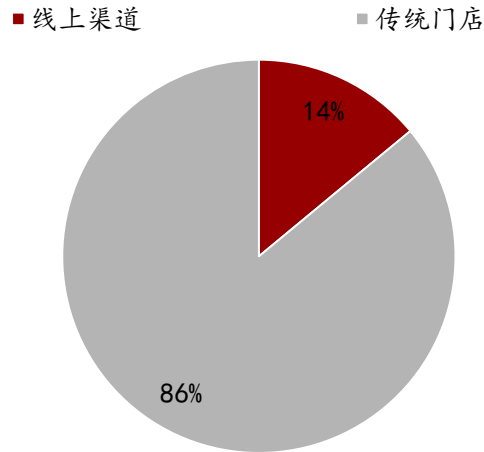


资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

广之旅线上运营能力进一步增强。2019年广之旅线上总营收9.63亿元, 同比增长9.76%, 线上营收占比增至14%。同业交易平台“行走网”成功上线, 与自主开发运营

的“易起行”智慧旅游平台共同构建B2B2C智能服务模式，并结合官方网站、微商城以及天猫等OTA销售渠道布局，构建了完整的线上销售体系。

图表 21：2019 年广之旅主营业务收入按渠道分类情况



资料来源：公司年报，万联证券研究所

2.4 异地扩张为大势所趋，疫情有助于广之旅的并购和异地新设

广之旅在广东旅行社中已经占据行业龙头地位。广之旅是国内唯一获得全国旅游业质量管理最高荣誉“中国用户满意鼎”的综合性强社；首家获得广东省政府设立的最高质量奖项——“广东省政府质量奖”的服务业企业。在国家旅游局最新公布的全国百强旅行社排名中，广之旅位列全国十强，广东第一。广之旅在渠道、品牌、目的地资源等各方面发展成熟，业已积累起400万客户规模。

图表 22：全国百强旅行社（节选）

排名	旅行社名称	排名	旅行社名称
1	北京众信国际旅行社股份有限公司	6	竹园国际旅行社有限公司
2	上海春秋国际旅行社(集团)有限公司	7	广州广之旅国际旅行社股份有限公司
3	中青旅控股股份有限公司	8	中青博联整合营销顾问股份有限公司
4	北京凯撒国际旅行社有限责任公司	9	中国国际旅行社总社有限公司
5	上海携程国际旅行社有限公司	10	广东省中国旅行社股份有限公司

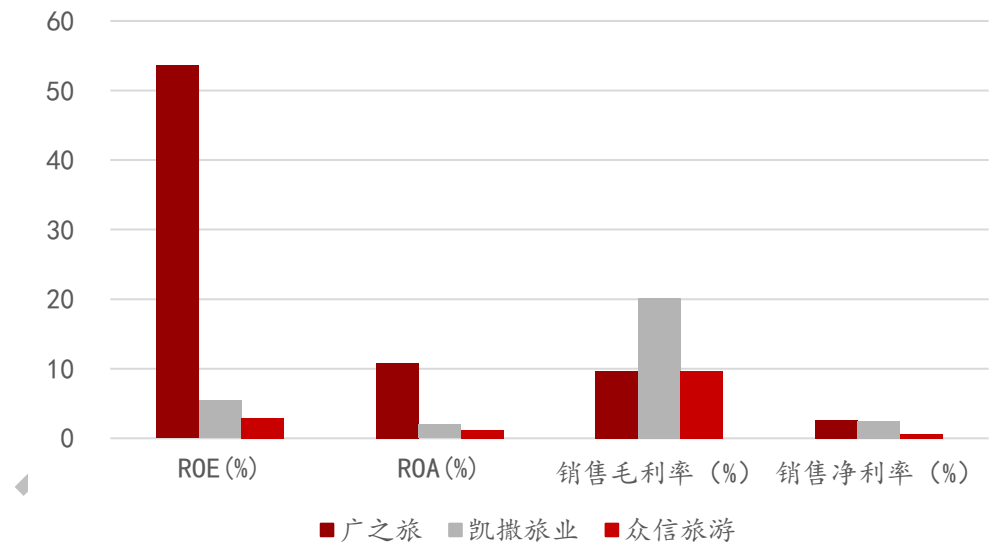
资料来源：国家旅游局，万联证券研究所

客源集中于广东省内，省内占比9成以上。目前广之旅还只是地域性龙头，在全国近400家线下营业厅中，广东约占据其中200家；从客源分布看，广东省本地客源占比90%以上，外地占比不到10%，需要进一步扩大全国影响力。

广之旅的财务指标与行业龙头企业比较，盈利能力不遑多让：

- **毛利率偏低，但净利率较高。**零售业务毛利率一般高于批发业务，广之旅以零售业务为主，2019年毛利率9.67%，低于凯撒旅业（主打零售业务）20.16%、众信旅游（主打批发业务）9.71%；净利率2.63%，高于于凯撒旅业2.52%、众信旅游0.61%，毛利率和净利率还有提升空间。
- **ROE、ROA均高于凯撒旅业和众信旅游。**广之旅2019年ROE为53.62%，远高于凯撒旅业5.45%、众信旅业2.93%；ROA为10.84%，远高于于凯撒旅业1.99%、众信旅业1.24%。

图表 23：广之旅的财务数据与行业龙头凯撒旅业和众信旅游比较



资料来源：Wind，万联证券研究所

建立规模优势可以增强对上下游议价能力，提升盈利能力。当前旅行社普遍盈利能力弱，不仅是因为行业内部竞争激烈，也包括对上下游的议价能力低。参考OTA行业集中程度在近几年快速提升（携程收购艺龙、去哪儿），CR3达到了81%，议价能力也大幅提高。从公开数据来看，OTA对酒店集团的提成比例也从早年的不足8%逐步提高到15%以上。旅行社通过收购建立规模优势，可以有效提升旅行社对上下游的议价能力，增强盈利能力。

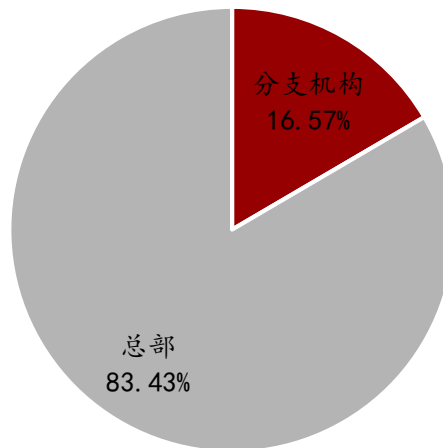
区域壁垒已经打破，异地扩张为大势所趋，疫情有助于广之旅扩张。当前市场状况下，如果没有规模效应，旅行社的市场竞争力是不够的。近年来旅行社区域壁垒已经打破了，全国大的旅行社都在进行异地扩张，整合是必然趋势。广之旅近年来出境游占比越来越高，需要进行在目的地资源方面的整合，实现不同区域的采购规模效应和丰富程度，也需要在客源地方面进行扩张，打开广东省外市场。疫情导致旅游行业停顿近半年时间，大量中小旅行社纷纷倒闭，或经营艰难，对于广之旅这样的大型旅行社而言，行业整体低迷的时期，收购或新设成本大大降低，有利于公司扩张。

通过收购和新设，基本完成全国运营网络布局。广之旅加快收购步伐，2016年4月，广之旅战略并购“皇冠美途”，正式成立广之旅湖南分公司；2018年7月，广之旅收购武汉飞途假期国际旅行社有限公司（以下简称“武汉飞途假期”）51%的股权，构建了华中运营中心，加快了长江经济带战略布局；2019年5月，广之旅收购四川新界国际旅行社有限公司51%的股权，布局西南旅游市场。除了收购之外，公司还积极自建区

域运营中心进行全国布局。2018年设立西安广之旅，构建了西北运营中心，推动了西北区域布局延伸。2019年2月，旗下子公司广之旅构建以厦门为口岸的海峡西岸经济区域运营中心，成立广之旅厦门分公司；为进一步深耕华东市场，2019年5月，广之旅华东运营中心在上海投入运营。目前，广之旅构建了由华南总部、华北行走网总部、华中运营中心、西北运营中心、海峡西岸运营中心、华东运营中心和西南运营中心构成的全国运营体系，基本完成覆盖全国的多市场组团、多口岸出发、多签证中心的网络布局，具备向国内客源市场提供全球化、一体式的产品和服务的能力。

新设及并购成为广之旅收入增长重要来源。根据2018年年报数据，广之旅通过新设及并购所增加的营收占营收增长的比例达到28.89%，是广之旅营收增长的重要来源。2019年广之旅全国各分支机构贡献营收近11.44亿元，占广之旅整体营收的16.57%。

图表 24：2019 年广之旅各国分支机构营收占比



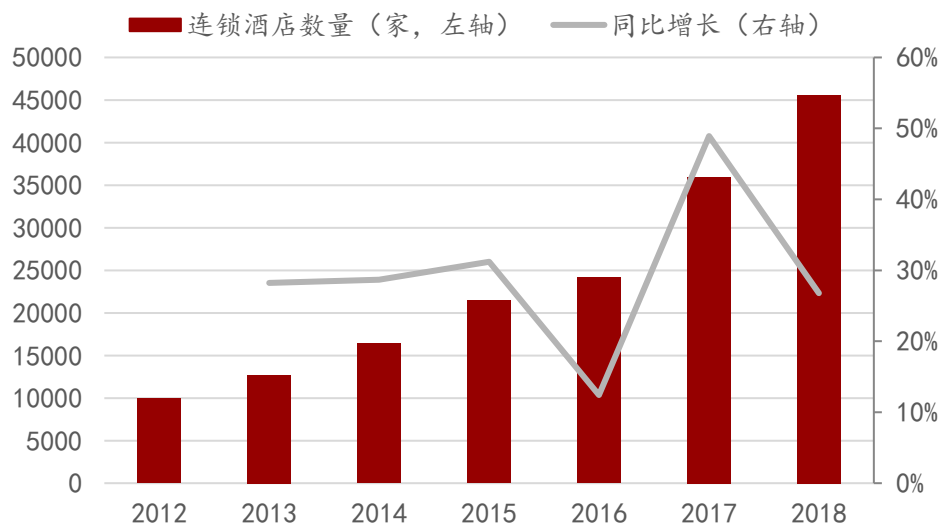
资料来源：年报，万联证券研究所

3、酒店业务：输出管理业务，转型“轻资产+中端”

3.1 国内酒店行业现状：中端化趋势明显

随着我国旅游人次的逐年增长，我国连锁酒店的数量也呈逐年增长趋势。根据中国饭店业协会数据统计，我国连锁酒店数量近年来快速增长，从2012年的9924家增长到2017年的35963家。2018年，我国连锁酒店数量45594家，同比增长26.78%，继续高速扩张，其中中端和经济型酒店有42419家，高端酒店3175家。

图表 25：我国连锁酒店数量及同比增长情况

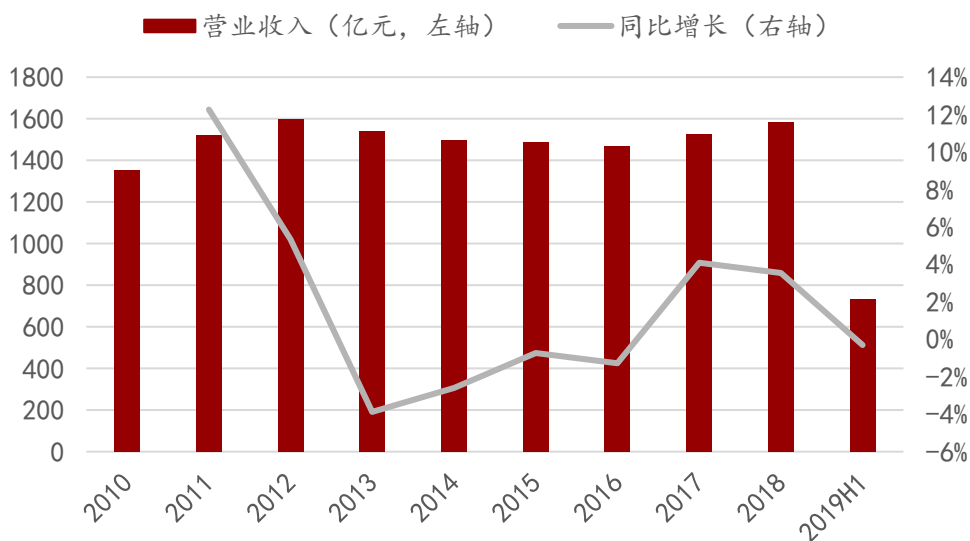


资料来源：中国饭店协会，万联证券研究所

在中产阶级崛起、理性消费升级、高端消费受限的驱动下，中端酒店需求快速增长：

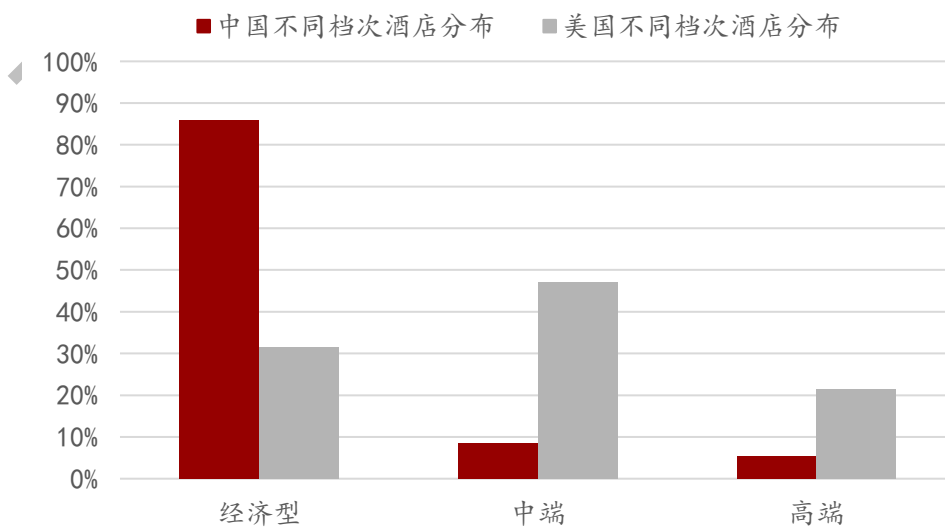
- 一方面，三公限制，**高端酒店增长受阻**。高端酒店供给过剩叠加需求抑制，盈利水平开始下滑，高端酒店需求向中端流动。需求方面，三公消费收紧导致大量政务型酒店需求由高端型向下转移，根据财政部从2016年1月1日正式实施的《中央和国家机关差旅费管理办法》，部级800-1100元/人每天，司局级450-650元/人每天，其他人员350-500元/人每天，更为符合中端酒店收费标准；供给方面，过去10年高端酒店市场快速扩张，2014-2015年高端酒店过剩相对严重，入住率下滑，2016年全国星级酒店出租率仅61.4%。
- 另一方面，消费升级背景下，**经济型酒店需求向中端扩张提升**。收入结构决定酒店需求结构。随着经济的发展，我国社会收入结构由“金字塔型”向“橄榄型”转变的同时，必然也将带动酒店业结构从“金字塔型”转变为“橄榄型”。由于中产消费群体的崛起，消费升级导致顾客需求发生极大的变化，酒店提供的服务能否满足新型消费者个性化、多元化的需求，对经济型酒店是极大的挑战。对标欧美高：中：低占比稳定在2：5：3格局，我国中端酒店目前占比偏低，中端酒店市场仍有较大上升空间，整体规模有望进一步扩大。

图表 26：2010-2019H1 中国高端星级酒店营业收入



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

图表 27：中美不同档次酒店分布情况



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

3.2 公司酒店业务以“重资产+高端”为主，疫情促使酒店积极拓展收入来源

公司酒店业务分为重资产的酒店自营业务和轻资产的酒店管理业务。其中，酒店自营为游客及中高端商务人士提供酒店住宿、餐饮、会议等服务，以及商业物业租赁等；酒店管理主要为向其管理的酒店项目输出品牌、管理、中央预订等服务，从管理项目中收取相应的费用以获得收入利润。

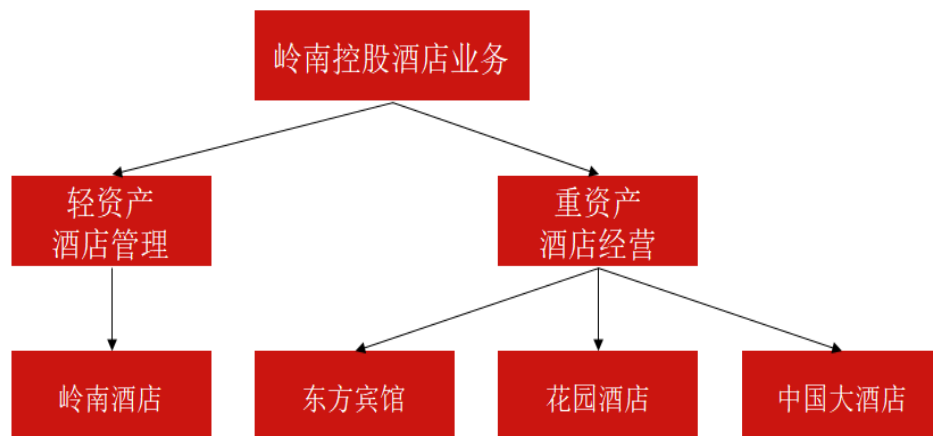
- 酒店自营业务：广州花园酒店是国家旅游局评选的中国首批三家之一、华南地区唯一、最高级别的白金五星级饭店，广州花园酒店是“岭南花园酒店”品牌的旗

舰店。广州东方宾馆是“岭南东方酒店”品牌的旗舰店，公司设立东方宾馆分公司负责广州东方宾馆的日常运营。中国大酒店此前由万豪国际酒店管理公司管理，2018年11月1日起委托全资子公司岭南酒店经营管理。2019年，东方宾馆、中国大酒店均荣获Expedia“2019年度热选酒店奖”。

- 酒店管理业务：岭南酒店旗下拥有“岭南花园酒店”、“岭南东方酒店”、“岭南五号酒店”、“岭居创享公寓”、“岭南星光营地”、“岭南佳园度假酒店”、“岭南佳园连锁酒店”、“岭荟创意会展社交空间”和“畔水庭院民宿”等九个核心系列品牌，并积极研发新品牌和子品牌，逐步构建适应全住宿发展趋势的多层次品牌体系。“岭居创享公寓”作为公司进军服务式公寓市场的中高端公寓品牌，主要面向一线城市或准一线城市新精英或中产人群。2019年新研发推广的两个品牌，“岭荟”是面向会议会展打造的精品创意社交活动空间智享品牌，“畔水庭院”是针对具有旅游目的地特征和潜质的城郊乡村打造的古村保护性开发生态旅游民宿品牌。

通过收购和输出管理，酒店集团化雏形已现。酒店自营业务方面，公司于2016年收购了花园酒店和中国大酒店两家优质的五星级酒店，加上东方宾馆，一共三家五星级酒店；酒店管理业务方面，公司通过岭南酒店管理着数十家酒店，并积极打造多层次品牌体系，目前拥有九个核心系列品牌。通过收购和输出管理，公司旗下酒店业务的集团化雏形已现。未来公司有望发挥规模化效应以降低运营成本，提高品牌影响力以扩大运营收入，从而提升整体竞争实力。

图表 28：岭南控股公司旗下酒店分布

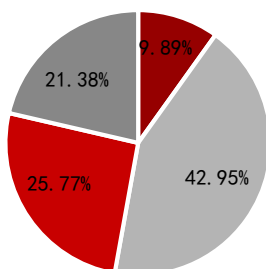


资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司自营酒店业务贡献8成的净利润。2019年，公司酒店管理业务实现营业收入10708.34万元，占酒店业务收入比例为9.89%，实现归母净利润1745.79万元，占酒店归母净利润比例为20.13%，占比不高。而酒店自营业务实现营业收入9.75亿元，占酒店业务收入比例为90.11%，实现归母净利润6926万元，占酒店归母净利润比例为79.87%，是酒店业务主要的盈利来源。酒店自营业务中，花园酒店、中国大酒店、东方宾馆营收占比分别为42.95%、25.77%、21.38%。

图表 29：公司酒店业务营业收入结构

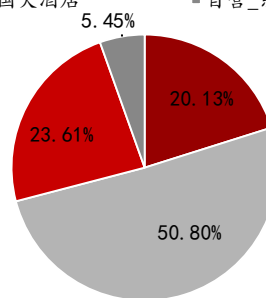
■ 管理_岭南酒店 ■ 自营_花园酒店
■ 自营_中国大酒店 ■ 自营_东方宾馆



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 30：公司酒店业务归母净利润结构

■ 管理_岭南酒店 ■ 自营_花园酒店
■ 自营_中国大酒店 ■ 自营_东方宾馆

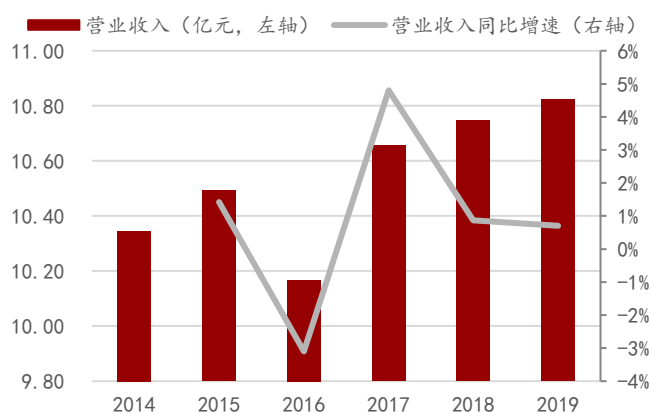


资料来源：公司年报，万联证券研究所

公司酒店业务营收保持稳定，净利润受折旧及各项费用影响波动较大。贡献主要盈利的酒店自营业务，旗下三大酒店均为老牌五星级酒店，运营成熟，因此近年来公司酒店业务营收保持稳定，波动幅度小。酒店业务净利润由于受折旧（一些设备折旧年限自然到期）、费用（翻新改造的费用摊销、酒店供热系统调整导致的费用增加等）的变动影响，导致波动幅度较大。

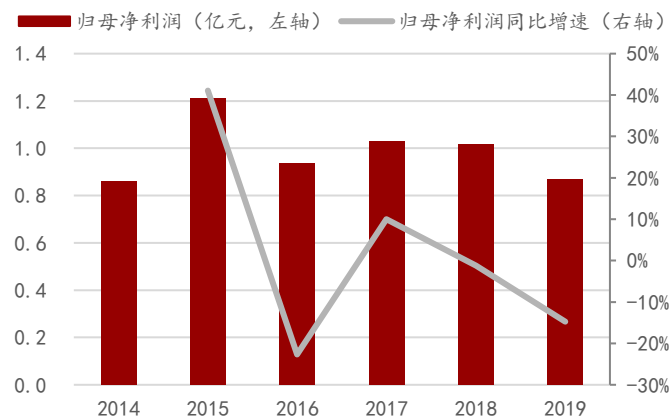
疫情促使公司酒店业务积极拓展收入来源。疫情期间，公司酒店业务虽继续保持营业状态，但由于商旅客户出行、大型商务活动、餐饮服务暂时受到限制，以及按照政策减免部分租户租金等原因，使公司的酒店业务营业收入有所下降。随着国内疫情的逐步控制，公司酒店业务一方面通过开展线上外卖服务、产品策划和推广预售，加强节日食品销售等，开拓新的营收增长点；另一方面，依托近期旅游消费需求有序释放及短途休闲游复苏的形势，促进旗下休闲酒店入住率持续恢复提升。此外，中秋将至，酒店月饼销售将照常进行，公司“岭月”系列月饼连续4年销售收入保持正增长，2019年销售收入10,669.20万元，月饼销售受疫情影响较小，预计今年销售收入也能维持正增长。

图表 31：公司酒店业务营业收入及增速



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 32：公司酒店业务归母净利润及增速



资料来源：公司年报，万联证券研究所

3.3 加快“轻资产+中端”布局

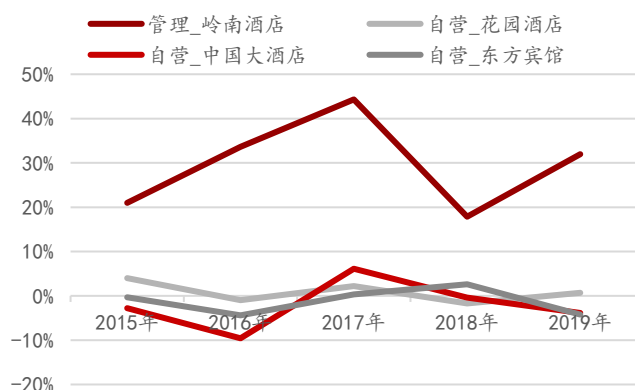
利用品牌优势进行轻资产扩张。公司积极进行轻资产模式的扩张，每年大约签约10-12个项目，酒店由岭南酒店进行统一管理，管理输出项目一般至少签约5年。当前输出管理的酒店有约50家，总房间数在1万间左右。

顺应酒店行业中端化趋势，拓展中端酒店品牌。公司过去主打高星酒店，近年来公司顺应酒店行业中端化趋势，不断丰富酒店产品类型，在原有的高星酒店之外，拓展休闲类酒店（如温泉酒店）、非标类酒店（如星光营地）、精品酒店（5号酒店）和公寓（岭居创享酒店）。

公司的扩张路线以华南地区或邻近省份的二三线城市为突破口。当前一线城市供给受限，与国际品牌竞争也容易处于劣势。二三线城市潜力较大，更有扩张机会。通过在尚未建立起龙头企业的城市布局，可以建立当地酒店的标杆，扩大品牌影响力。

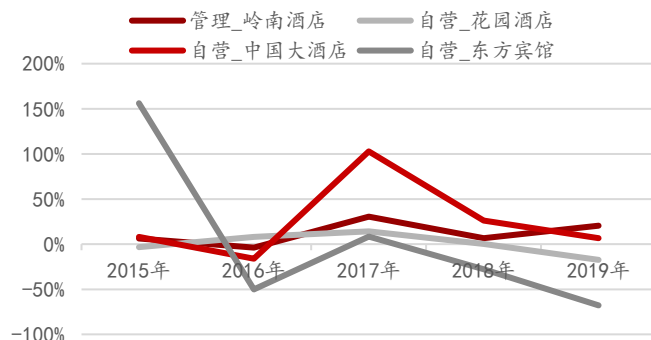
公司酒店管理业务增速高，为公司未来酒店业务主要业绩增长点。公司酒店管理业务主体岭南酒店的营业收入近年来每年持续保持两位数的快速增长，远高于酒店自营业务，预计未来也将保持这一增长趋势，而且酒店管理业务的净利率约20%左右，也远高于酒店自营业务，预计未来公司酒店业务主要的盈利增长将来自酒店管理业务。

图表 33：公司酒店业务营业收入及增速



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 34：公司酒店业务归母净利润及增速



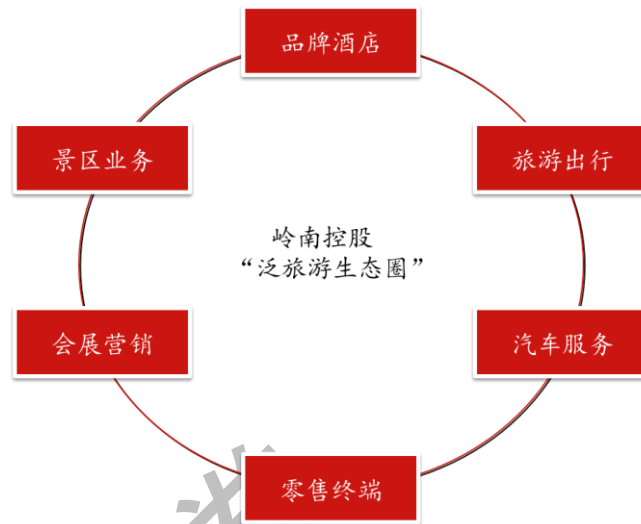
资料来源：公司年报，万联证券研究所

4、打造泛旅游生态圈，受益于粤港澳大湾区建设

4.1 深度整合产业资源，优化融合发展

打造“泛旅游生态圈”。所谓打造“泛旅游生态圈”，是指公司将以轻资产运营模式，进行纵向和横向整合，构建“多维的流量入口、多产业链环节的增值服务体系、多元变现的创意营销组合”，积极推进旅游产业融合，有序构建涵盖“酒店、旅游、会展、汽车服务、零售终端、景区服务”于一体的“泛旅游生态圈”，从而发展成行业领先的旅游综合运营商。

图表 35：岭南控股产业链布局



资料来源：公司公告，万联证券研究所

旅行社和酒店协同效应将进一步显现。作为华南地区旅行社龙头，广之旅在华南地区具有较多的客户资源。而公司旗下三座五星级酒店则作为广州市第一批现代化高端酒店，具有优质的服务能力、品牌知名度和现金流。公司未来可以有效整合旅行社和酒店的客户资源，实现业务对接、渠道互补，提高公司盈利能力，促进公司“泛旅游生态圈”战略的实施。

会展业务是公司加快旅游产业融合的重要抓手。会展在传播先进理念、搭建国际平台、发布产业政策、推进资源汇聚、深化战略合作等方面成效显著。公司具备大型政商会展服务的经验与能力，拥有全球旅游业丰富的官方与民间人脉，以及相关展商与买家资源。广之旅成功运营执行广东国际旅游产业博览会、广府文化嘉年华等展会，拥有中华老字号博览会、广东国际会奖旅游交流大会、中国国内旅游目的地供应商大会、中酒德国啤酒节、粤菜师傅走进美丽乡村等自主会展、会议IP，并不断加强与国际顶级会展企业的合作，成功运营博古斯世界烹饪大赛亚太赛、中国赛、太阳之旅中法自行车拉力赛等一系列国际化的会展赛事。会展业务是公司加快旅游产业融合的重要抓手，将成为未来重点布局的板块，

景区业务整合和文创业务是下一步的布局方向。通过新的景区项目，整合岭南旅游业优质资源，使景区成为岭南旅游业板块协同的阵地，新品展示的基地，旅游精品线路串联的重点，工作团队施展才华的舞台，创新业态发展的摇篮。重点推进粤西封开景区的转型升级策划，努力实现粤东区域的布点，形成环广州生活圈内新景区的管理输出。粤西封开景区2018年已开业，且已完成3A级景区标准的升级，届时将为公司带来新的收益，也成为布局新领域的起点。文创也是公司下一步考虑发展的业务，如景区创意。

4.2 粤港澳大湾区建设利好旅游行业，公司充分受益

粤港澳大湾区发展规划纲要落地，大湾区旅游行业将迎来发展良机。2019年2月中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，是指导粤港澳大湾区当前和今后一个时期合作发展的纲领性文件。粤港澳大湾区五大战略定位之一为“宜居宜业宜游

的优质生活圈”，突出旅游行业在大湾区建设的重要地位，并且规划纲要第八章第三节“构筑休闲湾区”中对大湾区旅游行业发展做出具体指示。随着规划纲要的发布实施，粤港澳大湾区进入世界级湾区经济共建时代，经济增长有望提速，粤港澳大湾区旅游合作不断深化，旅游行业将迎来发展良机，成为发展活力最强的服务领域之一。

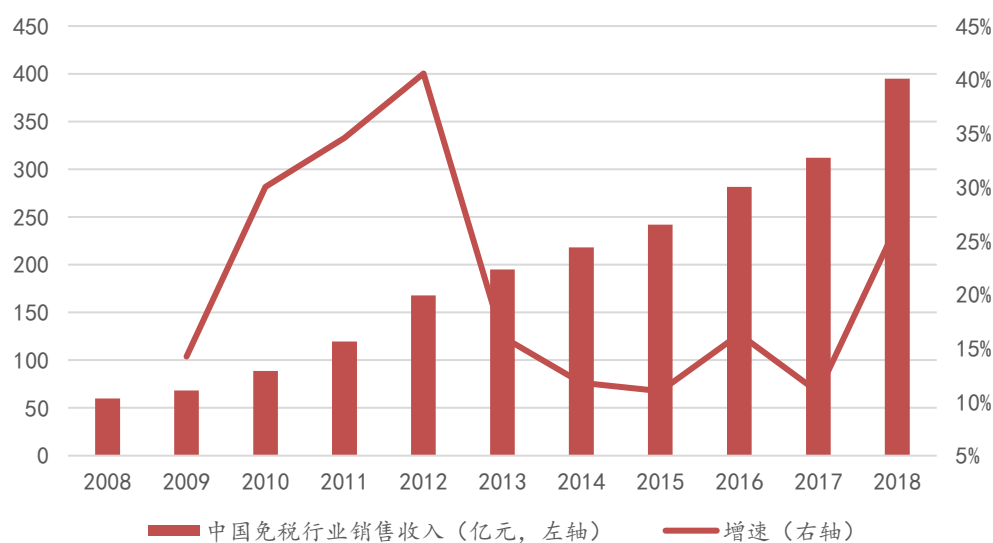
公司旅游业务布局聚焦大湾区，将充分受益于大湾区建设。公司现有酒店业务和旅行社业务主要集中于广州市，广州市作为粤港澳大湾区四大中心城市之一，将迎来发展新契机，利好公司的现有业务。公司充分抓住大湾区的发展机遇，新业务的拓展也围绕大湾区进行。住宿业方面，聚焦“深耕粤港澳大湾区，辐射重点城市CBD及核心旅游目的地”的战略布局，2019年新签约项目16个。粤西滨海轴线新地标的湛江花园酒店开业、中高端服务式公寓品牌岭居创享公寓加大广州城央主要商圈开店密度、再次携手美的置业，新增岭南东方品牌酒店落户佛山和茂名，品牌输出管理业务在大湾区、二三线及旅游目的地城市的发展保持稳健态势。

5、大股东申请免税经营资格，打开公司新的发展空间

控股股东岭南集团正在申请免税业务经营牌照。近期公司公告显示，控股股东岭南集团书面表示该集团正在推进申请免税品经营资质的相关工作，并向广州市政府相关部门正式提交关于支持其申请免税业务经营牌照的请示，该项工作尚在推进过程中。

我国免税市场有数千亿增长空间，国家政策叠加境外疫情影响，免税行业迎来黄金发展期。我国居民是世界上第一大奢侈品消费人群，但80%奢侈品在境外消费。目前我国每年有超过6000亿人民币的奢侈品消费流入境外，而我国免税业务规模约400亿人民币左右，按照外流规模来计算，我国免税业务尚有巨大提升空间。近年来国家积极制定政策，引导境外消费回流，加上疫情倒逼国人消费回流，利好免税行业。

图表36：中国免税行业销售收入及增速



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

牌照稀缺，免税经营资格极具含金量。我国免税采用国企专营牌照管理，具有免税品经营资质的企业只有8家，包括中免集团（全国运营），深免、珠免、海免集团（区域运营），中出服、中侨（市内运营），王府井（最新发放，类型未知）。从政策背景和免税商品类型分析，国企垄断经营符合我国免税行业利益最大化原则，我国免税牌照放开的概率低，预计只会给若干一线城市及部分省会城市发放免税牌照。如果岭南集团能拿到免税经营资格，将在有限的竞争对手中充分享受免税盛宴。

图表37：国内免税业务企业基本信息

名称	种类	牌照	主要经营范围	门店数量
中免集团	全国性运营商	出入境免税牌照、海南离岛免税牌照、离境外国人市内免税店牌照	在全国范围内设立覆盖机场、边境、客运站、火车站、邮轮等九大类型 200 多家免税店，拥有海南离岛免税店经营资格	240+
日上免税行	特殊运营商	机场出入境免税牌照（中免控股 51%）	北京首都国际机场 T3、上海浦东机场、虹桥机场出入境免税店	3
深免集团	区域性运营商	出入境免税牌照	深圳各口岸、西安机场	11
珠免集团	区域性运营商	出入境免税牌照	珠海各口岸出境店、天津机场入境店	5
海免集团	区域性运营商	海南离岛免税牌照（中免控股 51%）	海南美兰国际机场	3
中出服	市内运营商	出入境免税牌照、归国人员市内入境免税店牌照	北京、上海等城市市内店	15
中侨	市内运营商	归国人员市内入境免税店牌照	隶属港中旅，开展哈尔滨市内免税店	1
王府井	未明确	未明确	未明确	暂无

资料来源：各公司官网，万联证券研究所

如果岭南集团拿到免税经营资格，岭南控股将受益并打开新的发展空间。岭南控股是岭南集团旗下唯一的旅游产业的运营整合平台和资本运作平台，目前岭南集团最优质的旅游资产都放入岭南控股。如果岭南集团拿到免税牌照，有望注入岭南控股，岭南控股旗下旅游资源可以与免税业务协同发展，有望打开新的发展空间。参考凯撒旅业、王府井这些新参与免税业务的上市公司股价表现，凯撒旅业在入股中出服后，股价上涨2倍，王府井拿到免税资格后，股价上涨6倍，预计岭南控股股价也极具向上空间。

图表 38: 凯撒旅业今年以来股价表现



图表 39: 王府井今年以来股价表现



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

6、盈利预测和投资建议

假设条件:

- 1、旅行社业务: 2020年下半年省内游开放, 旅行社收入回暖, 但由于上半年的收入下降拖累, 预计全年也将下降, 预计2021年疫情有望逐步解除, 出境游恢复, 假设2020年-2022年营收增速分别为-50%、90%、20%; 由于2020年疫情, 收入下降, 而成本具备刚性, 毛利率下降, 2021年恢复正常后, 随着扩张带来的规模效应, 预计毛利率将逐步提升, 假设2020年-2022年毛利率分别为9%、10%、10%。
- 2、酒店经营业务: 公司经营的3家老牌五星级酒店, 运营成熟, 营收将维持稳定, 2020年由于疫情原因, 营收下降, 2021年国内疫情逐步消除, 假设2020年-2022年营收增速分别为-30%、60%、1.5%; 毛利率在2020年由于疫情原因有所下降, 2021年恢复正常, 也维持稳定, 假设2019年-2021年毛利率为40%、45%、45%。
- 3、酒店管理业务: 酒店管理业务每年保持稳定的新增开业节奏, 疫情期间管理费收入有所下降, 2021年恢复增长, 假设2020年-2022年营收增速分别为-10%、30%、25%; 毛利率在疫情期间有所下降, 后恢复正常, 假设2020年-2022年毛利率分别为30%、35%、35%。
- 4、汽车服务: 发展比较稳定, 也没有明显催化因素, 疫情期间受到一定负面影响, 参考历史数据, 假设2020年-2022年营收增速为-10%、2%、2%; 毛利率参考历史数据维持78%。

图表 40: 岭南控股盈利预测假设条件

假设指标	2019	2020E	2021E	2022E
旅行社				
营业收入(百万元)	6,904	3,452	6,558	7,870
增长率	14.79%	-50.00%	90.00%	20.00%
毛利率	9.67%	9.00%	10.00%	10.00%
酒店经营				
营业收入(百万元)	970	679	1,087	1,103
增长率	-1.60%	-30.00%	60.00%	1.50%
毛利率	40.37%	40.00%	45.00%	45.00%
酒店管理				
营业收入(百万元)	74	66	86	108
增长率	39.65%	-10.00%	30.00%	25.00%
毛利率	30.57%	30.00%	35.00%	35.00%
汽车服务				
营业收入(百万元)	24	22	22	23
增长率	-2.28%	-10.00%	2.00%	2.00%
毛利率	77.31%	78.00%	78.00%	78.00%

资料来源: Wind, 万联证券研究所

根据以上假设, 预计公司2020年-2022年归母净利润分别为0.53亿元、2.67亿元、3.29亿元, EPS分别为0.08元、0.40元、0.49元, 目前股价对应PE分别为113.3倍、22.6倍、18.3倍。

长期来看, 公司从单一的酒店经营企业转型为涵盖“酒店、旅游、会展、汽车服务、零售终端、景区服务”于一体的旅游综合运营商, 预计未来公司将深化产业链协同效应, 并进一步整合旅游业优质资源, 有望保持稳定的发展, 并受益于粤港澳大湾区建设。如果控股股东拿到免税资格, 公司有望分享免税市场盛宴, 打开新的发展空间; 短期来看, 国内疫情控制良好, 跨省游已经放开, 公司下半年业绩将迎来拐点。首次覆盖, 给予“增持”投资评级。

图表 41：岭南控股盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,972	4,219	7,754	9,104
增长率 (%)	12.6%	-47.1%	83.8%	17.4%
净利润(百万元)	259	54	268	332
增长率 (%)	26.5%	-79.3%	401.3%	23.5%
每股收益(元)	0.39	0.08	0.40	0.49
市盈率(倍)	23.4	113.3	22.6	18.3

资料来源：Wind，万联证券研究所

7、风险提示

- 1、 疫情控制不及预期风险。境内疫情二次爆发，或者境外疫情控制不及预期，导致旅游行业恢复情况不及预期的风险。
- 2、 行业竞争加剧风险。旅行社行业竞争激烈，近两年OTA纷纷布局线下门店，可能对公司的旅行社业务造成冲击。酒店行业近年来整合加剧，龙头酒店集团集中度显著提升，品牌优势明显，对其他酒店品牌造成挤压。
- 3、 不可抗力风险。旅游行业受政治、经济、社会、文化、自然等因素的影响较大。一些突发事件包括但不限于地震、海啸、水灾、旱灾、暴雪、飓风等自然灾害，或目的地政治经济局势不稳定、社会治安恶化事件等，都将会影响游客的外出旅游选择，从而对公司业务产生影响。

		单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	3,179	2,136	3,073	3,680	
货币资金	2,569	1,241	1,978	2,506	
应收票据及应收账款	175	92	170	200	
其他应收款	68	35	64	75	
预付账款	216	108	197	233	
存货	16	6	11	13	
其他流动资产	135	655	655	655	
非流动资产	1,590	1,593	1,614	1,627	
长期股权投资	5	5	5	5	
固定资产	588	600	629	650	
在建工程	10	13	16	19	
无形资产	560	548	537	525	
其他长期资产	427	427	427	427	
资产总计	4,769	3,730	4,687	5,307	
流动负债	1,904	805	1,473	1,736	
短期借款	377	0	0	0	
应付票据及应付账款	460	247	449	532	
预收账款	740	401	737	865	
其他流动负债	327	157	287	339	
非流动负债	125	125	125	125	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
其他非流动负债	125	125	125	125	
负债合计	2,029	930	1,598	1,861	
股本	670	670	670	670	
资本公积	1,215	1,215	1,215	1,215	
留存收益	733	788	1,059	1,392	
归属母公司股东权益	2,670	2,726	2,996	3,329	
少数股东权益	70	74	93	117	
负债和股东权益	4,769	3,730	4,687	5,307	

		单位: 百万元			
至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E	
经营活动现金流	314	-451	759	535	
净利润	289	57	286	353	
折旧摊销	141	34	36	35	
营运资金变动	-22	-488	468	184	
其它	-93	-55	-31	-37	
投资活动现金流	613	-492	-22	-7	
资本支出	-65	-34	-53	-44	
投资变动	648	-520	0	0	
其他	30	62	31	36	
筹资活动现金流	-131	-385	0	0	
银行借款	438	-377	0	0	
债券融资	0	0	0	0	
股权融资	0	0	0	0	
其他	-569	-8	0	0	
现金净增加额	797	-1,329	737	528	
期初现金余额	1,742	2,569	1,241	1,978	
期末现金余额	2,539	1,241	1,978	2,506	

		单位: 百万元			
至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	7,972	4,219	7,754	9,104	
营业成本	6,871	3,600	6,561	7,765	
营业税金及附加	34	17	31	36	
销售费用	505	380	520	574	
管理费用	312	211	310	319	
研发费用	8	15	8	9	
财务费用	-7	2	-6	-8	
资产减值损失	-1	1	0	1	
公允价值变动收益	0	20	0	0	
投资净收益	31	42	31	36	
资产处置收益	94	0	0	0	
营业利润	383	75	377	464	
营业外收入	2	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	383	75	377	464	
所得税	94	18	90	111	
净利润	289	57	286	353	
少数股东损益	30	4	19	23	
归属母公司净利润	259	53	267	329	
EBITDA	383	31	360	436	
EPS (元)	0.39	0.08	0.40	0.49	

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	12.6%	-47.1%	83.8%	17.4%
营业利润	31.7%	-80.4%	401.3%	23.3%
归属于母公司净利润	26.5%	-79.4%	401.3%	23.3%
获利能力				
毛利率	13.8%	14.7%	15.4%	14.7%
净利率	3.6%	1.4%	3.7%	3.9%
ROE	9.7%	2.0%	8.9%	9.9%
ROIC	5.8%	-0.1%	8.0%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	24.9%	34.1%	35.1%
净负债比率	-80.0%	-44.3%	-64.0%	-72.7%
流动比率	1.67	2.65	2.09	2.12
速动比率	1.55	2.51	1.95	1.98
营运能力				
总资产周转率	1.67	1.13	1.65	1.72
应收账款周转率	45.47	45.63	45.63	45.63
存货周转率	430.29	608.33	608.33	608.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.08	0.40	0.49
每股经营现金流	0.47	-0.67	1.13	0.80
每股净资产	3.98	4.07	4.47	4.97
估值比率				
P/E	23.40	113.32	22.60	18.30
P/B	2.27	2.23	2.02	1.82
EV/EBITDA	7.39	-5.53	-3.16	-2.49

资料来源: Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场